



首都经济贸易大学出版基金资助

中国民营企业融资 困境与出路 ——基于资本结构的视角

方明月 © 著

ZHONGGUO MINYING QIYE RONGZI
KUNJING YU CHULU
JIYU ZIBEN JIEGOU DE SHIJIAO



首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

 首都经济贸易大学出版基金资助

中国民营企业融资 困境与出路 ——基于资本结构的视角

方明月 © 著

ZHONGGUO MINYING QIYE RONGZI
KUNJING YU CHULU
JIYU ZIBEN JIEGOU DE SHIJIAO

 首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国民营企业融资困境与出路：基于资本结构的视角/方明月著.
—北京：首都经济贸易大学出版社，2015.8
ISBN 978 - 7 - 5638 - 2386 - 4

I. ①中… II. ①方… III. ①民营企业—企业融资—研究—中国
IV. ①F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 161767 号

中国民营企业融资困境与出路——基于资本结构的视角
方明月 著

出版发行 首都经济贸易大学出版社
地 址 北京市朝阳区红庙 (邮编 100026)
电 话 (010) 65976483 65065761 65071505 (传真)
网 址 <http://www.sjmcb.com>
E-mail publish@cueb.edu.cn
经 销 全国新华书店
照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部
印 刷 北京九州迅驰传媒文化有限公司
开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16
字 数 246 千字
印 张 14
版 次 2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 2386 - 4/F · 1345
定 价 32.00 元

图书印装若有质量问题，本社负责调换
版权所有 侵权必究

经济学家很早就开始关心企业的资本结构问题。早在 1958 年，莫迪利安尼和米勒（Modigliani & Miller, 1958）就提出了著名的“MM 定理”，认为在不存在交易费用的情况下，企业的资本结构与企业的价值无关。从这块基石出发，经济学家们沿着不同的方向围绕企业的资本结构问题盖起了一座大厦。学者们已经认识到，税收、信息不对称、代理成本和破产成本等因素都会影响企业的资本结构和价值（Miller, 1988）。

然而，这些研究主要通过考察股东、债权人和经理人之间的显性契约关系来寻求对资本结构选择的解释，忽略了竞争者、供应商、工人和客户等产品和要素市场上的参与者对资本结构决策的影响。Harris 和 Raviv（1991）在一篇著名的综述中提到：“在我们看来，将资本结构与产品市场和要素市场相衔接的模型是最有前景的。这个领域还处于幼儿期，并且缺乏关于资本结构与产业组织变量（需求和成本参数、策略变量等）互动的启示。”如果说股东、债权人和经理人在企业中有直接的现金流索取权和相应的控制权，那么供应商、客户和工人等则在企业中缺乏直接的收益索取权和控制权，他们因此被称为非财务利益相关者。既然资本结构可以通过企业与这些非财务利益相关者的违约概率以及企业的生产和定价决策来影响这些非财务利益相关者（Franck & Huyghebaert, 2004），那么企业在进行融资决策时就不可避免地要考虑非财务利益相关者的目标函数。因此，要完整地理解企业的资本结构和融资决策，就必须将企业看作是一种契约的联结（Jensen & Meckling, 1976），包括显性契约和隐性契约。在企业的边界内，既有股东、经理人和债权人缔结的显性契约，也存在企业同竞争者、供应商、工人和客户达成的隐性契约。所有的利益相关者都是缔约主体，也都是博弈主体。在博弈过程中，他们的相对谈判力决定了均衡的资本结构，这是近

年来金融契约理论的主要思路 (Hart, 2001)。

从现实来看,融资困境和资本结构优化是中国民营企业面临的一个突出难题。2011年4~10月,温州的几十个民营企业老板因为债务危机而纷纷逃离,引发了著名的温州逃债事件。温州逃债事件只是中国无数民营企业遭遇的融资困境的一个缩影。给定资金总体上供不应求的现实约束,无论是大中型企业还是小微企业,面临的一个共同问题就是如何优化资本结构。其中包括:股权融资、债务融资和商业信用等渠道的资金比例各是多少?在债务中,短期债务和长期债务应该按什么比例进行分配?获得资金之后,多少用于投资新项目?多少用于消费?在企业内和市场上,股东(或管理层)、债权人、工会、供应商和客户之间的博弈将会怎样影响企业的融资渠道和分配比例?这些企业的资本结构和融资决策问题,是企业生存和发展的根本问题,也是本书关心的主要问题。由于现有文献对企业的财务利益相关者关注较多,而对非财务利益相关者有所忽略,因此本书将重点分析企业的非财务利益相关者与资本结构或融资决策的关系。特别是,一类特殊的非财务利益相关者——工会在企业的融资决策中发挥了怎样的作用?西方国家的研究者多次发现,企业工会力量的增强提高了工会在工资集体议价中的谈判力,管理层为了提升自己的相对谈判力会发行债务,以此增加自己的剩余分配份额 (Bronars & Deere, 1991; Dasgupta & Sengupta, 1993)。然而,在中国谈论工会的力量可能会引起很多争议,因为传统观点认为中国企业(尤其是国有企业)的工会没有实质性作用。本书认为,任何事情都有前因后果,也都有成本收益。搁置国企的工会不论,私人、港澳台和外资企业的工会是否也是一种“摆设”呢?如果是,那么这些民营企业的工会就应该不会给企业带来任何成本,但是为什么企业需要政府的强制推动才愿意设立工会呢?这种内在的矛盾促使我们反思:尽管民营企业的工会也许没有法律上认为的那样重要,但是很可能比我们想象的更重要。

本书尝试从理论上和实证上探讨这样一个问题:在管理层(或所有者)、债权人、工会、供应商或客户等多方利益主体参与的博弈中,作为非财务利益相关者的工会、供应商或客户的谈判力如何影响企业的资本结构和融资决策?关注非财务利益相关者对资本结构的影响,是当

今公司金融理论的前沿问题（例如，Tirole，2006），然而基于中国的理论和经验研究却非常匮乏，这正是本书的立足点。

本书的第二章从资本结构的财务利益相关者角度和非财务利益相关者角度对资本结构理论的研究文献进行了梳理。就资本结构的财务利益相关者理论而言，本书主要是从税收和信息不对称问题这两种因素对企业价值的影响角度，简单回顾了税差学派、权衡理论、代理理论、融资啄序理论和信号传递理论等经典的资本结构理论，并指出了已有理论的不足。就资本结构的非财务利益相关者理论而言，本书在狭义非财务利益相关者的分析框架下，围绕企业现金流索取权的分配问题，结合理论模型和实证研究，全面介绍了工会、供应商、客户和政府等非财务利益者对企业资本结构选择的影响。

本书的第三章采用博弈论和契约理论的方法，在 Tirole（2006）的固定投资模型的基础上，构建了一个“企业家—投资者—工会”的博弈模型，并讨论了事前和事后各方谈判力分布对博弈结果的影响。在模型中，企业家为了开展一个项目，利用自己掌握的企业自有资金向投资者借贷，双方缔结一个借贷契约。当项目收益实现时，企业家、投资者和工会进行剩余分配。研究发现，如果企业家在事前的债务契约设计中拥有全部或较多的谈判力，那么，不管企业家在事后的收益分配中拥有多少谈判力，企业家都可以利用债务契约的承诺作用攫取工会的剩余。反之，如果企业家和工会在事前或事后的谈判过程中均拥有同等的谈判力，企业家就无法利用债务契约来攫取工会的剩余。因此，工会的谈判力是否会影响企业的财务杠杆，取决于在事前的债务契约设计中企业家和工会的谈判力分布。这是与现有文献的不同之处。本书还发现利率对于债务的承诺作用会产生影响。利率越高，或是企业越接近财务困境，那么债务对企业或工会传递的压力越大，从而企业家越倾向于利用举债来攫取工会的剩余。此外，短期负债比长期负债更具有承诺价值，更有利于管理层攫取工会的剩余。总之，本书扩展了现有模型关于企业家通过负债攫取工会剩余的约束条件，这是本书在理论上的贡献。

在理论上探讨了工会的谈判力影响企业资本结构选择的机制之后，本书的第四章采用案例分析和史论结合的方法，探析了中国工会的历史与现状，详细比较了公有制企业和非公有制企业工会的职能差异。本书

认为,在公有制企业中,由于路径依赖效应,工会主要发挥着福利性的功能,维权性的功能居于次要地位。而在非公有制企业中,由于劳资双方利益天然的不一致性,客观上工会的维权性功能摆在了重要的位置,非公有制企业工会在参加工资集体协商、维护工人权益方面初步具备一定的谈判力。

在此基础上,本书的第五章第一次使用2004年中国经济普查的企业级数据,实证检验了民营企业中工会的力量对企业资本结构决策的影响。研究发现,工会的谈判力越强,企业的管理层就越倾向于提高负债比例。进一步,短期负债比长期负债更具有承诺价值,更有助于提高管理层的谈判力和分配份额。此外,本书还验证了财务困境对债务的承诺作用的影响,发现企业面临的破产概率越高,债务的承诺作用就越可置信,从而管理层就越有可能提高财务杠杆,以便在剩余分配中获取更多的份额。

接着,本书的第六章在第五章的基础上进行了一个拓展,使用2004—2007年中国制造业企业的面板数据,从短期负债的重要构成部分——商业信用的角度考察了上游供应商和下游客户的谈判力对企业融资决策的影响。研究发现,给定上下游企业的市场结构,目标企业所在行业的市场竞争越激烈,从而企业对下游客户的谈判力越弱,则企业提供给客户的商业信用(应收账款)越多,但市场竞争程度对应收账款提供的影响受企业自身财务状况的制约。当企业面临松的财务约束时,市场竞争程度增强,应收账款比例提高;而当企业面临紧的财务约束时,市场竞争程度与应收账款比例无关。与市场竞争程度对应收账款的影响方向不同的是,目标企业所在行业的市场竞争程度越强,从而企业同上游供应商的谈判力越弱,则企业获得的来自上游供应商提供的商业信用(应付账款)越少。与此同时,市场竞争程度对应付账款的影响受企业财务状况的制约。当企业面临松的财务约束时,市场竞争程度与应付账款比例无关;当企业面临紧的财务约束时,市场竞争程度增强,应付账款比例下降。

本书的研究具有以下重要的政策含义:

第一,本书的发现为我们理解当前民营企业的融资困境提供了另一个视角,即影响企业破产的因素不仅包括资金供给、信贷歧视和市场摩

擦，还应该包括工人、客户、供应商等非财务利益相关者与企业之间的博弈。因此，要从根本上解决民营企业的融资问题，就不能只考虑“钱”的因素，还应考虑“人”的因素。显然，企业与财务利益相关者和非财务利益相关者之间的和谐关系，不仅对于企业自身发展很重要，对于经济社会和谐发展也很重要。

第二，本书的发现提醒我们不能泛泛地讨论对某个利益集团的保护。无论是从法律还是从感情角度，很多人都赞成对工人的权益进行保护，而保护的手段之一就是强化工会的力量。但是，任何事情都是有成本的。根据本书的研究，强势的工会可能导致企业更多的负债，这在长期内可能对企业 and 工人是一种“双输”的结局。理论上，一个企业或行业存在一个设立工会的最优保护度。因此，政府和社会在保护工人利益的同时，要区分工人的短期利益和长期利益，要力争实现企业和工人的长远利益，最终的目的是实现“双赢”。

第三，本书的发现揭示了民营企业融资渠道的多元化效应，即供应商和客户都可以通过商业信用成为民营企业的融资渠道。现实中，很多企业都将银行贷款和其他金融机构贷款视为主要的、甚至是唯一的融资渠道，这不利于分散企业的融资风险。企业应该充分利用来自上游供应商或下游客户的商业信用，实现多种融资渠道的互补。在银行信贷资金非常有限并且对民营企业存在歧视的当下，这一建议尤其具有现实价值。

第四，本书的发现提示我们，一个完善的金融系统除了要依靠金融市场或资本市场，也需要依靠产品市场。因为产品市场的竞争会影响到企业的资本结构或融资决策，所以金融市场和产品市场是相互关联的。要进行金融改革，除了要完善银行监管、发展民间金融市场，也要疏通产品市场，最终构建一个统一、有序、充分流动的要素市场和产品市场体系。

1	导论	1
1.1	研究背景与意义	1
1.1.1	案例:港湾公司的困境	1
1.1.2	理论背景	3
1.1.3	研究意义	5
1.2	研究内容与方法	6
1.2.1	研究内容	6
1.2.2	研究方法	6
1.3	研究结论	7
1.4	贡献与不足	8
1.5	结构安排	11
2	资本结构理论前沿综述	14
2.1	资本结构的概念界定	14
2.2	资本结构的财务利益相关者理论	16
2.2.1	税收	17
2.2.2	信息不对称问题	20
2.2.3	小结	23
2.3	资本结构的非财务利益相关者理论	26
2.3.1	广义的非财务利益相关者理论:多个视角	27
2.3.2	狭义的非财务利益相关者理论:谈判力的视角	28

2.4	国内学者对资本结构的研究	38
2.5	小结	40
3	管理层、工会的谈判力与最优债务契约设计	41
3.1	前言	41
3.2	模型背后的数值例子	43
3.3	“企业家—投资者—工会”博弈模型	44
3.3.1	债务的约束作用	47
3.3.2	短期债务	50
3.3.3	长期债务	52
3.3.4	企业家的消费决策	54
3.3.5	谈判力对结果的影响	55
3.3.6	理论假说	58
4	制度背景：中国工会的发展状况	60
4.1	中国工会的历史和现状	60
4.1.1	中国工会的历史	60
4.1.2	中国工会的现状	65
4.2	中国工会的组织架构	73
4.2.1	自上而下的科层架构	73
4.2.2	企业工会与产业工会、地方工会的关系	75
4.2.3	工会会员与工会领导的产生	76
4.2.4	工会经费来源	77
4.3	不同所有制企业工会的职能	78
4.3.1	公有制企业工会的职能	78
4.3.2	非公有制企业工会的职能	80
4.3.3	公有制企业与非公有制企业工会职能的差异	85

4.4	变化中的中国工会:兼与西方国家工会的比较	88
5	管理层—工会博弈与资本结构——一个实证研究	92
5.1	引言	92
5.2	模型	94
5.2.1	理论模型与假说	94
5.2.2	计量模型	95
5.3	数据与变量	95
5.3.1	数据来源	95
5.3.2	变量定义	96
5.3.3	描述性统计	102
5.4	实证分析	107
5.4.1	工会哑变量对资本结构的影响	107
5.4.2	工会覆盖率对资本结构的影响	124
5.5	稳健性检验	136
5.5.1	内生性问题:工具变量法	136
5.5.2	其他稳健性检验	145
5.5.3	讨论:潜在问题与未来方向	151
5.6	小结	152
6	企业—供应商/客户博弈与资本结构——一个实证检验	154
6.1	引言	154
6.2	模型	160
6.2.1	模型:市场竞争与商业信用	160
6.2.2	计量模型	164
6.3	数据	164
6.3.1	数据来源	164

6.3.2 变量定义·····	165
6.3.3 描述性统计·····	172
6.4 实证检验:供应商/客户谈判力与商业信用·····	173
6.5 稳健性检验·····	184
6.6 结论·····	191
7 总结·····	192
7.1 主要观点·····	192
7.2 政策含义·····	194
7.3 未来议题·····	195
参考文献·····	198
后 记·····	210

1.1 研究背景与意义

1.1.1 案例：港湾公司的困境

港湾超市是广州市一家知名的连锁超市，位列当地“六朵金花”之一。在鼎盛时期，港湾超市在广州有 40 家分店、2 个大型配送中心，其业务还延伸到珠三角二、三线城市，并在梅州成立了分公司。然而，从 2005 年下半年开始，港湾超市的命运陡转直下。先是由于资金链断裂，被美国倍顺集团注资并持股 80%，然后优质门店被管理层承包，但仍未扭转亏损情况。由于股东之间没有就债务分担问题达成意见，导致 300 多家供应商被拖欠 2 000 多万元货款。最终，部分供应商向法院起诉，导致企业陷入破产风险。^① 港湾超市的结局说明，企业要在激烈的市场竞争中立足，必须妥善处理好股东、债权人、管理层和供应商等利益相关者的关系和优化设计股权、债权以及商业信用的组合。

^① 倍顺港湾超市巨亏 供应商上诉逼债 [N]. 第一财经日报, 2005-11-18.

港湾超市的命运变迁只是中国无数民营企业在资本结构选择和融资决策过程中的一个缩影。2011年4月到10月，温州的几十个民营企业老板因为债务危机而纷纷逃离，引发了著名的温州逃债事件，并引起了国内外的普遍关注。针对温州地区企业的一次调查表明（陈敏菊和曹桂芝，2011），企业的资金缺口只有30%~40%能够被满足，融资主要用于采购原材料（62.5%）、投资项目（35.7%）、偿还银行贷款（30.4%）、偿还应付账款（28.6%）、支付职工工资（21.0%）和改善资产负债结构（13.4%）等，从融资渠道上看多数企业仍然首选国有银行（45.3%），然后是其他金融机构（18.5%）、民间融资（12.5%）、商业信贷（11.0%）、股东借款（8.3%）、股权融资（3.1%）和职工集资（1.2%）。

给定资金总体上供不应求的现实约束，无论是大中型企业，还是小微企业，面临的一个共同问题就是如何优化资本结构。这包括：股权融资、债务融资和商业信用等渠道的比例各是多少？在债务中，短期债务和长期债务应该按什么比例进行分配？获得资金之后，多少用于投资新项目，多少用于消费？在企业内和市场上，股东（或管理层）、债权人、工会、供应商和客户之间的博弈将会怎样影响企业的融资渠道和分配比例？这些企业的资本结构和融资决策问题，是企业生存和发展的根本问题，也是本书关心的主要问题。

我们尤其感兴趣的是，在影响企业资本结构的利益相关者（stakeholders）中，作为工人利益代表的工会发挥了什么作用。西方国家的研究者多次发现，企业工会力量的增强提高了工会在工资集体议价中的谈判力，企业管理层为了提高自己的相对谈判力会发行债务，以此

提高自己的剩余分配份额（例如，Bronars & Deere, 1991；Dasgupta & Sengupta, 1993）。然而，在中国谈论工会的力量可能会引起很多争议，因为传统观点认为中国企业（尤其是国有企业）的工会没有实质性作用。我们认为，任何事情都有前因后果，也都有成本收益。搁置国企的工会不论，民营企业^①的工会是否也是一种“摆设”呢？如果是，那么这些民营企业的工会就不应该会给企业带来任何成本，但是为什么企业需要政府的强制推动才愿意设立工会呢？^②这种内在的矛盾促使我们反思：或许民营企业的工会没有法律上认为的那样重要，但是实际上很可能比我们想象的还重要。

1.1.2 理论背景

经济学家很早就开始关心企业的资本结构问题。早在1958年，莫迪利安尼和米勒（Modigliani & Miller, 1958）就提出了著名的“MM定理”，认为在不存在交易费用的情况下，企业的资本结构与企业的价值无关。从这块基石出发，经济学家们沿着不同的方向围绕企业的资本结构问题盖起了一座大厦。学者们已经认识到，税收、信息不对称、代理成本和破产成本等因素都会影响企业的资本结构和价值（Miller, 1988）。

然而，这些研究主要是通过考察股东、债权人和经理人之间的显性契约关系来寻求对资本结构选择的解释，忽略了竞争者、供应商、工人和客户等产品和要素市场上的参与者对资本结构决策的影响。Harris 和

① 这里的民营企业采用广义的概念，包括私人企业、外资企业和港澳台企业。

② 外资企业通常对成立工会比较抵制，当地总工会则将在当地推进工会建设作为自己的任务。例如：第三只眼看外企工会 [J]. 半月谈内部版，2004 年（12）。

Raviv (1991) 在一篇著名的综述中提到：“在我们看来，将资本结构与产品市场和要素市场相衔接的模型是最有前景的。这个领域还处于幼儿期，并且缺乏关于资本结构与产业组织变量（需求和成本参数、策略变量等）互动的启示。”^①如果说股东、债权人和经理人在企业中有直接的现金流索取权和相应的控制权，那么竞争者、供应商和工人等则在企业中缺乏直接的收益索取权和控制权，他们因此被称为非财务利益相关者（non-financial stakeholders）。既然资本结构可以通过企业与这些非财务利益相关者的违约概率以及企业的生产和定价决策来影响这些非财务利益相关者（Franck & Huyghebaert, 2004），那么企业在进行融资决策时就不可避免地要考虑非财务利益相关者的目标函数。因此，要完整地理解企业的资本结构和融资决策，就必须将企业看作是一种契约的联结（a nexus of contracts）（Jensen & Meckling, 1976）。这种契约既可以是显性的，又可以是隐性的；既可以是短期的，又可以是长期的；既可以是正式的，又可以是非正式的。在企业的边界内，既有股东、经理人和债权人缔结的显性契约，也存在企业同竞争者、供应商、工人和客户达成的隐性契约。所有的利益相关者都是缔约主体，也都是博弈主体。在博弈过程中，它们的相对谈判力决定了均衡的资本结构，这是近年来金融契约理论的主要思路（例如，Hart, 2001）。

考虑到现有文献对于企业的财务利益相关者关注较多，而对非财务利益相关者有所忽略，因此本文将重点分析企业的非财务利益相关者与资本结构或融资决策的关系。这方面的研究方兴未艾。例如，Kale &

^① Harris & Raviv (1991), p. 351.

Shasrur (2007)、Brown et al. (2009) 和 Matsa (2010) 关注了供应商、工人（或工会）和客户的谈判力对企业资本结构选择的影响。需要指出的是，这类研究不同于传统金融学的思路，既不是采取市场估值方法，也不是采取不确定性下的一般均衡方法，而主要是采取信息不对称下的代理方法，将企业的资本结构看作是一种金融契约，用契约理论的框架来分析最优的融资决策问题。

1.1.3 研究意义

从现实来看，融资困境和资本结构优化是中国民营企业面临的一个突出难题。要解决问题，必先解释问题。本文侧重分析企业的管理层、债权人、工会、供应商和客户之间的博弈关系及其对民营企业融资决策的影响，是直面现实的选题。本书的研究结果将有助于从新的视角来理解中国民营企业的资本结构，然后结合现实提供解决民营企业融资困境的政策建议。

从理论上讲，尽管最新的文献开始关注非财务利益相关者对资本结构的影响，但是目前的研究几乎都是以外国为研究背景，罕有来自中国的理论或经验研究。本书从企业工会、供应商和客户的角度，讨论这些非财务利益相关者对民营企业资本结构和融资决策的影响，将有助于填补这一空白。特别是，与现有文献对中国工会的忽视不同，本书的研究表明工会的力量能够在一定程度上影响民营企业的资本结构。即便中国的工会不如理论上那么重要，但它很可能比我们想象的更重要。这一发现将有助于我们更全面和深入地理解中国的工会，这既有理论上的分析价值，又有现实中的应用价值。