

第三辑



金融博士论丛
JINRONG BOSHI LUNCONG

资本结构、金融契约与
公司治理

潘 敏 著



中国金融出版社

2002

责任编辑：王效端 赵一新

责任校对：李俊英

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

资本结构、金融契约与公司治理/潘敏著. —北京：中国金融出版社，2002.7

(金融博士论丛)

ISBN 7-5049-2757-0

I. 资… II. 潘… III. ①股份有限公司—融资—研究—中国②股份有限公司—财务管理—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 031352 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 宏文印刷厂

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 11.375

字数 295 千

版次 2002 年 7 月第 1 版

印次 2002 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 23.00 元

如出现印装错误本社负责调换

企业的行为选择问题一直是微观经济学研究的主要对象之一。对不同条件下企业的最优融资方式选择、资本结构决定、股利政策等问题的分析和研究构成了现代企业金融理论研究的主题。20 世纪 70 年代以来,随着委托代理理论、信息经济学、契约经济学等现代微观经济学理论的分析方法和分析技术在企业金融理论研究领域的广泛应用,企业金融理论的研究注重企业金融行为选择中的代理成本、信息不对称、金融契约的不完备等问题的探讨,提出了一系列有关削减企业融资中的代理成本、克服信息不对称和契约不完备问题的新理论。尤其是,从不完备金融契约理论的角度来研究企业最优的激励相容金融契约设计的证券设计理论已成为现代企业金融理论最前沿的研究方向之一。在企业的各种行为选择过程存在着代理成本、信息不对称和契约不完备的情况下,如何设计一个有效的企业各利益主体之间激励相容的约束机制,是企业公司治理理论所研究的主要问题。从这一点来看,企业金融理论的研究已不再仅仅只是局限于企业金融问题,而是将企业金融问题的研究与企业公司治理问题的研究紧密地结合在了一起。现代企业金融理论的许多研究成果已成为企业公司治理理论的重要组成部分。

1994 年以来,我国国有企业的改革进入了一个以建立现代企业制度为主要内容的阶段。经过几年的改革,我们建立了一批具有现代企业性质的股份制企业和有限责任公司,取得了一定的成绩。但是,随着国有企业改革的深入和发展,也出现了一些带有普遍性的问题,如股份制企业在利用外部融资时普遍偏好股权融资、外部股权融资资金利用效率低下、股东与企业经营者之间的利益冲突严重等。这些问题的存在不仅影响着国有企业改革的进一步深化,而且,对资本市场的发展、金融监管的完善等各方面都带来了不利影响。因此,要推动国有企业改革更进一步发展,必须解决在社会主义市场经济体制下,在国有企业基础上建立起来的股份制企业如何合理充分地利用市场资金资源,提高资金利用效率,并在企业内部建立有效运作的公司治理机制等问题。这不仅仅是一个现实选择的问题,而且是一个理论上有待进一步深入探讨并给予明确回答的问题。

潘敏博士所著的《资本结构、金融契约与公司治理》一书,是对这些问题进行系统性理论研究的一项学术成果。该书对 20 世纪 70 年代以来企业金融理论研究与公司治理有关的理论研究成果进行了系统性的整理和评析;运用金融契约理论的分析方法,探讨了企业融资行为选择中自有资本的约束问题;结合我国国有企业改革的实际情况,对当前我国股份制企业的股权融资偏好、融资效率低下、公司治理结构效率低下等问题的形成机制进行了合理的分析,得出了一些有见地的观点和

结论。

我认为，本书在以下几个方面具有创新意义：

1. 从资本结构、金融契约理论的角度建立了一个研究企业公司治理问题的理论分析体系，为企业公司治理理论的研究提供了一个新的分析角度。近几年，有关企业公司治理问题的研究是一个热点问题，研究成果也颇为丰富。但是，从企业融资、资本结构等企业金融行为选择和金融契约理论的角度来对公司治理问题进行系统研究几乎还是一个空白。本书通过对探讨企业融资行为选择中的代理成本、信息不对称和契约不完备等问题的相关理论研究成果的整理和评析，从理论上全面、系统地阐述了融资方式、资本结构等企业金融行为选择对企业公司治理的影响。尤其是，本书对不完备契约条件下企业不同融资证券所具有的公司治理机制的内容、特征的研究，在理论上丰富和发展了公司治理理论的研究内容。

2. 对企业直接融资、间接融资和负债期间选择中自有资本约束问题进行了创新性的研究，弥补了企业金融理论研究中自有资本对企业融资行为选择影响方面研究的不足。长期以来，企业金融理论的研究比较偏重于负债作用的分析，对企业自有资本在企业融资行为选择方面的作用的研究显得不足。本书运用金融契约理论的分析方法，对企业直接融资和间接融资选择中的自有资本约束问题、企业长期负债和短期负债的负债期间选择与自有资本的关联问题进行了探讨，得出了一些新的观

点和结论，并利用这些结论对现实的企业融资行为选择给予了合理的解释。这些研究成果丰富和发展了企业金融理论。

3. 理论联系实际，对我国社会主义市场经济建设中出现的股份制企业股权融资偏好、股权融资资金配置效率低下和国有企业公司治理结构效率低下等问题的形成原因进行了有益的探讨。在对这几个实际问题分析的过程中，本书没有完全照搬西方企业金融和公司治理理论，而是在考虑我国现有的资本市场情况和股份制企业制度特征的基础上，结合企业融资理论的分析方法，对现实中存在的这几个问题的形成机制，从微观角度进行了分析。其理论分析的结论是比较客观和符合实际的，也是具有说服力的。书中提出的解决问题的一系列对策和建议对加快国有企业改革、完善我国资本市场和市场监管等具有较高的理论参考价值。

多年来，我始终强调，在经济学的研究中应注重对经济理论发展渊源的研究和新的发展动态的掌握，不能够“只见树木，不见森林”；在对经济学理论的发展有了一个全面认识的基础上，取其精华，去其糟粕，进行创新性研究；同时，还应该结合我国的实际，研究我国社会主义市场经济发展中出现的各种新的问题。在我看来，潘敏博士这本著作的研究是遵循了这些原则的，也反映了作者在经济学理论研究中严谨的治学态度。

本书是作者在日本攻读博士学位和回国后潜心研究

的结晶，也是其在企业金融与公司治理理论研究方面进行探索性研究的初步尝试。正因为如此，不尽人意的地方也是在所难免的。我希望作者再接再厉，在此项研究上更上一层楼，也期待着有更多的人关心并参与这一领域的探索和研究。

谭崇台

2002年1月28日于武汉大学珞珈山

目 录

序	(1)
---------	-------

0 导 论	(1)
0.1 论题的提出	(1)
0.2 本书的主要内容及观点	(8)

1 传统资本结构理论及其发展	(26)
1.1 传统资本结构理论概述	(28)
1.2 传统资本结构理论的数理模型描述	(32)
1.3 传统资本结构理论的特点及其局限性	(41)
1.4 附录：MM 定理的中心命题及其证明	(44)

2 资本结构与委托代理关系	(51)
2.1 企业融资中的委托代理关系问题	(52)
2.2 股权融资与经济主体的利益冲突	(57)
2.3 负债融资与经济主体的利益冲突	(63)
2.4 代理成本与企业最优资本结构选择	(75)
2.5 小结	(80)

3 资本结构与经济主体的投资激励	(82)
3.1 信息不对称与经济主体的投资激励	(84)

3.2	资本结构与外部投资者的投资激励	(87)
3.3	融资方式选择与企业家的投资激励	(99)
3.4	小结	(109)
4	金融契约与企业所有权配置	(111)
4.1	完备金融契约与企业现金流收益的 效率分配	(113)
4.2	不完备金融契约与企业所有权配置	(127)
4.3	小结	(139)
5	不完备契约下的负债契约治理机制	(141)
5.1	负债契约与企业控制权转移	(142)
5.2	非效率清算与债权资产流动化	(148)
5.3	负债契约与经营管理者的激励 约束	(152)
5.4	理论分析结论	(160)
6	资本结构、金融契约与企业法人控 制权	(162)
6.1	企业控制权收购与反收购中的融资 行为	(163)
6.2	资本结构与企业法人控制权	(167)
6.3	最优企业法人控制权配置下的金融 证券设计	(177)
6.4	小结	(181)

7 自有资本与企业的直接融资、间接融资选择	(183)
7.1 相关理论研究综述	(184)
7.2 模型的基本结构	(189)
7.3 企业融资与企业自有资本约束	(192)
7.4 贷方资金供给变化的静态比较分析	(200)
7.5 理论分析结论及含义	(206)
8 自有资本与企业负债期间选择	(209)
8.1 企业负债期间选择的相关理论	(210)
8.2 基本模型	(212)
8.3 不同负债期间选择下企业家的期望收益	(216)
8.4 自有资本与企业家负债期间选择分析	(219)
8.5 理论分析结论	(229)
9 我国上市企业股权融资偏好行为分析	(231)
9.1 我国上市企业的股权融资偏好	(231)
9.2 基本模型	(236)
9.3 股权融资与企业市场价值	(239)
9.4 债券融资与企业市场价值	(243)
9.5 债券融资的破产成本与企业市场价值	(250)
9.6 我国上市企业股权融资偏好成因的理论解释	(258)

10 信息不对称、股权制度安排与上市	
企业过度投资行为	(262)
10.1 我国上市企业融资效率低下问题	(262)
10.2 信息不对称下的企业过度投资形成 机制	(269)
10.3 我国股权制度安排下的企业过度投资 形成机制	(271)
10.4 信息不对称和特殊股权制度安排下的 企业过度投资	(276)
10.5 理论分析结论及政策含义	(281)
10.6 附录：本章中几个等式和不等式的 推导	(282)
 11 金融契约、资本结构与国有企业股 份制改革	 (284)
11.1 国有股份制企业公司治理中的主要 问题	(286)
11.2 两权分离的实质与公司治理	(298)
11.3 金融契约与股份制企业公司治理机制	(305)
11.4 法人资产制度、资本结构与有效的 国有企业公司治理机制	(312)
11.5 结论	(325)
 参考文献	 (327)
后 记	(349)

0

导 论

0.1 论题的提出

本书的目的在于从企业融资方式选择、资本结构决定和金融契约的企业所有权配置机制的角度，建立一个企业公司治理机制问题的理论分析体系；运用金融契约理论，分析企业直接融资、间接融资选择中自有资本约束和自有资本与企业负债期间选择的联系；在理论分析的基础上，结合我国国有企业改革和股份制企业运作的实际，运用相关的理论分析模型，全面系统地分析当前我国股份制企业中普遍存在的股权融资偏好强烈、股权融资资金配置效率低下和企业公司治理效率低下三个主要问题的形成原因和形成机制，并提出相应的政策建议。

融资方式选择、最优资本结构决定一直是企业金融理论研究的主要问题之一。传统的企业金融理论从新古典经济学的企业观出发，认为企业只是一个通过投资获取现金收益流量的主体。企业为筹集外部资金而发行的金融证券也仅仅只是代表投资者（股东和债权人）对企业现金收益的要求权。在这种情况下，企业金融证券的性质也因其拥有者对企业现金收益要求权的不同而加以区分。股票的所有者股东以红利分配的形式、负债的所有者债权人以负债契约规定的利息和本金偿还的方式拥有企业现金收益的要求权。因此，在完全竞争资本市场假定的前提下，如果企业与投资者能以相同的条件进行借贷和储蓄，企业融资方式选择、资

本结构决定、股利政策等企业金融方面的决定对企业价值不产生任何影响，与企业价值无关（Modigliani and Miller, 1958）。

然而，以委托代理人理论、信息经济学、契约理论等现代微观经济学作为基础的现代企业理论的研究表明，企业是由股东、债权人、管理人员、职工、关联企业和顾客等企业利益相关主体（stakeholders）组成的共同组织，是这些利益相关主体之间缔约的一组契约集合体（the nexus of a set of contracting relationships）（Jensen and Meckling, 1976）。由于信息不对称、契约不完备等市场不完全性的存在，企业各利益相关主体之间的利益往往不一致，更多的时候，还表现为各主体之间的利益冲突。各主体之间的利益冲突在企业经营中则表现为各主体的权利和责任不对称，各种代理人成本和交易费用发生，企业的经营效率也由此受到影响。从这种企业观出发的现代企业金融理论认为，企业的融资方式通过对企业各利益相关主体的激励、行为以及企业破产发生概率的影响对企业的收益和价值产生影响；当企业的内部管理者 and 外部投资者之间在企业的现有资产价值和投资项目收益预期等方面存在着信息不对称时，企业融资方式选择及资本结构变化也就成为外部投资者预测企业业绩的一个指标，融资方式及资本结构变化也会影响外部投资者对企业投资的信心，从而影响企业金融证券的价格；企业为筹集外部资金而发行的金融证券不仅仅只是企业现金收益的要求权，而且，还内含与企业所有权相关的剩余支配权和经营决定权的配置。

另一方面，研究企业各利益相关主体激励约束机制的公司治理结构理论认为，当企业的经营因企业各利益相关主体间的权利和责任不对称，使得各种代理成本和交易费用发生时，公司治理结构就是用以处理公司不同利益主体之间的权利和责任结构，以达到企业效率经营的一整套制度安排（青木和奥野，1996）；当企业被看作是一个不完备契约时，企业所有权包括对企业的剩余

索取权和剩余控制权，企业剩余索取权和剩余控制权的有效结合是企业效率经营的关键（Milgrom and Robert, 1992）。从这种意义上讲，公司治理结构又可以被认为是企业剩余索取权和剩余控制权分配的一整套法律、文化和制度性安排（张维迎，1996）。

既然，企业融资方式、资本结构选择对企业各利益相关主体的行为、利益产生影响，作为金融契约的企业融资证券包含了企业剩余索取权和剩余控制权的配置，因此，从本质上讲，企业融资方式、资本结构的选择就是企业治理机制的选择，作为金融契约的企业融资证券包含着不同的企业治理结构特征。

上述分析表明，现代企业理论的发展为企业金融理论研究的创新提供了理论基础和新的分析方法，而企业金融理论的发展又极大地丰富了以探讨企业公司治理机制问题为主要内容的现代企业理论的发展，两者相辅相成，相得益彰。但是，尽管从不完备契约理论的角度分析和探讨与效率的企业公司治理机制相适应的最优企业证券设计理论已成为企业金融理论研究中最为前沿的研究领域，在企业公司治理理论研究中也包含了从企业融资和投资的角度来探讨如何建立有效的公司治理机制问题的理论分析，然而，无论是从企业金融理论研究方面，还是从公司治理理论研究方面来看，有关企业金融与公司治理之间关联的研究仍然是分散、独立和非系统的，缺乏一个对两者之间关联进行全面系统研究的理论分析体系。因此，从浩瀚纷杂的企业金融理论和公司治理理论文献中，对企业金融和公司治理相互关联的理论研究成果进行系统的整理和研究，建立一个从企业融资方式选择、资本结构决定和金融契约的企业所有权配置机制的角度，对企业公司治理机制问题进行系统分析的理论体系，对于丰富和发展现有的企业金融理论和企业公司治理结构理论，无疑都具有非常重要的理论意义。

20世纪80年代以来，随着国际金融市场上金融自由化、金

融创新的发展,直接融资在企业融资总额中所占的比例越来越大,间接融资占企业融资的比例越来越小。在各国金融市场上,不同资本规模的企业融资形态选择呈现出明显的两级分化特征。一方面,资本规模较大的企业在对外融资中,已不再依赖于银行等金融中介机构,直接通过在资本市场上发行股票、公司债券等方式筹集资金的倾向越来越明显;另一方面,几乎所有的中小企业,由于受自身资本规模及自有资本的限制,无法在资本市场上直接融资,其对外资金的筹集主要依存于商业银行等金融中介机构的间接融资。

由于中小企业的融资主要依赖于银行等金融中介机构,在银行等金融中介机构出现信用紧缩或信用危机时,中小企业资金筹措就会因金融机构的信用紧缩发生困难。在 20 世纪 80 年代至 90 年代末期,发达国家中小企业融资的现实充分说明了这一点。1980 年前后美国的信用紧缩以及 80 年代末 90 年代初美国储蓄放款协会破产导致了金融机构对中小企业的信用紧缩,致使大量的中小企业融资出现困难;90 年代中后期日本金融危机中,以商业银行为中心的金融机构普遍出现了对中小企业的信用紧缩,导致中小企业融资困难,并发生了由于融资困难而产生的大量中小企业破产。

与此同时,作为企业利用外部融资的方式之一,企业在利用负债进行融资时,将面临长期负债和短期负债的负债期间选择问题。由于长期负债和短期负债的不同选择会直接影响企业的负债成本、债务偿还计划和企业经营管理者的私人利益,进而间接影响企业经营管理者的经营激励,因此,为降低企业的负债融资成本和确保经营管理者的经营激励,企业必须对其负债期间安排作出合理的选择。从金融市场上企业负债融资的现实来看,资产质量及自有资本状况不同的企业在利用负债进行融资时,其负债期间的选择也不同。一般地,资产质量优良、自有资本充足的企业

存在着偏好短期负债融资的倾向，而资产质量较差、自有资本较少的企业则愿意选择长期负债来进行融资。

企业金融理论研究的目的在于对现实中各种企业融资行为给予合理的解释。因此，从发展企业金融理论的角度来看，必须对资本市场上不同规模和自有资本不同的企业在直接融资、间接融资的融资形态选择以及长期负债、短期负债的负债期间选择方面的差异从理论上给予充分合理的分析和说明。既然资本市场上不同企业在直接融资、间接融资的融资形态选择以及长期负债、短期负债的负债期间选择中存在的差异与企业自有资本的大小有关，就有必要从理论上考察企业融资形态、负债期间选择与企业自有资本之间的联系。而且，现代金融契约理论研究中有关企业最优激励相容融资契约理论的分析为我们从理论上探讨这方面的问题提供了理论分析的框架和基础。因此，本书对资本市场上企业融资形态选择、负债期间选择与企业自有资本之间关联的研究，既具有必要性，也具有可能性。

国有企业改革是自 1978 年以来我国经济体制改革中所进行的最为重要的一项改革，围绕着计划经济体制下国有企业经营管理中存在的问题以及随着国有企业改革的深入和发展过程中暴露出来的种种问题，我国对国有企业经营管理体制实施了一系列逐步、稳妥的改革。1978 年以来，我国国有企业改革经历了放权让利、利改税、承包经营责任制、股份制试点和建立现代企业制度等过程。当前，我国国有企业正进行以建立现代企业制度为中心内容的经营体制改革。

针对国有企业建立现代企业制度这一主题并结合国有企业在股份制改革初期试验的经验教训，我国学者对于现代企业制度的内涵进行了广泛、深入的探讨。大多数观点认为，现代企业制度的内涵与现代公司制度的含义是相同的。也就是说，建立现代企业制度就是要把现有的国有企业形式改造成股份有限公司和有限