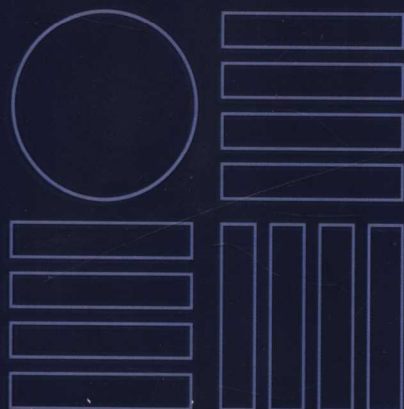


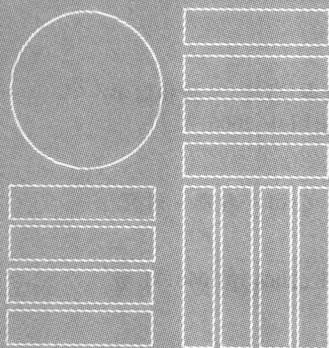
Capital Structure ,Governance Structure and Agency Cost:
Theory,Evidence and Comparison



资本结构、 治理结构和 代理成本： 理论、经验和启示

○
孙杰
著

Capital Structure, Governance Structure and Agency Cost:
Theory, Evidence and Comparison



资本结构、
治理结构和
代理成本：
理论、经验和启示

○
孙杰
著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

资本结构、治理结构和代理成本:理论、经验和启示/
孙杰著. - 北京:社会科学文献出版社,2006.7

ISBN 7-80230-185-8

I. 资... II. 孙... III. 公司-融资-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 060171 号

资本结构、治理结构和代理成本：理论、经验和启示

著 者 / 孙 杰

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

网站支持 / (010) 65269967

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 65286768

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目经理 / 周 丽

责任编辑 / 孙振远 屠敏珠

责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部
(010) 65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 市场部 (010) 65285539

法律顾问 / 北京建元律师事务所

排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷 / 北京智力达印刷有限公司

开 本 / 889 × 1194 毫米 1/32 开

印 张 / 15

字 数 / 366 千字

版 次 / 2006 年 7 月第 1 版

印 次 / 2006 年 7 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7 - 80230 - 185 - 8/F · 033

定 价 / 30.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社市场部联系更换



版权所有 翻印必究



孙 杰，1988年获得北京大学经济学院经济学硕士，随后进入中国社会科学院世界经济与政治研究所，1994~1996年作为访问学者赴美国进修研究，现任研究员，专业方向为金融学。主要著作包括《货币与金融》，《汇率与国际收支》和《资本市场与公司融资》，同时发表“发达国家和发展中国家的金融结构、资本结构和经济增长”和“货币政策、公司融资行为与货币供给内生性”等学术论文。

概 要

从 1950 年以来国际金融学研究的趋势看，对公司融资行为的研究在当代金融学研究中具有显著的主导地位。事实上，公司融资行为不仅构成了现代金融学的微观基础，也在货币政策传导机制中具有举足轻重的作用；不仅受到宏观经济环境的制约，更直接地反映了影响公司决策的内部因素。

由于莫迪格利亚尼（Modigliani）和米勒（Miller, 1958）对公司资本结构和公司市场价值的研究被公认为现代公司融资理论的基石，因而公司资本结构也就成了对公司融资行为的一个研究核心。公司融资的最终目标是提高公司的市场价值，而提高公司市场价值的经典思路就是调整资本结构。由于公司的资本结构可以影响公司的融资成本、市场价值、委托 - 代理关系、市场信号、治理结构、资本运作和并购、行业竞争力、增长和稳定，因此，公司通过什么样的融资方式来提高其市场价值，即如何确定最优资本结构，一直是人们在财务理论和实践中关注的重要问题。

在过去 30 年中，学术界发展了许许多种解释公司融资决策行为和资本结构的理论和假说。它们角度各异，理论基础和经验基础各不相同，结论也彼此不同甚至相互矛盾。结果，使得对公司融资行为和资本结构的讨论成为现代金融学研究中讨论最热烈的，还远没有达成共识的一个领域。按照哈里斯（Harris）和拉

维 (Raviv, 1991) 对资本结构理论的综述, 这些理论可以归纳为以代理成本为基础的理论, 以非对称信息为基础的理论, 以产品/投入品市场的相互作用为基础的理论, 考虑公司控制权竞争的理论等。当然, 除此之外, 有关资本结构的经典主流理论还当属基于莫迪格利亚尼和米勒 (1958) 假说直接发展而来的静态权衡理论。

尽管雷詹 (Rajan) 和津盖尔斯 (Zingales, 1995) 对发达国家公司资本结构, 布斯 (Booth, 2001) 对发展中国家的公司资本结构进行了经验分析, 奇林科 (Chirinko) 和辛格 (Singha, 2000) 指出很多经验检验的方法不能证明上述理论假设, 而蒂特曼 (Titman) 和韦塞尔斯 (Wessels, 1988) 使用因素 - 分析技术来估计许多无法看到的因素对资本结构的影响, 还检验了资产抵押价值、非债务避税和公司增长机会等因素的影响。

国内对公司资本结构的研究集中在直接使用国外假说来解释中国公司资本结构问题, 缺乏足够的经验支持。比较有代表性的包括洪锡熙和沈艺峰 (2000) 和万朝领 (2000) 等。香港大学中国金融研究中心课题组 (2002) 在对相关理论文献进行了比较全面的综述以后, 使用香港理工大学和深圳国泰安公司联合开发的《中国股票市场研究数据库 (2001)》, 对中国公司资本结构进行了非常详细的研究, 并与国际研究的结论进行了比较, 认为静态权衡理论能够更好地解释中国公司的资本结构。尽管中国公司偏向使用股权融资, 尽管公司股权结构, 特别是法人股比例和财务杠杆呈现正相关, 财务杠杆也随公司规模和可抵押性增加而增加, 随增长机会和非债务避税的增加而下降, 因此, 影响其他国家资本结构的因素在中国也在一定程度上发挥作用。

从目前的研究看, 国内外研究者的重点集中在两个方面, 一是沿着原有的框架提出并发展了 5 种有关资本结构的理论解释, 二是为这 5 种理论解释提供更多更详细的经验检验。尽管目前国

际学术界对公司资本结构的决定已经提出了4种假说，但是都是从不同的角度单独提出的，没有进行综合分析，没有对每一种假说的适用条件进行深入的研究，更没有对可能决定公司资本结构的所有因素做充分性分析。这些问题具体表现如下：

(1) 这5种理论解释是不是能够全面、完整、充分地反映出资本结构决定的全部过程和所有因素？特别是通过国际比较，发现在不同的市场环境下是否还有其他能够影响公司的资本结构而在以前的研究中是被忽略的？

(2) 在不同国家中，决定公司资本结构的诸多因素在不同的市场环境中其影响是不是在程度上有所不同？其发生作用的前提条件各有什么不同？这些因素对公司资本结构发挥作用的机制是否相同？

(3) 从中国的案例分析中，我们能够得到什么样的结论？影响公司资本结构的因素与发达国家有哪些异同？这些结论在其他发展中国家是不是也有类似的反映？换言之，哪些是对于所有国家都适用的一般性结论，哪些又是仅对发展中国家才适用的结论，哪些又是为中国案例所独有？

(4) 公司融资行为中的其他因素，如公司治理结构、资本市场融资条件等对公司资本结构是否也有影响，其作用机制是什么？

因此，本书研究的主要问题就是要对有关的各种理论解释进行进一步的研究和比较，通过案例分析发现其存在的不足，试图提出一些初步的结论和进行深入研究的建议；找到各种理论和假设所适用的市场条件以及各种理论之间的相互关系和影响，特别是发达国家与发展中国家之间存在的差异，最终达到能够方便应用分析现实的目的。并结合当前公司融资行为中的新现象和热点，通过国际比较和中国案例分析，提出5种假说对公司融资政策影响机制和途径以及发挥作用的前提条件。其理论意义就在于

使原有影响公司资本结构的孤立因素融入原有的公司融资理论框架之内，能够更好地融入公司融资理论和实践的现代发展，也更能够为人们所理解和接受。在中国不断深化企业改革，建立现代企业制度的今天，对于公司融资理论，特别是公司资本结构和融资决策，需要进行深入的研究，总结当前的新动态，不断提出新的分析视角，为公司决策和政府宏观经济管理服务。

本课题全文共分 10 章，具体结构安排为：

由于无论从理论逻辑还是从历史发展的顺序看，在对公司融资理论中的公司融资决策和资本结构的研究中，作为行为主体的公司本身就自然成为我们研究的起点。只有对公司的本质有了充分的认识，我们才可能理解公司在面临各种选择、必须综合考虑诸多因素的情况下所采取的融资决策和资本结构。而且，只有对公司的本质有了充分的认识，我们也才有可能更全面深入地理解资本结构本身的含义。因此，第一章的逻辑结构和研究顺序是：首先是从不同的角度对公司的本质进行分析，然后分析不同的融资工具和融资决策对公司利益相关者的影响，最后来说明公司资本结构的本质含义，并以此作为本书对公司资本结构研究的一个起点。

在第一章，我们指出了公司的核心特征在于有限责任、分散的投资者以及由此产生的公司治理。正是由于投资者对公司经营仅仅承担有限责任，公司必须作为一个法律实体来存在。而公司作为明确合约和隐含合约集合又涉及包括股东、债权人、管理层、雇员、供给商、零售商、消费者和政府等利益相关者之间的利益关系。公司的实质就是利益相关者的运作平台，而公司资本结构决定了债权人和股东作为主要利益相关者之间的力量对比关系，公司的治理结构则负责协调利益相关者之间的利益冲突；既然股东作为出资人在公司中具有绝对主导地位，保证股东的利益应该成为公司治理毋庸置疑的核心。因此，资本结构是公司治

理的基础和依据，而公司治理结构则是公司资本结构的体现和反映。但是如果我们反过来看，则资本结构的核心又在于治理结构，而资本结构的决定最终也是取决于公司治理结构的构建需要。

在第二章，我们从微观和宏观的视角研究了公司融资决策和资本结构的决定因素及其影响，提出了5种决定公司资本的微观假说以及包括金融机构和金融工具在内的宏观金融市场环境对公司融资行为的影响。我们认为，静态权衡理论、代理理论和啄序理论的分析思路适用于解释大多数公司在常规情况下的融资决策行为，是将一般经济理论的研究框架应用到对公司资本结构的分析中，具有一般性的解释力，其代表性文献被广泛引用并公认为经典。公司控制理论分析的是在公司应对迫在眉睫的控制权争夺中可能采取的融资政策和资本结构的一些短期变动，并不涉及资本结构的长期特征，所以不属于资本结构的一般理论。产品/投入品市场互动理论则是针对市场竞争情况来分析公司融资决策作为一种特殊的手段对公司同业竞争力在短期和长期内可能产生的影响，因此，可以用来具体解释公司在特殊时期和特殊情况下影响资本结构的融资决策。另外，我们还说明了公司融资决策可以影响宏观经济政策效力，研究了公司融资决策在新兴市场不同的法律和制度环境中，以及开放经济环境下面临不同市场的治理环境和外汇风险时所发生的变化。我们发现，公司资本结构的决定的确有一些共同的规律可循。

但是，尽管经济学家从理论上提出了有关公司融资决策和资本结构的诸多假说，但是并没有在经验检验上得到学术界认可的统一结论。在公司决策层的实际工作中，一些非正式的标准，比如财务灵活性和信用评级却表现得非常重要。调查表明公司遵从静态权衡理论和债务目标。对股权是否低估的考虑和保留财务灵活性的动机也与啄序理论相一致。但是，调查没有支持作为啄序

理论基础的信息不对称问题。对信号、交易成本、投资不足成本、资产替代、与雇员的讨价还价、自由现金流量的考虑以及产品市场对公司资本结构选择的影响则缺乏经验支持。因此，公司融资决策和资本结构的决定还是一个谜。

从经济学研究的一般逻辑和传统思维定势看，金融经济学对于公司资本结构决定因素的研究和分析首先一定要遵循经济学原理的基本思路，即要从成本和收益的角度来研究公司资本结构的决策。因此，在第三章，我们回顾了金融经济学家在莫迪格利亚尼和米勒（1958）、米勒（1977）以及迪安格罗（DeAnglo）和马苏利斯（Masulis，1980）的研究上继续发展这种成本与收益比较的思路，将研究的视角主要放在了与债务融资有关的税盾收益与破产成本上面，最终形成了资本结构的“静态权衡理论”的过程。这样，在解释存在公司最优资本结构模型中有两个主要因素：公司可以获得的非负债税盾收益和不同的债权融资决策给公司造成的负债税盾利益两者权衡；公司不同的债权融资决策造成公司破产成本的差异。从与债务融资有关的这两个因素出发，静态权衡理论找到了使资本结构与公司价值存在相互关联的线索。结果，最优资本结构就是债权融资造成的边际税盾收益和边际财务危机成本相等的点。这标志着经典资本结构理论的最终完成。我们认为，由于税盾效应实际上是利率和税率乘积的一个二阶小量，因此，常常也是有理由给予忽略的。因此，以后的理论研究就跳出了传统静态权衡理论中隐含的公司成本收益分析视角，转而从投资者的角度来分析公司融资决策对他们成本收益的潜在影响，为此后对公司融资决策和资本结构的分析开辟了一种新思路。

在第四章，我们指出，资本结构的代理成本理论实际上是在经典静态权衡理论基础上的一个扩展。从理论分析的思路看，有关资本结构的代理成本理论实际上也是试图通过权衡融资决策的

成本和收益，或者更具体地说主要是要通过控制融资过程中的代理成本，并最终使其达到最小化来确定公司最优的资本结构。因此，有关资本结构的代理成本理论可以看做静态权衡理论的一个具体应用。尽管公司运作的最终目的在于获得实际的经济利益，并且应该成为公司管理层、董事和股东的工作核心，但是，由于公司的本质是各种利益相关者之间签订的各种明确和隐含的契约的集合体，因此他们之间的利益协调和博弈就成为公司运作中的一个永恒主题。而以各种形式存在的代理成本也就成为了公司运作中的一个核心现象。正是在这个意义上，我们可以得出这样的判断，资本结构的静态权衡理论为资本结构理论奠定了最基本的经济分析理论框架，而资本结构的代理成本理论则为公司资本结构理论奠定了最基础的利益分析理论框架。在这个意义上说，静态权衡理论为我们提供了一种经济分析的技术工具，而代理成本理论则为我们提供了一个标准的经济分析的思想基础。

由于公司所有权和经营权的分离是现代公司运行的一个基本特征，除了以股东为代表的内部人对管理层的委托 - 代理关系之外，造成代理成本的另一个原因就在于当股东和债权人与管理层之间的利益发生冲突的情况下，管理层作为公司内部人与作为公司外部人的其他利益相关者，主要是潜在的股权投资者和债权投资者之间存在的信息不对称。因此，我们在第五章通过对有关公司融资决策和资本结构决定中信息不对称和信号经典的文献研究后认为，以信息不对称为基本假定的资本结构决定的啄序融资理论是对资本结构决定的代理成本理论的一种深化和发展。因此，在其理论核心中依然表现出对委托 - 代理关系和由此所涉及的对公司治理结构对公司运作产生重要影响的高度关注。啄序融资理论尽管在分析中通过引入预期代理成本和公司管理层的个性化行为特征而进一步完善了标准的资本结构代理成本理论，但是在代理成本的内容上显然还没有新的突破和具体化分析。

源自管理层激励问题的代理模型和立足信息不对称的啄序融资模型都是从代理成本的角度，都是为了降低代理成本这个相同的问题而提出和完善的理论假说。但是从理论上说，一个巧妙设计的激励机制完全可以解决一个标准的代理问题，并克服股东、债权人和管理层之间的信息不对称问题。这样，就提出了一个问题：为什么一定要使用资本结构而不是最优设计的激励机制来解决代理成本问题？也就是说，为什么不能在代理理论和啄序理论的分析思路设计出个激励模型，使代理人的行为在信息不对称条件下保证与公司股东的利益相一致，即保证公司的市场价值的最大化，同时解决管理层在职消费、过度投资和资本替代等道德风险问题？事实上，激励机制设计得再巧妙也不能完全解决代理问题的原因在于：公司的运营效率和代理成本不仅决定于公司收入流的直接分配，而且还决定于公司控制权的分配。

但是在第六章，我们在充分掌握经典文献基础上却发现，与啄序融资理论一样，公司资本结构的控制权理论依然是公司资本结构的代理成本理论的深化和具体化。如果说啄序融资理论仅仅是从信息不对称的角度，通过将公司的融资决策和资本结构作为反映具有很大隐蔽性的代理成本综合量化程度的信号，来间接说明代理成本对公司资本结构的影响，那么控制权理论则是从公司控制权配置这个决定和影响代理成本的核心因素入手，去分析代理成本对公司资本结构的影响。尽管在公司控制权理论最初的研究中，最优资本结构仅仅是对敌意接管行为做出的一种反应，是公司面临接管威胁时在资本结构方面做出的一种短期变化，并且将同样在接管和反接管博弈中非常重要的现金流、指定投票权和其他与公司控制有关的很多因素视为外生变量，因此还不能说明长期资本结构的决定和变化。但是，经过阿金翁（Aghion）和博尔顿（Bolton，1992）、哈特（Hart，1995）和萨菲戴恩（Safieddine）和蒂特曼（1999）等人的进一步发展，对公司控制

权的考虑已经逐步成为决定公司资本结构的一般因素。至此，从公司控制权角度来研究代理成本对公司资本结构影响的研究已经比较完善了。

由于在发生财务危机以后，管理层面临被替换的可能以及股东的公司面临被债权人接管的危险，因此，财务危机发生的可能性是影响资本结构决策的一个非常重要的因素。为此，必须分析不同行业的竞争状况及整体能力水平对公司财务危机成本的间接作用，分析公司规模、产业集中度、产品专业性、R&D支出、行业前景等因素对公司融资行为的影响。总之，有必要认真探讨公司基于产业竞争因素的财务决策。

在第七章，我们认为，产品/投入品市场互动是在分析公司与外部利益相关者博弈的基础上，研究公司资本结构的决定，是从包括同业竞争者在内的外部利益相关者的角度，研究外部力量对公司内部融资决策和治理结构的制约和影响。在相关文献中，公司的融资决策对其在产品市场上竞争力的影响主要来自于公司融资决策在以下两个方面所产生的效应：战略承诺效应和代理成本效应。另外，公司的融资决策对其在产品市场上竞争力的影响也会受诸多因素的影响，其中包括不确定的性质（源于市场对产品的需求方面还是公司成本方面）、公司债务的特征（长期债务还是短期债务？有担保的债务还是无担保的债务）、竞争的类型（产量竞争还是价格竞争，是同时博弈还是序列博弈）以及产品的特征（是替代品还是互补品，产品的质量在消费者购买之前是否可以观察得到）等。

由于债权融资工具的期限结构也是广义资本结构的一个重要内容。因此，对债权融资期限结构的分析也是债权融资资本结构内容的一部分，也会影响公司的股权融资结构，也是对公司融资结构研究的一个重要方面。在第八章，我们对公司债务期限结构的研究同样证明了我们对公司资本结构决定因素的一般看法，即

与公司治理结构有关的代理成本因素依然是决定公司债权融资期限结构的主要因素，而流动性风险、利率波动性等因素及其相对应的衡量指标也是债务期限的决定因素。不过，公司所处的行业、国家类别等系统性因素也会影响债务期限决策。与主要建立在对税盾收益效应上的公司资本结构决定的静态权衡理论相似，税负假说对公司债权融资期限结构决策的影响也是非常有限的。同样，利率期限结构与债务期限正相关的推论几乎没有得到支持的结果也就不难理解了。这至少说明与利率有关的融资成本因素不论是在公司资本结构决策还是在债权融资的期限结构决策中，与和代理成本有关的因素相比，都不是决定性的因素。

在第九章，我们试图跳出对公司资本结构研究的两个传统视角，而从更开阔的视角，或者从更接近公司实际运作的角度来分析影响公司资本结构的因素。这些视角包括：（1）由于公司面临的内外部环境是变化的和动态的，对资本结构决策必然产生复杂的动态影响，也许“此一时”的最优资本结构点尚未找到，“彼一时”的最优资本结构又发生了变化。因此，最优资本结构在理论上可能是存在的，但现实中难以确定。在这个意义上，所谓最优资本结构，就不应该是一个点，而可能是一个区间；（2）在公司发展的不同时期，不论是从信息不对称的程度和代理成本的角度看，还是从公司内部和外部的环境看，公司所追求的财务目标也不仅相同，对融资的需求程度和偏好也不无差别。因此，公司在不同的生命周期中表现出的资本结构自然也会存在一些系统性差异；（3）对中小公司资本结构的研究一般是从下面的几个方面展开：在信息不对称条件下的公司特点、所有者特征以及降低信息不对称风险动机对中小公司融资需求和资本结构选择的影响；中小公司是否存在信贷配给？关系型贷款对中小公司债权融资的影响；宏观经济政策和市场形势对中小公司融资的影响等；（4）由于高财务杠杆的公司表现出对投资现金流量所

具有更高的敏感性可以由财务约束来解释，也就是高财务杠杆即可能约束了有价值的投资项目，也可能使公司避免了过度投资。因此，在进行杠杆注资以后，公司都会削减总投资，停止业绩不好的投资项目。这样，杠杆注资可以提升公司价值；（5）集权公司的优势是总部在公司内部可以使用来自高现金流量的项目过度流动性来支持低现金流量的项目。因此，集权公司的平均生产力总是低于分权公司的。显然，集权公司的对外融资有利于为低回报项目融资，而分权公司的对外融资则有利于为高回报项目融资。显然，对这些因素的研究尽管还远不成熟，但是无疑也是非常具有启发和借鉴意义的。

最后，我们在总结资本结构在财务杠杆、税盾收益、破产成本、信号以及治理结构方面所具有的五大效应的基础上，指出了现代公司融资决策和资本结构决定理论的基本研究思路是以业绩效应为基础，以代理成本效应为核心，分析了现代资本结构理论在研究方法上所受到的制约，说明了可能需要进一步研究 7 个问题和新的思路，最后，提出了 8 个启示性的结论：（1）公司运作的核心是业绩和治理，两者取决于公司控制权的配置，而公司控制权的配置又在很大程度上取决于公司的融资决策和资本结构；（2）由于与潜在的代理成本对于公司利润的侵蚀相比，税盾收益、非债务避税对于公司利润增长的作用可能是相对较小的，因此，随着公司资本结构决定理论的演变主要是从代理成本的角度不断发展，求解最优资本结构的方法也从成本和收益的权衡发展为单纯的代理成本最小化；（3）在所有决定各类公司代理成本的影响因素中，对公司控制权的配置是最主要的决定因素，而从公司外部利益相关者来研究公司资本结构的决定是这个理论发展路径的最新进展，公司生命周期和动态调整对资本结构和融资决策的影响还需要深入研究，金融结构对公司资本结构的影响实际上依然可以归结为法律环境对公司资本结构的影响；

(4) 法律环境对公司资本结构的影响主要表现为投资者保护和债权人保护方面，而公司的增长与资本结构关系不大，从而间接证明了税盾收益、非债务避税不是影响资本结构主要因素的结论；(5) 由于合约的不完全性和信息不对称的影响，在降低代理成本方面，资本结构的约束要强于激励合约的作用；(6) 调查表明，在现实公司融资决策中，有关资本结构在降低代理成本方面的作用并没有得到应有的重视，其原因一方面在于资本结构比例本身就受到公司市场价值波动的影响，另一方面，各种形式的代理成本也都难以最终进行精确计算，从而限制了这些理论思路在现实中的应用，表现出理论对实践的偏离；(7) 经验研究表明，开放条件和市场环境对公司资本结构的影响是有限的，因此在新兴市场经济和发达经济中，决定公司资本结构的因素只有程度上和形式上的差异，国际经验具有较强的借鉴意义；(8) 对中国的研究和与国际案例的比较表明，现代公司资本结构决定理论具有重大的启示意义，中国公司所有制结构的特殊性也造成中国公司融资决策和资本结构的一些特殊性。