

第 1 章 经济体制改革中的企业经营机制与企业筹资

为把建设有中国特色的社会主义事业全面推向 21 世纪，我国的经济体制改革已经进行到了攻坚阶段。以建立社会主义市场经济为目标的经济体制改革涉及诸多方面，但根据我国的实际情况，增强企业活力成为经济体制改革的中心环节。在改革过程中，企业自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展的目标的实现，以及企业生存、发展的环境和能力先后成为人们关注的焦点，于是企业的筹资和投资机制也相应地得到重视。在我国资本市场发展的初期，这种新事物曾经被简单地视为一种资金融通的机制，成为一些企业解决资金紧张问题的手段。同时在企业内部，人们关注的重点也是企业的经营管理，希望通过改善经营管理提高企业的经济效益。国有企业在从原来的计划经济体制下开始的转型过程中，被赋予了很大权力，而企业中则缺乏相应的约束与激励机制来规范管理层和其他有关人员的行为。政府逐渐放弃对企业经营活动的直接控制，但却没有及时建立健全新的与市场机制相适应的约束与激励手段。其结果是，包括政府和国有银行在内的广大投资者的利益得不到保护。投资者的盲目、被投资企业的缺乏责任感，以及市场体系的残缺和低效是造成这种局面的直接原因。

在经济体制改革和企业改革中，解决企业的资金问题的努力

都是重要的组成部分，人们在理论和实践两方面都试图建立一种通过改进企业经营机制（如建立现代企业制度）的方式来解决企业资金紧张问题的方案框架。然而似乎在不经意中，人们却更关心能否筹集到资金，而忽略了这些来自不同方式、不同渠道的资金的不同性质，代表着来自不同投资者的性质各异的要求权。人们也许注意到了这些问题，却无法回答：

（1）为什么企业必须要有资本金？资本金的作用是什么？其投入者的要求是什么？为什么许多“拨改贷”时期建立的企业会面临严重困境？

（2）为什么大型现代公司制企业会与最原始的业主企业共同存在于现实经济生活中？

（3）为什么实践中会存在这么多种筹集资金的方式？为什么按照对象不同，对同一筹资方式还要区分不同筹资渠道？为什么会有许多不同的筹资渠道？

（4）为什么在一家企业中发挥了重大作用的筹资方式可能完全不适用于另一家企业？

（5）不同投资者在企业中应当分别享有哪相应的权利？这些权利通过什么机制得到保障？其意义何在？

目前人们已经开始越来越重视产权改革，然而由于经验的局限，以往这类改革的实践更多集中于小型企业的改制，特别是出售部分国有小企业产权的实践活动，而在落实、完善现有企业中产权契约及相关制度创新方面却显得相对滞后。由于企业的经营特点、经营前景和财务状况各不相同，正如所有企业不可能“一股就灵”一样，小企业也不可能都“一卖就灵”。我们的改革曾经试图在不触动产权的前提下使企业富有活力，成为市场竞争的主体，这已被事实证明并不是一条现实有效的途径；现在，如果只是割裂地看待和理解产权改革也同样是片面的，明确产权、落实产权主体的权利、要求企业承担相应义务、接受相应约束都应

该是产权改革的重要内容。所谓产权与市场竞争之间“鸡与蛋”的关系是相辅相成的关系，它们各自的发展和完善有赖于它们之间的这种循环累积的因果关系。归根结底，产权改革的结果是有竞争力的市场主体的出现和市场体系的发育成熟。在此过程中，企业的资金筹集就不再仅仅是筹措资金以供使用的问题，而包含着向谁筹集、如何筹集、凭借什么筹集等一系列复杂的问题。这些问题的不同答案就是企业适用不同经营机制的依据。换言之，其结果就是企业的不同要求权结构。本书的观点就是从更广泛的意义上看待企业的筹资问题，除了不过多涉及市场体系对企业内部各种机制运行的支持作用之外，我们要论及的范围将大大超出企业的资本结构、资金成本等传统概念。我们认为，惟有结合我国的实际情况放宽财务管理理论中的某些假设，才能使理论与现实更接近；也只有更全面地分析问题才能纠正一些长期形成的看法，澄清一些模糊的认识。

1.1

经济体制与经济体制改革

1.1.1 经济体制

所谓经济体制是指一定社会生产关系的具体表现形式的总和，一般包括两个层次：所有制结构和管理体制。所有制结构是各种所有制形式在社会经济中所处的地位及相互关系，是社会经济生活中各种产权形式的总体表现。管理体制是指一国国民经济管理制度和管理方法体系，包括国民经济各部门的组织管理形式、决策权限划分，以及管理机构设置等。所有制结构所解决的核心问题是社会资源的归属；管理体制所解决的核心问题是决定社会资源配置的权力的分配，即决策权的集中和分

散程度。无论社会资源的归属还是决策权的分配都是影响社会资源配置效率的关键因素。因此，适当的所有制结构和经济管理体制都必须起到提高资源配置效率、促进生产力发展的作用。

社会主义生产关系也需要有适当的具体形式，其形式应随客观情况的变化而不断变革，社会主义市场经济体制就是这样一种具体形式的总和。考察经济体制是否适应客观实际的标准是能否提高资源配置的效率。在我们所处的社会主义初级阶段，“三个有利于”就是对这一标准的准确诠释。

在经济体制的背景中考察企业筹资问题，不仅仅因为资金也是一种资源，所以要提高它的配置效率，更为重要的是，企业的筹资活动所形成的一系列关系反映了与企业有关的社会资源配置的条件。在这些关系中，资金起到一种枢纽的作用，是其他各种资源的一种表现形式。这些资源的多寡及其搭配形成企业创造财富的能力。另外，决定这些资源配置的那些人与人之间的关系表现在企业中就构成了企业的要求权结构，进而成为企业形成特定经营机制的依据。因此从这一角度分析，企业的经营机制也是企业筹资活动的特征的延伸，特定企业的筹资活动又在其经营机制的框架中进行。这样，企业的经营机制就从两方面受到经济体制的影响，一是所有制结构在很大程度上影响企业的剩余要求权结构，进而影响企业的要求权结构及其存在状态，决定企业经营机制的依据将随所有制结构的变化而改变。二是经济管理体制中决策权的集中和分散程度是与市场中的竞争主体密切相关的，在计划经济体制中，经济管理体制建立在决策权高度集中的基础上；在市场经济中，企业作为市场竞争的主体在一定范围内拥有完全自主的决策权，实质上是企业背后的资源投入者的意志的体现，经济管理体制建立在资源配置决策权分散的基础上。在第一方面的关系中，企业的要求权结构是通过筹资契约的形式固定下来的，不同筹资方式或不同筹资渠道的组合代表不同的要求权结

构；在第二方面关系中，特定经济管理体制包容（允许）了特定的一些筹资方式，因而成为最终形成企业经营机制的宏观基础。由此不难看出，筹资活动在企业的经营机制乃至国民经济体制中都发挥着重要的作用。

1.1.2 经济体制改革

中国共产党从十四大就正式提出，我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制，即在国家必要的宏观调控下，充分发挥市场在实现社会资源优化配置方面的基础性作用，运用市场对供求关系反映灵敏的特点，促进社会需求和供给的及时协调，提高资源配置的效率。

按照上文对经济体制所做的两个层次的划分，经济体制改革也可以相应看做是在这两个层面上展开的。

(1) 所有制结构改革

所有制结构改革因为意识形态领域的原因和一些不明确的认识的影响，长期以来一直相对滞后。从 20 世纪 80 年代的企业承包经营责任制广泛推行开始，人们曾经试图在不触动所有制结构的基础上进行经济体制改革，然而随着改革的深化，这种做法的缺陷日渐突出。除了一部分经营规模和经营特点适合进行承包制的企业之外，相当多企业推行承包制的结果差强人意。于是人们不得不又回到所有制结构的层次上来重新设计经济体制改革的进程。事实上在改革之初，“让一部分人先富起来”的做法就已经真正开始了所有制结构的改革。虽然那些非公有制的经济成分在当时看起来那么微不足道，但这毕竟是所有制结构改革的开端。从公有制经济的补充到宪法中规定的重要组成部分，非公有制经济成分在资源配置中所发挥的作用越来越大。同时在公有制经济内部也出现了一些调整，例如，作为集体经济的形式之一的股份合作制经济。实际上，所有制结构改革远不止于调整几种经济成

分的比例，更重要的是，它明确了产权，在这一过程中，无论国有产权、共有（集体）产权还是私人产权都得到了尊重和保护。明确社会资源的归属是优化资源配置的前提，因为只有知道谁“有权做什么”，人们才能考虑应该和谁交易、如何进行交易，为市场发挥资源配置的主导作用打下一个坚实的基础。

（2）经济管理体制改革及其与所有制结构改革的关系

经济管理体制改革涉及的范围可能比所有制改革要广泛得多。我们在改革中一直坚持把增强企业活力作为经济体制改革的中心环节，但实践中的许多努力却多停留在经济管理体制层面上，甚至时常局限在引入或推广某些具体机制的领域。以以往的经验教训以及近年推行产权改革的结果来看，增强企业活力更多根本性的工作可能应该在所有制结构改革方面。

我们认为，实际上经济管理体制改革的核心目标应该是建立一个比较完善的市场体系，否则何谈建设社会主义市场经济？这一体系既包括产品和服务市场，也包括生产要素市场。在这些市场上，以供求关系所决定的价格将成为资源配置的依据，资源凭借价格所反映的信号流向能更高效率地利用它们的社会生产部门，资源的所有者在这些过程中自主作出决策，并从决策的结果中获取自己应得的利益。从全社会范围来看，资源配置实现帕累托最优。

在培育有活力的竞争主体和健全市场体系（主要是提供市场交易所需的博弈规则）的问题上，人们往往更关注前者。我们无意在这里争论这个类似先有蛋还是先有鸡的问题，事实上，尽管经济管理体制改革可能较多涉及企业的自主性，但在完成政企分开这种最初的工作之后，我们认为增强企业活力的主要动力来源应当是所有制结构的改革。这种改革在现阶段经常被人们更多地称为产权改革，其内涵不仅仅指经济结构中不同经济成分之间比例的变化，更多地还指各种经济成分内部的调整和优化。例如，

加速国有资产战略重组的步伐、明确国有产权的归属和代理人等搞活国有企业的改革措施。

经济体制改革则重在提供经济活动所需的博弈规则，即建立规范。市场上的交易行为从来就离不开规范这根准绳，政府越能有效地履行这一职能，市场交易主体便越能节约交易成本，资源优化配置的总成本便越低。^① 所谓规范不仅仅指法律和行政法规，企业的组织形式也是一种重要的规范，如果不注重这类规范（特别是企业经营机制的健全），产权改革就会只浮在表面上，无法成为增强企业活力的根本动力。这也是我们一再强调所有制结构层面上的产权改革和经济管理体制层面上的培育市场体系之间的相互关系的原因。

从我们研究的筹资角度分析，上述两方面机制的意义更是显而易见的。如果市场机制是健全且完全有效的，资金与其他资源的价格都由市场上的供求关系决定。在上文所述的规范准绳充分有效时，资源的配置可能仅仅是广大资源所有者意志体现的总和结果。但如果现实并不完美，^② 企业的筹资活动就会显示出它的复杂性。特别在我国目前所处的阶段，不规范的市场行为屡见不鲜，因而分析实际中的企业筹资活动时就不能局限于严格假设基础上的财务理论，而有必要结合客观实际放宽这些基本理论武器的基础假设，以便解释那些不规范行为背后的动机和原因，并不断完善市场规范。理论脱离实际的真正原因并不是理论超前，而是理论滞后或者不够系统和深入，以至于无力解释实践，失去对实践的指导意义。在这一研究过程中，宏观所有制结构下的以剩

^① 一系列规范将向市场上的交易者提供关于交易的准确预期，这将会有利于交易成本的降低。同时，诺斯的国家理论中所提及的国家提供基本服务的目的，要求规范的制定者们兼顾效率和公平，其实不论何种基础的公平都是为了统治者的租金最大化。在任何情况下，效率都不会自动反哺公平，反而公平和公正才是长期保持效率的关键。

^② 事实上由于许多原因，价格只反映供求关系的天真的市场不可能存在，其中表面上的原因如垄断和管制的存在。

余所有权结构为核心的企业要求权结构无疑是重要的分析依据。因而要深入研究经济转型期的现实筹资问题，就必须从企业的经营机制入手。

1.2

经济体制改革与企业经营机制

1.2.1 企业改革的演进

我国经济体制改革已经明确地把增强企业活力作为中心环节。但在这一过程中提出的企业改革的关键，即增强企业活力的关键，是转换企业经营机制。在尽量不触动所有制结构的前提下，人们将非国有企业发展速度高于国有企业的根源归结为两者间管理体制和管理方法的差别，而忽视了企业组织形式及更深层次的要求权结构的作用，并认为不同的管理体制形成不同的经营机制。

在这种思想的作用下，人们认为转换企业经营机制的目标应该是实施企业的自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束，使企业成为独立享有民事权利和承担民事义务的法人。同此前国家有关部门对企业的直接计划控制相比，“四自”的积极意义是不言而喻的，然而由于认识上的不足，以此为企业改革的重点可能造成误导。

例如，其中自负盈亏是指企业在生产经营活动中以国家授予其经营管理的财产承担民事责任，企业的厂长（经理）对企业的盈亏负相应的经营责任，全体职工按照内部经济责任制承担相应经济责任。事实上，企业不能同时既是生产要素的所有者又是经营者，投入企业的国有资产的所有权也不属于企业，行使这部分权力的应该是国家或其代理人。如果企业经营者掌握着并非自己

的资产又可以不受限制地随意使用，国有资产就会缺乏最起码的安全保障，更何况保值增值？企业厂长（经理）和各个岗位上的其他员工按内部经济责任制对企业盈亏承担相应经济责任，其中“相应”是多少？依据什么来确定？个人能承受得起吗？承担不起又怎么办？企业不应该，也没有能力承担经营的结果（盈亏），盈亏的可能作为一种风险已经由企业的全体资源投入者分担，分担的依据是资源投入者在企业中的相互地位和关系，因而主要的盈亏风险承担者是资本的投入者，特别是权益资本投入者。这也是剩余要求权在企业中举足轻重的原因，关于这一点我们在下文将会详细分析。退一步来说，“企业”又指什么？按照“四自”中的解释，“企业”实际上是指企业的内部人。对于盈亏的承担者来说，他们实际上是一系列不同层次的代理人。投资者可以使用各种约束和激励手段加强对于代理人的控制以保护自己的利益，但是不能要求代理人去“自负盈亏”。我们的企业需要的是一个建立在内部人报酬事后结算基础上的绩效评价系统（约束与激励机制），不称职的人应该被劳动要素市场上的更合适的人随时取代，而不是要求每个内部人仅仅去承担似是而非的“相应经济责任”。

认识到经营机制中的约束与激励机制的作用之后，人们开始热衷于建立现代企业制度。现代企业制度——公司制中所包含的丰富严谨的约束与激励机制同我们大多数企业，特别是国有企业中约束与激励机制的简陋和匮乏形成鲜明对比。但极为遗憾的是，现代企业制度背后复杂的要求权结构并没有被充分认识。离开其基础，构建约束与激励机制的尝试只能事与愿违。更兼在改制过程中，良好的愿望和行政手段使得一些企业的股份化过程几乎成为单纯的资金筹集手段。“一股就灵”的迷信四处泛滥，不负责任的企业和不明就里的投资者都不甚了解现代企业制度对其自身究竟有什么约束和保护，更不明白这些约束和保护对自己是

否有利，即是否应该在自己的企业中建立现代企业制度或投资于这样的企业。试图建立没有要求权结构支持的现代企业制度只能如邯郸学步。那么究竟什么才是增强企业活力的根本？

尽管温州和诸城等地小型国有企业改制尝试在最初看来只是星星之火，尽管那些尝试在现在看来只是企业中国有产权的简单出让，并不能涵盖产权改革的丰富内容，但那仍然是意义深远的产权改革的第一步。因为从这时起，人们才真正认清了要求权结构（尤其是剩余要求权）在企业中的重要地位，才开始了解所有制改革的必要性。随着立法步伐的加快，随着为搞活国有大中型企业而进行的国有资产战略重组的开展，一个观念开始渐渐为人们所熟悉：资本的所有权并不等同于企业的所有权。

这个概念最初提出时，曾经是那么难以理解，而我们改革实践的步伐却逐渐将它渗透到每个人的心里。现阶段理论相对于实践滞后突出表现为理论脱离实际。理论研究如果只是亦步亦趋地跟在改革实践的后面解释改革措施，就将基本失去对现实的指导意义。为使理论贴近我国经济体制改革中企业筹资活动的实际，我们从经济体制改革出发，运用企业理论和其他理财研究工具对企业性质和企业筹资活动的性质进行较深入的分析，并试图在这些基础上结合我国的一些具体情况，找出我国企业实际筹资活动与经典理财理论所描述的条件有何差距，进而确定对那些经典理论武器的哪些方面的假设应予放宽，并且作出初步尝试。在此过程中，我们无意过多涉及公司治理结构方面的内容，因为我们是通过在一定市场条件下逐一放宽假设来研究有效筹资方式及渠道，所以我们的出发点和对企业性质的认识与公司治理结构研究有所不同，况且我们分析的对象远远不止公司制企业。我们也不是结合中国国情对现代财务管理的核心理论进行修正，事实上这些理论的价值正在于它们对其结论成立条件的严格限定。我们只是试图结合某些假设的放宽来解释和分析我国的一些具体现象并

提出建议。

1.2.2 剩余要求权、要求权结构与所有制改革

剩余要求权是指对企业中净收益及净资产的要求权。剩余要求权结构的表现是与权益有关的企业筹资方式、筹资渠道、收益分配、净资产清偿等决策的组合，其实质是企业性质有关的核心契约的规定。在整个企业的要求权结构中，剩余要求权的性质与组成是核心和基础。为了满足这些要求权，企业都会形成特定的经营机制与它们相适应。因为剩余要求权与企业经营机制的关系，以剩余要求权改革为核心的企业要求权结构的改革和调整应该成为企业改革乃至经济体制改革的重点。

企业的剩余要求权及其在企业要求权结构中的地位规定了与企业有关的人与人之间的关系；所有制结构反映的是整个社会经济活动中人与人之间的关系。作为国民经济的细胞，所有企业的剩余要求权的性质和组成的总和构成了国民经济宏观所有制结构。另外，所有制改革或产权改革对社会资源所有权的调整又将影响企业的剩余要求权结构和要求权结构，乃至企业的经营机制和经营状况。

例如，20 世纪 80 年代“拨改贷”期间建立了大量国有企业，其中许多是国家没有投入一分钱本金的零资本企业。由于创立期的企业缺少承担风险的资本，因而往往在形成稳定的盈利能力之前就已经背上了沉重的债务负担，甚至被固定的利息支出压跨。即使企业能够侥幸闯过不利的初创期，仍然必须面对所有者缺位的尴尬，当面临重大决策时或进行企业改制时都还将遇到麻烦，很容易错过发展的机遇。究其根本是由于投资者（国家）没有承担与剩余要求权相对应的责任，将风险转移给债权人。因而这些企业虽名为国有企业，但如果企业一直亏损，则剩余要求权从一开始就是负值，造成国有银行的巨额坏账，降低了国有资

产的整体质量，甚至造成了损失。

又如，大多数国有企业是国家为使国有资产保值增值而投资创立的，其目的就是盈利。而许多国有企业负担了太多其他责任，大量资产为非生产目的所占用，这必然影响国有企业的盈利能力和国有资产保值增值目标的完成。通过产权改革，进行国有资产的战略重组，优化国有资产的组合，加强企业的生产经营和盈利能力，才是搞活国有大中型企业的根本。至于是采用现代企业制度还是其他企业组织形式，则要视企业具体的经营特点和经营规模而定。之所以现代企业制度得到大力推广，是由国有大中型企业所集中的领域所决定的，而不是因为改制成为股份有限公司就可以使企业摆脱困境。

1.2.3 经济体制改革中的企业筹资活动

经济体制改革是一个财富和社会资源在社会生产部门重新分配和组合的过程。在这一过程中新生事物不断出现，实践是检验它们能否继续存在的标准，我们要研究的企业筹资领域也不例外。许多事物在最初出现的时候，可能纯粹是头疼医头脚疼医脚的暂时解决方案，从长远观点来看可能会有许多不利之处。这些不利之处正是它们在一定历史阶段具有进步意义的代价或成本。有些阶段是必须经过的，但如果无视经济环境的变化一味坚持过去的思维就是抱残守缺了。

在我国的有价证券市场建立之初，人们曾经以为资本市场就是长期资金交易关系的总和，直到现在仍然有许多人把融通资金作为资本市场最重要的作用，甚至是惟一的作用。在这种思想指导下，建立现代企业制度的改制活动和上市运作几乎完全沦为变相的筹资手段。筹集资金成为有些改制企业最重要、甚至惟一的改制目的。在这种不讲责任、操纵要素价格的环境下，筹资渠道和筹资方式几乎都已经无所谓，只要能筹集到资金，全然不顾不

同来源的资金背后不同的要求权。没有市场支持的产权交易也难免遭到同样的局面，小企业的股份合作改制活动也曾一哄而上，至于各种不规范、甚至违法的企业筹资活动更是不胜枚举。这些活动在过去的计划经济时代是不可能发生的；同样，这类近乎公然掠夺的行为在市场体系较为成熟的经济中也是难以存在的。那么这些畸形的市场行为究竟说明了什么？我们的企业改革呼唤什么？

在由计划经济体制向市场经济体制转型的过程中，资源配置的决策权被不断分散，由政府统一掌握逐步过渡到由每个市场竞争主体自己掌握。在决策权的分散化过程中，国家慢慢放弃了对企业经营的直接控制权，但还不习惯运用对企业中国有资产的剩余要求权，同时更不适应为保护其他公民和团体在企业中的权利而提供市场博弈规则的职能。企业没有国家管了，但对企业拥有合法权利的个人和团体（包括国家）又不知道应该如何保护自己的权利，甚至不清楚自己权利的边界。^①在这样的情况下，出现大批勇敢而无知的投资者和不负责任的筹资者就不足为奇了。然而这种情况不会持续太久，如此多次重复博弈的均衡结果是企业的筹资成本越来越高昂，甚至很难筹集到资金。如果这样，国民经济中的储蓄向投资的转化过程可能就会发生障碍，进而影响国民经济的正常运行。

因为筹资活动在经济体制改革中的重要地位，也因为筹资活动与企业经营机制的密切关系，所以我们在经济体制改革的背景中，在深入分析企业经营机制的基础上，讨论企业筹资活动的表现，探寻其背后的规律，力图按企业筹资活动的影响因素及企业具体经营情况的不同，对企业的筹资方式，筹资渠道，以及期限结构等特征进行比较详尽的分析，初步确定各种筹资方式、渠道

^① 效率低下的资本市场通常导致这种结果。事实上，当与资本市场关系密切的其他要素市场发展落后时，即便清楚自己的权利也不可能有其他选择。

的适用性，并且讨论有关筹资成本和筹资结构方面的一些问题。因此下文将用较大篇幅分析企业经营机制和企业筹资活动的关系，并且我们的研究也将主要集中在这些方面，不会过多涉及市场。

我们思考，因为问题存在。下文有关改进研究方法、放宽研究假设的论述，在大多数情况下，将会假定有关要素服务市场是有效的，然后逐一放宽假设。然而，因为不健全的要素市场（尤其资本市场）所引发的触动，我们这项研究的初衷正是希望能使人们渐渐意识到筹资活动的方方面面，能够更为理性地作出自己的投资决策；此外，投资主体的理性也有利于筹资主体的成熟。市场竞争主体的理性和成熟将加速市场体系完善的进程，所以我们不停地强调筹资者的责任意识和投资者的风险意识，正是针对我国经济体制改革现阶段的实际情况。只有当一个健全的市场体系存在时，投资者的利益才能得到保证，筹资者才能获得自己需要的资金；只有在充分竞争的市场上，价格才能成为资源配置的基础。

1.3

企业经营机制与企业筹资活动的详细分析

要解决经济体制改革中筹资理论和实践存在的问题，使筹资理论对实践发挥积极的指导意义，就有必要对企业的性质和企业经营机制的本质进行剖析。当我们不再仅仅关注企业的资本化率研究本身、摒弃了所有者与经营者利益一致的假设时，要解决的问题是：

(1) 组成企业的各个利益集团的利益既然不一致，为什么企业还会存在？

(2) 各种要素投入者之间的冲突有哪些表现形式，其行动动

机是什么？不同企业相应的约束与激励机制对解决这些冲突有何作用？

(3) 企业的经营机制为什么千差万别？

(4) 在同一筹资方式下，为什么还要区分不同筹资渠道，即为什么筹资渠道的组合与企业价值存在相关性？

(5) 在筹资结构中，筹资期限、筹资方式、筹资渠道等因素对企业的筹资成本有何影响，这些影响是通过哪些机制发挥作用的？

1.3.1 关于企业本质的研究

(1) 企业产生的原因

在新古典经济学的理念中有几个关键的假设，如完全信息假设、理性经济人假设等，此外还有一个隐含的交易成本为零的假设。而事实上，为了进行市场交易，有必要发现谁希望进行交易，有必要告诉人们交易的愿望和方式，以及通过讨价还价的谈判缔结契约并督促契约条款的严格履行。花费在这些行动上的成本就是交易成本，也称交易费用（科斯，1960）。企业的存在是为了节约市场交易费用，即用费用较低的企业内部交易替代费用较高的市场交易。因此，企业的规模被决定在企业内部交易的边际费用等于市场交易的边际费用或等于其他企业内部交易费用的那一点上。

(2) 一系列契约的集合——经营机制

经过阿尔奇安和德姆塞茨等人“团队生产”等观点的发展，企业的定义逐渐形成：企业是个人之间（生产要素的所有者与消费者之间）一系列契约关系的一个连结，其特征为存在对组织

① 阿尔奇安和德姆塞茨的巨大贡献是澄清了企业实际上是一种内部市场机制。在本质上与外部市场并无不同。这在很大程度上推进了原来科斯理论对企业的认识。

的资产和现金流量可分割的剩余要求权 (residual claim)。^① 企业不是一个个体，而是一种法律假设，是一个复杂过程的聚焦点。在此过程中，诸多个人相互冲突或抵触的目标被一个契约关系的框架（企业的经营机制）引入均衡（詹森、麦克林，1976）。这一系列契约规定的是人们对企业的投入的责任和从中获取利益的权利，实质上规定的是人们相互之间的责任、义务和权利关系。由于人们都以各自利益最大化为目标，因而他们的利益指向之间存在冲突。从企业中获取利益这一共同点约束着这些冲突和分歧，而非完全统一它们。对于每一个具体的委托—代理关系而言，双方当事人都是效用最大化者，代理人不会总以委托人的最大利益为目标行动。即使不出现明显的委托—代理关系，只要有两人或两人以上的合作活动的存在，就会出现代理成本（詹森、麦克林，1976）。这些随企业的存在而存在的代理成本的总和构成企业总的契约成本，企业只有不断地降低契约成本，才能在与其它企业的竞争中生存下去。

（3）契约结构（财务结构）、资本结构、筹资结构与要求权结构

组成企业的一系列契约的不同内容和契约之间的不同关系构成了企业的总体契约结构。人们习惯于以狭义的资本结构分析筹资决策，而在广义上，筹资决策还应包含给证券持有者之外的其他要素投入者的要求权，如管理者提供管理才能、供应商提供原材料所形成的短期固定清偿要求权。这些代理关系形成的企业总体契约结构既可以称为财务结构，又可以仍然称为资本结构（广义）。具体到筹资理论，我们将这种与广义筹资有关的代理成本称为筹资成本；将这些代理活动形成的要素投入者之间的关系称为筹资结构。要正确认识投资者要求报酬率的提出，就必须有效

^① 陈郁：《所有权、控制权与激励——代理经济学文选》，1版，8页，上海，上海人民出版社、上海三联书店，1998。

地分析资本结构。有效地分析资本结构必须以财务结构为背景（法马，1990）。在企业的契约结构中有两类核心契约必不可少：（1）对剩余要求权的限制；（2）决策的步骤和权力在决策代理人之间的安排（法马和詹森，1983）。^① 不同企业对剩余要求权有不同的限制，有的可以无条件地任意转让，有的则在转让时受到严格限制。企业根据各自不同的经营规模和经营特点决定有关剩余要求权的核心契约的形式和内容。同样，决策权被分解为不同职能，企业根据经营特点和经营规模决定这些不同性质的职能之间的结合和分离程度。所有这些构成了特定企业的经营机制。显然，企业的经营机制的核心是要求权结构。这种要求权的含义不仅仅指核心契约中所涉及的剩余要求权，^② 还包括债权和广义资本结构中的其他要素投入者的要求权。

要求权性质主要通过要素投入者对企业资产及收益的要求方式体现。如债权人（广义的债权人，包括供应商和劳动力投入者），对企业的要求权是以其债权数额（包括应计利息）为限；企业必须以其全部资产对债权人负责，当企业资产小于债权数额时，必须用全部资产清偿债务。再如股东，对企业的要求权所规定的对象是企业税后的净收益和净资产，这种剩余要求权随企业运转不断发生变化，具有不确定性和无限性。因此，要求权的性质决定了企业筹资方式的划分。从大的方面划分，便是企业资产负债表右边的两大类——负债与所有者权益。

要求权的内容主要包括具体筹资渠道及具体投资人（包括自

① 这两个核心契约区分了组织的不同类型，并解释了特定组织形式存在的原因。

② 我们在解释企业的第一类核心契约时之所以使用“对剩余要求权的限制”，是因为沿用一种已经被各方面广泛接受的理论。事实上，核心契约中对剩余要求权的性质的规定也是对长期债权的性质的隐性规定或间接规定。为了分析我国现阶段产权不明确情况下出现的一些现象，我们在某些情况下试图使用“剩余要求权”一词表示比财务原理教科书中的权益要求权要广泛的内容。因此我们在上文将“剩余”定义为收益及净资产。我们认为，即使不能将全部或至少部分长期债权称为“剩余要求权”，实际上在某些情况下它们也同“剩余要求权”同样重要。