

# 企业融资模式与企业治理结构的关系分析

杨舜贤<sup>1</sup>, 孙雷<sup>2</sup>

(1.广州凯得控股有限公司;2.暨南大学管理学院,广东广州 510620)

**摘要:** 融资模式是资本流动的的制度安排,决定了企业治理结构的生成环境,融资模式的不同意味着企业面临的资本市场、产品市场和经理市场的不同,从而影响着企业的融资结构的选择、形成、运行及效率,也影响着企业治理结构的所有权、控制权和经营权在不同权益主体之间的分布和配置。企业融资模式与企业治理结构实质上是外部治理与内部治理的关系。

**关键词:** 融资模式;治理结构;传导机理;制约功能;关系实质

中图分类号:F271

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2005)02-0113-02

## 1 企业融资模式对企业治理结构的传导机理

企业融资模式是多种企业融资方式组合的结果,但突出以某种融资方式为主,其他融资方式为辅的融资格局,是在经济运行中反映某些融资特征并取得成功绩效的融资方式的理论概括。根据在储蓄——投资转化过程中权力与利益主体的不同,融资模式划分为财政主导型融资模式、银行主导型融资模式和市场主导型融资模式。企业治理结构是一种契约制度,它通过一定治理手段,合理配置剩余索取权和控制权,在企业内形成科学的自我约束机制和相互制衡机制,目的是协调企业的出资人、债权人、经营者、生产者等相关利益者之间的利益与权力关系,促使他们长期合作,以保证企业的决策效率。企业融资模式是企业治理结构得以形成与运作的基础。

融资模式——融资结构——治理结构是一条紧密相连的“神秘链”。正是在这条链上,资本得以形成、集中、组合、营运,并形成相应的产权关系和权力与利益格局。融资模

式是资本流动的的制度安排,融资模式决定了企业治理结构的生成环境,融资模式的不同意味着企业面临的资本市场、产品市场和经理市场的不同,从而影响着企业的融资结构(包括股权结构和债权结构)的选择和形成。而融资结构能影响经营者的工作努力程度,可传递信息影响外部投资者对企业经营状况的判断和决定企业控制权的分配。融资结构的选择直接影响企业治理结构的所有权、控制权和经营权在不同权益主体之间的分布和配置。因此企业融资模式的不同意味着企业治理结构的不同。如在银行主导型融资模式下,由于资本市场尚未成熟,规模与涵盖范围有限,股权融资只能是企业的辅助形式,而且往往只有少数绩效卓越的大中型企业才具备在资本市场直接融资的资格。这样股权资本在企业融资结构中一般所占比重较小,债权资本占据主要部分,为维护债权的权力和利益,债权必然要求进入企业治理结构,以对企业的经营者形成监督和约束。因此与银行主导型融资模式相对应的是债权约束型企业治理结构。

债权资本对企业治理结构的制约是经

由经营权(经理人员)——控制权(董事会)——所有权(股东)自下而上的路径逆向发生作用的。也就是说,债权主要通过对其经营权的制约而渗入企业治理结构,对其形成约束和监督。在市场主导型融资模式下,存在充分竞争的产品市场、较为完善的股份公司制度以及充分竞争的证券市场和经理人才市场,资本流动完全以资本市场的价格信号为导向,资本的供求双方主要通过资本市场直接进行资金的融通,实现融资结构的动态优化,在此基础上形成的是股权约束型企业治理结构。这些企业的融资结构一般具有较为稳定的股权基础和较为合理的股本结构,股权成为左右企业治理结构形成和运作的主导性和基础性力量,企业的控制权与经营权均由股本的所有权派生,股权的构成及其变动直接决定和影响企业治理结构的运作。股权资本对企业治理结构的制约是经由所有权(股东)——控制权(董事会)——经营权(经理人员)自上而下的路径逐层渗透、正向方式发生作用的,投资者通过资本市场充分的信息披露机制、准确的评价机制和迅速的流通交易机制对企业经营者形成强有力的外部

监督制约机制。

## 2 企业融资模式对企业治理结构的制约功能

企业融资模式直接决定和影响企业治理结构的选择、运行及绩效。具体表现在以下3个方面:

第一,企业融资模式决定着企业治理结构的委托代理关系。不同的融资模式下,企业的融资渠道、融资方式以及融资成本不尽相同,由此决定了企业融资结构的差异。在此基础上所形成的所有者、控制者与经营者之间的委托代理关系也会各不相同。如在财政主导型融资模式下,融资方式单一化,国家是国有企业的唯一所有者,政企不分所形成的委托代理关系是中央政府和地方政府以及上级地方政府与下级地方政府之间的多层级的委托与代理;而在市场主导型融资模式下,融资方式多样化,企业可以根据自身的条件和融资市场的供求状况合理选择融资结构,依据投资主体和股权结构的分散与设置状况来确定出资者与筹资者之间的委托代理关系。英国学者奥利弗·哈特认为“治理结构分配公司非人力资本的剩余控制权,即资产使用权。如果在初始合约中没有详细设定的话,治理结构将决定其如何使用。”根据阿洪和博尔顿(1992)提出的企业融资控制权理论,如果融资方式是发行普通股(有投票权的股票),那么投资者掌握剩余控制权;如果融资方式是发行优先股(无投票权的股票),那么企业家掌握剩余控制权;如果融资方式是发行债券,那么在企业家能按期偿还债务的前提下,企业家拥有剩余控制权,否则剩余控制权便由企业家转移到投资者手中,即企业破产。企业的控制权掌握在何种利益主体手中,企业治理结构必然会按照有利于掌握控制权主体利益目标的方向运作,企业的一切经营行为均受其影响,无疑导致了所有者、控制者和经营者之间的委托代理关系的不同。

第二,企业融资模式的有效性提高了企业治理结构的运行绩效。企业融资模式的有效性为企业治理结构高效率、低成本的运行奠定了基础。美国经济学家托宾(Tobin, 1984)认为资本市场有效性至少应包括四个因素,即信息的有效性、评价的有效性、完全保险的有效性和组织职能的有效性。据此类

推融资模式的有效性主要标志应为:融资市场上有可以迅速充分地反映有关股票、债券以及资金价格等可利用的信息;投资者能利用有关市场约束机制和交易机制保护自己的权益或转移风险;融资市场的金融服务较为完备,市场运作能够畅顺自如。如果企业处在有效的融资模式下就可以以较低的融资成本筹集资金,根据市场需要和发展预期扩展经营业务,实现市场价值最大化;而且资金及各种债券价格等市场信息充分有效的反映,能够有效地促使经营者规范经营行为,调动其提高企业经营绩效的积极性。

第三,企业融资模式的运行机制为企业治理结构提供了有效的激励和约束。内生于融资模式的资本自由交易与自主流动机制以及充分有效的信息生成机制,可以使投资者及时了解企业的经营活动及其绩效,作出较为准确的评价和判断,采取“用手投票”、“用脚投票”或“手脚并用”的方式表达对企业经营者的意见,从而对企业管理当局和经营阶层形成强大的压力和约束,使他们不得改变经营方向和经营行为,以适应投资者对利益最大化的要求;同理,如果企业经营绩效卓著,就可以在融资市场及时得到反映,投资者就能对其未来发展形成良好的预期,那么企业就能以较高的价格配售股票或债券,或以较低的成本筹措资金,更为重要的是企业经营者可以借此良机提高债务融资的比例,强化企业治理的经营自主权。

## 3 企业融资模式与企业治理结构的关系实质

企业融资模式与企业治理结构实质上是外部治理与内部治理的关系。外部治理和内部治理在逻辑层次上是不一样的。外部治理处于主动地位,是企业治理的首要条件和基本机制,而内部治理则以外部治理为基础,是外部治理的内生性制度安排。外部治理和内部治理在监督上互补。所有者利用内部治理结构进行的监督应根据其利用外部治理进行监督的状况而定。在市场相对完善的条件下,所有权监督可以在很大程度上由外部治理结构来实现;而在市场相对落后的条件下,就应更多地由内部治理结构来实现。从监控角度看,在银行主导型融资模式下实行的是内部监控型企业治理结构,在市场主导型融资模式下实行的是外部监控型

企业治理结构。判断某种企业治理结构是否有效要以其是否适应其外部治理条件为标准。由此我们可以展开如下推论:

其一,作为外部治理的内生性制度安排,内部治理结构只有在适应外部治理结构的条件下才能有效率;其二,现实中外部治理条件千差万别,不总是完善的,因而不存在放之四海而皆准的“完美”的内部治理结构;其三,内生性制度安排的特点又意味着对应于各种不同的外部条件,总能产生与之相适应的相对有效的内部治理结构。因此,企业治理结构的选择应以环境适应性为首要原则,努力改善企业外部治理环境,并在此过程中不断探寻和完善与特定外部治理条件相适应的内部治理结构。

### 参考文献:

- [1]卢福财.论企业融资与法人治理机制[J].中国工业经济,2001,(8).
- [2]张开平.英美公司董事法律制度研究[M].北京:法律出版社,1998.
- [3]魏杰.企业前沿问题[M].北京:中国发展出版社,2001.
- [4]李政.大企业病[M].哈尔滨:黑龙江科学技术出版社,2002.

(责任编辑:赵贤瑶)

