

现阶段我国企业融资与外部监督模式的最佳选择

■ 杨琳 厦门大学经济学院金融系

[摘要] 企业的融资模式代表着企业治理结构的金融层面,是公司治理机制形成与运行的制度基础,在我国更是建立现代企业制度的关键。本文比较了日德与英美两种融资模式,在分析我国企业融资制度变迁路径的基础上,指出现阶段我国应采取间接融资为主、直接融资为辅的模式,并提出改进企业外部监督的几点措施和建议。

[关键词] 融资模式 银企关系 外部监督

企业资产规模的扩张已使其资本来源突破了内源融资积累的限制,走上对外大规模融资的道路。企业的融资模式代表着企业治理结构的金融层面,它以资本为纽带,构成企业所有者与债权人相互制约的利益机制,两者互为因果,相互促进,所以融资模式是公司治理机制形成与运行的制度基础,在我国更是现代企业制度改革的关键所在。

一、市场经济国家的企业融资方式与企业的监控

1. 以银行融资为主的日德模式

从公司治理结构来看,在日德融资模式中银行对企业的监控起着决定作用。银行拥有以贷款为基础的“相机控制权”,既有动力(获得更大的监控收益)又有条件(大股东的投票权)监督控制企业的经营活动。即银行在企业经营正常时不干预,而在经营不佳时将控制权自动转向银行。为了防止被银行接管或重组,这种机制也能激励经理更加负责地经营企业。

2. 以证券融资为主的英美模式

从英美企业股权结构看,股权的严重分散性对市场主导型融资及治理模式的形成有决定影响。投资基金、养老金、保险公司等机构投资者作为被动的投资者有着分红的压力和资产多样化的要求,一般不会积极参与企业的控制,而是短期买卖获得利润为主,而且其本身也会面临委托代理问题。因此对企业的治理和对经理人员的监督约束主要来自于市场力量,即股票市场、商品市场、经理人员市场和破产兼并机制等多种形式。

3. 融资模式是公司治理结构的基础,并且要与外部经济制度相适应

不同的融资模式导致不同的公司治理结构模式。英美国家股东主权型治理模式产生于资产负债率低、股权高度分散的融资结构;而日德国家共同治理模式产生在它的资产负债率高度集中的融资模式基础上,与其银行对企业的渗透是密切相关的。所以不同的融资结构源于不同的经济制度基础,在此基础上产生的公司治理模式,其治理机制也要依靠外部的经济制度。

二、我国历史形成的银企关系的特点及评价

20世纪80年代以后,我国的融资模式由计划经济下的财政供给,向市场经济下的金融资源配置方式变迁,银行贷款逐渐成为企业资金的主要来源,形成了以间接融资为主的金融制度安排,与日德模式存在更多相似之处。改革开放前,银企之间是一种资金供给关系。由于政府的支持和保护,企业可以无限制地向银行借贷,从不担心资金的成本及偿还问题;银行也不关心企业的经营状况,信贷风险由政府承担。市场经济体制确立后,银企都成为独立的法人实体,进而它们之间原来的资金供给关系为相互独立的利益关系所取代。但是,由于处于经济体制转轨时期,国家的中介角色并没改变,这使得银企关系并不顺畅,国有企业仍处于“软预算约束”。

银行间接融资长期以来对我国经济发展发挥了巨大作用,但这种融资模式也存在多种弊端:从国有企业的财务状况来看,企业面临巨

额负债,而且其中绝大部分是对国有银行的负债。这样外源融资带来的利息支出增加了企业的融资成本。从国有银行的处境来看,由于银行和企业属于同一产权主体,产权边界的模糊使银行对企业的财务约束软化,监控不力,贷款难以收回,导致银行经营困难,发展能力不断减弱。

在此基础上,整个社会资金活动出现了以“四高”(即企业高债务、居民高债权、银行高风险、企业高成本)为特征的不良债务结构和“三危”债危机(即政府债危机、金融债危机、企业债危机)以及融资低效率的局面。

三、现阶段我国融资模式和外部监督模式的选择

从制度的继承上看,新的融资模式不可避免地受到计划体制的影响,存在着路径依赖。原来银企间长期建立起来的信息资源应得到充分应用,发展银企间的直接监控关系,相对来说磨擦较小,因而间接融资及银行对企业的监控在现阶段仍然是有效的。但另一方面,由于大量不良债权的负担,银行经营有较大风险,继续太多地依赖银行融资也不现实,必须同时发展证券市场,作为银行监督的辅助手段。

因此,现阶段我国应采取以银行直接融资为主和证券市场融资为辅,二者相互结合并共同发展的模式。建立在这种融资模式上的公司治理结构其外部监督的主要实施主体就应该是银行和证券市场。

虽然目前银行自身的一些固有缺陷限制了它监督作用的发挥,但现阶段它还是能起到一定的积极作用。比如说,对经营状况良好的企业,可以充分发挥其间接信息生产者的职能,对企业的重大经营决策提出建议,并争取在这些企业实施股份制改造、建立健全治理结构的过程中,以外部董事的身份进入董事会,强化企业的内部监督机制。而对资本金不足、经营欠佳的企业,进行重组。一种选择就是“债转股”,由资产管理公司取代股东对企业直接实施治理,最终将股份转让给其他投资者,从而实现一种能够保持长期良好治理的多元化股权结构。

对于证券市场来说,有效的监督一方面应该体现在它可以使经营好的企业吸引到更多投资者的资金;另一方面体现在通过兼并破产的压力,强制性地纠正低效率的公司治理。现阶段要完善我国证券市场的监控作用必须首先解决两个问题:一是将国有股权的存量部分分散化。因为只要上市公司的股份大部分不能自由流通,就无法形成股市的自动均衡机制。另一个是要完善和切实遵守市场退出机制,对上市公司形成真正的压力和约束。否则,股市中优胜劣汰的市场经济基本规律就不能充分体现,更无法发挥其外部监督的作用。

在目前企业监控的外部条件方面,除了发挥银行和股市的监督作用之外,还要引入其他的外部监督力量,包括进一步规范和发展兼并市场、产权市场和投资银行业务;其次建立与资本市场、兼并市场相配和的经理市场;同时还要完善信息披露机制,充分发挥中介机构的作用。

总之,只有为企业治理提供一个市场化的外部平台,才能保证公司治理结构由行政型治理向经济型治理的过渡。