

发行公司债对融资结构与治理结构的影响

■ 王苏宏

发行公司债优于股票增发

融资结构是指股权资本与债券资本之间的比例关系,通常用负债比率(或资产负债率)指标表示。目前,我国国有公司的融资结构表现为两种极端:弹性过度的高负债水平融资结构和弹性不足的高权益融资结构。而国有上市公司一般更偏好股权融资,这主要是因为我国股权融资的实际成本低于债务融资成本。另外,由于我国资本市场还不完善,且公众缺乏正确的投资理念,投机现象严重,公司经营者代理人为追求自身效用最大化,更加偏好于股权融资。这样,上市公司就很容易获取大量廉价权益资本而导致其投资行为随意,募集资金的使用效率普遍不高,不少上市公司的募集资金投资并不符合其长远利益。股权融资和债务融资比例失调的现状使上市公司丧失了财务杠杆的作用。在股权融资下,给股东的股息不能在税前列支,也就不具备节税效应,因此股权融资比例过高将对公司价值最大化产生不利影响。

由于比银行贷款更加灵活,与发行股票相比又具有减少纳税支出、保持对公司控制权等诸多优势,公司债券已经成为现代公司不可缺少的重要融资工具。衡量融资结构的重要指标之一就是财务杠杆利益。财务杠杆利益是指在净资产收益率大于债券利息率的前提下,由于债券利息(包括优先股股息)是固定的,不论公司总收益是多少,

当总税前利润增加时,平均每一元总利润负担的债券利息都会相对下降,从而带给投资者额外的收益。

发行公司债有利于改善公司治理结构

公司治理的定义,理论界有不同的表述。狭义的是指有关董事会的功能、结构、股东权利等方面的制度安排;广义的是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排等,它们将决定公司的经营目标,决定谁在什么状态下对公司实施控制、如何控制,公司风险和收益如何在不同成员之间分配等问题。融资结构对公司治理的影响,主要体现在负债对经理人的约束方面。负债能缓和股东与经营者之间的利益冲突,从而降低股权代理成本。负债比率越高,负债在约束股权代理成本方面的作用就越大。具体来说,负债对经理人有激励和约束作用。从激励角度看,假设公司投资总额固定,且管理层投入到公司中的股权资金也固定,在这种情况下引入负债,可以降低公司对外部股权资金的需要,间接提高管理层的持股比例,使管理层与股东的目标函数趋于一致,从而缓和股东与管理层之间的冲突。从约束角度看,债券合同中的保护性条款对公司和公司经营者在投资、融资、利润分配及公司经理收入等方面的限制会有效影响公司融资行为,改善公司治理结构。以下将从三方面讨

论长江电力发行公司债如何有效改善公司的治理结构。

1. 公司债减少了公司的自由现金流。自由现金流表示的是公司可以自由支配的现金。如果自由现金流丰富,公司就可以偿还债券本息回购股票以增加股息支付。当公司产生大量的自由现金流时,经理人从自身价值最大化出发会倾向于不分红或少分红,将自由现金流留在公司内使用。经理人可能会自由支配这些资金用于私人利益,或是进行过度投资,降低资金的使用效率,由此使代理成本增加。由于债券规定定期支付利息和到期支付本金,如果没有发生违约,那么债券就增加了公司现金流出的数量,减少了自由现金流量,从而使得经理人进行超额在职消费的有支付能力的需求减少,也使得股东利益向经理人转移的数量减少。

从表1可以看出,长江电力股份公司2002~2004年现金流快速增长,2004年以后,现金流量有所回落并基本保持平稳。同时经营现金流与负债比一直偏高,2004年以后,平均的现金流负债比达到30%以上。对于长江电力这样的长周期行业公司来说,公司债券同时发挥了税盾的作用,对于降低现金流量,提高公司治理效果有着非常好的作用。

2. 公司债增加了企业的破产风险成本。经营者与所有者有不同的风险偏好。公司所有者更关注股市的系统性风险对公司股价的影响,而经营者则更倾

利用条码技术加强资产管理基础工作

■ 顾克荣 陈振清

中国石化股份有限公司(以下简称中国石化)ERP系统自2002年以来,已陆续在各(分)子公司上线,固定资产的价值管理与实物管理由共同使用一个系统变为分别使用ERP系统中不同的模块(财务部门用AM,设备部门用PM)并实行不同的编码。但实物管理部门与财务部门对固定资产信息需求的详细程度不同,导致财务部门的账与实物管理部门的物出现分离,在较大程度上削弱了财务部门对资产管理的力度,导致账实不符出现的机率增加。同时企业在盘点时,由于

时间紧、数量大、人手少、盘点手段落后且费时费力,重盘漏盘现象时有发生,大大影响了盘点的效率和准确性。此外,ERP系统上线后,由于系统有关资产模块的人机关系不友好、信息分散,查询数据和编制资产报表非常不方便,给日常工作带来许多困难。为解决以上问题,中石化部分(子)公司陆续开展了实物资产条码管理的试点工作,取得了较好效果。

一、条码技术的优势

条码实际上就是由一组规则排列的条、空以及对应的字符组成的标记,“条”是对光线反射率较低的部分,“空”是对光线反射率较高的部分,这些条和空组成的数据表达一定的信息,用特定的设备阅读后可以转换成与计算机兼容的二进制和十进制信息。通常每种物品的编码都是唯一的。对于普通的一维条码来说,还要通过数据库建立条码与实物的对应关系,当条码数据传到计算机上时,由计算机上的应用程序对数据进行操作和处理。因此,普通的一维条码在使用过程

向于不冒风险,因为他们的财富是同公司正常运转相联系的。对于公司经营者来说,其拥有财富的大部分都同其所在公司的绩效有关,他们的工资收入、股票期权及人力资本的价值在很大程度上有赖于公司的正常运转。一旦公司出现问题,经营者的财富很难在公司间转移。从这一点上讲,他们所遭遇的风险更像是一个债权人的风险而非股东的风险。增加上市公司的负债资本比率,将提高流动性风险和发生财务危机的可能性,提高经营者不当决策的成本。即债券可作为一种担保机制促使经营者多努力工作,少个人享受,并做出更好的投资决策,从而降低由于所有权与控制权分离而产生的代理成本。

3.公司债可以优化股权结构、改善外部治理。如果债权人对公司的约束是硬性的,那么在股权分散法人或管理层持股比例较小的情况下,增加负

表1 2002~2007年长江电力现金流数据

	经营现金流与负债比	净利润现金含量	每股现金流
2007年	21.35%	0.52	0.52
2006年	30.31%	1.38	0.61
2005年	31.79%	1.63	0.67
2004年	47.04%	1.74	0.67
2003年	18.59%	1.27	0.23
2002年	4.13%	0.13	0.01

数据来源:长江电力2004~2007年年报

债融资一方面能相对提高公司的股权集中度和管理者持股比例,增加大股东的监督力度和管理者与股东利益的一致性;另一方面能使债权人特别是大债权人更好地发挥对大股东、管理层的监督和约束作用。当股权过于集中时,大股东会利用手中的控制权通过董事会中的绝对多数来直接控制经营者。此时,经营者为了保住自己的职位,往往会迎合大股东一起来侵占债权人、其他股东(尤其是小股东)的利

益。大股东的股权集中优势越明显,这种可能性就越大,此时外部融资的困难将会加大。因为当债权人和其他中小股东事先预料到大股东这种利益侵占行为时,要么就拒绝融资,要么就要求提高投资收益。从公司治理的角度看,如果外部负债融资不能到位,这种负债的监督和约束功能将无从发挥,从而影响公司治理效率。■

(作者单位:北京交通大学经管学院)

责任编辑 刘莹