

上市保险企业的融资方式与治理结构分析

胡克松¹, 臧 萌²

(1. 莱阳市金融工作办公室, 山东 莱阳 265200; 2. 青岛农业大学 经济管理学院, 山东 青岛 266109)

摘要: 公司的融资方式决定了公司的资本构成, 并对公司治理结构产生重要影响。文章从融资方式与公司治理结构的相关理论入手, 用案例分析方法对我国上市保险企业的融资方式和治理结构进行分析, 进而提出以下建议: 增加内源融资和债券融资的比例, 优化外部监督环境和内部监督机制。

关键词: 上市保险企业; 融资方式; 治理结构; 股权结构; 债权结构

中图分类号: F840.4 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 - 0098(2017)03 - 0036 - 05

前 言

融资方式和治理结构是公司发展面临的两个重要问题。国外对于融资方式和治理结构的研究始于20世纪50年代, 莫迪利亚尼和米勒(1958)提出MM理论, 认为公司融资结构的选择与公司的价值没有关系。此后经过不断发展, 又有代理成本理论、权衡理论、信息不对称理论、激励理论、控制权理论等研究成果, 普遍的结论是: 融资方式的选择能使控制权在债权人和股权人之间优化配置, 这种优化配置在一定情况下能使公司价值达到最大化。国内的相关研究相对较晚, 国有企业改革后, 很多经济学家开始借鉴国外相关理论对我国上市公司融资方式选择和治理结构问题展开研究(陈春霞, 2006; 杨娅婕, 2011; 刘宇会、孟鹏飞、于善波等, 2015)^[1, 2, 3]。

我国上市保险企业的融资方式以股权融资为主, 而且股权相对分散, 具有一定规模和专业素养的机构投资者较少, 使得股东、董事会、监事会等没有各司其职, 因此需要调整公司的融资结构, 促进企业债券和机构投资者的发展, 增大债券融资的比例, 通过公司内部各机构的有效监督和外部债权人的约束, 使保险企业在长期发展上进入良性循环。

一、融资方式与公司治理结构关系的理论分析

企业融资方式分为内源性融资和外源性融资。内源性融资有留存收益或折旧等方式。外源性融资又有直接和间接两种方式, 间接方式是通过商业银行为主的金融机构进行的债务性融资; 直接方式中的股权融资属于权益性融资, 债权融资属于债务性融资。

企业的治理结构也称法人治理结构, 代表股东、董事会、管理层组建的相互制衡的组织结构。现代公司治理将所有权归属于公司股东, 经营权则由管理者掌控。公司的治理结构决定了控制权的分配与利益的制衡, 决定了公司处理问题和进行决策的程序, 目的是达到公司治理效益最大化, 进而实现股东或者整体利益的最大化。所以说, 公司治理结构不仅仅是所有者和管理者之间的利益平衡, 还包括公司各利益相关者以及相关法律制度等方面的协调安排。

融资方式和治理结构之间的关系是相互作用相互影响的。不同的融资方式决定了企业的资本构成不

收稿日期: 2017 - 02 - 13

作者简介: 胡克松(1966 -), 男, 山东莱阳人, 学士, 经济师, 研究方向为地方金融监管、企业融资;

臧 萌(1980 -), 女, 山东莱阳人, 博士, 讲师, 研究方向为农村金融。

同,而因为资本构成不同,尤其是债务性融资和权益性融资在所有融得资金中所占比重不同,会使公司治理结构有所区别,使得公司面临的风险有所不同。反过来,治理结构也会影响企业融资方式的选择,企业最终采取债务性融资还是权益性融资、或者各种融资方式的最终占比是多少,其实是各利益相关者尤其是所有者和管理者之间进行协调和博弈的结果。

(一) 融资方式对公司治理结构的影响

从企业长远发展角度看,融资方式的不同决定了公司不同的所有权归属,进而形成不同的委托代理关系,会使资金提供者对公司的控制方式不同。

1. 股权融资对公司治理结构的影响

采取股权融资方式,股东可以对企业各事项有决策的权力,便可以对管理者提出经营发展的要求。股权较为集中通过内部控制的方式,而股权较为分散时则通过外部控制的方式。

(1) 集中型股权融资对公司治理结构的影响。集中型股权融资结构会使大股东通过内部控制的方式对治理结构产生影响。大股东通过投票决定董事会的成员,再由董事会任命高级管理人员,企业的生产经营等日常事务由高级管理人员进行管理。因此,董事会的权力就代表着股东们的权力,股东通过董事会控制决定高级管理人员的任免,大股东和管理人员很容易通过合谋实现内部人控制整个企业。

内部控制的实施效果由以下因素构成:第一,股权若是更集中,内部控制会更有效。对于股东来说,有效的监督是需要付出一定的资金和精力的,小股东获得的利润不足以支付这些费用,所以股权分散的情况下小股东会放弃监控权,这样会造成企业内部失去实际控制者;第二,股东的性质。大股东是银行等机构投资者,取得企业各项信息比较便利,对企业关键状况和财务信息了如指掌,企业很难隐瞒,相比个体股东来说,机构投资者可以充分利用资源进行监控,因此股东是否为大一点的机构也决定了内部控制的效果;第三,股东投票权限大小。国家法律法规的差异,股东的投票权限大小也有所不同,这也会对内部控制的效果产生影响。

(2) 分散型股权融资对公司治理结构的影响。分散型股权意味着在企业里没有占绝对优势的控股人,股权的分散使得股东无法通过内部控制的方式发挥效用,当企业经营不善时,股东只能通过“用脚投票”的方式选择退出,这时管理层面临来自外界的压力,如果处理不当则企业有落入其他经济主体的危险,这属于外部控制。在英美等发达国家,资本市场比较发达,法律法规较为规范完善,通常采用外部控制的方式。

2. 债权融资对公司治理结构的影响

向银行贷款或发行企业债券是比较常见的债权融资方式。债权融资方式中,债权人对公司的控制权是间接的,不像股权融资可以直接对管理者施加压力。只要公司能够遵守规定偿还债务和利息,债权人不会直接介入公司决策,只有当公司没有守约偿还债务时,债权人才可能强行介入通过各种方式以维护自身的利益。因此,债权融资中还本付息的压力可以有效地避免管理层为了自己获利损害股东权益,减少了代理成本,避免了道德风险。

(二) 公司治理结构对融资方式的影响

企业融资方式的选择实际上反映了企业内部各主体之间利益的协调和博弈。

1. 股权集中度对融资方式的影响

随着股权集中度由集中向分散逐渐递减,企业的内部权力结构也发生变化。当公司权力非常集中,企业全权掌握在大股东手中,大股东不希望自身和管理层受到外部债权人的控制,同时公司投资的风险也大多由该大股东承担,所以该股东在融资和经营时首先考虑的是投资风险相对较小的股权融资方式,虽然这种方式会稀释股权但总体来说大股东的控股地位不会改变。

当公司股权分散时,公司的各个股东都不足以掌控公司,高层管理者一般是公司的最终控制者,管理层也不愿受外部债权人的控制,而且债权融资必须要定期还本付息,所以管理层会倾向没有还本付息压力的“廉价的”股权融资。

若企业股权集中程度不是特别高,没有一个集中掌控者,但也不是特别分散,股权掌握在数个股东手中,他们相互制衡并且需要更完善的监督来平衡相互之间的利益,这种情况下企业更可能选择债权融资方式,引

入外部债权人限制企业的各项活动。

2. 董事会对融资方式的影响

通常在企业内部各方权力关系中,董事会代表着股东的意志,董事会的规模可能在一定程度上左右融资方式。若董事会规模较大,意味着有更多的利益主体在董事会中发挥作用,使公司的每一个决策都要经过更多的平衡和商讨,股权融资会使股权被稀释,各董事也难在具体问题上达成一致,这无疑会使融资的成本费用增加,所以董事会有一定规模的企业更倾向采用债务性筹资方式,董事会规模相对不大的企业更可能采用股权筹资方式。

3. 高管持股对融资方式的影响

管理者持有股份和融资没有确定的关联性。高管持股使得管理者站在股东的立场考虑问题,随着管理者持有的股权比重提升,管理者会自然采取低风险经营,因此可能会规避债务性融资所带来破产清算的风险,降低公司整体的债务比例。与此相对,管理者持股越多,由于责任不是无限的,也会有投机心理选择风险收益都高的活动,提高债务融资的比例。综合来说,高管持股对于融资方式的选择是从多方面共同作用的,结合公司治理结构的其他因素对融资方式产生影响。

二、上市保险企业融资方式与治理结构分析

(一) 上市保险企业融资方式和治理结构的特点

由于商业银行的信贷配给政策以及企业债券市场发展的滞后,企业债务性融资的渠道在我国并不通畅。我国上市保险企业作为不同于工商企业的金融企业,债务性融资比例比一般上市公司要高,但是从其巨额的股权融资数值来看,其外源性融资渠道还是偏好股权融资这种权益性融资方式,而且股权结构往往较为分散。以P集团为例,P集团是一家典型的以保险业务为核心的股份制金融服务企业,分析该集团2016年9月30日十大股东的持股情况,除去某有限公司代其客户共持有32.09%的H股股份,最大持股股东的股份仅为10%左右。该公司不存在控股股东,也不存在实际控制人,股权结构较为分散。

1. 股东权益比率

股东权益比率也叫净资产比率,是股东权益占资产总额的百分比。股东权益比率和资产负债比率之和是1,因此两者的大小是反方向变动的,股东权益比率若是增大,企业财务风险就会降低,但是股东权益比率也不宜过大,过大意味着企业没有让筹资杠杆发挥效用,当然,股东权益比率也不宜过小,否则表明企业债务压力大,抵御外部冲击的能力较弱。P集团股东权益比率从2013年12月31日的7.13%、2014年12月31日的8.83%、2015年12月31日的8.68%到2016年9月30日的9.07%,虽中间稍有波动,但基本呈稳步增长。概括来说,该企业的股东权益比率较小,企业资产负债多,虽然财务杠杆能够为企业带来收益,但是公司也更容易发生投资风险。

2. 资产负债率

资产负债率是期末负债总额比上资产总额的数值。资产负债率可以看出债务性融资比例大小,资产负债率越高投资借贷者的权益越能得到保障。资产负债率可以从总体上体现出公司的债务情况。根据国外相关理论,通过举债拓展运营是公司质量优良的依据(罗斯,1977;利兰和派尔,1977)^[4],体现了其运用财务杠杆的能力。P集团的资产负债率从2013年至今一直处于90%以上的水平,虽有波动但整体呈小幅下降趋势,2013年12月31日为92.87%、2014年12月31日为91.17%、2015年12月31日为91.32%、2016年9月30日为90.93%。总体看来,P集团的资产负债率非常高,说明债务性融资在公司全部资本中份额较大。但是,过高的资产负债率会使得企业抵御外部风险的能力降低。

3. 长期负债比率

长期负债比率代表长期负债所占总资产的比例大小,长期负债率越低,公司负债转化为资本程度越低,长远来看还付本金压力小;与此相对,便说明公司将会转化为资本的负债多,长期则需偿还较多债务。长期负债比率应该在20%以下,否则长期债务压力大,会影响公司的长远发展。P集团的长期负债比率一直在1%以下,总体是非常低的比率,说明公司长期负债少,负债能转化为资本也少,基本不存在长期偿债压力。

我国上市保险企业的治理结构基本都是由股东、董事会、监事会和管理层等构成,对P集团而言,没有拥有绝对控股权的大股东,股权结构比较分散,股东权益比率长期低于10%,公司主要通过举债经营,资产负债率高,公司董事会规模比较大,有二十几人,监事会中的结构也比较完善,并且存在高管持股的情况,有四位高管持有公司的股份。

(二) 上市保险企业融资方式对治理结构的影响分析

上市公司在投融资方面的各种动作一直是国内外重点关注的问题。上市保险企业的融资方式和融资结构也影响了其治理结构的效率。

1. 股权融资与债权融资的比例对监督机制的影响

根据优序融资理论^[5],国外企业依据以下次序进行融资方式选择:首先是内源性融资,然后依次是无风险负债、有良好担保的较低风险负债和无担保负债等债务性融资方式,最后才是股权融资方式。然而,我国一般的上市企业都将股权融资作为首选的融资方式,如在2014年有59.6%的上市公司资产负债率低于50%,这种情况下企业缺乏来自债权人的偿债压力,使得管理者得不到有效的激励和监督。上市保险企业作为金融企业,债务性融资比率比非金融行业上市公司高,但以P集团为例,其资产负债率较高同时长期负债率又非常低,表明公司主要以债务性融资的方式筹集资金,其中又以流动负债为主,这种状况应该与其主营业务类型有关,公司的资金一直在企业内外快速流动,虽然举债经营可以使企业更有生机活力,获取更大的财务杠杆收益,但也会导致公司的经营风险上升,若出现经营不善的情况,公司抵御风险的能力会非常低。

2. 股权分散导致内部人控制问题

公司治理结构主要有两种模式:英美的外部人控制模式和日德的内部人控制模式。外部人控制模式属于市场导向型的治理模式,资金来源于广大股东,股权分散且流动性强,当企业盈利收入状况良好稳定,手中有股票的广大股东支持管理者决策同时增加持股份额;若公司的盈利状况没有达到股东预期,股东不支持公司管理层的决策,会卖出所持有的股票份额,股价下跌的同时公司面临资本市场上被“敌意收购”的压力。而内部人控制模式中,资金可能只集中在数个人手中,通过这种方式治理的企业,股权非常不分散的,如日本的金融机构在上市公司的股票总额中持股比例近50%,掌握了企业的控股权,而且这种银行掌握控股权的融资方式可以实现“相机性控制”,即银行在企业经营正常时不加干预,算是内部人控制,而在企业经营不佳时将控制权转向主银行,实现外部人控制。

我国上市保险企业股权结构往往较为分散,不存在绝对控股的大股东,一般是市场导向的。在这种股权分散的情况下,高管层除了承担来自债权人的压力之外,也受到金融市场的约束,经营状况的好坏都会即刻影响广大分散股东的投资决策,股票走势与其短期经营状况有很强的相关性。公司股权较为分散,没有大股东对公司有绝对主导权,也没有机构投资者的专业素质,在我国证券市场上的广大股东更多的是为了从股票价格波动中获得收益,“博傻”现象严重,股民不会关注公司经营状况,每个人都希望其他股东能成为更高价格上的接盘手。股民这种心理以及债务性融资比例不高导致的债权人缺位会使公司最终控制权落入高管层手中,在企业经营决策时经营者有权力选择让自己得利,而有可能忽视这些决策对企业发展是否有利。

三、完善上市保险企业融资方式与治理结构的措施建议

(一) 增加内源融资和债券融资的比例

近年来我国越来越多企业会通过上市的方式为企业筹得资金,也有许多已经颇具规模的企业通过配股、增发新股的方式进行再融资,上市保险企业作为金融企业,虽然债务性融资比例高于一般的上市公司,但也显现出对股权融资的偏好。2008年P集团就在A股市场再融资1600亿元,当时的股票市场情况比较低迷,而这一巨额融资举动造成深沪股市受到巨大打击。

虽然股权融资会在短期内花费少量资金就获得快速的资本扩张,但从公司的长远发展来看,适度增加债券融资的比例,既可以使公司的融资方式更加多元化,也可以通过债权人对公司的经营决策有更好的监督作用。为此,相关机构应该放松目前债券融资的苛刻门槛,鼓励上市公司进行发行债券,以便吸引更多企业进行债券融资。

除此之外,内源融资毫无疑问是最有利企业的融资方式,资金从企业内部转而投资,这种渠道直接方便,筹资成本消耗最小,采用自有资金的方式,利用投资者自身投入所得收益,企业的抗风险能力强,自有资金的利用率高,长期来说公司各方面都能良性循环。

(二) 优化外部监督环境和内部监督机制

股权分散的情况下,大部分资金来源于广大群众,市场的情况对公司有很重要的影响。在西方发达国家,公司的治理基本上是市场导向型,资本市场发展成熟,法律法规完善,公司的股权分散在大量小股东手中,若是公司经营决策失败导致亏损,会失去投资者的信任,股票将会被大量抛售,股价下跌,公司面临被收购兼并的危险,公司的控制权和管理层的地位被更有实力的经济主体取代,这会给上市公司产生约束和压力。可是我国资本市场不发达,信息披露不及时,企业财务状况不透明,依靠外部资本市场很难对公司的决策和发展起到有效作用。因此,必须优化外部监督环境,使经理受到适当的监督和勉励,只有认真负责为企业谋得利益才会得到董事会和行业内的认同,有继续上升发展的空间。这不是上市保险企业自己能够解决的问题,需要国家相关法律法规的出台和完善、整个资本市场环境的改善作支撑。

内部监督机制方面,上市保险企业的股东大会、董事会、监事会和管理层没能发挥相互制衡的作用。首先,股东大会参会人数较少,分散的股东基本没有存在感;其次,公司的董事会形同虚设,基本是管理层掌握实权;然后,大多数上市保险企业监事会从属于董事会或高管层管理,这种上下级关系自然导致监事会不能发挥其监督作用;最后,上市保险企业的高管职位往往不是从外部招募,而是从公司里选适合的人出任,和股东以及董事之间的关系密不可分,不需要讨好或顺从外界分散的股东,影响了企业的经营效率。所以,必须从对高管层的权力制衡入手,优化内部监督机制,完善公司治理结构,使高管层从企业长远发展角度提高企业经营效率。

参考文献:

- [1]陈春霞. 企业融资方式选择的治理结构效应[J]. 金融与经济 2006(6): 58-59.
- [2]杨娅婕. 浅析公司治理结构对我国上市公司融资方式选择的影响[J]. 江苏商论 2011(1): 93-94.
- [3]刘宇会,孟鹏飞,于善波等. 我国上市公司治理结构与融资方式问题研究[J]. 新经济 2015(14): 15-16.
- [4][美]阿诺·德·瑟维吉尼(Arnaud de Servigny) 奥利维尔·雷劳特(Olivier Renault). 信用风险度量与管理[M]. 北京:机械工业出版社 2012.
- [5]刘伟. 基于优序融资理论的我国上市企业资本结构分析[J]. 中小企业管理与科技 2011(25): 82-83.

Analysis on the Financial Mode and Governance Structure of Listed Insurance Companies

HU Kesong¹, ZANG Meng²

(1. Financial Office in Laiyang City, Laiyang, Shandong 265200, China;

2. School of Economics and Management, Qingdao Agricultural University, Qingdao, Shandong 266109, China)

Abstract: Different financing mode decides different capital structure and it has important influence on corporate governance structure. Based on the theories of financing mode and corporate governance structure, by using the case analysis method, this paper analyses listed insurance companies' financing mode and corporate governance structure; and put forward the following suggestions: increase the proportion of endogenous financing and bond financing, and optimize external supervision environment and internal supervision mechanism.

Key words: listed insurance company; financing mode; governance structure; ownership structure; liability structure

(责任编辑:沈 五)