

现代企业理论、利益相关者理论与资本结构理论的演进

何卫红

(南京邮电大学经济与管理学院 南京 210024)

【摘要】 企业理论是公司理财理论建立的基础。本文以企业的发展为线索,对现代企业理论、利益相关者理论、资本结构理论的演进进行梳理,为相关研究提供借鉴。

【关键词】 现代企业理论 资本结构理论 利益相关者理论 人力资本

随着知识经济时代的到来和新型企业的出现,企业的性质发生了很大变化,公司理财的每一步新发展都受到企业理论发展的制约,公司理财和企业理论之间的密切关系已不容忽视。本文将企业的发展为线索,对现代企业理论、利益相关者理论、资本结构理论的演进进行梳理,以对相关研究提供借鉴。

一、现代企业理论及资本结构理论

到了20世纪二三十年代,在西方主要发达国家中由支薪经理所管理的大企业逐渐成为国民经济主要行业的主导力量,从而取代了传统的家族小企业而成为管理生产和分配的组织形式。在这种经济体中,大量原本在高度专业化的市场内由价格机制指导完成的交易现在已经被企业内部化,这使得企业的内部关系变得相当复杂,而且它们对整个社会经济生活的影响力也越来越大。美国的两位学者伯利和米恩斯考察了当时美国的200家最大的非金融类企业的实际运作情况,发现那些股权高度分散化的企业往往被那些仅仅拥有少数股权甚至根本没有股权的内部经理所控制,他们将这种现象概括为“所有权和控制权的分离”。这正是现代企业的特征之一。经理管理型企业逐渐取代了资本家与经营者合而为一的古典企业形式,并逐渐成为社会经济的主流。

科斯把企业理解为不同于标准的市场交易的契约的集合,从而开创了契约理论的先河。自此之后,企业理论研究蓬勃发展,产生了诸多有代表性的学说和人物。在契约理论的框架下,后人的工作沿着两条线索发展。一条线索是由阿尔钦和德姆塞茨、詹森和梅克林、罗斯、莫里斯、霍尔姆斯特朗、张五常、格罗斯曼和哈特等所发展起来的委托代理理论,其核心是设计出一套有效的机制来激励代理人“说真话”和“不偷懒”。由于这个机制将所有可预见到的或然事件都涵盖其中,因此也被称为完全契约理论。另一条线索是在否定当事人完全理性和完全契约的假设下发展起来的,代表人物包括奥利弗·威廉姆森和奥利弗·哈特等,其核心是坚持交易费用和契约不完全性的存在。但是,在这个方向上由于研究重点和切入点的不同,又可以分为两个分支:一是以威廉姆森、克莱因等为代表

的交易费用经济学理论,认为企业的边界由交易费用决定,强调对专用性投资的事后保护;二是由格罗斯曼和哈特等开创,认为企业的边界由产权决定,并且创新地使用剩余控制权来定义所有权,主要考察在特定交易费用导致的契约不完全的情形下如何确保当事人的事前投资激励问题,因此称为产权理论或新产权学派。

与之相对应,随着资本市场的兴起和发展,大量的数据变得更加公开,资本结构理论也得到了空前的发展。资本结构理论从最初的只是简单的筹集资金的方式演变成为减少代理成本、加强公司治理的工具,资本结构理论也在委托代理理论、不完全契约理论、交易费用经济学理论等的框架下得到了长足的发展,产生了基于委托代理理论、不完全契约理论、资产专用性理论、不对称信息理论等多种现代资本结构理论,有力地解释了许多财务现象。研究主要聚焦在如何设计不同的融资证券形式来降低股东和经营者之间的代理成本、保证股东利益最大化、减少专用性投资被套牢的风险等方面。大量的实证研究表明,在上述资本结构理论框架下,企业规模、资产的抵押价值、非债务税盾、成长机会和收入波动性等是影响传统制造企业资本结构的重要因素。一直到现在,在我国学者对国内企业的实证研究中,依然发现这些理论的强大生命力和对现实经济现象的解释力。此时的资本结构理论以股东为最重要的利益相关者,尽管研究范畴涉及了经营者、债权人,但是债务是作为降低股东和经营者之间的代理成本的工具,对经营者筹资行为的研究也是基于要最大化股东利益的角度而展开,即便是探讨给经营者以股票期权,其出发点也是为了减少道德风险,使得经营者的目标函数尽可能和股东利益相一致。

二、新经济环境下的企业特征

1. 新型企业不断诞生。从20世纪80年代开始,经济自由化思想重新成为世界主流。各国纷纷放松管制,降低各种税率,大力推行各种鼓励创业的措施,从而普遍降低了创业的国家政策性成本。创业的浪潮席卷国民经济的各个行业,科学技术也取得了前所未有的进步,这使得规模经济所要求的最小经济规模大大缩减。在这些行业中,竞争的加剧使得大量老企

业被淘汰的同时又不断有新的企业进入。在经济日益全球化的时代,许多企业重新走上了专业化生产的道路,为新企业的产生和生存腾出了空间。诱发大量新兴中小型企业不断产生的动力来自于需求的个性化和多样化,而且这种个性化的需求还在不断地增加和变化,形成了著名的“长尾效应”。这些需求的规模相对有限,一般不适合大规模生产,这就从本质上给大量的新兴中小型企业留下了生存和发展的空间。20世纪80年代以来,资本市场变得相当发达,大量新型的金融工具、融资机构被创造出来,特别是风险投资机构和风险投资家获得了空前的发展,这使得新兴企业的融资比以前任何时候都要容易得多。

2. 知识型企业竞争力日益增强。知识经济时代,企业的资源重心开始发生转移。新经济形势下的企业具有以下特征:①资本市场的改善使融资更加方便,通讯的发达大大削弱了分销渠道的重要性,这一切都有助于进入壁垒的减少和新公司的产生。②世界范围内的激烈竞争使得对革新和质量改善的需求加剧,从而导致人力资本的重要性提高。同时,公司对人力资本的控制却减弱了。主要原因是:融资渠道畅通增加了雇员的外在选择(如另立门户);贸易的开放格局使得人力资本对当前雇主的专用性减弱。在这种公司中,企业边界是不清晰的,并且会随着资本结构和治理结构的改变而改变。对这些公司的管理和运作迫切要求我们重新审视现有的企业理论和建立在此基础上的资本结构理论。

3. 企业社会责任和利益相关者利益得到关注。20世纪70年代全球开始关注企业的社会责任,过去那种认为企业只是生产产品和劳务工具的传统观点受到了普遍的批评,人们开始意识到企业不仅要承担经济责任,而且要承担法律、环境保护、道德和慈善等方面的社会责任。而这一思想和利益相关者理论的要求不谋而合,即企业在进行获利活动的同时,应关注社会公众、社区、自然环境等其他利益相关者的利益。

20世纪80年代以前,学术界和实务界普遍认为,股东是企业的所有者。20世纪80年代中期以后,对于谁是企业的所有者,答案出现了分歧。一种观点认为,股东是企业的所有者,企业的财产是由他们投入的实物资本形成的,他们承担了企业的剩余风险,理所当然应该成为企业剩余索取权和控制权的享有者,这就是股东中心论。另一种观点认为,企业应该是利益相关者的企业,包括股东在内的所有利益相关者都对企业的生存和发展注入了一定的专用性投资,同时也分担了企业的一定经营风险,或是为企业的经营活动付出了代价,因此都应该拥有企业的所有权,这就是利益相关者理论。

三、利益相关者视角下的企业理论

首先,基于契约理论,利益相关者理论认为,企业是所有相关利益方之间的一系列多边契约,相关利益方即是契约的主体,可以是管理者、雇员、客户、供应商等多种主体。契约参与者都向公司提供了特殊资源,当然应当享有平等谈判的权利,这样才能确保契约多方主体的利益受到保护。由于科斯对企业契约化的解释有极强的包容性,当企业的缔约者被扩展到股东之外的公司员工、供应商、客户及社区等主体时,企业

的本质则发生了质的变化,即企业已不完全是股东的了。

其次,关于企业到底应该由谁拥有的问题,利益相关者理论的支持者认为,公司本质上是一种受多种因素影响的企业实体,而不应该是由股东主导的企业组织制度;同时要考虑到债权人、管理者和员工等许多为公司做出贡献的特殊资源的参与者,股东并不是唯一的所有者。公司的出资不仅来自股东,而且来自公司员工、供应商、债权人和客户,这些主体提供的不是物质资本,而是一种特殊的人力资本。

最后,基于资产专用性理论,利益相关者理论认为,企业的本质是“一个难以被市场复制的专用性投资的网络”,而且是“围绕关键性资源而生成的专用性投资的网络”,企业存在的意义就在于能够通过这些专用性投资而产生某种租金或组织盈余,并且作为某种增长机会集而持续发展。因为利益相关者也都投入了专用性资产,也应当享有至少是与股东分享公司所有权。而且由于存在着相对发达的资本市场,股东可以通过资本市场兑现其被“锁定”的资产,从而可以降低资产的风险。其他利益相关者资产被“锁定”的状态则难以打破,此种套牢状态使其利益的保障只能依赖于公司的运行状况。布莱尔指出,在技术密集型企业或定向服务企业中,那些技艺只能专用于本公司的职工将不可避免地要承担部分与企业相连的风险。因此,职工将可能像股东一样拥有极强的动机来监督公司资源的有效使用,甚至比那些“遥远和匿名的股东”所起的作用更大。

从理论上来看,利益相关者理论将其企业理论建立在契约理论、专用性投资理论基础上。总而言之,在利益相关者理论中,企业是多边契约的连接体,签订契约的主体除了企业的所有者(股东)、经理人员、员工以外,还包括影响到企业生存和发展或受到企业生存和发展影响的个体和群体,如政府、供应商、分销商、债权人、顾客、社区等。签约主体都向企业投入了一定的专用性投资。

毋庸讳言,企业利益相关者理论尚处于发展时期,迄今仍不是一个有着合理理论基础、表述一致的理论体系,与“股东利益至上”的企业理论相比,仍然是相当不成熟的。但是,这并不妨碍我们以此为新的视角进行资本结构理论的研究。

四、新经济时代资本结构理论的发展

对于新型的知识型企业而言,企业的融资结构出现了一些现代资本结构理论所难以解释的新现象。典型的知识型企业(如微软、英特尔、思科等)一般都偏好于股权融资,并经常性地持有大量的现金储备,即使在流动性尚好时企业也很少进行债务融资。

杨运杰、谢瑞巧选取了在美国上市的13个行业52家知识型企业2001~2004年的数据,实证检验了知识型企业资本结构的决定因素。研究表明,知识型企业的资本结构主要取决于智力资本、盈利能力和无形资产等因素,企业规模、资产的抵押价值、非债务税盾、成长机会和收入波动性等这些影响传统工业制造企业资本结构的重要因素对知识型企业不具有显著影响,这意味着现代资本结构的权衡理论、委托代理理论和信息不对称理论不能用于解释知识型企业的资本结构。

从金融危机看国际会计准则缺陷

李春燕

(首都经济贸易大学会计学院 北京 100007)

【摘要】 本文分析了国际会计准则存在的缺陷,并从金融监管环境角度分析了如何灵活驾驭国际会计准则及应对全球金融危机。

【关键词】 公允价值 国际会计准则 金融危机

许多观点将国际金融危机归咎于衍生金融工具创新风险和金融监管滞后,本文从国际会计和审计角度探讨这次金融危机爆发的根源。与金融学科相比,会计学科尽管没有更多的前瞻性,但也具备足够的可追溯性。正是会计学科的这一特征,我们才能不断从会计知识中总结经验教训。

一、国际会计准则因公允价值计量所导致的估值偏好上的效应而存在的缺陷

从公允价值获取途径分析,它具有“市场客观性”和“主观判断性”双重属性。这种双重属性和两个标准的最大问题就是容易导致估值偏好主观上的正面和负面效应。实际上,这种估

杨其静从全新的角度提出了“企业家的企业”的观点,并在此基础上构造了企业家融资的最优模型。他认为企业并不是天然物,而是企业家为了对自己特殊的人力资本进行间接定价而创造的一种特殊组织,企业家及其创业活动才是企业及其各种契约关系产生及发展的天然起点。运用不完全契约理论,笔者构建了一个企业家的融资契约模型,并证明权益类资本而不是银行借款才是企业家首先所需要的。

笔者认为,在新经济时代以及新型企业不断出现的情况下,并不能完全否定原有的资本结构理论。未来的资本结构理论将在前人理论研究基础上,基于利益相关者视角,将企业视为所有利益相关者之间的不完全契约和专用性投资网络,考察利益相关者尤其是非财务利益相关者对企业资本结构决策的影响。特别要指出的是,利益相关者视角不仅适用于20世纪90年代以来的新型行业(如现代金融业、现代服务业、软件产业等),同样适用于传统产业,可以用关键利益相关者将这两种企业融合在一个分析框架中,即传统企业的关键利益相关者仍然是财务资本的提供者,而新型企业的关键利益相关者除了财务资本的提供者,还包括智力资本的提供者,如人力资本、组织资本和关系资本的提供者,是以企业关键人员为主并包括关键客户和供应商所形成的利益相关者群体。

综观传统资本结构理论发展的历史,财务资本结构经历了从单纯的融资手段到权力配置及企业控制的演变过程,我们可以预测,基于利益相关者理论,新的资本结构理论也将沿

值偏好也正是金融工具本身所具有的“助推效应”。市场条件越好,证券及资产价值越容易被高估,相反,市场条件越恶劣,证券和资产价值越容易被低估。

国际会计准则因公允价值计量所导致的估值偏好上的效应而存在着以下几种缺陷:

1. 国际金融的动荡使金融机构资产和负债的公允价值严重丧失了会计的一贯性。任何一个资本市场都会出现市场有效和市场失灵两种情况,但是当市值高涨时,因为交易价格偏高,也就容易导致相关产品价值的高估,相反当市场低迷时又会导致相关产品价值的低估。同时也表现出在市场交易不

着一条渐进的发展轨迹前进,即从完全不考虑非财务利益相关者的影响,到考虑非财务利益相关者对财务资本结构的影响,最后必将发展成为融合财务资本与非财务资本的更广义的多元资本结构体系。

【注】 本文受江苏省教育厅青蓝工程、江苏省教育厅哲学社会科学基金项目(项目编号:07SJD630059)资助。

主要参考文献

1. 曼昆著.梁小民译.经济学原理.北京:北京大学出版社,2002
2. Alfred Chandler.The Visible Hand.MA:Harvard University Press,1977
3. Ross,Stephen.The determinants of financial structure: the incentive signaling approach.Bell Journal of Economics,1977;8
4. J.Mirrlees.The Optimal Structure of Authority and Incentives within an Organization.Bell Journal of Economics,1976;7
5. Steven N.S.Cheung.The Contractual nature of the Firm.Law and Economic,1983;26
6. 陆正飞,辛宇.上市公司资本结构主要影响因素之实证研究.会计研究,1998;8
7. 洪锡熙,沈艺峰.我国上市公司资本结构影响因素实证分析.厦门大学学报,2000;3