

# 公司治理效率：基于资本结构与资本市场的分析

宋小保(博士)

(汕头大学商学院 广东汕头 515063)

**【摘要】** 完善的公司治理机制是现代企业制度的重要特征,本文以委托代理理论、公司控制权理论以及企业融资理论为基础,分析了资本结构、资本市场与公司治理之间的互动关系及其对公司治理效率的影响。研究认为,公司治理效率的提高受到资本结构和资本市场的共同影响,二者的互动强度也影响着公司治理的效率。同时,三者之间相互促进、相互影响的关系也体现了公司治理的系统性和结构性。

**【关键词】** 公司治理 资本结构 资本市场

自公司形式出现之后,围绕公司的作用 and 责任的讨论一直持续至今。目前比较一致的看法是,公司的活动需要考虑公司所有相关者的利益。既然公司治理的最终目标是实现公司利益相关者的利益最大化,那么就必须充分认识到资本结构、资本市场对完善公司治理模式的作用。本文拟从公司治理、资本结构和资本市场三个方面入手,探讨其内在的相互影响机制,为提高我国的公司治理水平提供理论依据。

## 一、资本结构与公司治理的互动关系

Jensen(1986)认为,企业一定程度的债务融资可以减少管理层的代理成本,提高公司治理效率。作为债务融资的微观反映,资本结构也在一定程度上起到了约束管理层的作用,因此我们首先分析资本结构与公司治理的互动关系。

1. 资本结构安排和银企关系在很大程度上决定了企业治理模式的选择。以外部治理为主、内部治理为辅的英美公司治理模式一般对应着较低的负债率;而以内部治理为主、外部治理为辅的德日公司治理模式则一般对应着较高的负债率。但是,仅仅从负债率的高低还不能推导出公司治理模式的必然选择,公司治理模式的选择还会受到特定的法律制度、股权分散程度、社会意识形态、历史传统等方面的影响。例如,以外部治理为主的英美公司治理模式形成的主要原因在于资本市场的高度发达,从而导致股权的极度分散,也使得通过股票市场、经理人市场、产品市场对经理人进行激励约束成为可能。

2. 根据代理成本理论,不同的资本结构对应着不同的代理成本。一定程度的负债能够促使经营者多努力工作,少个人享受,并且做出更恰当的投资决策,从而降低两权分离所产生的代理成本。这可以从以下两个方面加以分析:①资本结构中适当的负债率可作为一种担保机制,使股东认为经理会恰当地使用资金,做出更优的投资决策,为企业价值最大化服务。同时,较高的负债水平有利于投资者做出清算决定,因为它使企业丧失赔偿能力的可能性增大。在没有丧失赔偿能力的情况下,即使将资产用于另一用途会产生更大的收益,经理也不会将企业停产清算。②企业负债一般都有一定的限制条

件,如对流动资产规模、资本性支出的规模、款项的用途等的要求,这就使得投资者具有法律上的权利,强制管理者提供有关企业各方面的信息。股东能根据这些信息,做出是继续经营还是破产清算的决定,从而降低无效经营所带来的代理成本的上升。

3. 资本结构的安排及债券的种类对企业控制权的转移会产生影响。企业的所有权和由此派生的控制权是状态依存的。股东是正常状态下的所有者,即控制权的拥有者。令  $X$  为企业总收入,  $W$  为应该支付给职工的工资,  $R$  为对债权人的合同支付(本金加利息),  $P$  为股东满意的利润,那么“状态依存”说的就是:当“ $X \geq W + R + P$ ”时,控制权掌握在经营者手中;当“ $W + R \leq X < W + R + P$ ”时,控制权掌握在股东手中;当“ $W \leq X < W + R$ ”时,控制权掌握在债权人手中;当“ $X < W$ ”时,控制权掌握在职工手中。由此可见,企业的控制权是可以转移的,但这种转移是建立在一定的融资结构基础之上的。发行债券是企业债务筹资的一个主要手段。债券有可转换公司债券、附认股权债券等不同的种类。这部分债权与股权的比例决定着股东能够在多大程度上行使控制权,当可转换公司债券转换为股票或债券持有人行使认股权时,原股东的权利将会被稀释,从而削弱原有股东的控制权。在我国目前的债转股改革中,有些不良债券和不可转换债券也转换为股票,这也将对原有企业的治理结构产生重要影响(陈共荣等,2003)。

4. 公司治理模式的选择影响公司资本结构的安排。Shleifer 和 Vishny(1986)认为,公司大股东有很强的动力监督经理人员以保护自身利益。而 Yafeh 等(2003)经实证研究发现,有大股东治理的公司,其广告费用、研发费用和管理人员休闲娱乐费用均有大幅度的下降,这些方面都会对公司的资本结构产生重要影响。机构投资者由于持股数量大、专业水准高,其对于公司管理层的监管比一般的股东更加有效率。Chenchu-ramaiah 等(1994)对机构投资者监督与公司资本结构、管理者持股之间的关系进行了实证研究,结果显示,公司债务比率、管理者持股数量与机构投资者持股比率成反比。另外,公司的

外部治理结构同样也会对公司的资本结构产生影响。负债对于企业经营者是一种“硬约束”，它对于企业经营者的不正当经营行为具有制约作用。公司债务对于企业管理层的约束作用来自于债权人，尤其是银行的监督和严格的债务条款。

5. 根据融资优序理论，不同的公司治理结构对公司融资模式、融资顺序会产生不同的影响，进而影响到资本结构。各种不同的制度是相互补充的，只有所有制度都在同一个国家经济系统中配合良好的情况下，其才会有效地发挥作用。由于制度本身具有路径依赖性及自我强化作用，所以制度的改变是一个学习的过程，进而导致了认知依赖和技术依赖。因此不同国家形成的不同公司治理模式和治理机制是很难在短期内改变的，或因改变的成本较高而无法改变。相应的，不同的公司治理模式就形成了不同的融资模式和不同的融资顺序，从而对资本市场产生相应的影响。

## 二、资本市场与公司治理的互动关系

1. 资本市场的信息传递功能会对公司治理产生重要的影响。在一个契约不确定及不完全的世界中，信息不完全及道德风险都可能导致非价值最大化投资行为的发生，而资本市场及相关制度通过信息创造和加强控制，可以减轻这种后果的程度。通过信息创造，资本市场可以通过股票价格信息来反映当前投资机会的盈利性，进而就可以影响公司经理的决策。另外，通过这种信息传递功能，那些业绩比较差的公司，其项目就很难融到资金，从而避免了资源的浪费，进而也提高了公司治理的效率。

当一个公司的治理效率低下时，众多的中小股东会采取“用脚投票”的方式来行使自己的控制权，从而可能导致证券市场中公司的股价下跌。另外，大股东也可以采取代理权竞争的方式解雇现有经理，或采取协议收购、并购的方式让更有管理能力的公司来接管公司，把公司的资源交给具有管理能力的人来管理。同时，当公司的股价降到一定程度时，投资银行家和战略投资家会发现这种无效率情况，他们会着手收购公司进行套利并获取利润。然后通过改组公司的董事会或者公司管理层来对公司的管理进行重新调整，从而改变企业管理低效率的情况。在完善的经理人市场上，被接管公司的经理不仅失去了高职位、高额的在职消费及其他非现金利益，而且很难再得到好的职位。

2. 融资模式对公司治理模式的影响。不同的融资方式对公司产生不同的影响，进而影响到公司的价值和治理模式。当公司通过资本市场进行债券融资时，债券融资可以大幅度降低公司的代理成本，因为在公司自由现金流量较多的情况下，经理的选择范围就比较大。而引入负债可以降低企业对外部股权融资的需要，相应地提高管理层的持股比例，使管理层与股东的目标函数更加一致，从而缓和股东与管理层之间的冲突。负债越多，管理层持股比例越高，这种缓和效应就越是突出。这个解释主要是从对管理层实施激励的角度做出的。另外，根据 Jensen 和 Meckling 的自由现金流理论，引入负债之后，可以加强对经理的约束，且这种约束是一种“硬约束”。这样可以减少经理的过度消费，减少不必要的支出，给经理施加

还本付息的强制性的压力，促使其尽心尽力经营企业，避免进行不恰当的投资。

现代企业通过从资本市场融资来获得自身发展的同时也促进了资本市场的发展，二者是相互促进、相互完善的。在一个具有完善的公司治理结构的社会中，必然也存在一个完善的资本市场。而且公司治理模式也决定了资本市场的发展状况及特征。

在有着健全的公司治理机制的经济环境中，资本市场将会健康发展，否则资本市场的发展将会受到阻碍甚至破坏。良好的公司治理机制可以促使公司良性发展，而我国目前的情况是扭曲的公司治理结构同时伴随着扭曲的资本市场。目前我国国有企业的代理环节过多，且仍然存在着一定程度上的行政干预现象，这些都导致了公司治理结构的不健全，不适应现代企业制度的要求。另外，我国的公司股权结构呈现畸形，导致控制权结构的不完善。其主要影响之一是造成了资本市场的非正常发展：流通股的比例太低，又进一步造成了交易量降低，从而影响公司证券价格。流通股过少意味着股权过于集中，不利于接受多元化的产权主体的监督控制。股东很难通过资本市场来对企业的管理层进行监督，造成内部人控制现象严重。

## 三、基于资本结构与资本市场互动关系分析的公司治理结构优化

1. 资本结构与资本市场的互动关系。现代经济已成为一个有机的相互关联、相互制约、相互促进的系统。任何一个制度的存在都不是孤立的，都会和一系列的制度相配套，它们共同促进了社会经济的发展进步。

(1) 基于公司治理模式的资本结构与资本市场。英美公司治理模式下的公司更多地依赖于资本市场的资本配置功能，把资本分配到最能有效利用它的公司中去。这种公司治理模式下，公司处理管理失败的途径是由资本市场提供的外部接管者介入，而银行却没有过多地介入，尽管企业也可能是其客户。但在以日本为代表的关系型公司治理模式下，公司的控制权市场可以认为非常低效或根本就不存在。当一个企业管理失败时，首先介入的是银行或其他金融机构。

同样，当公司资本结构确定之后，也会反过来对其所依赖的资本市场产生很大的影响。因为制度都存在一定的路径依赖性，改变任何现有的制度都会产生极高的成本。所以，资本市场在一定程度上要按照现有的公司治理模式来安排一系列的制度、法律以及文化等。

由于英美公司治理模式是对应于完善的资本市场的，资本市场通过自身的控制及冒险倾向对企业的创新系统产生重要的影响，所以它更适合于技术创新型的公司。高速发展的高新技术企业更多的是依赖于从资本市场融资，表现为较高的负债率。在这种资本市场中，企业和金融机构不存在固定的关系，所以必须依赖于资本市场，在更广泛的范围内获取其发展需要的资金。

(2) 融资偏好与资本市场。在以市场为基础的公司治理模式下，如果股权比较分散，且存在信息不对称，就可能产生内

# 论公允价值应用与会计职业判断



刘丽华 李月娥(教授)

(中国地质大学经济管理学院 武汉 430074)

**【摘要】** 公允价值作为会计计量属性被引入我国现行会计准则体系。本文拟从分析公允价值与会计职业判断的关系入手,研究现值技术在会计计量中的应用、分析会计职业判断在公允价值计量过程中的影响,并从我国会计职业判断的现状着手,给出了提高会计人员职业判断能力、促进公允价值合理应用的具体建议。

**【关键词】** 会计职业判断 公允价值 未来现金流量 折现率

现行会计准则体系下公允价值作为会计计量属性再次被引入我国会计实践,公允价值计量在我国的应用有了突破性的进展,成为了合理、合法的计量模式。考虑到我国目前市场经济的发达程度和要素市场的完备程度与发达国家尚有差距,有的资产和负债难以取得其公允价值,现行会计准则对公允价值的引入是谨慎的,其应用主要体现在投资性房地产、金融工具、非货币性交易、企业合并、债务重组等方面。

尽管我国在会计准则中对公允价值的引入采取了谨慎的态度,但是公允价值作为会计计量模式的未来总体发展方向

对我国会计职业行为的影响仍然将是非常巨大的。会计准则具有内在的局限性,它只是为会计工作提供了指导和方向,并没有也不可能囊括所有的经济事项,特别是对以前没有遇到过的经济事项更是只提供了一些会计原则和会计处理方法供会计人员选择。

公允价值在我国的应用还处于初级阶段,很多会计从业人员对公允价值计价都感觉很陌生,并且由于公允价值计量的复杂性和不确定性,相应增大了会计人员的职业判断空间,而且在会计职业判断的运用上和以往具有明显不同,会计人

部人控制的现象,因而代理成本较高。根据信号传递理论,在发达的资本市场条件下,外源融资容易使证券价格降低,进而降低公司的价值,所以企业会首先选择内源融资其次才是外源融资来降低代理成本。而日本公司治理模式下,多数企业都和相应的银行相联系,企业很难在没有经过主银行同意的情况下融资,所以大都通过银行来融资,银行成为大股东。为了降低代理成本,银行也常常派人到公司管理层任职,直接控制公司。所以,日本公司的负债率通常都较高,这从另一个方面也制约了资本市场的发展,其资本市场不是以交易为基础的,而是关系型资本市场,机构之间具有相对的稳定性。

由于股权融资成本较低,我国的上市公司更多的是通过股票市场融资,长期以来造成了我国资本市场的发展很不均衡:股票市场表面繁荣,债券市场发展滞后。这会导致资本市场的资源配置功能失效,企业负债率过低,不利于对管理人员进行良好的激励,并会造成企业的资金利用效率低下。从我国的实践来看,资本市场、公司治理和企业的资本结构之间相互依赖、相互影响的特征较为明显。

2. 公司治理效率的提高。健全完善的公司治理结构包括:合理的股权结构,健全有效的股东会、董事会、监事会,以及合理健全的公司章程。但由于目前我国公司治理机制不健全,导致了許多损害资本市场的现象发生。比如有的公司为了能够上市募集资金,不惜用欺诈行为来获取上市资格,进而操纵企业利润指标,严重损害了中小股东的利益。

一个完整的公司治理模式实际上就是一系列契约的组合,契约的完善需要相关法律和制度的配套。所谓公司治理模式,就是提供一种签订契约和协调各方利益冲突的环境,而资本市场、资本结构在这种环境中起着非常重要的作用。无论是资本结构的完善还是资本市场的不断演进都会强烈影响到公司治理模式的改变和治理效率的提高。

公司治理模式的演进也可以看作是在该契约环境中利益各方的博弈过程。在该博弈过程中,各方寻求自己的利益最大化。博弈的结果就是实现瞬时的均衡状态,建立代理人和委托人之间的利益分配模式,且可能引起治理结构从以内部治理为主转向以外部治理为主。

## 主要参考文献

1. 刘汉民,刘锦.资本结构、公司治理与国企改革.经济研究,2001;10
2. Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate Finance and Takeovers. American Economic Review, 1986;76
3. 陈共荣,胡振国.论资本结构与治理结构目标的一致性.会计研究,2003;6
4. 李善民,刘智.上市公司资本结构影响因素述评.会计研究,2003;8
5. 樊纲.企业改革要求资本市场发展.经济研究,1999;10
6. Andrei Shleifer, Robert W. Vishny. Large Shareholders and Corporate Control. Journal of Political Economy, 1986;3