

# 新《公司法》实施对上市公司财务管理的影响

郑州轻工业学院 安 慧

**【摘要】** 修订后的《公司法》于2006年1月1日起实施。本文分析了《公司法》修订对上市公司财务管理的影响,并提出了优化上市公司财务管理的对策。

**【关键词】** 公司法 上市公司 财务管理

修订后的《公司法》在内容上发生了重要变化,这些变化会对上市公司的财务管理产生极大影响。一方面,新《公司法》将有利于上市公司权益代理成本和债务代理成本的降低,使上市公司可以更灵活地利用金融市场进行理财活动,为上市公司选择合理的股利政策提供更大空间,并为经营者股票期权制度的有效实施奠定基础。另一方面,新《公司法》中某些条件的放宽也在一定程度上增加了上市公司的投融资风险,在股权极度分散的上市公司中造成新的“内部人控制”,增加部分上市公司经营者的浪费行为。因此,应采取一定措施促进上市公司财务管理的良性循环。

## 一、对上市公司财务管理的有利影响

1.有利于上市公司权益代理成本和债务代理成本的降低。股东、债权人和经营者为了共同的利益而组建公司,但其中一方可能会通过牺牲他人的利益而获利,经营者、股东和债权人之间的利益冲突会形成公司的代理成本。在公司出现财务困境时,股东可能凭借高风险的项目来剥夺债权人的利益及投资于净现值为负的投资项目,理性的债权人则会通过提高利率来保护自己,这最终将引起公司债务代理成本的增加,也给国家的金融安全和社会稳定造成了潜在的风险。

新《公司法》以理顺公司股东、经营者和债权人之间的关系为目标,进一步明确了股东与经营者之间的法律关系,以确保股东的合法权益不受侵犯;实行累积投票制、上市公司设立独立董事等多种措施加强对中小股东权益的保护;引入公司法人人格否认制度以保护债权人的利益;对关联方交易做出严格规范,以维护公司、中小股东和债权人的利益。这些规定将会在很大程度上减少上市公司经营者的机会主义行为,使经营者与股东的目标趋于一致;限制在股东与债权人利益冲突时股东寻求利己投资策略的行为,有利于上市公司权益代理成本和债务代理成本的降低。

2.使上市公司可以更灵活地利用金融市场进行理财活动。新《公司法》明确规定只要能够用货币估价并可以依法转让的非货币财产,如股权、债权等都可以用于出资,这无疑扩大了非货币出资形式;规定货币出资金额不得低于注册资本的30%,实际上也就是提高了无形资产的出资比例;降低了公司上市的门槛,公司股本总额由原先的人民币5 000万元降低为人民币3 000万元,公司公开发行新股的条件也做了相应修

改。这些变动增加了公司融资的灵活性,使更多符合条件的公司能够充分利用资本市场融资。对外投资对于活跃资本市场和企业扩大经营规模、提高经营效益具有积极意义,同时对外投资又是公司并购、扩张的前提,是公司经营的内在需求。放宽公司对外投资的对象和数额的限制,将会分散上市公司的经营风险、节约交易成本、稳定公司经营权、提高公司的知名度和竞争能力等。

3.为上市公司选择股利政策提供了更大的空间。目前,我国上市公司倾向于不发放现金股利或发放较低水平的现金股利,原因之一是上市公司普遍缺乏资金。公益金的取消将在一定程度上增加公司的自由现金流量,为公司发放现金股利提供保证,使上市公司能够结合自身情况选择合适的股利政策。股利政策也是公司的内部融资政策,因为减少股利分配会增加内部融资的数量,减少外部融资需求。我国上市公司具有明显的外部股权融资倾向,造成上市公司的融资顺序明显与优序融资理论相背离的主要原因除了股权分置外,内部融资数量的限制也是其制约因素之一。取消公益金所带来的较多自由现金流量,将会增大上市公司内部融资的可能性,有助于上市公司资本结构的优化。

4.为经营者股票期权制度的有效实施奠定了良好的基础。我国从1999年开始在上市公司中推行经营者股票期权制度,这对提高试点公司的经营绩效起到了一定作用。但是,经营者股票期权制度是一种以产权制度为基础的激励机制,其激励作用的发挥要通过健全的公司治理结构、资本市场等来保障,而我国证券市场的弱式有效性、上市公司治理结构的不完善以及股票期权制度中存在的股票来源没有保证及股票不能流通等问题,使经营者股票期权制度明显失去了激励作用,严重制约了其在我国上市公司中的激励作用。新《公司法》为健全公司治理结构提供了法律依据,并规定公司可以回购股票用于奖励本公司的职工,公司高管人员持有的股票在任职期间可以有条件地转让。相关的这些规定从根本上解除了经营者股票期权制度实施过程中的限制,为其激励作用的有效发挥奠定了良好的基础。

## 二、对上市公司财务管理的不利影响

1.在一定程度上会增加上市公司的投资风险和融资风险。灵活的出资方式和较高的无形资产出资比例,尽管可以方便

上市公司的投资和融资活动,有利于资本的流动,但由于上市公司在投融资过程中的风险意识不强,在投资项目和融资方式的选择上也存在一定的盲目性,因而会导致上市公司投资风险和融资风险的增加。上市公司在进行投融资活动时,一方面无形财产的估价难度较大,另一方面公司在利用这些方式进行投资或融资活动时,风险会因出资者的再投资而加大。例如,保守来看,无形资产并不适宜用来偿还债务,无形资产出资比例过高,股东对其债务的保障程度就会降低,公司的融资风险就会增加。另外,尽管新《公司法》规范了关联方交易行为,实行了公司法人人格否认制度以保护债权人的利益,但由于债务代理成本的存在,转投资所导致的股东对债权人利益保障程度的降低不可避免,公司的融资风险必然增加。

2.在股权极度分散的上市公司中将会造成新的“内部人控制”。所有权与经营权的分离使股东与经营者之间形成委托代理关系,作为委托人的股东总是希望作为代理人的经营者能够从股东利益最大化的角度出发来管理公司。但是由于股东和经营者之间存在着信息不对称,而且代理人本身又存在着道德风险,因此股东必须通过一定的控制机制对经营者进行监督与约束。尽管我国上市公司“内部人控制”现象会随着上市公司股权分置改革以及公司治理结构等内部约束机制的不断完善而逐步得以改善,但是在我国作为外部约束机制的企业破产机制尚未完全建立,经理人市场和控制权市场也并不成熟,这就使得上市公司的经营者缺乏必要的外部监督和约束,这同样会造成经营者对公司资源管理权的争夺。新《公司法》规定,公司可以回购股票奖励本企业职工,在股权极为分散的公司中,这些用于奖励职工的股份极有可能成为经营者争夺公司资源管理权的手段,进而导致新的“内部人控制”现象出现。

3.会引发部分上市公司经营者的浪费行为。自由现金流量假说认为,有能力产生大量现金流量的公司的经营者的浪费行为会明显高于仅能产生少量现金流量的公司,公司经营者不愿意通过增加股利或股票赎回把自由现金流量还给公司的股东,以实现股东利益最大化,其主要原因是把自由现金流量还给股东会减少经营者所能控制的公司资源。因此股东和经营者之间在自由现金流量的使用上存在利益上的冲突。公益金的取消所带来的自由现金流量的增加,一方面增加了公司内部融资的数量,为公司股利政策的选择提供了便利,另一方面也会增强经营者控制企业资源的能力,使经营者更容易追求自身利益,如增加在职消费、投资净现值为负的项目甚至进行错误的收购等。

### 三、对策

1.强化上市公司理财的风险意识。上市公司应加强对各项理财活动的风险尤其是投资风险和融资风险的研究,采取各种策略来防范和控制风险。对于投资活动,公司应通过多元化投资策略来分散风险,并寻求公司所能接受的收益与风险水平相匹配的投资组合。对于融资活动,公司应避免在融资方式选择上的盲目性,公司从不同的渠道获取的资金,在融资成本、融资风险、净收益及税收等方面各不相同,上市公司应充分认识到不同性质资金的利弊,根据公司的实际情

况,科学合理地选择融资方式。

2.选择合理的股利分配政策,减少经营者的浪费行为。合理的股利政策是协调股东与经营者之间代理关系的一种约束机制,有助于减缓经营者与股东之间的代理冲突。股利政策对经营者的约束体现在以下两个方面:①从投资的角度看,当公司存在大量自由现金流量时,会使经营者为追求自身的利益而投资于净现值为负的项目或进行错误的收购。提高现金股利的发放水平将会减少公司的自由现金流量,这样可以防止因过度投资而造成的资源浪费,有助于降低经营者潜在的代理成本,从而增加公司的价值。②从融资的角度看,内部融资主要源自内部自然形成的现金流量,它等于净利润加上折旧减去股利。提高现金股利的发放水平会导致内部融资的减少,因而会促使公司进入资本市场寻求外部融资,在外部融资的过程中,公司会经常接受来自于资本市场的有效监督,这样通过加强资本市场的监督就可以减少股东与经营者之间的代理成本。

3.优化上市公司资本结构,强化监督经营者的控制机制。自由现金流量假说认为负债是提高公司效率和监督经营者的有效控制机制。如果公司根本没有或者只有很少的长期债务,经营者轻而易举地就能够为净现值为负的投资项目举债融资,这样就会产生过度投资的问题。但债务会使经营者受到法律的约束,即必须依约还本付息,如果公司无法偿还债务,公司将会破产。由于需要支付利息和本金,资本结构中债务比例的增加会减少公司的自由现金流量,会对经营者使用自由现金流量产生较大的影响。因此,上市公司应合理利用债务融资,适当提高债务资本的比例,优化公司的资本结构,以增加公司的价值。

4.建立健全对经营者进行监督与约束的内外部控制机制。通过企业内部组织机制安排、报酬安排及经理人市场和股票市场优化可以在一定程度上减缓代理问题,降低股东与经营者之间由于利益冲突而形成的代理成本,但当这些机制均不足以解决代理问题时,控制权市场将会使公司始终处于被接管威胁之中。狭义的控制权市场指的是兼并和收购市场。兼并收购是一种机制,市场体系通过它来替换不称职的经营者。假若公司经营者不能有效经营,公司股票价格势必下跌,这时公司就会成为被收购的目标。一旦公司被公开收购,接管人将会改选现任经理和董事会成员,从而作为最后的外部控制机制解决代理问题,降低代理成本。因此,应在进一步完善上市公司法人治理结构等内部控制机制的基础上,加快证券资本市场的建设,积极发展经理人市场,建立健全公司控制权市场,形成一套对经营者进行监督的内外部约束机制,减少经营者对公司资源管理权的争夺,防止新的“内部人控制”现象的出现。

### 主要参考文献

- ①沈艺峰,沈洪涛.公司财务理论主流.大连:东北财经大学出版社,2004
- ②Richard A.Brealey等著.方曙红等译.公司财务原理.北京:机械工业出版社,2004
- ③朱少平.《中华人民共和国公司法》释义及实用指南.北京:中国民主法制出版社,2005