

公司治理对宏观经济的影响分析

段军山

(广东商学院 金融学院, 广东 广州 510320)

摘要:目前公司治理的研究大多局限于微观层面,研究公司治理对宏观经济影响的文献比较少见。良好的公司治理能促进金融系统的发展,有利于经济增长;企业公司治理状况、资产负债状况的改变能够通过金融加速器效应引起经济波动;公司治理水平会影响资产价格波动,从而影响货币政策传导的有效性;投资者保护水平影响着金融市场的发展。

关键词:公司治理;宏观经济;投资者保护;金融市场

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-8750(2011)02-0041-06 **收稿日期:**2010-11-25

作者简介:段军山(1971—),男,湖南常德人,广东商学院金融学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向公司金融与商业银行管理。

基金项目:国家社会科学基金青年项目(10CJL017);国家自然科学基金(70973028);国家自然科学基金(71073031);教育部人文社科规划基金一般项目(08JA790025)

目前,我国上市公司治理水平普遍不高,部分上市公司的公司治理架构流于形式,特别是部分国有上市公司所有者缺位,内部人控制问题和大股东掏空现象严重。通过改革,部分上市公司如上市银行初步建立起规范的公司治理结构和风险内控机制,资本充足率大幅提高,不良资产持续下降,盈利水平稳定上升,这对金融发展和经济稳定带来良好的基础。从全球来看,在全球竞争压力下,跨国公司主观上有优化公司治理结构的强烈动机。优化公司治理结构是跨国公司并购活动的一个重要环节和立足点。从目前的研究文献来看,大多数对公司治理的讨论仅限于微观的层面,本文在梳理现有文献基础上,着重从四个方面来分析公司治理对宏观经济的影响。

一、公司治理与经济增长

宏观经济学的经济增长模型主要是从技术、劳动力和资本投入角度来建立模型,如索罗模型、内生增长模型等。实际上,众多的宏观经济学家,包括 Fisher, Bernanke 和 Eckstein 以及 Sinai 都一直强调“金融市场的不完备性在传播和扩大商业周期导致的经济波动中起着重要的作用”^[1-3]。

最近的研究文献已开始将公司治理中由非对称信息导致的筹资摩擦引入正式的宏观模型中。

从公司治理的角度来看,公司投资的效率直接依赖于许多的制度要素。这既包括审计质量和信息披露质量,也包括法律系统对契约的监督以及对外部投资者的保护能力等。例如,在逆向选择的框架下,我们可以看到一个更好的会计标准和更及时的信息披露要求将大大减轻经理人与外部投资者之间的信息不对称程度,从而起到便利融资的作用。从长远来看,拥有良好的公司治理的公司融资成本更低,它们将会促进整个社会实现更多的就业和更高的经济增长速度。

在 Bolton 和 Scharfstein、Hart 和 Moore 的模型中,一个关键假设就是公司的现金流具有不可证实性,这对应于极端弱的审计和契约实施技术,因此该模型适用于分析那些对保护投资者关注甚少的经济体系(如俄罗斯)。而当各种制度要素得以提升时,企业的筹资能力将随之提高^[4]。LaPorta 等人进行的跨国实证分析发现,对不同地区和国家法律保护 and 会计标准的测度显示了很大的差异,而金融体系的发展和制度要素有着很强的正相关性^[5-6]。

另一些实证研究则关注于制度要素和金融体系的发展对投资和经济增长的影响。最近的一系列文献已令人信服地表明金融体系的发展对经济增长十分重要。King 和 Levine、Levine 和 Zervos 发现,紧随“创业板”资本市场的发展,那些国家会出现显著的增长、资本积累的加速和生产力的提高^[7-8]。Rajan 和 Zingales 指出,发达的金融系统能够形成更好的筹资渠道,这一点对于促进那些依赖于外部筹资的企业成长尤为重要^[9]。Wurgler 也发现,在那些金融系统发达的国家里,实际投资行为对那些投资机会质量的测度(例如附加值)更加敏感。一般而言,金融系统的发展能够有效地放松外部筹资约束并促进那些最好的投资项目的形成,从而有利于经济增长^[10]。实际上,良好的公司治理也有助于金融体系的完善。

目前西方主流文献主要从信息经济学和公司治理的微观层面来分析良好的制度设计和治理环境对扩大企业的投融资能力从而推高经济增长速度的作用,但缺乏对于这种传递机制的深层次分析,更多的文献集中在实证经验的验证方面。

二、公司治理与金融加速器

公司治理状况通常会影响到企业资产负债表,而资产负债表状况会直接影响企业投融资能力。Bernanke 和 Gertler 认为,投资水平依赖于企业的资产负债表状况,较高的现金流量和资产净值对于投资有直接或间接的正面影响,直接的影响是因为它增加了内部融资的来源,间接的影响是因为它提供更多的抵押品而减少了外部融资成本。当企业遭受到经济中的正向冲击或负向冲击,其净值随之升高或降低时,经由信贷市场的作用会将这种冲击对经济的影响放大,这种效应称为金融加速器效应^[11]。

1996 年 Bernanke 和 Gertler 等人把金融加速器机制引入到新凯恩斯标准动态模型中,提出了 BGG 模型(即 Bernanke, Gertler and Gilchrist model, 1999 年正式被为 BGG 模型)^[12]。BGG 模型不同于新凯恩斯标准动态模型之处在于它假定信贷市场存在摩擦问题,即在信贷关系中存在信息、激励等问题。这些摩擦的存在导致产生金融加速器,而金融加速器影响产出动态。尤其是,在 BGG 模型中,信贷市场摩擦使得无抵押的外部融资比内部融资更昂贵。外部融资的溢价影响了资

本的全部成本,也影响了企业的实际投资决策。技术突破、新材料的发现等对经济产生冲击,并改善经济基本面。这类冲击对产出、就业等宏观经济总量产生直接影响。然而,在 BGG 模型中,这类冲击还有间接影响,即来自于相关股价的上升所产生的影响。更高的股价改善了资产负债表的情况,减少了外部融资成本并进一步刺激了投资。投资的增长也可能导致股价的上涨和现金流的增加。因此,金融加速器提高了初始冲击对经济的影响。金融加速器机制对货币政策的运作也有重要的启示,如同在传统的分析框架下,在 BGG 模型中,名义价格刚性的存在使得中央银行在某种程度上能控制短期实际利率。并且,除了通常的新古典渠道(即实际利率影响支出)外,在 BGG 模型中,利率还有另外的影响,即利率对借款者资产负债表的影响,宽松的货币政策,如降低利率会使股价上升,就能改善借款者的财务状况,从而减少外部融资成本。这种成本的减少就给投资又一个刺激。通过 BGG 模型,我们可以发现这种机制提供的额外刺激对于解释货币政策的数量效应有着重要的作用。

Kiyotaki 和 Moore 对 BGG 模型的扩展表明企业资产价值的变化(不仅仅是现金流的变化)也会对筹资能力产生影响。他们认为企业的内部资源应该是资产价格的函数^[13]。我们可以在房地产热潮中寻找逻辑,对经济整体的一个正的冲击可能由于土地价格的上涨而被进一步放大,它的反馈效应会导致投资和产出水平更大程度的提升,从而进一步提升土地价格,从跨期的角度看,土地价格不仅要反映当前产出的变动,也要反映对未来的预期。

一般的宏观文献中考虑的筹资摩擦仅限于具有成本的外部筹资模型,而很少关注经理人的道德风险问题。实际上,一些研究表明,在宏观模型中引入经理人的道德风险问题并不会对上述基本结论产生很大影响,受影响显著的将是社会的福利水平。

金融加速器机制作用的重要特征是它的双重不对称特点,即资产负债表对公司投资的影响在经济下降时期比繁荣时期大,对小公司的作用比对大公司的作用大。许多西方经济学家运用实际数据对此进行了实证研究,结论可以归纳为以下几点:资产负债表的情况是企业投资支出的重要

决定因素;企业资产负债表的状况与企业投资支出的相关度在经济低迷时期比在其他时期更高;对大企业与对小企业投资的影响是不同的。Gertler 和 Gilchfist 发现小公司的利息保障倍数(息税前利润除以利息费用)对存货投资的影响在经济周期过程中是不对称的,在经济低迷时期高,在经济繁荣时期低^[14]。Oliner 和 Rudebush 发现在货币政策紧缩后,小企业的现金流与固定资产投资的相关度比大企业的高。欧洲也有这类证据^[15]。Rondi, Sack, Schiantarelli 和 Sembenelli 研究了意大利的企业,表明在货币政策紧缩之后,小企业的存货和投资量对利息保障倍数更敏感^[16]。Guariglia 发现英国也存在类似的情况^[17]。

Vermeulen 考察了 1983 年至 1997 年之间德国、法国、意大利和西班牙(欧元区的四个最大国家)的投资,较全面地实证研究了金融加速器机制作用的特征。他得出的结论是资产负债表对投资的影响在九十年代初经济下降时期是显著的,状况差的资产负债表能放大货币政策的冲击,并且对公司的投资支出有负面的影响。有很明显的证据表明,资产负债表状况差的小公司的投资受到的影响最大,对中等规模的公司和大公司,在非经济低迷时期金融加速器没有起作用,在经济低迷时期,资产负债表状况差的公司就成了金融加速器的牺牲品。在此时期,没有发现金融加速器对大公司的影响^[18]。Gertler、Gilchfist 和 Natalucci 在一个小规模开放宏观经济模型中,把金融加速器机制与货币名义价格刚性结合起来,研究了货币政策外部约束与金融加速器的关系,发现金融加速器机制的影响在固定利率条件下比在弹性利率条件下更强^[19]。

金融加速器理论从问世到现在得到了很大的发展,投资依赖于企业的资产负债表状况的观点得到了实证研究的支持,由于企业的各种代理成本的存在和借贷市场的资金分配效率的差异,投资水平受到相应的影响。目前的研究主要集中在金融加速器导致了货币政策的非对称效应方面,从小国开放模型到对弹性通货膨胀目标制的适用性研究,但对不同发展周期不同行业的企业资产负债表变动对投资能力影响的研究还存在不足,这也是今后我国学者要努力的方向。

三、公司治理与货币政策的传导

货币政策传导机制的效率不仅取决于中央银

行货币政策的市场化取向,而且取决于金融机构、企业和居民行为的市场化程度,即它们对市场信号做出理性反应的程度。如果它们不能完全按照市场准则行动,即不能对市场信号,包括中央银行的间接调控信号做出理性反应,那么货币政策工具就不可能通过对货币信贷条件的调节来实现其政策目标,货币政策传导过程就会出现梗阻,货币政策效果就会减弱。随着资本市场的迅速发展,资产价格渠道在货币政策传导机制中的作用越来越大且越来越复杂,资产价格本身日益引起各国货币政策当局的关注,并将其作为主要的监控目标。公司治理水平会影响企业绩效以及企业股价,资产价格水平波动会影响货币政策传导的有效性。

公司治理中由非对称信息引起的筹资摩擦问题不仅影响着厂商,也影响着银行业等金融中介机构。20 世纪 80 年代晚期和 90 年代早期,几个经合组织国家遭受了痛苦的信贷危机的折磨,持续攀高的利率减少了企业的现金流并将资产价格不断拉低,弱化了资产负债表的稳健性。不断增长的贷款损失和资产的贬值(尤其是大量的抵押不动产)吞噬着各大银行,它们不得不进一步加速资金回笼并提高贷款利率。一些小公司几乎受到了致命的打击,而对那些大公司影响甚微,因为它们可以对贷款进行再磋商或者直接发行商业票据和公司债。Holmstrom 和 Tirole 揭示了这一机制的核心思想。假设一个地区的银行发行了大量的不动产贷款,当土地价格发生暴跌时,银行将相应地遭受大量的贷款损失,其弱化的股权资本将会对其新的贷款业务产生怎样的影响呢?很显然,这一影响的程度将取决于银行发行新股以重建其资本基础的能力。如果它们面对着 Myers 和 Majluf 描述的逆向选择问题^[20],通过发行新股筹资的过程将受到不利的影响。结果是,在此期间,我们将看到 20 世纪斯堪的纳维亚半岛上的那一幕——那些依赖银行进行外部筹资的小企业几乎受到致命的打击。我们今天也可以看到,银行业筹资摩擦和信贷危机的研究更唤醒了美国等许多国家对银行资本充足率问题的重新重视^[21]。

Bernanke 和 Blinder 也指出,中央银行公开市场操作对银行业务有着重要的影响,这涉及货币政策通过银行信贷的传导渠道。当中央银行大量地使用了商业银行系统的储备金时,就会大大危

及商业银行利用储备金再筹资的能力。在理性的 Modigliani-Miller 世界中,这种冲击并不会影响其信贷业务,因为损失了保证金的银行可以通过发行无保证金支持的债券或票据进行筹资。然而,实际中逆向选择问题的存在将增加银行的这种筹资的困难,因为投资者必须考虑到违约风险。结果就是,紧缩的货币政策会通过银行系统进行传导,筹资摩擦的存在使银行不得不压缩贷款从而减缓了部分企业的投资^[22]。

从比较早期的债务-通货紧缩理论到目前较为流行的资产价格传导货币政策理论都开始重视企业的资本结构对金融体系和宏观经济的影响,也有大量的经验研究论证了金融体系发展对企业资本结构和公司治理的影响,但国内学者很少从企业的微观行为出发来分析企业—银行—宏观冲击之间的传导机理,特别在考虑中国特殊的公司治理框架下的创新研究更是缺乏。

四、公司治理、投资者保护 与金融市场的发展

随着 20 世纪 90 年代末学术界开始进行公司治理的国别比较研究,学者们逐渐意识到法律在所有权结构形成和公司治理发展中扮演着重要角色。最有影响的研究要数 LLSV^① 的研究,他们认为:普通法可以更有效地抑制大股东的“掏空”行为;法律对投资者的保护有助于降低与自由现金流相关的代理成本,减少大股东侵害小股东利益的可能性;法律对投资者保护较弱的国家中,公司将具有较高的所有权集中度;普通法系国家相对于大陆法系国家提供了较好的投资者保护,而大陆法系内部的差异则并不显著^[23]。

作为一种特殊的外部治理机制,法律对投资者的保护在微观层面影响了企业的资本成本、投资收益率、多元化经营、治理水平以及股票定价,进而在宏观层面上影响资本市场的规模及功能发展,并最终影响到一国的资本配置效率和经济增长。Himmelberg 等人的研究发现投资者保护及司法效率与内部人持股比重呈负相关,而内部人持股比重与企业资本成本正相关^[24]。Gugler 等人的研究认为强有力的投资者保护和公司治理有利于提高公司的投资收益率^[25]。Fauver 等人的研究表明,在投资者保护较弱的国家中,多元化对企业价值具有更大的正向影响^[26]。LLSV 发现在投

资者保护较弱的国家中,企业拥有较高的托宾 Q 比率^[6]。

在宏观层面上,投资者保护将影响金融市场的发展。第一,较强的投资者保护能促使投资者对股票予以较高定价,这意味着企业能以较低的资本成本进行融资,从而有利于拓展资本市场的规模。第二,较强的投资者保护带来分散的所有权结构,形成高流动性和高效率的股票交易,有利于资本市场的功能深化。在这方面,典型的研究是 Demircuc-Kunt 和 Maksimovic 做出的,他们通过实证发现一国法律体系的发展有助于解释企业利用外部资金的程度^[27]。第三,在增强企业投资收益率的基础上,强有力的投资者保护有利于提高整个金融市场的配置效率。Wurgler 通过对 65 个国家的产业发展进行实证分析发现,强有力的投资者保护可以限制企业对衰退产业的过度投资,同时提高对增长产业的资本投资^[10]。第四,在促进金融市场发展的同时,投资者保护程度会影响金融市场的抗风险能力。Johnson 等人的研究发现,投资者保护指数和执法质量比宏观经济变量更能解释各国股价下跌和汇率贬值程度^[28]。Lemmon 和 Lins 分析了 8 个亚洲国家企业对亚洲金融危机的反应,发现在小股东利益较易受到侵害的国家中,企业的股价和托宾 Q 比率下降幅度较大。还有一种观点认为,普通法系国家中的法官能够或者愿意推行那些灵活度更高的金融契约,这种灵活性到后来便促进了金融的发展^[29]。Aggarwal 等人也发现保护投资者的国家法律规范能够增强企业发展公司专用性治理机制的能力^[30]。

目前关于法和金融的研究,还是沿袭 LLSV 的框架,投资者保护程度源于不同的法源或法系,投资者保护程度直接影响到一个国家金融体系的模式选择,融资模式和所有权结构又决定公司治理的水平,公司治理水平影响公司价值,影响公司绩效和经济发展。最新的研究扩展到企业跨国上市的法律治理效应以及集团公司的内部治理与外部法律管制的互动。在国内的研究方面,也有大量学者从实证方面研究法律环境对公司绩效的影

①LLSV 是法与金融学研究领域内“四剑客”的简称,他们是拉波塔(La Porta)、罗伯特·维什尼(Robert W. Vishny)、洛配兹·西拉内斯(Lopez-de-Silanes)、安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)。

响,但从理论方面的突破还存在不足。今后重要的研究方向是产权保护法律的立法、产权结构安排、公司价值与宏观经济增长之间的关系。

五、对中国的启示

中国宏观经济的变动与企业行为是分不开的,而公司治理水平是制约企业行为的重要方面。要使宏观经济平稳增长,构建良好的公司治理环境包括法律环境是非常重要的。第一,政府应该规范信息披露规则,强化对中小投资者保护,这样有利于规范公司治理架构和形成高效率的资本市场。第二,央行的政策出台应该有利于营造良好的企业运行环境,货币政策目标应该关注资产价格的过度波动,良好的公司治理有助于提高货币政策传导的效率。第三,加快推进国有商业银行和国有企业改革,调整金融机构、企业和居民个人的资产结构,培育真正的市场活动主体,有利于提高经济活动中的利率弹性和货币政策的有效性。第四,大力发展新的中小金融机构,为货币政策的信贷渠道传导建立更多的“毛细血管”。建立新的地方性金融机构原则上应该以股份制方式设立,尽量使股权分散化,以企业和个人股份为主,并建立真正规范的产权约束机制和风险防范机制,使其成为真正的商业银行。商业银行的市场化运作能够促使企业规范财务报表以及作为债权人行使监督约束的权力,这样形成企业公司治理和信贷市场的良性互动。第五,应加快保护私有产权方面的立法,对民营企业的融资环境和信贷创新也是今后努力改进的方向。只有建立良好的法制环境,才能形成良好的投融资环境,这样才能形成企业合理的完善的公司治理架构,才能有利于公司盈利能力的提高,改善企业的资产负债表,从而提高资产价格传导的有效性,使宏观政策与微观企业行为能协调一致,增强政府宏观政策调控的有效性。

参考文献:

- [1] Fisher I. The debt-deflation theory of great depressions [J]. *Econometrica*, 1933, 1:337-357.
- [2] Bernanke B. Nonmonetary effects of the financial crisis in propagation of the great depression[J]. *American Economic Review*, 1983,73: 257-276.
- [3] Ericstein O, Sinai A. The mechanisms of the business

cycle in the Postwar Era[M]//Gordan R J. The american business cycle: continuity and change. Chicago :University of Chicago Press,1986:39-105.

- [4] Bolton P, Scharfstein D S. A theory of predation based on agency problems in financial contracting[J]. *American Economic Review*, 1990,80:93-106.
- [5] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance[J]. *Journal of Finance*, 1997,52:1131-1150.
- [6] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 10: 1113-1155.
- [7] King R G, Levine R. Finance and growth: schumpeter might be right [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1993,108:717-737.
- [8] Levine R, Zervos S. Stock markets, banks, and economic growth [J]. *American Economic Review*, 1998, 88: 537-558.
- [9] Rajan R G, Zingales L. Financial dependence and growth[J]. *American Economic Review*, 1998,88:559-586.
- [10] Wulger J. Financial markets and the allocation of capital[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58:187-214.
- [11] Bernanke B, Gertler M. Agency costs, net worth, and business fluctuations[J]. *American Economic Review*, 1989,79:14-31.
- [12] Bernanke B, Gertler M, Gilchrist S. The financial accelerator and the flight to quality[J]. *Review of Economic Studies*, 1996,78:1-15.
- [13] Kiyotaki N, Moore J. Credit cycles[J]. *Journal of Political Economy*, 1997,105:211-248.
- [14] Bernanke B, Gertler M, Gilchrist S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework [R]. NBER Working Paper, 1998, No. 6455.
- [15] Oliner S, Rudebusch G. Is there a broad credit channel for monetary policy? [J]. *FRBSF Economic Review*, 1996,1:3-13.
- [16] Rondi L, Sack B, Schiantarelli F, et al. Firms' financial and real responses to monetary tightening: evidence for large and small Italian companies[J]. *Bocconi University*, 1998, 57: 35-64.
- [17] Carpenter R E, Guariglia A. Cash flow, investment,

- and investment opportunities: new tests using UK panel data[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2008, 32: 1894 – 1906.
- [18] Vermeulen P. Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe[R]. European Central Bank (ECB), ECB Working Paper, 2000, No. 37.
- [19] Gertler M, Gilchrist S, Natalucci F. External constraints on monetary policy and financial accelerator [R]. NBER Working Paper, 2003, No. 10128.
- [20] Myers S, Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13: 187 – 221.
- [21] 姚伟, 黄卓, 郭磊. 公司治理理论前沿综述[J]. *经济研究*, 2003(5): 83 – 89.
- [22] Bernanke B, Blinder A. Credit, money, and aggregate demand[J]. *American Economic Review*, 1988, 78: 435 – 439.
- [23] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Corporate ownership around the world [J]. *Journal of Finance*, 1999, 54: 471 – 517.
- [24] Himmelberg C P, Hubbard R G, Darius P. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 53: 353 – 384.
- [25] Gugler K, Mueller C D, Yurtoglu B B. Corporate governance and determinants of investment[J]. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2007, 163: 598 – 626.
- [26] Fauver L, Houston J, Naranjo A. Capital market development, integration, legal systems, and the value of corporate diversification: a cross-country analysis [EB/OL]. [2002 – 06 – 30]. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=320220.
- [27] Demircug-Kunt A, Maksimovic V. Law, finance and firm growth[J]. *Journal of Finance*, 1998, 53: 2107 – 2137.
- [28] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J], *American Economic Review Papers and Proceedings*, 2000, 90: 22 – 27.
- [29] Lemmon M, Lins K. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian Financial Crisis[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58: 1445 – 1468.
- [30] Aggarwal R, Erel I, Stulz R, et al. Differences in governance practices between U. S. and foreign firms: measurement, causes, and consequences [J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22: 3131 – 3169.

(责任编辑: 杨凤春)

Analysis of the Impact of Corporate Governance on the Macro-economy

DUAN Jun-shan

Abstract: At present, the study of corporate governance has largely been confined to the micro level. Research on the impact of corporate governance on the macro-economy is relatively rare in the literature. Good corporate governance can promote the development of the financial system which is conducive to economic growth. The situation of corporate governance, assets and liabilities can lead to economic fluctuations by financial accelerator effect; the level of corporate governance will affect the asset price volatility which further influence the monetary policy transmission and its effectiveness; the level of investor protection may influence the development of financial markets.

Key words: corporate governance; macro-economy; investor protection; financial markets