

民营企业财务治理模式探析

沈爱荣 宋玉可

(浙江汽车职业技术学院 浙江临海 317000 台州学院 浙江台州 318000)

【摘要】 民营企业在国民经济中的地位越来越重要,但是我国很多民营企业初期发展很好,后期却不尽如人意,甚至被淘汰,其中民营企业财务治理模式是制约企业持续发展的一个重要因素。本文阐述了外部市场竞争加剧和内部规模扩大的情况下民营企业的财务治理模式。

【关键词】 委托代理 财务激励 财务监控 财务治理

一、我国民营企业财务治理面临的挑战

我国民营企业多从个体户起家,逐渐积累发展起来,或直接由家族成员投资兴办的家族式企业,因此许多民营企业都选择了家长式的管理模式,即企业由一位强有力的人物(同时也是企业的主要投资者和创办者)作为统帅,以家长的身份带领几名亲信,实行高度集权化的管理。该模式的主要优势是:降低企业的委托代理成本,所有权与经营管理权完全统一于“创业家族”,企业内部的管理成员有着共同的价值观,能够团结,互相信任,沟通成本低,这种家族制的产权配置模式最大限度地保证了经营者的行为取向与企业利益之间的激励相容,减少了企业内耗,降低了管理控制的难度和成本,对市场反映比较灵活,当企业遇到新的市场问题时,企业管理者更容易做出决策。

但随着企业的不断发展与市场竞争的加剧,这一模式遇到的挑战越来越大,必须引起我们的关注。民营企业基本上都由掌握最高经营权的个人或家族成员做出重大决策,这种独断和专权必然带来相关的不合理因素和负面的影响。在企业规模扩大到一定的程度时,这种管理模式已成为企业继续发展的桎梏,民营企业只有实行所有权和经营权分离,建立所有者和经营者的委托代理关系(即聘请一些经理人,通过适度授权实行管理转型)才能解决这一问题。

二、民营企业财务治理模式的选择

民营企业的生存、发展、盈利均离不开人、财、物等相关资源,这里的人指的就是利益相关者,包括股东、供应商、经营者、员工、顾客、债权人,而股东、经营者、员工、债权人四者与企业形成的关系最为稳固和持久,对企业财富的创造最为关键。本文拟从股东、经营者、债权人的角度分别来考察民营企业的财务治理关系。

1. 股东和经营者的财务治理关系:财务激励的治理模式。民营企业根据形势发展的需要,实行所有权与经营权分离的公司制度,这样,公司股东与经营者之间的关系是纯粹的委托代理关系,公司制通常的代理问题便出来了,代理人不会总以委托人的利益最大化为目标而采取行动,有时甚至不惜牺牲

委托人的利益为代价来谋取私利。导致委托代理问题产生的主要原因在于信息分布的非对称性、环境的不确定性以及契约的不完全性,有时是政策和法律不够完善造成的。

股东关心的是股票市值最大化,但经营者的目标却与此不同,经营者不希望风险过大,他们的风险偏好程度位于中等水平,既不偏向保守,又不冒过度风险,而且他们的目标还有权力的运用、在职消费、休假等。代理人常常运用其所处的有利位置,滥用其权力为自身谋利或降低为公司努力的水平,做出逆向选择甚至冒道德风险来实现其最大效用。为了降低代理成本,从委托人的立场来看,必须设计一种契约或者机制,给代理人提供某种激励和约束,使代理人的决策倾向于能够使委托人的效用最大化。从财务角度分析,财务治理的途径主要在两个方面:一个是显性激励,即通过报酬契约的设计来强化股东和经营者之间的关系;另一方面是隐性激励,即通过资本结构比例的调整来间接影响股东和经营者之间的关系。

(1)显性激励与财务治理。激励报酬契约从两个角度对治理机制产生影响:一方面能够纠正经营者的内在行动,从而有助于形成一种内在的、自动的自我激励机制,降低代理成本,提高公司运作效率。另一方面将激励经营者开发其人力资本,提高人力资本的产出效率,提高公司绩效。完善的激励报酬契约设计从剩余索取权的分配来看,主要有两种方式:一种是利润分成契约的设计,一种是股票期权的引入。我国民营企业采用的年薪制就是以利润分成契约为基础的。而股票期权作为一种长期激励的报酬制度,有其特殊的优势,能使委托人和代理人的目标达到最大限度的一致,股票期权能对公司经理人员特别是高层管理人员产生很大的激励作用,能充分调动其积极性,从而促使公司价值和股东价值增大,提高公司的长期竞争能力和获利能力。

(2)隐性激励与财务治理。如何从资本结构和融资方式的角度缓解股东和经营者的关系一直是许多财务学家关注的话题。格罗斯曼和哈特建立了一个正式的代理模型来分析债务融资是如何缓解经理和股东之间的冲突。他们将债务视为一种担保机制,能够促使经理努力工作,并且做出更好的投资决

策,从而降低由于所有权与控制权分离而产生的代理成本。该模型的要点是:经理的效用依赖于他的经理职位,从而依赖于企业的生存。因为企业一旦破产,经理将丧失在此之前他所享有的一切任职好处,即经理必须承担破产成本。因此对经理来说,存在着较高的私人收益流量以及所有任职好处同较高的破产风险之间的权衡。负债的运用和负债比例高低将影响公司的风险负担结构和破产风险的大小。

首先,当企业偏向于股权融资,则企业的大部分风险将由股东和经营者承担,这对于经营者来说没有什么好处,但当企业利用负债融资时,企业的风险负担将由股东、经营者和债权人一起负担,这将减轻经营者的风险负担。其次,负债融资将加大破产发生的可能性。如果公司偏向于股权融资,则公司的破产风险较小,这对经营者无法形成有效的激励约束,但当公司利用负债融资时,公司的破产风险加大,将有利于推动公司经营努力经营。负债的运用以及负债比例的提高将有利于减少公司的闲余现金流量,抑制经营者因企业闲余现金流量过多而进行有利于自己的过度投资行为和在职消费行为。

2. 股东和债权人的财务治理关系: 财务监控的治理模式。研究股东和经营者之间的财务治理机制中的隐性激励即通过资本结构中负债比例的提高来强化股东对经营者的激励约束,但是资本结构中负债比例的提高也会带来股东和债权人之间的财务冲突,这就需要构建财务监控的治理模式。

公司是以追求利益最大化为目的的,因此总是试图使自己的投资回报最大化,在这种情况下,股东不可避免地会损害债权人的利益。特别是由于大股东作为控股者在公司中享有垄断优势,在缺乏合理的监督和约束机制下,其经济人的本性决定了他有追求自身利益最大化而忽视甚至牺牲债权人利益的倾向。对债权人而言,在公司有偿付能力的前提下,不管公司的市场价值有多少,对债权人的收益影响不大,债权人只能按契约上规定的利率获得收益。但企业一旦投资失败,债权人就有可能连本也收不回来,即债权人与股东一起承担企业的风险,因此债权人更关心企业经营风险的状况,即考虑贷款的安全性。

股东和债权人作为企业的共同出资人,事实上却是不平等的。股东只需为其出资额承担有限责任,而且还享有所有者的资产收益、重大决策和选择管理者的权力,而债权人只被赋予收取固定利息的权利,没有任何决策参与权。股东享有公司重大决策权,但并不承担企业经营的全部风险。有限责任的特点决定了股东已将一部分剩余风险转嫁给了债权人,股东可以利用财务杠杆的作用来增加自己的财富,把剩余风险留给全体债权人。因决策失误而造成的经营风险本应由经营者的委托人——股东来承担,却通过财务杠杆巧妙地转嫁给了债权人,债权人只能在出资前规避风险,当资金到了企业,债权人就失去了控制权,其权益就失去了保障,因此债权人有必要参与财务治理。债权人参与财务治理有利于公司内部制衡的实现,有利于对经营者形成有效的监督约束机制,有利于降低代理成本。因为债权人投入了专用性资产,并分担了公司的剩余风险,所以其有足够的动力去行使监督权。此外,债权人参

与公司监督,有利于抑制“内部人控制”现象的发生,进而降低公司的代理成本。

目前我国企业债券市场规模较小,债券发行和债券市场的监管比较严格,使得许多公司难以大量使用债券融资,因而只能求助于银行贷款,我国民营企业债权人和股东的关系主要也是银行和股东的关系,因此财务监控的治理途径主要是从债务契约的角度出发。

债务契约中的限制条款能减少股东和债权人的冲突进而增加企业价值。从财务治理角度出发,协调股东与债权人的关系,其核心就是对资产负债比率进行控制。控制资产负债比率有两种方法:一是对于直接影响资产负债比率的指标的限制(主要是新增债务的发行),二是对于间接影响资产负债比率的限制(主要是股利分配、资产流动性、资本支出等指标)。

(1)对新增债务的限制。对新增债务的限制包括对单笔负债额度的限制、对负债总额的限制、对债务担保的限制。对单笔负债额度的限制实际上有时是无效的,因为股东可以将一笔大额负债转换为数笔小额负债使这一限制无效。对负债总额的限制,债务契约可以规定新发行债务不得超过某个限额,这个限制相对有效,但也存在一定的问题,因为对于负债总额的限制使得股东不能扩大经营规模,从而限制生产的发展。对债务担保的限制,则主要从或有负债的角度来考虑,因为担保很有可能为公司带来或有负债,这将增加公司的负债。

(2)对股利分配的限制。股利分配需要大量资金,其实质就是将实现的利润分配给股东,因此债权人的破产保护将大大减少。债务契约条款中大多规定,公司盈利中只能有一部分用于发放股利,并要求有一定比例的盈利用于再投资,从而防止经营者向股东支付清算性股利,侵蚀债权人的利益。

(3)对资本流动性的限制。资本流动性实际上是一个公司发展的重要问题。流动资金主要用于维持公司日常的营运和偿还到期债务,一旦流动资金短缺,公司则难以继续经营,面临破产风险。虽然债权人有优先清偿权,但是由于我国公司破产机制不健全,债权人的利益很可能得不到保证,因此,对于公司资本流动性的要求就相应的要在债务契约中体现。

(4)对资本支出的限制。资本支出包括固定资产投资和对外股权投资。这种资本性支出虽然不会改变企业的资产负债率,但是资本性支出会改变企业的资产流动性,从而使风险加大,债权人的利益得不到保障。因此,对企业的资本支出必须加以限制,这种限制包括:直接限制资本支出(适用于资产变现能力差的公司)、限制向其他公司进行证券投资的行为(适用于对外股权融资比例较大的公司)。

主要参考文献

1. 李维安.公司治理学.北京:高等教育出版社,2005
2. 林钟高,王锴,章铁生.财务治理:结构、机制与行为研究.北京:经济管理出版社,2005
3. 油晓峰.中国上市公司财务治理研究.北京:经济科学出版社,2005
4. 夏宁.财务治理理论及其应用研究.上海:立信会计出版社,2006