人力资本与财务管理理论创新

中山大学管理学院　龚凯颂

传统企业财务管理理论研究以财务资本(非人力资本)为核心,财务资本似乎已成为企业价值的惟一驱动因素。但是,企业是一个由人力资本与非人力资本组成的特别合约,企业价值就不会只是非人力资本的价值,人力资本已成为企业价值形成与提升的最为关键的驱动因素。本文主要探讨引入人力资本后的现代企业财务理论的创新问题。

一、人力资本对企业财务目标的影响

在企业财务目标问题上,国外财务学者在反驳利润最大化和每股收益最大化的观点之后,都认为股东财富最大化是财务管理目标最恰当的选择。在比较了股东财富最大化与企业价值最大化的差异后,企业价值最大化的观点渐成主流。

企业的主要功能是筹集资本与提高资本运用的效率,而企业资本的范畴已扩展到人力资本。在知识经济环境下,在物质资本与人力资本的博弈中,人力资本变得越来越重要。在一些企业里,人力资本的重要性甚至超过了物质资本,可见人力资本理论的影响越来越大。但是,理论并未完全改变现实,人力资本作为股本出资还没有得到各国法律理论与实践的有力支持(李友根,2004)。

经过仔细论证,李友根认为,人力资本既具有对企业经营的有益性,又具有可支配性,其使用权还具有可转让性,虽然存在人身依附性等特殊性质,但完全符合法律上的出资适格性。他还通过对企业中主要的人力资本所有者——管理者、技术人员和一般员工所享有的管理权与财产权进行考察后发现,尽管现行《公司法》并不承认人力资本出资,但在实践中,他们实际上已经不同程度地享有了物质资本提供者——股东的权利并承担了相应的风险,这既是在现有制度下对人力资本权益的一种变相肯定,也是对人力资本所有者享有股权利益的一种间接回应。

现在的问题是,上述理论与实践会改变财务管理的目标吗?因为将人力资本作为出资者看待后,改变的只是企业中不同利益相关者的力量对比,这使得人力资本所有者在对自身利益的索求上变得跟物质资本所有者一样有力量,甚至比物质资本所有者处于更加有利的地位。但是,这改变的只是"蛋糕"的分配规则,而不是"蛋糕"的大小,财务管理目标是一个做大"蛋糕"的问题,所以人力资本因素不会改变企业的财务管理目标,即财务管理目标仍然是企业价值最大化。

二、人力资本对企业估价的影响

传统的企业估价主要是以净现值作为企业价值的替代指标,形成了现金流量的贴现模型。但运用这种方法进行企业估价时,很少考虑人力资本对企业价值的影响。

人力资本价值计量的困难是众所周知的,虽然学者们提出了各种计量模型,但至今仍没有找到一个切实可行的模型,单独计量企业人力资本的价值仍然具有极大的挑战。所以,我们只好把人力资本因素纳入现行的企业价值计量之中,运用(实物)期权估价模型进行计算。

任何资产的价值(V)可表述为:$V=\sum_{t=0}^{n} NCF_t\cdot(1+K)^{-t}$。

其中,NCF_t 是第 t 期预期的净现金流量;K 是与资产所面临的风险相适应的贴现率;n 是企业持续经营的时间(寿命),即现金流量持续的时间(n 可以取 ∞)。当 NCF 定义为企业(可把企业视为一个资产组合或投资组合)未来各年预期产生的净现金流量时,Max V 即为企业价值最大化目标函数。

根据上述估价模型,在选择估价参数(变量)——净现金流量、贴现率和企业寿命时,必须考虑人力资本的影响。例如,人力资本价值越大的企业,现金流量将越多,但风险也可能越高,从而导致贴现率越高,所以必须在风险与收益之间进行权衡。

三、人力资本对企业资本结构理论的影响

人力资本因素对公司治理提出了新的要求,物质资本所有者与人力资本所有者之间的利益平衡将更加复杂。这个问题必将反映在资本结构和资本成本问题上。

1.资本结构理论创新。现代资本结构是指负债与所有者权益之间的比例关系,这实质上只研究了财务资本结构。在引入人力资本因素后,值得研究的问题有:

(1)财务资本与人力资本的最佳比例关系——最佳资本结构问题。在传统上只考虑物质资本投资者的投资,即债务和所有者权益,而没有把人力资本视为企业资本的来源。企业获得人力资本有两种途径:一是通过对外招聘(利用"外脑");二是通过企业内部培养。这应该纳入企业筹资活动的范畴进行考虑。由于人力资本价值计量的困难,导致了直接研究物质资本与人力资本比例关系的困难。

(2)新的股权结构关系。通过一定的方法将人力资本折股,似乎可以解决直接研究物质资本与人力资本比例关系的难题。此时,企业必须关注作为物质资本所有者与人力资本所有者的持股比例关系。这种新的股权结构将决定企业价值的取向、控制权安排、资源配置能力、管理效率、激励制度以及利益相关者之间的利益平衡。

(3)人力资本的税收屏蔽效应。在现行制度下,人力资本所有者的报酬中有很大一部分表现为工资、奖金,像负债的利息一样可以在所得税前扣除,这就产生了税收屏蔽效应,

从而增加了企业价值。在新的资本结构研究中,不能忽视人力资本的税收屏蔽效应。

2.人力资本成本的计算。从人力资本筹资视角来看,理所当然地要计算人力资本成本。只有计算出人力资本成本,才能计算出企业的加权平均资本成本,才能进行资本结构决策。这是因为只有使加权平均资本成本最小的资本结构才是最佳资本结构。

企业人力资本所有者同样要求得到回报,企业支付给他们的报酬即企业的人力资本成本。任何投资报酬率都可以分解为无风险报酬率和风险报酬率两部分。一般而言,同一个企业的无风险报酬率对不同的人力资本所有者是一样的,不同的是风险报酬率。人力资本的异质性决定不同的人力资本所有者所拥有的人力资本价值的不同,承担风险的大小也不同,所以其要求的风险报酬率就不同。因此,这里的难题便是如何计算不同类别的人力资本成本中的风险报酬率。

由于不存在一个像股票市场一样的公开市场,在人力资本市场上对人力资本的定价基本上采取个别定价方式,往往是交易双方直接或间接(如通过猎头公司)讨价还价的结果,很难运用资本资产定价模型来计算人力资本成本。从现有的技术条件来看,人力资本成本的计算还只能依靠经验估算,在计算企业的加权平均资本成本时,首先要针对不同的人力资本成本计算出加权平均的人力资本成本。

四、人力资本对企业投资理论的影响

贝克尔在其著作《人力资本》中提出,用于增加人的资源以影响未来货币收入和消费的投资为人力资本投资。可见,人力资本投资就是用于增加人的知识存量、提高人的技能水平以及维持并改善人的健康状况的各种投入。企业人力资本投资主要包括:①教育培训投资;②人力资源迁移投资,即企业招聘和选拔人才的有关费用;③医疗保健投资。笔者认为,企业还应考虑在管理制度、工作环境、企业文化等方面的投资,因为这些投资能大大提升人力资本价值,促使企业财务管理目标的实现。

正确的投资是价值创造的直接源泉。投资的结果形成企业的资产,人力资本投资的结果是形成企业的人力资产。虽然人们越来越认识到企业人力资本投资的重要性,但在会计处理上,往往是将人力资本投资成本费用化,而不是资本化,所以在现行的资产负债表上难觅"人力资产"的踪迹。正如确认和计量无形资产一样,企业会计也必须确认和计量人力资产,虽然遇到了计量困难,但这应该是会计发展的一个趋势。另外,企业必须树立人力资本优先投资的观念,并制定与实施相应的人力资本优先投资计划(安应民,2003)。

当把人力资本投资纳入投资范畴后,企业投资理论有必要在下面几个方面进行研究并加以创新:

1.资产结构优化。传统的财务管理理论并不研究资产结构,笔者认为这本身就是个缺陷。显然,在流动资产和长期资产之间、固定资产和无形资产之间,都存在一个最优比例问题,正如存在一个最优的资本结构一样。现代企业离不开人力资产与非人力资产的互动作用:人力资产离开了非人力资产,英雄将无用武之地;非人力资产离开了人力资产,也不过是一堆"废物"。因此,在企业中,人力资产与非人力资产必须保持一个合理的结构,这就产生了新的资产结构优化问题。

2.创业投资决策。创业投资体系包括三个行为主体:创业投资者、创业投资(资本)家以及创业企业家。其中,创业投资者是创业基金(创业投资公司)的股东;创业投资家是经营管理创业基金(创业投资公司)的企业家和对创业企业项目进行投资的实际运作者;创业企业家是创业企业的创建者(包括整个管理团队)。

创业基金(创业投资公司)对创业企业的投资决策,即创业投资家的投资决策。此时,创业企业家的人力资本因素成为这种投资决策需要考虑的重要因素。目前,有关创业投资决策方法的研究还很不成熟,主要表现在:方法的背后缺乏理论支持;不具备一般性和普遍适用性;定量化研究严重不足。可见,寻找和发现适宜的决策理论是寻找具有普遍适用性决策方法的有效途径,运用期权理论改进现有的现金流量方法也许是发展创业投资决策定量模型之最佳途径。

3.企业家人力资本对风险和不确定性投资决策的价值。在传统决策理论中,将风险问题转化为确定性问题的方法为:风险→概率分布→期望值(均值)与方差(或变异系数等)→确定。我们应该清楚地看到,这种"由概率分布到期望值与方差"的转化方式是有缺点的,因为这种转化若是百分之百有效的话,风险将不复存在,决策也将万无一失。显然,在客观的世界里,这只是一个梦想而已!所以,以现有的决策理论与方法并不能保证人们的决策万无一失,这就是企业家在决策时承担的风险。可见,在企业投资决策中,企业家的角色无可替代,这要求企业必须首先做好企业家人力资本投资决策,即选对企业家。只有好的企业家才能选好和用好其他人力资产,并形成群体人力资产。

4.并购决策中的估价。在传统并购决策中,人们往往重物质资本的估价,轻人力资本的估价。其实,离开人力资本,物质资本的价值将大打折扣,甚至分文不值。许多企业并购失败,可能与此有关,因为若买下目标企业的实物资产后,原来强有力的管理团队和掌握核心技术的人才离开了,那么物质资产可能就没有人能够很好地驾驭,整个目标企业的价值肯定会下降。当然,也可能存在相反的情况,目标企业的人力资本虽然价值低,但只要置换管理团队,目标企业马上就可能升值,原因可能是目标企业的人力资产与物质资产不协调或者人力资产没有能力驾驭好物质资产。所以在并购估价中,不论遇到哪种情况,都必须考虑目标企业人力资产的价值及其可能的变化,并将其影响数额纳入评估参数之中,这样才能对目标企业进行正确的估价。

五、人力资本对企业利润分配理论的影响

1.人力资本产权理论及其分配制度。现在,人们对人力资本是第一生产要素的观点几乎没有异议,那么将人力资本作为生产要素参与利润分配,也就没有什么可争议的了。问题的关键是如何界定人力资本产权,其中的主要议题是人力资本价值的计量问题以及分配制度的设计问题。

对于人力资本价值的计量而言,运用以前那种基于财务会计成本的计量模式显然不行。因为任何资产的价值不是决定于其历史成本,而是决定于其未来的盈利能力,所以运用现金流量贴现技术并辅之以期权定价模型,可能是人力资本定价方法的

学习型企业的财务理念及财务特征

长沙理工大学管理学院　赵　华　刘更新

20世纪60年代,随着自然科学“模糊理论”和“混沌理论”的提出,管理科学提出了学习型企业的概念。学习型企业是为适应当代经济知识化和信息化的需要而产生的一种企业管理模式,它以提升企业核心竞争力为目的。本文从创建学习型企业的总体战略高度出发,指出了学习型企业应树立的财务理念及具有的财务特征,旨在为学习型企业构建理财系统提供理论支持,从而为提升学习型企业的核心竞争力提供指导路径。

一、学习型企业的财务理念

学习型企业作为一种先进的企业管理模式,能适应时代变化的趋势。与一般企业的管理模式相比,学习型企业在核心理念、组织结构及企业文化等方面有着自身的特征和价值取向。

1.人本财务管理理念。学习型企业认为现代市场的竞争主要是人才的竞争,也是一个企业不同于其他企业的本质所在,故应把人的学习能力作为首要生产要素,即应比对手学得更快。人作为学习的主体,在企业中发挥着至关重要的作用。学习型企业在强调以人为本的同时,应树立人本财务管理理念,即将人及其行为纳入理财体系,对企业的人力资源进行有效管理,充分调动人的积极性、主动性和创造性,最终实现企业的持续发展目标。贯彻人本财务管理理念要求做到以下几点:①加大对人力资源的投入,提高企业管理人员和职工的素质;②推行财务分层管理和全员财务管理,推行民主式和参与式的财务管理;③增加对软资源的投资力度,营造良好的企业文化。

2.柔性财务管理理念。企业理财柔性管理是指企业在理财过程中应以人为本,使企业在动态理财环境下,快速、有效地利用各种变化因素以提高企业的核心竞争力。学习型企业在实施理财柔性管理过程中应做到以下几点:①全员参与。企业理财是对企业经营行为的一种价值反映,它贯穿企业所有的经营管理活动,企业理财不是只与理财人员有关,而应是全体员工参与的过程。②理财行为模糊化。企业理财是对企业经营行为的一种价值反映,即对人的行为的一种反映。而人的行为及其内在思维都具有一定的模糊性,因此在理财的过程中只能寻求满意解,而不能得到最优解。③以刚性为基础,以创新为依托。刚性是保持企业理财活动稳定、有序的前提和基础,而创新是企业增强自身应变能力的途径,因此企业的理财活动应在刚性的框架内增强柔性,并不断提高企业理财的创新能力。

3.创新财务管理理念。学习型企业的理财运作应从以下几方面进行创新:①理财目标的创新。企业的理财目标对企业的理财效果及理财过程起着主导或决定作用,理财目标的创新对企业财务创新能力的培养有着重要意义。随着新产权理论的提出(如共同所有权论、利益相关者合作产权论等),过去“利润最大化”、“股东财富最大化”的理财目标已不能适应新经济条件下的理财环境。因此,学习型企业在理财中应以“企业各利益相关主体财富最大化”为理财目标,并且应在理财过程中注重知识资本的快速积累,以适应知识经济下资本结构的创新。②财务治理结构的创新。学习型企业财务理念、财务目标的创新需要以财务治理结构的创新作为保证,如推行财务代理制,让财务代理人直接对出资者负责,以提高所有者与经营者之间的信息透明度,有效解决委托代理行为中的“内部人控制”问题。③理财内容的创新。在新经济条件下,学习型企业的理财必须调整和拓宽其理财内容,将知识资本、风险管理等纳入理财系统。④理财方法与手段的创新。如构建理财信息系统、实现理财网络化等。

发展方向。

对于人力资本收益的分配制度,在现实中其实已进行了一些实践,如人力资本折股、职工持股制、管理层收购(MBO)、经理股票期权等。其中的问题是,有些制度不是纯粹的人力资本收益分配制度,而是一种物质资本与人力资本混合的收益分配制度。如何改造现有的分配制度和发展新的人力资本收益分配制度,是今后理论界与实务界应共同努力的方向。

2.分配的起点。对于没有入股和折股的人力资本所有者,企业是以税前利润分配的方式付给他们报酬的。基于此,我们认为分配的起点应为企业价值增值额,即“会计利润+利息+薪酬”。

3.向人力资本所有者进行分配的特殊性。目前的研究,基本上都是在考虑人力资本所有者如何才能像物质资本所有者一样得到报酬,而几乎没有考虑人力资本所有者的精神需求。只有把满足人力资本所有者的精神需求也纳入分配视野,企业的财务目标才能真正得以实现。笔者认为,对企业优秀人才的工作环境的安排和家庭的照顾、安置等福利待遇,对他们的鼓励与精神奖励、给予的荣誉称号、自主决策权与工作自由度、带薪休假等都可以看成是对人力资本所有者的分配方式,这种对人力资本所有者的激励性分配,是持续创造企业价值的最佳途径。