

财 务 治 理 趋 同 研 究

江苏徐州师范大学商学院 罗栋梁



企业是一种社会经济组织,存在着依靠契约结合在一起的不同利益主体,而契约的不完备性又导致各利益主体之间产生利益冲突。哈特认为,治理结构可以视为一个代理契约中没有详细说明的决策机制,可以消除由于不同利益取向之间冲突所产生的制度成本。因此,财务治理在企业中具有重要的作用。

种种迹象表明,各国的财务治理正趋于相同。

一、财务治理趋同的表象

1. 财务治理机制的趋同。

财务治理机制是企业财务治理的最高层次,是一种由相互联系、相互制约的特定部分所构成的财务活动体系,具有调节和控制企业财务活动的功能。各国的财务治理机制都趋向于利益相关者价值最大化。

日本、德国的资本市场不发达,法人之间交叉持股且较为稳定,大股东往往同时具有大债主的身份。劳动力市场也不发达,企业员工的流动性较差。知识型员工越来越多地被视为一种对股东投资的补充,为企业创造附加价值。另外,供应商、总经销商和联营企业也被认为是企业重要的利益相关者。因此,在公司财务治理中,不仅考虑了股东的利益,还考虑了经营者、债权人、企业员工等利益相关者的利益,形成了利益相关者价值最大化的财务治理机制。

英美等国的资本市场发达,企业股票的发行额度大、流动性强,股权极为分散。由于政府对法人持股比例进行了限制,即使是机构投资者,也很少有单个机构投资者能够持有大型公司超过1%的股权。经营者实际上掌握着公司的控制权,单个股东很难对经营者产生直接的影响,其所能发挥的委托作用非常有限。股东处于企业的外部,当然要求公司财务治理主要考虑股东的利益。这就是所谓的股东价值最大化的财务治理机制。

股东价值最大化财务治理机制的潜在假设是信息的充分披露、严格的交易规则和流动的资本市场等。若放宽这些假设,在信息不对称和人的有限理性条件下,股东就会只关注自己的股票买卖,追求短期结果,不行使其财务治理权,经营者就会趋向于短期行为,从而损害包括股东在内的利益相关者的利益。因此,经济合作与发展组织(OECD)在1999年的《OECD公司治理准则》中就提倡,治理结构应承认各利益相关者由法律赋予的各项权利,并且鼓励公司与利益相关者在

创造财富、提供就业机会以及公司的可持续发展等方面展开积极的合作。治理结构应保证法律所保护的利益相关者的权利能得到尊重,也就是在财务治理中,调节和控制财务活动应使利益相关者价值最大化。美国的雇员持股计划能够产生相当大的力量,其受益人是企业的员工,也是利益相关者价值最大化财务治理机制的体现。另外,OECD在2000年和2001年的报告中也提到,另外一个正在出现的趋势是工会在公司治理活动中的积极性不断高涨,社会责任投资近几年却得到了迅速的发展。

2. 财务治理模式的趋同。

(1) 出资者处于财务治理的主导地位。在日本和德国,公司采用严格的法定资本制和双重委员会制。股权集中于法人,法人之间交叉持股,特别是银行持股较多,因而其具有大债主和大股东的双重身份。因此,在公司财务治理中,出资者处于主导地位。

英美等国看到了银行相机治理的监督作用,逐渐放宽了对银行的限制。如美国1987年实施的《银行公平竞争法案》,使商业银行开始涉足证券投资等非传统银行业务,商业银行与投资银行之间的业务界限趋于模糊;1991年的《联邦存款保险公司改进法》允许某些银行持有相当于其全部自有资本的普通股和优先股;1996年美国政府又放宽了对商业银行经营业务范围的限制,允许商业银行从1997年1月1日起申请经营股票、债券、保险、房地产等业务;1999年的《金融服务现代化法案》结束了美国金融业分业经营的历史,进入了混业经营时代。同时,政府放宽了对法人持股比例的限制,使得法人股东的持股比例日益上升。如英国从1963年到1981年,个人持有者的比例从54%下降到28%,而机构法人持有者的比例从30%上升到58%。这些措施使得企业的财务治理主体逐渐从经营者向出资者转移。

另外,随着科学技术在企业中的地位提高和作用增加,各国都意识到人力资本在企业中的重要作用,允许以人力资本投资取得企业的股权。企业成为一个名副其实的“人力资本与非人力资本的特别合约”,也使得出资者处于财务治理的主导地位。

(2) 内部监督为主,市场监督为辅。法人股股东的增加,增加了“用手投票”的内部监督。大量的机构投资者也从外部转向内部,进行内部监督。过去,机构投资者参与目标企业财务治理的手段是买卖股票,即通过卖掉业绩差的企业的股票,购入业绩好的企业的股票,从外部对企业进行监督。现在,相当多的机构投资者更加注重长期投资,这就限制了个别企业退

出份额的可能。退出机制的限制,使得机构投资者不能通过买卖股票的方式来维护自己的利益,只能变外部监督为参与企业内部的财务治理。

各国的立法也加强了内部监督。德国法律规定,董事会由于严重违反法定的谨慎性原则使公司的债权人受到损失,而公司不能赔偿时,董事应对公司债权人承担损失赔偿责任。日本1993年修改的股东代表诉讼制度规定,诉讼费用与损失赔偿索取额无关,也增加了大公司董事的诉讼风险。

内部监督的加强弱化了市场监督,但这并不意味着放弃市场监督,各国也在积极加强市场监督。首先,加快资本市场的发展。发达的资本市场使得股东不仅可以在股东大会或董事会上“用手投票”,向经营者提出严厉质询进行直接监督,而且可以在资本市场上“用脚投票”,买卖股票进行间接监督。债权人也可以依靠相机治理来进行监督。日本和德国的资本市场发展非常迅速。在1975年到1985年间,日本和德国公司的直接融资比重分别为14.5%和12.5%,但在1986年至1990年间,就分别上升到30.4%和18.2%,其对资本市场的限制还在进一步放宽甚至取消。其次,加快经理人市场的发展。经理人市场是将经营者作为一种稀缺的资源,通过市场竞争机制对其进行合理的配置,以间接方式对经营者进行监督。

(3)注重事前、事中监督。由于出资者在财务治理中具有主导地位,他们处于企业的内部,便于直接监督,因此更加注重财务治理过程的事前、事中监督。也就是说,他们不仅关注治理的结果,而且关注治理的过程,通过控制治理的过程来控制治理的结果。具体措施有加强对CEO选聘的审批、对公司重大财务决策的审批、对CEO解雇和转换的决策实施监督等等,通过支持有效的决策和纠正错误的决策,加强对财务治理的事前、事中监控。

3.财务治理内容的趋同。

筹资方面:资本结构趋于相同。日本和德国公司的特点是高负债率,但是20世纪80年代以来,随着资本市场的日益发展,公司自我积累能力的增强,企业的直接融资比重增加,对银行的依赖性减弱,负债率逐年下降。英美等国也采取了一系列措施,如增加负债融资、鼓励法人持股等,使得各国的资本结构趋于相同。

投资方面:注重人力资本等无形资产的投资。知识经济的发展要求企业进行管理的创新,管理的创新依赖于企业的人力资本等无形资产。同时,人力资本对企业物质资本的开发和利用也具有决定性作用,企业的成功依赖于其所拥有的人力资本。

分配方面:人力资本参与剩余收益分配。人力资本是商品价格和商业服务价格的主要决定因素,是经济增长的主要源泉,人力资本参与企业剩余收益的分配成为必然。

4.财务治理组织的趋同。

财务治理组织方面,趋于增加独立董事的数量和作用。德国建议在公司监事会中配置数量充足的独立董事,期待独立董事将更多的精力放在监督经营者上面。英美等国则将重点放在独立董事发挥实质性作用方面。将公司治理规则提案加入《交易所上市公司手册》提高了独立董事的独立性,《萨宾纳斯—奥克斯莱法案》中关于独立董事的独立性和审计委

员会的详细规定,可促使独立董事发挥实质性的作用。

二、财务治理趋同的动因及启示

1.财务治理趋同的动因分析。

(1)市场的全球化。科学技术的迅猛发展使得企业由全球资源的竞争转为科技、信息等的竞争,社会化大生产突破了国家的界限,形成了全球经济一体化的格局。产品市场的全球化竞争更加激烈,企业意识到要获得更高的效率就必须改进企业的财务治理,如改进各利益相关者与企业相互作用的方式、改进企业的融资方式等等。

(2)知识经济时代的到来,使人力资本在企业中的地位变得越来越重要。创新和服务成为新的经济增长点,企业的竞争日益成为人才的竞争。财务资本在企业中的地位下降,人力资本的地位逐渐上升。企业不仅要重视人力资本的投资,而且要重视人力资本的融资。人力资本的财务治理是一个全新的课题,这必然会导致企业财务治理的变化。

(3)法律趋同。德国的立法已经将决策过程的控制权倾向于股东,要求提高账目的透明度。法国1997年的Marini公司法改革报告赋予了企业更多财务治理的自由。意大利在1997年的draghi法中增加了股东的权力。美国则更加关注发展关系型投资者,如允许投资者与管理当局之间进行磋商等。法律的趋同可能源于跨国公司制度环境选择的结果,如一家外国跨国公司在纽约上市,它将会受制于美国的证券规则和会计准则,从而也会影响跨国公司所在国家的规则和制度的形成。因此,法律的趋同使得企业的财务治理也趋同。

2.启示。

(1)树立利益相关者价值最大化的理念,解决国有股股东缺位的问题。我国企业的委托代理中,国有股股东的缺位是一个较为严重的问题。但应该看到,关注利益相关者价值最大化能够很好地解决国有股股东缺位问题。利益相关者价值最大化能够让企业的各利益相关者积极参与到企业的发展中来,特别是机构投资者的参与。实际上,在“内部人控制”较为普遍的今天,国有股的固有特性使其成为国有企业中的真正弱者。机构投资者是企业会计信息的真正需求者,能够从企业内部、外部对企业进行有效监督,从根本上解决会计信息失真问题,保护包括国有股在内的各利益相关者的利益。

(2)加强企业的人力资本建设。人力资本是企业发展的动力和源泉,企业应该特别注重对专用性人力资本的建设,包括人力资本的开发、利用、保持等。这不仅需要方法上的创新,而且需要制度上的创新。加强人力资本的建设能够为企业创造更多的持续效益,人力资本的建设是企业的核心任务。

(3)积极培育资本市场。资本市场是企业赖以生存的环境,为企业的发展、壮大提供了坚实的基础,其作用是不可替代的。当然,资本市场的发展需要一个过程,而且应该与各国的具体环境相适应。

(4)选择适合自己的财务治理方式。虽然财务治理方式打破了国别界限,并不意味着企业的财务治理方式都一致。企业应根据自己的治理环境、成长需要以及制度的变化,选择适合自己的财务治理方式。好的财务治理方式会产生高的效率,但在转换财务治理方式时应注意转换成本,企业财务治理方式的转换不应成为其发展的障碍。□