

# 公司治理结构对财务管理目标的影响

陕西中医学院 张培贤 张萌 邱玮

公司治理结构是现代企业制度的核心,有效率的公司治理结构的本质在于利益相关者的平等参与。当前,在我国建立现代企业制度的过程中,必须从根本上把握公司治理结构的内在逻辑,实现公司治理结构的创新,并且根据环境变化调整财务管理目标。深刻理解公司治理结构这一现代企业制度的核心,正确认识公司治理结构的内在逻辑,对于提高公司经营绩效具有重大的意义。

## 一、公司治理结构与财务管理目标

完善公司治理结构是目前世界范围内普遍开展的一项规范运动,已被世界各国企业界公认为是增强企业竞争力、提高企业经营绩效的必要条件。公司治理结构是用来协调公司内部不同利益相关者之间的利益差别和行为的一系列法律、文化和制度的统称,包括对董事会、监事会、经理人员的权利和义务的规定,以及相应的选聘、激励与监督等方面的制度安排。公司治理结构的目标是实现股东财富最大化,防止经营者对所有者利益的背离。

公司治理结构对财务管理目标的实现将产生重要影响。财务管理作为公司治理结构中存在和运行的一个重要管理系统,其目标直接反映着理财环境的变化,并需要根据环境的变化适当地进行调整。公司治理的逻辑变了,或者说公司经营的目标变了,则公司进行财务决策的出发点和归宿必然要相应发生变化,也就是说作为财务运行驱动力的财务管理目标也要相应发生变化。不同的财务管理目标将产生不同的财务管理运行机制。深刻理解公司治理结构这一现代企业制度的核心,正确认识公司治理结构的内在逻辑,进而科学地确定财务管理目标,对于优化公司理财行为、实现财务管理的良性循环具有重大的现实意义。

## 二、我国公司治理结构中存在的问题

目前,西方国家的公司治理结构通常被归结为两大模式,即英美模式和日德模式。前者被称为“股东至上”模式,后者则被称为“共同治理”模式。

“股东至上”模式的缺陷是,由于经营者有着不同于所有者的利益目标,在所有权与控制权分离的条件下,经营者在获取企业控制权方面处于有利地位,在信息不对称的条件下,其自由处置行为往往有损于股东利益。至于债权人、职工等其他利益相关者则因其在企业中的“声音”弱小而使得自身相应的权益难以得到保护,这也为经营者谋取自身利益最大化创造了有利环境。

而在“共同治理”的治理逻辑下,企业不仅重视股东的利益,而且重视其他利益相关者对经营者的监控;不仅强调经

营者的权威,而且强调其他利益相关者的实际参与。“共同治理”模式与其他模式相比有明显的优点:①“共同治理”模式承认改革的现实背景和条件特征。②企业的本质在于它是一种团队生产,人力资源和非人力资源相互依赖,团队成员只有缔结长期合约,才能确保这种依赖性资源免于受损。而“共同治理”模式恰恰有助于保持利益相关者之间长期、有效的合作。③“共同治理”模式有助于解决政府“廉价投票权”问题。“共同治理”模式引入债权人、职工等利益相关者作为监督人,可以在客观上部分解决政府监督失灵的问题。

近几年,我国经过公司治理结构的改革,已基本形成了一套符合我国国情的公司治理结构,如独立董事的设立等。但是,由于受我国资本市场尚不完善、相关法律法规不配套和社会监督不力等因素的影响,仍然存在一些难以解决的问题。具体表现在以下两个方面:

第一,“股东至上”的治理逻辑使我国公司治理结构的改革面临两难选择。从国有企业改革可以看出,改革的着眼点始终是单纯地改进政府对企业的控制和激励。由于信息不对称及代表国家行使委托人职能的政府自身无风险投票权(廉价投票权)引发的道德风险,经营者在这场权利争夺战中总能占优势,从而总能合法或事实上得到控制权,并使他们的利益在公司的决策中得到比较充分的体现,这种现象被称为“内部人控制”。我国公司治理结构改革过程中出现的这种情况,反映出了如下的两难选择:给企业经营者以充分的经营自主权是必要的,它可以带来企业效率的提高,但同时也可能导致“内部人控制”;国家作为大股东对企业进行监督和控制是必要的,但国家及其代理人的特殊地位又使得这种监控难免带有行政色彩,导致对企业过多的干预。

第二,多层次的委托代理关系在“股东至上”的治理逻辑下被简化成单层次的委托代理关系。现代公司制理论认为,现代企业制度本质上是一种契约制度。委托人通过契约激励和约束代理人的行为,增加委托人的效用,但由于委托人与代理人的目标并不完全一致,要想有效监督代理人的工作,就必然产生代理成本,而委托代理的层次是决定代理成本的主要因素之一。多层次的委托代理关系加大了信息的不对称性,增加了代理成本,使得公司治理结构的效率大大降低。按照“股东至上”的治理逻辑,公司治理结构的关键在于作为所有者的委托人如何激励和约束代理人,因而公司治理结构就简化为单层次的委托代理关系。而事实上,多层次的委托代理关系增大了信息的不对称性,使得监督者丧失了监督能力和监督动力。



# 我国管理层收购的风险及其防范

厦门大学 高明华

管理层收购(MBO)在我国的发展历程一波三折,主要是因为MBO是一种重大的产权制度变革和制度创新,在我国企业中推行存在着巨大的风险。因此,只有合理地防范这些风险,才能使MBO在我国有广阔的发展空间。

## 一、我国实施MBO的风险分析

MBO风险有内部和外部之分:内部风险来源于MBO自身的特性以及企业的内部机制;外部风险来源于MBO实施过程中涉及的外在因素。

### 1. 内部风险分析。

(1)收购动机风险。MBO之所以对我国企业有着重要意义,原因在于通过MBO可以理顺企业的产权关系,剥离不良资产,完善公司治理结构。然而,MBO是通过充分博弈和股权变更,以新的权益集合体代替旧的权益集合体的一种利益制衡过程。在这一过程中,我国企业管理者的机会主义倾向颇为严重,许多管理者收购企业的动机并非从企业利益出发,而是试图利用收购过程中信息的不对称来为自己谋利,以致实施MBO后非但没有使企业业绩得到应有的提高,反而严重损害了广大利益相关者的利益。

(2)产权风险。与西方发达国家企业的产权状况相比,当前我国企业的产权关系不够明晰,管理层在收购过程中常常

既代表买方又代表卖方,极易导致“内部人控制”。此外,在我国上市公司的股权结构中存在着流通股和非流通股,两种股权在转让和定价上的巨大差异使我国的MBO操作起来十分复杂,股权转让的公允性与合理性容易受到质疑。这进一步加大了收购的难度。

(3)激励风险。现代企业制度的特征是所有权和经营权的分离,而MBO却使企业的所有权和经营权都集中到管理者身上。实施MBO是为了更有效地激励高层管理人员,但由于缺乏监管,这一目标往往难以实现。在MBO完成之后,目标公司极有可能出现以高层管理人员为代表的新的“一股独大”来代替原有的国有股的“一股独大”,衍生出更为严重的公司治理问题。国外许多实证研究都表明,企业价值会随着管理者持股比例的增加而上升,但当管理者的持股比例达到一定程度以后,企业价值反而会随着管理者持股比例的增加而呈现下降趋势。在实施MBO之后,一旦管理者持有公司股份的比例超过了一定的界限,股权的激励作用将失去意义,管理者往往会为了提高自己持有股份的价值,利用“内部人”优势侵占中小股东和公司的利益,与实施MBO的初衷背道而驰。

### 2. 外部风险分析。

(1)制度风险。MBO作为一种经济行为,它所面临的最大

## 三、公司治理结构的完善对财务管理目标的影响

作为企业所处经济环境的一个最直接组成部分,公司治理结构确定了企业的目标,并提供了实现目标和监督其运行的手段。企业财务管理目标服务于企业的目标,当然也是由公司治理结构确定的。财务管理目标制约着财务运行的基本方向,如果看不到公司治理结构的发展变化,不能适时调整公司财务管理目标,则财务运行机制就不可能合理,进而会影响公司治理的效率。

“股东至上”的治理逻辑确定了股东财富最大化的财务管理目标。“股东至上”的治理逻辑认为,股东在企业中投入了大量的专用性资本并最终承担了企业的经营风险,因而应享有企业的全部剩余收益,即股东持有剩余索取权。因此,在“股东至上”的公司治理结构下,财务管理目标就是通过财务上的合理经营,实现股东财富最大化。股东财富最大化的财务管理目标只强调股东的利益。

股东财富最大化的财务管理目标违背了“共同治理”的治理逻辑。“共同治理”的治理逻辑与“股东至上”的治理逻辑的本质区别在于,企业是为利益相关者服务而不是仅仅追求股东财富最大化。大量的理论和事实证明,企业并不是所有者

的企业,而是所有者与其他利益相关者共同的企业。只有所有利益相关者的利益得到保护和合理的满足,才有可能实现企业价值最大化,股东财富也才能增加。从利润最大化、股东财富最大化到企业价值最大化的这一发展过程向我们清楚地揭示了推动财务管理目标理论发展的两条线索:一是目标理论本身的缺陷,这是推动理论发展的内在矛盾;二是现代公司治理结构的发展,这是推动理论发展的外在矛盾。由于所有权与经营权分离产生的代理问题,使得股东价值与企业价值一致性的条件遭到破坏,同时各产权主体要求利益平等的原则不能被否认,而企业价值最大化恰恰迎合了这种要求,这是现代企业制度发展的必然选择。

应认识到完善的公司治理结构是提高经营效率的一个关键要素,处理好股东、董事会、经理层、职工以及其他利益相关者之间的关系。同时,应认识到财务管理目标应随公司治理结构的发展而相应变化,应通过财务管理活动使企业价值增长并满足利益相关者的利益要求。这对于保持我国企业的可持续发展意义深远。没有一整套符合规范的公司治理结构,不进行切合实际的科学管理特别是财务管理,现代企业制度就不能真正建立,经济效益就不能稳定提高。□