

国有企业利益相关者的相机财务治理

山东工商学院 吴树畅

一、国资委的相机财务治理

在国有企业股权结构中,国有资产管理委员会(简称“国资委”)作为国家出资人代表,履行出资人职责。但是,国资委作为国有资本的产权代表,既具有行政事业单位的性质,又具有企业的性质。国资委在履行出资人职责时,不能直接干预企业法人的财产权。所以,在政企分开的条件下,为了追求国有资本的价值与增值,国资委必须对国有企业实施相机财务治理,而不能直接干预国有企业的财产权。

一方面,国资委通过行使对国有企业经营管理者的考核、任免等人事权,促使国有企业控制主体采取最大化国有资本保值增值的财务行为;另一方面,国资委通过明确国有资本的投融资政策、利润分配政策等,间接约束国有企业控制主体的财务行为。国资委通过对国有企业控制主体经济行为的激励与约束以及制定国家财政政策,达到影响国有企业控制主体决策行为的目的。在国有企业经营效益较低的情况下,国资委可以采取转让产权、股份制改造等措施保全国有资本;在国有资本运营效率提高的情况下,国资委可以追加投资、扩大投资规模,谋求国有资本收益的持续增长。

二、中小股东的相机财务治理

在股权分置的情况下,中小股东和控股股东处于不同的风险与收益结构状态,控股股东的财务行为不一定满足中小股东的目标收益要求。如我国上市公司的股权结构中,控股股东的股份不能在二级市场上流通,而中小股东的股份可以在二级市场上流通;控股股东的收益结构包括股利分配和产权市场上的股份转让收益,而中小股东的收益结构包括股利分配和二级市场上的资本转让收益。

在产权市场不发达的条件下,产权市场的转让价格与证券市场(二级市场)的转让价格存在很大的差距,控股股东转让股份的机会成本是很高的,所以其收益实质上主要由股利分配构成。那么,在企业控制权被控股股东掌握的情况下,控股股东的股利分配行为是否会考虑到中小股东的利益呢?由于大股东与中小股东参与公司治理的程度不同,对公司实际运营情况的了解程度也不同,如果控股股东利用自身的优势选择了不利于中小股东的机会主义行为,中小股东又该如何保护自己的利益呢?

解决中小股东利益不受大股东机会主义行为损害问题的关键是建立基于中小股东的相机财务治理机制。正是基于股权分置的现实,中国证券监督管理委员会于2004年发布了关于建立类别股东表决机制的征求意见稿。其中,当中小股东有半数以上不同意公司进行资产重组或再融资时,资产重组方

案或再融资方案就不能通过。类别股东表决机制的建立为中小股东相机财务治理提供了制度保障。中小股东虽然拥有企业的所有权,但由于其持股比例太小,因此仍缺乏对企业的实际控制权。

在股权分置的情况下,非流通股和流通股股东的风险与收益结构明显不同,控股股东与中小股东的财务行为很难达到目标收益的一致性。例如,上市公司的再融资行为使控股股东可支配的财务资源扩大,控股股东可以利用自身的控股优势和关联方交易达到转移上市公司财务资源的目的,控股股东的预期财富在增加。但是,上市公司的再融资行为会直接影响二级市场上股票的价格,影响中小股东的利益。

中国证券监督管理委员会提供的上市公司2003年年度报告统计显示,控股股东及其他关联方通过非经营性方式侵占上市公司资金的金额大约为577亿元。据统计,在连续两年亏损的上市公司中,有70%存在控股股东侵占上市公司资金的行为;已退市的15家上市公司经营失败的重要原因之一是控股股东的资金侵占行为。这说明在控股股东处于绝对控股地位的情况下,中小股东处于被动地位,特别是在新兴的资本市场上,由于资本市场的风险分摊功能不健全,这种现象更为严重。所以,为了保护中小股东的利益,必须赋予中小股东更大的相机财务治理权。

建立中小股东相机财务治理机制的前提条件是降低中小股东行使表决权的成本,提高中小股东相机财务治理的动力。中小股东之所以不愿意履行相机财务治理权,是因为其股份太少,行权成本太高。所以,有效解决中小股东相机财务治理问题的两个基本方略是建立中小股东累计投票权制度和中小股东投票权的信托代理制度。累计投票权制度解决了中小股东股份太少、对控制主体决策行为影响太小的问题;投票权的信托代理制度则解决了中小股东行权成本过高的问题,中小股东可以委托投资银行、信托机构和基金公司等代理行使其表决权。

三、经营者的相机财务治理

国资委、中小股东具有对企业的相机财务治理权,同样,经营者也具有对企业的相机财务治理权。企业财务状况与所有者治理结构有一定的关系,当所有者的决策行为导致企业经营状况恶化时,经营者会通过管理层收购(MBO)实现对企业实际控制权的掌握。

相机财务治理机制的核心问题是监督和惩罚经营者,目的在于强化对董事和经理人员的约束。当企业财务状况恶化时,经营者面临被替换的可能。此时,如果经营者是有能力的,

其对企业经营存在的问题比其他利益相关者了解得更清楚,经营者具有收购企业维护自身利益的行为动机。在这种信息不对称的条件下,允许经营者收购企业将是企业可行的再生手段。同时,经营者收购也是出于无奈,要保住已有的权力就必须抵制他人接管企业。这样,一旦企业被收购,对经营者就构成财富约束,就会形成经营者拯救企业的动力。从各国的实践来看,管理层收购已成为经常运用的企业重组手段。所以,经营者通过管理层收购实现对企业的相机财务治理权,对于提高企业的经营效率、改善国有企业财务状况等是有益的。

另外,由于在股权分置的情况下,经营者可以通过授权来经营企业的法人财产,所以经营者对于授权其经营的企业也具有相机财务治理权。如集团公司对下属子公司的财务治理可以选择集权式财务治理模式和分权式财务治理模式两种。当下属子公司独立的财务经营状况良好,能够满足集团公司的目标要求时,对子公司的财务治理可以选择分权式财务治理模式;反之,当子公司采取分权式财务治理模式不能达到集团公司的目标要求时,则对子公司的财务治理应选择集权式财务治理模式。这两种模式是集团公司对下属子公司实施相机财务治理的基本模式。

四、债权人的相机财务治理

债权合约和《破产法》是债权人相机财务治理的制度基础。其中,《破产法》是所有债权人为维护其资本权益而必须共同遵守的法律,其所规定的债权人申请债务人破产的条件具有刚性,即只有当债务人符合《破产法》规定的条件时,债权人才能申请债务人破产。只有当债权人观察到债务人具有《破产法》所规定的破产迹象时,债权人才会启用《破产法》赋予的权利,对债务人实施相机财务治理。

《破产法》有利于债权人资本收益的保全,但是不能满足债权人对资本收益增长的要求。债权合约是债权人和债务人共同签订的,具有一定的灵活性,每一份债权合约的内容和限制性条款都不相同。债权人可以在利用债权合约实施资本收益保全的同时,通过增加限制性条款来实施债权人资本收益增长的目标要求。所以,如何签订债权合约是债权人实施相机财务治理的关键。

债权人之所以要签订有利于实施相机财务治理的债权合约,是因为信息的不完全性和不对称性。债权人不可能签订完全合约,因为其不可能将各种可能发生的情况都考虑进去。这就要求签订债权合约时要设立限制性条款和附带性条款。限制性条款主要是对资金筹集、使用等的限制性规定,附带性条款是债权人为实施相机财务治理而设立的,是债权人基于债务人的不同财务状态考虑的财务行为选择。

债权人的相机财务治理应当考虑的债务人的财务状态包括债务人业绩稳定、现金流转顺畅、偿债能力稳定和债务人业绩下滑、现金流转不畅、偿债能力下降两种。债权人的相机财务治理行为包括抵押资产变现、追究担保人连带责任、债务重组、申请债权人破产和追加贷款额度。债权人的相机财务治理行为包括接管董事会、参与董事会、接管监事会、参与监事会、更替经理人员等。如果出现了不利于债权人的财务状态,债权人会实施资本收益保全措施;如果出现了有利于债权人的财务状态,债权人会实施有利于资本收益增长的追加贷款额度

措施。无论企业出现了哪种财务状态,债权人采取了哪种行为,为了获得一定的决策信息,债权人都具有相机参与企业治理的行为动机。

随着我国金融体制的改革,商业银行不仅可以向企业提供债权融资,而且还可以向企业提供股权融资,因此商业银行将拥有债权人和股东双重身份。在这种情况下,主办银行制度下的关系型融资体制会逐渐形成,相应的相机财务治理制度也将逐渐完善。

五、职工的相机财务治理

社会主义市场经济体制与资本主义市场经济体制的根本区别在于财产所有制的实现形式不同,社会主义市场经济体制下,国有经济在国民经济中起支配和引导的作用。国有经济的公共产权属性决定了资源配置不仅要强调效率,还要兼顾公平。特别是我国正处于经济转轨期,企业制度改革直接关系到职工的经济利益,如果企业制度改革只强调效率而不顾公平,损害了处于弱势地位的职工的利益,就会引起社会的动荡。所以,应当赋予职工相机财务治理权。

工资和奖金是职工的主要收益,被解聘或被降低薪酬标准是职工可能面临的风险。职工因为个人能力或道德问题而被解聘或被降薪是管理者进行人力资源管理的基本原则,但也存在着因为管理者无能而造成企业业绩下滑、财务状况恶化、职工工资发不出来的情况。所以,职工应当具有相机财务治理权以维护自身的利益。当职工的整体利益受到威胁时,职工可以通过参与公司治理、要求进行财务补偿或财务惩罚等相机财务治理措施以维护自身的利益。

六、客户的相机财务治理

客户作为企业的利益相关者,可能是企业的供货商或销售商,与企业之间具有密切的经济业务关系,企业的财务行为直接影响到客户的经济利益。所以,客户也具有对企业相机财务治理的行为动机。客户对企业的相机财务治理有两个基本方案可供选择:一是通过与企业签订财务合约以约束企业控制主体的决策行为,达到维护自身经济利益的目的;二是通过纵向一体化或横向一体化争夺企业的所有权,达到控制企业和维护自身利益的目的。当然,除了通过纵向一体化或横向一体化实现对企业的控制权的争夺以维护自身利益之外,客户也可以选择继续合作或放弃合作以实现对企业的相机财务治理。当企业提供的产品或服务不能满足客户的需求时,客户就有可能选择放弃合作的策略。

七、政府的相机财务治理

政府不仅是企业的“守夜人”,而且还可能是企业的债权人和投资人。当企业的财务行为影响到社会经济的安全运行时,作为企业“守夜人”的政府将会对企业控制主体的财务行为进行惩罚,并规范企业控制主体的财务行为。当政府作为企业的债权人和投资人时,与其他债权人和投资人一样也具有相机财务治理权。如对排污企业的治理,政府通过罚款或征税等措施影响企业控制主体的财务行为;对偷税、漏税的企业实施税收保全措施等也是政府对企业的相机财务治理的表现。不过,政府作为企业的利益相关者,其本身也具有追求自身利益最大化的行为动机,因此,政府的相机财务治理权必须建立在完善的法律法规体系基础之上。☐