

洪敏 著

◎ 企业经营管理研究丛书 ◎

财务治理研究

——
基于契约理论视角



合肥工业大学出版社
HEFEI UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

企业经营管理研究丛书

洪敏 / 著

CaiWu ZhiLi YanJiu

JiYu Qiyue Lilun Shijiao

财务治理研究 ——基于契约理论视角

合肥工业大学出版社

内 容 简 介

本书以我国上市公司为背景,以契约理论为基础,借鉴中西方财务治理理论的研究成果,以契约角度对我国上市公司财务治理权的配置和产权结构进行详细的分析。内容包括财务治理的契约经济学基础、契约视角的治理分析框架、我国上市公司的财务治理、财务治理与企业价值、财务治理的监督与执行、我国上市公司财务治理模式创新等。

图书在版编目(CIP)数据

财务治理研究:基于契约理论视角 /洪敏著. —合肥:合肥工业大学出版社,2011.4

ISBN 978-7-5650-0470-4

I. ①财… II. ①洪… III. ①财务管理—研究 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 045464 号

财 务 治 理 研 究

——基于契约理论视角

洪 敏 著

责任编辑 汤礼广 马成勳

出版	合肥工业大学出版社	版次	2011年4月第1版
地址	合肥市屯溪路193号	印次	2011年4月第1次印刷
邮编	230009	开本	889毫米×1194毫米 1/32
电话	总编室:0551-2903038	印张	9
	发行部:0551-2903198	字数	233千字
网址	www.hfutpress.com.cn	印刷	合肥工业大学印刷厂
E-mail	press@hfutpress.com.cn	发行	全国新华书店

ISBN 978-7-5650-0470-4

定价:20.00元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社发行部联系调换。

前 言

企业是一系列契约所组成的集合体,企业的设立及其之后的各项经营活动都依存于所建立的各项契约关系。在市场经济中,每个交易行为都是种契约关系,也是种契约选择。在企业各种契约关系中,财务契约关系尤为重要,财务契约关系的研究是制度性财务发展的必然。公司法和公司章程规定的许多战略性内容,基本都是财务性的。企业如何确立契约各方的地位与职责,很大程度上取决于财务契约的安排。而财务契约利益各方的制度安排正是本书要探讨的问题,即财务治理问题。可以说,企业要实现契约各方的权益和解决契约各方的矛盾和冲突,都需要建立健全的财务治理结构。财务治理是企业的中枢神经,是企业财务的本质,也是各种利益关系的焦点。

近年来,我国企业(尤其是很多上市公司)在交易过程中存在许多违约现象,财务治理契约安排不明晰是一个根本性的问题。这也导致我国上市公司治理效率低下,

财务治理研究是我近年来一直关注的问题,本人所做的硕士学位论文也是关于我国上市公司财务治理问题的研究,也正是从那时起,我对财务治理问题产生了浓厚的兴趣,并坚持这方面的研究,陆续发表了有关财务治理问题的文章,同时申报了安徽省教育厅人文社科项目:财务治理、资本结构与融资决策(2008sk182)并获得了资助,但真正鼓足勇气着手进行本书的写作,要感谢我的领

导和老师、财务会计学专家林钟高教授的大力支持和关心,没有他的鼓励和支持,也许到现在我还没有将梦想化为现实。还要感谢同事的关心和帮助,感谢家人在精神上默默地支持!

著者

2011年3月25日

目 录

1 绪论	(1)
1.1 研究缘起	(1)
1.2 国内外研究综述	(2)
1.3 研究意义	(11)
1.4 研究框架与方法	(15)
2 财务治理的契约经济学基础	(19)
2.1 契约理论的历史演进与发展	(19)
2.2 公司治理理论综述	(31)
2.3 资本结构理论研究综述	(43)
2.4 财务治理与其他财务理论	(51)
3 财务治理:契约视角的理论分析框架	(60)
3.1 财务治理:概念约定	(61)
3.2 财务治理基本理论假设	(62)
3.3 财务治理的契约主体及其权力配置	(63)
3.4 财务治理客体:主体间的契约关系	(68)
3.5 财务治理中的契约行为	(69)
3.6 财务治理契约机制设计	(79)
4 中国上市公司财务治理:资本结构选择与融资决策	(85)
4.1 资本结构:财务治理效应的财权契约	(86)

4.2	不同融资契约的财务治理方式分析	(94)
4.3	财务治理效应与企业绩效的实证分析 ——以我国上市公司为例	(103)
5	中国上市公司财务治理:投资决策及股利政策	(115)
5.1	股权融资契约与投资决策行为	(115)
5.2	债务融资契约与投资决策	(128)
5.3	财务治理与股利政策	(139)
6	财务治理与企业价值	(166)
6.1	企业价值理论综述	(166)
6.2	企业价值最大化:财务治理目标的现实选择	(176)
6.3	财务治理效率:企业价值的体现	(181)
6.4	案例:TCL整体上市——基于财务治理 结构改善和公司价值提升的分析	(189)
7	财务治理契约的监督与执行	(201)
7.1	财务预算系统	(202)
7.2	财务信息管理系统	(211)
7.3	财务风险预警系统	(219)
8	我国上市公司财务治理模式创新	(244)
8.1	基于战略的财务治理创新	(244)
8.2	财务治理创新:人力资本参与分享财务治理权	(248)
8.3	知识与信息时代财务治理探索	(259)
8.4	财务治理创新:财务激励创新机制	(269)
	参考文献	(279)

1 绪 论

1.1 研究缘起

我国在建立与完善现代企业制度的过程中,面临着比西方公司复杂得多的公司治理问题,因为我国现代企业制度是在政府推动下对传统的计划体制下的国有企业进行改革的产物,而不像西方国家的公司是市场经济发育的结果。在建立与完善现代企业制度的过程中,出现了一系列特殊的、复杂的公司财务问题和公司治理问题,这就迫切需要在充分借鉴国内外已有研究成果和理论的基础上,充分结合中国企业改革和发展的实际情况及客观条件,积极进行整合研究和理论创新,探索总结出适合中国国情的财务治理理论,以便更加科学有效地指导我国企业的改革和发展。要解决我国企业的公司治理问题,改善公司治理结构中存在的缺陷,我们必须正视公司治理问题的核心——财务治理。

从中西方目前已有的对财务治理的研究来看,在国际上,从财务管理角度研究公司治理尽管已经十分深入,但国外从财务管理角度研究公司治理问题仍然存在一些欠缺。如国外从股东对经营管理者激励的角度虽进行了深入分析,但只是重视激励的手段和方法而忽略了对背后财务机制的研究;从债权人对股东监控的角度进行了分析,但只是从加强财务监控入手而忽略了其他相应的财务手段的研究。而且,国外对于财务治理的研究也只局限于单一的研究,如英国、美国主要重视股东和经营管理者之间的冲突,因而主要研究这类冲突的治理;而日本、德国则主要重视债权人和

股东之间的冲突,因而主要研究这类冲突。而从契约经济学的角度对于股东与经营管理者的冲突和债权人与股东的冲突两者相结合的研究则十分少见。

从国内对财务治理的研究现状来看,也存在许多不足。如对财务治理的研究,基本上缺乏总体框架的认识。对于我国当前财务治理研究的重点是“财务治理权”如何在董事会、总经理与财务经理之间进行合理的配置,偏重于内部财务治理。而西方则注重通过资本结构的最优安排,解决股东、债权人和经营者三者之间的矛盾与冲突,从而达到企业价值(股东价值)最大化,或通过财务契约(financial contracts)的合理设计,使企业的控制权在适当的时候进行转移,从而使企业的控制权始终掌握在关键人手中,因而,他们侧重的是外部财务治理机制的研究。两者各有其优点和不足,但一个共同的缺陷就是将外部财务治理和内部财务治理割裂开来。实际上,它们是相互联系、相互促进的,外部财务治理有助于内部财务治理的改善,良好的内部财务治理结构也有利于股东、债权人和经营者以及其他利益相关者之间关系的处理。另外,西方财务治理研究侧重在一系列严格假定基础上的数量化分析和深奥而严谨的数学推导,而中国的财务治理研究则完全相反,以规范的定性分析为主。如何有效地吸取两者的优点,构建中国特色的财务治理理论并注重其实际应用效应在当前显得尤为重要。

1.2 国内外研究综述

1.2.1 国外研究综述

国外关于财务治理的研究得从公司治理谈起。公司治理是现代企业发展的产物。早在一百多年前,为数不多的大公司所有权与经营权分离初露端倪之际,阿尔弗雷德·马歇尔就提出公司治理这个问题。20世纪80至20世纪90年代,西方学者掀起了公司

治理研究的高潮。1992年,英国 Cadbury 委员会发表了《公司治理的财务方面》,公司治理成为全球性的关注热点。亚洲金融危机以后,尤其是近年来,由于美国安然、安达信等公司的财务丑闻,公司治理问题成为世人关注的热点,并由此引发美国新一轮公司治理实践,从而对世界范围内的公司治理工作产生积极影响,并使公司治理成为世界性的研究和实践课题。西方理论界对公司财务和公司治理研究具有融合研究的趋势,在此基础上有所发展,产生了财务治理理论的萌芽,其研究成果必将对财务治理理论的发展产生重要影响。尽管西方学者意识到公司财务与公司治理具有内在关联性和依存性,但并未展开深入研究,未能正式提出财务治理范畴,未能构建出完整的财务治理理论体系,因而其理论探索尚处于“萌芽阶段”。西方对财权与财务治理的研究突出表现在新财务思想对资本结构的非数量性研究上。从内容上看,主要是西方新资本结构理论,包括:资本结构的代理成本理论(或称激励理论)、资本结构的信号模型理论(或称信息传递理论)、资本结构的控制权理论。西方新资本结构理论(1977以后)以信息不对称理论为中心,来展开对资本结构中财务契约治理的研究与分析。这种对资本结构的非数量性研究,抛弃了对最佳资本结构的具体求证,着重分析资本结构对公司财权的安排和对财务治理结构的影响,为财务治理研究奠定了坚实的理论基础。

1.2.2 国内研究综述

我国对公司治理的研究是从20世纪90年代开始的。1993年,党的十四届三中全会确定了国有企业的改革方向是建立现代企业制度,随后全国国有大中型企业开展了建立以公司制为核心的现代企业制度的实践。1999年9月,党的十五届四中全会《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》指出:公司法人治理结构是公司制的核心。2003年10月,党的十六届三中全会决定首次把“完善公司治理”作为深化国有企业改革的首要举措,为深

化国有企业的改革、完善国有企业公司法人治理结构指明了方向。我国的财务治理理论研究处于初级阶段,从现有文献看,主要是从财务管理角度研究公司治理的管理学观点和从制度的角度研究财务管理的财务学观点两大类。其内容主要是对财务治理概念的界定、财务治理体系框架的构建、财务治理内容的概括、财务治理效率的评价等。

(1) 对财务治理内涵概念的界定

目前,财务理论界并未真正给出完整、确切的财务治理定义。许多学者从不同的研究目的出发,根据自身对财务治理含义的理解,概括了多种财务治理概念。关于财务治理的内涵,国内学者从不同视角进行界定,具有代表性的定义为以下几种:伍中信教授秉持财权配置论,认为财务治理结构是以财权为基本纽带,以融资结构为基础,在以股东为中心的共治治理理念的指导下,通过财权的合理配置,逐步确立出资人、董事会、经理人和企业财务人员财权流动和分割中所处的地位和作用,分别体现各主体在财权上相互约束、相互制衡的关系,形成有效的财务激励与约束机制,实现相关者利益最大化和企业决策科学化的一整套制度安排。衣龙新(2005)博士也是财权配置论的拓展者,认为财务治理是指基于财务资本结构等制度安排,对企业财权进行合理配置,在强调以股东为主导的利益相关者共治治理的前提下,形成有效的财务激励约束等机制,实现公司财务决策科学化等一系列制度、机制、行为的安排、设计和规范。宋献中教授(2000)从所有者与经营者的关系角度进行界定,认为财务治理结构是一组规范所有者、经营者的财务权力、财务责任和财务利益的制度安排。林钟高教授认为:“财务治理是一组联系各利益相关主体的正式的和非正式的制度安排和结构关系网络,其根本目的在于试图通过这种制度安排,以达到利益相关主体之间的权利、责任和利益均衡,实现效率和公平的合理统一。”冯巧根博士认为,财务治理结构是“财务制度的创新,是与公司治理结构的现状密切联系的”,“财务治理结构是这样一种

契约制度,它通过一定的财务治理手段,合理配置剩余索取权和控制权,以形成科学的自我约束机制和相互制衡机制,目的是协调利益相关者之间的利益和权责关系,促使他们长期合作,以保证企业决策效率的一种契约制度。”黄菊波等从财务治理与公司治理关系的视角进行考察,认为财务治理结构是公司治理结构的子系统,从属并取决于公司治理结构的根本性质,是公司财务决策权、财务执行权和财务监督权的划分与配置;公司重大财务事项的决策权必须赋予董事会,一般财务事项由经理人员斟酌决定,财务经理和财务职能部门拥有财务执行权,财务监督权则赋予监事会。李心合教授指出,公司财务治理权是公司法人财产权的核心,法人财产权的主要内容就是法人财务治理权(包括财务决策权、财务执行权和财务监控权)。财务治理结构是公司法人治理结构的重要部分,财务治理权配置是财务管理体制和财务运行机制的核心内容,配置合理与否是影响财务资源配置效率的关键性因素。杨淑娥教授从利益相关者的角度分析,认为公司财务治理“是指通过财权在利益相关者之间的不同配置,从而调整利益相关者在财务体制中的地位作用,提高公司治理效率的一系列动态制度安排”。仔细分析以上各位专家的论述,我们发现对财务治理内涵的界定仍然比较混乱和模糊。若不及时扭转这种局面,推进财务治理理论向纵深发展的工作将会遇到严重障碍。因此,我们认为,“财务治理”是在股东主导的利益相关者共同治理的基础上,通过支配若干在企业财务管理活动中有重大利害关系的团体——股东、债权人、职工,以期提高企业理财效益,形成财务治理结构、财务治理机制与财务治理环境良性互动,实现财务决策科学化、财务治理效率最优化和企业价值最大化的制度安排。

(2) 对财权及其治理结构的研究

林钟高教授和冯巧根教授从“财务契约安排”的角度进行了定义。财务治理作为一种规范、完善企业财务制度的创新组织和契约机制,它通过一定的财务治理结构、机制和行为手段,合理配置

剩余索取权和控制权,以形成科学的财务约束机制和相互制衡机制,目的是协调利益相关者之间的利益和权责关系,促使他们长期合作,以保证企业财务决策的科学性和效率性(林钟高等,2005)。同时还有:刘贵生博士的《财务原理论纲——财务分配论》强调财务分配权在财务研究中的重要地位,被认为是国内对财权研究的具有开创性的重要探索。谢志华博士的《出资者财务论》,从配合产权制度改革的角度出发,对财务激励、财务约束和财务监督进行研究,实际上是对企业财务治理结构所作的初步探索。汤谷良博士的《经营者财务论》认为,把企业产权机制引入企业财务理论,可以使我们对企业财务产生符合市场经济原理的基本认识。于胜道博士的《所有者财务论》,从所有权的角度研究财务,提出了所有者财务理论,该理论提出的背景也在于对财权的考虑:经营权泛滥而所有权弱化。

(3) 关于财务治理的内容体系

林钟高教授(2005)和衣龙新博士(2005)均认为,财务治理的内容体系包括治理结构、治理机制与治理行为三个部分,但在对各构成要素的具体内容上存在分歧。衣龙新博士的《财务治理理论初探》认为,财务治理涉及的内容十分广泛,大体上可分为治理结构、治理机制、治理行为三个方面。财务治理结构是财务治理的基础,是财务治理发挥效力的依据。财务治理结构内容可划分为四个部分,即资本结构安排、财务组织结构安排、财务运营模式安排、财务机构岗位安排;财务治理机制的内容可分为财务基本机制、财务激励与约束机制、财务相机治理机制三个方面。设计、形成有效的财务治理机制,对企业财务行为进行适度的调节和控制,是财务治理追求的目标和主要内容之一;财务治理行为规范是企业管理活动中具有战略性、全局性、系统性的特殊管理行为,它与企业一般财务管理活动(如筹资、投资、收益分配管理等)有着本质的区别。财务治理行为规范主要包括企业财务政策选择、财务战略规划设计等方面,构成了企业财务治理的重要内容。林钟高教授等

认为,财务治理结构主要解决财务资本结构安排、财务组织结构安排、财务治理效率论、财务运营模式安排以及财务机构岗位安排等;财务治理机制主要解决财务基本机制、财务激励与约束机制以及财务相机治理机制等问题;财务治理行为则主要解决财务政策选择、财务战略规划以及财务行为规范化问题。油晓峰博士(2005)提出的财务治理理论框架包括财务治理主体、财务治理客体、财务治理假设和财务治理模式等构成要素。伍中信教授(2007)认为,财务治理结构体系包括治理主体、治理客体、治理中心、治理模式和治理目标等基本要素。在此基础上,构建了一个以财权配置为核心、以融资结构为基础、以财务激励与约束机制为内核的财务治理结构的研究体系,并认为财务治理权具有财务决策、控制和监督三个权能。财务治理权是财权范畴中的核心,其对财权配置的作用和影响主要是通过财务决策权来实现的,因此财务决策权就成为财务治理权、财权配置乃至企业财务治理结构的核心。

(4) 关于财务治理理论框架

财务治理理论框架包括财务治理目标、主体、客体、假设、机制、模式等内容。

姚晓民(2003)认为,财务治理的目标是实现公司内部和外部利益相关者的信息对称和利益均衡。李秉祥等学者(2003)认为,财务治理的目标是协调利益相关者之间的权、责、利关系,合理分配剩余索取权和控制权,以促使利益相关者利益的最大化,为顺利实现企业目标提供基础。衣龙新博士认为,从公司财务角度来看,财务治理目标直接体现为本金(资本)增值的满意化;从公司治理角度看,财务治理目标主要体现为优化财务资源配置、促进科学财务决策。因此,财务治理目标是形成科学合理的财务治理体制、制度和行为规范。这些治理体制、制度和行为规范是对财务治理主体的直接约束,是财务治理体系要取得良好运作成果、财务科学决策及本金有效增值的根本保证。油晓峰博士认为,财务治理的目

标是协调利益相关者之间的财务冲突,以促进利益相关者利益最大化,为顺利实现企业目标提供基础。这个目标基本上分为两个部分,其一是具体目标,即协调利益相关者之间的财务关系;其二是战略目标,即促使利益相关者利益最大化。伍中信教授(2007)则认为,财务治理的目标是协调利益相关者之间的权、责、利关系,合理分配财权,尤其是剩余财权(剩余财务控制权与剩余财务索取权),以促使企业价值最大化和企业决策科学化,为顺利实现企业目标奠定坚实的基础。既然财务治理在公司治理和公司财务中扮演着“双肩挑”的重要角色,那么财务治理目标必须在综合考虑公司治理目标 and 公司财务目标的基础上进行界定。因此,我们认为,财务治理的根本目标就是合理分配财权,实现企业财务决策科学化和企业价值最大化。

关于财务治理的主体,一般认为是利益相关者,而利益相关者本身又是个模糊的说法。杨淑娥(2002)将财务治理主体分为两类:一类是依赖公司内部财务治理保障其利益的主体,主要包括大股东、董事会和经理层,一般掌握着公司控制权,在财务治理中处于相对主动地位;另一类是依赖公司外部财务治理保障其利益的主体,主要包括小股东、政府、债权人和其他利益相关者,其利益易受侵害,居于相对被动地位。衣龙新(2005)认为,财务治理主体是有能力、有资格、有意愿参与公司财务活动,并在公司治理中占有一定地位的内部权力机构,主要包括股东会、董事会、监事会、经理层和债权人。油晓峰博士(2005)认为,财务治理主体主要是股东、经营管理者 and 债权人三个主体。我们则认为,公司是物质资本所有者(股东和债权人)、人力资本所有者(经营者和雇员)和社会资本所有者(顾客、供应商、政府、社区)(以下简称“利益相关者”)缔约形成的合作收益大于合作成本的产权契约联结体。公司财务治理主体可以从狭义和广义两个角度来理解。狭义上的财务治理主体是有资格有能力对财权合理配置和财务冲突协调、财务决策科学化和财务治理效率最大化具有重要影响的机构、法人和个体,主

要包括股东大会、董事会、监事会、经理层、股东、债权人、雇员。广义的财务治理主体除狭义的财务治理主体之外,还包括顾客、供应商、政府和社区等社会资本提供者。

财务理论界对财务治理客体的研究并不多,比较有代表性的观点主要有:财务治理的客体是(财)权,即特指财务治理范畴的财之权,因为财务治理主要就是对财权的配置(伍中信,2007)。财务活动的客体可以归结为“本金”,它贯穿财务活动始终,是财务主体共同作用的目标,财务主体都关注和追求本金的增值。财务治理活动作为财务活动的组成部分,其客体也应该是“本金”,只不过与作为财务管理对象的“本金”所处领域不同罢了。而从财务关系的角度看,财务治理的社会资本是在特定的制度前提下,能够推进合作、提高效益和带来长期利益流的信任与网络的总称。油晓峰博士认为,财务治理的客体是财务冲突,包括股东与经营管理者之间的财务冲突、债权人与股东之间的财务冲突两大类。张敦力(2002)教授认为,财务治理客体也即财务治理的对象取决于财务治理的属性。财务治理的核心在于明确出资人、董事会、经理人和企业财务人员在财权流动和分割中所处的地位及作用,而财权体现为剩余索取权和剩余控制权的对称分布,在各利益相关者之间合理分配剩余索取权和控制权已成为财务治理的现实内容。因此,如何在各利益相关者之间进行剩余索取权和剩余控制权的合理分配是财务治理的客体,具体表现为筹资、投资、资本运营、收益及分配等财务活动及其所形成的各种财务关系。

我们认为,财务治理的客体也可以从广义和狭义两个方面来理解。广义的财务治理客体是指“财权”,狭义的财务治理客体特指“财权”中的“权力”。虽然“财权”包括通用财权和剩余财权两个方面,“权力”也包括通用财权中的“权力”和剩余财权中的“权力”,但广义财务治理客体的核心是指剩余财权,狭义财务治理客体的核心则是指剩余财权中的“权力”。

关于财务治理机制,张兆国教授等(2004)认为,在利益相关者

合作逻辑下,要使各利益相关者的财务收益权和财务控制权都能实现,就必须建立一套共同治理和相机治理相结合的企业财务治理机制。企业财务的共同治理机制就是建立一套有效的制度安排,使各利益相关者都有平等机会分享企业财权,即通过分享企业财务收益权来实现其产权收益;通过分享企业财务控制权来相互制衡,以保护其权益免遭他人侵害,从而达到长期合作的目的。企业财务的相机治理机制是指在企业经营出现危机时,通过建立一套有效的制度使受损失的利益相关者能够取得企业的财务控制权,以改变既定的利益分配格局。杨淑娥教授等(2005)认为,相机治理机制的依据是关注企业所有权的或有特征(state-contingent),主要是通过对剩余控制权的争夺来改变既定利益格局的,各利益主体可通过相机治理机制,确保财权在不同利益相关者之间的配置能发挥衡量监督和激励是否相容、剩余索取权和剩余控制权是否匹配的作用,从而利用财权配置达到相关利益者价值最大化的目标。衣龙新博士(2005)认为,财务治理机制是在企业财权配置的基本框架下,基于财务治理结构安排和一定制度设计,能够自动对企业财务治理活动进行调节和规范的一种机制。财务治理机制包括财务决策机制、财务激励机制、财务约束机制三个方面,这三大机制与财务基础机制的财务主体机制、财务动力机制和财务制衡机制保持着内在的一致性。张敦力博士(2002)探讨了委托代理结构中的激励机制(薪金激励机制、职位消费激励机制、期权激励机制和声誉激励机制)和约束机制(内部约束机制和外部约束机制)。

财务治理模式包括外部控制主导型企业财务治理模式和内部控制主导型财务治理模式两种。外部控制主导型企业财务治理模式主要强调外部股东和债权人对企业进行的动态监督和实时控制,而内部控制主导型财务治理模式则重视对经营管理者的激励,在股东和经营者之间寻找一个合理的激励区间,在这一区间内实现股东和经营者、管理者之间的权力的均衡配置,从而提高企业绩效。