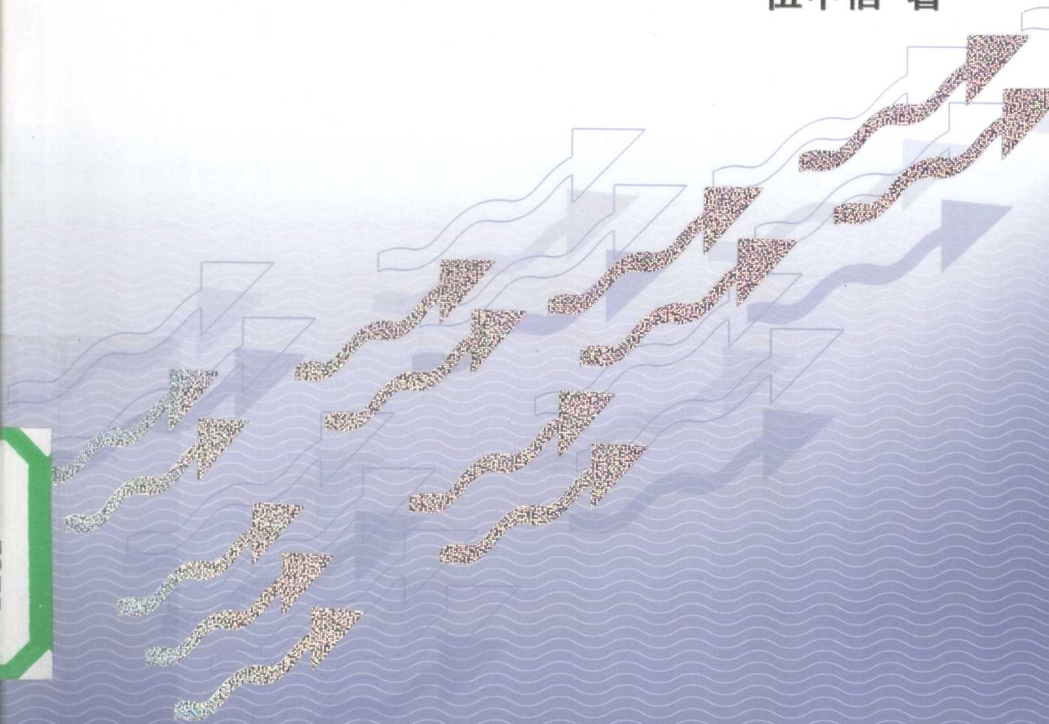


XIANDAI QIYE CAIWU ZHILI JIEGOU LUN

现代企业 财务治理结构论

——以财权为基础的财务理论研究

伍中信 著



 中国财政经济出版社

现代企业财务治理结构论

——以财权为基础的财务理论研究

◆伍中信 著◆

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

现代企业财务治理结构论——以财权为基础的财务理论研究/
伍中信著. —北京: 中国财政经济出版社, 2010. 1

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1846 - 5

I. 现… II. 伍… III. 企业管理: 财务管理 - 研究
IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 181880 号

责任编辑: 樊清玉

责任校对: 张全录

封面设计: 郁 佳

版式设计: 董生萍

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 7.875 印张 200 000 字

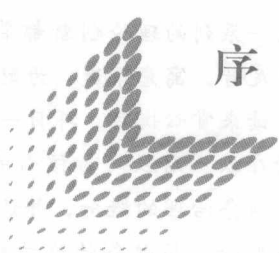
2010 年 1 月第 1 版 2010 年 1 月北京第 1 次印刷

定价: 20.00 元

ISBN 978-7-5095-1846-5/F·1546

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744



序（一）

《现代企业财务治理结构论》是伍中信同志潜心研究现代经济学理论和财务理论后奉献给读者的一部力作，这是继其《现代财务经济导论——产权、信息与社会资本分析》后关于财务经济理论的又一重要学术专著。

作者学术视野广阔，匠心独具，锐意开拓，在充分掌握 20 世纪财务理论的基础上，改变传统财务理论以数量研究为核心、就财务论财务的特点，强调财务理论的非数量研究，将现代经济学理论融入财务理论研究中，以“财权”为研究主线，沿着价值与权力相结合的思路对财务基本理论进行系统研究，构建了一个以财权为核心的全新的现代财务理论体系。作者从财权是财务研究的逻辑起点入手，分析了财权流作为财务本质理论的合理性，提出了财务主体的经济性（价值性）和财权独立性两大标准，认为企业价值最大化与相关者利益最大化是从价值与权力两个不同侧面对财务目标的准确表述，并从价值和权力两方面指出资源配置与财权配置是现代财务的基本职能。该套财务理论体系既继承了以往财权理论之精髓，又融合了财务理论研究的最新发展。更难能可贵的是，该理论体系独特的研究思路、系统的研究

方法以及一系列的理論創新都帶有深遠的啟發意義。它的提出，猶如空谷足音，寓意深邃，為財務理論研究開辟了一片嶄新的天地，讓人讀來賞心悅目，耳目一新。

作者在以“財權”為核心的財務理論體系的基础上，進一步提出了財務治理的概念，並認為財務治理是企業治理的核心和重要組成部分，而財務治理結構又是財務治理的核心和表現方式。這一結論準確無誤地指出了財務治理結構在企業中的核心地位，為以後的財務治理研究與運用指明了方向。作者獨具慧眼，敏銳地感覺到目前理論界缺乏系統財務治理理論體系。因而，在論述財務治理結構基本要素的基礎上，及時構建了一個以財權配置為核心，以融資結構為基礎，以財務激勵與約束機制為內核的財務治理結構研究體系。與此同時，作者進一步指出財務決策權是財務治理權、財權配置乃至企業財務治理結構的核心。這一整套理論體系的提出，在財務理論發展上，是又一重大創新，勢必將成為以後財務治理研究的基礎，並且在我國公司治理不盡理想的情況下提出該理論，具有非同尋常的現實意義，為進一步發展、規範和完善我國資本市場的運作提供了獨特的理論依據和有力的方法支持。

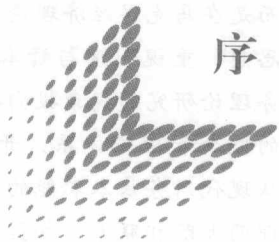
作者經濟學理論功底深厚，縱觀全書，理論經濟學在財務理論中表現得淋漓盡致，這種研究趨勢立足財務經濟學研究的前沿，與西方財務經濟學一脈相承而又與時俱進，對我國的財務理論研究具有重要的學術指導價值。更為重要的是，作者不僅僅進行了理論上的創新，還在廣泛深入地進行實地調查研究的基礎上，將理論運用於實踐，用理論詮釋並指導實際問題，旨在建立一套以“財權”為基礎的現代財務理論體系和運作體系，創建一套與企業治理結構相匹配的“財務治理結構”框架。無論從廣度還是深度上，本書都獨樹一幟，取得了開拓性的成果，將為

进一步解决目前国有企业中的难点问题和进一步完善我国资本市场的运作手段产生积极的效用。

全书共分为两篇,上篇为基础理论,下篇为理论发展,两篇既可独立成篇,又前后呼应,浑然一体,进而印证了作者深厚的理论功底与较强的实践运用能力。这样,其研究成果不仅具有深远的理论意义,还具有重要的现实意义。毫无疑问,该书将成为目前财务理论界的一本代表之作。因此,本人乐于为其作序。

何建扬

2009年8月



序 (二)

本书是伍中信教授十年来在财务理论领域研究中的结晶。作者长期致力于财务学基础理论研究,为构建富有特色和时代气息的财务理论体系付出了不懈的努力。

从1930年以来,西方的公司财务理论取得了一系列丰硕成果,而对于财务理论的应用与方法的总结更形成了财务管理这样一门独立学科。遗憾的是,对于整个财务基础理论体系的研究依然凤毛麟角,使得麦金森在总结西方财务理论时只能以12个里程碑的方式来概括财务学在各个方面的研究成果,而无法勾勒一个完整的、一脉相承的财务理论体系框架。中国财务理论研究在经济改革开放以来取得了丰硕的成果,但人们对财务学的研究对象、本质特征依然存在不少分歧,有待于深入探讨。本书作者将财务的本质定义为“财权流”,沿着“财力流”和“权力流”两条线索对财务研究起点、财务本质、财务主体、财务目标、财务职能等财务基本理论问题进行了系统的阐述,构建了一个令人耳目一新的财务理论体系,对推进财务基础理论研究作出了贡献。

值得高兴的是,作者并未止步于构建一个基本的财务理论体

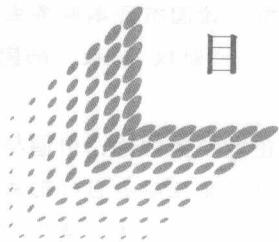
系框架，而是在马克思经济理论指导下，借鉴新制度经济学与西方新财务思想，重视制度与资本结构在财务学研究中的重要作用，将财务理论研究的视角投向公司治理，较系统地提出了财务治理结构的概念和理论体系，开拓了财务治理理论研究的新领域。作者从现代财务基本职能的角度将现代财务区分为财务管理与财务治理两大既相联系又相区别的领域，认为前者的职能是资源配置，是从价值方面进行考察的，而后的职能是财权配置，着重的是价值运动中权力的配置。现有的公司财务理论构建于传统的古典企业理论基础之上，着重于企业技术经济特征的研究，基本上是一种价值管理理论，而本书研究的财务治理理论则着重企业产权契约的关系特征的研究，强调现代公司制企业的财权配置问题。在长期的企业制度变迁过程中，公司制企业的所有权与经营权产生了分离，带来了一系列的公司治理问题。两权分离框架下的公司治理本身主要是解决公司高层经理和股东之间的委托代理问题，从而保护投资者利益。作者提出财务治理是公司治理的重要内容和主要方面，财务治理理论主要是研究如何通过财权在公司内部的合理配置，形成一组联系各利益相关主体的正式和非正式的制度安排，以期达到维护投资者利益的根本目的。这一理论观点对于加强中国上市公司的财务治理，使上市公司财权的配置能真正起到对投资者利益的保护作用，改变财务舞弊和大肆圈钱等损害投资者利益的现象具有重要的现实意义。

全书始终以“财权流”为主要逻辑线索，不仅构建了一个逻辑严密的财务理论体系的基本框架，还探讨了一个包含财务治理主体、治理客体、治理中心、治理模式、治理目标的财务治理结构理论体系。可以说本书是一个兼具完整性与创新性、理论性与现实性的财务理论研究成果。当然，学术界关于财务本质，对象职能、主体、目标，财务管理与财务治理的基础理

论,应用理论和发展理论的研究还任重道远,需要广大学者共同努力。我坚信通过像伍中信教授这样的一代又一代中青年学者的不懈努力,中国财务理论一定能在世界人类财务理论宝库中占据重要地位。

郭复初

2009年于成都光华园



目 录

第一章 导 言	(1)
第一节 研究背景及评述	(1)
第二节 研究基础	(8)
第三节 基础研究框架与创新	(19)

上篇 建立以财权为基础的财务理论体系

第二章 财权理论与财务本质表述	(29)
第一节 财权的涵义	(29)
第二节 财权：现代财务的核心概念	(34)
第三节 财权起点论：财务研究逻辑起点的现实 选择	(42)
第四节 “财权流”：现代财务本质的恰当表述	(53)

第三章 财务主体与财权分层理论	(63)
第一节 财务主体理论的经济学基础	(63)
第二节 财权分层理论与财务主体一元性	(69)

第三节	论国有资本财务主体的确立——建立以 “财权”为核心的国资监管运营新体系	(84)
第四章	企业财务目标：价值与权力的融合研究	(94)
第一节	企业财务目标形成的产权基础	(94)
第二节	从“股东财富”到“企业价值”：正诗融 合的企业财务目标	(99)
第三节	企业价值与相关者利益：殊途同归的企业 财务目标	(111)
第五章	资源配置与财权配置：现代财务的基本职能	(122)
第一节	从财务本质看财务职能	(122)
第二节	资源配置：现代财务的基本职能(I)	(125)
第三节	财权配置：现代财务的基本职能(II)	(128)
第四节	以资源配置为核心的财务管理与以财权配 置为核心的财务治理	(133)
 下篇 财务治理结构理论研究 		
第六章	财务治理与财务管理	(139)
第一节	从企业管理到财务管理	(139)
第二节	从企业治理到财务治理	(142)
第三节	企业治理与企业管理	(148)
第四节	财务治理与财务管理	(151)
第七章	财务治理结构体系研究	(157)

第一节 财务治理结构的涵义	(157)
第二节 财务治理主体	(160)
第三节 财务治理客体	(165)
第四节 财务治理中心	(167)
第五节 财务治理模式	(168)
第六节 财务治理目标	(170)
 第八章 财务治理结构中的财权配置研究	(173)
第一节 财务治理结构的核心：财权配置	(173)
第二节 财务治理主体的财权配置研究	(174)
第三节 财务治理权：集权与分权的经济学分析	(189)
 第九章 资本结构：财务治理结构的基础	(202)
第一节 资本结构与企业财务治理的关系	(203)
第二节 企业财务治理的基本理论基础：资本结构 中的委托代理关系	(204)
第三节 融资方式对企业财务治理的影响	(205)
 第十章 财务治理结构的激励约束机制研究	(213)
第一节 激励约束相容机制：财务治理结构的内核	(214)
第二节 财务治理结构的激励机制研究	(217)
第三节 财务治理结构的约束机制	(222)
第四节 企业激励与约束机制系统结构研究	(228)
 去意徊徨（后记）	(233)



导 言

第一节

研究背景及评述

一、从数量层面研究财务问题

(一) 以资金——价值研究为核心的研究体系一直围绕“数量化的价值运动”而展开

在我国财务理论研究发展过程中，主要经历了货币收支活动论、货币关系论、资金运动论、收益分配论和本金运动论等几种观点。纵观这些财务理论观点，我们可以归纳出几种不同的财务核心概念，即货币、资金和本金。货币收支活动论和货币关系论以“货币”为其

研究核心，货币收支活动论认为，“财务是客观存在于企业生产经营过程中的货币资金运动”，把财务活动的主要内容归结为货币的收支；而货币关系论则认为，“企业和经济部门财务按其本质来说，就是客观存在于生产经营中的货币关系体系”，把在货币资金形成、分配与利用的基础上产生的广泛的货币关系体系规定为财务核心内容。资金运动论和收益分配论均以“资金”作为财务的核心概念，资金运动论认为财务实际上就是对资金的筹集、使用、耗费、收入与分配及其在资金运动过程中体现的经济关系，“资金”概念作为一根主线贯穿于整个财务活动与财务关系中。收益分配论认为财务的实质是分配问题，而分配的对象也是指企业的财务资金，财务是对资金的分配活动。本金运动论则以“本金”作为财务的基本元素，认为财务实质上是本金的投入和收益活动。从这三个核心概念来看，资金相对于货币、本金相对于资金有其一定的合理性。从货币概念扩展到资金概念，符合我国财务活动的实践，有利于在企业组织全面的财务管理；从资金到本金，有助于区别财务资金与财政、保险、保障等资金。但无论是货币、资金还是本金，有一个共同点即都是“物的价值表现”，都是从数量方面说明财务的本质。另外，以预算管理为重点的企业内部财务管理，虽然以预算为其研究核心，但其内容也是对企业资金或货币进行管理，只不过改变了其管理方式，还是以预算的形式对企业的财务资源进行管理，没有跳出数量研究的圈子，依然停留在财务指标或数字对企业效益影响的研究上。

（二）受经济学研究的影响，注重量化研究

古典经济学自其产生以来就以生产函数为研究核心，描述在特定的生产技术状况下，生产要素的投入量与产品的最大产出量

之间的物质数量关系。投入与产出均以数量表示，力求以最少的投入获取最大的产出。受这种数量关系分析的影响，传统的财务理论研究也侧重于从数量方面进行研究。比如对企业价值的研究，把大量的精力放在企业价值数量的确定上，力图求证企业价值最大时的具体数值，并得出了几种不同的定价方法：市场定价、投资定价和现金流量定价。这些定价理论虽然大大丰富了财务理论与实务，但只是从定量的方面论证企业价值、从技术层面考虑企业价值，而从定性方面、制度层面对企业价值进行研究的比较少。但我们知道，企业价值不只是一个数量问题，更重要的是该数量背后所反映的本质内容。企业价值的具体数字只是财务在某一方面的表面现象，在这一表面现象背后反映的是各产权利益主体对该价值的要求权。传统的财务研究只重视企业价值的具体定价问题而忽视其所反映的深刻本质，显然是不恰当的。另外，分析企业价值的影响因素时往往也只是从技术方面对其分析，比如现金流量的大小、资本成本的高低等，对制度因素考虑的很少，但现实中制度因素对企业价值也有很大的影响，比如代理问题的存在就必然会减损企业价值，这是因为：第一，为妥善处置代理冲突，势必发生一些代理成本，如为监督管理者行为而发生的费用、为健全管理机构而发生的费用等。这些代理成本必然成为企业价值的抵减因素，即代理成本越大，企业价值越小。第二，由于管理者的行为受到所有者的监控，可能导致管理效率的下降，从而降低企业价值。所以为使企业价值最大不能仅从技术方面考虑，同时也要考虑制度因素，而且制度往往更为重要，因为技术因素需要由制度来保障。所以，应该在增加现金流量、降低资本成本的基础上，在公司法人治理结构、管理绩效激励机制等方面设计出一套科学的方案，使管理者利益、投资者利益与企业价值最大化之间实现最大程度的协调和统一，消除一切不利



于企业价值提高的行为，促进企业价值最大化。

早期的资本结构理论研究也大多围绕最佳资本结构的确定而展开，以数量研究为重点。比如净收入理论认为企业增加负债、提高财务杠杆度，可增加企业的市场价值，因此企业的最佳资本结构是负债率 100%；净营业收入理论论证了企业不存在最佳资本结构问题；传统理论认为某种负债率低于 100% 的资本结构可以使企业价值最大；无企业税的 MM 模型的基本结论是：由于套利因素的存在，企业的资本结构不会影响企业的价值和资本成本，因此不存在最佳资本结构；有企业税的 MM 模型的基本结论是：负债杠杆对企业价值和资本成本确实有影响，当企业负债率达到 100% 时，企业价值就会最大，而资本成本最小，即负债率 100% 时资本结构最佳；静态均衡理论认为：企业在建立最佳资本结构时，必须审慎地权衡借债所带来的税收优惠和举债而产生的财务危机成本和代理成本。所有这些理论的共同目标是从数量方面求证最佳资本结构点，而忽视了资本结构在权利安排、产权安排和治理结构方面的作用，而这一点的意义也许比前者更大。虽然近年来的研究稍偏离了对最佳资本结构点的求证，从激励理论、示意理论和控制权理论等非数量方面进行了一系列的研究，但其主流仍在最佳资本结构的确定即求证它与企业价值关系上。

二、着重研究人与物的关系，不注重研究人与人的关系

（一）从经济学研究重心谈起

首先，经济学的研究从研究人与物之间的关系转向人与人之间的关系的研究。早期的经济学主要研究人与物、人与自然的关

系，比如亚当·斯密在其《国富论》中提出，财富的增长，第一靠劳动的效率，或者说劳动生产力，第二靠劳动的数量；萨伊在其《政治经济学概论》中指出，生产出来的价值都是归因于劳动、资本和自然力这三者的作用；李斯特在其《政治经济学的国民体系》中提出了生产力理论，等等。这些经济学家都认为财富的增加取决于生产力的大小，而生产力是反映人与自然的的关系和各种生产资料结合方式的自然技术属性的经济范畴，所以这些研究都是强调人对物、人对自然的利用，从人对物、人对自然的利用中获取财富。纵观亚当·斯密以来的除历史学派和制度学派以外的其他学派，在考察社会与经济运行中涉及生产交换分配和消费等方面的一些规律时，总是把涉及生产关系和上层建筑的众多因素作为既定的前提，专门考察一个社会的各种既定资源在经济行为合乎理性这一前提下，在客观的市场机制的强制作用下，将被用来生产哪些产品，每种产品的产销数量以及这些生产成果按照什么规律被分配给社会成员。这是一种纯经济的分析方法，它抽象掉了影响社会经济运行的制度的、结构的和精神的众多因素。而我们认为，生产力水平只是影响财富增加的一个方面，生产关系等制度因素也是不可忽视的方面，当今流行的制度经济学派就是主要从生产关系角度来研究财富的增加。另外，经济学界对于商品、价值、资本等经济范畴的看法也发生了转变，李嘉图在其劳动价值论中把商品、价值和资本看作就是某种实在物质，表示人们对这种物质的各种关系，而在马克思主义者看来，商品、价值、资本等概念并不仅仅是指某种实在的物质，而是反映一定社会形式或生产关系的物质，例如，并不是任何有用的劳动产品都是商品，只有用于交换的因而反映了各个生产者之间的一定社会联系的有用的劳动产品才是商品；资本不是物，而是体现在物的外壳下的反映人与人之间关系的一种社会形式。