

企业管理

试论企业财权配置

张兆国¹,张五新²

(1. 华中科技大学管理学院,湖北 武汉 430074;

2. 湖北经济学院,湖北 武汉 430205)

[作者简介] 张兆国(1956-),男,湖北宜昌人,华中科技大学管理学院教授,主要从事公司资本结构、公司财权安排与公司治理结构研究;张五新(1967-),男,湖北汉川人,湖北经济学院会计学院副教授,华中科技大学管理学院博士生,主要从事行为财务研究。

[摘要] 在现代市场经济条件下,要确保企业的财务决策效率和稳定持续发展,就必须解决企业的财权配置问题。企业财权配置是企业所有权配置的核心内容,是企业治理结构所解决的关键性问题。要解决好企业的财权配置问题,就必须对企业财权配置的基本前提、主体维数、实现机制和本质属性等基本理论问题进行探讨。

[关键词] 利益相关者理论;企业财权配置;基本理论问题

[中图分类号] F275.4 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2005)06-0790-05

企业财权配置就是把企业财权在不同产权主体之间加以分配,以发挥企业财权的激励与约束作用。它是企业所有权配置的核心内容,是企业治理结构所解决的关键性问题。合理地配置企业财权,对于提高企业财务决策效率,促进企业持续发展有着十分重要的作用。

一、企业财权配置的理论基础

从谁应该拥有企业财权的角度看,企业财权配置的理论基础有如下三种不同的理论:

一是“资本雇佣劳动”理论。该理论认为,在资本市场没有缺陷、股东既获得企业全部收益又承担企业全部风险等假设条件下,企业是股东的企业,企业目标是追求股东利益最大化。按照这种理论,把企业财权集中地分配给股东是一种最有效的企业财权配置。

二是“劳动雇佣资本”理论。该理论认为,企业是一个由技术因素决定的生产函数,随着人力资本专用性和团队性的日益增强,人力资本所有者将掌握企业所有权,而物质资本所有者则只能获得“固定租金”。按照这种理论,把企业财权集中地分配给人力资本所有者是一种最有效的企业财权配置。

三是利益相关者理论。该理论认为,在现代市场经济条件下,企业本质上是各利益相关者缔结的“一组契约”^[1](P. 305-360),因此企业发展取决于各利益相关者长期合作,企业目标是为各利益相关者服务,企业各项制度安排要平等地对待每个利益相关者的产权权益。按照这种理论,各利益相关者共同拥有企业财权是一种最有效的企业财权配置。

我们认为,在现代市场经济条件下,“资本雇佣劳动”理论和“劳动雇佣资本”理论把企业财权集中地分配给某一产权主体,就意味着其他产权主体的权益被剥夺。因此,把这两种理论作为企业财权配置的

理论基础都不是一种现实的选择,而现实的选择则是利益相关者理论。这种选择反映了现代市场经济的内在要求,是现代产权内涵的逻辑延伸。

首先,企业剩余形成的物质基础是各利益相关者投入的专用性资产。这就是说,对企业剩余的贡献既有股东投入的股权资本,也有债权人投入的债权资本,还有经营者和一般职工投入的人力资本等。可见,企业剩余是各利益相关者的合作收益。按照“谁贡献谁收益”的原则,这些利益相关者都有权参与企业剩余的分配。

其次,企业风险由各利益相关者共同承担。凡是为企业投入了专用性资产的各利益相关者都会因企业亏损或倒闭而承担相应的投资损失。而且,随着物质资本证券化程度的不断提高和人力资本专用性的日益增强,物质资本所有者可以在资本市场上通过组合投资、转让股权或债权等方式来回避其投资风险,但人力资本所有者却难以回避企业风险给自己造成的损失,特别是与人力资本投资相关的风险^[2](P. 305-360)。从这个角度看,和物质资本一样,人力资本也具有抵押性。

再次,企业控制权应由各利益相关者共同分享。企业控制权是指各产权主体为了实现其剩余索取权而对企业行为施加影响和监控的权利。凡是为企业投入了专用性资产的各利益相关者为了降低投资风险,获得产权收益,就必须参与包括财务控制权在内的企业控制权的分配,以共同治理企业。

最后,企业发展取决于各利益相关者之间的长期合作。面临日益复杂的外部环境,对任何一个企业来说,股东和债权人投入的物质资本、经营者和一般职工投入的人力资本等都是不可缺少的。从这种意义上讲,企业的性质便可解释为:企业本质上是这些资本构成的“共同合约”。这就意味着每种资本的价值必须依赖于其它资本的存在和有效使用;每个利益相关者要想获得更大的投资收益,就必须与其它利益相关者保持良好的合作关系。所以,各利益相关者保持长期稳定的合作关系是现代企业发展的基本模式。大量事实表明,关心利益相关者利益的企业要比那些不关心利益相关者利益的企业、同利益相关者签订了以相互信任与合作为基础的合约的企业要比那些尚未签订合约,或者签订了合约但不是建立在相互信任与合作基础上的企业更具有竞争优势,更易实现可持续发展^[3](P. 206-221)。这就要求在企业里要建立一个共同治理机制,使每个利益相关者都能够分享包括企业财权在内的企业所有权。

二、企业财权配置的基本前提

企业财权是关于企业财务方面的一组权能。它应该包括哪些内容,目前学术界有不同的看法。有人认为企业财权包括筹资权、留用资金支配权、成本费用开支权、定价权和分配权。也有人认为企业财权包括筹资权、投资权、收益分配权、资金调度权和其他财权。还有人认为企业财权包括出资者终极财权、企业法人财权以及对企业法人财权进一步分割所形成的明细财权。这些观点至少存在两方面的局限性:一是难以全面概括企业财权的所有权能,因为在现代市场经济条件下,由于企业财务活动的复杂性和企业财务主体的多元性,使企业财权是一个多维的概念,其内容并非是用几项权能所能全部概括的;二是不利于合理配置企业财权,因为这些观点都没有考虑企业财权的对称性安排问题。

张维迎认为,把企业所有权定义为剩余索取权和控制权,是一种尊重科学传统的简化说法^[4](第73页),这对于我们合理安排企业制度(包括治理结构)是非常重要的。Milgrom and Roberts认为,最有效的企业所有权安排一定是剩余索取权与控制权的对称安排,这种对称安排正是企业治理结构效率的含义^[5](P. 191-193)。与此相适应,我们也对称性地将企业财权分为两大类:一是财务收益权,即对企业总收入扣除折旧费用、材料成本和劳务成本之剩余的要求权;二是财务控制权,即对企业财务施加影响和监控的权利,既包括合同控制权,也包括非合同控制权。财务收益权只是规定了各产权主体分享企业财务收益的可能性和必要条件,而财务控制权则是保证各产权主体分享企业财务收益的实现手段和充分条件。这两种权利对企业的任何一个产权主体都是不可缺少的,而且都应该对称性地加以安排。一种最有效的企业财权配置一定是这两种权利的对称性安排。所以,把企业财权分为财务收益权和财务控

制权两大类,是正确理解企业财权配置的一把钥匙,是合理配置企业财权的基本前提之一。

三、企业财权配置的主体维数

企业财权配置的主体是指参与企业财权分配的个人或团体。目前有学者认为,按照利益相关者理论,在现代市场经济条件下,企业的股东、债权人、供应商、客户、政府、经营者、员工等利益相关者都应该成为企业财权配置的主体。显然,这种观点在实际工作中缺乏可操作性,不可能做到。而我们认为,能够成为企业财权配置主体的利益相关者至少要符合如下四条标准:一是必须为企业投入了专用性资产,如资本、劳动或服务;二是必须分享企业财务收益,即从企业获得诸如股利、利息、工资、奖金等报酬;三是必须承担企业风险,即当企业经营失败时,就会蒙受一定的损失;四是必须分享企业财务控制权,即参与企业财务治理^[6](P. 60)。符合这四条标准的实际上就是目前主流经济学所关注的“真实的利益相关者”。

企业财权配置的主体维数是指参与企业财权分配的利益相关者应该有多少,才有助于提高企业财权配置的效率。要确定一个适度的企业财权配置的主体维数,就必须考虑两个变量:一是要素增加给企业带来的交易成本;二是要素增加给企业带来的收益。企业财权配置主体维数的变化对这两个变量的影响是彼增此降。所以,从理论上讲,对最优企业财权配置主体维数的确定,要遵循“成本—收益”决策原则,采用边际分析方法。设: N 为企业财权配置的主体维数、 $P(N)$ 为企业收益函数、 $C(N)$ 为企业交易成本函数,则 $P(N)$ 与 $C(N)$ 的差额为:

$$(N) = P(N) - C(N)$$

为了找到最优企业财权配置的主体维数所必须满足的条件,求对 N 的一阶导数,并令一阶导数等于零,故得:

$$\frac{\partial P}{\partial N} = \frac{\partial C}{\partial N}$$

该等式的左边是边际收益,而右边则是边际交易成本。所以,最优企业财权配置的主体维数所满足的条件是“边际收益等于边际交易成本”。

采用边际分析方法所确定的最佳企业财权配置的主体维数虽然是一种理想状态,但它为我们在实际工作中正确地确定企业财权配置的主体维数提供了一种新的分析思路。在企业财权配置中,主体不能太少,如果主体太少,如只有股东,则其利益可能得到保证和提高,而由于其他主体的权益被剥夺,使他们的积极性受到挫伤,造成企业治理效率和企业价值降低;但是主体也不能太多,如果主体太多,由于各主体有不同的利益追求,就会造成决策效率降低,治理成本增加,企业价值减少。按照上述对企业财权配置主体的界定,结合我国企业的实际情况,我们认为,在我国国有企业财权配置中,一个适度的主体维数应该包括股东、债权人、经营者和员工。例如,从理论上讲,政府作为社会管理者为企业投入了公共环境资本(包括制定公共规则、优化信息指导、改善生态环境等公共产品),因此本应成为企业财权配置的主体,但在目前政府干预企业经营较为严重的情况下,如果强调政府参与企业财权配置,就会成为政府干预企业的借口。

四、企业财权配置的实现机制

按照利益相关者理论,企业财权配置的实现机制应该是共同治理和相机治理相结合的财务治理机制。企业财务的共同治理机制就是通过建立一套有效的制度安排,使股东、债权人、经营者和职工等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。其内容包括:(1)共同

的财务收益分享机制。即为企业投入了专用性资产的股东、债权人、经营者和员工等利益相关者都应该从企业财务收益中获得相应的报酬。为了使经营者和员工能够分享企业财务收益并承担企业风险,就必须在他们的报酬结构中设置长期风险收入这一长期激励项目。所谓长期风险收入,就是将人力资本权益化所带来的一种风险收入。它与企业未来经营业绩相联系,有助于防止经营者和员工的短期化行为,激励他们为实现企业价值最大化而做长期投入。借鉴国际经验,对经营者的长期风险收入可以采取股票期权、虚拟股票、股票增长权和业绩股份等股权激励方式;对员工的长期风险收入可以采取职工持股等股权激励方式。(2)共同的财务决策机制。即主要通过在企业董事会中建立共同的财务决策机制来保证各产权主体都有平等机会参与企业财务决策。其内容应该包括股东董事制度、独立董事制度、银行董事制度、员工董事制度等。(3)共同的财务监督机制。即主要通过在企业监事会中建立共同的财务监督机制来保证各产权主体对企业财务行为实施监督,包括股东监事制度、银行监事制度、员工监事制度等内容。

企业财务的相机治理机制是指在企业经营及财务出现危机时,通过建立一套有效的制度安排使受损失的产权主体能够掌握企业的财务控制权,以改变既定的利益分配格局。其内容包括股东的相机治理、债权人的相机治理、员工的相机治理等。

五、企业财权配置的本质属性

通过对上述几个问题的研究不难看出,在现代市场经济条件下,一种有效的企业财权配置应该具有如下特征:

1. 企业财权配置的分散对称性。主要表现在两个方面:一是企业财权由各利益相关者共同分享;二是对每个利益相关者来说,企业财务收益权和财务控制权都是对称分配的。这一特征就意味着在企业财务方面要建立一个共同治理机制。在现实生活中,由于企业财权配置要受到制度环境和谈判力(即当事人的财富、知识和能力)等因素的影响,企业财权配置的分散对称分配并非一定是均衡的,有时可能倾斜于某一类利益相关者,有时又可能倾斜于另一类利益相关者。可以预见,随着物质资本社会化和证券化程度的不断提高以及人力资本专用性和团队性的不断增强,企业财权配置的倾斜主体将从物质资本所有者转向人力资本所有者。但是,需要注意的是,企业财权配置的倾斜要有一定的限度。如果倾斜过度,就会给企业理财带来负面影响,如侵蚀企业利润、出资者资产流失、财务决策短期化、财务信息失真等。目前我国国有企业普遍存在的“内部人控制”问题,就是把企业财务控制权过度集中于经营者所造成的。

2. 企业财权配置的状态依存性。企业所有权配置的一个基本特征就是“状态依存”,即企业处于不同的经营状况时,就对应着不同的治理结构^[7](P. 473-494)。对此,张维迎(1996)曾作过一个简明扼要的分析:若企业处于“ $w+r < x < x+r$ ”(x为企业总收入;为股东最低预期收益;w为应付人工的合同工资;r为债权人的合同收入,包括本金和利息)的状态时,则股东在企业治理结构中处于支配地位;若企业处于“ $w < x < r$ ”的状态时,则债权人在企业治理结构中处于支配地位;若企业处于“ $x < w$ ”的状态时,则工人在企业治理结构中处于支配地位;若企业处于“ $x > w+r$ ”的状态时,则经理人员在企业治理结构中处于支配地位^[4](第91页)。企业财权配置作为企业所有权配置的核心内容,自然也具有状态依存性。事实上,经济学家对企业所有权配置的状态依存性的解释,主要是依据企业财务状况(财务盈亏和偿债能力)的变化。企业财权配置的这一特征揭示了企业财权配置与企业财务状况之间的依存关系,即不同的财务状况对应着不同的财权配置。这一特征就意味着在企业财务方面要建立一个相机治理机制。从我国目前实际情况看,在这方面最薄弱的环节是银行在借款企业财务状况恶化时尚未发挥应有的相机治理作用。

3. 企业财权配置的层次性。企业作为各利益相关者缔结的“一组契约”,按其契约人的身分和委托

代理关系,可被分为“第一层合约”和“第二层合约”两个层次。第一层合约是“外部利益相关者”(出资者、债权人等)与企业签订的,其内容主要涉及外部利益相关者与企业经营者之间的企业所有权分配;第二层合约是企业经营者与一般职工签订的,其内容主要涉及企业决策层与执行层之间的企业所有权分配。与此相适应,可将企业财权配置的对象可分为外部利益相关者、经营者、财务部门和一般职工四个层次。企业财权配置就是在这四个层次之间展开的。我国有学者将企业财务分为“出资者财务”、“经营者财务”和“专业财务”三个层次。这种思想在“资本雇佣劳动”逻辑下无疑具有创新意义,但不符合利益相关者合作逻辑。

[参 考 文 献]

- [1] JENSEN, Michael & MECKZNG, Willian. Theory of the Firm: Managerial, Behavior, Agency Costs and Capital Structure[J]. *Jurnal of Financial economics*, 1976, (3).
- [2] BLIAIR, M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the 21st Century[M]. The Brookings Institution, 1995.
- [3] JONCS, T. W. & A. C. Wicks. Convergent Stockholder Theory[J]. *Academy of Management Reviews*, 1995, (24).
- [4] 张维迎. 企业理论与中国企业改革[M]. 北京:北京大学出版社,1999.
- [5] MILGROM, J. & J. Roberts. Economics, Organization and Management[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1992.
- [6] 张兆国. 中国上市公司资本结构治理效应研究[M]. 北京:中国财政经济出版社,2004.
- [7] AGHION, Philippe & Patrick Bolton. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. *Review of Economic Studies*, 1992, (59).

(责任编辑 邹惠卿)

Discuss on Allocation of Corporate Property Right

ZHANG Zhao-guo¹, ZHANG Wu-xin²

(1. Management School, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, Hubei, China;

2. Hubei University of Economics, Wuhan 430205, Hubei, China)

Biographies: ZHANG Zhao-guo (1956-), male, Professor, Huazhong University of Science and Technology, majoring in corporate governance structure and corporate property right arrangement; ZHANG Wu-xin (1967-), male, Associate professor, Hubei University of Economics, majoring in behaviour finance study.

Abstract: Under the modern market economy, to enhance the financial common decision efficiency and ensure the stably persistent development, it is necessary to figure out the issue of allocation of corporate property right. The issue of allocation of corporate property right is the core content of the allocation of corporate owners. How to allocate the property right of a corporation is the crux the corporate governance structure. Based on the theory of stakeholders, this paper discusses such basic theory problems as the main assumptions, main dimensions, implementation system and internal attributions.

Key words: the theory of stakeholders; allocation of corporate property right; basic theory problems