

公司治理结构对公司理财系统柔性的影响

邓明然, 孟 慧

(武汉理工大学 管理学院, 湖北 武汉 430071)

摘 要: 阐述了两种公司治理结构的特点和公司理财系统柔性, 通过分析两种模式对公司理财系统柔性的影响, 总结出两种公司治理结构的利弊及其对于我国的启示, 对于建立我国公司治理结构及在我国建立完善的资本市场具有指导性。

关键词: 公司治理结构; 公司理财系统; 柔性

中图分类号: F271

文献标识码: A

文章编号: 1001-7348(2004)08-0163-03

1 两种公司治理结构的特点

世界各国公司治理结构, 大体上可分为以美国为代表的“市场主导型”和以德日为代表的“组织导向型”两种公司治理结构模式。两种公司治理结构因历史、文化、传统等不同而各具特色, 并对公司经营管理等一系列活动产生了重大影响。

1.1 美国公司治理结构的特点

(1) 股权具有高度分散性和流动性, 机构投资者占主体。与股权高度分散性相联系的是股权的高度流动性。在股权高度分散性的情况下, 某个公司经营的好坏, 对股东收益影响不大。股东缺乏监督公司经营者的激励, 他们关注的不是公司经营者的经营业绩和长期发展, 而是对公司股票价格有浓厚的兴趣。当公司经营状况不佳时, 股东一般不直接干预公司的经营活动, 而是采用“用脚投票”的方法, 卖出公司股票。因此股票交易十分频繁, 股权具有高度的流动性。

(2) 公司以高薪制、高奖金、特别是以股票期权作为激励经理人员的主要手段。美国对经营者实行高薪制, 具体表现为: 一是经营者薪俸绝对数大, 二是与其他阶层收入差距悬殊。同时, 美国公司管理制使经理人员为股东谋取利益的重要办法之一是为他们设计恰当的报酬制度或激励机制, 将其利益

与股东的利益结合起来。为此, 他们设计了一种“股票期权”计划。股票期权计划在美国公司经理人员的报酬中占有重要地位。例如美国最大的 1 000 家公司中, 经理人员报酬的 1/3 左右是以期权为基础的。

(3) 对公司经理层的约束主要来自股票市场。英美公司的法人治理结构由股东大会和董事会组成, 不设监事会, 即所谓的二元的公司治理结构。在这种公司治理结构中, 对公司经理层的约束主要来自外部, 而更重要的是来自股票市场。

1.2 德日模式的特点

德日两国公司治理结构尽管在经理人员报酬、职工在公司中的地位方面有所差异, 但两者具有较大的相似性, 所以人们在谈到公司治理结构时, 一般将两国的治理结构合称为德日模式。其特点为:

(1) 股权高度集中, 银行等法人机构在公司中具有较大影响。在日本, 控制公司股权的主要是法人, 即金融机构和公司。在日本上市公司的股票总额中, 法人股东占有极高份额, 持股率曾高达 72.8%。由于个人股东持有的股票占总股率的比例小且分散, 因此在公司权力体系中基本不起作用。

在德国, 最大的股东是金融公司、创业家族、保险公司和银行等一些组织, 而且他们持股一般比较集中。由于银行可以代表储

户用储存在银行中的股票进行投票, 银行的权力就显得很大, 而且银行在许多公司中都拥有很大一部分股票, 所有权的集中程度比较高。

(2) 公司交叉持股现象较为普遍。在德日两国内, 公司法人之间交叉持股现象较为普遍, 且公司持股的目的不在于得到较高的股价、股息, 因此, 持股法人往往是长期固定持有所得到的股票, 股票的买卖周转率很低。这也可从德日两国资本市场不很发达得到间接说明。

(3) 管理者与公司的关系较为稳定。尽管德日两国管理者的薪酬远远低于美国同行们, 也较少与公司短期业绩挂钩, 但他们在公司的地位却远较他们在美国同行们的地位稳固, 较少因为公司的短期困境或因公司被接管而被替换。因此, 德日两国的管理层与公司的关系较为稳定。

近年来, 随着世界经济全球化, 公司治理结构的两大模式之间正在互相渗透与融合。尽管如此, 由于“路径依赖”, 两大模式的差异仍会在一个相当长的时期内继续存在, 从而影响公司的一系列经营管理活动。

2 公司理财系统柔性

公司的筹资、投资和利润分配等财务活动因为受到宏观环境、微观环境及信息的影

响,在时间和空间上存在着时时不确定性和处处不确定性。快速而经济地处理这些不确定性的能力即是公司理财系统柔性。

公司理财系统柔性按公司理财的内容循环来分,可分为筹资柔性、投资柔性、营运资金柔性、利润分配柔性;按公司理财的过程循环来分,则可分为财务预测柔性、财务决策柔性、财务计划柔性、财务控制柔性、财务核算柔性、财务分析柔性;按公司生产经营过程来分,可分为销售系统理财柔性、生产系统理财柔性、供应系统理财柔性;按范围来分,可分为局部柔性和整体柔性。

公司理财系统柔性的架构研究是从公司理财系统的内容循环来研究的,即筹资柔性、投资柔性和利润分配柔性,而筹资柔性又由筹资渠道、筹资方式、资本成本和资本结构等柔性构成;投资柔性由投资项目、投资方案、投资操作等柔性构成;利润分配柔性由分销渠道、销售价格、营销人员、成本费用和税后利润分配等柔性构成。

3 两种模式对公司理财系统柔性的影响

公司治理结构作为一种组织的结构形式必然影响公司的一切经营管理活动,公司理财系统柔性也必然深受其影响。本文从融资、投资、股利分配3个方面来分析研究两种模式对公司理财系统柔性的影响。

3.1 对融资柔性的影响

公司融资有两种模式,即债务融资和股权融资。两种不同的公司治理结构决定了在两种模式影响下的公司融资柔性具有不同特点。

3.1.1 美国模式对公司融资柔性的影响

美国公司治理结构的特点决定了美国公司融资多以股权融资为主,较少采取债务方式融资,尤其是公司的长期投资项目的资金需求。具体原因如下:

(1)美国具有发达的证券市场。美国虽然商业银行众多,但根据法律规定,商业银行和投资银行业务必须分离,禁止商业银行持有公司股票与从事股票买卖。同时,银行只能经营短期借款,不能经营7年以上的借款。在这种条件下,公司的长期资本不能通过银行中介间接融资,而只能依靠证券市场直接融资。美国拥有大而流动性好的证券市场,公司能够很方便地通过股票市场为扩张

自己的事业大量融通资金。

(2)大股东不必过于担心失去控制权。由于美国公司股权过于分散,机构投资者和广大散户持有公司股票的重要目的在于获取股息,他们更关注于公司的股价,而对公司的控制权很少感兴趣。因此,公司发行股票融资不必过于担心失去对公司的控制权。只要发行股票不至于失去管理层对公司的控制权,引起管理层的变更,他们在融资时便会大量采用股权融资方式。

(3)债务融资的约束刚性。不像股权融资那样,公司对融进的资金可以任意支配使用。采取债务融资方式,债券公司为了保证债券的收回,往往在合同中加上若干约束条款,使得融资公司难以随心所欲地支配资金。同时债务融资都有固定的偿还日期,公司到期必须归还,若公司现金流量出现短期困难,则易使公司陷入财务危机。这既影响了公司管理层的地位,也易导致股东对公司失去兴趣和信任。

3.1.2 德日模式对公司融资柔性的影响

受德日公司治理结构的影响,德、日两国公司融资多以间接融资为主。通过对德、日两国公司的资产负债表分析就可以看出这一特点。德、日两国公司的资产负债率远远高于美国。这主要是由于以下两方面的原因:

(1)资本市场不发达。由于历史、社会等原因,德日两国资本市场均不发达,从而使公司在遇到资金需要时,甚至公司的某些长期投资项目的资金需求,也较少采取股权融资方式,而多以间接融资为主。

(2)与银行的特殊关系。如前所述,德日两国银行在公司治理中具有举足轻重的地位。公司与银行的关系较为密切,因此银行是公司融资的主要来源。德日金融中介机构贷款在信贷市场债务总额的比例极大,高时曾达90%以上。另外,德日两国规定银行对一家客户放款限额比重分别为30%和50%,这也从另一个侧面说明德日公司在融资方面更多依赖于银行。银行也尽量满足公司的资金需求,尤其是对其持有较高股份的公司。同时,由于与银行的特殊关系,公司不必过于担心债务的还本付息及到期归还问题。公司陷入财务危机时,银行也乐意助其渡过难关。

3.2 对投资柔性的影响

投资柔性对公司的发展作用极大。只有投资项目的成功,才能给公司带来较好的现

金流,才能保证公司的存续和发展。投资项目的回报率与风险呈正相关关系。即:收益率高,风险一般也高,而收益率低的项目风险也相对较小。由于两种模式特点的不同,从而导致了美国公司在项目选择上多偏向于高风险、高收益的项目,追求的是短期效益。而德日两国在项目的选择上则多以稳妥为主,侧重于公司的长期发展。

3.2.1 美国模式对公司投资柔性的影响

美国公司在投资项目的选择上多偏向于高风险、高收益的项目,投资追求短期化效益,这是由美国公司治理结构的特点决定的。具体原因如下:

(1)巨大的分红压力。由于占主体的机构投资者和众多的散户持有股票的主要目的在于获得股利。因此,经营者面临强大的红利支付压力。这就要求经营者不断创新,而创新常常与风险相伴而行。

(2)期权计划的刺激。股票期权计划在美国公司经理人的报酬中占有重要地位。巨大的利益刺激,使他们在投资项目选择上偏向于高风险的项目,以期改善公司业绩,提升股票市场价格,从而有利于实现他们的期权,实现他们自身利益的最大化。

(3)被接管的威胁。近年来公司购并时有发生,且规模越来越大,公司面临较大的被接管威胁,而受到被接管威胁的主要是那些一时市场表现业绩不佳的公司。在此情况下,这些公司更容易采取高风险、高收益的项目。如果项目成功,则公司正好乘机摆脱困境。

(4)股票市场的短期化效应。前面指出,美国股市占主体的机构投资者持股的目的在于追求红利及股票价格最大化,从而导致经营者更注重短期行为。因此为了提供较好的季度、年度报告,公司经营多关注于投资收益实现快的项目,追求短期化效益特征明显。

3.2.2 德日模式对公司投资柔性的影响

在德日模式下,公司在投资项目的选择上多以求稳为主,注重公司的长远发展。在投资项目的选择上,主要从长期着眼,不单纯追求短期效益。具体原因是:

(1)相互持股向经理人员提供相互信任。经理人员在经营中可能投入大量精力,他们所得到的经验和地位可能是本公司所专有的。一旦离开本公司,这些东西就会毫无价值或价值大受损失。在这种人力资本专用性

存在时,如果敌意接管经常发生,经理人员就会感到朝不保夕,就会过度利用自己的权力强求及早得到人力资本的专用性收益,从而使公司行为短期化。在相互持股的情况下,敌意接管较少发生,经理人员就可以从长计议,投资长期项目。

(2)分红派息的压力较小。不像美国那样,如果公司不能分红,股东可能会抛售公司股票,致使公司股价下跌,并可能使公司陷入困境,德、日公司的管理层并没有这种压力,或者说压力较小。他们不必在短时期内冒险从事某些投资项目,以粉饰公司短期报告来吸引投资者。相反,他们以求稳妥为主,关注于公司的长远发展。股东有足够的耐心,也给管理者以足够的时间,使他们改善公司业绩。

(3)银行的支持。由于德日银行在公司中的特殊地位以及他们对公司的股权加债权的特殊关系,公司的长期融资中银行长期贷款占有很大比例,靠股票发行筹资的比例较小。银行的长期借款为公司的长远发展的项目投资提供了较好的资金保证。

3.3 对股利分配柔性的影响

在决定向股东分配股利之前,需要综合考虑各种因素,公司是否分配、如何分配、分配多少直接影响公司未来的筹资能力和经营业绩。两种模式的不同特点,决定两种模式中公司股利分配各具特色。

由于如下原因,美国公司倾向于多分红派息:①股东(如机构持有者)更倾向于获得股利和红利。这样一来,为了吸引投资者,公司的盈利就向股息倾斜。②分红越多,表明公司经营越好,经理越有能力,并向股票市场传递有利于公司的信号,形成较好的股东对公司业绩的预期,从而影响公司的股票价格。③由于多分红可以直接影响到股票市场的行情,而经营者薪酬中期权占有较大的份额,因此,经营者为了提升自己所在公司股票在资本市场上的价格,从而有利于实现所享有的公司股票期权,也倾向于多分红。正因为以上原因,美国绝大多数公司都要把1/2以上的利润作为分红用基金。

而对日本公司而言,由于股票持有者的主要目的在于建立公司间的长期合作关系,而不在于获取股息、红利及股票价差,因此公司的股利分配一般不会对公司的股票价格产生较大影响,也不会引起投资者的退出。并且在法人相互持股的情况下,如果甲

公司要求乙公司支付红利,乙公司反过来也会向甲公司要求支付红利,从而导致要求得到红利、股息的一方,将被要求支付更多的红利、股息。因此,作为股东、法人相互之间就能形成默契,尽量少支付红利、股息,而把余下来的资金用于公司发展用资金。少数小股东尽管对此心怀不满,但因持有股票份额太少,不足以影响公司决策,从而也不会对公司的股利分配产生较大影响。德国的情况类似于日本。

4 对我国的启示

鉴于以上对美国和德日两种公司治理结构的特点及其对公司理财系统柔性的影响分析,我们应注意如下几个方面:

(1)注重长期效益,力求公司稳步发展。美国公司治理模式使得公司经营者偏向于短期利益,倾向于从事高风险、高收益的项目投资,从而使得公司极易陷于破产境地,导致极高的失业率。而德日模式有助于公司的长期稳定发展。前几年由于产业结构调整及国企经营机制转换,工人下岗已成为我国政治经济稳定的巨大隐患。无疑德日模式在公司的稳定方面较美国模式有较大优越性。同时,与德日两国相似,中国目前的资本市场不发达,缺乏相关法规的强有力约束,我国股票市场价格波动较少与公司业绩相联系,“政策市”特征明显,且易受机构大户操纵。因此德日模式中,如公司交叉持股、稳定经营者与公司的关系、公司员工参与公司治理等有利于公司稳定发展的合理做法,是值得我们借鉴的。

(2)追求公司稳步发展的同时,亦注重短期效益。美国公司在融资方面多以股权融资为主,在股利分配上倾向于多分红,经营者更侧重于短期效益。追求短期效益尽管不很合理,但如果公司每一个短期效益都很好,那么公司的长期效益也必定会很好。

(3)探寻能保证公司如实披露信息,使市场保持足够透明度的公司治理结构。作为公开筹集资本的市场,实现信息对称是资本市场制度建设和上市公司治理结构设计的重要目标。“安然事件”暴露出美国公司治理结构从信息披露的角度看也难以杜绝道德风险、制度风险。目前,国内外的现实是,无论是独立董事制度,还是派出债券人董事会的主办银行制度,还是“明星经理人”制度,似乎都难以杜绝公司的虚假信息披露。中外

公司的治理结构呈现严重的困境,而这与激励机制有关,因为CEO及其实际控制人的利益与公司的价值紧密相连,所以他们有长期作假的内在动机,再加上资本市场“财富英雄”的光环更加重了这种内在动机。财富的诱惑腐蚀了人们的产业理想,使人们容易投机、作假。如何在现有的资本市场架构内,找到解决信息披露的有效公司治理机制,是迫切的问题。

(4)维护债权人的利益。日本的主办银行制度体现了债权人的特殊权力,前面已介绍,日本公司的负债大多数来自银行,银行向公司派出董事进行监督管理。我们不一定接受这种治理结构,但在中国债权人没有发言权,也是极不合理的。因为这造成了恶意欠债,恶意逃债等不良行为的频繁发生,经济体系中的信用机制也不可能建立起来,债务融资无法得到充分发展。

(5)采取措施建立完善的资本市场。美国公司的创新能力举世瞩目,这与其具有发达的资本市场是分不开的。德日两国目前也意识到他们的公司治理结构存在某些缺陷,意识到发达的资本市场对公司治理结构的完善的作用,并采取措施来改善、发展他们的资本市场。我们在重视公司治理结构对国有公司改革的重要性的同时,也必须重视发达完善的资本市场对公司治理结构,从而对公司的经营管理及经营业绩所具有的极大促进作用。中国作为一个发展中大国,为适应中国资本市场国际化的需要,应建立多层次、多元化、多样化的现代市场体系。

参考文献:

- [1]梁随等.公司治理结构:中国的实践与美国的经验[M].北京:中国人民大学出版社,2000.
- [2]邓明然.企业理财系统的不确定性剖析[J].科技进步与对策,2002,(5).
- [3]陈清泰.法人治理结构是公司制的核心[J].经济社会体制比较,2000,(5).
- [4]叶祥松.不同国家公司治理结构及其比较[J].中央财经大学学报,2001,(2).
- [5]邓明然.企业理财系统柔性的时间运动原理研究[J].武汉理工大学学报(信息与工程版),2002,(1).
- [6]钱颖一.公司的治理结构改革和融资结构改革[J].经济研究,1995,(1).
- [7]邓明然.企业理财系统相关性研究[J].武汉理工大学学报(社会科学版),2001,(6).

(责任编辑:汪智勇)