

资本国际化与财务管理变革

张新民 郑建明



张新民



郑建明

近年来，企业国际化经营已经从“产品国际化”时代过渡到“资本国际化”时代，外资并购和海外收购已成为企业战略扩张的常用手段。资本国际化包括两个维度的内容：一方面，它是投资者结构的国际化；另一方面，它又是企业组织结构的国际化，包括企业总部、地区总部、运营总部、资金总部或分支机构的国际化。上述两个维度的国际化相辅相成，拓展了企业的跨国经营网络，推动着企业的国际化经营，巩固或提升了企业的国际竞争优势。

然而，在当前对企业国际化问题的研究中，人们较多地关注企业战略、经营管理、人力资源管理和跨文化管理等方面，笔者认为，关注资本国际化程度对企业发展和企业价值的影响，更具有现实而深远的意义。

资本国际化对企业发展的影响

(一) 通过公司治理的完善降低企业融资成本，提高企

业市场价值。在全球资本市场一体化的当今时代，企业海外上市不仅是简单的募资行为，也是海外投资者的公司治理需求和外国证券监管机构的要求，是对外国公司治理准则、要求和机制的引入。从20世纪60年代开始，欧美主要的证券交易所陆续将公司治理要求列入上市标准，在“安然事件”等一系列证券丑闻爆发之后，美国更是强化了对公司治理的实施力度，并于2002年通过了《萨班斯—奥克斯利法案》(SOX法案)，法案规定要设立独立的会计监管委员会，负责监管会计师事务所，加强会计师事务所的独立性；明确公司的财务报告责任，并大幅度增加了公司的信息披露义务；加大对公司管理层违法行为的处罚力度；增加经费拨款，强化美国证券交易委员会(SEC)的预算及职能。按照该法案，所有在美上市企业都要遵守该法案关于公司治理、内部控制、财务审计等多个方面的严格规定。公司治理要求的提高确实增加了企业的治理成本。据估计，我国在美上市的46家公司

在应对 SOX 法案方面的直接投入高达 10 亿元人民币。

但是,较高的公司治理要求并不妨碍企业海外上市的热情,这是因为:(1)海外上市本身有利于企业在全中国范围内选择融资成本较低的市场进行融资,降低融资成本。一般来说,证券市场市盈率越高,上市的股权融资成本越低。而且,海外上市形成的“利益捆绑”机制能够促使国外战略投资者为企业提供市场预测、技术转移和战略咨询等增值性服务。(2)更严格的公司治理要求会给企业带来巨大的溢价效应,促进企业市场价值的提高。美国经济学家 Shleifer 和 Claessens 等人认为,达到公司治理标准的上市公司为投资者的权益提供了更有力的保护,其股票自然就受到投资者的追捧,从而起到提升股价的作用。

(二)促进了企业全球思维的培育和发展战略的国际化。资本国际化决定了企业行为的国际化。在资本国际化的情况下,企业不仅需要协调国内外投资者之间的利益冲突,协调国内消费者与外国投资者之间的利益冲突,而且,其成本与收益、风险与机会都是“全球化”的,它随着国外宏观经济形势、国外金融市场行情和国外同行竞争策略的变化而发生动态的变化。这样的外部环境有助于企业培育全球思维,并从全球化的视角制定其发展战略。

资本国际化推动了企业的商业机会和盈利基础的国际化分布。拥有不同资本来源的企业,其盈利基础和价值基础也是国际化的。资本的国际化程度、资本的分散或集中程度、资本的融通渠道与期限结构等,既影响企业的资本成本,又影响企业所拥有资源的市场价值。为了抓住这些机遇,企业需要一个国际化、网络化、弹性化和动态化的组织架构。

资本国际化也使企业发生的成本和面临的风险出现跨国分散的特征,为了规避风险,企业需要把其头寸和资源在各个国家、不同币种和各种期限之间进行优化组合,使风险管理行为呈现出国际化的特征。

(三)通过高效率的税务规划降低企业的税务成本。从本质上来说,企业的大多数税务支出属于成本范畴。税务规划就是指企业在合法的条件下,为企业税务支出的降低或者减少而进行的筹划。高质量的税务规划可以合法地降低或者推迟企业的税务支出,从而增加企业的财务收益。在资本来源国际化导致企业业务结构国际化的情况下,跨国公司在不同国度中所面临的税务环境是复杂多变的,此时,与特定国家税制相结合的高水平的税务规划将直接形成企业的财务收益。

此外,资本国际化还可通过离岸注册等方式使企业享受到避税所带来的好处,目前国内企业越来越多地在开曼群岛、维尔京群岛和百慕大群岛等离岸金融中心开设分支机

构,除了便于海外上市之外,离岸中心极低的税负水平是吸引企业的主要因素。

(四)带动了人力资本的国际化。在科技进步日新月异的“新经济”时代,决定企业未来发展的战略性要素已不再是劳动力和货币资本,而是人力资本,人力资本与非人力资本在经济利益上的博弈直接决定着企业的兴衰成败。观察历年财富 500 强排行榜的变化,不难发现这样一个趋势,即传统企业不断被新兴企业所取代,劳动密集型企业 and 资本密集型企业不断被知识密集型企业所代替。

在 2005 年的财富 500 强企业中,所有企业都无一例外地实行了人力资本国际化、人力资本本土化或“借脑”战略,而且,有近一半的企业对高级经理人、骨干技术人才或“关键员工”实行了以股权为基础的激励计划,包括股票期权、股票赠送、优先认股权和虚拟股票期权等。

我国企业在资本国际化过程中还存在一些问题,最为突出的是“引进来”和“走出去”的不对等和不和谐,表现为海外投资和海外收购的规模远远不如吸引外资和外资并购国内企业的规模。究其原因,一方面是由于我国对于外资并购缺乏产业政策、市场准入和国家经济安全方面的监管;另一方面,我国企业的海外收购频频遭受国外的经济安全审查等手段的阻击和干扰,一些国家和人士甚至把我国企业的海外收购视为“中国经济威胁论”的表现。因此,我国政府在规范外资并购监管的同时,还需要通过外交、宣传和经济交流等渠道消除国外对我国企业海外收购的误解,为企业海外收购和“走出去”战略的实施创造一个良好的国际环境。

资本国际化与财务管理变革

在资本国际化对企业发展影响日益深远的情况下,作为企业管理重要组成部分的财务管理也应该而且必须进行相应变革。

(一)强化财务管理的“战略导向观”。目前财务管理所涉猎的内容主要涉及技术层面和日常管理层面。近年来,虽然也开始关注战略财务管理问题,但研究的视角多是试图从财务管理的内容(如筹资管理、投资管理和分配管理等)中分化或者提升战略意味的内容,或者从企业发展阶段的不同特征来研究企业财务战略。这种研究思路仍然带有强烈而明显的“就财务论财务”的色彩,即不是站在服务于企业战略的角度,而是站在财务管理自身的角度研究问题。

我们不能否认以投资、筹资决策为基础的财务管理在企业管理中的核心地位和作用,但在资本国际化程度普遍增强的今天,仅仅局限于上述研究是不够的,因为资本结构制约下的企业战略对财务战略的要求更高。在资本结构国际化的

情况下,企业的战略本身可能并不仅仅关注财务方面,还有其他方面。例如,我国在进行跨国投资的过程中所建立的企业,其战略往往关注和服务的是财务以外的其他因素,如国家的能源安全、人力资源发展战略等。又如,前一段时间,俄罗斯与乌克兰关于天然气问题争执严重,俄罗斯希望以较高的价格卖给乌克兰,而乌克兰则希望以较低的价格购入,在价格问题上两国意见分歧较大。最终的解决办法是借助中介“俄乌公司”,由其按照俄罗斯希望的价格从俄罗斯购入,再按照乌克兰可以接受的价格卖出。可以看出,“俄乌公司”有其特定的发展战略,此时的财务战略必须适应并服务于企业战略。

(二) 树立财务管理的“财务质量基础观”。现有的财务管理理论与方法,虽然在某些条件下对企业的财务状况有所关注,但主体上还是强调服务于一定财务管理目标的财务管理活动,而对实施财务管理的“财务质量基础”关注较少。“财务质量”主要是指企业的资产质量、资本结构质量、利润质量和现金流量质量等。在资本国际化的条件下,资本结构质量的不同,直接制约着其资产结构与质量、盈利模式与利润质量以及现金流量的质量。不同的财务质量基础对财务管理的要求并不相同,这呼唤着基于不同财务质量的财务管理理论与方法的产生。

最近发生的罗孚并购案中,宝马公司将纳入自己旗下多年的与罗孚有关的品牌、技术、设备等分别卖给了美国的福特公司和我国的南汽、上汽公司,南汽、上汽主要购买了罗孚的技术和设备等。为什么在宝马公司可能是鸡肋的罗孚技术,上汽和南汽却争相购买?究其根源,主要是双方财务质量基础上的差异。很显然,处于不同财务质量基础的企业,其财务管理和决策可能会有显著不同,对卖方无意义的资产要素可能对买方非常有意义。

(三) 树立动态的“成本效益观”。现有的财务管理理论在成本效益分析应用过程中,往往采用静态的分析方法,试图把成本和效益最大限度地量化,通过量化的分析结论来影响财务决策。例如,加权平均资本成本理论试图告诉人们,加权平均资本成本最低者,将导致企业所有者权益最大化。但是,我国企业的国际融资实践却难以用此理论来解释。所有在证券市场上市的企业,很少关注上市过程中财务管理资本成本理论意义上的融资成本的高低,而是毅然地选择上市。换句话说,我们的企业很少在上市融资以前请财会人员首先计算加权平均资本成本,然后再做出筹资决策。究其原因,主要还是该理论主要关注资本成本,而没有结合效益进行分析。即使对效益进行分析,也难以结合非货币计量的效益进行分析。

动态的“成本效益观”要求,既要考虑成本因素,也要考虑效益因素。在成本因素和收益因素中,还要考虑非货币因素。只有结合了成本和收益两个因素的决策,才是全面的决策。

(四) 树立全面的“人力资源成本观”。在人力资源成本方面,现有的财务管理理论与方法往往关注特定人力资源的“付现成本”,即企业对特定人力资源所支出的薪酬、福利等导致企业现金支出的成本,而较少关注企业人力资源成本的另一重要方面——机会成本,即不恰当的人力资源在不恰当的位置上对特定企业或组织所造成的潜在伤害。实际上,人力资源机会成本在企业成本中的比重是相当大的。

资本国际化导致了人力资源结构和来源的国际化,在这种情况下,树立全面的“人力资源成本观”至关重要。在某些跨国公司内部的人力资源管理实践中,严格区分所谓的“国际人才”和“本土人才”,并对其实施有显著差异的薪酬计划;在我国的一些“三资”企业中,也有中方委派的总经理收入远远低于外方委派的财务总监收入的情况。这种与其说是差异化、不如说是歧视化的人力资源政策已对本土人才的心理产生了不容忽视的负面影响,本土人才对薪酬公平性的关注度在提高,而这种关注度的提高将直接影响特定人力资源对企业的贡献。

(五) 将税务规划纳入财务管理范畴。在资本国际化条件下,不同规模形成的资本结构、不同来源形成的资本结构、不同的企业组织结构等因素均会导致企业税务支出的差异。从财务管理角度来说,企业的税务规划除了对企业的成本或费用的规模有所影响,并进而影响企业的效益外,税务规划还有较强的融资效应,推迟的税务支出与企业合法地享受无息贷款具有相同的含义。

考察一下我国上市公司和跨国公司的财务报告就会发现:我国企业资产负债表中的“递延税款”不论是资产方还是负债方均很少出现数字。而在一些跨国公司的财务报告中,其“递延所得税”负债方和资产方经常会出现数字。难道我国企业在所得税方面没有时间性差异、只有永久性差异吗?其实不然。国内企业很少在“递延税款”项目上出现数字,并不是因为我国企业在所得税方面没有时间性差异,而是在核算方法上采用了应付税款法。实际上,“递延税款”不仅反映了企业在所得税方面的时间性差异,更反映了企业在所得税方面的避税成效或者说税务规划成效:出现在“递延税款”负债方的数字代表了企业合法推迟缴纳的所得税。因此,将税务规划纳入财务管理范畴意义重大。■

(作者单位:对外经济贸易大学国际商学院)

责任编辑 林燕