

不完备契约下的企业控制权对金融契约效率的影响*

唐陈利, 刘星

(重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400044)

摘要:构造了不完备金融契约环境下,企业控制权对金融契约效率影响的博弈论模型。在加进控制权因素后,影响金融契约效率的因素不仅仅是投资者受益、管理者的努力水平、管理者的私人福利等,更重要的是金融契约的不完备程度。这个因素对金融契约效率的影响是通过对投资者、管理者努力水平和管理者的私人福利的影响实现的。可以利用金融契约的不完备性讨论融资行为影响的传导机制。

关键词:金融契约;效率;不完备性;控制权

中图分类号:F224.32 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-7329(2006)06-0115-05

Effect of Corporation Control on the Financial Contract Efficiency under Imperfect Financial Contract

TANG Chen-li, LIU Xing

(College of Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: In this paper a game model for the effect of corporation control on the financial contract efficiency under imperfect financial contract has been set up. With introducing the factor of control power, the factors influencing the efficiency of the financial contract are not only the efforts of investors and administrators and the welfare of the administrator but more important is the imperfectness of the financial contract, which can be used for discussion on transformation mechanism of the influence of the funding behavior.

Keywords: financial contract; efficiency; imperfectness; control

“金融契约是资金供给者与资本需求者之间就一定量的资本使用权转让的方式、期限收益的分配方式达成的协议。”^[1]作为调节资本供求的一种机制,金融契约的协议双方应是地位平等、存在共同的意愿且通过契约的签订能使双方得到各自的预期权益或效益。金融契约主要有负债契约和股权契约两类,债权人与债务人之间达成的协议就是负债契约,股东与企业的管理者之间达成的协议就是股权契约。

金融契约理论为分析资本结构和企业的融资行为提供了一个新的视角和方向,金融契约是否完备的争议在1994年阿弘和博尔藤的工作中便已出现,他们认为:“由于人的有限理性和机会主义倾向,未来的交易中可能出现的不可预见的或然事件等因素的影响,金融契约不可能是一个完备的金融契约。”^[2]

张维迎曾经提出了一个关于金融契约效率的博弈论模型^[4],并获得了这个模型的子博弈精炼纳什均衡解及其理论解释。笔者发现,张维迎提出的模型没有

研究金融契约的不完备性与控制权之间的差别,也没有讨论控制权变量对投资者投资行为和管理者努力水平的影响。正是基于控制权对投资者行为、管理者行为的决定作用,我们才能真正考察企业的融资行为以及对融资行为产生影响的主要因素。

1 不完备的金融契约与企业控制权对金融契约效率的影响

金融契约的不完备性必然会影响到企业的融资效率,但金融企业对企业的融资行为的影响是通过一系列的途径完成的。金融契约的不完备性作用于企业融资行为的途径是:

金融契约的不完备性→影响企业控制权→影响企业金融契约的效率→影响企业的融资和投资者的投资行为。

我们先建立一个模型以讨论金融契约的不完备性与企业控制权的关系,该模型假设:

* 收稿日期:2006-03-26

作者简介:唐陈利(1965-),女,四川内江人,博士生,主要从事财务与金融研究。

1) 一个项目只有一个管理者 E , 管理者拥有一个投资项目。

2) 资金供给市场只有一个资金供给者 C 寻求投资机会。资金的需求方也只有管理者 E ;

3) 不考虑资金的机会成本。

4) 金融契约的完备性有两种情况, θ_1, θ_2 , 且 $0 \leq \theta_1 < \theta_2 \leq 1$;

5) 期末实现的货币收入是管理者的努力水平 e 和私人福利 b 的函数。

6) 管理者的努力水平 E 与契约完备程度 θ 成正比, 私人福利 b 与契约的完备程度 θ 成反比。

控制权在股份制企业中, 表现为投资者对股票的占有。按照模型假设, 管理者作为项目的拥有者, 应拥有部分的股权。金融契约的完备性是一个非常重要的因素, 投资者作为企业的控制者, 与作为企业的管理者的管理人员之间存在信息不对称, 管理者对企业的运营状况的了解远比投资者强, 在监管方式、监管成本有限和信息不完全的情况下, 由于机会主义倾向的存在, 管理者有从事投资者不愿看到的行为的倾向, 这样就使得投资者配置的控制权得不到完全的实现。金融契约越完备, 对管理者的约束力越强, 越有利于投资者控制权的实现; 金融契约越不完备, 对管理者的约束力就越弱, 投资者的控制权的实现度就越低。换个角度来看, 由于理性投资者必然能预测到管理者的行为对投资者控制权实现度的影响, 因此每个投资者对实际实现的控制权的预期数量是一定的, 因此投资者的实际控制力越强, 对初始的配置权的要求就低; 如果控制权的实现度低, 自然投资者对初始配置权的数量要求就越高。因此控制权的初始分配主要受金融契约完备程度的影响。即: 初始配置权 $f = I(\theta)$, 且 $\frac{\partial f}{\partial \theta} > 0$ 。

投资者在日期 t_1 决定是否对项目进行投资, 管理者在日期 t_2 选择自己的福利水平和努力水平。项目的期末货币收入为 y , 初始投资为 K , 管理者为这份工作所付出的成本为 c , c 是努力程度的函数, 且与 e 成正比, 即: $c = h(e)$, $\frac{\partial c}{\partial e} > 0$ 。管理者的货币收入为 w 。货币收入 y 是 b 与 e 的函数, $y = f(b, e)$; y 与 e 成正比, 与 b 成反比。即: $\frac{\partial y}{\partial e} > 0$; $\frac{\partial y}{\partial b} < 0$, 管理者的努力水平越高, 占用的私人福利水平越低, 期末实现的收入就越高。反之亦然。私人福利不仅与金融契约的完备程度有关, 而且与控制权的初始配置度 f 有关, 呈现正比关系, 因为控制权的实现度越小, 管理者所实际拥有的权力越大, 私人福利就越强, 但 f 亦是 θ 的函数, 所以 f 依

然只是 θ 的函数。而金融契约的完备程度与管理者的私人福利成正比, 与努力水平成反比, 因为金融契约越不完善, 其对管理者的约束力越弱, 管理者获得更多福利的机会就越多, 从而私人福利就越高。而金融契约越完善, 对管理者约束力越强, 管理者欲维持其工作, 就必须增加努力度。因此, 当 $\theta_1 < \theta_2$ 时, $b_1 < b_2$, $e_1 > e_2$; 我们还可以得到, 投资者的资金流入为 $\pi_1 = (y - k) * I(\theta)$; 管理者的收入为: $\pi_2 = b + w - c + (y - k) * (1 + I(\theta))$; 管理者的资金收入 w 是期末总收入的函数。即: $w = g(y)$, 且 $\frac{\partial w}{\partial y} > 0$; 亦可得出 $w = g(f(e, b))$,

$\frac{\partial w}{\partial e} > 0$ 。也就是说; 管理者的货币收入随努力水平的增加而增加, 但是, 努力水平的增加, 也会带来管理者工作时间的延长或工作强度的增加, 同时, 管理者也需要深化自己的知识和能力, 这必然会带来管理者精力、体力或机会成本的增加, 即增加管理者的成本 c 。这表明管理者到底付出多少的努力水平, 要权衡他们货币收入的多少和成本的高低。

以上分析表明, 对给定的金融契约的完备度 θ_1, θ_2 , 且 $0 \leq \theta_1 < \theta_2 \leq 1$, 投资者为此项目注入 k , 管理者在此条件下进行努力程度 e 和私人福利水平 b 的选择, 分别对应两种选择, 即 $(e_1, b_1), (e_2, b_2)$; 可知: $e_1 < e_2, b_1 > b_2$, 因为 e 与 c 成正比, 所以也可得: $c_1 < c_2$;

我们有:

$$\begin{cases} \pi_2 = b + w - c + (y - k) * (1 - I(\theta)) \\ w = g(f(e, b)) \\ c = h(e) \end{cases}$$

可知: $\pi_2 = \delta(e, b, \theta)$; 即管理者的收益是努力水平、私人福利和金融契约完备程度的函数。

当 e, b, θ 取不同值时, 管理者收益水平也有所不同。首先, 对于投资者来说, 主要注重整个项目期终的收入流量, 投资者的主要收益也源于此。对于管理者, 由于股权所占份数少, 以及受企业的红利分配政策和企业的发展战略的影响, 股权能带来的收益, 只有在管理者离开公司时才能在金融市场上变为现金流量^[3]。所以管理者最为重视的收益应是 $\pi_3 = b + w - c$, 这也是能对其行为产生实质影响的因素。

在给定金融契约的完备程度 θ 的前提下, 若投资者愿意投资, 对管理者如果他的努力水平所带来的工资的增加扣除由于增加努力水平而付出的一系列成本的和还有剩余, 那么管理者就会选择较高的努力水平。否则, 就会选择较低的努力水平。但是, 由于私人福利的大小主要受金融契约完备程度的影响, 一旦金融契约完备性处于较低的水平, 投资者为保证企业的运转

符合自己的意愿,必然增加对初始配置权的数量,这样,管理者的控制权减少,收益减少,管理者会优先选择增加私人福利这种更为直接的方法来增加自己的总收益,由于人的机会主义倾向的存在,管理者会深化这种行为,这样,管理者就选择较低的努力水平和较高的私人福利。当金融契约完备性处于较高的水平时,金融契约对管理者的约束力增加,使得管理者必须保持较高的努力水平,才能维持工作,较高的金融契约完备性使得投资者减少对初始配置权的要求,管理者的股权和控制权相应增加,一方面,激励管理者提高努力水平,同时股权收益也将增加,这将减弱管理者对私人福利的需求,此时,管理者会选择较高的努力水平和较低的私人福利。而对于投资者来说,期终的收入流量主要取决于管理者对努力水平和私人福利的选择(股权数量的降低处于次要地位,因为投资者的收入的获得方式与管理者的方式有着本质的不同),投资者在此所拥有的特权就是:投资者有投资与不投资的自由,同时,投资者还可以影响控制权初次分配的数量。

图1表示了以上博弈过程:

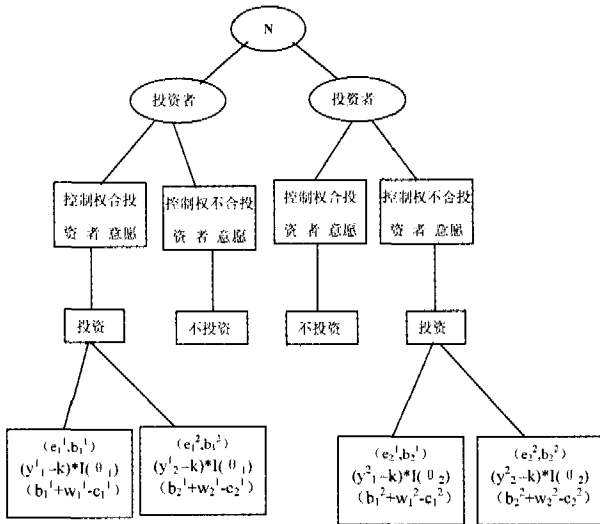


图1 博弈过程

可以看出:面对不同的金融契约的完备程度,投资者会预测在注资以后对企业控制权的实现程度,如果投资者认为实现程度很低,以至于不能使企业按照自己的意愿发展,从而不能保证期终的收益,投资者就会放弃投资,这时所得的均衡解就是(0,0)。在投资者选择了投资以后,投资才和管理者的博弈就会得到以下的解:

1)假定管理者选择较低的努力水平和较高的私人福利,如果 $(y_1^1 - k) * I(\theta_1) > 0$,又知 $y_2^1 > y_1^1$,所以, $(y_2^1 - k) * I(\theta_1) > 0$,存在子博弈的纳什均衡 $[(y_1^1 - k) * I(\theta_1), (b_1^1 + w_1^1 - c_1^1)]$ 或 $[(y_1^2 - k) * I(\theta_1), (b_1^2 +$

$w_1^2 - c_1^2)]$

2)如果 $(y_1^1 - k) * I(\theta_1) < 0$ 和 $(y_1^2 - k) * I(\theta_1) < 0$,这时子博弈的纳什均衡为 $[0,0]$

3)假定管理者选择较高的努力水平和较低的私人福利,如果 $(y_2^2 - k) * I(\theta_2) < 0$,这时子博弈的纳什均衡为 $[0,0]$ 。

4)如果 $(y_2^1 - k) * I(\theta_1) > 0$,存在子博弈的纳什均衡 $[(y_2^1 - k) * I(\theta_1), (b_1^2 + w_1^2 - c_1^2)]$ 或 $[(y_2^2 - k) * I(\theta_2), (b_2^2 + w_2^2 - c_2^2)]$ 。

在金融契约的完备程度 θ 的每一种状态下,管理者对努力水平和私人福利,都有两种选择,即较高的努力水平和较低的私人福利,或者较低的努力水平和较高的私人福利。在 θ_1 状态下,如果投资者对预期的控制权实现度感到满意,用数量来表示就是 $(y_1^1 - k) * I(\theta_1) > 0$,就会进行投资。这时管理者在对私人福利和努力水平进行选择,得到相应的均衡解 $(y_1^1 - k) * I(\theta_1)$ 和 $(b_1^1 + w_1^1 - c_1^1)$ 的支付。如果投资者对预期的控制权实现度感到不满,预期 $(y_1^1 - k) * I(\theta_1) < 0$,则投资者的收益不能弥补其投资成本,投资者将不会进行投资。

通过这个模型可以看出,由于金融契约的不完备性,导致投资者对企业控制权的预期的波动范围增大,直接影响效率和项目的运转状况。我们引入了初始配置权的概念以刻画控制权变量,加进控制权以后,企业(项目)的投资者和管理者之间的博弈发生了变化,博弈关系变得更加复杂。在金融契约不完备的情况下,对金融契约效率的影响因素,不仅仅是张维迎模型^[4]中的投资者受益,管理者的努力水平,管理者的私人福利等因素,更重要的一个影响因素是金融契约的不完备程度,而且,这个因素对金融契约效率的影响是通过投资者受益、管理者努力水平和管理者的私人福利的影响实现的,投资者、管理者双方博弈的状况因影响因素的变化而得出了新的博弈均衡解,这是十分重要的。模型的讨论使我们可以利用金融契约的不完备性讨论融资行为影响的传导企业机制。

2 国有企业控制权对金融契约效率影响的途径

在金融契约不完备的情况下,控制权的归属是至关重要的,如果投资项目是必定要实施的未来的行动,因某些原因。无法在契约中明确规定,那么,对控制权进行适当的配置,就能保证金融契约的效率。然而,“在现实世界中,享有控制权并不意味着真正拥有控制权,享有控制权与真正发挥效用的控制权很多时候

都是不等价的。要想保证这种等价关系,就需要一种机制来保证。正因为如此,配置控制权与实现控制权是两个不同层面的问题。”^[5]

配置的初始控制权,由金融契约界定,这取决于初始金融契约签订双方的谈判能力、实际工作能力及其他因素,它与金融契约的完备程度关系密切。而实现的控制权则是实现初始的金融契约配置的控制权。这必须要通过一系列的方法,包括公司的治理机制,股票的交易规则等等才能实现。在现实世界中初始的金融契约并不能保证配置的控制权完全实现,实现的控制权不会超过初始金融契约配置的控制权。国有企业控制权的最主要特征是控制权的竞争性与排他性。所谓竞争性是指国有企业的控制权(在股份制企业中表现为股权)由于某些原因,不能通过扩大股份,增发新的股份或买卖上市等手段,但其能够在金融市场上得以流通。排他性是指对于绝大多数的项目国有企业,因为其特定的性质及目的,国家对此类企业给予严格控制,其它投资者不能享有国有企业的控制权及其福利,我国大多数企业及国有公司具有这两个特性。

国有企业的实际控制权掌握在企业领导人和地方部门手中,他们从中享受到巨大的私人福利,因此,由于个人理性主义的作用,导致外界对企业实际控制权的任何改变都会受到企业领导人的顽强抵制,其深层次原因是私人福利的巨大诱惑,从以下分析可得到。

企业的收益一般分为两部分:一部分是容易度量的货币性的收益;另一部分是难以度量的非货币受益。前者可以通过企业的会计帐户反映出来,而后者则很难通过一些书面的材料衡量,非货币收益与控制权是相互联系的。非货币收益一般表现为,企业管理者的荣誉的增加、自我成就感的增强、管理者能享受的在职消费,通过职位便利获得的例外收益以及通过私自提升待遇规模与档次而得到的满足感和通过资产的转让而得到的私人收益等。货币收益由企业的投资者占有,而非货币收益则由拥有企业控制权的在职经理和内部人直接占有。企业的管理者失去控制权,就必然失去控制权收益。国有企业的投资者与管理者不是同一个人,管理者做出决策并不会根据控制权收益与货币收益之和的最大化而做出决策,也不会依据货币收益最大化来作出决策。因为有控制权福利的存在。在国有企业中,控制权由在职经理和内部人拥有,货币收入归国有;在职的经理人不存在类似于股权激励模型那样的分配货币收益的机制,因此,他不能获得任何的货币收益。而要想分享部分货币收益,就必须通过隐蔽的方式进行,而这种隐蔽的方式的一个重要的前提是拥有足够多的有效的实际控制权。另一方面,如果

在职经理的自我约束力强,不愿意通过以上的方式获得货币收益,那么仅剩的非货币收益就非常重要。在私人的企业中,面对管理人维持部分控制权的努力,投资者会利用某种缓冲机制,这种缓冲机制主要有:(1)股权激励,将部分的股权转让管理人员以缓解其对货币收益的偏好;(2)强制性削弱。但是国有企业不存在这种机制,国有企业资产的国有性质,不允许把股权作为对经理的激励,产权主体虚位又使得董事会、监事会很难发挥“投票机制”的作用,再则,控制权转换的成本在中国国有企业中大得惊人,经理层关系网的存在以及干部任命制的弊端不得不被认为是产生这一问题的主要原因。

作为投资方,投资者会密切关注控制权的实现度,因为这影响着期终收入流量的多寡,影响投资者和管理者的行为和最终金融契约的运作效率。对于国有企业的投资项目而言,要想保证项目的运转良好,就必须努力保证和提高金融契约的效率。而这首先要明晰控制权的可交易性和竞争性的程度对金融契约作用的途径。该途径有以下几个方面:

1)国有企业的控制权特征使投资者和管理者在金融契约前的谈判优势和劣势发生了转变。每一个投资者在进行投资前都会分析投资项目的的前景以及对管理者的行为进行预期。一旦预期由于控制权的排他性和竞争性带来的控制权的实现程度低,无法保证其未来的收入流量,那么投资者与管理者之间的协议就很难达成。如果投资者预期到未来的实际收益,因控制权的原因而低于投资者将资金投资于象国债投资那样的安全资产的收益,投资者也会放弃投资,转而投资于安全资产或寻找高收益的投资机会。

2)国有企业的控制权特征会增加管理者的违约代理契约的概率。控制权的排他性和竞争性,直接带来的后果就是监督机制的僵化和管理者流动的刚性,导致作为资金供给者的投资方不能对管理者的行为进行卓有效的监督,或者是花费巨大的监督成本才能实现。这就一定程度上纵容了管理者的行为,因其违反代理契约的行为被发现的机率很小,从而其受惩罚的概率也就很小;在这种情况下,由于人的有限理性和机会主义倾向,管理者必然会增加其违约行为。管理者的流动性刚性,就使得即使投资者花费了巨大的成本,发现了管理者的违约行为,管理者也不能进行有效的管理人替换。造成这种情况的主要原因就是国有企业的内部人控制机制,国有企业的管理者通常由政府直接任命,而不是由投资者直接任命。投资者只能通过间接的手段(如:通过有限的股权,向董事会施压。或者在投资之前,将其写进契约以保证自己的人事任免

权)而不能直接决定管理者的流动。当管理者预期到这些情况,就必然进一步增大其违约的概率。而如果投资者能进行有效的理性预期,预期到管理者的行为,投资者也将放弃投资,进而影响金融契约的效率。

3) 国有企业控制权的排他性和竞争性,会增加投资者的违约金融契约的概率。投资者在对投资项目以后,其监督和约束机制不能很好的运转,其收益要受到影响,一旦投资者的预期收益小于金融契约的违约金,投资者会毫无疑问的选择撤资。如果投资者所采取的违约行为过度,导致企业的动作处于了亏损状态,必须进行破产清算;这时的管理者往往为了赚取最后的私人福利,就会尽量隐蔽信息,当投资者掌握真实情况后,资产或被转移,或磨损太大,导致剩余资产价值剧跌。这时候就是破产清算也很难弥补投资者的初始投资。对于国企业来说,即使资产的价值可以弥补投资者的初始投资的数量,因国有资产的转让受到严格的限制,投资者也难以实现其初始投资的回收。这种例子是屡见不鲜。如果投资者预期到这种情况,就往往会选择提前解除金融契约合约,以避免使自己的初始投资受到影响。选择提前违约的前提就是:投资人预期收益的增长量小于金融契约的违约金,或出现初始的资本难以回收的时候。这样原有的金融契约就遭到了完全的破坏!在重复博弈合作的情况下,下一次投资者会采取“以牙还牙”的策略,而停止与此管理者的合作。

4) 国有企业控制权的排他性和竞争性,会影响管理者的努力程度和私人福利,进而影响私人福利的实现。一旦外部的投资者与管理人达成金融契约,对于控制者来说,就是保证其持有者能够实现对项目按自己的意愿发展。如果将初始的控制权配置给投资者,当管理者的对企业的调控和决策行为不适合投资者的意愿时,投资者必然会通过监督机制和约束机制对管理者进行监督和约束来影响管理者的行为,一方面保证自己的期终收益,另一方面,也是保证自己的控制权的实现度。一旦控制权具有了排他性和竞争性,投资者实现控制权的机制将不能有效运作。由于人的惰性和机会主义倾向,管理者的努力程度肯定会降低,努力水平的降低,一方面,降低了期终的收入流量,另一方面,努力水平的降低会导致管理者工资水平降低,为弥补其损失,管理者必然加大违约行为以扩大私人福利。这两个途径使得整个项目的收入流量受到影响,在国有企业中,因为领导人调动升迁是由政府部门负责而非投资者负责,所以管理者的惰性才会增强,努力水平才会降低,这在我国的国有企业中十分普遍。

5) 国有企业控制权的排他性和竞争性,还使得国

有企业的管理者对权力的偏好减弱,而对私人福利的偏好增强。由于中国特有的国情,国有企业的管理者一直作为企业的代理人出现,企业的私人福利全部由管理者一人占有,投资者不参与分配,这就使得管理者对私人福利的追求有较大的空间。一般认为:私人福利的提高所带来的实质性的收益、成就感和荣誉感等,会对企业的管理者产生一定的激励作用,这样管理者就会提升自己的努力水平,此激励作用的前提是这些私人福利的增加是通过正式的途径而不是通过管理者私人的违约行为所得,以及这部分福利的增加扣除因为增加努力程度的提高而带来的机会成本的大小,差别越大,努力程度越高。但从另一个角度讲,过高的私人福利会使得增加私人福利所带来的边际效用递减加速,对管理者的激励日趋弱化,管理者往往会增加其在任的福利,如:购买豪华坐车,建造超规格的办公室,进行无任何实质意义的出国考察等,这些行为会降低企业的期终收益水平。

参考文献:

- [1] 黄少安,张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究,2001,(11):22-24.
- [2] 田晓东. 中国企业债券融资和股票融资比较[J]. 中国金融,2001,(3):12-14
- [3] 陈拱波. 不完全契约、控制权实现度与金融契约效率[J]. 华中科技大学学报,2002,(5):20-23.
- [4] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海:上海人民出版社,1999.
- [5] 约瑟夫·P斯蒂里茨. 经济学[M]. 北京:中国人民大学出版社,1997.
- [6] 件志忠. 信息不对称理论及其经济学含义[J]. 经济学动态,1997,(1):10-13.
- [7] 黄奔林. 信号经济理论的发展[J]. 经济学动态,1998,(6):5-7.
- [8] 播敏. 资本结构、金融契约与公司治理[M]. 北京:中国金融出版社,2002.
- [9] 刘明,袁国良. 债务融资与上市公司可持续发展[J]. 金融研究,1999,(7):5-7.
- [10] 吕峰. 债权的作用与我国国有企业治理结构的改进[J]. 经济科学,1999,(6):7-9.
- [11] 文宏. 融资偏好与融资效率[J]. 当代经济,1999,(6):12-14.
- [12] 朱·弗登博格(美),让·梯若尔. 博弈论(法)[M]. 北京:中国人民大学出版社,2000.
- [13] 陈真子,陈航. 不安全金融契约下的公司治理机制[J]. 金融教学与研究,2003,(4):6-9.
- [14] 李扬. 信息不对称条件下风险企业的金融契约与治理结构[J]. 山东社会科学,2003,(4):15-17.