



中青年经济学家文库
ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

不完备财务契约缔结和 履行机制研究

雷新途 / 著

BUWANBEI CAIWU QIYUE DIJIE HE
LVXING JIZHI YANJIU



经济科学出版社
Economic Science Press

浙江省社科规划项目 (编号: 07CGGLO43YBM)

教育部人文社科青年基金研究项目 (编号: 07JC630055)

中青年经济学家文库

不完备财务契约缔结和 履行机制研究

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

不完备财务契约缔结和履行机制研究 / 雷新途著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 4

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8065 - 8

I. 不… II. 雷… 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 041033 号

责任编辑: 王冬玲

责任校对: 王肖楠

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亭

不完备财务契约缔结和履行机制研究

雷新途 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 9.25 印张 250000 字

2009 年 4 月第 1 版 2009 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8065 - 8 定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

本书是在作者的博士学位论文基础上完成的。作为其博士生期间的导师，我目睹了作者近年来的经历，其在生活艰辛、工作单位一波三折的条件下，孜孜以求地坚持学术研究，扎扎实实地完成博士学位论文撰写，实属不易。梅花香自苦寒来，在付出之后作者也初尝了收获的喜悦，近几年取得了一些科研成果，其博士学位论文在送外盲审中获得好评，五位匿名专家教授中有四个给了优，一个给了良，为师者为之欣慰不已。在本书付梓之际，我乐以为序。

本书主要是以不完备契约理论（incomplete contractual theory）研究企业财务冲突、治理与剩余控制权配置问题。对于企业财务冲突及其治理，自1936年伯利和米恩斯（Berle and Means）考察两权分离后的企业管理和控制之时即为学术界热点问题。1976年依托信息经济学、产权及契约等理论，詹森和麦克林（Jensen and Meckling）提出了代理成本理论，以正式的理论模式分析了企业家和外部股东以及股东与债权人之间的财务冲突，随后也产生了诸如财务信号理论、债务（财务）契约理论等冲突性财务理论。但是，这些理论基本上属于代理理论的范畴，依照契约理论范式，它们均属于（内生性）完备契约理论。不完备契约理论是现代契约理论的最新发展，其更贴近现实的契约行为。威廉姆森（Williamson）、克莱因（Klein）等创建的交易费用经济学（TCE）构成了不完备契约理论的雏形。而格罗斯曼（Grossman）、哈特（Hart）及莫尔（Moore）建立了正式的不完备契约理论，这即为不完备契约产权

理论 (GHM)。不完备契约理论是当前国际学术界热点问题和前沿问题,而将不完备契约理论应用到其他学科,对该学科领域的研究而言,则是全新的探索。因此,当作者在国内学者已有的研究基础之上,利用不完备契约理论范式对企业财务理论进行重构和创新,试图构建不完备财务契约理论,以区别于外生性完备财务契约理论范式的现代主流新古典财务理论以及区别于内生性完备契约理论范式的(财务)代理理论,这的确正如作者在文后所言“在很大程度上是一种理论冒险行为”,但这种“冒险性”的理论探索是很有价值的。

全书写作的基本思路是以不完备契约理论为基本分析工具,将财务契约的不完备性作为财务冲突的基础,将财务缔约主体攫取他人专用性投资准租金的机会主义(即所谓的敲竹杠,hold up)问题作为财务冲突的本质,以剩余控制权的合理配置作为财务冲突的基本治理手段。一改内生性完备财务契约理论(代理理论)以信息不对称为财务冲突的基础,以逆向选择和道德风险为财务冲突的本质,以设计激励相容的完备(或完美)契约为财务冲突的基本治理手段。在这个基本思路统御下,本书首先以不完备契约理论将企业财务交易活动重构为“一系列不完备财务契约的缔结和履行的过程”,以及将企业财务目标重构为“企业剩余索取最大化”,而具有状态依存性和边际修正之特征,作为研究的逻辑起点。其次,在上述逻辑起点的基础之上,沿循不完备财务契约的缔结、冲突和履行的逻辑线索,本书主要研究了不完备财务契约缔结机制问题、不完备财务契约冲突模式问题、不完备财务契约履行机制问题。

整体而言,我认为,本书的一些学术成绩主要有:(1)较为系统地、前后逻辑一致地以不完备契约理论范式研究企业财务冲突与治理问题,一改过往以内生性完备契约理论即代理理论范式研究财务代理或冲突问题;(2)初步建立不完备财务契约缔结机制、冲突模式与履行机制的理论体系和分析框架;(3)以我国上市公司为经验证据,对不完备财务契约缔结的一般机制、不完备股权契约

冲突模式、不完备债权契约冲突模式以及基于不完备财务契约履行机制的相机控制方式进行了实证分析，一些发现及结论具有创新性。

当然，本书也存在不足，在校内、校外评审中诸位专家教授也已指出大部分。另外，构建更科学、规范、完整不完备财务契约理论分析框架、将不完备财务契约由本书的股权契约、债权契约拓展到经理报酬契约、税收契约等其他更广义层面的财务契约、深化研究缔约主体策略性地保留契约的缺口而形成的所谓主观性或策略性不完备财务契约的缔结和履行问题以及不完备财务契约履行效率的外部机制设计问题，等等，既是本书研究的薄弱之处，也是作者今后进一步研究的切入点。

我一再告诫我的学生们，一旦选择了学术之路，应乐以清苦为伴，淡泊为邻，很多时候要有不问收获，只为耕耘、苦行僧般的精神。雷新途博士的学术之路还漫长，我希望他戒骄戒躁，始终保持最初那份好奇与探索精神，并为之付出努力，以取得更大的成绩。这些话既是勉励，也是祝福。

是以为序。

刘冬荣于中南大学西苑

2009年3月20日

前 言

现代主流财务理论基本上是外生性新古典完备契约理论的产物，由于持有生产函数的企业观，注定其对企业内部冲突问题存在制度性缺失。而作为内生性的现代企业契约理论中的代理理论，虽然持有企业契约观，并聚焦于企业代理契约冲突的研究，但由于“完备契约”的假设与现实相去甚远，而导致其通过事前缔结激励相容的最优契约来解决冲突问题往往效率不高甚至失灵。本书应用更贴近现实契约行为的现代企业契约理论最新发展——不完备契约理论为基本分析工具，研究财务契约的缔结机制、冲突模式以及履行机制问题，初步建立起了不完备财务契约缔结和履行机制基本理论体系。以全新的理论范式对企业财务契约行为进行相关理论和实证研究，一方面可以弥补外生性主流财务理论内在的制度性缺失，另一方面可为企业财务主体之间缔约、冲突和履约提供相比内生性完备财务契约理论更科学合理的理论指导。

首先，本书以不完备契约理论将企业财务交易性质重构为一系列不完备财务契约的缔结和履行的过程，以及将企业财务目标重构为企业合作盈余或者组织租的最大化，其实质表现为企业剩余最大化，并且与企业剩余控制权的配置内在逻辑一致，具有状态依存性和边际修正的特征。以此为逻辑起点，提出构建不完备财务契约的缔结机制、冲突模式和履行机制等理论研究设想，并论证了不完备财务契约理论问题的本质是冲突性财务理论和剩余控制权配置理论，而其缔结和履行的目标是激励和保护财务缔约主体关系型专用

性资产投资。

其次,本书分别运用了不完备契约理论中的交易费用经济学(TCE)和不完备契约产权理论(GHM)剖析了不完备财务契约缔结机制。在TCE的财务契约缔结机制研究中,从交易类型与交易的契约治理结构匹配的基本原理入手,再切入完备程度不同的财务契约与融资交易的匹配,指出当企业为高专用性资产融通资金时应当使用体现关系性契约治理的股权契约要比体现刚性契约治理的债权契约有利于节约交易费用,从而有利于激励和保护缔约主体关系型专用性投资。在GHM的财务缔结机制研究中,论述GHM融资契约缔结目标,以此引出了GHM融资契约缔结的一般机理。为了深化研究,本书以Aghion-Bolton模型为基础分析和讨论了财务契约缔结的状态依存性问题,论证债权契约的特殊意义。同时,以我国企业为样本检验了不完备财务契约缔结的一般机制。

再其次,本书研究了不完备股权契约和不完备债权契约冲突的内在机理以及我国企业冲突的现状。在不完备股权契约冲突研究方面,创建了一个基于不完备契约理论的股权契约冲突分析框架,论证了经理自利行为的代理问题Ⅰ和大股东掏空效应的代理问题Ⅱ两类冲突模式具有同质性,即均是剩余搭配错位(也即企业产权残缺)引起缔约主体敲竹杠的机会主义行为。同时也论证了股权契约冲突追随契约结构而具有状态依存性。这个结论在以我国企业为样本的实证研究中得到检验。在不完备债权契约冲突研究方面,本书剖析了导致债权契约不完备及其冲突的基础和根源,从不完备契约理论视角重点分析和论证了债权契约冲突的两类基本模式,即过度投资和投资不足,指出两类冲突均是股东利用债权契约关键变量可观察而不可证实性,攫取债权人专用性投资准租金的机会主义行为。实证也检验了我国企业债权契约冲突的基本模式,发现我国企业债权契约冲突的形态和特征在具有一般性的同时更具有特殊性。

最后,本书研究了不完备财务契约的履行一般机制及其相机控制的基本实施路径。本书论证了不完备财务契约自我履行机制的基

本原理、影响因素以及促进自我履行的基本途径。同时也指出第三方私人裁决履行以及公共强制履行机制是自我履行机制的救济性机制。在此基础上,本书重点研究了不完备财务契约最重要的履行机制——再谈判机制,分析了再谈判基本要素,构建了再谈判模型,同时,对反映不完备财务契约再谈判机制具体形式的剩余控制权动态配置的原理进行了深度剖析,指出一个有效率的动态配置是实现缔约主体非合作博弈向合作博弈转换,这意味着不完备财务契约具有相机控制特征。因此,本书分析了不完备财务契约相机控制最基本的实施路径,即股东常态治理和债权人相机治理。

雷新途

2009年3月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 国内外研究现状	6
1.3 研究目标和思路.....	17
1.4 结构安排.....	21
第 2 章 内生性完备契约与不完备契约的理论比较	26
2.1 现代企业契约理论的整体描述与分类.....	26
2.2 完备契约缔结和履行的机理：代理理论.....	34
2.3 不完备契约理论的基础、经济后果和基本观点.....	42
2.4 本章小结.....	52
第 3 章 不完备财务契约理论的逻辑起点、实质与目标	54
3.1 企业财务交易性质的不完备契约理论解构和重构.....	54
3.2 企业财务目标的不完备契约理论解构和重构.....	58
3.3 不完备财务契约缔结与履行的本质.....	66
3.4 不完备财务契约缔结与履行的缘起与目标.....	70
3.5 本章小结.....	77
第 4 章 不完备财务契约缔结机制研究	79
4.1 企业融资的契约性及其完备程度分析.....	79
4.2 基于 TCE 理论的财务契约缔结机制	86

不完备财务契约缔结和履行机制研究

4.3	基于 GHM 理论的财务契约缔结机制	99
4.4	GHM 融资契约缔结的进一步讨论	112
4.5	我国企业不完备财务契约缔结机制的实证研究	118
4.6	本章小结	132
第 5 章	不完备股权契约冲突模式研究	134
5.1	股权契约不完备性与缔约主体机会主义分析	134
5.2	股权契约冲突模式的不完备契约理论解释	140
5.3	我国企业股权契约冲突的实证研究	151
5.4	本章小结	165
第 6 章	不完备债权契约冲突模式研究	166
6.1	债权契约完备性悖论：是保护还是陷阱	166
6.2	不完备债权契约冲突的基本模式	174
6.3	不完备债权契约冲突的其他模式	179
6.4	我国企业债权契约冲突的实证研究	183
6.5	本章小结	192
第 7 章	不完备财务契约履行机制研究	194
7.1	不完备财务契约的自我履行机制	194
7.2	不完备财务契约的再谈判机制	205
7.3	基于再谈判机制的剩余控制权动态配置	211
7.4	本章小结	220
第 8 章	不完备财务契约相机控制基本实施路径	222
8.1	剩余控制权相机配置与主要实施路径选择	222
8.2	不完备财务契约股东常态治理	225
8.3	不完备财务契约债权人相机治理	238
8.4	本章小结	248

第9章 研究结论、创新之处与研究展望.....	251
9.1 研究结论	251
9.2 创新之处	255
9.3 研究展望	256
参考文献.....	259
后记.....	276

第 1 章

导 论

1. 1

研究背景和意义

1. 1. 1 研究背景

现代主流财务理论脱胎于新古典经济学，其基本是阿罗—德布勒（Arrow-Debreu）范式下新古典经济学理论的产物。新古典主流财务理论架构中，市场观为完美均衡市场，特征是完全竞争，信息完整对称，交易主体完全理性以及零交易费用，其企业观是将企业视为一种投入和产出的技术生产函数。新古典主流财务理论研究方法类似于工程学，即在严格假设和前提的基础之上有一个既定的财务目标（如企业价值最大化），通过构建完美的数学模型和理论逻辑，导出系统的财务概念、原则及政策。这种依托严格的假设以及具有完美的形式逻辑的主流财务学被有的学者称为“数理财务学”或“技术财务学”（李心合，2004、2005；伍中信，2005）^{①[1][2][3]}。

① 传统企业财务理论的构建是基于工程学研究范式而被李心合（2005）称之为“数理财务学”。比如就财务学理论的逻辑起点——财务目标而言，李心合认为“在数理财务学的框架内，公司财务目标函数（股东财富或企业价值最大化）是作为既定的前提存在的，拒绝也不能够对这种目的本身的形成过程给出充分说明。检索国内外的财务学教科书，我们还找不到有关‘为什么会如此’的解释，事实上也不可能给出充分的解释”（见李心合《论制度财务学的构建》，载于《会计研究》2005年第7期）。无独有偶，伍中信（2005）也表达了类似的观点，即认为传统财务研究范式是一种“技术财务学”（见伍中信《现代公司财务治理理论形成与发展》，载于《会计研究》2005年第10期）。

新古典主流财务理论研究范式使财务学变为一种只有复杂的形式推理与经济计量技术、体现工具主义的技术学科，而完全将制度因素（包括企业外部的产权制度安排和企业内部的所有权制度安排）排除在理论框架之外，注定了主流财务理论内生的制度性缺失。首先，研究范式对企业财务战略制约空间——制度环境选择了零“嵌入式”（embeddedness）立场，在面对交易费用大于零，信息不完整也不对称，交易主体有限理性，非完美的现实市场以及发生在其中日益复杂的财务交易行为，主流财务理论的解释能力和预测能力显得力不从心。其次，主流财务理论只见“物”不见“人”的企业观将企业内部普遍存在的财务冲突问题轻易地从研究视野中舍弃，而使主流财务理论出现盲点。然而，发生在企业股东、债权人、经营者、员工、消费者、政府及社区团体（如环保组织、工会组织）等企业参与人之间以及参与人内部的财务冲突在世界范围内不同的制度环境中具有普遍性。从宏观角度而言，企业财务冲突引发所谓的“租值耗散”（the dissipation of rent）而使社会资源效率低下，更有甚者，极端冲突可能造成企业契约彻底瓦解，在资源浪费的同时带来社会动荡不安，直接冲击了社会契约均衡安排，是构建和谐社会的隐患之一。从微观角度来看，企业财务冲突是关乎企业财务契约缔结和履行效率的直接因素，其影响企业“合作盈余”或“组织租”的创造，最终影响企业参与者（财富）福利最大化的实现。主流财务理论制度性缺失，被学者们逐渐认识和关注。依托 20 世纪 60、70 年代兴起的信息经济学、契约经济学、产权经济学、新制度经济学等新经济学理论，西方财务学领域从 20 世纪 70 年代末到 90 年代初期相继出现代理成本理论、财务信号理论、财务（债务）契约理论、融资优序理论等新理论（属于内生性完备契约理论），已经突破主流新古典财务理论研究的传统范式，从不同的角度对现实市场中的企业财务及其内部各产权主体间的财务冲突进行探索，不同程度弥补了主流财务理论制度性缺失。但是，这些理论研究范式虽然有异

于主流新古典财务理论,由于是基于“完备契约”研究范式,对企业不同产权主体的财务冲突的解释和治理途径均存在较大的局限性。

20世纪90年代中后期我国会计领域在全面引进西方经典传统主流财务理论架构之外,很多学者将眼光聚焦于西方财务理论前沿研究领域,其中,现实市场中的企业内部财务冲突也逐渐进入我国会计界学者们的研究视野。我国正处在经济转型阶段,企业面临的外部产权制度的不完整、市场的非均衡更显著,同时,大规模企业产权改革使我国企业普遍存在尖锐的财务冲突。在外部制度不完善甚至缺位的情况,构建我国企业内部财务冲突的协调机制迫在眉睫,这一方面使主流财务理论制度性缺失在我国当前阶段更为凸显,另一方面也表明基于企业内部财务冲突的理论研究具有巨大的现实意义。近年来,旨在协调企业各产权主体的财务冲突,探寻均衡的制度安排的“财务治理”问题成为我国会计领域新的研究热点,且方兴未艾。但由于尚未形成前后逻辑一致、成熟的研究范式,使我国会计界关于财务治理的理论研究五花八门,难以将其归纳和统驭在一个规范性分析框架中。在文献浩如烟海、研究热闹非凡的表象下隐藏着由于研究范式的缺失,使各种关于财务治理的主张和观点犹如“瞎子摸象”而有失系统和客观,影响了财务治理问题研究的深度和广度,也影响了财务治理作为一种理论研究命题(或课题)被学术界普遍接受。目前会计领域以外的我国学术界尚未认同“财务治理”这一术语,国外公开文献也难见到“financial governance”的提法,甚至在会计界对“财务治理”的概念也缺乏基本的共识。

本书正是基于上述背景,提出财务理论再造的一个崭新的研究探索,即以现代企业契约理论最新发展的理论成果——不完备契约理论为研究范式,研究企业财务主体之间的财务冲突和治理问题。通过研究财务主体如何缔结一份不完备财务契约(即缔结机制),不完备财务契约又是如何引发冲突以及其又是如何履行的(即履

行机制), 试图另辟蹊径, 以全新视角和思路提出更有效率的路径和措施来治理财务冲突。所谓不完备契约是指由于未来的不确定性、缔约人的有限理性以及契约关键变量的可观察而不可证实性 (observable but non-verifiable), 现实中的契约是留有“漏洞”的不完美契约^[4]。不完备财务契约缔结和履行机制理论的基本前提是以不完备契约理论将企业财务 (交易) 的性质重构为“一系列不完备财务契约的缔结和履行过程”, 将财务目标重构为“剩余盈余或索取最大化”, 而财务冲突根本原因在于财务契约不完备所引发的剩余争夺, 冲突的实质是缔约主体利用契约不完备攫取其他缔约主体关系型专用性投资的准租金的机会主义行为, 即所谓的敲竹杠 (hold up)^[5]。以该前提为基础, 不完备财务契约理论研究企业财务交易过程中的缔约主体 (财务主体或产权主体) 的博弈和制度安排, 并将交易费用、制度、产权、契约等因素纳入财务理论研究范畴, 从而形成新的财务研究范式, 以弥补和完善主流财务理论内生的制度性缺失。

1.1.2 研究意义

本书以不完备契约理论范式研究财务问题, 沿循财务契约缔结——财务契约冲突——财务契约履行的逻辑主线, 试图构建不完备财务契约基本理论体系 (缔结机制、冲突模式和履行机制), 其具体意义体现在以下几点。

(1) 以不完备契约理论为基本工具研究企业财务问题, 积极探索这一全新的财务理论研究范式。新研究范式对企业外部制度环境采用“强嵌入式”, 对企业内部的财务冲突归因于契约的不完备性, 并以此为基础研究企业财务过程中的各个产权主体 (财务主体) 的博弈和制度安排, 并将交易费用、制度、产权、契约等因素正式纳入财务理论研究范畴, 在拓展财务理论研究视野的同时强化了财务理论对财务行为的“解释”、“预测”及“引导”功

能。通过构建不完备财务契约缔结、冲突和履行机制的理论体系，可有效地克服主流财务理论研究范式内生的制度性缺失，消除其理论盲点，并与之相得益彰，各司其职，成为财务理论架构的一大支柱。

(2) 不完备财务契约理论具有强的理论包容和延展性，可以将近二三十年以来国内外财务学最新的财务理论纳入不完备财务契约理论分析框架中，同时也为财务理论的深入研究创造了新的切入点。正式的不完备契约理论（GHM）形成于20世纪80年代末和90年代，并且出现后，一直成为经济学热点问题，用哈特（Hart）（1995）的话来说就是：“过去十多年里，经济学出现的新领域是在不完全契约的标题下前进的”^[6]，该理论目前仍然是经济学研究的国际前沿领域。而我国学术界介绍和关注该理论始于90年代中后期（张维迎，1995、1996）^[7]，系统性对其进行文献梳理和研究也仅是于近年（杨其静，2003；杨瑞龙、聂辉华，2006）^{[8][4]}。而会计学界真正以不完备契约理论研究企业财务或会计问题的更是不多。因此，本研究可以为国内会计界建立不完备财务契约理论研究范式起到抛砖引玉的前期探索作用。

(3) 由于处在经济转型阶段，在产权制度不完整、市场非均衡的外部环境以及企业本身大规模产权制度改革的因素影响下，我国企业普遍存在尖锐的财务冲突。因此，不完备财务契约缔结、冲突和履行机制理论的研究，可以为我国企业建立既适应外部制度环境，又能有效协调内部财务冲突的制度安排提供切实可行的理论指导服务。在理论研究过程中，注重采用实证分析方法，保障了理论针对性和现实意义。