



Q

张双才 著

IYIECAIWUDAILICHONGTU
JI XIETIAOJIZHIYANJIU

企业财务代理冲突及 协调机制研究

河北大学出版社

河北省哲学社会科学规划项目

企业财务代理冲突 及协调机制研究

张双才 著

河北大学出版社

责任编辑:徐树林

封面设计:赵 谦

责任印制:闻 利

图书在版编目(CIP)数据

企业财务代理冲突及协调机制研究/张双才著. —保定:河北大学出版社, 2004. 4

ISBN 7-81028-975-6

I. 企… II. 张… III. 企业管理:财务管理
IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 108716 号

出版:河北大学出版社(保定市合作路 88 号)	经销:全国新华书店
印制:河北供销印刷厂	规格:1/32 (880mm×1230mm)
印张:9.5	字数:238 千字
	印数:0001~2000 册
版次:2004 年 4 月第 1 版	印次:2004 年 4 月第 1 次

ISBN 7-81028-975-6/F·81

定价:21.00 元

内容提要

在现代公司制度下,由于资金提供者与使用者以及企业所有权和控制权的分离,必然会产生管理者与股东、股东与债权人之间的利益冲突,即财务代理问题。财务代理问题主要源于以下三个方面:第一,管理者与所有者的目标差异;第二,股东与债权人的目标差异;第三,信息不对称问题。

在我国经济转轨过程中,由于国有资本投资主体的不确定性和企业的内源性融资,造成了严重的财务代理关系扭曲。如内部人控制、银行对国有企业债权软约束等。解决财务代理问题,需要建立有效的约束与激励机制。但在我国经济转轨过程中,这一机制尚未形成。表现在:(1)市场约束机制不健全。从股票市场看,20世纪90年代初期,股票市场只被看做是融资的场所,即使在今天,其约束力度仍非常有限。从经理市场看,真正的市场供求机制尚未建立起来。从控制权转移市场看,大部分股权不流通使得并购改组只能以场外交易的方式进行,这不仅加剧了上市公司产权的模糊和交易的不规范,也使得利用并购市场约束代理人行为成为空谈。(2)债权软约束。由于债权软约束,债权人无法实现对企业的相机治理。(3)激励机制不完善。目前,我国已认识到了建立企业家激励机制的迫切性,并采取了一些措施。但在实际操作过程中尚存有明显的偏差(如激励行为短期化)。

对上述财务代理问题进行理论研究和实证分析是财务/金融学研究的重要领域,但目前我国对这一问题的研究尚未形成系统

的理论框架。本书试图在借鉴国外财务代理理论的基础上,建立财务代理理论的基本框架,并通过对我国经济转轨过程中出现的特殊财务代理问题的分析,探讨解决我国财务代理问题的基本途径。

本书除导论和结论外,共包括八章。第一章是企业财务代理问题的本质。在讨论财务代理冲突和代理成本的基础上,分析我国经济转轨过程中的突出财务代理问题。第二章是企业融资结构与治理模式。在从融资角度分析当前流行的公司治理模式及其可行性的基础上,针对我国经济转轨中的财务代理问题,探讨有效的公司治理机制。第三章是管理者激励机制。从股东与管理者的目标差异出发,探讨管理者激励契约设计、债权人利益和保障管理者行为的长期化等问题。第四章是股权约束机制。分析如何强化股东监控和董事会的约束功能,完善国有股权的约束机制,培育机构投资者。第五章是市场约束机制。在分析市场机制的作用和局限性的基础上,对我国市场机制的现状、局限性以及如何发挥市场机制的作用等进行探讨。第六章是财务契约。以契约设计理论为基础,对利用财务契约解决财务代理问题的有效性和局限性以及财务契约设计进行分析。第七章是债权约束机制。在分析债权约束理论的基础上,探讨如何加强我国的债权约束功能。第八章是信息显示。在对信息显示手段进行系统分析的基础上,探讨如何加强我国的信息显示功能。

Abstract

Financial agency problem is an evitable phenomenon in the modern business organization system owing to the segregation of capital provider and user as well as that of ownership and control of corporate assets. The segregation causes conflicts between managers and stockholders, between stockholders and creditors. Financial agency problems in a corporate originate from the following three reasons: the first is the objective deviations between managers and owners; the second is the beneficial conflict between stockholders and creditors; the third is the problem of informational asymmetry.

In the process of economical transition of our country, the uncertainty of investment entities of state-owned capital and internal financing result in severe twisting of principal and agent relationship, and lead to the problems of internal control by managers and debt soft restrictions from state-owned banks. Measures to solve the problems of financial agency include setting up effective supervise and incentive mechanisms. But in the process of economical transition, the mechanisms have not being founded yet in state-owned companies. (1) On the aspect of market restriction, capital markets were only regarded as the place of collecting necessary capital in the early 1990s. Even nowadays, the restriction from capital markets is still very limited. Regarding to manager markets, the real market

mechanism of supply and demand has not been fully set up yet. And in China's listed companies, large amount of non-circulated stocks destroys pressure to managers from mergers and acquisitions. (2) On the aspect of restrictions from creditors, because of the soft restriction, creditors cannot conduct contingent governance to debtors. (3) On the aspect of incentive mechanisms, the urgency of establishing incentive mechanisms to managers has been recognized and some measures have been adopted. However, there exist some evident deviations in practice, such as nearsighted actions of managers.

Theoretical and empirical studies on financial agency problems are main research areas of finance. However, no systematic theoretical framework was set up in our country up till now. This paper is expected to establish an essential frame of the financial agency problems existing in state-owned companies based on modern financial agency theories, and discusses solutions to the financial agency problems by deeply analyzing the specialities that has occurred or is occurring during economic transition.

In addition to the introduction, this book includes eight chapters. The first chapter is about the essence of the financial agency theory. On the base of discussing the agency conflict and cost the conspicuous financial agency problems of our country during the economic transition are analyzed. The second chapter is about corporate capital structure and governance. On the basis of analyzing current popular corporate governance modes and their feasibilities from the aspect of financing, this paper discusses effective mechanisms of corporate governance especially suitable to the problems of financial agency during economic transitions. The third chapter is about incentive mechanisms to managers. Starting from different objectives

of principals and agents, the paper discusses the design of the incentive contract to managers, the interest of creditors and the restraint of manager's nearsighted actions. The forth chapter is about bondage to equity rights. The paper analyzes how to strengthen the supervision over managers by the board and stockholders, and how to improve the bondage mechanism of the state equity and develop the institutional investments. The fifth chapter is about the market restriction mechanism. On the base of the analysis of the effect and limitation of the market mechanism, this paper discusses the present situation and limitations of market mechanisms in our country, as well as how to bring market mechanisms into full play. The sixth chapter is about financial contract. This chapter is based on contract theories and analyzes the effectiveness and limitations of utilizing financial contract design to solve financial agency problems. The seventh chapter is about the bondages from creditors. On the base of analyzing related bondage theory, this paper discusses how to reinforce debt bondage. The eighth chapter is about informational revealing. On the base of systematic analysis of various informational revealing methods, this paper expresses how to strengthen the informational revealing function in our country.

目 录

导 论	(1)
一、关于本书论题的说明	(1)
二、研究方法	(3)
三、本书的基本框架和主要内容	(4)
四、本书的创新	(6)
第一章 企业财务代理问题的本质	(14)
第一节 财务代理问题的产生	(14)
第二节 财务代理冲突	(19)
第三节 代理成本	(32)
第四节 我国经济转轨过程中的突出财务代理问题	(43)
第二章 企业融资结构与治理模式	(49)
第一节 企业融资结构对治理模式选择的决定作用	(49)
第二节 我国公司治理模式的选择	(61)
第三章 管理者激励机制	(71)
第一节 激励契约分析	(71)
第二节 激励契约与债权人利益	(78)
第三节 延期报酬	(83)
第四节 国外高级管理者报酬结构及其启示	(87)
第五节 我国管理者报酬体系的设计	(103)
第四章 股权约束机制	(110)
第一节 股权约束在解决代理问题中的作用	(110)

第二节 股东监控机制	(113)
第三节 董事会约束机制	(118)
第四节 国有股权的规范化管理	(129)
第五节 机构投资者	(132)
第五章 市场约束机制	(142)
第一节 资本市场	(142)
第二节 管理者市场	(165)
第三节 产品市场	(171)
第六章 财务契约	(176)
第一节 复杂财务契约	(177)
第二节 契约条款中的控制权配置	(191)
第三节 契约保障机制	(195)
第七章 债权约束机制	(203)
第一节 债权的约束作用	(203)
第二节 银行债权约束	(208)
第三节 企业债券约束	(226)
第八章 信息显示	(232)
第一节 信息披露的动机分析	(232)
第二节 信息直接披露	(238)
第三节 信息的间接显示	(244)
第四节 信息甄别	(262)
结 论	(269)
参考文献	(275)

导 论^①

一、关于本书论题的说明

在现代公司制度下,由于资金提供者与资金使用者以及企业所有权和控制权的分离,必然会产生管理者与股东、股东与债权人之间的利益冲突,即财务代理问题。财务代理问题主要源于以下三个方面:第一,管理者与所有者目标差异引发的利益冲突。对企业拥有控制权的管理者为追求自身效用最大化,可能会损害股东的利益。第二,股东与债权人目标差异引发的利益冲突。在以有限责任为特征的负债筹资条件下,会激励股东从事高风险投资,从而导致财富由债权人向股东的转移;当股东与债权人之间的争议是通过有代价的破产程序解决时,对已发行债务的有限责任可能会促使股东放弃有利可图的投资机会。第三,存在信息不对称问题。管理者拥有关于企业未来价值的内部信息,但由于道德风险,管理者不可能把这些信息明确地向市场传递,这可能会造成企业股票被市场错误的定价。若企业需要发行股票为新项目筹资,错误定价可能会导致企业放弃净现值为正的投资项目。信息不对称也会导致对管理者激励的短期化。

在我国经济转轨过程中,由于国有资本投资主体的不确定性和企业的内源性融资,造成了严重的财务代理关系扭曲。主要表现在:第一,内部人控制。近年来,国内外很多学者对我国公司治

① 张双才(1961—),清华大学经济管理学院博士后。

理结构中的内部人控制问题进行了研究。由于控制权主体缺位、资本市场不完善,使得管理者利用产权上的超弱控制形成了事实上的内部人控制。如经理人员利用信息优势,用掌握公司的控制权和经营权来谋取自身的利益,侵蚀所有者利益。第二,银行对国有企业债权软约束。总体来看,在我国经济体制转轨过程中,国有银行对企业资金需求没有形成约束力;企业贷款逾期不偿还本息,或只偿还其中的一部分,并不受到相应的惩罚。债权软约束使债权未能在国有企业治理的结构中发挥应有的作用,从而使国有企业的治理结构存在着重大的缺陷,无法实现对企业的相机控制,也使得对企业经营者的激励机制受到损害。

解决财务代理问题,需要建立有效的约束(监督)与激励机制。但在我国经济转轨过程中,这一机制尚未形成。表现在:(1)市场约束机制不健全。从股票市场看,20世纪90年代初期,股票市场只被看做是融资的场所,即使在今天,其约束力度仍非常有限。主要表现为:大部分股权不能流通,使上市在很大程度上丧失了改变企业机制的作用,股票市场的功效严重衰减;投资非机构化,限制了股东对公司管理层的监督;股票价格不能有效反映公司价值,使“用脚投票”机制的作用大打折扣。从经理市场看,目前,企业家这种生产要素基本上没有进入市场,真正的市场供求机制尚未建立起来。从并购市场看,由于大部分股权不流通,使得并购改组只能以场外交易的方式进行,这不仅加剧了上市公司产权的模糊和交易的不规范,也使得利用并购市场约束代理人行为成为空谈。(2)债权软约束。由于国有银行对国有企业的债权软约束,使债权人利益无法保障,不能实现对企业的相机治理。(3)激励机制不完善。目前,我国已认识到了建立企业家激励机制的迫切性,并采取了一些具体措施。但在实际操作过程中尚存有明显的偏差(如年薪制方式下的激励行为短期化)。

对上述财务代理问题进行理论研究和实证分析是财务/金融学

研究的重要领域,但目前我国对这一问题的研究尚未形成系统的理论框架。本书试图在借鉴国外财务代理理论的基础上,建立财务代理理论的基本框架,并通过对我国经济转轨过程中出现的特殊财务代理问题的实证分析,探讨解决我国财务代理问题的基本途径。

二、研究方法

本书拟采用两种分析方法:

(一)实证分析与规范分析相结合

1983年,詹森(Jensen, 1983)提出了研究代理理论的两种方法,即“实证代理理论”和“委托人—代理人”理论。委托人—代理人一词首先由罗斯(Ross, 1973)提出,是一种规范分析方法。它集中研究的是,委托人如何设计一个补偿系统(一个契约)来促使另一个人(他的代理人)为委托人的利益行动。在现代企业中,就是所有者如何促使雇员为实现自己的目标函数而行动。实证代理理论是由詹森和麦克林(Jensen and Mecling, 1976)创立的。他们假定要解决这些规范问题,并在假定股东和债权人要获得收益权的前提下,研究每一个当事人所面临的决策机制,并刻画出委托人与代理人之间的均衡契约形式。他们认为,代理关系是一种契约关系,是一个人或一些人(委托人)授权另一个人或一些人(代理人)为他们的利益而行事,并授予代理人某些决策权。如果相互关联的双方当事人都是自身效用最大化者,那就有理由相信代理人不可能总是为委托人的最大利益而行动。委托人为了限制这种利益的偏离,必须设置适当的激励机制激发代理人的积极性,在支付一定监督成本的条件下,限制代理人的偏离行为。实际上,这两种方法都是研究追求个人利益最大化的个人之间的契约签订活动,都假设通过契约签订过程把代理成本减少到最小限度。因此,这两种方法都是最优契约理论。但是,二者在研究方法上却有显著的

不同,实证代理理论强调实证分析,侧重于分析签订契约和控制等制度性因素;而委托人—代理人理论主要是通过数学模型分析和探讨委托人与代理人之间的激励机制和风险分担机制。本研究课题试图从两种方法联系的角度入手,在对国外财务代理理论进行深入分析和评价的基础上,回答分析“是什么”的问题。在此基础上,结合对我国经济转轨过程中所出现的财务代理问题的研究,提出“该怎样”的政策建议。

(二)历史分析与逻辑分析相结合

本书在分析研究中,对中国财务代理制度演变的过程、财务代理关系的现状和特征等几个方面,从历史发展和逻辑推断的角度进行考察和研究;通过纵向动态对比和横向比较分析,揭示我国财务代理关系扭曲的原因。

三、本书的基本框架和主要内容

本书共八章。第一章讨论企业财务代理问题的本质。第二章至第八章讨论解决代理问题的各种机制。

第一章是企业财务代理问题的本质。本章依据詹森、麦克林、霍肯和西贝特(Haugen and Senbet, 1985)及迈耶斯(Myers, 1977)对代理问题的研究,将财务代理问题归纳为以下三个方面:(1)股东与管理者的利益冲突;(2)股东与债权人的利益冲突;(3)信息不对称的代理问题。代理冲突会产生代理成本。在讨论财务代理冲突和代理成本的基础上,进一步分析我国经济转轨过程中的突出财务代理问题。

第二章是企业融资结构与治理模式。本章在从融资角度分析当前流行的公司治理模式及其可行性的基础上,指出:由于融资模式和所处的社会经济环境不同,无论是“股东主权模式”还是“主银行制度”都不一定适合中国的国情。应针对我国转轨经济中的财

务代理问题,在现行制度框架内设计一套特殊的公司治理机制。这一治理机制至少应包括:完善法人治理结构中组织机构和相互制衡关系;同步发挥资本市场和银行机构对企业的监督控制作用;明确国有资产主体的出资人身份,强化其监督职能。

第三章是管理者激励机制。代理人激励主要是从管理者报酬的结构入手解决代理问题。本章从股东与管理者的目标差异出发,主要研究三个基本问题:第一个问题是风险分担问题。第二个问题是契约中的固定与变动、会计基准与市场基准、短期补偿与长期补偿的可能组合。补偿组合的基本目标是使对管理者的激励与企业所有者的目标一致。第三个问题是选择何种评价方式评价管理者的业绩。本章特别强调,管理者激励应注意保护债权人利益和保障管理者行为的长期化。

第四章是股权约束机制。本章分析了如何强化股东监控和董事会的约束功能,完善国有股权的约束机制。特别指出:从委托代理理论和信息经济学角度看,董事会对经理层的监督最有效率,在我国应强化董事会监督,特别是建立独立董事制度;为改变股权约束弱化的局面,应采取有效措施培育机构投资者。

第五章是市场约束机制。解决财务代理问题的市场机制包括资本市场、经理市场和产品市场。如果市场是完善有效的,则与破产、冒风险激励、放弃有利投资机会和额外消费等有关的代理问题可以完全中性化。然而,在实际工作中,存在着许多阻碍市场有效运行的因素。本章在分析市场机制的作用和局限性的基础上,对我国市场机制的现状、局限性以及如何发挥市场机制的作用进行探讨。

第六章是财务契约。市场不可能提供所有代理问题的彻底的和无代价的解决办法。霍肯和西贝特等认为,对于市场未能解决的代理问题,可以通过契约设计加以解决。霍肯和西贝特发表了一系列论文,探讨了如何通过契约设计解决代理问题。本章以此为基础,对利用财务契约解决财务代理问题的有效性和局限性以

及财务契约设计进行分析。

第七章是债权约束机制。债权以及与债权相伴随的破产机制(包括清算和重组两种形式)在企业的治理结构中能够起到重要而独特的作用。但是,由于我国国有企业的债权“软约束”状况,使得债权的治理功能并未有效发挥。本章在分析债权约束理论的基础上,探讨如何加强我国的债权约束功能。

第八章是信息显示。在金融市场上,由于信息不对称,使得运用市场解决代理问题的有效性大受影响。采取措施缓解信息不对称问题,将有助于降低代理成本。本章对信息显示手段进行系统分析,并探讨如何加强我国的信息显示功能。

四、本书的创新

本书的创新主要有以下几个方面:

(一)在分析已有的财务代理理论的成就与不足的基础上,进一步深化了财务代理理论的内涵。在此基础上,提出了较完整的财务代理理论框架,构建了较为科学的财务代理理论体系

财务代理研究是财务/金融学的一个重要研究领域,但国内对这一课题尚未系统的研究,只有对个别问题的零散研究成果。从已发表的论文看,一般都侧重于代理关系中存在的问题及解决对策,但由于缺乏对国外财务代理理论的产生、发展趋势的分析,以及我国代理关系的演变路径、原因的探讨,其提出的对策难免会有头痛医头、脚痛医脚之嫌。对如何解决财务代理问题,仍需进行更深入、更全面的研究。

国外对该类问题的研究源于1976年,詹森和麦克林在其“企业理论:管理行为、代理成本和所有权控制”一文中提出了财务代理问题。目前,对该问题的研究主要包括财务契约学派和企业治理结构学派。

财务契约论最早的代表人物是史密斯和华纳 (Smith and Warner, 1979) 等人。史密斯和华纳认为, 股东与债权人之间主要有四种冲突来源: 股利支付、权益稀释、资产置换和次级投资。资本市场的参与者当然知道这些冲突。理性的债权人会完全洞察股东的动机, 并以支付较低价格的方式反映他们对股东行为的重新估量。由此而造成的企业价值减少是因发行债券发生并由股东承担的代理成本。为减少这一代理成本, 股东会从自身利益出发, 试图通过可转换债券、可赎回条款和优先债务条款等复杂财务契约来解决代理问题。霍肯和西贝特认为, 对代理问题的解决方法或许可以看成是对一揽子金融契约的设计, 目的在于向市场保证作为部分所有者的管理者所面临的收益和成本分布接近与其作为惟一所有者的分布。霍肯和西贝特发表了一系列论文, 探讨了如何通过契约设计解决代理的问题。其主要的结论是: (1) 在职消费所引起的代理问题可以通过可转换债券或包括外部人权益和经理股票选择权在内的契约设计来解决。然而, 这些财务契约是以产生风险激励为代价来减轻在职消费问题的。而经理股票选择权则产生了对经理人员选择高风险项目的激励。另一方面, 以择售权特征的可转换债券产生了对经理人员选择低风险项目的激励。可转换债券和经理股票选择权都不能同时消除两种类型的代理问题。企业必须提供将择购权和择售权相结合的复杂财务组合, 通过对择购权和择售权运用特定的定价函数, 可以同时解决风险激励和消费激励问题。(2) 因信息不对称引发的代理问题以及与激励放弃有利可图的未来投资机会相关的代理问题也可以通过公司债券中的可赎回条款加以解决。

企业治理结构学派主要探讨股东与管理者之间的利益冲突所引发的代理成本问题, 并试图通过所有权结构、资本市场以及企业兼并与收购等途径解决代理问题。例如, 哈里斯和拉维夫 (Harris and Raviv, 1989) 花了很大力气用静态和动态两个模型试图说明,