

关于约束性高管变更的博弈分析

王媚莎

(广东金融学院 广州 510521)

【摘要】 在公司治理中,撤换高管是公司股东对高管最严厉的惩罚。股东通过选择约束性高管变更的方式促使公司高管提高努力程度,以保证股东与高管利益趋于一致。本文建立了公司高管与股东之间关于约束性变更率的博弈模型,并探讨了新企业会计准则的实施对两者博弈选择的积极作用。

【关键词】 约束性变更 公司绩效 会计信息质量

公司治理的核心问题是建立人力资本的激励和约束机制。在高度竞争的市场经济环境中,公司高管变更主要是内外部公司控制机制发挥作用的结果。通常高管变更可分为非约束性高管变更和约束性高管变更两类,本文主要研究约束性高管变更。约束性高管变更指在业绩不佳或存在诸如董事会、大股东、外部接管者等内外部约束压力的情况下进行的高管变动。约束性高管变更是企业试图改变现任高管与企业配合不佳的状况、改善经营战略及提高业绩时所采用的方法,是企业各种约束机制发挥作用的结果。约束性高管变更的基础是代理理论。撤换高管是公司股东对高管最严厉的惩罚,这可以激励高管努力工作,以提高公司绩效。

一、股东与高管的博弈

虽然公司的业绩是显性的,但公司高管的行为是隐性的。也就是说,虽然公司高管有自觉努力提高公司业绩的欲望,但在特定环境下,经理人员的职位收益,即在职消费、隐性收入及以权谋私的收益明显大于靠提高公司业绩带来的即期及未来预期收益。

根据哥伦比亚大学的汉希瑞克和福克托玛的总裁管理生命周期理论,当公司高管长期在位时,其认知模式及管理风格会日益成为企业发展的障碍。如果公司业绩没有出现明显提高,公司股东一般会产生更换高管的期望。即使高管十分努力地工作,但如果公司业绩不佳,股东还是有更换高管的期望。因为经理人员的努力程度和政策的制定、执行情况完全是公司的内部信息,股东不可能完全知晓,他们只能表面地认为一个拥有良好业绩的公司一定有优秀的决策者、管理者以及监督者,因此他们期望在公司业绩一般或公司业绩较差时更换高管而不是用时间来说明问题。这也会增加公司高管的压力,如果他们在权衡得失、利弊之后不愿意放弃现有控制权收益的话,那么就必须加倍努力,以提高公司业绩。

1. 股东和高管的效用函数。

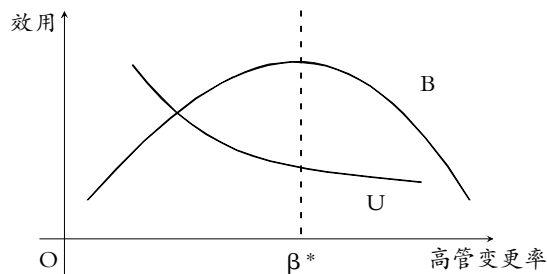
令股东的效用函数为:

$$B(x(\beta), w) = x(\beta) - w - \alpha x(\beta)$$

高管的效用函数为:

$$U(w + \alpha x, e) = u(w + \alpha x(\beta)) - v(e(\beta))$$

其中, x 为公司业绩表现,可以为股票价格; w 为其高管控制权收益,包括薪金、职务消费等; α 为高管的绩效工资率; β 为高管的约束性变更变量; u 为高管报酬的效用函数; v 为高管努力程度的效用函数。股东和高管的效用函数与高管的变更率之间的关系可以用下图表示。



假定股东的效用函数为公司绩效的线性函数,则其效用会随公司业绩的提高而增长。高管变更无疑会成为对高管的一种监督机制,可以提高高管的努力程度,从而提高股东效用;然而过高的更换频率会导致公司决策执行缺少一致性或连贯性,进而影响公司业绩的提升。

从股东和高管的效用函数中,容易看出模型的基本组成部分来自于双方的利益冲突。导致这一冲突的原因有:①股东不直接对高管的努力有兴趣,而高管却有兴趣,因为努力对高管而言是一种成本。②股东倾向于寻找最佳的 β^* 点,使其效用最大化,只要公司业绩不令人满意,他就具备充足的理由使公司业绩向着 β^* 靠拢。而高管则会根据经验找到股东所偏好的 β^* 点或根据经验事前估计一个 β^* 点,这类类似于离职率的概念。如果他认为这个 β^* 很低,而自身的能力水平足够使公司业绩保持稳定增长,则他极可能选择更多的控制权收益,而不是全心努力地工作;相反,如果高管认为 β^* 很高,即股东为提升自身效用而偏好于较高的高管离职率,而自己能力水平又不十分突出,在权衡离职的收益与努力工作保持职位的收益之后,其更可能选择努力工作,尤其是在大公司中这种情况更加突出。

2. 股东与高管的博弈选择。股东在与高管的博弈过程中有两种选择:一种是激励高管努力工作提高公司业绩;二是确定适当的 β^* ,提高自身声誉,即倾向于解聘高管。而高管只能在权衡控制权收益和努力工作的收益之后做出选择。

在约束性高管变更条件下,离任识别是通过董事会、股东或者外部接管者对管理者的经营业绩、经营观念、个人影响为企业带来的发展潜力等进行评价实现的,是一个较为复杂的决策过程。在上述模型中,假设股东只根据公司业绩进行决策,在观察到企业经营业绩后才能采取行动,则此博弈的顺序便是高管选择努力或不努力之后股东才选择解雇或不解雇高管。因此在博弈发展的中间阶段会出现三种状态:一是企业经营业绩良好或持续上涨;二是企业经营业绩一般,但还不差,处于正常状态;三是企业经营业绩十分差。对于这三种情况股东的选择会有很大不同。

第一种状态出现后,即使股东对企业业绩增长的原因未进行深入调查分析,一般情况下也不会更换高管。原因在于一方面这样做不会提升自己的声誉,另一方面也可能导致更换高管后,企业经营业绩出现波动,对其自身利益更不利。所以,如果没有充足的理由,他们不会提议或同意更换高管。

第三种状态出现后,股东一般会选择提议更换高管,因为无论从哪个角度讲都符合其自身的利益,除非是整个行业普遍不景气或出现其他非管理方面的问题,高管有充足的理由推卸责任。

第二种情况的分析相对复杂。在这种情况下,股东并不能分辨高管是低能力的还是高能力的,由于信息的不对称,他看到的只是公司平稳的业绩表现。如果高管是高能力的,则股东会倾向于选择较低水平的离职率而采取一些激励手段来激励高管努力工作;如果高管能力一般或是低能力的,则股东可能会选择较高的离职率,而不采取任何激励手段。

二、新企业会计准则的实施对股东与高管博弈选择的积极作用

根据以上对模型的分析可知,在股东行动战略给定的情况下,高管会考虑其行动对博弈过程的影响,他会选择最有利的行为方案。即使高管有能力提高公司业绩,他也会在考虑控制权收益的稳定性、激励方案的收益及离职可能性后,选择不努力工作只让公司业绩保持平稳状态。而理性的股东在注意到高管行动方案依赖于其对离职率的选择时,也会调整自己的行为战略,以实现自己的最大收益。此种情况便构成了一个双方不完全信息动态博弈的过程,其均衡只能是一个不完全信息贝叶斯均衡,即博弈双方都以一个概率选择某个确定的战略。其纳什均衡结果仅依赖于股东对高管能力的估计,而这种估计是受多种因素影响的,尤其受高管有意识地传递虚假信息的影响。

1. 我国会计信息质量现状。上海证券交易所和深圳证券交易所分别就2001年上市公司信息披露的及时性、准确性、完整性、合规性四方面进行核查。从核查结果看,在上海证券交易所上市的上市公司的信息披露质量被评为“及格”和“不及格”的占公司总数的91%,在深圳证券交易所上市的上市公司

的信息披露质量被评为“一般”和“不及格”的占公司总数的51%,由此可见上市公司信息披露质量实际上并不高。

上海证券交易所2001年发表了核查结果后,便一直没有按年统计上市公司信息质量情况,而深圳证券交易所却一直坚持发表核查结果。2002~2006年,在深圳证券交易所上市的上市公司被评为“一般”和“不及格”的比例分别为45%、39%、34%、35%和41%。被评为“不及格”的公司比例虽说在2002~2004年有下降趋势,但在2005年又有所上升。这主要是由于我国从2005年开始实行股权分置改革,而2006年的核查是在实施新修订的《公司法》和《证券法》,以及股权分置改革和清欠工作基本完成、资本市场基础性制度进一步完善的背景下进行的,这表明深圳证券交易所对上市公司信息披露的考评日趋严格,反映出全流通的市场环境对公司信息披露和规范运作提出了更高的要求。

2. 新企业会计准则对上市公司会计信息的积极影响。企业利润反映了高管的业绩,也间接衡量了管理人员的努力程度,这使得报告净收益对高管来说异常重要。因此,高管比较关注用于计量净收益的相关会计政策。公司高管具有歪曲和操纵报告净收益的倾向,以期在与股东基于约束性高管变更率选择的博弈过程中取得更优结果。

我国2007年1月1日开始在上市公司中实施的新企业会计准则从质量和内容两方面规范了会计信息披露,要求更为严格,增强了信息披露的透明度,加强了外部监管者、企业管理层以及投资者对公司的监督约束作用。所有这些充分考虑了我国特殊的经济环境和会计环境,对有效遏制我国会计信息造假、强化公司治理、推动企业建立有效的激励和效益约束机制具有积极和深远的影响。

(1)明确了以投资者为中心的“决策有用观”目标。2006年发布的《企业会计准则——基本准则》中指出,企业编制财务报告的目标之一是向财务报告使用者提供与企业财务状况、经营成果和现金流量等有关的会计信息,帮助财务报告使用者做出经济决策。这一目标充分体现了“决策有用观”的思想,有助于财务报告提供相关、真实、可靠、公允的会计信息,强化了为投资者和社会公众提供决策有用会计信息的新理念。新会计准则体系从信息披露这一关键环节入手,对原有财务报告披露要求进行了全面的梳理和改进,对信息披露的时间、空间、范围和内容进行了全面、系统的规定,促进企业不断提高会计信息质量和透明度,使得上市公司玩“数字游戏”的空间越来越小。

(2)对会计信息确认、计量和报告严格规范。新企业会计准则规定,企业应当以实际发生的交易或者事项为依据进行会计确认、计量和报告,如实反映符合确认和计量要求的各项会计要素,保证会计信息真实可靠、内容完整。根据新企业会计准则对资产的定义,只有那些能够给企业带来经济利益的资源才能够作为资产进行核算,待处理的资产不能作为资产列入资产负债表中。比如开办费、待摊费用等要从资产负债表中的资产方中剔除,使资产的确认更严谨。

(3)遏制企业操纵利润的行为,提高企业业绩的含金量。

国有企业集团多元化与上市公司 融资约束关系的实证研究

赵弘颖 刘翰林(教授)

(云南大理白族自治州财政局 云南大理 671000 杭州电子科技大学财经学院 杭州 310017)

【摘要】 本文基于国有企业集团内部资本市场的视角,分析了上市公司面临的融资约束,认为多元化性质的国有企业集团在内部资本市场上的跨行业补贴是导致其控股上市公司存在融资约束差异的重要原因。

【关键词】 国有企业集团 内部资本市场 融资约束 多元化

近些年来,我国有很多企业走上了集团化、多元化的发展道路。作为一种重要的经济组织形式,企业集团及其内部资本市场一直是公司财务领域研究的热点。国内外对内部资本市场效率的研究分有效论和无效论两种截然不同的观点,但最新的研究成果认为:内部资本市场只有在一定的条件下才有效。本文基于集团内部资本市场的视角,分析了国有控股上市公司融资约束的差异,证实多元化性质是影响内部资本市场效率的重要因素。

一、文献简述

Stein(1997)认为,在一个多元化经营的企业里,如果将某一盈余部门的现金流分配给有投资机会但缺少资金的部门,内部资本市场会提高企业价值。

Lamont(1997)从反面证明,当集团内部收益差的项目投

资受到限制时,往往收益好的项目投资也不足。他对石油公司进行了考察,发现当石油生产部门的投资水平下降时,非石油生产部门的投资水平也同时下降。Scharfstein(1998)也发现,多元化公司对托宾Q值较低的部门会投入较多的资金,而对托宾Q值较高的部门投入较少的资金。Scharfstein和Stein(2000)用双层代理模型分析了大企业内部存在着一种“社会主义”的现象,即对于相对较好的投资项目投资不足,而对于相对较差的投资项目却投资过度。Lamont和Polk(2002)认为多元化经营企业集团中经营某一亏损业务的成员企业在资不抵债时仍继续生存的可能性更大,这是因为多元化经营企业集团可以利用其他业务方向上的盈利对亏损业务进行补贴。这与我国国有企业在宏观范围内的相互补贴非常类似,而这种补贴通常会降低企业的整体价值。

具体有:①新企业会计准则规定,资产减值损失一经确认,在以后会计期间不得转回。这从根本上遏制了企业高管利用计提资产减值准备操纵会计利润的现象,保证了会计信息的客观性。②新企业会计准则中引入了公允价值计量属性,企业在发生非货币性资产交换时,应当以公允价值和应支付的相关税费作为换入资产的成本,公允价值与换出资产账面价值的差额计入当期损益。为了避免企业滥用公允价值来操纵利润,新企业会计准则还规定,公允价值的应用必须同时满足两个条件,即该项交换具有商业实质,并且换入资产或换出资产的公允价值能够可靠地计量。③新企业会计准则还规定上市公司在债务重组中,对于债权人让步而使债务人获得的经济利益应当计入当期损益而不再直接确认为资本公积,在利润表中反映这部分债务重组收益,这符合国际会计惯例,也提高了企业业绩的含金量。

新企业会计准则的实施为会计信息的真实性提供了制度保障,公司高管有意识地提供虚假信号的可能性将逐渐下降,这些对于股东合理选择高管的变更率起到了重要作用。

三、本文研究的局限性

本文分析的切入点是高管是否提供真实信息,股东与高

管之间是否信息对称。虽然新企业会计准则为会计信息的真实性提供了很好的制度保证,但要真正实现这个目标还需要一个长期的过程。同时本文设定了较多的限制条件,我国企业现实情况纷繁复杂,放宽任何一个假设条件,都会得出不同的研究结论。这是本文的局限所在,但同时也为进一步研究提供了发展空间。

股东是否做出高管变更决策,很大程度上取决于对高管变更与公司绩效之间的关系判断。国内外虽然已有很多学者对此进行了实证分析,但由于计量技术、手段和数据收集的局限性,同时没有考虑到我国处于经济转轨特殊时期的现实情况,导致研究存在猜测性。如果能经过更合理的计量,得到高管变更与公司绩效之间的一致结论,将有利于博弈模型的分析。

【注】 本文受“西南财经大学创新人才培养基金”资助。

主要参考文献

1. 朱红军.我国上市公司高管人员更换的现状分析.管理世界,2002;5
2. 朱红军.大股东变更与高级管理人员更换:经营业绩的作用.会计研究,2002;9