不完备契约理论下集团母子公司财务冲突与治理

王菁华[1](教授)　张建国[1]　雷新途[2](博士)

(1. 宁波工程学院　宁波　315016　2. 中南大学商学院　长沙　410088)

【摘要】本文运用不完备契约理论分析了企业集团财务冲突与财务治理的逻辑起点、财务治理的主体和目标,通过构造母子代理契约的博弈模型来揭示企业集团财务冲突的治理机理。

【关键词】不完备契约　企业集团　财务冲突　财务治理

财务控制权配置的基本逻辑是财务控制权必须与剩余财务收益权对称,否则将出现"廉价投票权",只有当剩余财务收益权拥有者承担剩余风险时,才会谨慎而适当地运用投票权。对于控制权配置对象,学术界一直存在两种观点,即股东主体论和利益相关者主体论。从理论上讲,利益相关者主体论有着较强的逻辑性,但实际操作性仍有待提高。

一、企业集团财务治理主体

财务契约是企业契约体系的子契约。由于企业集团特殊的组织形式,财务契约具有单一企业无法比拟的复杂性,同时也具备更大的不完备性,这意味着企业集团初始契约在很大程度上存在尚未明晰的剩余财务收益权和财务控制权。财务治理的本质是关于剩余财务收益权与财务控制权的配置和安排的契约(李心合,2001)。从这个角度来看,企业集团财务治理的逻辑起点正是财务契约的不完备性。

在实践中,利益相关者主体论的财务治理和控制的积极影响在于,设计股东主导的财务治理模式时应充分兼顾其他相关主体的利益或者其他利益主体的治理目标,并将其作为股东在寻求财富最大化时的外部约束条件。但是在正常状态下,股东在企业治理与控制体系中的核心地位是不容置疑的。将企业集团财务治理和控制的主体定位于母公司有以下几点原因:

(1)从产权角度来看,母公司在整个产权链中处于核心地位。母公司具备法人财产权,在集团内部是第一层次的法人投资者,也是终极出资者。各子公司、孙公司也因具备相对独立的法人财产权而成为第二层次、第三层次的法人投资者,享有对应的出资者权利,但是子公司、孙公司的出资者的权利实际上是母公司这个终极出资者管制下的经营者行为。从这个角度而言,产权管理成为母公司一个重要的职能。

(2)从代理关系角度来看,企业集团最突出的代理问题表现在母公司与子公司之间的利益冲突和协调问题上。母公司与子公司的利益冲突和协调实际上构成了企业集团财务治理抽象层面的主要客体。在处理和解决这种矛盾的过程中,由于控制权原因,母公司处于主导地位,子公司处于从属地位,因此母公司充当了整个集团内"代理关系管理者"的角色。

(3)从责任中心角度来看,母公司是集团的投资中心,肩负着对整个集团资源整合和优化配置的责任,而子公司或孙公司更多地表现为利润中心和成本中心。从企业集团财务管理角度看,母公司一方面要从事生产经营管理,另一方面必须着眼于企业集团所处的环境进行资本经营,这几乎是所有类型的企业集团母公司共有的经营内容。

(4)从现实意义来看,选择母公司作为主体来研究企业集团财务治理,符合我国国有企业(集团)由于长期以来产权模糊、出资者缺位而导致效率低下、资产流失、管理失控等问题的现实,同时也符合我国企业集团化经营历史短暂,在理论和实务上尚未形成科学、成熟的企业集团财务治理理论和实践模式的现实。

二、母公司与子公司的代理契约冲突

企业集团的母公司与子公司之间是一种委托代理的契约关系。母公司参与缔约的目标就是获得最大的回报,即实现财富最大化;子公司收益R取决子公司经营者的工作努力程度e以及一些随机因素ε,即$R=(e,\varepsilon)$。若假设子公司经营者的报酬为W,则母公司财富$E\pi$为:

$$E\pi=E[R(e,\varepsilon)-W(R)]=E\{R(e,\varepsilon)-W[R(e,\varepsilon)]\}$$

子公司经营者追求自身合理效用U的最大化,其目标函数为:

$$EU=EU(W,e)=EU\{W[R(e,\varepsilon),e]\}$$

对于子公司经营者来说,他们有责任为母公司财富最大化的目标服务,但在很大程度上是"迫不得已"的事情,这是母子代理契约冲突的内在原因。代理契约冲突的外部原因在于母公司与子公司的信息不对称。信息不对称导致的契约冲突体现在道德风险和逆向选择两个层面上,前者是指代理契约形成后,子公司隐藏行动而使母公司无法知道其是否存在偷懒行为;而后者是指拥有私人信息的子公司经营者通过隐藏信息而产生的败德行为,它可被视为道德风险中的特殊形式。

根据以上论述,代理契约的冲突和协调构成企业集团最主要的代理问题。因此,企业集团财务治理的主要目标是解决

母公司与子公司之间的代理问题,控制代理成本。

三、母子公司财务冲突的治理机理

契约的不完备性使代理契约的履行过程表现为母子公司博弈均衡过程，企业集团的财务治理建立在财务约束和激励机制的基础上,以解决母公司与子公司之间的代理问题,降低或消除代理成本。

假设母公司施加财务约束（且成功）的概率为P,P∈[0,1],则不施加财务约束的概率为1-P;子公司违约的概率为Q,Q∈[0,1],则不违约的概率为1-Q;违约若被发现受惩罚而给子公司带来的损失为F，违约给子公司带来的收益为N;财务监督成本为C(C与P相关,C越大,则P越大),违约造成的母公司剩余损失为M，子公司违约被惩罚而减少母公司剩余损失为E(即母公司收益)。母子公司双方的混合战略对策矩阵见下表。

母公司＼子公司	违约(Q)	不违约(1-Q)
实施财务约束(P)	E-C-M,N-F	-C,0
不实施财务约束(1-P)	-M,N	0,0

依据对策矩阵,子公司的期望收益U_1可以用以下公式表示:

$U_1=(N-F)PQ+0\times(1-Q)P+NQ(1-P)+0\times(1-Q)(1-P)=Q(N-PF)$

对上述函数求微分,得到子公司最优化的一阶条件为:

$\partial U_1/\partial Q=N-PF=0$

可得:$P=N/F$

在混合战略均衡中，母公司以N/F的概率选择施加有效的财务约束,而以1-N/F的概率选择不施加财务约束。在子公司违约收入N和违约处罚损失F一定时,如果母公司成功施加财务约束概率大于N/F，那么对子公司而言不选择违约是明智之举;如果母公司施加成功的财务约束的概率小于N/F,那么违约概率可以选择0与1之间的任何一个数。如果F<N,则子公司一定会选择违约。

依据上表也可以得出母公司的期望收益U_2,即:$U_2=(E-C-M)PQ-C(1-Q)P-M(1-P)Q+0\times(1-Q)(1-P)=P(EQ-C)-MQ$。

对上述函数求导,得到母公司最优的一阶条件为:

$\partial U_2/\partial P=EQ-C=0$

可得:$Q^*=C/E$。同时:$C=EQ^*$。

在混合战略均衡中,子公司以C/E的概率选择违约,以1-C/E的概率选择不违约。而最合适的财务约束力度是使监督成本C等于子公司的违约概率Q^*与适度监督而减少的剩余损失E的乘积。在治理成本C和子公司违约受惩罚而减少母公司剩余损失E一定时,如果违约发生的概率大于C/E,母公司应该对合约施加财务约束;如果违约发生的概率小于C/E,母公司不应该对契约实行约束;如果违约发生的概率等于C/E,母公司是否施加财务约束无关紧要,而且当C>E时,理性的母公司将放弃施加任何财务约束。

从理论上讲，母公司财务治理完全可以杜绝子公司代理问题。当财务约束成本C无限大时,剩余损失M则趋向于0,这是一种极端的财务约束,其结果是剩余损失完全消失,但取而代之的是财务约束成本无限大，其意义等同于在无任何财务治理机制的情况下可能产生无穷大的代理成本。因此,财务治理的功效受到约束成本的限制，一旦边际监督成本超过边际剩余损失的减少额(实际上是财务约束的收益),则母公司对子公司的监督处于“约束过度”的状态,客观上得不偿失。只有当边际约束成本小于边际剩余损失的减少额时，母公司财务约束机制是最经济合理的，但也无法消除代理成本（剩余损失)。这说明财务治理约束功能是有限的,因此需要寻求一种“软”治理。所谓“软”治理是指母公司让渡部分剩余索取权而将其配置给最难以监督或者监督不经济的子公司，从而在母公司与子公司之间就剩余索取权和剩余治理权寻找一种契约安排。具体而言,就是对子公司建立起财务激励机制。在引入激励机制后,代理成本整体下降。当财务治理契约安排达到均衡时，具有激励功能的财务治理机制的代理成本小于无激励功能时的代理成本。

四、结论

1. 财务治理本身存在的制度成本(约束成本)问题是影响治理效果的关键因素。从理论上讲，只要制度性成本无限大,就可以使剩余损失降低为零。但是,这种极端的治理是不符合成本效益原则的。

因此，企业集团在设计母子公司财务治理体系及选择财务治理手段时,必须遵循制度经济性原则。制度经济性原则要求企业集团财务治理应当具有足够的柔性，既要保持必要的约束刚性,又要充分利用激励原理建立起激励机制,使集团内部各成员企业的行为符合财务治理目标。

2. 财务治理作为一种制度安排,应具备实现违约子公司外部性内在化的功能。外部成本内在化要求企业集团力求建立完备的财务治理契约,明确成员企业的责权利,使成员企业全面承担违约成本,并且提高其违约后果的可预期性。子公司的这种自我约束机制是一个科学的财务治理体系所应具备的功能,这也是构建企业集团财务治理体系的重要目标。

3. 财务治理的本质是一种契约安排,是母公司与成员企业之间多次动态博弈的结果。从这个角度来看,财务治理不仅表现为静态的制度安排,更多地表现为对契约的动态修正。换言之,财务治理必须依据时间和空间的变化,针对成员企业治理环境的演变适时进行调整，以保障财务治理体系的适应性和针对性。

【注】 本文系浙江省社科规划课题“基于不完备契约理论的浙江民营企业财务冲突与治理研究”(项目编号:07CGGL043YBM)研究成果。

主要参考文献

1. 雷新途,李世辉.不完备契约与财务目标的状态依存及其边际修正.会计研究,2007;4

2. 雷新途. 基于出资者治理的适度财务控制理论分析.审计与经济研究,2006;4