

# 从期权理论看 企业财务目标的状态依存性



中南财经政法大学会计学院 刘 圻

**【摘要】** 本文依据企业所有权是一个状态依存变量的观点,同时借鉴期权理论,得出企业财务目标应该也具有状态依存性的观点。每一种企业所有权状态下,企业都应该选择对应的财务目标为企业所有权的拥有者服务,即分别应以股东财富最大化、债权人损失最小化以及员工损失最小化作为企业的财务目标。

**【关键词】** 企业 所有权 财务目标 状态依存性

## 一、企业所有权的状态依存性

### (一)企业所有权的定义

一般认为,企业所有权包括企业的剩余索取权和剩余控制权。剩余索取权是指对企业收入在扣除所有固定的合同支付后的余额的要求权。剩余索取者是企业的风险承担者,因为企业剩余是没有保证的,所以剩余索取者在固定合同的收益被支付之前是一无所获的。剩余控制权是指在合约中没有特别规定的活动的决策权,是合同的不完备性所造成的,它主要指企业活动中一些非程序事项的决策权。企业运营效率的最大化要求企业剩余索取权和剩余控制权的安排应该相对应。格罗斯曼和哈特(1986)在讨论剩余索取权和剩余控制权的安排问题时,把它们的这种对应看作是完全合同的低成本替代。而正是这种对应的要求最终导致了企业所有权的状态依存性。

### (二)企业所有权的状态依存性导出

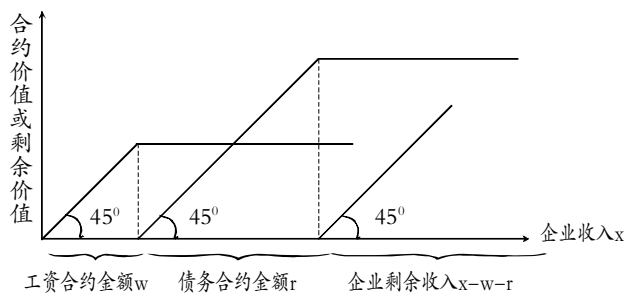
关于企业所有权的状态依存性,张维迎(1996)有一个简明扼要的分析:令 $x$ 为企业总收入, $w$ 为应付员工的合同工资, $r$ 为对债权人的合同支付(本利和), $\pi$ 为股东的满意利润。假定 $x$ 在0到 $X$ 之间分布(其中 $X$ 是企业最大可能的收入),工人的索取权优于债权人,则随着 $x$ 的变化存在如下动态关系:①当 $x \geq w+r+\pi$ 时,经理人是企业的实际所有者;②当 $w+r \leq x < w+r+\pi$ 时,股东是企业的实际所有者;③当 $w \leq x < w+r$ 时,债权人是企业的实际所有者;④当 $x < w$ 时,员工是企业的实际所有者。

之所以存在以上这种状态依存性,是因为:在第①种情况下,由于股东已获得满意的利润而疏于对经理人的监管,致使经理人拥有事实上的企业剩余控制权,并成为企业的剩余索取者;在第②种情况下,由于企业已完全满足债权人和员工的合同支付,股东成为企业天然的剩余索取者,其将运用自身掌握的剩余控制权干预企业的日常运营,以便能获得使其满意的利润;在第③种情况下,由于企业经营不善,债权人夺取了企业的剩余索取权和剩余控制权,其将在满足员工的合同支付的条件下,尽量减少自身的债权合同损失;在第④种情况下,由于企业的股东和债权人的收入已经为零,同时假设员工的剩余索取权优于债权人,因此,这时企业的员工成为最后的企业剩余索取者,拥有企业的剩余控制权。

## 二、企业财务目标的状态依存性导出

### (一)从期权理论的角度看财务目标状态依存性的合理性

依据公司期权理论,一家企业的资产可以粗线条地看作是由工资合约价值、债务合约价值以及股权所对应的剩余价值共同组成的,如下图所示:



财务目标状态依存性的期权解释图

依据图形分析如下:

1. 当 $x < w$ 时。如图所示,随着企业收入从零开始增长,这部分收入最先补偿员工的工资合约价值,并且企业收入和工资合约价值等量增长(由45°夹角可知)。在企业收入达到或超过工资合约价值之前,债权人拥有的债权合约价值以及股东对应的企业剩余价值都为零,因此他们在边际上都不承担风险,也都缺乏适当的激励。从期权理论的角度分析,这如同企业员工拥有公司的资产,同时又卖掉了—个约定价格为工资合约( $w$ )的买权给债权人。在企业收入未超过工资合约价值时,债权人不会行使其买权,这时企业的所有权属于员工,也就是说,企业的剩余索取权和剩余控制权属于员工。他们此时要为自己的决策承担风险,因而最有积极性做出好的决策。又因为员工的收入以其合同价值为上限,所以此时的企业应该以工资合同价值损失最小化为其财务目标。

2. 当 $w \leq x < w+r$ 时。如图所示,随着企业的收入达到或超过工资合约价值,则企业收入在补偿完员工工资合约价值以后开始补偿债务合约价值,这时企业收入和债务合约价值等量增长(由45°夹角可知)。在企业收入达到或超过工资合约价值加债务合约价值之和以前,股东对应的企业剩余价值为零。从期权理论的角度分析,企业的债权人相当于买进了一个约

定价格为工资合约( $w$ )的对公司财产的买权,同时又卖掉了—一个约定价格为工资合约与债权合约之和( $w+r$ )的买权给股票持有人。从而,债权合约价值为一个约定价格为 $w$ 的买权多头价值加一个约定价格为 $w+r$ 的买权空头价值。根据期权理论,约定价格越小,买权越贵。显然,债权人买进了一个贵的买权,同时又卖掉了—一个便宜的买权,两者的价差即为债权人所拥有的企业债权价值,也即债权人对企业的资本投入。当企业收入处于 $w$ 和 $w+r$ 之间时,债权人会行使买权从员工手中以约定价格 $w$ 买得企业所有权,同时企业的股东不会行权。因此,此时企业的所有权属于债权人,他们要为自己的决策承担风险,因而他们最有积极性做出好的决策。又因为债权人的收入以其合同价值为上限,所以此时企业(在债权人的控制下)应该以债权人的债权合同价值损失最小化为其财务目标。

3.当 $x \geq w+r$ 时。如图所示,随着企业收入达到或超过工资合约和债务合约的价值之和,则企业收入在补偿完员工工资合约价值以及债务合约价值以后开始存在剩余价值,这部分价值是属于企业股东的,并且这时企业收入和企业剩余价值等量增长(由 $45^\circ$ 夹角可知)。从期权理论的角度分析,企业的股东相当于持有—一个价值为 $w+r$ 的买权多头。如果企业运营成功,企业存在剩余收入,则股东将行权,以 $w+r$ 的价格从债权人手中购回企业,自己拥有企业的剩余索取权和剩余控制权,此时企业的所有权属于股东。在此状态下,企业的债权人和员工已获得完全的合同支付,只有企业的股东承担风险,因而他们最有积极性做出好的决策,该决策必然是以其自身财富最大化为标准的。

通过以上分析可以发现,主流的财务目标学说观点——股东财富最大化其实是在企业正常经营的情况下才能合理成立。当企业经营出现问题而陷入财务危机时,如果仍然以股东财富最大化为企业财务目标是不合适的,这时应该依该企业所处的经营状态而选择其他的状态依存性目标,如工资合同价值损失最小化或债权人的债权合同价值损失最小化。

## (二) 经理人因素分析

这里的状态依存性分析忽略了经理人的因素,主要是因为从财务目标的主体角度来看,经理人不具备独立的主体地位。因为如果经理人未拥有企业的股权,那么他应该归属于员工—类,获得固定的合同收益,拥有对应的合同控制权,追求的是工资合同价值损失最小化的财务目标;如果他拥有一定比例的企业股份,则他其实是纯粹意义上的股东和员工的结合,他所追求的财务目标是分层次的,在合同收益被满足的情况下,应追求股东财富最大化。

在股东获得满意的利润的前提下,作为内部的控制人,有限理性的经理人会追求自身利益的最大化。笔者认为,企业所有权的状态依存性与企业财务目标的状态依存性之间的差异是代理成本产生的主要原因。

## 三、企业财务目标状态依存性的特性分析

### (一) 公司治理因素分析

1.企业财务目标状态依存性的共同治理分析。从静态角度看,企业财务目标的选择处于共同治理的框架之下。按照共同治理的解释,企业并非物质资产的简单集合而是一种法律框架,是一种管理专门化投资的制度安排。换句话说,企业

本质上是一组契约的耦合体,是由人力资本与物质资本组成的特殊契约,这意味着利益相关者都应该有平等的机会体现各自的目标价值。而参与方皆有可能掌握企业所有权,确立以自身为主体的财务目标,这恰恰体现了公平原则,但这是机会的均等,而不是权力的平均化。必须明确现实的企业所有权分配结构总是不平均的,虽然企业的利益相关者都可能实际拥有企业所有权并确立以各自为主体的财务目标,但由企业所有权的状态依存性分析可知,在任何时候只有某一方处于主导地位,而其他方则处于—种潜在的地位。因此,从事前的利益状态来看,企业财务目标的状态依存性是一种静态的制衡,体现的是共同治理的理念。

2.企业财务目标状态依存性的相机治理分析。从动态的角度看,企业财务目标的选择处于相机治理的框架之下。按照相机治理的解释,企业可以说是一种冲突的准解决状态,当环境改变并使条约过时,利益相关者就进入公开冲突和再谈判时期。当企业的既得利益状态被打破时,若其中某产权主体的利益受损,就必须有某种机制启动,自动地赋予受损方保护自己权益的机会与权利。对于承担风险的受损方来说,只有掌握了这种支配权(主要是指企业的剩余索取权和剩余控制权),才有机会重新以自身利益为主要目标配置企业财产以弥补其损失。让受损方掌握企业所有权并确立企业财务目标,恰恰体现了效率原则。因为当一个投资者不能实现资本保全时,他最有动力改造企业,这个动力来源于自身利益的最大化或损失的最小化。相机治理机制设计的目的在于确保在非正常的经营状态下,受损失的利益相关者有合适的制度来帮助其完成再谈判意愿。从事后的利益状态来看,企业财务目标的状态依存性是一种动态的让渡,体现的是相机治理的理念。

## (二) 可行性因素分析

1.非排斥性。企业所有权理应归物质资本所有者和人力资本所有者共同拥有,他们通过剩余索取权的合理分配来实现自身的权益,通过剩余控制权的分配来相互制约。这表现为他们之间的相互依赖性,以股东为例,在其追求股东财富最大化的同时,必须先保证债权人和员工的合同支付。而在追求债权人损失最小化时,则必须先保证员工的合同支付(这时理论上股东权益价值为零),这隐含了—种目标上的非排斥性,它考虑了各利益相关者的利益,体现了共同治理的理念。

2.可操作性。根据财务目标的状态依存性分析,不同的企业经营状态对应着不同的企业所有权安排,也对应着不同的企业财务目标,并且在每一种所有权安排状态下皆有明确的主导—方,这使得企业财务目标的状态分布非常明确。由此可见,财务目标的状态依存性的操作性很强,体现了相机治理的理念。

## 主要参考文献

- ①王雄元.论利益相关者责任与公司财务治理.会计研究,2004;3
- ②杨瑞龙,周业安.一个关于企业所有权安排的规范性分析框架及其理论含义.经济研究,1997;1
- ③张维迎.所有制、治理结构与委托—代理关系.经济研究,1996;9