

摘要:文章运用委托代理理论,对投资银行与地方政府财务顾问业务委托代理等问题进行了分析探讨。

关键词:委托代理 地方政府 投资银行 财务顾问

中图分类号:F832.3 文献标识码:A

文章编号:1004-4914(2004)11-235-01

投资银行与地方政府财务顾问业务委托代理的分析

廖 靛 陈建国

一、地方政府选择投资银行充当财务顾问的理性

所谓财务顾问业务,是指根据客户的需求,站在客户的角度,为客户的财务管理、投融资、兼并与收购、资产重组及债务重组、发展战略等活动提供的咨询、分析、方案设计等服务。目前我国投资银行充当地方政府财务顾问业务的类别主要有三:一是国有资产的整合和重组;二是招商引资,特别是为一些国有资产的退出解决资金和买家的问题;三是区域经济发展战略规划。

投资银行所具备的专业分工和能力的比较优势是投资银行与地方政府就财务顾问业务达成委托代理关系的理性所在。投资银行作为资本市场上的一种高级形态的中介机构,满足了充当地方政府财务顾问的需要,体现出其高于地方政府本身的、对地方国有资产运营的专业性和能力比较优势。第一,在国有资产的整合和重组方面,投资银行遵循市场经济运行的一般规律来处理各种矛盾,用经济的手段来实现对各方利益的整合,减少地方政府部门可能的创租、抽租空间,实现交易的双赢或多赢。第二,在招商引资方面,投资银行实现策划主体和实施主体的统一,发挥保障交易的功能。地方政府的各类资产的资质参差不齐,如何评估、分类、包装,以地方政府人员的经济理论知识及信息获取能力是很难妥善解决的,因此最终形成的往往是原则规定多于技术支撑,出现咨询思路与实际操作过程相脱节,研究方案缺乏操作性,融资的成功率不高等问题,而这些恰恰又都是投资银行的专业领域和优势所在,有了专业背景和信用支撑的投资银行的深度介入,就让投资者吃了定心丸,从而提高融资效率并保障国有资产优质化进程。第三,投资银行在对区域发展战略进行规划方面具备信息和经验优势,可以高起点、宽视角地体现出区域经济的比较优势。由于有发达的信息网络降低搜集信息的成本,投资银行不仅可以从经济交易的角度,捕捉来自国内外的政策信号,准确解读暗含在这些信号中的经济价值,为地方政府决策提供决策依据,而且投资银行可以把地区的发展置于全国乃至全球市场来把握和规划,实现各地资源的优化配置。

二、投资银行免费提供财务顾问服务的动因

目前,投资银行的地方政府财务顾问业务基本上都是免费的,究其原因,主要在于众多国内投资银行看中了地方政府手中的资源及潜在的业务利润。地方政府财务顾问业务之所以是投资银行其他业务的敲门砖,首先在于投资银行其他业务存在逆向选择风险问题,具体表现为:作为代理人的投资银行的“质量”,很大程度上是属于投资银行隐蔽的私人信息,难以被地方政府完全了解,合约前的这种信息不对称,使地方政府面临代理人的机会主义倾向增加,从而导致与地方政府意愿相违背的结果。投资银行愿意免费提供财务顾问业务,这样可以减少其他业务的逆向选择风险。没担任地方政府财务顾问的投资银行,在地方政府又没有采取信息甄别的前提下,在其他业务市场与地方政府类似于不完全信息静态博弈,逆向选择风险难以避免,而担任财务顾问的投资银行一旦与地方政府就其他业务达成委托代理关系,其实质则为不完全信息动态博弈,因此减少了委托代理关系中的逆向选择,则更容易为地方政府所青睐。投资银行充当地方政府财务顾问符合精练贝叶斯均衡重要应用“信号传递模型”,这个模型分析是劳动力市场上工人的教育水平如何传递有关能力信息,我们将接受教育换成免费充当政府财务顾问,劳动力市场换成地方政府其他业务市场,我们可以发现投资银行能否取得地方政府其他业务取决于其“质量”,此能力投资银行知道,而地方政府不知道,投资银行充当地方政府财务顾问本身不能改进投资银行其他业务能力,但却可以传递有关这种能力的信息,原因是免费提供地方政府财务顾问服务要花费成本,而其他业务能力高、综合实力强的投资银行的财务顾问成本相对较低,因此提供免费政府财务顾问活动就成为了能力的象征,地方政府可以根据投资银行传递

的这个信息,去修正对作为代理人的投资银行的经营管理能力和诚实信用品德方面“质量”的判断,来选择合适的投资银行委托其他业务。

三、控制投资银行充当地方政府财务顾问的道德风险问题

投资银行以免费方式提供地方政府财务顾问服务,在短期来看,虽然有利于投资银行开拓其他业务市场,但就长远而言,并不利于财务顾问业务健康发展,难以形成独立的财务顾问业务市场,且合约风险与收益的不对称,将加剧投资银行为地方政府提供财务顾问等服务所产生的道德风险问题。控制道德风险的基本思路就是委托者要将代理者的效用函数引导、统一到自己的目标上来,除了运用监督、约束手段外,更重要的是引入显性激励机制,使代理者的自利行为符合委托者的利益。这种激励主要体现在代理人报酬的构成方式上,委托人可通过转让部分剩余索取权给代理者,使其获得的收益与承担的风险相对称,从而将代理人利益与委托人利益有机地联系起来,以此换取代理人的优质服务,即建立所谓激励相容机制。建立财务顾问业务的显形激励机制,培育完善的财务顾问业务市场,不仅有助于解决财务顾问业务本身的道德风险问题,而且当健全的财务顾问业务与其他业务相辅相成、纵向一体化、各市场组合为地方政府提供服务时,投资银行与地方政府的关系类似于多阶段博弈,减少了其他业务的道德风险。根据重复博弈模型,在长期关系中,一方面根据大数定理,外生的不确定可以剔除,委托人可以相对准确地从观测到的变量中推断代理人的努力水平,代理人不可能用偷懒的办法提高自己的福利水平;另一方面,通过长期合同向代理人提供保险的办法,委托人可以免除代理人的风险,时间本身就会解决道德风险问题。当前投资银行普遍在证券承销这一狭窄的业务领域内展开低效、恶性竞争,不惜代价地争取公司上市主承销资格,而一旦拿到主承销资格,公司上市完毕后,投资银行就完全退出,一次性交易的色彩比较浓重。投资银行担任地方政府财务顾问后,双方将设有专门的工作小组进行业务磋商和信息沟通,投资银行将按规范化的工作程序向国企提供跟踪服务,从根本上提高、培育上市国企持续竞争能力。由此可见,目前,我国急需建立一套规范的投资银行充当地方政府财务顾问的显形激励机制。第一,在设计投资银行报酬的时候,可考虑借鉴并购业务中财务顾问的计费方式,不仅要有前端手续费,合约执行费,更重要的是成功佣金,且以累进比例佣金为宜,即在资本运营中对国有资产的保值、增值程度为主要标准,同时考虑到许多资产重组业务后的国有企业仍然聘请投资银行担任企业发展战略和风险管理财务顾问,可以将一部分报酬作为续存企业的期股激励或是期权激励。第二,在设计投资银行报酬的时候,不仅要注意所筹集的资金量的大小,同时,资金筹集成本、利率、期限等也需作为考虑标准。第三,在设计投资银行报酬的时候,要以先行支付一笔相当或略低于调研成本的劳务费,同时由于一项地区发展战略的调整和实施需要相当的时间,在这个期间内,投资银行一般会跟踪服务,因此可考虑以经济增长率、通货膨胀率、失业率、各大产业增大指标为依据,根据本地区发展侧重点和战略目标,设置不同权重,在战略计划到期的时候,以类似期股方式兑现剩余利润。

参考文献:

1. 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海人民出版社, 1997
2. [美] 道格拉斯·C. 诺思, 陈郁, 罗华平等译. 经济史中的结构与变迁. [M]. 上海三联书店, 1991

(作者单位:厦门大学经济学院财政系 福建厦门 361005)

(责编:吕尚)