

经营者风险偏好与上市公司财务目标制定

——基于契约理论的博弈分析

夏徐斌

(厦门大学,福建 厦门 361005)

【摘要】文章从契约理论的角度出发,运用博弈分析的方法,研究上市公司财务目标制定的合理性。上市公司经营者的风险偏好影响其财务目标制定的合理性,经营者能力的不同也会使其财务目标制定合理性有所差异。对高能力经营者,上市公司股东可赋予更多自由决策权,激励他们创造更好的业绩。对低能力经营者,股东要加强监督,改善财务目标制定的合理性。同时,监督行为可更具灵活性,根据经营者的不同风险偏好采取相应对策。

【关键词】风险偏好;财务目标;契约理论;博弈分析

【中图分类号】F275 【文献标识码】A 【文章编号】1004-2768(2013)10-0184-04

一、问题的提出

关于企业财务目标,国内外学者已经做了大量的研究,成果也非常丰硕。目前理论界关于财务管理目标的观点主要有:利润最大化、股东财富最大化、企业价值最大化及相关者利益最大化。然而,不管企业财务目标是什么,以往的研究都忽视了一个非常重要的问题,即企业财务目标的制定。企业财务目标制定是否合理,对企业发展的影响非常大。一方面,如果企业财务目标过低,过于保守,不仅企业业绩受到影响,而且会助长财务人员的惰性,因为目标很容易达到;反之,如果企业财务目标过高,过于激进,制定的目标达不到,财务人员的积极性容易受到打击,也不利于企业的发展。

随着现代企业制度的出现,企业的所有权和经营权高度分离。所有权与经营权分离带来的首要问题就是委托代理问题,这个问题同样存在于企业财务目标制定的过程中。对财务目标的分析,通常都是站在股东或利益相关者等方面的立场上考虑的,陈东辉(1999)将其称为理想的财务目标,它只说明企业理财活动“应该怎样”的问题。在企业中,委托人(所有者)理想的财务目标是投出资本的资本安全和资本增值,关心企业的稳定发展和长远利益,追求自身(股东)财富最大化;而代理人(经营者)显示的财务目标则是自身经济效用(利益)的最大化,获取更高的报酬。

综合上述分析可以看出,在企业财务目标的制定中,企业所有者和经营者的利益是不一致的。由于所有者和经营者之间的信息是不对称的,企业财务目标的制定存在逆向选择问题。即经营者在制定财务目标时选择有利于自身利益而有损于所有者利益的行为,这时企业代理成本便会产生。逆向选择将会使经营者制定企业财务目标时只从自身利益出发,从而造成企业财务目标制定的合理性大打折扣。本文将从契约理论(委托

代理理论)的角度出发,运用博弈分析的方法,结合经营者不同风险偏好和经营能力,研究上市公司股东如何设计完备契约,激励经营者提高财务目标制定合理性。

二、模型设定

(一)基本模型设定

设定1:

委托人(上市公司股东)希望代理人(上市公司经营者)按照他们的利益制定财务目标,本文用 τ 表示。股东收益为 $E(\tau)$,当经营者制定的财务目标为上市公司现有条件下所能达到的最优水平 τ^* 时,股东收益达到最大值。而如果经营者制定的财务目标过于保守,很容易实现,或是财务目标过于激进很难实现时,上市公司股东收益不能实现最大化,如图1所示。

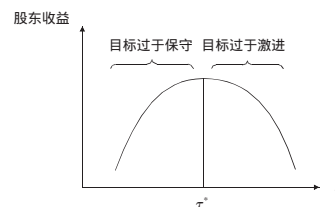


图1

在 τ^* 左边 $E' > 0$, $E'' < 0$,此时上市公司经营者制定的目标过于保守,没有挑战性,不能充分利用公司能够获取的资源为股东创造财富;在 τ^* 右边 $E' < 0$, $E'' < 0$,此时经营者制定的目标又过于激进,难以实现,不仅容易打击相关人员的积极性,也不利于上市公司的发展。本文中上市公司财务目标制定是否合理,判断的标准为实际 τ 值同 τ^* 的偏离程度。偏离程度小,财务目标制定的合理性高,股东收益大;反之,财务目标制定的合理性低,股东收益小。

【收稿日期】2013-06-20

这里指上市公司整个经营团队,而不是单个经营者。

上市公司制定的财务目标要兼顾可行性和激励性,既要在现有条件下通过努力可以实现,同时又不能很容易实现。简而言之,就是要在完成财务目标的过程中,最大限度地利用公司能获取的资源。

【作者简介】夏徐斌(1984-),男,浙江丽水人,厦门大学金融系博士研究生,研究方向:金融制度、金融监管。

设定 2 :

上市公司经营者没有固定成本,成本存在不同类型 $\vartheta \in \Theta = \{\underline{\vartheta}, \bar{\vartheta}\}$, $\bar{\vartheta} > \underline{\vartheta}$, 不同类型出现的概率为 π 和 $1-\pi$, 成本函数为 $C(\tau, \vartheta) = \{(\pi, 1-\pi) | \underline{\vartheta} \tau, \bar{\vartheta} \tau\}$ 。 ϑ 表示经营者完成财务目标的单位成本,体现经营者能力的高低,低能力对应 $\bar{\vartheta}$,高能力对应 $\underline{\vartheta}$ 。风险中性经营者决策前知道自己的类型 ϑ ,但是上市公司不知道;非风险中性经营者决策前不确定自己的类型,但是知道自己的类型概率分布为 $\{(\pi, 1-\pi) | \text{高能力}, \text{低能力}\}$,上市公司股东同样也不知道,因此信息是不对称的。^①

设定 3 :

契约变量 $A = \{(\tau, m) | \tau \in R_+, m \in R_+\}$, m 为上市公司股东给经营者的支付。

(二)完全信息下的最优契约

在完全信息下,最优契约同上市公司股东自己执行财务目标的制定 $\max_{\tau} E(\tau) - C(\tau, \vartheta)$

一阶条件 $E'(\tau^*) = C'(\tau^*, \vartheta)$

推导出 $E'(\tau^*) = \underline{\vartheta}$ $E'(\tau^*) = \bar{\vartheta}$

(三)可行契约设计

在不对称信息下,高能力经营者可能模仿低能力从而获利,这会导致经营者制定财务目标并非最优,损害股东收益。因此,设计一种契约,使得高能力经营者选择契约 $\{\tau^*, m^*\}$,低能力经营者选择契约 $\{\tau^*, \bar{m}^*\}$ 。这个契约必须满足以下激励相容约束 $\underline{m} - \underline{\vartheta} \tau \geq \bar{m} - \underline{\vartheta} \tau$ $\bar{m} - \bar{\vartheta} \tau \geq \underline{m} - \bar{\vartheta} \tau$ 。

即高能力经营者不会模仿低能力经营者的行为,同样低能力经营者也不会模仿高能力经营者的行为。从以上激励相容约束可以推导出 $\underline{\vartheta}(\tau - \tau) \geq \bar{\vartheta}(\tau - \tau)$, 因为 $\bar{\vartheta} \geq \underline{\vartheta}$, 则 $\tau > \tau$ 。

(四)信息租金

在完全信息下,不管经营者能力高低都只能获得零收益,即经营者的收益 \underline{R} 和 \bar{R} 分别满足 $\underline{R} = \underline{m} - \underline{\vartheta} \tau = 0$ 和 $\bar{R} = \bar{m} - \bar{\vartheta} \tau = 0$ 。但是,在不完全信息中上市公司股东再无法做到这一点。考虑一组契约 $\{(\underline{\tau}, \underline{m})\}$ $\{(\bar{\tau}, \bar{m})\}$ 是激励可行的,则高能力经营者模仿低能力经营者获得的收益水平为:

$$\underline{m} - \underline{\vartheta} \bar{\tau} = \bar{m} - \bar{\vartheta} \bar{\tau} + \Delta \vartheta \bar{\tau} = \bar{R} + \Delta \vartheta \bar{\tau}$$

在现实经济中,低能力经营者是客观存在的,即 $\bar{\tau} > 0$, 则即使低能力经营者获得的收益 \bar{R} 为零,高能力经营者仍然能够获得效用 $\Delta \vartheta \bar{\tau}$, 这种收益源于经营者对股东的信息优势,因此称为信息租金。以下我们将用 $\underline{R} = \underline{m} - \underline{\vartheta} \tau$ 和 $\bar{R} = \bar{m} - \bar{\vartheta} \tau$ 分别表示两种类型经营者的信息租金。

三、经营者监督缺失情况下最优契约分析

经营者监督缺失,是指上市公司股东缺乏对经营者的监督机制,或者监督机制只是摆设。以此为背景,本节分析上市公司股东和经营者不同风险偏好组合下的博弈行为。

(一)上市公司股东风险厌恶与经营者风险中性

设定上市公司股东的效用函数 ϕ 为 Von Neumann 效用函数,定义在收益 $E(\tau) - m$ 之上,其效用为 $\phi(E(\tau) - m)$, 经营者风险中性。

$$\max_{(\underline{\tau}, \underline{R}), (\bar{\tau}, \bar{R})} \pi \phi(E(\underline{\tau}) - \underline{\vartheta} \underline{\tau} - \underline{R}) + (1-\pi) \phi(E(\bar{\tau}) - \bar{\vartheta} \bar{\tau} - \bar{R}) \quad (1)$$

$$\text{s.t } \underline{R} \geq 0 \quad (2) \quad \bar{R} \geq 0 \quad (3)$$

$$\underline{R} \geq \bar{R} + \Delta \vartheta \bar{\tau} \quad (4) \quad \bar{R} \geq \underline{R} - \Delta \vartheta \underline{\tau} \quad (5)$$

(1)式是上市公司股东的目标函数 $\chi(2)$ 和(3)式是经营者的参与约束 $\chi(4)$ 和(5)式是经营者的激励相容约束。证明以上约束条件中(2)和(5)是松弛的,其他是束紧的。将束紧的约束条件代入(1)得到新的目标函数:

$$\max_{(\underline{\tau}, \bar{\tau})} \pi \phi(E(\underline{\tau}) - \underline{\vartheta} \underline{\tau} - \Delta \vartheta \bar{\tau}) + (1-\pi) \phi(E(\bar{\tau}) - \bar{\vartheta} \bar{\tau}) \quad (6)$$

分别对上式关于 $\underline{\tau}$ 和 $\bar{\tau}$ 求一阶偏导,推导出:

$$1. E'(\underline{\tau}^{AN}) = \underline{\vartheta} \quad \underline{\tau}^{AN} = \underline{\tau}^* ;$$

$$2. E'(\bar{\tau}^{AN}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi \phi'(v)}{(1-\pi) \phi'(\eta)} \Delta \vartheta, \text{ 在这个式子当中, } v =$$

$$E(\underline{\tau}^{AN}) - \underline{\vartheta} \underline{\tau}^{AN} - \underline{R}^{AN}, \eta = E(\bar{\tau}^{AN}) - \bar{\vartheta} \bar{\tau}^{AN} - \bar{R}^{AN}.$$

(二)上市公司股东风险厌恶与经营者风险厌恶

同上,上市公司股东和经营者的效用函数分别为 ϕ 和 φ , 它们都具有 Von Neumann 效用函数的性质。

$$\max_{(\underline{\tau}, \underline{R}), (\bar{\tau}, \bar{R})} \pi \phi(E(\underline{\tau}) - \underline{\vartheta} \underline{\tau} - \underline{R}) + (1-\pi) \phi(E(\bar{\tau}) - \bar{\vartheta} \bar{\tau} - \bar{R}) \quad (7)$$

$$\text{s.t } \pi \varphi(\underline{R}) + (1-\pi) \varphi(\bar{R}) \geq 0 \quad (8)$$

$$\underline{R} \geq \bar{R} + \Delta \vartheta \bar{\tau} \quad (9) \quad \bar{R} \geq \underline{R} - \Delta \vartheta \underline{\tau} \quad (10)$$

证明以上约束条件中(10)是松弛的,其他是束紧的。利用 Lagrange 法求该问题,推导出:

$$1. E'(\underline{\tau}^{AA}) = \underline{\vartheta} \quad \underline{\tau}^{AA} = \underline{\tau}^* ;$$

$$2. E'(\bar{\tau}^{AA}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi \phi'(v) [\varphi'(\bar{R}^{AA}) - \varphi'(\underline{R}^{AA})]}{\phi'(\eta) [\pi \varphi'(\underline{R}^{AA}) + (1-\pi) \varphi'(\bar{R}^{AA})]} \Delta \vartheta, \text{ 在以}$$

$$\text{上这个式子中 } v = E(\underline{\tau}^{AA}) - \underline{\vartheta} \underline{\tau}^{AA} - \underline{R}^{AA}, \eta = E(\bar{\tau}^{AA}) - \bar{\vartheta} \bar{\tau}^{AA} - \bar{R}^{AA}.$$

(三)上市公司股东风险厌恶与经营者风险偏爱

在此情景下,得出的均衡解形式与背景(二)下相同。但是此时经营者是风险偏爱的,结论却不完全相同。

$$1. E'(\underline{\tau}^{AF}) = \underline{\vartheta} \quad \underline{\tau}^{AF} = \underline{\tau}^* ;$$

$$2. E'(\bar{\tau}^{AF}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi \phi'(v) [\varphi'(\bar{R}^{AF}) - \varphi'(\underline{R}^{AF})]}{\phi'(\eta) [\pi \varphi'(\underline{R}^{AF}) + (1-\pi) \varphi'(\bar{R}^{AF})]} \Delta \vartheta, \text{ 在以}$$

$$\text{上这个式子当中 } v = E(\underline{\tau}^{AF}) - \underline{\vartheta} \underline{\tau}^{AF} - \underline{R}^{AF}, \eta = E(\bar{\tau}^{AF}) - \bar{\vartheta} \bar{\tau}^{AF} - \bar{R}^{AF}.$$

四、经营者监督到位情况下最优契约分析

在此情景下,上市公司股东将引入审核和惩罚机制,加强对经营者的监督。具体的机制如下:为了防止高能力经营者谎称自己是低能力的,上市公司股东要对经营者进行审核,实施

①根据组织行为学的理论,影响决策个体风险偏好的因素众多,其中最重要的是决策个体的自我认知。若决策个体对自身有准确清晰的认知,则他倾向风险中性;反之,他会倾向风险厌恶或风险偏爱。

② τ^{AN} 表示上市公司股东风险厌恶和经营者风险中性的情况下的 τ 值,以下同理。上标中的首字母表示股东的风险偏好,第二个字母表示经营者的风险偏好。 N 表示风险中性, A 表示风险厌恶, F 表示风险偏爱。

③因为低能力经营者谎称自己是高能力经营者,从而模仿高能力经营者是无利可图的,所以没有必要对自称是高能力的经营者进行审核,这一点在求解时也会得到证明。

审核的概率是 p , 股东因此而产生的成本为 $\Phi(p)$, $\Phi(0)=0$, $\Phi'>0$, $\Phi''<0$ 。股东将会对撒谎的经营者进行惩罚, 分别用 $\underline{h}=h(\underline{\vartheta}, \underline{\bar{p}})$ 和 $\bar{h}=h(\bar{\vartheta}, \underline{\bar{p}})$ 表示。我们采用内生的惩罚机制, 即惩罚的最高限额不超过经营者由于谎报而得到好处。

(一) 上市公司股东风险厌恶与经营者风险中性

设定股东的效用函数 ϕ 为 Von Neumann 效用函数, 定义在收益 $E(\tau)-m$ 之上, 其效用为 $\phi(S(\tau)-m)$, 经营者风险中性。

$$\max_{(\underline{\tau}, \underline{R}, \underline{\vartheta}) (\bar{\tau}, \bar{R}, \bar{\vartheta})} \pi\phi(E(\underline{\tau})-\underline{\vartheta}\underline{\tau}-\underline{R}-\Phi(\underline{p}))+(1-\pi)\phi[E(\bar{\tau})-\bar{\vartheta}\bar{\tau}-\bar{R}-\Phi(\bar{p})] \quad (11)$$

$$s.t. \underline{R} \geq 0 \quad (12) \quad \bar{R} \geq 0 \quad (13)$$

$$\underline{R} = m - \underline{\vartheta}\underline{\tau} \geq \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} - \bar{p}\bar{h} \quad (14)$$

$$\bar{R} = \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} \geq \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} - \underline{p}\bar{h} \quad (15)$$

$$\underline{h} \leq \bar{m} - \underline{\vartheta}\bar{\tau} \quad (16) \quad \bar{h} \leq \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} \quad (17)$$

(14)和(15)中 \bar{p} 表示对自称是低能力者的审核概率, \underline{p} 表示对自称是高能力者的审核概率。如前推断, 在参与约束和激励相容约束中 (12)和(15)是松弛的, (13)和(14)是束紧的。而在内生惩罚约束中 (17)是松弛的, (16)是束紧的。因为(15)是松弛的, 审核有成本, 同时没有必要对自称是高能力的经营者进行审核, 所以 $\underline{p}=0$, 从而 \bar{Y} 不影响该最优化问题的解。将束紧的(13)分别代入(14)和(16), 可以得到:

$$\underline{R} = m - \underline{\vartheta}\underline{\tau} = \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} - \bar{p}\bar{h} = \Delta\vartheta\bar{\tau} - \bar{p}\bar{h} \quad (18)$$

$$\bar{h} = \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} = \Delta\vartheta\bar{\tau} \quad (19)$$

则该最优化问题可以改写成:

$$\max_{(\underline{\tau}, \bar{\tau}, \underline{\vartheta}, \bar{\vartheta})} \pi\phi(E(\underline{\tau})-\underline{\vartheta}\underline{\tau}-\Delta\vartheta\bar{\tau}+\bar{h})+(1-\pi)\phi(E(\bar{\tau})-\bar{\vartheta}\bar{\tau}-\Phi(\bar{p})) \quad (20)$$

$$s.t. \bar{h} = \Delta\vartheta\bar{\tau} \quad (21)$$

将(21)代入(20), 推导可得:

$$1.E'(\underline{\tau}_A^{AN}) = \underline{\vartheta} \quad \underline{\tau}_A^{AN} = \underline{\tau}^* ;$$

$$2.E'(\bar{\tau}_A^{AN}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi\phi'(v)}{(1-\pi)\phi'(\eta)} \Delta\vartheta(1-\bar{p}_A) \quad \text{其中 } \mu = E(\underline{\tau}_A^{AN}) - \underline{\vartheta}\underline{\tau}_A^{AN} - R_A^{AN} \quad \eta = E(\bar{\tau}_A^{AN}) - \bar{\vartheta}\bar{\tau}_A^{AN} - R_A^{AN} .$$

(二) 上市公司股东风险厌恶与经营者风险厌恶

同上, 股东和经营者的效用函数分别为 ϕ 和 φ , 它们都具有 Von Neumann 效用函数的性质。

$$\max_{(\underline{\tau}, \underline{R}, \underline{\vartheta}) (\bar{\tau}, \bar{R}, \bar{\vartheta})} \pi\phi(E(\underline{\tau})-\underline{\vartheta}\underline{\tau}-\underline{R}-\Phi(\underline{p}))+(1-\pi)\phi[E(\bar{\tau})-\bar{\vartheta}\bar{\tau}-\bar{R}-\Phi(\bar{p})] \quad (22)$$

$$s.t. \pi\phi(\underline{R})+(1-\pi)\varphi(\bar{R}) \geq 0 \quad (23)$$

$$\underline{R} = m - \underline{\vartheta}\underline{\tau} \geq \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} - \bar{p}\bar{h} \quad (24)$$

$$\bar{R} = \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} \geq \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} - \underline{p}\bar{h} \quad (25)$$

$$\underline{h} \leq \bar{m} - \underline{\vartheta}\bar{\tau} \quad (26) \quad \bar{h} \leq \bar{m} - \bar{\vartheta}\bar{\tau} \quad (27)$$

证明以上约束中 (25)和(27)是松弛的, 其他是束紧的。同

理, 求出:

$$1.E'(\underline{\tau}_A^{AA}) = \underline{\vartheta} \quad \underline{\tau}_A^{AA} = \underline{\tau}^* ;$$

$$2.E'(\bar{\tau}_A^{AA}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi\phi'(v)[\varphi'(R_A^{AA})-\varphi'(R_A^{AA})]}{\phi'(\eta)[\pi\varphi'(R_A^{AA})+(1-\pi)\varphi'(R_A^{AA})]} \Delta\vartheta(1-\bar{p}_A) .$$

在这个式子当中, $\mu = E(\underline{\tau}_A^{AA}) - \underline{\vartheta}\underline{\tau}_A^{AA} - R_A^{AA}$, $\eta = E(\bar{\tau}_A^{AA}) - \bar{\vartheta}\bar{\tau}_A^{AA} - R_A^{AA}$ 。

(三) 上市公司股东风险厌恶与经营者风险偏爱

在此情景下, 得出的均衡解形式与情景(二)相同。但是此时经营者是风险偏爱的, 结论却不完全相同。

$$1.E'(\underline{\tau}_A^{AF}) = \underline{\vartheta} \quad \underline{\tau}_A^{AF} = \underline{\tau}^* ;$$

$$2.E'(\bar{\tau}_A^{AF}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi\phi'(v)[\varphi'(R_A^{AF})-\varphi'(R_A^{AF})]}{\phi'(\eta)[\pi\varphi'(R_A^{AF})+(1-\pi)\varphi'(R_A^{AF})]} \Delta\vartheta(1-\bar{p}_A) .$$

在这个式子当中, $\mu = E(\underline{\tau}_A^{AF}) - \underline{\vartheta}\underline{\tau}_A^{AF} - R_A^{AF}$, $\eta = E(\bar{\tau}_A^{AF}) - \bar{\vartheta}\bar{\tau}_A^{AF} - R_A^{AF}$ 。

五、均衡结果比较分析

在充分考虑博弈过程中的风险偏好结构——参与双方的各种风险偏好组合的基础上, 对经营者的能力作了区分, 结合股东对经营者的监督情况, 对上市公司财务目标制定合理性进行深入研究。上市公司股东与经营者相互博弈最终实现均衡, 均衡结果如表 1 所示。

表 1

| 经营者 股东 | 经营者监督缺失 | 经营者监督到位 |
|-----------|--|---|
| | 风险中性 | $E(\underline{\tau}_A^{AN}) = \underline{\vartheta}$ $E(\bar{\tau}_A^{AN}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi\phi'(v)}{(1-\pi)\phi'(\eta)} \Delta\vartheta$ |
| 风险厌恶 | $E(\underline{\tau}_A^{AN}) = \underline{\vartheta}$ $E(\bar{\tau}_A^{AN}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi\phi'(v)[\varphi'(R_A^{AN})-\varphi'(R_A^{AN})]}{\phi'(\eta)[\pi\varphi'(R_A^{AN})+(1-\pi)\varphi'(R_A^{AN})]} \Delta\vartheta$ | $E(\underline{\tau}_A^{AN}) = \underline{\vartheta}$ $E(\bar{\tau}_A^{AN}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi\phi'(v)[\varphi'(R_A^{AN})-\varphi'(R_A^{AN})]}{\phi'(\eta)[\pi\varphi'(R_A^{AN})+(1-\pi)\varphi'(R_A^{AN})]} \Delta\vartheta(1-\bar{p}_A)$ |
| 风险偏爱 | $E(\underline{\tau}_A^{AN}) = \underline{\vartheta}$ $E(\bar{\tau}_A^{AN}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi\phi'(v)[\varphi'(R_A^{AN})-\varphi'(R_A^{AN})]}{\phi'(\eta)[\pi\varphi'(R_A^{AN})+(1-\pi)\varphi'(R_A^{AN})]} \Delta\vartheta$ | $E(\underline{\tau}_A^{AN}) = \underline{\vartheta}$ $E(\bar{\tau}_A^{AN}) = \bar{\vartheta} + \frac{\pi\phi'(v)[\varphi'(R_A^{AN})-\varphi'(R_A^{AN})]}{\phi'(\eta)[\pi\varphi'(R_A^{AN})+(1-\pi)\varphi'(R_A^{AN})]} \Delta\vartheta(1-\bar{p}_A)$ |

本节对均衡结果进行全面的比较分析, 并结合严格的数理推导后, 得出下述命题。

命题一: 在上市公司股东与经营者相互博弈实现均衡时, 高能力经营者制定的财务目标为最优, 低能力经营者制定的财务目标偏离最优。

完全信息下, 上市公司股东与经营者的博弈均衡结果为 $(E'(\underline{\tau}^*) = \underline{\vartheta}, E'(\bar{\tau}^*) = \bar{\vartheta})$ 。不完全信息和不对称信息下, $E'(\underline{\tau}) = \underline{\vartheta}$, $E'(\bar{\tau}) \neq \bar{\vartheta}$ 。因此, 高能力经营者制定的财务目标为最优, 低能力经营者制定的财务目标偏离最优。

命题二: 对于低能力经营者, 不同风险偏好使均衡结果截

① $\underline{h} = h(\underline{\vartheta}, \underline{\bar{p}})$ 表示对高能力而谎称低能力的惩罚, $\bar{h} = h(\bar{\vartheta}, \underline{\bar{p}})$ 表示对低能力而谎称高能力的惩罚。

② 最优契约时, 经营者不会出现谎报行为, 因此实际惩罚不会发生, \bar{h} 不进入目标函数。

下标 A 表示引入审核机制后的变量, 以下同理。

然不同。风险中性和风险厌恶的低能力经营者左偏(财务目标过于保守), 风险偏爱的低能力经营者右偏(财务目标过于激进)。

1. 当低能力经营者风险中性时 $\pi > 0$, $\Delta \theta > 0$, $0 < \bar{p}_A < 1$, $\phi' > 0$, $\phi'' < 0$, 则等式右边 $\bar{\theta}$ 后面的加项大于 0, 因此所有的 $E'(\bar{\tau}) > \bar{\theta}$ 。又因为 $E' > 0$, $E'' < 0$, 即 E' 单调递减, 则 $\bar{\tau} < \bar{\tau}'$ (见图 2)。

2. 同理, 当低能力经营者风险厌恶时 $\pi > 0$, $\Delta \theta > 0$, $0 < \bar{p}_A < 1$, $\phi' > 0$, $\phi'' < 0$, $\varphi' > 0$, $\varphi'' < 0$, φ' 单调递减, 并且 $R > \bar{R}$, $\varphi'(R) - \varphi'(R) > 0$ 。所以, 等式右边 $\bar{\theta}$ 后的加项大于 0, 则所有的 $E'(\bar{\tau}) > \bar{\theta}$ 。又因为 $E' > 0$, $E'' < 0$, 即 E' 单调递减, 则 $\bar{\tau} < \bar{\tau}'$ (见图 2)。

3. 当低能力经营者风险偏爱时 $\pi > 0$, $\Delta \theta > 0$, $0 < \bar{p}_A < 1$, $\phi' > 0$, $\phi'' < 0$ 。此时, 经营者是风险偏爱的, 则 $\varphi' > 0$, $\varphi'' > 0$, φ' 单调递增, 并且 $R > \bar{R}$, 因此 $\varphi'(R) - \varphi'(R) < 0$ 。所以, 等式右边 $\bar{\theta}$ 后的加项小于 0, 则所有的 $E'(\bar{q}) < \bar{\theta}$ 。又因为 $E' > 0$, $E'' < 0$, 即 E' 单调递减, 则 $\bar{\tau} > \bar{\tau}'$ (见图 2)。

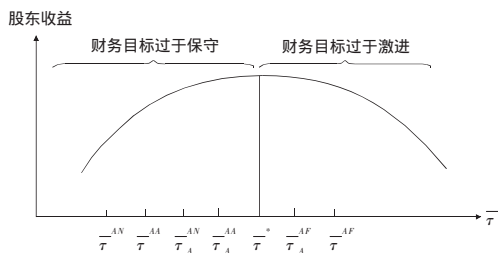


图 2

命题三: 股东加强对经营者的监督, 有助于提高上市公司财务目标制定的合理性

1. 分别比较经营者风险中性和风险厌恶时不同经营者监督情况下的均衡结果, 容易看出经营者监督到位时 $\bar{\theta}$ 后面的加项上多乘了 $(1 - \bar{p}_A)$ 项。因为经营者监督缺失时 $\bar{\theta}$ 后面的加项大于 0, 且 $0 < 1 - \bar{p}_A < 1$, 则经营者监督到位时 $\bar{\theta}$ 后面的加项经营者监督缺失时 $\bar{\theta}$ 后面的加项更小, 即 $E'(\bar{\tau}_A^{NN}) < E'(\bar{\tau}^{NN})$, $E'(\bar{\tau}_A^{NA}) < E'(\bar{\tau}^{NA})$, $E'(\bar{\tau}_A^{AN}) < E'(\bar{\tau}^{AN})$, $E'(\bar{\tau}_A^{AA}) < E'(\bar{\tau}^{AA})$ 。又因为 $E' > 0$, $E'' < 0$, 即 E' 单调递减, 所以 $\bar{\tau}_A^{NN} > \bar{\tau}^{NN}$, $\bar{\tau}_A^{NA} > \bar{\tau}^{NA}$, $\bar{\tau}_A^{AN} > \bar{\tau}^{AN}$, $\bar{\tau}_A^{AA} > \bar{\tau}^{AA}$ (见图 2)。

2. 再对比经营者风险偏爱时不同经营者监督情况下的均衡结果, 容易看出经营者监督到位时 $\bar{\theta}$ 后面的加项上多乘了 $(1 - \bar{p}_A)$ 项。同样 $0 < 1 - \bar{p}_A < 1$, 但根据命题二, 此时 $\bar{\theta}$ 后的加项小于 0, 则经营者监督到位时 $\bar{\theta}$ 后的加项较经营者监督缺失时 $\bar{\theta}$ 后的加项更大(因为是负数, 所以绝对值小的数更大), 即 $E'(\bar{\tau}_A^{NF}) > E'(\bar{\tau}^{NF})$, $E'(\bar{\tau}_A^{AF}) > E'(\bar{\tau}^{AF})$ 。又因为 $E' > 0$, $E'' < 0$, 即 E' 单调递减, $\bar{\tau}_A^{NF} < \bar{\tau}^{NF}$, $\bar{\tau}_A^{AF} < \bar{\tau}^{AF}$ (见图 2)。

3. 显然, 在上市公司加强对经营者的监督之后, 低能力经营者制定财务目标的偏离程度有所缓和。这表明, 上市公司股东加强对经营者的监督有助于提高上市公司财务目标制定的合

理性。

六、结语

对于企业财务目标, 国内外的研究都已经非常成熟。然而, 对于企业财务目标的制定过程, 以往研究都没有予以重视。企业财务目标制定合理与否, 直接影响财务目标能否充分利用企业现有资源为企业所有者创造最大财富, 进而决定企业的长远发展。本文从契约理论(委托代理理论)的角度出发, 深入剖析博弈过程中上市公司股东和经营者的风险偏好结构, 并对经营者能力进行区分, 结合经营者监督情况, 研究上市公司财务目标制定合理性。主要结论归纳为以下三点:

1. 经营者的能力影响上市公司财务目标制定的合理性。本文得到的均衡结果表明, 高能力经营者始终能达到最优状态, 而低能力经营者却始终偏离最优状态。因此, 对高能力经营者, 上市公司股东可赋予其更多的自由决策权, 激发他们创造更好的业绩。对低能力经营者, 股东则要加强对他们的监督, 并且监督行为要更具灵活性。

2. 博弈过程中的风险偏好结构影响上市公司财务目标制定的合理性。因为风险中性和风险厌恶的低能力经营者左偏, 其表现为财务目标过于保守, 此时股东要督促经营者制定更加积极的财务目标, 而风险偏爱的低效率金融机构右偏, 其表现为财务目标过于激进, 此时股东要督促经营者制定更加稳健可行的财务目标。

3. 加强对经营者的监督有助于提高上市公司财务目标制定的合理性。虽然, 低能力经营者制定的财务目标不能实现最优。但是, 上市公司股东引入审核和惩罚等机制, 加强对经营者的监督, 确实有助于缓和低能力经营者的偏离程度, 提高上市公司财务目标制定的合理性。

【参考文献】

- [1] 刘辉华, 曹受金. 企业财务目标的利益取向分析[J]. 财经理论与实践, 2007(5).
- [2] 陈东辉. 企业财务目标: 在理想与现实之间[J]. 会计研究, 1999(11).
- [3] 徐岩, 谢琦. 基于委托代理理论的企业财务管理目标分析[J]. 财会通讯, 学术版, 2006(1).
- [4] 王建刚. 论代理成本与企业财务目标[J]. 财政研究, 1999(4).
- [5] 贺正强. 财务二重性视角下的企业财务治理及相关问题研究——兼论财务管理主体、客体与目标[J]. 财贸研究, 2006(3).
- [6] 华金秋, 杨丹. 企业财务目标新论: 现实与理论的偏差与校正[J]. 财经问题研究, 2004(5).
- [7] 吴本洲. 财务主体与博弈——看我国企业财务管理目标的现实选择[J]. 商业研究, 2002(4).
- [8] 周丽娜. 委托—代理制下我国国有企业财务目标的选择[J]. 经济与管理, 2003(8).
- [9] 倪静. 委托代理理论在企业财务管理中的运用[J]. 财会研究, 1999(8).
- [10] Kane, E. J. Impact of Regulation on Economic Behavior[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1981, 1(9): 355-367.
- [11] Laffont, Tirole. A Theory of Incentives in Procurement and Regulation[M]. USA, MIT Press, 1993.
- [12] Laffont, Martimort. The Theory of Incentives - The Principal-Agent Model [M]. USA, Princeton University Press, 2002.
- [13] Fudenberg, Tirole. Game theory[M]. USA, MIT Press, 1991.
- [14] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海: 上海三联出版社, 上海人民出版社, 2004.

(责任编辑: Z 校对: F)