

财务战略、可置信承诺与专用性 资产投资的信号作用

张敦力 魏 霄

(中南财经政法大学 会计学院,湖北 武汉 430073)

摘要:本文依据企业契约论的观点,将财务战略视作企业为实现战略目标而与要素所有者缔结的一种内生性不完备财务契约集,企业财务战略的实施受制于战略性财务契约缔结和履行的实际状态,具有状态依存特征。研究发现,企业财务战略的可实现性能够通过专用性资产的投资规模进行信号传递和解读,事前较大规模的专用性资产投资不仅能增强财务契约的可置信性,提高缔约效率,而且有助于财务战略的稳定性贯彻。

关键词:财务战略;可置信承诺;专用性投资;信号机制

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2013)01-0097-05

一、引言

企业财务战略是企业财务管理与战略管理相融合的产物。自 Harrison 在《组织战略管理》中明确提出财务战略的概念后,David、Allen 等国外学者以及 ACCA 等组织对财务战略的界定尽管各有特色,但基本体现了“为配合企业战略而实施的资本结构与资金计划”的思想。国内学者的相关研究则呈现多元化的状况。陆正飞认为,财务战略是对企业长期发展有重大影响的财务活动的指导性思想和原则^{[1](P5-6)};傅元略认为,财务战略是基于公司战略及其目标而对财务资源进行优化配置的复杂决策过程^{[2](P42-43)}。国内外关于财务战略的界定尚未达成共识,但都涉及基于企业长远目标所需资源配置规划的理念,谋求企业战略和激励制度的吻合而制定相应的财务制度并付诸实施成为财务战略的关键内容。以上研究和探索具有重要的理论和实践价值,但从经济理论基础的角度考察,主流的财务战略研究大多属于古典经济学和新古典经济学范畴。在古典和新古典经济学看来,企业是在完全竞争和均衡市场上按照既定的价格购买各种要素,在满足市场约束条件下通过生产函数转换为最大化产出的组织。在这种情况下,通常都是在给定的企业中探讨资源的有效配置问题,企业内外部信息是否完全和对称、交易主体是否完全理性,以及企业内部冲突和协调冲突的内部契约结构和权利配置是否合理均被忽视。于是,人们通常假定企业内部各主体利益一致,在财务上更多地关注操作性的财务技术和方法,而非审视制度层面的问题。

收稿日期:2012-10-12

基金项目:教育部新世纪优秀人才支持计划资助项目“现代经济危机防控的财务机理与监管研究”(NCET-10-0779)

作者简介:张敦力(1971—),男,安徽庐江人,中南财经政法大学会计学院教授,博士生导师;

魏 霄(1984—),女,湖北恩施人,中南财经政法大学会计学院博士生。

不同的企业观衍生出不同的财务战略观。对于类似上述的分析,正如 Hart 所言,重视企业内部建构和内部激励才能得出令人更加信服的结论^{[3](P68-70)}。Coase 开创的现代企业契约理论改变了这种状况,根据其观点,企业可以通过一个“中心契约人”与要素所有者之间缔结一系列契约而节约交易成本,这些契约可以是书面契约或口头契约,也可以是显性契约或隐性契约,企业因而被看作是一系列契约的组合^[4]。Alchian 和 Demsetz 进一步认为,通过赋予“中心契约人”剩余索取权,可以解决其自身的机会主义行为并很好地履行对企业成员的“监督”职责^[5]。因此,企业成为一种通过契约关系把冲突各方导向复杂平衡的法律构造。基于这种观点,我们可以将企业战略视为企业为实现特定长远目标而做出的前瞻性和关键性契约安排,企业财务战略是为促成企业战略目标实现而签订的财务契约的集合,参与缔约的要素所有者属于利益相关方。为达成企业战略目标,一方面,财务契约安排必须能够吸引足够的潜在战略性要素所有者参与缔约,其中,如何向要素所有者传递可能影响其决策信念的信息是个重要的问题;另一方面,财务交易缔约意味着交易双方对未来行为(或结果)的显性或隐性约定或承诺。战略性要素所有者在决定介入或多大程度上介入契约时,必然要依据可得的相关信息对约定或承诺的“可置信性”做出判断。然而,在契约关系中,缔约双方的信息往往是不对称的,一方比另一方拥有更多某些相关变量的信息,一旦拥有信息优势的一方试图从中获益,就会导致契约的扭曲。

对于契约中存在的机会主义,Wilson、Spence、Ross、Mirrlees、Holmstrom 等研究了如何通过预先设计的“完美契约”来实现激励和约束功能,以解决在信息不对称的条件下缔约人之间的逆向选择和道德风险问题。沿着这个思路,可以发现两个重要问题,一是“完美契约”的可得性,二是隐匿信息是否总是能获得好处。如果“完美契约”可得,则契约履行将由契约实施过程中的“监督”而非事后的“再谈判”来保证,这属于内生完备契约理论的思想,但 Tirole 的研究证明,在实践中,“完美契约”不可能被预先设计出来,事先缔结的内生不完备契约履行的保证是事后的“再谈判”机制^[6]。Ross 则证实了隐匿信息并不总是能带来好处^[7]。如果适当披露所拥有的私人信息能够获利,知情方就会试图通过某一行动或决策将信息传递给另一方,尽可能实现预期的缔约。缔约前,如果某一具体行为的成本会随着知情方缔约人的整体效率而递减,那该行为就可以成为缔约的另一方判断知情方效率的一个信号;如果该行为的成本高到只有高效率的知情方才会付诸实施而低效率的知情方不会行动,那么该行为作为一个信号就是合适的。财务契约理论突破了传统新古典研究范式,具有重要的研究思想和方法指导意义。本文依托内生不完备契约理论,将财务战略视为服务于企业战略目标的战略性财务契约集,通过分析财务契约集的内在特征,我们发现专用性投资在缔约过程中有着重要的信号作用。

二、财务战略的契约特征及其履行

1. 财务战略的契约特征

根据企业契约论的观点,要素使用权交易契约的缔结形成要素市场,要素所有者依据要素使用权交易契约投入要素,并服从契约关于资产配置和要素增值分配的安排,企业则是这些要素使用权交易契约履行的结果。考虑到企业缔约产权主体的多样性,企业契约的基本结构表现为包含多种不同性质子契约的契约集。从财务角度考察,要素使用权交易契约缔结过程完成了企业融资交易,履行过程则落实了要素使用权交易契约中有关资产配置和要素增值分配的安排。在其履行过程中,明确企业剩余索取权和控制权的契约安排产生了企业控制主体,这在财务上是企业资金控制和运作主体的具体化,反映其意志的商业活动形成了企业内部的资产契约,即商业活动所显示的投资交易的具体结果,这实际上是投资过程。另一方面,要素投入者追求“合作盈余”或“组织租”最大化的缔约动机,使得要素增值的分配成为要素使用权交易契约履行的重要内容。要素增值分配对象限于要素使用权交易契约的缔约方,表现为财务收益分配,实质是企业财务责任的履行过程。可见,企业契约集中各子契约从缔结到履行都对应着企业完整的财务交易循环,反映着企业契约的财务属性;作为企业财务交

易活动依据的财务契约作为子契约(集)嵌套在企业契约当中。企业为实现特定的长远目标而制定的企业战略是具有前瞻性和关键性的要素使用权交易契约安排,因此,企业财务战略是一种为促成企业战略目标实现而缔结的战略性财务契约集合。

Coase 指出,契约期限越长,明确交易双方未来行为就越不可能^[4]。由于财务战略涉及未来较长时期内的财务交易活动及其相互协同,依据 Tirole 的研究,战略性财务契约在缔约时会受到三个方面的明显影响:首先,有限理性的缔约主体不能完全预见未来的或然状态,因而缔约时将无法对其做出具体约定;其次,即使缔约主体能够预见未来复杂的或然状态,但契约中详细约定每种或然状态在成本上不可行;最后,即使不存在上述两方面的制约,缔约主体在缔约时也很难准确地描述未来的或然状态以及该状态发生时缔约双方的权责,以避免未来的可能争议^[6]。因此,战略性财务契约不可能准确描述各种财务交易活动未来的所有可能状态,缔约时也就无法通过事先设计激励相容的契约规定或然状态下缔约方的权责,未来的或然状态只能通过事后的再谈判机制协调,这使得战略性财务契约具有明显的客观、内生不完备契约特征。此外,战略性财务契约也存在主观不完备性,Bernheim 和 Whinston 称此为契约的战略特性,即在完备契约无法达成时,缔约主体可能基于战略角度考量,根据实际情况选择最富效率的契约不完备程度,有意遗留一些可验证事件不作明确约定,或者选择富有弹性的替代性治理工具,来提高缔约和履约效率或提高依据事后状态进行再谈判的适应能力^[8]。

2. 战略性财务契约的可置信性与契约履行

根据上述对企业契约的财务属性和财务交易活动的契约属性的分析,企业财务战略的实现指向战略性财务契约缔结与履行的实际状态。由于企业经营风险和财务风险的存在,企业未来的盈余状况存在一定的不确定性,当某一时期的企业盈余变化导致缔约时预期的合作盈余不能保证时,缔约主体会意识到自身投入的要素资本的风险承担超出警戒水平,一旦他们以退出契约来保全资本,作为实现“合作盈余”的“企业契约网”就会瓦解,其他缔约方先前支付的各种缔约成本随之变为沉没成本。Grossman 和 Hart 认为,剩余索取权和控制权构成了企业所有权的内涵,有关所有权的安排决定了企业缔约主体事后再谈判的既得利益状态^[9]。因此,李心合认为,当企业经营在某个方面出现过度的风险暴露时,企业所有权通常会被配置给预期损失最大的缔约主体^{[10](P53-56)},财务契约也会向预期损失最大的缔约主体倾斜。这意味着,在契约不完备情形下,企业所有权依存状态决定了财务契约也具有动态的相机特征,不同的企业盈余状态对应企业不同的所有权配置模式,缔约主体的事后再谈判可能导致财务契约重心的调整。由于战略性财务契约的状态依存性与剩余索取权和控制权配置的逻辑一致,要素所有者参与缔约的基本动机在于企业契约结构产生了超越个人“单干”收益的“合作盈余”,通过缔约完成剩余索取权和控制权的初始配置状态。在不完备契约履行过程中,随着投入要素增值分配的变化,缔约主体的谈判力也随之发生变化,各缔约主体会围绕剩余索取权和控制权配置产生冲突,这既在主观上产生对企业控制权配置的新要求,也在客观上促使缔约主体之间围绕剩余索取权和控制权进行再谈判,使其产生新的调整,来实现不完备财务契约的履行。

因此,对财务战略的可实现性的探讨,等价于对最大置信水平下企业盈余分布状态与缔约主体财务目标一致性的探讨。财务战略的实现,要求在不同的依存状态下,追求“合作盈余”的缔约主体展开的再谈判不会改变战略性财务契约缔结时的主导性财务目标。这里涉及的重要问题是财务契约的“可置信性”,即缔约主体依据掌握的信息对合意的“合作盈余”可维持性所作出的判断。由于缔约意味着交易双方对未来行为(或结果)的显性或隐性约定或承诺,因而承诺“可置信”的契约安排更容易实现缔约,且在契约依存状态出现暂时异常时,再谈判会围绕初始的契约路径展开而不会出现根本性偏离,即实现财务战略的稳定性贯彻。契约承诺的“可置信”通常表现为两种形式:一是缔约主体具有持续履行承诺的动机从而而引起承诺自我执行,即动机可信;二是缔约主体在外力的强制下承诺被动执行,即强制可信。被动执行承诺的“可置信”水平依赖于契约约定描述的准确表达和契约条款有效执行的法律与制度环境,这使得严重依赖再谈判机制的不完备战略性财务契约承诺的强制可信大打折扣。而动机可信需要财务契约能通过恰当的方式,向缔约主体传递自动持续履约的动机信息,这种动

机信息能在缔约前起甄别作用,在缔约后起约束作用,提高承诺兑现效率。

三、专用性资产投资的信号作用

1. 作为可置信承诺信号的专用性资产投资

Williamson 指出,可置信承诺和不能撤回的专用性资产投资一同出现^[11]。要素所有者缔约的动机在于获取契约所产生的超越“单干”收益的“合作盈余”,而“合作盈余”正源自缔约主体投入的专用性资产。根据 Williamson 的分析,专用性投资针对特定契约关系作出,专用性资产价值依赖于特定的契约关系,专用性资产价值越高,对契约关系维持的依赖性就越强,专用性资产也因此在一定程度上锁定了契约关系^[11]。一旦专用性资产不能创造合意的“合作盈余”,契约瓦解将成为缔约主体的理性选择,专用性投资所依赖的契约关系的解体,导致可逆性很差的事前专用性投资会部分或全部转化为沉没成本。可见,专用性投资既可以通过对“合作盈余”施加积极影响来提升缔约主体的履约能力,也能促使缔约主体为避免承担专用性投资损失的机会成本而采取主动规避的行为。因此,专用性投资可以传递履约动机信息,其存在的可占用性承租对缔约主体行为产生约束,这种约束作用提高了承诺的可置信性,即高水平的专用性投资能同时反映其投入者对未来高收益的信心和较低的违约动机。可见,如何使要素所有者相信企业未来的履约承诺是可置信的,一个非常重要的措施便是,企业能否通过专用性投资有效地传递自身履约动机与履约能力的信息。

很显然,企业为实施财务战略而动员要素所有者参与缔约时,企业拥有关于企业未来发展以及企业战略可实现性的信息,而要素所有者并不知情。信息的这种非对称性直接降低了缔约效率,对企业财务战略的实施产生消极影响。为提高缔约效率,企业需要向要素所有者披露能影响其缔约决策信念的信息。考虑到要素所有者的缔约动机和专用性投资的作用,按照惠双民的分析,我们可以将专用性投资看成是可置信承诺的抵押品,专用性资产投入者因而形成自我实施的单边协议,产生持续交易的自我约束激励,主动约束自身的机会主义行为并通过自我施加违约的潜在成本,构成了契约持续参与的显示信号^[12]。结合上述的分析可以看出,企业专用性投资的成本会随着企业的整体效率而递减,而其严重依赖契约关系和低可逆性的特征,使得只有对未来有足够信心的高效率企业才可能在缔约前进行高水平的专用性资产投资,专用性资产投资的水平往往与企业的信心和效率呈正向关系。因此,专用性资产投资可以作为企业财务战略可实现性的信号。

2. 专用性投资的信号传递机制

假设市场上存在为实施企业财务战略有财务契约缔约需求的某个企业和作为缔约另一方的要素所有者,企业拥有其财务战略可实现性 θ 的私人信息,且在市场上,企业的专用性资产投资水平 I 可观察,投资市场的借贷利率为 r 。在缔约前,企业选择自己的专用性资产投资水平 I ,并实施可实现性为 θ 的战略性财务行为;且企业知道,不拥有 θ 信息的要素所有者依据 I 对 θ 作出推断;缔约前后,企业继续实施可实现性为 θ 的战略性财务行为,并维持专用性资产投资水平 I 的动态稳定。缔约后某一段时间,要素所有者拥有 θ 的实际信息并据此单方做出是否收回要素使用权的决定并采取相应行动,行动概率为 $\mu(\theta)$,且 $\mu'(\theta) < 0$ 。假设要素所有者采取收回要素使用权的行动,此后就不再二次参与缔约,否则要素所有者将继续持有合约;一旦要素所有者采取收回要素使用权的行动,企业将被迫宣布破产并变现专用性资产,取得变现价值 $(1-\rho) \cdot I$ 。其中 $0 < \rho \leq 1$, ρ 度量资产的专用性程度; $\rho \cdot \mu(\theta) \cdot I$ 是企业因资产专用性和要素所有者单方采取行动所产生的风险成本。进一步假设,对于要素所有者,对所缔结的战略性财务契约的评价 u 是 θ 的凹函数,即 $u'(\theta) > 0, u''(\theta) < 0$;对企业而言,其实施财务战略的成本 c 是 θ 的凸函数,即 $c'(\theta) > 0, c''(\theta) > 0$;市场给予 θ 的评价为 $\pi(\theta)$,这构成了要素所有者缔约的机会成本。因此,要素所有者决定采取单方行动前后,要素所有者和企业的总净剩余分别为:

$$\text{要素所有者: } [u(\hat{\theta}(I)) - \pi(\theta)] + (1 - \mu(\theta)) [u(\theta) - \pi(\theta)]$$

$$\text{企业: } [\pi(\theta) - c(\theta)] + (1 - \mu(\theta)) u(\theta) - \pi(\theta) - \rho \cdot \mu(\theta) \cdot I$$

在企业愿意介入市场的条件下,要素所有者实现其收益的最大化:

$$\max\{[u(\hat{\theta}(I))-\pi(\theta)]+(1-\mu(\theta))[u(\theta)-\pi(\theta)]\}$$

$$\text{s. t. } \{[\pi(\theta)-c(\theta)]+(1-\mu(\theta))u(\theta)-\pi(\theta)-\rho \cdot \mu(\theta) \cdot I\} \geq (1+r)^2 I - I$$

在约束条件左边加入非负松弛变量 $\epsilon(\theta)$ 后将不等号转化为等号,然后解出 $\pi(\theta)$ 并带入目标函数:

$$\max F(I, \theta) = u(\hat{\theta}(I)) \cdot (1-\mu(\theta)) \cdot u(\theta) - [1+(1-\mu(\theta))] \cdot c(\theta) - \epsilon(\theta) - 2r(1+r) \cdot I - \rho\mu(\theta) \cdot I$$

当斯宾塞-莫里斯条件满足,分离均衡成立时,即: $\frac{\partial^2 F}{\partial I \partial \theta} = \rho\mu' > 0$,说明企业财务战略可实现性 θ

越高,企业越不担心专用性资产投资的套牢,上述目标函数的一阶条件为:

$$\frac{\partial F}{\partial I} = u' \cdot \frac{\partial \hat{\theta}}{\partial I} - \rho\mu - 2r(1+r) = 0$$

这说明专用性资产投资中含有财务战略可实现性信息,而且在均衡条件下,要素所有者能够正确地由 I 对 θ 做出推断,即实现 $\hat{\theta}(I) = \theta$,故 $\frac{\partial \hat{\theta}}{\partial I} = \left(\frac{\partial I}{\partial \theta}\right)^{-1}$,将此带入一阶条件有: $\frac{\partial I}{\partial \theta} = \frac{u'}{\rho\mu + 2r + r^2}$,解该微

分方程有: $I(\theta) = \int \frac{u'}{\rho\mu + 2r + r^2} d\theta + c$, c 为常数,从中可以解出 $\theta(I) = I^{-1}(\theta)$ 。在均衡时,该方程的精炼

贝叶斯均衡解意味着,在信息不对称条件下,专用性资产投资越高的企业,其战略目标实现的可能性也越高。虽然企业在缔约动员时,其财务战略的可实现性 θ 是私人信息,但要素所有者可以根据企业的专用性资产投资水平,对 θ 的可实现情况做出推断。由于 θ 是可观测变量 I 的增函数,这说明了为什么规模越大的企业缔约能力越强;而且,只有达到一定规模的企业,才更容易调动外部战略性资源服务于企业战略实现,同时也只有对财务战略前景有足够信心的企业,才会在缔约前较大规模地进行专用性资产投资。同样地,在缔约前进行大规模专用性资产投资的企业,由于受到要素所有者采取单方行动收回要素使用权所产生的破产压力,在缔约后也缺乏不去尽力达成财务战略目标的激励。资产专用性程度越高(即 ρ 越大),上述关系越明确。

四、结论

企业财务战略是基于企业战略而对财务资源进行的优化配置。建立在古典和新古典经济学理论基础上的传统企业财务战略管理研究具有重要的理论和实践价值,但对企业内外部信息对称性、交易主体理性程度等问题的忽视,使其在企业制度研究方面存在明显不足。财务契约论的观点则弥补了这个缺陷。本文将财务战略视为企业为实现战略目标而与战略性要素所有者缔结的一种内生性不完备财务契约集,企业财务战略的实施受制于战略性财务契约缔结与履行的实际状态。考虑到财务战略涉及未来较长时期内的财务交易活动及相互协同,企业未来经营状况的不确定性迫使要素所有者在参与缔约时考虑契约承诺的“可置信性”,企业为了提高缔约效率,需要向要素所有者披露能影响其缔约决策信念的信息。缔约前的信息不对称使要素所有者需要借助一个信号来判断契约承诺的“可置信性”^[13]。本文分析认为,受制于再谈判结果的压力,企业不仅会主动避免自身的机会主义行为,同时也导致只有对财务战略前景有信心的企业,才有动机在缔约前安排较大规模地专用性资产投资,专用性资产投资越高的企业,其战略目标实现的可能性也越高,因而专用性资产投资可以作为企业财务战略可实现性的重要信号。当然,一方面,事前的专用性资产投资也可能引发缔约另一方事后的机会主义;另一方面,契约履行中要素价值变化会引致要素所有者再谈判力量发生变化,导致企业剩余索取权和控制权的争夺更加激烈^[14]。这些因素都使得事前的契约设计和事后的再谈判变得更加复杂。在契约不完备情况下,状态依存的特征使财务契约在依存状态出现暂时异常时,可能会因为事后再谈判导致契约重心调整;而事前的专用性资产投资规模大或资产专用性程度高的契约不仅能提高缔约效率,而且存在使再谈判不会根本性偏离初始的契约路径的内在机制,从而有助于保证财务战略贯彻的稳定性。

(下转第 109 页)