

从公司治理视角看企业负债的特征、性质和边界

冉光圭

一、负债契约的产权特征

根据詹森和麦克林的观点,现代公司所有权与经营权的分离在股东与经营者之间形成了委托代理关系,由于经营者与股东因效用函数不完全一致而产生利益冲突,由此带来一定的代理成本。为解决经营者的代理问题,就必须设立一套有效的激励约束机制来规范经营者行为,负债契约就是抑制经营者的道德风险行为进而降低股权代理成本的有效方式之一。威廉姆森指出:“与其把债权和股权看做融资手段还不如视为不同的治理结构。”可见,负债与公司治理间有着天然的内在联系。

负债不仅具有公司治理功能,还具有企业产权特性,只不过是一种“状态依存”的企业产权。事实上,股权证券与债权证券的区别并不在于其持有者对企业控制权的有无,而在于其持有者获得企业控制权的方式和状态不同。在企业持续经营状态下,企业具有永续的偿债能力时,债权人不能控制企业的财务经营甚至不能施加任何影响,债权人只能获得固定合同收益,没有企业控制权,但是当企业陷入财务困境丧失了偿债能力直至破产时,企业控制权将由股东转移至债权人,债权人就获得了企业控制权。从融资方式角度考察,如果企业以普通股融资,则股东拥有剩余控制权;如果企业发行没有投票权的优先股融资,则经营者拥有剩余控制权;如果企业以发行债券的方式融资,在能够按期偿还债务的前提下经营者拥有剩余控制权,否则控制权将由经营者转移给债权人。

二、负债契约的性质

负债首先是一种融资机制,作为结果,负债还具有公司治理功能。从公司治理的视角看,负债是一种有效的激励机制、约束机制、担保机制和筛选机制。

1. 负债激励机制。现代资本结构的激励理论强调的是负债契约与经营者行为之间的关系。詹森和麦克

林认为,在经营者不拥有企业100%股权的情况下,其拥有的股权比例越低,偷懒和谋求私利的欲望就越强。若经营者对企业的初始投资不变,增加举债融资的比例将增大经营者的股权比例,提高其工作努力程度、降低在职消费。现代公司治理理论研究进一步证实,股权的集中度与公司治理效率息息相关。股权集中度越高,越能激励大股东去监督经营者,而中小股东对参与公司治理则没有积极性,存在普遍的“搭便车”心理。因此,在其他条件不变时,提高负债融资比率将增加经营者的持股比例,激励经营者努力、勤勉地做出经营决策。即负债作为一种激励机制,能缓和股东与经营者之间的利益冲突,降低股权代理成本,提高企业经营的效率,增加企业产出。

2. 负债约束机制。负债契约对经营者是一种“硬约束”,借款企业不论其所有权结构、经营状态如何、处于生产经营的何种阶段都必须按照初始借款合同的规定履行偿债义务;而股权融资对经营者则是一种“软约束”,不仅没有到期日,也没有固定的股利负担,企业是否发放股利以及股利支付率的大小,一方面取决于其经营成果,另一方面取决于其股利政策的选择。詹森提出了自由现金流量假说。企业自由现金流量是指扣除税收、必要的资本性支出和营运资本增加后,能够支付给所有的清偿权者(债权人和股东)的现金流量。企业自由现金流量的决策权通常由经营者拥有。由于负债具有还本付息的硬约束,它能够降低企业的自由现金流量,从而能限制经营者的非生产性消费和过度投资行为,降低股权代理成本。

3. 负债担保机制。格罗斯曼和哈特将负债视为一种担保机制。他们认为,经营着的效用依赖于其经理职位,从而依赖于企业的生存。企业一旦破产,经营者将丧失其任职期间所享有的一切货币和非货币收益,也就是说经营者必须承担破产成本。破产对经营者约

束的有效性取决于企业负债比率的高低和破产机制的有效性,破产的可能性与企业负债比率呈正相关。因此,当企业通过举债融资时,经营者为了避免失去经理职位,会约束自己,优化企业经营和投融资决策,降低股权代理成本。

4. 负债筛选机制。现代资本结构的信号传递理论认为,经营者对企业的经营状况或者融资项目质量平均的要高于外部投资者,即存在信息不对称问题。在非对称信息的条件下,企业的融资方式或者负债比率起着传递信息和示意优劣的作用,不同的融资方式会传递企业真实价值和融资项目收益水平的不同信号:当企业主要采取负债融资方式或者负债比率较高时,表明企业融资项目收益水平或企业价值高;反之,则表明企业融资项目的收益水平或企业价值低。因为,负债契约是一种固定收益合同,如果融资项目收益水平高,企业投资回报率高于借入资金的资金成本率时,扣除固定合同支付的剩余收益就越多,企业为了减少剩余盈余被外部股东分享而采用负债融资方式。相反,如果融资项目预期收益水平低,企业为了分摊项目收益损失的风险,则采用股权融资方式。因此,在非对称信息的资本市场上,负债起着甄别、示意融资项目收益水平的筛选机制。

三、企业负债的边界

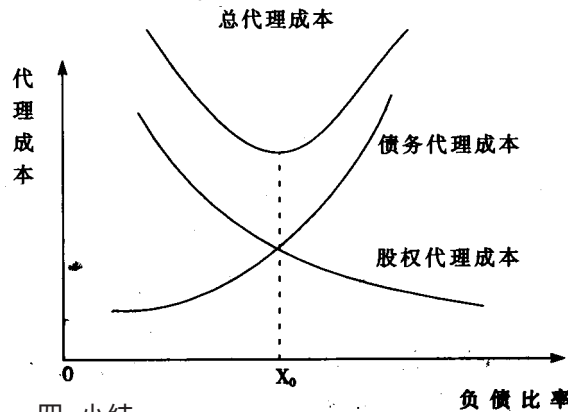
现代公司所有权与经营权的分离,产生了所有者与经营者之间的委托代理关系,在经营者不拥有企业全部股权的情况下,经营者的目标函数与股东的目标函数并不完全一致,经营者为了自身利益有动机作出损害股东利益的决策行为。经营者的道德风险行为至少表现在:(1) 工作努力程度不足;(2) 利用职务进行非生产消费;(3) 风险厌恶态度引致的投资不足行为;(4) 减少股利分配,增加自由现金流量;(5) 只注重其任期内业绩变化的短视行为。以上这些道德风险行为给股东带来的价值损失称为股权代理成本。

一方面,如前所述,企业负债降低了股权代理成本,缓和了股东与经营者之间的利益冲突;另一方面,负债又产生了另一层次的委托代理关系,即债权人与股东之间的隐性契约关系。在这一契约关系中,债权人是委托人,股东成了代理人。非对称信息、不完全契约以及债权人的有限理性也会导致负债隐形契约中股东的道德风险行为。这些道德风险行为包括:(1)

资产替代行为。即改变借贷资金投向的逆向选择行为。(2) 改变借贷资金用途(如发放股利)的非生产性行为。(3) 未经债权人同意增发新债券甚至举借有优先求偿权的债务证券,使原债权价值下降等。以上这些道德风险行为无疑会给债权人带来价值损失,增加负债融资的代理成本,称为债务代理成本。

由此可见,企业负债一方面降低了股权代理成本,同时又增加了债务代理成本。客观上,企业负债存在一个合理的边界,即最优负债比率。那么,企业负债的边界究竟在哪里呢?

如图1所示,负债比率与股权代理成本负相关,而与债务代理成本正相关。负债比率越高,股权代理成本越低,债务代理成本越高;反之,负债比率越低,股权代理成本越高,债务代理成本越低。因此,企业负债的边界就是权衡股权代理成本与债务代理成本,使总代理成本(股权代理成本与债务代理成本之和)最小,即边际股权代理成本等于边际债务代理成本时的负债比率(如右图中股权代理成本曲线与债务代理成本曲线相交的 X_0 点)。



四、小结

企业负债不仅仅是一种融资方式,还具有公司治理功能。从公司治理视角看,负债是一种有效的激励机制、约束机制、担保机制和筛选机制,它能缓和股东与经营者之间的利益冲突,降低股权代理成本。与此同时,负债也会产生债务代理成本。前者与负债比率呈负相关,后者与负债比率呈正相关。企业负债的边界就是使边际股权代理成本等于边际债务代理成本时的负债比率。另外,负债还具有产权特征,只不过是一种“状态依存”的企业产权,在企业非续营状态下,企业控制权将由经营者转移至债权人,从而实现债权人治理。

(作者单位:贵州大学经济学院)