

公司治理下的债权治理初探

冉光圭

一、概念框架

1. 公司治理。关于公司治理的定义,国内外学者从公司治理的具体形式、制度功能、理论基础、基本问题、潜在冲突等不同的研究视角,形成了不同的公司治理定义。科克伦和沃特克指出,公司治理问题包括高级管理阶层、股东、董事会和公司其他利害相关者的相互作用中产生的具体问题。构成公司治理的核心是:(1)谁从公司决策和高级管理阶层的行动中受益;(2)谁应该从公司决策和高级管理阶层的行动中受益。当在“谁受益”和“谁应该收益”之间存在不一致时,公司的治理问题就会出现。哈特则认为,在合约不完备的情况下,治理结构是一个决策机制,而这些决策在初始合约下没有明确地设定,更确切地说,治理结构分配公司非人力资本的剩余控制,即资产使用权如果没有在初始合约中详细设定的话,治理结构决定其将如何使用。吴敬琏(1994)指出,所谓公司治理是指由所有者、董事会和高级经理人员三者组成的一系列的制衡关系。钱颖一(1995)认为,公司治理是处理股东、贷款人、管理人员、职工等不同利益相关者之间的关系,以实现经济目标的一整套制度安排。

不论公司治理的定义如何,其核心内容都应包括以下几个方面:(1)公司治理的根本动因是企业所有权与经营权的分离;(2)公司治理的理论基础是委托代理企业理论;(3)公司治理的制度功能旨在解决由于所有权与经营权分离所产生的委托代理问题,从而最大化企业价值;(4)公司治理的本质就是规定企业参加者(要素所有者)相互之间的关系,即各要素所有者在公司治理结构中的地位和权限;(5)公司治理的模式主要有内部治理和外部治理。前者是股东以其拥有的投票权而进行的控制,股东大会的投票表决以及由股东大会选出的董事会对经营者的直接监督是内部治理的重要手段;后者则主要通过资本市场的敌意接管和股东的“用脚投票”机制实现对经营者行为的间接约束。

2. 债权治理。债权治理是与股权治理相对应的概念,是指企业债权人作为公司治理主体之一对企业实施的治理。传统公司治理理论只强调股权治理,认为现代公司所有权与经营权的分离,在委托人(股东)与代理人(经营者)之间产生了委托代理关系,在企业经营者不拥有企业全部股权的情况下,股东与经营者的目标函数并不完全一致,经营者有动机作出有损股东利益的决策行为,从而产生股权代理成本。为了规范和

约束经营者的行为,股权治理油然而生。事实上,负债融资契约在债权人和股东间也产生了委托代理关系,在这一隐性契约关系中,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为股东的道德风险行为提供了可能条件。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(如发放现金股利)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,使原债权价值稀薄化等。这些道德风险行为给债权人带来的价值损失,称为债务代理成本。为了降低债务代理成本,维护债权人的切身利益,他们理应作为治理主体之一参与公司治理,这就是债权治理产生的理论根源。

二、企业负债融资契约的治理效应

威廉姆森指出:“与其把债权和股权看作融资手段还不如视为不同的治理结构”。从公司治理的视角看,负债不仅是一种融资方式,而且是一种有效的激励机制和约束机制,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。

1. 负债激励机制。杰森和麦克林认为,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。实证研究表明,股权的集中度与公司治理效率息息相关。股权集中度越高,大股东越严密监督经营者,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,提高企业经营效率,增加企业产出。

2. 负债约束机制。负债契约对企业经营者是一种“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”。杰森(1986)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。格斯曼和哈特 1982)将负债视为一种担保机制。他们认为,经营者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,经营者会约束自己,以避免失去经理职位。即负债作为一种约束机制,能促使经营者优化经营和投融资决策,最大化企业价值,从而降低股权代理成本。

上述分析是把负债作为一个整体来看待的,是对负债治理效应的平均抽象。而在负债内部,不同种类、期限、优先权的负债,其公司治理效率是有差异的。

(1) 负债种类结构与公司治理。银行借款与公司债券对经营者的约束程度存在着差异。银行与企业之间由于重复交易而且交易金额较大,在企业陷入财务困境时,银行有可能出于银企关系的考虑,与经营者之间的债务重组协议较易达成,从而使负债约束“软化”。公司债券则不同,债券持有人比较分散,经理人与债券持有人之间关于延期支付的任何协商几乎无法达成。换言之,公司债券对经营者的约束力比银行借款更强,公司治理效率更高。

(2) 负债期限结构与公司治理。流动负债期限短,而且往往不能展期,如果企业举借短期债务融资,会面临较强的流动性压力,为避免破产,企业一般不会用短期资金投资于高风险项目,短期债务对企业投资产生了较大的约束。如果企业债务中短期债务占较大比重,企业资产替代行为受到天然抑制,债务代理成本因而得到相应控制。长期负债则不同,在约定的到期日前,经营者几乎不会面临压力,债权人在借款合同中预先设立保护性条款,但事后监督往往流于形式。也就是说,相对于长期债务而言,短期债务对经营者的约束力更强,公司治理效率更高。

(3) 债务优先结构与公司治理。债权人根据其权益得到保护的先后次序不同分为优先级债权人和次级债权人,相应的债务分别称为优先级债务和次级债务。优先级债权人由于其求偿权位于次级债权人之前,他有强烈的动机去监督经营者。相反,次级债权人几乎没有监督的动力,因为监督收益首先用于保障优先级债权人的权益,满足优先级债权人索取权以后的剩余收益则由监督企业的次级债权人与同一级别的其他债权人共同分享,如果优先级债权人的权益大于企业的清算价值,那么实施监督的次级债权人在企业清算中得不到任何收益。也就是说,相对于次级债权人而言,优先级债权人对经营者的监督更有效,公司治理效率更高。

三、债权治理的方式及我国实施债权治理的途径和条件

1. 债权治理的方式。与股权治理不同,债权治理主要通过下列方式对企业经营者实施控制和约束。

(1) 合同治理。即通过借款合约的订立,在借款合约中规定若干保护性条款,如借贷资金的用途限制、对支付现金股利和再购入股权的限制、对资本支出规模的限制、对公司高管人员薪金的限制等,并严格监督合同条款的执行来实施对经理人员的约束。

(2) 流动性治理。即债权人通过监控企业流动资产(尤其是现金)保有量以及流动比率、速动比率等指标以保持企业足够的偿债能力,从而对经营者实施控制。

(3) 控制权治理。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。债权是一种“状态依存”的企业产权。企业负债契约中所规定的债务人对债权人的偿还额不仅仅只代表着债权人对企业现金收益流量的要求权,还包含着在约定的偿还额无法支付时,企业控制权由债务人向债权人的转移。债权人作为公司治理主体之一,通过监督和约束股东以及经营者的经营行为,维护自身权益、降低债务代理成本,并在企业无法偿还债权人的债务时实施对企业的控制。

2. 我国实施债权治理的途径和条件

第一,建立有效的企业破产机制。完善有效的债务履行机制是负债融资契约实现治理效应的基础,而建立债务履行机制的关键又在于建立有效的公司破产机制。健全有效的公司破产机制,一方面能切实保护债权人利益;另一方面在企业丧失永续偿债能力时实现企业控制权的转移,从而实现债权人治理。

第二,推进国有商业银行的公司化改革,并适时放宽银行对工商企业的持股限制。银行积极参与公司治理,是改善和提高我国公司治理效率的有效途径之一。我国应积极推进国有银行制度的创新与金融制度的变革,把银行塑造成为追求利润最大化的产权主体和市场主体,不断把对债务人企业的负债约束由软约束变为硬约束。

第三,加快公司债券市场的发展。我国股票市场发展迅速,而公司债券市场发展缓慢。公司债券市场发展滞后,不仅阻碍了企业融资的多元化选择,不利于改善企业融资结构和中国资本市场结构,也不利于公司治理结构的改善和治理效率的提高。

第四,优化企业负债结构,创新负债融资工具。如前所述,不仅不同种类的负债,而且不同期限、不同优先结构的负债,具有不同的公司治理效率。为了实现债权治理,改善公司治理的效率,应积极引导和鼓励企业进行负债融资工具的创新,优化企业负债的种类结构、期限结构、优先结构等。

(作者单位:贵州大学管理学院)