

# 论国有企业改革中的债务契约重构

曾浩 袁天荣(博士生导师)

(中南民族大学管理学院 武汉 430074 中南财经政法大学会计学院 武汉 430073)

**【摘要】** 本文基于债务契约治理机制虽有可能弥补股权契约治理机制运行的缺陷,但其治理效应的发挥却依赖于明晰的产权制度的认识,阐述了我国国有企业模糊的产权制度是债务契约治理机制失效的制度性根源。因此,国有企业改革中的债务契约重构也需要从产权制度方面寻求突破。

**【关键词】** 国有企业改革 债务契约 股权契约 产权制度

1998年后,我国国有企业改革进入攻坚阶段。众所周知,改革前国有企业的经营困境很大程度上源于其极高的资产负债率。根据《中国统计年鉴》的数据,1995~1998年,我国国有工业企业的账面平均资产负债率依次为65.8%、65.1%、65.4%和65.5%。另根据国家统计局对14 923家国有大中型工业企业的调查,1997年底其账面平均资产负债率为65%,有6 054家企业的资产负债率高于80%,占40.6%。

债务契约不是一种简单的融资方式,也具有一定的公司治理功能,但我国国有企业的高负债率显然已成为国有企业一项沉重的负担,不仅不能发挥债务契约应有的治理效应,反而制约了国有企业经营机制的完善和经营效率的提高。我国国有企业及经济体制改革和现代企业制度变革有着紧密的联系,而债务契约对于构建“产权清晰、权责明确、制度规范、管理科学”的企业治理结构体系具有十分重要的作用。在国有企业基本建立现代企业制度并继续深化产权制度改革的大背景下,分析债务契约的公司治理效应,解剖国有企业债务契约治理机制存在的问题,研究国有企业的债务契约重构路径,对推进我国国有企业改革具有现实意义。

## 一、债务契约治理机制的理论依据

现代企业财务理论表明:由于信息不对称、契约不完全等市场不完全性的存在,企业不同利益相关主体之间的利益冲突会产生各种代理成本,企业的融资方式会影响企业各利益主体的行为和企业发生破产的概率及企业的经营绩效。因此,企业融资方式的选择本质上就是公司治理机制的选择,不同的企业融资契约蕴含着不同的公司治理机制特征。债务契约和股权契约是企业两种最基本的契约形式,分别代表了两种不同的治理机制。股权契约在制度设计上存在一定的制度优势,因此公司制企业组建形式倾向于以股权契约作为公司的基础契约。但是股权契约存在自身无法避免的委托代理问题,依照矛盾论的观点,委托代理问题是股权契约的内在矛盾,股份制企业的发展史实际上是股权契约内在矛盾的演化史,不管股权契约如何自我改进和完善,委托代理问题作为现代企业“两权分离”制度安排的产物,是股权契约本身无法避免的。

缓解股权契约内在的委托代理矛盾,需要借助外在手段,即利用债务契约的治理效应,修正股权契约治理机制。

1. 债务契约的治理效应。债务契约的治理效应可以从代理成本、破产成本、信息不对称等角度进行考察。

首先,债务融资对解决公司所有权与经营权分离引起的代理成本问题可以起到一定的激励与约束功能,发挥相应的债务控制权治理作用。“激励理论”和“控制权理论”解释了企业债务融资的控制权治理机制。根据“激励理论”,企业债务融资主要通过影响经营者的工作努力水平和其他行为选择发挥激励作用;根据“控制权理论”,企业债务融资主要通过对公司控制权的分配来发挥治理作用。债务融资还可以约束企业动用自由现金流量进行过度投资的行为。

其次,过度的负债会引发企业破产,而企业一旦破产,这对企业经理会带来巨大的压力,即破产可能会使企业经理的声誉受到损害,甚至企业经理不能再对公司具有控制权。可见,债务的增加会使破产的可能性变大,因此这会激励企业经理努力工作,并减少偷懒和在职消费等问题。

最后,随着不对称信息理论体系的建立,有关债务融资治理效应的研究得到了进一步发展。Ross(1977)在其建立的“信号—激励”模型中进行了管理者的行为偏好分析。管理者选择企业的杠杆率从而确定企业的融资结构,外部投资者将企业的杠杆率高低当做企业质量好坏的信号,通过观察企业传递的信号后再评价企业的价值。罗斯通过实证分析得出企业的市场价值与企业的杠杆率正相关的结论。Leland和Pyle(1977)认为企业提高杠杆率会使管理者的股权比重相对上升。拥有高质量项目的管理者可通过提高杠杆率的方式向外部投资者传递其投资项目是优良项目的信号。他们的研究也表明,杠杆率与企业的市场价值呈正相关关系。

2. 债务契约治理效应的基础。根据Williamson(1988)研究的结论:债务契约的治理效应是对股权契约治理机制失灵的有效补充。经典融资理论也证明了债务融资相对于股权融资具有一定的制度优势。但是债务契约治理效应的发挥却在一定程度上依赖于契约环境的有效性以及债务契约制度设计

与履约机制。债务融资对公司治理结构具有影响的隐含前提是:产权关系清晰、债务履约机制和经理股权激励制度健全。

首先,债务契约的实际履行及其治理效应的有效发挥依赖于明晰的产权关系。任何契约关系都是契约权利和契约义务在契约主体之间的配置关系,债务契约中的债权人维护其产权权利的动机和行为决定了债务人的契约义务履行效率以及债务契约的实际约束力。产权关系清晰,则债务契约的权利义务关系明确,债权人才具有动机维护其契约权利,债务契约才能对企业产生刚性约束的治理效应。

其次,债务融资契约治理效率建立在健全的债务履行机制之上,如果没有健全的债务履行机制,债务融资契约的治理效率不但不可能发挥出来,而且会变成经济中的消极因素。履行机制分为自我履行机制和强制履行机制。债务的自我履行机制是指在不需外部力量参与的情况下,债务人自动按事先达成的协议履行其偿债义务,债务的自我履行机制主要通过声誉机制来维系。债务的强制履行机制主要表现为债务人发生偿债危机时为了保护债权人的利益而执行的破产机制。债务的自我履行机制与强制履行机制并不相互排斥,运行良好的自我履行机制可以大大减少债务契约对强制履行机制的依赖。而如果没有强制履行机制威慑力量的存在,则缔约当事人也没有更大的积极性自动履行债务契约,两者相互补充、相互支撑,共同构成债务契约治理效率有效实现的基础。

最后,从激励机制设计角度考虑,解决股权契约委托代理问题的核心是使激励与监督保持平衡。债务契约是对管理层进行监督的一种手段,但因为管理层处于股权契约代理人地位,可以对债务契约的签订施加重要影响,因此需要对管理层进行激励,以实现债务契约约束管理层行为、降低代理成本的目标。在实践中,这种激励机制主要通过授予管理层股票期权的形式来实施。从一些企业在这方面取得的成功经验来看,股票期权使得管理层在承受债务契约义务的时候可以分享债务的财务杠杆收益,管理层通过股权激励可以实现债务契约权利和义务的平衡,从而使债务契约得以签订和履行。

## 二、国有企业债务契约的治理机制失效原因

我国国有企业改革中非常关键的一个举措是在国有大中型企业内实施“债转股”,试图扭转国有企业普遍存在的经营效率低和经济效益差的局面。国有企业“债转股”改革政策的内在逻辑是将国有企业经营困境的原因归结于企业债务负担过重,而寄希望于降低企业债务水平,从而提高企业的经济效益。这种逻辑实际上忽视了债务契约的治理效应以及其对股权契约治理机制的有效补充和修正的功能。如果从另一个角度来分析“债转股”政策,则说明我国国有企业债务契约的治理机制尚没有发挥应有的治理效应。沈艺峰、沈洪涛、张俊生(2006),李胜楠、牛建波(2004),王满四(2005),于东智(2003),林朝南、刘星、郝颖(2007)研究发现,我国上市公司负债融资的控制权治理效应极为微弱,而且其作用方向也是负面的,不仅没有起到提高公司绩效的作用,反而不利于公司绩效的提高。这与西方融资结构理论所证明的负债能通过对股权结构的优化提高公司绩效的结论完全相反。

在各国公司治理实践中,债务水平并非是决定公司治理效率的决定性因素,例如,日本企业的资产负债率普遍比较高,但这并不影响其与相对低资产负债率的英美企业竞争。所以,国有企业的经营困境并非源于债务的数量,而很可能要归咎于其所处的产权环境与债务契约的制度设计。

债务契约治理效应的有效发挥依赖于产权环境。即使在相同的法律体制下,由于债权人所处的产权环境不同,其权益得到保护的度也不尽相同。我国公有制的经济基础决定了全民所有的产权制度,在目前理论研究和实践探索无法取得突破的背景下,我国国有企业的产权关系是模糊的。国有企业的大股东和主要债权人在本质上统一于非人格化的“国家”。国家的权力外化于政府,政府如果不能很好地将“公共管理者”和“产权代理人”的身份进行明确区分,那么,国有企业内部的产权关系不可能得到明晰的界定。实际上,在我国上市公司债务融资过程中,政府干预成为司法体系的替代机制,获得较多长期借款的企业通常具有较多的“政府关系”,因而银行会减少对其实施债务约束。同时,我国国有企业产权代表的政府的声誉机制会使银行对国有企业的债务约束减弱。

债务契约治理机制的核心在于其能通过刚性的契约条款对管理层施加压力,从而影响其决策行为,可在一定程度上缓解股权契约的委托代理问题,但其前提条件是债务契约的刚性约束必须是有效的。债务契约对管理层施加的最有力的刚性约束是依照法律规定建立的履约机制,以及对违约的惩罚机制。在现实的国有企业债务契约中,企业对债务契约的自我履约意识并不强烈。这一方面源于国有企业和国有银行之间的“国有”特殊关系,导致企业的履约意识不强;另一方面也因为国有银行的产权模糊,维护契约权利的动机也不强。张维迎(1999)认为,基于国有银行与国有企业间关系的特殊性,以及政府对国有银行的干预,国有银行负债对国有企业经理行为的约束往往无效,债权人难以通过破产和正常的重组程序来保护自己的权益。因此,国有企业债务契约的强制履约机制效力较弱,难以保证债务契约治理效应的发挥。

我国国有企业的管理层股权激励不足也是国有企业债务契约治理机制失效的重要原因。据统计,截至2005年年底,我国仅有174家上市公司对经理人员进行股权激励,占上市公司总数的12.5%,并且很大一部分是由于国有企业为配合股权分置改革而推出的。而在美国,从对2004年年报披露的CEO薪酬的统计来看,71%的公司采用了股票期权,38%的公司采用了限制性股票。所以相对于美国,我国拥有股份的经理人员较少,并且尽管有些高层管理人员拥有股份,但比例很低。在这种情况下,负债水平的变化难以对经理人员的持股比例造成影响,不足以调节股权激励。而以资源控制收益为主的经理人员反过来又会无限制地借款,扩大公司规模。

综合而言,我国国有企业的债务契约因为体制束缚和产权观念淡薄,无法有效发挥其对股权契约的完善和修补功能,总体呈现出治理机制失效的状态。而不管是管理层股权激励不足,还是债务契约刚性约束机制失效,其根源还在于我国国有企业的产权缺陷,这导致了债务契约中权利和义务的配置

失衡。我国国有企业改革中的“债转股”政策在一定程度上可以作为债务契约对国有企业本质上的软约束的一个注脚。国有企业债务契约的软约束加上信用评价与惩罚制度不健全,也使得债务契约的治理效应在国有企业基本丧失。

### 三、国有企业债务契约的重构路径选择

我国国有企业改革有着浓重的经济体制改革的色彩,经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制。市场经济是制度引导的经济,是法制经济。在市场经济制度体系内,企业产权制度是一种核心制度。国有企业改革最关键的攻坚也在于产权制度改革,国有企业的债务契约作为一种产权契约,必然需要在产权改革中寻找重构的路径。

我国国有银行对国有企业的债权本质上体现为国家对国有银行的股权,所以国有企业债务契约的问题仍归因于国家拥有的国有企业股权和国有银行的股权之间的问题。国有银行也属于国有企业的范畴,因此问题归结于国有企业的股权问题。债务契约在一定程度上可以缓解股权契约治理机制失灵的问题,而国有企业的债务契约问题却依赖于股权契约来解决。可见,在现有的制度框架下,国有企业债务契约无法解决股权契约的问题,也无法解决自身治理机制存在的问题。因此,国有企业债务契约重构需从股权契约层面寻求突破,更进一步需要在国有企业产权改革层面寻求突破。

我们在国有企业改革实践中,对产权的认识还存在一定的误区。产权的本质是财产权,当股份制企业制度建立后,股权成为产权的一种实现形式,但并不是唯一的形式。我国国有企业改革在特殊的时代背景下,选择了国有股权作为国有产权的实现形式,很大程度是确保公有制经济主体地位的需要。但在实际运行中,国有股权的“产权模糊”不仅导致了国有企业的经营效率低下,也导致了国有企业债务契约的治理机制失效。因此,国有企业债务契约的重构,首先需要完善国有企业产权制度。现阶段完善国有产权的可选路径是国有股权向国有债权或国有优先股权转化。国有股权产权不清晰的一个重要原因是第三方的不可验证性,因为国有股权对应的是不可测算的剩余控制权和剩余收益权。而国有债权和国有优先股权的权利可以为第三方清晰地观察和界定,并且产权实现形式变更并不影响产权“国有”的性质。国家由股东向“债权人”和“准债权人”转换,可以明确地行使债权人的职能,发挥债务契约的刚性约束功能和相应的治理功能,这有利于改善国有企业的治理机制,最终实现国有产权的保值增值。

当然,国有企业债务契约的刚性约束机制最终能在治理层面产生深刻影响,发挥重要作用,除了产权制度改革,还需要在信用评价与惩罚制度、企业破产制度、管理层股权激励制度层面实行相应的配套改革。而完善信用监管制度和失信惩戒制度,对于确保债务契约偿债机制的实现尤为重要。因此应抓紧建立行业信用管理制度,推动形成企业信用信息申报机制,并切实形成市场性惩戒机制,根据企业信用记录的好坏,在债务契约的签约过程中给予不同待遇,对信用好的企业给予优惠、便利;对信用记录不好的企业给予严格限制。

此外,在国有企业治理机制层面,可以给予债权人(国有

银行)“相机控制权”。虽然相机控制权的转移对债权人来说是一种被动反应,但它的存在有充分的理由和重要作用。从本意上讲,以银行贷款为基础的“相机控制权”机制使银行能在企业经营正常时不加干预,而在经营不佳时将控制权自动转向银行。这种机制为管理者在正常经营时提供了激励,并有利于银行在债务企业状态欠佳时实行重组。这种制度最重要的价值在于它为银行监督提供了动力。这是因为企业如果经营不佳甚至破产倒闭,第一受损的将是银行自己。银行为了确保贷款的安全性,自然要利用其自身的信息资源和参与决策的权力对企业进行事前、事中、事后的监督,以便保护贷款资金的安全性、流动性和收益性。只有通过法律确立债权人的“相机控制权”,才能保障债权人在公司存亡的关键时刻能有效地行使资产控制权并进行资产整合,保护其正当权益。

### 四、结语

债务契约可以在一定程度上弥补股权契约治理机制的不足,缓解股权契约的委托代理问题,但债务契约治理机制的良好运行和治理效应的有效发挥却依赖于明晰的产权制度。国有企业模糊的产权制度不仅导致了国有企业股权契约本身的问题,也导致了债务契约治理机制的失效,因此,国有企业改革中债务契约重构的路径需要从国有企业股权契约以及产权改革中寻求突破。在完善国有企业产权制度以及产权实现形式的基础上,辅以相应的配套制度——信用制度、破产制度、激励制度的完善,这样才能真正发挥债务契约的治理效应,实现国有企业经营效率和经济效益的提高。

**【注】** 本文系教育部人文社科基金(青年)研究项目“中小企业股权融资与股权再融资研究”(项目编号:09YJC-630231)和中南民族大学社会科学基金(青年)项目“国企改革中的财务契约重构研究”的阶段性研究成果。

### 主要参考文献

1. 国务院国有资产监督管理委员会研究室.探索与研究——国有资产监管和国有企业改革研究报告.北京:中国经济出版社,2009
2. 王煦逸,龚慧,林阳春.从债务融资角度看我国国有企业治理结构及其改善.同济大学学报(社会科学版),2006;5
3. 陈旭东,杨兴全.试论债务融资契约的治理效应及其实现的条件.新疆农垦经济,2007;1
4. 沈艺峰,沈洪涛,张俊生.中国上市公司的负债是否发挥控制作用.证券市场导报,2006;2
5. 李胜楠,牛建波.负债融资、公司治理与企业价值最大化.山西财经大学学报,2004;5
6. 王满四.上市公司负债融资的公司治理效应分析——考虑环境因素.证券市场导报,2005;5
7. 于东智.资本结构,债权治理与公司绩效:一项经验分析.中国工业经济,2003;1
8. 林朝南,刘星,郝颖.上市公司债务融资治理效应的实证检验.统计与决策,2007;9
9. 张维迎.企业理论与中国改革.北京:北京大学出版社,1999