

企业集团内部资本市场融资契约 的财务治理效应分析

杨鲁海洋

(中国人民大学商学院 北京 100872)

【摘要】 本文对内部资本市场存在的代理问题进行了总结,并将内部资本市场的本质定性为一组财务资本使用权交易契约。在此基础上区别不同的组织载体(产生内部资本市场的组织形式),对内部资本市场融资契约的治理效应进行分析。

【关键词】 内部资本市场 融资契约 财务治理

在对内部资本市场的研究中最受关注的问题是内部资本市场是否比外部资本市场更有效率,是否会增加企业的价值。在现有的内部资本市场无效论的观点中,一般认为内部资本市场低效率甚至无效率主要与其内部复杂的代理关系有关。本文对内部资本市场代理问题的相关研究进行了总结梳理,在此基础上分析了存在于不同组织结构企业集团内部的内部资本市场所采用的融资契约的治理效应,并进一步从理论上提出了一些解决代理问题的原则性方法。

一、内部资本市场的双重代理关系和代理问题

在研究内部资本市场的代理关系时,一般采用一个简化的双层代理分析框架。一方面,外部资本市场的投资者委托总部(或 CEO)对企业各部门、各投资项目实施资本配置,并进行监督,这构成了第一层代理关系;另一方面,总部通过内部资本市场将资金分配给各个部门经理,委托他们进行具体投资和项目实施,并对其行为进行监督,这便构成了总部与各层部门经理之间的第二层代理关系。在双重代理关系下,代理问

经费核算与管理效率。

四、结语

当前,科研经费在高校经费体系中占据越来越重要的地位,科研实力及科研经费规模的大小,对于高校的发展与地位的提升,具有举足轻重的影响。尤其是理工类、综合类高校,每年动辄数千万元乃至数亿元的科研经费规模,不仅让高校自身承压,同时由于科研项目的日益复杂化、巨制性、高度集成性等,以及涉及生产要素的方方面面及占据较大的社会经济总量的特征,寻找合适的途径与方法来提高高校科研经费管理效率及其可靠性,将直接关系到高校资金的使用质量和高校社会责任的履行。

此外,从制度改革环境看,本文所提论点也具有相应基础。一方面,自 2000 年以来,我国围绕公共财政体制建设逐步推行了部门预算、国库集中收付及政府采购、收支两条线、政府收支分类等改革,但包括高校会计在内的政府会计改革却相对滞后,不适应现实发展的要求;另一方面,我国会计改革

题变得更加复杂。通过对已有文献的总结,本文从以下四个方面来分析内部资本市场不同参与主体之间的代理冲突。

1. 总部管理者与外部股东之间的代理冲突。总部管理者本身不是最终投资者,不能完全代表股东利益,而是一个有其私人利益的准剩余控制权所有者,其与外部股东之间也是一种充满利益冲突的代理关系。外部股东作为企业的所有者,追求的是企业价值(或股东财富)最大化,而总部管理者除了追求货币收益,也追求非货币收益(即控制权收益)。因二者的目标函数不同,总部管理者在追求自身利益最大化时,可能会损害外部股东的利益。主要表现在:一是过度投资。Jensen(1986)认为,当企业拥有较多的闲余现金流量时,企业的经营管理者就会产生将这部分现金用于扩大企业规模以获取更多非货币性收益的动机,而不愿将多余现金通过股利的形式支付给股东。自由现金流理论意味着,拥有大量自由现金流量的企业倾向于进行低效率或降低价值的投资活动。Stulz(1990)认为现金流量充裕的企业容易在差的投资项目上进行过度投资。二

在 2006 年企业会计准则(也是权责发生制的完善)、2008 年《企业内部控制基本规范》、2009 年以“加快推进事业单位会计改革,以为我国政府会计改革全面推进积累实践经验”为背景的《高等学校会计制度》(征求意见稿)先后推出后,后续改革方向的合理推测便是,以高校为代表的具备事业经营性和权责发生制核算基础的预算会计改革将进入实质性发展阶段,而在制度最终确认的期待中,高校科研经费管理与核算在权责发生制下的运行机理与方式,无疑是较为典型的、值得探索的领域。

主要参考文献

1. 全国会计专业技术资格考试领导小组办公室. 高级会计师实务科目考试大纲. 北京:经济科学出版社,2010
2. 戚艳霞. 高校会计制度(征求意见稿)的特点分析. 财会月刊,2009;12
3. 孙义. 高校科研经费管理存在的问题及对策探讨. 财务与金融,2009;1

是投资不足。这里的投资不足是指对于高风险项目的投资不足,与第一点并不矛盾。由于外部股东可以在资本市场上通过投资组合规避一定的风险,而总部管理者的专用性人力资本大量投入企业造成个人财富的非分散化,因而与外部股东相比,他们更加厌恶风险。总部管理者这种厌恶风险的态度可能造成他们在投资项目的选择上忽视对资本成本的考虑,更加偏爱低风险项目,而回避对高收益、高风险项目的投资。三是设租行为。由于总部管理者拥有企业的经营决策权而不拥有(或不完全拥有)企业的剩余索取权,为谋取私人利益,总部管理者可能会与成员企业经理私下交易,收取“资本配置”租金,扭曲资本预算。这一行为可能导致的后果是:①不具有发展前景的部门可能继续存续;②资源没有被分配到效率最高的部门,对好的投资项目投资不足,而对于差的投资项目却投资过度。四是在职消费。理性的管理者可能会通过在职消费来获取控制权收益,从而自己完全享有在职消费带来的效用,而成本的大部分则由外部股东承担。

2. 总部管理者与部门经理之间的代理冲突。这种代理冲突主要表现在两个方面:一是对部门激励机制的削弱。Brusco和Panunzi(2000)研究了部门的激励问题,他们将Stein(1995)的“总部挑选胜者”模型拓展到多期后指出,挑选胜者活动剥夺了各级部门对本部门自产现金流的控制权,而部门经理的私人收益与其所掌控的资金正相关。尽管组织内的资源优化配置可能会增加公司的整体收益,但这会影响调出资源部门经理增效的动力,最终可能影响公司价值的提升。二是部门经理的寻租活动增加。寻租是一种非生产性的寻利活动,它会给企业整体造成一定的经济损失。部门经理为了能为本部门争取更多的预算资本,可能会把资源浪费在寻租活动上。

3. 企业集团总部与被其控制的成员企业的外部中小股东之间的代理冲突。这种代理冲突主要表现在集团内部成员企业的最终控股股东即集团总部可能通过行使控制权而占有本应由其他集团外投资者享有的价值,Johnson(2000)将之称为隧道行为。这种行为一般存在于H型控股结构之中,特别是拥有上市公司的企业集团利用上市公司进行隧道行为的问题尤为突出。张荐华、李鲜(2008)指出,就上市公司而言,控股股东的隧道行为主要有两类:一类是控股股东通过集团内部交易从上市公司转移资产或通过上市公司转嫁风险,包括以有利于大股东的价格进行资产买卖、占用上市公司资金、向经理人员支付过高薪酬、由上市公司提供贷款担保、侵占公司发展机会等;另一类是采用特殊的财务安排,实现公司利益向大股东转移,如制定有利于大股东的股利分配政策、增发稀释收益的股票等。这两种交易都通过内部资本市场进行,所以内部资本市场可能成为大股东实施利益掠夺的工具。

4. 企业集团总部与外部债权人之间的代理冲突。在股权集中条件下,拥有控制权的集团总部可能通过金字塔式的持股方式掠夺债权人的资产。假如一个企业集团的总部(即母公司)拥有成员企业A公司60%的股权,A公司拥有B公司25%的股权(假设B公司的股权较分散,拥有其25%的股份即可对其控股)。最终集团总部实际拥有B公司15%(60%×

25%)的股权,但是却掌握了B公司的全部控制权。集团总部可以利用控制权、通过内部资本市场交易套取B公司的资金。如果B公司负债经营,并且经营失败导致破产清算,则整个企业集团只损失15%的权益,而此前该集团已从与B公司的交易中获利,从整体上看企业集团依然获得了正的收益,而债权人却会遭受损失,甚至是全部债权的损失,所以集团总部有动机也有可能侵害外部债权人的利益。

二、内部资本市场融资契约的财务治理效应

内部资本市场从本质上说是一组财务资本要素使用权交易的契约,即融资契约。融资契约按照融资方式的不同可以分为股权融资契约和债务融资契约。内部资本市场交易根据交易的范围可以分为参与外部资本市场交易和集团内部交易,因而其对应的契约可以分为参与外部资本市场交易融资契约和集团内部交易融资契约。融资契约结构的选择,不仅仅是一个融资契约的选择问题,更重要的是通过财权配置而体现的利益相关者之间相互依存、相互作用的某种制衡机制的配置问题,因而可以说融资契约不仅具有融资功能,还具有财务治理的功能。由于不同的组织结构代理问题的主要表现不同,下面将区别不同的组织载体(产生内部资本市场的组织形式)对内部资本市场融资契约的治理效应进行分析。

1. M型企业集团内部资本市场融资契约的财务治理效应。M型组织结构的美商联合企业实际上是一家独立的法人企业,其特点是股权结构高度分散,企业对具有独立的产品和市场、独立的责任和利益的部门实行分权管理。对于该类企业集团而言,外部投资者与企业总部管理者之间的利益冲突是财务治理的核心,所以我们主要来分析参与外部资本市场交易形成的融资契约的治理效应,这也是我们通常所说的融资契约的公司财务治理效应。

(1)债务契约的治理效应主要表现在:①会对总部的管理者使用自由现金流量产生约束,缓解股东和管理者之间的代理冲突。在现代企业里,管理者和股东之间在现金支付政策方面存在着利益冲突。通过负债方式取得的资金相对于股权融资而言会产生更严格的约束效果。因为经营者对于发放股利和股票回购等自由现金流量支出具有随意的决定权,而以负债方式取得的资金到期后必须以一定的现金偿还,否则将会面临诉讼和破产。负债融资对经营者的这种威胁,能有效保证经营者交付未来现金承诺的实现。也就是说,债务契约的存在,会抑制管理者的过度投资行为,限制管理者对公司自由现金流量的滥用。因此,债务契约的引入,能够降低股权融资契约的代理成本,在一定程度上缓解股东和管理者之间的代理冲突。当然,这种功效要以企业存在自由现金流量为前提。如果企业不存在自由现金流量,甚至还缺乏现金流量,此时债务契约可能起到负面作用,因为债务比例的提高可能会使企业很难融得所需要的资金。②可以形成一种担保机制,促使经营者努力工作。Grossman和Hart(1982)通过建立一个正式的代理模型,分析了负债经营是如何缓解管理者与股东之间的代理冲突的。他们的模型假定经营层在企业中持股比例为零或接近于零,这个假设符合大型或超大型企业的实际情况。对于

管理者而言,其自身的效用依赖其现有的职位,从而依赖企业的存在。因而,他们需要在较高的私人收益与较高的破产风险之间进行权衡。我们知道,企业破产的可能性与负债比例正相关,面对破产的威胁,管理者要想保住自己从任职中所获取的利益,必须努力工作,减少个人享受。^③作为一种激励机制,提高管理者的工作积极性。当管理者拥有公司股权和股票期权时,在融资数量和管理者持股量一定的情况下,增加负债可以提高管理者的持股比例,进而提高管理者的股权收益。因而,管理者有努力工作的动力。

(2) 股权契约的治理效应主要表现在:①通过行使表决权,对企业进行“干预性治理”(Berglof, 1995)。在这种治理方式下,股东通过投票选举董事会成员,由董事会选聘管理者,将企业的特定控制权交由经营者来行使。当管理者的行为偏离股东的目标时,股东可以利用所拥有的剩余控制权更换企业管理者,即通常所说的“用手投票”。这里有个前提,要想实现干预性治理,必须存在一定的股权集中度。股权越集中,股东越有监控管理者的动力和能力,内部控制越有效。股权过度分散,则会发生“搭便车”行为。②通过选择“退出”,利用外部控制权市场解决对管理者的控制问题。当投资者对公司经营不满意,且持有公司股份较少、无力通过“用手投票”更换管理者时,可以采取“用脚投票”的方式退出公司,即出售所持公司的股票。如果公司股价持续下跌,则外部人很可能通过收购接管该公司,而成功的接管可以更换公司管理者,所以“用脚投票”也可以对管理者实施一定的控制。这里的前提是资本市场相对发达,股权相对分散且流动性强。③增加管理者的持股比例,提高其努力程度。股东和管理者之间的代理冲突产生的根源在于管理者拥有企业主要的经营决策权与拥有较少的剩余索取权之间的矛盾。所以,提高管理者的持股比例,就会增加管理者的剩余索取权,使其与股东的目标趋于一致。

通过以上分析,我们可以得出如下结论:M型组织结构下所形成的内部资本市场存在的过度投资、寻租行为等代理问题,可以通过适度引入债务契约或股权契约达到股权集中、与管理者缔结股权契约和建立发达的资本市场等方法解决。通过以上方法建立起有效的治理结构,也有助于总部管理者与部门经理之间部分代理问题的解决。而对于部门的激励问题,建立一个合理的内部业绩评价标准便可以解决,这也是集团内部交易融资契约的内容。

2. 控股型企业集团内部资本市场融资契约的财务治理效应。除美国之外,在世界范围内特别是发展中国家,控股型企业集团是常见的模式。这种模式存在的主要代理问题来自于控股股东(或称内部投资者)与外部投资者(小股东、银行)之间的利益冲突,内部资本市场的存在为控股股东侵占中小投资者的利益提供了便利的场所(卢建新, 2006)。下面我们分别对参与外部资本市场交易融资契约和集团内部交易融资契约的财务治理效应进行分析。参与外部资本市场交易融资契约是指形成企业集团总部(即母公司)以及集团总部与外部投资者形成集团内部各成员企业所缔结的融资契约,而集团内部交易融资契约是指集团总部与各成员企业以及集团内各成

员企业之间缔结的融资契约。

(1) 参与外部资本市场交易融资契约的财务治理效应。在控股型企业集团中形成的内部资本市场参与外部资本市场交易融资契约的治理效应与M型企业集团结构中的参与外部资本市场交易融资契约的治理效应大致相同。其中有一点需要注意:股权集中有助于增加股东对管理者进行监管的动力,但股权集中达到一定程度形成控股后,也容易引起大股东对小股东的利益侵占。所以缔结债务契约增加负债,以及与原有股东缔结股权契约增发股票这些融资手段,都会增大隧道行为产生的风险,而面向外部股东发售股票,特别是向机构投资者发售股票,降低原有股东的持股比例,使企业股权结构由股权集中变为股权相对集中的局面有助于缓解控股股东与小股东的代理冲突。要想发挥股权融资契约的财务治理效应,股权结构设计的基本原则是:既不能一股独大,也不能股权太分散,而是要股权相对集中。一个理想的股权结构应该是3~5个大股东共同控制企业,但其前提是没有一方处于绝对控股地位,从而没有一方具有绝对的控制权,且两家大股东不应隶属于同一控股公司。

(2) 集团内部交易融资契约的财务治理效应。对于集团内部交易而言,由于在交易前各部门或各企业之间已经存在着某种联系,不管是资本交易契约还是其他契约联系,债务契约的引入会加强原有的联系。此时的债务契约很大程度上是一种关系性契约,其作用类似于股权融资契约,可能加强对负债企业的控制。债务契约对于进行集团内部交易的企业的经营者很难产生与参与外部市场交易融资契约同样的激励作用。内部资本市场中权威机制的行政干预,出于种种目的可能让负债累累的集团内部部门或企业继续存在,使负债企业免遭破产威胁。当然,那种负债不断增加且长期难以清偿、企业效益连续下滑的局面,也可以反映出企业经营者的工作绩效,企业集团可以通过股权融资契约对其进行治理。

集团内部交易形成股权契约时,一方面可能会在参与交易的企业中形成股权集中,使控股股东对小股东的利益侵占风险加大;另一方面可能形成交叉持股的局面,使利用外部控制权市场进行外部治理的可能性变小。此时股权契约的作用仅限于解决集团内部成员企业的股东与管理者之间的代理问题,对于解决集团总部与小股东和债权人之间的代理冲突几乎没有任何作用。

综上所述,控股型企业集团内部资本市场形成的融资契约,虽然具有一定的财务治理效应,但不如M型企业集团融资契约的效果明显。对于集团总部与小股东和债权人的利益冲突,只有在参与外部资本市场交易中利用股权契约形成股权相对集中的情况下才有可能解决。要很好地解决这一冲突,只能更多地借助于法律和政府的规制。

主要参考文献

1. 冯丽霞. 内部资本市场: 组织载体、交易与租金. 会计研究, 2006; 8
2. 冯丽霞, 杨鲁. 内部资本市场的组织载体和本质. 财会月刊(理论), 2009; 5