

# 基于隐性契约的资本结构理论分析

肖超

(江西九江市财政局 江西九江 332000)

**【摘要】** 资本结构决定了资本所有者之间及资本所有者与公司其他利益相关者之间的契约安排,资本结构决策的选择是公司重要的战略决策之一。本文首先分析了资本结构中内含的隐性契约因素,然后对资本结构决策与隐性契约的关系做出了说明,最后分析了基于隐性契约的现实资本结构的合理解释。

**【关键词】** 资本结构 隐性契约 资产专用性

## 一、资本结构中内含的隐性契约因素

债权人与股东利益实现的前提是顾客与企业的交易关系。当顾客选择与企业进行交易时,需要一个合理的利益制度去促进和保证顾客与企业双方的利益。契约是保证利益交换顺利实现的机制。利益实现方式的差异决定了利益关系不同的调整方式,而根据利益实现程度与时间的不同,可将利益划分为现实利益与潜在利益。

在企业价值最大化原则下,企业在获得现实利益的同时为进一步获取潜在利益,必须考虑顾客因素。顾客和企业的交易不是简单地通过显性契约来实现的,其在一定程度上也受到隐性契约的影响。隐性契约不能简单地通过对原始契约文本的复制而得到,其订立需要双方经过长期的合作建立起一定的信誉。Cornell和Shapiro(1987)认为,如果企业出售的商品中含有隐性契约,企业为了能够将商品售出,就必须向顾客承诺在未来履行隐性契约,而由于信息不对称,企业必须通过一定的方式使自己的商品与其他企业出售的商品区分开,资本结构就是一种不错的信息传递方式。这一结论指明资本结构中内含了隐性契约因素。

在顾客与企业进行初次交易时,企业提供的商品和服务仅仅具有一次的,如购买的酒和日用食品等,不存在所谓的潜在利益和后续服务等问题,顾客对这类企业的资本结构关注度不高。但是,当顾客与企业交易的是软件或日用电器等需要提供后续服务的商品时,顾客出于对自身未来利益的考虑,必然会要求企业向其传递企业能有效履行隐性契约的信息。如顾客购买了微软公司的产品,表面上看交易已完成,但微软公司还必须为顾客购买的Windows操作系统提供后续升级服务,这也是为满足顾客需要以获取潜在利益而不得不为的行为。但是微软公司用什么来传递其有能力提供后续升级服务且这种能力是可信的信息呢?Cornell(1987)认为,通过一个合理的资本结构决策传递企业履行隐性契约的动机无疑是必不可少的。

## 二、资本结构决策与隐性契约的关系

目前,任何企业的运作都是在不断追求利润的目标下持

续发展的,而企业的发展需要多样化的投资。在投资计划付诸实施的过程中,更需要大量可以周转运行的资金。因此,在实现企业的有效运作时,资本结构决策是整个企业经营决策中非常重要的决策之一。最合适的企业资本结构是使企业筹集资金运作成本最低、承担风险最小,同时又能够向顾客传递履约信号的资本结构。也就是说,在给定投资机会的情况下,企业如何根据自己的目标函数和收益成本约束以债权方式,还是以股权方式筹集所需资金。企业的资本结构不同,企业的资金运作成本与投资者的预期回报也不同。

Cornell和Shapiro(1987)认为由于隐性契约要求权的存在,因此企业的资产负债率应该相对较低,以便保持充足的自有现金从而向顾客传递企业具备较强隐性契约履行能力的信号。当然,企业并不一定能始终保持较低的资产负债率,资产负债率可能随着企业声誉资本的积累而逐渐相对上升。企业刚成立时,组织资本较少,随着企业的成长与隐性契约的履行,积累了一定的声誉,企业也会增加一定的负债融资。因此,企业在成长过程中可以观察到其资产负债率在慢慢上升,但与拥有较少组织资本的企业相比,其资产负债率仍然较低。Cornell和Shapiro得出的结论是资产负债率相对较低的企业是顾客可以信赖的合作对象。

Zingales提出了不同的看法,他认为债务水平高是企业质量好的表现,破产概率与企业质量负相关,与企业资产负债率正相关,所以质量低的企业不会采取过度举债的方式来模仿质量高的企业。因此,他得出的结论是顾客倾向于与负债较高的企业缔约。

造成这种差异的主要原因是对于资产负债率的不同理解所致。Cornell和Shapiro认为资产负债率的高低是企业组织资本与组织负债共同作用的结果。组织资本是指企业现有未来隐性契约要求权的现期市场价值,组织负债是指企业在现有经营状况下清偿当期及未来的隐性契约要求权所需的成本。

Cornell和Shapiro认为资产负债率应该是:

$$a = \frac{D+OD}{A+OC}$$

其中: $a$ 表示资产负债率; $D$ 表示负债数额; $A$ 表示资产数额; $OD$ 表示组织负债; $OC$ 表示组织资本。

从上面公式可知,当组织负债等于组织资本时,资产负债率有最大值。随着企业声誉的逐渐提高,未来隐性契约要求权的现期市场价值的增加,组织资本与组织负债之间差额的逐渐增大,资产负债率将逐渐降低。

Zingales认为资产负债率应该是:

$$a = \frac{D}{A}$$

其中: $a$ 表示资产负债率; $D$ 表示负债数额; $A$ 表示资产数额。

从上述分析可知,正是对资产负债率的不同理解造成了Cornell、Shapiro与Zingales结论的差异。

同时,价格机制在顾客与企业的交易中发挥着核心作用,如果能够通过合理的信息传递使顾客区分市场中不同商品的价格是否包含隐性契约,那么含有隐性契约的商品交易将得以进行。由于顾客与企业之间的信息不对称性和企业间定价机制的互相模仿,使得顾客难以识别哪类产品含有隐性契约而做出逆向选择。顾客逆向选择的行为将导致“柠檬市场”的出现——价格含有隐性契约的商品被逐出市场,结果导致市场不再提供含有隐性契约的商品,而顾客利益也无法得到保护,出现了所谓的“劣币驱逐良币”的现象。因此,我们必须考虑一个问题:如何保证隐性契约得到切实履行。

Klein和Leffler(1981)认为可以通过专用性投资传递商品价格含有隐性契约的有关信息。顾客可以通过支付较高的价格激励企业履行隐性契约,但由于市场中商品价格的趋同效应,使得顾客无法获知哪些企业会履行隐性契约,因此企业需要通过专用性投资向顾客传递履约信号。

笔者也认为企业可以通过专用性投资向顾客传递履约信息。一般具有高资产专用性的企业大多数属于新兴产业或高科技产业,这类企业的商业风险较大。在我国,银行和其他金融机构对于这类企业的贷款政策相对比较保守。但是由于这类企业有较大的发展潜力,在股市上备受投资者追捧,因而,这类企业更倾向于以内部融资或从股票市场上筹集资金,其资本结构应相对保守,资产负债率相对较低。即在隐性契约发生作用的行业,企业通过专用性投资向顾客传递履约信号,而专用性投资的特殊性导致企业会选择相对保守的资本结构。

专用性投资有着灵活多样的传播途径,如顾客可通过广告、新闻信息等方式了解企业商品的相关信息。专用性投资对资金的需求将对企业资本结构决策产生影响。由于专用性投资形成的资产具有不同的性质,因此对资金成本的影响也不同,这就要求企业对资本结构进行合理的选择。从信号传递角度来看,专用性投资与资本结构决策可以互相组合运用,不同的专用性投资水平会导致不同的资本结构。因此我们可以将专用性投资视为隐性契约的替代变量。

### 三、基于隐性契约的资本结构合理解释

当顾客与企业进行初始交易时,顾客会通过企业制订的价格、发布的广告传递的信息产生对企业在未来履行隐性承

诺的期望。在初始交易完成后,企业将承诺顾客其现实利益与潜在利益都能得到实现。与此同时,企业也对顾客产生期望,希望通过初始交易赢得顾客对企业的忠诚。顾客与企业通过相互的专用性投资以获得长期合作的利益。企业要履行隐性契约就需要进行专用性投资,而顾客通过了解企业的专用性投资水平来判断企业是否具备履行隐性契约的能力,从而考虑是否应与企业缔约。即专用性投资向顾客传递了企业准备履行隐性契约的资本承诺,表明企业具有履约动机。

企业的资产专用性水平必然会影响到企业的资本结构状况。Vilasoh和Minkler(2001)认为,资产专用性程度与资本结构中的负债水平呈反比,与权益资本水平呈正比,在其他条件一定时,随着资产专用性程度提高,目标资本结构中权益资本水平会不断上升。

Shapiro认为专用性资产对资本结构的影响表现在顾客、债权人、股东等利益主体将会根据与企业交易的资产专用性水平而采取相应的治理机制。企业的经济资源结构应该是债权人与所有人之间相互博弈、制衡的结果。Zingales(2000)认为,资本结构不是作为融资工具,而是作为某种黏合剂来保存组织资本,使之免于被不同利益相关者所耗费。不同的融资工具可以视为不同的治理机制。资产专用性指资产严重依赖于资产一体化组织,离开组织后,该资产价值将大跌。可见,专用性程度高的资产用途单一,变现时价值损失大,而专用性程度低的资产用途广泛,变现时价值损失小。对于负债经营的企业而言,股东或管理者有很强的动机去从事那些如果成功就会有很高回报的投资。如果投资项目成功,股东或管理者将得到大部分的收益;如果投资项目失败,债权人将承担大部分成本,从而形成“资产替代效应”。

Williamson(1988)认为,资产专用性程度影响公司融资方式选择。由于权益融资为投资者提供了更直接的资产控制权和监管能力,能够最大限度地降低资产专用性带来的投资风险,因而更适用于专用性程度高的投资项目;负债融资只为投资者提供非常有限的资产控制权和监管能力,因而不适用于专用性程度高的投资项目。同时,在资产专用性程度低的情况下,债权人承担的风险低,所要求的投资报酬大大低于权益投资者要求的投资报酬,利用负债融资能够降低资本总成本,而对于专用性程度高的投资项目,利用权益融资能够降低资本总成本。也就是说当企业负债水平上升,债权人承担风险水平上升时,债权人获得的仅仅是契约事先约定好的固定收益,即其可能承担的高风险不能换来与之相对应的高收益。而专用性资产由于其变现能力差和清算价值低的特点,使得债权人很有可能损失专用性投资,同时也无法享受到专用性投资可能带给企业的高额回报。因此,债权人就会对专用性程度高的资产的投资在融资条件上提出比通用性资产更高的条件,如提高利息、限制资金用途、强制保险等措施以保证其投资的安全性,这在一定程度上提高了企业的筹资成本。当企业用于专用性投资的债务融资成本高于权益融资成本时,企业可能转而寻求权益融资。

由于隐性契约因素的存在,企业为向顾客传递履约信号

要进行资产专用性投资。但笔者认为资产专用性对资本结构的影响不能一概而论。专用性物质资产由于其变现能力较弱,风险因素等使得银行或供应商对物质资产专用性水平较高的企业的贷款和应收账款持谨慎态度,如要求更高的利息、制定较为严格的贷款条款和信用条件等。这将大大提高企业的借款成本,使企业倾向于选择权益融资。但是如果企业加大人力资产专用性的投入,一方面,使得员工更愿意履行对顾客的隐性契约;另一方面,也向外界传递了企业良好发展的信息。这无疑会大大增加债权人对企业的信心,愿意向企业提供借款。按期还本付息将提升企业的声誉,随着企业的声誉逐步提高,银行和供应商也更愿为其提供资金支持,从而使得企业的借款和应付账款增加,资产负债率上升。物质资产专用性水平与融资成本的关系如图1所示:

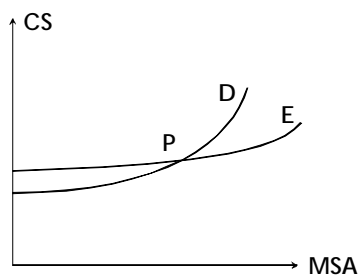


图1 物质资产专用性水平与融资成本的关系

其中:MSA表示物质资产专用性水平;CS表示融资成本;D表示债务融资;E表示权益融资;P表示融资成本的无差别点。

当企业的物质资产专用性水平在P点以下时,选用债务融资对于企业而言是有利的,当专用性水平在P点以上时,应采用权益融资。这说明物质资产专用性程度较低的投资项目应更多采用债务融资方式,而物质资产专用性程度较高的投资项目应更多采用权益融资方式。

在社会生产尚未达到完全程度的专业化和标准化的条件下,绝大多数的生产技能都将或多或少地具有岗位专用性,而岗位专用性越强意味着员工对于企业的依赖性越大。社会分工日益细化,专用性技能高的员工更难以被替换或替换的成本很高,企业也对其有着较高的依赖性。这说明专用性人力资本的所有者与企业也可以通过专用性投资获得长期合作的利益。另外,专用性人力资本所有者不同于一般员工,其劳动主要表现为脑力劳动,创造性较强,具有独特的价值观,劳动过程难以监控,劳动成果难以衡量,其追求的不仅是金钱等物质利益,更重要的是工作的意义、价值和满足感,以及个人的发展等,是对未来的一种期望,而这些东西大多体现为一种心理上的隐性契约。因此,企业要和员工建立良好的心理上的隐性契约,更好的实现对顾客的隐性契约,就应要求员工在动态条件下不断保持与企业的良好关系。通过对员工的专用性投入和员工的自主能动性开发,更好地向顾客履约,实现顾客、企业与员工的三赢。

当企业专用性人力资产的投入上升时,消费者会认为企业有一个好的生产和经营团队。对于大多数消费者而言,更愿意相信的是人在企业当中所发挥的重要作用,企业员工相对于顾客与债权人而言,其总是可以获取更多有关企业及其产品的信息。当企业中的员工愿意对其自身进行专用性投资,根据信号传递理论可以获知他们对企业及其产品是有充分信心的,因此顾客会认为企业可较好的履行隐性契约。同时,较高的专用性人力资产的投入可以消除银行和债权人的顾虑,他们会认为企业未来获得的报酬将较高,因此企业将有充足的资金来偿还债务。按期还本付息将提升企业的声誉,随着企业的声誉逐步提高,银行和供应商也愿为其提供资金支持。根据融资优序理论可知,当企业能以相对较低的债务成本进行筹资时会优先选择债务融资,从而使得企业的借款和应付账款增加,资产负债率上升。人力资产专用性水平与融资成本的关系如图2所示:

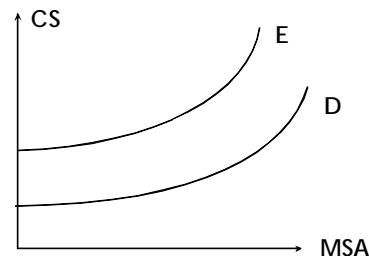


图2 人力资产专用性水平与融资成本的关系

其中:MSA表示人力资产专用性水平;CS表示融资成本;D表示债务融资;E表示权益融资。

可见,当企业进行人力资产的专用性投资时,企业的债务融资成本始终低于权益融资成本。这说明当企业进行人力资产的专用性投资时,采用债务融资应该是其理性的选择。

#### 四、结论

综上所述,可以得知由于隐性契约的存在且发生作用,使得企业要进行资产专用性投资以向顾客传递履约信号。企业专用性投资的程度必然会影响到企业的资本结构状况。当企业进行专用性的物质资产投资超过一定比重时,权益融资可能是其理想的选择,而当企业进行专用性的人力资产投资时,始终选择债务融资或许是其最优的选择。即物质资产专用性的比重与资本结构呈负相关关系,而人力资产专用性的比重与资本结构呈正相关关系。

#### 主要参考文献

1. 程宏伟. 隐性契约与企业财务政策研究. 财会月刊, 2004; 2
2. 董裕平. 金融: 契约、结构与发展. 北京: 中国金融出版社, 2003
3. 付晓, 柳青. 隐性契约下的信用问题研究. 企业研究, 2005; 3
4. 郭复初. 财务管理. 北京: 首都经济贸易大学出版社, 2003