

终极控制人影响企业债务结构的治理效应分析

禹天寒¹ 周志斌² 陈嘉颖¹

(1. 湖南大学金融学院 长沙 410079 2. 湖南大学会计学院 长沙 410079)

【摘要】 债务结构作为一项基本的财务安排受到终极控制人的影响,合适的债务结构能够对企业产生有效的治理作用。不同股权性质的终极控制人会安排不同的债务结构,不同债务结构产生的治理效应也有不同。本文将对终极控制人影响债务结构决策的原因作一分析,并提出若干建议。

【关键词】 终极控制人 债务结构 民营终极控制人 政府终极控制人 治理效应

通过深入分析终极控制人影响债务结构决策的原因,有助于我们认识终极控制人在债务结构决策方面产生的影响,进而完善终极控制人条件下的治理结构。

一、终极控制人、债务契约效应与债务结构的关系

为了谋求自身利益最大化,掌握公司经营决策权的终极控制人很可能利用各种手段侵占外部投资者的利益,影响公司的财务决策。那么终极控制人是否会对债务结构决策产生影响呢?同时债务契约的自身特点又会对终极控制人产生怎样的治理效应呢?

终极控制人与债权人之间的代理冲突主要表现为资产替代行为、投资不足行为以及过度投资行为。由于终极控制人的现金流量权有限,仅承担有限责任,在进行投资决策时,终极控制人往往倾向于放弃低收益的投资项目,而将负债资金转向高风险高收益的投资项目,即资产替代行为。当企业面临投资机会时,如果债权人将分享盈利项目的大部分收益,而终极控制人却不能在这个盈利项目中获得最低的正常收益,那么即使项目的净现值为正,终极控制人仍会倾向于拒绝该盈利项目,放弃此次投资机会,导致公司投资不足。如果某项投资的净现值小于零,但是通过这项投资能使控制股东转移更多的企业资源来支持其所控制的其他关联企业,或者能够满足终极控制人的私利,那么终极控制人仍然会倾向于投资该项目,导致公司过度投资。

对于以上终极控制人与债权人之间的代理冲突,债务契约自身能够产生一些激励或者约束效应。理论界普遍认为负债对终极控制人能产生三种效应,即股权非稀释效应、负债控制效应和破产效应。基于上述三种效应,选择合适的债务结构能够达到缓解终极控制人与债权人之间代理冲突的目的。短期债务使得企业时常面临偿付本息的压力,这样会经常性的减少企业的自由现金流,增大企业的破产风险,从而对终极控制人攫取当期收益的行为产生约束,进而激励终极控制人做出更有效的投资决策,约束其风险偏好,控制其非道德的商业行为。长期债务可以使管理者处于控制之中,防止管理者的无效率扩张,阻止债权人剥夺企业价值和降低利息率等,限制终

极控制人支配资产的自由度。但是负债期限越长,违约风险相对就越高,长期债务的治理效用对外部契约履约机制的依赖性很强。基于此,终极控制人更加倾向于通过增加长期债务融资获取更多可控资源,通过减少短期债务融资进行壕沟防守,以减少负债控制效应和破产效应的约束。

二、不同终极控制人的债务结构选择

1. 民营终极控制企业债务结构的特点。我国民营终极控制人一般通过金字塔结构实现对上市公司的控制。当民营终极控制人能够以很少的现金流量权来实现对上市公司的控制时,较低的私利成本使其有更强的动机掏空上市公司,通过债务融资得到更多的可控资源。此外,民营终极控制人非常关注股权的稀释问题,不希望因为股权融资而增加控制权丢失的风险,因此民营终极控制人更偏爱债权融资。

目前,我国债券市场发展缓慢,企业融资渠道特别是民营企业的融资渠道较少,大多数企业融资只能依靠股权投资和银行贷款。银行在给企业提供贷款时也会对其债务期限进行管理。在短期内,当企业的资产结构和资产价格不会发生很大变化时,银行愿意向企业提供短期贷款,此时企业的偿债风险是能够掌控的,违约可能性较低。而对于长期贷款而言,较长的期限会带来较高的违约风险,对外部契约履约机制较强的依赖性使债务契约的设计成本、实施以及监督成本升高。在我国相关法规制度不健全、监管效率不高的情况下,银行更倾向于提供短期贷款,而长期贷款发放的制度约束更加大了民营企业获得长期贷款的难度。因此民营终极控制人很难通过银行获得长期贷款,一般只能通过短期贷款扩大债务融资规模。

2. 政府终极控制企业债务结构的特点。我国证券市场设立的初衷是为国企改革服务。为了保持国家对国有上市公司的控制力,国有股在上市公司中占据了很大的比例,并且通过多层级股权结构的方式控制上市公司。对于政府部门来说,其具备更多的社会性职能,这必然会使公司活动偏离公司价值最大化的目标,此外,控制权与现金流量权的分离又使得政府能够以较低的成本掏空上市公司。可见,政府既有动机又有能

力将其自身的社会管理目标内化到其控制的上市公司中。在这种情况下,终极控制人一方面希望能控制更多的资源,另一方面又不愿意频繁地还本付息造成现金流经常性的减少,使得自己的行为受到约束,因此希望借入更多的长期借款(肖作平等,2007)。

在公有产权的制度背景下,政府参与企业经营或银行借贷行为的影响体现在以下两个方面:①通过财政补贴降低企业违约的可能性,使企业更容易从银行获得长期贷款;②直接影响银行借贷决策,帮助企业获得贷款,并且为了降低政府官员轮换对贷款的影响,这种贷款更多的是长期贷款。在我国银行和企业产权共有的制度环境下,政府干预作为司法体系的替代机制,降低了债务契约的履约成本(孙铮等,2005)。政府“信誉”使得政府控制企业能够获得更多长期贷款,因此政府终极控制企业会有较高的长期债务水平。

3. 不同行政级别政府控制企业的债务结构特点。事实上,在国有控股的上市公司中,由于终极控制人的行政级别不同,政府干预对债务融资的影响也存在明显差异。

1994年的分税制改革彻底改变了中央政府与地方政府财政收入的格局,财政收入更多地集中于中央政府。中央政府掌握了更多财政资源,有能力为其所控制的企业提供更多的支持。这降低了中央政府通过对信贷资源的干预来支持企业发展的动机,同时使以中央政府主导的银行系统改革也更加注意约束自己的行为。这次改革使得财政支出负担仍然留给了地方政府,地方政府面临着沉重的财政收支压力。地方政府在财政收入能力不断下降时,往往通过金融功能的上升来弥补汲取财政能力的不足,靠金融功能的财政化来替代弱化的财政功能(刘志远等,2008)。同时,由于地方政府获得了更多的财政自主权和经济管理权,发展地方经济的积极性被调动起来,其争取资源的动机也随之产生。地方政府支持其控制的企业从信贷市场获得资源,不仅符合国家宏观经济政策,还可以减轻财政负担、解决就业问题、促进地方经济的发展,给地方政府带来大量的可直接控制的资源。

综上所述,地方政府相比于中央政府有着更强的经济诉求,导致其干预企业经营与金融部门信贷决策的动机更强,更有可能为企业获得更多长期贷款而服务。因此地方政府控制的企业能够获得更多的长期贷款。

三、债务结构治理效应的发挥

不同产权性质的终极控制人有着不同的经济诉求与目标,作为企业重要财务决策内容之一的债务融资决策有助于终极控制人目标的实现,同时,不同债务契约的特征也会对终极控制人产生不同的治理效应。

民营终极控制人有着典型的“经济人”特征,自利价值取向明显(谷祺等,2006)。通过债务融资扩大可控制资源进而攫取私利是终极控制人进行债务融资的主要目的。但民营终极控制人由于融资渠道、银行约束方面的原因只能通过短期贷款等方式获得短期债务融资。他们既有预算的硬约束,又要面临资源限制和不确定环境等外界因素的干扰,由此短期债务经常性的还本付息行为给其所控制的企业带来现金流减少和

破产的威胁。因此民营终极控制人不得不约束自己的行为,减少对上市公司的利益侵害。

政府终极控制企业往往能获得更多的长期债务资源,这些长期债务主要来自于与企业产权相同的国有银行。产权的同源性使得国有银行与政府终极控制企业之间存在一种虚拟的债权债务关系,其不是单纯靠法律手段来规范和仲裁的债权债务关系,契约的严肃性很容易被破坏。这导致银行对企业的监督能力十分有限,降低了长期债务对企业的约束力。政府终极控制企业在追求企业价值最大化目标时,要兼顾政府的社会目标,为了实现社会目标,政府终极控制企业往往会以牺牲自己的利益为代价,这使政府终极控制人有理由在企业财务状况不佳、债权人要求清算时,阻止公司进入破产程序,导致负债的破产机制不能真正发挥作用,短期债务也不能很好地发挥其公司治理效应。

由此可见,民营终极控制企业持高短期债务的债务结构可能会给民营终极控制人带来约束,发挥债务融资的公司治理效应;在政府干预下,政府终极控制人很少受到长期债务契约的约束,同时破产机制的失效也使得短期债务难以对政府终极控制企业产生治理效应。

四、政策建议

终极控制人凭借较低的现金流量权实现对上市公司的控制,对上市公司有强烈的“掏空”动机。针对如何加强债务融资治理效应,笔者提出以下三点建议:

1. 加强内部监督机制建设,完善董事会结构。中小股东往往不能参与董事会,董事会必然成为终极控制人的权力工具。因此应增强独立董事的比例,增加其话语权,同时限制大股东在董事会的人数比例,以此来保证董事会代表的是公司利益,而不是大股东的个人利益。

2. 继续深化银行改革,加强银行监管与相机治理作用。由于银行、政府与公司之间的关系使银行向公司发放贷款时往往不能单纯地从市场的角度考虑,对于上市公司的贷款是如何使用的也没有有效监管,因此债务资金成为终极控制人谋取私利的对象。只有继续深化银行改革,减少政府对银行系统的干预,发挥银行的信息和监督优势,才能积极利用契约约束参与公司治理。

3. 健全相关法律法规,加强债权人保护,完善破产机制。完善的法律法规会使终极控制人为其掠夺行为付出高昂的成本。我国对债权人的法律保护相对偏弱,法律不能给予债权人应有的保护和保障,因此债务契约很难实现其对债务人的约束。另外,我国尚未真正建立起一个完善的上市公司的破产机制,破产威胁也不能真正发挥作用。

主要参考文献

1. 刘芍佳,孙霁,刘乃全.终极产权论股权结构与公司绩效.经济研究,2003;4
2. 夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值.经济研究,2005;5
3. 肖作平,廖理.大股东、债权人保护和公司债务期限结构的选择——来自中国上市公司的经验证据.管理世界,2007;10