

基于隐性契约的财务保守行为解释

何卫红

(南京邮电大学经济与管理学院 南京 210024)

【摘要】 本文对财务保守行为的相关研究文献进行了回顾,并运用隐性契约理论对人力资本占重要地位的知识型企业的财务保守行为进行了解释。

【关键词】 隐性契约 人力资本 隐性负债

Minton和Wruck(2001)将长期债务/总资产的比例持续5年低于20%的企业视为财务保守企业。目前,对于企业财务保守行为的解释主要是从财务资本的角度,考虑了产品竞争市场和专用性物质资产投资的影响。但是,在不同的经济时代,各种生产要素如自然资源、物质资源、财务资本、人力资本的重要性是不同的。在知识经济时代,经济的增长、企业的价值、竞争的优势均源于创新,而创新的基础与核心是以人力资本为主体的智力资本。因此,讨论财务资本与人力资本的竞争比仅仅讨论不同财务资本所有者之间的竞争在当今更有意义。

本文将从人力资本所有者与企业的隐性契约出发,探讨由此引发的“隐性负债”,并对传统资本结构的计算公式进行修正,从另一个角度解释人力资本密集型行业企业的财务保守行为的重要影响因素,力图拓宽当前理论界对资本结构的研究视角。

一、人力资本、隐性契约与资本结构

1. 企业是利益相关者的显性契约与隐性契约的复合体。科斯(1937)认为,企业是以一个市场契约替代了一系列市场契约。张五常(1983)认为,企业无非是以要素市场的交易合约代替了产品市场的合约。周其仁(1996)认为,企业合约包括了人力资本的参与,而人力资本具有两个特征:一是人力资本天然归属个人;二是人力资本的产权权利一旦受损,其资产可以立刻贬值或荡然无存。人力资本的利用可“激励”而不可“压榨”。因此,人力资本的产权特性使得人们在直接利用这些经济资源时无法采用“事前全部讲清楚”的合约模式,而只能采用显性契约和隐性契约相结合的模式。

企业是利益相关者的显性契约与隐性契约的复合体。显性契约反映的是利益相关者在当前状态下对企业的利益要求权,利益相关者与企业的财务关系表现为未来固定的现金流量;隐性契约反映的是利益相关者在未来状态下对企业的利益要求权,利益相关者与企业的财务关系表现为未来变动的现金流量。企业对隐性契约的履行程度决定了企业在竞争性市场中整合资源的能力。

2. 隐性契约改变了资本结构理论。Alchian和Demsetz

(1972)、Jesen和Meckling(1976)在关于企业资本结构的研究中指出,企业是一个合同的结合体,包括显性契约和隐性契约。如果将企业看做是隐性契约和显性契约的结合体,那么由于隐性契约具有一些显著有别于显性契约的特点,从而使得企业理论和相应的资本结构理论会发生巨大变化。首先,隐性契约不能简单地通过对原始契约文本的复制而得到;其次,隐性契约的订立需要双方经过长期的合作建立起信誉。这样,企业就不是所有契约的简单加总,而是一个独特的个体,其市场价值可能会超过或小于个别契约的价值之和。这种差异被Luigi Zingales(2000)称为“组织资本”。融合了组织资本的企业理论丰富了财务困境下的成本与效益的研究内容,从而影响了企业的资本结构。

破产意味着企业将被清算,这种威胁将会破坏隐性契约的有效性,从而减少员工的人力资本专用性投资。如果企业生产了极具独特性的商品,若想使其效益最大化,就必须对顾客承诺将持续提供与该商品相关的服务。为使这种承诺可信,企业必须采取一定的行动来表明自己不可能面临破产清算,如长期提供较大额度的信用。而这些保证行为一旦不具有弹性,则可能会形成企业的一项长期负担,从而对企业价值产生影响。

3. 财务保守是诱导人力资本专用性投资的工具。Rajan和Zingales(1999)把企业看做是一个建立在关键资源基础上的专用性投资网络。企业必须创造一个环境,让员工认识到如果他们进行人力资本专用性投资,将获得更高的报酬。

国外学者对隐性契约与资本结构的关系进行了研究。Cornell和Shapiro(1987)提出企业通过资本结构向顾客传递履行隐性契约的承诺,隐性契约将导致较为保守的融资策略。Hexter和Lawrence(1998)等人的实证研究结果表明隐性契约对企业的财务策略有影响,并认为较多关注非投资者利益的企业的融资策略比较保守。Baker、Gibbons和Murphy(2002)对员工进行人力资本专用性投资的问题进行了深入的探讨。他们认为,如果企业具有依据员工对企业的贡献进行奖励的信誉,企业员工将在企业内部进行与外部市场不同的人力资本投资。如果这些投资有价值且不会在显性契约中显示出来,那

么企业的信誉就会提高,这代表了一种净组织资产;相反,如果这些投资是浪费的,企业的信誉就会降低,这代表了一种净组织负债。这样,企业就会拥有超出或低于其各部分之和的价值,即企业组织资本的差别。Hennessy(2004)研究了财务杠杆对于企业与员工、供货商之间的隐性契约关系的影响,这种影响表现在:如果企业主要依赖于显性契约,则期望有较高的财务杠杆系数;相反,如果企业主要依赖于隐性契约,则企业应该选择较少的负债。

我国学者程宏伟(2005)认为,专用性投资是企业传递履约动机与履约能力信息的重要通道,受资产专用性与隐性负债引发的高债务融资成本的双重约束,专用性投资应主要依靠权益融资。其实证研究表明,专用性投资强度与资本结构呈负相关关系,隐性契约对资本结构产生影响。

4. 隐性负债导致财务保守。基于隐性契约和净组织资产的观点,笔者将“隐性负债”定义为“由隐性契约引起的企业的现时负担,未来履行该契约会导致经济资源流出企业”。显然,企业未来对于隐性契约的履行将产生现在的隐性负债,由于隐性契约不具有法律上的约束,因此,尽管企业存在这类隐性负债,也不能够满足负债的确认条件,无法在资产负债表中反映出来。但是,健康发展的企业会履行该类契约,因此会产生真实的隐性负债。如果考虑隐性负债,则企业的实际负债率就会比资产负债表上所反映出来的高。因此,这类企业在资产负债表上反映出来的显性负债率将会很低,从而显现出财务保守的特征。

二、隐性负债的计量

由于契约的不完善、人力资本的效益性以及人本身的不分割性,企业不可能就一切事项与员工达成完善的契约。企业要充分发挥人力资源的作用,就必须激励员工进行人力资本专用性投资,必须履行与员工的隐性契约,如良好的工作环境、较好的发展前景、逐步提高的收入水平等。为激励员工而发生的隐性契约的履行可以被看做是不可撤销的隐性承诺,其将作为员工进行人力资本专用性投资的催化剂和保证,从而最大限度地发挥人力资源的创造力。

我国2006年颁布的企业会计准则中虽然新设了“应付职工薪酬”科目,用以核算与职工报酬相关的负债,但是资产负债表中反映出的只是其期末余额,无法看到支付的总的职工薪酬。而上市公司信息披露中没有专门披露相关的费用金额,因此我们用现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”来代替职工薪酬进行研究。笔者认为,“支付给职工以及为职工支付的现金”包含了在管理费用、销售费用以及研发支出中的职工薪酬,其本身就是收付实现制下职工薪酬的完整计量。

从企业对员工履行隐性承诺的角度看,该项支付应该包括对所有员工的总体环境建设和个别员工的报酬两部分。其中,对所有员工的总体环境建设包括职工培训、集体福利支出、企业文化建设等;个别员工的报酬也包括两部分,一是与绩效密切相关的变动部分,二是与绩效无直接关系的相对固定部分。

因此,可以将职工薪酬按照可签约的程度分为如下部分:固定底薪、与绩效挂钩的部分、固定部分的增长、整体环境建设。其中,前两种的可签约性比较强,一般会以显性契约的方式体现在员工和企业的聘用合同中;后两种的可签约性比较弱,通常以隐性契约的形式存在。从现金流量的角度来看,这将导致企业未来有长期的相对固定的现金流出,从而形成了隐性负债。隐性负债在企业账面上得不到反映,但是它却客观存在,并且导致了企业每年与收入无直接关系的基本固定增长的现金流出。

基于负债的形成及定价原理,本文提出如下方法来确定企业人力资本隐性负债的价值:

人力资本隐性负债=未来对人力资本隐性承诺的资本化=未来固定增长的现金流出的现值

设职工报酬为 W_t ,绩效指标为 R_t , e_t 为随着时间的变化持续增长的部分,也就是隐性契约的内容,则:

$$W_t = a + bR_t + e_t \quad (1)$$

设 $\Delta W = W_t - W_{t-1}$, $\Delta R = R_t - R_{t-1}$,则有:

$$\Delta W = b \Delta R + e \quad (2)$$

式(2)中的 e 就是由隐性契约导致的现金支付。和显性的借款一样,隐性契约的存在同样给企业增加了财务负担。考虑到隐性负债的因素,企业的显性负债率就不能过高,必须采取比较保守的融资策略。

在知识经济条件下,人力资本的相对稀缺性和物质资本的相对充裕性改变了企业中不同资源提供者的相对地位,典型知识型企业的形成纽带已经不再是传统的物质资本,而是具有高度创造性和潜在价值的人力资本,掌握和激励关键的人力资本已经成为该类企业获得竞争优势的源泉。在新的经济环境和知识型企业中,资本结构作为吸引利益相关者、维护企业利益的战略考虑,可以有两种思路:一是将关键性资源资本化,如对关键人力资源、客户资源,可以实施股权激励;二是对一般重要资源采取隐性契约方式,这样会产生由于隐性承诺而带来的隐性负债,企业为保证该承诺的可信度,引导员工进行人力资本专用性投资,采取低显性负债的方式。不管采用哪一种方式,都会使得这类企业的资本结构趋于保守。因此,知识型企业的财务保守行为是企业为保持竞争优势、引导员工进行人力资本专用性投资的重要手段。

【注】本文受江苏省教育厅哲学社会科学基金项目“基于利益相关者的复合资本结构研究”(项目编号:07SJD630059)及江苏省教育厅青蓝工程资助。

主要参考文献

1. 朱武祥,陈寒梅,吴迅. 产品市场竞争与财务保守行为——以燕京啤酒为例的分析. 经济研究, 2002; 8
2. 王永海,范明. 资产专用性视角下的资本结构动态分析. 中国工业经济, 2004; 1
3. 李青原,王永海. 资产专用性与公司资本结构——来自中国制造业股份有限公司的经验证据. 会计研究, 2006; 7
4. 程宏伟. 隐性契约与企业财务政策研究. 北京: 中国经济出版社, 2005