

论企业资本结构的被动调整

郝允峰(博士)

(南京大学商学院 南京 210093)

【摘要】 本文通过对重新谈判过程中企业、银行和非银行债权人的行为研究,发现进入重新谈判阶段的企业资产收益率的高低会影响企业资本结构的被动调整。企业资本结构被动调整过程中的债权人权利保护制度和银行监管制度构成了企业资本结构被动调整的制度环境。

【关键词】 资本结构 被动调整 重新谈判 债权人权利保护制度 银行监管制度

在企业存续期间,往往会有一段时期面临财务困境,这时企业资本结构将不再是由其所有者或者经营者主动选择,而是在债权人强制下进行被动调整。现代资本结构理论过度关注企业资本结构的主动选择阶段,而忽视了企业资本结构被动调整阶段。这是因为该理论没有考虑到债权人与企业重新谈判的关系。重新谈判不仅具有债权人债权保全的作用,也是对企业的一种挽救。重新谈判对企业债务作了重新安排,要求企业就业务、资产、管理等多个方面进行整顿,如果整顿实现了债务重组协议的目标,那么企业将不会被宣布破产。就企业资本结构选择的全过程而言,重新谈判中断了企业主动选择的过程,但是为下一个阶段的企业主动调整提供了新的起点。

一、重新谈判与企业资本结构的被动调整

企业资本结构的被动调整主要是由重新谈判中的银行行动所决定。首先分析一个假想的情形:银行是企业的唯一债权人。在重新谈判过程中,银行可以采取两种行动:债务豁免和清算要挟。债务豁免目的在于阻止企业把资产转移到高风险的项目上去。因为一旦高风险项目失败,大部分损失将由银行来承担,所以银行愿意提供债务豁免以在债权保全的风险和收益上寻找均衡。银行愿意提供的最大债务豁免量等于企业在资产替代前后银行期望债权价值之差,即 $D_{\max} = F(Z_1, \theta_1) - G(Z_2, \theta_2)$ 。其中: $F(Z_1, \theta_1)$ 是在企业不改变其资产用途且经过整顿之后的银行期望债权价值, $G(Z_2, \theta_2)$ 是在企业改变其资产用途后的银行期望债权价值, Z_1, θ_1 和 Z_2, θ_2 则分别对应资产用途下的资产收益率和风险系数。使企业自动放弃改变资产用途的最低债务豁免量,必须满足以下条件:即 $d = V(Z_2, \theta_2) - V(Z_1, \theta_1) - C$ 。其中: $V(Z_2, \theta_2)$ 是新资产用途下的企业(股东)期望价值, $V(Z_1, \theta_1)$ 是原资产用途下的企业(股东)期望价值, C 是转换资产用途所发生的成本。只有当 $D_{\max} > d$ 时,银行的债务豁免行动才能使企业放弃其资产替代活动,一个债务豁免的结果才会出现。

在给定 Z_2, θ_1, θ_2 时, $D_{\max} = d$ 确定了一个临界的 Z_1^* 值。如果启动重新谈判的企业资产收益率低于这个临界值 Z_1^* , 银行将不再愿意进行债务豁免, 因为其愿意提供的最大债务

豁免量不能使企业自动放弃从事高风险项目的资产替代活动。如果重新谈判程序依然被银行启动,那么银行将会以清算作为要挟,要求企业追加担保资产、提前偿还债务等,以补偿由于企业转变其资产用途所增加的风险。在企业新项目上,只有当银行获得的期望债权收益不低于谈判启动时企业的清算价值时,银行才不会清算企业。假定银行清算企业时的企业资产收益率的最大值为 Z_3 。

银行从自身债权保全的角度来决定是启动清算破产程序还是启动重新谈判程序,以及在重新谈判中是选择债务豁免还是清算要挟。一方面,出于以下两个方面的原因,银行将在一个较低的企业资产收益率水平上清算企业和对企业进行债务豁免:①由于银行债权具有抵押资产的优先受偿权,所以银行在一个稍低于 Z_3 的企业资产收益率的水平上清算企业或在 Z_3 水平上清算企业,对其债权价值没有影响。②非银行债权人的“搭便车”行为使得银行只有付出了超过其自身债权价值的豁免量,才能成功阻止企业的资产替代行为,因此除非企业的资产收益率足够低,银行将不会对企业进行债务豁免。另一方面,其他债权的存在激励了银行采取清算要挟的行动,也有两个方面的原因:①银行对抵押资产的清算,可能会引起非银行债权人对整个企业的清算,这提高了银行清算要挟的置信性;②企业可以通过牺牲非银行债权人的利益满足银行更高的债权要求,这促使企业与银行串谋。

根据以上分析可以得出推论:随着银行债权在企业全部债务中的比重下降,促使企业资本结构被动调整的企业资产收益率(即产生债务豁免结果的最大资产收益率)降低,而其被动调整的资产收益率下限(即产生清算结果的企业最大资产收益率)也将降低。这将延长企业的寿命,并且推迟企业资本结构的被动调整时间。换句话说讲,当企业负债主要来自于银行时,一个较低的资产负债率水平将意味着被动调整出现的几率较低;相反,一个较高的资产负债率水平将意味着被动调整发生的可能性较大。

二、监管制度对银行贷款规模和风险选择的影响

上文说明了银行在重新谈判中的行动决定了企业资本结

构被动调整的结果,下面将专门分析银行的贷款决策和风险选择。银企的信贷契约关系受到整个银企关系的影响。依照银行与企业的交易种类、银行对企业治理的方式和参与治理的程度,银企关系可以分为三种类型。第一种类型属于市场性关系,在这种关系中,银行与企业只在资金借贷市场上进行资金借贷这一种交易。银行对企业的外部治理主要通过终止信贷协议、支持对企业的兼并收购来进行。银行基本上不参与对企业的内部治理,而是主要通过重新谈判来促使企业改变其生产经营计划、资本计划和进行管理变革。分业经营下的美国银企关系属于这一类型。第二种类型属于企业性关系,在这种关系中,银行不仅是企业的债权人,同时还是企业的较大股东。银行直接参与企业内部治理,并在企业各项重大事项上表决。这种关系类型的代表是德国的银企关系。第三种类型介于上述两者之间,可以称为半市场半企业性的关系。在这种关系中,银行依然同时具有企业的债权人和股东的双重身份,但是其持有的股份并不大。银行对企业采取相机治理的方式,其代表是日本的银企关系。

三种类型的银企关系对应着不同的银企信贷关系。与单一的信贷交易相比,具有股权属性的银企关系中的信息不对称程度将低得多,因为银行不仅在信贷契约签订时对企业的融资项目和企业的生产经营和财务状况有着较准确的了解,而且在项目实施过程中也能够通过参与企业治理减少企业的败德行为。因此,银行债权保全的程度从高到低依次为:企业性关系下的信贷契约、半市场半企业性关系下的信贷契约和市场性关系下的信贷契约。

尽管银企关系以及信贷契约性质的形成是一个长期演化的过程,但是银行监管制度在其中的作用却是显而易见的。银行监管的目的在于降低银行的总体风险,以防止其蔓延到整个宏观经济。“大萧条”催生了现代金融监管,对银行的业务范围管制、利率管制、资本充足性管制和存款保险制度等重要制度得以产生。正是由于实行了业务范围管制才产生了上述三类银企关系及其对应的信贷关系。分业经营限制银行从事与证券相关的业务,把证券业务的风险从银行的整体风险中分离出来。而在混业经营下,银行可以持有并且买卖企业股票。分业经营管制的放松,降低了银行在信贷交易过程中的信息劣势,改善了银行对企业的治理效率,这将增加银行对企业的贷款规模。

利率管制中的贷款利率管制限定了银行贷款的收益率,使银行将关注的焦点集中在贷款风险上,影响了银行的信贷配给结构。在一个给定的贷款利率水平上,为了获得更高的期望收益,银行将增加对低风险企业的贷款,降低对高风险企业的贷款。利率自由化提高了银行对收益率的关注,相对降低了其对风险的关注,这将增加银行对高风险企业的贷款,从而提高了银行的整体贷款风险。

对银行最低资本充足率的规定抑制了其风险资产的过度膨胀。当最低资本充足率标准提高时,银行对企业的贷款规模将会缩小。存款保险制度为银行提供了一个事后保险网,它削弱了破产机制对银行的约束,客观上激励了银行增加贷款特

别是对高风险企业的贷款。20世纪80年代,监管机构开始注意到银行的内部治理。依据银行在某个时点的业绩,将对银行的治理权在存款者(或者代表其利益的监管机构)与银行股东之间进行分配,有效地抑制了银行经营者过度贷款的代理行动,缩小了银行对高风险企业的贷款规模。银行内部治理规范与资本充足性管制的配合能够起到相互加强的作用。但是,由于存款保险制度降低了存款者监督银行经营者的积极性,所以存款保险制度反而削弱了银行内部治理的效果。

在上述分析中,我们可以看到监管制度能够影响银行对企业的贷款规模和风险。不考虑具体企业的特点,从整体上看,监管制度将通过银行对企业的贷款规模在不同方向上影响企业资本结构的主动选择结果。在企业资本结构的被动调整中,监管制度将通过影响银行债权在企业全部债务中的比重,来影响被动调整阶段在整个资本结构选择期间的比重,通过银行对企业贷款风险的选择,使企业资产收益率达到最低水平。

三、结论与启示

通过上述分析,我们可以得出以下几点结论:①进入被动调整阶段时的企业资产收益率越高,债务豁免的结果越可能出现;反之,清算要挟的结果就越可能出现。②当银行债权占企业全部债务资本的大部分时,“银行债权/非银行债权”的值越低,债务豁免的结果就越不会出现;反之,清算要挟的结果就越可能出现。③债权人权利保护制度和银行监管制度构成了影响企业资本结构被动调整阶段的制度环境。

长期以来,我国企业的债权人破产清算权是受到限制的,其重新谈判权只是体现在对和解协议的讨论通过上,债权人会议缺乏对清算组以及企业整顿的监督和约束,而且像银行这样有担保债权的债权人,当其放弃对担保债权的优先受偿权时才能享有在债权人会议上的表决权。《公司法》和《破产法》修订后较大程度地强化、扩大了债权人的权利,并且允许具有担保资产但未放弃优先受偿权的债权人参加债权人会议,但限制了其对和解协议和破产财产分配的表决权。我国的银行监管制度目前仍然是分业经营、利率管制。虽然没有存款保险制度,但实际上却是对全部存款保险。我国银企信贷契约的市场性越来越明显。监管制度的变化主要体现在资本充足率管制进一步完善和银行内部治理水平的不断提高上。在这种制度环境下,考虑到我国企业的资产负债率较高和资产收益率较低的特点,我们可以预测,今后我国企业资本结构的被动调整将更加明显。

主要参考文献

1. 李心合.论制度财务学构建.会计研究,2005;7
2. 王春峰,周敏,房振明.我国上市公司资本结构调整行为研究.中国地质大学学报(社会科学版),2007;6
3. Dewatripont, Mathias, Tirole. A Theory of Debt and Equity: Diversity of Security and Manager-Share-Holder Congruence. Quarterly Journal of Economics, 1994; 109
4. Gorton, Gary, James Kahn. The Design of Bank Loan Contracts. The Review of Financial Studies, 2000; 13