

# 债务契约的财务治理机制分析

金帆

(西北工业大学管理学院 西安 710072)

**【摘要】**近年来,关于财务治理理论的研究仍然较多,但是债务契约在财务治理领域中的研究却相对缺乏。本文从债务契约的风险分担和产权特征出发,探讨债务契约设计和履行过程中的财务治理机制。

**【关键词】** 债务契约 财务治理 风险 履约

债务契约是对企业的产权分配和财务治理起着重要作用的融资契约。从产权角度看,在债务契约的设计和履行过程中债权人可以发挥其财务治理职能。由于资本市场的存在,导致债务契约分化为两类具有不同治理特点的契约,即债券契约和信贷契约。在破产临界状态下,股东、管理层的机会主义行为和债权人的治理过度都会降低财务治理的效率。

## 一、债务契约的产权特征

现代企业理论的一个基本观点是,企业是一个由多个利益相关者组成的契约联结体。从财务角度看,主要存在两种

每股净资产越低,各种幕后交易就越频繁。于是,在股改中非流通股股东利用自身优势对流通股股东大肆剥削也就不奇怪了。同样,在众多中小流通股股东选择放弃权利的情况下,参与投票的流通股股东与非流通股股东之间是否有着密切联系,外部人无从知晓。

因此,根据以上分析,除了模型设计方面的原因之外,笔者认为,非流通股股东的长期优势地位可能成为影响回归分析结果的一个主要因素。流通股股东在信息获取和专业水平上都无法和非流通股股东抗衡,根本无法认清在股改中对方和自身的根本利益,使得股改中的决策在很大程度上取决于非流通股股东的意志,这就造成了理论分析结果和实际情况截然不同。

由此可见,我国证券市场中非流通股股东的强势地位在短期内根本无法改变,在有了一个合理的运行基础之后,我国上市公司及各市场参与主体的不合理行为还将在此后的一段时间内存在,这就需要我国的政策制定部门和监管部门继续深化股改后的辅助工作,引导各市场主体的行为。

## 三、股权分置改革后的利益机制

从长远来看,股权分置改革将从根本上改变我国资本市场运行的制度基础,市场所应具备的各项功能将更加完善,信息流通将更加顺畅,运行机制将更加科学准确,市场参与主体的行为将也更趋于理性。然而,这只是对股改完成后我国资本市场结构合理化的理论预期,从短期来看,我国市场中仍然存在以下问题:

融资契约,即股权契约和债务契约。一般而言,债务契约中债权人放弃了剩余索取权而拥有优先受偿权。虽然《公司法》为保护债权人的合法权益而允许在初始融资契约中赋予债权人某些特定权力,但债权人实质上属于外部利益相关者,不拥有剩余控制权。

笔者认为,一个企业得以产生,要通过各个利益主体进行直接谈判和间接谈判来实现未来利益分配的均衡,签订初始融资契约。初始融资契约是一个风险分担均衡点,债务资本提供者预期获得的固定比率收益与预期承担的风险是相

1. 非流通股在股东获得流通权后一定期限内不能上市交易或转让,短期内原非流通股股东的控制地位不会改变,“一股独大”现象仍将在一定时期内存在。

2. 全流通不能完全消除大股东对小股东利益的侵害问题,当控股股东可以通过“掏空”行为来获取更多的利益时,他们也可能侵害其他股东利益以得到更多的私人收益。

3. 中小股东的投机心理短期内难以消除。股权分置改革将使市场中的资产定价功能得以恢复,市场功能的完善将使投资者的投资行为更加规范,然而在中小投资者普遍存在短期行为的历史背景下,即使运行机制发生根本变革,投资者的观念也还需要一段较长的时间才能转变过来。

我国证券市场经历了十几年的发展,逐步进入弱式有效阶段,建立之初的种种制度缺陷,都可以随着经济的发展而不断消除和改善。但是,对于各市场参与主体,仍然需要通过各种风险警示与惩罚机制给予正确的引导,才能让参与主体的行为更加符合制度规定,以促进我国市场经济获得更大的发展。

## 主要参考文献

1. 巴曙松,张旭.正在开启的战略并购之门——后股权分置时代上市公司并购活动的发展.中国金融,2006;19

2. 陈睿,黄冠翎.股权分置改革对价水平实证研究.商业研究,2006;12

3. 陈欣慰,谢绵陞.博弈论视野下的股权分置改革.特区经济,2006;1

匹配的,否则谈判不会实现均衡。但由于企业在未来经营中面临着多方面的不确定性及股权拥有者比债权人拥有者更偏好风险,故风险分担的初始均衡从企业初始融资契约签订完成时就存在被破坏的可能性,债权人拥有者所分担的风险将偏离初始均衡点。

由于股东承担风险的能力是有限的,当企业风险增大到一定程度时,债权人事实上已经承担了剩余风险,而这部分风险是没有风险报酬的。这已经违背了风险与收益均衡的规律。针对此问题,在理论研究上存在两条解决途径:一是如史密斯、华纳(1979)所提出的,理性投资者在发觉股东可能的行为时,会对投资对象进行重新估价,调整投资行为;二是在初始契约中赋予企业债权人在正常状态下参与企业治理的权力,即契约的特定权力。由于信息的不对称,对投资行为的调整很难完全有效,因此尽管史密斯和华纳的观点得到了一定认可,但从风险分担的角度分析,问题并没有得到彻底解决。

事实上,初始融资契约规定的债权人的特定权力越多,分配给股东的实际剩余权力会越小。詹森和麦克林(1976)认为,债务契约赋予债权人的特定权力将会产生代理成本,包括监督成本、破产重组成本以及由于负债对投资决策造成影响引起的机会成本等。这些代理成本被认为是由企业所有者和管理者承担的,因此在债务契约的谈判中,与债权人相反,债务人倾向于减少限定条款。当然,债务契约规定的特定权力的大小还取决于谈判各方的谈判力的大小。在债务契约的履行过程中,债权人行使契约约定的特定权力,而债务人行使剩余权力。然而关于企业的经营、投融资决策等行为所涉及的特定权力与剩余权力的界限并非十分清楚,这也意味着实际上债权契约可以通过契约的设计和履行在企业财务治理中发挥重要作用。

债务契约对于企业在特定情形下是否进入破产程序和如何执行破产程序具有重要影响。我们称企业处于无法按约定支付债务或者净资产接近于零而面临破产清算的状态为破产临界状态。在破产临界状态下,债务契约的代理问题尤为突出,剩余产权是否转移则取决于债权人的利益是否达到最大化。剩余产权的转移事实上意味着企业的债权演变为股权,但这种演变并不必然导致债权性质的改变。因此,本文认为债务契约的主要产权特征如下:①债权人通过出让剩余控制权和剩余索取权而获得了固定收益权和优先受偿权;②通过谈判,债权人可以获得由债务契约规定的特定产权,并在履行债务契约的过程中执行这种权力,特定权力越多,留给企业管理者的剩余权力就越少;③在破产临界状态下,债权人有权根据自身利益决定是否获得剩余权力。基于以上认识,本文着重研究债务契约规定的特定产权在契约设计和履行过程中的财务治理功能。

## 二、持续经营状况下债务契约的财务治理机制

有效防止企业的机会主义行为,是设计债务契约时为债权人保留财务治理权的重要基础。股权契约为股东保留了关键的剩余权力,特别是重大事项的投票权,所以企业经理的行为在更大意义上是受股东委托进行的。加之股权激励机制的

实施使得企业高层管理人员通过持股也获得了企业的剩余收益,因此当股东利益与债权人利益产生冲突时,管理层倾向于维护股东利益,甚至为了股东权益而不惜牺牲债权人利益。为了保证财务信息的有用性,债务契约可以要求企业必须保持会计政策的一贯性,如要变更会计政策则需经债权人同意。债务契约对企业所做的其他约束性规定,如对再融资的限制等,只有在规范企业财务信息的生成和呈报的前提下,才能有效地对管理层形成约束。这说明债权人监督企业履约的过程,事实上是以财务治理为核心。

在资本市场具有较强流动性的情况下,企业债权出现了分化。企业债券持有者可以通过资本市场随时变现债券,以实现收益或规避风险。但以银行信贷为主的债权,却不能做到随时变现。因此企业债券持有者和作为信贷主体的商业银行,在债务契约的设计和履行过程中具有不同特点,在企业财务治理中的作用也不同,我们将分别予以讨论。

1. 债券契约。企业发行债券时,往往面对着众多的社会投资者,关于债务契约的谈判不可能在债务人和投资者之间展开。但为了债券发行能够取得成功,发行者要在债券契约中制定能够吸引债券投资者的相关条款,并且必须对这些条款进行精心安排。这是一个权衡风险与收益的过程,即债券契约中对企业经营管理的约束条款是否会影响到企业价值最大化目标的实现成为主要的考虑因素。一般而言,债券发行者在考察资本市场状况的基础上,会对标准债务契约进行必要的补充与修改。史密斯和华纳(1979)随机选择了1974年1月至1975年12月间在美国证券市场上公开上市的87种债券,对这些债券契约的内容作了归纳研究。研究表明债券发行者设计的债券契约的内容主要可归为四类:限制生产和投资条款、限制股利支付条款、限制融资条款和约束条款。由于信息的不对称和众多投资者的“搭便车”行为,监督成本较高的限制生产和投资条款将很难得到执行。履约情况易于观测的条款是否得到执行,将直接决定债券的价值评估,从而通过债券在资本市场上的流通向发行企业传递信号,以对企业产生影响。

事实上,上述债券契约是间接谈判的结果,这种谈判是在债券发行者与资本市场之间进行的。一定契约约束条件下的企业债券只是资本市场提供给投资者的一种金融产品。债券契约对企业的事前、事中监督是通过资本市场来完成的。在事前监督中,债券评估机构对企业债券的信用评级对企业起到了非常重要的治理作用,经独立审计的财务报告是企业发行债券前证实其自身信用水平的基本要素。而事中监督也是通过资本市场完成的,债权人根据企业财务信息在证券市场上进行操作,而证券价格的变化对企业管理者是至关重要的。从这个意义上讲,债券与股票在形式上产生趋同,企业债券的持有者与普通股股票的持有者一样,可以根据债券的价值决定是否在证券市场上进行变现,并且债券与股票的价值评估是完全一致的。

综上所述,债券契约在一定程度上是允许债务人自己决定如何生成和呈报财务信息的,债券发行者在设计契约条款时会充分预期履约过程中可能出现的问题。因此,在存在较为

成熟和完善的资本市场的前提下, 债券契约的设计和履行更近似于以自我约束为主的企业内部财务治理。

**2. 信贷契约。**现代企业一个不可忽视的资本来源是银行贷款。德国、日本和我国等国家的企业资本来源中, 银行信贷占有很大甚至超过半数的比重。即使是在资本市场比较发达的美国, 银行贷款在企业外部融资中也居于非常重要的地位(王凤荣, 2002)。斯蒂格利茨(1985)指出, 在现代企业制度中, 有两类机构可以有效地从事企业的监督活动, 一个是银行, 另一个是工会。对于债权人来说, 信贷契约是银行对企业进行财务治理、保护债权利益的基本工具。

信贷契约同债券契约既有联系又有区别。作为共同点, 两者都出让剩余权力, 在履约过程中面临着风险与收益的不平等, 而对风险的管理都可以通过契约设计和履行过程实现。信贷契约与债券契约的区别主要表现在: ①信贷契约是银行与企业进行双边谈判的结果, 银行有能力也有动力减少谈判过程中的信息不对称。相对于分散的社会投资者而言, 银行的谈判力是非常强大的。信贷契约可以赋予银行在履约过程中的一些特定权力, 如对投资项目的审查权、对再融资的限制、对企业自由现金流量的管理、对企业会计程序的选择等。前已述及, 契约中规定的特定权力越多, 银行在履约过程中的财务治理权力越大, 则属于管理者的剩余权力越少。②银行可以在信贷契约的履行过程中参与甚至主导企业内部治理。银行有效发挥监督作用的条件是银行贷款成为企业资金的主要来源, 或者银行持有企业的股份。这是因为, 如果信贷份额过低, 银行就没有动力去监督企业, 而只关心贷款的还本付息。银行作为信贷契约主体, 甚至可以影响企业的生产和投资决策, 以至于可以主动调整各利益相关者在财务体制中的地位, 而这一点是债券契约所无法实现的。

从债权人的角度分析, 主银行制度是保护债权的最为有效的方式。主银行的债务契约结合了股权契约与债务契约的优点, 在促进日本和德国的经济发展中起到了很大的作用。青木昌彦、奥野正宽的研究(1999)表明, 主银行制度的实施有利于对企业行为进行事前、事中和事后的一体化监督。企业财务状况良好时, 银行对企业不予干预; 企业一旦面临困境, 银行将最终决定对企业是清算还是进行救助。

### 三、破产临界状态下债务契约的财务治理机制

由于面临职业风险, 拥有剩余控制权的企业管理层为了维护自身利益, 存在提供虚假财务信息以延缓实行破产机制的行为, 并且通过派发股利、资产置换等手段掏空企业资产, 留给债权人一个空壳, 或者进行赌徒式的高风险投资, 本文称这种赌徒式的投机行为为强机会主义行为, 以区别于正常状态下的机会主义行为。这种机会主义行为是以债权人资产为抵押的。一旦投机失败, 承担损失的是债权人; 如果成功, 股东和管理者将从中获益。毋庸置疑, 强机会主义行为的存在加大了企业总体风险, 并将债权人的利益置于高风险状态下。正是因为如此, 债务契约往往对此都有所限制。并且, 从维护债权人利益的角度出发, 债权人存在治理过度的倾向。一方面, 债权人了解股东及管理者的上述动机, 千方百计地试图揭穿企业

的面纱, 限制企业的财务行为; 另一方面, 破产临界状态下债权人与股东之间存在不可调和的矛盾, 债权人存在对企业进行破产清算的倾向, 即使企业仍有持续经营的价值。

对于上述问题, 付元略(1999)认为, 在破产临界状态下, 债权人与股东协商进行再融资以投资于好的项目的成本是极其高昂的, 这使得企业不得不放弃一些好的项目。股东和管理层的机会主义行为、债权人的治理过度以及财务体制的强制性转变, 都可能导致财务治理的低效率。为避免破产临界状态下的强机会主义行为和债权人的治理过度现象, 就要从债务契约的财务治理机制入手。事实上, 企业财务危机的出现存在一个过程, 而企业管理层的财务信息呈报存在被人粉饰以及故意拖延的可能, 这就造成了债权人在信息上的劣势, 债权人往往在企业面临破产时才得到真实的信息。为了解决上述问题, 可以考虑在设计债务契约时在债权人和企业之间建立一条信息通道, 并以此赋予存在重要利害关系的债权人一定的财务治理权。

笔者认为, 可以在债务契约中允许企业最大的债权人接受其他债权人甚至股票持有者的委托, 向企业派驻监察员, 以对企业战略实施监督, 但并不直接干涉企业的经营管理, 同时评价企业的总体风险, 评价结果可作为债权人进行财务治理的依据。与独立董事不同的是, 监察员代表着债权人的利益。监察员依据其对企业的观察和评价对企业战略管理提出质疑, 以促使企业管理层避免制定和实施损害债权人以及其他利益相关者的战略。我们称之为债权人对企业的问责制。在向企业派驻监察员和实施问责制的条件下, 可以实现以下目标: ①作为重要资本提供者的债权人在企业经营管理的全过程中实施监控, 不仅建立了债权人与企业之间的信息通道, 而且可以促使企业的战略管理更加科学化。②这种安排可以缓解诸如我国独立董事和监事会对企业监督不力的局面。由于监察员代表债权人的权益, 所以比独立董事有着更大动力对企业进行监控; 同时由于监察员不是由企业内部产生, 或由董事会推荐或委任, 所以其独立性比监事会更强。③这种安排可以促使企业救助制度有效地发挥作用。银行通过信息共享可以对危机企业做出客观评价, 从而使企业做出正确判断和决策, 减少不必要的企业破产, 提高资源利用效率。

### 四、结论

债权人通过对债务契约特定权力内容的设计和履行来实现其财务治理目标。资本市场的存在将债券契约和信贷契约区别开来, 这两种债务契约的区别在德、日国家的主银行制度中得到了充分体现。债务契约的财务治理功能在企业处于破产临界状态下也表现得较显著。探讨债务契约的财务治理功能, 对于深化我国金融体制改革、完善现代企业制度都是大有裨益的。

#### 主要参考文献

1. 金帆, 杨淑娥. 公司财务治理机制的理论框架分析. 审计与经济研究, 2005; 2
2. 王凤荣. 金融制度变迁中的企业成长. 北京: 经济科学出版社, 2002