



# 浅谈企业负债融资结构

厦门大学管理学院 陈林

**【摘要】** 本文首先阐述了代理成本理论与资本结构理论的关系,进而对资本结构中一支——债务做了深入分析,从代理理论的角度出发对不同的债务融资期限和债务融资类型进行分析,探讨如何通过有效安排企业的负债结构控制负债融资的代理成本。

**【关键词】** 负债 融资 代理理论

## 一、资本结构理论的代理成本

企业资本结构的代理成本理论最早是由Jensen与Meckling提出的。他们将代理成本定义为:设计监督和约束利益冲突的代理人之间的一组契约所必须付出的成本,加上执行契约时成本超过利益所造成的剩余损失。Jensen与Meckling指出,负债融资可以弥补股权的代理成本。首先,对外进行股权融资,并在投资总额不变的情况下进行负债融资,可以有效提高管理者的持股比例,使管理者与股东的目标函数趋同,减少管理者与股东之间的代理成本。其次,债务融资可以减少额外消费的范围。债权人往往通过签订契约的形式对管理层的行为进行约束,同时,负债的存在使企业面临着还本付息的压力,企业的破产风险加大,而管理者的额外消费却加大了企业

由于经营不善破产进而失去其对企业控制权的风险,这时,管理者会选择对自身的行为进行“修正”,管理者与股东之间的代理成本也能得到有效缓解。

既然负债融资能够有效缓解管理者与股东之间的代理成本,那么企业为什么不采取“最大负债”进行经营呢?这是由于负债融资与股权融资一样,也存在着代理成本。管理者与债权人之间的关系如同管理者与股东之间的关系一样,都存在着利益上的冲突。当企业的负债融资越来越大时,企业的经营风险随之加大,但由于企业的控制权掌握在管理者和股东手中,管理者和股东就有动力利用债权人的财富为自己谋利。最为极端的一种情况是,管理者发行债券后,将所获资金全部作为股利分配给股东。企业也还可以通过关联交易或

所进行竞争,主要是要建立中国的大所,即采取兼并的形式,成立可以与国际“四大所”抗衡的大所,以共同分割中国审计市场。当前,我国审计市场上缺乏的便是起主导作用的大规模事务所,达成有关审计产品价格的共谋。目前我国审计市场已经有了兼并的动向,但是效果尚未完全体现,审计市场的兼并仍然是值得关注的问题。

**3. 审计市场绩效研究。**经济绩效是指在一定的市场结构下,由一定市场行为所形成的价格、产量、成本、利润、产品质量、产品品种以及在技术进步等方面的最终经济成果。经济绩效表示的是实现某种经济活动目标的程度。如果说市场结构和企业行为反映的是市场经济运行的基础和过程,那么经济绩效反映的则是市场经济运行的结果。或者说:结构和行为反映的是经济运行的环境和方式,而绩效反映的则是经济运行的成果。

1854年英国苏格兰爱丁堡创立了爱丁堡会计师协会,标志着独立审计职业的诞生。1981年,上海成立了中国经济体制改革后的第一家会计师事务所——上海会计师事务所,标志着新中国注册会计师(CPA)行业得以恢复。在这24年的发展历程中,独立审计业能够适应市场经济,确保了市场经济的有效运转,得到了社会的认可。然而,我们不得不承认我国审计职业的发展还处于刚刚起步的阶段,还存在许多的问题,严重影响着我国审计市场绩效,主要有如下几点:①由于竞

争过度激烈、争夺客户产生大量的资源浪费;②从长期来看,事务所的收费水平在弥补审计成本后无法为事务所带来正常水平的利润;③过低的审计收费不能保证审计质量,使得审计产品质量整体下降。

从以上对审计市场进行SCP模型分析,可以看到:当前我国审计市场的结构不合理,从而使得审计市场的行为脱离正常轨道,导致了我国审计市场的绩效低下。因此要提高整个市场的经济绩效,就必须从根本上入手完善我国审计市场结构、规范事务所的收费行为、促进事务所合并、优化审计市场结构、提高市场的经济绩效,最终实现整个市场的优化配置,进而达到帕累托最优状态。

## 主要参考文献

- ①易琮.有关审计市场集中度问题的探讨.中国注册会计师,2002;5
- ②李树华.审计独立性的提高与审计市场的背离.上海:上海三联书店,2000
- ③吴溪.我国证券审计市场的集中度与注册会计师独立性.中国注册会计师,2001;9
- ④余玉苗.中国上市公司审计市场结构的初步分析.经济评论,2001;3
- ⑤齐宇飞.谈影响审计工作效率的因素.审计与经济研究,2000;2

为第三者担保等较为“温和而隐蔽”的方式转移企业资产。此外,当公司的负债比例很高时,股东投资于高收益、高风险项目的动机非常强烈,因为一旦投资成功股东可以享受还本付息后的剩余收益,而一旦失败,则由债权人承担大部分的成本,相反,如果股东选择一个收益率平平的投资项目,则相当于用自身的努力为债权人谋利。因此,在这种情况下,股东很可能选择前者。

我们可以通过一个简单的公式来解释这个问题:公司股票价值 $S=\max(V-B,0)$ 。其中: $S=T$ 期后公司股票价值, $V=$ 企业的市场价值, $B=$ 期限为 $T$ 的负债面值。

上述公式表示:公司股票价值体现为以公司的资产为对象资产、公司负债面值为行使价格的一种看涨期权。当公司在 $T$ 期后,公司的市场价值尚不足以偿还债务时,股东可以拒绝履行期权,债权人开始拥有公司的剩余控制权。当然,这要建立在一个基础之上:即股东只承担有限责任。这时我们很容易理解,股东越是选择高风险的投资项目,公司投资项目价值的变化率也就越大,方差也就越大,公司的股票价值越大。这时,债权人会理性地预计到股东的行为,会直接要求提高债权的资本成本,或者在债务契约中加入各种限制性条款,而这类条款必然产生相应的成本,也就是负债的代理成本了。

可见,无论是股权融资还是负债融资都存在代理成本,负债资随着股权比例的下降而增加。一家没有负债的企业,为减少股权代理成本,引入负债融资,但随着负债的增加,负债的代理成本将随着利率的提高而增加。在这一过程中,企业资本结构将出现一个均衡点,即资本和负债的均衡点,使得总的代理成本最小。

资本结构信息经济学理论认为,当企业为实施某一确定的投资项目而对外筹集资金时,融资契约的事前信息不对称可能导致外部投资者激励的下降、企业融资成本的上升以及企业内部经营管理者在投资决策上的非效率化等代理成本发生。当企业通过一定方式对外融资时,企业内部经营管理者在企业价值和投资项目预期收益方面拥有正确而足够的信息,而外部投资者缺乏这方面的信息,这种信息不对称将会带来两种后果:①外部投资者合理预期到对企业投资项目的预期收益处于信息劣势时,外部投资者可能会减少甚至不进行投资,这将会使得投资项目优良的公司无法筹集到足够的资金;②投资者根据自己掌握的有限信息,面对市场上良莠不齐的企业,对资本市场的融资债券按照一个平均价格予以评价(就像旧车市场模型中所阐述的那样),优质企业的证券价格被低估而劣质企业的证券价格被高估,这样,证券价值被高估的企业可能出现投资过度的非效率投资行为,而证券价格被低估的企业则可能出现投资不足的投资决策现象。实际上,由于信息不对称所造成的代理成本最终是作为企业的融资成本由企业负担的。

## 二、如何控制负债融资的代理成本

阿克劳夫的旧车市场模型开创了逆向选择理论的先河。在旧车市场上,逆向选择问题来自买者和卖者有关车的质量信息的不对称,最终在均衡情况下,市场上只有低质量的车进行交易,甚至出现市场封闭的现象,这时交易的帕累托改

进无法实现。

如何克服在信息不对称情况下的逆向选择问题?斯宾塞认为在劳动力市场上,雇员的教育水平作为一种信息能向雇主传递有关雇员劳动能力的信号,从而能够克服劳动力市场上的逆向选择以及由此导致的劳动力市场非效率交易,这一观点为解决信息不对称情况下的逆向选择问题提供了信号传递模型的分析方法。

而罗斯查尔德和斯蒂格利兹认为在保险市场上,保险公司向风险类型不同的投保人提供费率不同的保险契约,由投保人根据自己的风险类型进行自我选择,能达到在分离均衡下将不同类型的投保人进行有效分离,他们的观点为解决信息不对称情况下的逆向选择问题提供了信息甄别模型的分析方法。

相关研究也表明,信号传递模型和信号甄别模型确实可以有效控制代理成本的发生。其中,资本结构的信号传递理论是这一领域最有影响的理论之一。罗斯针对有关资本结构的信号传递模型做过相关研究,并证明资本结构可以通过传递内部信息对企业的市场价值产生影响,即用负债比例显示企业质量。信息不对称使得好的企业承担更高的负债率,以显示自己的高质量,但在这种情况下企业将可能承担破产风险。

## 三、债务期限与代理成本

Jensen与Meckling提出企业负债融资中存在的代理成本问题,即资产替换问题,如前面已经列举过的通过较为明显地将负债融资作为股利发放、较为隐蔽地通过关联交易或对外担保等来实现。对此,Myers提出可以通过降低负债的有效期限来控制代理成本。

显然,在企业主要采用短期负债融资的情况下,如主要靠短期借款和商业信用融资,企业的债务期限普遍较短,面临着很大的债务压力。由于债务期限短,企业很快就要面临新的再融资问题,在这种情况下,公司的管理者和股东将短期债务融资资金用于高风险性投资的可能性大大减小。首先,这极易遭到债权人的抵制,因为债权人之所以发放短期的债务,往往是出于控制风险和回笼资金的考虑。这时,公司管理者可能实施的资产替代行为受到了来自债权人的有力遏制。其次,由于短期债务要求在短期内得到偿还,有利于削减企业的剩余现金流收益,降低股东与企业经营者的股权代理成本,从而增加对企业经营者的经营激励程度。同时,由于企业往往面临着很大的财务风险,在这种情况下,公司的破产风险加大,管理者更倾向于保守的经营行为以避免公司面临困境时自身遭受替换的结局,道德风险在一定程度上得到控制。

由于信息不对称,管理层比外部投资者和债权人拥有更为详实、准确和及时的信息,企业的行为成为内部人向外部人传递信号的手段。公司价值的评估将影响到负债的定价,公司价值的错误评估会导致外界对长期债务与短期债务定价的偏差,尤其对长期债务定价的影响更大。在市场不能有效区分公司价值评估到底在多大程度上反映了公司的真实情况时,会把发行债务的行为视作一种传递公司质量的信号。如果公司发行长期债务,市场将视作公司价值被高估,使公司必须降低长期债务的发行价格,增加长期债务资金成本。信息不对称情况越为严重的市场,就越不能正确区分

公司的价值,长期债务发行的折价越大,代理成本越高。但是对短期债务而言,由于在短期内即可得到偿还,债权人收回债权的前景更为明朗,可以在一定程度上降低由于信息不对称所带来的这种成本。

所以在信息不对称的情况下,如果企业的负债融资总额不变,在条件允许的情况下,提高短期负债融资比例,可以向外界传递公司经营高质量的信号,有效降低债务融资的代理成本。但是应当注意的是,利用短期负债展开融资的方式来解决企业的长期负债资金需求会增加企业债券的发行成本和交易成本。

#### 四、债务类型与代理成本

通过对债务期限结构的设计,可以有效缓解债务的代理成本,此外,通过对债务类别结构的设计也可以达到这一目的。债务按类型可以划分为以下几种:商业信用、银行信贷、企业(公司)债券等。不同的债务类型在约束代理成本上各有缺点,下面分别进行阐述:

**1.商业信用。**商业信用期限较短且与企业的购销活动相联系,这决定了商业信用的代理成本相对较低。但是,由于商业信用一般比较分散且单笔交易额较小,债权人对企业而言影响较弱,往往处于消极被动的弱势地位,在这种情况下,债权人无法通过私人契约的形式来约束管理层的资产替代行为,这时企业很可能出现滥用商业信用资金的行为,如挪用商业信用用于向股东分红或用于高风险的投资活动,代理成本由此又有增加的可能。

**2.银行信贷。**银行信贷是企业最重要的一类债务资金来源,它包括短期借款和长期借款两类。就长期借款而言,它具有金额大、期限灵活的特点,且提供资金的债权人是专业的借贷机构。一般认为,银行是收集和处理信息的专家,可以通过事前的信息甄别发现有关企业价值的信号,从而改变对企业的错误估价,同时,通过事后的信息监督也可以降低股东和债权人之间的代理成本。

但银行信贷资金一旦投入企业,即相当于被“套牢”,因为缺乏充分竞争的交易市场形成市场价格,银行往往无法在贷款到期前收回资金,流动性低,因此面对着较大的风险。由此看来,银行作为大债权人在与公司签订契约方面具备信息优势和监管优势,但由于无法完全消除信息不对称,势必无法消除代理成本,同时由于缺乏成熟的退出机制,银行信贷的代理成本依然存在。

**3.企业(公司)债券。**与银行信贷相比,债券融资具备可退出性、分散性的特点。由于企业债券存在一个可供债权人和潜在债权人进行交易的市场,债权人可随时对债券进行出售和转让。在这种情况下,债权人对自身利益的保护不再是通过积极地参与公司治理进行监管,而是通过在债券市场出售债券,这类类似于股票市场上的“用脚投票”,在这种情况下,债权人与管理层和股东之间的代理成本之争得以分散。债券对债权融资代理成本的约束作用还通过“信号显示”得以实现。由于债券存在一个广泛交易的市场,其价格能对债券价值和企业的价值做出及时反应,使债权人及时发现其债权价值的变动,特别是在其债权价值发生不利变动时迅速采取行动来降低损失,这有利于缓解债权人与管理层和股东之间的冲突,

在冲突之始发出信号,防止冲突扩大升级。这种信号作用是其他债权融资方式所没有的。

债券融资也有其缺陷,主要体现为债权人较为分散,单个债权人的债权往往较小,缺乏监督企业管理层或股东的动力,这是由于单个债权人如果采取这种行动所获取的收益将由全体债权人共享,但成本却仅仅由单个债权人承担,同时,由于单个债权人往往缺乏专业知识,也不具备监督管理层和股东的的能力。

在这里我们有必要谈谈负债集中度在企业公司治理中的作用。负债集中度是指企业负债融资的数量分布状况,即企业债权人的数量及其在企业负债融资总额中所占的比重。企业负债融资的集中度,决定了债权人集体行动的效率。

现在让我们设想有两家这样的企业:A企业的银行借款全部来自一家银行,企业的应付账款的95%系同一家供应商的货款;B企业没有银行借款而是采取发行公司债券融资,企业的应付账款中最大债权人的欠款都不到应付账款总额的10%。显然,A企业的债务集中度远远要高于B企业,债权人内部达成协议和采取一致行动的交易成本很低,参与公司治理的有效性也更高。而B企业债权人之间的交易成本过高,分散的债权结构容易产生“搭便车”行为,单个债权人的行为集中起来便体现为“集体行为”,结果是所有债权人都放弃参与公司治理。当B企业本应破产时,可能会由于债权人难以做出有效的决策而使得企业的控制权滞留在股东与管理者手中。甚至在B企业确实破产后,也可能存在债务人行动效率低下不采纳重组而进行清算的情况,虽然一般来说,重组能在很大程度上避免债权人的损失。这是因为采用重组还是清算与企业债务集中度紧密相关,企业债务集中度越高,债权人达成协议交易成本越低,重组可能性越大。企业的债务集中度可以在一定程度上反映企业债权人参与公司治理的有效性以及在公司治理中所能发挥的作用。

从上面的分析可以看出,各个类型的债务融资在约束代理成本上都各有其优缺点,没有绝对占据优势或是绝对处于劣势的负债融资形式,而且存在着一定的互补性。因此,在企业的债券融资中,应该视企业的具体情况,将各种负债类型组合使用,取长补短,在最大限度上控制代理成本。

#### 主要参考文献

- ① William L. Megginson.刘明辉译.公司财务理论.大连:东北财经大学出版社,2002
- ② Jensen,Meckling.Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics,1976
- ③ 沈艺峰.资本机构变迁史.北京:经济科学出版社,1999
- ④ 张维迎.博弈论与信息经济学.上海:上海人民出版社,1996
- ⑤ 潘敏.资本结构、金融契约与公司治理.北京:中国金融出版社,2002