



多重代理理论与企业资本结构优化

陕西秦光制药厂 窦金绒

所谓最优资本结构是指企业在一定时期内使加权平均资本成本最低、企业价值最大的资本结构。按照帕累托最优标准,如果资本结构发生改变或调整,企业的综合资本成本不再因此而降低,企业价值也不再增加,这时的资本结构达到最优。

一、代理理论与资本结构优化

代理理论最初主要被用来分析企业所有权与经营权分离情形下股东与经营者之间的关系。后来,权衡理论在资本结构的分析框架中创造性地引入了代理成本,并将其与财务困境成本进行权衡。此时,代理理论才初步显示了它对企业资本结构的解释效力。

然而,随着人们对代理理论研究的深入,就资本结构而言,代理理论早已突破了权衡理论的研究框架,逐步形成了一个相对独立的研究框架。Jensen 和 Meckling 在这一新的资本结构分析框架下指出,委托人和代理人之间存在的利益不一致和信息不对称会导致代理成本产生,并指出代理成本包括委托人监督支出、代理人保证支出和剩余损失三部分。他们用这一分析框架来解释企业的所有权结构,认为代理成本是企业所有权结构的决定性因素。由于所有权结构是资本结构的重要组成部分,所以代理成本对企业资本结构也具有决定性作用。

就有关资本结构的研究而言,虽然代理理论已经突破了权衡理论的研究框架,逐步形成了一个相对独立的研究框架,但是代理理论框架还要求代理成本有其归属对象,而该框架并未区分各种代理关系所带来的不同的代理成本,只是一般性地将其称之为委托人与代理人之间的代理成本。这种未做区分的代理成本主要是指股东与经营者之间的代理关系引起的代理成本,未考虑其他代理关系及其相应的代理成本。如果综合考虑存在于企业内部的所有重要的代理关系,则会大大增强代理理论对企业资本结构的解释效力。

二、多重代理关系的形成

现代企业可以被看做是契约的集合体,企业通过各种契约合同将各种专用性资源组合起来进行生产,创造了大大超出市场叫卖方式的效率和效益。这些契约很多都可以被视做委托代理契约,从这些委托代理契约出发,代理成本就不可能仅仅存在于股东与经营者之间。

企业重要的利益相关者包括股东、经营者和债权人等。代理成本产生的基本出发点是委托人与代理人之间存在的效用函数的不一致,产生的基本条件是信息的不完全性和信息分布的不对称性。在现实中,在各种利益集团之间和利益集团内

部存在的效用函数的不一致和信息的不对称是一种常态。因此,代理成本还存在于大股东与中小股东之间、债权人与经营者之间、债权人与股东之间以及经营者内部的高层管理人员与中基层管理人员之间。这样,围绕企业就形成了一个具有多重代理关系的有机组合。

此外,代理问题也与治理问题密不可分。现代企业中的多边治理活动实质上是多重代理关系互动的结果,其目的在于协调多元代理关系,使代理成本最小化。因此,现代企业中的多重代理关系的形成,是实现多边共同治理的基础。

三、多重代理视角下的资本结构优化

与传统代理理论视角下的资本结构优化问题不同,多重代理理论视角下的资本结构优化要求特别关注中小股东与大股东、债权人与大股东、股东及债权人与经营者之间的代理关系及其代理成本。这些代理关系也对真正实现企业资本结构的优化起着至关重要的作用。

股权结构形成的实质就是股权投资者在控制权溢价收益和风险分散效应之间的权衡。投资组合理论认为,由于面临着各种风险,股权投资者需要对各种股票进行组合,以分散投资风险。但是,在分散风险的同时,收益权和控制权也被稀释了。而控制权是有价值的,存在着所谓的控制权溢价收益。控制权溢价收益和风险分散效应的大小是由中小股东与大股东之间的代理关系和代理成本决定的。而这种代理关系及其代理成本受双方的效用函数、信息分布、信用状况以及谈判能力等诸多因素的影响。

而资本结构的形成需要分析代理关系网络中与长期债权人有关的代理关系。此时,企业的资本结构实质上取决于股权投资者与股权投资者在控制权溢价收益和风险分散效应之间的权衡。而这种权衡是由相应的代理关系和代理成本决定的,并最终受到双方的效用函数、信息分布、信用状况以及谈判能力等诸多因素的影响。

因此,我们应当注意区分与长期债权人有关的三种不同的代理关系:①如果企业内存在大股东控制现象,则主要的代理关系存在于长期债权人与大股东之间;②如果不存在大股东控制现象但存在较强的内部人(经营者)控制现象,则主要的代理关系存在于长期债权人与经营者之间;③如果大股东控制现象和内部人控制现象都不存在,则主要的代理关系就可能存在于长期债权人与全体股东之间。

总之,在多重代理视角下,要寻求最佳的资本结构(包括股权结构),就必须致力于协调各种代理关系,尽量减少剩余损失和代理成本,以实现企业价值最大化。□