

企业债务融资结构研究

——一个基于代理成本的理论分析

陈 耿,周 军

(西南财经大学 研究生部,四川 成都 610074)

摘 要:根据代理理论的解释,企业负债的原因是为了利用负债来约束股东与管理层之间的冲突,降低股权代理成本。但由于债务本身亦存在代理成本,因此,企业资本结构决策必须在股权代理成本与债务代理成本之间做出权衡。企业债务代理成本与债务结构存在紧密的联系。债务的期限结构、类型结构都将对代理成本的高低产生影响。企业债务中的债券具有的信号显示功能,有助于总体债务代理成本的降低。

关键词:代理成本;债务期限结构;债务类型结构;信号显示

中图分类号:F270-05 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)02-0058-08

企业为什么要使用负债?这是关于企业融资的一个“老”问题。传统财务理论已经对此作出了回答。但在本文,我们将跳出传统理论的约束,从一个新的角度——代理成本(Agency Cost)的角度——对债务融资提出新的解释。基于代理成本角度对企业债务的理解,不仅更加贴近现代经济学对企业是“一组契约的联结”的认识,而且有助于我们更加深入地探讨债务融资内部结构和与此相关的一系列重要问题。

一、债务的作用:缓和管理层与股东的冲突

詹森和麦克林(1976)最早利用代理理论来对企业资本结构问题作出解释。他们在1976年发表的经典论文《企业理论:管理行为、代理成本和所有权结构》中,将代理成本定义为“代理成本包括为设计、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”。詹森和麦克林认为,代理成本存在于几乎所有的企业中。

企业为什么存在代理成本,换言之,企业为什么会出现代理问题?詹森和

收稿日期:2003-10-08

作者简介:陈 耿(1973—),男,重庆人,西南财经大学研究生部博士生;

周 军(1968—),男,重庆人,西南财经大学研究生部博士生。

麦克林认为现代企业里“所有权”与“控制权”的分离是产生代理问题的根本原因。在詹森和法码合著的“所有权与控制权的分离”一文中(1983),他们进一步提出“代理关系的产生是因为契约的制定和强制执行不是无代价的”。在这里,代理问题最终被归结到契约上来了。实际上,詹森和麦克林正是发展了科斯、阿尔钦和德塞茨关于“企业是一种契约的思想”,把企业看作是作为联结一组个人之间契约关系的一种法律构造,而代理关系正是其中一种非常重要的契约关系。在代理关系中,无论是委托人还是代理人,他们的目标都是为了达到各自的效用最大化。如果两人的效用函数不一样,那就很难保证代理人的每一行为会完全是从委托人的最优利益出发,代理问题因而产生。尽管委托人可以对代理人进行监督和约束,但监督和约束本身是存在成本的,并且会引起代理人行为偏离委托人财富最大化目标,从而导致委托人的福利损失。

从代理成本的视角出发,企业内部的许多关系都可以被纳入代理关系的范畴。企业管理者和外部股东之间就是一种典型的代理关系。詹森认为:“企业管理者就是股东的代理人,(他们之间)是一种充满利益冲突的代理关系”。罗斯也曾直截了当地指出:“本质上看,企业的管理者就是股东的一种代理人”。在现代企业里,管理者作为外部股东的代理人,由于仅仅持有部分股份或不持有股份,其目标函数和外部股东之间肯定会产生偏差,往往不会按照股东利益最大化的目标行事,结果引起管理者与股东之间出现利益冲突。这种冲突正是股权代理成本得以产生的根源。股权代理成本具体可以表现为:管理层会“偷懒”;增加在职消费;实施不利于企业但有利于自己的投资或筹资活动,借此获取私人利益或转移企业财产,过分追求企业规模扩张而忽视投资效益的高低;过分追求稳健经营,放弃那些风险较高但净现值为正的投资项目。显然,股权代理成本的存在将降低企业的价值。

为了缓和股东和管理者之间的冲突,这时可以考虑引入负债。引入负债能够降低股权代理成本的“标准”解释是:假设企业投资总额固定,且管理层投入到企业中的股权资金也固定的情况下,引入负债可以降低企业对外部股权资金的需要,间接提高管理层的持股比例,使管理层与股东的目标函数趋于一致,从而缓和股东与管理层之间的冲突。负债越多,管理层持股比例越高,这种缓和效应就越是突出。这个解释主要是从对管理层实施激励的角度做出的。除此之外,负债的存在还将对管理层的行为产生多方面的约束,同样能起到缓和冲突与降低代理成本的作用,具体的传导机制包括:负债的存在使企业面临还本付息的压力,能够降低企业自由现金的数量,约束管理层对企业自由现金流量的滥用;负债的存在使企业产生了破产的可能,而管理层一般是“破产厌恶型”的,为了避免破产,管理层迫于负债的“压力”会更加努力工作;负债的存在还将在一定程度上约束管理层通过“过度投资”来营造“企业帝国”的倾向,因为盲目追求规模很可能会导致企业现金流的不足,使企业面临财务危

机。从以上分析可以知道,负债能同时从激励与约束的角度来“修正”管理层的行为,缓和股东和管理层之间的冲突,降低股权代理成本。这正是所有权与控制权相分离的企业引入负债的重要原因。

二、债务代理成本

必须注意到的是,正如可以把股东和管理层的关系视为委托—代理关系一样,股东和债权人的关系同样如此。在一般情况下,在股东与债权人所共同组成的企业中,股东是代理人,而债权人则是委托人。由于效用函数的不一致和契约的不完全性,股东和债权人之间同样存在利益冲突,即债权资金也存在代理成本。詹森和麦克林(1976)在《企业理论:管理行为、代理成本和所有权结构》一文中首先提出并分析了债务资金的代理成本问题,他们认为股东具有投资于高收益、高风险项目的动机,特别是当企业负债比例较高时,这种动机非常强烈。因为项目成功时股东可以获取大部分利益,而如果失败,则由债权人承担大部分成本。因此,股东具有以低风险为保证来发行所谓的“低风险”债务,然后去从事高风险投资的倾向,借此实现财富从债权人向股东的转移。这种现象被称作“资产替代”。然而,债权人在事前会理性地预计到股东可能会把资金投资于高风险项目,他们会直接要求降低债权的发行价格(即提高债权资金的成本),或者要求在债务合同中加入各种限制性条款。这类条款的加入不可避免地要产生相应的成本,这个成本就是债务的代理成本。

其后,梅耶斯(1977)在《企业借贷的决定》这篇论文中对股东与债权人之间的冲突问题进行了补充。梅耶斯认为,如果债务的到期期限是在企业做出投资决策之后,当投资的增值额大于零但小于债务的约定支付额时,虽然投资对债权人有利,但股东却不会投资,因为这样做不会给自己带来任何好处,只是在为债权人“作嫁衣”。换言之,一个处于财务危机阶段的企业存在“投资不足”问题。这说明负债的存在可能会使企业的投资政策扭曲。无杠杆公司总是选择正净现值的项目,而有负债公司可能会背离这个原则。债权人在基于合理预期的基础上,对企业可能出现的非最优决策行为要求获得价值补偿。这也构成债务代理成本的一个来源。

除了上面谈到的内容之外,债务的代理成本还可能由以下几种情况引起:(1)过度发放股利,实施变相撤资行为。这将提高债权人承担的风险,降低债权价值。(2)资产转移。在股东控制下,企业可能会采取关联交易、为第三者提供担保等多种方式转移企业资产。(3)进一步较大规模地借入新债务。(4)由于信息不对称引起的代理成本。与前面的情况类似,债权人在事前都会对这些情况有所预计,并要求在贷款或债券条款中加入保护性条款,对企业(股东)的行为做出严格的限制。

三、债务代理成本对资本结构的影响:一个模型

企业引入负债可以降低股权代理成本,但同时债务的引入又会产生债权代理成本。那么,在使用债务资金时,或者更准确地说,在确定企业最佳资本结构时,企业必须在综合考虑两种代理成本的基础上做出权衡取舍。企业最优资本结构应该是在给定内部资金水平下,能够使总代理成本最小的权益和负债比例^①。这里利用一个简单的模型来予以说明。

设: S_1 = 由管理层持有的内部权益; S_0 = 外部权益; B = 负债。

假设给定企业融资总额与管理层持有权益数额,则企业所需的外部融资总额($B + S_0$)也是确定的。令外部权益融资比例为: $E = S_0 / (B + S_0)$,显然有 $0 \leq E \leq 1$ 。当 E 增大时,表示外部资金中的权益资金越多,债务资金越少。管理层持股比例随着 E 的增大而降低。反之亦然。

图 1 显示,企业代理成本分为两个部分:(1) 股权代理成本 A_1 , 它随着 E 值的增大而增大;(2) 债权代理成本 A_2 , 它随着 E 值的增大而减小,即债权代理成本随

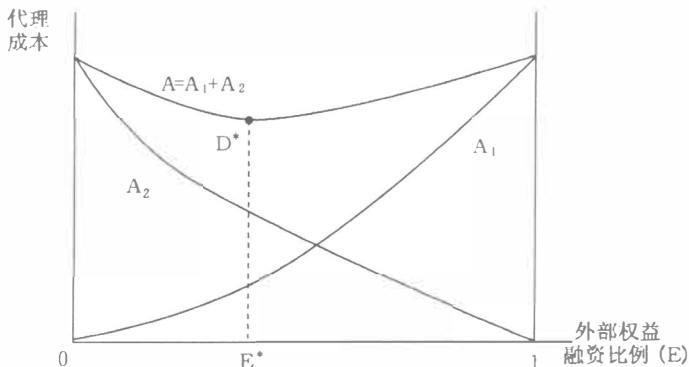


图 1 债务代理成本示意图

随着负债数量的减少而减少,随着负债数量的增加而增加。企业的总代理成本为股权与债权代理成本两者之和,即 $A = A_1 + A_2$ 。当 E 值等于 E^* 时(见图 1),企业的总代理成本最小,此时对应的资本结构即为企业的最佳资本结构。

通过前面的分析可以知道,企业对负债的使用主要取决于债务代理成本的高低:在其他条件不变的条件下,债务的代理成本越低,企业负债比例可以越高,反之亦然。而债务代理成本的高低不仅与企业负债的数量有关,而且受到债务结构的直接影响。在某种特定债务结构的作用下,债务的代理成本可能比另一种结构的同样数量债务的代理成本低。从代理成本的角度出发,此时企业可以更多地使用负债。我们可以将前面的模型稍作修正来对此予以说明(见图 2)。

令 A'_2 为新的债务结构下的债务代理成本,它位于 A_2 的下方; A' 为新的债务结构条件下,股权代理成本与债权代理成本的总和,即 $A' = A_1 + A'_2$;其他符号与坐标轴代表含义与图 1 相同。

由图 2 可见,在新的债务结构条件下,总代理成本曲线 A' 相对于 A 发生

向左下方的移动,由此决定新的总代理成本最低点也发生向左下方的移动,从而使新的最优资本结构点 E^* 相对于原最优资本结构点 E^* 发生左移。由坐标轴所代表的含义可知,此时的最优负债数量相对于原有状况提高了。并且,在新的最佳资本结构点上,企业总的代理成本较之原先是下降了,表明企业的效率得到了提高。它的经济含义是:通过债务结构的变动使债务的代理成本下降,并使企业新的在负债比率上找到平衡的调整过程,在经济上是具有效率的。这正是研究债务结构问题的意义所在。

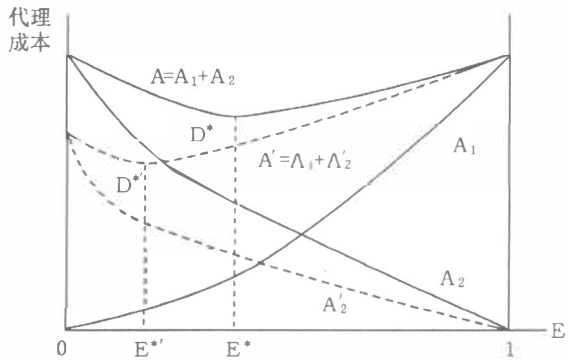


图2 财务结构变动后债务代理成本示意图

通过债务结构的变动使债务的代理成本下降,并使企业新的在负债比率上找到平衡的调整过程,在经济上是具有效率的。这正是研究债务结构问题的意义所在。

债务结构可以从多个不同的角度做出划分。本文将主要从债务期限结构与债务类型结构两个角度来探讨债务结构对债务代理成本的影响。

四、债务期限结构与代理成本

按照期限长短的不同可以将债务划分为短期债务与长期债务。

针对詹森和麦克林提出的企业债权融资存在代理成本问题,即资产替换,梅耶斯(1977)认为可以通过以下途径予以克服:(1)降低资本结构中的负债水平;(2)在契约中添加严格的限制性条款;(3)降低负债的有效期限。由此可知,在负债水平不变的条件下,改变负债的期限结构,可以起到降低债务代理成本的作用。

实际上,债务融资的主要代理成本——资产替换——与债务期限存在密切的关系。在债务期限较短的情况下,企业面临较强的流动性压力,对企业的投资选择产生较大的约束。为了保持偿债能力和避免破产,企业一般不会用短期资金投资于高风险项目,而且,由于债务期限短,企业很快就会面临再融资问题,如果存在将低风险债务资金用于高风险投资的行为,滚动融资则容易遭到债权人的抵制,企业资金难以为继。企业股东和管理层均会理性地预计到这一点。因此,在以短期债务为主时,企业资产替换行为受到天然的抑制,债务代理成本因而得到相应控制。

债务期限结构与代理成本的关系还可以从信号(Signaling)角度得到解释。在信息不对称情况下,内部人(管理层)比外部投资者拥有更准确更及时的信息,企业行为成为内部人向外部投资者传递的信号。Flannery(1986)、Kale 和 Neo(1990)论述了信息不对称情况下公司质量对债务期限选择的影

响。通常,长期债务的定价比短期债务更敏感。公司价值的错误评估会导致对长期债务与短期债务定价的偏差,但对长期债务定价的影响更大。在信息不对称条件下,市场往往不能正确区分公司质量的高低。这时价值被低估的公司会倾向于发行短期债务,因为短期债务的定价偏差较小;而价值被高估的公司则倾向于发行长期债务;定价合理的公司则对长期债务与短期债务没有明显偏好。但是,市场在不能有效区分公司价值到底被高估还是被低估的情况下,会把公司发行债务的行为视为一种传递公司质量的信号。如果公司发行长期债务,则会被市场认为是价值被高估的公司,结果使公司必须降低长期债务的发行价格(提高长期债务资金成本),否则投资者会拒绝投资。这种由于信息不对称所导致的长期债务的额外成本,亦可被视为债务代理成本的组成部分之一。显然,信息不对称越是严重,市场就越是不能正确区分公司的价值,长期债务的发行折价就越大,其代理成本也就越高。与之相比,短期债务的发行显然能降低或避免这种成本。所以,在信息不对称情况下,公司一般倾向于发行短期债务;信息不对称越是严重,这种倾向则越是突出。

五、债务类型结构与代理成本

根据债务类型对债务做出划分,企业债务主要包括以下几种类型:商业信用、银行信贷、企业债券、租赁等。我们认为,不同类型的债务对于约束代理成本各有其特点,而多元化的债务类型结构有助于债务之间的相互配合并实现债务代理成本的降低。

就商业信用而言,通常是期限较短的一类负债,而且一般是与特定的交易行为相联系,风险在事前基本上就能被“锁定”,所以它的代理成本较低。但是,由于商业信用比较分散,单笔交易的额度一般较小,债权人对企业的影响很弱,大多处于消极被动的地位,即使企业出现滥用商业信用资金的行为,例如挪用商业信用资金用于投资活动、向股东分红等,债权人也很难干涉。

银行信贷无疑是企业最重要的一项债务资金来源,它的一般特点是金额较大、期限长、债权人是专业性的借贷机构。在大多数情况下,银行都是债权人参与公司治理的主要代表,有能力对企业进行干涉和对债权资产进行保护。但银行信贷在控制代理成本方面同样存在缺陷:流动性低,一旦投入企业则被“套牢”;信贷资产缺乏由充分竞争产生的市场价格,不能及时对企业实际价值的变动作出反应;面临较大的道德风险,尤其是必须经常面对借款人发生将银行借款挪作他用或改变投资方向,以及其他转移、隐匿企业资产的行为。债务人的道德风险由于银行不能对其债权资产及时准确地做出价值评估而难以得到有效的控制。

债券融资通常被视为与银行信贷具有相当的相互替代性。对债券融资的存在合理性所作的现有解释多是从拓宽企业筹资渠道、增强企业融资主动性、

分散金融体系风险的角度出发的。但应该注意到的是,债券融资在约束债务代理成本方面具有银行信贷不可替代的重要作用。

首先,企业债券通常存在一个广泛交易的市场,投资者可以随时予以出售转让。这就为债权人提供了充分的流动性,可以降低投资的“套牢”效应,也即是降低了投资的专用性。在这种条件下,债权人对权利的保护不再是必须通过积极的参与治理或监督,而且还可以通过“一走了之”的方式。显然,在这种情况下,债权人与股东之间的冲突被分散化了(至少从特定债权投资者的角度来说是如此),债权的代理成本相应降低。这与股票的流动能带来股权资金的相对低成本使用是类似的道理。

其次,债券对债权融资代理成本的约束还通过“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的变化作出及时的反映,并且,债券的价格变动还将反映出企业整体债权价值和企业的变化。企业债券实际上起到了一个“显示器”的作用,可以使债权人及时发现债权价值的变动,尤其是在发生不利变动时迅速采取行动来降低损失。显然,债券的这种作用有利于控制债权人与股东之间的冲突——在冲突刚开始时就及时发出信号,引起债权人的重视并采取适当行动,从而防止冲突扩大或升级。银行对贷款的质量评估也可以起到类似作用。但由市场来对企业债务定价,不仅成本要低得多,而且准确性和及时性要高得多。债券的这种信号显示作用是其他债权融资方式所没有的。

当然,与银行信贷相比,债券融资亦有不足之处,主要表现为债权人比较分散,集体行动的成本较高,并且债券投资者较大众化,未必是专业机构。这些特点显然不利于债券投资者约束债权的代理成本。

最后值得一提的是,租赁融资作为一种债务融资方式^②,尽管它在理论研究和实务运用中都经常为人们所忽略,但它也有自己的特点和优势,应该在企业债务融资中占有一席之地。租赁融资最大的特点是不会产生资产替代问题,因为租赁品的选择必须经过债权人(租赁公司)审查,并且是由债权人实施具体的购买行为,再交付到企业手中。而且,在债务清偿之前,债权人始终拥有租赁品在法律上的所有权,对企业可能的资产转移或隐匿行为都能产生较强的约束。从这个角度来看,租赁融资的代理成本较之其他方式的债权融资显然要低得多。

从上面的分析可以发现,各种债权融资方式在克服代理成本方面均具有各自的优势与不足。因此在债权融资中,应该将各种具体的债权资金搭配使用,以实现各种融资方式之间的取长补短、相互配合,最大限度地降低代理成本。而在所有可能的债权融资方式中,银行借贷与发行债券无疑是两种最为重要的债权融资方式,在实践中应该主要通过它们之间的合理搭配来实现代理成本的降低。根据我们的分析,银行贷款与债券不仅具有替代性,更重要的

是,它们具有相当程度的互补性:银行作为债权人在参与公司治理与监督方面具有显著优势,而债券则可以及时发出信号,为债权人的行动提供依据。

注释:

- ①严格地说,负债企业的价值应表示为:有负债公司价值=无杠杆企业价值+税盾价值-债务破产成本+(股权代理成本的减少-债务代理成本的增加)。本文为了着重研究代理成本问题,暂时不考虑债务的税盾价值和债务破产成本对资本结构的影响。
- ②这里的租赁主要是指融资租赁,一般性的经营租赁更符合商业信用的特点。

参考文献:

- [1]沈艺峰.资本结构理论史[M].北京:经济科学出版社,1999.
- [2]张维迎.企业理论与中国企业改革[M].北京:北京大学出版社,1999.
- [3] Stephen A. 罗斯. 公司理财[M]. 北京:机械工业出版社,2000.
- [4]韩德宗,向凯.我国上市公司债权融资结构的实证研究[J].经济科学,2003,(2).
- [5]Jesen, Michael C, Meckling William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3.
- [6]Myers, Stewart C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5.

A Research on Enterprise Debt Structure ——A Theoretical Analysis Based on Agency Cost CHEN Gen, ZHOU Jun

(Graduate School, Southwest University of Finance & Economics, Chengdu 610074, China)

Abstract: According to agency theory, the cause of enterprise incurring debt is to ease up the conflict between the management and shareholders and limit equity agency cost by debt. For debt also has agency cost, an enterprise has to weigh between equity agency cost and debt agency cost when making capital structure decision. There exists a close relationship between enterprise debt agency debt and debt term structure. Debt term structure and debt category structure have an important effect on debt agency cost. Bonds in enterprise debts have signaling function, which can lower debt agency cost on the whole.

Key words: agency cost; debt term structure; debt category structure; signaling