

# 资本结构契约理论及其应用

张兆国 戚拥军 ■

## 资本结构契约理论的形成

资本结构是指企业各项资金来源的组合,包括权益资本结构、负债资本结构以及权益资本与负债资本的比例关系。虽然资本结构在企业融资理论中是一个老话题,但资本结构进入主流财务理论的视野却是20世纪50年代后期的事情。其开创性研究成果是莫迪格尼莱和米勒(Modigliani and Miller,1958,1963)共同提出的MM理论。该理论包括不考虑企业所得税的MM理论和考虑企业所得税的MM理论。前者认为,在完善的资本市场下,如果不考虑企业所得税,由于套利机制的作用,资本结构的选择不会影响企业价值;而后者则认为,在完善的资本市场下,如果考虑企业所得税,由于负债的税盾作用,资本结构的选择会影响企业价值。许多经济学家和财务理论专家沿着MM理论开辟的道路,对资本结构的决定因素进行了探讨,取得了许多创造性的理论成果,如均衡理论、米勒模型等。

但是,由于MM理论以及探讨这一理论是否成立的均衡

理论、米勒模型等都是遵循新古典经济学的分析框架,它们都认为不同融资方式只是代表不同投资者对企业剩余的索取权,并将企业剩余及其变化作为外生于资本结构选择的条件。可见,这些理论都没有涉及资本结构与企业治理结构的关系,因而也就不可能从制度层面上解释企业选择资本结构的真正动机。20世纪70年代以后,随着信息经济学、委托代理理论、企业契约理论等现代经济学理论和分析方法在资本结构理论研究中的应用,逐步形成了研究资本结构如何影响企业治理结构的资本结构契约理论。该理论的形成和发展使MM理论、均衡理论、米勒模型等建立在新古典经济学理论基础之上的资本结构理论受到了强烈的挑战。学习和运用这一理论,对于研究和完善我国国有企业资本结构从而完善其治理结构是大有益处的。

## 资本结构契约理论三大模型

在资本结构契约理论中,以下三种理论模型颇为人们所关注。

## 多元化经营理论及应用

多元化经营理论的基本思想是:合理的多元化经营既可以提高企业的偿债能力和降低并购引起的现金流量的波动,又可以保护企业的组织资本和无形资产,还可以满足企业管理层和员工分散其人力资本风险的需要。

### 案例:海尔集团的多元化经营

在海尔集团的发展过程中,多元化并购是其重要的扩张方式。1995年7月,以电冰箱起家的海尔收购了当时全国三大洗衣机厂之一的青岛红星电器股份有限公司,进入洗衣机行业。1995年12月收购武汉蓝波希岛公司,生产冰柜和空调。1997年3月以股权投资方式与广东爱德集团合资组建顺德海尔电器有限公司,主要生产洗衣机产品。1997年8月,海尔与莱阳家电总厂合资组建莱阳海尔电器有限公司,进入

小家电行业,生产电熨斗等产品。1997年9月,海尔与杭州西湖电子集团合资组建杭州海尔电器有限公司,生产彩电、VCD等产品,进入黑色家电领域。与此同时,海尔集团控股青岛第三制药厂,进入医药行业。1997年年底与贵州航天集团合资组建贵州海尔电器有限公司,生产电冰箱。在其后4个月,海尔集团整体收购合肥黄山电子集团,进一步扩大了海尔彩电的生产规模。经过一系列多元化并购活动,海尔迅速扩大了经营范围和规模,其产品现有58个门类,9200多个品种,2004年年收入突破千亿元。这既使海尔增强了实力,降低了风险,也使职工增加了安全感,降低了人力资本的风险,还保全了被并购企业的组织资本,提升了“海尔”品牌的价值。■

(作者单位:华中科技大学管理学院)

责任编辑 闵超

1、激励模型。它着重从资本结构的激励作用方面,研究了资本结构如何影响企业收益分配和企业风险分担,进而影响经营者的努力水平和行为选择以及股东的道德风险。詹森和麦克林(Jensen and Meckling,1976)认为,适当提高经营者持股比例和负债融资比例,可以促使经营者提高努力水平,选择正确行为,降低在职消费。格罗斯曼和哈特(Grossman and Hart,1982)认为,如果企业破产对经营者来说成本很高,即企业破产可能使经营者的声誉受到损失或者使经营者不再具有对企业的控制权,那么,负债融资的增加由于会使企业破产的可能性变大,因而能够激励经营者努力工作,减少道德风险。哈特(1998)认为,在股权分散的公司中,由于小股东的“搭便车”行为,造成股权约束不严和“内部人控制”问题,但适度负债融资可以缓解这一问题,因为负债的破产机制给经营者以较大的压力。迈克逊(Mikkelson,1981)认为,发行具有期权性质的可转换债券、股票优先认购权债券等公司债券,可以缓解股东与债权人之间的利益冲突,抑制股东的道德风险。

2、信号传递模型。它着重从资本结构的信号传递作用方面,研究了资本结构如何通过其信号传递作用来影响投资者对企业经营状况的判断,进而影响投资者的投资决策。这不仅有助于解决企业融资前的逆向选择问题,而且也会影响企业未来的收益分配和风险分担。罗斯(Ross,1977)认为,在投资水平一定的情况下,企业经营者对融资方式的选择实际上是向投资者传递了信号,投资者将发行股票看做是企业资产质量恶化的信号,而将负债融资看做是企业资产质量好的信号,所以企业价值与负债融资正相关,越是高质量的企业,其负债融资比率越高。乐兰德和帕尔(Leland and Pyle,1977)认为,在信息不对称的情况下,经营者在投资项目中保留适当比例的股权是向投资者传递投资项目质量好的一个信号,因为投资者认为投资项目的预期收益是经营者持股比例的递增函数。梅叶斯和梅吉拉夫(Myers and Majluf,1984)认为,经营者对企业融资的偏好具有一定的顺序,即首先是内部融资,其次是负债融资,最后才是股票融资。

3、控制权模型。该理论模型着重研究了资本结构与企业控制权的关系,认为资本结构的选择不仅决定着企业剩余索取权的分配,而且也决定着企业控制权的分配。哈里斯和雷维吾(Harris and Raviv,1988)通过研究现金流量权和投票权的分配,认为控制权的争夺者与外部投资者之间存在着利益冲突,发行单一投票权证券使得差的竞争者赢得控制权的成本最大化,选择合理的资本结构是保证优秀的候选人获得公司控制权的一种工具。阿洪和博尔顿(Aghion and Bolton,1992)认为,在企业融资活动中,由于契约的不完备性,难以确定未来各种状态下各方的权利和责任,因此当意外发生

而又需要进行重要决策时,其决策便难以进行,但可以通过选择资本结构来实现,即当企业有偿债能力时,股东便拥有决策或控制权;当企业资不抵债时,债权人便拥有决策或控制权。哈特(1995)认为,如果是发行带有投票权的股票,则股东掌握控制权;如果是发行不带有投票权的股票,则经营者掌握控制权;如果是发行债券,则控制权仍由经营者拥有,但前提是能够按期偿还债务本息,否则控制权就转移到债权人手中。哈特(1998)还认为,最优债务合同的基本特征之一就是未清偿债务将导致控制权的转移。

上述三种理论模型的共同特点是把资本结构与企业治理结构相联系,研究资本结构如何通过影响企业治理结构来影响企业价值。由此表明,资本结构是企业治理结构的重要方面,企业治理结构是否有效在很大程度上取决于资本结构是否合理(张维迎,1999)。

## 从资本结构契约理论看我国上市公司治理效应

目前,我国上市公司资本结构的特点及其对公司治理结构的影响主要表现在如下几个方面(张兆国,2004):

1、股权高度集中,国有股比重过大且不能上市流通,股东身份不明确,缺乏人格化代表。这种股权结构,一方面造成了股权约束软化,内部控制难以顺利进行,另一方面也使得资本市场的投票机制和接管机制都难以对经营者产生较大压力。

2、偏好股权融资。融资顺序理论认为,由于负债融资具有税盾、约束、降低代理成本和传递信息等作用,企业的融资顺序应该依次是内部融资、负债融资和股权融资。从总体上看,美国、英国、日本等西方国家的企业资本结构都呈现出与这一理论相吻合的特征。然而,统计表明,目前我国上市公司融资顺序则有悖于这一理论,依次是股权融资、负债融资和内部融资。可见,目前我国上市公司融资行为明显地存在着股权融资偏好或“重股轻债”问题。在股权治理功能弱化的情况下,这种股权融资偏好就会造成股权融资对公司经营激励的不足。研究表明,公司首次公开募股(Initial Public Offerings,简称IPO)后的平均盈利能力不仅没有提高,反而呈下降趋势;大部分配股后的上市公司的收益水平低于市场平均收益水平;增发新股对上市公司当年的业绩有一定的激励作用,但这种提升效应很快就消失了(谭克,2005)。

3、没有把经营者的人力资本权益化并纳入公司的资本结构之中。在现代公司中,经营者拥有一定的控制权实际上是对经营者的人力资本的一种“回报机制”,但是这种“回报机制”如果不与剩余索取权相匹配,就是一种“廉价的回报机制”,就不可能起到应有的激励作用(费方城,1996)。所以,只有把经营者的人力资本权益化,才能使经营者的控制

权与剩余索取权相对称,才能使经营者分担公司风险,与公司目标保持一致,达到与公司利益“激励相容”的目的。然而,目前我国大多数上市公司中,经营者没有持股,即使持股,其持股比例也很低,或以内部职工股形式出现,很难真正产生激励效应。

4、债务融资的治理功能不强。近年来,随着国企改革和金融体制改革的不断深入,已经初步建立了符合市场经济要求的银企关系,债务融资对公司经营者乃至股东有了一定的约束作用。但是,由于下列原因,造成债务融资的约束作用仍难以充分发挥:一是由于股东对公司承担有限责任,一些公司的股东尤其是控股股东为了逃废债务而采取非法手段转移公司财产。二是债务融资的结构不合理,主要是银行借款,而债券融资尤其是期权性债券融资则很小。三是《破产法》还不够完善。例如,在破产的程序方面,没有规定作为破产企业最大债权人的银行的相机治理机制,仅允许银行有条件地接管并整顿企业;在破产的界限方面,强调的是企业经营亏损,而不是企业无力清偿到期债务,这就使得银行在企业虽然不能支付到期债务但仍有盈利的情况下无法通过法律程序来追索债权;在企业破产与和解整顿中,具体采取何种措施由控股股东或当地政府决定,而银行只能行使批准或不批准权,无权干涉企业事务。《破产法》的这些不完善之处,必然导致破产机制难以发挥应有的约束作用。

我国上市公司的资本结构还不完善,运用资本结构契约理论并借鉴国际经验,笔者认为完善资本结构要从如下几方面入手:其一,要设计科学合理的解决股权分置方案,包括

要有明确的目标和立法、实施的组织体系,确定国有股减持的范围、程度及国有股减持的转让价格、受让方式,明确国有股减持所获资金的用途等内容,以较好地解决国有股减持与上市流通问题。其二,要在明晰现有国有出资者的身份和产权关系的基础上,注重发展外商投资者、民营投资者、机构投资者等投资主体,建立多元化的投资主体体系和产权制衡机制。其三,要综合考虑企业的经营状况和发展前景以及企业对国计民生的影响程度和经济结构的调整等因素,合理地选择国有资本投资方式,包括股权投资方式、债权投资方式、股权与债权混合投资方式,以改变目前国有资本以惟一的股权投资方式进入企业的格局,提高国有资本的治理效率和投资报酬。其四,要采用股票期权、虚拟股票、股票增值权、业绩股份等股权激励方式,把经营者的人力资本股权化,使之成为公司资本结构的组成部分,使之带来的收益成为经营者的长期风险收益,从而使经营者的控制权与剩余索取权相匹配,抑制经营者的道德风险,激励经营者为促进公司持续发展而做长期投入。其五,要建立具有工会性质的“职工持股会”,把员工作为股东的利益与作为雇员的利益相分离,使员工以股东身份集体参与公司治理。其六,要完善债务约束机制,包括完善信用评估制度、债务合同和破产机制等,以充分发挥债务融资对公司的治理作用。此外,还要大力发展公司债券市场及其债券衍生品市场,为公司优化债务融资结构提供市场支持。■

(作者单位:华中科技大学管理学院)

责任编辑 闵超

## ● 词条

# 虚拟股票

虚拟股票是指公司授予激励对象一种“虚拟”的股票,激励对象可以据此享受一定数量的分红权和股价升值收益,此时的收入即未来股价与当前股价的差价,但没有所有权和表决权,不能转让和出售,在离开企业时自动失效。虚拟股票并不是实质性的股票认购权,它实际上是将奖金延期支付。由于虚拟股票的发放会导致公司发生现金支出,如果股价升幅过大,公司可能面临现金支出风险,因此一般会为计划设立专门的基金。虚拟股票在高科技企业如IT业中采用较多。上海贝岭、银河科技等上市公司均采取了虚拟股票激励机制。虚拟股票模式需要关注几个问题:第一,应注意股票二级市场的风险。如果二级市场股票的波动幅度加大,公司将承担很大的市场风险。最明显的是,一旦今后股价大涨,其激励基金可能无法支付到期应兑现的金额。第二,行权价如何确定。行权价定高了,则获利空间小,不会有经营者去买;定低了则会使人感到不公平。国际上,行权价主要分为现值有利法、等现值法和现值不利法,其参照系是公司在股市上的现行股价。国内企业如要确定行权价,最合适的是实行现值有利法,否则激励的效果差。第三,如何考核参与虚拟期权计划的人员。一般情况下,公司的具体财务指标反映企业过去的表现,股票在二级市场的表现用来预期上市公司未来现金流。一个有效的经营者业绩考核体系,应该将两者结合起来。虚拟股票模式避免了以变化不定的股票价格为标准去衡量公司业绩和激励员工,从而避免了由于投机或其他宏观变量等经理人员不可控因素引起公司股票非正常波动时对期权价值的影响。虚拟股票实质上是一种资金的延期支付,在目前的制度环境下不失为一种好方法。