

关于债务约束的思考

□ 兰艳泽

企业的资本结构通常指企业长期资金来源的构成及其比例关系。资金来源的构成主要有两个方面,一是股权,二是债务。与股权相比,债务有两个优点,第一是税收优惠,即对债务的利息支付是减税的;第二是通过债务索偿权对管理施加额外的约束。本文主要对第二方面进行阐述。

一、关于债务约束的相关理论

20世纪80年代,在美国兴起了杠杆并购的热潮,即经营效率随着财务杠杆的增大而改善,丹尼斯(1993)提供了更多的直接证据说明杠杆性资产重组后经营效率得到改善,他在对29家债务显著增加的公司研究中,资产收益增加率中位数为21.5%。在这种背景下,哈佛大学的迈克尔·詹森同一些第一线的实践者和学者提出并发展了一个旨在提高公司自由现金流量使用效率的新的借债理论。新借债理论认为,公司的经营者如果持有大量的自由现金流量而没有或只有很少的债务,他们就有一个很大的“现金缓冲器”以应付可能出现的失误,作为经营者来说,他们愿意在企业内部多留现金以增加弹性经营的空间,于是就没有约束机制来保证他们在项目选择或项目经营上是有效率的。为解决这一问题,这种理论提出,借债可以提高对经营管理层的约束,因为借债要支付利息偿还本金,当收益降低时还会增加违约的风险。因此,一些实践者就认为股权承诺较宽松,而债务承诺较强硬,于是把股权称为“缓冲器”,把债务称为“一把剑”。这种理论的假设前提是企业的所有权和经营权是分离的,且对管理者若无激励的话,他就不会促使股东财富最大化。

关于债务约束的另一理论倡导者格罗斯曼和哈特通过建立一个代理成本模型分析资本结构的选择怎样缓解股东与经营者之间的利益冲突。这种冲突主要表现在:①目标上的冲突。股东要实现股东财富最大化,而经营者则追求个人权益最大化。②时间上的冲突。虽然经营者也会关注长期效益,但因其任期是有限的,经营者只关注受聘期的收益,所有者关心的是收益如何延续,二者的时间序列期望不一致。③现金流量上的预期的冲突。股东对现金流量的预期时间长,而经营者相反。④风险偏好不同。经营者比股东规避风

险的动机更加强烈,因为股东可以通过多元化投资分散风险,而经营者的绝大部分收入均与公司的运作息息相关。这些冲突的存在使得经营者把他们自己的利益置于股东利益之上。怎样解决这一问题,格罗斯曼和哈特认为可通过债务来监督经营者。债务是一种担保机制,能够激励经营者自觉努力工作,节制个人消费,对股东的投资管理与决策更加负责,从而降低“两权”分离所产生的代理成本。这种约束主要体现债权人作为企业的外部投资者,其受法律保护的权利主要是当企业不能如数偿还债务时对抵押财产的获得权和对企业的破产权,而破产权就是在企业偿债能力严重不足时,对企业的剩余控制权和剩余索取权便由股东转移给债权人,由债权人对企业及经营者实行控制,即债权人更容易让经营者丢掉饭碗。在此意义上,债权人控制经营者将更加残酷。

上述两种关于债务约束的理论的基本思路和原理是相同的,只是分析的角度不同而已。前者是通过借债对经营者经营过程的约束,后者指当企业出现财务危机时,债权人对经营结果的约束具有重大作用。

二、我国目前上市公司的债务约束的现状与分析

(一)债权方与债务方的借贷关系扭曲,几乎没有经营过程的债务约束。

我国上市公司大多是国有公司,根据上市公司1999年度会计报告,在我国上市公司总股本中,国有股和国有法人股所占的比重在60%以上,这些上市公司除少数债务来自市场外,大部分来自于与自己有着难兄难弟关系的国有商业银行,其贷款特点是对银行资金的刚性依赖。分述如下:

1、从债权方(国有商业银行)来看,我国的国有商业银行经过近几年的体制改革,逐步分权化,但其作为独立的经济实体地位一直没有奠定,计划经济的惯性依然存在,集中表现在各级政府特别是地方政府的行政干预还十分严重。由于银行内部的财产权益边界不清,没有建立严格的自我约束与风险防范机制,一部分贷款风险由政府来承担,因为地方政府甚至还强迫商业银行对已经陷入经营困难或出现

财务危机的企业提供贷款支持,这样,贷款资金成了联络银行与政府的感情的礼物。这直接导致作为债权方的银行的运作并非完全按市场规律择优贷款,因此,很难对债务方进行债务约束。

2、从债务方(国有上市公司)来看,政府对上市公司的行政干预也是十分明显的,目前上市公司实际上形成了国家与企业共同拥有经营权的权利结构。在这种权利交叉的结构下,很难建立与之相对称的责任结构,企业应该承担什么责任,经营者应该承担什么责任是不很明确的。这种责权不明的机制造成了企业无自我约束的“软预算”的顽症。与国有银行一样,政府承担部分风险,企业对银行的贷款还款压力不大,自然也就谈不上债务约束。

3、从债权与债务方关系来看,我国的商业银行与上市公司之间始终没有建立真实有效的契约关系,二者之间插入了第三者即政府的层层干预,使得国有商业银行与国有上市公司均没有形成真实的法人主体。对于这种关系,有专家提出了所谓的“隐和约理论”。该理论认为,尽管债是一种极为简单和普遍的法律关系,但发生在我国却由于制度安排的原因,使债权方与债务方表现为一种特有的借贷关系——兄弟般的借贷关系,这种关系的基础就是国有商业银行与国有上市公司产权的同质性,即均属公有产权,出资者都是国家。其本质是国家与国有商业银行和国有上市公司的隐和约实际上是一种“保证和约”。这种“隐和约”关系,使国有商业银行与国有上市公司之间的借贷关系被扭曲,导致企业纷纷逃避银行债务,银行不良资产大量上升。

(二)我国的破产机制尚未真正建立,对经营结果的债务约束极其有限。

我国《破产法》于1988年11月正式试行,至今已有14年的历史。在《破产法》中,明确了债权人会议的职权有:①审查有关债权的证明材料;②讨论通过和解协议草案;③讨论通过破产财产的处理和分配方案。这意味着我国的法律在十几年前就已经赋予了债权人相应的权利。中国证监会2001年下半年也出台了《亏损上市公司暂停和终止上市实施办法》,这标志着我国上市公司退出机制的建立。我国的《公司法》也规定了上市公司连续3年亏损,由证监会决定暂停股票上市,在期限内未能消除亏损的,不具备上市条件的,终止其股票上市。从理论支持来看,我国早已明确了上市公司的退出和破产机制,也赋予了银行在企业发生债务危机时的应有权利。

但实际情况却非如此。从目前我国6家PT公司截止2000年的数据来看,均已连续4年亏损,但这6家公司仍然保留在上市公司行列中,没有实行退出或破产。因此从我国的实际情况看,上市公司的退出机制和破产机制还没有真正建立,债权人的债务约束几乎为零。

三、解决对策

从一般意义上讲,尽快建立社会主义市场经济体制,使国有企业和国有商业银行均成为独立的法人主体进而成为各自的市场主体,这是最根本的解决途径,也是解决债务约束的根本出路。但就目前而言,应从以下几方面着手去做:

(一)正确认识银行在债务约束中的重要作用。

我国国有商业银行对上市公司的债务约束可以起到两个方面的重要作用:一是在企业经营过程中,银行可凭借与公司的独特关系,诸如拥有公司充分的信息,在贷款业务事前、事中、事后可利用掌握的信息,以较低的成本有效监控公司;此外,银行在公司中有重大经济利益体现,只有公司经营状况良好,银行的本息才能顺利偿还;再者,银行也有对公司监控的能力。二是当公司发生债务危机时,其控制权由股权所有者转向债权人,从而给经营者提供正激励。

(二)加大《公司法》、《破产法》等法律法规的执法力度,建立真正的破产退出机制。

我国《公司法》、《破产法》等法规已经实施10多年了,但至今还没有出现因公司无法向债权人履行债务时,银行可剥夺公司控制权的先例;国有企业还不上债务,就债转股,以减轻国有企业的负担,让其勉强生存下去。实施银行不良债权变股权,不仅无益于从根本上解决银企之间的债务危机,反而会使银企之间的信贷关系进一步恶化,滋生企业的赖账机制,为商业化的信用活动埋下潜在危机。有法可依,但执法不严,这就是我国长期以来很多法律流于形式的鲜明写照。我国现今已经入世,客观上要求我们做到有法可依,执法必严,真正确立债权人在亏损上市公司破产清算、暂停和终止上市、重组中的优先与主导地位。

(三)逐步建立适应市场经济体制的资金交易契约关系,即市场化的债权债务关系。

所谓市场化的债权债务关系是以银行与企业各自的产权明晰为前提、按照市场契约关系建立起来的一种关系,它们之间是一种商品交易关系,而不是难兄难弟关系,不带有任何感情色彩。我国的国有公司一直以来实行的是资金供给机制,与银行是兄弟关系,这是必须改革的。应该还资金商品化的本来面目。

(四)加快银行的制度创新,强化信贷风险防范、监督和分散机制。

入世以来,银行受到的冲击较大,2001年12月11日开始,全国第一批城市上海、深圳、大连和天津的中资银行已经与外资银行处于短兵相接状态。外资银行的不良资产率低于1%。而四大国有银行的不良资产率在30%以上,显然中资银行难以有效应对。对此,国有银行只有建立健全银行信贷风险、监督和分散机制,进行制度创新,才能应对外资银行的挑战。

(作者单位:广东商学院会计系)

责任编辑 袁蓉丽