

权益、债务与衍生契约对比研究

朱守元¹, 李旭芳², 艾蔚³

(1. 上海银行总行 营业部, 上海 200093; 2. 上海理工大学 管理学院, 上海 200093;

3. 上海工程技术大学 管理学院, 上海 200336)

摘要: 金融契约理论专门探讨融资各方之间各种类型的金融交易, 主要涉及在财富约束条件下, 有项目的企业家与有资金的投资者如何实现盈利项目的实施, 以及企业的资本结构问题。对比分析各类金融契约可为企业融资提供决策依据。

关键词: 债务契约; 股权; 衍生契约; 融资风险

中图分类号: F 830.9

文献标志码: A

文章编号: 1009-895X(2020)02-0196-05

DOI: 10.13256/j.cnki.jusst.sse.2020.02.017

A Comparative Study of Equity, Debt and Derivative Contracts

ZHU Shouyuan¹, LI Xufang², AI Wei³

(1. Head Office of the Bank of Shanghai, Shanghai 200093, China;

2. Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai 200093, China;

3. College of Management, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai 200336, China)

Abstract: The theory of financial contract mainly discusses various types of financial transactions between financing parties, which mainly involves how entrepreneurs and investors achieve implementation of profitable projects under the condition of wealth constraint, as well as the capital structure of enterprises. Comparative analysis of various financial contracts will provide decision-making basis for enterprise financing.

Keywords: debt contract; equity; derivative contract; financing risk

金融契约是规制金融交易的协议或关系凭据。其形式随着金融交易的日益复杂而多样化, 从简单的一次性即时交易, 如货币兑换, 到常见的融资交易, 即赤字方从盈余方获取资金的交易, 如发行股票、债券、银行信贷等, 再到创新的衍生金融交易, 如用于风险管理的期货、期权、互换等。随着金融创新的延续, 各类金融契约构建了当今复杂的金融市场结构^[1]。

根据各类契约中权利和收益在时空上的分配差异, 从企业的资产负债表中可发现公开发行的股

票、债券、银行贷款、商业票据、各类应付款项、延期支付以及其他负债等项目, 它们大体上可分为权益型契约和债务型契约两种基本类型。

权益型契约是企业的股权融资合约, 其持有者是企业的所有者, 并保有企业的剩余索取权、控制权 and 决策权等权利束, 是企业资本中不可或缺的组成部分, 从企业资产负债表右侧的所有者权益中可以得以清晰地反映, 其典型代表是普通股。

债务型契约是企业通过负债融资的合约。作为债务人的企业只需按契约规定到期支付固定收益给债权

收稿日期: 2019-10-28

作者简介: 朱守元 (1971-), 男, 硕士。研究方向: 财务金融。E-mail: zhushouyuan@bosc.cn

人,就可以获得资金的使用权。在正常情况下,债权人没有干预企业的权利。只有在借款人违约或履约困难时,企业的控制权才会转移到债权人手中,此时企业或是被要求破产偿付债务、或是被重组、抑或管理层被替代等。债务型契约的具体品种比权益型契约更丰富,包括货币市场工具、公司债券、银行信贷、中长期票据、以及资产证券化过程中的证券等。若仅从企业融资角度分析,债务型契约还可分为直接债务契约和间接债务契约。前者通过在市场上直接进行债券买卖,投资者和企业之间形成直接融资关系,后者则是由金融中介,主要是银行提供贷款,最终投资者和企业之间形成间接融资关系。这部分资金来源反映在企业资产负债表右侧的负债项目中。

除上述两种契约外,还有衍生型契约和混合型契约。衍生型金融契约主要包括远期合约、期货合约、期权合约、互换合约以及由基础衍生金融合约组合而成的合约,每种类型的衍生契约都具有独特的风险管理方式。混合型金融契约是将其他契约的特征重新组合,形如杂糅债务和股票特征的优先股,像债务契约一样,其持有者获得固定收益,但却不能因未收到回报而清算企业,像权益契约一样,其持有者又是企业的所有者,却不能享有企业的控制权和决策权。此外,混合型契约还包括可转换债券、附带投票权的优先股、认购权证等。

一、直接债务契约与间接债务契约

债务契约可以是资金盈余部门通过银行等金融中介机构向资金不足部门融通资金,金融中介机构通过自身资产和负债的增减变化完成投融资活动;也可以是资金盈余部门直接向资金不足部门融通资金,排除融资媒介的存在。据此可以将债务契约分为直接融资的债券、票据和间接融资的信贷。通常贷款的价值来源于金融中介机构和企业的长期关系,而债券的价格可反映市场信息^[2]。

(一) 金融中介机构提供的间接债务契约

金融中介通常可同时为多个客户提供融资,即“一对多”的模式,并且自身在信贷风险控制技术具有专长,因此金融中介通过规模经济效应和专业化技术能有效地降低信息处理和监督债务人的成本。金融中介,如银行,更容易与借款者建立长期关系,在为客户提供支付服务、长中短期的融资服务等的过程中,银行可获取借款人类型、行业前景、财务状况等不公开的信息。由于这属于银行的

私人信息,很大程度上解决了信息使用中的“搭便车”行为,而借款人也无需公开披露其自身的信息并节约相应的成本,可与之相关的是银行贷款的低流动性问题。深入分析还会发现长期关系的建立有助于控制契约执行中的道德风险、克服信贷契约的不完全性问题。银行有监督借款者行为的动力,因为借款者的资金要求通常由一家银行满足,贷款流动性差,同时银行也能通过系列金融服务有效地监督借款人的财务状况和投资行为,一旦发现借款人财务状况不佳或投资行为偏离原契约内容,银行可终止贷款,甚至通过同业界的信息交流,限制借款者从其他银行获取资金。若借款者陷入财务困境,掌握借款人重要内部信息的银行能较有效和及时地辨析借款者当前的困境是临时性流动性不足还是真正的、长期的财务困难。当第一种情况发生时,银行可追加资金投入帮助借款者度过一时的困难,并从其长远经营中获取更多的收益。当第二种情况发生时,银行可接管借款者的项目或企业以便最大限度地获得补偿。而且银行在处理借款者财务困境时,无需消耗大量的协调成本,这是债券融资中所不具备的。但银行若不能正确行使这一职能,如隐瞒自身财务恶化的事实,继续为借款人追加贷款,就会像赌徒一样,造成银行对借款人约束力下降,以及大量的不良贷款。从博弈的角度看,若借款者意识到这一点后,其行为则会发生变化。

(二) 金融市场上的直接债务契约

债券持有者为借款者融资,形成了“多对一”的模式,而且将直接承担违约风险,这与属于间接融资方式的银行信贷差异显著。投资者选择债券所需要的是标准化的、易于获取和理解的公开信息,这些信息的真实性、可靠性和及时性有赖于实力雄厚的投资银行、发达的会计制度、专业的评级机构和提供法律支持的机构等。正是标准化和公开的信息使得债券市场具有高度流动性,这与银企间的信贷契约形成了鲜明对比。当能够满足信息披露要求,信用风险评级结果良好时,借款者就可以较低的成本获得债务融资。由于债券持有者众多而且分散,信息收集和处理中的“搭便车”行为较严重,契约的不完全程度更高。当借款者陷入财务困境时,债券持有者无法就借款者是临时性流动性不足还是真正的财务困境达成一致,从而只能要求借款者破产偿债,这对借款者形成了强有力的约束,虽然破产偿债不一定是最优的解决借款人财务问题的方式。

直接债务契约中还有以商业信用为基础的,虽然这类融资关系中的债权人具有内部投资者的特征,在信息成本和监督等方面具有优势,但限于债权人自身的资金实力以及商业信用环境,此类债务在规模、交易方向和期限方面都存在较大的局限,企业最终仍需借助金融系统获得充沛的资金供给。

(三) 两种契约的再谈判可能性分析

金融契约是不完全契约,有意或无意遗漏的偶然状况可通过再谈判调整契约内容而得以处理。这种调整是在契约执行中双方获取与偶然状况有关的信号变量,并通过再谈判实现的。契约中再谈判权力的分配和契约的不完全性决定了事后双方博弈的状况,而再谈判决定项目最终的结果。

研究表明,金融市场中的直接债务契约在威胁拒绝继续融资方面比金融中介的信贷契约更可信。若企业通过债券融资,债券被众多投资者持有,当企业履约困难时,其与债券持有者间的谈判基本是不可能的。因为参与再谈判的人数决定了交易成本,即人数越多交易成本越高,而且甚至根本不能达成一致。除交易成本,再谈判中债券持有人之间还存在“搭便车”的行为,每一位债券投资者都想保护自己债权的权能,而不愿花费成本参与谈判。以上分析中隐含这样的假设,终止融资的威胁依赖于借款人只能从债券持有者那里再融资。如果借款人转向其他投资者,终止融资的激励效应也会消失。所幸的是,金融市场中的信息披露、信用评级能对债券发行人未来的融资产生一定的影响,比如信用等级下降,融资成本提高等,但市场和中介最终无法完全阻止未来融资的实现。金融中介在信贷契约再谈判阶段能够获得借款人更加完备的信息,以决定是否继续提供资金,并在事后改善双方的福利。若考虑银企之间所建立的长期契约关系,金融中介更容易进行再谈判。

无论是从金融系统演进的早期阶段还是当前两类金融系统的结构分析,银行都是债务性资金的主要供给者,发达的直接债务融资并不能取而代之,而且随着金融复杂化的发展,新型的金融中介机构大量涌现,这也造就了现代金融系统中的直接债务融资和间接债务融资的长期并存趋势。

二、剩余控制权的分配与内外部股权

Gale 和 Hellwig (1985) 研究表明,内部股权

是对外部投资者的保险,即企业经营失败时投资者可获得更多的清偿,也是企业家努力工作的激励,有助于代理成本的降低,并弱化逆向选择。企业家可将内部股权的数量作为信号向外部投资者传递项目质量信息^[3]。但随着企业规模扩张和公司制度的发展,企业家的自身投入远不能满足企业发展对资本的需求,外部股权比重日益增加,甚至外部投资者持有几乎全部股权,加之运行企业的专业化与复杂化程度提高和职业经理人市场的出现使得企业的所有权和控制权分离,因而权益契约双方形成委托——代理关系,在多数情况下,经理人作为内部人掌握并使用着企业的控制权^[4]。权益融资的代理成本随着管理者与外部股权持有者的矛盾上升而增加。现实中激励经理人服务于股东利益最大化,股东通常为经理人股票或认股权证等作为其努力工作的激励。于是企业里出现了内部股权和外部股权,两者具有相同的性质,共同成为企业债务融资的基础,债务的代理成本随着现有股权持有者和债权人之间的利益冲突而增加。企业家、股东和债权人是企业治理模式的基础,三方的利益共同蕴含于企业经营中,同时又存在矛盾。研究表明同时通过股票和债务融资可最小化两类融资的总代理成本。债务融资可减少管理者经营高风险项目(导致债务价值下降)的可能,限制债权人财富向股东转移;权益契约则通过多种激励机制设计方案使企业家和股东的利益趋同,尤其是股票市场中的接管机制成为股东对企业家强有力的约束。资本结构中的债务契约与权益契约是相辅相成,根据最佳公司控制理论,在处于财务困境时,即当处于项目回报分布的低尾时,公司控制权从股东手中转移到债权人那里,因为公司收益随着管理层承担的风险减少而降低,债权人有必要对企业采取强硬的干预措施;反之,在业绩良好时,控制权由股东拥有,管理层受到的干预较少。

三、风险投资

公开发行股票筹措权益资金需要满足股票市场融资的基本要求,这是保障股票市场稳健运行而由政府等监管部门约定的,处于初创期和成长初期的中小企业通常难以达到在公开资本市场直接发行股票的资质条件,这是由于这类企业在技术、市场、内部管理等诸多方面都具有高度不确定性,而且信息不对称问题严重。监管部门对股票市场的规范设置的主要目的是

降低投资者的信息和监督成本,而这却将权益市场分割为公募市场和私募市场。新技术和小企业通常需要借助私募市场才能得以发展,而为应对它们的高风险性,私募市场需要专业投资机构的参与。因为新技术和小企业的高度不确定性加剧了信息不对称的严重性,非专业的投资者缺乏应有的技术预测和前景分析能力,其相应的信息搜集和评估成本昂贵。风险投资机构提供长期的持续性权益资金,委派专业投资管理者深入被投资企业以了解和控制其活动和信息,并成为企业的内部投资者。

风险投资机构通过权益投资而拥有相应的剩余控制权,与分散而为数众多的外部权益投资者不同,其掌握企业更多的私人信息,并为此付出相对昂贵的成本。因而风险投资机构需要相对复杂的契约条款或契约组合以保证其能够弥补信息开发和监督活动的成本。风险投资机构作为企业的内部投资者,其融资行为本身就成为外部投资者进退企业的信号,于是风险投资机构与企业间的权益契约除约定收益、控制权分配外,还需确定企业一定期间存续期内的进一步权益融资的方案。

四、衍生契约

金融系统不仅需要具备资源配置功能,还需提供应对风险的管理手段,以便保证其动态平稳地运行。随着金融交易技术、交易工具和交易市场的纵深发展,金融衍生市场为各类金融风险的低成本管理提供了可能,并改变着债务契约和权益契约的存在方式。

衍生型契约的特点是价值依附于其他更基本的标的变量,如利率、汇率、股价等。金融衍生契约的主要类型包括远期合约、期货合约、期权合约、互换合约以及它们的各种复杂组合。当前比较成熟的衍生契约主要用于规避利率、汇率和股价等风险,而信用风险管理相关的衍生市场发展仅十年左右。前者主要关注市场风险,使用利率、货币和股票衍生契约可有效规避资产价值波动的冲击,但后者一定程度上实现融资与信用风险的分离,这将有助于企业、金融中介机构和金融市场实现融资结构调整^[5]。

信用衍生契约的主要功能是实现信用风险重整和转移,其中的信用风险涵盖很宽泛,包括信用评级下降和任何形式的违约。而风险重组是指将特定资产或一组资产的信用风险分离或重组以满足不同风险偏好的投资者。信用衍生契约可用于规避单一信用风险和组合信用风险。在信用衍生契约的诸多类型中,信用违约互换的交易量最大。其中银行是

信用衍生交易市场中最活跃的交易者,在该市场中充当保护买方和保护卖方的交易者中半数均为银行,银行可通过标准的信用违约互换转移某一信贷业务中的信用风险,也可以运行信贷衍生契约将贷款组合的信用风险证券化进行出售。由此不难看出,信用衍生契约对金融机构信用风险重组和信贷业务拓展中发挥的作用。

信用违约互换是以参考经济实体的资产违约风险为交易对象的双边契约。买方通常为由于信用事件引起的某项资产损失的可能性而转移信用风险,寻求保护。该契约需确定违约事件,约定的违约事件可以是破产、无力还款、拒付或延期还款、债务重组等,而后保护买方向保护卖方支付费用,当其遭受投资损失时,则可获得一定的赔偿。虽然违约互换已采用标准化合约,但其中仍有不少条款可进行商榷,比如作为参照物的实体,可以是公司或银行等,确定违约事件等,其中信用差额(credit spread)是保护买方支付费用的关键。

信用衍生契约可用于套期保值、投资以及套利等交易目的。由于信用衍生契约提供了一种低成本转移或管理信用风险的方式,信用风险从债务契约中被分离出来,这有助于降低借款人的高昂融资成本。信用衍生契约的应用会导致市场和金融中介债务融资的信用等级边界下降,原本通过银行获取“商品型”信贷契约的借款人因风险管理成本下降,而得到市场投资者的青睐;或者原本不能获取债务融资的企业因银行风险管理能力的提高,而进入信贷市场。金融中介机构也可用其规避信用风险、降低风险集中程度、调整风险资产对资本的占用以满足资本充足率要求等。而且信用衍生品单独交易信用风险,使得客户的记录得以保密,这有助于维护银行与借款者的良好关系。

衍生契约对风险的管理功能,及对债务和权益契约的签订和执行的改变不容忽视,并进而影响着整个金融系统的融资格局。

五、总结

通过某种类型的金融契约为企业提供资金的投资者,如股东、债权人等是企业的重要利益相关者,在各国他们的影响力都不尽相同。企业的利益相关者维护并实现其利益有大量的方法,如股东可以通过董事会、管理者激励、公司控制权市场、由金融机构持股和监督、债务以及产品市场竞争等实

现其目标,其中股东和债权人的利益往往复杂地交织在一起。集中的所有权与一家银行的密切联系、高级管理人员更替与收益或股价业绩之间作用更为灵敏。股权的集中所有可能使大股东有动力监督企业管理层的行为并确保其追求股票价值最大化。在德日两国,金融机构的持股和缺乏控制权市场的现实使得代理问题可通过让金融机构成为大公司的外部监督而解决。银企间保持长期关系,银行持有企业的债券和股票,客户公司遇到财务困境后银行将积极干预。

债务是管理者努力工作的激励,与其近似的观点还有詹森的自由现金流理论,该理论指出债务可以用于防止管理者浪费资源。但债务对企业项目投资和管理者的行为约束也有不合意的方面,即当资金来源中债务比重较大时,偿还债务将花费好项目的大部分回报或企业的大量盈余,致使管理者可能放弃好项目,而选择高风险的项目。债务在确保公司治理方面最大的弱点由留存收益补足,留存收益才是企业最重要的资金来源,在美英等国家留存收益在资金来源中的份额约为六至八成之间,债务的重要性相对较低。另外,在政府干预较少的市场运行背景中,大企业的债务评级较高,在偿还债务方面不存在问题。

现实中企业融资会涉及多种金融契约或混合型契约,并形成不同的金融契约结构。企业通常持有债务契约和权益契约,因为单纯的债务契约会导致严重的道德风险、破产风险,而单纯的权益契约限制企业价值的增加,发行股票融资可能导致折价。债务契约和权益契约的结合有助于激励企业家、投资者充分使用控制权。除金融契约涉及的因素外,企业资本结构的形成还与公司治理模式密切相关。

参考文献:

- [1] 习明明,彭镇华.金融结构、资本配置效率与经济增长的中介效应[J].证券市场导报,2019(9):4-12.
- [2] 武鹏.债券市场与衍生金融市场协调发展研究[J].统计与决策,2019,35(15):154-157.
- [3] GALE D, HELLWIG M. Incentive-compatible debt contracts: the one-period problem [J]. The Review of Economic Studies, 1985, 52(4): 647-663.
- [4] 郭嘉琦,李常洪,焦文婷,等.家族控制权、信息透明度与企业股权融资成本[J].管理评论,2019,31(9):47-57.
- [5] 马施.上市公司衍生金融工具风险与内部治理研究[J].技术经济与管理研究,2018(10):68-72.

(编辑:程爱婕)

◇ 征稿启事 ◇

《上海理工大学学报(社会科学版)》“追思卢思源教授” 2020年增刊征稿启事

我国资深翻译家、上海理工大学资深教授、上海市外文学会名誉会长、原上海市外文学会会长、原上海市科技翻译学会理事长、原华东区六省一市外文学会协作组组长、原上海理工大学外语学院院长卢思源教授于2020年1月与世长辞。卢思源教授一生勤勉,教研精进,曾担任《上海理工大学(社会科学版)》副主编整整九年,主持和指导学报工作。

为了深切缅怀和纪念卢思源教授,本刊拟于2020年底出版增刊一期,现面向卢教授亲朋好友、海内外学生、外语学界专家以及上海理工大学校内各位学者同仁征文,征文的具体要求如下。

- (1) 征文内容:对卢思源教授生平的教学科研、学术理论或人生故事等的回顾与叙述(可附照片或图片),内容可宽泛,不拘于此。
- (2) 体裁要求:以学术性、叙述性为主,辅以诗文、笔录等。
- (3) 字数要求:不限。
- (4) 截稿时间:2020年10月10日前。
- (5) 收稿邮箱: xbskb@usst.edu.cn

上海理工大学学报(社会科学版)编辑部
2020年6月30日