

# 企业融资交易的契约安排： 一个交易费用经济学的分析框架

雷新途<sup>1</sup>,熊德平<sup>2</sup>

(1. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210093; 2. 宁波大学 商学院, 浙江 宁波 315211)

**[摘要]**交易费用经济学理论将股权契约和债权契约视为对融资交易不同的契约治理结构。债权契约具有古典契约的特征,是一种按规则运作的契约治理结构;股权契约具有弹性治理的特征,是一种关系型契约治理结构。依据交易费用经济学理论关于交易与契约匹配的一般机理,可以得出融资交易的契约安排机理:低资产专用性融资交易选择债权契约,高资产专用性融资交易选择股权契约,中等资产专用性融资交易选择混合性融资契约,这既可达到交易费用的最小化,又可实现交易效率的最大化。究竟哪类契约在现实融资契约安排中占主导地位,这取决于融资交易包含的资产专用性大小。

**[关键词]**企业融资交易;股权契约;债权契约;资产专用性;交易费用经济学理论;契约安排;融资契约;财务契约

**[中图分类号]**F275.6 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2012)02-0089-08

## 一、引言

企业财务(交易)活动是一系列财务契约的缔结和履行过程,融资交易是财务契约初始缔结的主要形式。融资契约是用来治理和规制融资交易的专门契约安排,也是融资交易的治理结构。股权契约和债权契约是组成融资契约的两类核心财务契约,它们均具有不同程度的不完备性。交易费用经济学(TCE)理论认为,在交易契约无法完备的条件下,资产专用性的存在是产生契约治理成本的关键变量。两类具体的融资契约完备程度的不同决定了它们对不同融资交易的治理成本的差异。因此,融资契约和融资交易如何匹配才能最大可能地激励企业参与者进行专用性投入,从而降低融资交易的总治理成本(交易费用),这是融资契约安排的机理所在,也是决定融资交易效率的关键因素。本文借助交易费用经济学理论,在分析融资的契约性质和功能以及比较两类具体融资契约完备程度的基础上,重点研究融资契约安排的机理,从而为提高企业的融资效率以及公司治理水平提供有别于传统意义上的新古典经济学中财务学的分析视角和途径。

## 二、融资的契约性质与功能

### (一) 融资的契约性质

融资契约是指企业在融资过程中各参与主体缔结的一系列契约组合。融资契约具备契约一般意义上的各种类型,有正式的和非正式的、通用的和特殊的、显性的和隐性或默示的、书面的和口头的

**[收稿日期]**2011-06-21

**[基金项目]**中国博士后科学基金(2011491373);浙江省自然科学基金(Y6110082);浙江省社科规划课题(10CGGL06YB)

**[作者简介]**雷新途(1972—),男,浙江温州人,南京大学工商管理博士后,宁波大学商学院教授,博士,从事企业财务问题研究;熊德平(1962—),男,江苏东台人,宁波大学商学院教授,博士生导师,从事金融理论与政策研究。

等。正式通用融资契约适应于所有企业的融资交易,它往往作为一种公共法规,以公司法、证券法以及银行法等形式实现对企业融资交易的规制和治理。正式通用融资契约的缔结形式是通过国家立法机构代表大多数人的意志进行表决而形成的,缔结过程实际上是公共选择的过程,这注定了该类融资契约的履行机制是依据国家暴力工具强制执行。而特殊融资契约是对通用融资契约未尽事宜进行特别磋商而约定形成的,仅仅适合个别企业的融资交易,但其缔结必须以通用融资契约为基本约束条件。通用契约实际上是企业参与人事先委托其代理人(依据少数服从多数原则产生的利益代表)缔结的全部契约的一部分,因此通用契约条款是所有企业共有契约的一部分。在融资契约中,即使不存在公司法等法规对企业融资方面规定的条款,企业参与人之间也会最终磋商制定这些契约条款<sup>[1]</sup>。不过,在特定时期的特定制度环境中,契约条款供给是一个总量,通用融资契约和特殊融资契约具有很大的互补性,而且不同的结构安排将直接影响包括融资契约在内的整个财务契约的运行效率。

市场中的企业是人力资本和物质资本(非人力资本)的特别契约,企业是由许多个独立的要素所有者组成的,这些要素可分为人力资本和物质资本两大类。因此,广义上的融资契约泛指企业在要素市场上(物质资本市场、人力资本市场及其他要素市场)购买要素所缔结的所有交易契约,不仅包括物质资本要素所有者与企业契约中心代理人缔结的关于物质资本交易的契约,也包括人力资本要素所有者参与其中缔结的人力资本使用权交易的契约<sup>①</sup>。物质资本和人力资本的产权特征迥异,这决定了两类资本从筹集到使用所依赖的契约安排是不同的。

狭义上的融资契约是指企业在资本市场上与物质资本要素所有者缔结的关于物质资本投入、使用及投资者索偿的交易契约。依据物质资本所有者参与企业的程度不同,可以将企业物质资本交易所缔结的融资契约分为股权契约和债权契约。这两大类融资契约是企业财务契约的核心契约,它们将企业最重要的两类参与主体(股东和债权人)联结到企业契约网络中。股权契约是企业与股东缔结的有关股东权利和责任的契约,其先行缔结于企业契约,“从他们远在可望收到回报之前就投出钱财这种意义上看,股东作为一个阶层其缔结先于企业”<sup>[2]</sup>。因此,股权契约是联结股东到企业契约网络中最基本的财务契约。正式的特殊股权契约表现为公司章程和招股说明书,而正式的通用股权契约则表现为公司法、证券法等公共法规制度。一般来说,股票是股权契约格式化、标准化的具体形式。债权契约是债权人与企业缔结的有关债权人权利和责任的财务契约,它的缔结秩序滞后于股权契约、经理报酬契约。债券、银行贷款协议、租赁协议往往是债权契约的具体形式,而各种类型的债券则是格式化、标准化的债权契约。同样,正式的通用债权契约是由银行法、破产法、公司法、证券法等公共法规组成。与股权契约不同的是,特殊债权契约的通常形式主要不是公司章程等内部约定,而是表现为具体的贷款协议、融资租赁协议以及具体发行的债券种类和条款的设计。

## (二) 融资契约功能

企业融资过程是一个资本交易过程,这必然需要寻找和缔结一系列的契约来对资本交易进行规制和治理,而以股权契约和债权契约为代表的融资契约正是为此而设计的,是用以规制和治理资本交易的基本财务契约。融资交易之所以需要不同的契约来进行规制和治理,这是因为:(1) 融资交易是在竞争性资本市场上获取稀缺性财务资源的,需要契约作为一种约束规则,协调和规制交易中的竞争与冲突问题,以避免效率低下。正如张五常所言,不同契约安排的本质在于如何在局限条件下最大程度地避免租值耗散(the dissipation of rent)<sup>[3]</sup>。融资契约则是用来规避和治理资本交易中参与者的机会主义行为的专门契约,是资本市场竞争的约束规则,是资本市场实现财务资源最佳配置的契约安排,也是一种产权制度。(2) 很多具体形式的融资契约(如股票、债券等)是对资本市场上发生频率

<sup>①</sup>所以,广义而言,财务契约的缔结不仅包括债权契约和股权契约等融资契约的缔结,也包括主要涉及人力资本要素的交易和转移的报酬契约,以及其他显性或隐性的财务契约的缔结。当然,本文主要研究财务契约中的核心契约——股权契约和债权契约。

高的资本交易进行治理的格式契约或标准化契约(standard-form contracts)<sup>①[4]</sup>。一方面,格式契约可以大大减少资本所有者和资本使用者之间因信息不对称而产生的谈判成本和缔约成本,不需要为每一笔资金交易进行谈判和专门缔约,可以节约交易费用,使整个资本交易效率大大提高。另一方面,格式契约为资本交易者提供了实现预期正值交易<sup>②</sup>的契约选择机会,因为参与交易的主体权利和责任基本上通过格式契约标准化,交易主体可以依据自身的实际情况和理性预期选择合适的接近预期交易目标的标准化契约(融资工具)。(3)同所有要素市场一样,由于不确定性因素的存在以及人的知识、预见、技巧和时间的局限,资本市场上需要用融资契约安排来促进资本要素交易的顺利进行,以减少资本市场不确定性所引起的交易费用,而且有利于资本交易缔约各方对他方的行为形成较为稳定的预期。

### 三、两类融资契约的完备程度比较

股权契约和债权契约作为融资契约的两种类型,他们的相对完备程度不尽相同,这导致了企业在资本市场上进行融资交易所选择的具体融资契约的不同以及由此决定的融资契约结构(即资本结构)的差异<sup>③</sup>。那么,如何判定一份融资契约的相对完备程度呢?这需要从契约不完备性的客观原因入手。契约的不完备性与事件的不确定性相随相伴,如果未来事件是可知、确定的,则交易费用经济学理论的有限理性模型和狭义上的不完备契约理论(GHM, Grossman-Hart-Moore)中所谓的“可观察而不可证实”的论据(实质为第三方有限理性)均显得多此一举。正是由于人们对某些事件根本无法预测,当契约涉及到未来的交易事项时,契约完备与否才值得人们关注。不确定性由原发不确定性和继发不确定性组成<sup>[5]</sup>。原发不确定性是指未来事件的随机性,是一种外生的不确定性;继发不确定性产生于缺乏信息沟通(一个人作出某种决策时,无法了解到其他人正在作的决策和计划是什么),它与系统本身运行相关,是一种内生的不确定性。这两类不确定性均不涉及策略性的隐瞒、伪装或扭曲信息等情况。而 Williamson 称后者为行为的不确定性<sup>[6]</sup>。股权契约和债权契约的相对不完备主要因为存在以上类型的不确定性,因此,如果融资契约能够对融资交易所涉及的各方的权利和责任约定到相对较大程度,资本要素的投入者(股东或债权人)对未来的不确定性相对较小,那么这种融资契约就是相对完备的。

股权契约和债权契约的相对完备程度可以通过以下五个方面来进行比较。(1)契约期限。股权契约不仅先行缔结于企业契约,而且还是企业契约的最基本、最核心的契约,股权契约与企业契约同存亡。在企业持续经营的假设下,股权契约是无固定期限的,从这个角度讲,股东投入的资本承担了巨大的期限风险,因此给予股东缔约地位(contractual slots)的可流动性显得非常必要。否则会出现两种不利情况。一是由于缔约后必须“从一而终”的履约,无人敢于问津;二是如果股东缔约地位不可流动,则意味着只要有一个股东退出契约,将导致股权契约乃至企业契约瓦解而需要重新缔约。这两种情况将导致股权资本的交易费用无限增大。相对股权契约,债权契约有明确期限,无论是偿还本金,还是债权人收益的支付,都有明确期限。另外,债权契约的缔约地位同样也可流动,因此,在与期限相关的因素方面,债权契约的不确定性远远小于股权契约。(2)未来收益。股权契约赋予了股东剩余索取权,这意味着股东未来收益具有状态依存之特征,即收益水平与公司的经营状态密切相关,体现了“多盈多分,少盈少分,不盈不分”的特征。而债权契约不仅约定了固定的资本收益(利息)水

①格式化契约又可分为法律上的格式化契约和经济上的格式化契约。

②所谓预期正值交易,是指当事人根据自己所掌握的信息预期到他们的契约行为通过交易会增加其利益。法学家贝勒斯依据交易结束后交易客体的价值前后变化,将交易关系分为正值交易、负值交易和零值交易。其中,市场中物品和劳务的一般交易属于正值交易,即交易完成后现有价值比交易前要增加。

③企业不同的资本结构即为不同的融资契约结构,也是企业对剩余控制权不同的契约安排。

平,而且约定了资本收益的支付方式。另外,对于未来收益的分配秩序,股权契约和债权契约分别给予缔约主体不同的秩序,股东收益的分配秩序远在债权人之后。可见,股权契约在未来收益方面的不确定性大于债权契约。(3)酸性测试(acid-test)。通常情况下,债权契约在事前(ex-ante)缔约阶段和事后(ex-post)履约阶段均要求对企业进行流动性(酸性)测试,债权人要求企业始终保持一定的流动性,要求建立偿债基金并提供资产抵押,这大大降低了债权人的资本投入风险。而股权契约则不存在酸性测试一说。换言之,从资本保全(特别是名义资本保全)角度来讲,债权契约的不确定性小于股权契约。(4)清算资产的求偿秩序。无论破产还是清算,当企业契约瓦解时,对清算资产的求偿秩序,正式的通用融资契约(如公司法或破产法等)约定了债权人相对股东在清算资产或破产资产方面具有优先求偿权。通常情况下,股东的求偿秩序排列在债权人、员工、国家(税收)等企业多个利益相关的缔约主体之后。(5)契约对企业的约束程度。债权契约对企业行为的约束往往借助于法院等第三方的外力强制执行,当然这种约束是一种相机约束,也就是说,若企业按照契约约定还本付息,则债权人不具有控制权的且也没必要关心企业的经营状况。而股东对企业参与程度远远超出债权人,但股权契约对企业基本上是软约束,这体现了麦克尼尔的关系性契约的弹性治理(flexible governance)<sup>[7]</sup>。股权契约本身的设计就注定了其主要依赖自我履行机制得以实施,而契约自我履行机制的复杂程度大大超出依靠第三方的履行机制。

显然,就契约的完备程度而言,债权契约比股权契约要相对完备,具体比较如表1所示。换言之,在对未来事件的不确定性方面,债权契约留下的缺口小于股权契约,因而导致在契约履行阶段,股权契约发生冲突的强度和频率远在债权契约之上。因此,股权契约是一种比债权契约“复杂得多的治理关系”<sup>[8]</sup>。

表1 股权契约和债权契约完备程度比较

契约比较因素	债权契约	股权契约
契约期限	有	无
未来收益	固定收益	剩余收益
酸性测试	要求	不要求
清算资产求偿秩序	优先	滞后
硬约束还是软约束	硬约束	软约束
结论(完备程度)	相对完备	相对不完备

#### 四、基于冲突治理的契约安排一般机理

交易费用经济学理论认为,在交易契约无法完备的条件下,资产专用性的存在是产生契约治理成本的关键因素,这不仅引发了复杂的事前动力,更重要的是还触发了复杂的事后治理结构的反应。Williamson主张,交易合适的契约安排应追求强的激励与低的机会主义相结合<sup>[8]</sup>。在契约不完备的情形下,强的激励是指激励企业参与者进行专用性投入,而低的机会主义则是防止资产专用性事后被机会主义者敲竹杠(hold up)。因此,在交易费用经济学理论看来,交易选择何种契约治理结构与之匹配(选择市场契约还是选择企业契约,抑或在其他混合契约<sup>①</sup>中进行交易)取决于交易所包含的资产专用性程度<sup>[9]</sup>。任何交易治理结构的选择,资产专用性投资的激励和保护均是契约选择和安排要实现的效率最大化(或交易费用最小化)的路径。所谓治理结构,就是交易契约关系的完整性和可靠性得以决定的组织框架,其本身即为一种契约构造。不同性质的交易与特定的契约治理结构相匹配可以实现交易费用最小化,同时也实现了资产专用性投资的最大保护和激励。

##### (一) 资产专用性低的交易与市场契约治理结构的匹配

特定类型交易在不同的契约治理结构中产生的治理成本是不相同的,只有当交易类型与契约治理结构相匹配时,交易的契约治理成本才能降低,交易才具有效率。这主要因为交易类型与治理结构所内生的契约关系具有某种对应关系<sup>②</sup>。

一般而言,市场契约是一种内生的古典契约关系,具有古典契约的基本特征:契约的完全自由选

①企业集团实际上属于一种混合契约治理结构,是介于市场和企业之间的一种特殊契约治理结构。

②依照麦克尼尔对契约的划分方法,契约关系有古典契约关系、新古典契约关系和关系型契约关系。

择性、契约的个别性和契约的现时化<sup>[10]</sup>。(1) 契约完全自由选择是指契约完全是依据缔约主体的意志自愿协商和自由选择的结果,而不受外界力量的控制和干预。契约的完全自由选择不仅要求缔约双方可以在市场中进行自由交易,而且强调在一方不履行契约时,法律应该帮助另一方去实现获得赔偿的权力。(2) 契约的个别性是指缔约主体之间除了单纯的交易关系外,不存在任何其他关系。因此,具有个别性特征的市场契约,其缔约时间和履约时间都是短暂的,换言之,市场交易契约一般是短期契约。(3) 市场契约的现时化是指交易双方过去或未来的全部契约行为、契约活动都归结于或转化为当前的交易处理。契约的现时化是契约个别性的必然结果,同时,契约现时化又强化了契约个别性的特征。

资产专用性程度低的交易契约是一种标准化的契约,它不要求一种特定的契约关系,因此,交易中任何一方的收益和成本都不被特定契约关系所支配,参与交易者的身份并不重要。如张三与李四进行交易,但当王五取代李四时,张三的收益或成本不会受到影响,这意味着李四不能凭借张三某种先前投入的成本(投资)对其敲竹杠。另外,对于资产专用性程度低、标准化的交易,一个以整个市场为边界的规模经济效益和范围经济效益更能提高交易的整体效率。因此,将资产专用性程度低的交易分派到蕴涵古典契约关系的市场契约治理结构中进行更合适。

## (二) 资产专用性高的交易与企业契约治理结构的匹配

与市场契约治理结构不同,企业契约治理结构则是内生的关系型契约关系<sup>[11]</sup>,其具备关系型契约的内在属性。关系型契约是一种不完备的长期契约,它并不考虑所有未来的具体情况,但缔约主体之间过去、现在和未来预期的个人关系影响着契约的长期安排,换言之,关系型契约是由未来关系的价值所维系的一种契约结构。当交易包含较高的资产专用性且交易重复进行时,作为垂直一体化的治理结构——企业契约治理是这类交易最好的治理结构。虽然企业契约比市场契约更不完备,但企业的运行不再依赖外在的价格机制,而是依赖于一个“权威”,即所有权(剩余索取权和控制权)对企业的生产活动直接进行指挥。所有权的归属是一个博弈结果,具有状态依存之特征,这为企业专用性资产投资最大、最重要的缔约主体拥有企业契约不完备部分的“解释权”创造了条件,客观上为资产专用性的投资提供了激励,保障了企业契约缔结和履行效率。此外,企业内生的关系型契约关系促进了不完备企业契约的自动履行(self-enforcing),增强了企业契约的弹性(flexibility)或适应能力,作为对机会主义的一种“软治理”,可以在一定程度上弥补所有权配置“硬治理”的不足。

综上所述,交易类型与契约治理结构匹配的一般机理如图1所示。(1) 资产专用性低的交易适合在市场中进行;(2) 资产专用性高、交易频率较大且重复进行的交易适合在企业中进行;(3) 资产专用性中等或资产专用性高但偶尔进行的交易既不适合使用市场契约,也没有必要为此维持一个专门的治理结构(如企业),而应当采用介于市场与企业之间的混合治理结构。

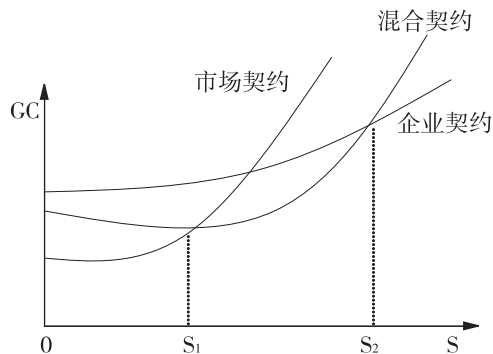


图1 资产专用性程度与契约治理选择

注:S代表资产专用程度,GC代表治理成本

## 五、融资契约安排的机理与解析

交易费用经济学理论关于交易与契约治理结构匹配的基本观点是:依据交易的类型,选择不同的契约治理结构,以达到交易费用的最大节约。特别是对资产专用性高的交易,合适的契约治理结构可以激励专用性的事前投入和事后避免机会主义敲竹杠。因此,交易费用经济学理论在契约治理结构

选择方面的基本着眼点是最大化减少交易引起的未来潜在冲突<sup>①[12]</sup>。而企业融资交易的契约安排是采用股权契约还是债权契约或者混合契约,交易费用经济学理论采用同样的分析逻辑。

首先,交易费用经济学理论认为,与其将发行债券和发行股票视为两种不同的融资手段,还不如视它们为两种不同的契约治理结构以及相应的契约治理类型。由于债权契约具有“有限期限”、“收益固定”、“优先索偿”、“酸性测试”以及借助外在的第三方强制执行的“硬约束”(如不能到期还款付息,则企业可能被法院判决破产清算或进行违约赔款)等属性。因而,债权契约如同市场契约,具有古典契约的基本特征,即契约的完全自由选择性、契约的个别性和契约的现时化,是一种按规则运作的契约治理结构。而股权契约具有长期性、拥有剩余索取权、承担剩余风险、契约的执行不是依赖第三方强制执行而主要强调自我履行机制、通过董事会挑选经理人员和审计人员、监督企业管理活动、间接参与企业重大决策等属性。因此股权契约如同企业契约,具有关系型契约的内在属性,体现出弹性治理的特征。

其次,交易费用经济学理论认为,融资契约安排的关键在于如何为不同类型的融资交易选择合适的契约治理结构(股权契约、债权契约或混合契约),从而使融资交易效率最大化。交易费用经济学理论的基本观点是以交易费用的节约为原则来衡量契约安排的效率水平。融资的交易费用不仅取决于融资契约的缔结费用,也取决于融资契约事后的治理费用,即融资契约的缔结费用和治理费用共同构成了融资的交易费用。那么,一个合适的融资契约应该是这两种费用的均衡。融资交易与融资契约的不同匹配将影响融资交易费用,进而影响融资效率的高低。

Williamson 认为,资产专用性是指在不牺牲生产价值的条件下,资产可用于不同用途和由不同使用者利用的程度,当某资产在特定用途上的价值均高于在其他用途上的价值,那么此资产在该特定用途上具有专用性<sup>[6]</sup>。资产专用性不良的可调配性(redeploying)特征与债权契约的“酸性测试”是相冲突的,专用性程度高的资产流动性差,很难为债权契约履行提供短期内的变现能力。同时,资产专用性与债权契约“硬约束”的规则性治理相冲突,当企业出现违约时,债权人即便迫使企业破产清算,可能也得不偿失,因为专用性程度高的资产清算价值可能非常低,无法补偿债权人的投资损失。另外,债权人对企业是一种相对控制,在企业没有被证实违约的情况下,债权人对企业无实质性控制。当企业在资产专用性程度很高时还坚持使用债权契约,那么债权人会意识到其债权利益难以得到保障,可能倾向不愿意借款缔约,或者作为一种补偿要求很高的利率。也就是说,当专用性程度很高的资产使用债权契约来规制融资交易时,将导致高居不下的缔约费用,从而大大增加了融资交易费用。

依据融资投向的资产专用性可将融资交易划分为低资产专用性融资交易、中等资产专用性融资交易和高资产专用性融资交易三类。高资产专用性融资交易使用股权契约可以大大降低缔约费用,因为股权契约

表 2 交易契约匹配

种类	一般交易的契约安排		融资交易的契约安排	
	交易类型	契约安排	融资交易类型	融资契约安排
1	低资产专用性	市场契约	低资产专用性	债权契约
2	高资产专用性	企业契约	高资产专用性	股权契约
3	中等资产专用性	混合契约	中等资产专用性	混合融资契约

不需要酸性测试,是一种永久性契约,而且股东拥有剩余索取权和一定程度的控制权,这与专用性资产的耐用性和回报周期的长期性是一致的。同时,股权契约是一种关系型契约,其治理具有较大的弹性和灵活性,“无论是增加对资产专用性的投资、更改投资项目,还是推迟股利发放以扩大投资,股权都能本着一种‘有话好好说’的态度来进行协商”<sup>[13]</sup>。不过,股权契约运行的复杂程度远远大于刚性、规则治理的债权契约<sup>②</sup>,因此股权契约事后的治理成本大于债权契约。所以,当融资企业资产专

①按照 Furuboto and Richter 的说法,不同的契约治理结构在制度或组织的创立、改变和使用上将会导致不同的交易费用。因此,Choate 认为,对具体投资者而言,重要的是选择最小化治理成本,即选择能使公司价值最大化的治理结构。

②刚性、规则性治理的特点如同市场契约所治理的交易特征那样,行或不行为缔约主体双方一目了然,这即是所谓的 take-it - or-leave-it(要么接受,要么拉倒)契约。



用性程度低时,不宜采用股权契约,这是因为此时的股权契约治理费用高而不能节约交易费用,从而影响融资交易效率。

因此,交易费用经济学理论关于融资契约安排的机理为:低资产专用性融资交易应采用债权契约;高资产专用性融资交易应采用股权契约;中等资产专用性融资交易应当采用混合性的融资契约。交易契约匹配情况如表 2 所示。与三类资产专用性融资交易相匹配的融资契约所对应的资本结构类型分别为负债资本主导型的资本结构、权益资本主导型的资本结构、负债资本和权益资本混合的资本结构。

交易费用经济学理论的融资契约安排机理的几何形态如图 2 所示。显然,混合性的融资契约是企业融资契约安排的常态,即股权契约和债权契约分别以不同的比例进行耦合,形成企业融资结构或资本结构,而哪一种性质的契约占主导地位仍然取决于资产专用性程度。

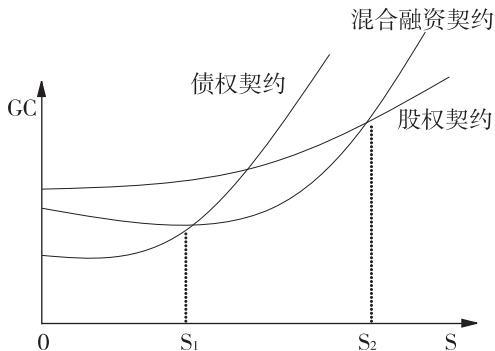


图 2 资产专用性程度与融资契约安排

## 六、简要评论

在新古典经济学中的财务学理论视角下,企业融资交易对融资契约的选择是指以财务目标(企业价值最大化)为依据对融资工具的选择。换言之,无论是股权契约还是债权契约,新古典经济学中的财务学理论是基于权衡交易的风险和收益的技术工具选择视角,而并不关注交易冲突导致的租值耗散问题,更不关注融资契约缔结各方关系型专用性投入形成的准组被机会主义敲竹杠问题。与此不同,交易费用经济学不是将融资契约简单看成是一种完成融资交易、载体性质的技术工具,而是将其(股权契约或债权契约)看成是对融资交易包含的关系型专用性投入的治理结构。显然,交易费用经济学理论充分关注了融资交易的冲突问题——敲竹杠的机会主义问题。深究新古典经济学和交易费用经济学对融资交易和融资契约匹配机理的诠释和主张,不难发现,差异的根源在于两者的企业观不同。新古典经济学的企业观是一种投入产出的技术函数,不关注企业内部冲突;交易费用经济学的企业观是不同产权主体(财务主体)缔结的系列契约组合,将企业内部冲突看成是既定的约束条件。从这个角度讲,交易费用经济学的融资契约选择理论更贴近市场中企业融资决策的现实和实质。由于交易冲突这个既定前提的存在,交易费用经济学理论认为,冲突性交易在契约无法完备的条件下,为保护和激励关系型专用性投入,如何选择不同的融资契约与融资交易进行匹配是决定总交易治理成本(即交易费用)的关键因素。具体而言,对企业融资交易的治理究竟是采用股权契约还是债权契约或其他结构的融资契约安排,交易费用经济学理论根据市场交易中采取“纵向一体化”来对付市场机会主义这一逻辑,推导出融资交易包含的资产专用性程度是决定融资契约安排的关键变量这一结论。

当交易在企业内部(选择纵向一体化)进行,则意味着这种交易包含了资产专用性。按照交易费用经济学理论的逻辑,企业作为纵向一体化的结果,其内部交易必定包含一定的资产专用性,具体到融资交易而言,意味着企业必须选择股权契约而非债权契约。但事实上几乎没有企业仅使用单一融资契约,即便企业的资产专用性程度很高,它也会使用一定的债权契约。这至少说明了两点:第一,融资契约安排仅仅考虑交易费用的节约是不够的。交易费用经济学理论只关注在融资契约(债权契约)不完备且存在资产专用性情况下机会主义对债权人的侵害所带来的交易费用问题,而忽视了资产专用性是企业组织租金的主要源泉,分享企业组织租金恰恰是包括资本要素所有者在内的所有缔

约主体参与企业的初衷。第二,债权契约除了在企业资产专用性程度较低时可以节约交易费用以外,还有其他无法替代的作用。这个缺陷被后来生成和发展的不完备契约理论给予有效弥补,即依据不完备契约理论,债权契约的使用是激活企业剩余控制权状态依存机制的变量<sup>[14]</sup>。另外,交易费用经济学理论在解释融资契约安排与其“纵向一体化”逻辑时也并非完全一致。一般交易不选择在非纵向一体化的契约治理结构中进行是因为交易包含的资产专用性容易受到市场机会主义的侵害,担心准租金被攫取(敲竹杠)。而在融资契约安排中,不使用债权契约不是担心资产专用性遭到敲竹杠,而是担心资产专用性对债权人的损害。

## 参考文献:

- [1]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.
- [2]夏恩·桑德. 会计与控制理论[M]. 大连:东北财经大学出版社,1999.
- [3]张五常. 企业的契约性质[M]//陈郁. 企业制度与市场组织:交易费用经济学文选. 上海:上海人民出版社,2006: 240-269.
- [4]雷光勇. 会计契约论[M]. 北京:中国财政经济出版社,2004.
- [5]Koopmans T C. Scientific paper of tjalling koopmans[M]. Boston: MIT Press,1985.
- [6]Williamson O E. The economic institutions of capitalism[M]. New York:Free Press,1985.
- [7]麦克尼尔. 新社会契约论[M]. 雷喜宁,等,译. 北京:中国政法大学出版社,2004.
- [8]Williamson O E. Corporate finance and corporate governance[J]. Journal of Finance,1988,43(3):451-523.
- [9]雷新途. 企业集团财权配置的契约结构分析[J]. 审计与经济研究,2007(4):35-59.
- [10]易宪容. 交易行为与合约选择[M]. 北京:经济科学出版社,1998.
- [11]费方域. 企业的产权分析[M]. 上海:上海人民出版社,2009.
- [12]钱春海,贺旭光,欧阳令南. 交易费用、资产专用性与企业融资决策[J]. 上海管理科学,2002(2):46-51.
- [13]齐行黎,范方志. 最优资本结构研究——基于交易成本经济学视角[J]. 经济问题,2005(3):62-69.
- [14] Aghion P, Patrick B. An incomplete contracts approach to financial contracting[J]. Review of Economic Studies,1992, 59(3):473-494.

[责任编辑:王丽爱,许成安]

## Contract Arrangement for Financing Transaction: An Analysis Framework in TCE Opinion

LEI Xintu<sup>1</sup>, XIONG Deping<sup>2</sup>

(1. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China;

2. School of Business, Ningbo University, Ningbo 315211, China)

**Abstract:** In transaction, cost economics opinion, ownership contracts and creditor contracts, are the governance structure of contract to govern and regulate the financing. The two kinds financial contracts will have different governance cost (i. e. transaction cost), when they govern and regulate the different financing transaction containing different asset specificity. This paper mainly researches the decision mechanism to match the financing contract and financing transactions according to asset specificity of financing transactions in the case of incompleteness of financing contract.

**Key Words:** enterprise financing transaction; ownership contracts; creditor contracts; assets specificity; transaction cost economics; contract arrangement; financing contract; financial contract