

自由现金流量的约束方法研究



陈平平 干胜道(博士生导师)

(上海电视大学 上海 200433 四川大学工商管理学院 成都 610065)

【摘要】 经营者可以自由支配的现金流量越多,便越“自由”,就越有可能出现损害所有者利益的行为。本文拟从所有者角度探讨如何约束经营者的自由现金流量,以维护所有者的正当权益。约束自由现金流量的主要方法包括:现金分红或股票回购、增加负债、改善公司财务治理、资本市场约束、消除信息不对称和改用经济增加值进行评价。

【关键词】 自由现金流量 股票回购 财务治理 经济增加值

1976年,美国学者詹森提出了所有者与经营者之间存在代理成本的学术思想,并在10年后揭示了自由现金流量是代理成本的表现形式之一。这里所说的“自由”是从经营者角度考察的。经营者可以自由支配的现金流量越多,便越“自由”,就越有可能出现损害所有者利益的行为。本文拟从所有者角度探讨如何约束经营者的自由现金流量,以维护所有者的正当权益。约束自由现金流量的主要方法有以下六种。

一、现金分红或股票回购

詹森所说的自由现金流量是指满足所有具有正的净现值的投资项目所需资金后多余的那部分现金流量。这些投资项目所适用的贴现率要达到企业相关的资本成本之要求。按照詹森的观点,要提高公司经营效率,实现股东财富最大化,这些自由现金流量不能低效率地投入到项目中去,最好的办法是把这些自由现金流量返还给股东。进行现金分红或者股票回购应该是约束自由现金流量的一个好办法。

基于个人报酬的考虑,经营者会将自由现金流量留存下来,简单的办法是把这些钱存放于银行生息。我国有些上市公司明显囤积自由现金流量却不分红或实施股票回购(我国的《公司法》已作出一些限制),其主要原因是公司治理存在缺陷、对经营者的激励机制存在漏洞(大多数国有企业经常采用利税总额挂钩等非常简单的方式发放奖金)、经营者财务理念不正确(厌恶举债风险、缺乏资本成本观念、构造“个人帝国”的虚荣心理)等。上市公司提高现金股利水平或者进行股票回购,会向投资者传递利好信号。Grullon和Michaely(2004)选取了1980~1997年间公开市场回购的公司为样本进行研究,得出的结论是:自由现金流量的减少导致代理成本的减少,加上公司整体风险的下降(经营者挥霍股东财富的可能性降低)是证券市场对股票回购作出积极反应的原因。

二、增加负债

众所周知,举债是要还本付息的,是一种硬约束,举债等于是让经营者背上了兑现“承诺”的负担,无疑给经营者套上了“资本市场自行监督”的枷锁。Hart和Moore(2001)指出,企业债务可以分为“软”债务和“硬”债务。“软”债务是指次级债

及可延迟支付债;“硬”债务是指优先债及不可延迟支付债。他们(1989)认为,经营者在“软”债务的使用上有相当的处置权,在控制经营者的私自行为中只有“硬”债务才能发挥重要作用。詹森也指出,债务(本息)可以作为股利的一种替代品,它可以迫使经营者吐出现金来,而不是把它浪费掉。

在我国,由于国有企业与国有银行之间存在广义上的关联关系,一些国有企业凭借政府潜在担保肆意借钱,债多不怕,负债的约束机制对它们不起作用。一些学者的研究表明,我国的上市公司存在这样的怪现象:资产报酬率与资产负债率存在倒置现象,即资产负债率高的企业反而债台高筑,而业绩好的企业反而资产负债率低,甚至有负债率为零的现象。陈红明(2005)从随意性支出角度对自由现金流量代理成本假说的实证检验中发现,负债多的上市公司随意性支出显著低于负债少的上市公司,说明詹森的“负债控制效应”在我国上市公司中也是存在的,但其作用大小有待进一步研究。

三、改善公司财务治理

公司治理的核心是财务治理,财务治理的重点是财权的合理安排。企业的所有者与经营者之间必须合理划分财权。经营者财权过大,会导致经常发生随意性支出;而经营者财权过小,其主观能动性会受到制约,决策的时效性差,从而影响企业的业绩。在财务治理中,必须形成所有者之间相互制衡,所有者与经营者之间合理分割财权,通过财务预算形成收支平衡。股东之间的制衡有利于防止企业的自由现金流量被大股东非法占用。所有者与经营者之间合理分割财权便于企业合理处置企业产生的经营活动现金净流量,防范自由现金流入量变成自由现金结存量,敦促企业形成合理的资本结构。

刘峰等(2004)研究了股权结构与“利益输送”方式的关系,他们认为大股东所追求的并不是上市公司的高业绩、高成长,而是上市公司的现金,即将自由现金囤积在上市公司,以便其随时取用。在股权分置时期,大股东对筹措资金和进行关联方交易十分积极,利用自己的控制权千方百计地筹划上市公司进行再融资,而对给广大股东进行现金分红却非常消极,其“掏空”上市公司的“司马昭之心”路人皆知。

四、资本市场约束

成熟的资本市场会自发地惩罚上市公司的非理性财务行为,股价会对公司的“好消息”作出积极的反应。投资者可以凭借上市公司的债务比率来判断其预期价值。由于信息不对称,投资者一般认为发行债券融资企业的经营能力和发展前景良好,而发行股票融资企业的经济前景暗淡,这可以用债券和股票发行的市场反应来加以说明。马素里(Masulis,1983)通过对企业融资工具对股票价格影响的研究得出以下结论:①发行债券回购股票可引起股票收益增长14%;②以优先股替代普通股融资可引起股票收益增长8.3%;③以发行债券回购优先股可引起股票收益增长2.2%;④以发行普通股融资替代优先股融资会导致股票收益下跌2.6%;⑤以发行普通股融资替代债券融资会导致股票收益下跌9.9%;⑥以发行优先股融资替代债券融资会导致股票收益下跌7.7%。

马素里的结论表明,企业融资方式的选择对股票市场具有“信号”作用。如果一家企业处于成熟期,业绩优良又没有债务,却常年不分红,大量囤积自由现金流量,可能会被资本市场中的“猎食者”盯上,被恶意收购,收购者通过返还股东多余资本、借入适度资本来优化资本结构,在降低加权平均资本成本、提升净资产收益率及每股收益后,股价会合理上涨,“猎食者”的套利计划便可顺利实现。

我国的资本市场是一个转轨的新型市场,市场中的投机色彩比较严重,投资者对上市公司的财务政策(包括举债政策、分红政策等)关注不够,以基金为主的机构投资者对上市公司超额囤积自由现金流量导致的资金闲置也不进行“用手投票”,这给一些上市公司的经营者构建“个人帝国”创造了条件。一些公司业绩优良或者通过盈余管理包装业绩,不派发现金股利或者只进行送转股票,同时实施配股增发新股等再融资计划,骗取广大股民的血汗钱,将之存入银行滥用,或者方便大股东“掏空”上市公司,致使投资者的利益受到严重损害。相信随着我国资本市场的不断成熟、机构投资者不断壮大,便可形成资本市场对自由现金流量的自动约束机制。

五、消除委托人与代理人之间的信息不对称

信息不对称理论产生于20世纪70年代,它的主要内容是:有关交易的信息在交易双方之间的分布是不对称的;交易双方对于各自在信息占有上的相对地位是清楚的。由于信息不对称,会产生交易前后的逆向选择和道德风险问题。

信息不对称在现实经济生活中是一种常态,所有者与经营者对企业前景、财务状况、现金流量、盈利情况掌握的情况是不一样的。一般而言,经营者处于信息优势地位,投资者处于信息劣势地位。就自由现金流量来说,它是否处于闲置状态、闲置时间多长、数额有多大,经营者所选项目是否值得投资、预期现金流量分布如何、风险有多大等,对这些问题,经营者比较清楚,投资者和董事会可能一无所知。在我国,经营者为了囤积自由现金流量,广泛使用项目包装、盈余管理、变更募集资金用途等手段。要消除委托人与代理人之间的信息不对称,必须完善上市公司的信息披露机制,强化公司治理,发挥独立董事对项目投资的监督,完善内部控制制度和财务预

算制度,充分发挥审计、舆论和社会举报监督的作用。董事、监事、股东要敢于对上市公司的自由现金流量的存量、用途等进行质疑,对高盈利、低负债、不分红反而再融资行为进行约束,以确保公司维护股东的根本利益和可持续增长。

六、使用经济增加值对经营者进行绩效评价

目前,我国的上市公司特别是国有控股上市公司的业绩评价方法过于简单,一般以利税总额或净利润为基础来评价经营者,这样,即使资金完全处于闲置状态,企业的经营者也不愿意将资金退回给股东,因为资金放在银行哪怕是活期存款也会增加公司的收益水平,对经营者的业绩评价有利,而经营者不可能换位替股东的机会成本着想。如果采用经济增加值(EVA)方法来评价经营者的业绩,那效果就不一样了。

EVA是当前西方发达国家流行的一种业绩评价方法,它由思腾思特公司推出。其主要思想是在传统的经营利润基础上扣除占用股东资本的机会成本,从而促使经营者站在股东的立场上来全盘衡量经营业绩。举例来讲,某上市公司的上年净资产是100亿元,其中20亿元为留存收益,净资产收益率约为12%,无银行贷款,银行一年期贷款利率为8%,有15亿元资金长期存在银行,年利息收入为0.6亿元,经营利润约为11.4亿元。假设公司董事会决定,自新年度开始采用EVA来评价经营者的业绩,股东要求的机会成本为12%,EVA每达到1亿元,管理团队可获得3000万元奖金。假设该公司的经营环境不变,行业平均有息负债率为42%,则:

方案一:将15亿元自由现金流量仍然保留于公司,经济增加值 $=11.4-100 \times 12\%=0$ 。

方案二:将15亿元自由现金流量分红给股东,股东的资本本减为85亿元,则经济增加值 $=11.4-85 \times 12\%=1.2$ (亿元)。

方案三:将15亿元自由现金流量分红给股东,并回购35亿元股本,股东资本变为50亿元,同时向银行借入35亿元一年期贷款,资产负债率为41.18%,则经济增加值 $=11.4-35 \times 8\%-50 \times 12\%=2.6$ (亿元)。

可见,采用EVA进行业绩评价,作为理性经济人的企业经营者会充分考虑占用股东资本的机会成本,会自觉站在股东的角度考虑将闲置的自由现金流量退回给股东,也会在不明显增加公司融资风险的情况下合理利用相对便宜的债务融资,优化资本结构。在本例中,经营者必然会选择对股东也对自己有利的方案三,从而获得6000万元奖金。

【注】本文得到国家自然科学基金“基于自由现金流量的我国上市公司业绩变化研究”(编号:70672013)的资助。

主要参考文献

1. 干胜道.所有者财务论.成都:西南财经大学出版社,1998
2. 陈红明.自由现金流量代理成本假说实证检验——基于随意性支出角度.理财者,2005;3
3. 刘峰等.股权结构与大股东利益实现方式的选择.中国会计评论,2004;1
4. 刘淑莲.企业融资方式、结构与机制.北京:中国财政经济出版社,2002