

债务融资与公司业绩关系研究

何平

(财政部财政科学研究所 北京 100142)

【摘要】 本文从理论上分析了债务融资对公司业绩影响的原理,认为债务融资对公司业绩的影响是通过债务融资的正负两面效应的博弈来实现的。

【关键词】 债务融资 公司业绩 股权结构 公司治理

Jensen和Meckling(1976)的代理成本理论认为,公司的债务融资决策取决于代理成本的高低。他们把企业作为契约结点,定义并区分了两种类型的利益冲突:一是股东和经理之间的利益冲突;二是股东、经理和债权人之间的利益冲突。Jensen和Meckling经过分析认为,债务融资可以缓解股东与经理的利益冲突,从而减少管理行为的代理损失,即减少股权代理成本;但同时债务融资又可能产生新的冲突,即股东、经理和债权人之间的利益冲突,由此导致另一种代理成本的产生,即债权代理成本。因此,债务融资对公司业绩的影响具有两面性。

一、债务融资的积极效应

1. 债务融资的股权结构效应。债务融资的股权结构效应是指在其他条件不变的情况下,增加债务可以优化公司的股权结构,从而降低股东和管理者之间的代理成本,提高公司绩效。Jensen和Meckling(1976)指出,现代股份制企业中普遍存在股东和经营者的冲突。由于经营者的天然倾向是根据自己的最大利益需要来分配企业的资源,经营者可能任意挥霍公司资产以满足个人私欲,尤其在其不拥有100%的股权时又不需要为此付出完全的成本,因而公司的业绩会下滑。当公司的规模一定时,在经营者对公司的绝对投资不变的情况下,提高债务融资比例可以降低公司对外部股权资金的需要,间接提高经营者的持股比例,经营者挥霍的成本也就相应提高,因而这种侵占行为就会有所减少。于是债务融资起到了减少代理成本的作用,使经营者与股东的目标函数趋于一致,从而缓和股东与经营者之间的冲突,降低代理成本。负债越多,经营者持股比例越高,这种缓和效应就越突出。

另外,在股权分散的情况下,增加债务融资可以提高股权的集中度,增加大股东的监督力度。Berle和Means认为,股权分散会导致“搭便车”行为,从而造成对管理者的监督困难,因此股权集中度与公司业绩之间存在正相关关系。Shleifer和Vishny也支持上述结论,他们认为大股东的存在减少了管理者的机会主义行为,从而减少了管理者与股东的直接代理冲突。因此,负债越多,股权集中度越高,大股东对管理者的监督力度就越强,股东和管理者之间的代理成本就越低,公司业绩就越好。

2. 债务融资的控制权转移效应。Grossman和Hart(1982)认为,如果破产对管理者来说成本很高,即破产可能使管理者的声誉受到损害,或者经理不再对公司具有控制权,那么债务的增加由于会使公司破产的可能性变大,因而能够激励经理努力工作,减少偷懒和在职消费。

现代企业理论认为,公司的所有权是一种状态依存所有权或相机控制权,即企业剩余控制权和剩余索取权的分配随着企业财务和经营状况的变化而变化。当企业资不抵债、无法偿还债务时,企业剩余控制权和剩余索取权便由股东转移给债权人。这时债权人对企业的控制是通过受法律保护破产程序进行的,包括两种处理方式:一种是清算,即把企业的资产分拆卖掉,按债务清偿顺序对收益进行分配。清算的结果是经营者丢掉了饭碗。另一种是重组,即由股东、债权人和经营者进行协商并提出方案。如果重组价值大于清算价值,破产企业就可能被重组。企业重组涉及减免债务本金和利息、债转股、延长偿还期、注入新资金等,同时还会更换经营者。负债的存在使企业产生了破产的可能,为了避免破产,保住自己的职位和管理利益,经营者会减少个人享受,更加努力地工作,并做出更有利于提高企业价值的投资决策,即经营者的行为会更倾向于保护股东的利益,从而减少代理成本。因此,从这个意义上来说,债务是一种缓和经营者与股东利益冲突的担保机制,它对经营者形成了无形的监督作用。

3. 债务融资的自由现金流量效应。债务融资的自由现金流量效应是指负债能有效地约束管理者未来支付现金流量的承诺,避免管理者对企业自由现金流量的低效投资,提高公司业绩水平。Jensen(1986)指出,公司股东和管理者之间在自由现金流量的使用上存在利益冲突,管理者宁愿把自由现金流量浪费在低收益的项目上也不愿将其以股利形式返还给股东。因为管理者即使将自由现金流量用在低收益的项目上,也能扩大企业规模,而随着企业规模的扩大,管理者的个人声誉和在职消费都会得到提高,所以管理者具有过度投资的倾向。Harris和Raviv(1990)、Stulz(1990)的研究表明,举债可以剥夺管理者在自由现金流量上的自行支配权。因为债权人要求管理者按时依约还本付息,并且要求企业用现金偿还,如果管理

者违约,债权人就可能要求公司破产清算归还本息,管理者出于对企业违约破产后自己名誉受损的担心,必然会减少用于满足其个人私利的自由现金流量。因此债务的利用减少了企业的自由现金流量,缩小了企业的投资规模及经营者从事低效投资的选择空间,约束了经营者过度投资的倾向,抑制了经营者的在职消费。同时Jensen还认为,虽然股东可以通过要求管理者定期发放一定金额的股利的方式约束管理者对自由现金流量的使用,但股利政策不像债务政策那样具有法律上的约束力,因此债务融资比股利政策更有助于防止公司在低收益项目上浪费资源,从而可以提高公司的经营效率。

4. 债务融资的监督效应。债权人将资金借贷给企业前,会详细了解企业对借贷资金的使用方式,目的是根据债务人对资金使用风险的大小来确定贷款利率。当债权人将资金借贷给企业后,为了确保资金的安全,即考察企业能否按时还本付息,同时也为了防止企业将借贷资金用在风险高的项目上,债权人会定期查看企业的财务报表,无形中起到了对管理者的监督作用。Fama认为,债权人(尤其是大债权人)专业化的监督可以使监督更有效。

综上所述,债务融资主要通过股权结构效应、控制权转移效应、自由现金流量效应、监督效应发挥作用,从而对公司绩效产生正面影响,是一种有效的公司治理机制。债务融资由于具备这些积极的治理效应,将会在降低代理成本、提高经营效率和增加企业价值方面发挥积极作用。

二、债务融资的消极作用

债务融资也会导致股东和债权人之间的利益不一致,并增加公司的代理成本,从而减少公司的业绩。债务融资引起的代理问题主要有两种:一是Jensen和Meckling(1976)提出的资产替代问题;二是Myers(1977)提出的投资不足问题。

1. 债务融资的资产替代效应。根据资本资产定价模型,投资项目的风险越大,可能的期望收益分布方差就越大,就会导致股权价值升高和债权价值相应降低,财富将自债权人转移到股东手中。

Jensen和Meckling认为,当公司的投资项目产生大量收益时,股东得到超过负债账面价值的大部分收益;然而当公司的投资失败时,股东只受有限责任的约束,而债权人则承担了项目失败的后果。因此,上市公司股东与债权人之间产生代理冲突的根本原因是股东可能改变公司资产的使用方向,导致公司的经营风险和财务风险发生变化,从而转移和侵吞债权人财富。理性的债权人在贷款时会正确预期股东未来的投资行为,从而要求得到较高的回报率,由此导致了负债的一种代理成本的产生,即为防止资产替代所发生的成本。另外,债权人还可能在债务契约中增加附加条款用来防备股东与债权人的利益冲突,如在债务契约中明确规定负债融资不能改变原投资项目,若改变则要给债权人利率补偿等,以防止股东资产替代行为。但这些附加债务条款的增加,将会给企业带来相应的监督和执行方面的代理成本。

2. 债务融资的投资不足效应。债权人具有对收益的优先索取权及企业破产时对财产的优先求偿权。也就是说,股东承

担着公司投资的全部资本成本,却只能得到投资净收益中经债权人索取后的那部分剩余,而且公司的负债比例越高,股东得到的收益也就越少。因此,尽管公司面临一个净现值为正的投资项目,在最终风险由股东承担的情况下,股东只要没有从中获得与之所承担风险相对应的报酬,就会拒绝将资本投入到这个净现值为正的投资项目中去。因此,无债务融资的公司只要项目的净现值为正,就会选择该项目,而有负债的公司则可能会背离这个原则,即股东对净现值为正的项目存在着投资不足的激励。当理性的债权人在贷款前预期到这种情况时,就会对企业可能出现的非最优决策行为要求获得价值补偿,由此导致了负债的另一种代理成本的产生,即为防止投资不足引发的成本。

债务融资引起投资不足的另一种表现为,公司的管理者很在乎自己的声誉,因此他们希望公司能够平稳运行,不出现大的经营波动,为了实现这一目的,管理者倾向于选择相对安全、能保证还清债务的项目,而这可能不是真正意义上价值最大化的项目。另外,如果公司没有逾期归还贷款的不良记录,公司的良好信誉还能降低未来债务融资的成本。因此,管理者为了以后便于债务融资也有可能选择相对安全的次优项目。从这个意义上讲,债务融资可能是管理层缺乏创造性与进取心的原因之一。

除了上面提到的债务融资引起的两种负效应,债务的代理成本还可能由以下几种情况引起:①过度发放股利,实施变相撤资行为。这将提高债权人承担的风险,降低债权价值。②资产转移。在大股东的控制下,企业可能会采取关联交易、为第三者提供担保等多种方式转移企业资产。③进一步较大规模地借入新债务。④由于信息不对称引起的代理成本。与前面的情况类似,债权人在事前都会对这些情况有所预计,并要求在贷款或债券条款中加入保护性条款,对企业股东的行为做出严格的限制,从而增加了企业债务融资成本,提高了企业加权平均资本成本,最终减少了公司业绩。

通过前文的分析我们可以看出,债务融资对公司业绩的影响是通过债务融资的正负效应的博弈来实现的。如果企业债务融资的正负效应博弈的结果是正效应大于负效应,则债务融资对公司业绩的影响就是正影响,即债务融资能够增加公司业绩,反之亦成立。

主要参考文献

1. 吕长江,韩慧博.上市公司资本结构特点的实证分析.南开管理评论,2001;5
2. 陈耿,周军.企业债务融资结构研究——一个基于代理成本的理论分析.财经研究,2004;2
3. 汪辉.上市公司债务融资、公司治理与市场价值.经济研究,2003;8
4. Jensen M.,Meckling W..Theory of the firm: managerial behavior,agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics,1976;3
5. Jensen M..Agency costs of free cashflow,corporate finance and takeovers. American Economic Review,1986;76