

不同债务结构下公司债务融资能力分析

杜育华 欧阳明德(教授)

(华中科技大学管理学院 武汉 430074)

【摘要】 本文以企业契约理论、委托代理理论为基础,运用博弈论的分析方法,分析了不同债务结构下事后债权人和公司之间的谈判博弈。

【关键词】 融资能力 流动性拖欠 谈判租金

债务融资是现代公司外部融资的主要形式。在上市公司中,债务融资一般占到其外部融资的 70.33%,负债比率最集中的区间为(40%,50%)。企业债务融资能力与债务结构的关系紧密,但目前我国学者对此的研究尚不充分,本文将运用博弈论的分析方法对债务结构与企业债务融资能力的关系进行探讨。

一、拖欠行为和债权人可保证收入

当公司利用债务进行项目融资时,往往会发生拖欠行为。拖欠情况一般分为两种:一种是自然状态不好,公司现金流量少而不得已发生的流动性拖欠;另一种是虽然自然状态好,现金流量充足,但由于合同的不完备性和现金流量的不可证实性,公司通过采用各种形式转移项目现金流谋取私利而发生的蓄意拖欠。

债权人如果预计到债务公司会发生拖欠,事前则不会借出资金。为吸引债权人投资,公司就会在融资合同中赋予债权人清算公司资产的权力,相对于现金流量而言,资产是可证实的,公司可以“偷走”现金流,但不能转移资产。

正、公开”作为指导原则,实现与国民经济协调发展,坚持依法治市,保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益。在刚完成的股权分置改革中,也将“公开、公平、公正,股东平等协商”作为改革原则,并将保护投资者的合法权益,尤其是保护中小投资者的利益作为改革的目标之一。

(3)利益均衡是企业得以长远发展的根基。薛云奎教授在题为“利益均衡:世界级企业的成功之道”的演讲中,深入分析了沃尔玛、微软、戴尔等世界顶级企业的成功之道,探寻其中的利益均衡艺术。在对沃尔玛公司的分析中,薛云奎指出,沃尔玛永远为顾客提供有质量保证、低价格的商品;从上世纪 70 年代开始,沃尔玛成为美国最早让公司高层管理者分享公司利益的公司;市场对沃尔玛的利润贡献率是 3%~3.6%,沃尔玛给股东的回报却基本没有低于 20%。沃尔玛从满足股东要求和利益出发,加强与股东的交流,保证股东对公司的信心。可见,沃尔玛的成功,正是建立在各方利益均衡的基础之上的。

由于资产具有专用性,一般其继续留在公司内部创造的收益大于市场清算价值,这样,在公司发生蓄意拖欠时债权人就会利用清算权迫使公司偿还债务,阻止公司转移资产的行为。公司出于利益考虑会和债权人谈判,从债权人手中购回资产。在公司经营状况好的情况下债权人可保证收入能为其获得谈判收益。当自然状态不好时,公司缺乏现金流,债权人清算资产,其可保证收入为资产清算价值。债权人事前预期可保证收入越高,其愿意借出的资金越多,公司债务融资能力越大。

二、只有一个债权人时的融资能力

假设一家没有自有现金流的公司为项目寻求债务融资。项目存续三个时期:① $t=0$ 期,公司得到债务融资,并开始投资。② $t=1$ 期,项目实现短期现金流 Y_1 ,资产为 A_1 。③ $t=2$ 期,实现长期现金流 Y_2 ,资产为 A_2 。所有参与者为风险中性,无风险利率为 0。假设公司拥有所有谈判能力(任意外生给定的谈判能力不影响分析结果)。

还有其他的假设为:① Y_2, A_2 具有规模不变性,如果 A_1 的 $(1-\beta)$ 部分得到清算,且 $0 \leq \beta \leq 1$,在 $t=2$ 期剩余资产产生

因此,企业要想做大做强,获得长远的发展,就必须妥善处理好各方的利益关系,努力实现各方利益均衡,将企业价值的提高建立在社会公正的基础之上。

三、基本结论

当前,科学发展观已成为指导我国经济建设的主导思想,这标志着我国的社会主义市场经济建设和经济体制改革更加成熟和理性。因此,财务会计的使命在于通过对利益关系的调整,实现资源优化配置,会计应该以“均衡利益关系,实现资源优化配置”为目标。以“均衡利益”为目标,并以之为起点建立财务会计概念框架,来指导会计原则的建立,能够保证会计人员以更加中立的身份进行客观公允的职业判断,从而更好地发挥其作用,实现利益均衡,维护经济秩序,最终实现资源的优化配置,以保证经济的持续、健康、快速发展。

主要参考文献

1. 张文显.法理学.北京:高等教育出版社,2003
2. 赵凌云.经济学通论.北京:北京大学出版社,2005

的收益为 $\beta Y_2, \beta A_2$ 。②所有变量中,只有 Y_1 为随机变量。好状态发生的概率为 θ , 此时 $Y_1=x$, 坏状态发生的概率为 $(1-\theta)$, $Y_1=0$ 。③在好状态下,为了使公司不受现金流的约束,假设 $x>Y_2$ 。④ $Y_2>A_1$, 表示公司总是希望项目存续下去。⑤ $A_1>A_2$, 表示如果债权人只能得到清算价值,早清算比晚清算要好。

为了有一个比较的基准,我们先讨论只有一个债权人的情况,为了使公司具有最大融资能力,假设 A_1 和 A_2 都作为债务融资的担保。若债权人得不到合同规定的支付,则在 $t=1$ 期,有权清算 A_1 的任意部分,在 $t=2$ 期,有权清算 A_2 的任意部分。从直观上来看,公司最大债务融资能力应为 (A_1+A_2) , 但情况并不是如此。

当 $Y_1=0$ 时,发生流动性拖欠,由假设①⑤,债权人会在 $t=1$ 期清算全部资产,得到 A_1 。

当 $Y_1=x$ 时,同样由假设①⑤,债权人将要求全部清算 A_1 。如果真的清算,在 $t=2$ 期他将蒙受损失 A_2 ,所以,通过谈判,公司将对债权人支付现金流 (A_1-A_2) , 购回资产,继续经营。在 $t=2$ 期债权人获得长期资产 A_2 。他在两期获得的总收益为 A_1 。公司拥有所有谈判能力,获得所有谈判租金,谈判租金 π 等于公司和债权人通过谈判所能获得的总收益减去不谈判并且清算公司和债权人所能获得的总收益 $\pi=Y_1+A_2-A_1$ 。

债权人在好、坏两种状态下的预期支付为: $(1-\theta)A_1+\theta A_1=A_1$, 所以,只有一个债权人时公司最大债务融资能力为 A_1 。

三、有两个债权人时的融资能力

假设有两个投资者为项目提供债务融资。融资合同规定债权人 A 在 $t=1$ 期的清算权利为 A_1 的 $(1-\beta)$ 部分,余额部分 β 归债权人 B 享有。

当 $Y_1=0$ 时,项目被清算,债权人 A 获得 $(1-\beta)A_1$, 债权人 B 获得 βA_1 。

当 $Y_1=x$ 时,如果公司同时拖欠两个债权人资金,公司和债权人之间展开三方谈判,公司拥有所有谈判能力,能够迫使债权人之间互相妥协,使得他们的谈判收益等于他们不参加谈判执行清算的收益,所以,三者支付的现金流为:公司: $x+\pi$; 债权人 A: $(1-\beta)A_1$; 债权人 B: βA_1 。谈判租金仍为 $\pi(\pi=Y_2+A_2-A_1)$, 这种情况与只有一个债权人的情形一样。

如果公司选择只拖欠债权人 A,对债权人 B 按合同规定的债权面值 R^2 支付,这时,谈判只发生在公司与债权人 A 之间,用 S_0^1, S_0^2 表示 $t=1$ 期没有清算时,两个债权人在 $t=2$ 期的清算权利, $S_0^1+S_0^2=A_2$ 。 S_0^1, S_0^2 表示在 $t=1$ 期清算了 A_1 的 $(1-\beta)$ 部分后两个债权人在 $t=2$ 期的清算权利, $S^1-S^2=A_2$ 。如果债权人 A 清算,在 $t=2$ 期将蒙受损失 $(S_0^1-S^1)$, 所以,通过谈判,公司支付给债权人 A 的现金流为: $(1-\beta)A_1-(S_0^1-S^1)$ 。在 $t=2$ 期,债权人 A 获得长期资产 S_0^1 , 两期总收益为 $(1-\beta)A_1+S^1$ 。谈判租金 π^1 等于公司和债权人 A 谈判没有清算 $(1-\beta)A_1$ 时两者的总收益减去清算时两者的总收益, $\pi^1=Y_2-\beta Y_2+S_0^1-S^1-(1-\beta)A_1$ 。谈判后三者支付的现金为: 公司: $x-R^2+\beta Y_2+\pi^1$; 债权人 A: $(1-\beta)A_1+S^1$; 债权人 B: $R^2+S_0^2$ 。

当公司谈判后的支付最小时,融资能力最大。而 $\beta Y_2+S_0^2-S^1-(1-\beta)A_1=Y_2+(1-\beta)(A_2-A_1)-(S_0^2-S^2)$ 。由假设⑤可知,要使谈判后公司得到的支付最小,则 $\beta=0$ 。这意味着债权人 A 拥有所有短期债权。

当 $\beta=0$ 时, $S^1, S^2=0$, 谈判租金 $\pi^1=Y_2-S_0^1-A_1=\pi-S_0^2$, π 为只有一个债权人时的谈判租金。由假设④可知 $\pi>A_2$, 所以,当设定 $S_0^2=A_2$ 时,公司抽取的谈判租金也最少,此时 $S^1=0, \min \pi^1=Y_2-A_1$ 。

综合以上分析,公司债务融资能力最大的债务结构为债权人 A 拥有全部安全短期债权($\beta=0$), 不拥有长期债权($S_0^1=S^1=1$), 债权人 B 拥有全部长期风险债权($S_0^2=A_2, S^2=0$)。债权人 A 为短期债权人, 债权人 B 为长期债权人, $R_2=0$ 。短期债权面值为短期债权人和公司谈判所获得的现金流支付 A_1 , 长期债权面值为 A_2 。两个投资者在好、坏两种状态下所能获得的期望支付为: 债权人 A: $(1-\theta)A_1+\theta A_1=A_1$; 债权人 B: θA_2 。

两个债权人总的预期收入为 $(A_1+\theta A_2)$, 这就是公司最大融资能力。相对于只有一个债权人的情形,增大了 θA_2 。

值得注意的是,在上述债务结构下,谈判的结果是一个稳定的博弈均衡。当公司和投资者 A 谈判时,投资者 B 不会参与到谈判中来。当他参与到谈判中来时,清算对他造成的损失为 $(S_0^2-S^2)$, 所以,公司对他的出价为 $S_0^2-(S_0^2-S^2)=S^2$ 。如果不参与到谈判中来,他在 $t=2$ 期能获得 S_0^2 。公司有两个以上债权人的分析方法与此相同,限于篇幅,这里不再论述。

在公司、短期债权人、长期债权人三者的博弈过程中,不会出现二者合谋损害第三者利益的行为。长期债权人在 $t=1$ 期清算时会受损,有可能贿赂短期债权人不清算或少清算资产。但是,由于资产在 $t=1$ 期到 $t=2$ 期缩水($A_1>A_2$),如果长期债权人进行贿赂,就会得不偿失。

在好状态下,短期债权人也不会和公司合谋进行假破产损害长期债权人的利益,由于公司从项目存续中得到大量好处($Y_2>A_1$),如果短期债权人贿赂公司进行假破产,则同样会得不偿失。

公司在债务融资过程中,要想提高融资能力,必须使债权人事后得到更多的可信支付。发生流动性拖欠时,项目一定会被清算;发生蓄意拖欠时,由于公司管理层会认为资产不被清算的价值大于清算价值,他们会通过谈判向债权人赎回资产,继续经营。因此,在项目的总收益一定的条件下,公司得到越少,投资者可信支付就越多。债权人和公司之间谈判能力的分配,是决定债权人事后能可靠获得多少支付的一个直接影响因素。在双方外生给定的谈判能力分配一定的情况下,公司如果想提高债务融资能力,就要引入短期债权人和长期债权人构造合理的债务结构,减少公司事后获得的支付和抽取的谈判租金,提高债权人预期可保证收入。

主要参考文献

1. 杨兴全, 郑军. 基于代理成本的企业债务融资契约安排研究. 会计研究, 2004; 7
2. 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价格. 经济研究, 2003; 8