

# 与自由现金流量相关的代理问题研究

胡建平<sup>1</sup>(博士) 干胜道<sup>2</sup>(博士生导师) 梁勇<sup>2</sup>

(1.西华大学管理学院 成都 610039 2.四川大学工商管理学院 成都 610064)

**【摘要】** 当公司存在自由现金流量时,出于自利动机经理层就可能挥霍资金,表现为:或过度投资,或超额花费,或闲置资金。这些处置自由现金流量的行为最终会导致公司业绩变差,这就是自由现金流量的代理问题。本文通过分析代理成本、治理成本与自由现金流量的关系得出结论:自由现金流量的控制应保持一个适度水平。

**【关键词】** 自由现金流量 代理成本 公司治理

## 一、引言

美国财务学家詹森(Michael C. Jensen)在论文《自由现金流的代理成本、公司财务与收购》中提出了自由现金流量(free cash flow, FCF)的代理成本理论。FCF是指企业在满足了所有净现值为正的项目所需资金后的剩余现金流量。后续研究表明,许多公司拥有FCF。比如, Richardson(2006)在美国的一项大样本研究中发现,约有45%的公司存在正的FCF;我国胡建平、干胜道(2009)在研究中发现有50%以上的样本公司存在正的FCF。

由于管理者和所有者是委托代理双方,他们存在利益冲突,管理者很可能随意花费公司的FCF。为保护所有者利益,应敦促公司管理者“吐出”剩余现金,减少FCF水平。加强公司治理,是解决代理问题的有效途径。而加强公司治理会增加治理成本,故FCF的控制应保持一个适度水平。

## 二、自由现金流量的代理问题

FCF理应分配给投资者,但是由于经理层实际掌握着公司的控制权,FCF更可能被保留在公司,或“以低于资本成本的收益率进行投资,或者在低效率的运作中耗费”(Jensen, 1986)。因为作为委托代理的双方——所有者和经理都是各自效用最大化的追求者,如果FCF分配给股东(即所有者),就减少了经理控制的资源,将来需要资金时必须到外部资本市场筹集,这样经理将不得不接受资本市场的监督。而且,经理层有不断扩大公司规模的动力,因为一方面经理层薪酬与公司规模成正比;另一方面,公司规模的扩大可以增加管理人员晋升的机会。因此,当公司存在大量的FCF时,所有者和管理者的利益冲突就会尖锐,代理问题就更突出。

当公司存在FCF时,经理层“挥霍”资金的表现大致分为三种:过度投资、超额花费、闲置资金。

**1. 过度投资。**当公司存在FCF时,经理层就很可能为“建造帝国”而投资于净现值小于0(投资回报低于资本成本)的项目,即过度投资。使用自由现金流进行过度投资是经理获取私人利益的重要手段(杨华军、胡奕明,2007)。拥有充裕资金流的公司更可能发生并购扩张行为和盲目搞多元化。过度投资

(或低效投资)亦称为“随意性资本支出”,会引起固定资产或在建工程项目的膨胀。研究自由现金流与过度投资的文献很多,比如Richardson(2006)、俞红海等(2010)、杨棉之等(2012)均研究发现,自由现金流与过度投资正相关。

**2. 超额花费。**面对大量可以任意支配的现金流,经理很可能会“大手大脚”进行超额花费,甚至“以权谋私”,比如利用公款建造豪华办公楼、购买高档办公用品、购买高档轿车甚至挪用资金或为个人消费买单等等。此外,还可能增设名目发放薪酬福利、抬高审计费用等(肖作平,2006;黄银利,2011)。这些超额花费主要是为经理提供非货币性的私人收益,剔除这些支出并不会影响正常经营。这部分支出,也可称为“随意性收益支出”,会导致管理费用或营业费用出现“赘肉”。过度投资和超额花费统称为“随意性支出”。

**3. 闲置资金。**除了过度投资和超额花费这两种“乱花”方式外,FCF相当一部分(40%以上)以金融资产的形式被保留在公司(Recharadson,2006;张功富,2007)。银行存款和证券投资等这些金融资产尽管也有收益,但对从事生产经营的企业来说,这种收益不是主营收入,况且存款和证券投资业务还不如交给股东自己去办理。存在资金大量闲置的企业,货币资金或短期投资金额一般很巨大,财务费用很少甚至为负。如,五粮液公司就存在这种情况,其2011年度年报显示,有息负债很少,财务费用为-4.8亿元。

过度投资、超额花费、闲置资金这三种FCF的处置行为,会导致企业费用率上升,资产周转率下降,最终导致公司业绩下降。这就是自由现金流量的代理问题所产生的不良后果。经理“挥霍”FCF而引致的代理问题可用图1表示。

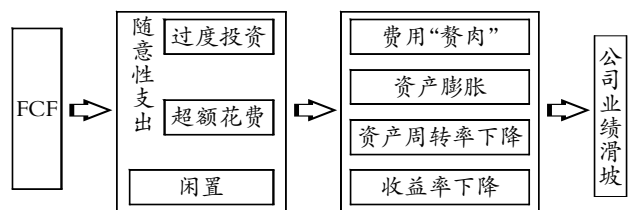


图1 FCF的代理问题

### 三、自由现金流量的代理成本

出于自利动机,FCF被保留在公司,供管理层“挥霍”:或过度投资,或超额花费,或闲置。这三种处置FCF的行为,均会直接或间接地毁损股东财富。因管理层“挥霍”FCF而造成股东财富的损失,本文谓之FCF的代理成本。下面,通过数理分析来推导FCF的代理成本。

公司存在FCF,要么分配给股东,要么保留在公司。假设:  
①公司无负债;②经理不拥有公司股份;③自由现金分配给股东后,实施再投资可获得期望报酬率R。

1. FCF分配给股东。股东 $T_0$ 时刻将分配所得资金再投资,到 $T_1$ 时刻获得期望报酬率R,则终值:

$$FV=FCF \times (1+R)$$

2. FCF保留在公司。经理在 $T_0$ 时刻分别以 $a_1, a_2, a_3$  ( $0 \leq a_1 \leq 1, \sum a_i = 1$ )的比例将FCF用于过度投资、超额花费和闲置。超额花费是消耗性的,股东没有收益,是完全损失,终值为0。过度投资收益率为 $r$  ( $r < R$ ),则 $T_1$ 时终值为 $a_1 FCF \times (1+r)$ 。闲置资金的收益率为 $i$  ( $i < R$ ),则 $T_1$ 时终值为 $a_3 FCF \times (1+i)$ 。FCF保留在公司的终值可以用下式表示:

$$FV = a_1 FCF \times (1+r) + a_3 FCF \times (1+i)$$

根据定义,则FCF的代理成本为:

$$AC = FCF \times (1+R) - a_1 FCF \times (1+r) - a_3 FCF \times (1+i)$$

化简为:

$$AC = FCF \times (R + a_2 - a_1 r - a_3 i)$$

上式表示,代理成本AC与FCF呈正相关关系。除FCF外,期望报酬率、过度投资收益率、闲置资金收益率以及用于过度投资、超额花费与闲置的比例均会影响代理成本的大小。在其他条件不变的情况下,如果将FCF全部用于超额花费,则代理成本达到最高,为 $[FCF \times (1+R)]$ 。

### 四、自由现金流量的适度控制

由上述分析可知,公司FCF越多,意味着代理成本越高,有学者(如Linck等,2008)就已经使用FCF作为管理层私人利益的代理变量。因此,对FCF必须予以控制,促使管理层“吐出”剩余现金,以降低代理成本。

公司治理就是为解决代理问题应运而生的,其目的就是尽量使管理者与所有者达成目标一致,保护公司和投资者利益,因此可以说,公司治理就是为了降低代理成本。具体到FCF的代理问题上,公司治理是为了促使管理者将剩余现金支付给股东,减少管理者可以自由支配的现金流。公司治理包括资本市场(含控制权市场)、经理市场、产品市场等外部治理机制和董事会、监事会、经理层激励等内部治理机制。本文站在股东(即所有者)角度讨论FCF的控制,公司治理仅指内部治理机制,即股东对经理的监督和激励。

股东对经理的监督和激励是需要花费成本的,包括监督组织机构(股东大会、董事会、监事会等)有效运行的成本、信息搜集的成本、激励成本、必要的审计费用、决策成本等。这是股东减少经理层机会主义行为所消耗的成本。股东为减少公司FCF、防止经理的机会主义行为而监督、激励经理的成本,本文称之为FCF的治理成本。

由于股东和经理之间的信息不对称,公司是否存在FCF、存在多少FCF需要股东通过信息搜集、分析去知晓;公司是否支付现金、支付多少现金给股东与对经理的监督、激励程度是十分相关的。当公司存在大量FCF时,一般容易被股东发现,稍加监督和激励,经理就会分配现金;当公司FCF较少时,一般难被股东发现,必须加大监督和激励力度,经理才可能分配现金。随着FCF的减少,股东发现FCF和促使经理分配现金的难度会逐渐加大。因此,FCF的治理成本是与FCF呈反向关系的,且随着FCF的减少,要使公司治理层继续“吐出”现金,治理成本增加的幅度会越来越大。

加强公司治理,减少FCF,则可以减少FCF的代理成本,但增加了FCF的治理成本。这样,对FCF的控制就存在一个最优化问题,或者说适度问题。FCF的适度控制就是使FCF的代理成本和治理成本之和达到最低。

用GC表示FCF的治理成本,则有:

$$\partial GC / \partial FCF < 0$$

式中:AC与FCF的关系存在 $\partial AC / \partial FCF > 0$ 。AC、GC与FCF的关系可用图2表示。AC线与GC线的交点m所指代的FCF\*表示的就是FCF的适度控制点,此时FCF的代理成本AC与治理成本GC之和TC最低。

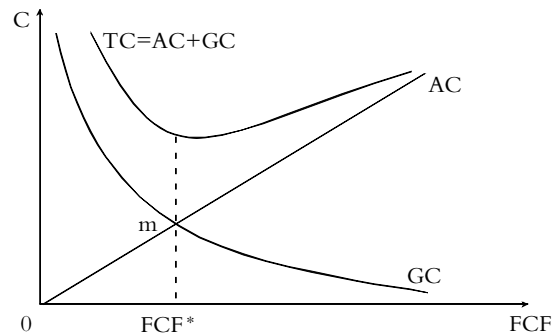


图2 AC、GC与FCF

从理想状态来说,FCF为0,则不存在FCF的代理成本,也不存在控制问题。但由于FCF无法直接从财务数据中获得,投资项目的预期收益也难以估计,因而FCF的度量比较困难。而且,随着监督和激励力度的增强,治理成本会增加。因此,在实际中,随着公司内外部环境的不变化,只能尽量将FCF控制在一个适度水平。

【注】本文系四川省重点学科“企业管理”建设项目(项目编号:SZD0801-09-01)的研究成果。

#### 主要参考文献

1. 胡建平,干胜道.自由现金流量的代理成本:理论和证据.当代财经,2009;12
2. 肖作平.自由现金流量假说检验:审计收费视角.南开管理评论,2006;2
3. 杨华军,胡奕明.制度环境与自由现金流的过度投资.管理世界,2007;9
4. 俞红海等.终极控股股东控制与自由现金流过度投资.经济研究,2010;8