

基于自由现金流量的 财务契约机制效应研究

孟丽荣 余应敏

作为价值与行为管理相融合的财务契约在企业契约中具有重要地位,其计量标准既影响契约缔结的合理性、履行的有效性,也会影响财务契约主体获得剩余收益的公平性,具有引导缔约各方行为的作用。2002年以来,美国相继发生的世通公司、安然公司等一系列财务丑闻引发了席卷全球的信任危机,促使人们重新思考传统财务契约计量评价指标的有效性,并不断探寻更好的计量和评价指标。自由现金流量(FCF)指标考虑了公司未来创造现金流量和可持续发展的能力,将企业的财务目标与财务活动、价值管理与制度管理、时间安排与空间规划、财务收益与财务风险完美地结合起来(汤谷良、朱蕾,2002)。引入FCF计量指标,对于深入研究财务契约关系、合理反映财务契约内容、有效度量财务契约缔约目标与执行效果等,将可发挥极为重要的作用。

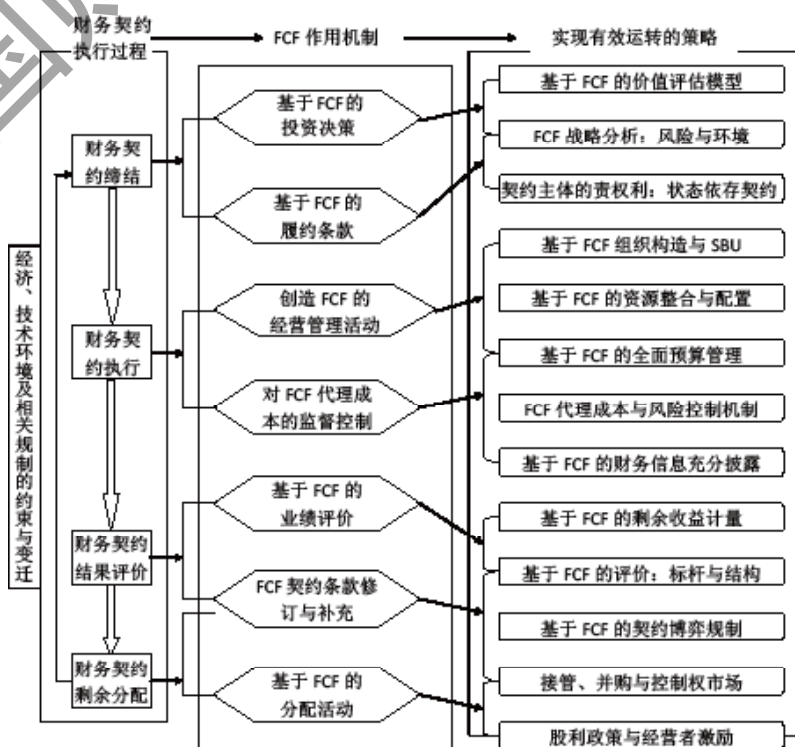
一、基于自由现金流量财务契约的运行体系

财务契约本质上是契约主体之间因资金的所有、使用和收益等而产生的权利流转关系,企业价值最大化仅为契约目标实现的一个中间环节,以剩余收益计量的价值最大化要待剩余收益分配给契约主体之后,才完成了一个完整的循环过程;通过周而复始、动态的循环,可实现社会资源的有效配置。尽

管财务主体参与契约的目的是获取对以FCF计量的剩余收益的分配,但是公司FCF是全部财务政策(包括营运资本政策、资本预算、资本结构和股利政策)与预算实施的结果;不仅取决于企业过去的经营状况,也取决于财务政策、预算对未来的财务安排(汤谷良,2002)。为此,要实现财务契约的运行效果,应发挥FCF指标在剩余收益计量和业绩评价上的优势,以FCF为逻辑主线,将财务契约运行过程及其影响因素的因果

关系相联结,从而完善契约程序、引导契约主体行为、提高并合理分配剩余收益,逐步形成“FCF剩余收益目标——战略规划——财务管理执行——业绩评价——收益分配”为主线的、多契约、多主体的财务契约运行体系(如图所示)。

该体系以FCF为主线,以剩余收益目标为起点,以战略规划为基础,通过具体契约执行实现剩余收益与价值增值,并通过业绩评价实现收益分配,涵盖了“二维决策层面、三项资金权益、四



基于FCF的财务契约运行机制图

类契约活动”的动态的、系统的运转过程。在财务契约的缔约、执行、绩效评价和收益分配的四项契约活动中,涉及契约主体对资源的所有、使用和收益的三项权益,涵盖了主体在缔结契约与履约过程两个层面的决策活动,并借助FCF将财务契约目标转化为财务契约行动,实现财务契约的价值管理与行为管理的融合。

二、基于自由现金流量财务契约的保障机制

为实现基于FCF财务契约循环的有效运行,除了完善经理人市场、完善民事赔偿法律体系和健全企业治理等常规契约履行手段外,还应强化基于FCF财务契约的以下机制:

1. 决策机制。在财务契约体系的运行过程中,只有将投资者拥有的实体资本和经营者拥有的管理要素相结合、产生高于市场平均的资源配置效率,企业才能获得生存、发展,要素主体才能获得剩余收益的分配,而要素结合的过程和结果是战略选择及相关投资决策。基于FCF的财务契约的决策机制是契约主体根据对FCF剩余收益的要求,收集拟投资企业的信息并进行战略分析,选择相应的收益战略、投资回报。因而,契约主体对FCF收益的预期,决定了财务契约的形式、战略抉择,决定了资源配置方式与配置效率,并将财务契约的目标、执行和收益实现相联系,有助于财务契约体系的有效运行。合理的评价体系和标准衡量可检验选择的结果并引导决策行为。通过战略实施获得FCF,既是财务契约关系缔结决策的重要因素,也是企业财务契约运行的起点。

2. 执行机制。契约主体获得剩余收益的水平决定了企业价值,在基于FCF的财务契约运行体系中,实现既定收益水平的战略是企业内部运行体系的起点,经营者应以此为基础,整合资金、技术、人力和组织结构等资源,通过战

略规划,依据价值规律,探索价值创造的运行模式与管理技术,重构价值链系统,整合以FCF为基础的预算,为相关战略的顺利实施提供资源、组织和制度保证。在具体的财务契约执行过程中,应通过有效的履约机制,激励经营者依据价值规律,探索有效的运行模式和管理技术,促使其以“增加企业整体FCF、减少费用和支出”为标准,整合内部各部门的资源与经营管理活动,提高管理效率,增加剩余FCF,最终提升企业的价值。如在设计融资契约时,应统筹安排,使筹资和投资活动相互配合,力争实现二者在时间与空间、数量与结构方面的有效平衡,做到筹资与资金使用的相互衔接、资金流入与流出的数量与时间相互协调,对资金实行集中使用、统一管理,树立资金成本理念,实现资金的有效、有偿使用,减少或避免现金沉淀,削减不能带来剩余收益的支出。

3. 信息披露机制。构建决策有用的信息体系是财务契约有效执行与资源合理配置的有力保障。经营者应根据现有的战略、业务和管理活动的逻辑过程,对经营结果进行归因分析,挖掘关键的影响因素和价值驱动因素,构建有助于决策的内部信息系统,实现财务信息、经营信息和技术信息的有机结合;应降低信息的收集成本,增强信息的可得性与可比性,在既有财务信息披露体系的基础上,拓展信息披露范围,增加对决策有用的特别是有利于预测FCF和反映受托责任的信息内容,增强信息的透明度、决策有用性、易得性等质量特征,披露有关FCF剩余收益的预期信息、实际与预期的差异分析、投资有效性与FCF的分配信息;应构建信息的甄别机制和反复博弈机制,通过诚信、自愿的信息披露,向外部投资者传递出经营良好的信号,降低企业的交易成本,提高资源配置效率。

4. 主体权益保护机制。为避免完备契约的过高成本,减低不完备契约的

代理成本,需要发挥FCF合理计量的作用,引导经营者探索基于FCF的管理模式,切实维护契约主体的权益。在缔结财务契约时,投资者应依据管理要素的质量,基于FCF设计激励与约束机制,并健全履约机制和管理绩效评价标准,以“长期持续实现的FCF”为考评指标,通过签订长期契约、设定状态依存契约,与同行竞争者、企业历史发展水平等标杆进行比较,合理反映经营者的经营绩效,明确规定经营者只有在实现了最低要求的FCF才能参与剩余收益分配,以此引导经营者的行为机制,不断完善相应的公司治理机制和监管机制,防止代理行为的发生,促使经营者努力实现可供企业分配的FCF剩余收益,实现剩余索取权与剩余控制权相匹配。完善经营者激励与约束机制的关键在于提高经营者进行代理行为的代价,使经营者通过分享剩余收益获得的收益高于通过代理行为获得的收益,同时借助法律和相关规章制度的作用减少代理行为。财务契约的权益保护机制还有一个流动机制,能促使资本要素由优秀的经营者进行资源配置、资源要素从收益低的组合流向收益高的组合。

5. 自动履约机制。通过减少投资支出可以显著增加FCF,因此过度强调FCF指标在绩效评价和投资决策中的作用,易导致经营者行为的短期化,经营者可能通过操纵投资而操纵FCF指标。此外,以收付实现制为原则确定的经营活动现金未进行成本与收益的配比,本期高的经营现金流入并不一定能代表收益实现的真实程度;同时,信息不对称和 market 的不确定导致外部投资者甚至是经营者难以准确预期投资项目的未来收益,这使得FCF指标更容易被操控。但FCF是以持续经营为前提的,减少有效投资、增加短期FCF的行为将直接体现为后续收益的减少,因而,利用FCF进行企业价值与绩效的评价必须以企业长期的经营绩效为依据,通过长期履约(下转76页)

航班驱动的。美国西南航空的飞行员与空服员是按航次计薪的，并以密集的班次著称。根据2000年的统计显示，美国西南航空的飞机平均每天有8次飞行，飞机的使用时间是12小时，而且还会在一些热门航线上比其他竞争对手开出两倍或者更多的航班。这背后的理念就是：“飞机停在停机坪是赚不了钱的”。与其相比，我国航空公司的飞机成本和维修成本占到全部运营成本的40%左右，因此，我国成本控制的重心应放在飞机的利用率上。

有效的成本结构不仅要求机型大小与需求规模相适应，而且要求机型与飞行距离相匹配。众所周知，大型飞机飞短航程有两大弊端：一是油料使用不经济；二是与飞机运转有关的成本会增加。美国西南航空不买大型客机，采用单一机型波音737提供短程运输服务，无疑是理性的选择。反观我国国内市场，大多数航线都在3小时的航程内，故用小型飞机来运营比较理想，但现实中大型飞机用在2小时以下航线上的情况却并不少见。例如，中国国航现有9种机型（4种宽体飞机，3种窄体飞机，2种支线飞机），如果能把机型数量降下来，在飞行员培训、发动机和其他航材储备方面将会节约很多成本。

2. 航油和航材成本管理。自2001年11月油价从每桶17美元左右开始攀升以来，美国西南航空公司一直在稳步扩大对冲计划。无论是海湾战争，还是“911事件”，尽管国际原油价格经历了多次剧烈震荡，但美国西南航空公司并不理会短期的油价起伏，通过套期保值业务成功锁定了航油成本，从而可以专注于主营业务。目前其航油成本已锁定到2011年：2008年平均成本是每桶51美元，2009年也是51美元，2010年为63美元，2011年是64美元。而在油价高涨的影响下，我

国内大型航空公司却动辄亏损，这是因为其在使用金融工具进行套保时往往受到巨额杠杆利润的诱惑。如东方航空对赌油价，在油价处于历史高位时仍盲目看涨，卖出看跌期权，对冲昂贵的买入看涨期权费，把锁定成本的工具变成了纯粹的投机，不但没能控制成本，反而酿成了巨额损失；中国国航2008年的油料套期保值业务损失74.72亿元，占总亏损额91.49亿元的82%。

航材使用得当则寿命长，平均成本就小；备件在不同时期内该有多大库存，则直接决定着资金的占用情况。因此，航材保管人员的专业技术水平十分重要。美国西南航空有完全电脑化的先进管理模式，在提高人员技术水平上也是不遗余力，极尽所能地延长航材寿命，保证最经济的航材动态库存。而我国航空公司在这方面的重视程度不够，航材成本管理仍是短板。

3. 成本效益管理。据统计，航空公司的员工工资水平是各行业中最高的，而且国外航空公司的工会势力也比较强大，这使得国外航空公司的劳动力成本较高，但其总成本却控制得很好。我国国内航空公司的员工工资水平虽然比美国西南航空低得多，但由于飞机利用率低，还要为飞机支付更多的租赁费用，总成本反而处于劣势地位。数据显示，20世纪90年代以来，我国民航总局直属的航空公司的成本年增长速度超过了其收入的年增长速度。国际劳工组织的研究表明，全世界劳动力成本占运营收入比例最低的地区是北美，美国西南航空更是其中的佼佼者。因此，加强成本效益管理，有效控制总成本而不仅仅是劳动力成本，对于我国的航空公司提升核心竞争力无疑具有重要意义。■

（作者单位：上海财经大学会计学院）

责任编辑 雷蕾

（上接63页）安排来规避FCF指标可能导致的管理者行为短期化和指标易被操纵的风险。另外，无论投资者是否能够参与企业重大经营决策、经营者是否实际控制企业经营管理，从长期的博弈均衡看，投资者（或中小股东）都可以通过对企业长期、持续的FCF指标分析，发现企业实际经营状况与预期可获得的投资回报的差距，从而以“用脚投票”的方式来改变契约关系。■

（作者单位：财政部财政科学研究所博士后流动站 中央财经大学会计学院）

责任编辑 周愈博

参考文献：

- 1.[美]科斯、哈特、斯蒂格利茨等著，[瑞]拉斯·沃因 汉斯·韦坎德编，李风圣主译.1999.契约经济学.北京：经济科学出版社
- 2.沈艺峰，沈洪涛.2004.公司财务理论主流.大连：东北财经大学出版社
- 3.汤谷良，朱蕾.2002.自由现金流量与财务运行体系.会计研究，4
- 4.谢德仁.2001.第1版.企业剩余索取权：分享安排与剩余计量.上海：上海三联书店.上海人民出版社
- 5.张维迎.1995.企业的企业家—契约理论.上海：上海三联书店.上海人民出版社
- 6.Lang, L., R. Stulz, and R. Walkling, "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis—The Case of Bidder Returns", Journal of Financial Economics, Vol.29, 1991