

对资本成本计量的再认识

陈湘州

(湖南科技大学商学院 湖南湘潭 411201)

【摘要】 资本成本是财务理论的核心范畴之一,已被广泛运用于企业筹资决策、投资决策、财务估价以及业绩评价等领域。然而,现有资本成本计量模型的理解在一定程度上制约了资本成本指标标杆作用的发挥,甚至误导决策者。因此,需要正确理解资本成本计量模型的科学原理以及各计量模型之间的内在联系和适用条件,进一步提高资本成本指标在财务资源配置中的适用性和科学性。

【关键词】 资本成本 用资成本 预期报酬率

现有资本成本计量模型的多样性和选用中的随意性,已在一定程度上制约了资本成本指标标杆作用的发挥,甚至误导决策者。因此,需要正确理解资本成本计量模型的科学原理以及各计量模型之间的内在联系和适用条件,进一步提高资本成本指标在财务资源配置中的适用性和科学性。

一、关于资本成本的计量

在财务管理教材中,资本成本基本公式通常表示为:

$$\text{资本成本} = \frac{\text{每年的用资费用}}{(\text{筹资总额} - \text{筹资费用})} \times 100\% \quad (1)$$

收益。因此,信息使用者应关注该部分潜在收益,合理预期企业业绩。

四、几点建议

1. 完善会计准则,增加报表披露项目。信息使用者是通过上市公司对外发布的报表获得相关信息的,而交叉持股所影响的主要是资产负债表和利润表。由于目前对交叉持股的会计信息披露较少,简单易行的补救方法是对上市公司对外公布的财务报表进行补充披露。

首先,在资产负债表中,“实收资本”如因交叉持股而增加,则披露交叉持股公司名称、持股比例、增加金额、占原注册资本比例,谨防上市公司利用交叉持股虚增资本。将资产负债表中“资本公积”项下增设一个子项(备注项)“由可供出售金融资产公允价值变动引起的资本公积变化”。并在资产负债表报表附注中,对于“长期股权投资”、“交易性金融资产”和“可供出售金融资产”科目,要求增加披露是否含有交叉持股,披露交叉持股公司名称、持股比例、持股金额。“资本公积”如因交叉持股中可供出售金融资产公允价值变动而变化,则披露变动金额、交叉持股公司名称、交叉比例。其次,对于利润表也有要增加的项目,即在“公允价值变动损益”项下列示与“交易性金融资产”公允价值变动相关的金额。对于“投资收益”项目同样不能忽视,应列示因处置长期股权投资、可供出售金融资产、交易性金融资产而产生的投资收益。为了更好地分析上市

上述所构建的资本成本计量模型解析为:一是假设不考虑时间价值,二是假设各期用资成本不变而得出的,笔者认为该公式体现了货币时间价值原则,公式确定的是在各期用资成本不变、最后一期末清偿筹资总额的情况下,即所筹资金是无限期的条件下通过求极限的方法所得出的年均资本成本率计算公式。与几何平均原理所确定的资本成本是一致的。

计算资本成本的基本问题是:已知筹资的净收入和预期用资费用(往往简化为利息支出或股息支出),并且已知筹资

公司盈利能力,在每股收益计算时,加列一项剔除交叉持股影响后的每股收益,即计算时将在净利润中剔除与交叉持股有关的投资收益和公允价值变动收益。

2. 增强信息使用者关注程度。在股权全流通的时代,包括中小股东、债权人、散户等信息使用者应关注上市公司的长期发展水平,注意发掘上市公司公布的隐含信息。分析上市公司的收益是否主要来源于营业利润,发挥监督作用,防止上市公司偏离主业的短期行为。

3. 严格规范证券市场上交叉持股的行为。由于交叉持股中存在不易为外部信息使用者所知的信息,如内部交易等,会损害债权人等利益相关者的权益,妨碍证券市场健康有序的发展。因此,监管部门应加大监管力度,出台相关限制法规,维持市场正常运行。

主要参考文献

1. 企业会计准则编审委员会. 企业会计准则——应用指南. 上海:立信会计出版社,2007
2. 财政部会计司编写组. 企业会计准则讲解. 北京:人民出版社,2006
3. 陈其末. 交叉持股下的委托代理问题新探. 财会月刊(会计),2009;11
4. 张玉梅,王子柱. 不同类型交叉持股对上市公司税前利润的影响. 财会月刊(会计),2009;7

的时间求资本成本率。

这里的所谓“资本成本率,”实质上是指损益平衡资本成本率。而损益平衡资本成本率是指能够使未来的现金流出(利息支出或股息支出)与到期清偿筹资额的现值之和等于现金流入(筹资的净收入)的资本成本率,也就是能够使下列基本方程成立的资本成本率:

$$\text{筹资净额} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{用资成本}}{(1+\text{资本成本率})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\text{偿还的筹资额}}{(1+\text{资本成本率})^t} \quad (2)$$

式(2)中,n表示支付用资成本的总期数(但不一定是年数)。当n为年数时,所计算得出的资本成本率为年均资本成本率,当n不是年数时,应将计算得出的资本成本率转化为年均(名义或实际)资本成本率。如果用资成本额为税前金额,则计算得出的资本成本率为税前资本成本率;如果用资成本额为税后金额,则计算得出的资本成本率为税后资本成本率。

财务管理教材中计算资本成本的基本公式可以通过式(2)推导出来,公式确定的是在假设各期用资成本不变、所筹资金是无限期的,即在无需清偿筹资总额的情况下,n趋向于无穷大条件下通过求极限的方法所得出的年均资本成本率计算公式。所以财务管理书上基本公式完全贯穿了货币时间价值原则,但未反映早期多(或少)支付资本成本所丧失(或获得)的再投资收益,故当各期用资成本不等或中期部分清偿筹资额时,早期多(或少)支付资本成本所丧失(或获得)的再投资收益的影响将变得显著,不同时点资本成本的计算结果将会无法如实反映筹资方案的资本成本水平,因此不能作为资本成本计算的基本公式适用。

我们通过式(2)可以分别得出银行贷款、公司债券、普通股、优先股与留存收益等五种筹资工具的资本成本率,特别是关于银行贷款、公司债券资本成本率的计算又有税前和税后的区别计算。这是由于通过负债的方式筹集的资金所发生的利息支出(用资费用)政策上允许可以在税前扣除,享受一定税收优惠政策,所以就有了税前和税后的区别计算,在筹资成本为0,各期用资成本不变,最后一期末清偿筹资总额的情况下,根据式(2)确定的税前资本成本率等于税前基础的年均资本成本率;根据式(2)确定的税后资本成本率等于税后基础的年均资本成本率。

即简单债务的成本,在平价发行、没有手续费(筹资成本为0)时的简便算法:

$$\text{税前债务资本成本} = \text{票面利息率} \quad (3)$$

$$\text{税后债务资本成本} = \text{税前债务成本} \times (1 - \text{所得税税率}) \quad (4)$$

而有关计量留存收益、优先股和普通股资本成本的计算由于“股利”本身就表示“每年的税后用资费用”不享受税收优惠,因此计算得出的资本成本率为税后资本成本率。而有关计量留存收益、优先股和普通股资本成本固定股利模型(或股利增长模型)均是式(2)中n在趋向于无穷大条件下通过求极限的方法所得出的年均资本成本率。

二、资本成本计量模型之指标选用

1. 税后基础或税前基础的统一。必须将不同性质资本的用资成本统一到税后或税前。统一到税后的年均资本成本率的计算应考虑将税前的用资成本转化为税后,而在计算税前资本成本率时则应将股权资本的税后用资成本转化为税前。显然,在所得税税率大于0的前提下,对于同一方案,根据税后基础所确定的年均资本成本率一定低于根据税前基础所确定的年均资本成本率,但这不会改变不同方案的年均资本成本率对各方案所排定的顺序,即仅从选取最低成本方案的筹资决策而言,税前基础和税后基础等效。

2. 资本成本率自动取代资本成本额。资本成本率指标可适用于不同规模和期限的筹资决策,故财务决策中资本成本率的使用频率远高于资本成本额,在未作特别说明的情况下,资本成本均指“资本成本率”,而非资本成本的绝对金额。

3. 资本成本率与预期报酬率的统一。我国财务理论界大多数对资本成本的概念表述是指企业为筹集和使用资金而付出的代价,等于用资费用和筹资费用之和,该定义是站在筹资公司的角度对资本成本进行的定义。也可以理解为筹资完成后的历史成本,但历史成本一般属于沉没成本,与未来决策无关,在评价企业过去特定期间业绩时,需以该相应期间相关的经济利益流出为基础来确定过去的资本成本。而在筹资决策、投资决策和资本预算中,需要考虑的是资本成本的科学性和可行性。

那么资本成本的大小由谁来决定呢?即作为投资收益的提供者而言,投资者享有公司的终极财产所有权,也是公司风险的最终承担者,资本成本的大小是由投资者对公司要求报酬率的高低以及对资本投向的选择来决定的。而作为投资者要求所选择的项目至少能提供等于机会成本的收益,即其所提供的收益等于公司利用资本的成本。从这个角度来说,资本成本的实质是机会成本。在投资决策中,筹资方案的资本成本是拟投资项目的机会成本,(年均)预期报酬率能够补偿拟追加资本(年均)资本成本率的投资项目才具备财务可行性,资本成本为新的投资为使股东权益不受损害而必须赚得的最低报酬率。在筹资决策中,拟投资项目的(年均)预期报酬率是拟筹资方案的机会成本,(年均)资本成本率不高于拟投资项目(年均)预期报酬率的筹资方案才具备财务可行性,拟投资项目的预期报酬率是企业可接受的最高资本成本。将投资决策和筹资决策有机的联系起来,实现年均资本成本率与预期报酬率的匹配使用,这也决定了资本成本计量模型与预期报酬率计量模型之间具有高度关联性,只有通过投资决策和筹资决策之间的科学、高效互动,实现年均资本成本率与预期报酬率的匹配使用,才能真正发挥资本成本在投融资决策中的标杆作用。

主要参考文献

1. 刘章胜.对资本成本的再认识.财会月刊(综合),2008;1
2. 汪平.财务理论.北京:经济管理出版社,2007
3. 葛杰.解析资本成本计算的误区.中国乡镇企业会计,2009;11