从我国上市公司融资悖论看资本成本与资金成本的区别

齐美青　薄建奎

（青岛理工大学商学院　青岛　266520）

【摘要】资本成本是财务管理中的一个重要概念，然而目前很多人对资本成本的内涵和实质理解不透彻，将其误认为资金成本，这种认识对企业的长远发展、投资者的利益、资本市场的有效运行都带来了不利的影响，甚至导致我国上市公司的股权融资悖论。基于此，本文对资金成本与资本成本概念进行了辨析。

【关键词】资本成本　资金成本　融资悖论

目前，由于财务管理理论方面对资本成本的研究并不透彻，加之我国所处的特殊经济环境，导致了实践中“资本成本”被误解为“资金成本”，造成了企业不适当的资本结构以及由此引发的资金配置不当、资源浪费和上市公司的融资悖论等不利于我国企业持续、健康、快速发展的问题。

一、正确理解资本成本与资金成本

1. 两者的含义不同。《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》中给出了西方财务理论界对资本成本一词的描述：“资本成本是商业资产的投资者要求获取的预期收益率。以价值最大化为目标的企业经理把资本成本作为评价投资项目的贴现率或最低回报率。”简言之，资本成本等于无风险利率加上投资项目的风险补偿。1958 年现代理财学的奠基之作《资本成本、公司理财与投资理论》的作者米勒与莫迪格莱尼阐明了他们对资本成本的理解，其中 MM 定理对资本成本的描述是：在某些严格的假设下，企业价值与资本结构无关，而是取决于按照其预期收益水平与其风险程度相适应的折现率进行资本化的结果。因此资本成本可以理解为“与其风险程度相适应的折现率”。美国会计学会（AAA）对资本成本的定义是：资本成本是为了不减少股东权益而必须从新追加的投资中取得的最低报酬率。西方许多的财务管理专家都持这种观点。

资金成本是指企业为筹集和使用资金而付出的代价，包括筹资费用和用资费用两部分。

从资本成本和资金成本的含义可以看出，两者的内涵是不一样的。但是，我国学术界对这两个概念的理解比较模糊，往往将资金成本混同于资本成本，混淆了两者之间的本质特征，没有从内涵上将两者区别开来。

2. 两者的实质不同。资本成本其实是一种机会成本，它是投资者因投资于某个企业或项目而丧失了投资于同风险的其他方面获取收益的机会成本。西方经济学家认为，从经济资源的稀缺性这一前提出发，当一个社会或一个企业用一定的经济资源生产一定数量的一种或几种产品时，这些经济资源就不能同时被使用在其他的生产用途方面，因此就出现了“机会成本”的概念。一般的，生产一单位的某种商品的机会成本是指生产者所放弃的使用相同的生产要素在其他生产用途中所能得到的最高收入。在理财学中，一般把选择最优方案而放弃次优选择所失去的潜在利益称为机会成本。因此，企业的投资者会要求企业管理者能提供至少等于机会成本的收益，否则投资者会撤离资金转移投资项目，企业也不能筹集到所需要的资金，不能获取能实现企业价值最大化的收益。

资金成本是指企业付出的真实的货币资本，付出的是有形的代价，是一种实实在在的付出。例如：企业进行股权融资时需支付给券商的各种手续费、支付给股东的股利等；企业进行债权融资时需支付给银行的计入财务费用的手续费以及支付给债权人的利息等。这些都是资金的成本。

3. 两者的出发点不同。资本成本是从投资者的角度来考虑的，是由投资活动决定的，是企业的投资者（股东和债权人）以投入企业的资本所要求的必要报酬率，是一种必要支出。投资者所期望的必要报酬率随着所投资的企业或项目的风险水平不同而不同，若投资者认为这一风险比较高就会要求较高的收益率，反之，只能要求较低的收益率。被投资单位由于无法左右投资者的预期，因而也就无法左右其资本成本。企业的全部资本成本是不同投资者投入的资本成本所要求的报酬率与其所占全部资本成本比重的乘积之和。

而资金成本是从企业的角度来考虑的，是由筹资活动所决定的，是企业筹集和使用资金所付出的代价，是企业可以预期的，是一种必然支出。投资者进行投资获得的收益，如站在企业的角度看就是企业的资金成本。

二、上市公司的融资悖论

企业在融资时可选择内部融资也可选择外部融资。内部融资的主要来源是留存收益，外部融资有股权融资和债权融资两种，一般都遵循“啄食顺序理论”，即企业为某项目融资时应优先考虑内部融资，当内部融资不足以满足其资金需求时再考虑债权融资，最后选择的才是股权融资。这也是西方企业普遍遵循的融资规律。然而，在我国企业财务管理的实践中却

常常将资本成本错误地理解为资金成本，以致出现上市公司融资悖论现象。其表现就是：在融资时首选配股或增发新股;次选发行可转换公司债券,通过设置宽松的转换条款,促使投资者实现债转股,从而获得股权资本;直到上述办法都行不通时才直接举债,而且首选短期贷款,长期贷款位居最后。造成上市公司融资悖论的原因如下：

1.上市公司管理层将资本成本误认为是资金成本。公司的管理者出于资金成本的考虑，认为股权融资的成本低于债权融资的成本。因为从企业为筹集和使用资金而付出的代价角度讲，股权融资的成本包括支付给券商的各种手续费及支付给股东的股利等，而股利发放的多寡完全取决于企业的股利政策,所以股权融资没有固定的股利负担,这样企业在不同的时期实行不同的股利政策可能导致不同的资本成本，甚至企业若实行零股利政策则资本成本就为零，可将上市融资视为“免费的午餐”,而忽视了股利背后巨大的资本利得。因此长期来看,这会导致社会资源的配置失衡。

2.投资者缺乏资本成本意识。众所周知,如果资本市场是完善的,投资者具有强烈的资本成本意识,就会对公司管理者形成硬约束,资本成本与资金成本趋于一致,不会出现上市公司的融资悖论现象。如果管理者大肆进行股权融资而实际支付的融资成本达不到具有同等经营风险公司的资本成本时,就会出现原有股东回报率下降的情况,这些股东就可以利用公司治理中的约束机制制约公司管理者的行为:“用手投票”,在股东大会上投票直接否决融资方案或撤换管理层;“用脚投票”，因不满而撤资或抛售公司股票转向其他投资项目,造成公司的股票市值下跌,从而使公司遭到恶意收购,以此形成对公司管理者有效的约束。这时公司的实际股权融资成本被迫等于股权资本成本。同时,公司的债权融资成本也等于债券资本成本。在这种情况下，资本成本内涵的割裂就不会存在,资本成本与融资成本就会趋于一致。

然而,在我国这样一个新兴的资本市场上,由于种种原因,投资者的资本成本意识淡薄,不能有效地捍卫自己的投资权利,没能对管理者形成硬约束,即使这时债券融资的融资成本在债券硬约束下等于其资本成本，公司股权融资的融资成本也会远远小于其股权资本成本,甚至可以为零,于是导致上市公司的管理者热衷于股权融资。

3.我国资本市场本身制度安排上的内在缺陷。发达国家的资本市场是一个完整的资本市场体系，包括高端信用的软约束资本市场(证券交易所等)和低端信用的硬约束资本市场(私募市场、企业债券市场等)。而我国作为一个发展中国家在资本市场建设之初就借鉴发达国家高端资本市场的经验,但是十多年来,我们对资本市场的认识却被误导,在投资者尚不具备资本成本意识的情况下，就贸然停留在单纯的高端信用的软约束资本市场上，忽视了低端信用的硬约束资本市场建设,以致资本市场的功能无法得到正常发挥。

三、将资本成本曲解为资金成本的其他不良后果

1.企业背离价值最大化的目标。如果将资本成本错误地理解为资金成本,并且以此来衡量投资项目的优劣,那么就会导致财务理念的悖论和财务管理的错位，错误地认为筹资行为决定其投资行为,而不是投资行为决定其筹资行为。而事实上,资本成本是由投资决策决定的,应该根据所投资的项目来决定筹资的规模。如果不考虑项目可行性及风险、规模而预先进行筹资的话,可能会引起两种不良的后果:一种是投资项目不可行或筹资规模过大,从而造成资金的闲置浪费;另一种是所筹资金规模过小,不能满足最佳的投资需要,只能退而求其次,从而丧失高盈利的投资机会。这两种情况都不利于企业的发展,背离了企业追求价值最大化的理财目标。

2.无法合理地解释权益性资本成本。为获取投资所需要的资金,企业可以选择两种筹资办法,即债权融资和股权融资。姑且对债权融资的资本成本的计算正确与否不说,起码还可以计算出所谓的“资金成本”。然而在似是而非的资金成本掩盖下进行股权融资时可能会出现“零成本”的情况,因为通过发行股票或吸收直接投资取得的资本属于企业的权益性资本,而这部分资本的“资金成本”就是企业支付给股东的股利,而股利发放的多寡完全取决于企业的股利政策，企业会因时期的不同而使用不同的股利政策,在某些特定的年份,企业可能只分配较少的利润,甚至不向投资者分配利润。按照对“资金成本”的解释,在企业不分配利润的情况下,就没有资金使用费,资金成本就为零,企业实际上在免费使用权益资本。既然如此,企业在使用权益资金时就不会有“最低投资报酬率”的限制,只要投资项目有投资报酬率(无论多低,哪怕只有0.001%),该项目就是可行的,因为权益性资本成本为零。其实这是十分荒谬的,因为其忽略了“机会成本”,亦即忽略了使用相同资金投资于同风险的其他项目应获得的收益率。

四、建议用资本成本代替资金成本

通过以上分析,笔者认为我国财务学应该完全摒弃“资金成本”概念,接受西方财务学界的“资本成本”概念,避免混淆出现的不良后果,完善资本市场,促使企业实现价值最大化。资本成本体现的是健全的公司治理机制和对资本风险报酬的尊重。而资金成本是我国经济转轨过程中的财务概念,在其诞生之后的一个时期中具有一定的合理性。但必须清醒地认识到,资本市场的出现是一个划时代的里程碑,从此,企业的价值就不再与历史成本有关,而是取决于未来现金流的折现。这时，与风险程度相匹配的资本成本就应该取代资金成本成为融资理论中的核心概念。面对资金成本与资本成本混淆带来的危害,尤其是为了扭转上市公司的融资悖论,建立合理、正确、有效的融资顺序，财务理论界也应完全摈弃资金成本概念,全面接受与国际接轨的资本成本理念。

主要参考文献

1.王志亮.透视资本成本理论的悖论.财务与会计,2006;2

2.中国注册会计师协会编.2008年度注册会计师全国统一考试辅导教材——财务成本管理.北京:经济科学出版社,2008

3.邢乐成,宋琳.资本成本与上市公司融资偏好.理论学刊,2005;6

4.高鸿业.西方经济学.北京:中国人民大学出版社,2005