

不同利益相关者对企业融资战略影响分析

侯华庆 余霞

(中国葛洲坝集团机械船舶有限公司 湖北宜昌 443007)

【摘要】 本文在阐述传统财务融资理论仅站在企业自身角度考虑节税效应存在局限性的基础上,从债权人、客户、供应商、雇员和行业竞争对手等角度分析了利益相关者对融资成本关注所产生的影响,指出企业应全面地考虑利益相关者的利益,合理地制定融资战略。

【关键词】 利益相关者 财务困境成本 融资战略

传统财务理论认为,债务融资所产生的利息费用可以在税前列支,从而给企业带来节税收益。但是债务水平过高,会加大企业的财务风险,甚至有可能使企业陷入财务困境。对大多数企业而言,财务困境所造成的成本远远超出债务的节税收益。因此,仅站在企业的角度通常很难正确地估量债务融资所造成的间接成本,只有站在利益相关者的立场上才能全面把握这些成本,才能为企业制定出合理的融资战略。

一、债权人对企业融资战略的影响

从债权人的角度而言,企业的债务水平过高容易导致资产替代、投资不足及投资短视、不愿意清算及过度清算等问题,这些问题给债权人和企业带来了极高的成本。当企业的债务水平过高、存在违约风险时,股东和债权人之间会产生利益冲突,从而使企业的投资行为发生扭曲,导致企业偏离价值最大化这一目标,并随之产生以下问题:

1. 资产替代问题。对债务水平过高的企业而言,它们更希望投资于高风险的项目,而不是那些风险较低、净现值较大的项目,从而产生了资产替代问题。投资项目一旦获得成功,企业的债权人只能得到固定的收益,而全部的剩余收益则归股东所有;一旦投资项目经营失败,企业的股东仅以出资额为限对债务承担有限责任,而债权人却承担了一些原本归股东承担的成本而遭受损失,从而与债务企业产生利益冲突,这时债务企业只有通过支付较高的利息,对债权人进行补偿才能获得借款。因此为了降低资金成本,避免资产替代问题,企业在选择融资战略时应该适当降低债务水平。

2. 投资不足及投资短视问题。企业的债务水平过高,债权人往往不愿意提供更多的资金,这时企业因受到资金的束缚而面临着两种选择:要么不得不放弃一些净现值为正的投资项目;要么为了尽快偿还债务,索性投资于回收期较短而净现值却较低的项目,放弃那些回收期较长而净现值较高的项目,这样就产生了投资不足和投资短视的问题。因此,对于那些成长性较好、拥有较多投资机会的企业来说,应该偏重于权益融资方式,以便尽可能争取到那些净现值为正的投资项目,从而增加企业的价值,为股东创造更多的财富。

3. 不愿意清算及过度清算问题。当企业存在破产风险时,由于股东在企业清算过程中属于靠后的求偿者,因而股东一般都存在不愿意清算的问题。因为当负债的面值超过了企业的清算价值时,股东在清算中将一无所获,所以,即使企业的清算价值高于其持续经营的价值,企业的股东也会想方设法尽量避免清算。而企业的债权人由于在企业清算中享有优先受偿权,在企业陷入财务困境后,即使企业持续经营的价值高于其清算价值,债权人出于自身利益的考虑,他们也会倾向于对企业进行清算。因此,适当降低企业的债务水平可以在一定程度上缓解这些利益冲突,增加企业的价值。

由于股东和债权人之间存在上述利益冲突,其给企业价值造成的损失往往远远大于债务的税盾效应所增加的价值。为了避免出现这些问题,企业的最佳策略应当是适当降低债务水平,选择一种稳健的融资战略。

二、客户对企业融资战略的影响

企业的债务水平过高,会导致客户担心企业破产后购买不到维修的零部件,或得不到应有的售后服务,以及客户对高负债企业产品质量的担忧,从而给企业的产品销售价格和销售数量带来不利的影响。因此,从客户的心理来讲,企业选择较高的债务水平,会带来严重的后果,因为企业负债过多,加大了财务风险,容易陷入财务困境。那样,客户那些专用性较强的设备或需要不断进行升级的产品将无法获得应有的售后服务或及时得到产品维修的零部件。同时,消费者也会尽量避免去购买那些债务水平较高企业的产品,即使发生购买行为,客户通常也只愿意支付较低的价格,这又将极大地影响债务水平较高企业的产品销售额和利润水平。

这里,以美国的克莱斯勒汽车公司为例,在上世纪70年代末,该公司因不能偿还到期债务而陷入财务困境。为了吸引那些因为该公司出现财务困境而不愿购买其汽车的客户,克莱斯勒汽车公司不得不折价出售其生产的各种轿车和卡车。据估计,在1979年,剔除因客户担心售后服务有问题而影响汽车销售量所造成的损失,该公司仅因汽车折价出售一项就损失了大约4.31亿美元的销售毛利,几乎相当于当时该公司

股票市场价值的56%。因此,对债务水平较高的企业来说,为了消除客户对企业售后服务能力的担心和疑虑,企业的最佳融资战略应该相对保守,减少债务融资的额度。

此外,在正常情况下,企业通常非常注重维护其良好的声誉,以便在将来能拥有更多的忠实客户,从而实现长期盈利。但是在企业出现财务困境时,通过产生足够的现金流来偿还到期债务比保持良好的声誉显得更加重要。因此为了避免破产,企业一般会通过降低产品质量的方式来增加当前利润。而客户为了防止购买到质量低劣的产品,一般会尽量避免去购买那些债务水平较高企业的产品。因此,当产品的质量对客户比较重要但有关产品质量的信息却无法直接获得时,企业就应该选择一种相对保守的融资战略,降低债务水平,以消除客户对企业产品质量的担忧,促进产品的销售。

三、供应商对企业融资战略的影响

企业的债务水平过高,会导致供应商不愿意向其赊销或采用更为严格的信用条款,以及不愿为高负债企业进行专用性投资,从而导致企业增加采购成本。企业的融资战略不仅会影响客户的交易行为,而且会影响供应商的交易行为。债务水平较高的企业由于受到资金的约束,它们在赊购货物后更有可能出现拖欠行为。供应商出于自身信用安全的考虑,它们对高负债企业通常会实行更为严格的信用政策,这样做无疑会增加高负债企业的采购成本。

还有一种情况尤其不可忽视,即某些供应商需要进行一些专用性很强的实物投资,它们更不愿意向高负债企业供货,因为高负债企业财务风险大,企业一旦破产,供应商为其准备的专用性物资将很难改变用途,很可能造成浪费,带来损失。同时,由于较高的债务水平加大了企业破产的可能性,所以供应商在供货时通常会要求高负债企业提供一定的保证金或向其索取较高的价格,从而增加了高负债企业的采购成本,抵消了债务税盾给企业带来的利益。因此,基于供应商对企业的支付能力和生存能力方面的考虑,企业也应该选择一种相对保守的融资战略,适当降低债务水平。

四、雇员对企业融资战略的影响

企业的债务水平过高,不仅会使企业难以雇佣到熟练的生产工人、优秀的技术人员和管理人员,而且可能导致其优秀人才的流失,影响到企业的正常经营,增加了企业的招募成本和培训成本。在任何一家企业中,无论是普通生产工人还是技术人员和管理人员,他们的信心、能力和水平对企业的生产经营和管理都起到至关重要的作用。在市场需求暂时下降时,那些债务水平较高企业迫于偿债的压力,通常会压低员工的工资或进行大规模的裁员来降低经营成本,使其渡过难关。而债务水平较低的企业则更愿意保留其原有的雇员,以避免在未来需求扩大时再重新招募工人,尽量避免增加企业的招募成本和对新雇员进行培训的成本。

另外,出于职业稳定性的考虑,优秀的员工通常更愿意选择在债务水平较低企业里工作。因为一些优秀的技术人员和管理人员通常更加看重企业未来的发展前景和个人未来的升迁机会,而不是暂时的工资高低和待遇好坏。债务水平较高企

业由于受到财务资源的限制,往往会错失许多良好的投资机会,影响其发展前景,因而不可能在将来给优秀的技术人员和管理人员提供更多的升迁机会,这样,就会导致优秀的技术人员和管理人员不愿意选择在高债务企业里工作。

由此可见,为了能以相对较低的成本雇用到企业所需要的熟练工人、优秀的技术人员和管理人员,留住本企业已经雇用的优秀员工,节省未来的招募成本和培训成本,企业也应该适当降低债务水平,实行相对保守的融资战略。

五、行业竞争对手对企业融资战略的影响

从行业竞争对手的角度来看,企业的债务水平过高增加了竞争对手发起恶性竞争的可能性和新企业进入的可能性,导致企业市场份额减少,甚至丧失市场,从而影响企业的未来利润。同时,企业债务水平过高还会降低企业在产品市场上的竞争能力,这同样会影响企业的市场份额和销售收入。

柯菲诺克和菲利普斯(1997)通过研究发现,在那些生产高度集中的行业,其主要企业因杠杆收购或资本重组大幅度提高了资产负债率,致使这些企业的产品市场竞争能力明显减弱。为了偿还到期债务,增加当前的现金流入,这些企业往往会提高产品价格、削减广告费用并降低其投资水平。它们以未来的市场份额为代价来增加当前的现金流入,以偿还到期的债务。而那些债务水平较低、现金充裕的竞争对手通常会主动出击,展开营销战或价格战,抢夺高负债企业的市场份额,甚至将其逐出市场,新企业也会趁机进入,瓜分高负债企业的市场份额。在这种情况下,高负债企业因财务资源的限制通常没有能力去应对低负债企业发起的价格战或营销战,更没有能力增加后续投资,故竞争能力和生存能力受到了极大的影响。因此,从战略竞争的角度而言,企业应该选择相对保守的融资战略,降低债务水平,以降低行业竞争对手发起攻击和新企业进入的可能性,实现企业的长期稳定发展。

总之,虽然债务融资所产生的利息费用可以在税前列支,给企业带来节税收益,但是随着债务水平的提高,其陷入财务困境的可能性逐渐加大,从而给企业的利益相关者带来了一些隐性成本,而理性的利益相关者一般都能事先预见到这些潜在的成本,从而会采取对策将这些成本转嫁给高负债企业自己来承担,所以单从企业的角度考虑融资战略,通常会因忽略债务水平过高所带来的潜在成本而使企业陷入财务困境。因此,企业应该站在利益相关者的立场上来研究可能带来的成本和不利影响,以便合理地制定出融资战略。

【注】本文系财政部重点科研项目“企业财务战略”(项目编号:2009KQ011)的阶段性成果。

主要参考文献

1. Clarkson M.. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 1995; 20
2. Cornell B., Shapiro, Alan C.. *Corporate stakeholders and corporate finance* *Financial Management*, 1987; 16
3. Freeman R. E.. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984