

论财务危机成本及其产生条件

于君

(吉林财税高等专科学校 长春 130062)

【摘要】 本文重新界定了财务危机成本的内涵,认为财务危机成本是企业破产前发生的财务困境间接成本。财务危机成本的产生及其数额不仅取决于财务危机程度,而且取决于市场效率。企业应根据市场效率的高低判断预期财务危机成本的高低,并及时调整融资计划。

【关键词】 财务危机成本 产生条件 市场效率

迄今为止,理论界通常将“破产成本”、“财务困境成本”和“财务危机成本”视为同一概念,使用上不加区分。笔者认为,这不利于对财务危机成本及其相关问题的深入研究。为此,本文试图重新界定财务危机成本,并在此基础上,探索财务危机成本的产生条件,希望能为改善融资决策提供理论借鉴。

一、财务危机成本是企业破产前成本

有实证研究表明,即使法律禁止破产,破产成本仍会降低公司价值。因此,ROSS 等人认为,财务困境成本也许是较破产成本更合适的措辞。这说明 ROSS 等人已经意识到破产成本与其概念的内涵偏离甚远。我国财务学者吕长江、韩慧博认为财务困境不同于财务破产,财务困境是一个动态的过程。破产不能涵盖财务困境,当然,最终的困境是破产,破产成本只是财务困境成本的一部分。因此,在近年来的理论研究中,大多数研究者已经用财务困境成本取代了破产成本。

Whife(1983)、Kalaba 等(1984)以提交破产申请为时间界限标志,将财务困境成本划分为破产前成本和破产后成本。破产前成本是提交破产申请前发生的因企业风险增加而导致盈利的损失,即企业发生财务危机至破产前这段时间发生的成本。破产后成本是提交破产申请后在破产过程中发生的成本,如破产过程中发生的交易成本等,它是真正意义上的破产成本。财务危机与破产的内涵是不同的。就像病危和死亡是两个不同的概念一样,不是所有陷入财务危机的企业都会破产,那些虽然陷入财务危机但最终没有破产的企业仍然会发生财务困境成本,这部分财务困境成本就是财务危机成本。因此,财务危机成本是破产前发生的财务困境成本,是随着财务危机的出现与膨胀而表现的企业损失的动态指标。

二、财务危机成本是财务困境间接成本

Warner(1977)将财务困境成本区分为直接成本和间接成本。直接成本包括律师费用、会计师费用、其他职业性费用和管理费用。间接成本主要是由于财务危机被直接或间接披露所引起的机会损失。其具体包括:

1. 丧失信用优惠导致进货成本上升。这通常是指供应商特别是有谈判地位的供应商在获得其客户已发生财务危机的

信息后,由于怀疑其客户的持续经营能力,为规避风险将不再提供信用优惠,即使提供信用优惠,也会附加许多苛刻条件,致使购货单位进货成本上升。

2. 销售收入和盈利水平下降。企业陷入财务危机便会降低企业产品在市场的信誉。因为当企业发生财务危机的信息披露后,客户会对企业的持续经营能力持怀疑态度并担心所购商品的使用缺乏保障,便不会再购买其产品,这样,企业的销售收入和盈利水平必然会下降。

3. 人才流失造成的损失。当企业陷入财务危机后,企业里那些技术、管理等方面的优秀人才会感觉工作不稳定,更无从谈升迁和加薪,因此他们会陆续离开企业去寻找更有前途的职业,致使企业的生产能力、营销管理能力、竞争能力下降,甚至会给企业造成难以估量的损失。

4. 融资成本上升。发生财务危机的企业,其再融资能力必然受到很大的限制,因为金融机构和其他债权人不会轻易给一个陷入财务危机的企业放债,银行即使提供贷款,也会将防范贷款风险放在第一位,必然会相应提高贷款利率或附加其他苛刻条件,这样,企业的融资成本便会上升。

5. 投资不足造成的机会损失。由于陷入财务危机的企业很难再融资,导致资金严重短缺,好的投资项目因缺少资金而无法付诸实施,原有的研究开发项目将被迫终止,企业会因财务风险太高而不能与其他企业合资、合营或共同开发新项目,从而丧失了这些增强企业盈利能力的机会,也丧失了其潜在的投资收益。此外,当投资收益全部归债权人所有时,企业便会采取放弃盈利投资项目的利己投资策略,随之会产生因投资不足所带来的机会损失。

6. 运营效率下降,持续经营价值减少。陷入财务危机的企业,为了偿债被迫低价出售资产,减少存货,收紧信用政策,削减日常支出,其结果必然降低运营效率和盈利能力,致使企业持续经营价值下降。

综上所述,财务危机成本是破产前发生的财务困境间接成本。破产过程中发生的财务困境间接成本属于破产成本。因此,财务困境成本包括财务危机成本和破产成本。

三、财务危机成本的产生条件

毫无疑问,财务危机成本产生的首要条件是财务危机。只有陷入财务危机的企业才有可能发生财务危机成本。但财务危机绝不是财务危机成本产生的惟一条件。以往的研究认为,财务危机与财务危机成本是因果关系,即发生财务危机必然产生财务危机成本。

但笔者认为,财务危机与财务危机成本没有必然的联系。从上述财务危机成本构成的内容来看,财务危机成本产生的前提是企业与利益相关者的业务及财务利益关系受到损害,因此,促使上述因果关系实现的驱动因素是企业的利益相关者,它包括供应商、客户、债权人、雇员和企业管理者,只有当这些企业利益相关者获得企业所有相关信息,并能够对所获信息进行分析、判断和实施有效决策,这时才能促使财务危机成本的发生。否则,即使企业已经发生财务危机,也不会产生财务危机成本。也就是说,当企业陷入财务危机并满足上述条件时,企业与供应商、客户、债权人和雇员之间的业务及财务利益关系才会受到损害,从而产生财务危机成本。

显然,上述产生财务危机成本的条件就是市场的有效性,市场越是有效,企业财务的真实性就会暴露得越充分,企业与利益相关者之间的业务及财务利益关系遭受损害的可能性就越大,财务危机成本发生的概率及其数额也就越大。因此,市场的有效性是财务危机成本产生的主要条件之一。

吴世农、章之旺等财务学者通过对财务危机成本影响因素的研究分析,认为企业规模、产品独特性、资产专用性、产业集中度、行业前景、债务结构、资产担保价值等是影响财务危机成本的主要因素。那么,这些影响因素与市场效率又是什么关系呢?诚然,这些因素对财务危机有影响,但其能否产生作用还取决于市场效率。也就是说,只有在有效市场中,这些因素才能对财务危机成本产生影响作用,其作用的大小最终取决于市场效率的高低。

1. 资本市场有效性的降低是导致企业市场价值受损、融资成本上升和投资机会损失的重要因素。在财务危机成本计量研究中,主要使用两个计量标准:一是企业市场价值损失,即权益价值观;二是盈利损失,即经营业绩观。显然,资本市场的有效性直接影响股票价格,进而影响企业市场价值。资本市场有效性越强,股票价格的灵敏度就越高,其对企业发生财务危机信息的反应就越及时、越完全;反之,企业发生财务危机的信息便不能及时、完整地反映在股票价格上。由此可见,财务危机对企业市场价值的影响,取决于资本市场的有效性。

此外,资本市场的有效性是财务危机使企业与债权人业务关系受损的前提,因而它是导致融资成本上升和投资机会损失的主要因素。

2. 商品市场有效性的降低是导致进货成本上升、销售收入和盈利水平下降的重要因素。商品市场有效性越强,财务危机对企业与供应商业务关系的损害程度就越大,从而使进货成本上升。因为在高效率的商品市场,当供应商特别是有谈判地位的供应商获知其客户已发生财务危机时,其做出的正确判断和决策必然是不再向客户提供信用优惠。如果商品市场

缺乏有效性,企业与供应商的业务关系不会受到影响,其进货成本也不会受到影响。同样,商品市场有效性越强,财务危机对企业与客户业务关系损害程度越大,导致企业销售收入和盈利水平下降。而当财务危机信息的公开、接收、判断和决策等环节缺乏有效性时,其对企业与客户业务关系的影响表现时滞或不完全,故其对销售收入和盈利水平的影响不大。

另外,人才市场效率也是一个重要的影响因素。人才市场效率越高,企业发生财务危机时人才就越容易流失,人才流失造成的损失也就越大。相反,如果人才市场效率低,企业人才队伍在一定时期就会相对稳定,不仅能够减少人才流失损失,而且能在一定程度上防止财务危机进一步扩大。

市场效率是决定财务危机成本能否产生及其大小的前提条件。因此,判断我国企业财务危机成本的高低,必须正确判断我国市场效率的高低。

我国许多财务学者以沪、深股市部分上市公司为样本,对我国股票市场效率进行了大量的实证检验,尽管结论各异,但大多数实证检验证明,我国股票市场尚未达到弱式有效。如俞乔、高鸿桢、吴世农、张人骥、魏刚、赵宇龙、兰秋军等财务学者都从不同角度采用不同方法对我国股市进行实证研究,结果均发现,我国股市不具有弱式有效特征。商品市场的信息公开、接收、判断和决策各环节均缺乏有效性,所以商品市场效率低于资本市场。我国人才市场体系虽然已基本建立,但运行效率和信息效率都还较低,突出表现是人才市场基础薄弱,信息化水平较低,人才供求机制、流动机制不健全,这说明我国人才市场仍然是无效市场。

综上所述,财务危机成本是企业破产前发生的财务困境间接成本,破产过程中发生的巨额律师费用、会计师费用是破产成本,不属于财务危机成本。财务危机成本的产生及其大小不仅取决于财务危机的程度,而且取决于市场效率,包括资本市场效率、商品市场效率和人才市场效率。市场效率越低,财务危机成本发生的概率及其数额就越小。目前我国市场效率普遍较低,所以,我国企业财务危机成本偏低。

这一结论有助于改善我国企业的融资决策或资本结构决策。有实证研究表明,我国上市公司普遍注重股权融资,忽视债务融资,债务融资占外部融资平均不到30%,其主要原因之一是对财务危机成本估计过高或出于对财务危机的恐惧,结果导致资本结构失衡,经济效益下滑。因此,我们必须明确财务危机成本的产生条件,正确估计财务危机成本的高低,消除恐惧,及时纠正错误的融资行为,改善融资决策,提高企业业绩。

主要参考文献

1. 章之旺,吴世农.财务困境成本理论与实证研究综述.会计研究,2006;5
2. 吕长江,韩慧博.财务困境、财务困境间接成本与公司业绩.南开管理评论,2004;3
3. 吴世农,章之旺.我国上市公司的财务困境成本及其影响因素分析.南开管理评论,2005;3
4. 乔世震.财务危机成本的重新界定.辽宁财税,2000;1