

留存收益的资本成本分析

——对“啄序理论”的再解释

河北经贸大学 王志亮 李宗祥 河北邢台市工业学校 齐晓国

【摘要】 中外财务教科书都把留存收益视为与普通股相同的资本,将其资本成本确定为等同或略低(考虑到其没有筹资费用)于普通股的资本成本,并参加公司综合资本成本的计算。然而,当以市价作为计量基础计算普通股的价值时,股价本身已经包含了留存收益因素,再让它单独作为一种股权资本参加资本成本的加权平均计算,属股权资本成本的重复计算,会高估公司综合资本成本。此结论从资本成本的角度对西方筹资的“啄序理论”与资本成本理论相悖的现象做出了合理的阐释。

【关键词】 留存收益 资本成本 啄序理论

一、西方筹资的“啄序理论”存在的缺陷

根据西方成熟的财务理论,公司所有资本大体可分为两类,即股权资本和债权资本,他们给企业带来的资本成本存在重大差异。在市场平均报酬率既定的情况下,企业的资本成本取决于投资者对投资风险的补偿(风险报酬)要求,由于股权投资的风险大于债权投资的风险,投资者对股权投资要求的报酬必然要高于债权投资;又因为债务利息可在税前列支从而能使企业获得减税利益,再加上股权筹资的筹资费用相对较高,这就使得企业股权资本的成本大大高于债权资本的成本。因此,基于对资本成本的考虑,在其他因素一定的情况下,企业筹资应优先考虑债权筹资。

西方筹资的“啄序理论”是基于实证研究得出的:企业筹资时,倾向于首先使用内部资金(如留存收益),如需要外部筹资,企业将优先选择债权筹资方式,其次才是股权筹资方式。对此的解释是留存收益筹资具有隐蔽性,不会传导任何对公司股价不利的信息。我们知道,西方财务理论是建立在有效资本市场假设基础之上的,这个市场的众多参与者(理性理财者)不可能不关注公司拥有大量利润而不分配的事实,也不可能不去分析公司的意图,显然这种解释并不能令人信服。笔者认为,若能从资本成本的角度去分析,并给出数据化的解释可能会更具说服力。

二、综合资本成本及其计算

在西方财务理论中,公司的综合资本成本(K_w)是一个极为重要的概念。它是指公司全部资本的成本,是对个别资本成本进行加权平均计算得出的,所以亦称加权平均资本成本。它代表着公司进行项目投资所必须达到的最低报酬率,是公司估价和进行资本预算的重要基础和依据,通常用于公司未来的筹资决策,也可用于与企业全部投资的利润率相比较,以评价企业的经营业绩。

综合资本成本的计算公式是: $K_w = K_1 W_1 + K_b W_b + K_p W_p + K_c W_c + K_r W_r$ 。式中, K_1 为长期借款资本成本; W_1 为长期借款资本比例; K_b 为长期债券资本成本; W_b 为长期债券资本比例; K_p 为优先股资本成本; W_p 为优先股资本比例; K_c 为普通

股资本成本; W_c 为普通股资本比例; K_r 为留存收益资本成本; W_r 为留存收益资本比例。

从公式可以看出,综合资本成本预测得是否准确,取决于个别资本成本和个别资本比例两个因素确定得是否合理。在确定个别资本比例时,通常有三种选择即三种资本价值的计价基础:账面价值、市场价格和目标价值。其中,采用账面价值存在重大弊端,当资本价值大大偏离账面价值时,利用账面价值计算的资本比例就与现实的资本结构相去甚远,从而使综合资本成本的测算脱离客观实际。最合理的是采用目标价值,因为利用目标价值计算出的资本比例能够体现期望的目标资本结构(未来筹资完成时的资本结构)要求。然而,在这种方法下,资本的目标价值很难客观地确定。现实的选择就是退而求其次,采用市场价格,因为企业发行证券进行筹资,其发行价格是以市场价格为依据的,以市场价格计算的资本比例最能反映时的企业资本结构,与账面价值相比更接近期望的目标资本结构,能使资本预算建立在较为客观的综合资本成本基础之上。

三、留存收益资本成本的再确定和综合资本成本的重新计算

在个别资本成本的确定中,债务和优先股的资本成本较易确定,学术界也少有争议,但对普通股和留存收益的资本成本的确定意见不一,至今也未找到直接确定股权资本成本的方法。现存的计算普通股资本成本的方法主要有资本资产定价模型、股利折现模型和债券投资报酬率加股票投资风险报酬率三种,它们均体现了一种基本思想,即股票投资风险较大,其应能为投资者带来更高的报酬率,这一报酬率就是投资者进行股票投资所要求的必要报酬率,因此,投资者所要求的必要报酬率就成为确定普通股资本成本的最佳选择。中外财务教科书都把留存收益视为与普通股相同的资本,将其资本成本确定为等同或略低(考虑到其没有筹资费用)于普通股的资本成本,而这是有违有效资本市场假设的。公司综合资本成本是对个别资本成本进行加权平均计算得出的,如上所述,确定个别资本成本权数的最佳选择是资本的市场价格(简称市

论财务伦理的特征

西南财经大学 王 擎(博士) 四川商务职业学院 苏 泓

【摘要】 财务伦理是指财务活动的伦理性质和伦理特征,是财务行为所彰显的生存准则。然而,在“经济人”与“道德人”的博弈中,财务伦理失范的现象频频发生,极大地动摇了利益相关者对财务主体的诚信信念。本文从财务管理的内蕴伦理性出发,剖析财务伦理的特征。

【关键词】 财务管理 财务伦理 特征

人们对财务伦理的感性认识来源于发生在身边的财务丑闻。那些财务丑闻极大地动摇了利益相关者对上市公司财务诚信的信心,使我们迫切意识到纷繁的财务行为同样需要正确的价值观引导,财务领域中众多的利益冲突需要伦理学的规制和护航。

对于“财务”一词,人们早已熟悉,它是客观存在的资金运动及其所体现的经济利益关系。“伦理”一词也为人熟知,它是人们的行为所必须遵循的原则、规范,并常常上升为责任和义务。两者的结合意味着什么呢?意味着在市场经济条件下,追求利益最大化的财务主体对财务行为要讲伦理、讲道德?意味着人们还要对此承担责任和义务?意味着财务管理过程中遵守相关法律和规则还不够?这些是财务伦理必须做

价基础法),而以市价作为计量基础计算普通股的价值时,股价本身已经包含了留存收益因素。投资者在计算其投资报酬时,只对其投资额(即公司股票当时的市场价格)要求回报,而对企业的留存收益不再单独提出回报要求。这样,在公司进行资本预算时,再让留存收益单独作为一种股权资本参加资本成本的加权平均计算,属股权资本成本的重复计算,会高估公司综合资本成本。

例:公司原有资本 1 000 万元,其中债券 500 万元,资本成本 10%;普通股 500 万元(50 万股,10 元/股),资本成本 20%。当年实现净利润 200 万元,预期公司下年需要资金 200 万元。在有效资本市场上,净利润使公司净资产的增加必然表现为公司股价的上涨,在不考虑其他因素的情况下,公司股价上涨为 14 元/股(10+200/50),公司股票总市值 700 万元。以下探讨两种情况下的公司综合资本成本:

一种情况是,公司将当年实现的净利润全部留存。利用传统的计算方法, $K_w=(500/1\ 400)\times 10\%+(700/1\ 400)\times 20\%+(200/1\ 400)\times 20\%=16.43\%$ 。但是,投资者或股东要求得到的报酬率是与其投资额与预期的收益来计算的,此时投资者对公司股票的投资是股票的买价 14 元/股,即投资者只对这 14 元的投资要求回报,而对企业的留存收益不再单独提出报酬要求,因此,在市价基础法下,公司留存收益的资本成本为零。此时 $K_w=(500/1\ 400)\times 10\%+(700/1\ 400)\times 20\%+(200/$

出解答的问题。

一、财务管理的内蕴伦理性:可持续的财务行为

财务管理是一种综合性的价值管理。作为一种价值管理活动,财务管理的目标具有体制性的特质。不论是利润最大化、股东财富最大化、企业价值最大化,还是利益相关者财富最大化,尽管财务管理的目标有所不同,但本质上都是追求投入资本的盈利性、流动性,追求价值的增值。从这个层面来说,财务主体是“经济人”,其财务行为是自利的,与他利的“道德人”行为大相径庭。

“经济人”与“道德人”之间似乎存在着不可调和的矛盾,但在“潜在”、“无形”方面两者具有行为趋向的一致性。财务主体生存在社会群体中,要实现自身价值最大化,就必须适应

$1\ 400)\times 0=13.57\%$,低于传统方法下计算的 16.43%。

另一种情况是,公司将当年实现的净利润全部分配给股东,再利用发行资本成本为 10%的债券筹集 200 万元债权资金用于后续投资。当年净利润全部用于发放现金股利后,公司净资产未变,从而公司股价仍保持 10 元/股不变,即普通股市场价值仍为 500 万元,则此时 $K_w=(500/1\ 200)\times 10\%+(500/1\ 200)\times 20\%+(200/1\ 200)\times 10\%=14.17\%$,高于采用留存收益筹资的 13.57%。况且,由于现金股利和债权筹资均会使投资者对公司产生好的预期,公司股价一般不会像理论除权价(股价减每股现金股利)一样下降,甚至可能会略有上升。假设股价维持不变,即公司股价仍为 14 元/股,公司股票总市值为 700 万元,则 $K_w=(500/1\ 400)\times 10\%+(700/1\ 400)\times 20\%+(200/1\ 400)\times 10\%=15\%$,更是高于采用留存收益筹资的 13.57%。

可见,由于在市价基础法下留存收益的资本成本为零,或者说留存收益并不像传统资本那样为企业带来额外成本,使得利用留存收益筹资的综合资本成本低于利用任何其他形式筹资的综合资本成本,所以,当把综合资本成本作为资本预算或筹资预测的基本依据时,留存收益成为公司筹资方式的首选也就不难理解了。

【主要参考文献】

荆新.财务管理学.北京:中国人民大学出版社,2004