

资本成本与资金成本的区别

山东财政学院 柳光程

资本成本和资金成本是两个完全不同的概念。然而,我国的财务理论界把这二者混为一谈:要么用资金成本的名称和定义,根本不提资本成本;要么一方面使用资本成本的名称,另一方面却依旧采用资金成本的定义。这两个概念的同时使用已经造成了我国财务理论研究的混乱,并在实践中产生了不良影响。本文在此将探讨这两者的根本区别及其适用领域,以期能引起财务理论界的注意。

一、从定义、计算方法、使用期限看资本成本与资金成本的区别

1.从两者的定义看。关于资本成本,最权威的定义是《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》给出的:“资本成本是商业资产的投资者要求获得的预期收益率。以价值最大化为目标的公司把资本成本作为评价投资项目的贴现率或最低回报率。”按照现代公司财务理论的解释,资本成本是投资者所要求的回报率即预期收益率,或者是有条件约束的公司融资成本,也即公司为了维持其市场价值和吸引所需资金而必须达到

Laureen A.Maines等人的观点,将制定准则的方法描述为一连续体“纯”的规则导向,仅包括规则,而“纯”的原则导向仅包括原则。越靠近“纯”的规则导向的一端,规则导向的比例越高;而越靠近“纯”的原则导向的一端,原则导向的比例越高。

笔者认为,“纯”的规则导向与“纯”的原则导向均不可取:“纯”的规则导向容易直接诱发盈余管理行为;“纯”的原则导向给予会计人员太多的职业判断空间,容易引发会计人员对会计政策的滥用。在我国当前特殊的经济环境下,规则导向准则有其存在的合理性,但这并不说明我国的准则制定不需要原则导向。

二、原则导向与规则导向的权衡

有效市场理论根据证券市场与企业信息的关系将市场分为三种类型:强式有效市场、半强式有效市场和弱式有效市场。强式有效市场描述的是一个理想的状态,即证券价格根据所有的信息自动作出反应与调整。半强式有效市场的证券价格反映了一切可以公开得到的信息,包括与现在和过去的证券价格有关的信息。弱式有效市场的证券价格充分反映了一系列交易所包含的信息。随机游走理论认为,证券价格没有任何规律可寻。所以,股价的波动只能是对新信息的反映,而新信息是不可预测的、随机的,因此股票市场上的随机波动不仅不是市场无效率的表现,相反它是对不可预测的新信息迅速、有效的反映。弱式有效市场的证券价格充分反映了所有过去

的报酬率。

资金成本属于我国财务理论研究中特有的范畴,是指资金使用者为筹措和占用资金而支付的各种筹资费和占用费等,是将利润的一部分作为报酬支付给资金所有者,体现了资金使用者和所有者之间的利润分配关系。从资金成本的定义来看,它是从资金使用者的角度分析融资成本,没有考虑资金所有者即投资者的回报要求。

2.从两者的计算方法看。以普通股为例,资本成本的计算通常采用资本资产定价模型、折现现金流量法以及债券收益加风险报酬法。在我国财务理论界,资金成本=每年的用资费÷(筹资数额-筹资费)。另外,还有一种经常被引用、直接从定义出发的计算资金成本的方法,即把股票投资股利(率)和股权融资交易费用(率)简单相加作为普通股资金成本。

3.从两者的使用期限看。资本成本中的“资本”一词与资本市场中的“资本”一词是相通的,是指企业为购置资产和营运所筹集的长期资金。在整个西方财务理论中,“资本”的涵义的历史信息,因而部分投资者可以凭借内幕信息和目前已公开的信息获得超额利润。弱式有效市场存在着最多的可乘之机,所以需要最大限度的信息披露监管。同时,弱式有效市场对信息的需求量也最大,规则导向下详细的信息披露有利于消除企业内部人员和投资者间的信息不均衡持有,有利于广大投资者理解,也有利于素质不高的会计人员和审计人员操作,从而实现资源配置的帕累托改进。

由上可知,弱式有效市场对信息的需求量最大,在权衡原则导向与规则导向时,应侧重考虑规则导向。在我国证券市场仅达到弱式有效、会计人员素质普遍不高、监督激励制度尚不健全的情况下,规则导向的准则制定模式可操作性强,可避免对会计政策的滥用,可提供更为详细的信息以满足市场需求。但这并不说明我国的准则制定不需要原则导向,为了克服规则导向的种种弊端,应当建立一个严密的、内涵一致的、清晰完整的、类似于美国概念框架(CF)的若干指导性原则,对经济事项的分类和计量等加以引导。任何性质的会计准则总以一定形式的原则作为技术基础,会计人员在执行会计准则时,应在不违反原则的基础上选择具体的规则。事实上,我国的基本会计准则无法有效发挥作用,它的不严密与不科学直接导致了具体会计准则的零乱和概念上的矛盾,这使得我国会计准则的出台常常给人以“救火”的感觉。因此,修正基本会计准则,或建立一个严密的、基本的、内涵一致的、清晰完整的、类似于CF的原则框架已十分迫切。□

□·参考资料

义始终是一致的。从资金成本定义对筹资费和占用费的强调可以看出,我国财务理论界的资金成本其实相当于西方财务理论中企业发行的短期融资工具(即货币市场工具,如大额可转让存单、商业票据等)的成本,与资本成本具有完全不同的使用期限。

二、从资本市场和学科建设的历史变迁中看资本成本与资金成本的区别

1.从是否应考虑风险因素看。与普通商品相比,资本资产最大的特点是收益具有不确定性即风险,而且资本资产的风险性远远大于货币资产。货币资产由于期限很短,几乎可以忽略风险,因此直接以筹资费和占用费来定价,但资本资产的定价必须考虑其风险的大小。1964年和1965年,美国著名财务管理专家夏普和林特纳在马考维兹的基础上作了深入研究,提出了资本资产定价模型,用于确定资本资产的风险价格即资本成本。自此,西方国家的企业在融资决策中就主要使用风险定价的资本成本概念。

我国财务理论界过去一直都忽视了资本资产定价中的风险因素,误以为“资本本身的价格等于构成资本的商品的价格”。1988年,中国人民银行总行《金融市场》编写组的专家们介绍短期资金市场、长期资本市场时,也仅仅指出两者的区别在于期限长短的不同,而并没有涉及两者风险程度的不同。因此,在我国财务理论界缺乏风险报酬意识的背景下,企业融资时侧重使用建立在筹资费和占用费基础上的资金成本概念也就在情理之中了。

2.从体现融资市场的不同层次看。随着金融市场的发展,直接融资逐渐成为主要的融资方式;企业不仅在货币市场上发行短期票据,更重要的是在资本市场上发行股票和债券。资本成本即资本资产的定价其实是资本市场出现的产物。正是由于资本市场的出现,资本资产的定价才彻底摆脱了历史成本的净资产定价而采用未来现金流折现定价;也正是由于资本市场的出现,资本资产的定价中才出现了未来现金流的不确定因素。资本市场构成了经济运行的新基础和新平台,资本市场的出现与发展导致了财务定价理论的深刻变革。资本市场在我国的发展虽然只有十余年的时间,但却对我国的经济发展和经济结构调整起到了巨大的推动作用,同时也深刻地促进了人们思想观念及投资理念的转变。

3.从是否体现出完善的现代公司治理机制看。委托代理理论认为,公司管理者的利益与股东的利益是不一致的。公司管理者需要的是个人利益的最大化,即支配资源满足个人需要获得效用的最大化,而这种利益最大化可能与股东的利益最大化发生冲突。因此,必须设计相应的公司治理机制以保护股东的利益。

在完善的公司治理机制下,投资者能够保护自己的投资利益,对公司管理者形成硬约束。一旦公司大肆进行股权融资,而其实际支付的资金成本达不到具有同等经营风险公司的资本成本时,就会出现投资者回报率下降的情况,投资者就可能利用公司治理中的约束机制制约管理者的行为;或者“用手投票”,在股东大会上否决该再融资提案或撤换管理层;或者“用脚投票”,撤资转向其他的投资项目,造成该公司的股票市值下跌,从而使公司容易遭到敌意收购,以此形成投资者

对公司管理者的硬约束。这就要求公司管理者在制定融资决策时必须支付一个最低的风险报酬率,这时股权资金成本将被迫等于股权资本成本。在这种情况下,资本成本与资金成本就会趋于一致。

但是,如果缺乏完善的公司治理机制,投资者就无法约束公司管理者的融资决策。在这种软约束机制下,公司股权融资的实际资金成本就会小于其股权资本成本,从而严重侵害投资者的利益。这时,资金成本与资本成本就是两个脱节的概念。

鉴于我国公司治理机制还很不健全的现实,资本成本与资金成本存在着很大的差异:资本成本体现了现代企业制度中保护投资者利益的公司治理机制的特征,而资金成本则体现了我国国有企业所有者虚置的特征。

4.从各自产生的历史背景看。资本资产定价模型提出后,来自古典经济学静态要素成本之一的资本成本彻底完成了向动态成本(边际成本、机会成本等)的转变。可以说,投资组合理论和资本资产定价模型揭示了资本资产的风险与其预期报酬率之间的关系,标志着财务理论的飞跃发展,并使得公司财务理论与投资理论融为一体。

与西方财务理论中的资本成本不同,资金成本是我国经济体制历史变迁中的产物。我国实行以“放权让利”为主要内容的经济体制改革后,逐渐确立了企业财务的主体地位。蒋一苇提出了“资金有偿使用”的建议,具体的实施措施是1984年开始的“拨改贷”改革。事实证明,在“拨改贷”后,国有企业开始有资金成本意识了,其财务经营行为看上去与真正的市场经济下的企业经营行为有点相似。但是,“拨改贷”是试图让企业在所有者缺位的情况下靠贷款来组建和发展,这种情形下的资金成本与资本成本并没有共同之处。

20世纪末,我国沪深证券交易所成立,宣告我国开始引进现代资本市场的架构体系。在“拨改贷”后,国家财政实际上向国有企业注资很少,现在让国有企业上市筹资,国有企业也就自然地把从股市里筹措的资金当作国家无偿补充的资金看待,使得筹资异化为“圈钱”,以致股权资金的约束力还不如银行贷款的约束力。于是,资金成本就一直停留在对经营者的软约束状态,始终无法演变成具有硬约束性的资本成本。

三、结论及建议

通过上述探讨可以看出,资本成本是一个财务学概念,不能混同于会计学中的资金成本概念。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体制转轨过程中出现的概念,在特定时期具有一定的合理性。

但是,我们必须清醒地看到,资本市场的出现是一个划时代的里程碑,从此企业的价值不再与历史成本相关,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而成为投融资理论中的核心概念。正如会计界逐渐使用经济利润取代净利润来评价企业盈利能力一样,接受科学的财务理念是我国加入WTO后财务理论发展的大势所趋。为了使我国的财务理论能够指导企业投融资决策,应该尽早摒弃资金成本概念,全面接受与国际接轨的资本成本概念。☒