

从经济学视角分析企业长期融资成本

周运兰(博士) 曾浩

(中南民族大学管理学院 武汉 430074)

【摘要】 本文应用制度经济学和信息经济学的基本原理,在回顾经典融资理论的基础上,引用交易成本、信息成本、治理成本等经济学发展中新的成本概念,分析了股权融资和长期债权融资各自具备的相对成本优势,探讨了长期融资方式选择等问题。

【关键词】 长期融资 成本 经济学

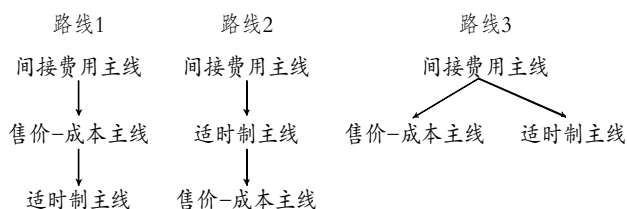
一、问题的提出

一直以来,主流经济学有关企业长期融资的研究都着眼于长期融资结构与企业价值、长期融资方式的选择与偏好、长期融资的成本等问题。如 Modigliani 和 Miller(1958)提出的 MM 理论关注企业长期资金来源的构成结构与企业价值之间的关系;Myers(1984)提出的优序融资理论重点阐释企业的长期资金筹集方式选择的先后顺序,这些研究都关注了企业长期融资的成本问题。融资成本决定了企业价值的大小和融资方式的选择,不管是 MM 理论还是优序融资理论,其核心都是选择一个成本最低的资本结构或者融资方式组合,以实现企业价值的最大化。

从经济学的角度研究企业长期融资的成本,主流经济学

的定量分析和制度经济学的定性分析都取得了丰硕的研究成果。但是,长期融资的一些基本问题仍值得我们进一步探讨:①为什么企业要进行长期融资。主流经济学中的经典财务理论认为短期融资的成本低于长期融资的成本,在“企业是理性的经济人”的假设下,企业应该更多地利用短期融资,而现实却是大部分企业更多地利用了长期融资。是什么因素决定了企业的这种选择?长期融资的存在基础是什么?②为什么绝大多数企业会采用股份制形式融资。股权融资和债权融资是企业长期融资的主要方式,在优序融资理论中,由于股权融资的成本大于债权融资的成本,因此债权融资是优于股权融资的。然而,大多数企业在设立之初,优先选择的却是股权融资。那么,股权融资为什么在企业设立之初就优于债权融资,如何分

线可以组合成以下三种可能的路线演进规律命题:



由于成本核算方法之间的演进过程中存在某种关联关系并且这种演变具有不可逆转性,因而在上述成本核算方法演进路线命题中只能有一种命题是真命题。如前所述,间接费用主线和售价-成本主线遵循相同的理念,即盈利能力源自利润,间接费用主线和售价-成本主线有着密切的直接联系,因此,路线 2 命题是假命题。供产销线性整合适时制主线遵循的理念与间接费用和售价-成本主线遵循的理念都不相同,理念既可能发生在售价-成本主线和供产销线性融合适时制之间,又可能发生在间接费用主线与供产销线性整合适时制主线之间获得突破,但根据同源衍生原则,作为核算全生命周期成本的售价-成本主线不可能衍生出核算会计分期成本的供产销线性适时制主线,因此路线 1 命题也是假命题。通过排除法进行筛选,路线 3 命题是真命题,即成本核算方法演进遵循

这样的路线:由间接费用主线同时向售价-成本主线和供产销线性整合适时制主线两个方向发展。

四、成本核算方法历史演进的共存性

上述研究成果表明,任何管理理论都在不断地发展,任何管理理论(或制度)在企业中的应用都在不断深化,成本核算方法历史演进存在明显的共存性。成本核算方法历史演进的共存性表明,每种成本核算方法都有其最适合的“土壤”,成本核算方法不能简单地用优劣做评价,只能用其是否适合企业现时的发展阶段的需求来区分。

主要参考文献

1. 叶青. 浅谈完全成本法和变动成本法. 商业经济, 2005; 7
2. 陈燕慧, 余蓉蓉. 论变动成本法与完全成本法的区别. 中国管理信息化, 2009; 8
3. 颜繁晶, 张秀秀, 张海霞. 作业成本法在企业中的应用. 商业经济, 2007; 4
4. 翁少佳, 李定安. 生命周期成本法的应用浅析. 财会月刊(综合), 2005; 1
5. ACCA. F 5 Performance Management. BBP, 2007
6. 李洁. 倒推成本法与传统成本法的比较分析. 中国乡镇企业会计, 2001; 11

析股权融资选择与优序融资理论之间的矛盾呢?③经典的融资理论的定量分析确立了债权融资优序论,而信息经济学的发展使我们从信息成本的角度重新审视长期融资方式的选择。企业的融资需要向市场传递信息,企业自然倾向于选择信息传递成本更低的融资方式。投资者的投资决策需要搜寻信息,投资者的信息获取成本需要通过投资获利进行补偿,从而最终影响企业的筹资成本。那么信息成本是如何影响企业的长期融资方式选择的呢?

二、交易成本节约是企业选择长期融资的原因

新制度经济学认为交易在达成过程中存在交易成本,包括调查、谈判、签订契约、执行契约、监督及保证契约执行、违约的识别与处罚等环节中的成本。企业的融资活动同样是一种“交易”活动,在融资的过程中同样发生各种交易成本。短期融资和长期融资面临的是不同的交易成本。

企业的融资需求在整个经营过程中几乎是连续不断的,企业的融资方式有两种:方式一,每一次融资都重新选择交易方,重新谈判直到达成融资合约;方式二,与相互了解、合作时间较长的融资方建立长期的融资关系,每次融资重新就融资细节进行谈判。这两种交易方式都面临着较高的交易成本:在第一种方式中,企业和投资者之间是“一次博弈”过程,彼此都不了解对方,需要承担较高的调查成本,对合约中涉及的细节都需要谈判确定,因此契约谈判成本也较高。由于融资双方相互不了解,而且是“一次博弈”,因而违约风险较高。在这种情况下,投资者会提出较高的要求,需要融资企业提供有力的履约保证,并会加强对企业的监督,这些因素都增加了交易的成本。在第二种方式中,企业有较固定的交易方,但是在短期融资契约下,企业仍然需要在每一次融资时进行谈判,虽然此时的谈判成本大大下降,在重复博弈的过程中,监督成本和保证成本也随之降低,但是相对于签订一份长期的融资契约而言,仍然增加了很大一部分交易成本。

可见,长期融资合约的产生是基于降低交易成本的考虑,长期融资合约减少了交易次数,并为投资者提供了了解企业相关情况(长期股权融资准则规定了企业应向投资者履行各种披露的义务)和参与企业经营的机会(股权融资中的股东治理权)。由于交易规则的限制,投资者的知情权和公司治理权在短期融资中是受到限制的。所以长期融资合约能够有效降低融资合约的谈判、监督、保证等交易成本。

三、两种长期融资方式的信息成本分析

1. 信息获取成本分析。信息获取成本是指在不确定的条件下,投资者为了消除或减少市场变化带来的不利影响,取得有关企业交易的信息所付出的代价。信息经济学认为,内部经营者的信息获取成本远远小于外部投资者的信息获取成本。当外部投资者面临的信息获取成本足够大,超过了信息利用带来的收益时,外部投资者会放弃搜寻这些信息,其结果就是内部经营者比外部投资者更了解企业的自身情况和一些尚未公开的信息,处于信息优势地位,而外部投资者处于信息劣势地位,即“信息不对称”。而信息经济学中“信号传递”作用的存在会在一定程度上降低外部投资者的信息获取成本。因为

信息的价值在于决策有用,内部经营者凭借获取信息的优势做出企业的经营、财务决策,外部投资者可以从内部经营者的这些决策中推测出相关的信息,从而在某种程度上获得与内部经营者等量的信息,并节约了信息获取成本。但是,信号的发送或者信息的传递多半是由内部经营者的决策行为来实现的,一个理性的投资者会考虑这些信息的可靠性,其做出判断时就会参照经营者的决策行为。

企业采用不同的融资方式会导致投资者发生不同的信息获取成本。股权融资方式赋予股东公司治理权,投资者的信息获取成本相对较小;长期债权融资方式下,企业仅仅向投资者披露与融资相关的信息,投资者的信息获取成本一般较高。当然,实际情况也不尽然。首先,债权融资下债权人要求决策的相关信息相对于股权融资下的要少,债权人重点关注的是企业偿债能力的相关信息,虽然诸如盈利能力等信息也被债权人关注,但并不是重点,信息量要求较小使得债权人的信息获取成本较低;其次,法律法规规定了债权融资中企业的定期偿债义务以及向债权人定期披露债务相关信息的义务,并且保护在企业违约情况下的债权人的权益,而这些权益是优于股权融资中股东的权益的,这在一定程度上为债权人的权益提供了法律保障,减少了债权人的信息搜寻工作,从而降低了其信息获取成本;最后,由于“信号传递”作用以及债权融资中企业承担的定期偿债义务的刚性,使得债权人可以从企业的债权融资行为中推测企业是否有能力承担贷款并按期偿还债务本金和利息,从而降低了债权人对企业其他方面信息的需求,使得债权人信息获取成本进一步降低。

从另一方面来看,股权融资下股东可能并不具备低成本获取企业信息优势。在股权分散的情况下,企业控制权掌握在经营者手中,企业的一般股东出于成本——收益的权衡,并不愿意参与企业的决策过程,或者疏于对经营者进行监督,其结果导致经营者拥有极大的信息优势,而这些信息一般都是企业的内部信息,股东既不能及时获得,也不能免费获得。但这些信息往往与股东的利益密切相关,股东十分需要搜寻这些信息,因此,发生获取信息的成本是不可避免的。而由于企业的持续经营,类似信息将不断产生,因此股东实际的信息获取成本会远远大于债权人。

经济学的基本法则是成本与收益对等,股权融资中股东的信息获取成本实际上高于长期债权融资中债权人的融资成本,因此,股东对依赖相关信息产生的利益要求也大于债权人。投资者的投资利益要求表现为企业长期融资的成本,从信息获取成本的角度推断,股权融资的成本要高于长期债权融资的成本。因此,企业长期资金的需求应该更多地通过长期债权融资来满足,这和主流经济学的定量分析的结论是一致的,在美国的资本市场中也得到了证实。

2. 信息传递成本分析。企业需要对外传递信息,而信息传递同样会产生成本,即信息传递成本。企业对外传递信息一般有两种方式:主动披露和“信号传递”。通过“信号传递”方式传递信息的可信度通常要高于企业主动披露的信息的可信度。不同的长期融资方式有不同的信息传递成本。

其一,主动披露信息的显性成本。采取股权融资,对外公开披露的会计信息需要进行审计,如果是公开发行的股票,还需要向管理部门报送各种审批材料并向社会公众公布。而采用长期债权融资,一般只需要向债权人披露相关信息,可见在主动信息披露显性成本方面,股权融资的显性成本要高于债权融资的显性成本。其二,主动披露信息的隐性成本。由于股权融资需要公开披露的信息范围更广、内容更多,因此,企业的信息很容易为竞争对手获知,带来的隐性成本远远大于长期债权融资的隐性成本。其三,“信号传递”成本。企业通过长期债权融资向市场传递了企业具备到期还本付息的能力的信号,而这种“信号传递”几乎是没有什么成本的。如果企业选择股权融资,很可能会传递给投资者一个利空信号,投资者可能会推断企业的经营出现了问题,无力承担债权融资的负担,否则企业不会放弃债权融资中的利息抵税的好处。股权融资的利空信号给企业带来的“信息传递”成本要高于长期债权融资成本。因此从信息传递成本角度分析,企业更优的长期融资方式也是长期债权融资。

长期债权的信息成本明显低于股权融资的信息成本。长期债权融资信息成本的优势是建立在健全的资本市场监管和良好的信用体系之上的,而这两点在我国基本上还不具备,因此,在我国企业的长期债权融资中,债权人并不具备理论分析中的信息成本优势。而由于证券市场中股票投机、炒作行为盛行,股东往往更多地关注投机信息,而不是公司的实际经营状况,加上企业信用的缺失,现实中股权融资中股东的信息成本小于长期债权融资中的债权人的信息成本,其最终导致股权融资的成本低于长期债权融资的成本。

四、股权融资比债权融资更具有治理成本优势

企业的治理实际上可以理解为制度的设立和执行,企业长期资金的筹集方式实际上制度化了投资者参与企业治理的权利和义务,具备治理机制的效应。而股权融资和债权融资具备不同的治理机制,产生不同的治理效应,同样也存在不同的治理成本。而现代企业制度之所以选择股份制的形式,将股权融资作为企业的基础融资形式,是因为股权融资相对于长期债权融资具有治理成本优势。

股权融资的治理成本优势主要体现在以下几个方面:

1. 股权融资的同质性节约交易成本。长期债权融资虽然相对于短期融资具备交易成本优势,但是因为长期债权融资有明确的到期日期,企业在不同时间达成的不同年限的债权融资协议在本质上是不同质的。因此,如果采用债权融资作为企业的基础融资形式,那么企业的治理权利和义务如何在不同质的债权人之间进行配置,到期的债权如何进行处置,债权变更后的治理权利和义务如何调整等矛盾和冲突几乎是不可调和的。而股权融资在“同股同价、同股同利、同股同权”的原则下实现全部股东的同质性,股份的权力配置和交易相对容易。

2. 股权融资的适应性节约了交易成本。债权融资协议往往被设计成静态契约的形式,如果面临不确定的外部环境,必须不断地对契约条款进行修改,形成新的契约关系。例如,在发生债务危机的时候启动的企业清理整顿程序和“相机治理”

机制,都是对债权债务契约关系的调整,但这会产生巨大的交易成本。而股权融资赋予股东剩余索取权,在企业经营的变化过程中,股权的治理机制能主动地、制度化地将风险和收益在企业与股东之间进行分配,外部环境的变化可以通过企业的业绩来实现股权融资的协议调整。因此,动态的股权融资相对于静态的债权融资具备交易成本优势。

3. 股权融资的内聚性化解了资产专用性风险。资产专用性是指为支持某项特殊交易而进行的耐久性投资,如果对该项投资进行重新配置或移作他用会有很大的损失。在现代企业契约模型中,股权融资协议以“资本雇佣劳动”的契约关系内聚了股东和管理层,并且以此契约关系为耦合点和经济主体签订各种形式的契约,交换经济主体拥有的各种资源。相对于债权融资而言,股权融资协议是一种永久性的契约,可以化解资源拥有者的资产专用性风险,将各种契约关系结合在一起,构建现代公司制企业。

必须指出的是,股权融资的基础地位并没有否定融资优序理论:在企业设立阶段,股权融资相对于长期债权融资具备治理成本优势,适合充当企业的基础融资形式;而在企业的再融资过程中,在基本治理权利和义务的配置已经合理化的前提下,长期债权融资比股权融资更具备成本优势。可以说,长期债权融资是对股权融资的一种补充和完善,而绝不是替代。

五、结论

长期资金筹集是企业财务管理工作的核心,而股权融资和长期债权融资是企业两种主要的长期资金的筹集方式,主流经济学从定量的角度确立了债权融资的优序地位并且得到实践的检验。而制度经济学的出现为企业长期融资开辟了定性分析的研究视角,我们通过交易成本、信息成本、治理成本的分析,研究了企业长期融资的存在基础、长期融资的方式选择、企业的基础融资形式等问题,这些初步研究的结果有助于我们理解股份制企业的治理机制和不同融资方式的选择,为更好地推动我国企业改革和发展提供参考。

【注】本文受教育部人文社会科学研究基金项目“中小企业股权融资和再融资研究”(项目编号:09YJC630231)、“企业价值信息披露、经营业绩与市场反应”(项目编号:09YJA-790208)的资助。

主要参考文献

1. Ronald H. Coase. The Nature of the Firm. Economics, 1937;4
2. O. 哈特著. 费方域译. 企业、合同与财务结构. 上海: 上海三联书店, 1998
3. Demsetz H. 著. 梁小民译. 企业经济学. 北京: 中国社会科学出版社, 1999
4. 张维迎. 博弈论与信息经济学. 上海: 上海人民出版社, 1996
5. 查特菲尔德著. 文硕等译. 会计思想史. 北京: 中国商业出版社, 1989
6. 陈洪波, 朱绍广. 金融契约的不完全性与企业融资行为: 一个案例分析. 当代财经, 2003;9