

资本成本的锚定效应与财务政策的优化

■ 汪平 邹颖

财务政策的制定是一个复杂的过程。合理的财务政策不仅要符合相应的理财惯例,更要有助于股东财富最大化这一理财目标的实现。这就意味着在财务政策的制定过程中,必然存在着一个明确的基准,这个基准就是资本成本。

一、资本成本的锚定效应:机理分析

资本成本是现代公司财务理论的第一概念,其内涵主要有:①资本成本是投资者提出的(或者应该得到的)、与其承担风险相对称的报酬率要求。②资本成本是企业资本投资必须达到的最低报酬率水平,从而吸引更多资本的投入和增加。③资本成本是董事会、管理层有义务、有责任通过公司治理与管理活动使企业必须具备的价值创造能力,以此

阻止股票价格的下跌,保护股东利益。

1958年,莫迪格莱尼(Modigliani)与米勒(Miller)从资本成本的性质出发,以无套利证明的方法,深入探讨了资本成本与资本结构、价值创造之间的相关性,引领公司财务理论从传统发展时期进入到现代时期。从1958年到1961年,这两位学者深入研究了资本成本与资本结构政策、股利政策之间的科学关系,奠定了资本成本锚定效应在财务政策制定过程中的无可替代的作用。从此,学术界对于资本成本的研究以及基于资本成本所展开的相关研究成为财务理论研究领域中的重要前沿领域之一。

资本成本是投资者基于其承担风险而提出的要求报酬率,实现投资者的这个报酬率要求,是公司财务管理的基本目标。科学的财务政策指导理性的理财

行为,而理性的理财行为则是能够实现股东财富最大化的理财行为,换言之,那些能够为股东带来所要求的报酬——资本成本,进而增加股东财富的理财行为才是理性的理财行为。毋庸置疑,在“理财目标——财务政策——理财行为”这一链条中,资本成本成为理财目标能否实现的一个核心数量约束。

因此,资本成本在公司财务管理中的基本功用就是对于财务政策的制定以及理财行为的实施具有锚定效应。所谓资本成本的锚定效应,是指必须以资本成本为基准来制定企业的财务政策,从而提高财务管理活动的效率,保障股东财富最大化目标的实现。在这里,达到资本成本基准要求与股东财富最大化的目标实现几乎是同义词。科学、合理的财务政策一定是以资本成本为基准之“锚”而

3. 社会责任信息披露制度和相关规范不完善

在我国,企业社会责任信息披露还只是大多数企业的自愿性行为,因而更易受到其他公司纷纷发布社会责任报告的这种主流行为的影响。另外,我国企业社会责任信息披露相关制度、规定和条例千差万别,还未能进一步划分出社会责任信息业务相似性和差异性之间的明确界限,在社会责任信息披露是采取严格统一、有限统一还是差异披露上并未形成明确观点,在政策制定指南的统一性和灵活性之间还未取得最佳平衡,这些制度缺陷为公司经理层提供了发挥空间,成为社会责任信息披露羊群效应产生的深层原因。

基于以上企业在披露社会责任信息上所表现出来的羊群效应,笔者认为,我国政府部门应该尽快完善相关制度规范,促使企业定期发布社会责任报告,以建立起一套支撑和落实企业社会责任信息披露的有效体系,从而使社会责任报告成为企业与投资者之间真正的信息沟通渠道。■

[本文为湖北省教育厅人文社会科学青年项目《湖北制造业社会责任管理体系构建及应用研究》(2011jytq033)和湖北省会计学会科研课题《企业社会责任信息披露监管体系研究》(HBKJ201115)的阶段性研究成果]

(作者单位:中南财经政法大学会计学院 湖北工业大学管理学院 武汉市国

家税务局第二稽查局)

责任编辑 陈利花

参考文献:

1. 沪市上市公司2008年度企业社会责任报告分析.上海立信锐思信息管理有限公司
2. 亨利·I. 沃尔克. 2005. 会计理论(第6版). 东北财经大学出版社
3. 毛洪涛, 张正勇. 2010. 我国企业社会责任信息披露的现状分析及对策思考. 会计之友, 2
4. 沈豪杰, 黄峰. 2009. 羊群行为及“飞向流动性”对流动性共性的长消效应. 统计研究, 10

建立起来的财务政策,这种财务政策,对于企业内部可以规范并引导企业的理财行为,在价值创造最大化的前提下,实现股东财富的最大化;对于企业外部则可以向投资者传递董事会、管理层有关公司理财的意志和规划,减轻信息不对称,更好地保护投资者利益。反之,没有资本成本“锚定”的公司财务政策,必定是非理性的、非科学的财务政策,必将致使公司理财失去行为的方向与准绳,这种理财行为必定是混乱的、非效率的。

从公司理财实务来讲,缺乏资本成本约束的理财实践也必定是非理性的、非效率的理财实践。比如,长期以来,人们对于我国上市公司的股利政策批评颇多,认为上市公司没有通过股利的方式对股东的投资予以合理的回报;同时,上市公司也没有将股利政策作为股东知情权实现的一种重要途径来对待,加重了信息不对称。再比如,根据有关学者的研究,在我国企业界普遍存在着严重的过度投资现象。此类非理性、不合理理财行为的发生,正是由于资本成本理念在我国没有受到应有的重视,在财务政策的制定过程中没能有效发挥其锚定效应。

二、资本成本的锚定效应: 财务政策特征分析

只有明晰了资本成本理念并掌握了资本成本的合理估算方法,董事会和管理层才能清晰地认识到企业对投资者所负担的责任,也才能够保证财务决策的正确性与有效性。资本成本锚定下的财务政策具备如下基本特征: ①对资本成本估算技术有明确的倾向性,并有持续、客观、可信的资本成本估算值。②在董事会与管理层层面具有量化的股东财富最大化目标。③具有能够受到投资者青睐的负债率与融洽的投资者关系。④具有明确的资本投资项目的取舍率。⑤具有符合投资者要求并满足企业长期可持续发展要求的分配方案。⑥明了资本成本的外部效应,如公司治理的资本

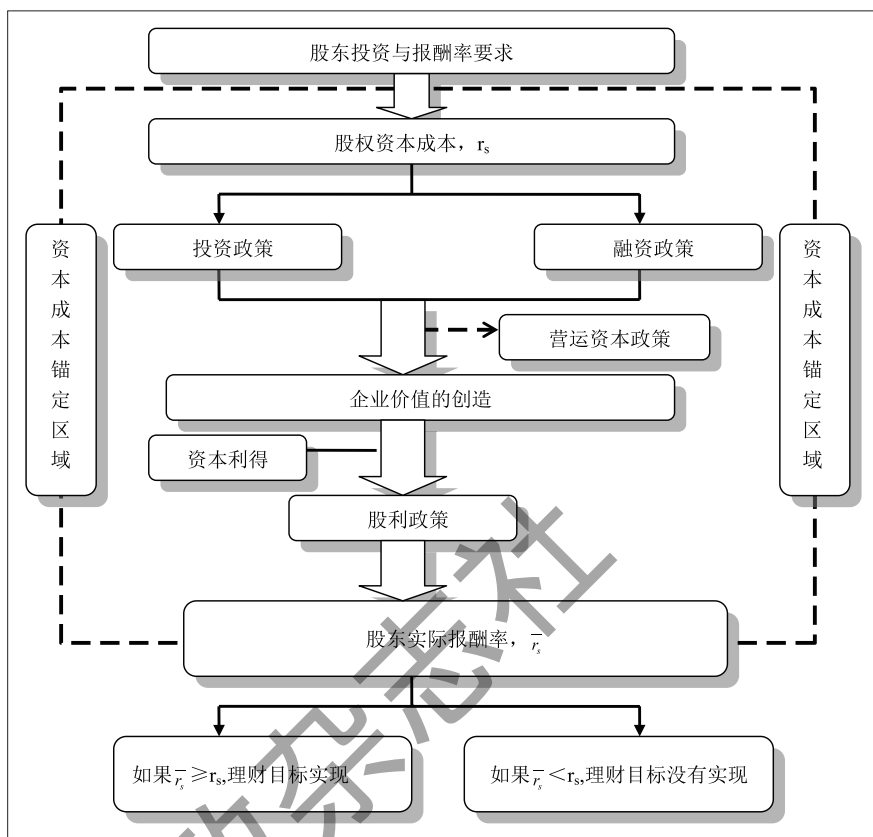


图 3 资本成本锚定状态下的企业财务管理框架图

成本效应、信息披露的资本成本效应、资本成本的竞争力效应等。

投资政策、融资政策与股利政策是企业具有战略意义的三大财务政策,这些财务政策以及由此决定的理财行为将从根本上决定企业的发展方向以及价值创造实力。营运资本政策主要是有关流动资产、流动负债管理方面的财务政策,其核心内容是流动资产占用政策与流动负债融资政策。营运资本政策与资本成本没有直接关系,但对于营运资本管控的质量将会对现金流量的实现、企业价值的创造产生影响。

由此,笔者设计出资本成本锚定状态下的公司财务管理框架(如图所示)。如果理财目标实现,投资者可以继续投资或者追加投资。在这种情形之下,投资者甚至会降低资本成本,以促进企业投资,创造更多价值。如果没有实现理财目标,投资者则可以撤出投资,如果维持投资,为避免损失,可能会进一步地提高资本成本,给企业造成更大的压力。

三、资本成本的锚定效应: 不同层面的锚定机制分析

1. 目标层面: 股东财富最大化目标的实现。

获得与承担风险相称的报酬率是人们进行投资的基本动力,也是公司理财的出发点。如何保护投资者在企业发展中的利益,历来是学界、企业界关注的重大问题。债权人对于企业未来收益的索偿权受到法律的严格保护。在企业与债权人的契约中,债务资本成本水平有着明确的约定。而股东的利益保护则属于公司治理的范畴,同时,也成为公司理财的核心约束因素。因此,股权资本成本是资本成本研究领域中的主要内容。

股东财富最大化是国际企业界广泛认可的理财目标,是经过历史检验并能同时实现投资者利益保护、企业的可持续发展与整个宏观经济财富不断增加的一个合理的理财目标。因此,科学、合理的财务政策是有助于股东财富最大

化目标实现的政策,这是资本成本对财务政策锚定效应的第一层面——目标层面:财务政策要符合理财目标,保证实现理财目标。

作为公司财务理论的核心内容,以科学的方法、模型估算资本成本是实现资本成本在公司财务管理中锚定效应的前提。

2. 法则层面: 资本投资项目的比较选择。

资本成本的锚定约束主要体现在资金的使用上。投资政策是公司财务政策的核心,是企业最重要的财务政策。投资政策从根本上决定企业的发展方向与规模,是公司一系列关键决策的起点,其科学性与有效性直接决定了股东财富的增加。无论是现代财务理论还是财务管理实践,投资政策的核心方法是贴现现金流(DCF)技术。资本成本是企业进行资本投资的最低报酬率标准,只有报酬率高于资本成本的投资项目才能够被公司采纳。这一取舍率标准既是企业实现理财目标的保障,也是董事会与管理层规避风险、优化项目的高效手段。没有资本成本的制约,必然造成投资的盲目性,甚至会形成过度投资,不仅严重减损股东财富,更对企业的可持续发展造成难以逆转的阻碍。因此,公司在资本投资过程中要严格遵守净现值(NPV)法则或内含报酬率(IRR)法则。这是资本成本对财务政策锚定效应的第二层面——法则层面: 资本成本是资本投资项目比较选择的基准。

3. 结构层面: 投资者关系的处理与利益的权衡。

任何投资者都具有强烈的资本成本意识,资本成本是投资者向公司提供资金的基本标准。因此,公司融资政策的约束条件是公司给予投资者的最低回报必须达到投资者要求的报酬——资本成本,否则公司根本无法获得所需资金。从这个意义上讲,资本成本对于公司融资政策的制定具有强硬的约束力,资本成本的高低决定了企业的融资方式,进

而有效约束了企业的融资行为。不同的融资政策实际上是不同投资者的组合,这便形成资本成本对财务政策锚定效应的第三层面——结构层面: 资本结构与股权结构,即股东与债权人之间、不同股东(比如控股股东与中小股东)之间关系的处理与利益的权衡。通过科学合理的资本结构政策与股权结构政策,可以在满足企业融资需求的前提下,有效地分散各投资者所承担的风险,从而达到降低企业资本成本水平的目的。

现代资本结构理论认为,最优资本结构是能够使企业加权平均资本成本(WACC)最低的资本结构。与此类似,最佳的股权结构也应当是能够使企业加权平均股权资本成本水平最低的股权结构。毫无疑问,降低资本成本不是公司财务管理的目的,毕竟这是由投资者所承担的风险所决定的,是投资者所期望获得的报酬率水平。但是所有的调研均发现,管理者几乎无一例外地认为资本结构是十分重要的,因为管理者都在尽力管理其资本成本(Baker, Singleton 和 Veit, 2011)。从管理效率以及价值创造的角度讲,公司董事会与管理层有义务通过科学的方法和途径合理安排资本结构与股权结构,以降低企业的资本成本水平。

4. 分配层面: 股东利益的保护与实现。

股利政策是通过董事会与管理当局对待股东的态度,反映股东财富最大化理财目标是否得以贯彻的一项财务政策。公司必须在其盈余是用于支付股利还是用于留存收益以进行再投资之间做出权衡,股利支付水平的高低反映了股利报酬率的高低,体现为股东报酬率要求——股权资本成本的满足,同时这一支付水平决定了留存收益再投资的规模,而留存收益再投资的基本规则依然是以资本成本为准绳的净现值法则。因此,股利政策的核心内容——股利支付率与股利支付额的确定,均要满足投资者的必要报酬率,即资本成本。进一步而言,公司盈余无论是支付股利还是留

存收益,都以资本成本的满足程度作为重要财务依据,科学而合理的股利政策一定是满足了资本成本制约的股利政策。这就形成资本成本对财务政策锚定效应的第四层面——分配层面: 股利的发放(股东报酬率要求的满足)与留存收益的未来再投资(企业长期可持续发展要求的满足),都是实现股东财富最大化目标的重要途径。

股东的实际报酬率由股利报酬率与资本利得报酬率构成。在股利政策的制定过程中,董事会及管理层应在资本成本约束之下,将股利支付与资本利得综合考虑,以确保股东财富最大化目标的顺利实现。比如,在股票市场繁荣时期,投资者可以通过资本利得来获取较高的报酬率,企业就应降低股利支付水平,留存更多的净利,扩大资金供应量,促进企业发展;反之,在股票市场低迷时期,企业则应适当提高股利支付水平,从而减少股市低迷可能给股东带来的损失。

[本文是教育部人文社科规划基金资助项目(10YJA630146)和国家社科基金资助项目(11BGL026)的阶段性成果]

(作者单位: 首都经济贸易大学会计学院)

责任编辑 周愈博

参考文献:

1. Franco Modigliani, and Merton H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3)
2. Merton H. Miller, and Franco Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. The Journal of Business, 34(4)
3. H. Kent Baker, J. Clay Singleton, E. Theodore Veit. 2011. Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice. Oxford University Press