

## 案例一：企业资本结构决策

### “免费午餐”与资本成本辨析

#### ——厦门国贸集团股份有限公司减资与股本扩容的思考

#### 一、厦门国贸集团股份有限公司的基本资料

##### 1、股本的形成

1993年2月19日，经厦门市经济体制改革委员会批准，由原厦门经济特区国际贸易信托公司独家发起，通过定向募集方式设立了厦门国贸集团股份有限公司，公司发行股份17000万股，每股面值1元。经厦门市财政局及厦门市体改委确认，其中国家股7000万股，由原厦门经济特区国际贸易信托公司以经评估确认后可实际投入股份公司的净资产存量141584402.98元折成（另有7000万元作为公司资本公积金，1584402.98元作为专项基金上缴市财政列入产权基金户）；内部职工股10000万股（发行价格2元，超过面值部分作为股份公司的资本公积）。1996年4月19日召开的公司1995年度股东大会通过了公司董事会提出的关于减资及变更股本结构的议案，根据该方案，为了使公司现有股本结构符合《公司法》规定的发行与上市要求，公司以每股2元的价格购回每个股东持有本公司股份数的60%部分，并予以注销。减资后，公司总股本为6800万股，构成为：国家股2800万股，占总股本的41.18%，内部职工持股4000万股，占总股本的58.82%。经中国证监会批准，公司于1996年9月18日在上海证券交易所上网定价方式向社会公众发行每股面值为1元人民币普通股1000万股，每股发行价10.68元，共募集股款人民币10680万元，扣除发行费用450万元后，净额为人民币10230万元。上述款项已于1996年9月23日由本次股票发行的主承销商转入公司开立的银行账户，其中1000万元记入“股本”账户，其余9230万元记入“资本公积”账户。

##### 2、新股上市前后公司股本结构单位：万股

##### 3、公司各年股利发放情况如下：

1993年每股派发现金0.20元，1994年每股派发现金0.30元，1995年每股派发现金0.30元，1996年10送4股，1997年10送2股转增4股，1998年不分配不转增（资料来源：万得资讯系统）。

## 二、资本成本的性质

詹森和麦克林认为，企业的本质是合同（契约）关系，其职能是为个人之间的一组合同关系充当连接点；就企业而言，这“一组合同关系”不仅有与雇员的，而且还有与供应商、顾客、资金所有者的合同关系。企业是一个可使许多个人互相冲突的目标在一个合同关系的框架中实现均衡的复杂过程的聚焦点。在此意义上，企业“行为”就很像市场行为，是一个复杂的均衡过程的结果。其中，企业与资金所有者之间的合同关系也是一个通过金融市场的复杂的均衡过程。金融市场的作用在于通过金融市场的主体（金融机构）将资金从储蓄者（资金供应者）手中向资金的需要者（资金需求者）手中转移。转移的途径大体有三种：

1、直接转移。企业直接向储蓄者发行股票或债券，不经过任何中介机构，资金直接从储蓄者手中流向企业，证券则从企业流向储蓄者。

2、通过投资银行的间接转移。公司把自己的股票和债券卖给投资银行，投资银行再把这些股票和债券原封不动地转卖给储蓄者（最终的投资者）。

3、通过金融中介机构（例如商业银行）的间接转移。例如，储蓄者把钱存在银行，从银行取得定期存款单，银行再将这笔钱以抵押贷款的形式借给企业。这样，金融中介机构购买企业的证券后，并未将企业证券原封不动地卖给储蓄者，而是创造了自己的新证券卖给储蓄者。如下图所示：

第一种直接转移方式在我国尚不多见，常见的转移方式是后两种。这是由于后两种筹资方式对大多数企业更经济有效。投资银行专门向企业提供投资服务，它们帮助企业设计新发行的证券，从企业购买证券再卖给储蓄者。虽然买卖两次，因为只涉及发行新股，投资银行的筹资活动属初级市场。金融中介机构不是简单地在企业和储蓄者之间转移货币和证券，它们在这个过程中创造了新的金融资产。金融市场将资本的需求者和供应者联系在一起，它们的交易活动决定了资本的价格——资本成本（利率水平）。即金融市场上资本的供求关系决定了资本的价格。一般而言，利率水平和投资需求从而借贷资金的需求之间存在一种反向关系：利率越高，投资需求和对借贷资金的需求越低。因此，借贷资金的需求曲线在一般情况下是一条向右下方倾斜的曲线。而资金的供给量和利率之间则存在正向关系：利率越高，供给者愿意提供的资金越多。因此，

资金的供给曲线是向右上方倾斜的。资金供给曲线和资金需求曲线的交点，就是资金市场的均衡点。由此可见，企业通过资金市场融资的过程，事实上也就是一个复杂的均衡过程，企业与资金所有者之间的借贷合同关系也就是这一复杂均衡过程的结果。据此我们可以看出，这一均衡点上的资本价格也就是资本成本，它既是投资者要求得到的最低必要收益率，也是资金使用者使用资金所付出的代价。

### 三、权益资本并非“免费午餐”辨析

#### （一）现金股利与权益资本成本

我国基本会计准则对资产的定义是“企业拥有或控制的能以货币计量的经济资源，包括各种财产、债权和其他权利”。《公司法》规定：有限责任公司和股份有限公司是企业法人。公司的总资产构成公司的全部法人财产，并以其全部法人财产，依法自主经营，自负盈亏。“资产=负债+权益”的平衡式表明，公司可以通过资金市场，从不同的来源渠道筹集资本。资产负债表右边的各个项目构成了公司的全部资本，包括流动负债。长期负债和股东权益。债务资本中，除应付账款、应付工资、应付股利、应交税金等项目属于自发（自然）性融资，随公司经营规模的扩大而自动增加，可供公司“免费”使用外，短期借款和长期负债的使用都会给公司带来利息负担。在现行财务会计实务中，仅仅确认债务资本成本，而没有确认权益资本成本。公司使用权益资本而支付给股东的股利在现行财务会计中，是通过利润分配的方式进行账户处理，并没有在当期利润及利润分配表中以费用的形式加以处理，从而给人一种免费使用的感觉。那么，财务会计的这种处理方式是否确实意味着权益资本是“免费午餐”？

从理财的角度看，上述问题的答案是否定的。事实上，是现行财务会计长期以来所坚持的以历史成本原则。权责发生制、复式记账程序为基础的“三位一体”会计模式给人以“免费午餐”的假象。就理财而言，公司对股东发放股利与公司向债权人支付利息没有本质上的差异，都是实实在在的现金流出，所差异的仅仅是会计的账户处理不同而已。现以厦门国贸集团股份有限公司为例分析说明如下：

厦门国贸集团股份有限公司自 1993 年发行股票至 1996 年上市三年间的现金股利派发情况计算如下：

从上表计算可以看出，如果公司向所有股东发放现金股利，则 1993、1994、1995 三年分别要向股东支付 3400 万、5100 万、5100 万元的现金。当公司将这些现金作为股利支付给股东时，其实与公司向债权人支付贷款利息没有任何本质区别，都是实实在在的现金流出。即使出于某种特殊因素考虑，国有股如果放弃分配股利权利的话，公司也要分别支付 2000 万、3000 万、3000 万元的现金股利给内部职工股股东。如此规模的现金流出量，就是对有盈利能力的公司来说也是一个不小的压力。因为在权责发生制下，契约实现的利润并不等于现金流量。更何况其资本成本之高，远远超出负债成本。按每股 2 元的发行价格计算，内部职工股股东得到的报酬率高达 15%，而且这 15% 是税后利润支付的。如果按 15% 的所得税率计算，相当于按税前 17.65% 的利率向公司股东筹资，远远高于当时银行贷款利率水平。从理性的理财角度讲，与其按如此高的利率向股东筹资，还不如向银行贷款。更何况贷款利息作为财务费用还可以抵税。根据财务杠杆原理，如果公司总资产利润率高于贷款利率，则举债还可以为公司带来积极的财务杠杆作用，从而给股东带来更多的财富。由此可见，从理财的角度看，公司向股东发行股票筹集资金所发放的现金股利与公司举债所支付的利息一样，都是现金流出和负担，所不同的仅仅是财务会的账户处理不同。因此我们不能认为权益资本是一项“免费午餐”，并可无节制、无条件地予以利用。

由于受公司法和股票发行规模等客观因素的限制（或许应加上 1993—1995 三年来资本成本和现金流量压力方面的主观体会），厦门国贸集团股份有限公司在 1996 年上市之前，作出并通过了减资及变更股本结构的议案，将公司股本结构作了相应调整，公司以每股 2 元的价格购回每个股东持有本公司股份数的 60% 部分，并予以注销（具体见前述“基本资料”部分）。这一减资方案为公司理财带来了诸多便利。一方面，在一定程度上减轻了公司资本成本和现金流量的压力；另一方面，以更高的价格（或更少的股数）筹集一定金额的资金，降低了公司的资本成本水平，同时为以后的利润分配增添了空间。

## （二）股本扩容与权益资本成本

有人认为，股份有限公司股票上市后，只要通过送股或转增等非现金股利形式发放股利，就可以达到免费使用权益资本的目的，因而，权益资本是一种“免费午餐”。答案果真如此吗？否也！公司以送股或转增方式进行股利分配，表面上看，公司并没有支付任何现金，从而可以不必承担任何负担。但送股和转增的结果，都将使公司的股本随之扩容。在未来的任何时候，只要公司发放现金股利，其现金股利的计算基数也将随股本的扩容而增大。因此，公司并没有真正不必支付任何代价而免费使用权益资本，其实质仅仅是打一个“时间差”，即将现金股利的支付时间往未来推移，“以时间换取生存空间”。在国家证券监管部门对

上市公司现金股利发放尚未出台有效监管措施之前，上市公司利用送股或转增的非现金股利分配方式进行股利分配，确实可以使公司争取一定的时间，但这并不意味着公司就此可以永久性地免费使用权益资本。现以厦门国贸集团股份有限公司为例分析说明如下（单位：万股）：

由上表可以看出，随公司送股或转增，公司股本也随之增大，由原来的7800万股分别增加到10920万股和17472万股。如果每股发放0.2元的现金股利，则公司现金股利的发放额也将随股本的扩容而分别由1560万元增加到2184万元和3494.4万元。由此可见，公司并没有真正可以免费使用权益资本，送股和转增所起的作用仅仅是将现金股利的支付时间往后推移。实际上，随证券监管力度的不断增大，这种做法无异于搬起石头砸自己的脚。公司盈利能力和现金流量压力这块石头的高度与公司所打“时间差”成正比关系。

#### **四、对资本成本有效运用的思考**

综上所述可以看出，从狭义的角度看，公司没有“免费午餐”，公司的任何长期资本都是有代价的。因此，必须合理有效使用企业的资本，才能实现企业理财目标。据此，企业财务人员应注意以下几个方面的问题：

1、企业资金短缺、不良资产居高不下，由此造成企业资本结构恶化和经济效益不理想的一个重要原因在于缺乏资本成本观念。人们往往重视并注意财务会计的成本观，即费用是企业生产经营过程中发生的各项耗费（资金耗费观），而并没有认识到资金的占用同样要付出代价，而且在某种程度上其所付出的代价远远超过资金耗费的代

价。只有正确树立现代企业理财的成本观（资金占用代价观），在树立资本成本观念的基础上，充分重视资金的占用所付出的代价，才能作出正确的长、短期投资决策，才能避免企业资金被长期占用或冻结，加速企业资金的流动，合理有效使用企业的资金，注重企业的资金使用效益，从而进一步盘活资产和优化企业资产结构。

2、优化企业资本结构的关键在于充分全面地计量公司的资本成本，并以此为依据，合理设计并落实企业最优资本结构。资本结构的优化不仅表现为企业资本结构的调整，据此降低企业的负债比例，而且更重要的在于如何充分地使用企业的现有资产，从而降低企业的资本成本，优化资产结构和盘活不良资产。而优化资产结构和盘活不良资产的关键则在于重视并合理运用资本成本观念。许多上市公司的负债比例并不高，但其效益则随上市时间的推移而不断下滑，其关键显然不完全是因为资本结构的不合理，而是因为缺乏或不重视资本成本观念，导致企业长短期投资失败而造成资产严重浪费。国有企业的债转股，尽管可以短期内减轻企业债务利息负担，但最终还是要承担权益资本的成本。因而，债转股的实质在于使企业打一个成本负担上的时间差，“以时间换生存空间”，其最终的出路还在于企业能否提高企业的资金使用效益，能否补偿资金成本。

3、要使企业的资金得到合理而有效使用，必须从企业业绩考核入手，从制度上提高人们的资本成本意识，并保证资金的有效运用。具体地说，就是企业业绩考核指标中必须考虑资本成本因素，避免企业资金“免费使用”的现象，促使人们重视资金的有效使用，真正实现“保值增值”目标。

“经济增加值”就是一个充分体现保值增值目标的财务考核指标。其基本公式为： $经济增加值 = 税后净利润 - 投入资本 \times 资本成本$

公式右边的“投入资本×资本成本”所反映的是保值目标，只有当企业所实现的利润超过所投资本的资本成本，即经济增加值大于零时，才算是为企业作出贡献。这种将资本成本因素纳入考核范围的考核制度，可以在一定程度上促进人们树立资本成本观念，提高企业的资金效益，确保企业经营目标的实现。