

关于资本结构柔性的探讨

邓明然,夏哲

(武汉理工大学管理学院,湖北武汉 430070)

摘要:简要分析评价了几种现在流行的最优资本结构的相关因素,在此基础上提出了资本结构柔性理论,即寻找一个合理的资本结构区间,从而激活各种效应的最大化。

关键词:资本结构;资本结构柔性;财务杠杆;资本负债比例;最优资本结构

中图分类号:F032.1

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2003)09-0044-02

0 前言

资本结构是指企业各种资金的来源及比例关系,它是衡量企业筹资风险与收益的主要尺度,同样也对企业的价值产生着重大影响。资本市场上存在着或多或少的缺陷,如不对称税负、不对称信号及交易成本等。这些缺陷使资本结构成为影响企业价值的因素,也使如何确立最优资本结构成为公司筹资管理的核心问题。

1 最优资本结构的分析方法

(1)税前盈余——每股盈余分析法(EBIT——EPS分析法)。这种分析方法的核心理念是将息税前盈余与每股盈余联系起来,分析资本结构与每股盈余之间的关系,确定每股盈余的无差异点,进而确定合理的资金结构。这种分析方法只考虑了资金结构对每股盈余的影响,却把资金结构对风险的影响置于视野之外,是不合理的。

(2)比较资金成本法。此方法又称加权平均资金成本最低点法,它认为寻求资金最优结构实质就是使企业总筹资成本最低。企业拟出若干方案,分别计划每项方案的加权平均资本成本,比较并选出最低者从而确立企业的资本结构。这种方法通俗易懂,计算方便,却把成本与收益割裂开来,单一地仅从筹资成本的角度来研究资本结构,而忽略了

与之对应的收益变化。

(3)代理成本论。这种理论认为现代企业中所有权与经营权是分离的,企业管理层与股东间存在着一种代理关系;而当企业向外举债时,企业与债权人之间也存在着一种代理关系。由于委托人与代理人双方利益目标函数的不一致使企业产生了2部分的代理成本:管理者“剥削”外部权益所有者而产生的代理成本;在所有权结构中引入负债所产生的代理成本。企业的最优资本结构便是这2种代理成本边际费用相等时的均衡点。

(4)权衡理论。这种理论以MM理论为起点发展而来,又称税负利益——破产成本的权衡理论。它认为,负债可以为企业带来税额庇护利益,各种负债成本随负债比率增大而上升,当负债比率达到一定程度时,息税前盈余会下降,企业负担的破产成本概率会增加,当负债比率达到某一点时,边际负债税额庇护利益恰好与边际破产成本相等,企业价值最大,此时资本结构最佳。该理论认识到财务杠杆作用,也强调了财务风险,却忽视了各种融资方式及公司治理结构对资本结构的影响。

2 资本结构柔性理论的提出

以上一些理论和分析方法大都从静态的角度入手,利用数学分析方法,力图构造出一个万能公式,可以计算找出一个最佳资

本结构点,但这往往是不现实的。在复杂多变的市场环境中,每个企业由于自身状况、特点不同而趋向于不同的最佳资本结构;即使是同一企业,在企业生命周期的不同阶段,也会有着不同的适合当时发展的最佳资本结构。对于一个企业而言,不可能按图索骥,为了保持一个固定的最佳资本结构而漠视极大的财务风险,甚至放弃良好的企业长期战略规划。由此可见,唯一的最佳资本结构点在现实中是不可能存在的。在此情况下,笔者提出了资本结构柔性理论。

资本结构柔性是公司理财柔性17个子系统柔性之一。所谓资本结构柔性,实质上指的是一种能力,一种能够在合理资本结构区间中缓冲的能力。它以权衡相关利益者后的企业价值最大化为目标,以静态权衡理论为基础,在筹资环境变化导致筹资方式及其筹资数额变化的情况下,选择可接受的综合资本条件下的所有者权益与负债之比例的能力。资本结构柔性理论是一种模糊理论,是难以靠单一的数字模型予以量化的。一个企业具有资本结构柔性,从本质上讲,就是指该企业能够根据自身条件,考虑一切影响因素的前提下,以权衡理论为基础,寻找多种筹资组合而形成的合理资本结构区间,不论筹资环境如何变化,企业能在这一区间内找到最优的资本结构,激活资本结构的各种效应,达到企业价值的最大化。

收稿日期:2003-01-10

作者简介:邓明然,武汉理工大学管理学院院长、博士生导师;夏哲,武汉理工大学管理学院会计学硕士研究生。

众所周知,财务管理具有很强的刚性效应,要想在保持财务刚性的前提下,增大企业资本结构的柔性,首先必须了解影响企业资本结构的一些因素。

(1)各种筹资方式的资金成本。不同的筹资方式决定了不同的资金成本,一般来说,债务资本的成本低于权益资本的成本,但过多的负债又会导致按时还本付息的财务风险。因此,并不是资金成本越低,其筹资方式就越好,资本结构就越合理。但必须承认,资金成本的高低在很大程度上影响着资本结构的选择。

(2)企业综合财务状况。企业财务状况可以分为短期流动性、长期流动性和盈利性3个方面。权衡企业的资本结构合理与否,必须把这3个方面联系起来进行分析。一般来说,企业资本结构与财务状况是正相关的。一个有较强短期偿债能力和获利能力的企业,会更趋向于债务融资,这样既可以利用财务杠杆效应,又可能会对债务投资者或信贷机构产生吸引力。

(3)企业成长性。企业成长性一般可以用EBIT增长率、总资产增长率来度量,资本结构与企业成长性成正相关的。一般情况下,企业成长性越强,对资金的需求量越大,预期利润增长也越快,此时负债相对而言是一种好的融资方式。同时,企业成长过程的稳定与否,也是影响企业资本结构形成的一个重要方面。企业成长的波动性越大,就说明企业面临的风险性越大,这时的企业就应对负债持更为慎重的态度。

(4)贷款银行和信贷评估机构的态度。虽然企业如何适当运用财务杠杆进行资本结构决策有自己的分析判断,但在涉及大规模的债务筹资时,贷款银行和信用评估机构的态度往往会成为决策企业资本结构的关键因素。如果企业过高的安排债务筹资,贷款银行未必会接受大额贷款的要求,或者只是在抵押担保或相当高的利率条件下才同意贷款。此外,企业在增发新股调整资本结构时,还有必要与证券评估机构和证券分析师进行商讨。

(5)税率和利率。企业利用负债所能获得的节税利益与所得税税率是正相关的。在其他因素既定的条件下,所得税税率越高,企业就越趋向于高负债;反之,则反是。而利率水平与企业资本结构存在着负相关,利率水

平越高,负债企业的固定财务费用负担会增大,故企业会适当降低负债比例。另外,预期利率的变动趋势也会影响企业采用长期或短期筹资方式的选择。

此外,企业债权人与管理者的态度,企业所在行业的差别,企业规模以及企业风险程度等都会对企业资本结构的安排产生或多或少的影响。在选择最适合自己的企业资本结构时,我们都必须把它们全面地考虑进去。

3 资本结构柔性的评价标准

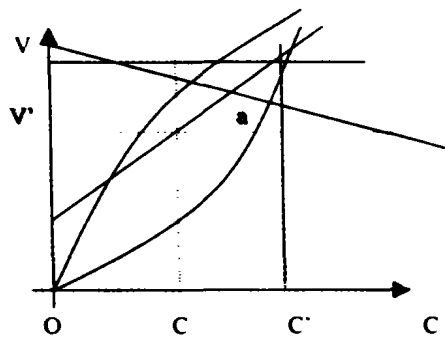
传统理论往往会根据上述各影响因素综合作用的结果,以企业股东财富最大化为目标导向来确定资本结构。一般而言,用以衡量企业资本结构是否最佳的标准主要有:

①企业筹资费用少,综合资金成本最低。②股票市场上扬,股东财富最大,企业总体价值最大。③筹资资金充分,财务风险小,符合企业长期发展战略的需要。

现代资本结构柔性理论认为,除考虑上述各项标准外,还应关注企业资本结构引起的各项效应。资本结构作为反映企业经济实力、风险程度和经济效益高低的综合性财务指标,对企业的经营管理和长期发展都有着深刻的影响,主要表现在以下几个方面:①资本结构的财务杠杆效应是指企业通过对资本结构中的负债比例的选择而影响权益资本利润率的效应。之所以会出现这种“财务杠杆”现象,就是因为利息这种固定费用的存在。②资本结构的税盾效应,又称节税效应,是指企业通过对资本结构中负债比例的选择而影响企业价值的效应。必须注意的是,只有当企业赢利时,企业才能获得避税效应。同时,不适当的负债将使负债利息免税的折扣率上升,利息免税的现值将减少。③资本结构的破产效应,是指因资本结构中负债的存在而产生了财务困境成本和代理成本,从而对企业价值和持续经营产生的一定影响。资本结构的信号效应,是根据信息不对称理论,企业通过资本结构中负债比例、经理人员持股比例的选择而传递有关企业真实价值的不同信息,从而影响企业外部的投资者进行决策。④资本结构的治理效应,是指企业通过资本结构中负债和股权结构的选择而对企业治理结构效率产生一定的影响。塑造资本结构柔性,激活效应最大

化,就要求我们必须做好以下方面:适度负债,强化企业的债务治理机制;加快国有资产管理体制改革,优化企业的股权结构,形成均衡的法人治理结构;优化资本结构,选择合理的融资次序,产生良好的信号效应。

资本结构柔性理论认为,在筹资环境不断变化的情况下,企业应培养一种缓冲能力,使之能够在一定的条件下,有能力选择不同的筹资组合,从而构造不同的资本结构,找到一段最佳的资本结构区间,而不是一个点。在这一区间内,企业能够根据自身意愿和外界因素的不断变化,因地制宜,有能力快速地找到或变换为合理的资本结构,达到企业综合资金成本最小化,权衡相关利益者利益后企业价值的最大化,以及资本结构效应最大化3个方面最有效的均衡。



V——企业最大价值
V'——企业可接受的企业最小价值
C——企业最大成本
C'——企业可接受的最小成本

附图

此时的 α 区间,也就是文中的资本结构区间,是指企业可接受的最大与最小价值,企业可接受的最大成本与最小成本以及各种效应曲线的交集。我们说一个企业具有资本结构柔性,就是指该企业能够依据筹资环境的不断变化而自主选择一定的筹资方式,其资本结构的变动就在这一区间变动,能达到企业价值与各种效应的最佳均衡。

参考文献:

[1]万解秋.企业融资结构研究[M].上海:复旦大学出版社,2001.

(责任编辑:曙光)

