

电信企业资本结构优化研究

海南省电信有限公司 傅丽娟

[摘要] 世纪之交,中国电信企业陆续走向国际资本市场,其财务风险受到了投资者的格外关注。本文以某电信公司为具体对象,运用资本结构研究的理论、方法和数学模型,对该公司资本结构进行了优化研究,从而为融资渠道多元化背景下的电信企业如何降低财务风险和创造股东价值提供了参考依据。

[关键词] 电信企业 财务风险 资本结构 优化研究

1999 年 11 月,韩国大宇集团由于失衡的资本结构而解体。大宇是扩张模式的推行者,为了既能维持扩张规模又能保有对集团的控制权,它选择了发行债券筹措资金,同时也背上了沉重的债务包袱。此时其经营困难已初现端倪,年销售额及利润指标均无法完成,投资收益率低于资金成本,居高不下的资产负债率成了大宇挥之不去的噩梦,在投资回报甚至不能支付高额债务利息的情况下,极度负债以成倍的速度将大宇推向了破产的境地。

上述案例引出了一个令人深思的问题:资产负债率究竟是高还是低好?合理的资本结构对一个企业有着什么样的重要意义?

根据国家战略部署,我国电信企业正在逐步迈向国际市场,电信企业的筹资渠道和方式也正日益多元化。在这样的宏观背景下,如何设计出一个最佳资本结构,使得企业既能以最低代价获得融资收益,同时又能有效回避财务风险,已成为现代电信企业筹资决策科学化的核心问题。本文通过运用资本资产定价模型及当前理论界比较成熟的最佳负债效益模型,对 XX 省电信公司资本结构进行具体测算,从而对省级电信企业最优资本结构作出探索。

一、XX 电信公司资本结构现状及影响因素分析

XX 电信公司的资产负债率在近 10 年的时间里基本介于 40% - 60% 之间,但从 1998 年移动业务被分离后,企业资产负债率呈直线上升趋势。导致该公司资本结构呈现该种特征的原因主要有以下几点:

1、国家政策

公司权益资金主要包括:国家投入法人资本金、由国家财政返还两费形成的资本公积、盈余公积和企业留利。由于长年亏损,权益资金的主要来源是实收资本和资本公积。又因国家对电信企业的两费扶持政策正逐步取消,企业资本公积金额呈逐年下降趋势。为了保证生产建设需要,企业只能加大债务筹资比例。

2、经济环境

(1) 九十年代中期,该公司通信系统初具规模,移动业务给企业带来了丰厚而稳定的现金流,这一阶段企业的资金相对充裕,因而资产负债率显著下降。

(2) 九十年代末期,移动业务被分离,企业丧失了主要的现金流产品,而固定通信市场在城市范围也相对饱和,企业发展进入了一个低速增长期。但基于占领市场及履行普遍服务义务的考虑,该公司逐步将其网络向经济效益低、投资回收期长的农村地区延伸,每年的投资需求超过了其现有的现金回报,电信企业此时的筹资范围仍局限于债务资本市场,因此尽管企业净资产收益率、息税前利润率为负,企业仍采用了举债方式。

二、加权平均资金成本的测算及相关假设

1、用 2001 年全年财务费用除以全年平均付息债总额,得到负债平均成本为 3.07%。

2、企业尚未上市,无法直接取得其权益成本数据,我们按如下方法对其进行估计:

(1) 权益成本用资本资产定价模型计算,即权益成本 = 无风险报酬率 + (资本市场平均回报 - 无风险回报) $\times \beta_{\text{权益}}$ 。其中无风险报酬率取 3 年期国库券利率 3.05%, (资本市场平均回报 - 无风险回报) 即为资本市场的平均风险补偿。全美 MBA 专家 Aswath Damodaran 教授根据经济波动性、政治风险、市场结构等因素对各地股市风险补偿进行测算,认为亚洲地区新兴市场(不含日本)的平均风险补偿为 7.5%。

(2) $\beta_{\text{权益}} = \beta_{\text{资产}} [1 + (1 - \text{税率}) \times \text{负债} / \text{权益}]$ 。笔者按以下办法对该电信公司的行业风险($\beta_{\text{资产}}$)及负债和权益的市值进行估计:

A、EBIT(息税前利润)均值和风险度测算行业风险。

EBIT 均值 = 12286(万元)

由于不知各种息税前利润发生的概率,我们用风险度测算 XX 电信的 $\beta_{\text{资产}}$:

$$\begin{aligned}\beta_{\text{资产}} &= (\text{EBIT}_{\text{MAX}} - \text{EBIT}_{\text{MIN}}) / \text{EBIT 均值} \\ &= (17209 - 7819) / 12286 \\ &= 0.76\end{aligned}$$

B、由于该企业负债只有银行贷款及周转性负债,均无公开交易市场,故取其面值作为债务市值。

C、在计算权益 β 时,权益资本的市值可以市盈率估算。市盈率的定义是股票的市场价格比每股盈利的倍数,在一个有效性较高的资本市场,它基本可以被看作是每股盈利的市场价值。我们假设将该企业所有者权益按面值 1 元全部发售,于是可得到其不同负债比率下的不同股本市值。

三、用企业总价值最大法优化 XX 电信公司资本结构

当企业总资产为 51.04 亿元,年均息税前利润为 12,286 万元的情况下,笔者对 XX 电信公司的最佳资本结构测算如下:

表 1 XX 电信公司加权平均资本成本计算表

资产负债率	债务总额 (亿元)	利率	权益总额 (亿元)	权益市值 (亿元)	权益β	权益成本 (元)	WACC (元)
0	0.00	3.07 %	54.01	9.41	0.76000	0.0875	0.0875
1 %	0.51	3.07 %	53.50	9.37	0.76486	0.08786434	0.084387503
2 %	1.02	3.07 %	52.99	9.33	0.76981	0.0882357	0.081561823
°	°	°	°	°	°	°	°
°	°	°	°	°	°	°	°
°	°	°	°	°	°	°	°

完整计算过程略去。通过测算可知,该企业的资产负债比率在 42 %时,企业加权平均资本成本最低,企业处于最优资本结构状态。

四、用最大负债收益模型优化 XX 电信公司资本结构

1、该企业 1999 年 - 2003 年年投入产出数据如下:

表 2 XX 电信公司 1999 - 2003 年投入产出表

年份	投资总额(亿元)	EBIT(亿元)
1999	42.96	0.0503
2000	43.09	0.2070
2001	51.64	0.8330
2002(预测)	52.14	1.601
2003(预测)	52.74	1.7209

2、根据上述资料,用最小二乘法建立投入产出模型为:

$$y = 50576366526.4 + 20814936.64x - 218462.24x^2$$

根据最大负债收益模型,企业最佳负债额及负债比率为:

$$X = 23.82 \text{ 亿元}$$

$$\text{资产负债率} = 23.82 / 51.04 = 46.7 \%$$

五、两种优化方法的比较

从两种优化方法得出的结论可以看出,最大负债收益模型测算出的企业最佳负债比率应为 46.7 %,比加权资本成本最低法测算的比率高,这是因为最大负债收益模型偏重于负债带来的收益而忽略了风险问题。

具体到本企业应该采用哪一种模型和结论其实并没有定论,而应取决于企业决策层在资本结构问题上所采取的大原则。在企业高速增长时期,资金的需求往往较大,而此时企业的投资收益通常较好,可以考虑采用最大负债收益模型测算最佳资本结构,以充分获取负债带来的好处。当企业进入成熟甚至衰退期,增长放缓,收益有下滑趋势,企业应选择综合成本最低模型,以降低企业财务费用并维持安全财务形象。

六、资本结构决策应考虑的问题

1、与行业平均资本结构的对比分析

XX 省级电信企业的 1999 - 2001 年资产负债率与行业平均负债率的对比如下:

表 3 XX 电信 1999 - 2001 年负债比率与行业平均对照表

项目	1999 年	2000 年	2001 年
行业平均	45.6 %	48.72 %	47.16 %
XX 电信	49.96 %	56.92 %	62.15 %

从该表看出,在未上市通信企业中,47 %是一个行业平均水准,经研究证明,行业平均水平一般可以代表该行业的最优资本结构。但从 XX 电信来看,其债务比率三年来一直偏离这一平均水平,且偏离幅度较大。经分析,造成其负债比率居高不下的原因,主要有以下两点:

(1) 税前收益过低,导致出现财务亏损,只能靠借新债还旧帐。

(2) 企业的投资扩张超过了与自我积累相适应的合理水平。

既然行业平均负债比率为 47 %,那么为什么 XX 电信的最优负债比率为 43 %,明显低于行业平均呢?

A、1999 - 2001 年行业平均息税前收益率为 2.5 %,已获利息倍数为 3.19,而 XX 电信平均为 2.04 %和 2.39 %,投资效益及利息保障能力明显低于行业平均水平,与此对应的应当是一个低于平均水平的负债比率。

B、从业务收入增长速度来分析,XX 电信收入增幅从 2000 年的同比增长 16.10 快速下降到 2001 年的同比增长 6.57 %,发展速度有明显放缓的趋势,为了与低速发展相适应,企业应保持一个相对较低的负债比。

要将企业较高的财务风险大幅降低,首先解决办法是通过积极开拓市场及提高营运资金周转效率,以大幅提高企业自身的造血功能,从内部留利的渠道为生产经营提供源泉。其次是加强宏观调控,切实压缩投资

提升我国护肤品企业竞争力的对策研究

湖南城市学院 尹建中 李萍

[摘要] 小护士和羽西品牌被欧莱雅集团收购无疑是中国护肤品行业的巨大损失。本土品牌的出售折射出中国本土护肤品企业的致命缺陷,如管理落后、低技术、低价格竞争等。在品牌愈发重要的今天,中国护肤品行业的首要任务是积极发展壮大自己的品牌,提高品牌竞争力。

[关键词] 护肤品 品牌 国际品牌 本土企业

一、我国护肤品市场现状

护肤品是化妆品行业的主流产品。中国的化妆品市场每年销售额以 23.8% 的速度递增,2003 年销售额已超过 500 亿元人民币,其中护肤类产品 175 亿元,占化妆品销售总额的 35%;护发类产品 140 亿元,占 28%;美容类产品 120 亿元,占 24%;香水类产品 40 亿元,占 8%。中国的化妆品工业在销售额上已居世界第八位,亚洲第二位。^[1]

我国护肤品市场国产与合资、进口护肤品品牌竞争愈发激烈。20 世纪 90 年代以来,国外投资者为中国的化妆品业投入了 300 亿美元的资金,建立起 450 家独资或合资化妆品企业,占中国化妆品生产企业总数的 14%。从护肤品消费层次看,外资品牌坐拥高端,合资品牌占领中高端市场,外资与合资品牌在护肤品市场上占主导地位,拥有护肤品市场 80% 的利润。众多国产品牌(1300 多种)处于低端市场,数量众多,市场份额却很少,销售量占 40% 的国产品牌,其销售额只占国内美容化妆品总销售额的 6%~7%。市场占有率前十名品牌中只有大宝和小护士以相对较低的价格和较高的品质名列其中。随着中国加入 WTO 及 CEPA 的实施,国外众多直销公司的护肤品也纷纷登陆,占领中国市场,如雅芳、玫琳凯、安利,2003 年都实现了 5 亿元以上的销售目标,而本土企业大多只完成了 3~5 千万元。香港的护肤品品牌也将以零关税进入内地,这对中国的本土品牌构成极大威胁。^[2]

在激烈的市场竞争中,本土护肤品品牌已日趋分崩,一些曾经辉煌一时的全国主要品牌或已消亡,或已退为区域性品牌,大多数国内护肤品企业困难重重,正在苦苦挣扎。2003 年 12 月 11 日,法国欧莱雅集团收购了中国的知名护肤品品牌小护士。2004 年 1 月,欧莱雅又收购了中国另一知名品牌羽西。

面对跨国公司纷纷进入中国,分食中国市场,国内护肤品企业就只能靠出售品牌来实现国际化目标吗?

规模,一切扩张均以经济效益为导向。当企业自由现金流为正时,就标志着企业财务管理已进入了良性循环。

2、资本结构的调整因素

找到了最佳资本结构,并不意味着就永远一成不变。在实际应用过程中,若企业的资本结构出现暂时性的偏离也没有关系,只要企业能在一段时间内保持最优的趋势,仍然可以得到最佳资本结构所产生的积极后果。以下几个因素可以作为 XX 电信调整资本结构的参考依据:

(1) 现金流的稳定性。虽然企业损益表呈现亏损状态,但 XX 电信公司的经营活动现金流一直为正且呈稳定增长的态势,并且经营活动产生的现金净流入占全部现金净流入的绝对比重,这说明企业通过主营业务创造资金来源的能力并不弱。因此在资金较为紧张时企业可适当提高负债比率,但前提是企业能作好短期债务与经营活动现金流的匹配,保证不会出现支付危机。

(2) 企业的资产类型。电信行业一直是高投入及高技术行业,资产庞大,其中固定资产占总资产 80% 以上,能为债权人提供较高的债权保障。

(3) 利率因素。在其他条件不变的情况下,若银行调低利率,企业的负债成本随之下降,利息保障倍数相应上升,财务风险相对降低。此时企业可适当提高负债比率,以充分获取负债收益,但前提是借贷资金的投资效益应超过债务资金成本。

以上是关于省级电信公司资本结构理论分析。我们所面临的环境是千变万化的,其中有的因素可以量化分析,有的因素只能靠财务人员的经验和直觉来捕捉。因此,本文提供的理论分析仅供财务管理和投资决策者参考,所有的结论都必须放到企业实践中去检验和完善。

参考文献

- [1] 王化成.《负债结构的优化之道》.财会月刊,2002 年第 5 期
- [2] 邓学芬,章道云.《论企业负债结构及最佳水平模型》.四川工业学院学报,2000 年第 19 卷第 2 期
- [3] 李凯,潘德惠,肖建清.《企业安全条件下的资本结构模型》.东北大学学报(自然科学版),2000 年 8 月第 21 卷第 4 期
- [4] 盛连东,裴振东.《企业最佳资本结构决策模型》.财经理论与实践,2000 年第 21 卷第 104 期
- [5] Gabriel Hawawini, Claude Viallet.《Finance for Executives: Managing for Value Creation》(王全喜等译).机械工业出版社,2001 年