

我国当前最佳资本结构影响因素分析

安徽财经大学 宋在科

[摘要] 随着现代管理学的发展,资本结构问题越来越引起国内外财务管理学者的重视,影响资本结构的因素有哪些?如何判断企业的最佳资本结构是几十年来一直争论的焦点。本文通过对国外资本结构理论的分析,说明影响最佳资本结构的因素及其影响程度,指出判断企业最佳资本结构的两个标准^{4/46}加权平均成本最低和“企业价值最大化”的影响程度,并针对我国当前企业资本结构现状进行分析,提出最佳资本结构的量化方法。

[关键词] 资本结构 最佳资本结构 加权平均成本 企业价值最大化 线性关系

一、最佳资本结构的影响因素

资本结构问题一直是财务管理理论研究的热点问题。自 20 世纪五十年代以来,它是构成现代企业管理的三大主题之一;七、八十年代以后,随着产业组织理论和现代博弈论的发展,对资本结构问题的研究越来越深入,影响也越来越大。1990 年研究资本结构的马科维茨、夏普和米勒获得了诺贝尔经济学奖。在西方财务管理中,围绕资本结构,产生过许多看法,形成了各种各样的理论,如净收入理论、净营运收入理论、传统理论和权衡理论(MM 理论)等。在这些理论中,有两点是基本相同的,第一,都认为资本成本最低应作为评价最佳资本结构的标准;第二,在现代企业经营环境中,运用负债是有利的,它们的区别在于考虑影响资本结构的重点不同,净营运收入理论主要从资本成本最低的观点出发,认为增加负债(即使债务成本本身不变)会加大权益风险,而使权益成本上升,于是加权平均成本仍会不变,企业的总价值也固定不变,因此,不存在最佳资本结构;传统理论是一种介于净收入理论和净营运收入理论之间的理论;发展了的 MM 理论则采用了一种更贴近实际情况的多因素分析方法,是当前资本结构理论中最有影响的一种。“MM”理论(1958 年美国 Modigliani 和 Miller(简称 MM)提出的)的内容:最初 MM 理论认为,如果不考虑所得税和企业破产风险,资本市场充分有效(任何人均可用相同的成本筹集到资金),那么,资本结构与其价值无关。另外从企业的角度看,资本利润率的数值与企业负债/权益比率成线性关系。但由于所得税法允许债务利息费用在税前扣除,在某些严格的假设条件下,负债越多,企业的价值越大。因此早期 MM 理论推导出的结论并不完全符合现实情况,只能作为这一理论研究的起点。为此,MM 对以上结论作了修正,通过放松“MM”理论的假设条件,并引入破产成本和代理成本等现实因素,提出了税负利益-破产成本的权衡理论,1963 年,MM 将所得税因素引入资本结构问题,结论是如果企业通过负债筹资,相对于权益性筹资来说,由于税收的抵免作用,企业的价值将有所提高,但为什么很少有企业是以 100%的负债作为其资金来源呢?结论是当负债比例提高时,一方面,由于税收抵免作用,企业价值有升高的趋向,但另一方面负债的增加会提高企业财务风险,增加破产成本,从而使企业价值呈下降的趋向,随着企业负债比例的不提高,企业价值的下降趋向将逐渐超过升高趋向,因此,在现实生活中,企业不会无限制地提高负债比例。

从这一理论出发,西方管理学家经过对资本结构影响因素的大量研究,一般认为有以下 9 个因素影响企业的资本结构: 所得税税率, 非负债税减, 质押资产的价值, 增长率, 特性, 工业种类, 企业规

员的惩罚力度,使得信用损失以后的重建成本很高,如将其列入黑名单,增加其在违约后的相当长一段时间内的借款、就业、继续深造、创业等门槛,增加不守信用人员的交易费用;另一方面,要加强对全民信用的培养,在风险承担的范围内给予那些守信用的消费者以更多的优惠,如降低他们借款的利率,在就业、创业等方面给予一定的支持,降低守信用人员的交易费用。这样以增加或降低交易费用来影响消费者的信用损失值,以合理有效的约束机制和激励机制来实现对消费者的引导,从而降低借款人的理性违约期望。

四、结论

根据以上分析我们可以得到以下结论:消费信贷自开展以来已得到一定程度的发展,对国民经济的发展也有一定的推动作用,但是它本身潜在的风险仍然较大;导致消费信贷违约的影响因素除了还款能力和还款意愿之外,贷款品种的结构也是一个重要影响因素;运用理性违约模型来分析借款人的违约情况是比较容易理解且易实现的技术,这一技术的应用对银行等金融机构的信用风险管理水平提高有一定的帮助。总之,风险管理已成为商业银行的和行竞争力,不断加强和完善自身的风险管理技术已成为我国加入 WTO 后银行业需补的重要一课。

[参考文献]

- [1]孙森,郭琪.关于构建我国个人信用制度的设想(J).现代财经,2001(5):8~13.
- [2]中国人民银行货币政策司.中国消费信贷发展报告(N).金融时报,2002.3.22.
- [3]中国人民银行.2002 年货币政策报告.中国人民银行网站.
- [4]陈钊.住房抵押贷款:理论与实践(M).复旦大学出版社,2000.
- [5]何白云.风险管理:商业银行的核心能力(J).农村金融研究,2002(10):4~8.

模, 变动性, 盈利能力。而这些因素在我国特殊地经济环境发生了变化, 一般认为负债减税收益、财务风险、企业经营的长期稳定性、保持偿债能力、贷款人和信用评级机构的态度、企业增长率、企业获利能力、管理人员所持态度等是影响我国资本结构的主要因素, 但在具体评价资本结构时, 无论哪种资本环境, 以下两个标准是至关重要的, (1) 加权平均成本最小化。加权平均成本是由个别资本成本以及个别资本占总资本的比重所决定的。在资本总额中, 提高个别资本成本越低的资本的比重, 加权平均成本就越低。但是, 企业的资本结构不可能在个别资本成本最低的资本比重为 100 % 的条件下去选择。由于各种个别资本都不可避免地存在于企业之中, 因而, 人们只能选择综合资本尽可能小的资本结构方案。在这个意义上, 加权平均成本最小化无疑构成了评判最佳资本结构的重要标准。(2) 企业价值最大化。一般认为, 投资者投入资本在于资本增值, 因此, 认为所有者权益最大化的资本结构是合理的, 在股份有限公司, 所有者收益最大化表现每股收益最大化或股东权益收益率最大化; 在非股份有限公司, 所有者收益最大化表现净资产收益最大化。只有资本结构合理, 才能实现所有者收益最大化。以股份公司为例, 每股收益最大化没有考虑风险因素, 从根本上讲, 公司的目的在于追求公司价值最大化或股价最大化, 然而只有在风险不变的情况下, 每股收益的增长会直接导致股股价的上升, 实际上经常是随着每股收益的增长, 风险也加大, 如果每股收益的增长不足以弥补风险增加所需的报酬, 尽管每股收益增加, 股价仍会下降。所以公司的最佳结构应当是可使公司总价值最高, 而不一定是每股收益最大的资本结构, 同时, 在公司总价值最大的资本结构下, 公司的资本成本也是最低的。

二、最佳资本结构与资金成本和企业价值之间的关系

资金成本从经济学的角度分析是由于其稀缺性而导致获得资本时必须付出的相应的代价, 它由筹资费用和用资费用构成。一般资金成本率为: $k = \frac{D}{P - F}$ 或 $k = \frac{D}{P(1 - f)}$

式中: k 为资金成本率, D 为用资费用, P 为筹资额, F 为筹资费用, f 为筹资费用率即筹资费用与筹资额的比率。

加权平均成本取决于各项资本的个别成本率及它们在整个筹资额中所占的比重, 由于税法允许债务利息在税前扣除, 则加权平均成本 k_w 的计算公式为: $k_w = \sum_{j=1}^i k_j w_j (1 - T) + \sum_{j=i+1}^n k_j w_j$ 式中: k_j 为第 j 种个别资本成本; w_j 为第 j 种个别成本占全部资本的比重(权数)。 T 为所得税税率, 且第 1 至第 i 种为债务资本融资, 其余为权益资本融资。

一般情况下, 负债成本低于权益成本, 因此在一定范围内增加负债的比例, 会降低加权平均成本以使其达到最低, 但负债超出一定范围会相应增加财务风险, 债权人会索要更高的利率, 所有者会要求更高的投资报酬率, 这样资金加权平均成本不仅不会降低, 反而会增加。最佳资本结构与加权平均成本的曲线出现 U 型。如图所示:

根据现代资本结构理论, 在资本结构中, 使用负债有节税效应, 企业价值会随着负债的增加而增加, 但负债超过某一限度, 随之而来的破产的可能性将导致企业价值下降, 所以随着负债的增加, 企业价值增加到最大, 然后开始下降。以上市公司为例, 在企业持续经营的前提下, 公司的市场总价值 V 应等于其股票的总价值 S 加上债券的价值 B , 即: $V = S + B$

为简化起见, 假设债券的市场价值等于它的面值, 预期的 EBIT 为一个常数, 全部收益用于发放股利, 则关系

式为: $V = D + \frac{(EBIT - K_d D)(1 - T)}{k_s}$

其中, K_d 为负债资本成本; K_s 为权益资本成本; T 为所得税率

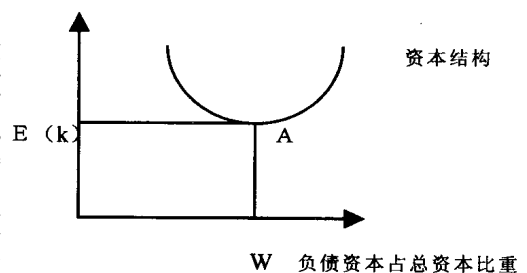
可以采用资本资产定价模型计算权益资本成本 $K_s: K_s = R_s = R_F + \beta(R_m - R_F)$

式中, R_F 为无风险报酬率; β 为股票的贝他系数; R_m 为平均风险股票必要报酬率。

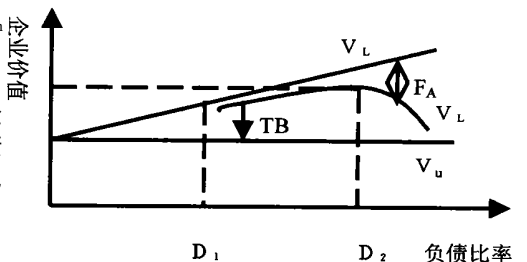
企业价值与资本结构的关系可以由下图表示。

图中: V_L : 只有负债税收利益, 而没有破产成本的企业价值; V_u : 无负债时的企业价值; V_L' : 同时存在负债税收利益、破产成本的企业价值; TB : 负债税收利益的现值; F_A : 破产成本; D_1 : 破产成本最得重要时的负债水平; D_2 : 最佳资本结构。

目前的资本结构的决策的定量方法有比较资本成本



图中 A 点为最佳资本结构



农业贷款项目选定要注意的几个问题

山西省世行贷款扶贫开发项目办 李红岩

[摘要] 本文作者根据多年工作经验,从实际操作层面上就农业贷款项目的选择与确定进行了多角度剖析,主要从五个方面论述了进行农业贷款项目选定时应着重注意的问题,以期对现行农业贷款项目的选择与确定提供一定的借鉴。

[关键词] 农业 贷款 项目 选定

农业贷款项目与工业及其他项目相比,有三个显著特点:一是建设环境复杂,受大自然制约,不可知、不可控的因素比较多;二是建设周期一般比较长,市场情况变化大;三是项目往往连接千家万户,而目前我国农民的文化素质和契约意识不是很高。因此,对农业贷款项目的选定一定要慎之又慎,以最大限度地减少工作疏漏,为实现项目初衷奠定良好的基础。本文根据作者多年实践,就农业贷款项目选定应注意的几个问题,提出几点浅见。

1. 要搞好科学论证。项目的选定要经过科学论证,要具有科学性,这已被众多项目决策者所熟知,但在实践中把握运用程度却相去天渊,原因关键在于对农业贷款项目选定的科学前提、科学方法、科学程序把握上存在差距。科学前提是指农业贷款项目除了要和当地农业发展规划相适应,能发挥当地农业资源优势,带动农业产业结构调整之外,必须在生产的科学技术上有突破、有创新,产品要有较高的科技含量,性能要有独到之处,避免同一层次的大同小异、重复生产。防止项目论证时市场紧缺的产品到项目投产时,市场已经饱和或过剩。科学方法是指项目调研、计算、论证的依据一定要真实、详尽、全面,工作上要坚持实事求是。农业生产是个十分复杂的系统,自然资源、社会资源涉及量大面广,统计难度大,基础条件差,加之众所周知的

法、财务杠杆分析法和无差别点分析法,它们说明了在几种备选方案中选择合理的融资方法,不同的企业可根据需要采用不同的方法进行判断选择。

三、我国资本结构的现状及解决方法

我国目前企业的资本结构存在两个极端:一是未上市企业在发展过程中主要依靠负债筹资来解决其生存和发展的资金需求,尤其是大量的国有企业,在负债率十分高的情况下运作。从纯经济角度分析,较高的负债率具有较高的投资风险,就需要有较高的财务成本和投资效益。而我国目前的一些企业资本负债率的上升与资本利润率下降相伴而生,普遍存在对负债筹资的非理性需求,造成了企业债务来源结构、债务期限结构和债务使用结构的不合理现象,增加了企业的偿债风险。其二是上市公司普遍存在对股权融资的偏好,一旦企业获准上市,便把股票融资作为公司的首选途径,极力扩大发行额度,且公司的分配方案中也很少支付现金,而多以配股为主,使上市公司股权比例过高,约束相对偏软,很容易被内部人控制,企业的代理成本上升,而经营效率下降。针对目前存在的这些现象,国家和企业可以从以下几方面进行改进:

1. 政府应尽快完善行业管理制度,充分按照市场经济规律和原理来处理问题;而上市公司则应适度控制股本规模扩张,适时进行股本缩容,积极培植公司的核心竞争能力,依据强势竞争力来拉大与弱势企业的落差,赚取企业超额利润。

2. 规范资本市场发展,不断配套完善各项法规。特别是在我国加入世贸组织后,我们在努力取得自身发展同时,必须借鉴国际上成熟资本市场的先进经验,加快与国际接轨的步伐,以实现资本市场的制度化管理与创新,更好地为经济建设服务

3. 在确定资本结构时,不仅要考虑报表中的有关项目,还要考虑企业的表外筹资因素,所谓表外筹资,是企业在资产负债表中未予反映的筹资行为,表外筹资主要有租赁、应收票据贴现、将负债转移等行式,表外筹资使企业在资产负债表中反映的负债比率小于其实际的负债比例,虚夸企业资信程度,掩盖企业投资规模,从而使企业资本结构的计算失去应有的意义。

除此以外,由于融资活动本身和外部环境的复杂性,目前仍难以准确地显示出存在于财务杠杆、每股收益、资本成本及企业价值之间的关系,且资本结构的优劣是相对于公司的特定时期的特定条件下而言的,在实践中,还要结合企业的自身的特点和外部环境进行分析,如销售增长率及其稳定性,所处行业的特点和社会经济环境状况等,做到定量分析与定性分析相结合。以使企业资本结构处于最佳结构。

[主要参考文献]

[1] 柴莉 国有企业最佳资本结构评判标准研究[J] 西北轻工业学院学报 1999年第3期

[2] 王威 邓蓉晖 企业最佳资本结构选择分析[J] 哈尔滨建筑大学学报 1999年第6期

[3] 杨兴全 我国上市公司融资治理效应分析[J] 会计研究 2003年第8期

[4] Modigliani F, Miller M H, The Cost of Capital Corporate Finance and Investment[J], American Economic Review, 1958

[5] TIMAN, S, WESSELS, R. The determinants of capital structure [J]. Journal of Finance, 1998