

企业资本结构的选择

厦门大学会计系 傅元略

企业资本结构指企业的全部资金来源、负债和所有者权益以及各构成项目分别占企业总资本的比例。选择一个适度资本结构,可增加企业所有者的财富。但选择资本结构,应当与制定企业战略和采用经营策略相结合,还必须考虑企业的盈利能力和举债经营破产的风险等因素。本文就这个问题作一些初步的探讨。

一、资本结构是公司财务状况和公司战略的一种产品

财务经理经常面临如下的问题:什么是财务杠杆的最优量?应该怎样利用财务杠杆的优势?维持一个指定的负债权益比率是重要的吗?什么是财务结构弹性?公司是否过分利用杠杆或是利用杠杆太少?这些问题没有绝对准确的答案,它们的答案是多样性的。如果资本结构决策没有考虑各种影响因素,那么我们可预料所选择的资本结构对实现公司的既定目标贡献甚少,甚至产生反作用。因此资本结构的决策应考虑如下的重要因素:公司的行业 and 经营特点、公司的战略性计划、计划增长和可承受增长的关系、现在流行和过去的资本结构。

1. 企业经营特性

资本结构的决策应当考虑融资与资产类型的对应。理想的融资——资产对应是:短期借款应当用作流动资金,而长期负债和股权式融资应当用于购置固定资产或作为长期投资。否则,资产形成的收益和偿债能力会不匹配。这种不匹配可能引起财务支付和重新融资困难的风险,因此要求对这样的风险管理应当更加细心。这种风险包括重新融资时利息率的变动和融资

的市场可接受性。

一般地说,资本越密集的公司,就越依赖于长期举债和股权式融资。当然,不是所有的流动资产都靠短期负债来支撑。例如,一个发展中的非季节性的企业可能考虑长期借款或权益资本部分作为流动投资,诸如存货和应收帐款的部分看作永久的投资。在企业融资中,也存在着流动资产和固定资产的可转换性。

如果企业是季节性的企业,在短期资本需求的高峰季节,短期借款的比例就会明显增大。虽然国民经济的变化对某些企业没有什么影响,但对有些企业却会产生重大的作用,诸如房地产企业、建筑行业以及资本商品(股票和债券等)。

企业财务杠杆的增加意味着要承受更大的周期性变动的风险。企业承受周期性变动风险的经营策略需要一个合理的资本结构去应付宏观经济的波动。

企业面临的竞争是经营应考虑的另一重要因素。市场竞争越激烈,企业要保持一定的市场占有率就越困难,经营收入和经营利润的波动性风险就越大。当企业利润波动风险增加时,可考虑利用较大比例的股权式融资来改善企业承受风险的能力。市场竞争相对较弱的情况下,企业可较容易地提高市场占有率,也意味着企业增加财务杠杆可增加企业股东的财富。

在选择资本结构时,对企业整体的技术和经济过时风险也应当加以考虑。企业的产品、产品制造工艺和设备、产品的材料和市场营销手段都会发生过时。如果企业过度地应用财务杠杆,就会限制企业对技术或经济过时而引起的危机作出反应的能力。如果过时风险越大,资本结构的选择更应当谨慎。

企业的产品周期和企业经营周期对构造资本结构又是一个应考虑的因素。企业在风险投资阶段,失败的风险很高,因此风险股权资本是主要的资金来源。在增长阶段,失败的风险减少,其侧重点从举债市场转向向高效益的财务成长。随着成长的减慢,某种周期性特征变得更为明显。当企业达到成熟期,财务杠杆很可能随现金流量减少而减低。

2. 企业的战略性计划

战略性计划是建立适宜的资本结构的最重要因素。战略性计划需求应当表现出财务策略。战略性计划的第一步是市场成长的仔细分析。一般地说,预计的成长率速度越快,则资本结构的弹性越大。迅速的增长表

明有显著的投资机会,并且需要大笔的新资本支持快速成长。保证快速成长,资本结构的举债比例增大以满足资本的需求。然而,定期增加股权资本也是必要的。特别在较高的负债权益比率和预期的成长率高于可承受的成长率时,更是应该考虑增加权益资本。实际上,如果成长引起股票的市场价格高于帐面价值,则应当把握住机会,以权益融资来补充企业投资所需的资金。

契约式市场可表明企业举债的动态。或者,策略性决策可能达成改变市场的侧重点和可利用的融资市场。市场增长不会直接导致适宜的资本结构决策,而是导致怎样利用现行和将来企业环境的优势。最适宜的资本结构是一种在相同的风险水平下以最少的成本最能支持企业经营策略目标的结构。

3. 计划成长和可承受的成长之间的关系

公司财务目标与企业全方位策略目标的统一,它的一个要素是公司的可承受的成长率的确定。资本结构是确定企业可承受增长率的重要变量。策略计划可反映成长率与现行的可承受的成长率的差异。要取得计划的成长率,销售利润率、资产周转率、股利率、资本结构应该是动态的。如果策略计划是实际的,这些因素之间的关系必须是平衡的。如果它们之间不平衡,则计划的完成会受到损害。

4. 过去和现行的资本结构

在很大程度上,资本结构是由过去的事件来确定。以前的融资决策、股利政策、企业收购和其他投资决策形成一个难以快速改变的基础。资本结构随着以下各要素的变动而改变:(1)变更发放股利政策;(2)改变销售利润率;(3)改变资产周转率;(4)发行债券回购股票;(5)发行股票改变举债的比例;(6)改变企业经营成长率。因为过去的事件给今天的资本结构设置各种各样的限制条件,同样地,今天的决策也会给将来的资本结构设置许多的约束条件。

二、资本成本最小化

每一位财务经理都想以最低的成本为企业提供资本。选择适宜的资本结构可使资本成本最小化,第一步是确定现在资本结构的资本成本,再度量给定的资本结构变化范围的变化量。资本成本也是投资决策一项重要的指标。资本成本的确定存在着一些不精确的因素,这是因为举债的成本、权益资本成本和负债权益比率是在不断发生变化的,因此资本成本也是在不断变化之中。计算举债的成本相对容易一些,但计算权益资本的成本就存在着一定的困难。

有关权益资本成本的适当计量的理论,大部分是

以股票市场或产权市场为起点。其合理性是证券市场是有效的和市场价格能为公司提供最优的代理成本。换句话说,投资者所要求的市场收益是公司权益资本的成本。

一种流行的计算投资者所要求的收益率的方法是资本资产定价模型。依据这一模型权益资本成本包括三个因素:无风险利率 R_0 ;一般市场权益资本风险报酬率 R_1 ;个别公司风险报酬率 R_2 。

无风险利率一般是采用公司所在国家国库券的利率。历史上,国库券通货膨胀补贴率是接近于实际通货膨胀率。合理地预测预期的通货膨胀率也是确定资本成本的重要因素。

一般市场风险报酬率不容易确定。一般市场风险报酬率是假定投资人对于权益资本投资有相同的投资收益要求。根据1926—1978年标准普尔500种股票的统计确定其平均风险收益率为8.9%。这个数值是向萧条时期倾斜,如果在1960—1980年中统计研究其风险报酬率是在3%—5%范围内。

贝塔是对个别公司风险的标准CAPM度量。贝塔是表示公司股票相对于一般股市指标的变动,诸如美国S&P500种股票中,贝塔大于1的股票涨落的幅度比市场股票指数大,所以这些股票的风险就高;贝塔小于1的股票涨落的幅度比市场指数更不敏感,大多数公司的贝塔值是在0.5—1.8内,相当一部分是聚集在0.8—1.2之间。

从上面的分析可得到,个别公司风险报酬率 R_2 与贝塔系数 β 的关系为:

$$R_2 = R_1(\beta - 1)$$

如果 $\beta > 1$,则 R_2 大于0,即该公司风险高于一般市场平均水平,比平均市场水平需要较高的风险报酬。如果 $\beta < 1$,则 $R_2 < 0$,即该公司风险比平均水平低,因此其所需要的风险报酬率比市场平均风险报酬率低。这样权益成本与无风险利率、风险系数、一般市场风险报酬率的关系由下式来确定。

$$K = R_0 + \beta \times R_1$$

这里的 K 就是权益资本的成本。

另一种确定权益资本成本的方法是采用现金流量折现求内部报酬率法,一般权益资本融资都是有特定投资项目的,计算这个项目的现金流量(从投资开始,至少考虑10年)和此项目终期期末的期望净资产价值,就可确定一个内部收益率,此内部收益率就是权益资本的成本。

无论是用哪一种技术确定资本的成本,根据有关的统计数据,对大多数的企业的资本成本都落在12%

现代企业制度与 财务管理机构独立

项有志

企业财务管理与会计是两门相对独立的学科,也是两种不同的工作。然而,长期以来,在计划经济体制下,企业不能真正成为独立的财务主体,财务管理工作也未能得到足够的重视。在实际工作中,往往是把财务管理与会计“合二而一”,实行“一元制”的财会机构,有的是在财务会计部门(如会计科)设少量人员负责财务管理工作,有的只把财务管理作为会计人员的附带工

作。这一现状不利于加强企业财务管理工作,也不利于企业整体管理水平的提高。随着社会主义市场经济体制的逐步建立,特别是现代企业制度的确立,其特有的运作方式要求设置与之相适应的组织机构(包括财务机构),以充分发挥各职能部门的作用。这就使企业财务、会计机构的分离成为一种客观必然,并成为建立现代企业制度的关键性环节之一。

至16%之间,除非通货膨胀率是10%以上。

在这里还应当指出:一是企业资本成本是随着经营利润率(纳税付息前的经营利润÷总资产)降低而增加;二是企业举债比例增加致使企业破产的概率急剧上升。因此,确定资本成本时,应当同时考虑经营利润率和企业破产概率两个约束因素。

三、财务杠杆效应和利用

对每一个企业可能都存在着一个最优的负债权益比率,但是没有一个专家能告诉你企业的确切比率。企业的负债权益比率很大程度上受到企业经理人员的风险偏好的影响,同时财务杠杆的程度也受企业的竞争对手的影响。虽然这些影响是现实存在的,但不该受这些影响因素的统治。迎战这些影响因素的最好方法是最小化资本成本和提高可承受成长率。

举债的利息在税前抵减使举债有较低的资本成本,这是公司利用财务杠杆的最显著的优势。基于这优点,越大的财务杠杆,企业资本成本就越低。但举债越多,企业破产的概率就越大,因此财务杠杆的利用并不是无限制的。企业应当抉择哪一杠杆范围才能使投资人期望收益率和财务风险产生变化和使市盈率减低。增加财务杠杆可能会使市盈率增高,因为增加财务杠杆意味着企业管理人员承诺为股东增加更多的财富。

财务杠杆的过分利用可能会引起破产,这是对过度举债的一种最终的限制。预期财务支付发生困难可

能对管理决策和信贷决策都有一定的影响。另外在财务的日常实务中也存在着约束条件,如果企业的举债超过某限定的额度,贷款者要求更高的利息率,从而节税的好处可能被利息的增加所抵消。

如果有人能准确地预测公司现行股票价格相对于将来的股价是高还是低,则对负债权益比的决策是一件明显有利的事情。当判断股票价格较高,则可用权益资本替代举债(即减少利用财务杠杆),反之可用举债替代权益融资(即多利用财务杠杆)。但这个策略的关键问题是预测未来的股票价格。

在负债权益比决策中,根据历史情况,负债的利息率和股价相关,也就是当股价上涨时,利息率就下跌。因此,两种融资工具的相对成本一般不会有显著的变化。

在股票价格下跌的情况下,许多企业对发行股票有些疑虑,一般定价都比市场价格略低。在股票上涨时期,企业发行股票的定价往往略高于市场价。股票的价格难以预测,加上企业的经营业绩也是存在很大的不肯定性,因此作负债权益比决策存在着很大的决策成本。经常变更权益和负债的比例需要交易成本,另外举债超过企业的限额时还要增加举债利息成本,在企业经营不景气(资产利润率低于举债的利息)时,企业过分利用杠杆是非常不利的。因此,在抉择资本结构时应当注意抓住主要的因素(如利息率、资产利润率、股价),才能选择最佳的负债权益比。

责任编辑 宋军玲