

企业投融资决策互动关系研究综述

彭程 刘怡

(四川外语学院 重庆 400031)

【摘要】 本文从不完善因素出发对相关公司财务理论进行了系统的回顾,重点阐释了在税收、破产成本、代理冲突以及信息不对称等不完善因素的作用下,公司投融资决策间的相互作用关系。

【关键词】 投资决策 融资决策 互动关系 不完善因素

现代公司财务领域的一个重要议题是企业投融资决策的相互关系问题。以 Miller(1977)、Baxter(1967)、Jensen 和 Meckling(1976)、Ross(1977)为代表的学者分别从税收因素、破产成本、代理冲突以及信息不对称等不完善因素出发,对企业的财务行为进行了重新的认识,形成了几种经典的财务理论。这些财务理论一致认为,企业投融资决策必然会通过诸多不完善因素产生直接或间接的作用。鉴于此,本文在对现有文献进行综述的基础上,全面、系统地阐释各种不完善因素作用下企业投融资决策间可能存在的相互作用关系。

一、税收因素与投融资决策的互动关系

对企业财务决策中税收因素的研究起初是为修正 MM 理论而出现的。为了放宽早期 MM 理论中过于严格的假设条件,1963 年 Modigliani 和 Miller 指出,在考虑了公司所得税后,利用财务杠杆机制,企业将获得利息支付的免税优惠,所以企业价值可表示为:

$$V_L = V_U + T_C D \quad (1)$$

其中: $V_U = EBIT(1 - T_C) / r_U$; T_C 是公司所得税税率; $T_C D$ 是利息支付产生的税收节约。由此可见,负债比率的增加会提高企业的税收节约,从而有利于公司价值的提高。所以,负债融资越多,企业通过项目投资获得的利益也越多,因而决策者将提高对项目投资可行性的评价。

Hite(1977)指出,如果用债务资金购买资本资产,则资本资产的成本具有两次抵扣税收的功效,而若用劳动的增加替代资本资产的增加则会导致部分税收利益的损失,从而间接提高资金的使用成本。所以,那些负债较高的企业在其生产决策中可能愿意利用更为廉价的资本资产,因而具有较强的动力进行资本资产投资。

然而,Hite 忽略了一个关键的现实问题,即企业并不是在任何情形下都能享受全部的税收节约,因为在某些自然状态下,企业的经营收入有可能不足以用于折旧计提和利息支付。事实上,在既定的经营收入水平下,企业计提的折旧越多,用以支付利息的收入越少,甚至有可能产生利息支付的缺口,从而丧失部分的利息税盾。依此而言,折旧与债务利息两者产生的税收抵扣存在相互替代的现象。受这种税盾替代效应的启

发,Dotan 和 Ravid(1985)从一个单期的角度分析发现,从边际的角度而言,那些资本投资额度比较高的企业通常会使用更少的负债融资。然而,如果从一个多期的角度分析,企业当期的投资额度或者投资项目的选择会决定未来会计期间内折旧的多少,从而影响利息的税收抵扣额度,最终对负债的有效成本产生作用。可见,由于税盾替代效应的存在,当期的投资支出会对未来一定期间内的负债融资产生负向影响。另外,考虑到折旧的计提有利于未来经营收入的增加,所以折旧有可能不会缩减利息的税收抵扣空间,相反能增强企业的利息支付能力,增加其负债融资水平(Dammon 和 Senbet, 1988)。

二、破产成本与投融资决策的互动关系

修正的 MM 理论虽然通过引入税收因素发现了投融资决策之间的影响关系,但是其忽略了破产成本,从而高估了负债对企业价值的提升作用。事实上,随着负债的增加而逐渐上升的财务风险会制约企业无限追求免税优惠的行为。原因在于财务风险会增加企业的亏空概率,并产生更高的期望破产成本,从而部分地抵消负债的税收节约。因此,可以对式(1)作如下修正:

$$V_L = V_U + T_C D - D_k \quad (2)$$

其中: D_k 是企业的破产成本, k 是单位负债的期望破产成本,是负债的增函数,并且其大小取决于企业现金流的统计分布(Hong 和 Rappaport, 1978)。从式(2)可以看出,负债融资会通过税收节约与破产成本对企业价值产生两种截然相反的影响,从而影响决策者对投资项目的价值评估。

给定企业所得税税率,最优负债水平的高低取决于单位负债的期望破产成本(k)。 k 越大,负债的边际成本会在较低的债务水平下达到边际利益的水平,从而决定较低的最优负债。由于 k 的大小取决于企业现金流的统计分布,在现金流状况发生改变的情形下必然会导致不同的最优负债。所以,企业的投资决策也会通过对未来现金流状况的作用,影响其最优的负债融资水平。对于这个命题,Hong 和 Rappaport(1978)对负债能力的概念进行了详细的分析。他们认为,企业的投资决策会对其现金流的均值以及方差产生后续的影响,从而改变随后的负债能力。由此可以看出,投资项目的选择与优化有助

于企业提高期望的经营收入,并控制其波动的幅度,从而改变企业未来的破产概率以及单位负债的期望破产成本,进而影响企业的最优负债水平。

三、代理冲突与投融资决策的互动关系

代理理论认为,受有限责任机制以及所有权与经营权两权分离等因素的影响,企业利益相关者之间在经营政策的选择上存在潜在的利益冲突,因而企业有可能产生额外的代理成本。Jensen 和 Meckling(1976)指出,典型的代理问题主要来自于两个方面,即股东与经理之间的冲突以及股东与债权人之间的冲突。

股东与经理之间产生利益冲突的原因是经理未持有100%的股权,其余权益资本来自于外部资本市场。在这种股权融资安排下,经理并不拥有完全的剩余索取权,他们不能从自己努力创造的利润中获得全部收益,剩余部分被外部股东获取。因此,经理具有转嫁公司资源以补偿自己为公司创造利润所付出的努力的动机。在投资方面主要表现为企业“帝国建造”动机或者过度投资动机,因为经理能够在扩大的企业规模中牟取更多的控制权利益,或者说获得递增的金钱和非金钱的收益(Jensen,1986)。所以,在外部股权融资安排下,经理倾向于将所有可用的资金都用于投资(尽管投资项目的净现值为负),从而损害股东的利益。

考虑到经理的过度投资动机以及由此带来的股权价值损失,股东将减少对股票价格的升值预期,从而压低股票的购买价格,增加企业的股权融资成本。此时,最优融资策略将是减少股权资本的融入,取而代之的是更多的债务资金。事实上,增加的债务资金不仅能借助税收利益降低资金的使用成本,增加企业的价值,而且有助于缓解股东与经理之间的代理冲突,降低企业的代理成本。负债的这种治理作用主要来自三个方面:其一,假如保持企业的固有投资额不变,通过增加债务资金可以提高公司股权中经理的持股比重,从而可以促进经理与股东的利益趋同,调和两者的代理矛盾,减少企业的代理成本;其二,债务合同中规定的定期还本付息的承诺会消耗企业部分自由资金,从而减少经理利用自由现金流进行低效率投资的机会;其三,债务融资会增加企业的破产风险,为了减少破产风险带来的压力,经理往往会降低个人的在职消费,更加努力地工作以做出更好的投资决策,从而减少两权分离的代理成本。

然而,代理理论认为负债融资也会引起股东与债权人之间的利益冲突。Jensen 和 Meckling(1976)指出,受有限责任机制的影响,股东在获得债务资金后,有动力将筹措的资金投资到高收益、高风险的项目。其原因在于,负债融资是一种固定的要求权,若公司对高风险项目的投资获得成功,债权人仅从中得到事先约定的支付,并不能取得额外的报酬,而股东却能享受全部的超额收益;如果项目失败,股东在有限责任机制的庇护下只需赔偿企业的全部投资额,余下的损失全部由债权人承担。其结果是,即使风险投资使企业价值下降,股东仍可能从中获得好处,从而具有以低风险为保证发行所谓的低风险债务但从事高风险项目投资的资产替代倾向。由于这种资

产替代行为降低了股东进行投资的风险,增加了企业的投资机会,所以这种现象也可理解为股东对高风险项目的过度投资行为。所以,负债融资会提高企业的投资水平。但是,Myers(1977)认为,如果企业已经存在风险负债,并且债务的期限终止于企业做出投资决策之后,即便存在可以提高整个公司价值的正净现值投资项目,股东也有可能不进行投资。因为在风险负债的条件下,新投资项目产生的现金流将部分地用于债务的还本付息,而投资成本则全部由股东承担。此时,股东从投资中获得的增值额将可能很低,以至于根本没有动力进行投资。所以,负债融资又将导致股东投资不足,从而对投资支出产生抑制效应。

负债融资导致的企业投资行为的资产替代问题或投资不足问题,都将给企业带来额外的代理成本。考虑到股东潜在的代理问题,债权人将提高债务资本的利息要求以补偿因代理冲突产生的债务价值损失,所以负债融资成本将上升,企业融资行为也因此受到约束。所以,负债代理冲突下的投资行为又会反过来提高企业的负债融资成本,降低其负债融资水平。

四、信息不对称与投融资决策的互动关系

企业的财务活动中充斥着信息不对称问题,根据不对称信息理论,作为“内部人”的公司经理通常掌握着公司的大部分内部信息,如公司真实的利润、投资项目的风险状况等;而外部投资者则处于信息劣势地位,无法准确地获悉投资项目的真实资料。在信息不对称问题的困扰下,那些具有较高投资价值的项目往往难以得到投资者的公允评价,从而使项目的投资成本上升,结果导致企业投资举步维艰,甚至被迫放弃。然而,假若企业已经获得了相应的投资资金,为了避免未来的投资过度地依赖外部资金,摆脱外部融资中的信息约束,企业将青睐于投资回报周期短的项目,即使这些项目具有较低的市场价值。这是因为,投资回报周期短的项目有助于企业内部资金的积累,从而缓解未来投资对外部融资的依赖(Thakor,1990)。所以,信息不对称条件下的外部股权融资需求可能减少企业对某些正净现值项目的非效率投资。

信号理论指出,为解决信息不对称导致的上述投资非效率问题,企业的最优策略是提高债务比率(Ross,1977)。虽然投资者不能准确获悉投资项目的真实资料,但他们可以对经理的行为所传递出的信息进行分析判断,间接地评价企业的市场价值。负债比例就是一种把内部信息传递给市场的信号工具。对外部投资者而言,负债比例上升是一个积极的信号,它表明经理的信心十分充足,对企业的收益预期相当高。这个信号显示机制之所以有效,是因为那些未来收益并不乐观的企业根本无法模仿优质企业保持高水平的负债,因为其中蕴涵的高额破产成本将阻止它们提高负债比例的步伐。所以,受不对称信息的困扰,那些具有较好投资机会的企业在投资需求的牵引下,将保持较高的负债融资比例,从而向外部市场释放利好消息,刺激企业的资金供给规模。

五、结论与启示

综上所述,受经济活动中诸多因素的影响,企业的投融资决策存在一种彼此影响、相互作用的关系,具体表现为:

开放式基金反向选择的博弈论解释

单科文 李莉萍

(广西师范大学 广西桂林 541004)

【摘要】 本文运用博弈论的方法对开放式基金投资者的赎回行为进行了分析,并依据结论提出了关于减少反向选择、维持基金管理公司稳定运作、保护基金长线投资者利益的政策建议。

【关键词】 开放式基金 反向选择 博弈论 进化稳定策略

开放式基金和封闭式基金共同构成了基金的两种运作方式。开放式基金是指基金发起人在设立基金时,基金单位总规模不固定,可视投资者的需求随时向投资者出售基金单位,并可应投资者要求赎回发行在外的基金单位的一种基金运作方式。投资者依据基金业绩表现既可以通过基金销售机构购买基金,使基金资产和规模相应增加,也可以将所持有的基金份额出售以收回现金使得基金资产和规模相应减少。这实际上就给基金管理者一种隐性激励,要求开放式基金的运作通过业绩与资金流动的互动关系来发挥“优胜劣汰”作用。

国外对基金业绩与资金流动关系的研究起步较早,研究

涉及的范围也较广。国内的研究则比较一致地认为我国基金业绩提高导致了投资者的大面积赎回,这与国外的研究结果不同,即国内业绩与资金流动的互动关系与国外相反,表现为凹向的形态。笔者认为,国内对此问题的研究多以经验回归分析为主,采用博弈论分析方法的还比较少见。本文借鉴博弈论中复制动态和进化稳定策略的思想,研究我国开放式基金投资者的反向选择问题,为理解我国开放式基金赎回异象提供了新的理论证据。

一、基金投资者群体间的博弈

1. 开放式基金反向选择问题的提出。投资者的理性行为

1. 负债融资的利息节税效应会降低资金的使用成本,提升项目的价值,故而对企业投资存在促进作用。而企业投资一方面可能增加未来的经营收入,扩大企业的授信空间,从而促进负债融资的增加,另一方面可能产生大量的折旧以至于没有足额的经营收入供利息的税前抵扣,从而使利息税盾变得毫无价值,最终降低负债融资的动力。

2. 破产成本会在一定程度上降低负债的价值,从而抑制负债对企业投资的促进作用,并且在达到一定负债水平后,这种抑制作用会超过税收利益的促进作用,结果出现投资随负债下降的局面。而投资决策则会影响企业未来的经营现金流,从而决定未来的破产概率以及期望破产成本,并通过这种方式对企业负债能力以及最优负债水平施加影响。

3. 由于股东与经理的代理冲突,股权融资下的经理会存在过度投资的现象。为解决这种投资问题,企业的最优策略是增加负债融资,而负债融资又会导致股东的资产替代或投资不足行为出现,这种非效率投资将相应地提高负债融资的成本,对企业的负债融资产生抑制作用。

4. 在信息不对称条件下,外部融资的企业会面临融资约束问题,从而导致企业某些投资非效率地减少,这时企业将提高负债融资的水平。

综观我国上市公司的决策行为,在公司投资决策上大体存在“不自量力”、“为所欲为”和“任人宰割”等三种类型的非理性行为;而在融资决策方面,公司通常会不顾投资需求,具

有最大量的资金融入偏好以及股权融资偏好,从而产生委托理财、资金投向变更等低效率行为。可以认为,这些问题很大程度上归咎于决策者对投融资互动关系的割裂。正因为做出投资决策时对融资能力的忽略,导致了投资后企业面临较大的破产风险,从而产生“不自量力”的投资现象,而最大量的资金融入偏好与股权融资偏好也在一定程度上起因于决策者对投资中资金需求量以及资金来源结构的忽视。所以,我国上市公司应进一步加深对投融资决策相互关系的认识,在决策过程中不仅要考虑投融资策略所导致的税收利益与破产风险的变化,而且还要关注各种融资政策下企业潜在的委托代理问题,以及投融资决策的信息不对称问题,切实保障两种决策的协调与互动,从而解决投融资决策中存在的非理性和非效率问题。

【注】 本文得到国家自然科学基金项目“现代公司治理结构下的投资行为优化理论与方法研究”(项目批准号:70372041)资助。

主要参考文献

1. Thakor, A.V.. Investment “myopia” and the internal organization of capital allocation decisions. Journal of Law, Economics and Organization, 1990; 6

2. 陈刚等. 中国上市公司的恶意融资问题研究. 中国软科学, 2003; 3

3. 刘星, 曾宏. 我国上市公司非理性投资行为: 表现、成因及治理. 中国软科学, 2002; 1