

企业最佳融资结构理论探讨

孙亚超

(武汉理工大学经济学院 武汉 430070)

【摘要】 本文基于传统金融理论与行为金融理论,系统介绍了有关企业融资理论的发展轨迹,探讨了企业最佳融资结构的存在性。

【关键词】 最佳融资结构 传统金融理论 行为金融理论

一、传统理论视角下的最佳融资结构

融资决策可以说就是企业的融资偏好,在于解决企业追加资金时选择负债融资还是股权融资,进而实现企业价值最大化的问题。同时,这也影响到企业的内部资本结构。这类类似于经济学中的商品替代,对该问题的传统研究似乎也正是沿着这一思路逐步展开,因为主流理论认为最佳融资结构在理论上是存在的。最初的研究分为三个阶段,即净收入理论阶段、净经营收入理论阶段和传统融资结构理论阶段。David Durant认为,如果仅考虑融资成本,由于负债融资的成本要比股权融资的成本低,在融资来源结构中综合成本会随着负债融资比重的上升或股权融资比重的下降而降低,单一的负债融资构成企业的最佳融资结构,并使企业的价值趋向最大。然而事实表明,企业的资本结构会随着负债的增加发生变化,投资者将改变其预期报酬率,即对融资成本的纯静态分析不合实情。一般认为,负债融资比重越大,投资者要求的预期报酬率也会越高,不但如此,新融入负债的融资成本也会因原负债融资比重的增加而上升。这就意味着,随着负债融资比重的增加,不但负债融资的成本会上升,股权融资的成本也会随之上升,最终导致较高的企业综合资本成本。

可以看出,融资问题从一开始就充分体现了负债融资和股权融资的相互制衡关系,那么理应对二者之间存在的这种关系进行讨论,涉及到市场进出限制、市场信息获取的难易程度和交易成本等诸多方面,即资本市场的有效性。如果市场是有效的,风险可以用预期收益的标准差来衡量,那么金融产品之间的完全可复制性会导致企业价值等于所有资产的预期收益额除以适于风险等级的报酬率,而与负债权益比率无关,这就是著名的无税MM理论。该理论有两大贡献:第一,为现代资本结构理论奠定了基础;第二,催生了与经济学中供求均衡分析方法迥异的无套利分析方法。Modigliani和Miller两位学者于1963年又提出了修正的MM理论:在税收影响下,负债会因利息的减税效应而增加企业价值。换句话说,随着负债的增加,企业价值会趋于最大化,企业价值的持续增长源于负债的“税盾效应”。这样理论本身就出现了矛盾,并且其存在的价值无疑也受到了极大的挑战:第一,无税理论表明企业的财

务决策毫无意义,含税理论则认为负债能增加企业的价值。第二,前后的研究结论也无一与现实相符,这是因为企业的财务计划和决策时刻在做,同时100%负债的企业根本不存在。

然而,MM理论之所以重要并不是因为它能很好地描述现实,而在于它强调了税收和资本市场的不完善在企业融资决策制定过程中所发挥的重要作用(Allen和Morris,2005)。如果放宽MM理论完全信息以外的各种假定,权衡理论认为负债利息支出固然可以在税前抵扣,但是如果将财务危机和代理成本也考虑进来,企业的破产几率将会增大,那么企业的最佳融资结构将是负债的税收利益与破产成本之间进行权衡的结果。此外,负债所带来的税收利益是不确定的,De Angelo和Masulis给出的解释是税盾过剩。他们认为,税盾效应不单单来源于负债,还产生于国外税收优惠和无形资产投资等方面。在一定的负债水平下,企业价值会同步增长,但是随着负债水平的不断提高,税盾过剩现象就会出现,以至于可能基本抵消企业的利润,使得负债所带来的税收利益消失或大打折扣,这样企业价值的增长速度会变慢甚至出现企业价值下降,进而削弱企业对负债规模的进一步追求。Miller(1977)也提出了“米勒模型”,试图对这一现象进行解释,即同时考虑企业赋税和个人所得税。由于个人税收的上缴发生在收入实现以后,因此选择股权融资较为有利;而对企业而言,税盾效应的存在使得负债融资成为首选。那么,个人融资与企业融资就会存在某种博弈。当个人税率低于企业税率时,个人融资行为倾向于购买债券,企业通过发行债券融资的目的得以实现,反之则选择股权融资。股利理论、委托人模型等也都试图对上述现象做出解释,但是经验证据似乎并不支持这些结论。

Myers和Majluf(1984)认为,如果放宽MM理论的完全信息假定,受不对称信息的影响,企业对外部资金的需求将会通过负债融资来实现,而尽可能减少股权融资。这样做的原因在于,如果企业发展前景被看好,代表老股东利益的管理者通常不会通过发行新股将投资收益转移给新股东,因此企业的新股发行价格往往会被低估。但如果企业能发行不被市场低估的证券如债券,那么这一问题就能得到解决。据此,他们得出结论:与外部融资相比,企业更偏好于内部融资。如果需要外

部融资,则会优先考虑最安全的证券发行方式,依次为无风险债券、有风险债券、可转换债券和股票等(即优序融资理论)。但是,这就会对企业原有债权人的利益造成很大损害,因此存在一种对债券融资规模的制衡因素。Baker和Wurgler(2002)认为,企业相机抉择的逐利行为会对企业的融资决策产生影响。因为经理人会根据债券市场和股票市场的当前情况适时调整融资决策,如高价格时发行股票、低价格时回购股票等,所以企业不存在最佳资本结构,企业的资本结构只是企业的市场相机抉择行为的历史积累。

相比之下,Jenson和Mecking(1977)对企业资本结构的研究完全突破了MM理论的研究框架,是基于现代企业普遍存在的委托代理关系展开的研究。他们认为,均衡的企业所有权结构是由股权代理成本和债权代理成本之间的平衡关系来决定的,企业的最佳资本结构是使两种融资方式的边际代理成本相等从而使总代理成本最小。在此基础上,Harris和Raviv(1990)认为,约束代理成本的一种关键工具就是债务手段。在企业的现金流量较小时,经理人出于自身利益的考虑,往往不愿做出清偿;而负债融资则刚好赋予了债权人对企业实施强制清偿的权利。这样,最佳负债规模将取决于惩戒经理人的机会价值与调查成本之间的平衡。但是,负债过多则可能导致企业的再投资出现不足进而限制企业的进一步发展。因此,围绕负债的多少而引发的企业再投资的过剩与不足,这种潜在的收益与成本之间的平衡也会促使企业达到最佳融资结构(Stulz,1990)。

二、企业最佳融资结构的新诠释

大量研究文献表明,如果放宽资本市场的完全信息假定,则金融市场上的同一价格法将无法发挥作用。在传统金融理论中,同一价格的实现并不是自动的,而是通过某种市场机制,这一机制就是无限套利,而现实市场的无效和分割特征使得这一套利机制作用的发挥变得有限,资本市场的定价失当也就不可能完全消除。那么,MM理论以及由此发展起来的现代企业融资结构理论的研究结果无法与现实相符也就不足为奇。事实表明,投资者投融资决策的制定往往并不是基于某个金融模型,而是基于自身的信念。Diamond(1989)认为,投资者会通过观察企业的历史行为,如红利发放和还本付息情况来建立对企业的信心。因此,企业为了能长期在资本市场上筹集到资金,就有建立声誉的动机。Hershleifer和Thakor指出,经理人出于对自身声誉的考虑,也会在一定程度上选择风险较小的项目。可见,经理人在最大化自身收益的同时往往会受到一定制约,即受到投资者的信念约束。

此外,投资者的投融资决策一旦做出,其“心理账户”也就随之开设。比如,某投资者投资一只股票,经过一段时间后,股价上升且有进一步上升的趋势,那么投资者的下一步决策很可能是追加资金以获取更大收益;相反,如果股价大幅度下跌,且未来走势不明显,那么人们的决策往往也会倾向于继续追加资金。对此有两种解释:其一,根据Richard Thaler(1980)的研究,在交易量很大或者情况变得非同寻常的时候,人们对于账户关闭后的评估变得极为关心。股价下跌后,人们往

往更愿意相信继续追加资金会有“扭亏为盈”的机会,而将追加资金后可能会使损失扩大的情况排除在评估之外。其二,沉没成本的存在会促使人们完成既有项目。Hal Arkes和Catherine Blumer(1985)的研究表明,已经在某一项目上有过投入的人,对该项目成功可能性的预测要高于没在该项目上有过投入的人。可见,“赌场效应”的存在使得人们的后续决策具有路径依赖性;同时,这一现象对企业经理人大胆地做出融资决策将是一种鼓励而非约束。这就是说,信念约束与偏好鼓励构成对经理人融资决策的制衡。

当然,投资者的这种看似独立的投融资行为也同时受到除个人信念与偏好之外的群体行为的约束。实证研究表明,证券投资者与股评家之间存在明显的羊群效应。对此有三种解释:其一,信息阶梯式传播现象的存在,使得人们在做出决策时依据观察或模仿他人的行动及后果而非个人所拥有的信息量;其二,非强制性的社会压力常常会不自觉地迫使人们服从某种社会规范,而这种服从可能导致羊群效应;其三,对专家权威的盲目信从也将导致群体行为的一致性。此外,有关这方面的研究还包括Shiller和Brennan(1990)提出的传染病模型、Soong(1998)提出的模仿理论以及Hellwig(1998)提出的群体心理模型等。显然,这里的制衡关系表现为群体性偏好与个体偏好的对立统一,并且最终个体偏好往往会服从群体性偏好。

以上从信念与偏好角度着重分析了投资者的个体行为及其对市场的影响,而经由众多个体行为的不同形式聚合而成的群体行为则进一步揭示了个体非理性行为的现实存在性,并最终通过有限理性和市场异象来具体体现。当然,其研究内容并未直接涉及融资行为或融资决策问题。不过,在不断深入研究投资者个体行为和群体行为的过程中间接隐含着一定的融资思想及理念。因此,真正意义上的行为金融学融资决策行为研究有望成为新的研究课题。

三、简评

企业最佳融资结构的理论研究遵循了从抽象到具体的发展过程,尽管到目前为止还没有任何一个理论对企业融资决策问题做出完整解释,但其研究逐渐走向成熟。从早期融资理论到现代企业融资结构理论,再到新资本结构理论,前提假定逐渐放宽,研究结论逐步接近现实,研究对象也完成了从外部税收等影响因素向内部结构或制度设计等方面的转变。同时,由于其思维模式及分析方法均基于传统金融理论,因此严密的理论推导过程也是无懈可击。然而,正是这一良好的研究基础和体系,使得研究目标被人为固定、研究前提被不断理想化,致使经验证据往往并不支持这些结论。理想与现实的差距促使学者们的研究必须另辟蹊径,即放宽资本市场的完全信息假定,把研究的注意力从传统理论框架中释放出来。Baker和Wurgler(2002)在这方面做了大量的研究工作,并提出了市场择机理论。该理论的出现,在一定程度上是对已有资本结构理论的质疑,并将对企业融资行为的研究赋予新的视角。

可以看出,我们有必要结合传统金融学和行为金融学本身的特点对企业融资结构问题展开研究。研究表明,传统金融理论和行为金融理论在理论基础、分析方法、涉及学科领域和

谈杨炎的理财思想

杨智杰

(石家庄经济学院 石家庄 050031)

【摘要】 本文主要介绍了杨炎创行的两税法的内容、两税法实施的时代背景和历史意义,对其“量出制入”思想的理论价值进行了分析评价,并对其将皇室经费与政府财政分开管理的锐意改革精神给予了充分的肯定。

【关键词】 两税法 量出制入 财政制度

杨炎是我国唐代一位著名的理财家,唐大历十四年,德宗即位,任用其为光禄大夫,参与国政。当时承安史之乱后,经济凋敝,藩镇叛乱时有发生,政府穷于军费支应,国家赋制受军费的影响,也积弊丛生。杨炎针对时弊,在财政上创行了两件事:其一,他将国家收入由过去的皇家私藏改归政府管理,并使皇室经费与政府财政分开;其二,创行两税法,树立了中唐以来我国田赋制度的里程碑。这两件事都对国家财政的整顿大有裨益,同时也为后世所称颂。

一、两税法的内容及时代背景

唐初的中央集权制度是以均田制的确立为基础的,而均田制法则旨在使人民尽其劳动力和地力,发挥农业社会的最大生产力,因而分配土地给丁男(年18岁以上至60岁的男性)较多;唐初的租庸调赋税制度以均田制为前提,它不是按亩课税,而只对分配到桑田(永业)、谷田(口分)合计有百亩的丁男

征收,换句话说,只有丁男才纳税。唐初的租庸调实际都是由丁男来负担的税。把握住这个关键,便可以知道中唐以后改行两税法的原因。

唐初均田之法,对于耕作者的田地是禁止买卖的,据《唐律疏议》所载:卖口分田者一亩罚处笞十,耕地还于本主,财物则被没收,但买者则不适用此律。对于土地富足够分配的乡开垦定额以上的占田没有什么限制。于是王侯官吏便可以凭借权势和强大的经济力量实行土地兼并了。王侯官吏本来就分得了相当多的永业田和职分田,官厅有公廨田,官吏又有赐田;奴婢按常人折半受田,则奴主受田较没有奴婢的人多些,并且皇帝对贵族赐田没有限制。于是,均田制逐渐遭到破坏,土地兼并遂大行其道。政府虽屡下诏书禁止豪强兼并,仍无济于事。土地集中使众多独立小农成为了兼并下的牺牲者,而在国家赋籍册上,他们的名字依然存在。由于他们无力负担赋

研究视角等方面有着众多相似和相异之处,然而其主要区别在于:行为金融学对问题的研究体现为以人为中心的生命范式,而传统金融学则表现为机械的力学范式。这就决定了对于融资问题的研究,传统金融理论采用的分析方法是均衡分析,是无套利分析,研究的目标侧重于找出这一均衡状态下的均衡点,在该点上,负债权益比达到最优;行为金融理论的分析由于是基于有限套利及人们的信念和偏好法则,因此其研究的目标体现为明确这一均衡状态的存在性。而哪种理论更合适,主要取决于研究对象本身的特质是过程变量还是结果变量。企业在金融市场上筹措资金,直接对象为融资决策行为,间接对象为金融市场。考虑到对企业本身的影响,如果采用股权融资,则是对原有股东股权的稀释;如果采用负债融资,则是对原有债权人债权的稀释。由于债权人不具备对企业的发言权,因此保证债权不被稀释的做法就是对股东进行监督。监督的手段除了健全法制以外,债权人能够做的就是通过协议规定负债权益比率。然而,如果负债权益比率过高,就会加大企业的流动性成本和再融资成本,会影响到企业的进一步发展。为避免或减轻这一问题所带来的不良影响,企业可以采取股票准备的方式来抵御风险。从而,企业的融资结构就会受制

于市场的变化,进而表现为企业市场相机抉择行为的历史积累。一方面,如果融资结构表现为企业市场相机抉择行为的历史积累,对历史数据回归就可以得出企业融资的决策轨迹,并且这一轨迹是市场变化的侧面反映。另一方面,如果企业不存在最佳融资结构,则经理人无需为融资决策苦恼,市场会做出指示,而前提是市场是有效的。但市场是无效的,这就意味着企业在融资时,经理人必须有所作为,以实现即时的决策最优,如盯住债券市场和权益市场的当前情况,适时调整融资决策(Baker和Wurgler,2002)。这样看来,企业最佳融资结构问题就变成了如何确定和描绘市场轨迹的问题。然而,由于目前行为金融学的研究主要侧重于投资者的行为,因此其思想在融资领域的应用有待进一步的研究和探讨。

主要参考文献

1. Nicholas Barberis, Richard Thaler. A Survey of Behavioral Finance. NBER Working Paper Series, 2002; 7
2. Merton, R. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. Journal of Finance, 1987; 42
3. 李心丹. 行为金融理论: 研究体系及展望. 金融研究, 2005; 1