



# 基于人力资本理论的企业融资结构分析

西南大学经济与管理学院 杜 勇

**【摘要】** 本文分析了人力资本理论对传统融资结构在资本内涵、融资主体、融资目标、融资方式以及融资风险等方面的影响,并探讨了货币资本与人力资本的匹配、货币资本与人力资本内部各形态资本的协调配合等问题。

**【关键词】** 融资结构 人力资本 激励效应 协调

随着知识经济时代的到来,企业面临着全球经济的一体化、客户需求的多样化等一系列外部环境的变化,传统企业仅仅依靠通过货币资本建立的生产规模以及过去的经营方式和管理经验已经难以适应市场变化的需求,人力资本已经成为现代企业获取竞争优势的主题。在企业内部,货币资本所有者在企业中的影响力越来越小,他们的影响逐渐让位于人力资本所有者,而且后者对企业经营发展的影响越来越大,甚至成为关键性的影响因素。此时,企业的价值不仅仅是货币资本的价值,还包括人力资本的价值。

## 一、人力资本理论对传统融资结构的影响

**1. 资本内涵的广义化。**按照人力资本理论的观点,企业资本除了货币资本之外,还应包括人力资本。它强调企业资本应由货币资本和人力资本两部分共同构成。人力资本价值的发挥需要激励,而货币资本价值的发挥依赖于企业,而不存在激励的问题。因此,现代企业在讨论融资结构时,必须将资本的内涵扩大为包括人力资本在内的所有资本,分别讨论人力资本和货币资本的资本结构问题。

**2. 融资主体的多样化。**现代企业被认为是由各利益相关者为实现各自利益最大化而自愿结成的一组契约关系的联

识,也可委托正规的投资公司或类似机构进行投资,这样既可正确投资,又可保证收益的获得,降低了投资风险。

## 四、结束语

随着我国经济的快速发展,上市公司将越来越多,对于我国投资者的素质、上市公司的股权结构、证券市场的完善程度以及相关法律法规的实用性等的要求会越来越高。上市公司为了自身的长远发展,既要满足公司自身的需求,又要满足投资者的需求。如何在两者之间实现平衡,对于上市公司的发展将会是至关重要的,过度倾向公司的利益最大化势必会损害投资者的利益,不利于公司的可持续发展,而为了给予投资者足够的投资收益而将净利润完全分配又不利于公司的发展。因此,上市公司将会越来越重视现金股利政策的完善,合理的现金股利政策既能为公司吸引足够的经营资金,又能够满足投资者的需求。可以说合理的现金股利政策是上市公司在自身发展与满足投资者需求间实现平衡的法宝,现金股利政策是否完善直接影响着上市公司的发展。我

合体的。这里的利益相关者包括提供资本的所有者(具体分为权益资本的所有者和债务资本的债权人)、提供管理知识和技能的管理者、提供专业技术和劳动的员工,以及供应商、客户和政府等。从企业的资本构成来看,企业管理者和员工所提供的是人力资本,而其他利益相关者所提供的则是非人力资本。任何一个企业的资本都可以看做是由人力资本和非人力资本构成,因此在探讨企业融资结构问题时,就必须将融资主体由原来单一的权益资本所有者扩展到包括权益资本所有者、管理者、员工在内的多个资本主体,即实现融资主体的多样化。

**3. 融资目标的多元化。**当企业将融资主体由单一的权益资本所有者扩展到包括权益资本所有者、管理者、员工在内的多个资本主体时,融资管理的视角也相应地由只关注所有者利益和债权人利益扩充到既要关注权益资本所有者的利益也要关注管理者、员工等人力资本所有者的利益。而人力资本融资从其对外融资的性质上看,兼有负债融资和权益融资双重属性,一方面,作为人力资本外部筹资协议的招聘合同通常都具有约定的期限,合同期满人力资本有可能流出企业;另一方面,由于知识经济的形成和发展,人力资本在知

国目前的经济状况将促进上市公司不断完善现金股利政策,而现金股利政策的不断完善又将促进证券市场的有序运行,从而使我国的投资环境越来越好,现金股利政策又得到进一步完善,由此形成一个良性循环,这个良性循环将推动我国经济更上一层楼。

## 主要参考文献

- ①王淑萍.浅谈我国上市公司的现金股利分配.会计之友,2005;2
- ②方光正.上市公司偏好低现金股利政策的成因分析.现代管理科学,2005;2
- ③李均.我国上市公司股利分配行为研究.当代财经,2003;12
- ④方光正.上市公司偏好低现金股利政策的理论思考.财会通讯,2005;2
- ⑤高翔,梁东军,游家兴.上市公司现金股利的影响因素分析.财经论坛,2004;5

识、技术和技能方面的专属性日益增强,这使得其表现出权益融资的性质。人力资本融资的这种属性决定了现代企业融资管理目标既包括传统融资目标的要求,又包括在合理分析人力资本的成本及其产生的杠杆效应的基础上,确定最佳的人力资本结构,“筹集”那些能力强、素质高、绩效表现好的优质人力资本。

**4. 融资方式的依赖性。**企业传统的融资方式按其来源可以分为外部融资和内部融资两种。而将人力资本纳入企业资本的考虑范畴之后,企业的融资方式将变得抽象化、行为化。其原因在于:人力资本是一种客观存在的价值系统,对于不同的人力资本载体,其人力资本存量水平不同,而人力资本价值又是内生价值和外生价值的统一体,两者相辅相成。其中的内生价值是通过天赋、自然造化、自我教化等方式形成的;外生价值则主要是通过成长投资、医疗保健投资、学校教育投资、职业培训投资、信息和迁移投资等方式形成的。因此,人力资本融资方式不仅包括招聘等外部融资方式,而且包括培训、后续教育、晋升、深造等内部融资方式。不过,此时的内外部融资方式都是与特定的人员相联系的,因而表现出极强的依赖性和专用性。

**5. 融资风险的复杂化。**将人力资本纳入企业资本的考虑范畴之后,企业要承担一些更为复杂化的风险。由于人力资本投资后企业注入的这些资本将会变为人力资本所有者的专有资本,一旦某一个具有某种专用性的人退出企业,不仅会给企业带来巨大损失,而且还会给退出者自身造成损失。因此,人力资本的专有性将会使企业面临更高、更难以控制的风险。

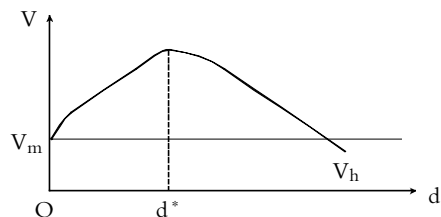
## 二、基于人力资本理论的融资结构分析

根据人力资本理论的观点,现代公司融资结构问题首先要解决货币资本与人力资本的匹配问题,其次才是货币资本与人力资本内部各形态资本的协调配合问题。

**1. 货币资本与人力资本的匹配。**在新的经济环境中,人力资源发挥着越来越重要的作用,实物资本(这里的实物资本是货币资本在企业营运过程中转换的形态)的比重越来越小。因此,现代企业的价值应为实物资本的价值和人力资本的价值之和。实物资本的价值一般保持相对稳定,其价值容易计量。然而,由于人力资本具有与其所有者不可分离的产权特性,对人力资本所有者的激励效率不同,其表现出来的人力资本价值也有较大差异,因而从某种程度上说,人力资本的激励效率决定着人力资本的价值,进而决定着整个企业的价值。因此,在人力资本理论下,现代企业融资结构问题最终归结为人力资本的激励效率问题。这里的激励效率是指企业通过物质(如工资、奖金、福利等)和非物质(如提升、培训、表扬等)的激励措施使得人力资本所有者(主要包括管理者和员工)在工作中投入其人力资本的程度。用 $d$ 表示激励效率, $V$ 表示企业价值, $V_m$ 表示企业的货币资本价值, $V_h$ 表示企业的人力资本价值,由于 $V_m$ 保持相对稳定,而 $V_h$ 受到 $d$ 变动的影 响,因此,企业价值可以表示为 $V=V(V_h, V_m)=V(d)$ ,其函数图形见右图。

根据生产要素报酬递减规律,企业价值先会随着激励效率的增加而不断上升,当激励效率到达 $d^*$ 时,企业价值达到

最大,过了这一点之后,由于人力资本的过度投入,企业价值开始下降。因此, $d^*$ 处的企业资本结构为最优资本结构。



**2. 货币资本中债务资本与权益资本的比例。**在确定了最佳的人力资本的激励效率之后,企业便要分别确定货币资本和人力资本内部的最优融资结构。对于货币资本价值而言,可以根据权衡理论下的企业价值模型进行探讨,只不过这里的企业价值仅仅是指企业总价值中的货币资本价值部分。根据权衡理论建立的货币资本价值模型为: $V_m=V_{mu}+$ 负债减税收益(TB)-预期财务拮据成本现值-预期代理成本现值。

随着企业债务资本的增加,一方面TB增加,另一方面预期财务拮据成本现值及预期代理成本现值也会增加,两者产生相互抵消的作用。当债务资本的比例达到这样一种状态,即预期财务拮据成本现值及预期代理成本现值完全抵消了负债减税收益,此时,负债经营的企业与无负债经营的企业货币资本价值相等(即 $V_m=V_{mu}$ ), $V_m$ 达到最大化,同时企业的货币综合资本成本最低,货币资本结构实现了最优化。而且,由于货币资本价值模型中的无负债经营的 $V_{mu}$ 可以根据企业未来现金流量的现值计算出来,因此一般可以准确计量企业的最大货币资本价值。

**3. 人力资本中各形态资本的协调配合。**在确定了最优的货币资本结构之后,再来确定现代企业的最佳人力资本结构。具体而言,其包括两个方面的内容:①要确定使得人力资本效率最大的人力资本结构,也就是说,相对于特定的货币资本存量而言,不存在人力资本的能力剩余或不足;②要能够实现人力资本内部能力的平衡,也就是说,相对于一种特定的人力资本而言,其他任何类型的人力资本均是适度 and 协调的。前者取决于企业各种人力资本在纵向上的配置情况,企业可以通过合理安排操作型人力资本、管理型人力资本和领导型人力资本的比例结构,实现各层次人力资本的能力纵向平衡,避免因“强兵无强将”或“强将无强兵”而导致的内部能力闲置或低效率;而后者则取决于企业各种人力资本在横向上的配置情况,企业可以通过合理安排企业内部各职能部门的人力资本,实现人力资本在供、产、销等各个环节及各职能部门(管理、财务、营销、研发等)的横向平衡配置,避免因“木桶效应”而导致人力资本闲置或低效率。

### 主要参考文献

- ①杨淑娥,胡元木.财务管理研究.北京:经济科学出版社,2002
- ②杨胜雄.高级财务管理.大连:东北财经大学出版社,2004
- ③向显湖,李永焱.试论人力资本融资财务.会计研究,2004;9