



对现行资本结构理论的完善

湖南衡阳师范学院 沈星元

【摘要】 现行资本结构理论尚存在许多缺陷,影响了人们对该理论的正确认识。本文从资本结构的含义和特征、最佳资本结构制定目标与判断标准、最佳资本结构决策方法三方面对该理论的缺陷进行了分析,并提出了修正意见。

【关键词】 最佳资本结构 财务理论 资本成本 缺陷

一、现行资本结构理论的缺陷

1.对资本结构含义和特征的认识不全面。目前,理论与实务界因对“资本”的理解不同而对“资本结构”的含义存在多种解释,主要有四种观点:一是认为资本是全部资金来源,资本结构就是全部资本的构成,即自有资本和负债资本的对比关系;二是认为资本是长期资金来源,资本结构就是自有资本与长期负债资本的对比关系;三是认为资本结构就是使企业价值最大化的股票与债券的比例;四是认为企业的市场价值是由企业的自有资本价值和债务价值组成的。自有资本价值等于企业发行的股票数量乘以股票的市场价格。自有资本和债务的比例就是企业的资本结构。从这四种解释来看,现行资本结构只是讨论权益资本与债务资本在数量上的比例关系。其实,资本结构是指企业资本各组成要素、各部分相互联系和相互作用的内在关系与形式。可从资本结构的内涵与外延对资本结构的含义进行分析。

资本结构的内涵包括资本结构的各组成要素和部分、各要素或部分的比例关系、各要素或部分相互关系的发展变化和动态调整。

资本结构的外延至少可以从纵向、横向和时间序列三个方面进行分析。纵向上即从立体上分析资本结构,可以看到不同层次的资本结构和不同层次资本结构的相互关系、相互作用,如不同国家、不同地区、不同行业、不同企业的资本结构等。考察一个企业的资本结构必须从外部考察整个国家、地区、行业的资本结构状况,否则就难以得出正确的分析结论。横向上即从平面上分析资本结构,可以看到许多资本结构超越纵向控制的、多样性的横向联系和多样化功能。这些联系主要体现在:①权益资本与负债筹资的比例关系,这是资本结构的基本分类。②长期资本与短期资本的比例关系,反映企业资本结构的融资风险和偿债压力。③各种筹资方式的比例关系。企业筹资方式既有内部筹资和外部筹资之分,又有直接筹资和间接筹资之分,不同的筹资方式及其结构比例反映着不同的筹资机制、效率和筹资费用。④各有关投资者成员之间资本投入数额的比例关系,这种结构的变化会制约企业的产权结构、企业体制与权利分布。不同时期的各种结构具有不同的功能,从时间上分析资本结构是财务分析中必不可少的环节,它有利于我们把握资本结构的动态趋势。

2.对最佳资本结构制定目标与判断标准的认识不一致。

目前,关于最佳资本结构的制定目标有两种观点。一种观点认为,由于企业存在的目标是帮助企业的所有者或股东实现其财富最大化(即“股东至上”理论),因此作为企业财务管理内容之一的最佳资本结构的制定也应该是为股东服务的。由此衍生出最佳资本结构的两种判别标准或制定标准:权益资本收益率法和EBIT-EP分析。另一种观点认为,由于企业存在的目的是帮助包括债权人在内的重要的利益相关者实现其财富最大化(即“利益相关者”理论),因此作为企业财务管理内容之一的最佳资本结构的制定也应该是为各利益相关者服务的。目前,由于股东和债权人不仅是企业非常重要的、有较强话语权的利益相关者,而且企业给他们所带来的价值也比较易于量化,因此在这种观点的指导下就将股权资本价值与债权资本价值之和作为企业的价值。那么制定最佳资本结构的目的就是实现企业价值最大化,并由此衍生出最佳资本结构的两种判别标准或制定标准,即企业价值最大化和加权平均资本成本率最低点法。

3.最佳资本结构决策方法存在的不足。现行最佳资本结构决策方法是用来确定最佳的股权资本与债权资本的比例关系的。目前主要有四种具体决策方法,下面分别对四种决策方法的不足之处进行分析。

(1)加权平均资本成本率最低点法。该方法认为使企业综合加权平均资本成本率最低的资本结构是最佳的。这一决策方法的使用者认同最佳资本结构的制定目的是实现企业价值最大化。其认为在综合加权平均资本成本率最低时会使企业的价值达到最大。根据企业价值表达式:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+Kwacc)^t}$$

其中:CF_t为现在预测的企业将来第n年产生的自由现金流量;Kwacc为企业加权平均资本成本,V为企业价值。由此可知,只有当CF_t相对于Kwacc而言是一个常量时,Kwacc的最小取值才会使V最大化。但是,CF_t与Kwacc是相关的。因为CF_t=EBIT(1-T)+折旧与摊销-资本性支出-营运资本增加。

首先,当企业通过改变股权资本额与债权资本额的比例关系而使Kwacc发生变化时,企业为了保证财务管理活动的整体协调,会相应地对投资活动及营运资金的管理活动进行

调整。例如,当企业债权资本额所占比例上升时,企业的偿债压力增加,促使企业减少长期投资、提高流动资产比例、进行降价促销,从而引起资本性支出减少、营运资金增加及EBIT的变化。另外,资产负债率的变化会改变企业的资本结构,从而导致供应商、战略投资者等合作伙伴改变与其进行利益分配的方案。所以 CF_t 与 K_{wacc} 是相关的,当 K_{wacc} 取最小值时,不一定会使 V 最大化。

其次,资本成本的确定会受到一些不确定性因素的影响,从而使得计算出的最佳资本结构缺乏实用价值。例如,负债资本成本、权益资本成本和各种资金占筹资总额的比重处于不断变化之中,以此确定的企业最佳资本结构在不同的时间有不同的结果,也就是说最佳资本结构会经常变动,从而没有多大实践指导作用。

再次,用资本成本率来进行决策,主要只考虑了筹资成本,而没有充分考虑筹资效益。

最后,根据加权平均资本成本率最低点法确定的最佳资本结构只考虑了计算当期的有关情况,得出的是本期的资本结构,而不是在全面考虑企业整个寿命期有关情况之后得出的对于整个寿命期来讲是最优的资本结构。尽管企业每年都达到了按公式计算出的最佳资本结构,也不一定会使企业在整个寿命期中达到最优的资本结构。

(2)权益资本收益率法。权益资本收益率也称自有资金收益率,是反映借入资金对企业自有资金利润率的影响的指标。该方法假定企业资金总额及结构既定,企业支付的利息费用总额也不变,所以当息税前利润增长时,单位利润所分摊的利息费用也相应减少,从而会导致自有资金利润率的增长速度超过息税前利润的增长速度。按照该方法,只要投资报酬率大于负债利率,负债比例越大,自有资本利润率就越高,所以负债比例接近100%时为最佳资本结构。

该方法实质上反映的是西方资本结构中的净收入理论,它不仅没有考虑负债比例增加致使企业财务风险加剧,也没有考虑资本金制度,现实中一些行业关于法定资本金的规定大大限制了企业负债经营的规模。

(3)EBIT-eps分析法。该方法的目的是在“股东至上”理论的指导下追求股东财富最大化。它在确定最佳资本结构或者选择筹资方案时的基本做法是:当投资项目所产生的EBIT处于不同的取值范围时,所对应的EPS最大的方案就是最佳的融资方案或资本结构方案。该方法有几个重要的假设条件:①假设EPS的增加会引起股东财富的增加,即认为EPS与股东财富正相关。②假设EBIT不受筹资方案或资本结构的影响。其实,正如前文所述EBIT与资本结构是相关的。另外,EPS的增加不一定代表着股东财富的增加,因为按公式计算出的EPS是本期的EPS,且EPS是一个会计数据,容易失真,而股东财富是指从现在开始到股权投资结束时止股东将能获得的现金流量的贴现值。所以,即使每年都能保证EPS最大也不一定能够实现股东财富最大化。而且这种方法的基本思想与权益资本收益率法没有实质区别,只是EBIT-eps分析法将权益资本证券化,不通过权益资本总额,而是通过股票数量来计量股东收益,因此其只适用于上市公司,而权益资本收益率法的适用范围更广。

(4)企业价值最大化法。首先,企业价值论的观点是以完全资本市场为前提的,不管在理论上成立与否,在实际操作,即使在西方发达国家,这个前提也是难以充分满足的。其次,从企业价值最大化计算公式来看,它是假设企业每年自由现金流量是常数,与最佳资本结构的取值无关,这一点是不成立的,企业自由现金流量的结构会受企业每年资本结构的影响。最后,使用该方法求出的最佳资本结构是企业综合预测其整个寿命期的情况所得出的企业平均每年应保持的最佳资本结构。由于它没有考虑现实中的资本结构是一个复合的系统,只是从股权资本与负债资本的比例出发来研究最佳资本结构,而且没有考虑其他影响资本结构的因素,所制定的最佳资本结构是一个点值而不是一个区间值,所以对企业的实践指导作用有限。

二、现行资本结构理论的修正

1.正确界定资本结构的概念。资本结构是一个由多因素、多变量、多层次集合而成的复合性系统,而不仅仅是股权资本与债权资本的比例关系。因此,应该从利益相关者利益最大化角度出发来制定企业最佳资本结构,而不能片面地从股东财富最大化角度出发。

2.在确定最佳资本结构时,要综合考虑影响资本结构的企业内外部因素。企业外部因素包括:①不同的社会经济环境和状况。②企业所处的行业状况。③金融市场的运行状态。如果货币市场相对于资本市场来说是发达、完备、健全的,那么企业可以增加流动负债的比重,从而适当降低企业筹资成本。④企业的所有者、债权人和经营者等方面能够接受和承担的风险范围。

企业内部因素包括:①企业未来销售的增长率和稳定性。②企业投资项目性质和生产技术配备能力与结构。确定和保持合理的筹资结构,应从投资项目的建设周期、现金流量和企业自身实际生产经营能力、技术状况出发。③企业获利水平与股利政策。企业的股利政策其实也是一种融资政策。获利能力越大、财务状况越好、变现能力越强的企业就越有能力承担财务上的风险。因此,随着企业变现能力和获利能力的提高,债务融资越来越有吸引力。④资金使用结构。合理设计企业的资本结构还要考虑企业资金使用结构,重点是企业流动资产与固定资产的数量关系。⑤管理人员对企业权力和风险的态度。如果管理人员不愿使公司的控制权稀释,则可能不愿增发新股,而尽量采用债务融资。

3.从可操作性来看,企业最佳资本结构应该有一个区间范围。现行的最佳资本结构是一个点值,在理论上是可能存在的,但现实中由于企业所面临的内外部环境是变化的,将最佳资本结构确定在一个区间范围内会使资本结构更加具有弹性,更能适应复杂多变的内外部环境。

主要参考文献

- ①周守华.现代财务理论前沿专题.大连:东北财经大学出版社,2003
- ②陈宏辉.企业利益相关者的利益要求:理论与实证研究.北京:经济管理出版社,2004
- ③荆新,王化成,刘俊彦.财务管理学.北京:中国人民大学出版社,2002