企业资本结构形成的影响因素探讨

华南农业大学经济管理学院　柳　松　万俊毅　湖南湘潭大学商学院　彭真善

【摘要】影响企业资本结构形成的因素非常复杂,一直是公司金融理论和实践探讨的一个重要领域。本文运用资本结构理论,从企业的外部和内部两个方面深入分析了企业资本结构形成的主要影响因素,并通过综合各主要影响因素,以图表的形式剖析了影响企业资本结构形成的内、外部因素之间的错综复杂的内在逻辑,从而建立了分析企业资本结构形成的影响因素的逻辑框架。

【关键词】资本结构形成　影响因素　内在逻辑

以巴克特、卡洛、塔布和小塔加特为创始人的资本结构决定因素学派,对资本结构理论的发展做出了两大贡献:第一,主张企业资本结构的形成除了受税差和破产成本这两个较为重要的因素影响之外,还要受到其他许多因素的影响。第二,做了大量的实证研究并得出了一些有价值的研究结论,支持了资本结构理论探索的成果。本文在现有研究的基础上,从企业的外部和内部两个方面分析企业资本结构形成的主要影响因素,以期建立企业资本结构影响因素的逻辑分析框架。

一、企业资本结构形成的外部影响因素

(一)政治、历史和文化因素

不同国家的政治、历史和文化背景,主要通过对企业的融资制度产生影响而导致企业资本结构出现差异。英美都是资本主义发展较早的国家,也是受自由经济影响较深的国家。政府主要通过金融立法来规范金融市场的运作和维护金融市场的秩序;银行只从事一般债权债务型的借贷活动而不提供中长期贷款与股本投资,一般不介入公司治理,只有公司违约时才进行干预;企业只有在一定的资产保证下,才能从银行获得周转性的短期资金,由此导致了公司分散的股权结构、掌握控制权的管理人员和相对较低的负债比率。德日两国在政治上习惯于统治权的集中,实行中央统制经济的政治体制,并逐渐形成了具有较强的群体意识和凝聚力量、重视追求长期利益的独特文化价值观。政府对金融市场的管制具有强烈的行政色彩;银行作为资本形成和流动的主要载体,通过向企业提供各种资金和持股与企业建立起稳定的融资关系,全面介入企业的经营活动;企业控制导向型融资比较高,股权和债权较为集中,银行贷款在外源融资中的比例较高,这导致了债权处于支配地位的资本结构特点。我国类似于德日两国,集权思想在我国已根深蒂固,更易于使政府集中利用银行来调控经济的发展,银行是企业再生产资金的主要供给者,由此形成了企业相对高负债的资本结构。

(二)经济因素

1.经济周期。一般而言,一国的经济总是呈周期性发展。在经济衰退、萧条阶段,由于宏观经济不景气,多数企业财务状况不佳,有的甚至陷入窘境,因此企业应尽可能采取压缩负债策略。而在经济复苏、繁荣阶段,市场供求趋旺,利润不断上升,企业应适当增加负债,以抓住机遇,迅速发展。当然,企业增加负债必须以有偿债能力为前提并合理确定企业债务结构,以避免破产风险。

2.行业竞争程度。企业承担风险的能力要受到销售收入和利润水平的影响,而这又与企业所处行业的竞争程度密切相关。如果竞争程度较弱(或具有垄断性),则销售和利润可能稳定增长,这类企业可适当增加负债比重;相反,行业竞争程度较强,销售收入和利润的增长将吸引更多的竞争者,使竞争加剧,利润平均化趋势使企业利润处于被平均以致降低的情形。这时,企业应考虑增加权益资本,降低负债,以避免财务风险。Michael Jenson(1986)从自由现金流量的角度研究了行业特征对企业资本结构的影响,实证研究表明:同一行业内的企业其资本结构比不同行业间的企业更为相近,而且行业的相对债务水平倾向于维持很长时间。

3.金融市场的运行状态。金融市场进入门槛、所能提供的金融工具以及资金的使用成本等均对企业的资本结构决策产生重要影响。如果货币市场相对资本市场发达、完备、健全,公司可以适当提高流动负债的比重。反之,就应扩大长期资金的规模,避免市场波动而带来的融资风险。金融市场活跃、股价高涨时期以股权融资为主。

4.利率水平。利率水平对企业的资本结构将产生一定影响。Bancel(2002)采用问卷调查方式,分析了欧洲17个国家的企业资本结构的影响因素,依据公司经理的回答得出结论:利率水平是企业负债政策的重要因素之一,通常是在利率较低的情况下,企业采用负债融资。Russo等(1999)认为由于利率变动将影响负债融资成本,所以利率上升使权益融资更有吸引力。我国学者傅元略(1999)从宏观视角分析了利率对企业资本结构的影响,研究得出:从宏观经济总体上看,当企业整体的总资产收益率大于宏观利率时,企业总体债务比率将上升;反之,企业总体债务比率将下降。

5.通货膨胀。一般认为在通货膨胀情况下,企业举债经营是有益的,为企业偿还的是更"廉价"的货币。然而,实证研究结果并非如此。Demirguc-Kunt和Maksimovic(1999)将负债结

构细分为长期负债和短期负债,以30个国家(19个发达国家和11个发展中国家)为样本,研究得出:通货膨胀与企业长期负债负相关。Booth等(2001)对10个发展中国家和7个发达国家的实证研究得出:高通货膨胀使企业负债水平下降。Hatzinikolaou等(2002)研究得出:通货膨胀对负债/权益比例有很强的负面影响。这些均说明企业负债依赖实际经济增长而不是名义经济增长,因为尽管通货膨胀使企业资产的货币价值上升,但引起的高利率和货币风险使企业负债下降。

6.外界评估。公司进行较大规模的债务融资必然要与贷款人和信用评级机构商讨其资本结构,因而贷款人和信用评级机构的态度成了决定公司资本结构的关键因素之一。一般而言,如果企业过度利用负债资本,贷款人未必会接受超额贷款的要求,或者只有在抵押担保或相当高的利率条件下才同意增加贷款。同样,如果公司债务太多,信用评级机构可能会降低公司的信用等级,影响公司的融资能力。

7.税收政策。修正的MM理论指出,若考虑企业所得税,则企业价值与其负债水平负相关。Farrar和Selwyn(1967)同时考虑企业所得税、个人所得税和资本利得税,发现股东的潜在收益取决于这三个因素的相互作用,正反两方面的结果都可能出现。Miller(1977)进一步将个人所得税分解为普通股个人所得税(T_s)和债券个人所得税(T_b),发现只有当$(1-T_s)\times(1-T_c)\neq(1-T_b)$时($T_c$为企业所得税),负债融资的税收优惠才能存在,即只有此条件成立时,税收才会影响企业资本结构。

(三)法律因素

企业融资需要有一个健全的法律环境作为制度保障,从而法律因素影响企业资本结构的确定。就我国而言,企业融资渠道和融资方式不断增多。在这种情况下,管理企业的金融活动不仅要依靠行政手段,更重要的是要借助法律这一有力工具。目前,制约并决定其资本结构的法律法规主要包括《公司法》、《证券法》、《合同法》、《破产法》、《商法》、《商业银行法》以及《税法》、《企业会计制度》及具体会计准则的相关条款,此外,还有股票发行、配股以及企业债券发行与管理的法规。上述法律法规通过界定政府、投资者(包括股东和债权人)、金融中介以及经营者的权力与义务,共同构成了制约、规范企业融资进而影响其资本结构的法律框架。

二、企业资本结构形成的内部影响因素

1.所有者及经营者的经营理念。企业所有者及经营者所持的经营理念包括对企业控制权及对待风险的态度,在一定程度上决定了企业的资本结构。增加股票的发行数量或扩大其他权益资本融资范围,有可能稀释原有所有者权益和分散经营权,从而对企业所有权和经营权的控制造成影响。如果所有者不想失去对企业的控制则应选择负债融资。

2.企业的生命周期。伴随着生命周期而发生的信息约束条件、企业规模和资金需求等变化,是影响企业融资结构变化的基本因素(Berger & Udell,1998)。在企业创立初期,企业信息基本上是封闭的,外源融资的可能性很低,主要依赖内源融资;进入成长阶段后,追加扩张投资使企业的资金需求急增,企业开始较多地运用金融中介的债务融资;在进入稳定增长的成熟阶段,企业随着来自公开市场可持续融资渠道的打通,债务融资的比重趋于下降,股权融资的比重有所上升。

3.成长性。成长性对企业负债水平的影响是双重的。一方面,成长性高的企业在投资机会上具有更大的灵活性,而企业如果受股东的控制,那么债权人就会要求更高的借款利息。一些新兴产业具有较大的经营风险,其成长性与负债水平负相关。另一方面,因为这种资产的可塑性往往会带来更多的代理成本,所以股东可能会要求加大负债以使经理人员受到债权人更多的监督。可见,成长性与负债水平表现为正相关。另外,成长性高的企业资金需求量更大,当长期融资能力受到限止时,便会采用短期融资。可见,成长性与短期负债水平表现为正相关。在实证研究方面,Rajian和Zingales(1995)等发现成长性与负债水平负相关;Titman和Wessels(1988)等发现成长性与负债水平负相关,但不显著;Kester(1986)等却得出成长性与负债水平正相关的结论。

4.股权结构。Jensen和Meckling(1976)认为,由于股权代理成本和债权代理成本的存在,企业现金流量的概率分布并不独立于它的所有权结构,企业资本结构的不同可以引起股权代理成本和债权代理成本之间的转移。为了缓解代理问题,不少学者提出了相应激励机制模型和约束机制模型。前者主要通过增加管理者持股、构筑所有者——管理者同盟来实现;后者则可借助增加企业负债、优化资本结构来完成。在增加负债的同时,企业还可以通过股权回购,减少股权基数,提高管理者持股比率,实现激励机制与约束机制的有效结合。由此我们不难推知企业负债水平将随着管理者持股比率的上升而增加。实证方面,Mehran(1992)等发现内部股东持股比率与企业负债水平正相关,Jensen、Solerg和Zorn(1992)等则证实了两者存在负相关关系。

5.企业规模。理论分析表明,企业规模对资本结构的影响具有不确定性。根据权衡理论,规模应与杠杆正相关。根据啄食顺序理论,规模具有更低杠杆。但其经验研究也没获得一致结论。Baxter和Cragg(1970)使用1950年~1965年间129家工业企业的230次证券发行数据检验企业的融资行为,结果表明:大企业倾向于债券融资,而负债率越高的企业越难以进行债券融资。Moh'd(2000)的实证研究得到企业规模与其资本结构呈正相关关系的结论。Smith(1979)则证实了小企业面临着更高的股权发行成本,因而有可能选择较高的负债水平。

6.产品独特性。从产品市场理论看,具有独特性产品的公司应具有较少的债务。因此在清算中,生产独特性或专门产品的公司,其顾客、供应商、雇员会分摊到更高的成本,其雇员和供应商可能具有工作特征的技能和资本,且其顾客较难找到相替代的服务(Titman & Wessels,1988)。当其他条件一样时,与人力相关的代理成本对于提供相对专业化产品和劳务的公司而言更高。还有一些代理成本涉及其他利益相关者,如顾客、供应商、社区等。由于较高的债务会产生较高的代理成本和破产成本,所以产品和劳务的独特性将影响资本结构的选择。

7.盈利能力。啄食顺序理论认为内部资金充裕的上市企业会选择较低的负债水平,由于企业盈利能力的高低直接决定着保留盈余的可能性,因而企业盈利能力与其负债水平呈负相关关系。然而,权衡理论认为,盈利能力强的上市企业其财务拮据风险相应较低,从而可以选择较高的负债水平。我国学者傅元略则从总资产收益率与平均负债利率的角度出发,

推出总资产收益率大于平均负债利率是企业增加负债的前提条件。这隐含着企业的盈利能力与其负债水平呈正相关关系的结论。

8.收入变异程度。从理论上讲,企业收入波动幅度越大,其面临的经营风险越高。就企业融资而言,高风险企业可以面向特定投资者(风险投资者)筹集权益资本,但却难以在金融市场上以负债方式筹集资金,因为债权人一般属于风险规避型投资者。这就意味着反映企业经营风险的收入波动性越强,企业的负债水平就会越低。然而,实证研究的结果却有较大的分歧。Friend和Hasbrouck(1988)等研究支持了理论分析的观点,Moh'd(2000)等则得到了相反的结论。

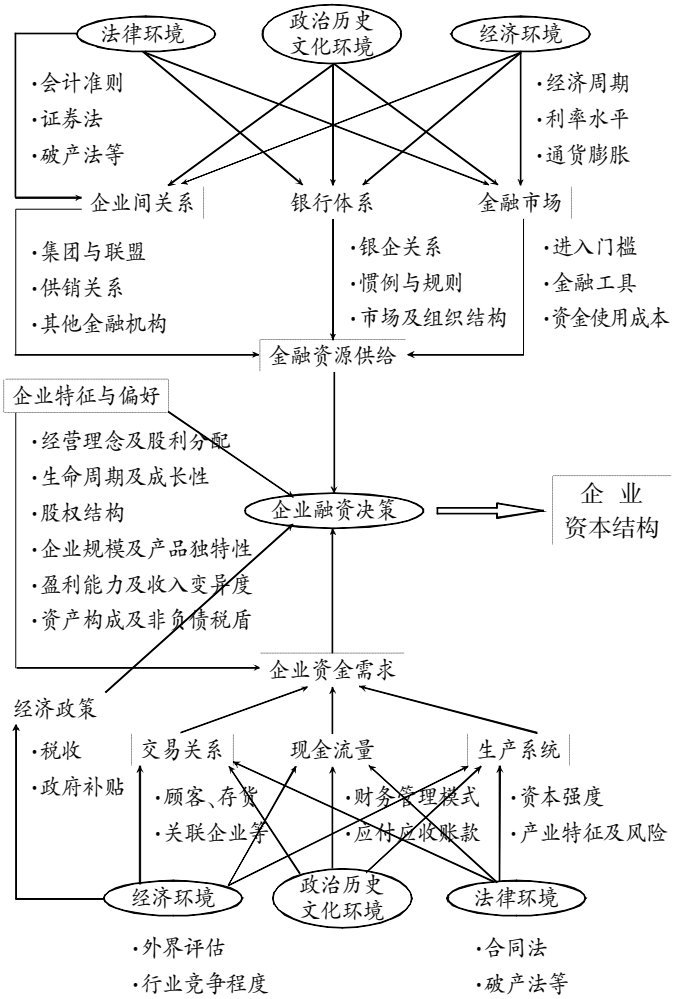
9.资产构成。一般而言,在企业的资产构成中,如果适于担保的资产(如存货、固定资产等)所占比例越大,则企业的信用能力就越强,因而资产担保价值比例与其负债水平正相关;相反,若企业品牌、专利等不适于担保的无形资产所占比例较大,则其负债比例会较小。资本结构理论认为资产构成影响着资本结构选择,代理成本理论认为股东和债权人的利益冲突,债权人面临着道德风险和逆向选择问题。有形资产的担保能在一定程度上降低债务代理成本。因此,资产有形性和杠杆正相关。从资本结构破产观看,带抵押债务减少了债权人在债务人破产时的潜在损失, 限制了股东侵占债务人的财富数额。在企业破产时有形资产价值比无形资产价值高。依啄食顺序理论,无形资产少的企业对信息不对称性更敏感。当需要外部融资时,这些企业将发行债务而不是权益。大部分实证研究都得出资产有形性和杠杆正相关的结论(如Friend和Lang,1988;Rajian和Zingales,1995等)。

10.非负债税盾。所谓非负债税盾是指折旧这类虽非负债但同样具有抵税作用的因素。理论研究表明,折旧及投资的税收减免等非负债税盾是负债融资税收优惠的一种有效替代。这就意味着如果企业预期现金流量面临较高的非负债税盾, 则企业可能选择较低的负债水平。然而已有的实证结果表明,非负债税盾对企业负债的影响是不确定的。Titman和Wessels(1988)的研究没有得到两者之间具有显著性的结论,冯根福等(2000)的实证研究则认为两者之间显著负相关,Moh'd(2000)的实证结论得出两者之间呈显著正相关关系。

11.股利分配。股利的支付减少了企业的留存收益,企业要扩大经营和开发新的投资项目,就必须在资本市场上筹集企业所需要的资金。高股利分配政策减少了权益资本,从而影响企业的资本结构。

三、影响企业资本结构形成的内、外部因素间的内在逻辑关系

综上所述,影响企业资本结构的因素非常复杂。企业资本结构的形成不仅受企业的经营理念、生命周期、股权结构和盈利能力等内部因素的影响,还受国家的政治、经济和法律等相关外部因素的影响,而且内部和外部因素之间对企业资本结构的形成还存在交互影响作用,这种错综复杂的关系如图所示。



企业资本结构形成的影响因素示意图

主要参考文献

①沈艺峰.资本结构理论史.北京:经济科学出版社,1999:195~196

②Taub,Allan J.Determinants Of the Firm's Capital Structure. The Review Of Economics and Statistics.1975;57:415~416

③Marsh,Paul.The Choice Between Equityand Debt:An Empirical Study. Journal of Finance.1982;37:142

④傅元略.企业资本结构优化理论研究.大连:东北财经大学出版社,1999:119

⑤Farrar,D.E and Selwyn. L.L..Taxes,Corporate Financial Policy and Return to Investment.National Tax Journal.1967;20:444~454

⑥Berger,A.N.,and Udell,G.f..The Economics Of Small Business Finance:The Role Of Private Equity and Debt Market in the Financial Growth Cycle.Journal Of Banking and Finance.1998;22:613~673

⑦Jensen,Michael C.,and Meckling,William H.Theory Of the Firm:ManagerialBehavior,Agency Costs,and Ownership Structure. Journal Of Financial Economics.1976;3:305~360

⑧Titman,Sheridan,and Wessels,Roberto.The Determinants Of Capital Structure Choice.Journal Of Finance.1988;43:1~19