

优序融资理论推论一在我国上市公司的验证

杨 頔 干胜道(博士生导师)

(四川大学工商管理学院 成都 610064)

【摘要】 美国财务学家斯蒂芬·罗斯根据优序融资理论提出了三大推论,这些推论在我国上市公司的有效性尚待验证。本文以第一推论为分析对象,以我国饮料制造业上市公司为样本进行实证研究。研究结果显示,样本上市公司不存在以有息负债率为基础确定的目标资本结构,从而证实了优序融资理论推论一与我国上市公司现实状况相适应。

【关键词】 优序融资理论推论一 有息负债率 资本结构

一、引言

优序融资理论放宽了MM理论关于信息完全的假设,在信息不对称框架下研究资本结构。Myers(1984)在其论文“The Capital Structure Puzzle”中提出,“啄食行为是从简单不对称信息模型中得到的”。他提出的“啄食理论”即为“优序融资理论”。优序融资理论从公司获取融资的难易程度以及信息不对称角度考虑,提出了理论的核心观点:公司偏好内源融资;如需外源融资,相比股权融资,公司优先选择债务融资。他认为公司的融资顺序为:内源融资、债务融资、股权融资。

罗斯在优序融资理论的基础上挖掘出理论的深层含义,并提出了以下三个推论:

推论一,不存在财务杠杆的目标值。公司根据资金需求来选择财务比率,当公司需要资金时,会首先从留存收益中筹措资金(内源融资),这在一定程度上会降低资本结构中的债务比例。而当内部筹集的资金不能满足企业需求时,公司额外的资金需求就需通过债务筹集,这又会提高公司的负债水平。最终,公司的举债能力会在某一点耗尽,从而让位于权益融资。因此,公司负债总额由可供投资项目随机决定,公司不寻求财务杠杆的目标值,公司负债率的变化只是公司管理者的融资行为在时间上的积累。

推论二,盈利的公司使用较少的债务。盈利的公司内部产生现金较多,这意味着外部融资的需求较少,长此以往,多年的利润积累会导致公司负债率逐年下滑。

推论三,管理层偏好财务松懈。管理层不愿意背上债务包袱,对留存利润、股权融资比较偏好,喜欢财务软约束,对囤积自由现金流量乐此不疲。

“不存在财务杠杆的目标值”这一推论与MM有税模型及权衡理论中的“最优资本结构”相矛盾。后者的代表观点认为,企业存在使企业价值达到最大的最优资本结构,即企业存在财务杠杆的目标值。优序融资理论的第一个推论是否符合我国上市公司现状?这正是本文的研究主题。

二、文献回顾与研究方法

1. 文献回顾。关于推论一的验证问题,实则为企业是

否存在目标资本结构的研究。企业是否存在目标资本结构,国内外学者主要采用问卷调查和实证研究等方法展开了研究,具有代表性的研究结论如下:

Craham和Harvey(2001)对美国392个财务总监进行了问卷调查,询问他们的公司是否使用目标债务权益比率,结果表明:10%的公司拥有精确的目标,34%的公司拥有较严格的目标比例或范围,37%的公司拥有灵活的目标,19%的公司无目标比例或目标范围。目标的精确性在不同公司有所不同,只有19%的公司没有设定目标比例。大部分公司设定了财务杠杆目标值。

陆正飞和高强(2003)向我国所有在深交所上市的500家上市公司的董事会秘书发放了调查问卷,回收有效问卷397份。其中关于公司是否应该设定一个“合理”的目标资本结构这一问题,有351家公司认为应该设定一个“合理”的目标资本结构,占公司总数的88%;而认为不应这样的公司仅为46家,占公司总数的12%。由此表明,我国上市公司对目标资本结构的设立存在偏好。

郭鹏飞和孙培源(2003)对我国A股上市公司1999~2001年的资本结构进行研究,结果表明:我国上市公司存在最优资本结构,行业是其重要影响因素之一。

2. 研究方法。企业的资本结构是融资决策的结果。按照优序融资理论的内在逻辑,当企业存在资金需求时,首先寻求内源融资,内源融资不能满足该项资金需求时,企业才转向外源融资,即寻求债务融资。按照这一逻辑顺序,可以推导出企业并不需要确定目标资本结构。据此,本文拟选取我国饮料制造业A股上市公司作为研究对象,分析其杠杆比率(资产负债率、有息负债率、长期负债率)在时间范围内的波动情况,来验证其是否符合我国企业的现实状况。

具体方法是,选择样本企业,分析企业年报数据,计算企业2002~2010年间各年的杠杆比率,最后得到企业各年杠杆比率均值与标准差;通过均值比较与标准差的比较,分析企业是否存在目标资本结构。

本文选定的判定标准为:以离散系数值25%为标准,超过

该标准的,定义为波动幅度明显过大。若数据证明波动幅度明显过大,则表明企业无目标资本结构;若没有数据证明波动幅度过大,则表明企业存在目标资本结构。这里需要对离散系数加以说明,以均值为40%为例,其变化幅度为25%,即离散系数数值为25%。

三、我国饮料制造业上市公司杠杆比率分析

1. 样本选择。依据前述研究方法,按照证监会上市公司的行业分类标准,本文的研究样本选择我国A股市场上饮料制造业上市公司共计30家。选择该行业的原因主要是饮料制造业的竞争比较充分,市场和非市场力量的博弈达到了一个比较均衡的状态,具有运用优序融资理论的市场环境。

本文按照如下标准对样本进行了筛选:①剔除2002~2010年间ST和*ST公司2家,消除不正常经营样本异常数据对研究样本的影响;②剔除某一年资产负债率大于100%的公司1家,避免异常值的影响;③剔除2001年12月31日以后上市的公司6家,使数据在时间序列上有较长的跨度;④剔除债务数据不完整的公司1家。

经过上述四个步骤,本文最后选取了饮料制造业上市公司共计20家作为研究样本。本文数据来源于CSMAR数据库,数据处理工具为Excel软件。

2. 杠杆比率选择。资本结构是指企业全部资金来源中权益资本与债务资本的比例关系。关于资本结构的度量,学术界普遍采用三种方法:①总负债/总资产;②总负债/股东权益;③长期负债/总资产。对资本结构的度量,本文根据债务类别,采用如下三种杠杆比率。

(1)资产负债率D/B。资产负债率是负债总额与资产总额的比例关系,用于反映在总资产中有多大比例是通过借债来筹资的。

(2)有息负债率ID/B。有息负债率是指企业有息负债占总资产的比重,反映企业以其全部资产对有息债务的偿还能力。

(3)长期负债率LD/B。长期负债率是企业长期负债占总资产的比重。

本文侧重于对有息负债率进行考察。企业的债务结构按照是否支付利息可以分为有息负债与无息负债。有息负债包括企业的短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款以及应付债券,这部分负债需要企业对外支付利息。除有息负债以外的负债统称为无息负债,这部分负债无需企业对外支付利息,多以商业信用为主,反映了企业负债从商业客户取得的负债规模。

本文认为,按照优序融资理论的内在逻辑,有息负债融资更加准确地反映了企业因资金需求而产生的外部融资需求,有息负债率更加明确地体现了企业因外部

融资需求而产生的债务比。有息负债融资方式的选择形成了企业的资本结构。各杠杆比率计算公式如表1所示。本研究中的资产和负债都使用账面价值,数据来源于上市公司年报。

表1 杠杆比率计算公式

杠杆比率名称	计算公式
资产负债率	负债总额/资产总额
有息负债率	(短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券)/资产总额
长期负债率	长期负债/资产总额

3. 统计结果。从表2结果可以看出,我国饮料制造业上市公司三个杠杆比率的各年份均值标准差偏大,ID/B与LD/B的离散系数均值远远超过25%,说明我国上市公司不存在以ID/B以及LD/B为基础而确定的目标资本结构。笔者进一步对离散系数均值进行简单分析发现,D/B离散系数均值<ID/B离散系数均值<LD/B离散系数均值。D/B离散系数均值指标较具代表性,D/B离散系数多数大于或接近于均值,而ID/B离散系数均值代表性偏弱。几个较大的ID/B离散系数影响了均值的代表性,但均值的大小关系仍旧说明,LD/B波动程度>ID/B波动程度>D/B波动程度。

正如前文所述,本文认为研究重点应侧重于对有息负债率(ID/B)的考察。西方资本结构理论认为,资本结构是指企业长期资本来源的构成和比例关系,即认为是长期负债与所

表2 饮料制造业上市公司2002~2010年杠杆比率的描述性统计

公司简称	资产负债率			有息负债率			长期负债率		
	均值	标准差	离散系数	均值	标准差	离散系数	均值	标准差	离散系数
深深宝A	38.12%	8.18%	21.45%	21.40%	8.17%	38.21%	1.41%	2.61%	184.62%
泸州老窖	36.29%	4.72%	13.00%	10.75%	11.23%	104.43%	1.70%	2.25%	132.84%
古井贡酒	36.52%	7.13%	19.52%	5.42%	3.28%	60.43%	2.02%	1.51%	74.61%
燕京啤酒	30.51%	4.16%	13.63%	17.33%	3.13%	18.08%	6.99%	4.27%	61.14%
西藏发展	28.24%	6.31%	22.32%	25.37%	6.95%	27.38%	4.64%	3.57%	76.84%
酒鬼酒	49.53%	5.79%	11.70%	18.97%	7.75%	40.83%	1.95%	1.40%	71.63%
承德露露	39.56%	6.65%	16.81%	12.95%	8.57%	66.17%	0	0	-
五粮液	24.43%	6.20%	25.37%	0	0	-	0.05%	0.09%	185.74%
兰州黄河	47.23%	8.99%	19.04%	31.64%	8.75%	27.64%	1.72%	2.07%	120.85%
古越龙山	39.18%	7.83%	19.98%	24.30%	8.27%	34.01%	2.35%	1.85%	78.52%
重庆啤酒	59.15%	3.33%	5.64%	34.32%	5.07%	14.77%	4.28%	1.84%	42.90%
伊力特	26.96%	6.23%	23.12%	1.36%	2.46%	181.03%	1.25%	2.33%	186.98%
金种子酒	36.73%	7.79%	21.22%	14.87%	8.64%	58.08%	0.48%	0.90%	187.35%
维维股份	39.32%	8.47%	21.55%	17.26%	8.39%	48.59%	0.54%	0.29%	53.97%
贵州茅台	29.25%	4.96%	16.97%	0	0	-	0.01%	0.02%	164.28%
青岛啤酒	48.59%	6.64%	13.67%	13.45%	7.16%	53.19%	4.16%	3.50%	84.27%
沱牌曲酒	30.60%	7.56%	24.72%	10.31%	8.49%	82.32%	0.80%	1.44%	179.02%
新华锦	69.96%	13.39%	19.14%	28.45%	7.46%	26.23%	1.07%	2.72%	254.29%
水井坊	40.23%	6.56%	16.30%	13.59%	10.71%	78.79%	1.87%	2.62%	139.68%
山西汾酒	26.82%	5.18%	19.31%	0.24%	0.59%	246.47%	0	0	-
行业均值	38.86%	6.80%	18.22%	15.10%	6.25%	67.04%	1.86%	1.76%	126.64%

表3 饮料制造业上市公司2002~2010年有息负债率(ID/B)

公司简称	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	均值	离散系数
深深宝A	22.09%	29.29%	30.15%	17.33%	19.19%	4.70%	14.38%	31.76%	23.68%	21.40%	38.21%
泸州老窖	26.28%	28.27%	21.38%	12.83%	8.02%	0	0	0	0	10.75%	104.43%
古井贡酒	3.96%	4.10%	7.74%	8.47%	9.32%	7.51%	7.30%	0.37%	0	5.42%	60.43%
燕京啤酒	17.92%	15.87%	18.80%	20.25%	14.42%	22.42%	17.16%	11.00%	18.15%	17.33%	18.08%
西藏发展	39.39%	35.82%	18.41%	20.29%	25.88%	19.19%	23.56%	23.11%	22.63%	25.37%	27.38%
酒鬼酒	25.48%	28.28%	26.74%	27.41%	18.51%	7.89%	9.07%	12.54%	14.83%	18.97%	40.83%
承德露露	14.66%	18.36%	19.22%	22.18%	23.12%	14.10%	4.93%	0	0	12.95%	66.17%
五粮液	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
兰州黄河	39.54%	44.05%	39.17%	34.97%	33.87%	32.23%	17.66%	23.05%	20.25%	31.64%	27.64%
古越龙山	21.91%	26.60%	35.71%	34.13%	31.43%	22.62%	14.73%	22.42%	9.19%	24.30%	34.01%
重庆啤酒	34.38%	41.65%	42.45%	38.51%	30.68%	29.54%	33.65%	28.74%	29.23%	34.32%	14.77%
伊力特	0	0	0	0	0	0.16%	0.15%	6.03%	5.90%	1.36%	181.03%
金种子酒	20.00%	23.64%	25.34%	18.00%	21.27%	14.99%	4.03%	6.56%	0	14.87%	58.08%
维维股份	1.50%	9.12%	28.06%	14.08%	23.77%	25.70%	21.99%	10.57%	20.59%	17.26%	48.59%
贵州茅台	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
青岛啤酒	32.11%	15.75%	14.64%	10.19%	6.83%	10.29%	13.41%	9.48%	8.38%	13.45%	53.19%
沱牌曲酒	0.05%	0.05%	1.86%	2.51%	14.25%	22.29%	16.38%	18.04%	17.40%	10.31%	82.32%
新华锦	12.05%	29.59%	26.13%	26.56%	27.93%	25.44%	31.31%	37.51%	39.51%	28.45%	26.23%
水井坊	25.19%	25.70%	20.09%	23.62%	20.42%	3.75%	2.71%	0.86%	0	13.59%	78.79%
山西汾酒	1.92%	0.09%	0.08%	0.07%	0	0	0	0	0	0.24%	246.47%
行业均值	16.92%	18.81%	18.80%	16.57%	16.45%	13.14%	11.62%	12.10%	11.49%	15.10%	67.04%

有者权益的比例关系。从这一点出发,长期负债率(LD/B)能较好地反映企业的资本结构。我们考察长期负债率(LD/B),从表2数据我们可以发现,行业长期负债率均值仅为1.86%,长期负债占负债总额的比例不足5%,这是由我国公司债市场不发达、长期银行贷款少等原因造成的。结合我国的现实状况,笔者认为LD/B在我国的代表性不足。接下来,我们考虑资产负债率,该比率中的总负债包含了短期负债与长期负债。我国短期负债偏高、长期负债不足是一个普遍现象,短期负债高可能是因为我国企业拥有比较稳定的商业信用,D/B指标强化了短期负债的影响力,并没有说明公司长期资本来源的构成。由此我们认为,无论是理论分析还是数据分析,都证明本文对于有息负债率这一杠杆比率的侧重是有根据的。

从表2我们发现,ID/B指标离散系数均值的代表性偏弱,因此有必要详细分析各企业各年的ID/B值情况。

从表3数据我们可以发现,饮料制造业20家上市公司中,比照前文研究方法所述评判标准,除两家公司无有息负债、两家公司离散系数低于25%以外,其余16家公司离散系数均高于25%。我们观察表中数据,能够明显看出各家公司有息负债率逐年波动幅度较大。即使是离散系数偏小的两家公司,其最值与均值比分别为63.47%与123.68%,最值变动幅度超过或接近25%。由此我们可以认为,我国饮料制造业上市公司不存在以ID/B为确定标准的目标资本结构。研究结果说明,优序融资理论推论一符合我国上市公司现状。

四、结论与启示

由以上分析可以得出如下结论:我国企业不存在以有息负债率为基础确定的目标资本结构;我国企业长期负债率严重偏低;我国企业财务理念存在问题。从表3我们可以看出,五粮液与贵州茅台不存在有息负债,那它们的经营理念正确吗?本文认为答案是否定的。

没有目标资本结构,反映我国上市公司当前在管理上随意性较大,企业在进行财务决策时的盲目性和随意性降低了企业财务政策的稳定性和连续性,从而不利于企业财务目标的实现。负债率偏低,反映我国企业经营和管理能力低下,企业对权益性融资存在天然偏好。这主要是由于从短期来看权益融资不存在还本付息压力且不会推高企业的财务风险,但从长期来看,企业的股权融资成本在各项融资方式中是最高的。以上分析表明,我国企业财务理念不正确,企业不存在资本成本意识,不存在回报股东意识。

众所周知,根据西方经典财务理论,盈利水平高的企业应该多用债务杠杆。本文的样本企业在我国属于盈利能力强的企业,这些企业普遍“惜借”,甚至于盈利能力超强的茅台、五粮液公司都不借钱反而是“存款大户”,这种现象很不正常。资本市场上缺乏“猎食者”、公司治理存在缺陷、业绩评价方法不妥当、激励机制不健全是其中的主要原因。

本文认为,企业应适度增加有息负债,以实现企业战略规划、满足项目资金需求、维护股东权益。证券监管部门应当进行适当的引导,鼓励企业进行债务融资而不是股权融资。笔者

信息系统内部控制不完备性解构

——兼论内部控制监控必要性

阳杰 李雷

(温州大学城市学院 浙江温州 325035)

【摘要】 信息系统内部控制之所以要进行监控,根本原因在于信息系统内部控制不完备。本文从契约经济学和技术哲学的角度进行了双重视角的分析,以期为信息系统内部控制的后续研究提供借鉴。

【关键词】 信息系统 内部控制 监控

信息系统内部控制之所以要进行监控,根本原因在于信息系统内部控制不完备。从契约经济学的角度来看,内部控制系统是具有内在不完备性的。在信息化环境下,信息系统与内部控制有机结合,此时信息系统内部控制的不完备性表现得更加明显,这可以用技术哲学的结构和功能二重性的观点来解释。

一、信息系统内部控制的内在不完备性

从契约经济学的角度来看,企业是一个有不同偏好、不同资本、技能和信息禀赋的交易主体通过正式契约或非正式契约结合在一起的契约集合(张宜霞,2007)。这组契约治理着企业发生的各种交易,使企业内部发生的交易费用低于由市场组织这些交易所发生的交易费用。但由于现实世界的复杂性、经济人的有限理性和机会主义的影响,这组契约通常又是不完备的,所以相对于市场而言,企业的契约是一种不完备契约。为了在取得低交易成本收益的同时削弱企业契约的不完备性,就需要在企业内部建立一个控制机制,来弥补企业契约的不完备,以保证企业的正常运作和发展,这可视为企业内部

控制的本质(刘明辉和张宜霞,2002)。

丁友刚和胡兴国(2008)也认为,内部控制是以契约信托责任的基本要求为目标的,是契约信托责任实现的保证机制。为了保证内部控制目标的实现,组织内部必须增加控制程序和安排。然而,这些控制程序和安排本身又是由一系列契约关系组成的,这样就形成了以一种契约来制约另外一种契约的现象。契约天然的不完备性与代理问题的必然存在,决定了这种以契约制约契约的内部控制制度存在天然的局限。COSO在《内部控制整体框架》中对内部控制进行定义的时候,就特别强调,“内部控制,无论设计和执行多么理想,也只能就企业目标的实现向经理层和董事会提供合理的保证。企业目标实现的可能性受到内部控制内在局限的影响:包括人员决策上的失误;建立内部控制需考虑的成本效益原则;人为错误和失误带来的内部控制失效。另外,内部控制会因两个或更多人的联合欺诈而失效。最后,经理层具有越过内部控制系统的权力”。COSO将内部控制视为一个动态的过程,并且这个思想贯穿于内部控制的五要素之中。例如,COSO强调,风险识别

认为应采取以下措施:①硬化债务约束。债务融资将使得企业经营压力增加,资金成本意识增强,企业才会积极建立有效的自我约束机制。建议大力发展企业债券市场,为企业发行债券创造一个宽松的环境。②完善财务治理机制。鼓励大股东、机构投资者积极参与企业重大财务决策,强化独立董事职责并健全外部审计制度,从专业角度监督和引导经营者树立正确的财务理念,建立合理的债务资本比例,优化资本结构。③完善企业的分红政策。过多的闲置资金降低了企业对货币资金的利用效率,不利于股东财富最大化的企业目标实现。建议监管部门从政策法规层面完善企业的分红政策,引导企业建立正确的财务管理理念。④引入经济增加值评价方法,强化资本成本意识。经济增加值的评价方法可以促使企业全面衡量生产要素,通过优化资源配置方式来优化资本结构,从而引导企业经营者优化财务行为。

【注】 本文系教育部新世纪优秀人才支持计划资助项目(项目编号:NCET-08-0384)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe. Corporate Finance. The McGraw-Hill Corporation, 2008; 7
2. Stewart C. Myers. The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance, 1984; 9
3. John Graham, Campbell Harvey. The theory and practice of corporate finance. Journal of Financial Economics, 2001; 6
4. 陆正飞, 高强. 中国上市公司融资行为研究——基于问卷调查的分析. 会计研究, 2003; 10
5. 郭鹏飞, 孙培源. 资本结构的行业特征: 基于中国上市公司的实证研究. 经济研究, 2003; 5
6. 连玉君. 目标资本结构确定与经理人行为模式. 南方经济, 2006; 7
7. 肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型. 会计研究, 2004; 1