

□ 范 寅

企业的资本结构与投融资决策

一、企业的融资决策与资本结构

企业的融资决策包括内源融资与外源融资间的选择和不同外源融资来源间的选择。所谓内源融资就是现存的企业通过其自身积累机制或企业集团内部资本市场筹集可用于企业持续发展和进行新的投资项目的资金,典型的内源资金就如企业自身的利润积累。外源融资就是指企业从外部资本市场上融资的方式。当经理人员面临有利可图的投资机会却没有足够的内源资金加以实现时,就必须寻求外源融资。企业在进行外源融资时可发行两种典型的融资工具——“保持距离型”融资工具和“控制导向型”融资工具。

保持距离型融资中,投资者并不直接干预企业经营战略决策,只要他们得到了合同规定的给付(如还本付息等),企业可以其资产或可证实的一部分现金流量,为担保发行某些担保债券和股权作为“保持距离型”融资工具,其特点主要是不对企业的控制权构成威胁,仅以其事后清算权确保企业履行其事前承诺。该融资工具的融资能力与企业所提供的抵押资产的特性相关,资产流动性越高,筹资能力就越大(融资量大、成本低)。企业资产如不具有专用性,资产市场流动性充足,对企业的清算威胁就越有效,融资工具就越具吸引力。然而,在一国经济转轨时期,如中国当前,由于产权模糊以及特定资产转让的禁止,使资产市场缺乏流动性的状况有所加剧,在企业与外部投资者的融资合同中很难规定什么资产用以抵押,因而许多企业只能选择控制导向型融资。

控制导向型融资中,投资者通过自己监控企业投资决策来减少某些代理问题。控制导向型融资工具可分为股权和债权两种。对企业的控制的特性就受到投资者拥有的融资工具种类的影响。如果投资者仅持有企业的债权,其控制权就是“状态依存”的,即只有在企业无力履行支付义务的不佳状态时期才会行使控制权,具有相机性。若投资者仅持有股权,控制则持续存在于企业正常经营的目标和发展规划中。

企业经理人员进行外源融资(包括初创融资)时可能会放弃对企业的一部分控制权。股权控制一般发生在企业正常经营期间(如股东大会的召开),而债权控制则具相机性。但是,股权控制往往比较宽松,因为股东的收入可随企业盈利增长而提高,因此容易倾向于同意企业经理人员的投资决策和企业的扩张经营。而债权人只能获得固定收入而无法分享企业盈利增长,因此债权控制倾向于企业的保守经营和低风险决策,甚至于会放弃某个项目或者整个企业。

由于代理人问题的存在,企业的外部控制一般会同时采用两种控制方法,即股权控制和债

权控制相互补充。企业经理人员在对企业的经营控制中会获得极大的好处,如来自于主持一个大型的或增长的企业王国的满足感和利用职权获得的货币与非货币利益。只要有足够的资金(无论内源或是外源),企业经理人员就要在他控制的企业内部上新项目,以满足其控制利益最大化,尽管该项目不一定有好的回报。由于股权控制对经理人员的软约束,而利用物质刺激手段(比如奖金或股份)来解决这一类代理人问题的代价往往太高,这样,如果引入债权控制,即通过资本结构来抑制管理者建立超级企业王国的浪费倾向可能更为经济。当经理人员乱上新项目而陷入财务困境时,债权控制的硬约束作用就会生效,从而限制了经理人员扩张其控制利益的欲望。

二、企业的投资决策与资本结构

企业的投资决策可分为内涵型投资决策和外延型投资决策。内涵型投资注重于在企业一定资产规模下内部潜力的挖掘以及向最优资本结构的逐步调整。而外延型投资决策是一种资本扩张战略,致力于企业控制边界的扩张,并不断调整其最优资本结构,提高企业期望价值。所谓最优资本结构,就是指特定企业在一定可控制资产规模下债权资本和股权资本的最优比例。我们这里将从外部投资者对企业控制角度来研究企业的最优资本结构。

1. 企业的最优资本结构与投资控制

企业的资本结构中,由于债权比例的过高或过低,会使企业经理人员的投资有不同倾向。一方面,债权控制过少(债务资本比重过低),经理人员就有较多的自由度去运用内源资金和外源资金进行新项目投资,甚至于包括风险极大或者亏本的投资,这种情形可称为“投资过度”(Over-investment);另一方面,企业债台高筑,随时会面临债务危机,债权控制硬约束十分有效,企业经理人员被迫或因为信心不足而放弃有利可图的投资机会,这时就会出现“投资不足”(Under-investment)。很显然,债权控制在企业投资过度时有助于校正经理人员的行为,但当企业投资不足时,又会加剧经理人员缩手缩脚的行为。由此,企业的最优资本结构必须使企业在预期的“投资过度”和“投资不足”中达到均衡,使二者的机会成本之和最小,并使企业期望价值最大化。企业的可控资产规模(企业边界)和最优资本结构可以看作是一一对应的,随企业可控资产规模的增大,企业的最优资本结构中的债务水平可以逐步提高。

2. 内涵型投资决策与企业资本结构

内涵型投资决策是指企业在一定资本结构(不一定为最优)下通过投资,充分挖掘内部各种资源的潜力,以使企业在所控制的一定资产规模下的期望价值(效益)最大化。用 V 表示企业期望价值,则:

$$V=v(A, D_0, t, C, M, \dots) \quad (1)$$

其中 A 表示企业现在所控制的一定资产规模; D_0 表示企业的现存资本结构(债务水平); t 表示企业所运用的技术因素(其寿命、先进程度); C 表示企业的经营成本; M 表示企业产品的市场容量。内涵型投资决策就是经理人员在 A 和 D_0 一定水平下,通过调整其他因素而使企业的价值 V 最大化,我们将其定为 V' 。由于 D_0 并不是最优水平,当调整 D_0 趋向于最优资本结构 D^* 时, V' 也趋向于最大期望价值 V^* (如图1)。

图2反映的是在最优资本结构下企业价值的时间路径,其中各投资策略的先后顺序可以改变,虚线表示不能有效地进行内涵型投资而使企业衰退的可能性。通过一系列内涵型投资的有效运用,可使已处于最优资本结构下的企业的市场价值趋近于最大化期望价值。

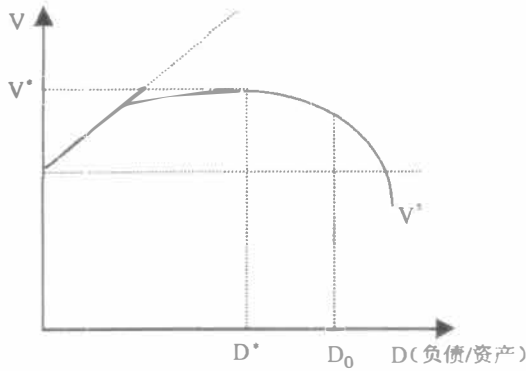


图1 企业最优资本结构与最大化期望价值

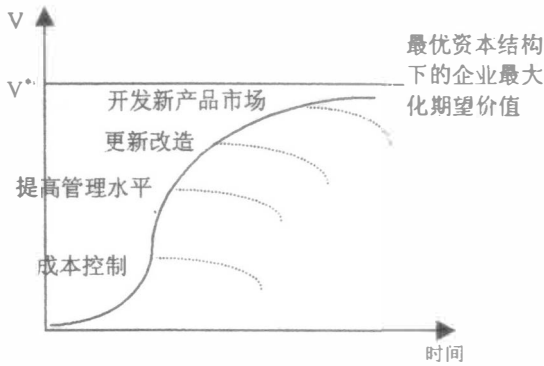


图2 企业内涵型投资策略的运用

实际上,企业在调整资本结构至最优化以使企业期望价值最大化的过程中,资本结构的调整和内涵型投资策略的执行一般是同步进行的,通过投资,可使企业现有资产的预期现金流量的期望值增加,此时如果债务水平较低,企业就有较多的内源资金进行亏本的投资或支付债务,因而有必要提高债务水平;如果债务水平较高,债权控制可能会限制经理人员进行内涵型投资,因而又有必要降低债务水平,以给经理人员更多的自由进行投资。

3. 外延型投资决策与企业资本结构

外延型投资决策在于扩大企业边界,即是指资本扩张,如兼并、收购。此时,公式1可以改写为:

$$V = v(A, D, t^*, C^*, M^* \dots \dots) \quad (2)$$

即企业可以通过改变所控制物质资产的规模(企业边界)和相应调整其资本结构,进一步使企业期望价值扩大化。在公式2中,本文假定其他变量已达最优水平,然而在实际中,企业所控制物质资产的规模(企业边界)的扩大,对其他变量的最优水平都会产生影响。不过,将这些变量调整至最优水平是内涵型投资所需解决的。这里我们精力主要集中在外延型投资策略的实施,对企业资本结构和期望价值造成的影响。

图3为使用外延型投资策略时企业期望价值可能的时间路径,其实质是对图2的延续,外

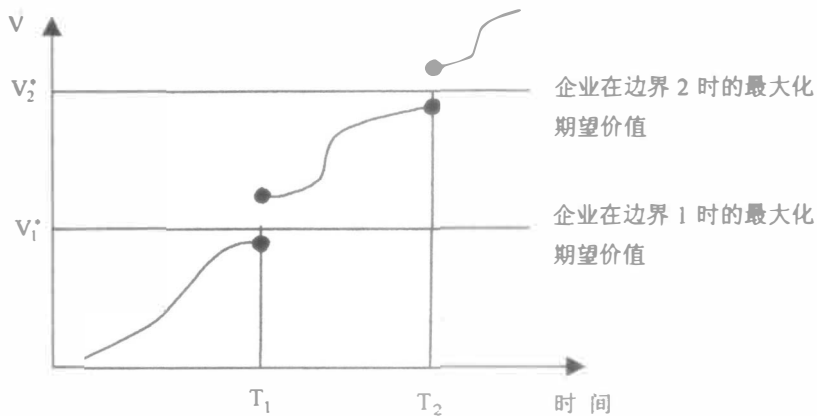


图3 外延型投资策略的运用

延型投资使企业突破原有可控制资产规模下的企业最大化期望价值的约束,开始向新的可控制资产规模下的最大化期望值迈进。

然而,并不是说企业一味扩大可控制资产规模,实施收购、兼并等外延型投资策略是十分有利的。企业的最优资本结构和其期望价值本身都取决于其所属资产产生的预期现金流的概率分布。当现有资产预期现金流波动性增加时,会使企业投资过度和投资不足的问题都更加严重,并且减小企业期望价值。如果两家企业合并后,预期现金流的不确定性消除或减少,那么合并后的企业期望价值将大于合并前两家企业期望价值之和,产生“ $1+1>2$ ”效应;反之,如两家企业预期现金流正相关,会加剧其不确定性,可能导致“ $1+1<2$ ”效应(在生产经营性质上互补的企业除外,如矿山的开采和精炼)。所以,外延型投资的必要条件是企业的可控制资产规模扩张前的原资产和新投资项目的预期现金流分布负相关。

当企业资产规模外延扩张后,其最优债务水平应该提高。因为一方面,企业现金流在合并后更加平稳,容易确定,经理人员自信心加强,敢于负债,通过资本结构的变化向外部投资者传递企业有着良好发展前景的信息;另一方面,股权和债权的控制也随企业内部现金流平稳而会有所减弱,因而导致经理人员的投资对内部现金流的敏感性较以往降低,这时就有必要提高债务水平,以加强控制企业经理人员在外延投资中可能产生的追求个人控制利益最大化的行为。在日本,财阀中的企业负债比例较其他企业更高,就是对此的一个有力的事实证明。

三、我国国有企业的资本结构分析及政策建议

由于历史原因,我国国有企业目前总体表现出资本金不足、负债比例较高的局面。在我国企业的融资结构中,70%来自于银行贷款,29%是内部积累,只有1%是进入资本市场的直接融资。而一般市场经济国家企业外源融资中却有50%来自于证券市场。与融资结构相联系,我国企业资本结构中负债比例也过高。据统计,1996年国有工业企业资本金占全部资产额的平均比重为22.38%,比非国有经济低将近6个百分点。究其结构,我们将区分非上市企业和上市公司进行分析。

1. 非上市企业资本结构

目前,我国非上市国有企业负债水平很高,并且大多数属不良债务。其具体原因,除企业自身

效益低下及面临大量的社会包袱外,另一重大原因就是 1983 年我国实施的“拨改贷”制度。企业外在融资制度的改变,并没有在实质上对企业的内部治理结构带来变革,企业自身积累机制又严重弱化,不可能筹集到充足的内源资金。沉重的债务包袱形成的巨大债权控制又使企业经理人员“投资不足”,疲于应付各式债务,更难进行债务融资,同时国家作为所有者不出资,所以企业无法进行其他外源融资。内外源资金均无法筹集时,企业自然会因为缺乏资金而面临破产。

非上市国有企业的这种资本结构严重劣化的状态,就是我国大多数企业当前所面临的局面。这种局面形成原因的复杂性和所涉及利益主体的多面性决定了改变该局面方法的循序渐进性、针对性和系统性。这里我们仅从优化企业资本结构方面提供一些建议:

(1)扩大企业股权比例。这有两种做法,第一种发展直接融资,尤其是要实行股份制,给企业注入新的资金,降低负债比例。第二种是“贷改投”,即将部分银行对企业的贷款转为投资,债权转为股权,从而减少债权控制对企业的过多束缚,减少债务负担。这种方法本质上虽没有给企业注入新的资金和直接缓解企业资金短缺的局面,但是改善了企业财务环境,增强了其外源融资能力。

(2)鼓励企业进行兼并重组。这种兼并旨在减少企业预期现金流量的不确定性,扩大企业可控制资产规模,从而调整企业实际资本结构与最优资本结构的差距。所以,最好是跨行业、跨地区、跨部门的兼并。如果进行同行业、同地区、同部门合并,在目前企业高负债的情况下,则既不会形成企业经营的规模经济,同时也增加了合并后企业的现金流量的波动性,很难使企业脱离困境。

(3)努力提高企业自身积累能力,开拓企业内源融资渠道。有证据表明,在主要的工业化国家中,内源融资是其最重要的融资方式。因此,深化现代化企业制度改革,增强企业竞争能力,并在此基础上组建一批实力雄厚的企业集团,使企业可筹集到充足的内源资金改善企业资本结构,是使国有企业摆脱困境的最根本的方式。

(4)在尽可能的范围内,减免企业债务利息。我国于 1997、1998 两年连续 5 次降息,其主要目的就在于减轻企业债务利息负担。例如,央行 1998 年 3 月 25 日第 4 次降息,虽然仅是在前 3 次降息基础上的一次微调,但已使国有企业债务负担减少 200 亿元。

2. 上市公司资本结构

目前我国上市公司资本结构比率较非上市公司负债比例相对较低。但即使忽略某些由于行业性质(如旅游业)所决定的企业高权益资本的状况,许多上市公司的权益资本比率也仍然较高。这种状况的成因有外部的,也有内部的。从外部看,许多国有企业在上市前本身就有着巨大的债务包袱,经由“贷改投”的转变,债权变为股权,仍在企业资本结构中比重较大,只是换名为“国有股”或“法人股”,这些股权比重大,又不上市流通,因而使上市公司高权益资本较难压低。另外,我国证券市场的“跛足”状态——股票市场发达,企业债券市场规模很小,也在一定程度上驱动企业保持了较高的股权资本。从企业内部看,经理人员仍然存在着代理人的控制利益最大化倾向,偏好于内源融资和股权融资,不愿提高企业债务水平。许多上市公司由于受到上市额度的限制,资产规模偏小,因而具有较强的股本扩张倾向,这就促使企业通过送配股、转增股本等形式扩大规模,同时也扩大了股权资本比重。

上市公司除派发现金外,其他的股利分配政策都有利于经理人员扩大投资规模和控制利益。送股意味着扩大企业股本规模,配股也意味着外源股权资金的新的注入,暂不分配其实是经理人员将所有企业盈余均作为内源资金(包括应对股东的股利支付)看待。经理人员一方面

拥有较多的内源资金和股权资金,另一方面又不愿意相应提高企业债务水平,因而可以按照自己的意愿自由投资,从而可能产生“投资过度”情形,这又与非上市国有企业的“投资不足”形成对照。

解决上市公司这种高权益资本比重的思路如下:

(1)完善我国资本市场,尤其是大力发展债券市场,为企业提供一个完善的、流动性强的外部融资环境。

(2)大力提倡企业的兼并重组和企业集团的建立,注重发展上市公司与非上市公司的多种合理的合并方式,如非上市公司的借壳、买壳上市,上市公司依靠其较强的内外源融资能力兼并非上市公司,扩大其外延规模,最终实现上市公司与非上市公司的资本结构互补效应,相互促进,共同发展。

(3)提高公司经理人员素质,培养其对企业期望价值的重视。经理人员越是重视企业的期望价值,在可能的范围内,就越会提高企业的负债比例。

(4)国家股、法人股上市流通问题,是上市公司普遍存在的一大难点,应有步骤、有计划地加以解决。

参考文献:

青木昌彦、钱颖一:《转轨经济中的公司治理结构——内部人控制和银行的作用》,中国经济出版社1994年版。

赵炳贤:《资本运营论》,企业管理出版社1997年版。

张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海三联书店,上海人民出版社1996年版。

郭元晔:《资本经营》,西南财经大学出版社1997年版。

李 山、李稻葵:《企业兼并与资本结构的理论分析及政策建议》,《改革》1998年第1期。

朱 天:《公司治理、国企改革与制度建设》,《经济研究》1998年第1期。

忻 文:《国有企业的资本结构分析》,《经济研究》1997年第8期。

朱华友:《中国国有企业债务问题国际研讨会综述》,《经济学动态》1997年第1期。

(作者单位:上海财经大学万泰国际投资学院;邮编:200083)