

●周 焕

上市公司资本结构分析及对策

作为衡量企业财务管理优劣的最基本的原则——企业价值最大化原则（对于上市公司也可以理解为股东财富最大化原则）要求企业财务在执行其基本职能即筹资职能和投资职能时，必须以最小的资本金成本获得企业生产所需要的资本金，并把这有限的资金投资于具有最大收益率的投资项目。为了实现企业资本金成本的最小化，企业必须具有最佳的资本结构。所谓资本结构是指长期债务性资本与权益性资本的比例，由于企业资本由长期负债和股东权益构成，因此，资本结构也可以理解为长期债务性资本或权益性资本与企业资本的比率。在讨论资本结构时，我们不考虑短期债务性资金，因为它可供企业使用的期限很短（一年以内），一般它们只用于补充营运资金的不足，而不用作企业的长期投资。一个合理的资本结构，有助于企业降低资本成本，发挥负债的杠杆作用。

一、上市公司资本结构现状

通过对上海证券交易所上市的股份公司1992年度财务报告分析，我们发现这些上市公司的资本结构有以下特点：

1. 从总体上看，上市公司的资本负债普遍较低。所有上市公司的资本负债率的均值在12%左右，还不到西方发达国家上市公司平均负债率（30%）的一半。

2. 就单个上市公司而言，资本负债悬殊很大。约有一半左右的上市公司的资本负债率在10%之内，另外还有15%的上市公司的资本负债率为0；与这类上市公司形成鲜明对比的是，有8%左右的上市公司资本负债率在40%以上，其中有两家企业超过了50%。

二、上市公司现有资本结构对企业价值的影响

企业的盈利性和风险性是决定企业价值的两个最基本的因素。我们拟从资本成本、负债的杠杆作用以及财务风险三个角度分别分析上市公司现有资本结构对企业价值，即企业盈利能力及风险的影响。

1. 从企业的资本成本角度分析。

资本成本是企业权益性资本成本和长期债务性资本成本的加权平均。一般地讲，企业资本成本越小，企业价值越大。影响企业资本成本的因素很多，主要有利率水平、股票市场动向、经济景气状况、企业的筹资方式及资本结构等，其中只有资本结构是财务体系中的可控变量。权益性资本的使用成本和长期债务性资本的使用成本也就是企业投资者和债权人的预期收益率，其对资本成本的影响概括起来有以下不同：

第一，权益性资本的使用成本一般高于长期债务性资本的使用成本。由于权益性资本可供上市公司长期使用，除公司破产清算以外，企业没有偿还义务，因此有些同志便认为权益

性资本没有使用成本或者非常低廉。这是完全错误的。事实正好相反，权益性资本由于承担了企业的一切风险，故投资者要求获得比债权人更高的收益。与债权人只从股份公司获取固定的利息不同，投资者不但要求股份公司定期支付股利，而且有权获得由于企业合理经营带来的资本增值。

第二，与长期债务性资本相比，权益性资本的使用成本没有免税效应。假设长期债务性资本的使用成本为 $K_{债}$ ，所得税为 t ，那么企业税后收益实际上所承担的长期债务成本为 $(1-t) \times K_{债}$ （企业债务成本作为财务费用，在税前收益中支付），其中企业少付的 $t \times K_{债}$ 的债务成本，实质上由国家财政代付了。由此看出所得税对企业的债务成本影响很大，并且税率越高，企业实际支付的债务成本越低。与长期债务不同，企业投资者的收益来源于企业的税后利润，它没有免税效应。

通过以上分析，我们可以得出以下结论：

企业的资本成本 = $M_{债} \times (1-t) \times K_{债} + M_{权} \times K_{权}$

这里， $M_{债}$ 、 $M_{权}$ 分别为企业的资本负债率和资本——权益比率， $K_{权}$ 为权益性资本的使用成本。

企业的资本结构对企业资本成本有着双重影响，当资本结构中负债比率上升时，由于债务成本低于权益性资本成本且具有免税效应，资本成本会降低；但负债的增加同时也增加了企业的财务风险，从而导致投资者及债权人所要求的收益率的增加，进而使得企业的资本成本上升。总体上讲，在一个适当的范围内增加企业的负债，可以降低企业的资本成本，但是超过了这个范围，企业的资本成本反而会升高。从工业实践上看，资本负债在30%以内较合理，不同的行业可根据行业的特点略作调整。在上市公司现行资本结构中资本负债普遍偏低，其结果必然导致企业资本成本的提高和企业价值的降低。

2. 从负债的杠杆作用角度分析。

所谓负债的杠杆作用（也称为财务杠杆作用）是指由于改变企业资本结构中负债比率，从而影响（提高或降低）企业权益性资本盈利能力的一种财务效应。例如某上市公司的资本额为5000万元，在没有长期债务的情形下，企业的税前收益为1000万元，所得税税率为15%，则其净资产净利率为 $1000(1-15\%)/5000=17\%$ ，若企业的长期债务与股东权益各占50%，长期债务成本为10%，则企业须从税前收益中支付的利息费用为： $5000 \times 50\% \times 10\% = 250$ 万元，企业的净资产净利率 = $\frac{(1000-250)(1-15\%)}{5000 \times 50\%} = 25.5\%$ ，这时负债

的杠杆作用增加了企业的盈利能力。但是在上例中，我们假设企业不使用长期债务时的税前收益为400万元（而不是1000万元），其余条件不变，则企业在未使用长期债务和使用50%的长期债务情形下的净资产净利率分别为 $400(1-15\%)/5000=6.8\%$ 和 $(400-5000 \times 50\% \times 10\%)/5000 \times 50\% = 5.1\%$ ，这时债务的杠杆作用反而降低了企业的盈利能力。一般地讲，当企业的基本收益率（无长期债务情形下企业的税前收益/企业的资本总额）大于企业长期债务性资本的使用成本时，负债的杠杆作用会增加企业的盈利能力，反之则会降低企业的盈利性。由于投资风险高于借贷风险，一般地讲，企业的基本收益率高于长期债务成本（在合理的负债范围内），因此对于资本负债率偏低的上市公司，适当提高其资本结构中的负债比率，可以增加企业的盈利能力，提高企业的价值。

3. 从企业财务风险角度分析。

企业风险可分为经营风险和财务风险两大类。经营风险是指企业不使用债务时的资产风险，可理解为企业固有的预期的未来经营或者税前收益的不确定性；财务风险是指因企业举债而由普通股股东所承担的附加风险。与经营风险起源于企业的正常经营活动不同，财务风险是由于企业举债而产生的。一般来说，企业资本负债率越高，企业的财务风险也越大。出于企业经营安全性的考虑，企业应将其负债控制在一适当范围内，这个范围的确定依赖于企业自身的风险承受能力和对风险的偏好。倘若象现在上市公司那样，把企业的资本负债率订得太低，虽可以保证企业经营的安全性，但放弃了负债的杠杆作用，同时，还必须承担较高的资本成本，代价太大。这种过于保守的筹资策略从长远来看不利于企业的发展。

三、优化企业资本结构的若干策略

由于企业的财务风险最终将会反映在投资者和债权人的预期收益上，且长期债务成本也会直接影响负债的杠杆作用的发挥，因此优化企业资本结构实质上就是使企业资本成本最小化。鉴于在上市公司资本结构中资本负债率偏低，为了优化企业资本结构，提高企业价值，应把适当提高企业的资本负债率作为实现手段，其基本思路是增加企业的长期负债，减少其权益性资本。具体来讲有以下几个财务策略可供使用：

1. 高现金股利策略。发放较多的现金股利意味着企业只能留存少量的税后收益用于再投资，因此降低了企业权益性资本，达到了提高企业资本负债率的目的。实施这项策略必须以企业具有高额税后收益为前提，因为企业只能用税后收益支付现金股利。

2. 长期债务筹资策略。上市公司应尽可能通过公司债券或长期贷款的形式筹资企业发展生产所需要的资金。但由于企业债券发行以及银行贷款发放都受国家计划的调控，因此企业通过这些方式不一定能筹集到全部资金。

3. 租赁融资策略。与长期负债相比较，租赁不但具有免税效应，而且不受国家宏观计划调控。因此，租赁特别是融资租赁对于企业来说不失是一条好的融资渠道。

4. 股票回购策略。如果说以上几个策略是微调策略，那么，对于那些期望在短期内大幅度提高其负债比率的上市公司，股票回购是唯一可行的方法。

以上的四种调整企业的资本结构的策略，不是相互排斥的，企业应该把它们综合起来运用，以实现其目标资本结构。同时，在制定企业目标资本结构的过程中，以下几个因素应引起足够的重视：

1. 企业所处的行业。不同行业由于其经营特点不同，资本结构也会有所不同，企业在制定目标资本结构时应充分考虑到本行业以及本企业的具体特点。

2. 借贷能力的储备。为了使未来无法预料的突发事件不影响企业的正常经营，企业应当努力维持随时可能发行债券（或获得贷款）的能力，用以避免意外的财务危机。

3. 税法。企业调整资本结构的主要动力是为了获得负债的免税效应和财务杠杆作用，因此，企业制定的目标资本结构应随着所得税税率的变动和国家有关税法的变化而变化。所得税税率提高，应增加资本结构中负债的比率；所得税税率降低则相应地减少企业的长期负债。