

et 网上投稿

et 网上订阅

录用查询

汇款查询

杂志栏目

● 经济研究

● 西部大开发

● 改革探索

● 新观察

● 理论经纬

● 三农问题

● 热门话题

● 企业论坛

● 区域经济

● 财经论坛

● 对外开放和贸易

● 综合论坛

● 经济全球化

● 产业集群研究

● 社会主义劳动理论探讨

● 面向21世纪的中国经济学

论文正文

论企业资本结构的优化

上传日期: 2008年4月9日 编辑: 现代经济编辑部 点击: 374次

康波涌

(湖南省塑料研究所, 湖南长沙410001)

摘要: 本文从资本结构对公司治理结构的重要性入手, 分析了资本结构的报酬特性、以及影响资本结构的诸多因素, 对资本结构的优化途径作了探讨; 在介绍了我国企业特别是国有企业与上市公司在资本结构上的一些共同点之后, 提出了优化我国企业资本结构的具体办法。

关键词: 资本结构; 优化; 办法

随着我国社会主义市场经济的发展和现代企业制度的建立, 企业的筹资方式日趋多元化, 资本结构的优化已经成为现代企业筹资决策中的核心问题。企业资本结构一方面指企业负债与总资产的比率, 另一方面又指各种权益性融资、债务性融资在企业总资本与总负债中的构成状况。优化资本结构, 科学管理, 举债经营是企业重要的财务决策之一。为此, 本文就资本结构优化各方面的问题做以下探讨。

一、资本结构的报酬分析

一般而言, 企业风险是指企业在追求利润最大化过程中由于受市场竞争等各种因素的影响, 其最终利益所具有的不确定性, 企业要赚取更高的赢利, 就要对未来收益的不确定承担更大的风险。如果企业只愿意承担较小的风险, 则必须在盈利水平上做出牺牲, 盈利与风险是对应的, 这就是风险报酬的同方向变动特性。

从投资者的角度看, 企业风险按市场属性可分为系统风险和非系统风险, 系统风险是普遍因素造成的企业盈利的不确定性, 如通货膨胀、政治因素、经济萧条等外部因素, 对所有企业都产生影响。非系统风险是指投资者可以通过分散投资来消除的风险, 一般与企业的内部特定事件有关, 如: 营销策略、市场定位、财务安排等等。

从企业经营管理的角度出发, 企业风险按经营和财务属性又可以分为经营风险和财务风险。经营风险是企业经营过程中必然存在的风险, 随企业所处的行业和时间而变化而变化, 具有行业特性和时间特性。因此对企业资本结构的确立具有重要影响。财务风险是指在各项财务活动中, 由于各种难以预料或控制的因素影响, 财务状况具有不确定性, 从而使企业有蒙受损失的可能性。财务风险是一种非系统风险。企业在进行资本结构决策时必须考虑不同债务水平下的财务风险。

二、影响资本结构优化的因素

从理论上讲, 任何企业都存在最佳资本结构, 但是, 在实际中企业很难准确找到这一最佳点。而各种资本结构优化的理论也只是对企业提供了基本思路和框架, 在实际工作中不能机械地依据理论模型进行分析, 而必须充分考虑企业的实际情况和所处的客观经济环境, 在认真分析研究影响企业资本结构优化的各种因素的基础上, 进行资本结构的优化。影响企业资本结构优化的因素主要包括:

(一) 企业内部因素

1、行业因素。由于不同行业以及同一行业的不同企业, 在运用财务杠杆时所采取的策略和政策大不相同, 从而使各行业的资本结构也产生较大的差别。

2、资本成本因素。因为资本结构优化决策的根本目的之一就是使企业综合资本最低, 而不同筹资方式的资本成本又是不同的, 资本结构优化决策必须充分考虑资本成本因素。

3、财务风险因素。企业在追求财务杠杆利益时, 必须会加大负债资本筹资力度, 使企业财务风险加大, 如何把财务风险控制企业可承受的范围内, 是资本结构优化决策必须充分考虑的重要问题。

4、企业经营的长期稳定性。企业经营的长期稳定性是企业发展的重要保证。企业财务杠杆的运用, 必须限制在不危及其自身长期稳定经营的范围内。

5、经营风险因素。如果管理部门决定在整个风险不超过某一限度的前提下, 降低经营风险, 企业就必须承担较高的财务风险; 反之亦然。因此, 销售收入的稳定性和经营杠杆这些影响企业经营风险的因素, 也会影响到企业的资本结构。

6、储备借贷能力。企业应当努力维持随时可能发行债券的能力。为了储备借贷能力, 企业更倾向于在正常情况下使用较少的借款, 从而表现出完美的财务形象。就短

期而言，这样做可能有利，但就长期而言，却并非较好的选择。

7、企业控制权。通常情况下，企业控制权因素并不对企业资本筹集产生绝对的影响，但当企业管理控制状况没有保障时，资本结构优化决策对企业控制权因素也应当予以考虑。

8、企业资产结构。不同资产结构的企业利用财务杠杆的能力不同，房地产公司的抵押贷款较多，而以技术开发为主的公司贷款就较少。

（一）外部因素

1、贷款人和信用评估机构的态度。贷款人和信用评估机构的态度主要体现在对企业信用等级的认识上，而企业信用等级的高低，在很大程度上影响着企业的筹资活动乃至经营活动。

2、税收因素。由于负债资本利息属于免税费用，因此企业所得税税率越高，负债资本抵税利益就越大，税收因素对增加负债资本的客观刺激作用也就越明显。

3、商业周期的影响。当整体经济处于复苏上升时，社会对各种产品的需求高涨，刺激企业提高产量满足市场需求。这样就必须增加流动资金，企业必须尽快筹资。由于权益性资金如股票等的融资时间长，会贻误战机。相反，发行债券或直接举债就快捷得多。

4、利率影响。企业举债经营时会存在财务杠杆效应，当借入资金利率低于企业总资产收益时，支付融资成本后的剩余利润均归股东，即企业具有正的杠杆效应，权益融资供给减少；当借入资金利率高于企业总资产收益时，原属股东的部分利润被用于支付利息，此时对企业具有负的杠杆效应，将寻求其他低成本的融资方式，如商业信用等。所以从宏观经济角度看，企业总资产收益率高于宏观利率时，企业总体债务供给量增加，企业债务比例上升，财务杠杆效应增加；企业总资产收益率低于宏观利率时，企业经营业绩下滑，总体债务供给量减少，企业债务比例下降，财务杠杆失去正效应。

5、通货膨胀率的影响。一般认为在通货膨胀情况下，企业举债经营是有利的，因为企业以后偿还的是更“廉价”的货币。事实上，企业在通货膨胀时举债的受益程度取决于企业的盈利水平，当总资产收益率低于借贷利率时，企业将回购部分债券从而减少债务的供给，同时，由于投资者预见到企业业绩滑坡，对企业债务的投资行为减少，导致债务需求行为的萎缩，企业债务比例下降，所以总的看来，在总资产收益率低于贷款利率时，通货膨胀是无法刺激经济增长的。

三、资本结构的优化决策

资本结构的优化决策就是根据若干个可行的资本结构优化方案，从中选取企业最佳资本结构方案的过程。所谓最佳资本结构，是指在一定时期内能使企业综合资本成本最低和企业价值最大的资本结构。在完全资本市场的条件下，由于资本市场具有强式效率性，即股票现行市价已经反映所有已公开或未公开的信息，任何人都无法在股市上赚取超额报酬。此时，企业的价值完全可以通过股票市价显示出来，而股票市场的高低在正常情况下又取决于公司每股收益的多少，因此，资本结构优化决策方法可以采用以下几种：

1、综合资本成本法：此法就是指对若干个被选的可行性资本结构优化方案，通过分别计算它们的综合资本成本，选取最低的作为最优的资本结构进行决策。它主要用于企业初始资本结构优化决策，或追加资本后的资本结构优化决策。

2、边际资本成本法。即指企业在持续的生产经营过程中由于扩大业务或对外投资需要追加筹资时，通过对若干个备选的可行性追加筹资方案的边际资本成本即追加筹资方案的综合资本成本进行计算、比较，以最低的作为最优的资本结构方案。

3、每股收益分析法。即指利用每股收益的无差异点进行企业资本结构决策的方法。每股收益的无差异点是指在两种筹资方式下，采用负债筹资和采用普通股筹资每股收益相等的点。它既可用息税前利润（EBIT）来表示，也可用产品销售收入来表示。采用每股收益分析法，可根据每股收益无差异点进行分析，判断在何种情况下运用负债筹资或优先股筹资或调整企业的资本结构，以实现企业资本结构优化。

四、我国企业资本结构特点及优化方法

（一）我国企业资本结构的基本特征

从资本结构的角度看，我国企业最具调整的有两类：第一类是一般的国有企业，即未经股份制改造的国有企业；第二类是股份制企业。第一类企业资本结构的特点明显受到旧体制的影响，表现为与过度负债相类似的特征。对股份制企业而言，由于一般都经过改组和改造，其资本结构也发生了相应的变化。我国公司资本结构的特征基本为：

1、上市公司都严重依赖于外部筹资，内部筹资所占比重平均不超过5%。

2、在公司的外部筹资中，明显的偏好于权益筹资，举债资金的来源一般不超过权益筹资的70%。

3、公司资本结构体现了金融体制对公司的影响。由于我国的金融体制还不够完善，使得公司解决资金短缺的最直接方式是发行新股。新股上市，权益筹资的交易成本大幅下降。当然，随着金融体系的规范，将对资本市场产生影响，并进一步引起公司资本结构的变动。

4、我国公司的资本结构表现出与其它发展中国家相类似的特征，而且这些特征并不支持西方资本结构理论中的非对称理论。根据这一理论公司筹资是按自有资金→负债→股票的顺序进行的，而我国上市公司的筹资次序恰好相反。

(二) 我国企业资本结构优化的方法

优化国有上市公司的资本结构，必须做好以下几方面的工作

1、股权资本内部，降低国有股比例，实现股权所有者多元化。股东除国家外，还必须包括银行、企业法人、投资基金、企业职工、社会公众等多种主体。尤其要加大企业投资者的持股比例，使其对企业实行有效的监督。

2、企业资本结构中，还要适当加入企业经营者股权和期权份额，占多大比例，不应有一个固定的模式，而应与企业规模及长远发展相联系。只要经营者能够达到经营目标，较高的股权收益就应当兑现。

3、改变单一股权融资状态，扩大债务融资比例，发展企业债务融资。因为企业债券一般公开发行，它相对于股权融资和银行贷款来说，是一种最硬的融资方式，不但要求固定利息，而且必须按时还本付息，因此资本结构中一定比例的企业债券，可以形成对经理层的有效监督。是实现最佳资本结构的有效途径。

其实，在号称亚洲四小龙的韩国和日本经济高速发展时期，企业的负债率长期高达70%，美国制造业的负债率也高达65%。我们国家由于民族习惯和资本市场的不发达，都避免高负债率，认为负债率只有降低到50%才算安全的观点是不正确的。不能简单将资本结构优化理解为负债和资本各占50%，高负债率如果能带来高收益也是资本结构的优化。

参考文献：

[1]郭复初.财务专论.立信会计出版社，1998.

[2]徐宪平，高建.融资与财务结构.中国金融出版社，2006

[3]魏命海.财务战略.中国财政经济出版社，2001

[4]戴文标.“国有企业资本结构优化标准探析”.经济学家，2002;(4)

版权所有：《现代经济》编辑部

E-MAIL:mej@vip.sohu.com 电话：0898—68928581 传真：0898—68919810

地址：海口市龙昆北路24号龙园别墅D1栋 邮编：570105