

资本结构理论局限性与企业财务柔性构建

李松, 肖明(博士生导师), 张玲

(北京科技大学东凌经济管理学院, 北京 100083)

【摘要】 本文基于对现代资本结构理论局限性的分析,认为财务柔性对于解释企业的财务状况是一个更具经验描述性的理论范式。通过对财务柔性构建动机的分析及其在企业财务规划中的功能定位,提出了将持有较高的现金余额、保持较低的负债水平以及持续的现金股利作为财务柔性构建的主要控制因素。

【关键词】 资本结构; MM理论; 啄序理论; 权衡理论; 财务柔性

一、引言

财务柔性(Financial Flexibility),亦翻译为“财务弹性”,是指企业以企业价值最大化为目标并能够对未预期的企业盈余变动和投资机会做出迅速反应的能力。财务柔性概念并不是最近才出现的,它的提出与资本结构理论的发展有着内在关联性,可以视为现代资本结构理论的逻辑演进。现代资本结构理论中的MM理论、“啄序”理论和权衡理论等,由于存在过多的限制性假设,对企业实际的财务状况缺乏有效的解释力,而财务柔性概念正是在放松了这些限制性假设的前提下所提出的一个更具经验描述性的理论范式。

财务柔性构建体现的是企业战略能力建设的过程,这个过程是通过现金持有、负债水平以及股利政策的事前规划,为企业构建事后的财务柔性能力,这种能力有助于企业缓冲未来外部环境变动对企业经营和有利投资机会的冲击。虽然高现金、低负债、持续发放股利被认为是财务柔性构建中的最佳财务安排,但是财务柔性构建过程也是在柔性的边际利益和机会成本之间权衡的结果。

二、现代资本结构理论与财务柔性的提出

1. MM理论假设和财务柔性。现代资本结构理论中的MM理论,将完美资本市场假设作为其理论的逻辑起点。在完美资本市场假设下,交易成本为零,企业可以无代价地调整财务结构,以满足未预期的资本需要。在这种情况下,企业在无摩擦的环境中进行融资,并在最优水平上进行投资。

但是现实世界中,由于存在各种交易成本和广泛的信息不对称,难以达到完美资本市场的要求,因此企业总是面临融资摩擦。在有融资摩擦的环境中,企业外部融资受到约束,从而限制了其执行有价值的投资计划。这可以从Stein的一个简单模型中得到直观理解。在无摩擦的环境下,该简化模型如下:

$$\text{Max} f(I)/(1+r) - I \quad \text{公式①}$$

公式①表示投资经过一段时期后的净现值。其中, I 代表投资预算,由内部资金 w 和外部资金 e 构成,即, $I=w+e$ 。 r 代表风险调整的折现率。 $f(I)$ 表示企业从 $t=1$ 进行资本投入,在 $t=2$ 获得投资总回报。而最大化净现值的边际产出是 $f'(I)=1+r$ 。

放松无摩擦的假设,Stein将外部融资的净损失 $\phi C(e)$ 设定为摩擦成本,表示摩擦成本是企业的外部融资 e 的递增函数,外部融资越高,摩擦成本越大。通过引入摩擦成本,公式①拓展如下:

$$\text{Max} f(I)/(1+r) - I - \phi C(e) \quad \text{公式②}$$

对公式②求导,可以得出在存在摩擦的融资环境中,最大化净现值的边际产出是 $f'(I)=(1+r)[1+\phi f'C(e)]$ 。可以看出,存在摩擦的资本市场中,最大化净现值的边际产出的成本更高,相比无摩擦的市场环境,最大化净现值的投资水平更低。

由此,企业最佳投资水平的实现和企业所面临的融资摩擦有关。当内部资源充分时,企业投资所需的外部融资就少,融资摩擦就低;反之,如果投资所需资金更多地依靠外部资源时,就会造成融资摩擦加剧,资金的成本随之增加,进而会限制企业最佳投资水平的实现。因此,在放松MM理论的假设前提下,可以预测企业有动机调整财务政策,以减少融资摩擦的影响。例如,通过保存更高的现金余额、预留未来举债能力等进行内部财务柔性储备,以应对未来投资所需资金时融资摩擦所引致的高昂决策成本。

2. “啄序”理论与财务柔性。Myers的“啄序”理论认为,外部投资者和内部经理人之间存在着信息不对称,影响了双方对证券的估值,为了避免外部融资摩擦导致的决策成本,经理人可能会优选内部融资。而在外部融资中,相对股权而言,债权更易于估值,因此在寻求外部资

源时,经理人会优先选用债权融资。这就形成了一个内部融资(主要通过留存自由现金流获得)——债权融资——权益融资的融资排序。

但是Fama认为,从企业实际执行的财务政策来看,作为资本结构的一个独立理论,“啄序”理论已经“死亡”,因为其难以解释为什么权益融资这么普遍,以及权益融资并不是最后的融资手段。此外,“啄序”理论的演绎存在缺陷,比如融资排序中的信息不对称同样会造成代理问题。基于减少代理问题的考虑,外部投资者会限制经理人为满足自动动机而去积累内部资金。更为重要的是,“啄序”理论没有考虑到融资决策的跨期依存性。“啄序”理论认为,当期企业股价被低估且面临投资扭曲时,会优选债权融资,但是这忽略了债权融资一旦当期使用,就有可能使未来债权融资能力下降,并造成未来投资扭曲。因此,“啄序”理论中的债权融资总是优于权益融资的规律通常在跨期的决策中不是最佳,因为一旦使用债权融资,那么举债能力可能难以满足未来融资需求。

一些经验证据观测到,大部分企业会优先发行权益,平均来说,权益融资净额的发行超过负债融资净额的发行,并且许多低杠杆企业也会发行股票,而对此进行解释的较为有力的理论工具就是财务柔性。财务柔性理论认为,通过举债进行融资隐含机会成本,这种机会成本就是当期过度举债导致的未来举债能力下降而造成未来投资所需资金不足。现实中的企业融资选择往往是通过优先安排股权融资以保持低杠杆水平,利用这种暂时闲置的举债能力为将来的资金需求提供选择权。这样就解释了企业股权融资较为普遍,且不一定是最后融资手段的实际状况。

3. 权衡理论与财务柔性。权衡理论考虑了债权融资的“节税”价值和财务困境成本,由于公司财务困境成本与债务比例正相关,税制的特点决定了债务的“节税”价值与债务比例正相关,因此最优杠杆水平就是举债的边际“节税”价值等于边际财务困境成本。从实际情况来看,如果不是债务比例畸高,边际“节税”价值往往会高于边际财务困境成本,因此从理论预期来看,企业往往会保持较高的杠杆水平。但是从现实来看,一些企业仍然长期保持较低的杠杆水平,特别是经验证据表明盈利能力强的企业往往保持了较低的杠杆水平。这种现实和理论预期背离的原因可以归于资本结构权衡过程中缺失的重要一环——财务柔性价值。

直接和间接的财务困境成本只可能在企业面临支付到期债务,且不能和外部投资者达成一纸协议,进而无法从外部资本市场融资的情况下才会发生。而财务柔性的事前决策,为企业储存了一定的资源,这既包括内部资源,也包括未来可以在资本市场上筹集资金的能力,这种柔性能力避免了事后的财务困境成本。同时,财务柔性的

价值还体现在避免由于未来投资所需资金不足而导致的投资扭曲成本。当投资扭曲成本大于企业的“节税”利益时,保持较低的杠杆水平所获取的财务柔性价值,就会大于企业的“节税”利益,这也是促使企业尤其是盈利企业保持长期低杠杆水平的原因。

因此从长期来看,企业的财务杠杆水平应是在节税利益、财务困境成本以及财务柔性价值之间权衡的结果。

三、财务柔性构建的基本财务因素

财务柔性体现的是企业的战略性能能力建设,是企业为减少未来不确定性所做的财务资源储备。因此,财务柔性的构建目的既体现了企业为了缓冲未来外部环境冲击给企业造成实质性伤害的预防性动机,也体现了利用未来环境变化给企业带来发展机遇的机会主义动机。

葛家澍和占美松认为,所谓财务柔性是指,企业及时采取行动来改变其现金流入的金额、时间分布,使企业能够应对意外现金需求并把握意外有利投资机遇的能力。这种能力主要从以下四个方面获得:①在短期内增发新股或发行债券;②向银行或其他金融机构及时贷到急需的款项;③在不损害持续经营的前提下,销售一切可以销售的资产(包括可腾出的在用固定资产——不致影响持续经营);④改变可扩大销售迅速增加现金流入的经营策略(如对某些市场急需产品可适当减价出售,通过“薄利多销”来筹集现金)。

从上述表述来看,财务柔性构建是一种多因素控制的能力,这种能力建设应该有其特定功能,更多体现为企业的一种事前的财务规划,目的是提供一种有价值的事后选择权。根据这种功能定位,销售资产和改变销售策略更多体现的是一种事后经营行为,是一种对环境变动的被动反应,其行为动机不符合财务柔性构建的功能定位,因此不应该属于财务柔性政策调整的范畴。事后发行股票以及贷到急需资金,必须通过事前的财务政策的预调整,保留一定的财务政策柔性区间,而调整财务政策的基础主要在于协调内部的代理问题和解决外部融资的信息不对称问题。

1. 现金持有与财务柔性。现金余额来自于企业自由现金流,体现了企业内部自我积累的能力。由于存在事实上的外部融资摩擦,企业经理人具有通过持有现金建立财务柔性的激励。Bates等的研究结果是,美国企业的现金持有余额较大而且增长较快,从1980年的10.5%增加到2006年的23%。Opler等的研究也发现了现金持有的预防性动机的经验证据。他们发现,现金持有与现金流的波动性、账市比、研发支出有正向关系,而这些财务指标都反映了企业经营及投资的不确定性因素。

现金持有除了体现预防性动机,还需要具有把握未来有利投资机会的能力。Brown和Peterson的研究发现,研发强度大的企业会保持较高的现金余额,以平缓外部

融资成本增加以及现金流波动所带来的冲击,从而使企业保持较为平滑的研发支出。而 Campello 等的研究发现,在金融危机期间,受到融资约束的企业投资会下降,但是,那些保持较高现金水平的企业仍然能按计划进行有效的投资,这也证实了保持现金储备可以缓解外部冲击所造成的资金短缺所引起的投资扭曲。

现金持有可以使企业获得内部资源储备,以减少外部融资摩擦所造成的资金困境,进而使企业把握有利的投资机会。因此,较高的现金持有可以视为财务柔性构建中的重要财务因素之一。但是持有较高的现金,并不是所有企业的最佳选择。考虑到代理问题和企业税制,现金持有高会给企业带来较高的运营成本。正如 Jensen 所说,代理问题是内部资金具有成本的主要原因。考虑到经理人的自利动机,外部投资者往往会限制企业保持较高的现金水平。此外,企业现有税制也形成了对现金持有水平的约束,因为较高的现金水平所带来的利息收入将被记入应税所得,造成企业未来支出增加。因此,较高的现金持有同样具有较高的税制成本。

总之,现金持有作为财务柔性构建中的重要财务因素,现有研究证实了现金持有所具备的柔性价值。但是同时,现金持有也存在机会成本,典型的就代理成本和税制成本。这些成本限制了企业现金储备的额度。而企业在确定现金持有水平时,需要在现金持有所带来的柔性价值和各种机会成本之间进行权衡。作为企业构建财务柔性的重要因素之一,现金持有是一个有成本的财务柔性。

2. 债务水平、股利政策与财务柔性。由于现金持有获得的财务柔性存在代理成本和税制成本,因此现金持有并不是一个最佳的财务柔性构建因素。Graham 和 Harvey 通过对企业 CFO 的问卷调查发现,CFO 保持较低的负债水平是为了获得未来举债能力,以满足未来投资的资金需求。尽管较高的负债水平可以带来税制利益,并且通过利息支付的方式减少经理人可支配的现金流,以此减少代理成本,但是,较高的负债水平并不是所有企业的选择。除了传统权衡理论所论及的财务困境成本以外,高负债还隐含了机会成本,这个机会成本就是当期过度使用举债能力,可能会造成企业未来举债能力不足而导致投资不足,这种因为未来投资不足而导致的企业利益损失可能远超过企业的代理成本和税制利益。因此,选择低负债水平体现了企业 CFO 的一种跨期决策,即通过对债务水平的事前选择,获得未来举债能力的一种事后选择权。这种 CFO 跨期融资决策更好地解释了低负债在企业中较为普遍的现实。

作为外部融资另一个更为重要的方式——股权融资,同样需要进行事前的财务政策安排。这种财务政策主要是通过股利政策向投资者传递企业分红的信号,以吸引投资者购买企业的股票。企业的股利政策是一个有迹

可循的重要信号,通过这个信号,外部投资者可以形成投资收益的预期水平。如果预期较为乐观,外部投资者可能会选择对企业投资,进而推高企业股票价格,而企业则获得在高价格上进行股权融资的利益。因此,持续发放较高的股利,一方面可以对外传递企业具有良好盈利能力的信号,另一方面则传递了企业具有发放股利的意愿,而后者才是外部投资者关切之所在。

负债水平和股利政策是企业进行外部融资规划的重要考虑因素,和现金持有的内部融资相结合,对企业未来可能出现的因为外部环境变动而导致的盈余波动及投资机会构建了事前的财务柔性能力。这种能力可以使企业平缓外部环境震荡导致的盈余冲击,并且利用环境变化中可能出现的有利投资机会,避免因资金不足而导致的投资扭曲。

四、结论

由于存在较为严格的假设前提,现代资本结构理论难以获得经验性的证据支持。而通过放松这些假设前提,得出了更具解释力的理论范式——财务柔性。财务柔性体现的是一种对企业融资方式进行跨期权衡的结果,而这正是现代资本结构理论中缺失的重要一环。财务柔性的构建是企业战略能力的建设,具有前瞻性和长期性的特点。通过对财务柔性的事前构建,使企业获得了事后的选择权,这种选择权能够有效平滑外部冲击所造成的盈余波动,并有助于企业利用有利的投资机会。

本文认为,财务柔性的构建是对现金持有、债务水平和股利政策共同选择的结果。由于存在代理成本和税制成本,较高的现金持有在提供财务柔性的同时,也具有较高的成本。而较低的债务水平保留了未来举债能力,同时积极的股利政策向外部传递了企业支付股利的意愿,并形成外部投资者的良好预期。事前进行财务规划可以为未来的债务融资或权益融资提供选择权,而事后对负债融资和权益融资方式的选择,主要通过权衡证券估值的难易程度和未来财务柔性失去的价值。

主要参考文献

Denis D J. Financial flexibility and corporate liquidity [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011(17).

葛家澍, 占美松. 企业财务报告分析必须着重关注的几个财务信息——流动性、财务适应性、预期现金净流入、盈利能力和市场风险[J]. *会计研究*, 2008(5).

Bates T W, Kahle K M, Stulz R M. Why do US firms hold so much more cash than they used to? [J]. *The Journal of Finance*, 2009(64).

Brown J R, Petersen B C. Cash holdings and R&D smoothing [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011(17).

【基金项目】北京科技大学博士基金项目(编号:06198044)