

影响企业资本结构选择的因素分析

李晓红 阳先发

(中国农业大学管理工程学院, 北京 100083)

摘 要 文章首先对影响企业资本结构选择的诸外部因素, 如行业竞争状况、行业平均负债水平、国家相关政策等, 以及诸内部因素, 如企业自身的成长性、稳定性、信誉、资产结构等进行了阐述, 然后以家电行业为例, 选取万家乐和冰熊股份, 对各因素影响企业资本结构选择的机制进行了实证分析。

关键词 负债经营; 资本结构; 资产负债率

企业经营一般有两种资金来源: 一是权益资本(企业内部筹集、发行股票等), 二是债务资金(金融机构借贷、发行债券等)。权益资本与债务资金之间的比例构成了企业的资本结构, 一般以资产负债率(企业负债额与企业资产总额之比)来衡量。企业负债经营是一柄“双刃剑”: 当企业业绩良好时, 负债率越高, 权益收益率越大, 负债经营有利; 但在高额负债的情况下, 企业利息负担加重, 此时若企业经营不佳, 可能使企业面临不能偿付债务本息的风险, 从而导致破产。因此现代企业财务管理的目标要求企业保持合理的资本结构, 资产负债率不能过高。那么, 企业资本结构选择要考虑哪些因素呢? 这是个复杂的问题, 归纳起来有内外两方面。下面就对影响企业合理资本结构选择的因素加以分析。

一、外部因素的分析

(1) 行业竞争情况 当企业所处行业竞争激烈时(如劳动密集型企业), 其资产负债率应该低一些; 相反, 当企业所处行业竞争不激烈时(如资本密集型企业与技术密集型企业), 其资产负债率就可以高一些。因为企业的偿债

能力取决于企业利润的多少, 而利润的多少在很大程度上与企业所处行业有关。劳动密集型企业需要的资本较少, 行业进入壁垒较小, 行业外企业可以轻易进入, 企业只能获得正常利润, 利润较小, 其资产负债率应较低; 而资本密集型和技术密集型企业需要的资本较大, 行业进入壁垒较高, 行业外企业很难进入, 行业内企业能够获得超额利润, 相应的其资产负债率可以高一些。

(2) 行业平均负债率水平 一般来说, 为了保持竞争力, 企业的资产负债率不应过分高于或低于行业平均负债率水平。当行业平均负债率水平较高时, 企业的负债率也可以高一些; 当行业平均负债率水平较低时, 企业的资产负债率就应该低一些。进而可引伸出: 一个企业如果要取得行业平均报酬率以上水平, 它的亏损风险就必须小于行业平均亏损水平。由此可导出如下公式:

$$D \leq \{X_J - [(X - D^* I)^* W(X_J) M]\} / I$$

式中 D —— J 企业的资产负债率;
 X_J —— J 企业的息税前利润率;
 $W(X_J)$ —— J 企业息税前利润率的标准差;
 X ——行业平均息税前利润率;
 D ——行业平均资产负债率;
 W ——行业平均息税前利润率的标准差;

收稿日期: 2000-09-21

作者简介: 李晓红(1967.10-), 女, 讲师, 主要研究方向: 企业投资、资产评估等。

I— 借款利率 (1999年银行实际利率为 4.87%)

(3) 债务利息率的高低 债务利息率高意味着企业支付的利息负担加重,为了维持同样的财务风险,此时企业应该保持较低的负债率;反之,企业可以保持较高的负债率

(4) 证券市场的状况 对于上市公司来说,证券市场主要从两个方面影响企业的资产负债率:一是证券市场总的趋势:“牛市”时,投资者为了获得较大的收益,更侧重于股票投资,此时企业筹集债券的能力较弱,故企业的负债率较低;“熊市”时,投资者为了降低风险,相对较多地投资于债券,从而使企业的资产负债率可以较高 二是各企业证券的竞争力:证券竞争力弱的企业,其相对较多的采用保留盈余的筹资方式,从而使企业的负债率较低。

二、内部因素的分析

(1) 企业的销售增长率水平 企业的销售增长必定会引起企业利润增长 在一定范围内,企业的固定成本和单位产品的变动成本基本不变 销售量越大,企业可能实现的销售利润就越大,企业的盈利与获得现金的能力就越强,偿债能力也就越强 这种情况下,企业负债率可以高一些 相反,如果企业的销售增长率低或者企业的销售停滞不前,企业对投资者的吸引力就会减弱,故企业应采取低负债率的筹资策略

(2) 销售的稳定性 如果企业销售不稳定,它的现金流量也不稳定,此时企业偿债风险加大;另外,企业的销售不稳定,其证券的市场价值也不稳定,使得其对投资者的吸引力降低,从而导致企业债务筹资发生困难,故企业的负债率会很低 相反,如果企业的销售稳定,债权人对其如期偿还债务有信心,并且其证券的市场价值稳定,因而使企业能够采取高负债率的资本结构。

(3) 企业的信誉 企业的信誉是由多种因

素共同作用的。例如,前面提到的企业销售增长率,销售稳定性,还有如企业的盈利水平,资产总额,产品的技术含量、质量,企业的经营管理水平,领导者的个人素质,职工素质等等 一般来说,企业销售增长越快,盈利越多,资产总额越多,产品越先进,质量越好,企业经营管理水平越高,职工素质越好,则企业的信誉越好;反之,企业信誉越差 企业信誉好,即使目前经营不佳,财务状况不好,它依然可能得到债权人的信任,从而使企业有可能保持较高的负债率;企业信誉不好,当企业经营不佳,陷入财务困境的时候,对企业本来就有戒心的债权人就有可能逼债,故企业只能采取低负债率的策略。

(4) 企业经营管理者对待风险的态度 积极进取 愿意承担较大风险的管理者希望更多的利用财务杠杆,以获得额外收益,故其偏好于举债,从而使企业的资产负债率偏高;相反,稳健、不愿意承担风险的经营管理者,很注意防范财务风险,偏好于发行股票或增加保留盈余,因而企业的资产负债率较低。

(5) 企业的资产结构 资产结构是指构成企业全部资产的各个组成部分在全部资产中的比例,由企业的主营业务决定 例如,从事服装加工的企业,其流动资产比例就高,而从事冶炼的钢铁企业,其流动资产的比例就小 一般而言,到期债务本息必须以现金支付,而现金支付能力不仅取决于企业获利能力,更取决于企业资产变现能力 易变现资产(如流动资产)比例高的企业,其资产负债率可较高;反之,资产负债率就应低些。

三、影响因素的实证分析

总之,一个企业合理的资产负债率是以上因素共同作用的结果 下面以家电行业为例进行影响因素的实证分析。

先从家电行业整体来看 1999年企业改革已见成效,全国经济回升,市场活跃,家电

行业竞争激烈。由于其属于资本和技术密集型的行业,据前面的分析,它的整体负债率可较高。从 1999 年家电行业上市公司中抽取 19 家,根据其年度财务报表(见参考文献 [3])计算出 1999 年家电行业平均负债率 48.5%,平均息税前利润率为 8.43%,并计算出行业平均标准差为 0.82。家电行业平均负债率 48.5% 与理论界认为我国企业的合理负债率应为 40%—50% 相比,确实处于较高水平。

再从单个企业来看,以万家乐公司与冰熊股份为例。通过对两家公司历年来的财务数据计算得出(见参考文献 [3]),万家乐公司平均息税前利润率为 6.42%,标准差为 0.47;冰熊股份平均息税前利润率为 3.88%,标准差为 0.42,由此可算出(参见前面公式)万家乐公司 1999 年资产负债率不应大于 60.39%,冰熊股份 1999 年的资产负债率不应大于 15.83%。由于万家乐公司与冰熊股份同处家电行业,影响它们的外部因素相同,为什么他们的合理负债率相差悬殊?这正与前面分析的内部因素有关。

从销售增长率看:万家乐公司销售额 1998 年比 1997 年增长 4.91%,1999 年比 1998 年增长 9.98% (摘自万家乐公司 1999 年年度报告),销售增长较快,并且其销售增长率没有大起大落的现象;而冰熊股份销售额 1998 年比 1997 年增长 4.81%,1999 年比 1998 年下降 14.25% (摘自冰熊股份 1999 年年度报告),从 1997—1999 年,公司的销售呈负增长,并且销售起伏很大,表现出很大的不稳定性。

从两个企业 1999 年度的每股收益、每股净资产和净资产收益率这三个指标看:1999 年万家乐公司这三者分别为 0.27 元/股、2.31 元/股和 11.69%;同期冰熊股份这三个指标分别为 0.009 元/股、1.54 元/股和 2.38%。两者相比,万家乐公司明显优于冰熊股份,前者更给投资者一种经营良好,有发展潜力的信息。从企业个体与国有企业整体来看,1999 年度,整个上市公司的平均每股收益为 0.209 元

股,净资产收益率为 8.39%。很明显,万家乐公司的收益情况明显优于企业平均水平,而冰熊股份各指标明显劣于企业整体平均水平。

从企业的信誉看,从 1988 年至今,万家乐公司热水器产销量一直居全国第一,是东南亚最大的热水器生产基地。同时,“万家乐”作为中国燃气具第一品牌,1999 年 12 月被国家公司行政管理局认定为中国驰名商标(万家乐 1999 年度报告)。生活中确实如此,万家乐品牌已经有很高的知名度,与之相比,冰熊股份的知名度就远不如万家乐公司。再从资产总额来看:从 1997 年到 1999 年这三年,万家乐公司的资产总额分别为 295 786.14 万元,314 738.56 万元,325 846.06 万元;而同期冰熊股份的资产总额分别为 27 856.92 万元,26 985.75 万元,41 365.62 万元。三年中,万家乐公司的资产总额分别是同期冰熊股份的 10.6 倍,11.67 倍和 7.87 倍。由此可以看出,万家乐公司的信誉明显好于冰熊股份。

从资产结构看,根据各公司年度报告中有关资料计算得出,1998 年和 1999 年万家乐公司的流动资产比例分别达到 76.05% 和 76.71%,而同期冰熊股份的流动资产比例分别为 52.35%,53.22%。这表明,万家乐公司资产变现能力比冰熊股份强。

从以上的实证分析可以看出,万家乐公司和冰熊股份的合理负债率分别为 60.39% 和 15.83% 是符合各自实际情况的。所以,企业在选择资本结构(负债率水平)时,一定要根据自身实际,综合考虑各方面因素;而且还要经常把企业实际的负债率与理论上计算出的合理负债率相比较,以判断其资本结构的合理性,以采取相应对策措施。

参考文献

- 1 圣丁 哈佛商学院教程,经济日报出版社,1997 年
- 2 李刚,企业适度负债经营问题研究,上海会计,2000 年,3 期
- 3 阳先发,李晓红,我国国有企业最佳资本结构的实证分析,中国农业大学本科论文,2000,6 月