

# 优化企业资本结构与实现企业价值最大化研究

尤文利

(河南省财经学校,河南 郑州 450012)

**摘要:**企业价值最大化是企业实现可持续发展长远目标的重要保障,优于股东财富最大化,应当是企业财务管理目标的最佳选择。当前,企业非适度资产负债率、股权结构不合理、债务结构不完善,影响着企业价值最大化实现。只有坚持适度负债原则,确定合理资产负债率;优化股权结构,改善股权比例;调整债务结构,发挥债务融资作用,才能实现企业价值最大化。

**关键词:**资本结构;企业价值最大化;股东财富最大化;债务结构;资产负债率;适度负债原则

**中图分类号:**F275

**文献标识码:**A

**文章编号:**1008-486X(2013)01-0092-04

我国企业财务管理目标经历了计划经济时期的产值最大化阶段和改革初期的利润最大化阶段,目前大家较为认可的目标有股东财富最大化、企业价值最大化和利益相关者利益最大化。根据我国财务管理理论和多年的实践,笔者认为,企业价值最大化应是当前我国企业财务管理目标的最优选择,应通过优化企业资本结构来努力实现这一目标。

## 1 企业价值最大化是当前我国企业财务管理目标的最佳选择

### 1.1 企业价值最大化优于股东财富最大化

股东财富最大化是指通过财务上的合理经营,为股东带来最多的财富。在股份公司中,股东财富的大小主要借助于股票价格来衡量。目前我国大部分公司的股权结构是以国有股占主导地位,内部人控制现象十分严重,如果以股东财富最大化作为财务管理目标,管理者和股东、大股东和中小股东之间有时会发生利益冲突。此外,由于我国证券市场发育还不太完善,企业的真实价值与股票价格反映的企业价值之间的差距较大。还有,投资者心理预期以及经济政策、政治形势等理财环境也会影响股价,使其无法真实反映企业价值,人们也无法通过它来准确衡量股东财富。所以,股东财富最大化不能成为一个公正的标准和统一的客观衡量尺度。

所谓企业价值,通俗地说,就是企业全部资产的市场价值。企业价值最大化是指通过企业财务上的合理经营,采用最优的财务政策,充分考虑资金的时间价值和风险与报酬的关系,在保证企业长期

稳定发展的基础上,使企业总价值达到最大<sup>[1]</sup>。其基本思想是,将企业长期稳定发展摆在首位,强调在企业价值增长中满足各方利益关系。以企业价值最大化作为企业财务管理的目标,可以很好地处理货币的时间价值以及风险与报酬的关系,其受外部因素影响程度较小;还可以避免上面所述冲突的发生,统一各方面的利益。所以,它既能保证企业稳定发展,又能保证企业总目标得以实现。通过比较可知,企业价值最大化的财务管理目标是一个公正的衡量标准,优于股东财富最大化。

### 1.2 企业价值最大化是实现企业可持续发展长远目标的重要保障

利益相关者利益最大化是指企业通过合理的经营管理,最终保证与企业利益相关的个体和群体利益的最大化。这种利益相关者既包括具有直接关系的利益主体(如股东、员工),也包括具有间接关系的利益主体(如合作者、社会公众和国家宏观管理部门等)。利益相关者的利益最大化只是企业实现财务管理目标的手段,而实现企业价值最大化才是其最终目的。企业价值最大化立足于企业的价值创造和价值增长,能够促进社会财富的积累,有效保障职工的权益。同时,为了追求价值最大化,企业在进行决策时,必须权衡各方主体的现实利益及其长、短期利益,以避免利益的冲突以及由此而引起的企业价值流失。所以,只有实现企业价值最大化,才能实现利益相关者的利益最大化,促进企业利益的持续增长,从而保障企业可持续发展长远目标的

收稿日期:2012-09-24

作者简介:尤文利(1968-),女,河南郑州人,讲师,会计师,从事经济管理专业教学与研究工作。

实现。

## 2 企业价值最大化的影响因素

资本结构的状态通常借助于企业的总体负债率、股权结构和债务结构来衡量。这三者之间的关系、状态决定了企业的资本结构是否合理,直接关系到企业价值最大化能否实现。

### 2.1 资产负债率

资产负债率(Debt Asset ratio)是指公司年末的负债总额与资产总额的比率<sup>[2]</sup>。当负债率过高时,在产生抵税作用的同时,也会给企业带来经营风险,不会对企业价值产生大的积极作用。当资产负债率过低时,则会使得负债的抵税作用不能发挥出来,无法利用债务融资的抵税作用和治理效应来提高企业的价值。因此,要实现企业价值最大化,确定一个适度的资产负债率是十分关键的。负债率作为一种“硬约束”,可以促使公司经理们做出最佳的投资决策。目前我国企业的负债率主要存在以下两种情况:(1)高负债率企业。以国有企业和中小企业为代表。这两种企业资产负债率普遍过高,据国家经贸委和国有资产管理局统计,国有企业平均负债率高达80%<sup>[3]</sup>。(2)我国的上市类公司资产负债率较低。而企业负债率低,就会影响其负债抵税作用的发挥,从而使企业无法利用债务融资的抵税作用和治理效应来提高企业的价值。因此,实现企业价值最大化的关键因素之一,就是合理确定一个适度的资产负债率。

### 2.2 股权结构

股权结构是指股份公司总股本中不同性质股份的比例及其相互关系。股权结构不仅影响企业股东的构成,还影响其决策方式,最终会直接影响董事会和监事会的人员构成及其工作效率,进而作用于企业高层人员,影响到企业的经营业绩。所以,必须建立、健全公司治理的内部监控机制,确保公司股权结构的合理性。而目前我国企业的股权结构却呈现出非流通股居多、国家持股比例高的特征,存在着国家股“一股独大”的现象。由于我国大部分企业所采纳的都是“控制权不可竞争”的股权结构方式<sup>[4]</sup>,这就造成其他投资者不能通过二级市场的交易来获得对公司的控制权的局面,国家及其代表的控股股东的地位被人为锁定了。然而,由于国家及其代表的控股股东不具有对企业资产的剩余索取权,这就造成他们的收入只有固定的工资和与其他行政人员相同的福利。所以,这种没有剩余索取权的控制权对政府官员缺乏激励作用,无法从制度上调动他们的工作积极性。同时,那些占股份非常少

的、分散的小股东的监督作用不大。这就导致对企业高层人员的监管力度不够,无法为实现企业价值最大化提供管理保证。无疑,改变我国企业股权结构的现状,使之呈现合理状态,是目前深化企业改革的主要任务。

### 2.3 债务结构

从微观层面来说,完善的债务结构,也就是指企业借入资金和债源的期限结构都能够得到不断完善,使中期和短期、中期和长期负债期限结构保持适当的比例,呈现结构均衡的状态。目前,我国企业的债务期限结构就存在短期流动负债普遍比较高、长期负债比例普遍较低的状况。这种状况增大了企业在金融市场环境中面临的不确定性,导致企业的信用风险、流通性风险和潜在威胁增加,直接影响到经营管理者们的决策判断,从而影响到企业价值最大化目标的实现。从债源结构上看,我国企业大多主要依靠银行借贷,而通过其他方式(如发行债券等)筹集的资金比例很小。这种单一的负债融资方式风险较大。因此,应增加企业借款的渠道,实现债源的多元化。

从宏观层面看,完善的债务结构是指平衡的长短期债务融资能够充分发挥债务融资税盾作用、改善企业的治理机构、提升企业的治理效应、优化企业的债务结构。具体来说,企业管理者为了保证在债务到期时能够有足够的资金进行偿还,以免可能面临破产或遭到诉讼,就必须努力工作,提高工作的效率。因为当负债较多时,将可能减少管理者所支配的现金。管理者为了能够长久持续地经营下去,也必须优化企业的治理结构、提高企业的价值。但是,债务融资发挥其治理效应的重要前提是企业的债务能够对企业构成“硬约束”。目前,我国企业债务融资的治理效应未发挥作用的主要原因就在于债务约束软化问题的存在。

## 3 优化企业资本结构、实现企业价值最大化的对策

### 3.1 保持适度的资产负债率

适度的资产负债率,要求资产与负债的比例合理。这个比例的正常标准是40%~60%<sup>[5]</sup>。合理的资产负债率能通过比例均衡的股权融资和债务融资的相互作用来提高企业价值,保证企业安全运行。另外,负债所支付的利息是在公司所得税前扣除的,利息具有抵税作用,可以增加企业的价值。企业可通过以下途径达到适度的资产负债率。

#### 3.1.1 降低企业较高的资产负债率

以依靠银行贷款为主的高负债率的发展模式

对企业具有很大的财务风险,使潜在的融资成本提高,这与实现企业价值最大化的要求是不相符的。因此,必须降低较高的资产负债率,减少企业的债务融资数量。其中采用多种直接融资手段是一种降低高负债率的有效方法。如,企业可以发行内部职工股,让职工手持企业股份,使他们成为企业的主人。这样既可以提高员工的工作积极性,又能够很好地减少债务融资,降低资产负债率。同时,企业还可以通过引进战略投资者等其他融资手段,筹集企业所需资金,减少向银行贷款的数量,避免过高的负债率,降低企业的财务成本。

### 3.1.2 提高上市公司较低的资产负债率

(1)减少企业的股权融资。具体操作办法就是回购股票。股票回购会导致企业发行在外的股份减少。这样,在企业融资规模不变的情况下,减少企业的股权融资,势必会引导企业管理者进行债务融资,使债务的比例上升。这样,在资产不变的情况下,企业的资产负债率也就相应地提高了。

(2)增加购买、合并中的负债融资。作为主并公司,企业可以根据自身情况,合理地调节分配支付现金中自有资金、银行贷款和发行债券所募集的资金比例,从而达到改善资本结构、提高企业的资产负债率的目的。

无论是降低以国有企业和中小企业等为代表的企业的较高资产负债率,还是提高上市公司较低的资产负债率,都应当遵循“适度”的原则,而“适度”并没有一个公认的标准。根据实践经验,这个比率应控制在40%~60%的范围内。

## 3.2 建立合理的股权结构

### 3.2.1 调整股权结构

国有股的调整既是企业治理的内在要求,也是完善资本市场的需要。国有股减持的方式有发行可转换债券、引入新的战略投资者、将部分国有股转让给新投资者等等。一般来说,企业在选择国有股权减持和流通的方法时,应当考虑证券市场的健康、平稳发展,以政府与投资者“双赢”等为基本原则,并注意可操作性。

### 3.2.2 实现国有股及法人股的逐步流通

我国的国有股、法人股占企业总股本的比例过大,且不能流通,这就限制了政府调动社会资金的能力,阻滞了资源的有效配置。因此,应当在股票价格稳定的基础上,积极推动国有股和法人股的流通。具体做法为:(1)对现有的国有股和法人股分步骤、分批分期地安排上市。(2)以后新的上市公司,其股份不论国家、法人、个人持有,都可以上市流通。

### 3.2.3 大力发展机构投资者

要解决我国企业目前存在的国有股权高度集中、由不承担风险能力的代理方代理以及高度分散的个人投资者缺乏对经营者的直接监督能力等问题,就必须大力发展机构投资者。所谓机构投资者,主要是指一些金融机构,包括银行、保险公司、投资信托公司、信用合作社、国家或团体设立的退休基金等组织<sup>[6]</sup>。机构投资者的数量和成熟程度也是证券市场成熟程度的标志之一。同时通过改善机构投资者的结构、加强对机构投资者投资行为的监督、建立有利于机构投资者参与公司治理的制度、扩大机构投资者的持股比例等措施,发挥机构投资者的作用。

## 3.3 建立完善的债务结构

### 3.3.1 完善银行的放款条件,改善债务期限结构

要改变我国企业目前存在的短期流动负债普遍比较高、长期负债比例普遍较低的不合理债务期限结构,银行应在给企业发放贷款时,对企业的规模、发展前景、盈利能力和还款条件等诸多因素进行综合考虑,对规模大、发展前景好、盈利能力强的企业放宽发放长期贷款的条件,从而形成合理的企业债务期限结构。

### 3.3.2 加快发展企业债券市场,完善债源结构

要改变我国企业的债源以银行贷款为主、发行企业债券所占比例较小的状况,必须发展完善债券市场。为此,必须对现有的一些制度进行改革。首先,无论从法律上还是从政策上,国家都应当对企业债券进行扶持,给企业债券市场的发展提供一个良好的法律环境和政策环境,引导企业合理运用债券融资手段。其次,改革企业债券的发行制度,放松行政干预。企业发行债券是自由发起的融资行为,应由市场来决定,企业行为符合债券发行的要求和条件,主管部门就应该审核批准。再者,对企业债券利率应实行市场化。企业债券利率市场化能真正反映出其内在的价值,体现“高风险、高收益,低风险、低收益”的市场规律。最后,不断完善债券流通市场,加强发行市场与流通市场有效衔接。而有效的流通能够更好地促进企业债券市场的发展。

### 3.3.3 对债务约束机制进行“硬化”,发挥企业债务融资治理效应

对债务约束机制进行硬化,关键在于确定债权人的独立主体地位以及建立有效的偿债机制。因此,一方面应不断加大对银行的股份制改革,把现代企业管理制度引入银行体系,建立独立的债权人主体,使银行成为独立的债权人,从而比较有效地规范银行行为,硬化债务融资约束。另一方面,应修订《企

业破产法》,建立有效的偿债机制。在修订过程中,可以增加让债权人参与企业重组、加强对责任人的惩罚等措施,来完善其内容,从而让该法为发挥债务融资的治理效应提供更有保证。

#### 4 结语

综上所述,优化资本结构是实现企业利益最大化的关键因素。本文从以上方面探讨了目前我国企业资本结构中存在的问题及其解决思路和办法。在以后的实践中也许会出现新的问题,需要与时俱进,有新的思路,找出更好的解决办法,从而使企业资本结构进一步优化,不断实现企业价值最大化的财务目标。

#### 参考文献:

- [1] 合作编者. 百度百科: 企业价值最大化[EB/OL].[2012-11-22].<http://baike.baidu.com/view/899879.htm>.
- [2] 合作编者. 百度百科: 企业价值最大化[EB/OL].[2012-11-22].<http://baike.baidu.com/view/134674.htm>.
- [3] 刘胜军, 邓丽娜. 再谈国有企业高负债问题[J]. 黑龙江对外经贸, 2006(8):57-58.
- [4] 王玉荣. 中国上市公司融资结构与公司绩效[M]. 北京: 中国经济出版社, 2005:24.
- [5] 尚艾芳. 负债经营及其风险防范对策, 湖南经济管理干部学院学报, 2005(1):33-34.
- [6] 合作编者. 百度百科: 企业价值最大化[EB/OL].[2012-11-22].<http://baike.baidu.com/view/21869.htm>.

[责任编辑 张振元]

## Research on Enterprise Capital Structure Optimization and Realization of Enterprise Value Maximization

YOU Wen-li

(Henan Finance and Economics School, Zhengzhou 450012, Henan, China)

**Abstract:** The enterprise value maximization is the important guarantee for the enterprise to achieve the sustainable development of the long-term goal, and it is superior to the shareholder wealth maximization, it also should be the best choice of the enterprise financial management goal. At present, the immoderate asset-liability ratio, the irrational stock structure and the imperfect debt structure of the enterprise make influence on enterprise value maximization achievement. Only by sticking to the principle of moderate debt, determining the reasonable asset-liability ratio, optimizing the stock structure, improving the stock proportion, restructuring the debt structure, playing the role of debt financing can achieve enterprise value maximization.

**Key Words:** Capital structure; enterprise value maximization; shareholder wealth maximization; debt structure; asset-liability ratio; principle of moderate debt

### 黄河水院及师生荣获河南省和全国职业技能大赛荣誉称号及奖励

2012年9月20日,河南省教育厅发布了《关于表彰我省参加2012年全国职业院校技能大赛获奖选手、先进单位和先进工作者的决定》,公布了相关受表彰人员和单位,其中黄河水院获得“河南省参加2012年全国职业院校技能大赛先进单位”荣誉称号;师军良、李孝雁分获“优秀指导教师”和“参赛选手标兵”荣誉称号;卫宗超获“河南省参加2012年全国职业院校技能大赛先进工作者”荣誉称号;自动化工程系刘云潺及其指导的“楼宇自动化”项目参赛队队员,管理系文静、徐猛及其指导的“现代物流储存与配送作业优化设计和实施”项目参赛队队员,信息系关天柱、吕振雷及其指导的“信息安全管理与评估”参赛队队员均分获“优秀辅导教师”和“优秀选手”荣誉称号。此前,我院在2012年全国职业院校技能大赛河南省预选赛承办工作中,由于组织周密、贡献突出,还获得“优秀组织奖”和“突出贡献奖”。

(道富)