

从发达国家与发展中国家的比较 看企业资本结构的形成机制

饶育蕾

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要:近年来的研究表明, 发达国家的企业资本结构具有趋同性, 发展中国家企业资本结构却具有较大差异。由于传统的资本结构理论将法律制度框架与投融资环境条件看作既定的假设, 因而难以对此现象做出合理的解释。通过法律制度对资本结构影响的国际比较, 认为企业融资行为和资本结构的终极决定因素不是金融体系, 而是法律制度因素。

关键词: 法律制度; 资本结构; 制度适应; 市场博弈

中图分类号: F830.9

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2004)06-0747-06

一、引言

资本结构是企业的负债资本与权益资本的价值比率。资本结构理论可追溯到 20 世纪 50 年代的 MM 理论^[1]。MM 理论证明了在理想的假设条件下, 企业的价值与资本结构无关, 故又称之为资本结构无关论。逐步消除 MM 定理的假定后, 产生了一系列资本结构理论学派, 如探讨税收差异对资本结构影响的税差学派, 权衡税收利益与破产成本来确定最佳资本结构的权衡理论^[2]等。70 年代, 不对称信息理论建立后很快就被应用在资本结构的研究上, 它一反资本结构理论只注重税收、破产等因素对公司最优资本结构的影响, 而是通过信息、代理等概念来分析资本结构, 从而把权衡难题转化为结构和制度设计问题。主要包括信息不对称影响经营者融资选择行为的优序融资理论^[3], 在债务代理成本与股权代理成本的权衡下以总代理成本最低寻找最优资本结构的代理成本说^[4]等等。

然而这些理论在解释企业资本结构时, 产生这样一些疑惑: 其一, 西方资本结构理论能够解释一个国家却不能解释另一个国家企业的资本结构形成机制, 如优序融资理论对经营者融资选择顺序的解释

就无法解释中国的企业。其二, 曾经比较流行的“银行导向”与“市场导向”的金融体系差异, 一度解释了日、德企业资本结构与英、美之间的差异, 但无法解释近年来世界发达国家企业资本结构的趋同现象^[5,6]。其三, 一个国家不同历史时期企业的杠杆率存在普遍的时代差异, 资本结构理论在解释一个时期的企业资本结构时却不能解释另一个时期。例如西方资本结构理论中盛行一时的权衡理论, 由于美国税法的变革而顷刻之间失去了其解释力, 从而不得不寻找新的和理论来解释资本结构。

这些现象使我们越来越无法忽视资本结构数据背后的制度差异, 而金融体系的差异也越来越不能解释企业财务行为和资本结构的选择。传统理论认为与证券相对应的投资者权利是与生俱来的, 忽视了这些权利依赖于证券发行地的法律环境。不同的国家有不同的法律环境, 使证券代表的投资者权利有所区别, 导致企业资本结构的系统差异。因此, 把法律制度看作既定的假设使传统的资本结构理论缺乏广泛的解释力, 金融体系并不是企业融资行为和资本结构的终极决定因素, 比金融系统更广泛的法律制度因素对金融系统本身、企业的资本结构起一定的引导或决定作用。

近年来一些学者研究了法律制度对企业资本结

收稿日期: 2004-07-06; 修回日期: 2004-10-20

基金项目: 国家自然科学基金项目(70272045)

作者简介: 饶育蕾(1964-), 女, 四川资中人, 博士, 中南大学教授, 主要研究方向: 财务与金融。

构的影响。LLSV 研究认为,不同国家在上市公司股权分布、资本市场的深度和广度、股利政策以及外部融资方式上的差异可被解释为:包括股东和债权人的投资者如何用法律保护来保障其对企业的控制。他们认为法律体系的差异造成了对投资者的保护和执法效果的差异^[7,8]。Modigliani(2000)进一步指出与法律制度本身相比,执法效果对资本市场的发展有更重要的影响。有效的执法能在很大程度上弥补法制的缺陷,为证券市场的发展提供有利的法律环境^[9]。

二、发达国家企业资本结构的趋同性

许多研究表明日本和欧洲大陆国家的企业比英美经济国家的企业负有更高的债务。如 Borio(1990)将前者归类为“高杠杆”国家,后者归类为“低杠杆”国家^[10]。Rutherford 在总结了前人的研究成果后,从经济合作与发展组织(OECD)数据得到新的证据,提出法国、德国和日本的公司的杠杆率高于美国和英国的公司,她提出如果调整会计差异,并且用市场价值来替代帐面价值会缩小观察到的杠杆差异,但她认为可能不会改变所得到的结论^[11]。他们认为导致杠杆差异的原因是:金融中介的发育程度和特征不同,治理破产和债务重新谈判的制度差异^[12],以及公司控制权市场的差异^[13]等。

Rajan 和 Zingales 运用“全球优势”(Global Vantage)数据库对七国集团内企业的资本结构及其决定因素进行了系统的比较研究。他们用四组关键的独立变量来分析七国集团企业资本结构的决定因素,这些变量包括有形资产的比例、帐面价值与市场价值之比、销售收入的对数^①以及盈利。各国企业合并资产负债表中各资产、负债、所有者权益的组成比例见表 1,我们根据 LLSV 的研究而按照法系而进行归类。

表 1 所示,普通法法系三国的平均负债比例为 61.4%,德国民法法系的日本和德国平均负债率 69.4%,法国民法法系的法国和意大利平均负债率 68.1%。总的趋势是普通法国家的杠杆率比民法国家的高,但各国之间的差异不象过去人们理解的那样大。Rajan 和 Zingales 分析了不同国家之间的制度差异以及它们对财务决策的影响。虽然七国经济发

展水平很相似,但它们的制度却十分不同,如税法和破产法的差异,公司控制权市场的差异,以及银行与证券市场运行的例行法规差异等。事实上银行系统的规模和能力差异只是七国集团制度差异的一种,而且并不是最重要一种。税法、破产法、债券市场发展状态、所有权类型等也会起到作用。

表 1 七国集团非金融公司资产负债结构表(1991 年)

项目*	普通法系			德国民法法系		法国民法法系	
	美国	英国	加拿大	日本	德国	法国	意大利
资产							
流动资产合计	48.0	54.7	33.2	57.7	59.4	58.3	56.5
长期资产合计	52.0	45.3	66.8	42.3	40.6	41.7	43.5
资产合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
负债							
流动负债合计	33.4	40.0	23.1	42.2	30.0	43.4	43.2
负债合计	66.0	57.8	60.3	66.8	72.0	68.8	67.4
所有者权益合计	34.0	42.2	39.7	33.2	28.0	31.2	32.6
负债与所有者权益合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* : 各组数据指对各国提供合并资产负债表的公司帐面价值进行平均,并计算各项目的组成比率。

资料来源:根据 Rajan & Zingales, What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, The Journal of Finance, Vol. 1, No. 5 1995, P1428, Table II 简化整理而得,并根据 LLSV 的研究而归入不同的法系。

从融资结构的情况来看,表 2 显示了七国集团 1984-1991 年期间公司融资来源的构成情况。

表 2 七国集团外部融资及杠杆率变化表(1984-1991)

法系	国家	外部融资	外部融资的组成		杠杆率的变化*
			债务发行净值	权益发行净值	
普通法系	美国	0.23	1.34	-0.34	0.14
	英国	0.49	0.72	0.28	0.03
	加拿大	0.42	0.72	0.28	0.02
德国民法法系	日本	0.56	0.85	0.15	-0.01
	德国	0.33	0.87	0.13	-0.24
法国民法法系	法国	0.35	0.39	0.61	-0.05
	意大利	0.33	0.65	0.35	-0.08

* : 杠杆率的计算为负债/帐面资本金,杠杆率的变化指 1991 年与 1982 年的差异。

资料来源:根据 Rajan & Zingales, What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, The Journal of Finance, Vol. 1, No. 5 1995, P1439, Table IV 和 P1432, Table III 整理而得。

从总杠杆率变化看,这期间样本中普通法系国家的杠杆率是普遍增加的,而民法法系国家的杠杆率是普遍下降的。其中杠杆率提高最明显的是美国的公司,而下降最明显的是德国的公司。美国历来被认为

是“市场导向”或“低杠杆”国家的代表,而德国历来被认为是“银行导向”和“高杠杆”国家的代表。戏剧性的是,在1984–1991年间,这两个国家的杠杆率都向这种界定相反的方向变动。这种资本结构的趋同现象,使我们越来越无法忽视其背后的法律制度差异。

从表2可以看出,20世纪80年代期间美国的外部融资是最低的,77%的资金来源都是内源融资,且美国的外部融资完全由债务组成,杠杆比例有较大幅度的增加。外部股权融资净值为负数,即不仅没有股份发行的净增值,而且还有大量的股份回购,这与这期间公司控制权市场频繁的活动有关。进入80年代,北美和英国公司出现了所有权和控制的变革浪潮,这一变革与美国公司法与反收购法案的变革相伴随,同时出现了公司融资结构的巨大变化。这些企业兼并者和经营者操纵的收购,由巨额的借款来支持他们的购买行动,包括从银行、保险公司、其他金融机构和垃圾债券(junk bond)筹资。收购之后的公司往往具有高额的负债。一些公司通过发行债券筹措资金,回购公司股票,实现杠杆的再资本化,大幅度增加了其杠杆率。

美国企业融资结构变迁过程表明,虽然美国具有充分的市场条件,但不同的经济条件和法制环境条件却引导着企业的融资行为,使企业财务行为出现普遍的阶段性特征。

三、发展中国家企业资本结构的差异性

Booth, Aivazian, Demircug – Kunt 和 Maksimovic (简称BADM, 2001) 针对十个发展中国家进行了资本

结构比较研究,其中包括五个前英殖民地国家,两个经历了通货膨胀的拉丁美洲国家,以及三个其他国家。他们研究了多样化的文化与经济因素对现存资本结构模型的可移植性。

BADM 运用国际金融公司(International Finance Corporation, IFC)数据库进行资本结构的统计和回归分析^[14]。各发展中国家企业的负债率,及其对应的资本市场条件和外部法律制度条件列示于表3。

与发达国家资本结构越来越趋于一致的状况相反,发展中国家的资本结构看上去千差万别,总负债率从巴西最低的30.7%到韩国最高的72.8%。这些资本结构的外在表现是受制于各国参差不齐的经济制度条件的。

表3显示,杠杆率较高的国家有韩国、印度、巴基斯坦、土耳其;杠杆率较低的有巴西、墨西哥、马来西亚、津巴布韦;介于其间的是泰国和约旦。与发达国家相比,样本中的发展中国家杠杆率普遍比发达国家低,这与发展中国家股票市场的快速发展相对应。特别是新兴市场经济国家,在1986–1993年期间股票市场相对规模普遍有巨大的扩张。

在发展中国家,银行融资与市场融资之间的区别由于广泛的政府所有以及金融系统的规制而变得更为复杂。对证券市场价格的控制以及政府的指导对企业的财务政策具有重要的影响,如印度政府强制的利率上限导致企业很大程度上依赖负债融资,对发行股票价格的控制又迫使很多企业发行可转换债券以补偿股票低价发行而带来的损失。根据LLSV对投资者法律保护质量的定义,在十个发展

表3 发展中国家的宏观环境比较

国家	总负债率(%) 1985–1987	上市公司数 1990	GDP增长率(%) 1981–1989	股票市值/ GDP(%) 1981–1989	通货膨胀率(%) 1990	会计标准	投资者保护	企业所得税率	最高个人所得税率
巴西	30.7	1193	1.9	10.0	2937.8	A	AS	0.30	0.25
墨西哥	35.4	199	1.6	4.6	26.79.0	G	GS	0.37	0.40
印度	66.1	6200	6.2	5.8	8.6	A	AS	0.45	0.40
韩国	72.8	669	9.6	21.3	16.2	G	GS	0.37	0.50
约旦	44.7	105	-1.6	57.0	2.6	A	AS	0.38	0.45
马来西亚	40.9	282	6.9	68.0	9.1	G	GS	0.35	0.40
巴基斯坦	65.2	487	5.8	4.8	5.9	A	AS	0.46	0.35
泰国	50.9	214	10.1	9.9	60.3	A	AS	0.30	0.37
土耳其	61.8	110	5.3	NA	17.4	A	AS	0.25	0.55
津巴布韦	40.3	57	3.8	9.3	5.5	A	AS	0.50	0.60

注:会计标准和投资者保护的分类依据是:G—好(Good),具有国际公认的质量;A—适中(Adequate);P—差(Poor),需要进行改革;S—履行证券委员会或政府代理规范市场行为。

资料来源:根据Booth, L., V. Aivazian, A. Demircug–Kunt, and V. Maksimovic, 2001. Capital Structures in Developing Countries. Journal of Finance, forthcoming. Table I 和 Table II 整理而得。

中国家的样本中,对债权人权利保护强的有印度、马来西亚、巴基斯坦、津巴布韦和韩国,较弱的有巴西、约旦、墨西哥和土耳其。对投资者保护较强是普通法国家,如墨西哥、韩国、马来西亚,民法国家的投资者保护较差,但巴西是个例外,BADM对十个发展中国家的宏观环境进行了统计。表3表明,发展中国家制度特征的差异非常之大,包括经济发展程度、股票市场规模、通货膨胀状况、会计制度^②、投资者保护状况、企业所得税和个人所得税等多个方面,这些制度差异导致了不同的外部融资环境,对企业的融资带来直接或间接的影响。Demirguc-Kunt和Maksimovic(1996)研究认为公司的杠杆率与股票市场的发展成反比,与银行的发展成正比。

BADM将制度特征与资本结构之间的关系进行了横截面回归分析,其中被解释变量为负债率,解释变量为表5所列示的宏观因素。研究结论是:负债率与股权市场资本化程度之间成负相关关系。表明随着资本市场的发展,企业具有更多的融资选择,从而可以减少债务融资;实证研究还表明,较高的实体经济增长导致杠杆率的提高;而较高的通货膨胀导致杠杆率降低;债务融资税收优势较高的国家运用了较多的债务。为了对发展中国家资本结构的决定因素进行比较,他们用了静态权衡理论模型、优序融资理论模型和代理理论模型等三个资本结构模型进行实证研究。发现债务和股权的选择既依赖于公司特有的因素,又依赖于制度的因素:在权衡模型中,决定因素包括税率、资产类型、商业风险、盈利性、破产法;在代理模型中,内部和外部投资者的潜在利益冲突决定了权衡代理成本和其它融资成本的最优资本结构,公司资产特征和成长机会也是代理成本中的主要因素;在优序融资模型中,金融市场的不完美是资本结构决定因素中的关键。他们认为发展中国家与发达国家资本结构选择的影响因素是相似的,但有时候有些因素,特别是商业风险和市场对帐面比率的作用与预期的相反,其原因可能是发展中国家的公司负债中过多的短期债务和商业信用融资,导致与长期负债不同的资本结构决定机制。

实证表明,与发达国家相比,发展中国家对资本结构的决定因素更为广泛和复杂,既有用西方资本结构理论模型能够解释的一面,更有模型之外的宏观经济、法律、制度要素在起作用。正如BADM所

言,“这些制度差异和回归分析引起了我们极度的关注:国家因素到底意味着什么?巴西之所以特别,是因为它就是巴西,还是因为它是一个低成长伴随着高通胀,同时金融市场又欠发达的国家?我们无法准确回答这个问题,然而足够的证据表明这是一个未来研究的重要课题。”^③

四、企业资本结构形成的宏观机制分析

法律制度是个内涵深刻、外延广阔的概念,既包括法律体系、执法质量,也包括政策和制度体系,使资本结构的形成机理看上去十分错综复杂。不同的国家在不同的时期往往由不同的要素对资本结构起主导的作用,随着时间的推移和制度的变迁,起主导作用的要素也会发生变化。这就是为什么,法律渊源和金融体系相同的国家,如英国和美国,可能有差别较大的融资行为和资本结构;而法律渊源和金融体系完全不同的国家,如美国和日本,却有着几乎相同的杠杆程度。

通过国际比较,笔者认为,一方面,宏观法律制度对投资者和债权人的保护程度决定了企业的投融资环境,即金融市场和金融机构的发育程度和有效程度;另一方面,对投资者赋予的权力不同而影响了企业的治理机制(控制权与索取权)。前者所赋予企业的外在金融条件和后者所具有市场机制,共同决定了企业的财务行为,并最终决定了企业的资本结构。宏观和微观两种作用对资本结构决定的力量大小取决于宏观法律制度的健全和稳定程度。当宏观法律制度比较健全或相对稳定时,企业的外在法律制度和金融环境成为一种既定的条件,企业的财务行为主要受市场机制的作用。此时,宏观法律制度对资本结构的作用更多的是通过对微观基础的影响而形成的间接作用机制。当宏观法律制度条件本身尚不健全,或处于制度的快速变迁时期,如发展中国家和转型经济国家,企业的财务行为很大程度上直接受到制度变迁的决定。随着宏观条件的改变,主导因素也将发生改变,那么资本结构的形成机理也随之而变。

在发展中国家,资本结构的影响因素是多元化的,微观要素的作用受制于宏观环境,而宏观因素本

身的内在复杂性,使其对资本结构决定的作用十分复杂,各国之间的差异也十分巨大。也就是说,对于发展中国家,杠杆率高并不简单地决定于,同时反映出该国的银行系统和资本市场系统,更不能因此判断其融资结构为银行主导或市场主导。此时,资本结构形成机制中的主导作用是对制度的适应,政策、法规、制度可以直接决定企业的财务行为。残缺的市场体系、政策制度和法律环境将引起企业目标函数的异化和财务行为的异化,从而导致畸形的资本结构和公司治理结构,这又反过来诱导和促进宏观制度的变迁。这种情况下,优化企业资本结构成为政府的一项政策措施或制度安排,从企业个体的角度来研究资本结构优化问题是没有现实意义的,因为它不是由市场机制配置资本资源达到资源配置最优化或帕累托改进,而是企业对政策制度的被动适应或甚至与政府进行博弈。随着这个循环的不断运行,宏观制度对企业财务行为直接的作用越来越少,间接机制起的作用越来越多,资本结构形成机理将发生转移。

在宏观政策、法律、制度环境十分健全并且相对稳定的条件下,可以将这些宏观要素看成是既定的条件,宏观要素的作用是构架一个企业各利益主体之间相互作用的基础,企业处于一个充分市场竞争的条件。企业资本结构成为与企业财务行为相关的各利益主体对企业现金流权、控制权等各种权利或利益争夺的市场博弈的结果。西方资本结构理论就是在这样特定的法律制度条件下,从权衡理论、代理理论、信号理论、控制理论等不同的视角加以研究的。在这一条件下,政策法律制度通过引导企业的治理机制,而引导包括股东、债权人、经营者等在内的各利益主体的市场博弈财务行为,从而决定企业资本结构。宏观政策、法律、制度的变迁将改变企业的博弈条件、环境和关系,但不会改变博弈机制,各国企业资本结构趋于相同。

注释:

①作为规模的代表变量。

②样本中除韩国和泰国以外,其他各国的会计制度遵循“北美公认会计准则”(North American Generally Accepted Accounting Principles,

GAAP),这些准则以英美国家的资本市场为视角,即会计信息是为外部债权人服务的,基于公允市场价值;相反,韩国和泰国的会计制度类似于德国和日本,基于严格的历史成本会计准则。

参考文献:

- [1] Modigliani F, Miller M. The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment [J]. *American Economic Review*, 1958, (48): 261 - 297.
- [2] Robichek, Alexander A, Myers, Stewart. Problems in the theory of optimal capital structure [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1966, (1): 1 - 65.
- [3] Myers, Stewart C, Majluf, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, (13): 187 - 221.
- [4] Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, (3): 305 - 360.
- [5] Rajan, Raghuran G, Zingales Luigi. What do we know about capital structure? some evidence from international data [J]. *The Journal of Finance*, 1995, (5): 1421 - 1460.
- [6] Coffee J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications [J]. *Northwestern Law Review*, 1999, (93): 631 - 707.
- [7] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1996, (106): 1113 - 1155.
- [8] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance [J]. *Journal of Finance*, 1997, (52): 1131 - 1150.
- [9] Franco M, Enrico P. Security versus Bank Finance: the Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules [J/OL]. <http://www.papers.ssrn.com>, 2000.
- [10] Borio C. Leverage and financing of nonfinancial companies: an international perspective [J]. *Economic Papers*, 1990, (27), Bank of International Settlements.
- [11] Jenette R. 1988, An International Perspective on the Capital Structure Puzzle [A]. in Joel M. Stern, Donald H. Chew, eds: *New Developments in International Finance* [C]. (Basil Blackwell, New York)
- [12] Allen F, Montgomery J. Financial structure: an international perspective [J]. *Brookings Papers on Economic Activity* 1991, (1): 257 - 297.
- [13] Erik B, Perotti E. The governance structure of the Japanese financial keiretsu [J]. *Journal of Financial Economics*, 1994, (36): 259 - 284.
- [14] Booth L, Aivazian V, Demircug-Kunt A, et al. Capital structures in developing countries [J]. *Journal of Finance*, forthcoming, 2001, (1): 1 - 68.

A cross-country comparison to the causal mechanism of enterprise's capital structure around the world

RAO Yu lei

(College of business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: Recently some researches show that the enterprise's capital structures in developed countries become more and more alike, but in developing countries they become different to a great extent. And enterprise's capital structure in one period cannot do so in another period. Traditional Capital Structure Theory cannot account for the status quo of the capital structure. The main reason for the narrow explanation of the traditional theory is that it assumed based on the framework of fixed legal institution and conditioned investing and financing setting. This paper, comparison of different countries, discusses that law and institution influence capital structure according to legal origin of their law. Financial system is maybe not final determinants to financial behaviors and enterprise's capital structure. But law and institution play an introductory or dominant role in the financial system and enterprise's capital structure.

Key words: law and institution; capital structure; seasoning with institution; game in market

[编辑: 汪晓]