

巴西上市公司融资模式研究

李建军 张泽来

20 世纪 90 年代, 巴西开展了以贸易自由化、金融自由化和国有企业私有化为主要内容的一系列经济改革, 其经济发生了深刻的变化。巴西放弃了原来的进口替代工业化模式, 转而实行市场导向的经济政策。这些宏观经济形势的变化对巴西的公司产生了深刻的影响, 尤其对巴西上市公司的融资模式的影响尤为明显。本文试图通过对巴西上市公司资本结构的分析, 揭示其融资模式的特点。这对于研究巴西资本市场乃至整个宏观金融体制都是很有意义的, 也有助于加深对转型经济中上市公司融资模式的认识。

金融体系、资本结构与融资模式

济思曼(J. Zysman)把各国金融体系分为 3 种基本类型。第 1 类是建立在资本市场体系上的金融体系, 其特点是通过市场和价格来配置资源, 银行及其他金融机构与企业的关系由资本市场和短期借贷加以调解。一般来说, 银行或金融机构不是只向 1 家公司投资, 而是通过组合投资力求收益最大化, 通过分散投资以使风险最小化。投资者主要进行短期投资, 更加关注股利收入和资本利得。第 2 类是以信贷为基础发展起来的金融体系。政府设定关键的价格, 长期信贷加深了银行与公司的关系。第 3 类也是以信贷为基础发展起来的金融体系, 只是其价格是由具有很强市场能力的大型金融机构设定的。

从公司融资的角度来看, 以银行为基础的金融体系为企业提供了比较安全的融资渠道, 从银行与企业之间的互动关系来看, 一方面使工业企业对贷款的依赖性越来越大, 另一方面使金融机构对工业企业的影响也越来越大。从宏观经济的角度来看, 政府能有效地对金融体系进行干预, 并运用金融政策作为实施工业和经济目标的工具。在以发达的资本市场为基础的金融体系下, 公司能实现长期项目的融资而不必举债。这样做, 由此产生的流动性既增加了新项目投资的资本量, 又容易增加资本运

动的波动性, 加大实现长期项目收益的困难。

企业的资本来源主要有两个: 一是股东权益资本, 二是负债。负债价值与权益价值的比例关系就是资本结构。融资模式是指对权益融资和负债融资工具的应用方式及比例。资本结构理论是研究在一定条件下负债对企业价值的作用和影响及企业价值最大化问题。企业资本结构既指企业的负债与总资产的比重, 又指所有者权益以及各构成项目分别占企业总资本的比重, 资本结构不仅影响企业的融资模式、资本成本和资本总价值, 而且影响企业的治理结构, 同时, 资本结构也会影响经理行为, 进而影响一个国家和地区的总体经济。

莫迪利亚尼和米勒(F. Modigliani and M. H. Miller) 1958 年提出了 MM 定理, 即在完善的市场条件下, 企业举债比重的多少与企业市场价值无关, 公司的融资模式选择是中性的。迈尔斯、辛格和法萨里(S. Myers, A. Singh and Fazzari)则认为, 融资模式影响公司投资决策, 并影响国民经济中的投资水平。他们认为, 资本结构和红利政策对股价的构成产生直接影响, 融资模式的选择不是中性的, 公司总是倾向于使用内部融资工具。

公司资本结构优化理论则认为, 厂商总是试图维持一个优化的资本结构, 它能使厂商风险最小化。因此, 与利率和税率相关的成本优势越大, 企业就越倾向于举债; 反过来, 如果破产风险增大, 企业就倾向于发行股票。这一运动的结果, 将是达到一个举债和发行权益的优化的比率。随着对代理问题、信息不对称、逆向选择、道德风险和交易成本问题的认识的加深, 公司资本结构优化的理论也在逐渐得到重视。

巴西上市公司的融资模式

在分析一个国家上市公司的融资模式时, 有两个方面的资料可以利用: 一是金融机构的宏观数据, 二是摘自上市公司资产负债表的数据。我们研究中使用的数据大

部分来自样本公司的资产负债表、巴西中央银行和统计部门公布的数据。研究中的样本是由 1989~ 1996 年间 216 家上市公司组成的。这 216 家上市公司都是 1989~ 1996 年圣保罗股票交易所和里约热内卢股票交易所最活跃的股票。样本的行业部门分类如下: 食品(23 个)、汽车配件(12 个)、饮料(8 个)、玩具(2 个)、水泥(3 个)、制革(3 个)、电子(7 个)、家居用品(6 个)、化肥(11 个)、机器工业(9 个)、木材加工(4 个)、交通运输(8 个)、金属加工(22 个)、造纸(8 个)、石化(25 个)、化工(7 个)、钢铁(10 个)、纺织(25 个)、其他(23 个)。

巴西《公司法》和《证券法》规定,公司在分配当年税后利润时,应提取一定比重的款项列入公司的公积金和公益金。公司的公积金用于弥补公司的亏损,亦可转增股本以扩大投资。这部分转增股本的公积金即为内部融资。因此,公司的融资总额为:内部融资加外部融资等于内部融资、股权融资和债权融资之和。

通过研究发现,在 1989~ 1996 年的 216 家样本上市公司中,内部融资平均占整个融资总量的 25%,债权融资占 27%,其余为股权融资(48%)。按年份这 3 项比重分别为:1989 年占 42%、20% 和 38% (样本量为 111 个);1990 年占 10%、13% 和 77% (样本量为 94 个);1991 年占 14%、18% 和 68% (样本量为 92 个);1992 年占 21%、15% 和 64% (样本量为 85 个);1993 年占 55%、22% 和 23% (样本量为 128 个);1994 年占 58%、23% 和 19% (样本量为 135 个);1995 年占 53%、28% 和 19% (样本量为 104 个);1996 年占 58%、38% 和 4% (样本量为 4 个)。

据巴西国家地理统计局(BGE)提供的资料,如以 1988 年为基期计算的国内生产总值(GDP)增长率基数为 100,则 1989 年的 GDP 增长率为 103.0,1990 年为 98.9,1991 年为 99.9,1992 年为 99.3,1993 年为 104.2,1994 年为 110.3,1995 年为 115.0,1996 年为 118.2。

同时,通过研究发现,不同年份之间的变化较大。由于科洛尔政府实行资产冻结政策,禁止公司进行内部融资和银行贷款,迫使公司通过发行股票进行融资。因而,1990 年通过资本市场进行融资的比重急剧增加。这一时期巴西经济的一个重要特点是恶性通货膨胀。为抑制通胀和稳定经济,巴西政府 1991 年颁布了第 8200 号法令,规定公司可以将其资产负债指数化,即以一个适当的通胀指数来调整其资产负债数据。这一法令还允许对 1990 年财务报表进行逆向调整,从 1993 年起,连续 4 年每年顺延扣除 25%。由于 1990 年通胀指数上升了 1794.72%,因此,该年度财务报告中的净利润锐减,内部融资也开始减少,直到 1993 年才开始回升。从 1993 年起出现了新的变化,特点是股权发行的大量减少与内部融资的增加。从 1994 年起,随着宏观经济形势的好转,通胀率开始大幅度下降,市场的自由化改革进一步加深。放松对金融的管

制,允许外资进入巴西等改革措施的实施,推动了巴西资本市场的发展,一级市场的股票发行量有了较大幅度的增长:1992 年为 9.43 亿美元,1993 年为 8.41 亿美元,1994 年为 25.91 亿美元,1995 年为 21.11 亿美元,1996 年为 91.55 亿美元。

结 论

巴西的宏观经济属于典型的转型经济,金融体系中货币市场与资本市场并重,而前者的地位更为突出。利用样本数据,我们绘制了下列图表(图 1、图 2 和图 3),直观地揭示巴西上市公司的融资模式的下列特点。

第一,内部融资或内源融资仍是巴西上市公司融资的重要方式。巴西公司总是倾向于内部融资,在公司融资决策时,首先考虑内部融资,然后再考虑外部融资。巴西的家族企业在这方面表现得尤为突出。这既说明巴西上市公司似乎较少恶意上市圈钱之嫌,也说明其忽视外部融资,尤其是股权融资,不利于公司的快速发展。

第二,GDP 的增长与内部融资有着显著的相关性。当经济形势好转,预期较高,公司具有较好盈利前景时,上市公司则倾向于进行内部融资以增加投资。

第三,GDP 的增长与债权融资之间有着显著的相关性。当经济增长率达到最高点时,利率达到最低点;当公司的融资成本降低时,公司的债权融资比重增加。但由于 90 年代巴西经济波动较大,国内利率居高不下,金融形势不稳定,巴西公司的债权融资实际上并不活跃,公司的负债率普遍较低,不利于实现企业的发展和股东效益的最大化。

第四,股权融资已成为巴西上市公司最重要的方式,但与 GDP 的增长缺少相关性。这一方面说明巴西证券市场的波动性大,投资者的预期和信心不足,另一方面也说明巴西上市公司的资本运营能力有待提高。

第五,从巴西上市公司融资模式的特点,可以得出转型经济中公司融资决策与宏观经济活动的一般性规律。当经济衰退时,公司的内部融资和股权融资能力下降,债务比率增加,同时也增加了公司盈利前景和资本成本的不确定性。当债务比率提高时,债权人为了保全自己的利益和规避风险,将会以相反的方式行事,减少给公司的贷款。这就意味着公司将被迫减少经营活动,解雇工人和延缓投资,反过来又加剧了衰退。这时将需要进行宏观货币政策及财政政策的调整。

(责任编辑 沙 萨)

参考资料:

A. O. Hirschman, *Exit, voice and loyalty - responses to decline in firms, organizations and states*

Harvard University Press, 1970

F. Modigliani, M. H. Miller, *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*, American Economic Review, Vol 48, pp. 201~ 297, 1958

S. C. Myers, *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, Vol 5, pp. 147~ 175, 1977.

A. Singh, J. Hamid, *Corporate financial structures in developing countries*, Washington, International Finance Corporation, 1992 (Technical Paper, 1).

J. E. Stiglitz, *Perspectives on economic development*

markets, market failure, and development AEA Papers and Proceedings, May 1989

J. Zysman, *Government, markets and growth* Cornell University Press, 1983

Fazzari, Hubbard and Peterson, *Financial constraints and corporate investment* Brookings Paper on Economic Activity, Vol 1, 1988

Stiglitz, *The role of the state in financial markets* Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993. Washington, D. C., World Bank, 1994

