



热门文章

国外汇储备
何加强会计
用多元线性
国衍生金融
国有商业银行

章

章

品市场竞争
业银行走混
国存款保险
国创业板市
华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

[2006年6月]资本结构理论与我国上市公司融资结构分析

【字体 大 中 小】

作者: [王 丹] 来源: [本站] 浏览:

一、经典理论综述

资本结构理论是公司金融的核心部分,很多学者进行了大量的研究。有效研究的基础是建立金融市场上,在英、美等西方国家,企业可选择的融资方式较多,并且受到的强制性的约束这样的环境背景下,资本结构理论产生并取得不断发展,同时指导着企业的融资实践。根据d Raviv(1991)的综述中,可以看到资本结构理论的发展与内容:

(一)MM理论

美国经济学家Modigliani和Miller提出了著名的MM理论:在不考虑所得税的完全市场中,企业结构与企业的价值无关。在有税收的完全市场中,由于负债能产生利息税盾,企业价值随负债增加,即当负债100%时,企业价值最大。随后的各种理论在此基础上通过不断地修正、放出新假设得以迅速发展。

(二)均衡理论

该理论建立在MM理论的基础上,考虑了财务危机成本和代理成本对企业价值的影响,其基本增加负债在产生节税收益的同时增加了企业破产成本以及债权人和股东之间的代理成本(正本),减少了由于所有权和经营权分离产生的代理成本(负代理成本),当节税带来的边际边际财务危机成本和边际代理成本之和时企业价值最大。这时的资本结构就是企业的最佳资本结构。

(三)信息不对称下的资本结构理论

这一理论的显著特征是认识到了不对称信息对资本结构的影响。很多学者对这一理论从不同本结构进行分析:

1.激励理论(Jensen and Meckling, 1986):通过分析经营者行为和资本结构之间的关系,增加会增加企业破产的风险,因而通过债务契约可以激励经营者努力工作,做出正确的投资免破产。

2.信号理论(Ross, 1976):通过分析投资者行为和资本结构之间的关系,可以看出资本结构对投资者评判企业市场价值的影响,当负债增加时,表明经营者对企业未来项目收益有较高希望增加新股东来分享企业收益。当权益增加时,表明经营者对企业未来项目风险预期较高股东加入分担风险。

3.融资偏好顺序理论(Myers, 1984):运用模型证明了关于企业价值的不对称信息比关于对称信息更主要地决定了企业的资本结构,从理论上解释了企业融资偏好的顺序是:内部融资→权益融资。

二、我国上市公司融资结构与理论偏差

根据研究,发现我国上市公司的融资结构与标准的理论所描述的有很大的差别,具体表现在

(一)偏低比例的内部融资

内部融资是企业经营活动创造的利润扣除股利后的剩余部分以及经营活动中提取的折旧,主存收益。相对于外部融资而言,内部融资具有相对低成本,风险小的优点,并可以避免普通能带来的所有权和控制权稀释,不对称信息等问题,所以对于工业化发达国家企业而言,内最重要的资金来源。但企业内部融资受企业规模和赢利状况影响较大。我国企业折旧期长,低,并且承担了较高的税率(大部分企业仅所得税一项税率便高达33%),使得我国企业内部低,基本上不可能作为较大的资金来源。

(二)存在严重的股权融资偏好

自20世纪90年代以来,我国股票市场的发展速度远远快于债券市场。从累计融资总额分析,年末,上海证券交易所和深圳证券交易所累计融资总额中有95.63%属于股权融资,而债券融4.37%,股权融资额大大高于债券融资额。可见我国上市公司对于股权融资一直情有独钟。遍存在着非上市公司偏好于争取上市募股融资,上市公司则偏好于配股和增发新股现象。在中,只要有可能,上市公司决不会放弃外部股权融资的机会,具有非常强烈的股权融资偏好

(三)资本市场欠发达,间接融资比重偏高

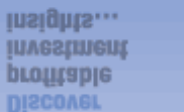
我国企业对银行信贷的依赖程度偏高。首先,信贷市场上预算软约束依然存在。目前我国的仍然是一种政府直接控制和国有银行垄断的制度。政府担保和企业的预算约束成为金融体系济活动的基本特征。这种企业和银行及财政的扶持与被扶持的关系,使得企业向银行借款成惯性思维,利率高低和成本大小不会成为企业融资障碍。其次,我国资本市场虽然已有十余年的发展,但仍然沿用传统行政化思路,将证券市场纳入行政化轨道,成为名副其实的“有计划的资本市场”。这使得我国资本市场内在效率损失,总体规模偏小,发展极不均衡。无论从数量还是发展程度看,我国资本市场无法承担起我国大多数企业融通筹集资金以支持企业发展的重任。最后,在我国居民的金融资产中,银行储蓄占绝大部分,而有价证券和其他金融资产所占比例很小,可以说正是我国银行储蓄相对于资本市场的绝对优势和传统体制下我国企业对银行的长期依赖造成了间接融资比重偏高的状况。

三、我国上市公司融资行为的成因分析

我们把影响我国上市公司融资行为的因素分为外因与内因两种,外因是由我国现有的体制造成,而内因则受到企业本身制度的影响。以下分析中,前两个原因属于外因,后两个原因属于内因。

(一)股权融资成本低

从理论上讲,债券融资成本应该比股权融资成本低。因为债券融资的利息计入成本,具有抵税作用,而股权融资中却存在公司所得税和个人所得税的双重纳税。另外,发行债券企业可以利用外部资金扩大投资,增加企业股东的收益。产生“杠杆效应”,而在股权融资中,新增股东要分享企业的利润,从而摊薄每股收益。但是在我国,股权融资成本实际上却低于债券融资成本。原因有三个方:第一,上市公司现金股利分配少。股权融资成本主要来源于分红派息。在成熟市场,上市公司给投资者的股利往往高于银行储蓄收益,而我国上市公司股利不分配现象很普遍,即使分配也是现金分配的少,送股、转增的多。上市公司较低分红派息率降低了我国上市公司的股权融资成本。第二,总体来看上市公司的成长性较差。一般来说,企业成长性越强,股权融资成本越高。目前,我国上市公司成长性低于国外发达国家企业的成长性,无论从公司业绩的增长、利润的稳定性还是净资产收益率以及



财务状况等指标来看,都与发达国家的企业存在着差距。由于我国上市公司的成长性较差,企业为了回避融资风险,当然愿意选择融资成本低的股权融资而不选择债券融资。第三,股票发行价格偏高。众所周知,企业股权融资信息不对称和供求关系的相对平衡,投资者一般不愿意以高溢价购买公司股票,因此,股票发行市盈率较低,而我国证券市场还不够成熟,上市公司还是比较稀缺的资源,使得上市公司能够选择有利于公司的时机,以高于股票价值的价格发行股票,从而降低了上市公司的股权融资成本。

(二)资本市场体制不完善
我国的资本市场仍处于起步阶段,市场运作和监管机制尚未完善,从而使得上市公司偏好股权融资,主要原因是:第一,资本市场融资渠道单一。在我国股票市场迅速扩张的同时,企业债券市场却没有得到应有发展。第二,证券市场功能不完善。我国上市公司中国有股和法人股控股且不能够上市流通,使得用脚投票、外部接管等监督机制对公司治理机制失效,导致许多上市公司利用证券市场的融资功能进行过度的股权融资。第三,融资信号传递效应不明显。证券市场无法通过融资方式这一信号判断企业价值,企业也无须担心股权融资导致的信誉和价值下降。最后,法规制度不完善。我国的会计制度、会计准则,上市公司的配股、增发以及审计制度尚不完善,使得许多上市公司在中介机构的配合下,通过关联交易、债务重组、盈余管理甚至造假轻易实现其股权融资的目的。

(三)企业改制上市存在着观念上的误区
在中国设立证券市场的初衷存在着这样一个误区,即证券市场只是为了国企解困和促进地方经济发展。因此,一些效益不好但与地方利益紧密联系的企业获得优先上市资格,随后为了达到再融资资格,地方政府常常采取给上市公司地方财政补贴、降低税负、减免利息、土地资源价格优惠等措施来粉饰企业经营业绩。由于地方政府的政策扶植,助长了企业改制上市和股权融资的欲望。另外,企业上市动机不纯。企业改制上市目的是为了建立现代化企业制度,完善公司法人治理结构,并通过证券市场合理配置资源,实现资源效益最大化。但是许多企业将上市看成是利用证券市场“圈钱”的好机会,这些企业在改制上市过程中不是注重怎样转变机制,建立现代企业制度,而是热衷于财务数据包装,甚至不惜通过会计造假达到上市或再融资条件,从而将募集的资金当作“免费午餐”长期占为己有。

四、推动我国上市公司融资行为合理化的对策

(一)完善公司治理结构

解决这一问题应从以下两方面入手:第一,逐步解决非流通股不能流通问题。通过股权分置改革,实现国有股减持和流通,实现“同股同权”,降低股权集中度,使股东之间的利益保持均衡和一致。具体可采取国有股回购、略高于净资产值配售、国有股转优先股、国有股股权转债权等方式。大力培育机构投资者,将分散的中小股东凝聚成一股合力,提高他们在股东大会上的表决权和对大股东监督的能力。第二,我国上市公司管理层缺乏有效的激励和约束机制是公司治理的另一大缺陷,对此可采取经理人员持股、运用股票期权、实行薪酬激励制度对其进行有效的激励。在约束机制方面,应建立经营者风险金制度,实行经营者经营指标考核制度,完善经营者的风险机制,培育经理人市场。

(二)强化上市公司股权融资管理

上市公司偏好股权融资与证券市场过低的股权融资门槛有很大的关系。为了规范上市公司股权融资行为,应适当提高股权融资门槛,强化上市公司管理。首先,申报股权融资的上市公司不仅是业绩成长性好的绩优公司,而且公司在拟股权融资前三年实行过高于同期存款利率的现金分红方案,同时公司还必须承诺配股或增发后,仍将实行超过银行同期存款利率的现金分红方案。对于违约的上市公司,监管部门应有相应的制裁措施。其次,募集资金项目收益率应作为上市公司股权融资的重要核准条件,对募集资金的投入、使用以及项目产生的收益应实行动态信息披露和监管制度。对于随意变更募集资金投向或以各种名义挪用、侵占上市公司募集资金的企业不仅要重罚,而且还要取消上市公司配股、增发新股的资格。

(三)发展企业债券市场

发展企业债券市场,促使企业主动自愿地进行债务融资,实现融资渠道多元化。在发达的证券市场上,债务融资是优于股权融资的融资方式,因为债务融资不仅具有节税和提高财务杠杆的作用,还能激励管理层积极工作,减少由于所有权和经营权分离带来的代理成本。但是目前相对于股票市场而言,我国企业债券市场的发展极度不平衡。为改变这一现状,首先,应考虑放宽企业债券发行的审批条件,降低债券融资门槛。其次,要实行企业债券利率市场化,降低债券交易税,并加快中介机构发展,提高债券市场的流动性。再次,完善企业信用评级体系,降低债券融资风险。最后,加大证券市场的立法,查处和执法力度,增强上市公司融资的硬约束也是很重要的。

(四)塑造全新的融资理念

某些综合性融资方式中,可以包括货币资本融资、有形资本融资和无形资本融资这三类融资方式之中的两类甚至三类。对于这些综合性融资方式,我们应重点关注其中的金融租赁和资产重组:金融租赁兼具融资和融物功能,可满足上市公司筹措资金和更新设备的双重需要,目前已成为国际资本市场上仅次于银行信贷的第二大融资方式,上市公司要树立设备使用比设备占有更重要的观点,即“不求所有,但求所用”的新观念;资产重组通过对企业有形和无形资产进行重新配置,既可能优化企业资源、提高企业赢利能力,因此也就增加了内部融资,又可能扩大企业的外部融资特别是直接融资渠道。

参考文献:

- [1] 胡道勇 我国上市公司融资偏好分析 《上海金融》 2003年第6期 23-29页
- [2] 陆正飞 叶康涛 中国上市公司股权融资偏好解析 《经济研究》 2004年第4期 61-70页
- [3] 孙利 资本结构理论与中国上市公司融资偏好 《社会科学战线》 2004年第3期 56-62页
- [4] 唐广 上市公司股权融资偏好的原因及治理 《财会研究》 2004年第3期 33-38页
- [5] M Harris and A Raviv 1991 " the theory of capital structure" the Journal of finance p297-355

(作者单位:南开大学金融工程学院)

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名:



评论:

【注】 发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德,遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事法律责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融

[XML](#) [RSS 2.0](#)



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: [经典风格](#)

云南省昆明市正义路69号金融大厦