



热门文章

- 用多元线性
- 间借贷利率
- 何加强会计
- 国外汇储备
- 何处理银行
- 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...

The WORLD MONEY SHOW

WOMEN SHOW

insights... investment biography discover

[2009年8月]我国上市公司融资结构特征及优化分析

【字体 大 中 小】

作者: [李惠民] 来源: [本站] 浏览:

一、企业融资理论及研究

美国经济学家大卫·杜兰特(David Durand)是最早期资本结构理论研究的开拓者。他在1958年发表的《资本成本、公司财务与投资风险》是最早期资本结构理论研究成果。他在零税率的条件下提出了三种见解:净收入理论(Net Income Theory, NOI), 净经营收益理论(Net Operating Income Theory, NOI), 传统理论。1958年6月, 莫迪尼亚尼(Modiigliani)和米勒(Miller)在《美国经济评论》上发表经典论文《资本成本、公司财务与投资风险》, 提出公司资本结构理论, 企业融资和资本结构问题引起有关学者的广泛关注。开创了现代资本结构理论。但是MM理论的抽象、严格的假设条件无疑限制了MM理论的实际应用。它的最大贡献在于它为资本结构理论奠定了基础作用。MM模型之后, 学者们沿着MM模型的基本思路进行了更为深入地探究, 逐步放宽模型就税收、破产成本, 信息不对称以及公司治理结构在企业资本结构和融资中的作用进行了广泛并相继提出了权衡理论、信息不对称理论等多种有关资本结构的理论和模型, 得出很多有论。

西方融资理论和研究不断发展的同时, 我国学者也在这方面进行了广泛研究。早期的研究和张岗、阎达五发现中国上市公司存在显著的股权融资偏好。刘星、魏锋和詹宇对中国的上融行为进行了检验, 结果发现我国上市公司进行融资决策时, 首选外部融资。而在外部融股权融资为主, 债权融资又以短期债务为主。近几年, 袁卫秋(2004)检验静态权衡理论和啄食理论在我国市场的适用性, 发现啄食顺序理论不宜用来解释我国上市公司的融资特征, 而静态可用来解释我国上市公司的融资特征。张兆国、宋丽梦、和张庆(2005)分析了我国上市公司对股权代理成本的影响, 结果发现经营者持股比例与股权代理成本有较显著负相关性; 负例、法人股比例和第一大股东持股比例均与股权代理成本有不显著的负相关性; 国家股比例比例均与股权代理成本有较显著的正相关性。张兆国、闫炳乾、和何成风(2006)通过实证研公司融资结构的治理效应, 结果发现主营业务利润率、经营费用率、和资产利用率三个指标值指标能够更好地解释公司绩效; 国家股比例对经营绩效的负向影响越来越不显著; 法人股债融资对公司绩效有不显著的正向影响; 流通股与公司绩效之间没有显著关系; 股权集中度持股比例对公司绩效有较显著正向影响; 留存收益对公司的绩效有显著负向影响。

二、我国上市公司融资结构现状及存在问题

(一) 内源融资比例依然偏低

内源融资的一大来源是上市公司内部的现金流量, 主要包括折旧和未分配利润(即留存收益分。内源融资具有资本成本低的优点。如表一可见, 发达国家的融资比例中, 美国, 加拿大英国等主要发达国家上市公司的内部融资比例均超过50%, 最低的日本也有34%的比例。由此源融资占有非常重要的地位。而我国上市公司的内源融资比例却相对很低, 近几年维持在20%左右, 远落后于主要发达国家上市公司。

表一 主要发达国家上市公司的融资结构(%)

资料来源: 裴平, 《中国上市公司股权融资研究》, 南京大学出版社。

(二) 股权融资比例偏高

一般情况下, 在内源融资、股权融资和债券融资三种方式中, 股权融资的资本成本最高, 这权融资规模应保持在相对较低水平才有利于降低成本, 企业才能更有效的运转。而我国上市权融资比例却明显偏高, 2008年以前一直维持在50%上下。以2007年为例, 股权融资在融资比率为58.2%, 有悖于资本结构的融资优序理论。但由于2008年股票市场的低迷, 股权融资比例低, 只占融资总额的24%。但这只是一个特殊情况。随着市场逐渐恢复, 股权融资又有抬头之表二 企业债、股票发行额的比较 单位: 亿元

资料来源: 中国证券监督管理委员会, 《中国证券期货统计年2007》, 学林出版社。

(三) 债券融资比例偏低, 但逐步趋向于合理水平

债券融资不但融资成本低, 不稀释股东权益, 而且具有杠杆作用, 只需支付固定的利息收入多瓜分公司盈利, 因此受到企业青睐, 成为企业进行外部融资的首选。西方发达国家的债券股是股权融资额的3至10倍, 且企业债券成为资本市场上比重最大的种类。而我国上市公司比例偏低。如表二所示, 以2006年为例, 我国上市公司的股票融资额为5594.3亿元, 而同期的企业债券融资额仅为3938.3亿元。债券融资比例依然偏低。但随着债券市场的不断发展成熟, 债券融资比例不断提高。以2008年为例, 债权融资总额达到9327.5万元, 较2007年大幅上升67.5%, 而同期股权融资总额仅为2962.42亿元, 债券股权融资比值为3.15, 在正常比值之间。虽然由于2008年股票市场在泡沫破裂和经济减速的双重冲击下经历了深幅调整, 但是债券市场趋于成熟的因素不可忽视。随着债券市场的不断发展, 股票市场趋于稳定, 债券融资比例必将逐步趋向合理。

三、我国上市公司融资结构的原因分析

(一) 上市公司实际业绩不佳, 缺乏有效的内部融资机制, 导致内部融资比例偏低

内部融资的资金来源主要是留存收益, 留存收益的主要来源是公司的盈利。而导致内部融资结构比例偏低可以贵乃为两个方面: 第一, 虽然2003年以来, 中国经济飞速增长, 企业盈利水平也跟着水涨船高。但是与发达国家成熟市场的上市公司相比, 我国上市公司目前的利润增长中有一部分是虚增, 分析企业财务报表就会发现, 不少上市公司为了业绩增长, 在兼顾主营业务的同时, 将资本逐渐倾斜于投资活动, 而非企业内部的资本积累。同时, 大部分上市公司不分配或少分配股利, 虚增了一部分利润。第二, 由于缺乏有效的内融机制企业, 大部分的利润往往以不同形式转移给股东, 管理层和员工, 而非增加融资规模。从而没有形成有效的积累。最终导致内部融资结构偏低。

(二) 股权融资的实际成本不高, 法律规章制度的约束较少, 导致股权融资比例较高

我国上市公司股权融资比例偏高, 首先是因为我国股权融资的实际成本不高: 其一, 大部分上市公司享受着政府给予的各种不同的税收优惠政策, 导致实际税负降低, 从而降低了融资的实际成本。另一方面, 上市公司的股利支付率低, 甚至不分配, 即使分配股利, 也偏好股票股利, 而较少采取现金股利的方式分配。因此, 低股利支付率就意味着较低的融资成本。二是股权融资具有软约束。公司如果

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...

The WORLD MONEY SHOW

WOMEN SHOW

insights... investment biography discover

进行债券融资，必须按约定的期限还本付息，无法或不按约定的期限还本付息，将遭到冻结存款、封存资产等强制执行的结果，必然会影响公司的信誉，影响公司的正常运营。按期还本付息是一种“硬约束”。而股权融资相对于债务融资，不存在还本付息问题，再加上没有定性的股利支付方面的压力，公司处在“软约束”之中。这种宽松的环境下，使我国上市公司偏好股权融资。

(三) 上市公司融资缺乏成熟的债券融资市场，一定程度上限制了我国上市公司债券融资的规模。债券融资成本低于股票融资成本，且债务利息在税前支出，因此企业举债可以合理避税，增加企业税后利润。因此，企业融资青睐于债券融资。但我国上市公司却并非如此。首先，由于我国股票市场和债券市场发展的不平衡，债券市场发展相对滞后；其次，我国的政策法规对上市公司发行债券进行严格的监管和控制，并且设置了较高的准入门槛，一定程度上限制了上市公司在债券市场融资，致使债券融资规模较小。

(四) 我国上市公司治理结构不合理，且缺乏有职业素养的经理人员

公司治理结构是一种规范股东、董事、经理人之间权力义务的分配，以及与此有关的聘任、监督等问题的制度框架。简而言之，融资结构其实可以看成是企业各利益关系人相互博弈的一种结果。其中最重要的就是股东与经理人之间的博弈。西方发达国家的上市公司的制度相当合理，企业有着非常完善的治理结构。股东对企业有着相当大的控制权，企业经理人的行为受到一系列制度的激励和约束。从而能够有效保证企业经理人的自身利益最大化的同时，实现股东利益最大化。而我国上市公司大都由原国有企业改制而来，公司上市后，领导体制、决策过程依旧，管理制度、经营机制没有完全超越旧体制。由于缺乏完善的激励约束机制，经理人员便从自身的利益出发，而违背股东的意愿。因为增加债务会增加企业破产风险，使经理人员的薪酬降低。所以，经理人员偏好于股权融资，来达到自身利益的最大化。

四、完善我国上市公司融资结构的建议

(一) 拓宽融资渠道，重构融资结构，建立与现代企业制度相适应的融资结构体系

1. 增加内源资本积累，进一步加大内源融资规模。因为内源融资有其独特的优势，所以要培养企业优先选择内源融资的环境。首先在宏观的法规政策上引导和鼓励上市公司进行内源资本扩张，提高内源融资比例；同时企业自身应加强运营效率，降低成本，提高收益水平，增强企业内部自我补给的能力。

2. 扶持机构投资者，加强对股权融资的监管，提高股票市场的有效性。发达的股票市场不但是一个国家经济的“晴雨表”，也是上市公司进行外部融资的重要组成部分。有效的股票市场中，价格反映了企业的价值。其作用不可忽视。第一，应大力培育成熟的机构投资者。机构投资者具有专业的理财队伍，理性的投资行为，并兼具规模经济所带来的成本优势，其发展壮大将改善证券市场的投资者结构，起到稳定市场，活跃交易的作用；第二，鼓励机构投资者之间交叉持股，形成公司间有效的制衡机制，达到优化股权结构的作用；第三，应加强对上市公司再融资的监督管理，依照法律法规要求对发行人的融资申请进行严格审核。适当提高准入门槛等。改变再融资成为上市公司恶意“圈钱”手段的现状，强化其优化融资结构的作用。

3. 继续发展债券市场，促进债券利率市场化，适当放宽债券发行条件。近几年，债券市场有了一定的发展，为上市公司融资结构的合理化起到了重要的作用。因而，要继续发展债券市场，逐步提高企业的债务融资比例。其一，深化债券利率改革，取消企业债券利率与银行利率挂钩的做法。实现企业债券根据市场的需求来自动地确定利率水平的市场化利率机制。另外，要逐步推进企业债券发行改革，根据市场发展设置发行债券的条件，建立政府有效监管下的企业债券市场体系，建设成熟的债券市场，继续提高上市公司债券融资比例。

(二) 建立完善的上市公司治理机制和经理人员的选拔与培养体系

1. 创新对经理人员的激励与约束机制。随着股权分置改革的完成，国有股和公众股在同一市场流通，打破了我国上市公司国有股“一股独大”局面，为股东和市场有效地激励和约束高级管理人员提供了条件。实行多元化股权结构、同股同权对于形成上市公司的监督激励机制有着积极作用。如提高经理人的绩效工资比例，建立经理报酬与公司利润的高度挂钩制度，或采用股权激励或员工持股等方法，可以将公司股东，经营者和员工的利益趋于一致，使经营者自身利益最大化等同于股东利益最大化，促使经营者形成理性的企业融资行为，有利于完善公司治理结构，优化上市公司融资结构。

2. 深化独立董事机制对经理人的监督作用。由于独立董事独立于公司股东且不在公司内部任职，并与公司或公司经营管理者没有重要的业务联系或专业联系，因而可以对公司事务做出独立判断，有效的起到监督作用。很大程度上规范了经理人的融资行为。很多西方发达国家，如美国就是采取独立董事制度。独立董事制度的实施有效的制衡了股东、董事会和经理层之间的关系，使所有者和经营者达到一定程度的利益趋同，同样有利于完善上市公司的治理机制，最终达到优化上市公司融资结构的作用。

参考文献：

- [1] 朱雨良 上市公司融资结构优化策略研究 [J] 现代财经 2006 10
 - [2] 中国注册会计师协会 财务成本管理 [M] 经济科学出版社 2008 4
 - [3] 陆正飞 中国上市公司融资行为与融资结构研究 [M] 北京大学出版社 2005
 - [4] 张兆国 试析我国上市公司资本结构的效应 [J] 会计研究 2001 10
 - [5] 林伟 中国上市公司融资结构及行为分析 [J] 投资与证券 2006 10
 - [6] 吴江 股权分置结构与我国上市公司融资行为 [J] 金融研究 2004 9
- (作者单位：海南大学管理学院企业管理专业)

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名：



评论：

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【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
- 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

