

上市公司资本结构分析及其优化建议

张 松 林 燕

(浙江师范大学 浙江 金华 321004)

【内容摘要】上市公司的资本结构一直是国内外专家、学者所共同关注的焦点问题。资本结构是否合理对于上市公司的发展前景有着举足轻重的关系。只有深入了解上市公司资本结构的现状,才能对上市公司资本结构有深刻的认识,从而提出合理的优化建议。本文通过上市公司的资本结构现状、成因以及优化建议这三个方面阐述了如何使得上市公司资本结构达到合理状态。

【关键词】上市公司、资本结构 融资偏好 优化建议

中图分类号 F276.6

文献标识码 A

文章编号 1007-9106(2012)08-0032-03

资本结构是指企业资本构成中所有者权益资本与债务资本的比率,有广义和狭义之分。广义的资本结构是指企业全部资本构成及其比率关系,包括长期资本和短期资本,狭义的资本结构只包括长期债务资本和权益资本。本文的研究均为以广义资本结构为基础进行的。资本结构涉及企业筹资、经营和利润分配等多个方面,也是评价企业资金实力和偿债能力的重要指标,因此对上市公司资本结构做出科学分析并提出合理的优化极为重要。本论文所选样本均为随机选取。

一、上市公司资本结构现状

1. 负债率不合理

表 1-1 上市公司资产负债率表

资产负债率	2006 (共 150 家)	2007 (共 150 家)	2008 (共 150 家)	2009 (共 150 家)	2010 (共 150 家)	2011 (共 150 家)
0~30%	16(10%)	14(9%)	15(10%)	18(12%)	26(17%)	16(11%)
30%~60%	73(49%)	76(51%)	72(48%)	63(42%)	56(38%)	61(40%)
60%~70%	27(18%)	23(15%)	25(17%)	22(15%)	30(20%)	29(20%)
70%~100%	34(23%)	37(25%)	38(25%)	47(31%)	38(25%)	44(29%)

数据来源 新浪财经

从表 1-1 可以看出我国上市公司资产负债率存在严重不合理的情况,有部分公司资产负债率极低,又有一部分公司资产负债率居高不下。其中处于资产负债率偏低的区间即低于 60%的公司占到全部上市公司的 60%以上。处于资产负债率合理区间即 60%~70%的公司只占 20%左右。而处于资产负债率偏高区间即大于等于 70%的公司却多达 25%以上。从以上数据可知我国上市公司的资产负债率

和几个世界主要发达国家的平均水平:英国 52%,法国 61.5%,美国 62.06%,德国 61.51%相比存在着严重的不合理现象。另外在不同的行业中资产负债率也有比较大的差别,其中 2005 年生物制药行业资产负债率只有 21.07%,远远低于总体平均水平。这说明我国上市公司的资产负债率和所处的行业也有一定的联系。

2. 流动负债比率偏高

表 2-1 上市公司负债比率表

年份	公司数量	资产总额 (亿元)	负债总额 (亿元)	负债比率 (%)	流动负债 比率(%)	非流动负 债比率 (%)
2006	150	8654	4589	53.0	40.2	12.7
2007	150	15148	8841	58.4	45.8	12.5
2008	150	22802	14781	64.8	54.9	14.2
2009	150	29756	18871	63.4	50.7	16.0
2010	150	54372	28889	62.3	54.9	16.5
2011	150	62172	35423	60.2	56.6	17.5

数据来源 新浪财经

从表 2-1 可以看出我国上市公司资产负债率平均水平从 2006 年到 2011 年呈上升的趋势,2007 年前不到 60%,从 2008 年以后一直稳定在 62%左右。其中流动负债比率占负债总额的比率上升速度较快,从 2006 年的 40.2%上升到 2011 年的 56.6%,上升了 16.3 个百分点,而非流动负债比率从 2006 年到 2011 年上升的比率却很慢,从 2006 年的 12.7%上升到 2011 年的 17.5%,只上升 5.5 个百分点。

债务融资和股权融资相比具有融资成本低,避税等作

* 作者简介 林燕,浙江师范大学产业经济研究所教授,博士,主要研究产业经济问题。

用。但是我国上市公司融资偏好却表现出明显的重股权、轻债务的偏好。在较少的债务资本中 ,又表现出对流动负债资本有着明显的偏好。造成这种现象的原因是上市公司股本融资过度扩张过快 ,但业绩水平却没能跟上股本扩张的速度 ,投资决策的失误 ,使得投资项目无法达到预期的收益率 ;日益恶化的商业信用 ,使长期借款变得困难。企业经营现金流出现短缺 ,只有通过短期借款来维持企业经营以解决财务困境。

3.融资过程表现出明显的股权融资偏好

表 3- 1 上市公司融资比率表

年份	融资总额 (亿元)	内源融资 (亿元)	外源融资	
			股权融资 (亿元)	债券融资 (亿元)
2006	601	81(13%)	454(75%)	66(12%)
2007	900	167(19%)	616(67%)	117(14%)
2008	1615	523(32%)	761(47%)	331(21%)
2009	2005	278(14%)	940(47%)	787(39%)
2010	3294	582(18%)	1472(47%)	1240(35%)
2011	3906	633(16%)	1892(49%)	1381(35%)

数据来源 :新浪财经

企业上市之后有了多种可供选择的融资方式 ,从目前的资本市场来看 ,上市公司的融资方式主要有留存收益、长期负债 (发行债券以及向银行贷款)和股权融资 (发新股票和配股、送股)这三种方式。从融资性质来看 ,第一种属于内源融资 ,后两种属于外源融资。从表 3- 1 可以看出 ,内源融资和债券融资从 2006 年到 2011 年都有上涨的趋势 ,分别从 13%上涨到 16%和 12%上涨到 35% ;股权融资从 2006 年到 2011 年有下降的趋势 ,从 2006 年的 75%下降到 2011 年的 49%。从表面上看 ,几乎企业从 2006 年开始偏好内源融资和债券融资。但实际上每年企业从股权融资的比例还是非常高 ,从 2006 到 2011 年的平均值超过 50%。说明上市公司在融资方式的选择上表现出明显的偏好股权融资。另外 ,内源融资与债券融资相比 ,表现出明显的偏好债券融资。从表 3- 1 中可以看出 ,债券融资比率从 2006 年的 12%上涨到了 2011 年的 35% ,而内源融资仅仅从 2006 年的 13%上涨到了 2011 年的 16%。

优序融资理论认为 ,企业融资顺序应该是先内源融资 ,再债券融资最后才发行股票进行股权融资。优序融资理论也从发达国家的上市公司融资实践中得到了证实。以 1998 年美国企业融资结构为例 ,在外部融资中银行贷款占 62% ,债券占 30% ,股票只占 2% ,其他融资方式占 6%。从 20 世纪 90 年代后 ,由于美国企业出现了大量的股票回购 ,在融资方式中股票融资甚至出现了负增长的情况 ,而银行贷款仍然为美国企业融资过程中占主导地位的融资方式。从以上分析可知 ,我国企业的严重偏好股权融资的方式是一种非常不合理的融资方式。

二、上市公司资本结构的成因

1.对上市公司的考核制度不合理

上市公司的财务管理目标应该是企业价值最大化。而我国对上市公司经营者的考核 ,依然习惯于以企业的税后利润作为主要依据。但是税后利润仅仅能反映企业融资过程中的债务成本。未能够对股权融资的资本成本进行考核 ,即使有 ,也是很低 ,甚至为零。又由于我国上市公司的债务资本占总产的极少数 ,所以债务资本成本也很低。这就导致了息税后利润偏高。因为其中忽略了对股权资本成本的考核。也正是因为这个原因 ,上市公司管理层为了提高自身的经营业绩 ,以获取更多的财富 ,从而会避开债务融资 ,股权融资有独特的偏好。

2.资本市场不完善

完整的资本市场包括长期借贷市场、证券市场和股票市场。如果资本市场是完整的 ,即资本市场上有多种多样的融资工具 ,上市公司对于融资方式的选择也会有多种多样 ,上市公司就会有更多的方法来优化自己的资本结构 ,使自己的资本结构达到最佳状态。如果资本市场发育不完善 ,那么上市公司的融资工具就会单一、匮乏。上市公司的融资渠道就会不通畅 ,从而对企业自己的发展以及资本结构的优化都会存在较大的问题。

从我国目前状况来看 ,资本市场的发育程度存在不平衡的状态。一方面 ,股权市场和国债市场迅速发展、壮大 ,但在同时 ,企业债券市场的发展却停滞不前。企业债券市场管理色彩浓厚 ,每年企业债券发行数量过少。企业债券发行数量过少 ,同时也反作用于我国债券市场 ,使得债券市场的成长受到很大的阻力。另一方面 ,我国商业银行的功能不完善 ,对长期贷款比较谨慎 ,使得企业很难从商业银行取得长期贷款。

3.对融资和投资行为无约束

过度投资就是指企业投资于净现值为负的项目。因为股权融资是一种权益性资本 ,是永久性的而且不需要偿还的。所以普遍把股权融资看做是一种没有成本的融资 ,但实际上股权融资的资本成本相对于债券融资和内源融资来讲 ,却是最高的。正是对股权融资的这种错误的认识 ,造成了上市公司在实际融资过程中不考虑公司对资金的实际需求 ,不考虑实际融资过程中的资本成本更没有对融资进行财务决策。对融资的数量要求往往是多多益善。

上市公司对投资行为无约束 ,正是因为对股权融资的错误认识 ,使得公司的投资效益低下 ,所投资的项目没有能够达到预期所有的财务净现值。由于这种恶性循环 ,最终导致了上市公司存在股权融资的偏好。

4.管理层对自身利益的考虑

根据委托—代理理论 ,公司所有者和管理层的利益是不一致的。公司所有者要求股东财富最大化 ,管理层所追求的目标是自身财富最大化。而我国上市公司的管理层所持有的股份是比较少的。他们的大部分收入来源于工资 ,企业市值的提高并不能给他们带来相应的收益。如果管理层采用负债融资 ,一旦经营不当造成公司破产 ,管理层就会失去他们所有的收入来源。而股权融资则不会出现这种状况。股权融资不需要偿还本金 ,更加不需要支付利息 ,我国上市公

司又很少支付现金股利。对管理层来讲,几乎是无压力经营。所以管理层为了自身利益最大化,常常采用股权融资。

三、上市公司资本结构优化建议

1.改善上市公司考核制度

对上市公司用息税后利润的考核办法是传统国有企业的根本制度,这种制度至今仍然存在于上市公司中。这种不合理的考核制度无疑是制约我国上市公司健康、正常发展的一个重大不利因素。使得企业管理层在进行融资时,并不是以企业价值最大化为出发点,而是以减少自身压力,提高自身经营业绩为出发点,这就有悖于财务管理目标。从而导致上市公司资产负债率偏低,不能正常地发挥财务杠杆的作用。

所以,应当大力改善上市公司的考核制度。必须把股权融资资本成本纳入上市公司对企业管理层的考核中。并且做出相应的财务分析,从而让管理层意识到不断地使用股票这一种融资工具对企业以及其自身都会产生较大的影响。最终达到改变上市公司股权融资这一不正常的偏好。

2.完善资本市场

我国债券市场发展严重失衡。表现为重股市,轻债券;重国债,轻企业债。完善的资本市场债务融资应该是股票融资的3-7倍。但我国债券市场的发展不平衡,使得债券市场远远落后于股票市场的发展。一方面,股票发行量逐年攀高,债券发行量停滞不前,国债发行量远远超过企业债券的发行量。大力发展公司债券已成为推进中国资本进一步发展的主要建设内容。具体措施上可以放宽企业债券的主体范围,允许大量民营上市公司以及中小型上市企业发行债券,在企业债券市场外部环境建设中,加强债券评级机构的建设,引入保险机制,从而提高企业债券的安全性。只有在企业债券健康、快速发展的前提下,资本市场才能够健康发展。

3.严格配股审批制度

由于上市公司存在融资、投资无序,效率低下的情况。因此,必须加强股票市场的配股审批制度、对上市公司的配股融资进行市场监管。如将审批的单点控制改为全点控制,即融资后,跟踪调查上市公司融资取得的资金是否严格按照原计划进行。所投资的项目财务净现值是否与预期的一致。跟踪调查的结果应该作为公司日后再融资的重要参考指标之一,从而提高上市公司所募集资金的使用效率。

4.加强对上市公司管理层的管理

对管理层的管理可以从两个方面来进行。一方面,加强对企业管理层的约束力。大力发展职业经理人市场,培养高端职业经理人。使得在职的经理人能够意识到如果自己经营的不妥当,企业价值下滑,就会面临失去原有的社会地位,甚至面临下岗的危险。从而更加有力地约束其全心全意为企业工作。另一方面,提高经营者持股比率,采用股票期权、虚拟股票和业绩股份等股权激励形式,使得管理层的收益与业绩成正比,从而提高积极性。

参考文献:

- [1]陈学琴.我国上市公司资本结构分析[J].郑州轻工业学院学报(社会科学版),2010(2).
- [2]刘莹莹,张玲.中小板块上市公司资本结构分析[J].理论研究,2008(3).
- [3]石文亚.中国大型企业资本结构分析[J].现代经济探讨,2003(8).
- [4]蒋琰,桑莹.我国上市公司股权融资偏好研究[J].生产力研究,2008(3).
- [5]高志宏.对我国上市公司资本结构的分析[J].生产力研究,2007(6).
- [6]徐彬.试论我国证券公司核心竞争力的定位选择[J].经济师,2005(3).
- [7]才华,李晓纯.基于代理成本角度的我国中小企业最有资本结构分析[J].资本运营,2008(7).

(上接第31页)长与公共服务之间更加关注公共服务。从单纯关注经济的增长,到注重经济的真正发展,再到重视人类的发展,最后回归到人类的幸福生活,人们的价值观已经发生了极大的转变。只要坚持把民生幸福作为我们工作的根本出发点和落脚点,那么中国特色社会主义道路就会越走越宽广。

参考文献:

- [1]马克思恩格斯.马克思恩格斯选集(第2卷)[M].北京:人民出版社,1995.
- [2]马克思恩格斯.马克思恩格斯选集(第1卷)[M].北京:人

民出版社,1995.

- [3]马克思恩格斯.马克思恩格斯全集(第23卷)[M].北京:人民出版社,1972.
- [4]孙中山.孙中山全集(第9卷)[M].北京:中华书局,1986.
- [5]毛泽东.毛泽东选集(第2卷)[M].北京:人民出版社,1991.
- [6]马克思恩格斯.马克思恩格斯选集(第4卷)[M].北京:人民出版社,1995.
- [7]毛泽东.毛泽东选集(第3卷)[M].北京:人民出版社,1991.
- [8][美]罗尔斯.何怀宏等译.正义论.[M].北京:中国社会科学出版社,1988.