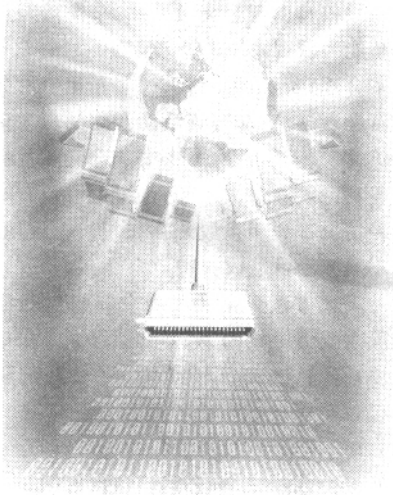


中国上市公司资本结构的



■/曾源

形成及优劣分析

一、有中国特色的上市公司资本结构

上市公司资本结构是指在上市公司的资本中,负债占总资产的比例。不同的融资方式所形成的资本结构会对上市公司产生不同甚至是截然相反的影响。上市公司的融资方式包括:内部积累融资、负债融资或发行债券融资、股权融资等。按照西方经典融资优序理论,一般企业的筹资先后次序是内部融资优先,而后是无风险负债融资或发行债券筹资,最后才是发行股票筹资。国外实证研究也表明西方发达资本主义国家上市公司的融资顺序一般也符合融资优序理论。而在我国,上市公司的筹资择优顺序既与西方融资优序理论表现有相符的一面,又有自身独有的中国特色。我国上市公司的融资择优顺序首选为银行贷款融资,其次为内部积累筹资,再次为发行股票筹资,最后才是发行债券筹资。虽然我国上市公司也表现出偏好于内部积累融资的倾向,但与传统的公司融资优序相比之下,却表现出独有的中国特色:一是银行贷款融资方式高居首位;二是较偏好于外部股权融资,而不使用受西方企业偏好的债券融资方式。这种有中国特色的融资择优顺序是有其形成原因的,与我国目前的一些情况是相关联的。

(一)举债效应的中国特色

我国公司举债所产生效应恰恰与西方国家相反,即借款比率与股票风险并不存在正相关关系,反而在某种情况下呈现负相关关系(黄志忠,白云霞,2002)。西方研究表明财务杠杆(负债对总资产比率)与股票风险之间存在较强的正相关

关系,但这一结论似乎并不适用于我国公司。首先,许多公司的贷款行为仍具有行政性和非理性。在政府的行政干预下,贷款资金向低效益区域配置,而资源的劣化配置又导致了低效的产出,这样恶性循环下,渐渐形成了许多公司的高额行政性银行负债。我国公司举债行为的行政性和非理性破坏了财务杠杆理应发挥的作用。一方面,公司的财务负担被政府化解,高负债并不意味着高风险;另一方面,银行借款不仅不会给公司带来财务风险,而且已成为公司实力的具体体现,公司的借款比率越高说明公司的行政后盾就越强,公司与政府(贷款银行的所有者)之间的纽带关系就越紧,公司也就越不容易破产或退市。其次,在我国,由于股票市场的非有效性,股票风险并不反映公司的利润波动,而借款负债对股票价格波动的影响也不是根据理论推导就可以预期的,而更多的是由心理因素决定。一定借款的存在能稳定投资者的心理,从而对股价的波动起着稳定的作用,因为根据前面分析,银行借款的多少已成为体现公司实力的因素之一。因此,在我国,借款比率与股票风险并不存在正相关关系,反而呈现出一种负相关性。

正是由于上述原因,造成了一般企业偏好于银行贷款融资,从而导致企业的高负债率。

(二)公司治理的不完善

我国上市公司的公司治理总体上还不完善,其中最明显的表现为“内部人控制”现象严重。而“内部人控制”是股权融资偏好的重要原因。有研究表明:董事会中的控股股东推举或任职于控股股东的董事所占的比例越高、总经理由董事长兼任、公司高级管理人员持有公司股份的公司,越倾向于偏好股权融资(陆正飞,高强,2003)。由于“内部人”的控制权收入与公司的生存息息相关,一旦公司破产,“内部人”的控制权收入也相应的随之丧失;而较高的资产负债率虽然会带来一定的财务杠杆效应,但相应的必然会增加公司的财务风险,同时带来较高的破产风险。因此在选择融资方式时,公司的“内部人”更偏好于软约束、低成本的股权融资方式,而不希望过高的资产负债率带来高破产风险,因此也就不偏好高风险、硬约束的债券融资方式。

同时我国的上市公司激励制度的不合理也间接导致了管理者的股权融资偏好。由于我国上市公司普遍是以税后利润指标作为衡量经营者业绩的主要指标之一,但债券融资带来的债务成本会对税后利润指标产生不利的影响,而股权融资所形成的融资成本却不会对其产生任何影响。管理者不希望过多的债券融资导致过高的财务费用,从而降低对自己业绩考核指标的评价,因此也偏好于低的资产负债率,从而选择以股权融资方式筹集公司所需要的资金。

(三)资本市场的成熟

由于我国资本市场仅仅只有十几年的历史,发展得还不成熟、不完善,并且债券市场发展严重滞后于股票市场,股票市场基本处于供不应求的状态,二级市场股价大部分时间处于高估的状态;同时额度控制使得上市的股票成了一种稀缺资源,市场又缺乏有效的退出机制,因此上市公司往往将股

票融资视为免费的午餐(毛付根、林常青,2002),将其成本只视为必需支付的红利。而且,我国大多数上市公司在发行股票后的很长一段时期内都不发放现金股利或发放很少现金股利,而只是以送股、配股等方式发放非现金股利。这样上市公司可以在利用发放股票筹集大量现金的同时,又可以延后现金股利的流出时间。因此上市公司大量利用股权融资,造成资源的极大浪费,使资本市场失去了有效配置资源的作用。另外,根据信息不对称理论,企业发行股票往往向市场传递一种信号,即经营者对企业的未来前景没有信心,即使实际情况不是如此,也常常会被市场误解。因此企业通过发行股票融资时常会导致股价的下跌,而在我国,由于资本市场机制的不健全,投资者“用脚投票”的功能没有得到发挥,因此上市公司并不担心采用股票融资会引发市场股价的下跌。

(四)财务保守行为

随着企业在市场上竞争程度的激烈化,而债务的税盾收益和资本成本已不是一些企业在资本结构管理中首要考虑的因素。特别是一些优势企业,在面对强大竞争压力时,深感只有不断兼并扩张才能立于不败之地,而兼并扩张不可避免需要大量资本。由于竞争的日益激烈又必将导致销售成本的上升,毛利和现金流量的下降,从而增加企业的财务风险,使得破产成本很高,再加上管理层普遍厌恶财务风险,因此企业的财务政策也趋于保守,造成了企业的财务保守行为。在举债和发行股票均可以的情况下,由于举债带有巨大的机会成本,从而大多上市公司均倾向于股权融资,即使在发行股票不行的情况下,企业也愿改为发行具有延迟股权融资特性的可转换债券,同时设置宽松的转换条款,促使投资者转换。可见,当企业预期未来竞争程度越激烈,则当前选择债务规模也会越低,从而产生财务保守行为(朱武祥,陈寒梅,吴迅,2002)。当然,如果把握得当,财务保守行为实际上是一种兼具投资扩张和财务风险管理的理性战略行为,能为企业储备较大的后续融资能力。但是,由于当前存在许多不正常竞争行为和经营者的避险心理,从而产生了非正常商业竞争下的不合理财务保守行为。

二、我国上市公司资本结构优劣势分析

正是由于以上几点原因,造成了我国上市公司的资本结构有其自身的特点,这种有中国特色的资本结构既有其合理的一面,同时也有不合理需要改进的一面。下面笔者就我国上市公司资本结构的优劣分别进行分析阐述。

(一)优势分析

根据以上分析,我们可以知道我国上市公司普遍偏好的最优资本结构的形成是有其自身原因的,这种资本结构在中国当前这种处于转轨阶段的市场经济环境下也是有一定适用性的,因为这种偏好于股权融资而保持较低资产负债率的资本结构可以保证上市公司具有较高的财务灵活性。上市公司的这种财务灵活性具体表现为拥有较多的自由现金流量和保持一定额外负债能力。在目前我国资本市场的成熟和投资的确定与高风险并存的形势下,保持较高的财务灵活

性对于上市公司的生存与发展就显得尤为重要。公司的管理者就能保证有足够的现金流量来缓冲和应付可能由于管理或决策所造成的失误,同时具有把握未来投资机会的能力,在拥有较高投资回报的项目时能够筹集到足够的资金进行投资。而以债券融资必然会削弱公司部分财务灵活性,同时增加财务危机成本与公司同债权人之间所产生的代理成本,导致管理者在投资、融资及股利分配等财务决策方面丧失灵活性,并在出现管理决策失误时由于财务杠杆而扩大了财务风险,这对上市公司将是致命的。因此我国上市公司在目前这种处于转轨过程的市场经济下持有相应的谨慎态度,保持较高的财务灵活性,偏好于股权融资,这也是具有的优势。

(二)劣势分析

我国上市公司的资本结构虽有其合理的一面,但相应也存在诸多不合理之处。上市公司的资本结构容易表现为两个极端:或者大量从股票市场圈钱,或者过度从银行等金融机构贷款举债,这都导致公司不合理的资本结构安排,对公司的获利能力、营运能力、偿债能力和发展能力会造成严重的伤害。过度的股权融资不仅会使公司的加权平均资本成本大大提高,不利于公司的整体发展,而且由于没有来自债权人的约束与监督,容易出现项目选择的随意性与资金营运的低效率,形成“内部人控制”,同时也无法享受到债务所带来的利息支出的抵税效应与适度的财务杠杆效益。而相反的,过度贷款举债虽然会增加对管理者的约束控制和享受税盾收益,但过度举债的消极甚至负面作用却是显著的。一方面,由于债务还本付息的刚性要求,会导致公司承受巨大的财务风险与破产风险,因而增加了财务危机成本;另一方面,由于债权人为了降低风险往往会附带许多限制性条款,从而束缚了公司的财务灵活性,且公司完全用足举债能力会造成当确实需要债务融资或公司陷入困境时无法获得援助资金。因此我国上市公司资本结构所存在的极端性会严重阻碍公司的发展,甚至会对公司造成致命的打击。

三、改进建议

综上所述,笔者认为,我国上市公司资本结构的形成既有制度历史方面的原因,也有非制度现实方面的原因。而基于股权融资和债务融资所具有的“双刃剑”性质,上市公司在安排资本结构时应综合考虑几种融资方式对公司价值的影响,从而选择一种既保证一定的财务灵活性又兼顾对管理者监督约束的合理资本结构。针对目前我国上市公司资本结构存在的不足,笔者提出以下的改进建议:(1)企业融资市场化,银行贷款商业化,减少由于制度性因素而导致的上市公司过度举债的问题;(2)加强资本市场建设,完善上市公司退市机制,从而实现资本市场有效配置资源的功能,防止上市公司利用资本市场过度圈钱的现象;(3)建立合理公司治理结构,形成相互制衡体系,从而提高上市公司资金使用效益,防止出现“内部人控制”而造成投资的随意性与资金使用的无效率。

◇作者单位:厦门大学会计系

◇责任编辑:刘 玮