

中国上市公司负债比率偏低的影响因素分析

赵云 (厦门大学管理学院 福建 厦门)

【摘要】 本文在国外资本结构理论的基础上,将西方公司与中国公司的资本结构特点进行比较,从内因和外因两个方面解释了中国上市公司负债比率偏低的现象。

【关键词】 资本结构 债券融资 股权融资 负债比率

Analysis of factors influencing low debt equity ratio in China. ZHAO Yun (School of Management, Xiamen University, Xiamen Fujian)

【Abstract】 Based on theories and comparison between Western Country and China, this thesis analyzes the low debt equity ratio phenomenon existing in Chinese enterprises from the internal and external aspects.

【Key words】 Capital structure, Debt financing, Equity financing, Debt equity ratio

一 国内外资本结构比较

资本结构是指在公司长期财务结构中负债与权益的相关混合比例。负债与权益的最佳比率可以帮助管理者确保公司以最低的成本进行融资,因此,改变资本结构将影响公司有价值证券的市场价值。财务理论学家对资本结构问题给予极大关注。Franco Modigliani与Merton Miller(1958)提出了著名的MM理论,即资本结构无关论,认为负债越大,公司价值越大。Ross(1979)则认为在信息不对称的情况下,公司价值会随着负债比率的上升而增加。在中国,影响资本结构选择的因素很多。

(一) 西方国家资本结构的特点

国外的融资实践基本上遵循了啄食顺序理论。表1给出了主要发达国家企业的融资结构。

表1 主要发达国家企业的融资结构(%)

融资来源	美国	加拿大	法国	德国	意大利	日本	英国
内源融资	75	54	46	62	44	34	75
外源融资	25	46	54	38	56	66	25
其中:金融市场	13	19	13	3	13	7	8
金融机构	12	21	46	23	39	59	24
其它	0	6	-5	12	4	0	-7

资料来源:裴平《中国上市公司股权融资研究》

可以看出,发达国家的公司发展所需要的资金首先是内部留存收益,然后才考虑外部资金。并且,在外部融资时从金融机构获取资金的比例要高于从金融市场获取的资金,而在金融市场融资中70%~80%是债券融资,剩下的20%~30%为股权融资。

(二) 中国上市公司资本结构特点

通过对数据的统计分析可以发现中国上市公司资本结构的一些特点。

表2 1996~2002年中国企业证券发行规模与股票规模的比较

类别	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
债券融资额	268.9	255.2	147.9	158.0	83.02	164.0	278.89
股票融资额	425.1	1293.8	841.5	944.6	1003.1	1060.05	947.94

资料来源:余志宏、段红涛《资本结构、契约理论与上市公司治理》

1 负债比率偏低且呈下降趋势 从表2可以看出,和西方发达国家相比,中国上市公司更依赖于外部融资,且债券融资额与股票融资额的比例随着时间呈现明显的下降趋势。

2 中国上市公司资本结构的一个突出特点就是偏好股权资本,而存在较低的负债比例。《证券市场导报》2002年度对沪市438家上市公司抽样调查的结果表明,长期负债融资占长期资金来源中的比例很小(6.2%),公司的长期资金来源主要依赖股东权益的扩张(52.6%)。

二 负债比例偏低原因分析

我国上市公司负债融资比例严重偏低,结构极不合理是有目共睹的。这一方面说明我国负债融资渠道不畅,融资环境不佳,另一方面也说明偿债保障机制不健全。相应地,偿债保障机制又影响到负债融资,进而影响公司有效治理。究其原因,可以从内因和外因两方面来解释。

(一) 资本结构内因分析

从经济效果角度分析,我国学者陈小悦、李晨(1995)针对上海股市的收益与资本结构的关系进行过实证研究。结果发现,上海股市收益R与负债/权益比率DER呈现负相关关系,与美国股市情况正好相反。由于我国破产法规定债权人不能对破产企业进行接管,加之破产机制也不健全,导致了债务融资在我国公司治理中的作用微弱,这也就是我国上市公司重股轻债的原因。

从融资成本角度分析,融资成本是公司融资决策的重要考虑因素。我国上市公司存在强烈的股权融资偏好,其中一个原因可以归结为上市公司的股权融资成本偏低。黄绍安、张岗得出(2001)我国股权融资的成本为2.42%乘以募集资金。而我国三年期和五年期企业债券利率平均为4%~5%。易俊平(2003)得出1995~2001年上市公司大股东配股的成本平均仅为2.90%。目前债权融资成本依然保持在5%左右。二者比较,股权融资成本仍然低于债权融资成本。

从融资收益角度分析,中国上市公司的股权融资方式主要包括IPO配股增发及可转换公司债。股权分裂结构在我国的上市公司股权融资偏好中起着决定性作用,因为上市公司可以通过高溢价资本收益、认股权收益、转让收益及非流通股的控制权隐性收益等方式来获得股权融资收益。

公司债转股的偏好。我国大多数上市公司的性质是国有企业,而企业债转股则能最大程度地解决国有大企业的负债问题。具备良好的财务指标是企业上市或企业配股融资的前提条件,而企业大量的债务,限制了企业利用股市融资意愿的实现。这种情况下的选择就是将银行债务转为银行持股,就出现了股权融资远远高于债权融资的现象。

(二) 资本结构外因分析

中国上市公司资本结构不合理除了上述内部(下转第26页)

2 拍卖师及专业人员的数量及资质的要求 《拍卖法》第十二条规定设立拍卖企业应有与从事拍卖业务相适应的拍卖师和其他工作人员;第十五条规定,拍卖师应当具备下列条件:①具有高等院校专科以上学历和拍卖专业知识 ②在拍卖企业工作两年以上;③品行良好。《拍卖管理办法》第七条规定设立拍卖企业有三名以上取得拍卖业从业资格的人员,其中至少有一名是拍卖师;并有与主营业务密切联系的行业从业资格的专职或兼职人员;从对从业人员的要求来看,除了对拍卖师资格有较严格的要求之外,其他关于从业人员的限制条件形同虚设。企业可以通过外聘挂职拍卖师来应对注册及年检时对拍卖师数量的要求,虽然这增加了企业的运营成本,但却是一种有效的应对手段。

3 业务量的要求 《拍卖管理办法》第十五条规定拍卖企业及分公司成立后 6 个月未开业,或开业后连续 6 个月无正当理由未举办拍卖会或没有营业纳税证明的,收回拍卖经营批准证书。从福建省今年的整顿情况来看,合格拍卖企业数为 141 家,只有 13 家企业被列入黑名单,整顿的实际效果微乎其微。各小型拍卖公司通过联合拍卖等手段来规避业绩要求,并且官员的执行力度不大,如果企业当年没有业绩,但是有在报纸上发布拍卖公告,考虑到新设立和有运作行为等因素,就没有被列入黑名单。

(二) 进入壁垒与专业化经营

从上述对进入壁垒的分析中,可以看出,法律上对进入壁垒的严格规定在实际的操作过程中形同虚设,从表面上看,艺术品拍卖市场的进入壁垒是较高的,但实际上,企业可以相对容易地进入并长期停留在市场内部,退出机制无法有效地发挥作用。

在艺术品拍卖市场进入相对容易的背景下,另一方面,艺术品拍卖的拍品征集相对较为困难,僧多粥少;对拍品的鉴定技术需要

专业的鉴定人员及长期的阅历及经验的积累才能形成,专业技术难以形成;关于拍卖的法律法规还未完善,上述这些情况相结合使得艺术品拍卖的专业化水平很低,在市场内部,各企业主要通过不正当的市场竞争行为来参与竞争[如出售赝品,三方(卖方、拍卖企业及买方)串谋,虚报成交价,零佣金等等],专业化水平相对较高的企业此时由于运营成本较高,反而无法与专业化水平低的企业进行竞争,从而出现了劣币驱良币的情况,破坏了市场的健康发展。

四 结论

从我国艺术品拍卖市场的市场结构来看,市场集中度为在位的艺术品拍卖公司的专业化经营提供了资金支持、专业人才等各方面的条件。从政府的角度来看,建立有效的行业准入规制已成为加快艺术品拍卖公司专业化经营步伐的当务之急,只有相对较高的进入壁垒,才能为在位企业进行专业化经营的内部市场动力提供外部的制度保障,才能形成有效健康的良性竞争的艺术品拍卖市场环境,从而促进我国艺术品拍卖市场的成熟发展。

参考文献

- [1] 王聪, 段西军. 中国证券市场佣金制度研究[J]. 经济研究, 2002(5).
- [2] 于唤渊, 李鹏鹏. 多元化与专业化的比较与选择[J]. 商场现代化, 2005(1).
- [3] 郭立宏. 我国拍卖产业的市场结构与在位企业的战略选择[J]. 中国拍卖通讯, 2005(2).
- [4] 廖卫国. 拍卖行业的专业化发展与拍卖企业的专业化经营[J]. 中国拍卖通讯, 2005(2).
- [5] 2004 拍卖公司总成交额风云榜[J]. 艺术市场, 2005(3).
- [6] 马继东. 拍卖与鉴定, 独立还是联姻[J]. 艺术市场, 2005(08).
- [7] 赵瑜, 文峰. 中国文物艺术品拍卖市场 2004 年回顾与展望[J]. 艺术产业窗, 2005(09).

(上接第 24 页)因素的影响外,一些外部因素也会产生作用。

金融市场的制度问题。由于政府的特殊干预,导致股票市场与债券市场发展不均衡,因此公司在选择融资方式时不得不考虑宏观制度安排。根据中国证监会网站发布的数据,目前债券市场的总存量为 28 000 亿元,其中国债近 17 000 亿元,金融债 10 000 亿元,而公司债仅有 400 亿元。

融资方式的约束机制失灵。首先,低股息或零股息回报现象在中国非常普遍,股权融资者几乎没有任何现行制度的约束。其次,一股独大是我国上市公司的特殊现象,中小股民法律保护机制不完善,用脚投票的机制难以发挥作用。再次,利益的激励机制。中国上市公司进行多次股权融资后,公司资产报酬率出现大幅度下降,但对企业在股市中的市值并没有直接的影响,股票市值对经营者的股权收益并没有制衡作用。

债券融资要求条件高。《公司法》规定我国上市公司发行债券应具备的基本条件为:净资产达到 3 000 万,累计债券总额不超过净资产的 40%,最近三年连续赢利,近三年平均可分配利润足以支付一年的利息等。这表明我国债券融资门槛较高,这也是资本结构中负债融资比率偏低的原因。

三 小结

资本结构是融资决策的核心问题,其合理与否在很大程度上

决定公司的偿债能力和再融资能力,决定公司的未来盈利能力,是影响公司财务形象的重要指标。我国上市公司正处在发展之中,其资本结构存在着诸多不合理的完善之处。优化上市公司资本结构是一项系统和复杂的工程,必须从债券市场、制度安排等宏观因素出发,运用多种手段消除不合理现象,使我国上市公司的资本结构尽可能优化,促进股票市场的发展与完善。

参考文献

- [1] William L. Megginson 公司财务理论[M]. 大连:东北财经大学出版社, 2002
- [2] 吴世农,肖作平. 我国上市公司资本结构影响因素实证研究[J]. 证券市场导报, 2002(8).
- [3] 陆正飞,辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 会计研究, 1998(8).
- [4] 肖作平. 股权结构、资本结构与公司价值的实证研究[J]. 证券市场导报, 2003(1).
- [5] 叶康涛,陆正飞. 中国上市公司股权融资成本影响因素分析[J]. 管理世界, 2004(5).
- [6] 黄少安,张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001(11).
- [7] 高明生,王艳波. 我国上市公司融资方式选择的状况及效应分析[J]. 税务与经济, 2004(6).
- [8] 孔小文,于笑坤. 上市公司股权融资倾向分析[J]. 暨南学报, 2002(11).
- [9] 李荣,柯小霞,王春晖. 我国上市公司债务资本比例过低问题透视, 商业研究, 2002(3).