

我国上市公司资本结构现状分析

青岛理工大学 夏秀芳 史玉贞

一、我国上市公司资本结构的特点

企业资本结构亦称融资结构,是指企业的债务、权益及其他融资工具相结合的比例关系。狭义的资金结构是指企业各种长期资金筹集来源的构成和比例关系。企业筹资的具体方式有很多,但总的来看分为负债筹资和权益筹资两类。

1.我国上市公司债权的特点。

(1)资产负债率偏低。我国上市公司的平均资产负债率由1992年的65.02%陡降到1993年的48.76%后就徘徊在50%左右,1998年到2002年有所回升,这是与1997年出台的对配股行为进行限制的有关政策直接相关的。由于配股是上市公司股权融资的主要方式,而对配股行为进行限制使能获得配股资格的上市公司数量大大减少,且由于发行新股方式筹措资金的条件更为苛刻,因而部分上市公司不得不转向负债融资,但只要条件允许,大多数上市公司还是会将股权融资作为首选融资方式,即使会因此引发股价大跌也在所不惜。2000年,在143家符合当年配股要求的上市公司中,有接近70%的公司向原有股东提出配股要求,这进一步验证了我国上市公司具有强烈的股权融资偏好。因此,同西方发达国家相比我国上市公司的资产负债率偏低。

(2)不同行业的资产负债率存在显著差异。第一,不同行业的资产负债率存在差异。其中,金融保险业的资产负债率最高,三年平均为72.32%;然后依次为房地产业、建筑业、信息技术业、批发零售业的资产负债率,均在50%左右,这几个行业因资金需求量大而具有较高的资产负债率;传播与文化业、社会服务业、水电煤气生产供应业、农林牧渔业、交通运输仓储业、采掘业这六个行业的资产负债率较低,除农林牧渔业2002年的资产负债率大幅度提高到47.59%外,其余的都处于30%~40%之间,其中前两个行业为投资需求较少的服务业,因而其资产负债率较低,后四个行业为固定资产需求很高、经营稳定的传统行业,所以其资产负债率也较低。可见,各行业的负债水平与其行业特征相一致。第二,大部分行业的资产负债率在近三年都有逐步上升的趋势,但仍低于西方发达国家的平均资产负债率水平。

2.我国上市公司股权的特点。

(1)股权结构人为复杂化。我国的股票种类有A股、B股、H股、法人股(发起人股、外部法人股、募集法人股)、国家股、内部职工股、转配股,而且后四种股票(非流通股)只能通过协议转让而不能在股市上自由流通。而A股、B股、H股虽然可以在股市上自由流通,但三者的流通市场却彼此分割,而且同股不同价、同股不同权、同股不同利。

(2)流通股所占比重小,股权流动性差。我国上市公司流通股比重偏小,平均约为35%,非流通股在我国上市公司中还处于主导地位。

(3)股权过度集中,国有股比重过高。在我国上市公司总股本中,国家股、法人股所占的比重无论是从总体上看还是从各行业看,均接近60%或在60%以上。

(4)管理层持股比例严重不足。据历年年报公布的统计资料显示,我国上市公司的董事会中仍有近40%的不持股,总经理中也有20%左右的不持股,而且即使持股,平均持股量也很低。

二、我国上市公司资本结构的现状

1.我国上市公司对权益融资的强烈偏好,造成公司资产负债率偏低的现状是不合理的。其原因主要有以下几点:①上市公司放弃债权融资就等于放弃了负债给公司带来的税收减免效应,从这一点考虑,上市公司过分偏好股权融资显然是一种资源的浪费。②上市公司募集到的权益资本相对于债务资本而言是一种软约束,在我国资本市场弱式有效、投资理性不足的情况下,这种软约束就更为明显,主要表现在公司更容易被少数大股东甚至少数经理人员所控制,而忽视了广大中小股东的利益,使得企业价值最大化与股东利益最大化脱节。③选择债务融资更能限制经理人员对公司资源的浪费,而权益融资则会稀释享有权益的经理人员的持股权,增加经理人员浪费公司资源的动机。从这个意义上讲,从权益融资向债务融资的转移将能够提高公司的价值,而过度依靠权益融资则容易造成公司资源的浪费。

2.股权结构的不合理对上市公司的资本结构产生了极为不利的影 响。首先,国有股比重过大且投资主体缺位使资本结构的决策目标异化。上市公司的经营者在做出融资决策时,应以企业的综合资金成本最低和企业价值最大化为目标。我国的上市公司大都是由原有的国有企业改制而来的,且持股单位五花八门,这一局面造成国有资本主体的缺位,使代表国家持股的机构或公司不能成为真正的股东,其目标往往是行政目标,与流通股股东的目标发生矛盾。其次,高层管理人员持股比例过少使之偏好权益融资。若经理人员在企业中持股比例为零或接近于零,则企业经理人员的效用将依赖于其职位,企业一旦破产,经理人员将丧失任职带来的好处,因此在完全进行股权融资的情况下企业破产的可能性几乎为零。负债融资的公司会面临破产的风险,公司的高层管理人员也可能因此而丧失控制权,因而公司的高层管理人员更偏好股权融资。□