

# N股上市公司资本结构与 融资方式的实证分析

田 翊

(山东省高速公路集团有限公司 济南 250002)

**【摘要】** 本文对N股上市公司的资本结构和融资方式进行了实证分析,并采用随机抽样的方式,从国内发行A股的上市公司中选取了21个行业的100家公司作为样本,比较了其N股上市公司在资本结构和融资方式方面的差异。

**【关键词】** N股上市公司 资本结构 融资方式

## 一、文献综述

资本结构理论被认为是现代西方财务理论的主流之一,自20世纪50年代莫迪格利安尼和米勒提出著名的MM理论以来,资本结构理论随着西方国家资本市场的迅速发展而不断完善。

与国外发达的资本市场相比,我国的资本市场发展时间较短,与资本结构相关的理论研究也相对滞后,研究对象主要为我国国有企业和A股上市公司。

例如,吕长江、韩慧博(2001)运用1998年的资料数据对工业企业进行了研究,分析了我国上市公司的资本结构特点,找出了资本结构的影响因素,得出企业的获利能力、流动比率、固定资产比率与负债率负相关,公司规模、公司成长性与负债率正相关的结论。

郑长德、陈旭、陈兰(2003)对我国上市公司的融资偏好进行了研究,发现我国上市公司有强烈的外源融资偏好,在外源融资中,股权融资又占较大比重,且上市公司的流动负债比例普遍较高。

郑荣鸣(2004)比较分析了中外企业不同融资结构的成因及效应,认为企业的融资结构受企业制度、融资成本、市场环境等因素的制约,而这些因素对我国与发达国家的影响存在着较大的差异,并提出了引导我国企业改变不合理融资结构的几点措施。

从以上学者的研究结论可以看出,他们主要研究了我国国有企业以及发行A股的上市公司的资本结构,未对N股上市公司的资本结构进行研究。本文将在对我国N股上市公司资本结构和融资方式进行实证研究的基础上,重点分析各种长期资金来源的构成和比例关系。

## 二、对N股上市公司资本结构和融资方式的实证研究

### (一)样本选取

1. 对于N股上市公司样本,本文选取了2003年以前在纽约证券交易所发行N股的所有中国上市公司。

2. 对于A股上市公司样本,本文采用随机抽样方式,从21个行业中选取了100家上市公司作为研究对象。样本选取的具

体原则是:①2002年之前已经上市并且到2005年没有退市;②为避免异常值的影响,剔除了在2004年和2005年曾被ST和PT的公司;③可以从公开的媒介查到该公司2004~2005年的相关财务数据;④没有同时发行N股的上市公司。

### (二)研究工具和研究方法

本文采用描述性统计方法对相关指标进行分析。具体研究方法如下:

1. 截面分析法。通过分析我国N股上市公司2004~2005年债务融资比率、流动负债比率、银行贷款融资比率、债券融资比率、股权融资比率、内源融资比率等指标,来研究N股上市公司的资本结构和融资方式。

2. 横向分析法。研究N股上市公司样本与100家A股上市公司样本在资本结构和融资方式上的差异。

### (三)变量界定

1. 内源融资额包括公司累计折旧和所有者权益中的留存收益的账面余额。由于计算难度较大,本文所采用的累计折旧数额只是资产负债表中所列的账面余额,而没有将非公司提取的折旧剔除,这在一定程度上可能会影响指标分析的正确性。

2. 股权融资额包括公司股本和资本公积的账面余额,同样由于计算难度较大,本文所采用的资本公积的数额没有将债务重组以及接受捐赠等原因产生的资本公积从中剔除。

3. 本文所采用的长期借款余额是指公司资产负债表中的长期借款数额和流动负债中的一年内到期的长期借款余额之和。

### (四)实证分析

1. N股上市公司总体融资行为。一般来说,公司的融资途径分为内源融资和外源融资两类。而外源融资又分为股权融资和债务融资。

按照梅耶斯和麦吉罗夫提出的资本结构的“啄食顺序理论”,企业在对新项目进行融资时,首先应选择内源融资,其次是债务融资,最后才是股权融资。那么,N股上市公司的资本结构是否符合“啄食顺序理论”,我们通过表1进行分析。

表 1

	债务融资比重		股权融资比重		内源融资比重	
	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股
2004 年	43.41%	38.08%	27.01%	22.2%	29.58%	39.72%
2005 年	43.62%	38.65%	25.84%	19.05%	30.54%	42.3%

通过分析N股上市公司2004~2005年的财务数据,我们不难发现,我国N股上市公司的资本结构虽然不完全符合“啄食顺序理论”,但总体来说,我国N股上市公司的资本结构与融资方式正逐步与西方发达国家企业的资本结构与融资方式接轨,其中最显著的表现是N股上市公司内源融资数额占总资本的比重较A股上市公司有了较大提高。

## 2. N股上市公司债务资本的实证分析。

(1)N股上市公司的债务融资。债务融资比重反映企业总资本中通过借债筹集的比例,它也可以用来衡量企业在清算时债权人利益受保护的程。为进一步验证N股上市公司的债务融资情况,我们拟通过表2进行分析。

表 2

	0~20%		20%~40%		40%~60%		60%~80%		80%以上	
	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股
2004 年	8%	10%	38%	50%	40%	30%	12%	5%	2%	5%
2005 年	12%	15%	23%	45%	47%	25%	16%	10%	2%	5%

由表2可知,2004~2005年N股上市公司的平均债务融资比重较A股上市公司略有降低,而从上市公司债务融资比重的区间分布来看,二者却有较大差别。平均债务融资比重在20%~40%区间的N股上市公司占总样本的比例连续两年都高于A股上市公司的比例,而平均债务融资比例在40%~60%区间的A股上市公司2004年和2005年分别占总样本的40%和47%,高于N股上市公司的30%和25%。

在债务资本中,N股上市公司和A股上市公司的长期借款和债券融资比重相差不大(见表3)。两类上市公司的长期借款占全部资金的比重均没有超过10%,且差距不大,两类上市公司均较少发行公司债券。

表 3

	长期借款融资比重		债券融资比重	
	A 股	N 股	A 股	N 股
2004 年	9.42%	8.37%	1.38%	0.54%
2005 年	7.81%	7.75%	1%	0.5%

(2)N股上市公司流动负债比率的实证研究。流动负债比率是指企业流动负债占负债总额的比例。研究表明,流动负债可以缓解企业发展过程中流动资金不足的问题,并且与长期负债相比,短期负债成本较低。但是,过高的流动负债水平不利于上市公司融资能力的增强,从而导致上市公司的信用风险和流动性风险增大。那么,N股上市公司流动负债的比率究竟如何呢?我们不妨将N股上市公司与A股上市公司进行比较,具体见表4。

表 4

	0~20%		20%~40%		40%~60%		60%~80%		80%以上	
	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股
2004 年	3%	0	5%	5%	13%	35%	11%	30%	68%	30%
2005 年	1%	0	2%	5%	18%	25%	14%	35%	65%	35%

从流动负债比率的区间分布情况来看,2004年和2005年分别有68%和65%的A股上市公司的流动负债比率超过80%,而只有30%和35%的N股上市公司的流动负债比率超过80%。多数N股上市公司的流动负债比率都在40%~80%区间段。

## 3. 权益资本的实证分析。

(1)股权融资实证分析。股权融资是上市公司融资的一个重要渠道,目前我国绝大多数企业都偏好于上市募股融资,甚至不惜弄虚作假、包装上市,而很多上市公司则热衷于配股融资。股权融资比重过高不仅不利于上市公司资本结构和治理结构的优化,而且阻碍了公司业绩的增长。

我国N股上市公司与A股上市公司相比,前者的股权融资额占总资本的比重明显低于后者,2004年和2005年N股上市公司股权融资比重分别是22.2%和19.05%,而A股上市公司分别为27.01%和25.84%。

从股权融资比重的区间分布来看(见表5),N股上市公司股权融资额占总资本的比重主要集中在0~40%区间段,在这一区间段N股上市公司的比重明显高于A股上市公司,在0~20%区间段两类上市公司差异尤为明显。而在40%~60%区间段,N股上市公司占总样本的比重明显低于A股上市公司。

表 5

	0~20%		20%~40%		40%~60%		60%~80%		80%以上	
	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股
2004 年	12%	40%	62%	50%	25%	5%	0	5%	1%	0
2005 年	15%	45%	62%	45%	22%	5%	1%	5%	0	0

(2)内源融资实证分析。内源融资包括累计折旧融资和保留盈余融资两种,它反映的是一个公司的自我积累能力。研究表明,发达国家企业在筹集资金时优先选择内源融资。相比之下,我国A股上市公司的内源融资比重普遍偏低,2004年和2005年分别是29.58%和30.54%;而N股上市公司的这一比重有所提高,2004年和2005年分别达到了39.72%和42.30%。样本公司内源融资比重在各区间段的分布情况如表6所示。

表 6

	0~20%		20%~40%		40%~60%		60%~80%		80%以上	
	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股	A 股	N 股
2004 年	42%	10%	48%	40%	8%	50%	2%	0	0	0
2005 年	42%	5%	44%	50%	12%	40%	2%	5%	0	0

由表6可知,两类上市公司的内源融资比重在40%~60%这一区间段存在较大差距,A股上市公司2004年的比例只有8%,2005年虽然有所提高,但也只有12%;而N股上市公司2004年的比例为50%,2005年的比例为40%。

### 三、研究结论及原因分析

尽管近年来美国通过了一系列放宽外国公司进入美国证券市场限制的法律规定,鼓励更多的外国公司到美国证券市场上市,但是纽约交易所为了保持其蓝筹股的市场形象,仍然规定了较严格的上市条件。我国企业能够在纽约证券交易所挂牌交易,标志着我国企业的资本结构与融资方式逐步与发达国家的企业接轨,但与“啄食顺序理论”还有很大差距。其不足主要表现在以下几个方面:

1. 内源融资比重偏低。虽然与国内A股上市公司相比,N股上市公司的内源融资比重有了显著提高,但与西方发达国家的企业相比还是明显偏低。这说明,一方面许多N股上市公司的自我积累能力较弱;另一方面,由于大部分上市公司在海外上市的时间较短,其中许多是由原来的国有企业改制而来,产权主体以及利益主体不明确,导致企业短期行为严重,更倾向于当前消费而忽视自我积累。

2. 股权融资偏好现象依然存在。受国内资本市场环境的影响,许多N股上市公司依然将股权融资看做“免费的午餐”。其实按照“啄食顺序理论”,一个新的盈利性投资项目一旦付诸实施,将使公司价值上升,但是在信息不对称的情况下,投资者对这个项目的盈利能力往往缺乏足够的认识,此时若发行新股募集资金,往往会被市场误认为资金周转失灵,从而导致股价下跌,使这些具有良好发展前景的公司的未来经济利益被分割出去,并且造成控制权的稀释。因此,许多西方国家的著名公司往往在股市低迷时大量回购本公司发行在外的股份。

3. 流动负债比重过高。2004~2005年,N股上市公司流动负债占总负债的比重都在70%左右,这主要是由于其净现金流量不足,导致公司使用过量的短期借款。这虽然为企业发展提供了大量的流动资金,但同时过度使用短期债务融资也会加大公司的财务风险和短期偿债压力,从而影响企业的投资活动,减弱企业的融资能力和盈利能力。

4. 债券融资比重过低。N股上市公司在2004~2005年的债券融资比重都不足1%,使债券融资在资本市场中的作用没有得到充分发挥,这与发达国家债券市场的繁荣景象相比,可谓相形见绌。笔者认为,这主要是由于我国债券市场发展缓慢,国家对拟发行债券的公司要求过高且发行手续繁杂。

5. 银行资本比重过高。我国N股上市公司对银行的依赖程度要远高于外国企业,这主要是受我国长期的传统融资方式的影响。反观国外,即使是以银行贷款为主要资金来源的日本企业,自20世纪70年代,其融资方式也转向了以证券融资和银行融资并重的外源融资方式,且银行贷款融资比重逐年下降,如1985~1988年,日本的长期借款占总负债的比重只有0.5%。

### 四、相关对策

1. 继续鼓励有实力的国内上市公司到国外上市。一方面,可以为其发展筹集更多的资金;另一方面,可以此为契机提高企业自身的管理水平,促进我国资本市场与发达国家的资本市场接轨。

海外上市对企业自身治理结构的完善和管理水平的提高必将起到很大的促进作用,这是因为海外上市的企业可以吸取国际上比较成熟的先进管理经验,同时借鉴欧美国家在公司治理方面的做法,譬如对管理团队的要求,吸收包括经营专家、专业金融人士、证券律师、会计师等成员进入董事会,改善上市公司的董事会结构。另外,海外上市将会提升企业的国际声望、地位和信誉,从而有利于企业开拓国际市场以及在对外贸易中获得信贷和服务的优惠。

2. 大力培育企业债券市场。政府要逐步减少对拟发行证券的公司规模的限制,简化证券发行手续,将债券发行审批制改为注册登记制,允许公司根据自身发展的需要,自主确定发行的价格和数量,使公司债券利率的确定具有较大的灵活性,让公司债券利率尽快市场化。同时,发展公司债券二级市场,以增强公司债券的流动性,为公司的多元化融资创造良好的市场环境。

3. 建立有利于企业内源融资的税收、财务制度。我国上市公司(包括N股上市公司)的融资总额中,内源融资的比例普遍较低,主要是外源融资。过高的债务比例不仅给企业带来沉重的还本付息压力,而且加大了其财务风险;而过度依赖股权融资又往往造成控制权的稀释,在一定程度上增加了企业经营管理的压力,不利于企业的长远发展。所以,应建立有利于企业内源融资的税收、财务制度,通过压缩政府开支、减轻企业的税负、规范企业的利润分配和累计折旧的提取,同时防止企业利用折旧的计提操纵利润,引导企业在努力提高经营效益的基础上积极进行内源性资本扩张,不断增强自我积累能力。

4. 改善银企关系,同时建立银行干预制度。我国应借鉴发达国家的经验,采取有效措施,引导企业减少对银行贷款的过度依赖,采用债券融资和银行贷款融资相结合的融资方式。同时,重视银行在公司治理中所发挥的积极作用,可以借鉴德国的做法,建立银行干预制度,要求银行参与公司治理,通过充当企业监事或建立委托投票机制等手段,影响企业的决策,加强对企业的监管。

5. 规范股权融资行为,加强对股票市场的监管。采取切实措施,完善股票市场,优化股权融资行为,加强对股票发行、利润分配、资金使用和配股融资方面的法律监管,提高资金的使用效率,使证券市场真正发挥资源配置和监督的功能,而不是成为上市公司“圈钱”的场所。

### 主要参考文献

1. 邢天才.中外资本市场比较研究.大连:东北财经大学出版社,2003
2. 陆正飞,辛宇.上市公司资本结构主要影响因素之实证研究.会计研究,1998;8
3. 李义超,蒋振声.上市公司资本结构与企业绩效的实证分析.数量经济技术经济研究,2001;2
4. 郑荣鸣.中外企业融资结构比较分析.会计研究,2004;7
5. 赵根宏,王新峰.关于上市公司资本结构行业特征的实证分析.金融与经济,2004;8