



上市公司资本结构研究 存在的问题及改进建议

中原工学院 方光正 郑州市自来水总公司 曹汝洁 中原工学院 闫丽霞

【摘要】 本文以近五年来发表的有关上市公司资本结构的文献为样本,从研究主题、研究方法和研究结论三个角度分析和评述了我国上市公司资本结构研究的现状和存在的问题,并提出了改进建议。

【关键词】 上市公司 资本结构 融资顺序

自我国第一家上市公司成立以来,理论界和实务界围绕上市公司资本结构的特征及其与公司价值之间的关系展开了深入的讨论并取得了显著的成果,但我国上市公司资本结构研究仍存在许多问题,本文就此作一些探讨。

一、上市公司资本结构研究现状

1. 融资顺序。我国对上市公司融资顺序的研究主要围绕以下两个方面进行:一是我国上市公司融资顺序与西方国家上市公司融资顺序的差异比较;二是我国上市公司融资顺序的合理性。

(1)我国上市公司融资顺序与西方国家上市公司融资顺序的差异比较。绝大多数研究表明,我国上市公司的融资顺序是:股权融资→短期债务融资→长期债务融资→内部融资,这与西方国家上市公司先内部融资再债务融资后股权融资的融资顺序形成鲜明对比。有学者认为,我国上市公司的总体融资行为与顺序偏好理论的预测不符,这可能是由于我国公司上市申请竞争比较激烈。也有一些学者从制度方面研究我国上市公司融资顺序与西方国家上市公司融资顺序产生差异的原因,认为我国资本市场的完善和投资环境的恶劣是造成上市公司偏好股权融资的主要原因。

(2)我国上市公司融资顺序的合理性。对于我国上市公司融资顺序是否合理,有两种观点:第一种观点认为我国上市公司的融资顺序是不合理的。这种意见主要是以西方国家的融资顺序作为评价标准。第二种观点认为我国上市公司的融资顺序是合理的。持这种观点的学者认为,我国上市公司选择的融资顺序是出于对环境的理性反应。

2. 资本结构行业特征。资本结构行业特征是指不同行业之间的资本结构差异及其特性。我国对于上市公司资本结构行业特征的研究比较深入,并且出现了两种截然相反的认识。大多数研究认为,不同行业的资本结构存在着明显的差异,但也有研究提出了相反的意见,认为我国上市公司的负债比例不因行业的不同而呈现差异。对我国资本结构行业特征的研究,目前主要采用实证研究的方法。由于所选择样本的数量和质量不同,得出的研究结果也不同,这是可以理解的。为了解决这个问题,有些学者专门致力于某行业的研究,从现有文献来看,研究较多的行业是制造业、农业、IT业、交通运输业等。研究结果表明,不同行业之间的资本结构存在

着差异及其特殊性。

3. 资本结构影响因素。2000年之前,我国上市公司资本结构影响因素的研究主要以规范研究为主,并取得了一些成果;2000年之后,有不少学者开始用实证方法研究我国上市公司资本结构的影响因素,也取得了许多成果。

冯根福、吴林江、刘世彦(2000)的研究结果表明,我国上市公司独特的股权结构是上市公司资本结构的重要影响因素之一,而公司财务状况的影响作用却相对较弱。

张涛、冯国滨(2004)研究发现,公司规模、公司权益的市场价值、公司盈利能力、行业等是影响上市公司资本结构的主要因素。

同时,一些学者对不同行业资本结构的影响因素进行了实证分析。李志强、董延安(2003)分析了信息产业类上市公司资本结构的影响因素,得出以下结论:公司规模、成长性因素对资本结构的影响不显著;公司的获利能力与资本结构呈负相关关系,且对资本结构的影响显著;信息技术公司的资产担保价值与资产结构呈负相关关系,但对资本结构的影响不显著;公司所有权结构对资本结构的影响不显著。

赵林峰、李凯(2003)采用多元线性回归模型对我国钢铁类上市公司资本结构的影响因素进行了实证分析,结果显示:我国上市公司的资本结构与其成长性和规模正向相关,与其盈利性、可抵押性、税率以及国有股比例和社会法人股比例负向相关。

柳松(2005)以农业类上市公司为对象,运用主成分分析法和多元回归分析法,实证研究了公司的控股股东结构、公司规模、盈利能力、成长性、资产结构、股权流通性、收入变异程度、非负债税盾和所得税等与其资本结构之间的关系,得出了公司的盈利能力与其短期负债对总资产账面价值的比值和总负债对总资产账面价值的比值呈显著负相关关系等结论。

上述对不同行业上市公司资本结构影响因素的实证研究结果的差异,支持陆正飞和辛宇(1998)的研究结论,即不同行业的资本结构有着明显的差异。

4. 资本结构治理效应。资本结构治理效应的研究主要围绕两个方面进行:一是资本结构在公司治理中的作用;二是影响资本结构治理效应的因素。

(1) 资本结构在公司治理中的作用。张维迎(1999)认为,公司资本结构是公司治理结构中的一个重要方面,公司治理结构的有效性在很大程度上取决于资本结构。李维安(2001)认为,企业的资本结构影响着公司的治理结构,即经营者、股东、债权人之间的契约关系。张兆国(2004)也认为,公司治理结构能否有效地解决公司所有权的安排问题,无论从理论还是从实践上来看,都在很大程度上取决于公司资本结构是否合理。

(2) 影响资本结构治理效应的因素。黄平(2003)认为,资本结构对企业治理结构效率的影响是通过企业对资本结构中负债和股权结构的选择而实现的。李荣强(2005)认为,资本结构的治理效应不仅包括股权资本和债权资本的治理效应,而且包括人力资本的治理效应,对忽视人力资本的传统资本结构进行的公司治理效应分析是不完全的,会影响到公司价值。

二、对于上市公司资本结构研究的评论

1. 主要贡献。我国上市公司资本结构研究在研究内容、研究方法和研究结果三个方面都取得了显著的成果。研究内容由初始的表层问题向深层问题发展,并开辟了许多新的研究领域,如资本结构的均衡研究、资本结构行业因素替代研究等;研究方法由大量采用规范研究向实证研究发展,而且实证样本的选择更为合理和科学,采用的实证研究方法也更先进;研究结果也随着研究的深入逐渐增多,在一些传统问题上也逐渐形成统一认识。我国上市公司资本结构研究拓展了财务管理理论的内涵和外延,揭示了我国上市公司资本结构选择中存在的问题,并为我国的政策调整和公司的财务治理提供了许多有益的借鉴。同时,我国上市公司资本结构研究也为我国相关理论的研究提供了支持。

2. 存在的问题。

(1) 过于依赖西方理论研究。我国许多研究都是以西方理论或实践统计数据作为标准来衡量我国资本结构的合理性和优化方向的。但我国有自己的国情和时代特色,过多地依赖西方理论研究会束缚我国资本结构研究的思路,使我国的资本结构研究局限在已有的研究框架范围内,难以形成自主创新。

(2) 资本结构的外部效应研究不足。目前,我国资本结构的效应研究较多地集中在资本结构的内部效应研究方面,而对投融资体制、资本市场、社会公平等外部效应的研究尚处于起步阶段。

(3) 分行业研究不够深入。我国不同行业的资本结构有着明显的差异,从目前的研究状况来看,分行业资本结构研究存在两方面的缺陷:一是已进行研究的行业较少;二是行业研究的深度不够。

(4) 资本结构调整趋势与手段的实证研究欠缺。我国上市公司资本结构调整的幅度、动因、方向和手段等研究,常见于规范化的定性研究,而定量的实证研究非常缺乏。

(5) 对我国东西部上市公司资本结构差异的研究不足。我国东西部文化和经济环境差异很大,东西部上市公司资本结构存在的差异、优化资本结构的途径和措施的区别等都需深入研究,但从目前文献来看,这方面研究还很少。

(6) 尚未建立资本结构的预警机制。目前,我国的研究更多聚焦在对我国资本结构的认识和评价上,较少有学者研究我国上市公司资本结构的预警机制。

三、上市公司资本结构研究的创新与改进

1. 加强分行业多时期上市公司资本结构的研究。由于不同行业的资本结构有着明显的差异,因此深入研究不同行业的资本结构,找出不同行业资本结构的特殊规律,对规范该行业的融资决策和结果预测具有较强的现实意义。上市公司资本结构分行业研究的趋势应是基于各行业长时期的统计数据,通过实证方法分析该行业的资本结构、运行规律、影响因素和特殊的治理途径。

2. 加强对东西部和特种性质上市公司资本结构差异的研究。由于资本结构影响因素非常复杂,不同地区的企业所处的文化、经济、金融环境不同,其资本结构的性质和优化措施就可能有所差别,因此通过实证研究深入分析东西部和特种性质上市公司资本结构的差异,针对性地提出调整建议,对发展中西部经济和规范特种性质上市公司的融资行为有很大的理论和实践意义。

3. 加快复杂多变环境下的资本结构理论研究。在研究各种严格假设条件下的资本结构方面,西方国家已经远远走在我国的前面。但在研究现实多变的环境中的资本结构方面,我们与西方国家的起点相差不远。随着经济全球化和知识经济时代的到来,上市公司的投融资环境发生了较大的变化,因此借鉴相关学科的研究成果,深入研究复杂多变环境下的资本结构理论是我们以后的研究重点。

4. 深入研究资本结构与公司治理效率之间的关系。对于资本结构如何影响上市公司治理效率方面的研究,目前大多停留在规范研究层面,考虑公司治理效率的最优资本结构的定量决策模型研究尚处于开创阶段。因此,关于所有权、融资结构、金融契约等与公司治理机制之间关系的定量研究是今后需要深入探讨的一个重要课题。

5. 构建上市公司资本结构的预警机制和预警模型。为了降低公司的经营风险和财务风险,对于资本结构的预警机制和预警模型的研究是今后研究的重要内容之一。由于“不同行业的资本结构有着明显的差异”,因而分行业研究上市公司资本结构的预警机制和预警模型对资本结构治理实践更具指导作用。

6. 尽快建立起上市公司资本结构研究的理论框架体系。由于我国长时期缺乏对资本结构理论研究成果的系统总结,使得我国的资本结构理论研究缺乏理论框架的系统性指导,导致我国上市公司资本结构理论的研究大多是片面和散乱的。因此,建立起上市公司资本结构研究的理论框架体系对进一步深入研究我国上市公司资本结构具有深远意义。

主要参考文献

- ①郭鹏飞,孙培源.资本结构的行业特征:基于中国上市公司的实证研究.经济研究,2003;5
- ②吕长江,王克敏.上市公司资本结构、股利分配及管理股权比例相互作用机制研究.会计研究,2002;3
- ③张兆国.中国上市公司资本结构治理效应研究.北京:中国财政经济出版社,2004