

北京地区 上市公司融资行为与 资本结构分析

S BEIJING DIQU
SHANGSHI GONGSI RONGZI XINGWEI YU
ZIBEN JIEGOU FENXI

房 燕◎著



F279.246
358



北京邮电大学出版社
www.buptpress.com

013030577

F279.246
358

北京地区上市公司融资行为与 资本结构分析

房 燕 著



F279.246

358



北京邮电大学出版社
www.buptpress.com



北航

C1636131

内 容 简 介

本书以北京地区上市公司 2005—2010 年间的年度财务报告中相关数据为基础,对北京地区上市公司的融资行为和资本结构进行了研究。研究内容借鉴了西方资本结构理论并结合我国实际,分析了相关理论在北京地区上市公司融资行为与资本结构中的适用性,以区域经济繁荣与上市公司融资效率为研究范畴,以新视角和新思维给读者以启迪。其研究结果能够为投资者和研究者提供科学合理的投融资研究决策依据,希望能对我国资本市场的理论研究与实践改革有一定的启示作用。

本书适用于从事金融市场、企业投融资与财务管理等学术研究方向的中国学者,特别是年轻一代的研究者;也可供高校师生、证券公司、企业管理和政府有关部门使用。

图书在版编目(CIP)数据

北京地区上市公司融资行为与资本结构分析 / 房燕著. -- 北京: 北京邮电大学出版社, 2013.3
ISBN 978-7-5635-3365-7

I. ①北… II. ①房… III. ①上市公司—融资—研究—北京市 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 303159 号

书 名: 北京地区上市公司融资行为与资本结构分析

著 者: 房 燕

责任编辑: 王晓丹 马晓仟

出版发行: 北京邮电大学出版社

社 址: 北京市海淀区西土城路 10 号(邮编: 100876)

发 行 部: 电话: 010-62282185 传真: 010-62283578

E-mail: publish@bupt.edu.cn

经 销: 各地新华书店

印 刷: 北京泽宇印刷有限公司

开 本: 787 mm×1 092 mm 1/16

印 张: 8.75

字 数: 214 千字

版 次: 2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5635-3365-7

定 价: 26.80 元

• 如有印装质量问题,请与北京邮电大学出版社发行部联系 •

前 言

本书是北京市教育委员会人文社会科学研究计划面上项目“北京地区上市公司融资行为与结构研究”的研究成果之一(项目号:SM200811417007)。

在完善的市场条件下,企业市场价值与资本结构关联性问题一直是研究的焦点,半个世纪以来人们始终没有停止过对所谓“资本结构之谜”问题的研究。经济学家们试图从不同的角度或不同的侧面对企业资本结构的形成机理加以解释,并因此形成了不同流派的资本结构理论。大量的研究成果主要是以西方国家的市场经济体制为背景,对发展中国家尤其像中国这样一个处于国民经济快速发展、企业改革与创新过程中的国家缺乏深入的研究。由于我国上市公司有着极其重要的影响力,因而在经济生活中处于举足轻重的地位。在很多情况下,上市公司在各自的领域中被当作标杆企业来看待,因此,研究特定地区上市公司融资行为与资本结构具有重要的现实意义。

北京作为国家首都、重点经济区域,属综合性产业城市。综合经济实力始终保持在全国前列。截至2012年3月末,北京地区A股上市公司总数达到204家,按照中国证监会监管辖区统计标准,上市公司数量保持全国第二,北京地区上市公司潜力巨大。为此,本书借鉴西方资本结构理论并结合我国的实际,分析相关理论在北京地区上市公司融资行为与资本结构中的适用性,并以北京地区上市公司2005—2010年间的年度财务报告中相关数据为基础,对北京地区上市公司的融资行为和资本结构进行了研究。我们希望本书能够以新视角和新思维给读者以启迪,其研究结果能够为投资者提供科学合理的投资决策依据,促进北京地区上市公司的发展,为首都政府及各有关部门提供行业及上市公司发展和改革的决策依据。我们也希望本书能为北京联合大学金融学国家级特色专业和北京市专业综合改革试点的应用性教育提供有益的帮助。

全书主要由房燕撰写,其他参与撰写的人员有那秀芹和严鸿雁。在项目研究及本书的撰写过程中,北京联合大学管理学院金融学专业的教师们给予了许多宝贵的意见和建议。此外,本书还得到了北京联合大学管理学院领导的帮助与支持,特此致谢!

由于撰写人员水平有限,如本书存在疏漏,恳请读者批评指正。

著 者

目 录

第 1 章 引 言	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究范畴	2
1.3 研究的主要内容	3
1.4 研究方法	4
1.5 理论基础	5
1.6 相关概念	6
1.7 本书要解决的问题、研究创新与不足	9
第 2 章 资本结构理论及实证文献综述	11
2.1 国内外资本结构理论综述	11
2.1.1 国外融资偏好的理论研究综述	11
2.1.2 国内理论研究文献综述	16
2.2 国内外相关实证研究综述	18
2.2.1 国外实证研究状况	18
2.2.2 国内实证研究状况	19
2.3 西方融资理论在我国的适用性研究	20
2.4 文献评析	22
第 3 章 我国上市公司资本结构现状分析	23
3.1 我国上市公司质量状况	23
3.2 我国上市公司资本结构的现状	24
3.3 我国上市公司资本结构分析	28
第 4 章 北京地区上市公司融资行为及特征分析	33
4.1 北京地区上市公司概况	33
4.1.1 北京地区公司上市的界定	33

4.1.2 样本公司界定及选取	34
4.2 北京地区上市公司行业分布特征和运行分析	34
4.2.1 北京地区上市公司行业分布特征	34
4.2.2 北京地区上市公司规模分析	35
4.2.3 北京地区上市公司主营业务利润率分析	36
4.2.4 北京地区上市公司每股收益分析	37
4.2.5 北京地区上市公司的资产负债率分析	39
4.2.6 北京地区上市公司净资产收益率分析	40
4.2.7 北京地区上市公司的现金债务总额比分析	41
4.2.8 北京地区上市公司的市盈率分析	42
4.3 北京地区上市公司融资结构分析	44
第5章 北京地区零售业上市公司融资结构分析	47
5.1 行业背景分析	47
5.2 样本选取	47
5.3 融资结构与特点分析	48
第6章 北京地区制造业上市公司融资结构分析	52
6.1 行业背景分析	52
6.2 实证研究	53
6.2.1 样本选取与变量定义	53
6.2.2 实证检验	54
第7章 北京地区农、林、牧、渔业上市公司融资结构分析	57
7.1 行业背景分析	57
7.2 样本选取与变量定义	58
7.2.1 融资结构与特点分析	59
7.2.2 实证分析	60
7.2.3 结论和建议	62
第8章 北京地区电力行业上市公司融资结构分析	63
8.1 行业背景分析	63
8.2 融资结构与特点分析	65
第9章 北京地区房地产业上市公司融资结构分析	68
9.1 北京房地产业发展概况	68
9.2 融资结构与特点分析	70

第 10 章 北京地区信息产业上市公司融资结构分析	73
10.1 我国信息产业发展背景分析	73
10.2 北京信息产业发展趋势	75
10.3 信息产业上市公司融资行为分析	76
10.3.1 融资特点	76
10.3.2 融资方式	77
10.4 北京地区信息产业上市公司融资行为分析	77
第 11 章 北京地区其他行业上市公司融资结构分析	81
11.1 “其他行业”的范畴	81
11.2 行业概述	82
11.3 企业财务质量分析	82
11.3.1 企业的资产负债状况	83
11.3.2 企业的主营业务收入	84
11.3.3 企业的净利润率分析	85
第 12 章 北京地区金融业上市公司分析	86
12.1 北京地区金融业概况	86
12.2 金融组织体系	86
12.3 金融国际影响力	87
12.4 金融运行与金融工作状况	87
12.4.1 金融业运行情况	87
12.4.2 重点领域进展情况	88
12.4.3 融资工作基本情况	89
12.5 北京地区金融业上市公司宏观分析	90
第 13 章 结论及政策建议	91
13.1 本书主要结论	91
13.2 政策性建议	92
附表 1 剔除上市公司明细表	94
附表 2 北京地区上市公司(研究样本)行业分类明细表	97
附表 3 2005—2010 年度北京地区上市公司主要盈利能力指标汇总表	102
参考文献	128

第1章 引言

1.1 研究背景与意义

上市公司是资本市场的基石。上市公司的整体质量直接关系到资本市场的吸引力和竞争力,是资本市场可持续发展的基础和保证。纵观我国资本市场二十多年的发展历程,我们可以清晰地看到,是中国经济改革和转轨的内在要求催生了资本市场,而资本市场的发展也始终立足于服务国民经济发展的基础之上,并为推动经济体制改革,促进国民经济发展和社会进步做出了重要贡献。作为资本市场健康发展的根本,上市公司既是经济体制改革的积极成果,也是经济体制改革的重要践行者。资本对所有的企业而言,都是非常重要的资源。现代财务理论研究表明,资本结构的选择是非常重要的,因为它不仅影响企业的资本成本,而且与公司治理、企业价值、产业组织以及宏观经济运行有关。

融资结构是指公司中融通资金不同方式的构成与其融资数量之间的比例关系,也就是一个公司内源融资与外源融资、债权融资与股权融资的比例关系。融资是上市公司经营中的基本问题,它对整个公司的发展以及证券市场资源的有效配置有着重要的影响。而融资结构是融资行为的结果,融资行为的合理与否必然通过融资结构反映出来。不同的融资行为形成不同的融资结构,合理的融资结构可以提高企业价值。但何种融资结构最有利于企业的发展,长期以来一直是学术界和实务界所关心的热点问题,对企业融资偏好已成为近年来的一个前沿课题。从当前的现实看,首先,我国上市公司的融资行为明显偏好于股权融资、配股和增发新股,这是我国上市公司筹集外部资金的主要融资方式;而负债融资,特别是通过发行企业债权的方式来筹集外部资金在我国上市公司融资总额中所占的份额非常少。据统计,2004年以来,我国上市公司的债务融资仅占其长期资金来源的8.2%,并且主要来自于长期借款和应付款两项;而外部股权融资是上市公司最主要的长期资金来源,其比重高达51.8%。在成熟的资本市场上,债券融资所占的比例要远大于股票融资,基本上股票融资份额为20%~30%,债券融资为70%~80%。中国上市公司的股权融资偏好与理论的融资优先顺序存在着强烈的反差,过度依赖股权融资,必将对公司的经营和发展带来一系列的负面效应。其次,我国上市公司的资产负债率普遍较低,近年来,我国有一半以上上市公司的资产负债率低于50%。这种资产负债率分布与国内非上市企业相比明显偏低,与国际成

熟资本市场的上市公司相比,也显得偏低,而且上市公司的资产负债率随着我国资本市场的发展呈不断下降的趋势。

截至 2011 年年底北京地区 A 股上市公司数达 195 家,境外上市公司数达 48 家,为北京地区经济发展作出了卓越的贡献。在资本市场全球化不断加速的时代,上市公司融资行为也发生较大变化,融资偏好和融资效率问题再一次成为人们关注的焦点。北京“十一五”规划中明确提出:“要扩大北京企业的股票融资比重,推动大中型企业在主板市场上市融资,扶持和引导中小企业特别是高新技术企业在中小企业板市场上市融资。做好资本市场中介服务,吸引各类投资者和非上市公司来京进行股票的私募发行,推动企业赴国际资本市场上市融资。”在北京市“十二五”规划中再次明确:“完善科技与资本对接机制。构建形成覆盖技术创新和产业发展全过程的多功能、多层次金融服务体系。大力支持境内外股权投资、创业投资机构在京聚集和发展。设立战略性新兴产业创业投资引导基金。支持境内外个人和机构开展天使投资业务。支持股权投资基金的设立和发展。实施高科技企业并购重组计划,支持企业利用资本市场进行兼并重组、做强做大。‘十二五’时期力争新增上市公司 100 家以上,在资本市场形成更具影响力的‘中关村板块’。进一步扩大和完善中关村代办股份转让试点,推进建立国家统一监管下的全国场外交易市场。”

但是,在我国上市公司中普遍存在着“一年绩优、二年绩平、三年绩差”的现象,如何提高上市公司的质量已成为阻碍上市公司发展的核心问题。究其原因也很复杂,如缺乏高水平的经营管理,片面追求经营的多元化,对项目的可行性估计不足,盲目扩大投资而导致资金等资源的分散,投资规模与财务能力不相适应等一系列问题的存在。我们希望从现代资本理论出发,通过统计分析和典型案例,即以北京上市公司为样本,分析其行业分布、经营状况、资本结构以及投融资行为等,对北京地区上市公司的融资偏好、融资投向及融资效率进行分析,研究其在资本流动全球化条件下的投融资行为和特点,提升其投融资能力和效益。为相关政府部门对北京上市公司的发展提供理论依据,为规范北京上市公司的投融资行为提供指导性建议,形成以上市公司为龙头,进而推动首都经济结构调整,促进首都经济健康发展的模式。

1.2 研究范畴

本书选取在沪深两地主板市场上市的北京辖区上市公司 2005—2010 年的数据进行研究,并采用中国证监会 2001 年 4 月发布的《上市公司行业分类指引》作为上市公司所属行业的分类标准。

本项目的研究范畴是北京地区上市公司的资本结构与融资偏好,即在沪深两地主板证券市场挂牌的上市公司对于不同融资方式进行选择的排列顺序和资本构成特点。上市公司的融资偏好通过其融资行为反映出来,最终形成了融资结果(包括资本结构和融资规模)。因此,融资偏好是一种主观的愿望,而融资结构则是行为的结果和体现。本书对北京地区上市公司融资行为及结构进行研究,一是通过理论分析与实证检验,揭示北京地区上市公司在特殊制度环境下的融资决策机制和影响因素,探讨我国企业上市公司的融资偏好形成机理,为企业融资理论提供新的解释;二是通过对融资效应的评价,分析我国上市公司的融资行为

及结构存在的问题,并在此基础上提出对北京地区上市公司融资行为及结构进行规范治理的政策建议,这对于规范中国上市公司融资行为、提高中国证券市场融资效率,具有重要的理论与实践指导意义。

1.3 研究的主要内容

关于上市公司(企业)资本结构的研究,在西方已形成了一套比较完整的理论。西方对企业资本结构的研究是以发达的资本市场、完善的法律制度为背景的,这意味着我们在研究中国和北京地区上市公司资本结构时,不能简单地以西方资本结构理论作为指导,而是要一方面借鉴西方发达国家企业资本结构研究的方法,另一方面结合我国具体的资本市场条件和一系列制度因素,来确定我们的研究框架。正是基于这样一种考虑,我们分别运用期望理论、代理成本理论、交易成本经济学、融资优序理论和资本决定因素理论对上市公司的资本结构进行了数据分析与实证研究。本书共13章,各章的主要内容如下。

第1章为引言。论述研究背景及研究意义;研究方法 with 理论基础以及相关术语的界定;研究的创新点和不足之处。

第2章为资本结构理论及实证文献综述。论述了代理成本理论、期望理论、交易成本经济学、融资优序理论以及资本结构决定因素理论的主要观点,并且对各种理论以及国内外的实证文献进行了回顾,评价现有文献在中国的可行性。通过综述,说明每一种理论因不同条件和要求而得出不同的融资策略选择。

第3章为我国上市公司资本结构现状分析。本章对中国上市公司近几年的融资状况以及与国际融资状况进行了比较,得出中国上市公司偏好股权融资,并且对中国上市公司股权融资偏好进行了理论分析。最后提出对我国上市公司融资偏好的治理对策。

第4章为北京地区上市公司融资行为及特征分析。本章主要内容包括北京地区公司上市的界定、剔除上市公司的选择依据和标准、行业分布特征和运行情况。通过对北京地区上市公司调研和财务数据统计,分析北京地区上市公司的融资结构;着重对北京地区上市公司规模、主营业务利润率、每股收益、资产负债率、净资产收益率、现金债务总额比和市盈率等进行了不同行业差异化比较分析,分析北京地区上市公司的融资偏好及其原因。总结北京地区上市公司的融资行为和结构特点。同时分类设计了附表,为进行后续内容的研究提供了平台。

第5章为北京地区零售业上市公司融资结构分析。本章主要阐述了北京零售业上市公司的行业发展现状与发展趋势,明确了样本公司的选取,并从零售业上市公司的融资结构与特点进行分析,得出结论:从内外源融资关系看,优先选择外源融资,而非内源融资;外源融资中,债务融资比例高,而股权融资比例低。针对北京地区零售业上市公司的融资行为与我国零售业上市公司的融资行为进行了比较,并提出建议。

第6章为北京地区制造业上市公司融资结构分析。本章主要阐述了北京地区制造业上市公司的行业发展现状与发展趋势,明确了样本公司的选取。由于制造业上市公司数量是北京地区上市公司总量中占比较大的行业,因此本章将采用对所选取的样本公司财务数据,利用SPSS 13.0 分析软件建立多元线性回归模型的形式进行实证检验与分析,并提出科学

合理的完善建议。

第7章为北京地区农业发展上市公司融资结构分析。本章主要阐述了北京地区农业发展类上市公司的行业发展现状与发展趋势,明确了样本公司的选取。本书除以统计表述方法阐释北京农业发展上市公司融资行为外,还以北京农业类上市公司为研究对象,选取2005—2009年季度数据建立面板数据模型,对北京农业类上市公司资本结构及影响因素进行了实证分析,以此来揭示当前农业上市公司资本结构的现状及其内在关系,为今后北京农业上市公司的进一步发展提供启示和借鉴。

第8章为北京地区电力行业上市公司融资结构分析。本章主要阐述了北京地区电力行业上市公司的行业发展现状与发展趋势,明确了样本公司的选取。通过描述性统计,对北京地区电力行业上市公司的融资行为和资本结构进行分析。认为北京地区电力行业上市公司的融资顺序为首选债务融资,其次选择股权融资,最后选择内源融资。

第9章为北京地区房地产业上市公司融资结构分析。本章主要阐述了北京地区房地产业上市公司的发展概况,明确了样本公司的选取。对北京地区房地产业上市公司的主要盈利能力指标和投资收益指标进行详尽分析。

第10章为北京地区信息产业上市公司融资结构分析。信息产业是我国发展速度及影响较大的产业,因此本章对我国信息产业上市公司融资行为与北京地区信息产业上市公司融资结构进行了比较分析,提出了优化北京地区信息产业上市公司发展的建议。

第11章为北京地区其他行业上市公司融资结构分析。本章除上述六大行业之外的证监会所列举的其他行业,主要包括综合类,农、林、牧、渔业,采掘业,建筑业,交通运输、仓储业以及社会服务业等七个行业的上市公司。拟从上市公司的资产规模、现金负债比、主营业务利润率和资产负债率等几个角度对北京地区其他行业整体状况和上市公司的财务质量进行概要性分析和研究,并提出促进行业发展的建议。

第12章为北京地区金融业上市公司分析。由于北京既是经济文化城市,同时其金融业的发展与综合经济实力又位于全国前列,因此本章将概要性地阐述北京地区金融业发展现状及国内外影响,并对北京地区金融业上市公司融资行为进行了宏观分析。提出在促进北京金融业上市公司发展的同时如何为北京地区非金融业上市公司的发展提供金融支持。

第13章为结论及政策建议。本部分将对前面的分析和研究进行总结和概括,提出相应的政策及建议。根据前面12个章节的研究结果,总结全书的主要观点与结论;提出改善北京地区上市公司融资行为和结构政策建议;提出完善北京地区上市公司再融资投向的政策建议;提出改善北京地区上市公司融资效益的有效措施和政策建议。

1.4 研究方法

本书采用理论与实证研究分析相结合的方法,并以描述性统计法和实证研究方法为主。本书将通过实证研究和特定国情下上市公司特点,探索北京地区上市公司融资偏好度以及原因。运用规范分析方法,分析北京地区上市公司融资偏好行为给公司带来的影响并提出相应的政策建议。在分析时具体采用以下方法。

1. 文献调查法

对目前国内外的企业融资的相关理论研究进行调查和综述。

2. 定性分析与定量分析相结合的方法

运用企业融资相关理论对我国和北京地区上市公司的融资偏好进行定性分析,利用相关数据进行定量分析。

3. 归纳分析法

本书以2005—2010年间沪深主板市场进行股权融资的上市公司为样本,归纳推理出影响北京地区上市公司融资偏好的内因及外因,从而为北京地区上市公司的融资提供理论意见。

1.5 理论基础

1. 期望理论

期望理论(Expectancy Theory),又称做“效价—手段—期望理论”,是由北美著名心理学家和行为科学家维克托·弗鲁姆(Victor H. Vroom)于1964年在《工作与激励》中提出来的激励理论。期望理论是以三个因素反映需要与目标之间的关系,要激励员工,就必须让员工明确①工作能提供给他们真正需要的东西;②他们欲求的东西是和绩效联系在一起的;③只要努力工作就能提高他们的绩效。期望理论的贡献一是提出了目标设置与个人需求相统一的理论。期望理论假定个体是有思想、有理性的人,对于他们生活和事业的发展,他们有既定的信仰和基本的预测。因此,在分析激励雇员的因素时,必须考察人们希望从组织中获得什么以及他们如何能够实现自己的愿望;二是期望理论也是激励理论中为数极少的量化分析理论。这一理论并不满足于对问题的定性说明,还非常重视定量分析。它通过对各种权变因素的分析,正确说明了人们在多种可能性中所做出的选择。也就是说人们的行为选择通常是效用最大的,或者说人们的现实行为是其激励力量最大的行为选择。这不仅是激励理论的重要发展,同时在实践中也更具操作性。

2. 代理成本理论

詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)(1976)把代理成本理论引入了现代金融理论的框架里,说明了太多的债权融资可能导致资本替代以及管理层和债权人之间的利益冲突。据此,他们提出了在公司代理过程中存在的两类利益冲突。詹森(1986a, b)指出股东和债权人之间的代理问题会造成较少地使用债权融资,而较多地股权融资又会由于自由现金流量的增加,加剧管理层与股东之间的冲突。也就是说,资本结构的改变仅仅是股权代理成本与债权代理成本之间的交换:减少股权代理成本,就会提高债权代理成本,在没有税收情况下,两者之间通过权衡,得到总代理成本最低时的资本结构就是最优的资本结构。

3. 交易成本经济学

1937年,科斯(Coase)出版了《企业的性质》一书,开创了交易成本经济学的先河。科斯独辟蹊径地指出,决定企业的出现和运转的关键是交易成本的存在。交易成本经济学的着眼点在于企业与市场的关系。科斯的研究并没有进一步深入到企业的内部结构。威廉姆森(Williamson)(1988)把“资产专用性”及其相关的机会主义行为作为决定交易成本的主要因

素。他们认为,高度专用性资产容易造成垄断,产生机会主义行为,使合约谈判和执行变得困难,而如果交易在企业内安排,则可大大降低交易成本;交易所涉及的不确定性越高,交易发生的频率越高,需要付出的监督和履约费用越高,以企业内部组织取代市场就越能节省交易成本。交易成本经济学解决了新古典经济学没有解释的“企业存在”问题,对现代企业的经营运作有重要影响,交易成本经济学的目的就是要将治理结构和交易的特征匹配起来,以节约交易成本,实现最大的效率收益。

4. 融资优序理论

罗斯(Ross)(1977)通过规定管理层可以利用公司融资政策向市场传达各种信号,从而将信息不对称问题引入对资本结构的研究中,而梅耶斯(Myers)和马基卢夫(Majluf)(1984)由此进一步研究了在公司项目融资中的财务决策,并提出了资本结构的啄序理论(也称融资优序理论)。融资优序理论是指在内源融资和外源融资中首选内源融资;在外源融资中的直接融资与间接融资中首选间接融资;在直接融资中的债券融资(也叫债务融资)与股票融资中首选债券融资。债权融资是企业通过负债获得资金,债务融资是企业通过将手中持有的现金等价物转移获得资金。该理论探讨了当信息无法有效传递时,为了降低公司内部人与外部融资者的代理问题,公司如何选择最优融资渠道的问题。他们认为,在信息不对称的前提下,就公司各种可能的融资渠道而言,留存收益、折旧等内源资金本身是由内部管理层所控制的,不存在类似的代理问题。因此,内源融资的资金成本相对于外源融资而言要低得多。而外源融资中的债权融资由于有本息固定偿付和破产优先清偿权的保证,只要公司正常运行,债权人就可得到足额回报,因而其对信息透明度的要求也相对较低,债权融资中的“柠檬问题”和逆向选择效应相对股权融资而言要低得多,结果造成了债权融资成本比股权融资成本低的现实。从而得出,梅耶斯和马基卢夫的融资次序理论:首先依赖内源资金,其次是债权融资,最后是股权融资。

5. 资本结构决定因素理论

资本结构决定因素学派之前一直是游离于资本结构主流理论之外的一个分支。资本结构决定因素学派主张企业资本结构应该是要受到很多因素的影响,而主流资本结构理论所主张的税差和破产成本仅仅只是其中两个较为重要的因素,这个学派也可称为融资工具的选择理论。这个学派的另一个特点是做大量的实证检验。从早期的巴克斯特(Baxter)和托布(Taub)到马什(Masulis),再到后来的蒂特曼(Titman)和韦塞尔斯(Wessels),无一不是建立在“理论和现有实证检验基础上”。

1.6 相关概念

1. 融资与融资方式

(1) 融资。经济学是从宏观角度(社会资源优化配置的角度)来定义融资的,管理学是从微观角度(实现组织目标的角度)来定义融资的,由于研究视角的差异,导致对融资的理解和定义有所不同。

从经济学角度理解,融资是指资金由资金供给者手中向资金需求者手中运动的动态过程中。根据美国经济学家莫毅安(Morris)和科普兰(Copeland)等人在分部门资金流动账户

方面的研究成果,可以把整个经济部门划分为盈余部门、平衡部门和亏损部门。盈余部门往往是储蓄者,亏损部门往往是投资者,在这种情况下便存在融资问题,融资过程的实质就是储蓄向投资转化的过程。在储蓄、投资由同一主体完成的情况下,投资主体把自己积累的储蓄用于投资活动,这一过程即为内源融资过程;在储蓄、投资由不同主体完成的情况下,投资主体可以通过融资中介从储蓄主体那里获得资金,这一过程称为外源融资过程。从管理学角度理解,融资是指融资主体为了实现组织目标,通过一定的融资渠道,采用一定的融资方式,从组织内、外部筹集资金的行为。

宏观意义上的融资和微观意义上的融资存在着紧密联系。一方面,微观的企业融资行为将促使宏观融资效率的提高。由于资本具有追求增值的特征,它总是向投资收益率较高的企业和部门流动,这使得投资效率较高的企业和部门得到较快的发展,同时也迫使低效率的企业和部门改善管理,以提高资本的投资收益率,从而在整体上提高整个社会的经济效率。另一方面,宏观融资环境的改善将有助于企业获得更稳定、更充足的资金来源渠道,降低融资成本,从而提高微观的企业融资效率。

(2) 上市公司融资。上市公司融资是指上市公司为了实现组织目标,采取一定的融资方式,从公司内、外部筹集资金的行为。上市公司作为一种特殊类型的企业组织,其融资行为为既有一般企业的特征,又具有自身的特点。总的来看,上市公司融资行为具有下面四个特点:一是融资目标的多样性,首先,上市公司从提升公司价值的目标出发,其子目标可以是多样的,包括获得长期稳定的资金供给、降低资金成本、调整资本结构、改善公司治理、引入战略投资者、为公司竞争战略提供支持等;其次,是由于上市公司利益相关者的构成比较复杂以及多种委托代理关系的存在,可能导致融资目标的偏离或异化,从而使融资行为偏离了企业价值最大化的基本目标。二是融资方式的灵活性。与其他公司相比,上市公司直接面对资本市场,具有较强的融资自主权,可以灵活地利用银行信贷、债券、股票等金融工具筹集资金,具有一定的通过资本市场调节资本结构的能力,它们选择融资方式时受到的约束相对较少,融资偏好相对比较自由地体现为融资结构。三是融资决策机制的复杂性。上市公司的融资决策比较复杂,融资决策作为一项重大的财务决策,一般需要经过经理层的讨论、董事会的股东大会的表决通过,部门融资决策还需要经过证券监管部门的审核批准才能够正式实施。四是融资影响的社会性。由于上市公司的规模比较大,融资方式比较灵活,与其他类型企业相比,它们的融资行为涉及的利益相关者更多,对社会的影响更大。

(3) 融资方式。按照融资过程中资金来源的方向,融资方式可以分为内源融资和外源融资两种。

内源融资方式主要包括折旧和保留盈余两种。从融资角度看,由于固定资产从购置到更新需要很长时间,因此用于补偿固定资产折损耗的折旧就成为企业重要的内源融资方式。保留盈余是企业当年税后利润进行股利分配后留归企业用于经营活动的那部分,它也可以长期由企业使用。内源融资是企业创办过程中原始资本积累和运行过程中剩余价值的资本化,具有以下特点:一是自主性,内源融资是企业的自有资金;二是有限性,内源融资的可能性受企业自身积累能力的影响,融资规模受到较大限制;三是低成本性,内源融资的财务成本小,不需要直接向外支付相关的融资成本和费用,不过,内源融资也会有机会成本;四是低风险性,内源融资不存在支付危机,因而不会出现由于支付危机导致的财务风险。

外源融资包括股权融资和债权融资两类方式。股权融资是企业通过出让所有权直接向

资金提供者筹集资金的融资行为;债权融资是指企业通过借贷方式筹集资金,间接从资金供给者处取得资金使用权的融资行为。此外,企业之间的商业信用、融资租赁等也属于外源融资的范围。

根据不同标准对融资方式进行分类,不同的分类之间具有交叉和重叠的情况。本书在表 1-1 中将各种融资方式与企业资产负债表进行对比,通过这种比较,明确反映了不同融资方式之间的关系。

表 1-1 融资方式分类

负债				所有者权益			
流动负债		长期负债		实收资本		公积金公益金	未分配利润
流动负债	应付未付款	短期借款	应付债券	新发行资本	原始资本		
外源融资							

2. 资本结构与融资结构

(1) 资本结构。资本结构是指企业各种长期资金来源的构成及其比例关系。常见的企业长期资金来源包括权益性资本和债务性资本两类。在许多理论分析中,一般假设企业只以普通股与公司债两种融资方式来筹措经营所需要的资金。人们通常以资产负债率来替代严格意义上的资本结构。

(2) 融资结构。融资结构是指企业资金来源项目的构成及其比例关系。根据前面的分析,融资结构主要包括内源融资和外源融资两部分,前者主要是来自企业正常经营活动的现金流入(主要包括保留盈余和折旧),后者包括股权融资和债权融资。与考察资本结构不同,考察融资结构本质上是一种流量分析而不是存量分析,其重点在于企业各年度的资金来源情况。

(3) 资本结构和融资结构的关系。资本结构和融资结构存在密切的联系。首先,资本结构是企业融资行为的结果,融资结构的选择决定了企业的资本结构。从这个意义上说,资本结构是一个存量指标,而融资结构是一个流量指标,所有流量指标的累积就形成了存量指标。其次,既有的资本结构又会对企业的融资结构产生影响,在进行融资方式决策时,资本结构是一个重要的影响因素,合理的资本结构有利于企业价值的最大化。

融资结构和资本结构存在区别。融资结构不仅包括长期负债和所有者权益等项目,还包括短期负债;资本结构主要包括权益和长期负债。

(4) 融资偏好。融资偏好是指融资行为主体对于不同融资方式进行选择的排列顺序。这里的行为主体包括任何可能对企业融资行为产生影响的利益相关者,包括大股东、小股东、机构投资者、债权人、经理人等。根据显示偏好原理,当有两种或两种以上融资方式可供选择时,行为主体对所选中融资方式的偏好超过对未选中融资方式的偏好。

上市公司有多个利益相关者,他们从自身利益最大化的角度出发,形成了各自的融资偏好,利益相关者通过上市公司的融资决策机制发现自身的融资偏好,通过动态的博弈,最终形成上市公司的融资偏好。对于上市公司而言,利益相关者的融资偏好通过公司决策机制共同决定了公司的融资偏好,而上市公司的融资偏好通过融资行为反映出来,在各种条件的限制下,最终形成了上市公司的融资结果(包括融资结构和融资金额)。因此,融资偏好是一种主观的愿望,融资行为和融资结果是一种客观事实,客观事实可以部分反映主观愿望。其中,融资行为比融资结果受到的约束较少,能够更准确地反映融资偏好。

(5) 融资效率。学术界目前对于融资效率有不同的定义,并且对公司融资效率的判断缺乏统一的标准。有一部分学者认为,融资方式作为一种制度安排,其效率应包括两个方面:筹资效率和配置效率。筹资效率是指某种融资方式或融资制度以最低的成本为企业提供资本的能力,而配置效率是指该种融资方式或融资制度将最稀缺的资本分配给能进行最优化生产的投资者的能力。

我们认为,可以从三个方面认识融资效率的内涵和评判标准。一是从企业管理者的层面看,他们最关心的就是如何利用最低的成本取得资金,此时融资效率体现为筹资效率;二是从股东等利益相关者的层面看,他们不但关心筹资效率,还关心融资行为对公司治理结构的影响,此时融资效率还体现为公司治理效率;三是从社会管理者的层面看,他们除了关心筹资效率和公司治理效率,还关心稀缺的资本是否得到最有效的使用,此时融资效率还体现为资源配置效率。因此,融资效率是指某种融资方式在筹集和使用资金过程中所表现出来的能力和功效。融资效率包括筹资效率、公司治理效率、资源配置效率三方面。

1.7 本书要解决的问题、研究创新与不足

1. 本书要解决的问题

(1) 运用问卷调查、统计描述以及比较分析等多种方法,从多个角度分析北京地区上市公司的融资行为与融资结构。企业资本扩张行为的选择在很大程度上受到融资成本的制约,本书通过北京地区上市公司的投融资现状,分析在全流通背景下其融资行为和偏好的关键因素,阐释上市公司融资偏好和融资成本的关系以及企业资本规模偏好、控股股东持股比例、高级管理人员对自身业绩评价和资产负债率等因素对上市公司融资偏好的影响,不同行业的上市公司其融资决策考虑因素是否存在差异。进而总结其融资行为和结构特点,为提升其融资能力提出改进建议。

(2) 运用融资优序理论和资本结构决定因素理论对我国和北京地区上市公司的融资状况进行了比较。得出了中国上市公司和北京地区上市公司均偏好股权融资,并且对北京地区上市公司股权融资偏好进行了实证分析,指出中国融资制度存在的缺陷及中国上市公司股权融资偏好的影响和后果。

(3) 运用新古典投资理论评价北京地区上市公司的投资行为。本书通过研究北京地区上市公司的投资行为对资本成本的响应程度以及企业投资规模与利润水平的关联程度,阐释了北京地区上市公司的投资行为在总体上符合新古典经济理论所期望的利润最大化目标下的企业投资行为范式;在全流通时代,新古典经济理论倡导的干预投资的经济政策对北京地区上市公司的投资行为究竟有何影响和作用。

2. 研究创新

本书的研究创新之处主要表现在以下三方面。

(1) 以北京地区上市公司为研究对象,对其融资行为和资本结构问题进行系统分析,探索其融资行为和偏好的关键因素,是一种有益的新尝试。从目前国内外相关研究成果来看,现有学术研究成果大多针对我国上市公司或我国某一行业上市公司展开分析,就北京地区上市公司的融资行为和结构有特色的研究并不多,而且多数研究成果停留在对我国上市公司生存状况及治理结构问题的描述上,缺乏针对性和区域特性;同时,欠缺从融资模式、动机

和风险控制视角进行的系统研究。

(2) 采用北京地区上市公司股权融资比率、债权融资比率以及内源融资比率和外源融资比率等为动态研究指标考察融资行为。本书主要是研究影响北京地区上市公司融资偏好的因素,但股权融资或债权融资偏好度较为抽象,在实证分析中较难量化。目前大多数研究中使用的是静态指标,如企业财务质量中的资产负债率等来衡量股权融资偏好,但资产负债率无法反映出企业在融资过程中股权融资的程度。本书使用了动态的指标来衡量上市公司的融资偏好。

(3) 采用了较全面的实证研究指标。在结合我国特有的融资体系和北京地区上市公司自身的特点,从公司规模、成长性、获利能力、经营风险、非负债税盾、资产担保价值和股权集中度等方面研究北京地区上市公司的融资行为与融资结构的影响因素。

3. 研究不足

(1) 由于北京地区上市公司中有较多的新三板上市的高科技公司,其上市标准与我国主板市场,如沪深两市的标准存在较大差异,因此,在选取样本公司时剔除了这些公司。还有金融业上市公司因其资产负债率较高以及行业资本结构和融资行为的特殊性,也未入选研究范畴。所以进行融资偏好研究的公司数量有限,导致本书的样本量偏小,影响到实证研究的精准度,在实证研究结果中数据的相关性不够显著。

(2) 由于北京地区大多数的上市公司对于无形资产的管理不全面,所以本书在选取变量时没有选取无形资产。作为上市公司的无形资产对其持续发展能力与融资结构有着重要的影响。但由于数据不完整,无法验证诸如信息技术类上市公司无形资产对其融资结构的影响,因此本书采用了统计描述法研究,而未采用实证研究。