

---

# 湖南上市公司资本结构的特征分析

蔡香梅 黄玲芬 熊吕波

(湖南农业大学商学院 湖南 长沙 410128)

**【摘要】**以湖南省的境内上市公司为研究对象，从中选择一定量的公司为样本，以样本公司2004-2007年的年度财务报表数据为依据，分析了湖南上市公司资本结构的特征及其成因。结果认为，由于湖南省上市公司存在着严重的“重股轻债”和“重银行贷款轻发行公司债券”的融资偏好，并且其整体业绩水平较低，公司规模普遍偏小，再加上我国公司债券市场不发达、股票市场不完善、商业银行风险管理能力普遍较差，因此，湖南省上市公司的资本结构表现出以下主要特征：资产负债率较低、内部融资比重过低、流动负债比率较高、债券融资比例很低。

**【关键词】**上市公司；资本结构；特征分析

**【中图分类号】**F275

**【文献标识码】**A

资本结构是指企业各种资金的价值构成及其比例关系。在西方发达国家，资本结构的调整和优化已成为上市公司财务管理的核心问题。近年来，我国上市公司的资本结构问题越来越受到学者们的关注，成为财务管理研究中的热点问题。湖南省上市公司已成为湖南省的产业龙头、利税大户和现代企业制度建设的排头兵，为湖南经济发展做出了巨大的贡献。探讨湖南省上市公司的资本结构问题，有利于促进湖南省上市公司的发展，从而在一定程度上促进湖南省经济的发展。

本文以2004-2007年湖南省的境内上市公司作为研究的对象，依据这些公司对外公布的年度财务报表数据，分析湖南上市公司资本结构的特征及其成因，为进一步研究湖南上市公司资本结构的优化对策打下一定的研究基础。

## 1 湖南省上市公司资本结构的主要特征

通过对湖南省上市公司财务报表数据的考察，可以总结出湖南省上市公司的特征主要表现在以下几个方面：

### 1.1 资产负债率较低

资产负债率是负债总额对资产总额的比例关系。这个比率从总体反映了公司资本结构的情况，说明公司的全部资金中有多少来源于债权人，有多少来源于所有者。理论上认为资产负债率保持在50%左右是较为合理的，但是，有些专家认为资产负债率维持在

60%左右才符合我国国情。

---

收稿日期：2009-12-14

\* **基金项目：**湖南农业大学青年基金项目（项目编号：07QN64）和湖南省教育厅项目“湖南省上市公司资本结构问题研究”的阶段性研究成果（项目编号：08C406）

从表1 可以看到, 2004—2007 年期间, 湖南省上市公司平均资产负债率为50%左右, 其中2007 年的平均资产负债率最高, 为52. 50%, 最低为2004 年的48. 50%。全国上市公司的平均资产负债率都高于55%, 而众多研究结论都认为我国上市公司的资产负债率偏低。而湖南省的上市公司平均资产负债率比全国上市公司资产负债率的平均水平还要低。另外, 资产负债率的最低值在5%—18%之间, 说明有一部分上市公司的资产负债率特别低。再从表2 可以看出, 在这4 年中, 资产负债率高于60% 的只占样本总数的20%左右, 绝大多数的湖南上市公司的资产负债率都低于60%, 甚至还有20%左右的上市公司的资产负债率低于40%。

**表 1 湖南省上市公司资产负债率基本情况表** (%)

资产负债率	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
最高值	116.17	92.25	95.77	80.76
最低值	17.44	9.15	5.77	13.84
平均值	52.50	51.69	51.76	48.50

**表 2 湖南省上市公司资产负债率区间统计表**

资产负债率	2007 年		2006 年		2005 年		2004 年	
	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)
资产负债率 40%以下	12	27.3	8	19.5	6	15.4	10	25.6
资产负债率 40%—60%	22	50	23	56.1	25	64.1	22	56.4
资产负债率 60%以上	10	22.7	10	25.4	8	20.5	6	18
合计	44	100	41	100	39	100	39	100

### 1. 2 负债结构不合理

负债结构是公司资本结构的具体表现, 笔者从负债期限和负债来源来分析湖南上市公司的负债结构情况。

(1) 从负债期限结构来看, 流动负债比率较高。负债期限结构是指长短期负债的比例关系, 它可以通过流动负债比率来反映。流动负债比率等于流动负债 / 负债总额。这一指标反映了一个公司依赖短期债权人的程度。该比率越高, 说明公司对短期负债资金的依赖性越强, 公司偿债压力越大, 财务风险也越大。

从表 3 可以看出, 在 2004—2007 年这四年中, 湖南上市公司的流动负债比率最高值都达到了 100%, 说明有些公司没有利用长期负债资金。而且流动负债比率的平均值也一直居高不下, 除 2007 年接近 80%以外, 其他年份都在 83%左右窄幅波动。再从表 4 可以看出, 在 2004—2007 年这 4 年中, 绝大多数湖南上市公司的流动负债比率都高于 60%。

**表 3 湖南省上市公司流动负债比率基  
本情况表** (%)

资产负债率	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
最高值	100	100	100	100
最低值	37.62	23.81	24.75	38.23
平均值	78.80	86.27	83.97	85.39

**表 4 湖南省上市公司流动负债比率区间统计表**

资产负债率	2007 年		2006 年		2005 年		2004 年	
	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)
40%以下	2	4.55	2	4.88	1	2.56	1	2.56
40%–60%	4	9.10	2	4.88	1	2.56	5	12.82
60%以上	38	86.36	37	90.24	37	94.87	33	84.62
公司合计(家)	44	--	41	--	39	--	39	--

通过以上分析，说明湖南省上市公司利用债务资金时普遍偏好流动负债，流动负债水平明显较高。这样通过使用过量的短期负债来保证公司的正常运行，对公司而言是一个潜在的威胁。

(2) 从长期负债来源结构来看，债券融资比例很低。作为上市公司，既可以选择银行或其他金融机构的贷款，也可以选择公司债券筹资和其他负债来源。本文从银行或其他金融机构的贷款和公司债券筹资两大来源来考察公司长期负债的构成，因此长期负债来源结构是指公司这两部分负债的比例关系。长期负债来源结构反映了一个公司在长期资金方面对银行或其他金融机构的依赖程度。

表 5 湖南省上市公司长期负债主要来源表

资产负债率	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
债券合计(万元)	48442.17	9488.39	70991.04	200926.03
借款合计(万元)	4769974.8	3440810.11	4043154.72	3271424.21
合计(万元)	4818416.97	3450298.5	4114145.8	3472350.2
债券比例(%)	1	0.3	1.7	5.8

从表5 可以看出，湖南上市公司利用债券筹资的规模实在太小，最高的2004 年债券筹资比例也只有5.8%，其他年份都只有1%左右。再具体考察湖南省上市公司财务报表得知，只有极少数据的湖南上市公司利用了公司债券融资，在2007 年，湖南上市公司的同期银行贷款将近有477 亿元，而只有三一重工这一家发行了48 442. 17 万元的债券。截至2007 年末，湖南省上市公司债券存量仅占整个银行借款的1.89%，而同期美国的公司债券是同期银行借款的1 倍多。经以上分析可以说明湖南省债权结构的一个显著特点就是长期负债资金过度依赖银行或其他金融机构，债券筹资实在太少。如果再考虑到流动负债中的短期银行借款，则公司对银行的依赖程度会更高，如果遇到银行信贷政策紧缩，湖南上市公司就会出现资金严重紧缺的局面。同样，说明湖南上市公司的资金来源单一，影响了公司的筹资规模和资本结构的弹性。

### 1. 3 内部融资比重过低，严重依赖外部融资

公司资金来源有两个渠道：外部融资和内部融资。本文中内部融资是指公司的留存利润，包括资产负债表中的未分配利润和盈余公积（含公益金）两项目，用留存利润与总资产的比值，可以反映上市公司内部融资的比例。

表 6 内部融资比率情况表 (%)

资产负债率	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
最高值	36.05	26.17	20.83	21.58
最低值	-77.35	-41.25	-29.46	-23.78
平均值	3.89	4.66	3.78	4.64

从表 6 中可以看出，湖南省上市公司在 2004-2007 年期间内，留存利润占资产总额的比率很低，平均值在 4%左右波动。内部融资比率最高值也只有 2007 年的 36.05%，还有一定数量的公司由于累计大额亏损，内部融资比率甚至出现负数，2007 年内部融资比率最低值达-77.35%。这反映出湖南省上市公司的盈利能力和自我扩张能力不强，生产经营规模的扩大并非主要依靠其自身的内部积累，而是主要通过外部融资进行。

## 2 形成湖南省上市公司资本结构特征的原因

形成湖南省上市公司资本结构的上述特征的原因是很复杂的，本文主要从以下几个方面进行分析：

### 2.1 湖南上市公司的整体业绩水平较低

湖南省的上市公司经营业绩不够理想，在全国看来，没有什么特别绩优高成长企业，在每年的中国上市公司业绩百强排行榜上罕有湖南省的上市公司。而且近些年来，湖南上市公司的经营业绩出现较大面积的滑坡，本文考察了40家上市公司，其中只有40%的公司在2004—2007年中，没有出现亏损，而有60%的公司在4年中出现过亏损的情况。

表7 湖南省上市公司总资产净利率区间统计表

总资产净利率	2004年		2005年		2006年		2007年	
	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)	公司(家)	比例(%)
小于0%	4	10.00	8	20.00	6	15.00	4	10.00
0%—1%	9	22.50	11	27.50	9	22.50	6	15.00
1%—5%	20	50.00	16	40.00	15	37.50	21	52.50
5%—10%	6	15.00	4	10.00	8	20.00	4	10.00
10%以上	1	2.50	1	2.50	2	5.00	5	12.50

从表7可以看出，在2004—2007年中，所选样本中的平均总资产净利率处于很低的水平，分别只有1.87%、-0.37%、1.92%、3.20%。首先，总资产净利率达到10%的公司都很少，2007年只有5家上市公司的总资产净利率达到了10.00%。2006年只有2家上市公司的总资产净利率达到了10%，株冶火炬13.04%和三一重工10.01%。2004年和2005年都分别只有1家上市公司的总资产净利率达到了10%，2004年广电传媒10.69%，2005年山河智能10.00%；其次，大多数公司的总资产净利率都低于5%，2004—2007年，分别有占样本总数的82.5%、87.5%、75%和77.5%的上市公司的总资产净利率低于5%；第三，在这4年中，甚至一定数量的公司出现亏损（2004年有4家、2005年有8家、2006年有6家、2007年有4家）。

湖南上市公司如此较低的经营业绩，导致了其留存收益水平不高，自身积累也不多，从而使公司的内部融资水平低下，而且也限制了公司的长期负债规模及公司债券的发行。

### 2.2 湖南省上市公司资产规模普遍偏小

截止到2006年底，湖南省在境内注册的上市公司的47家公司的总股本只有129.84亿股，总股本平均约为2.88亿股，而全国上市公司总股本平均为3.17亿股。2007年，70%的湖南上市公司总资产都小于20亿元，只有10%的公司总资产大于100亿元。2004年和2005年，总资产上100亿元的公司都只有一家，75%的公司总资产都小于20亿元。由此可见，湖南省的上市公司资产规模普遍偏小。一般认为，企业的资产规模大小与资产负债率呈正相关关系。湖南省上市公司的资产规模较小，从而限制了其负债融资规模特别是长期负债的规模。

### 2.3 受上市公司不良融资偏好的影响

(1) 严重的“重股轻债”融资偏好。在我国，上市公司普遍认为，股权融资既能显示公司的发展潜力，又能显示决策层的

政绩，而债权融资则是公司经营出现危机的表现，这无形中加大了经营者选择债权融资的压力。另外，债权融资具有法定还本付息的硬约束，可能产生公司破产的风险，而股权融资与债权融资相比，只有在股东对公司经营者有较强选择力的基础上才具有较强的约束力，股权融资在形式上是一种无风险的永久性融资。在我国现有的特殊环境下，股东对公司经营者的选择力较差，股权融资具有的是“软约束”。因而，我国的上市公司普遍具有“股权融资偏好”。湖南的上市公司普遍盈利能力较差，举债经营风险更大。“重股轻债”的现象更为严重，这种“重股轻债”的融资偏好，最终导致湖南上市公司资产负债率的低下，也影响发行公司债券融资的积极性。

(2) 在债务融资中，重银行贷款融资而轻发行公司债券融资。公司债券利率一般都不低于同期银行借款利率，再加上债券的发行费用往往远高于银行贷款的手续费用，因此，公司债券融资的资金成本比银行借款要高。再加上目前我国的银行多是国有银行或国有控股银行，没有真正实现市场经济条件下以商品化为基础的信贷资金借贷运行机制，银行的角色很复杂，这样银企约束关系仍很“软化”，对还不了贷款的企业，这些银行往往还继续贷款，使公司可以借新债来还旧债，而银行方面还可以在这种循环贷款中实现账面利息收入的增加。而发行公司债券，有严格的条件限制，况且，融资公司直接面对广大债权人的硬约束，债券融资导致的破产风险可能更高。可见，对公司而言，向银行借款无论是在借款应具备的条件，还是在还本付息的约束及公司所负担的资金成本方面，都比发行公司债券具有更强的优越性。因此，在公司负债经营中，公司债券融资与银行借款相比较，由于银行借款较低的资金成本和较小的财务风险，符合债券融资条件的上市公司更愿意从银行贷款。湖南上市公司普遍具有这样的“重银行贷款轻公司债券”的融资偏好，因此，其债券融资的比例非常之低也就可想而知了。

#### 2.4 我国股票市场的不完善

在我国股票市场上，投机炒作现象比较严重，投资者的投资理念不成熟，股票市场的监管不规范，退市机制和红利分配制度不健全，上市公司的股价与业绩不对称甚至背道而驰的情况比较多。一般而言，股权资金的理论成本大于债务资金的理论成本。因为，股东权享有的是剩余财产索取权，其承担的风险大于债权人，因而股东要求的投资回报率要高于债权人；另外，负债有节税作用而股息却没有。这样使股票融资的实际成本大于债务融资的实际成本。但在我国，由于股票市场的不完善，上市公司给股东分配的现金股利往往很少，甚至没有要给股东分红利的压力，股东对公司经营者的选择力较差，股权融资具有的是“软约束”。因此，股权资金的成本反而较低，甚至还低于银行的借款利率。不完善的股票市场，不仅降低了股权资金的资金成本，而且助长了上市公司的“股权融资”偏好，股权资金被上市公司的管理层认为是一种长期的无需还本付息的低成本资金来源。

#### 2.5 我国公司债券市场的不发达

在发达国家，发行公司债券是现代公司的一个重要的融资方式。我国的公司债券市场起步较晚，目前还显得很发达，主要表现在以下几方面：第一，公司债券市场的规模总体仍然偏小；第二，债券品种过少；第三，二级市场不活跃，公司债券的流动性较差；第四，国家对公司债券市场的限控较多，对公司债券的发行，我国实行严格的审批制，政府对公司债券的发债额度、发债主体条件、资金投向和债券利率等方面都进行严格的限制。这样不成熟的债券市场，影响了公司债券投资者的投资兴趣，提高了发行公司债券的门槛，加大了发行公司债券的难度，使公司通过债券融资的余地非常小，又降低了公司发行债券的积极性，有些优质公司也不愿意发行公司债券。国家主要扶持交通、能源等行业，湖南的上市公司属于国家扶持对象的很少，而且在整个上市公司群体中，其盈利水平普遍较低，从因而其发行公司债券融资更加困难，客观上也迫使它们很少选择债券融资。

#### 2.6 我国商业银行风险管理能力普遍较差

目前，我国的商业银行风险管理能力普遍较差，趋利避害的意识较强，大多数银行都尽量避免发放长期贷款，因为对银行来说，长期贷款比短期贷款的风险要大。这种“惜贷”行为无疑加大了上市公司获得长期贷款的难度，短期流动资金贷款成为公司解决资金短缺的最直接方式，很多公司甚至短贷长用，这样造成流动负债偏高。

---

## 参考文献

- 1 于晓红. 上市公司资本结构的优化——以东北三省为例 [J]. 当代经济研究, 2006 (10)
- 2 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 (1)
- 3 徐永强, 李树丞. 湖南省上市公司资本结构的实证分析 [J]. 湖南大学学报 (社会科学版), 2001 (6)
- 4 蔡香梅, 武栋梁. 湖南上市公司资本结构影响因素的实证分析 [J]. 长沙大学学报, 2008 (7)