

我国上市公司股权融资行为的思考



□ 袁天荣

上市公司在证券市场中的再融资方式主要有股权融资和债权融资。由于种种原因,我国上市公司在融资顺序方面表现出了与现代财务理论和发达市场经济条件下企业融资惯例不相吻合的特征,融资顺序倒置,过分偏好股权融资。针对这一现象,笔者进行了剖析,并对如何抑制上市公司股权融资偏好提出了一点看法。

一、西方发达国家融资结构分析

企业扩大生产经营规模等所需要的资本主要来自于两大方面,一是通过留存收益和折旧形成的内源融资,二是包括股权融资和债权融资在内的外源融资。由于企业规模和盈利能力的限制,目前企业的融资以外源融资为主。按照资本成本理论,股权融资成本高,债权融资成本低,企业应优先选择债权融资。

从融资结构理论来看,莫迪里安尼和米勒提出的MM修正理论认为负债对企业价值和融资成本产生影响,如果不考虑融资风险因素,企业负债率达到100%,则融资成本最低,企业价值达到最大。20世纪70年代美国经济学家罗斯首次系统地将不对称信息理论引入到企业融资结构的理论分析中,提出在非对称信息条件下,管理者对企业内部信息的掌握多于股东,股东只能通过管理者输出的信息来评价上市公司,公司的债务比例或资产负债结构安排成了一种信号传递工具,负债比例上升意味着管理者对企业未来收益有较高预期,是一种积极的信号。做出股权融资决定的现有股东“总是希望新股东加盟进来分担风险,而不希望新股东加盟进来分享收益”,这是资本市场的名言。后来的学者如迈尔斯等进一步研究了非对称信息对企业融资结构的影响,建立了“融资顺序”理论(又称啄食理论)。这种理论的核心是,由于存在破产风险和代理成本,股权融资会被投资者视作企业经营不良的信号,从而导致企业市场价值的低估。因此,企业融资顺序首先是内部融资,其次是债券融资,最后才是股权融资。

从西方发达国家的融资实践来看,融资顺序理论得到遵循,股权融资方式受到冷落。

据有关资料,1970年~1985年,美国、英国、德国等留存收益融资百分比依次是66.9%、72%、55.2%,负债融资百分比分别为41.2%、25%、24%,股权融资百分比分别为0.8%、4.9%、2.1%。从1984年起,美国大部分公司基本停止股票融资,并通过发行债券回购股份。到1994年,对美国的非金融公司来说,股票市场已成为其负融资来源。

在西方发达国家,股权融资方式受到冷落的主要原因是:

1、每股收益的摊薄及稀释效应

当企业资金出现“瓶颈”,需要从外部融资时,若采用股权融资方式,由于普通股数量的增加会造成每股收益下降及每股市价下跌。同时,新股东提供的新权益会降低老股东在企业资产中所占的份额,从而可能导致现有股东的控制权旁

移。业绩评价体系。在现代管理会计中,企业集团的内部转移价格除具有降低公司整体税负和实施内部会计核算的功能外,更重要的是协调各责任中心利益关系的工具,并能着眼于集团公司战略发展的一种导向机制。因此,转移价格对企业集团内部的业绩考评具有重要的影响。因此,为了客观、公正地评价各部门的经营业绩,必须改变传统的公司业绩评价体系,充分考虑转移价格的影响,使业绩评价体系真正起到激励和约束作用。而这就需要企业集团结合运用管理

会计指标,进行综合业绩分析,通过制定切实可行的标准成本,完善成本控制的基础工作;通过建立责任中心,加强企业集团预算控制;通过实行目标成本分级归口管理,将成本逐层分解落实;通过转移价格与标准成本、预算成本的综合使用,正确评价各部门经营业绩。

(作者单位:中央财经大学会计系)

责任编辑 刘黎静

落。西方国家企业大股东的股权很少超过25%，如通用公司控股股东的股权不到10%，迪斯尼仅为5%左右。

2、股权融资成本高

一方面，普通股的股票利率通常高于债券利率，公司管理层受到股东的硬约束，经常面临分红派息的压力；另一方面，债券利息具有抵税效应，发行债券可以获得税收上的好处，而股权融资不能获得税收利益。

3、股权融资使财务杠杆利益减少

由于债券利率一般固定，当企业投资报酬率超过债券利率时，债券融资可以获得财务杠杆利益。发展前景看好的企业，只有通过负债的财务杠杆作用，才能为股东创造更大的财富，而发行普通股则会降低财务杠杆率，从而减少企业的财务杠杆利益。

4、信号传递及不对称信息

公司进行外源融资时，传递着公司未来现金流量变化的信号。由于股东和公司之间存在着信息不对称，如果公司及控股股东知道目前公司价值被高估，则希望有人分担将来股价下跌的损失；反之，则不希望有人分享股价上升的好处。股权融资传递了公司价值被高估的信息，往往引起股价下跌。所以，从市场表现来看，股权融资是后续融资最差的选择，西方国家的公司一般将其排在可选融资方式次序的最后。

二、我国上市公司股权融资偏好的原因剖析

自20世纪90年代以来，我国股票市场的发展速度远远快于债券市场。据统计，2000年企业债券发行额为63亿元，占债券发行总额的1.3%，占GDP的0.09%。而我国股票市场的上市公司数量、市价总值、交易规模等逐年攀升，截至2000年底，我国股票市场的市价总值接近5万亿元，相当于当年GDP的54%。目前，普遍存在着非上市公司偏好于争取上市募股融资，上市公司则偏好于配股和增发新股现象。在外部融资中，只要有可能，上市公司决不会放弃外部股权融资的机会，具有非常强烈的股权融资偏好。这种融资顺序与现代资本结构理论和西方发达国家的融资实践明显背离。这种现象被称为融资顺序倒置或股权融资偏好。下表的统计资料清楚地说明了这一点。

1991年—2000年企业债券发行规模与股票发行规模的比较
单位：亿元

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
债券发行规模	249.9	983.7	235.8	161.7	300.8	268.9	255.2	147.9	200.0	63.0
股票发行规模	5	94.1	375.5	326.8	150.3	425.1	1 293.8	541.5	944.6	1 553.7

资料来源：《中国证券期货统计年鉴》，2001年。

我国上市公司融资顺序倒置或存在股权融资偏好，究

其原因，主要有以下几个方面：

1、上市公司股权结构不合理

由于历史遗留问题的原因，造成我国上市公司的股权结构很不合理，存在明显的“人为分割”的特征。既有国家股、法人股、社会公众股、内部职工股，又有流通股和非流通股等划分，社会公众股属于流通股份，而非流通股往往为控股股东，占绝对控股地位。由非流通股股东控制的董事会和股东大会一般不会轻易作出放弃股权再融资安排。一些上市公司在大比例配股或增发后，很快又推出大比例的现金分红方案，这样大股东一方面快速收回了投资，另一方面又在市场上筹集到了更多的资本。企业利润增长所能够带来的经济利益远远不及股权融资所能够带来的现实的和潜在的经济利益，利益的巨大反差是上市公司热衷于配股和增发的直接原因。其背后的深层原因是股权结构的不合理、股票发行的同股不同价，以及市场宏观调控的弱化。

2、证券市场功能不完善

证券市场的功能主要包括资源配置、价格机制、风险管理及公司治理等方面。但到目前为止，这些功能并没有得到很好的发挥，资本市场的控制权机制相对失效，“用脚投票”的市场淘汰机制失灵，二级市场的有效并购重组难以实现，额度控制导致“上市”成为一种稀缺资源，以及缺乏有效的退出机制。从而，在很大程度上弱化了上市公司加强管理的动机，增强了其利用壳资源谋利的愿望，导致融资过大过频，造成资源的巨大浪费，使资本市场失去了有效配置资源的作用。

3、股权融资成本低

融资方式的选择在很大程度上受到融资成本的制约，股权融资的实际成本即为现金股利。我国上市公司治理结构不完善，缺乏强有力的股权约束环境，导致股利分配政策制订的随意性，不分配的上市公司众多，即使分配也是现金分配的少，送股、转增的多，在股利分配上长期存在重股票股利、轻现金股利的情况，股权融资成本成为管理者可以控制的成本。相对于债权融资的硬约束，管理者当然更愿意选择股权融资的软约束。同样，正是股权融资的软约束和低成本造成上市公司股权融资的强偏好，致使资金使用效率低下，扭曲了证券市场资源配置的功能。

4、股权资本使用风险小

企业负债融资到期必须还本付息，负债的利用将会减少企业的自由现金流量，财务杠杆的上升增加了企业破产的风险，从而削弱了管理者从事低效投资的选择空间，抑制了其过度的投资扩张行为。即债务对管理者的控制和利益形成了硬约束，增大了其使用风险。相比之下，股权融资的非偿还性及低成本性使其具有较小的使用风险。一方面，股权资本的分红派息是软约束，上市公司没有分红派息的压力。在极端情况下，即企业选择

百分之百股票融资的情况下,公司就没有任何破产清算的可能。另一方面,国有股“一股独大”和国有控股股东的“缺位”严重削弱了股东对管理者的监督与约束,导致管理者过分追求资本的控制权,其结果是明显偏好股权融资,融资金额大大超过实际需求,融资投向具有明显的盲目性和不确定性,拼凑项目圈钱的迹象十分明显。

5、政策的导向作用

1997年以前,由于配股审批容易且配股比例不受限制,配股自然成了上市公司再融资的首选。1997年出台了有关对配股行为限制的政策,以配股方式筹资的比例大幅度下降。2000年以来,又规定增发新股的融资金额不受限制,发行规模根据项目需求确定,上市公司掀起了增发新股的热潮。2001年下半年由于市场原因,增发的核准难度加大,许多公司又转而采用配股及可转债方式,当年可转债发行办法的出台及可转债不占通道且不受融资间隔时间的限制,使得众多公司推出可转债融资方式。2001年3月发布的《上市公司发行新股管理办法》中将上市公司分红派息作为再融资时的重点关注事项,很多上市公司一改以往做法,开始进行大比例现金分红。以上均说明政策规定对上市公司再融资起着重要的导向作用。

三、抑制上市公司股权融资偏好的措施

证券市场的功能是既要强调融资能力,同时还应实现优化资源配置。那么,如何从根本上抑制上市公司的“滥”融资呢?笔者认为,可采取如下措施:

1、调整上市公司股权结构,降低非流通股比重

国有股、法人股不能上市流通,是引发证券市场投机盛行、大股东侵害中小股东利益、上市公司之间内幕交易、内部人控制等弊端的重要根源,因此,应把国有股减持作为建立市场经济体制和提高社会资源配置效率的系统工程来考虑,采取更加开放和创新的方法,同时又要注重保护中小投资者利益。如果规定上市公司每次融资均按一定比例回购非流通股,或国有股按每股净资产向二级市场配售,通过几年时间可将我国上市公司非流通股与流通股的比例由目前的7:3改变为3:7甚至以上。此时,如果上市公司大股东仍不顾效益、不顾流通股股东的利益,频繁融资、高价融资,该决议在董事会、股东大会上就很可能夭折,从而促使上市公司融资行为理性化。

2、提高配股或增发的门槛,促使上市公司由筹资型向资源配置效率型转化

在目前上市公司基本面不可能马上改变的情况下,就需要提高配股或增发的门槛,以使股市优化资源配置的功能得以发挥,使社会资金向使用效益高的公司流动。为此,笔者建议:(1)转变融资资格的确认方式,重点考核指标可由净资产收益率转为总资产收益率。因为净资产收益率不

一定能反映上市公司的资金利用效果,而且公司可以通过“数字游戏”来达到资格线,所以可考虑增设总资产收益率作为考核指标。(2)募集资金项目的收益率应作为上市公司再融资的重要核准条件。近年来,上市公司配股或增发后就“变脸”的情况越来越多,项目资金投入后的运作效果缺乏有力的监督机制,一些公司为圈钱而圈钱,低下的资金使用效率已到了非重视不可的程度,因此,募集资金的使用效率,应成为上市公司能否再融资的条件之一。(3)上市公司现金分红的数额和比例,也应成为融资资格的重要约束条件。

3、大力发展债券市场

我国资本市场已经显现出过分倚重股票市场而忽视债券市场的倾向,这与现代财务理论和西方发达国家融资发展趋势相背离,应引起重视。当前,我国宏观经济运行和政策是有利于债券市场发展的:(1)银行利率的不断下调,使债券利率相应降低,企业债券融资的成本低廉;(2)为了抑制上市公司滥融资,证监会陆续出台了有关配股、增发、审计等方面的规定,增加了上市公司股权融资的难度,提高了股权融资的成本;(3)上市公司股权结构不合理,流通股比例过小,如果一味加大股票发行规模,将会加剧存量调整的困难。大力发展企业债券市场,不仅可以促使上市公司融资方式的多元化,而且债券融资的硬约束更能促使上市公司珍惜筹到的资金,更注意将资金投向效益高的项目,优化社会资源的配置。但同时,笔者认为还应建立健全多层次的企业债券市场,调整企业债券的品种和结构,创新债券融资工具,完善企业信用评价体系,从而促进企业债券市场的发展。

4、加强制度创新,提高上市公司质量

(1)公司上市应实行真正的核准制,严格按照有关市场标准进行选择。(2)今后新股发行应实行股票全流通制,不再区分国有股、法人股和社会公众股。发起人所持股份可规定在一定时期后上市流通,确保证券市场股本的可流通性。(3)完善上市公司信息披露制度。健全企业会计制度,适当缩短信息披露间隔时间,加强对信息质量的监管和处罚力度,将民事责任引入信息披露制度,坚决禁止内幕交易和欺诈行为。(4)推行股票期权制度,完善上市公司激励机制,克服机会主义动机和败德行为。(5)健全上市公司退出机制。目前我国证券市场只有单向吸纳功能,尚不具备真正的退出功能,致使证券市场效率难以发挥,所以,必须完善市场组织制度,在解除政府对上市公司隐性担保、逐步改进新股发行上市机制的基础上,根据市场经济规律建立上市公司退出机制,通过证券市场运作效率提高上市公司质量。

(作者单位:中南财经政法大学会计学院)

责任编辑 季建辉