

资产状况、职工工龄补偿年份等上墙公示,并设举报电话,切实保障人民群众享有知情权和检举权,充分发挥人民群众的监督作用。七是审查购买国有产权的资金来源。审查企业管理层收购国有产权的资金是否执行了《贷款通则》的有关规定,是否向包括本企业在内的国有及国有控股企业借款,是否以这些企业的国有产权或实物资产作标的物为融资提供担保等。

(三) 抓好制度落实,是规范企业改制的有力保证

国资委《关于规范国有企业改制工作的意见》对国有企业改制工作提出了方向性、原则性和指导性的要求,财务总监要督促企业集团结合实际,制定实施办法和操作程序,实现制度和程序的综合配套,同时把财务总监对企业改制过程的监督职权具体化。同时加强监督检查,抓好制度落实。可采取定期或不定期检查的方式,检查企业对有关改制方面制度的落实情况,发现一般问题及时纠正,发现重大问题及时向国资委反映。

(四) 加强与各方面的沟通,是规范企业改制的必要

包括与内部审计和外部审计配合最终形成步调协同、手段互补和信息资源共享的监督合力;经常与同行进行横向工作经验交流,通过借鉴其他单位的监督工作经验,加强对企业改制过程中存在的共性问题的防范;加强与工商管理、房产和土地管理及劳动等部门的联系,注意查阅以上部门对外提供的资料,及时掌握企业隐瞒对外投资、隐匿财产、虚报职工折抵人数等行为的外部证据,防止国有资产流失。■

(作者单位:仲恺农业技术学院
青岛市国有资产监督管理委员会)

责任编辑 闫秀丽

啄序理论在我国 为何变成啄序悖论?

孙凯 梁书林

啄序理论(融资优序理论)是资本结构几个主要理论之一,按照该理论,企业的融资顺序是先内源融资,再外源融资。在外源融资中,先债权融资,再股权融资。从西方主要国家的融资结构来看,在内源、债权、股权这三种资金来源中,内源融资(净收入+折旧-股利)占绝大部分,其次为债权融资,长期债务与短期债务之和普遍超过股权融资,股权融资的比例普遍较低。而在我国,上市公司的再融资顺序表现为股权融资、债权融资和内源融资,从1998年后,股权再融资的规模已经与IPO发行规模不相上下。这与啄序理论的结论恰好相反,产生了啄序理论悖反。

究其原因,在于宏观和微观两个层面。从宏观环境考察,一是资本市场结构失衡。我国对企业发行债券有重重限制,企业债券的发行规模也很小,且大量债券不能上市流通。尤为突出的是,企业债大多由国有大型企业发行,并与投资项目直接相关,很少能发挥改善企业融资结构和完善公司治理结构的作用。二是我国经济法治环境较差,企业债务存在严重的软约束现象,到期拖欠不还成为普遍现象,导致银行不愿意给企业贷款。在现有的银行贷款中,还有很大比例属于政府强

行的“拉郎配”,银行本身往往并不愿意借贷。这就使企业债权融资的另一个主要渠道发生淤塞。三是资本市场不完善,价值发现功能极其薄弱。在我国,上市公司的股票价格更多地是受政府的政策因素以及其他与企业经营关联很小的因素影响,企业经营业绩反倒成了次要的股价决定因素。投资者很难看到公司的内在价值,甚至根本就不关心企业的真实价值,这实际上断绝了啄序理论发挥作用的链条。

从微观因素考察,一是资产收益率普遍较低,企业内源融资能力受限。缺乏盈余积累,必然会限制内源融资的能力。二是我国债权融资成本优势较低。在西方国家,债息支付计入成本,可冲减公司所得税税基;股权融资却存在公司所得税和个人所得税“双重纳税”的问题;在股权融资中,新增股东分享企业盈利会摊薄每股收益,这些使得债权融资相对于股权融资具有很大的成本优势。但在我国,存在很不规范的、名目繁多的各种企业所得税税收优惠和减免,而且上市公司通常很少对股东分红,这就大大降低了债权融资的成本优势。三是公司治理结构不健全。在我国上市公司中,国有控股上市公司和民营上市公司占主要

地位，“一股独大”是普遍现象，广大的小股东没有监督公司的动机，更没有监督能力，大股东可以肆意剥夺小股东的利益。在西方国家，企业如果有剩余资金，倾向于分发股利，以减少自由现金流。可是，在我国上市公司中却出现了普遍的怪现象：一方面是大量股权融资，另一方面是大量资金闲置。在债权融资与股权融资的比较中，债权融资要求到期还本付息，约束较硬。而股权融资不需还本，股息支付也是不定期、不定额，甚至可有可无的。经理人员从自身利益出发，必然会放弃债权融资，选择股权融资。

在我国，虽然没有任何理由认为啄序理论就是上市公司资本结构的最佳选择，但是通过与啄序理论的对比，仍然可以给我们许多启示。首先，我国产生啄序理论悖反的一个主要原因是公司治理结构存在严重缺陷，因此必须建立一个合理有效的对经理层的监督制约机制，尤其是在国有控股上市公司，建立健全对高层经理人员的奖

励制度，将高管的收入、前途与公司的增值、发展密切联系起来。其次，要避免大股东为自身利益牺牲公司整体利益，建立、健全小股东监管公司的机制，要加快国有股减持，促进实现全流通，是降低股权过分集中、消除“一股独大”现象的必然要求。此外，还应积极推进企业上市由审批制向核准制转变，从根本上消除追逐壳资源这类违背经济规律的现象。三是政府不应再为企业保底，更不应再出现地方政府帮助企业包装上市的怪现象。相应地，要建立健全合理完善的上市公司退市、破产制度，加强对企业经营管理的约束。四是限制上市公司滥用股权融资。对配股、增发新股、发行可转换债券等行为实行严格审批，对项目进展情况、收益情况进行定期披露、核实，对任意改变资金用途和大股东占用资金的情况都要进行严厉惩处。

从公司外部而言，一是要大力发展债券市场，尤其是拓宽、规范企业债券市场。尽快推行企业债券发行核准

制，在企业债券利率方面应给予较大的灵活性，让企业债券利率尽快市场化。二是要完善企业会计制度。三是要加快股利分配管理的制度建设。在我国现阶段，可考虑在公司留存收益达到一定数额后，强制其进行股利分配。

再融资自5月份开闸之后，许多人对股权分置改革可能对融资顺序产生的影响做出预测。笔者认为，从长期来看，啄序理论不可能成为我国上市公司的惟一融资理论，在一定范围内和一定程度上，啄序悖论势必依然存在。但我国上市公司融资顺序的发展方向将明显趋向啄序理论，啄序悖论作用的范围将会小得多，程度也会轻得多。从近期来看，在股权分置改革完成后，形成啄序悖论的其他大部分因素依然存在，因此很有可能出现啄序悖论现象不仅没有消除，反而加剧的现象，甚至还会出现新一轮更为恶劣的股权再融资狂潮。■

(作者单位：中国人民大学财政金融学院)

北京机械工业学院工商分院)

责任编辑 刘莹

● 词条

仓单质押

仓单是仓库业者接受顾客(货主)的委托，将货物受存入库以后向存货人开具的说明存货情况的存单。仓单的直接作用是提取委托寄存物品的证明文件，间接作用则是寄托品的转让及以此担保向银行等金融机构借款的证书。因此，仓单是一种公认的“有价证券”。仓单质押是指货主把货物存储在仓库中，然后凭仓单向银行申请贷款，银行根据货物的价值向货主提供一定比例的贷款，同时，由仓库代理监管货物。仓单质押既可以解决货主流动资金紧张困难，同时保证了银行放贷安全，又能拓展仓库服务功能，增加货源，提高效益，可谓“一举三得”。实施仓单质押的操作要点是：货主(借款人)与银行签订《银企合作协议》、《账户监管协议》；仓储企业、货主和银行签订《仓储协议》；仓储企业与银行签订《不可撤销的协助行使质押权保证书》。货主按照约定数量送货至指定的仓库，仓储企业接到通知后，经验货确认后开立专用仓单；货主当场对专用仓单作质押背书，由仓库签章后，货主交付银行提出仓单质押贷款申请。银行审核后，签署贷款合同和仓单质押合同，按照仓单价值的一定比例放款至货主在银行开立的监管账户。贷款期内实现正常销售时，贷款全额划入监管账户，银行按约定根据到账金额开具分提单给货主，仓库按约定要求核实后发货；贷款到期归还后，余款可由货主(借款人)自行支配。仓储企业实施仓单质押业务应当注意的问题是：一是要防范客户(货主)资信风险；二是要选择适用范围广、易于处置、价格涨跌幅度不大、质量稳定的品种，如黑色金属、有色金属、大豆等，同时还要考察货物来源的合法性；三是要加强对仓单的管理；四是要加强对质押货物的监管；五是要注意提单风险。■