

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优选择，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。■