

中国上市公司股权融资偏好分析

黄少安

张 岗

(山东大学经济研究中心 251000) (西北大学经济管理学院博士生 710069)

内容提要: 本文通过对上市公司融资结构的描述, 认定中国上市公司存在强烈的股权融资偏好; 公司股权融资的成本大大低于债务融资的成本是股权融资偏好的直接动因, 深层的原因在于现行的制度和政策。强烈的股权融资偏好对公司融资后的资本使用效率、公司成长和公司治理、投资者利益以及宏观经济运行等方面都有不利影响, 应该采取相应的对策。文中提出了一些政策建议。

关键词: 上市公司 资本结构 股权融资偏好 资源配置

一、引言

改革之初我国企业的融资方式非常单一: 无非是企业内源融资))) 自有资金的积累, 抑或债权融资。由于在传统体制下, 财政、银行和国有企业之间基本上属于/ 三位一体0 的关系, 企业融资基本上依赖于财政拨款和银行的指令性、政策性贷款, 融资成本很低甚至于负利率, 形成了国有企业长期以来比较单一的融资结构和信贷软约束。有关资料表明, 至 1998 年底, 全国 6147 万家国有及国有控股工业企业的平均资产负债率仍然达到 63174%, 流动负债率为 9615%, 短期偿债能力持续恶化。国企所面临的/ 软预算约束0 使得它们偏好于债权融资(实际上就是所谓的/ 吃银行0), 我们也可以谓之国有企业的债权融资偏好。

但当我们考察我国上市公司的融资结构时, 却发现了有趣甚至相反的情况, 即一方面上市公司大多保持了较低的资产负债率, 另一方面上市公司的融资偏好仍是股权融资, 甚至有些公司资产负债率接近于零, 仍然渴望通过发行股票融资。从目前的情况来看, 几乎没有已上市的公司放弃其利用股权再融资的机会, 我们把这一现象称为中国上市公司的股权融资偏好。¹ 在经济学界, 由于上市公司通过资本市场融得了大量权益资本, 资金充裕, 负债比例较低, 因此对其融资结构及其融资行为的关注远远低于对国企的关注。

从根本上讲, 中国在过去、现在及未来较长一段时期内, 都不是一个资本富裕的国家。在资本供给不足的情况下, 如何使有限的资本提供给那些最需要资本同时又有投资回报作保障的企业, 是优化资本市场资源配置的核心问题。对于资产负债率整体较低的上市公司来说, 强烈的股权融资偏好对优化资本市场资源配置殊为不利。本文通过分析其原因和影响, 有针对性地提出一些矫正股权融资偏好的政策建议。

二、上市公司融资结构及股权融资偏好的实证描述

上市公司的融资方式可分为两类, 一是通过留存赢利和折旧进行的内源融资, 另一种是包括股权融资和债权融资的外源融资。由于企业内源融资受制于企业规模和赢利状况, 目前企业的融资

¹ 对相关数据, 因为不同数据库或系统的统计口径或观察角度的差异而不完全一致, 我们做了必要的整理。本文的重要工作之一就是通过对相关数据的收集、整理和计算, 证实和度量了人们感觉或观察到的/ 上市公司股权融资偏好0。

结构中外源融资成为主要部分。

(一) 上市公司融资结构比较分析

11 美国上市公司融资结构。美国企业从证券市场筹集的资金中, 债权融资所占的比重较之股权融资要高得多。据研究, 从 1970) 1985 年, 美国企业通过债权融资筹集的资金在企业外源筹资中所占的比重为 911.7%, 远远大于股权融资所筹资金。从 1984 年起, 美国企业已普遍停止了通过发行股票来融资, 而是大量回购自己的股份。表 1 说明了美国上市公司融资结构的现实。从表中可以看到, 1994 年以后, 股票市场已成为美国非金融上市公司的资金负来源。

表 1 美国股票的发行净额(1992) 1996 年) 单位: 10 亿美元

	1992	1993	1994	1995	1996
股票发行净额	1031.4	1291.9	231.3	- 19	- 211.6
其中: 非金融公司	27	211.3	- 441.9	- 741.2	- 821.6
金融部门	44	451.2	201.1	41.5	31.3
国外	321.4	631.4	481.1	501.7	571.8

资料来源: 李扬: 5 我国资本市场若干问题研究 6, 载 5 中国证券报 6 1997 年 12 月 15 日。

表 2 1992) 2000 年中国上市公司融资结构变化趋势

年份	公司数量	资产总额(亿元)	负债总额(亿元)	负债比率	流动负债比率
1992	53	4811.00	3121.73	65.02%	50.11%
1993	183	18211.00	8881.00	48.76%	37.11%
1994	291	33091.00	16811.00	50.80%	38.18%
1995	323	42951.00	23371.00	54.41%	42%
1996	530	63521.00	34121.00	53.72%	40.16%
1997	745	96601.58	48351.81	50.06%	38.18%
1998	851	124071.52	61401.76	49.49%	38.11%
1999	949	161071.36	84681.01	52.57%	39%
2000	1088	216731.88	115941.11	53.49%	40.12

资料来源: 中国证券监督管理委员会网站。

21 我国上市公司股权融资偏好明显。表 2 数据显示, 除了 1992 年负债比率较高(达到 65%) 以外, 以后各年基本上稳定在 50% 左右, 应该说总体上呈现下降的趋势, 但 1997 年以后略有提高。另外从负债结构来看, 历年来上市公司的短期流动负债比例都很高, 流动负债占总资产的比例平均达到 40% 左右, 显示了高流动负债比例的特征。

31 我国上市公司融资行为的趋向与偏好。从表 3 可以看出, 1993) 1997 年期间, 权益性融资的比例一直维持在较高的水平, 特别是 1997 年出现了 73% 的高权益融资的现象, 而 1998) 1999 两年则出现高负债融资的现象, 负债融资占全部融资的比例达到 73% 和 76%, 与前几年形成明显的反差。究其原因, 在 1997 年以前, 权益性融资的主要表现形式是配股, 任何上市公司都可以进行配股, 并且配股比例不受限制。为约束上市公司配股圈钱成风的行为, 1997 年出台了有关对配股行为进行限制的政策, 即: 连续三年净资产收益率达到 10%; 距上次配股时间超过一年; 每次配股比例不超过股本的 30%。1999 年对国有企业的配股资格略有放松, 净资产收益率三年平均 10%, 最低不低于 6%。2001 年又修改为净资产收益率三年平均不低于 6%, 达到以上条件的上市公司才具有配股资格。所以, 1997 年后能获得配股资格的上市公司大大减少, 以配股的方式筹措权益资金的比例也大幅下降。但 2000 年以来上市公司增发新股的家数越来越多, 由于这种方式融资金额不受限制, 发行规模根据项目需求来确定, 对上市公司股本规模的扩张压力较小, 逐渐成为上市公司

再融资的首选方式, 股权融资的比重又有提高。

表 3 上市公司融资结构构成

项目	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
上市公司数	183	291	323	530	745	851	949
募集资金金额(亿元)	3151.58	1381.4	1191.92	350.5	9581.86	7461.38	8561.64
募集资金占筹资比例(%)	721.8	621.3	431.5	631.9	721.5	241.9	211.1
借款占比(%)	241.2	361.9	431.8	281.5	171.8	721.6	761.3
其他(%)	41.9	01.7	121.6	71.5	91.6	11.9	11.6

注: 股票市场募集资金额含 A、B 股新发、增发和配股筹资。

资料来源: 根据巨灵证券信息系统及历年 5 中国证券报 6 相关数据计算整理。

表 4 上市公司 1999) 2000 年资产负债率的分布

资产负债率	1999 年(家)	2000 年(家)
0) 30%	247	267
30%) 50%	428	469
50%) 80%	411	350
80% 以上	47	47

资料来源: 1999) 2001 年 5 中国证券报 6、巨灵证券信息系统相关数据整理。

41 上市公司的资产负债率的分布。负债经营是现代企业的基本特征之一, 其基本原理就是在保证公司财务稳健的前提下充分发挥财务杠杆的作用, 为股东谋求收益最大化。然而, 目前国内上市公司中, 1999 年年报却有 247 家资产负债率低于 30%, 2000 年有 267 家资产负债率低于 30%。其中一些公司资产负债率更是处于令人难以置信的低水平, 2000 年负债率最低的 20 家公司中, 最低的 ST 创业(600874) 仅 01.91%, 最高的江苏阳光(600220) 也仅 111.31%。

综合以上数据和分析可以很清楚地看到, 同美国上市公司相比较, 中国上市公司的融资行为存在明显的股权融资偏好, 而相对忽视债务融资。融资的顺序一般表现为: 股权融资、短期债务融资、长期债务融资。

(二) 融资结构理论与中国实践的偏差

我国上市公司强烈的股权融资偏好的现实与融资结构理论显然不一致。传统的融资结构理论可以划分为三种: 净收益理论、净经营收益理论和传统折衷理论。其中, 前两种均建立在极端的理论假设之上, 从而导出了极端的结论)) 前者认为负债率越高越好; 后者则认为负债率高低对企业价值没有影响, 因而可以是任意的。莫迪里安尼和米勒在 5 美国经济评论 6 上发表的著名论文 5 资本成本、公司融资与投资理论 6, 得出了现代融资结构理论所称的 MM 定理: 在完善的市场中, 企业资本结构与企业的市场价值无关, 或者说, 企业选择怎样的融资方式均不会影响企业市场价值。在企业有所得税的情况下, MM 理论得出的修正结论是: 负债杠杆对企业价值和融资成本确有影响, 如果企业负债率达到 100%, 则企业价值最大, 融资成本最小, 即最佳资本结构应该全部是债务, 不应发行股票。产生于 20 世纪 70 年代的权衡理论认为 MM 修正理论虽然考虑了负债带来的纳税利益, 但忽略了负债导致的风险和额外费用。在该理论看来, 制约企业无限追求免税优惠或负债最大化的关键因素是由债务上升而形成的企业风险和费用。企业债务的增加使企业陷入财务危机的可能性也增加, 从而降低了其市场价值。因此, 一旦将财务拮据及代理成本考虑进来, 企业融资应当是在负债价值最大化和债务上升带来的财务危机成本以及代理成本之间选择最佳点(如图 1 所示)。

在图 1 中, 债务量达到 D_0 点之前, 破产成本和代理成本极小, 几乎可以忽略不计。此时, 企业负债的节税效应会增大企业的市场价值。超过 D_0 点, 企业的破产成本和代理成本开始增加, 会抵消一部分节税收益。但只要节税收益大于融资风险, 企业市场价值还会增加。当债务量达到 D_M ,

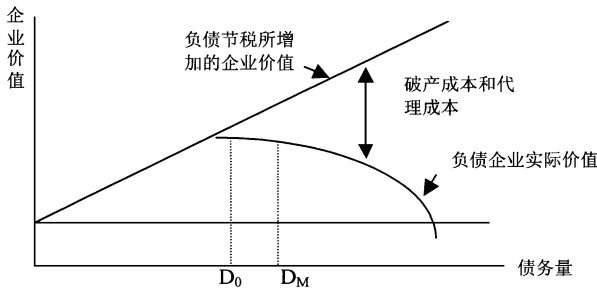


图 1

负债节税的边际收益与负债的边际成本相等,二者相互抵消,企业的市场价值达到最大值。超过此点,破产成本和代理成本的增加将超过节税收益,企业的市场价值开始下降。因此, D_M 是企业市场价值达到最大的最佳债务融资量。

20世纪70年代美国经济学家罗斯(Ross)首次系统地将不对称信息理论引入企业融资结构理论分析中。罗斯假定企业经理人对企业的未来收益和投资风险都有内部信息,而投资者

没有,但知道对经理人的激励制度,因此,投资者只能通过经理人输送出来的信息间接地评价企业的市场价值。企业债务比例或资产负债结构就是一种把内部信息传递给市场的信号工具。由于破产概率与企业质量负相关而与负债水平正相关,所以外部投资者把较高的负债比例视为高质量的一个信号,即企业价值和债务比例正相关。在罗斯的基础上,迈尔斯(Myers)进一步考察了不对称信息对融资成本的影响,发现这种信息会促使企业尽可能少用股票融资,因为企业通过发行股票融资时,会被市场误解,认为其前景不佳,因此新股发行总会使股价下跌。但是,多发债券又会使企业受到财务危机的制约。在这种情况下,企业融资结构选择的顺序是:先是内部集资,然后是发行债券,最后才是发行股票,这一先后顺序论在美国1965)1982年企业融资结构中得到证实。

引入控制理论之后的企业融资结构理论认为,企业经理人出于对控制权本身的偏好会通过融资结构来影响控制权的分配从而影响企业的市场价值。虽然所有者(股东)及其选举出来的董事会是控制企业的,但实际上股东对企业的控制比正式规章所显示的要弱些,而债券持有者和银行对企业的控制比正式规章所显示的要强些。股东的控制力较弱是因为既存在着信息不对称问题,也存在着动力问题。一个小股东没有什么动力投入大量的精力和资源去获取足够信息,以便对管理质量作出判断,从而中小股东选择/搭便车0或/用脚投票0。对于规模足够大,可以发行债券的公司来说,举债带来的控制权损失最小。而如果发行足够多的新股票,新股东就有可能掌握公司的控制权。对于以控制权为目标函数的经理人来说,最安全的办法是用利润即内部资本进行投资。因此,从一个对企业控制权有偏好的经理的角度看,企业融资结构的顺序是:内部集资、发行股票、发行债券、银行贷款;但从有利于企业治理结构的建立和约束机制的完善来说,其融资结构的顺序则是相反。平衡两者,增大债券融资的比重是最优的。

上述传统及现代的融资结构理论分析均倾向于债权融资,而且在企业的运行中也得到了验证。我国上市公司股权融资偏好的现实显然与其相左。

三、上市公司股权融资偏好的原因分析

(一) 股权融资成本偏低)) 股权融资偏好的直接动因

债务融资和股权融资各有相应的成本。债务融资可以通过杠杆效应提高每股盈余,其成本主要是支付的利息。股权融资的成本主要是股利,而且股票的发行费用一般要高于债券。通过每一种融资成本的加权平均可以得出总的资本成本。股权和债权的融资成本是相互影响的,随着融资结构的变化,两种融资方式的边际成本也是变化的。西方融资结构理论中对企业融资成本构建了一个均衡分析的框架,当企业负债的边际破产成本和代理成本等于企业负债节税的边际收益(见图1)时,就达到了所谓最佳资本结构,此时企业价值达到最大。

传统公司融资理论认为,从净收入的角度来考虑,负债可以降低企业的资本成本,提高企业的价值。但企业利用财务杠杆时,加大了权益的风险,会使权益成本上升,在一定程度内,权益成本的

上升不会完全抵消利用债务所获得的好处,因此,加权平均资本成本会下降,企业总价值上升。但是,超过一定程度利用财务杠杆,权益成本的上升就不再能为债务的低成本所抵消,加权平均资本成本便会上升。以后,债务成本也会上升,使加权平均资本成本上升加快。加权平均资本成本从下降变为上升的转折点时的负债比率就是企业的最佳资本结构。

实际上,在成熟的资本市场上,债权融资所占的比例要远大于股权融资。上个世纪 80 年代以来,美国企业从股票市场赎回了约 6000 亿美元的股票,同时在债券市场上增加了 10000 亿美元的债券,发行债券已成为大多数美国企业外部融资的主要渠道,股票市场已成为其次的资金来源了。(见表 1)在这样的市场上,债券发行占据主要位置,股票发行只是配角。

在成熟市场盛行债券融资的情况下,为什么我们的上市公司特别偏好股票融资呢?本文试图通过建立一个股权融资和债权融资的单位资本成本概念,说明上市公司的融资偏好主要取决于债务融资和股票融资的相对成本。

令上市公司股权融资的总成本为 CS,其构成包括:

))) 股票投资股利 PS,这一项为股利报酬率的函数,则 $PS = F(\text{募集资金}, \text{股利报酬率})$ 。而股利报酬率则是普通股每股股利与每股市价之比,利用目前常用的市盈率概念可以对股利报酬率进行推算,即 $\text{股利报酬率} = \frac{\text{每股股利}}{\text{每股市价}}$

$$= \frac{\text{每股收益}}{\text{每股市价}} \times \frac{\text{每股股利}}{\text{每股收益}}$$

$$= (\text{P 市盈率}) \times \frac{\text{每股股利}}{\text{每股收益}}$$

我国公司法规定,上市公司分配当年税后利润时,应当提取利润的 10% 列入公司法定公积金,并提取利润的 5%) 10% 列入公司法定公益金。公司在从税后利润中提取法定公积金后,经股东会决议,可以提取任意公积金。因此,普通股每股可分配股利最多只能为每股收益的 85%。联系到我国上市公司股利政策的实际情况,则是相当多的公司常年不分红,或者只是象征性的分红,极少有企业将当年盈利全部实施分配。而且更为重要的是,上市公司往往采取种种做法,如不分配红利、低比例分配或以送转股本形式分配股利,因此,股票分红的股利支出是极低的(参见表 5)。由于证监会对现金分红作了有关规定,2000 年派现上市公司达 605 家,较 1999 年的 289 家增加了一倍多,但平均支付的股利却下降了 19%。由此可见,上市公司支付的股利实际上是很低的,股利支出对上市公司并不构成太大的成本。目前,我国上市公司新股发行市盈率一般在 30) 50 倍之间,最高的达到 80 多倍。而以二级市场价格为准计算的市盈率更是相对高企。我们以当前证券市场的平均市盈率 60 倍计算,则股利报酬率最大不超过 $11.67\% \times 85\% = 11.42\%$ 。

表 5 上市公司现金股利发放情况

	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年
上市公司数	530	745	851	949	1088
支付现金股利的公司数	175	220	249	289	605
所占比例(%)	33.102	29.153	28.12	30.145	55.16
平均每股股利(元)	0.16	0.19	0.19	0.16	0.13

资料来源:根据沪、深证券交易所网站相关数据计算整理。

))) CT 股权融资交易费用。从上市公司招股说明书披露来看,大盘股的发行费用大概是募集资金的 0.16%) 1%,小盘股大概是 1.12%,配股的承销费用为 1.15%。随着新股发行市盈率的市场化,最高已达到 80 多倍,使得新股发行价格水涨船高,相应的发行费用占募集资金的比率下降,其平均值应在 1% 以内。由此 $CT = F(\text{募集资金}, \text{发行费用占募集资金的比率})$

))) CP 股权融资的公司控制及负动力成本。增发新股会稀释原有股东的股权比重,影响其对

上市公司的控制权,从而影响股权激励的效应。但股权融资带来的股权分散化,却有可能改善公司治理结构,产生一定程度的正效应。我国上市公司在现有的股权结构状态下,大多数由国有企业改制的公司国有股权超过50%,不会构成对控股地位的影响,所以这种情况在我国现在基本上还不存在。此项成本可忽略。

))) PA 股票上市广告效应带来的负成本。因难以计量而忽略。

综上, $CS = 2(PS, CT, CP, - PA)$

将当前值代入上式得: $CS = \text{募集资金} \# (1142\% + 1\%) = \text{募集资金} \# 2142\%$

由于忽略了广告效应,以及不分配现象的存在,上述结果应为极大值。所以单位资本成本即为2142%。

当前上市公司债权融资的成本包括:利息率、破产成本、预算硬约束的厌恶成本等。现实中银行体系发生了巨大的变化,对风险的加强控制导致惜贷,这不仅提高了上市公司融资成本,而且很大程度上成为一种硬约束。上市公司由于存在多种融资选择,更容易产生对硬约束的厌恶,也在一定程度上构成成本。目前三年期、五年期企业债券的利率最高限分别是3178%和41032%,一年期借款的年利率为5185%,三年期借款的年利率为5194%,五年期借款的年利率为6103%。

对企业而言,企业债券或银行借款的最低单位成本均大于股权融资成本,股权融资偏好是其理性选择。可见,股权融资成本的相对低下是强烈股权融资偏好的直接动因。

(二) 制度和政策))) 强烈股权融资偏好的深层原因

11 监管机构对股票发行的额度控制、审批制形成一种制度惯性,企业发行股票的风险一部分由国家信用承担。现在虽然实行核准制,但这种惯性仍然明显存在。上市公司把配股、增发新股等当成管理层对其经营业绩好的一种奖励。于是经营者不顾融资成本、不顾企业价值,制造出0好的、符合配股或增发新股的业绩来。

21 股权融资软约束形成强偏好。前面计算了我国上市公司自1996年以来股权融资的平均成本,它只是/平均成本0,还有许多公司低于这个数,许多公司根本就不分红。即使这个很低的成本也没有硬约束。因为上市公司具有充裕的权益资金,在现有资本市场弱有效和投资理性不足的情况下,股权融资成本是一种软约束而带来的软成本,某种意义上是零成本。这些都归因于政府关于股利的政策和规定的缺陷或不合理以及会计制度的不严格。相比之下债务融资成本是一种硬约束,而且债务融资中的长期负债成本比流动负债成本又高得多。不同的约束强度会形成不同的偏好,股权融资偏好就是低融资成本驱动的股权对债券的替代。高流动负债现象则是低融资成本驱动的流动负债对长期负债的替代。

31 对上市公司考核制度的不合理,使公司不注重优化融资结构。上市公司的管理目标应该是实现股东利益最大化。但我国上市公司的管理及投资者衡量企业经营业绩,依然习惯以企业的税后利润指标作为主要依据,由于企业的税后利润指标只考核了企业间接融资中的债务成本,未能考核股本融资成本,即使考核,也总是很低,甚至为零。所以,公司总是厌恶债权融资而偏好股权融资,以利润为中心的效益会计核算体系已不能完全反映上市公司的管理和经营业绩。

41 内部人控制的结果。在美国,由于股权高度分散而导致公司的内部人控制,而在中国,则由于以股权高度集中于国家为特征的股权结构不合理而导致内部人控制。可以说,公司的内部人控制是由国家股、国有法人股比重过大而内生的,而国有股权比例高的制度背景是国家所有制经济占主体,现有上市公司又主要是由原来的国有企业改造而来。这样的上市公司,很容易出现严重的内部人控制。再加上:第一,上市公司现行领导体制和治理结构怪异:党委、董事会、经理层的职责不分,甚至三者一体;在董事会中,内部董事占大多数;作为所有者代表的董事或董事长和党委成员,本来是不同意义上的监督者、外部人,但都在公司拿薪金,都是/内部人0。第二,缺乏企业家市场机

制,所谓的(企业领导人))包括党委书记、董事长、总经理等,都不受市场的约束,公司治理结构的有效性就可想而知了。换言之,内部人不仅不受股东的控制,而且不受市场的约束。不仅内部人控制,而且外部人变成了内部人并与之串谋,这无疑使内部人控制更加严重。

失去控制的内部人完全能够控制公司,基本上可以按照自己的意志和价值取向选择融资方式和安排融资结构。西方融资结构理论认为,经理的个人效用价值依赖于他的经理职位,从而依赖于企业的生存,因为企业一旦破产,经理就会丧失可享有的任职的好处。由于公司破产风险与举债的比例呈正相关,而经理的报酬包括货币性收入和非货币性收入(控制权收益),如果采用举债融资,将导致破产概率增加,经理的非货币性收入就会减少;另一方面,债务融资需要还本付息,可能使自由现金(free cash)枯竭。目前控制权收益(非货币性收入)占我国上市公司经理层收益的主要部分,经理层因此偏好于股权融资,进而越不想承担投资风险,就会越偏好于股权融资。而且,经营者通过股权融资实现企业规模的扩张,其结果仅仅在于短期公司净资产收益率的降低,但因为这种方式既不会动摇其对企业的控制,还避免了债权融资的硬约束。更何況,内部人之所以实现内部人控制,就是因为国家作为大股东和公众小股东都控制不了它,继续不断地扩大股权融资,还是重复和扩大控制不了的局面,内部人何乐而不为呢?

总之,现有的制度状况,使上市公司可以大量、低成本地套取股东的钱(无须支付红利),却不必高效地使用这些钱,不受股东(无论是国有股东还是公众股东)的约束,不受资本市场的约束,这必然导致股权融资的强烈偏好。

四、上市公司股权融资偏好的影响分析

11 股权融资偏好与资本的使用效率

上市公司过度偏好股权融资,带来的突出问题是资本使用效率不高。从很多公司的年报中我们看到,不少上市公司的募集资金投资并不符合公司的长远利益。它们轻易地把资金投到自己根本不熟悉、与主业毫不相关的产业中,在项目环境发生变化后,又随意地变更投资方向。还有相当数量的上市公司把通过发行股票、配股、增发募集的大量资金,直接或间接地投入到证券市场,参与股市的投机炒作,获取投资收益,弥补主业的不足。由于2000年股市整体运行较好,许多上市公司通过参与股市,获得可观的短期收益,使其财务报表得到修饰,这种情况在年报中已表现得比较突出。从上市公司角度我们看到,募集资金没有按照招股说明书的承诺投向相应项目,使得资金没有真正发挥其功能,造成资源的巨大浪费,同时也扭曲了证券市场的资源配置功能。

21 对投资者的利益与长期投资积极性的影响

在股票供不应求的发展阶段,上市公司强烈的股权融资偏好满足了投资者对股票的需求,在短期内为投资者提供了获取较快投机收益的可能。但由于这种偏好并不符合上市公司股东利益最大化的要求,再加上滥用资本的行为及因此造成的资本使用效率低下,必然影响公司的盈利,从而影响国有股本的保值、增值,影响公众投资的回报,从而打击其投资的积极性。

我们可以通过考察配股对上市公司的影响来说明这一点。由于中国证监会对配股的资格要求,上市公司通过配股获得的净资产收益率必须达到6%以上,否则,配股对公司未来的净资产收益率就是负面影响,从而对公司的长远发展带来负面影响。从1993年进行配股的57家上市公司看,其加权净资产收益率在1994年为141.5%,但随后就出现下滑趋势,到1996年成为91.42%,2000年底则仅为71.54%。其后参与配股的上市公司基本也都表现出这种趋势。表6列出了1993、1994年实施配股的上市公司的加权净资产收益率变化情况,说明上市公司使用配股资金投资的项目并没有给其带来预期的高回报率,其资产的整体收益率水平反而降低,融资资本的使用效率呈现下降趋势,进而对其持续盈利能力带来不利影响。

表6 实施配股的上市公司加权净资产收益率变化趋势 单位: %

	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
1993年配股公司(57家)	141.50	111.55	91.42	91.09	81.31	81.53	71.54
1994年配股公司(67家)		151.94	151.009	131.37	101.68	101.10	91.35

资料来源:根据巨灵证券信息系统相关数据计算整理。

31 对公司成长和公司治理的影响

强烈股权融资偏好对上市公司的成长不利。首先,大量廉价权益资本的流入,使上市公司的投资行为非常随意,筹集资本的使用效率普遍不高。其次,投资方向的混乱,对形成企业核心能力不利。当前众多上市公司追随/科技热0、/网络热0等投资行为,说明上市公司不了解自身核心能力。最后,股权融资偏好使企业获得财务杠杆好处的比例下降,对企业价值最大化产生不利影响。以上市公司))) / 五粮液公司0为例,从华泰证券研究报告的结果(表7)中可以看到,在没有债务的情况下,五粮液公司的总价值就是其原有股票的市场价值。如果公司用债务资本部分地替换权益资本,公司的价值就上升,加权资本成本下降。也就是说,五粮液公司如果能够通过发行债券或向银行融资来代替部分配股,将会使公司的市场价值增加,给股东带来更大的利益。但是,2001年公司仍然通过实施高价配股的决议,企业的经营者不顾公司成长和股东利益,还是要选择股权融资。

表7 五粮液公司市场价值和资本成本

债券的市场价值 (千万元)	股票的市场价值 (千万元)	公司的市场价值 (千万元)	税前债务 资本成本	权益资本 成本	加权平均 资本成本
0	5621.72	5621.72	61.03%	131.99%	131.99%
20	5441.87	5641.87	61.03%	141.30%	131.94%
40	5271.78	5671.78	61.03%	141.61%	131.86%
60	5111.06	5711.06	61.03%	141.93%	131.79%

资料来源:取自胡建斌,华泰证券研究报告。

从一般意义上说,公司治理结构及其有效性与公司融资结构密切相关。建立一套有效的企业治理结构,关键在于明确能真正承担企业最终经营风险的外部出资人,并形成一套机制,使外部出资人有动力和压力从经理市场择优选拔企业经理人员,并有效监督和约束他们的经营行为。中国上市公司股权融资偏好对公司治理不良影响的关键在于:内部人控制、股权融资偏好与公司治理之间已经形成或者很可能形成恶性循环。也就是主要因为股权结构不合理、国有股比重太大而导致治理结构的失衡即内部人控制))) 内部人控制又成为股权融资偏好的重要原因))) 股权融资比例的扩大又强化内部人控制、增加改善公司治理结构的难度。

41 对宏观经济的影响

一是不利于宏观意义上的资源配置。对于资产负债率整体较低的上市公司来说,强烈的股权融资偏好对优化资本市场资源配置殊为不利。首先,如何使有限的资本提供给那些最需求资本,同时又有投资回报作保障的企业,是优化股市资源配置的核心问题。显然,那些在获得大量股本融资之后资产收益率大幅下降公司的存在,不能说明股市的资源配置是有效的和优化的。其次,资产负债率过低是上市公司过分依赖直接融资的表现,如此将危害间接融资的生存空间。不恰当地强调直接融资的作用,会威胁到间接融资的正常发展。由此将导致中国的银行陷于信贷业务逐年萎缩与盈利能力下降,进而威胁到整个金融体系的运行安全。最后,有相当多的上市公司,将大量资金用于委托理财,本身就是资金过剩的表现。这样的公司对市场提出新股发行要求显然是不合理的。既然资金过剩,为什么还要募集更多的资金进而形成更多的资金过剩呢?

由于委托代理关系,经理的利益与股东的利益并不完全一致。当公司进行清算或退出某一行

业时,对股东而言,可能是最佳选择;从宏观看,肯定是资源的转移和优化配置。经理往往会因留恋自己的职位而拒绝做出清算或退出的决策,股权融资偏好越强、比例越高,作出并实施这种决策的可能性就越大,进而导致社会生产的过剩以及股东权益的损耗。在极端的情况下,即企业选择百分之百的股票融资的情况下,公司就没有任何破产清算的可能(张维迎,1996)。换言之,即纯股权融资的公司促使公司清算及产业退出方面无效率。相比之下,有债权融资的公司由于面临着偿债及诉讼的压力,其及时清算或退出产业的可能性也就较大。

二是影响国家货币政策的实施效果。强烈股权融资偏好的存在,降低了货币政策通过资本市场传导的作用。我国中央银行数次降息并没有收到预期的效果,这是因为对资产负债率已经很高的国有企业来说,其债权融资的比例已相当高,再提高的空间已不大,而且银行对增加国有企业的信贷投入的积极性也不高;对资产负债率较低的上市公司来说,债权融资的成本相对高于股权融资,对硬约束的厌恶也使其对银行融资的积极性不高。而对急需资本支持的私有中小型企业,国有银行又因各方面的因素表现为惜贷,这样,货币政策的效率就大打折扣。

五、政策建议

11 依靠制度创新,完善规则。一是对公司上市和发行股票,实行真正的核准制。让企业依靠自己的信用,根据自身实际的经营状况和资本市场状况决定是否上市、发行股票或增发股票和配股,也让企业独自承担风险。二是严格会计制度,改进对经营业绩考核的指标体系。会计制度的不严格,导致公司会计信息的虚假,欺骗股东和政府。特别是为了迎合政府的考核以获取某些奖励或特许,例如增发股票或配股时,常常提供不完全真实的会计信息。坚持以股东利益最大化为主要原则,改善以利润为中心的效益会计核算体系。三是优化政策,使监管政策有利于上市公司弱化股权融资偏好。例如:从监管政策的角度来看,应转变股权融资资格的确认方式,重点关注的对象由原来过往年度的净资产收益率转为募集资金项目的收益率。通过降低大股东在股权融资过程中的影响,充分体现中小投资者的利益。明确公司管理层的责任,规范中介机构的行为,并建立一系列对关联交易、再融资价格的限定、募集资金使用等相关制度;政府对上市公司的分红方式和分红比例,应该有相应的政策约束和引导。

21 全方位地采取措施,防止内部人控制,完善公司的治理结构。一是培育和完善企业家市场,让经营者产生于市场又受制于市场,而不是被当作/干部0任命;二是防止国有股权代表由外部人变成内部人并与经营者串谋;三是企业党委不能把自己由/经营决策的监督者0降格为/经营决策者0,应该超越于决策之上才可能监督决策;四是党委和董事会成员(不包括不拿薪酬的外部独立董事)个人的工资、奖金等的数量不应与公司经营收益及其分配方案挂钩,而且其确定规则应与公司经理阶层的年薪等收入的确定规则不同。从理论上说,董事们是所有者即老板,自己用不着给自己开工资。当然,我国上市公司有许多国家股或其他形式的公有股,一些董事长或董事也是代理者,也需要激励。不过,其工资等收益都应由委托者支付。可是我国目前的上市公司的党委书记、董事长等,都在公司拿年薪和奖金,这显然不合适。建议修改5公司法6,在这方面有所规定。五是改善上市公司的股权结构,让国有股与公众股在同一市场流通,才可能使股东和市场对内部人形成制约。

31 减持国有股,调整上市公司股权结构。在市场经济中,谁当股东,谁当债权人,是市场选择的结果。一般情况下,应是最有积极性、最有能力监控公司的投资者当公司股东,没能力也没积极性监控公司的投资者当公司债权人。从这个角度看,私有或非国有资本的拥有者较之国家更有资格当竞争性行业上市公司的股东。然而,目前即使在上市公司中,国有股比重仍高达62%左右。股权融资的目标函数应主要着眼于公司治理的改善,而不仅仅以降低企业的资产负债率为目标。

(下转第27页)

- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. and Welch, I., 1992, / A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades, Journal of Political Economy, 100: 992- 1026.
- Choe, H., Kho, B. and Stulz, R., 1999, / Do Foreign Investors Destabilize Stock Market? The Korean Experience in 1997, Journal of Financial Economics, 54: 227- 264.
- Kahneman, D. and A. Tversky, 1979, / Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, 47: 263- 291.
- Kaminsky, G. and Schmukler, T., 1999, / What Triggers Market Jitters: A Chronicle of the Asian Crisis, Journal of International Money and Finance, 18: 537- 560.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R., 1990, / Do Institutional Investors Destabilize Stock Prices? Evidence on Herding and Feedback Trading, NBER Working Paper: 3846.
- Scharfstein, D., and Stein, J., 1990, / Herd Behavior and Investment, The American Economic Review, 80: 465- 479.
- Wermers, R., 1999, / Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices, Journal of Finance, 54: 581- 623.
- William, G., and Roger, D., 1995, / Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market?, Financial Analysts Journal, 4: 31- 37.

(责任编辑: 王 沂)(校对: 子璇)

(上接第 20 页)

当前, 上市公司的国有股减持已正式启动, 对改善和优化股权结构产生极大的作用。相当多的上市公司已经进行了有益的尝试, 如国有股的配售、回购、存量发行减持等。一些持有货币资金多、国有股比例高的公司直接进行股份回购, 如上海市场的申能股份、青岛啤酒等。有些低负债率公司吸收合并一个或一些高负债率、有发展前景的公司调整自身的股权结构, 并使公司的资本结构达到目标水平, 如清华同方等。我们认为, 现阶段上市公司实现股权结构优化主要的任务还是国有股的减持, 在适当的水平上实现股权分散化, 从而有利于公司治理结构的完善。

目前, 解决上市公司股权融资偏好问题的一个有效的措施是发行可转换债券。发行可转换债券之后公司只需支付较低的利息, 现金流出不多, 另一方面公司可以筹集较大数量的资金拓展业务。可转换债券转换之前, 上市公司具有转股与否的自由, 可根据实际情况调整。所以, 发行可转换债券可以在短期内直接提高上市公司的资产负债率, 从长期上看对优化股权结构有益。

参考文献

- 方晓霞, 1999: 5 中国企业融资: 制度变迁与行为分析, 北京大学出版社。
- 哈特, 1998: 5 企业、合同与财务结构, 中译本, 上海三联书店。
- 汤敏、茅于軾, 1989: 5 现代经济学前沿专题(第一辑), 商务印书馆。
- 张维迎, 1999: 5 从资本结构看国有企业重组, 载 5 企业理论与中国企业改革, 北京大学出版社。
- 陈晓、单鑫, 1999: 5 债务融资是否会增加上市公司的融资成本, 5 经济研究 6 第 9 期。
- 忻文, 1997: 5 国有企业的资本结构分析, 5 经济研究 6 第 8 期。
- 陆正飞, 1996: 5 上市企业适度负债的理论分析, 5 经济研究 6 第 2 期。
- 李扬, 1997: 5 我国资本市场若干问题研究, 5 中国证券报 6 12 月 15 日。
- 胡建斌, 2000: 5 上市公司真的要配股吗?, 华泰证券研究报告。

(责任编辑: 宏亮)(校对: 凌)