

中国企业上市公司股权融资偏好探析

文/周鸿

一、上市公司股权融资偏好：现状考察

近年来，我国上市公司的融资行为表现出强烈的股权融资倾向，配股和增发新股成为我国上市公司筹集外部资金的主要融资方式。虽然我国债券市场较股票市场起步早，但发展却极其缓慢，无论是发行量、发行速度还是筹资额都远远不及股票市场。高速发展的股权融资反映了我国企业强烈的上市需求和股权融资偏好。

表1 1991-2004年股票发行量和筹资额统计

| 年份 | 股票发行量 (亿股) | H股, N股 | | | 股票筹资额 (亿元) | H股, N股 | | |
|------|---------------|--------|--------|-------|---------------|---------|--------|--------|
| | | A股 | B股 | 配股 | | A股 | B股 | |
| 1991 | 5.00 | 5.00 | | | 5.00 | 5.00 | | |
| 1992 | 20.75 | 10.00 | | 10.75 | 94.09 | 50.00 | | 44.09 |
| 1993 | 95.79 | 42.59 | 40.41 | 12.79 | 375.47 | 276.41 | 81.58 | 60.93 |
| 1994 | 91.26 | 10.97 | 69.89 | 10.40 | 326.78 | 99.78 | 50.16 | 188.73 |
| 1995 | 31.60 | 5.32 | 15.38 | 10.90 | 150.32 | 85.51 | 62.83 | 31.46 |
| 1996 | 86.11 | 38.29 | 31.77 | 16.05 | 425.08 | 294.34 | 69.89 | 83.56 |
| 1997 | 267.63 | 105.65 | 136.88 | 25.10 | 1293.82 | 825.92 | 170.86 | 360.00 |
| 1998 | 105.56 | 86.30 | 12.86 | 9.90 | 841.52 | 778.02 | 334.97 | 37.95 |
| 1999 | 122.93 | 98.11 | 23.05 | 1.77 | 944.56 | 893.60 | 320.97 | 47.17 |
| 2000 | 512.03 | 145.68 | 359.26 | 7.10 | 2103.08 | 1527.03 | 519.46 | 562.21 |
| 2001 | 141.48 | 93.00 | 48.48 | | 1252.34 | 1182.13 | 430.63 | 70.21 |
| 2002 | 291.74 | 134.20 | 157.54 | | 961.75 | 779.75 | 58.61 | 181.99 |
| 2003 | 281.43 | 83.64 | 196.79 | 1.00 | 1357.75 | 819.56 | 74.79 | 534.65 |
| 2004 | 227.92 | 54.88 | 171.51 | 1.53 | 1510.94 | 835.71 | 104.54 | 648.08 |

资料来源：中华人民共和国国家统计局，《中国统计年鉴2005》，中国统计出版社

2005年来我国股权融资规模有进一步扩大之势。2005年全年企业通过证券市场发行、配售股票共筹集资金1883亿元，比上年增加363亿元。年末境内上市公司（A、B股）数量由上年末的1377家增加到1381家。全年发行一年期以上企业债券654亿元，比上年增加332亿元。

表2 我国1995-2003年资本市场发行概况（单位：亿元人民币）

| 年度 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 股票 | 150.3 | 425.1 | 1293.8 | 841.5 | 944.6 | 2103.1 | 1252.3 | 961.8 | 1357.8 |
| 企业债券 | 300.8 | 268.92 | 255.23 | 147.89 | 158.2 | 83 | 147 | 325 | 336 |

资料来源：2000年《中国证券期货年鉴》（2000），《中国金融年鉴》（2001），《政权市场债弱股强现象分析》，东北财经大学学报，2004，06：29-32

二、上市公司股权融资偏好：成因分析

（一）内在动因分析

1、股权融资的免费资本幻觉。我国证券市场是典型的投机市场，股价难以真实反映公司的情况。投资者关注的也不是企业的价值和股利分配的多少，而是股价波动带来的资本利得。投资者出让资金也不是向融资人要求利益补偿，而是谋求市场炒作收益。所以，西方理论对股权稀释的担忧在中国资本市场这样一个投机色彩浓重的环境下根本不存在。也就是说，在支付廉价的发行费用之后，基本不存在有形代价，使得股权融资的直接成本远低于债务融资成本。然而，股权融资的成本却远不止这些，例如上市公司为获得上市资格而进行寻租活动产生的巨额“租金”，为发行成功产生的高额代理成本，由于投资者不重视公司的价值和前景而过分关注政府的政策和信息会产生信息不对称成本，放弃其他融资方式而产生的机会成本等等。但是，由于市场过度投机，信息不对称成本对市场总的影响存在零和效应，“免费资本”的幻觉驱使大量上市公司热衷于通过股权融资来“圈钱”。

2、股权资本使用风险小。上市公司如果选择债务融资，那么就必须按时还本付息，这种“硬性约束”无疑会增加公司的财务负担和风险。出于对风险的厌恶，相当多的上市公司放弃债务融资。又由于股权融资具有本金非偿还性和直接成本较低的特点，多数上市公司融资额都超过了公司对资金的实际需要，股权资本几乎是无偿的取得和支配。一方面，股权资本的分红派现是软约束，普通股股东承担了公司的全部剩余风险。另一方面，国有股“一股独大”和所有者缺位、内部人控制现象严重弱化了上市公司管理层的约束和监督，导致上市公司管理层过分倚重股权融资，追求现金流量最大化和资本的控制权，从而忽视了企业的长远利益。

（二）基于体制因素的外部原因分析

1、股权结构不合理。我国上市公司股权结构不合理，上市公司发行的股票中非流通股占整个股票市场的比重在65%以上，国有股在非流通股中又占绝对比重，在70%以上。这种“一股独大”的股权结构，导致上市公司的控股股东完全可以按照自己的意志和价格进行再融资。在高价配股或增发时，国有股和法人股股东根本不用担心股权会被稀释，还可以筹集到大量资金，获得额外的权益增长——提升每股净资产。由于所筹资金的大部分来自社会闲散的投资者，这种分散的流通股股权结构和一股独大所形成的内部人控制使得股权融资更利于经营者对企业的控制。因此，在这种不合理的股权结构下，非流通的大股东在股权融资中不仅不会受到损失，而且还会得到一系列的收益。应该说，股权融资偏好是非流通大股东在现有的股权结构下寻求自身利益最大化的一种必然选择。

2、公司治理结构不完善。我国上市公司的内部治理结构存在相当严重的问题，其中最主要的表现就是“所有者缺位”和“内部人控制”现象。上市公司权力制衡机制的缺乏，使得企业融资决策能按照内部控制人的意愿执行，这也许就是上市公司恶意圈钱行为的内在根源。国有资本投资主体的缺位，造成政府对企业的控制一方面表现为行政上的“超强控制”，另一方面表现为产权上的“超弱控制”。经营者利用产权控制上的缺陷形成内部人控制，追求高额的在职消费，侵蚀投资者的利益，同时又利用行政上的权力推卸责任转嫁风险。

3、政府的政策导向引发股权融资热。政府发展证券市场的目的有两个，一个是优化资源配置，另一个是对企业实行股份制改造。后者作为主要目的，所以股市的发展得到了政府的大力支持。相比之下，债市的发展似乎停滞不前，两者的发展愈发显得不均衡。从某种程度上说，我国建立证券市场为国有企业扭亏脱困创造了有利条件。国有企业也通过上市充实了资本金，降低了负债率，在一定程度上摆脱了高负债率的困境。在这样的政策导向下，证券市场定位于企业融资功能而弱化其他功能，加上企业再融资门槛也一降再降，使得上市公司无论是否需要资金，都贪婪地扩股融资，造成大量的资金闲置。股权融资与资金短缺已不存在必然的联系，政策导向引发了股权融资热。

4、证券市场缺乏健全高效的运行环境。由于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，上市额度管理导致“上市”成为一种稀缺资源，以及缺乏有效的退出机制，这些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。因而，“重上市、轻转制，重筹资、轻利用”的现象相当普遍，资源的大量浪费也使资本市场失去了有效配置资源的作用。在这种过分注重股票市场融资功能而忽视资源配置功能的制度安排下，股权融资软约束的特征逐渐形成，使上市公司对股权融资趋之若鹜。

三、纠正上市公司股权融资偏好的政策建议

（一）优化上市公司股权结构

要矫正上市公司股权融资偏好，从长远来讲必须要改变当前不合理的股权结构，最有效的途径就是实行股票的全流通机制。实现股票全流通，既可以解决“一股独大”的弊端，也有利于克服国有股股权软约束而导致的内部人控制现象。因而它是优化股权结构，完善公司治理结构，从而使上市公司融资行为理性化的重要途径。当然股份全流通机制不可能一蹴而就，它的实现需要一个循序渐进的过程。全流通方案的成功与否，关键是看它能否被市场和投资者接受，即它的制定和实施必须具有可操作性。当前形势下我国股票对价机制的形成就是一个实现股份全流通的过渡阶段，它对优化上市公司现有股权结构起到了巨大的推动作用。

（二）制定有效的经理人激励约束机制

随着国有企业的战略改组，“股票期权制”应运而生。这种全新的企业经营者激励制度可以避免管理者的短期行为，使高级经理人员的个人利益与企业的长远绩效紧密挂钩，这在客观上抑制了管理层的股权融资偏好。针对目前上市公司广泛存在的“内部人控制下的一股独大”现象，首先应使股份逐渐在市场自由全流通；其次，改变层层授权经营，建立更加高效的国有股权行使制度；同时，完善公司治理结构，健全独立董事制度。由此，内部激励机制和外部约束激励双管齐下，使经理人的经营融资行为符合公司的长远利益，抑制“股权融资偏好的倾向和冲动”，最终形成以企业市场价值最大化为导向的企业融资结构优化机制。

（三）加强股权融资监管

我国上市公司存在恶意不发放现金股利的行为，信息不对称问题的存在，无形增大了交易成本和监督成本，导致上市公司融资行为的道德风险和逆向选择。鉴于这种情况，应该大力加强政策制度的监管，规范上市公司行为。同时要加强对融资资金使用过程的监督。有关监管部门应加强对上市公司募集资金使用情况的信息披露管理，并对资金使用效果进行不定期的检查，若发现违规现象应严惩不怠。另外，还要完善融资资格审批。上市公司再融资的量化条件应综合运用资产负债率、流动比率、主营业务利润与总利润之比、营业利润率、主营业务收入增长率、资产保值增长率等财务指标来综合评价企业的财务状况、经营绩效、现金流量、盈利质量等多方面的绩效，并用总资产报酬率取代净资产收益率作为重点考核指标。

（四）大力发展企业债券市场

一个合理的资本市场结构需要使股票、债券、金融衍生品保持良好的比例。债券市场的发展

不仅能改善证券市场资金供求状况，降低上市公司股票发行市盈率，抑制企业过多的股权融资，同时债券融资的硬约束能使上市公司珍惜所筹资金，将资金投向效率更高的项目，有利于社会资源的优化配置。因此，大力发展债券市场不仅是改变我国证券市场结构性失衡的关键，也是纠正我国企业股权融资偏好，优化资本结构的必要措施（作者单位：湖南大学会计学院）

相关链接

证券市场流动性理论综述
资产证券化的实证分析
上市公司审计委员会模式分析
我国股权分置改革有关问题的思考
中国企业上市公司股权融资偏好探析
论有限责任公司异议股东回购请求权
关于我国证券金融公司模式选择的研究
浅析上市公司股权分置非流通股股东发行权证的核算
中国证券投资基金与中国证券市场互动发展的制度分析

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心