

# 上市公司股权融资中股份数量的合理生成与控制机制

骆国城

(杭州职业技术学院 杭州 310018)

**【摘要】** 本文通过分析上市公司首发股票融资、股权再融资中股份数量的合理生成机制认为,大股东拥有公司净资产份额宜按股票发行价格折算为初始股份数,公司股权再融资形成股份数量宜按其累计派发现金股利有效倍数的市场价确定,实施股权激励机制行权所需要的股份宜由库存股中的回购股票来填计。

**【关键词】** 股份数量 首发股票融资 股权再融资 转送股票 股权激励机制

## 一、引言

公司股份被核准上市后,其大股东初始持有股份市值普遍都呈现暴增现象,初始大股东中的自然人也快速成了大富翁。以在深圳创业板上市公司为例,其初始大股东拥有股权财富市值比其上市前拥有净资产额普遍都暴增了几亿元甚至几十亿元,在“马太效应”或考虑货币时间价值的情况下,这又加速了社会成员之间的贫富分化。

全国千百万家企业中,只有很少比例的公司能够获得核准发行股票融资的资格。因此,获准发行股票的许可权是公司获得的稀缺资源,是企业初始大股东实现财富暴增的主要外部原因;企业自身经营状况是公司股东能否持续实现股权财富增值的主要内生性变量;资本市场供需情况、宏观经营环境等因素对大股东财富增值也有明显影响。笔者认为,在股权融资和再融资申请被核准后,公司股份数量的不合理生成是其初始大股东实现股权财富暴增的根本原因。

针对个人初始大股东解禁日后变现股份获取股权财富普遍暴增的现象,财政部、国家税务总局、证监会三部委于2009年12月31日联合发布的财税[2009]167号文件规定:从2010年1月1日开始,对个人转让限售股取得的所得,按照“财产转让所得”适用20%的比例税率征收个人所得税。应纳税额=应纳税所得额×20%,应纳税所得额=限售股转让收入-(限售股原值+合理税费)。

事实表明,这对股权财富暴增引起贫富分化现象的制约有限。在首次发行股票业务中建立股份数量合理生成控制机制,才能从源头上消除初始大股东不合理获取暴增的股权财富。在股权再融资业务中,建立公司股权再融资累计数额受其累计派发现金股利数额制约的控制机制,由此生成市场定价的股份数量,这具有激励公司注重对股东的回报、优化资本市场资金资源配置的效应。如果没有内在制约机制,上市公司容易依赖股权再融资实施扩张,资本市场资源难以得到有效

配置,资本市场变现资金负担沉重,社会贫富急剧分化,且不利于激励上市公司谋求自身积累发展等。

## 二、首发股票融资中合理形成公司股份数量的控制机制

1. 在股权融资额、股份数量及股票价格三因素关系中应最后确定所生成的股份数量。在“股权融资额=股份数量×股票价格”关系式中,只要确定其中任意两个因素值,另外那个因素值也就生成了。现实中,公司拟发行股票数量经证监会发审委核准后确定,股票的发行价格依据企业经营状况、资本市场供需状况并在市场询价基础上竞价确定,最后形成了股权融资数额。因此,实际中常出现一些公司巨额超募资金现象,如网宿科技公司(300017)招股计划发行股票筹资2.4亿元资金,但实际筹资高达5.5亿元,远远超过原定筹资需要。

股票发行价需按市场定价机制确定,但股权融资所生成的股本数量直接关系着未来转让交易时给市场造成的变现压力,影响着企业股权结构的变动,也影响着其他股东持有股份所含权益数额的变动,而且股权筹资额需优先受到包括招股公告、优化资源配置在内的多方面因素制约。因此,我们认为股票发行数量应据核准的股票筹资限额和市场定价机制确定的股票发行价逆向推算,这还可从源头上杜绝股票发行过程中出现的超募现象。

2. 上市公司初始大股东应当按其拥有的净资产份额换取对价的股份数。公司初始大股东创办公司时投入的资本及经营过程中形成的积累都已体现在公司净资产份额中,即:

初始大股东拥有的净资产份额=换取的股份数量×股份的发行市价 (1)

公司大小股东都需按市场价获取可同等交易的股份,公司向市场公开发行人股过程中,市场购买者往往需要竞价并经过申购摇号确定中签的股份数量,而初始大股东可将其拥有的净资产份额全部换取对价的股份数。公司初始大股东由此获取股份数量的优势利益足以补偿其为实现公司上市前所

付出的全部努力,而且被核准高溢价发行股票的上市公司具有更大的发展优势,其大股东还能从中获取股权财富增值潜力。由此,我们认为宜按下列关系式确定大股东拥有净资产可生成的股份数量:

$$\text{公司初始大股东获取股份数量} = \frac{\text{该大股东拥有公司净资产份额}}{\text{股票发行价}} \quad (2)$$

上市公司所有股份都应按市场对价形成,所有股东都按市场对价取得股份,由此可以消除初始大股东因核准上市获取巨量股份形成的股权财富暴增现象,激励公司大股东依靠有效经营形成其持有股份的增值。比如某大股东持有公司股份 6 043.67 万股,上市前每股净资产 1.55 元,拥有净资产额 9 367.69 万元,发行价为每股 29 元,解禁日的收盘价为每股 56.61 元。按照现行规则形成股份增值额约为 33.2 亿元 $[(56.61 - 1.55) \times 6 043.67]$ ;按照净资产份额获取对价股份形成增值额为 0.89 亿元 $[(56.61 - 29) \times 9 367.69 / 29]$ 。显然按其拥有净资产换取对价股份方法形成的增值额才是该大股东拥有股权财富增值的合理体现,这两者的差额 32.3 亿元属于核准上市的许可权资源带来的,不应归属于初始大股东所有。

3. 按市场对价获取的公司股份宜实现无禁售期差异性限制的同步全流通。如果公司所有股票都是按市场对价获取的,公司初始大股东按市场价获取的股份应取得与其他股份同步上市流通的权益,这对大小股东是公平的,又能使全部股份上市交易的变现风险及时得到释放,对制约上市初期股价的异常波动、防范资本市场未来变现风险等都具有显著的正面效应。公司股票实行同步全流通,还有助于公司初始大股东从流通市场中按市场交易价增持本公司股份,也可随时转让其所持有的股份,使得股份增持或减持成为各参与者自主控制的市场行为。

### 三、股权再融资中合理生成股份数量的控制机制

实施股权再融资生成的股份数上市后形成了资本市场的变现负担,因此在股权再融资业务中不仅要合理确定公司股权再融资数额,还要合理确定股权再融资所生成的股份数。

1. 上市公司股权再融资限额应受其累计派发的现金股利额制约。上市公司股权再融资限额应控制在其累计派发现金股利额的一定倍数范围内,虽然很难认定这两个数额之间应具有的最佳联动比例数,但确定的这个比例应具有激励上市公司分配现金股利、支持上市公司扩张规模、促进资本市场资源优化配置的效应,而且所形成的股权再融资数额不应超出资本市场的正常融资承受能力。

笔者调研了部分公司并收集了部分上市公司累计股权再融资额与其累计分配股利额资料,在计算这两者之间存在的实际平均倍数基础上,对异常因素的影响进行了必要的调整后,认为上市公司股权再融资累计限额按其累计分配现金股利数额的 3 倍范围内确定为宜。对于某些需要重点扶持的再融资项目,可以适当放宽其股权再融资数额的倍数,但都应当以其累计分配的现金股利额为联动的制约依据。即股权再融

资数额一般宜按下列方法确定:

$$\text{累计到本次的股权再融资数额} \leq 3 \times \text{累计分派的现金股利数额} \quad (3)$$

$$\text{本次股权再融资数额} = \text{累计到本次的股权再融资限额} - \text{本次前累计已实施的数额} \quad (4)$$

其中:可转换债券应付数额超过准予转换成为股份数额以上的部分,公司可以支付现金结算或者留存到以后转换成为股本额;准予转换股票的应付可转换债券限额与其转换生成股份数面值的差额形成资本公积。

2. 形成股权的资产注入数额及兼并重组再融资数额的控制。有效实施资产注入业务有助于上市公司在较短时间内扩张生产经营规模。现行可选择注入资产形式多样,包括注入房产建筑物、土地使用权、技术、设备、矿产资源甚至大股东持有的其他公司的控股权等,而且上市公司所需要注入资产的合理规模和数额很难得到有效的界定。笔者认为核准上市公司资产注入的股权再融资数额时,不仅要考虑其经营扩张需要资金的愿望,更应考虑自身的实际经营能力和资本市场承受股权的再融资能力。如果没有客观有效的制约机制,公司需要接受注入资产的数额可以无止境地蔓延扩大,由此需要给付特定对象的股份会无限增加。这些股份迟早也都需要上市流通,从而必将导致资本市场上流通的股票数量泛滥成灾,使资本市场的未来变现面临沉重的负担,资本市场甚至可能会成为有些大股东将无效资产转移给上市公司后实现洗钱的合法场所。定向增发股票形成资产注入已成为股权再融资的主体部分,相关资料显示,2009 年上市公司增发股票筹资金额 2 837.42 亿元中有 2 575.73 亿元是通过定向增发股票方式形成的,所占比例高达 90.78%;近三年来股权再融资数额已经超过万亿元。

由于公司接受资产注入给付特定对象股份业务具有股权再融资性质。因此,笔者认为首先应当按拟股权再融资公司累计分配现金股利数额是一定倍数范围内确定,这应包括资产注入在内的股权再融资限额,需要注入资产的数额超出形成股权资产限额以上的部分,上市公司可以选择采用负债方式接受或放弃。其次,在接受资产注入业务过程中,上市公司应评估是否确实需注入这些资产以及评估所需要注入资产的市场公允价值。最后,按公司股票的市场价确定形成股权的注入资产所生成的股份数量,计算方法与前述的股权再融资有关方法相同。

3. 经核准实施的股权再融资额应按其股票对价生成股份数。公司股权再融资限额按其累计分配现金股利额的一定比例确定,再融资的股价按市场价机制确定,这就能够使公司股权再融资数额和生成股份数量的核准工作既简单合理又客观公平。即:

$$\text{本次股权再融资生成的股份数量} = \frac{\text{本次股权再融资数额}}{\text{确认的转换价}} \quad (5)$$

如果是配股方式,公司还需要进一步计算配股比例:

# EXCEL规划求解在存货管理中的应用

曹宇波 吴振峰

(山西大学商务学院 太原 030000)

**【摘要】** 随着信息技术和网络技术的迅速发展,存货管理借助计算机管理,利用 EXCEL 软件的强大功能,可以设计出日常存货管理决策所需要的不同类型的模型加强库存管理。本文运用 EXCEL 软件中的规划求解工具,建立经济订货批量的拓展模型,以提高库存管理的决策水平,实现企业价值最大化。

**【关键词】** 规划求解 经济订货批量 存货管理

20 世纪六七十年代,日本丰田汽车施行 JIT 生产,实现在生产过程中基本没有积压的原材料和半成品,即“零库存”。这不但大大降低了生产过程中库存和资金的积压,而且在实现 JIT 过程中也相应地提高了相当于生产活动的管理效率。

G.B.Dantzig 于 1947 年提出了一般线性规划问题,线性规划的相关理论在实际应用中日益广泛和深入。特别是随着第二代计算机的发展,电子计算机在处理数据方面的优越性与线性规划理论的结合,使得线性规划的适用领域更为广泛。

## 一、规划求解在存货管理中的应用

规划求解是在线性规划的发展和应用中衍生的。EXCEL 软件的规划求解利用线性规划的理论加上计算机的超强计算能力,使得存货经典模型要求单一存货决策,公式无法解决储存空间有限性的问题迎刃而解。1941 年 Atanasoff 和 Berry 完成了能解线性代数方程的计算机程序,给线性规划在计算机中的应用奠定了基础。20 世纪 50 年代后理论界对线性规划进行大量的研究,基于此其他数学规划问题包括整数规划、随

本次配股比例=本次股权再融资形成股本数量/配股确认日的股本基数 (6)

## 四、转送股票和实行股权激励过程中生成股份数量的控制机制

1. 股利分配过程形成转送股本数宜按照可分配股利的积累额生成对价的股份数。企业将积累的资本公积或留存收益转送给股东,这是上市公司发放现金股利以外的常见的股利分配形式,转送后企业股份数量必将扩大,摊薄后稀释了每股收益和每股净资产。企业将公积金用于转送股份的股利分配方式业务中,现行普遍的做法是将公积金按股本面值水平转换成决议规定比例的股份数。有些公司大比例转送股本后,公司经营绩效的增长不能适应股本的快速扩张,且企业积累的公积金大幅度减少,这对企业承受未来经营风险能力和形成持续发展能力产生了明显的负面影响,甚至使绩优股快速退化成为绩效差的“垃圾股”。笔者认为企业股利分配中既要重视对股东的回报又应兼顾企业股本的合理扩张,公司所有股份都应当按照市场对价形成,上市公司决议确定转送资本公积金数额需按确认的股票对价生成的股份数。即:

转送股票的数量=决议确定转送股本的公积金数额/确认日的股价 (7)

转送股票的分派比例=转送股票的数量/确认日的股本基数 (8)

2. 股权激励机制中生成的股份数宜从回购的库存股中转化形成。股份支付方式可划分为现金结算和权益结算两种,实行权益结算股权激励机制的企业中,激励对象在具备行权条件的确认日可按约定行权价获取相应的企业股份数。我们认为实施股权激励的股份数量宜从流通市场中回购股票形成的库存股中生成,而不宜采用向特定对象低价增发可行权的新股方式实行股权激励,回购价与股本面值的差额及行权时的行权价与回购价间的差额调整资本公积数额。使权益结算的股权激励机制行权后不影响公司总股份数量的变化,可避免因实施股权激励而低价增发股票造成对其他股东的影响。

## 五、结语

建立上市公司在股权融资和再融资过程中股份数量合理形成的控制机制,对于保护中小股东和控股股东的合法权益、促进上市公司以及资本市场的持续健康发展、优化资源配置、降低资本市场参与者的交易风险、从源头上消除不合理生成股份数所加剧的贫富分化现象等都具有正向效应,政府有关部门有必要制定相应的规范,指导有关利益主体实施。

## 主要参考文献

1. 徐锐. A 股全年再融资逾三千亿 融资金额“偶合”股指走势. 上海证券报, 2009-12-28

2. 杨秀红. 主板退市制度将出, 17 家 ST\* 公司首当其冲. 投资者报, 2012-03-12