

文章编号:1002 - 980X(2006)11 - 0068 - 02

国内上市公司的股权融资偏好的原因分析

庞 博¹, 赵艰申²

(1. 上海复旦求实进修学院, 上海 200433; 2. 上海交通大学 安泰管理学院, 上海 200030)

摘要:国内上市公司融资的啄食顺序和成熟市场经济国家相反,表现出较强的股权融资偏好特征;融资结构中股权融资比重偏高,内部融资比重偏低。本文从公司金融角度出发,结合目前中国国情,分析得出国内上市公司对股权融资如此热衷的原因主要有:股权融资的成本优势、股权分置和国有股一股独大、公司治理结构不完善以及经济高速发展期企业的扩张冲动。

关键词:上市公司;融资偏好;啄食顺序理论

中图分类号:F276.6 **文献标志码:**A

由于股权分置等历史遗留问题,相对于国外的成熟国家而言,我国上市公司具有强烈的股权融资的偏好,大股东在股市中圈钱及套现现象屡见不鲜,中小股东的利益因此而受到了严重伤害。本文拟研究分析造成国内上市公司对股权融资如此热衷的直接原因。

笔者认为,国内上市公司具有强烈的股权融资偏好的原因,主要有以下几方面。

一、股权融资成本低于债务融资成本

融资成本是上市公司比较选择融资方式的主要依据,是决定上市公司融资取向的根本因素。理论上,融资成本的高低顺序和融资人对融资形式取舍呈反向关系。融资成本越低的融资形式,越容易得到融资人的青睐。一般而言,股权融资成本是否低于银行长期贷款成本是融资人选择股权融资还是债务融资的分水岭。将2002 - 2005年沪深两市举行IPO、增发、配股的上市公司的融资成本进行分析可知,国内上市公司平均股权融资成本小于债务融资成本(见表1)。成本比较的结果显示,股权融资相对于债务融资对企业更有利,因此国内上市公司对股权融资的强烈偏好确实有融资成本优势作基础。

表1中的股权融资成本是IPO、增发、配股的年加权平均融资成本,具体计算方法为:当年每股股利除以每股融资额与每股融资费用之差。债务融资成

本计算方法为银行5年期贷款利率乘以1与公司所得税率之差,所得税率取33%。

表1

融资成本(%)	新股	增发	配股	5年期贷款
2002	0.07	1.55	1.54	5.13
2003	0.54	1.23	0.93	4.74
2004	0.38	3.05	1.45	4.97
2005	1.06	3.1	2.06	4.97

数据来源:WIND

其实,国内上市公司的股权融资成本还存在一个软约束问题。股权融资成本包括支付股利、发行费用以及信息披露成本等,其中主要是股利成本。在国有股一股独大的条件下,分红派息决定权在于上市公司大股东,上市公司完全可以通过不支付股利将融资成本降至零,因此融资的成本约束充其量只能是软约束。对于连续三年不分配现金利润不能进行再融资的规定,由于没有明确的分配数量的基本要求,上市公司很有可能仅仅象征性地分一点,以微小的成本保障再融资权的资格。如果上市公司进行债务融资,负债要依约定还本付息,违约将承担赔付成本,因此对公司构成了硬约束。比较两者,上市公司选择股权融资是必然之事。

相比之下,美国的情况则完全不同。据统计,美国公司税后利润中约有30 - 50%被用于支付股利,而美国纽约交易所和纳斯达克的发行费用一般为股

收稿日期:2006 - 09 - 20

作者简介:庞博(1983 -),男,河南郑州人,上海复旦求实进修学院,主要研究方向:项目投融资研究;赵艰申(1982 -),男,上海交通大学安泰管理学院金融系,硕士,主要研究方向:证券投资分析,企业价值评估。

票融资额的 10 % 左右,综合计算融资费用较高。按美国绩优大公司的数据,股权资本年均成本经常高达 12 - 15 %,高于美国银行贷款利率 4 - 9.5 % (2000 - 2004 年)的水平,因此美国公司融资并不首选股权融资。

二、股权分置和国有股一股独大

在这样的背景下,股权融资成为实现大股东利益最大化的有效途径。根据现代公司制度理论,公司的目标是实现公司市场价值的最大化。而公司的融资结构是影响公司市场价值的重要因素。要实现市场价值的最大化就要构建最优的融资结构。根据啄食顺序理论,企业优序融资顺序应该是内部融资、债务融资和股权融资。发达国家上市公司就是按这一顺序安排其融资战略的。应该说,这种理论比较适合像美国那样的成熟市场经济国家,但对有着特殊国情的中国公司则未必。

国内上市公司股权结构有两大特殊性,一是股权分置,二是国有股一股独大。股份流通权分置的股权结构特点导致了国有股和流通股的同股不同价,造成了国有股股东资产价值和股价波动无关。国有股东因而不会以公司市值最大化为目标,其更关心的是公司账面资产净值的变化。股权融资可进一步增厚公司每股净资产,即使会冲击公司的市值也涉及不到大股东的利益,因此符合有利于公司大股东实现自身利益的最大化。国有股东的一股独大使得其能牢牢地掌握着公司的控制权,公司股权融资就有了权力保障。大股东从自身的利益出发,自然会利用控制权促成股权融资的实现。更有甚者,有的大股东若蓄意挪用、侵占上市公司资金的话,股权融资就更是其达到目的的首选工具。

根据资本结构理论,如不恰当地过分使用股权融资,会削弱大股东的控股权。一旦公司效益不佳,证券市场的外部约束机制将起作用,股东在股市以脚投票,还可能引发敌意购并或控制权争夺,这是上市公司在融资决策中必须考虑的。对于全流通且控制权分散的美国公司而言,上述风险是必须重视的。但对于国内上市公司而言似乎有点杞人忧天。国内上市公司大都是国有控股的公司,第一大股东控股公司中,大股东平均持股比例为 53.67 %,离 35 % 还有相当的股权融资收缩空间,不会由于几次股权融资而面临丧失控股权的风险。因此国内上市公司在选择股权融资时不会象美国公司那样有太多的顾忌。

三、公司治理结构不完善

根据代理成本理论,公司代理人并不总是以委托人的最大利益为行动取向,其间存在代理成本。由于信息的不对称,代理人可能以牺牲委托人的利益为代价,谋求自己的效用最大化,使公司的经营行为偏离股东利益最大化的宗旨。为消除代理关系中存在“道德风险”,最大限度地降低代理成本,委托人必然会设计出一套有效的监督和激励机制,也就是公司治理结构。通过一系列规范财产所有者、受托者、控制者、使用者相互权利和利益关系的制度安排,约束代理人行为,使之成为委托人的利益努力工作,降低代理成本,提高代理效率。

国内上市公司绝大多数脱胎于国有企业,由于体制上的原因,上市后并未从根本上改变内部组织、管理和运行机制,公司治理结构不完善,因此始终存在代理成本较高的问题。国内上市公司的股权融资偏好就是这一问题在融资上的反映。理论上讲,代理人应该合理安排公司的融资结构,以实现公司股东利益的最大化。内部融资要以公司丰厚的留存收益做基础,国有公司盈利能力弱,支付股利后所剩有限,难以满足或全部满足投资项目对资金的巨大需求,巧妇难为无米之炊。债务融资虽然能满足资金需求,也可以获得财务杠杆收益和税收节约收益,但由于要定期还本付息,会强化代理人的工作努力程度,压低在职消费程度,还可能给公司带来财务风险甚至破产风险,显然不是代理人的最佳选择。相比之下,不丧失控股权条件下的股权融资没有这些问题,有利于代理人的效用最大化。因此代理人在融资方式上自然倾向于股权融资。对于那些经营不善的上市公司,股权融资还能延长企业的生命周期,解除至少是延缓公司的破产威胁。

四、经济高速发展期企业的扩张冲动

在经济高速增长时期,企业不可避免地存在扩张的冲动。国际研究表明,发达资本主义国家在经济高速发展期,其企业也同样存在普遍的扩张冲动,从而导致股权融资也呈快速上升的趋势。以美国和韩国为例。1960 - 1984 年是美国经济的高速发展期,期间美国股市总值及上市家数同 GNP 呈显著的同向变动关系,GNP 增长 1 %,股市总值增长 1.425 %,上市家数增长 1.713 %。1986 - 1995 年是韩国经济的高速发展期,其股市总值同 GNP 也呈显

(下转第 115 页)

Research on the Co-operation System Between Tax Laws and Accounting Regulation

WANG Yu-lan

(Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030012, China)

Abstract : Since reform and opening up with the accounting regulation and tax laws, the differences between the tax system and accounting system is arising, which becoming obstacles to them. This article put forward standardized co-operation system while analyzing the necessary and condition.

Key words : tax laws; accounting regulation; difference; coordination

(上接第 69 页)

著的同向变动关系, GNP 增长 1%, 股市总值增长 1.537%, 高于美国。除股市估值水平上涨因素外, 导致股市总值及上市家数增长的原因就是股权融资、再融资的增长。

改革开放后, 我国经济也进入了持续高速增长期, 上市公司因扩张冲动而寻求股权融资也是完全符合经济发展规律的。由于我国经济发展以粗放式为主, 企业在战略上较注重外延式的规模扩张。通过扩大经营规模, 抢占更多的市场份额; 同时利用规

模效应降低成本, 提升竞争力。在这种大环境下, 低成本、软约束的股权融资自然成了满足扩张冲动的最佳选择。

参考文献

- [1] 郑荣鸣. 中外企业融资结构比较分析[J]. 会计研究, 2004 (7).
- [2] 林伟. 中国上市公司融资结构及行为分析[J]. 中央财经大学学报, 2006 (4).
- [3] Stephen A Ross, Randolph W Westerfield, Jeffrey F Jaffe. Corporate Finance [M]. sixth edition. 机械工业出版社, 2002.

Analyse the Cause of Preference of Stockholder's Rights Financing for the Domestic Listed Company

PANG Bo¹, ZHAO Jian-shen²

(1. Shanghai Fudan-Qiushi Institute, Shanghai 200433, China; 2. Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China)

Abstract : Contrary to foreign listed companies, the pecking order of domestic ones shows strong preference for stockholder's rights financing. This paper aims at researching the intrinsic reason of the phenomenon from the viewpoint of corporate finance. The decisive reasons are as follow: the cost advantage of stock financing, the spitted shareholder structure and the excess control of the state shareholder, the ineffectiveness of company governance and the impulse for expansion in the rapidly developing period.

Key words : the listed company; preference of stockholder's rights financing; order theory of pecking at food

(上接第 73 页)

Research on the Connotation and Feature for The Enterprise's Sustainable Innovation Capabilities

WANG Wen-liang¹, FENG J Jun-zheng²

(1. Henan Agricultural University, Zhengzhou 450002, China; 2. Zhengzhou Institute of Light Industry, Zhengzhou 450002, China)

Abstract : Under the condition of dynamic market competition, sustainable innovation is the single source of the permanence competition advantage; the enterprise's sustainable innovation capabilities determine the stability of the continuance developing of the enterprise. According to literature reviewing on sustainable innovation and sustainable innovation capabilities, in the integrative aspect of synthesis innovation theory and competence theory, the article studies the question of enterprise's sustainable innovation capabilities, then puts forward to the conception of the enterprise's sustainable innovation capabilities from the perspective of market orientation, discusses the structure of the enterprise's sustainable innovation capabilities, analyses the internal logic that how the enterprise's sustainable innovation capabilities bring to continuance developing of the enterprise. Finally, the article discusses the main features of the enterprise's sustainable innovation capabilities.

Key words : competition advantage; sustainable innovation capabilities; connotation; feature