

基于股权分置的上市公司资本结构分析

杨 英

(铜陵学院,安徽 铜陵 244000)

摘要:上市公司资本结构在国内外都有研究,我国上市公司资本结构的研究在发达国家研究的基础上也有不少成果,但都是在成熟的资本市场和股票全流通的前提下,由于我国特殊的资本市场结构和股票流通结构状况使得用资本结构理论不能解释我国上市公司资本结构现状和特点。笔者就我国特殊的股票流通结构来解释上市公司资本结构,得出股权分置是我国上市公司扭曲的资本结构形成的重要原因。

关键词:股权分置;资本结构;公司治理

中图分类号:F23 **文献标志码:**A

一、股权分置产生的历史背景

(一)在推行股份制改革同时,确保国有经济的主导地位,避免“私有化”

进入20世纪80年代末期。国有企业在经历了扩权让利与承包经营责任制两个阶段改革的失败以后,开始进行股份制改革试点,希望这种西方资本主义国家成功运行的企业组织形式给中国的国有企业带来新的生机。由于股份制企业的一个基本属性是要求股份充分地流动和自由地交易。因此,为了配合国有企业的股份制改革,在1990年与1991年先后成立了上海和深圳证券交易所,以提供一个股份自由转让和流通的场所。

然而由于思想认识的问题,国有企业股份制改革的开展与证券市场的建立与运行并不顺畅。在股份制改革和证券市场建立之初,人们对于社会意识形态与股份制经济关系的认识还很模糊,甚至有些误解。在这一背景下,社会上引发了一场对股份制和证券市场姓“资”姓“社”的大讨论。这场讨论的焦点集中在股份制是否会导致私有化,是否会改变公有制为主体的社会主义原则。然而在当时,中国的经济体制改革尤其是国有企业改革又需要股份制,需要证券市场。

在这种宏观背景下,为了股份制试点的顺利进行,为了保持公有制的主体地位,国家以政策法规的形式明确规定哪些产业、哪些企业不能实行股份制。

不能向个人发行股票;可实行股份制和向社会公众发行股票的企业,个人股所占比例必须经主管部门批准,不得超过40%,在股权结构方面进行了特殊安排。与此同时,当时的管理者将上市公司的股份按照所有者的身份分为国有股、法人股及个人股。而且限制国有股和法人股的流通。规定国有股和法人股不得上市流通,只能进行限制的场外市场转让。由此,在中国股票市场形成了特殊背景下的上市公司股权分置状况。

(二)国有股暂不流通的制度设计目的是防止“国有资产流失”

中国股票市场建立之初,中国经济还处于计划经济向市场经济转轨时期。人们的思想观念还没有完全转变,在当时,多数人还把股权价值化流通看做是“资产流失”。有人认为国有股权流通就是售出国股,就是国有资产流失,就是放弃公有制的主导地位;还有人认为,在当时国有股的管理体制尚未理顺前,国有股的上市流通,必然造成国有资产的流失,因为究竟谁代表国家作为国有股的持有者并不清楚,责任也不明确,那么造成国有资产的流失是不言而喻的。在这种思想压力下,谁也不敢承担国有资产流失的责任,股份公司上市时,国有股、法人股就被简单地剥夺了上市流通的权利。

(三)考虑到当时的市场承受能力,国有股、法人股暂不流通是为了减少对市场的冲击

在20世纪90年代,中国居民的人均收入水平

收稿日期:2006-04-10

作者简介:杨英(1974—),女,安徽巢湖人,安徽省铜陵学院讲师,学士,主要从事国有企业改制研究。

处于相对较低水平,可用于股票投资的闲余资金还十分有限,更重要的是,当时中国居民对金融产品的认识几乎一片空白,金融投资意识,风险意识远未形成;而且,当时中国股市是以中小投资者为主,强大而稳定的机构投资者尚未培育起来,因此,股票市场的资金力量十分薄弱,承受能力十分有限。在这种情况下,国有股,法人股暂不流通不仅能够缓解对弱小市场的冲击,而且能够树立投资者的信心,为中国股市日后的发展打下坚实的基础。

二、股权分置的存在使得流通股股东和非流通股股东目标不同

在股权分置的情况下,非流通股股东和流通股股东的收益来源不完全相同。非流通股不能在二级市场上流通和转让,股东的收益主要来自于上市公司资产增值和现金股利;流通股股东的收益则主要来自于股价上涨的资本利得和现金股利。上市公司业绩的提升,可使净资产、资本利得以及现金股利同时增加,这时两类股东有共同的利益。但是在竞争日益加剧的情况下提高公司业绩并非易事。净资产增值的另一条途径是上市公司的再融资,包括配股、增发和债转股等,由于再融资的每股价格通常会大于每股净资产,其中的差额,部分转化为公司的资本公积金,净资产实现了增值。但是非流通股股东的净资产增值部分实际上来自于流通股股东的投资,再融资通常会使得二级市场的股价下挫,流通股股东利益受到侵害,这时两类股东的利益是对立的。由于收入来源不同,两类股东的收益大小必然存在差别,即同股不同利。在进行资本结构决策时,非流通股股东不是以企业价值最大化为目标,而是以自身价值最大化进行资本结构决策。在由于流通股股东所占比例仅为三分之一,且非常分散,在进行资本结构决策时,所拥有控制权非常有限,几乎不影响非流通股股东的资本结构的决策。

三、股权分置的存在使得资本市场融资不畅,上市公司不能按资本成本和企业价值理论来安排资本结构

从历史角度讲,股权分置的产生有其客观必然性和一定的合理性,但它存在许多危害,带来了诸多的不良后果,股权分置是我国资本市场最根本的制度缺陷,是我国资本市场低效率的制度根源,严重制约了资本市场功能的发挥,是我国股市长期低迷的重要原因。

(一)股权分置的存在影响了股票市场价格发现功能和资源配置功能正常发挥股票市场的基本功能

价格发现功能和资源配置功能,融资能力的高低,能够反映其对经济贡献的大小,而融资功能的正常发挥又依赖于股权结构合理,规范化运行的股票市场。然而,在中国的股票市场上,可流通股仅占上市公司总股本的三分之一,另外三分之二股份不流通。在这些非流通股中,国有股又占绝对多数,处于绝对控制地位,而这些国有股都处于“产权虚置”和“所有者缺位”状态。这使得上市公司经营者或“实际控制人”只顾当前利益,却不为上市公司整体发展规划和上市质量负责任,置流通股股东利益于不顾,极大挫伤了投资者的积极性,使得对中国股市失去信心。这种状况极大影响股市的健康发展,导致其融资功能无法正常发挥,股权分置造成股票市场供求状况的失衡,引发市场信息失真。由于以三分之二不能流通的股票为前提而形成的三分之一的流通股的价格不能真实地反映上市公司与股票市场的实际导致在相当长的时间里股价虚高,股价难以反映公司的经营业绩,以至于连年亏损甚至净资产为负的上市公司股票仍有价格或高价的奇特现象。如果将非流通股也投入流通市场,按照供求规律,在其他条件不变情况下,股价必将下降。在股权分置的股票市场上,市盈率是一个完全被扭曲的概念。

(二)股权分置的存在,使得资本市场市场结构不合理

资本市场包括股票市场和债券市场。和我国股票市场发展相比,我国的债券市场发展严重滞后,分析其原因,主要是股权分置的存在使得非流通股股东主要通过扭曲的股票市场来达到自己利益最大化。因为在股票市场上,公司通过股权融资获得大量的自由现金流通,不存在被购并的风险。在这种情况下,上市公司不需要债券市场的产品,因为发行债券公司要承担偿还债务和本金,同时影响了企业的现金流,虽然说发行债券能够给公司带来财务杠杆收益,但非流通股股东的目标不是在公司的业绩上。

(三)结论

股权分置下的股票市场和债券市场现状,阻碍了上市公司优化资本结构的实现。股权分置的存在在资源配置上造成上市公司资本结构的扭曲。

四、股权分置的存在使得上市公司有股权融资偏好

我国上市公司的融资结构是股权偏好型的。

这与优序融资模型的结论相反的,优序融资模型认为:企业内部融资最优,其次是债权融资,最后才是股权融资。而我国的上市公司融资次序却违背了这一模型。国内的理论界从股权融资的成本对比进行了解释。一方面,我国上市公司发放现金股利的企业比重不高,如1996年至2000年分别为33.03%、29.53%、28.2%、30.45%和55.6%。另一方面,就发放股利的企业而言,其股权融资的成本包括股票的股利、股票交易费用、股权融资的公司控制及负动力成本和股票上市广告效应带来的负成本,如忽略后两项成本,那么单位资本成本仅为2.42%(黄少安、张岗,2001),因而比债权融资成本低。用融资成本低来解释最优资本结构选择也是资本结构理论早期发展的基础。但是,用股权融资成本低无法解释上市公司不断下滑的经营业绩。如果股权融资成本低的话,上市公司的业绩会得到提高,特别是上市后的业绩要比上市前要好。但实际情况正好相反。资本成本不能解释我国上市公司股权融资偏好。笔者认为问题的主要原因是中国的资本市场具有与成熟资本市场的不同特点:股权分置。这是我国资本市场特有的现象。由于存在股权分置现象,流通股股东与非流通股股东利益实现机制的不同,(在前面第二点已论述),而非流通股股东是有控股地位,对公司具有控制权,而广大的中小股东往往对公司的控制能力很弱。因此,企业的融资决策行为主要反映了大股东的意志,代表他们的利益。在无法通过资本利得的方式获取公司价值增长好处的时候,非流通股股东就通过股权融资获得大量自由现金流的控制收益方式获取收益。在这种股权融资偏好下,我国上市公司资本结构表现为资产负债率低的现状。

五、结论

从以上的分析可以得出,我国上市公司扭曲的资本结构形成的主要原因就是股权分置,由于股权分置现象的存在,使得所有者内部利益渠道不同,在进行资本结构决策时,不是以企业价值最大化为目标,这就违背了资本结构理论的基础,从而用资本结构理论不能解释我国上市公司资本结构现状;由于股权分置现象的存在,使得股票市场原有的功能不能正常的发挥,上市公司从不正常的股票市场筹集资金相对比较简单,资本成本也较低,使得上市公司资产负债率偏低。要解决我国上市公司资本结构问题,就必须首先解决股权分置问题,实现股票的同股同权同利,在这样的前提下,股票市场才能正常运行,发挥应有的功能;在这样的前提下,上市公司在进行资本结构决策时才能以企业价值最大化为目标,选择适合本公司的资本结构,从而达到优化资本结构,完善公司治理,提高公司价值。

参考文献

- [1] 王德勇. 我国证券市场股权分置的制度经济学分析. 中国流通经济, 2004 (11).
- [2] 黄忠平. 股权分置下的类别股东利益的协调. 唯实, 2004 (3).
- [3] 张翼. 国内上市公司治理存在的问题与对策. 中国流通经济, 2004 (7).
- [4] 彭玉珊, 等. 我国上市公司股权分置问题的探讨. 泰山乡镇企业职工大学学报, 2005 (3).
- [5] 顾乃康, 等. 股权结构对资本结构影响的实证研究. 中山大学学报, 2004 (1).
- [6] 晏艳阳. 我国上市公司资本结构特点及其成因分析. 湖南社会科学, 2002 (5).
- [7] 曾源. 中国上市公司资本结构的形成及优劣分析. 财会研究, 2005 (1).
- [8] 吴晓求. 股权流动性分裂的八大危害. 财贸研究, 2004 (5).

Sets Based on the Stockholder's Rights Minute Goes on the Market the Company Capital Structure Minute

YANG Ying

(Tongling University, Tongling Anhui 244000, China)

Abstract: Goes on the market the company capital structure research in domestic and foreign all to have the research, our country goes on the market the company capital structure research also to have many achievements in the developed country research foundation, but all is in the mature capital market and under the stock entire circulation premise, because our country special capital market structure condition enables the capital structural theory to explain our country goes on the market the company capital structure present situation and the characteristic. The author on our country special stock circulation structure explained goes on the market the company capital structure, the important reason which captures the stockholder's rights minute to set is our country goes on the market which the company to twist the capital structure forms.

Key words: The stockholder's rights minute sets; Capital structure; Company father