

透过上市公司股权融资偏好看股权分置改革

赵立韦

(中国海洋大学管理学院 青岛 266071)

【摘要】 股权融资偏好给上市公司带来了许多不利影响,要消除不利影响不仅要调整企业的融资模式,而且需要政府宏观调控的引导。而股权分置改革恰是政府实施宏观调控职能、影响股权融资偏好的具体体现。

【关键词】 股权融资偏好 内部人控制 股权分置改革

在资本结构的研究中,马伊勒夫和迈尔斯于1984年以市场存在信息不对称为假定条件,为了解决公司内部人与外部融资者的代理问题而提出了“优序融资理论”。这一理论的基本内容是:公司融资顺序有先后之分;所需资金首先依赖内源资金,其次是债权资金,最后是股权资金。该理论在西方发达国家已得到充分验证,那么在我国的应用状况如何呢?1995~2000年我国上市公司内源融资、债权融资和股权融资所占比例分别为14.96%、34.43%和50.61%,不难看出,我国上市公司主要依靠外源融资(债权融资和股权融资),内源融资的比例较低,外源融资中股权融资偏好严重,这一现象与“优序融资理论”严重背离。这一问题已逐渐成为理论界研究的热点,2005年4月29日中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,正式启动股权分置改革。截至2007年年底,沪深两市共1298家上市公司完成或已进入股改程序,占应改革公司总数的98%,股权分置改革基本完成。融资偏好与股权分置改革看似完全独立,但是两者之间是否存在一定的联系呢?如果存在,这一联系又是什么?笔者正是基于这些疑问展开研究的。

一、文献回顾

融资偏好、股权分置改革一直是理论界讨论的热点问题。综观国内已有的研究成果,笔者发现对两者的研究主要集中在两个方面:一是采用实证研究的方法分析融资成本的高低,其结论大多倾向于“股权融资成本低于债权融资成本”。如陈晓等(1999)发表的《债务融资是否会增加上市企业的融资成本》,黄少安等(2001)发表的《中国上市公司股权融资偏好分析》等等。二是从理论上分析融资偏好的成因,并提出相应的解决对策。操仲春等(2004)以产权、所有权的安排为基础分析偏好的成因,认为其根源在于国有产权主体的抽象化,以及由此导致的失控的所有权安排、股权投资主体控制权的丧失和债权投资主体的威慑。柳松(2005)从多维视角全方位解读股权融资偏好现象,认为股权融资成本低于债权融资成本是直接动因,公司控制机制的错位和治理机制的扭曲是深层次的原因,转型时期双重企业体制的并存是制度根源。沈悦等(2006)从制度(发行制度、交易制度和监管制度)变量入手分

析股权融资偏好的成因,提出消除市场进入歧视性壁垒,完善证券交易制度以及加强监管等建议。而将两者结合的研究在国内比较少见。在上述研究成果的基础上,笔者将融资偏好与股权分置改革有机结合,通过剖析揭示两者的内在联系,并提出融资模式的调整要以上市公司自行解决为主、政府宏观调控为辅的建议。

二、股权融资偏好的成因分析

(一)股权融资偏好的直接原因

交易是双向的,融资成本对用资者来说是其使用资金所付出的代价,而对出资者来讲则是其让渡资金使用权所要求的最低报酬。管理层认为股权融资成本低于债权融资成本,理由是在理性经济人假设下,股东比债权人面临的风险要高些,但要求的报酬要低些,这和风险与收益对等原理极不相符。究其具体原因,笔者认为主要有以下几个方面:

1. 与证券市场相关的配套市场不完善、发展滞后。尤其是并购市场和职业经理人市场,它们的平稳发展本身就能对管理层的行为起到一定的制约作用。在完善的并购市场、职业经理人市场中,管理层如果经营业绩不佳而导致股价下跌,就会使公司面临并购风险。一旦并购成功,管理层将丧失其在公司的控制权和与之相关的一切收益。同时,代理权的激烈竞争也会对现有管理层产生巨大压力,迫使他们努力工作以提高公司价值。目前我国这两大市场不够完善、发展滞后,并未对管理层起到真正的制约作用。在这样的环境里,企业的代理成本和变更管理层的成本是非常高昂的,即使管理层经营业绩不佳,股东宁愿接受较低的股利也不会轻易更换他们。管理层对这种心理非常清楚,只要他们所要求的报酬不高于变更成本和代理成本,管理层就能维持现有的控制权。从这一点来讲,管理层能以较低的代价筹到股权资本。

2. 投资者结构不合理。投资者是证券市场的重要参与者,大体可分为个人投资者和机构投资者。机构投资者能对公司治理起到一定影响。当他们持有公司的股份达到一定比例时就能参与公司治理,若对管理层的行为不满便可投足够的反对票加以制止。2007年沪深两市持股市值在100万元以下的个人投资者的持股账户数占总数的98%以上,因而,个人投

投资者在与上市公司的博弈中便处于劣势,对公司不发股利或只发少量股利的行为只能接受。因此管理层能以较低的成本取得股权资本。在上述因素的影响下,管理层便认为股权融资是融资决策的首选方式。

(二)股权融资偏好的根本原因

按契约理论的解释,企业是一组契约的集合,因此要解释企业行为,就应深入企业内部从分析个体成员的行为入手,从而得到比较全面、深刻的认识。所有权是对企业收益的占有权和分配权,即对企业的剩余索取权和控制权,控制权从属于剩余索取权。从国企改革而来的上市公司拥有国有股和流通股,国有股即改制前的国有资本由于所占比例大又不允许上市流通,所以在公司中处于控制地位;流通股即上市后筹集的资金可在二级市场自由流动。同一种股票却具有不同的权利,这就形成了“股权分置”,这一现象的出现造成了国有股“一股独大”的局面。

国有股的产权主体是国家,国家是一个抽象、非人格化的概念,由政府为其具体代表,政府则是一个由各级组织和官员组成的联合体。由于国家非人格化的特点决定了国家只能掌握剩余索取权,而控制权则由政府代为行使。政府在行权过程中并未对公司承担相应的责任和风险,所以这只是一种“廉价的投票权”。流通股为个人投资者和少量机构投资者所控制,由于所占比例较小,无法与管理层相抗衡。至此,公司的实际控制权便落入管理层手中,他们处于主导、支配的地位,股东的权利被“架空”,这样便在股权分置背景下出现了“内部人控制”现象。

掌握实际控制权的 管理层基于理性经济人假设,追求的是自身利益最大化,这将影响他们的决策。管理层追求自身利益的直接体现就是追求自身收益的最大化。他们的收益分为两个部分:一部分是显性收益,如工资、奖金、津贴、福利等;另一部分则是隐性收益,即利用控制权所带来的收益,如利用关联方交易或侵占公司资产所获取的收益等。由于显性收益的数额小且固定,管理层要想实现收益的最大化只能通过增加隐性收益来完成。隐性收益的增加则要依赖公司规模的扩大,即公司需要融资。所以,管理层自身利益最大化能否实现归根结底是企业融资方式的选择问题,且选择的方式要能体现管理层的意志。

首先,管理层厌恶债权融资。因为债权人会对管理层的行为起到监督、制约作用。并且,债务成本影响管理层业绩的考评。我国上市公司的前身多是国有企业,国家对公司管理层业绩的考评仍沿用原来的指标——净利润,净利润虽考虑了债务成本却遗漏了股权成本。

其次,管理层偏好股权融资。股权融资一方面无需偿还、股利支付又具有不确定性;另一方面股东对管理层的制约莫过于“用手”或“用脚”投票,这些软约束相对于债权人的控制显得非常乏力。总之,管理层偏好股权融资,因为它有助于管理层实现自身利益的最大化。

三、股权融资偏好与股权分置改革

我国上市公司偏好股权融资、忽视债权融资,这种畸形的

融资模式带来的问题是多方面的,其中获利能力持续下滑、社会资源配置效率低下、公司治理机制的弱化等问题显得尤为突出。面对融资偏好暴露出来的这些问题,不但理论界提出了许多应对之策,而且政府也通过宏观调控手段进行了调节。我国上市公司在股权分置条件下形成了“内部人控制”,内部人追求自身利益最大化,该意志在公司决策中得到充分体现,股权融资偏好正是这一利益驱动的产物。鉴于此种情形,2005年中国证监会启动股权分置改革,允许国有股上市流通。所以,从某种意义上讲,股权分置改革是政府为实施宏观调控职能而采取的一项措施,该措施在一定程度上将会影响企业的融资决策。

首先,股权分置改革影响融资成本。改制后国有股进入流通市场,与流通股真正实现同股同权,其股价也由二级市场的交易价格来决定。所以国有股不再具有明显优势,管理层进行融资决策时大股东出于自身利益考虑必然积极参与,也会非常重视真实的融资成本,这样势必会使公司的融资倾向实现一定程度的理性回归。其次,股权分置改革影响股权结构。改制后大股东持股比例下降,股权结构相应分散,但对于关系“国计民生”的行业国家仍处于绝对控股地位。大股东为了维持甚至增加现有控制权,会对具有稀释作用的股权融资有所排斥,再加上外部市场制约机制的增强也会抑制上市公司股权融资的冲动。最后,股权分置改革影响公司治理。改制后公司股票实现全流通,大小股东同股同权,股权结构呈分散化趋势,并且随着管理层股权激励、市值考核等一些新措施的逐步引入,制约机制得以完善,决策开始民主化、科学化,公司治理机制将会得以完善。

四、结论与建议

通过以上分析可以看出:上市公司股权融资偏好的形成有其客观条件和深层次原因,股权分置改革只能使融资偏好趋于减弱但不能从根本上解决。融资结构的调整实质上是市场资源的优化配置问题。企业作为市场的主体,其行为应遵循市场规律,即融资结构的调整应由企业自行解决,政府只能通过宏观调控为其提供良好的环境,从客观上影响企业的财务行为。针对这种状况,笔者提出以下建议以供参考:一是政府应充分借鉴国外发达资本市场的成功做法,同时结合我国国情,大力推进资本市场的平稳发展;二是上市公司应从自身实际出发,进行适度的债权融资,充分发挥其杠杆优势,促使股东、管理层、债权人实现制约机制的平衡,消除“内部人控制”现象,完善公司治理机制的同时实现股东财富最大化。

主要参考文献

1. 陈晓,单鑫.债务融资是否会增加上市企业的融资成本.经济研究,1999;9
2. 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析.经济研究,2001;11
3. 操仲春,张河壮.产权、所有权安排与融资偏好.中央财经大学学报,2004;4
4. 闫虹,孙长江.上市公司股权融资偏好的影响及治理.东北农业大学学报(社会科学版),2005;3