

融资政策变化及其对企业的影响

周向民 刘凤玲

(湖南常德市第一人民医院 湖南常德 415000)

【摘要】《上市公司证券发行管理办法》和《短期融资券管理办法》降低了企业再融资的相关条件,从而拓宽了企业的融资渠道,这是实现我国证券市场与国际接轨的重要举措和必由之路,对企业优化财务战略和资产结构有重要的意义。

【关键词】 融资变革 短期融资券 对策

一、融资政策的积极变化

2006年5月7日,中国证监会发布了《上市公司证券发行管理办法》(简称《管理办法》)。《管理办法》适度降低了增发、配股等再融资方式的财务指标等相关条件,更新了定向增发、附认股权公司债券等融资方式。另外,中国人民银行在2005年5月23日发布了《短期融资券管理办法》以及相关配套文件,在银行间债券市场推出短期融资券的融资方式,从而拓宽了上市公司的融资渠道。这些举措将对我国上市公司做大做强产生巨大的作用和深远影响。

1. 增发、配股降低原有硬性条件。

(1)《管理办法》适度降低了增发、配股的财务指标要求,即增发股票要求的上市公司净资产收益率从原先规定的10%降到6%,而配股则取消了前3年平均净资产收益率不低于6%的限制,仅要求最近3年连续盈利。

(2)取消了两次发行新股融资时间间隔的限制,融资的时间安排由上市公司自主决定。

(3)上市公司股票发行获得核准后,可根据市场情况,在6个月内自行选择发行时机。

(4)适应上市公司信息持续公开、再融资对象以专业投资者队伍为主的特点,充分发挥互联网电子信息传播优势,适当压缩报纸披露的内容,提高披露效率。

(5)已完成股份制改造的上市公司再融资时,发行证券议案经出席股东大会2/3以上股东通过后即生效,可不适用现行流通股分类表决程序。

2. 定向增发将成为上市公司未来再融资的主流方式。《证券法》规定,要加强建立上市公司向特定对象非公开发行新股的制度。恢复再融资以来,已有15家上市公司完成或正在进行增发,其中10家采取定向增发方式,另外有86家上市公司已提出增发预案,其中明确采取定向增发方式的有77家。为什么各上市公司纷纷聚焦定向增发呢?

让我们来看看《管理办法》对定向增发的有关规定:①对发行公司的盈利指标和非公开发行股票数量未作限制性要求。②在非公开发行股票过程中,允许发行人、特定投资者双向自主选择,但限制发行对象的资格和数量。发行对象的资

格应当符合股东大会决议规定的条件,总数不超过10名;境外战略投资者的资格必须经国务院相关部门审批。③允许不经承销商承销,发行人可自行配售股份,从而降低了发行成本。④股份自发行结束之日起,12个月内不得转让;控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份,36个月内不得转让。⑤发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%。⑥适用股票发行审核委员会的简易审核程序。

显而易见,对业绩无要求、审核程序简易、发行成本低等因素使得定向增发备受上市公司青睐,尤其对那些长期以来因条件严格而没有再融资机会的公司更具有开创性的意义;发行价格低于市价、战略投资者机制安排使得机构投资者也钟情于定向增发;原股东分文未出而增加上市公司净资产、有利于提高上市公司资产质量和股权结构调整等诸多利好也使定向增发方式受到原投资者、市场公众的一致追捧。随着再融资体系的结构调整,定向增发极有可能成为未来证券市场再融资的主流方式。

3. 资产证券化新增融资品种。通过向市场发行证券品种将贷款资产进行处理与交易,最终实现融资,即资产证券化。它改变了银行传统的“资金出借者”的角色,使银行兼具“资产出售者”的职能,对商业银行的竞争与发展起到了非常重要的作用。而企业资产证券化则是指将流动性较差但预计能产生稳定现金流的资产,通过精巧的结构安排,整合其风险、收益要素并提高信用等级,将组合资产的预期现金流收益权转换成可以出售和流通、信用等级较高的债券或收益凭证型证券,即资产支撑证券(ABS)。

ABS对于我国证券市场尚属新品种,此前国内市场仅进行了少量尝试和探索。随着近年来我国证监会等管理部门明确支持公用事业企业(如供水、供电、路桥建设管理等企业)资产证券化项目,这种新型融资方式正在迅速步入人们的视野。ABS将以审批简便和高效、运作成本较低、可改善企业财务状况等优势在融资体系中发挥重要作用。

4. 附认股权公司债券将推动债券市场的繁荣。附认股权公司债券与可转换债券都属于混合型证券,介于股票与债券之间,兼具股票和债券的融资特性。如果把投融资工具的范

畴以扇形来表示,扇形的一端是普通债券,另一端是普通股股票,中间则是混合型证券。上市公司现有的直接融资方式主要是股权融资,在国家加快发展企业债务融资的方针指引下,证券监管部门对债务融资进行了拓展优化:一是对现有可转换债券发行政策的调整,把要求的净资产收益率从10%降到6%,而且不再推行强制担保;二是推出可分离交易债券,可转换债券和认股权证分开交易,后者可促使企业追求发展。《管理办法》除完善可转换公司债券发行制度外,还准许发行附认股权公司债券,并提出总体要求:①除《证券法》规定的条件外,发行公司最近一期未经审计的净资产不低于人民币15亿元;②对所附认股权证的数量进行限制,预计权证全部行权后募集的资金总量不超过拟发行公司债券的金额;③引入境外市场上的通常做法,公司债券与认股权证捆绑发行,但发行后分别交易。

混合型融资工具对于发行公司而言,有降低公司债券利息、节省发行成本及易于销售等益处;对投资者来说,有获得固定利息及享有发行公司股票未来上涨获利的好处。而附认股权公司债券还具有对可转换债券的改良作用,不同的产品结构导致两者债性与股性的重心不同。目前,我国证券市场上的可转换债券已演变为股权融资的变通手段,而附认股权公司债券可以体现更多的债券特征,其实质就是卖债券而非卖股票。随着市场化对债权人保护的加强,上市公司必须按照要求建立保护债券持有人利益的办法和相关制度,建立跟踪信用评级制度等,因此,附认股权公司债券将进一步推动我国公司债券市场的发展和繁荣。

5. 短期融资券重新启动发行。短期融资券是指我国境内具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行并约定在一年内还本付息的有价证券。早在1989年,中国人民银行就曾允许各地企业发行短期融资券,由于金融市场出现了“三乱”(乱拆借、乱集资和乱提高利率)问题,中国人民银行停止了对该种债券的审批。2005年5月24日,中国人民银行发布了《短期融资券管理办法》以及《短期融资券承销规程》、《短期融资券信息披露规程》两个配套文件,进一步规范了短期融资券的管理,使得短期融资券重新发行。

短期融资券具有诸多融资优势,主要表现为:①融资成本低。一年期短期融资券带给投资者的利息加上承销等各种费用,综合年利率为3.3%左右,而一年期银行贷款基准利率是5.85%,可直接节约2.5%左右的成本,如果某公司融资10个亿,即可节省财务成本2500万元。②筹资方式灵活。只要在中国人民银行核定的融资券额度和期限内,企业可自主决定发行金额、利率和期限。③融资条件较低。对于发行短期融资券的企业来说,它只要具有评级机构的信用评级、一个会计年度盈利记录即符合发行条件。而且短期融资券流动性好,具有稳定的偿债能力。④发行速度快。按照中国人民银行的相关规定,发行方式采取备案制,发行时间正常为30天至45天,内部决策程序简单。⑤持续融资便利。发行规模实行余额管理,未偿还融资券余额不超过企业净资产的40%。可以连续滚动发行,短融长用,总余额下单期发行不设限。⑥拓展资

本运营视野。发行后发行主体可以变更,债务可以转移,这为企业开展灵活多样的资本运营创造了极为有利的条件。

二、适应融资政策变化的对策

1. 加强企业融资的市场化约束。

首先,《管理办法》确定了市价发行原则。在公开增发股票方面,规定发行价格不低于公告招股意向书前20个交易日股票均价或前一个交易日的均价;在发行可转换债券方面,规定修正转股价格必须经参加股东大会2/3以上有表决权的股东投票通过,且修正后的转股价格不得低于股东大会召开日前20个交易日该股票交易均价和前一交易日均价。在市价发行原则下,公司能否成功发行股票,其经营业绩是一个主要条件,同时投资者对公司整体状况和未来发展的认可程度也有一定的影响。市价发行原则将增加发行人的发行难度和主承销商的包销压力,这为强化上市公司再融资的市场化约束提供了有力保障。

其次,配股引入发行失败机制。主承销商代销期限届满,原股东认购股票的数量未达到拟配售数量70%的,发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还给已经认购的股东,以保护投资者的利益。在采用代销方式配股的情况下,即使股东大会通过了配股决议,也有可能由于中小股东不参与申购而导致配股发行失败。与此同时,为避免大股东投票赞成而在认购时放弃配股的情形,以及防止出现绝大部分公司股东放弃配股而由承销商大比例低价包销的情况,《管理办法》要求控股股东事先承诺认购的数量,从而为其他中小股东的投资决策提供必要的判断依据。

2. 建立企业信用累积制度。在市场化的融资环境下,良好的企业信用记录无疑是融资成功的先决条件。从美国市场的情况来看,商业信用是商业票据市场发展的基础,大部分的发行主体均为信用等级高、经营与盈利状况稳定的大型企业。投资者依据标准普尔、穆迪等专业评级公司对票据进行的信用评级和对各票据发行主体多年来“信用累积”的观测结果,作出最终的投资决策。短期融资券市场、附认股权公司债券市场都是重视“信用累积”效应的市场,企业到期不能按照契约还本付息的结果是信用水平的降低,甚至被驱逐出市场。我国进入市场化经济体制时间较短,企业的信用制度尚不健全,这会影响到票据市场、债券市场的发展。不过从长远来看,有着巨大潜力和优势的票据市场、债券市场仍将极大地推进企业信用制度和体系的健全和完善。

3. 促进企业股权结构优化。目前,上市公司的绝对控股股东有56%是国有股股东。在国际资本市场,上市公司主要发起人企业通常可以用20%~30%的资本调动、支配70%~80%的社会资本,而在我国资本市场中,国家却用62%的国有资本调动38%的社会资本,这无疑是巨大的资源浪费。上市公司国有股股东采取主动放弃配股或将配股权转让、上市公司增发新股(包括定向增发)等再融资方式,既可降低国有股比例,又可引进新的战略投资者。

上市公司2006年年报资料显示,公司董事中近40%零持股,总经理中20%左右零持股,即使有的董事、经理持股,平均

房地产租税费改革探微

唐东会

(广东技术师范学院 广州 510260)

【摘要】 本文提出应保留土地批租制,反对实行土地年租金制改革;主张保留并完善现行土地增值税;主张保留印花
税,维持税制统一;提出应将契税与城镇土地使用税和房产税一起并入统一后的房地产税。

【关键词】 土地批租 年租金制 土地增值税 契税 印花税

“明租、正税、清费”将成为我国房地产税费改革的方向,但在改革的具体问题上还存在不同的观点。本文拟对租
税费改革中的租金形式问题,土地增值税、印花税和契税的
保留、废除、合并问题进行探讨。

一、关于土地批租制的保留问题

目前,我国在土地出让环节通过拍卖方式,一次性收取
40~70年不等的土地批租。学术界有学者认为,土地租金一
次性收取不合理,应改为年租金制,即在土地出让时不收土
地出让金,而在以后使用年份每年征收,年租金的额度由出
让时的土地批租决定。笔者并不赞同该观点,理由如下:

1. 年租金制改革后房价下降的幅度有限。土地出让金只

持股量也很低。目前,克服经营者与众多股东利益不一致、避
免决策行为的短期化的有效办法之一就是采取股权激励制
度。但是管理层股权激励制度有一些操作障碍,难题之一就是
没有适当的股票来源。如果上市公司利用企业资金从二级
市场购买本公司股票,会受到《公司法》中“公司收购本公司
股票奖励给本公司职工,不得超过本公司已发行股份总额的
百分之五,用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出”
等规定的限制;如果将发起人持有的股权转让给经营者,又
会受到《公司法》中“发起人持有的本公司股份,自公司成
立之日起1年内不得转让”的制约。如果公司在再融资过程
中定向将部分股票配售给管理层成员,管理层持股问题便可迎
刃而解。因此,上市公司通过再融资优化资本结构时,也是实
现股权激励的绝佳时机。

4. 引导财务战略转变。由于种种原因,再融资往往成为
证券市场“圈钱”的代名词。而在此次恢复再融资后,证券监
管部门将加强对再融资与提高公司质量、改善结构调整效果
的审核和对融资资金使用效果的监督。并实施简化再融资运
行程序,取消两次发行的时间间隔。这可减少上市公司对今后
融资节奏问题的担忧,增强其融资安排的自由度,使其融资行
为更趋理性。再融资条件放宽后,有多种融资品种可供企业
选择,各上市公司可根据企业自身的条件,综合对资金需求
的额度,融资品种的性质、期限、成本等因素精心选择组合融

占到了地价的25%左右,不足房价的10%,地价中其他75%左
右是征地补偿或者是城市拆迁费用,以及城市基础建设费用。
实行年租金制改革减少的只是土地出让金,因此房价降低的
幅度最多不会超过10%。

2. 实行年租金制会带来一些新的难题。一是土地供给机
制难题。实行土地批租制时,土地供给多少、由谁取得,这
些都通过市场拍卖的竞争机制来确定,如果取消土地批租,实
行年租金制,则意味着取消了土地价格确定机制,最后可能
是再一次回到政府行政审批和划拨上去。二是如何对待通
货膨胀问题。年租金的贴现值与土地批租的金额相等,但在
以后的长时期内,遇到通货膨胀时年租金的计算该怎么处

资方式,做出长短期融资品种的巧妙安排,实现最低成本、最
高效率的融资。

5. 改善企业财务状况。对我国A股市场中上市公司的分
析显示,近年来许多上市公司产生的现金流量为负,其主要
原因是原材料占款、库存占款、应收占款、固定资产及在建工
程占款等较多,也就是说资产的流动性差。而通过资产证券
化等融资方式,将大量的商业票据、商业应收款、设备租赁合同
及商业房地产租约等作为基础资产,通过证券化直接向资
本市场融资,不仅可解决资金缺乏问题,还可将整个公司的
资金和财务盘活,提高资产的周转率和使用效率,改善财务
报表状况,这无疑是一举多得的企业理财措施。

6. 鼓励保护和回报股东。出于对投资者的保护和回报,
《管理办法》要求公开发行人最近3年以现金或股票方式
累计分配的利润不少于同期实现的年均可分配利润的20%;
对资金用途和资金管理的要求更加严格,规定除金融类企业
外,所有证券发行募集资金不得用于买卖有价证券、委托理
财、借与他人或投资于以买卖有价证券为主营业务的公司;
加强了对上市公司募集资金使用的监管,上市公司要建立募
集资金专项存储制度,募集资金必须存放于公司董事会指
定的商业银行专项账户。对股东的保护、回报措施将改变上
市公司发展与中小股东无关的局面,促使投资者与企业的良
性互动,最终实现企业的长期可持续发展。○