

# 股权分置改革后 上市公司融资行为的优化

广东五邑大学管理学院 冯延超 阮梓坪

**【摘要】** 股权分置时代,上市公司融资行为扭曲,存在恶意圈钱现象。制度变迁后,相对合理的融资制度使上市公司股权融资偏好降低,重树债务融资理念,合理安排融资期限和融资规模,发行债券、定向增发股票将成为上市公司重要的融资方式。

**【关键词】** 制度变迁 融资行为 全流通

股权分置作为我国特定历史背景下的制度安排,被普遍认为是导致上市公司融资行为扭曲和异化的制度根源。为此从2005年5月起,在中国证监会的主导下开始了股权分置改革,并暂停了上市公司在股票市场上融资。历时一年多的股权分置改革已近尾声,率先实行股改的上市公司股票限售期开始陆续解禁,上市公司将迎来股权全流通时代。与此同时,新的融资政策重新开启了股票市场融资的闸门。股票市场融资实行“新老划断”,形成了鲜明的对照。本文对上市公司在不同制度背景下的融资行为变化进行分析,探讨制度对融资行为的约束和影响。

## 一、制度变迁前上市公司的融资行为

在股权分置的制度背景下,受当时历史条件的限制,股票市场主要为国有企业融资服务。股票的供给被人为控制,上市公司发行股票时其平均市盈率超过国外成熟市场的几倍,同一家公司的股票,A股和H股的发行价竟相差数倍。同时,非流通股只能在相对封闭的要素市场流动,因此上市公司只要获得公开发行的资格或再次发行股票的资格,其溢价发行后就将获得巨额资本公积。通过发行股票,上市公司的每股净资产价值将会迅速提升,非流通股股东的股权价值因此迅速提升,“圈钱”效应由此形成。更为重要的是,由于上市公司的股权结构不合理,公司治理结构存在天然的缺陷,外部监管机制作用有限,控股的非流通股股东通过关联方交易、盈余操纵甚至财务舞弊等行为可以无限地圈钱。

上市公司获得发行股票资格后,高溢价发行使非流通股股东迅速、快捷地实现自身股权的增值,而且股票发行失败的可能性极低。这使得上市公司的财务行为紧紧围绕着如何实现股票融资和股票再融资来进行,其带来的负面效应表现为:①股票融资获利的示范效应必然吸引众多企业争先恐后地争取上市,甚至不惜采用非法手段上市圈钱,但社会现金资源的有限性使大量的融资费用浪费于无形;②上市公司热衷于发行股票必然导致其债务融资比例过低,违背融资优序理论,不利于实现企业价值最大化;③因为获得发行股票资格要经过各种复杂、严格的程序,耗时长、成本高,且受到各方面的限制,因此上市公司获得了一次融资机会就会尽可能地筹集资金,而不考虑短期内是否需要资金,造成融资期

限和融资规模不合理。

## 二、上市公司融资制度的变迁

在股权分置制度下,上市公司的融资行为是扭曲的,甚至是不道德和不合法的,这不利于优化资源配置、提高上市公司质量、增加社会财富价值和保护中小投资者利益。上述融资行为是理性的经济个体依据制度约束和影响下的成本收益原理来决策的,是制度使然,而不在于上市公司或其控股股东本身的道德是高尚还是卑劣。改革不合理的融资制度是优化上市公司融资行为的关键。从2005年5月开始的股权分置改革拉开了上市公司融资制度变迁的序幕,在此期间我国还对《公司法》、《证券法》、《企业会计准则》等进行了修改。比较股权分置改革前后的融资环境和融资制度,对上市公司融资行为产生深远影响的主要制度环境和规则变化如下:

1.上市公司融资面对的是股权全流通的环境,法律层面的规定逐渐完善。新的融资制度不再区分流通股和非流通股,所有股票都可以在二级市场上流通,都可以获得股价上涨带来的资本利得,市场上股票的供给相对充足,股票发行价将会在合理的市盈率或市净率标准之内,超溢价发行的时代将成为历史。衡量原非流通股股东价值的尺度由净资产变为股票的市价,融资行为作为企业重要的财务行为,影响着公司的股价,进而影响着控股股东手中股票的价值。这使得上市公司在进行融资时必须考虑融资行为对股价的影响。此外,新《公司法》加强了对关联方交易的规制,取消了资本公积可以弥补亏损的规定;新《证券法》建立了发行股票的保荐人制度,强化了信息披露制度和发行人、上市公司和相关人员在发行中的责任等。这些制度将优化和制约上市公司融资的动机和行为。

2.对于首次公开发行股票更注重发行公司的实质条件,突出强调对上市公司质量的要求,对于发行公司持续盈利能力、募集资金的使用方向、大股东占用资金、预先披露制度等做了严格规定。但是目前的新制度仍对上市实行核准制,对发行人的财务指标也做了硬性约束,如最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5 000万元,或最近三个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元。

3.强化了对上市公司证券发行的市场价格约束机制,引

入发行失败制度,公开增发难度有所提高。上市公司再融资将交由市场来决定,能否成功发行股票不仅仅取决于过往的经营业绩,更取决于投资者对上市公司整体情况和未来发展的认可。新融资制度规定,向不特定对象公开募集股份时,发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日股票均价或前一个交易日的均价。而此前上市公司向公众增发新股时,往往以招股意向书公告前若干个交易日均价的80%~90%作为增发价格区间。此外,配股要采用新《证券法》规定的代销方式发行。在以往的上市公司配股中,承销商都是无条件地承诺包销余额,助长了上市公司恶意圈钱的不良习气。

4.再融资时对财务指标的要求有所降低。因为在股权全流通时代,上市公司两类股东形成共同利益基础的新机制已开始发挥作用,以财务指标作为监管手段的再融资规则已难以适应新的市场环境。新融资制度规定:上市公司向公众增发新股,最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%,而以前为10%;在配股方面,仅要求最近三个会计年度连续盈利,对于申请非公开发行的上市公司,根本没有提出任何盈利指标的要求。

5.拓宽债券融资渠道,建立了上市公司非公开发行股票制度。新融资规则除继续完善现有可转换公司债券发行制度外,还借鉴境外市场的做法,准许上市公司发行附认股权公司债券,公司债券与认股权证捆绑发行,但发行后分别交易,这为上市公司通过发行债股混合型证券进行融资开辟了新的渠道。新融资规则建立了上市公司向特定对象非公开发行的具体规定,包括发行对象不得超过10名、发行价格不低于基准日前二十个交易日均价的90%等。

6.赋予发行人更多的自主决策空间。新融资规则取消了上市公司两次发行新股融资间隔的限制,融资的时间安排由上市公司自主决定,发行人获得发行核准后可在六个月内自行选择发行时机,使发行人再融资时有了更多的自主权。以往由于股权分置的存在,出于对流通股股东保护的考虑,上市公司管理层不得不做出一些可能影响再融资效率的限制性规定。新的融资制度对其进行了完善,如规定不再适用流通股股东分类表决程序,发行证券议案经出席股东大会股东所持表决权三分之二以上通过才可生效等。

### 三、股权分置改革后上市公司融资行为的选择

在新的制度环境和规则下,上市公司治理结构将趋于优化,融资理念将发生根本性变化,上市公司也将根据自身实际情况对融资行为做出合理的选择。

1.企业不会再盲目寻求上市融资,只有上市融资对企业发展有利时才会选择上市。新融资制度下股票发行价格以市场询价的方式确定,市场将依据拟上市企业的经营业绩、发展前景决定合理的价格。新股定价以市净率为标准的,发行价与每股净资产相当接近,质量高的上市公司的发行价会比发行前每股净资产略高,质量低的上市公司的发行价还可能低于每股净资产。以市盈率为标准的,市盈率倍数也在较低的合理水平。依靠发行新股获得巨额资本公积收益的情况将较少出现,加之企业上市还要支付数额不菲的上市费用,相对高昂的上市成本和较低的发行收益将抑制企业的盲目上市行为。

2.上市公司无节制的股权融资行为将大幅减少。首先,股权融资意味着股权被稀释和摊薄,由于不能高溢价融资,上市公司要想募集更多资金就必须付出股权被稀释的代价。这对于那些视股权为生命的民营企业而言,显然是不能接受的。对于国有企业而言,在解决股权分置时就设立了最低的持股比例底线,如果股权被过度稀释,管理层的权利将难以得到保障。其次,上市公司能否成功发行股票,不仅仅取决于以往的经营业绩,更取决于投资者对公司整体情况和未来发展的认可,增发股票须平价或溢价发行,如果投资者不认可,上市公司就要承担发行失败的风险。最后,股权全流通后,上市公司的股价决定着决策者的切身利益,而每一次重大的融资行为都将影响股价的涨跌。这使得上市公司在选择股权融资时不得不深思熟虑。

3.上市公司将树立债务融资理念,融资顺序符合融资优先理论,债券筹资规模将扩大。一般来说,由于债务利息可以在所得税前扣除,上市公司进行债务融资的成本会大大低于股权融资,且适度的债务资本将提高公司价值。因此在新融资制度下,基于现代财务理论的最优资本结构模型将得到广泛运用,借助财务杠杆来提高股本回报率将会得到认同,上市公司的控制人对股权融资、债务融资和内部融资之间的成本进行比较,以便做出选择。准许上市公司发行附认股权公司债券及建立多层次资本市场的要求,将使相应的企业债券评级、企业债券发行及承销、企业债券投资等业务得到迅速发展,上市公司可直接发行债券融资。

4.上市公司将合理安排短期、中期、长期融资及规模,避免资金闲置。上市公司资金需求本来分为短期、中期和长期,但股权分置时代长期融资始终居于主导地位。制度变迁后上市公司恶意圈钱的动机相对减少,它们可以自主选择融资时机,而不再是被动地接受,使得融资具有时效性和针对性。上市公司既可以选择几年融资一次或一年融资多次,也可以在一定范围内选择融资数量,使得募集资金量真正满足需求。另外,配股时大股东不能放弃,不能仅让小股东出资,上市公司募集资金行为首先就受到大股东的制约,大股东不会容忍资金从其账户流到上市公司闲置起来,他们会迫使上市公司根据资金使用的期限和紧急程度来安排融资,而且必须在银行资金、股权融资、发行债券和短期票据融资之间进行合理选择。

5.定向增发将成为部分上市公司的重要融资行为。定向增发限制条件较少,审核程序相对简单,发行成本较低,是国际通行的融资方式和灵活方便的再融资方式。这种融资方式有助于减轻上市公司融资对市场的压力,也可以为包括亏损上市公司在内的所有公司引入新的战略股东、注入新的优质资产、进行收购兼并等提供新的工具和渠道。因此,定向增发将成为上市公司主流的融资方式之一。

### 四、优化融资行为的建议

制度变迁是在原有制度基础上的演化,总会带着原有制度的烙印。为减轻新融资制度下再融资对现有股票市场的冲击,尽管明知部分制度不合理,政府对融资制度的变迁也只能实行循序渐进的方式,存在“路径依赖”现象。作为理性经济个体的上市公司还将会利用制度的漏洞进行非生产性的

# 企业风险传导规律研究

武汉理工大学管理学院 夏喆 邓明然(博士生导师)

**【摘要】** 本文从企业风险传导的阈值突变规律、混沌规律、跳跃规律和最小阻力规律四个方面深入分析了企业风险传导的途径、方向、强度等特征,进而深化了对企业风险传导机理的认识。

**【关键词】** 风险 阈值 传导 最小阻力

企业风险是在企业生产、经营等一系列活动中产生的,具有很强的传导性。从企业风险的传导机制入手对企业风险进行研究,不失为抵御和防范企业风险的一种有效途径。为此,本文对企业风险传导过程中的若干规律进行了总结和分析,进而深化了对企业风险传导机理的认识。

## 一、企业风险传导的阈值突变规律

所谓阈值,是指系统由一种稳定状态演变过渡到另一种稳定状态瞬间发生时点的边界值。对于企业而言,某一时点的整体风险就是由影响该风险的各种因素在该时点上相互作用所表现出来的结果。企业风险的阈值点即是指企业风险程度由量变到质变的临界点,也是企业所能承受风险的最大值。企业风险传导的阈值突变规律是指形成企业系统内各种风险的因子集成度耦合达到某一阈值时,即当风险流量、风险梯度压力、风险相互作用度都同时达到一定的“临界值”时,企业将无力阻止和化解风险,风险的潜在能量将迸发、释

融资行为,这就要求对制度变迁后出现的新问题加强监管,不断完善相关制度。从目前的情况来看,应注意以下几个方面的问题:

1. 证券发行应尽快由审核制向注册制转变。目前,证券发行的行政化倾向仍然明显,政府通过控制新股发行规模和掌握上市节奏来调控二级市场,人为控制了股票的供给和价格,这样仍然使企业上市和发行股票成为相对稀缺的资源,影响上市公司的融资行为。实际上,只有市场机制的优胜劣汰才能造就高质量的上市公司和成熟的投融资行为,靠政府的行政干预往往效果不佳。相对于我国巨额的银行储蓄,只要经过市场过滤的高质量上市公司能给投资者以合理回报,资本的逐利性本质使股票市场的资金供给压力并不大。因此政府应及早退出对上市公司发行上市的审批权,放弃审核这个沉重责任,将有限的精力投入到对上市公司的监管上。

2. 丰富债券市场品种,培育创业板市场及柜台交易系统,尽快建立完善的多层次资本市场。随着我国经济的飞速发展,要求上市的公司越来越多,融资需求巨大。为了进一步优化资源配置,满足不同上市公司的融资需求,必须建立完善、有效的多层次资本市场,完善退市机制。主板、创业板、柜台交易、长短期债券、认股权证、可转换债券等多层次市场中,

放和输出,依附于风险载体,通过利益链和传导链,在企业内部扩散和蔓延,从而形成风险在企业中的动态传导。此时,企业的局部、静态风险逐渐转化为动态、可传导风险。

企业作为一个完整的系统,本身具有自组织、自适应、自调节、风险集中释放等特点。这些特点决定了企业存在的风险在一定的范围内,可通过自组织、自适应、自调节来减弱和阻断企业内部各风险的耦合集成,使其不能达到阈值,使各风险因子仍处于独立、静止、局部的状态,从而掩盖这些风险给企业带来的负面影响。然而,实质上这些风险及其带来的负面影响并没消失,只是暂时处于隐身或缓慢释放状态。当企业的风险因子不断堆积,一旦冲过风险阈值或环境中出现诱因使阈值降到当时水平以下从而冲过了阈值时,企业内部各风险因子开始由静态转向动态,其相互影响、相互作用的形式不断增加,强度不断提高,在风险梯度压力的驱使下,依附于风险载体,沿着利益链和传导链,以原有的风险表征或

每一个市场具有不同的证券发行和上市机制,不同的市场有不同的进入门槛,上市公司可以根据各自的规模、盈利前景、企业价值等选择相应层次的市场。只有这样才能建立一个健康、繁荣的资本市场,资源配置才具有效率,上市公司的融资行为才会实现最优化。

3. 加强对上市公司的定向增发融资行为的监管。上市公司向特定对象非公开发行股票进行并购重组等活动,是今后上市公司融资行为的一个热点,由此带来的问题也不容忽视。上市公司向大股东单独增发股票,并用以收购大股东的资产,实质上是一种双重关联方交易,很可能在股票发行过程中的两笔买与卖中,向关联方输送利益,对中小股东造成双重侵害。因此,定向增发过程中,对拟注入上市公司资产的真实质量状况及资产定价的公允性等应当严加监管。同时,应严厉处罚大股东控制的上市公司在定向增发前操纵、打压股价,遏制大股东降低持股成本达到以低价格向关联股东定向发行股票的行为。

## 主要参考文献

- ① 阮梓坪. 论股权分置与财务作假. 湖南社会科学, 2005; 6
- ② 柳松. 股权分置下的上市公司融资行为研究. 北方经济, 2005; 7