

上市公司融资结构研究

刘丹¹, 邓鹏²

(1. 中央财经大学 投资经济系, 北京 100081; 2. 西昌学院 四川 西昌 615000)

【摘要】企业的融资结构对其自身的治理结构和经营业绩都存在着巨大的影响。近年来,关于我国国有股减持、公司融资结构和治理结构改革等问题在社会上引起了广泛的讨论和争议。本文主要是想通过对我国企业中比较具有代表性的上市公司的融资行为进行分析和研究,拟对现有的公司融资结构和公司治理结构提出合理化建议。

【关键词】上市公司;融资结构;合理建议

【中图分类号】F832.5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1673-1891(2006)01-0104-03

目前,我国企业的长期资金来源主要包括内部融资和外部融资两个渠道。内部融资主要是指公司内部通过计提折旧形成现金和通过留用利润等方式增加公司资本;外部融资又可分为债权融资和股权融资。债权融资(包括银行贷款和债券融资)是指通过借债的方式筹集资金,资金的提供者成为企业的债权人;股权融资是指通过发行权益凭证的方式筹集资金,凭证的购买者成为企业的股东。当一个企业需要从外部筹集资金时,往往是在在债权融资和股权融资之间权衡利弊,采用最能使企业收益与风险平衡的方式。

一、我国上市公司融资结构的现状

(一)我国上市公司偏好股权融资

根据现代资本结构理论,在有效的市场条件下,由于“信号效应”和负债的抵税作用,债权融资方式相对于股权融资方式而言对企业更为有利。在西方发达国家中,企业在选择融资方式的时一般都遵循所谓的“啄食顺序理论”,即企业融资遵循内部融资优于债权融资、债权融资优于股权融资的融资顺序。但在我国的上市公司中情况却恰恰相反,存在着十分严重的“重股轻债”现象。据相关统计报道,有313家上市公司在1997年年报中表示要申请配股资格,占当时上市公司总数的42.14%;在符合2000年配股要求的上市公司中,有近70%的上市公

司提出了配股请求。统计资料还显示,上市公司平均每5年就要利用股权再融资一次。而且,这个结果还是在上市公司股权再融资受到一定条件的严格约束下得出来的。如果没有这些限制条件,肯定会有更多上市公司在资本市场再融资,其间隔时间也会更短。

(二)上市公司偏好股权融资的原因

1. 公司治理结构效率低下,缺乏有效的经理人激励约束机制。一种有效的公司治理结构,应通过一整套制度安排,使股东能够有效地控制和监督经营者行为,以最大限度地降低代理成本。但我国上市公司中不能自由流通的国有股和法人股通常占总股本的70%以上,由于国有股权管理体制改革滞后,尚存在诸多问题,造成国有股主体不明确,大股东明显缺乏监督公司的激励机制。同时,广大中小股东投资的目的是为了寻求股票买卖差价,并非着眼于公司的长期发展,他们也不具有监控经理人员的主观动机。在这样的情况下,不能对上市公司经理人员行为形成有效的约束。包括融资政策在内的企业行为更多地体现了经理人员的意志,而非股东的意志。由于大量的债权融资会招致债权人的种种限制,削弱经理人员对公司的控制权。而与之相比,通过股权融资筹集到的资金可以自由支配。从而经理人员会避免不利于自身利益的债权融资而偏向于股权融资,引发道德风险。

2. 欠成熟的股票市场,导致了较低的股权融资

收稿日期:2006-01-10

作者简介:刘丹(1981-),男,中央财经大学投资经济系国民经济学硕士研究生。

成本。我国股票市场的有效性低,体制不健全,扭曲了股权融资成本,是上市公司偏好股权融资的外部环境因素。具体表现在:(1)没有股利支付的硬约束。在我国,由于股票市场的发展尚不完善,上市公司多注重筹资而忽视分红,投资者根本就不能指望通过上市公司派发的微薄股利来获利。低股利本身就意味着融资的低成本,相对于债权融资到期还本付息的“硬约束”,企业更倾向于选择资金使用更宽松的股权融资。(2)弱式的股票市场环境下“信号”作用失灵。一般地,外部投资者只能通过对企业各方面行为的观察来判断可能出现的情形,这就是所谓的“信号效应”。不同的信号会产生不同的投资者预期,进而左右他们的投资行为。(3)由于破产概率与企业质量负相关而与负债水平正相关,负债比例上升表明经营者对企业未来收益有较高期望,传递了经营者对企业的信心,所以外部投资者会把较高负债视为高质量的一个信号;而发行新股意味着管理当局认为公司股票的市场价值被高估了。考虑到信息成本,在股权融资和债权融资之间,企业应优先选择后者。但是,由于我国股市尚处于弱式阶段,一般投资者无法通过企业发行股票这一信息做出判断。所以,股权融资的信息不对称成本不能形成对经理人员融资行为的有效约束。由于尚未建立完善的退出机制和收购兼并机制,不能对上市公司形成有效的外在约束。我国股票市场由于是“试验”的产物,先天不足,没有建立完善的上市公司退出机制,很少有因违规操作和经营业绩差而被摘牌的。同时由于缺乏严格的兼并收购机制,上市公司没有被其他公司接管而从股市“消失”的危险。这都导致了上市公司的较低的风险成本。企业只有千方百计去争取配股资格,疯狂在股市“圈钱”的积极性,而没有去顾虑被摘牌和被别人的企业兼并的可能。

3. 资本市场结构不协调的固有缺陷。债券市场和股票市场的协调发展是任何一个成熟的资本市场都需要具备的特征之一,是企业能够通过较多渠道以较低成本筹集资金的市场基础,也是平衡债权约束和股权约束、形成有效企业治理结构的必要条件。但是,由于我国对债券市场的控制历来比较严格,企业往往花费很大周折之后却只能获得较少的筹资额,而且还要承担财务风险,所以无论是公司大股东还是经理人员都不太愿意选择这样的一种融资方式。久而久之,在政策和实践的双重作用下,造成了我国债券市场的畸形发展。和股权融资相

比,我国债权融资规模很低,在 90 年代中后期,甚至曾经出现了逐年下滑的趋势。根据相关部门的技术统计,在 2000 年我国企业债券发行额只相当于 A 股筹资额的 8.48%,我国债权市场和股权市场的发展不协调由此可见一斑。

4. 社会对企业上市存在着观念上的误区。我国在设立证券市场的初衷上存在着严重误区,错误地以为证券市场就是为国有企业脱贫解困和促进地方经济发展服务的。从地方政府的角度出发,一些效益不好但与地方经济联系紧密的困难企业就可以获得优先上市的资格,而后为了进行再融资,地方政府又给予各种优惠政策帮助企业粉饰业绩,这在一定程度上助长了企业改制上市和股权融资的欲望。同时,许多企业上市并不是为了建立现代企业制度、完善法人治理结构和优化资源配置,而是将上市看成在证券市场中“圈钱”的大好机会,这种情况下的动机不纯就造成了目前我们企业对股权融资的强烈偏爱和冲动。

二、完善公司融资结构的建议

(一) 完善公司治理结构

要进一步改革与完善国有股权监督管理体制,建立起产权清晰、政企分开、责任明确、监督有力的新体制,对国有股实施有效的人格化管理,使企业行为能够体现股东利益。具体可从以下三个方面入手:1. 通过国有股减持和流通,真正实现“同股同权”,使大股东和小股东之间的利益保持均衡和一致。2. 大力培育机构投资者,把分散的广大中小投资者凝聚成一股合力,提高他们在公司股东大会上的表决权和在大股东与经理人员的监督能力。3. 采取经理人员持股等激励措施,实行薪酬奖惩制度,加强对职业经理人员的监督和约束,降低代理成本。

(二) 加快法规和制度建设,实行有利于改善股权融资偏好的监管政策

1. 不断完善上市公司保荐人制度,上市公司如有违规融资行为,保荐人要承担相应连带责任。2. 提高股权再融资标准,严格监督募集资金流向,对任意改变募集资金用途的上市公司予以严厉惩罚。3. 完善会计制度,加强证券市场的会计监督监管力度,大力压缩上市公司为了进行股权再融资进行赢余管理甚至弄虚作假的空间。4. 不断规范审计意见和格式,强化外部审计的独立性和客观性,严惩协同造假

的各类中介机构。

(三) 大力发展企业债券市场, 实现融资渠道多元化

在发达国家的证券市场上, 债权融资是优于股权融资的融资方式, 这是因为债权融资不仅具有合理避税和财务杠杆的作用, 还可以刺激经理人员积极工作, 减少由于所有权和经营权分离所带来的代理成本。为了改变我国资本市场发展极不平衡的现状, 首先应考虑逐步放宽企业债券发行的审批限制, 降低企业债券融资的门槛; 其次要实现债券利率市场化, 提高债券市场的流动性; 再次要不断完善我国

企业信用评级制度, 降低债券融资的风险。

(四) 进行制度创新, 建立有效的资本市场

具体措施如下: 1. 加强对股票市场的建设和规范, 使其逐步地走向成熟。统一 A、B 股市场, 实现同股同价、同股同权、同股同酬。2. 要建立严格的股票市场退出机制和兼并收购机制, 对上市公司经理人员形成有效的外在约束, 逐步解除政府对上市公司的隐性担保责任。3. 建立健全包括股东和公司管理层在内的社会诚信机制, 形成全社会良好的道德风尚和职业规范。

参考文献:

- [1] 肖林《融资管理与风险价值》上海人民出版社, 2003. 12.
- [2] 张昌彩《中国融资方式研究》中国财政经济出版社, 1999. 7.
- [3] 戴国晨《投融资体制改革》广东经济出版社, 1999. 8.
- [4] 向静《啄食顺序理论与中国未上市国有企业资本结构实证分析, 经济体制改革》[J], 2004. 1.

Study on Finance Structure of Public Companies

LIU Dan¹, DENG Peng²

(1. Central university of Finance and Economics, Beijing, 100081;

2. Xichang College, Xichang Sichuan 615000)

Abstract: Finance structure of enterprises has great impact on the management structure and business performance. In recent years, many discussions and disputes about state stock reduction, corporation finance structure, and reform of management structure are widely occurred in the society. The paper analyzes and investigates the representative listed companies in China so as to give some reasonable suggestions for the present companies in their finance structure and management structure.

Key words: Public company; Finance structure; Suggestions

(上接 100 页)

A Brief Survey to the Methods of Outputting Data Made in Visual FoxPro by Excel

QIU Yong

(Information and Technology Department, Xichang College, Xichang Sichuan 615022)

Abstract: The software Visual Fox Pro has strong ability of storing and managing multiply data. But it seems like some weak to make complex report. It always cooperate with other software in order to output a perfect report. Now we introduce three methods to make a report cooperated with Excel 2000.

Key Words: Report forms; Object; Property; Method