

上市公司低成本股权融资与金融风险

张根明, 彭坚

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要:上市公司在竞相进行低成本股权融资而冷落债务融资的同时,却有大量的资金闲置或参与委托理财。这样,上市公司不但自身竞争实力没有得到加强,反而不断催生股市泡沫;不仅如此,低成本股权融资所导致的直接融资与间接融资的比例失衡,将会导致整个金融市场的结构性风险。在中国加入WTO的背景下,资本市场市盈率的全球平均化必然导致我国股市泡沫破裂,从而引发金融风险。因此,采取有力措施抑制日趋增长的低成本股权融资对于防范我国金融风险的发生具有重要的现实意义。

关键词:上市公司; 股权融资; 市盈率; 金融风险

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2003)02-0213-06

一、上市公司股权融资实证描述

企业的融资方式分为直接融资和间接融资,具体又可分为股权融资、债务融资和内源融资(即保留盈余)。根据西方现代资本结构理论,企业进行融资的优先顺序应是:内源融资>债务融资>股权融资^[1,2]。但是与此理论相悖的是,我国的上市公司却明显偏好股权融资,而对债务融资缺乏热情,特别是企业债券,如2000年企业债务融资100亿元左右^[3],仅为股权融资的5%左右。

由表1~4可知:1991~2000年,累计股权融资总额超过了5000亿元,其中首次发行筹资额累计达到2967.98亿元;配股融资累计达到1637.85亿元;增发融资累计达到256.91亿元(表1);与此同时,自1992年以来,全部上市公司的资产负债率基本上呈现不断下降的态势(表2),除1992年曾达到65%的较高水平外,随后各年基本上都稳定在50%左右,并且在1995~1998年期间,资产负债率持续下降,但1999年之后又略有提高。这说明在上市公司的外部资金来源中,债务融资的比例总体上趋于下降,也就是说通过证券市场的股权融资比例应是在不断上升的;在上市公司的外源融资中,对于未分配利润为正的上市公司,1995~2000年股权融资比例基本上呈持续上升,除了1998年回落到53.52%的低位,2000年达到65.86%的高位,6年的平均水

平近60%;而同期债务融资的比例基本上是在40%左右徘徊,1998年之后还呈明显的下降态势(表3);反映上市公司直接融资的境内A股融资总额占银行贷款增加余额和国有银行贷款增加余额两指标的比例分别由1993年的4.36%和5.7%,上升到2000年的12.48%和16.53%(表4)。尽管在1997年之前的几年中,上述两个比例基本上是在4%以下徘徊,但1997年以后,上述两个比例基本上呈逐步上升态势,尤其是2000年,两个比例分别超过了12%和16%。可见,上市公司通过股票市场的直接融资较之银行的间接融资近几年来已经呈现出显著的增加。以我国最优秀的海尔公司为例,1996~2001年6年间4次融资,1996年募资1.9亿元,1997年募资2.77亿元,1999年募资5.56亿元,2001年募资18亿元,一次比一次价高量大,如今又提出了25亿元可转债的发行计划。公司上市以来从资本市场融资约32亿元(包括首发),发放股息红利约8.9亿元,投资回报相当于按3%的年息存银行,而1993、1994年海尔上市初期1年期银行存款利率高达10.98%。与海尔筹资额度相比,它的产出实在难以服众。海尔尚且如此,其它档次的公司情况可想而知。

与频繁的股权融资相伴生的是融资公司的股价在二级市场的暴跌,如金丰投资、中信国安等等,这使市场信心受挫,严重影响了市场的发展。与此

表1 中国上市公司A股与企业债历年筹资概况

单位(亿元)

年份	首次发行筹资额	再次发行			一级市场筹资总额	企业债券筹资额
		筹资额	配股	增发		
1991	5				5	250
1992	50				50	684
1993	194.83	81.58	81.58		276.41	236
1994	49.62	50.16	50.16		99.78	162
1995	22.68	62.83	62.83		85.51	301
1996	224.45	69.89	69.89		294.34	269
1997	655.06	198.00	198.00		853.06	255
1998	412.59	365.43	334.97	30.46	778.02	148
1999	512.88	380.72	320.97	59.75	893.6	158
2000	840.87	686.15	519.45	166.70	1 665.22	83
合计	2 967.98	1 894.76	1 637.85	256.91	5 000.94	

资料来源:历年募集资金数据来自中国证监会编:《2001 中国证券期货统计年鉴》,1996-2001 年各期

表2 中国上市公司历年资产负债率变化

年份	上市公司家数	资产总额/ 亿元	股东权益/ 亿元	总负债/ 亿元	募集资金占股东 权益比例/%	资产负债率/ %	流动负债率/ %
1992	53	481.00	168.27	312.73	29.71	65.02	50.1
1993	183	1 821.00	933.00	888.00	29.63	48.76	37.1
1994	291	3 309.00	1 628.00	1 681.00	6.13	50.80	38.8
1995	323	4 295.00	1 958.00	2 337.00	4.37	54.41	42
1996	530	6 352.00	2 940.00	3 412.00	10.01	53.72	40.6
1997	745	9 660.58	4 824.77	4 835.81	17.68	50.06	38.8
1998	851	12 407.52	6 266.76	6 140.76	12.42	49.49	38.1
1999	949	16 107.36	7 639.35	8 468.01	11.70	52.57	39
2000	1 088	21 673.88	10 079.77	11 594.11	16.52	53.49	40.2

资料来源:中国证监会网站

表3 上市公司股权融资和债务融资的结构(%)

年份	未分配利润大于0的上市公司		未分配利润小于0的上市公司	
	股权融资	债务融资	股权融资	债务融资
1995	58.76	41.24	53.89	46.11
1996	57.95	42.05	40.69	59.31
1997	61.75	38.25	45.56	54.44
1998	53.52	46.48	45.79	54.21
1999	59.63	40.37	47.77	52.23
2000	65.86	34.14	-	-

资料来源:1995~1999 年根据郑江淮等(2001)的有关计算结果重新整理并测算;2000 年的数据根据

WIND 信息公司提供的数据库整理计算

表4 直接融资与间接融资情况比较

年份	境内筹资总额(A股) (亿元)	银行贷款增加余额 (亿元)	国有银行贷款 增加余额(亿元)	境内筹资占银行贷款 增加余额比例(%)	境内筹资占国有银行 贷款增加余额比例(%)
1993	276.41	6 335.4	4 845.61	4.36	5.70
1994	99.78	7 216.62	5 161.00	1.38	1.93
1995	85.51	9 339.82	6 915.45	0.92	1.24
1996	294.34	10 683.33	7 937.75	2.76	3.71
1997	853.06	10 712.47	8 149.96	7.96	10.47
1998	778.02	11 490.94	9 100.39	6.77	8.55
1999	893.6	10 846.36	8 742.71	8.24	10.22
2000	1 665.22	13 346.61	10 074.02	12.48	16.53

资料来源:同表1

同时,上市公司不断更改募集资金的投向,其中最引人注目的是委托理财,而这些委托资金是私募基金

的最大资金来源。据2000年年报披露,有100家左右的上市公司参与委托理财,资金达数百亿元;2001

年上半年共有 26 家上市公司披露了委托理财事项。统计显示, 进行委托理财的上市公司中有 13 家曾发布业绩预警公告, 更有银鸽投资、天龙集团 2 家公司今年中期首次亏损, 出现了一边是业绩大幅下滑、一边是巨额的委托理财的矛盾; 私募基金的业绩表现更是不容乐观, 2002 年 1~8 月, 参与委托理财的上市公司损失共达 3 亿元以上。所有这些现象, 值得我们深思其中的缘由及可能带来的危害。

二、股权融资低成本的原因

我国上市公司之所以热衷于股权融资, 主要是因为在我国股权融资比债务融资及其它融资方式更具有低成本优势。例如以 88 倍市盈率发行的闽东电力, 直接融资成本不到 1.14%, 与 5.85% 的 1 年期贷款利率和同期企业债券利率约 4% 相比, 成本低得多^[4]。这种低成本优势与我国资本市场的不完善及资本市场与信贷市场缺乏良性互动是分不开的。

(一) 公司治理结构的缺陷使上市公司股权融资的成本降低

我国上市公司绝大部分是由国有企业改制设立, 国有股占绝对比例, “一股独大”现象普遍。上市公司通过股权融资所筹资金的使用主要由股东大会来决定, 而股东大会则主要由大股东控制, 中小股东势单力薄, 在公司决策中很难“用手投票”, 同时股东大会也很难对上市公司资金使用情况的有效监督。因此, 在募集资金使用方面约束和监督较少, 上市公司变更资金用途也十分容易, 这种灵活性也进一步增强了上市公司进行股权融资的动力。并且, 由于产权关系模糊, 国有上市公司长期处于“所有者缺位”状态, 导致公司治理结构缺陷明显, 对公司经营管理层的约束和激励不足或不对称^[5]。此时, 经理必然会从自身利益出发, 放弃具有本息支付硬性约束的债务融资, 而偏好既无监督约束, 又无股息支付压力的股权融资(低股利支付率必然降低股权融资的成本)。这一点可以从多数上市公司的股利政策中体现出来。不仅如此, 在约束不力的情况下, 经理人员还可以利用募集资金参与委托理财与市场炒作, 这必然不利于上市公司主业的发展与竞争力的提高。

(二) 股票发行市场与交易市场的高市盈率使股权融资成本降低

由于长期以来我国用计划经济的手段来发展股

票市场, 行政机构通过行政权力把企业上市资格变成一种稀缺资源, 股票发行价不是由股票内在价值决定而是由供求决定, 导致一级市场的市盈率和二级市场的股价长期处于较高水平(如以 88 倍市盈率发行的闽东电力, 以 100 倍配股的东方明珠), 平均市盈率在 30 倍以上, 投资者根本不指望通过上市公司派发微薄的现金股利来获利, 而只注重在短线投机中赚取差价收益, 所以上市公司可以大胆地持续增发股票来融资, 同时只发放很少或者根本不发放现金股利。较低的股息支付率无疑降低了股权融资成本。

(三) 政府对国有商业银行经营的政策性干预导致银行产生巨额不良资产, 进而使其采取严格的信贷政策, 从而使得企业间接融资成本提高

在传统的资金供给制度下, 由于政府的干预, 银行的商业化经营观念淡薄, 放款风险意识不强, 对不良债权的产生缺乏一个健全的预警系统与控制制度^[6]。当不良债权产生后, 商业银行采取严格的信贷政策, 紧缩信贷规模, 导致企业通过贷款融资的成本提高, 这必然使企业在融资方式的选择上倾向于成本较低的股权融资, 从而使企业的融资结构不断失衡。

(四) 我国企业债券市场发育不完善以及相关法规的限制, 间接提高了债务融资的成本

我国企业债券市场的发展较为滞后, 交易品种过于单一, 无法激发投资者的热情; 严重的债券偿付问题影响了投资者的信心, 已有人预计我国债券到期不能及时偿付的约占需兑付余额的 11%^[7]。另外, 我国的破产法不允许债权人接管公司, 使债权人无法实现优先追讨权, 其利益缺乏保障, 也影响了债权人的投资热情。因此, 上市公司发行企业债券的融资渠道不畅通, 在一定程度上提高了债务融资的成本。

三、低成本股权融资与金融风险的关系

(一) 金融风险的含义

金融风险指金融体系出现动荡和混乱从而使从事金融活动的经济主体蒙受损失的可能性^[6]。这种风险按对象划分有: 银行信贷风险、外汇风险、股票投资风险、债券投资风险、期货投资风险及信托投资风险。它主要表现在: 强制清理旧债; 商业信用刷

减;银行资金呆滞,发生大量挤兑,部分金融机构倒闭;有价证券行市低落,发行锐减,借贷资金缺乏,市场利率大幅提高,金融市场动荡不宁。无节制的低成本股权融资会给我 国带来金融风险,这种风险主要指整个股市长期走熊的风险及金融结构不平衡而导致的非效率风险,它来源于上市公司整体竞争力的下降、股市市盈率泡沫的破灭及直接融资和间接融资的不协调发展。

(二) 低成本股权融资所隐含的金融风险分析

1. 从上市公司业绩表现上分析

低成本股权融资在我国上市公司中的蔓延,将进一步弱化上市公司治理结构的约束力,反过来使低成本股权融资更加不受约束,如此将陷入恶性循环。虽然我国经过7次降息,但债务融资成本仍然高于股票市场上的融资成本。这会导致两种不良后果:一方面,上市公司偏离股东权益最大化的目标而追求规模最大化,频频进行股权融资造成无节制的、低效率的资本扩张,或者在低水平上重复生产,或者盲目进入一些并无优势的领域,忽视风险控制。从短期上看,这种扩张也许会取得令人眼花缭乱的成绩,但是最终将导致投资收益递减^[8]。由于这种扩张不是可持续的,因此它无法有效加强公司的竞争力,提高其创新能力,而且浪费了大量社会资源。整个市场的竞争力因大量这样的上市公司的存在而弱化,市场泡沫的成分不断增加,市场风险系数也在增大。一旦经济走软或有其它利空因素出现,这些上市公司的收益往往不如预期的好,导致股价下跌,以后配股、增发新股都比较难(实际这时它们的股权融资成本已经大大提高了)^[8]。而无法获得后续资金的支持,上市公司的经营必定更加困难,从而其质量不断降低,这将严重影响整个股市的发展及安全。另一方面,上市公司由于各种原因没有按募股时的承诺使用募集资金,而是用于委托理财,其目的是想通过投资收益支撑公司二级市场股价,进而得以再融资,然后再通过间接方式流入市场进行炒作,而这样只会进一步荒废主营业务。这是因为,如果委托理财的上市公司取得较好的投资收益,必然使上市公司更加热衷于委托理财,其主营业务也会因缺乏拓展业务广度和加强专业深度的必需资金投入而停滞不前。这种空中楼阁式的投资收益不是经常性的,虽然短期内对上市公司的利润贡献可能很大,但它不是上市公司通过投资实业项目,在采购、生产、管理、销售过程中消化、积累而形成持续性竞争优势的基础上获得的,因而不是可持续的;如果委托理财

取得的是负收益,造成上市公司流动资金紧张,导致主业发展不力,最终会降低公司的可持续发展能力。以上分析表明,委托理财——再融资——委托理财这一资本循环过程从根本上违背了证券市场优化资源配置的目的,它不能夯实整个市场的微观经济基础,只会催生股市泡沫,增加市场风险。

2. 从整个股市和金融业的角度来分析

在上市公司股权融资软约束的市场环境下,越来越多的上市公司会打消从银行获得贷款的念头,导致股市所面临的扩容压力不断加大。由于我国的证券市场还不完善,股价波动较剧烈,加上大量投机资金的充斥,会对真实经济产生溢出效应,从而产生泡沫经济。同时,在储蓄资金快速分流到股市与上市公司用大量募股资金削减银行贷款的双重打击下(前者令负债减少,后者令资产萎缩),国内商业银行赖以生存发展的信贷基础必将日趋恶化,加上股票质押贷款以及其它经直接或间接渠道(如私募基金)流入股市的贷款资金很有可能随股票的名义价值泡沫的破灭而发生大面积的亏蚀,使间接融资陷入新的不良贷款灾难(近期中国工商银行清理查处违规资金与此不无关联),银行也会因此产生逆向选择效应,即紧缩银根,硬性抽回企业贷款,限制居民贷款消费,使整个经济陷入新一轮衰退。一国金融在直接融资与间接金融之间按比例发展是确保金融效率与金融安全的关键所在,过快的直接融资必将威胁到间接融资的安全。目前中国在间接融资领域存在基础不够牢靠的问题,表现在已经被贷款占用的居民储蓄有着较多的不良债权的性质,这必然会削弱各金融机构抵御金融风险的能力。

我国已经加入WTO,在资本市场全球化的过程中,一个不可缺少的内容就是市盈率的平均化,因此,赖以实现低成本股权融资的我国二级市场的高市盈率并不会在源源不断的后续资金的推动下长期保持名义价值严重背离真实价值的格局,加上全球经济增长放缓,极易引发二级市场的高市盈率风险,进而导致市场的筹资能力长时间得不到恢复。正是日本20世纪80年代的低成本直接融资导致了非效率金融,引发了90年代日本股市的暴跌,使63%左右的市值被蒸发掉了,而且使股市持股率高达42%的日本银行业,在短短2年里,背负上数十万亿日元的不良债务包袱;NASDAQ的网络股泡沫破灭也是低成本直接融资从中作乱。因此,在加入WTO的背景下,如果不设法改变低成本直接融资状况,降低市盈率,相反却采取私募基金合法化、减持国有股等

政策继续维持市盈率泡沫, 将导致直接融资及股票市场甚至整个中国金融业都不可避免的非效率风险。

四、防范低成本股权融资导致的金融风险的政策建议

综上所述, 低成本股权融资对于我国上市公司乃至整个金融业都是危害不浅的, 有关管理机构应以确保实现资源优化配置、提高上市公司整体竞争力、促进直接融资与间接融资的协调发展为目标, 采取有力措施, 抑制愈演愈烈的股权融资。

(一) 明晰上市公司产权关系, 改善股权结构, 完善公司治理结构

1) 首发的上市公司不允许“一股独大”。具体可要求第一大股东持股比例不得超过第二大股东与第三大股东之和, 且前三大股东为非关联方, 或者是第一大股东持股不得超过第二大股东 10% 等, 这样可防止一股独大现象发生。

2) 降低非流通股比重。如果规定上市公司每融资一次均需按一定比例回购非流通股, 或国有股按每股净资产向二级市场配售, 通过几年时间将目前我国上市公司非流通股与流通股的比例由目前的 7:3 改为 3:7 以上, 这样就有可能避免上市公司不顾效益、不顾流通股股东的利益, 频繁融资、高价融资的行为, 从而促使上市公司的融资行为理性化。

3) 在公司内部形成有效的激励机制与约束机制, 在外部大力培养机构投资者, 加快发展证券投资基金, 参与到上市公司运作的监督中去, 这样才可能减少内部人控制现象的发生, 使公司经营者做出真正符合公司发展、体现广大股东的意志的融资决策, 真正用募集资金加强公司的核心竞争力。

(二) 严格会计制度, 坚持以股东利益最大化为主要原则, 改进对公司经营业绩考核的指标体系, 建立监督审核制度

例如, 我们在考察增发或配股资格时, 可把总资产收益率也纳入考核范围, 并允许增发或配股失败, 规定如社会公众股股东认购认配率低于一定比率, 则作为增发或配股失败停止实施, 这样能使上市公司产生压力和危机感, 而改变上市公司旱涝保收、证券公司大包大揽、投资者被动挨打的局面。一旦融资失败, 退回已认购认配股款, 一定时间之内不得再提出申请, 增大股权融资风险。在股票发行全面市

场化的基础上可建立上市公司股票发行的风险金制度。这种制度是要参与股票发行的各方当事人预先将一定的风险金存入中国证监会指定的股票发行风险金账户, 一旦募集资金的使用与招募时承诺的不符或业绩有明显偏差, 则参与发行的各方不仅要受到行政或刑事处罚, 其风险金也要被没收用于对中小投资者的补偿。同时, 政府对上市公司的分红方式和分红比例, 亦应有相应的政策约束和引导。

1. 有关管理部门可考虑将上市公司的连续的、增量的股票融资方式改变为一次性融资方式

这种方法符合市场经济发达国家的实际操作, 并且可以粉碎垃圾公司通过重组获得再融资资格的梦想; 与此同时, 逐步完善企业债券市场, 大力发展票据市场, 进行品种创新, 使之与股市协调发展, 一方面为上市公司提供多样化再融资渠道, 另一方面可以对公司的经营形成硬性约束。

2. 改变上市公司对股权融资的偏好, 发行可转换债券

发行可转换债券之后公司只需支付较低的利息, 现金流出不多, 另一方面公司可以筹集较大数量的资金拓展业务。另外, 持有人具有转股与否的自由, 可根据公司业绩及其成长性选择转股或继续保持硬性债权约束。所以, 发行可转换债券可以在短期内直接提高上市公司的资产负债率, 从长期上看对优化股权结构有益。

3. 加强相关法规的建设, 限制无节制的低成本股权融资

应细化我国《证券法》中上市公司募集资金使用的有关条款, 对恶意改变募集资金投向或频频改变募股资金投向的上市公司及上市公司的董事会、经理层应在法律上界定他们的责任; 规范中介机构的行为, 并建立一系列对关联交易、再融资价格的限定、募集资金使用等相关制度, 对一些不正当关联交易与非法操作要严惩不贷; 政府对上市公司的分红方式和分红比例, 应该有相应的政策约束和引导; 要进一步加大上市公司的退市力度, 对上市公司中恶性圈钱情节严重者, 应坚决予以退市。

4. 应重点加强金融监管工作, 减少对国有商业银行运作的政策性干预

政府应督促国有商业银行完善法人治理结构和信贷管理制度, 以促进其商业化经营, 并强化内部风险控制; 国有商业银行应积极调整信贷政策, 不断进行业务创新, 拓宽信贷品种, 促进间接融资的发展, 使其与直接融资保持比例的协调, 保障货币市场与

资本市场之间资金的有序流动,防止信贷资金违规进入股市。

参考文献:

- [1] 中国工程院工程管理学部“管理科学的历史沿革、现状与发展趋势”课题组.西方现代资本结构理论及发展动向[J].中南大学学报(社会科学版),2002,(1):52-54.
- [2] 熊维平,刘昕.企业集团融资结构循环假说[J].中南工业大学学报(社会科学版),2000,(1):1-4.
- [3] 马洪.中国市场发展报告[M].北京:中国发展出版社,2001.
- [4] 清议.低成本直接融资:一只削尖的楔子[J].中国证券期货,2001,(8):22-24.
- [5] 韩志国.中国资本市场的制度缺陷[M].北京:经济科学出版社,2001.
- [6] 曹永刚,王萍,类成曜.现代金融风险[M].北京:中国金融出版社,2000.
- [7] 夏俊荣.现代资本结构理论的发展研究及启示[J].财经问题研究,2001,(2):10-14.
- [8] 陈晓红,熊维平.重组与再生——中国企业优化资本结构理论与实践[M].北京:经济科学出版社,2000.
- [9] 张晓波,邹海峰.筹资方式的选择与我国上市公司股权融资现象的分析[J].上海会计,2001,(5):35-36.

Low-cost equity capital financing of listed companies and financial risks

ZHANG Gen-ming, PENG Jian

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: Listed companies are keen on equity capital financing while neglecting debt capital financing, and meanwhile tremendous raised capital remains intact or entrusted for investment. This will not only undermine listed companies' competitiveness but also continuously generate market bubbles, and moreover, the unbalance structure between direct financing and indirect financing caused by low-cost equity financing will accumulate the structural risk of the whole financial market. In post-WTO China, price-earning ratios of global capital markets tend to an average level, which is bound to result in the break of the market bubbles and trigger financial risks. Thus, it is of realistic significance, for the sake of keeping financial risks from happening, to take effective measures to check increasingly prevailing low-cost equity capital financing.

Key words: listed companies; equity capital financing; price-earning ratio; financial risks