

我国上市公司再融资 与股权结构优化问题研究

耿建新, 刘文鹏

(中国人民大学商学院, 北京 100872)

[摘要] 我国上市公司股权结构不够合理已是不争的事实, 配股和增发新股是我国上市公司在资本市场进行再融资的主要方式。配股和增发新股能够直接导致上市公司股权结构的变动, 使上市公司股权结构进一步优化。

[关键词] 配股行为; 增发新股; 股权结构

[中图分类号] F276.6; F421.36 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1000—596X (2001) 09—0031—06

在我国目前的资本市场中, 配股和增发新股是上市公司再融资的主要方式。近日, 中国证监会发布的《上市公司新股发行管理办法》和《关于做好上市公司新股发行工作的通知》, 对配股和增发新股政策进行了重新规范, 进一步降低了配股和增发新股的财务指标要求, 提高了配股和增发新股的市场化程度。随着上市公司配股和增发条件的宽松、市场化程度的提高, 市场中出现了上市公司积极申请再融资的状况。2001年6月14日国务院发布了《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》, 其中规定: “减持国有股主要采取存量发行方式, 凡国家拥有股份的股份有限公司(包括境外上市公司)向公众投资者首次公开发行新股和增发股票时, 均应按融资额的10%出售国有股。”这样, 增发新股又与国有股减持直接联系起来。在当前国有股东普遍放弃上市公司配股权的条件下, 配股和

增发新股本身都能够改善上市公司的股权结构, 即流通股比例的相对上升和非流通股比例的相对下降。但是, 这一比例的变化程度如何, 在改善上市公司股权结构方面有无显著意义, 上市公司能否利用再融资方式优化股权结构并实现对经理层的激励, 在国有股减持补充社保基金方案出台后, 符合条件的上市公司应如何借再融资这一契机来改善其股权结构, 对这些问题的回答既具有重要的理论意义, also 具有很强的现实意义。

一、我国上市公司的股权结构 现状及其再融资特征

1. 我国上市公司的股权结构现状

我国的国有企业改革, 是在国有公司化框架下进行的, 按照这一改革框架, 大批国有企业进行了股份制改造。在当时特定的历史条件下, 国家

[收稿日期] 2001—07—20

[作者简介] 耿建新 (1954—), 男, 河北定州人, 中国人民大学商学院教授, 博士生导师;
刘文鹏 (1972—), 男, 山东昌乐人, 中国人民大学商学院会计系博士研究生。

对股份公司的所有权按照所有者的性质进行了划分, 分为国有股、法人股和社会公众股, 国家股和国有法人股都属于国有股权。国家对国有股和法人股有明确的规定, 即要保证国家股和国有法人股的控股地位。为保持上市公司的国家控制权, 作出了国有股暂不上市流通的初始制度安排。这种制度安排在保证国有股控股地位的同时, 也造成了中国股市的二元结构, 即纯粹市场化的流通股市场和非市场化的国有股市场。截至 2000 年 12 月 31 日, 沪深股市发行的总股本已达 3 709 亿股, 市价总值已达 48 473 亿元。但是, 沪深股市的流通股仅为 1 329 亿股, 占股本总额的 35. 8%, 有 2 380 亿的国家股、法人股和其他少量内部职工股、转配股处于沉淀状态, 占股本总额的 64. 2%; 流通股市值仅为 16 219 亿元, 占市价总值的 33. 46%, 非流通股票市值高达 32 254 亿元, 占市价总值的 66. 17%。在非流通股份中, 国有股所占比例超过 80%。

我国向国有股倾斜的制度安排, 导致了上市公司的股权结构呈畸形状态。上市公司股份过度集中于国有股, 使得其难以建立起合理的法人治理结构。上市公司的大股东仍然是国有企业原来的上级主管部门或企业, 对大股东负责实际上是对国有企业原来的上级行政主管部门或企业负责; 又由于这种持股主体是一种虚拟主体, 它对上市公司经营者的监督和约束缺乏内在动力, 上市公司的经营体制出现向国有企业复归的现象。另外, 由于上市公司股权的流动性不同和持股集中度不同, 导致了“同股不同价”和“同股不同权”的情况。为了使上市公司建立起合理的法人治理结构, 提高管理绩效, 股权结构的调整有其必要性。

2 特殊股权结构下的上市公司再融资

资本结构理论认为, 融资方式的选择受资本成

本影响。对债务融资而言, 债务资本成本与债权人所要求的收益率相关; 对股权融资而言, 股权融资成本与股东所期望的收益率相关。在资本市场发达国家, 公司的管理层受到股东的硬约束, 经常面临分红派息的压力, 股权融资成本并不低, 而且由于债务的避税作用, 债务成本往往低于股权筹资成本。它们的实证研究表明, 上市公司一般先使用内部股权融资(即留存收益), 其次是债务融资, 最后才是外部股权融资。我国上市公司虽然也表现出优先使用内部股权融资的倾向, 但是, 国有股“一股独大”的特殊股权结构和国有的控股股东普遍不到位的现象, 已经严重削弱了股东对经理层的约束, 导致经理层过分追求对资本的控制权, 其结果必然是上市公司对股权再融资有明显的偏好; 再加上上市公司没有分红派息压力, 外部股权融资成本即成为了公司管理层可以控制的成本, 所以我国上市公司一般将国内债务融资的顺序排列在外部股权融资之后。前几年, 由于新股增发比配股审批困难, 配股自然也就成为了上市公司再融资的首选方式。1998—2000 年深沪市场 A 股筹资规模的统计数据, 清楚地显示了近几年配股融资和增发新股在我国资本市场筹资中所占的地位。见表 1。

虽然我国上市公司热衷于配股、增发与其特殊的股权结构有关, 但是反过来, 配股和增发也会影响上市公司的股权结构。配股和增发导致的股权结构变动程度如何呢? 我们通过下面的实证分析对这个问题进行深入讨论。

二、上市公司再融资与股权结构变动的实证分析

1. 上市公司配股融资与股权结构变动的实证检验

表 1 1998—2000 年 A 股筹资规模统计

| 年份 | 市场筹资总额 (亿元) | 配股筹资总额 (亿元) | 配股占市场筹资总额 的比重 (%) | 增发筹资总额 (亿元) | 增发占市场筹资总额 的比重 (%) |
|------|----------------|----------------|----------------------|----------------|----------------------|
| 1998 | 736. 12 | 286. 81 | 38. 96 | 48. 29 | 6. 56 |
| 1999 | 809. 25 | 290. 56 | 35. 90 | 56. 31 | 6. 96 |
| 2000 | 1535. 63 | 500. 19 | 32. 57 | 297. 20 | 19. 34 |

资料来源: 深交所巨潮资讯网。

从理论上讲,配股是向公司的原有股东按照其持股比例发行股票,如果全部股东都全额认购,上市公司的股权比例不会发生变动。但是在我国证券市场中,上市公司的国有股东往往会放弃配股权。因为在国有股股东配售的股份仍是非流通股份的情况下,国有股股东若与流通股股东按照相同的价格配股,容易造成股东资金的沉淀,其结果自然是国有股股东不愿意参与配股;再就是有的国有控股股东在发起成立股份公司时,已经将资产全部投入,配股时根本无力参配。而在非流通股股份普遍放弃配股权的同时,流通股的配股往往由券商进行“余额包销”,所以一般都能够全额参配。在这样的

条件下,势必造成上市公司流通股股份的相对上升和非流通股股份的相对下降。

2000 年沪市上市公司中实施配股的有 82 家,在此其中只有 13 家公司国有股股东实现了全额参配,其余 69 家公司的国有股股东均部分或全额放弃了配股权。我们对这 69 家公司配股前后流通股占总股本比例的变动情况进行了考察,以分析国有股放弃配股权对股权结构变动的影响情况,并进行了公司配股前后股权结构变动的配对 T 统计检验,以查明这些公司在配股前后股权结构变动是否显著。见表 2。

结果表明,由于持有非流通股份的股东放弃配

表 2 配股前后流通股所占比例变动的检验

| 项 目 | 样 本 个 数 | 最 小 值 | 最 大 值 | 均 值 | 标 准 差 |
|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 配股前流通股占总股本的比例 | 69 | 0.19 | 0.69 | 0.354 | 0.112 |
| 配股后流通股占总股本的比例 | 69 | 0.22 | 0.7 | 0.405 | 0.114 |
| T 值 (双尾检验) | 19.043 | | | | |
| 显著性水平 | 0.001 | | | | |

资料来源:上市公司年度报表。

股权,使得这些上市公司流通股占总股本的比例相对上升,平均上升了 5.1% (即 $0.405 - 0.354$);与此相对应,非流通股份所占比例平均下降了 5.1%;进一步,配对样本检验结果也显示配股前后股本结构变动显著 (显著性水平为 0.001,双尾检验)。

2 上市公司转配股与股权结构变动的实证检验

转配股是上市公司在配股时,国有股或法人股股东将配股权转让给社会公众股股东,由社会公众股股东认购的股份。而放弃配股则是指国有股、法人股股东既不参与配股,又不将配股权转让与他人的情况。原国家国有资产管理局于 1994 年 4 月 5 日发出的《关于在上市公司送配股时维护国家股权益的紧急通知》规定: (1) 有能力配股时不能放弃,以防持股比例降低; (2) 在不影响控股地位时,可以转让配股权; (3) 配股权转让的限制及通过购买配股权认购的股份的转让办法,均按照证券监管机构的规定执行。中国证监会于 1994 年 10 月 27 日颁发的《上市公司办理配股申请和信息披露

的具体规定》指出:“配股权出让后,受让者由此增加的股份暂不上市流通。”

转配股这种做法在 1995—1997 年间最为集中,1998 年停止。由于国有股、法人股股东转让配股权后,转让的部分不得上市流通,因此,随着上市公司送股、转股和配股的实施,待处理转配股的总数逐渐增大。我们对 96 家转配股的沪市上市公司由于转配而导致的股本结构变动进行了统计分析,从中能够看出转配股份对股权结构的影响程度。见表 3。

结果显示,转配股使非流通股份 (国有股和法人股) 占总股本的比例平均降低了 9% (即 $0.59 - 0.68$),配对样本的 T 检验表明转配前后股本结构变动显著 (显著性水平为 0.00,双尾检验)。从股权结构角度分析,我们认为上市公司的配股权还是允许转配为好。这是因为,在允许转配的情况下,股权结构的变动程度要明显强于仅仅是放弃配股的情况;进一步分析,如果允许将配股权转让给其他机构投资者,将对上市公司股权结构的优化极为有利。

表 3 转配股前后股本结构变动的检验

| 项 目 | 公司数 | 级差 | 最小值 | 最大值 | 均值 | 标准差 |
|----------------|-------|------|------|------|------|------|
| 转配之前非流通股份所占比例 | 96 | 0.52 | 0.45 | 0.97 | 0.68 | 0.13 |
| 转配上市后非流通股份所占比例 | 96 | 0.61 | 0.32 | 0.93 | 0.59 | 0.13 |
| T 值（双尾检验） | 10.99 | | | | | |
| 显著性水平 | 0.00 | | | | | |

资料来源：根据《中国证券报》公布相关数据整理。

3. 上市公司增发新股与股权结构变动的实证检验

增发新股是上市公司除配股之外的另一种再融资方式，近两年来越来越多的沪深上市公司增发了 A 股。1998 年 5 月，太极实业、申达股份、上海三毛、龙头股份和深惠中 5 家纺织业上市公司开创了增发 A 股的先河，之后，新钢钒、上海医药相继增发。1999 年，上菱电器、深康佳、真空电子、东大阿派几家电子类上市公司也完成了增发，并且

在发行方式上进行了创新。2000 年，吉林化工、深招港、江苏悦达、风华高科、托普软件、南通机床等公司进行了增发。到 2000 年底，实施增发的上市公司已经达到了 35 家。增发新股与配股的区别在于前者面向所有投资者，后者只面向公司现有股东。增发新股的对象主要是社会公众，既面向公司现有股东也面向所有新的投资者，在 1999 年的增发中，还引进了战略投资者的概念。表 4 列示了增发新股公司增发前后的股权变动状况。

表 4 新股增发前后股权结构变动比较

| 公司简称 | 增发前非流通股比重 (%) | 增发后非流通股比重 (%) | 公司简称 | 增发前非流通股比重 (%) | 增发后非流通股比重 (%) |
|------|---------------|---------------|------|---------------|---------------|
| 吉林化工 | 70 | 67 | 鲁泰纺织 | 18 | 14 |
| 深招港 | 40 | 33 | 振华科技 | 58 | 50 |
| 江苏悦达 | 50 | 43 | 龙电股份 | 50 | 40 |
| 托普软件 | 60 | 44 | 华新水泥 | 44 | 34 |
| 风华高科 | 39 | 34 | 上菱电器 | 65 | 47 |
| 纵横国际 | 65 | 49 | 中关村 | 62 | 44 |
| 经纬纺机 | 52 | 36 | 深康佳 | 34 | 29 |
| 上实联合 | 45 | 34 | 真空电子 | 45 | 37 |
| 交运股份 | 54 | 38 | 东大阿派 | 37 | 35 |
| 银基发展 | 36 | 26 | 龙头股份 | 69 | 61 |
| 东方通信 | 63 | 57 | 申达股份 | 67 | 49 |
| 张裕 A | 61 | 54 | 太极实业 | 59 | 25 |
| 海欣股份 | 33 | 30 | 上海三毛 | 49 | 36 |
| 电广传媒 | 68 | 54 | 华联控股 | 71 | 5 |
| 晨鸣股份 | 38 | 32 | 上海医药 | 61 | 45 |
| 西飞国际 | 65 | 55 | 新钢钒 | 75 | 71 |
| 佛山照明 | 29 | 25 | 平均值 | 48 | 38 |

资料来源：根据《证券时报》周懿文《增发新股现象剖析》一文相关资料整理。

三、上市公司再融资与股权结构优化的理论分析

1. 上市公司通过再融资优化资本结构能够实现国有资本的退出

有数据表明，目前上市公司处于绝对控股地位的大股东有 56% 是国有股股东。由此看来，国有股比例过高与国有经济战略调整的“有所为有所不为”的政策导向确有相悖之处。在国际资本市场上，作为上市公司主要发起人的企业通常可以用

20%~30% 的资本调动、支配 70%~80% 的其他资本, 而我国资本市场中国家用 62% 的国有资本仅调动 38% 的社会资本, 这是很大的资源浪费。目前上市公司国有股主动放弃配股或将配股权转让, 以及上市公司增发新股, 既是相对降低国有股比例的有效途径, 也为上市公司进行国有股回购创造了良好的条件, 还能够引进新的战略投资者。实证分析表明, 放弃配股、转配、增发新股公司的股权结构都会发生变化, 变化的幅度为 5%~10% 不等, 按照我国公司现有的股权结构, 国有股占较大比例的公司应能经得起两次以上这样的“冲击”。另外, 对于国有资本拟进行战略性退出的上市公司来讲, 上市公司利用配股和增发的资金进行国有股的回购或配合增发新股直接出售部分国有股, 将国有股的比例降至 30% 左右甚至以下, 保持相对控股地位, 应该是一种较为理想的退出方式。

2. 上市公司通过再融资优化资本结构能够使公司治理机制更加有效

不同的股权结构对公司治理机制作用的影响是不同的。首先, 就代理权的竞争而言, 股权集中程度有限或大股东仅处于相对控股地位, 其他股东就有能力影响公司的重大决策, 致使经营能力低下、经营业绩不佳的经理得以更换。其次, 就监督机制而言, 对于有相对控股股东的公司来说, 股东具有对经理进行有效监督的优势, 在经理是相对控股股东的代理人的情况下, 其他大股东也会因其具有一定的股权数量而具有监督的动力。从当前的情况来看, 部分上市公司通过再融资来引入其他战略投资者, 或利用募集到的资金进行股权结构的进一步调整, 实现国有股持股比例相对降低, 由绝对控股股东变为相对控股股东 (笔者认为控股比例在 30% 左右较为理想), 对于我国上市公司治理结构的完善和治理效率的提高是有利的。

3. 上市公司通过再融资优化资本结构能够实现股权激励

上市公司公布的年报资料显示, 上市公司董事中有近 40% 零持股, 总经理中有 20% 左右零持股; 即使有的董事、经理持股, 平均持股量也很低。不可否认, 我国上市公司的经营者 (为数不少是董事长兼总经理) 对公司负有重大的责任, 这样, 如何

克服经营者与众多股东利益不一致的现象, 如何避免决策行为的短期化, 就是需要我们认真研究的重大问题。学术界普遍认为, 股权激励的办法能使经营者处于类似股东的地位, 可以促使他们着眼于股东利益最大化。但是由于一些基本的制度问题还没有解决好, 使得对管理层的股权激励制度在推行中遇到一些障碍, 而其中最难解决的问题就是没有符合法规规定的股票来源。如果上市公司利用企业资金从二级市场购买本公司股票, 会与《公司法》中“公司不得收购本公司股票”的规定相抵触; 如果不能从二级市场购入实施经营者持股所需要的股票, 公司只能将发起人持有的股权转让给经营者, 这又会与《公司法》中“发起人持有的本公司股份, 自公司成立之日起 3 年内不得转让”的规定相矛盾; 如果在激励制度中使用非流通股份, 则又会由于股票不能在市场上变现、经营者不能得到实际利益而大大降低激励效果。但是, 上市公司若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。所以, 上市公司通过再融资优化资本结构时, 能够比较容易地实现股权激励。

四、结论与建议

1. 对我国上市公司来说, 通过再融资实现国有股的相对减持能够达到预期目的。在上市公司再融资过程中实现资本结构优化的设想, 对于国有股股东持股比例较高的我国上市公司是适宜的。我国上市公司在配股过程中, 可以通过国有股股东放弃配股权、转让配股权等方式使国有持股比例进一步降低, 通过增发新股也可以达到同样的目的。这样, 上市公司在再融资目标实现的同时, 也使股权结构得以优化, 可谓一举两得。进一步, 我们还认为, 再融资过程中的机构投资者参与、投资者素质的提高等因素, 有利于上市公司股权结构变动后管理绩效的提高。

2. 国有股、法人股股东放弃的配股权, 仍应允许转配, 以有利于上市公司股权结构优化。伴随转配股上市日程的排定与实施, 通过转配股的上市流通而改善上市公司股权结构的想法将变为现实。

因此我们认为, 国有股、法人股股东放弃的配股权, 仍应允许转配, 甚至可以考虑将配股权定向转让给其他法人机构。我们提出定向转让配股权的理由是: 这样做不仅可以更快地降低国有股比例, 也可以使上市公司引进新的机构投资者, 使上市公司的股权结构趋于合理; 另外, 其他法人机构参股, 使上市公司在股权结构和治理机制优化的同时, 可获得更多的优质资产, 这对于上市公司改善资产结构、扩大经营规模、提高盈利水平都极为有利。

3. 利用再融资的契机进行国有股的回购和出售部分国有股是股权结构优化最为有效的方式。允许部分上市公司利用配股和增发的资金进行国有股份回购, 或在上市公司再融资时限定其出售部分国有股, 是实现国有资本战略性退出的较佳途径, 对于上市公司的股权结构优化也极为有利。从目前来看, 申能股份和云天化的股份回购试点虽取得了成

功, 即通过国有股回购方式减持国有股, 不仅提高了上市公司的每股收益水平、有利于国有资产的变现和保值增值, 而且也可以保持二级市场的稳定, 但这种方式的实施依赖于公司是否有比较充裕的现金, 因此在配售价格过高和数量过大的情况下, 其结果并不很理想。比如“中国嘉陵”和“黔轮胎”两家公司都有一定数量的股份未配售出去, 由承销商自留。我们还应看到的是, 配股和增发新股是资本市场中常见的上市公司再融资行为, 我国市场对再融资行为的反应已经较为理性, 利用再融资的资金回购国有股份, 既解决了回购国有股的资金来源问题, 又避免了上市公司直接向社会公众配售国有股的尴尬, 这一思路只要运作得当, 不失为国有资本战略性退出的有效选择; 另外, 在增发或配股时限定少量的国有股同时售出, 只要价格制定适当, 也应该能够比较顺利地实现股权结构优化。

参考文献

- [1] 刘树成, 沈沛. 中国资本市场前沿理论论文集 [C]. 北京: 社会科学文献出版社, 2000.
- [2] 沈沛. 中国资本市场热点问题研究 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2000.
- [3] 何浚. 上市公司治理结构的实证分析 [J]. 经济研究, 1998 (5).
- [4] 袁国良. 配股: 何时走向理性 [N]. 证券时报, 1999-03-24.
- [5] 杨明宏. 运用投行手段解决配股问题: 定向转让配股权 [N]. 证券时报, 1999-01-28.
- [6] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效 [J]. 经济研究, 1999 (12).

(责任编辑: 邢伯春)

ON REFINANCING AND EQUITY STRUCTURE OPTIMIZING OF OUR LISTED COMPANIES

GENG Jian-xin, LIU Wen-peng

(Commercial College, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: It is not disputed that the equity structures of our listed companies are not reasonable. The main methods of refinancing by our listed companies in capital market are allotment and issue new stocks, both of which can change and optimize the equity structures.

Key words: allotment; issue; equity structure