

# 论我国上市公司大股东控制下的股权再融资问题

章卫东 王 乔

(华中科技大学管理学院 430074 江西财经大学 330013)

**【摘要】**我国上市公司存在着强烈的股权再融资偏好,与西方财务理论融资顺序相悖。学术界普遍认为我国上市公司偏好股权融资的原因是股权再融资的成本偏低。笔者认为,我国上市公司偏好股权再融资的根本原因是我国上市公司的特殊股权结构造成的,过度的股权融资导致社会资源配置不合理。必须从完善上市公司治理结构、加强对股权融资的监管、规范市场运作等方面来治理上市公司过度股权融资问题。

**【关键词】**股权结构 配股 增发 再融资

上市公司的股权结构与融资结构有着内在的联系。西方发达国家企业的融资结构与现代资本结构理论相吻合,即企业融资方式符合“优序融资”顺序原则,这和西方发达国家的股权结构相关。在西方发达国家,尤其是美国,企业股权比较分散,大股东一般控制权在 25% 左右,上市公司进行股权融资常常会威胁大股东对公司的控制权;股东分散又使公司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,西方成熟市场的上市公司往往将股权融资排在债务融资之后。我国上市公司的股权结构存在“一股独大”的现象,且大部分是非流通的国有股和国有法人股,加上国有股和国有法人股股东的缺位,使得我国上市公司的股权结构和公司治理更加复杂,造成我国上市公司融资顺序与西方财务理论融资顺序相悖,即我国上市公司有强烈的股权再融资偏好。所以笔者认为我国上市公司的特殊股权结构是生产上述现象的根本原因。

## 一、我国上市公司偏好股权再融资的原因分析

1. 在大股东的控制下,上市公司股权再融资往往能轻易实现。由于我国上市公司的特殊股权结构,占绝对控股权的为非流通的国有股和法人股,流通股股东大多为个人股东,机构投资者数量较少。这种“一股独大”的股权结构,导致上市公司的控股股东完全可以按照自己的意志和融资价格进行再融资。又因为证监会配股或增发新股的制度存在缺陷,97 年以前任何上市公司都可以配股,造成上市公司的“圈钱”热。97 年以后虽然多次修改配股和增发制度来抑制上市公司的“圈钱”行为,但由于我国的会计准则、制度也不完善,有的上市公司则通过关联交易、债务重组来达到配股或增发标准;有的上市公司则利用会计准则、会计制度处理的可选择性和不确定性进行盈余管理;有的上市公司甚至通过“造假”来达到配股或增发的目的。在这些问题上,由于广大中小股东都处于弱势地位,无论是在股东大会表决权方面,还是对大股东的监管方面,对大股东的“圈钱”行为几乎无能为力。何况我国证券市场的投机性较强,股票是一种稀缺资源,配股或增发反而被中小股东视为“利好”,因而,中小股东不会轻易放弃配股权。再加上我国的证券监管和会计监督体系的弱化,使得我国上市公司股权再融资能轻易实现。

2. 大股东控制下的股权再融资使大股东能获得额外的权益增长。理论上讲流通股股东认为债务融资为企业最佳外源融资方式。但由于我国上市公司处于控股地位的大股东是非流通的国有股和国有法人股,大股东无法通过股票二级市场的交易而获利,从而选择成本较低的股权融资。因为我国证券市场股票的市盈率普遍较高,流通股的市价较高,大股东可以通过高价配股或增发来提高每股净资产,使大股东的权益大大增加,这种通过高价配股或增发带来的利益远远超过经营业

绩增长带来的利益,因而,大股东更热衷于股权再融资。1997年以前配股时大股东往往放弃配股,将配股权卖给中小股东,这样大股东不用掏一分钱便能从配股中获得巨大利益,权益融资所筹集的资金绝大部分都是由众多中小流通股股东贡献的,大股东则坐享中小流通股股东高价配股带来的净资产增值收益。后来政策规定不能放弃配股权,而上市公司则通过高价配股或增发之后,大股东利用其绝对或相对控股权的优势,再通过关联交易、债务重组的方式将资产转移到上市公司的母公司(即大股东)。

3. 大股东可控制股权再融资的成本。融资成本高低是上市公司进行再融资方式选择时考虑的重要因素。我国上市公司偏好股权再融资,在很大程度上是由于股权再融资成本低于债权融资成本。

我国上市公司大股东可将股权融资成本  $K_s$  控制在较低的水平:(1) 将股票分红率控制在较低水平。由于我国上市公司的特殊的股权结构,对大股东和经营者都缺乏有效约束机制,导致股利分配政策由大股东和经营者操纵,上市公司不分红或少分红的现象相当普遍,即使分红也以股票股利较多(见表1),从表1可见1998~2002年我国上市公司平均分红为0.040~0.09元之间。大股东将上市公司的分红率控制在较低水平可降低股权融资的成本。而债权融资却要支付固定利息费用,因此,我国债权融资成本高于股权融资的成本。(2) 大股东控制上市公司配股价或增发价格。在西方成熟证券市场,投资者普遍不愿参与高溢价股票发行的认购,股票发行的市盈率一般较低。而我国由于股票发行是一种稀缺资源,使得上市公司选择有利于公司的高溢价发行,股票的市盈率普遍较高,公司配股或增发新股时采用较高价格进行,有利于大股东。而高价配股或增发方案由大股东操纵,使得高价配股或增发能轻松实现。这样也降低了上市公司的股权融资成本。(3) 筹资费用率较低。我国上市公司配股和增发新股的筹资费用一般在1%~5%之间,低于西方国家的发行费用。再加上我国上市公司普遍成长性较差。因此,在大股东的控制下,我国上市公司股权融资成本较低,这是上市公司对股权再融资情有独衷的原因之一。

表1 1998~2002年中国上市公司现金分红情况统计

年份	1998	1999	2000	2001	2002
分红公司数(家)	229	263	307	704	680
公司总数(家)	825	923	1060	1136	1198
派现金公司占上市公司总数比例(%)	27.76	28.49	28.96	61.97	56.76
派现金公司平均现金分红额(元/股)	0.1777	0.1791	0.1604	0.1367	0.1208
上市公司平均派现额(元/股)	0.0493	0.051	0.0465	0.0847	0.0686

4. 在大股东控制下的上市公司,经营者与大股东有着趋同的融资偏好。我国上市公司有着特殊的股权结构,上市公司的产权关系复杂,国有股和法人股虽然占控股地位,但国有股股东不能流通且存在缺位现象,产权残缺使上市公司经营者成为企业的实际控制者,不仅大股东偏好股权融资,而且经营者的股权融资意愿也极强。因为股权融资既不会稀释它们的股权控制,又可使其控制的净资产增加。由于我国上市公司经营者在上市公司的持股比例极低,企业经理的效用依赖于他的经理职位,从而依赖于企业的生存。一旦企业破产,经营者将丧失任职的好处。这样,上市公司的经营者就不愿意冒债务融资带来破产导致其控制权丧失的风险,上市公司的经营者也赞同选择融资成本较低,又不会稀释控制权的股权融资。因此,上市公司的经营者与大股东有着共同的股权融资偏好,这也是我国上市公司股权融资容易实现的一个主要原因。

## 二、我国上市公司股权再融资行为应当理性化

由于我国上市公司过分偏好股权再融资,证监会规定的配股标准是上市公司过去的会计资料,导致一些已处于稳定增长的上市公司(如公用事业类上市公司),甚至成长处于下降的公司也能达到配股条件在证券市场进行再融资,造成不需要资金的公司也盲目在证券市场“圈钱”,筹集到了资金又无投资项目,只好委托中介机构理财或闲存银行,造成资源的浪费。而真正有发展前景,处于成长初期又需要资金的公司,却因达不到配股或增发标准而无权在证券市场配股或增发,使证券市场不能发挥资源的配置的功能。单一的股权融资方式也造成上市公司资本结构不合理,不能充分发挥财务杠杆的作用,为股东创造最大财富。同时,过高的配股价或增发价格也不利于证券市场的长远发展。因此,必须使我国上市公司股权再融资的行为理性化。

1. 完善公司治理结构, 规范大股东的行为。我国上市公司控股股东持股比例较大, 很容易通过控制董事会和股东大会左右企业的融资、股利分配等重大决策, 而持股比例较小的小股东很难表达自己的意愿。因此, 要使上市公司股权再融资行为理性化, 必须完善公司治理结构。解决国有股、法人股全流通问题以及国有股减持, 是完善公司治理结构, 解决“一股独大”的问题的有效途径之一, 但目前实施难度较大。为有效约束大股东的行为, 防止大股东在融资、股利分配等重大问题上损害中小股东的利益。笔者认为, 在解决国有股、法人股全流通和国有股减持之前, 公司在进行融资时, 由公司董事会提出方案, 独立董事签字之后, 再提交持股比例不超过 10% 的中小股东参加的股东大会通过。这样有利于保护中小股东的利益, 有利于约束大股东过分偏好股权再融资的行为。

2. 严格执法, 加大监管力度。市场经济是高度的法制经济, 证券市场是充满机会和诱惑的博弈场所, 需要制订股票融资、交易、信息披露等一系列“游戏规则”, 以便对市场参与者进行制约和威慑。为规范上市公司的再融资行为, 有关方面应当强化证券市场的监管力度和加强会计监督, 尤其要加大对上市公司大股东和高层管理人员的监督力度, 对违规者处以重罚, 对协同上市公司“造假”以达到融资目的的律师、评估师、注册会计师等中介人员也要进行重罚。还应当尽快建立证券民事赔偿制度, 加大违规者的责任, 使违规者无利可图。

3. 完善制度建设, 规范市场运作。要使我国上市公司股权再融资行为趋于理性化, 证监会应当完善股权融资的有关制度, 规范股权融资行为。(1) 要提高股权再融资的标准, 使一些绩差公司无法在证券市场融资; (2) 加快会计准则的制订和实施, 规范会计行为和信息披露, 使进行盈余管理或“造假”的上市公司无法在证券市场融资; (3) 对需要股权再融资的上市公司应当提供融资分析报告, 规定应当有较好的投资项目, 投资回报率应当大于同期银行存款利率, 将融资效率的评价由关注净资产收益率转变为重视募集资金项目的收益率, 对未达到此要求的应当给予公司及其高管人员处罚, 并要求公司在公开媒体上作出解释; (4) 要进行股权融资的公司, 应当有独立董事签字; (5) 对上市公司股权融资时的配股价或增发新股价格, 证监会应当在有关文件中作出明确规定。笔者建议, 配股价或增发价格不得高于净资产的 20% ~ 30%, 且市盈率不超过 20 倍, 这样有利于抑制上市公司高价配股和增发新股的行为; (6) 证监会应当对上市公司的融资或再融资建立保举人制度, 上市公司有违规融资行为时, 保举人要承担连带责任; (7) 要建立包括大股东、经营者在内的上市公司诚信体系, 使上市公司的大股东、经营者都弘扬诚信为本、操守为重的道德风范。

4. 完善上市公司股利分配政策。我国上市公司偏好股权再融资的原因之一, 是股权融资成本太低。而上市公司不分红、少分红又是股权融资成本低的重要原因之一。我们认为, 证监会应当大力提倡上市公司多分红, 并规定不分红的公司应在年报中对不分红的原因进行说明。证监会规定股权再融资的上市公司必须进行现金分红的规定是非常必要的, 不过, 此规定没有说明现金分红的比例, 而有的公司配股或增发新股后只是象征性地分配很小比例的现金红利。因此, 证监会有必要进一步规定那些配股或增发的上市公司的股利分配比例。

5. 上市公司融资方式应当多元化。在成熟的证券市场, 股权融资并非最佳的融资方式, 债权融资不仅具有抵税作用, 而且还具有财务杠杆效应。此外, 债权融资还能够减少由于所有权和经营权分离而产生的代理成本。相反, 股权融资除了要求高于债权融资的报酬率外, 还向市场传递了不好的信号, 常常导致股价下跌。因此, 在需要外部融资时, 西方国家上市公司往往选择债权融资方式。由于我国债券市场不发达, 观念上又存在“重股轻债”的思想, 上市公司很少进行债权融资。因此, 要大力提倡融资方式的多元化, 鼓励有条件的上市公司发行债券, 政府要进一步完善债券交易市场, 促进债券市场的发展。笔者建议, 应当鼓励上市公司发行可转换债券。融资方式多元化也是促使上市公司股权再融资行为趋于理性化的有效方式之一。

#### 参考文献

- 吴晓求. 2003. 我国上市公司资本结构与公司治理. 中国人民大学出版社  
刘红梅, 王克强. 2002. 我国企业融资市场研究, 中国物价出版社  
黄少安, 张岗. 2001. 中国上市公司股权融资偏好分析. 经济研究, 11  
施东晖. 2000. 上市公司资本结构与融资行为研究. 证券市场导报, 7