

股权结构、股权再融资行为与绩效

王 乔 章卫东

(江西财经大学 330013)

【摘要】我国上市公司一方面在再融资方式的选择上存在着强烈的股权再融资偏好,另一方面却是股权再融资的绩效低下。本文认为我国上市公司特有的股权结构是上市公司过度的股权再融资行为和再融资绩效低下的根本原因,并据此提出了相应的政策建议。

【关键词】股权结构 股权再融资 绩效

在我国,上市公司股权再融资的方式主要有三种:(1)配股(Right Issuing);(2)增发新股(Seasoned Equity Offering);(3)发行可转换债券(Convertible Bonds)。股权再融资行为和绩效问题一直以来都是国内外学者研究的热点问题。影响股权再融资行为和绩效的因素有很多:再融资政策、上市公司治理、为再融资目的所作的盈余管理等。国内外学者对这些影响因素均做了大量的研究。本文就我国上市公司的股权结构对上市公司股权再融资行为和绩效的影响进行了研究。

一、我国上市公司股权结构的特征

一是我国上市公司的股权结构复杂、股票种类繁多。我国上市公司股本按产权主体可分为:国家股、法人股、个人股;按发行地点、上市地点和投资者不同,又分为A股、B股、H股等。这些复杂的股权结构导致同股不同价、同股不同权、同股不在同一市场交易等问题的产生。二是我国上市公司资本结构中股权比例偏高。相对于非上市公司而言,我国上市公司的资产负债率偏低,据陈占峰等(2003)的统计,2001年我国上市公司的平均资产负债率为45.3%。三是国有股(国家股和国有法人股)股权过于集中,“一股独大”现象普遍存在。截至2004年12月31日,沪、深两市上市公司国家股占上市公司总股本的比重为46.97%,非流通法人股占上市公司总股本的比重为16.47%,两者合计占上市公司总股本的比重为63.44%^①,国有股和国有法人股“一股独大”。并且由于我国国有产权管理体制还没有完全理顺,国有股委托代理链过长,国有产权虚置,国有产权没有形成有效的代理、监督机制,国有股权实为内部人控制,内部人极有可能为了自身利益而损害中小股东利益。四是非流通股所占比重过大,社会流通股股权分散,缺少机构投资者。非流通股占发行总股本的63.8%,约为总股本的2/3,而流通股只占1/3,且流通股以中小股东为主,基金等机构投资者较少。

二、我国上市公司股权再融资偏好和绩效的现状

1. 我国上市公司更偏好股权再融资

我国上市公司存在强烈的股权再融资偏好是不争的事实,主要表现在:(1)从再融资方式来说,上市公司具有充分利用政策实现股权再融资规模最大化的动机。上市公司总是选择最容易的股权再融资方式实现融资规模的最大化,先后经历了配股——增发——可转债三种主要再融资形式;(2)符合股权再融资条件的上市公司大多不会放弃再融资的机会,不符合股权再融资条件的上市公司也会创造条件进行股权再融资;(3)上市公司会充分利用政策实现股权再融资规模最大化,如提高配股、增发和转股股价来达到扩大融资规模;(4)在股权融资中,股权再融资所占比重较大,其规模几乎与IPO发行规模相当,至2003年末上市公司股权再融资筹集资金超过3277亿元(见表1),已成为上市公司重要的资金来源渠道;(5)债务融资的比例很低,表现为上市公司资产负债率低于非上市公司,且不断下降。

^① 数据来源:根据我国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn)数据整理

表 1 1993~2003年上市公司 A股股权融资情况

年份	上市公司家数	股权融资总额(亿元)	IPO			配股			增发			可转债		
			家数	金额(亿元)	比例(%)	家数	金额(亿元)	比例(%)	家数	金额(亿元)	比例(%)	家数	金额(亿元)	比例(%)
1993	177	276.68	123	194.83	70.42	74	81.85	29.58	0	0	0	0	0	0
1994	287	99.78	110	49.62	49.73	67	50.16	50.27	0	0	0	0	0	0
1995	311	85.51	24	22.68	26.52	67	62.83	73.48	0	0	0	0	0	0
1996	514	294.34	203	224.45	76.26	49	69.89	23.74	0	0	0	0	0	0
1997	720	853.06	206	655.06	76.79	111	198	23.21	0	0	0	0	0	0
1998	825	778.02	105	409.09	52.58	153	334.97	43.05	6	30.46	3.92	2	3.5	0.45
1999	921	904.11	96	509.09	56.31	117	320.27	35.42	6	59.75	6.61	1	15	1.66
2000	1010	1541.44	89	826.88	53.64	162	511.09	33.16	21	174.97	11.35	3	28.5	1.85
2001	1130	1182.14	120	534.29	45.20	126	430.64	36.43	24	217.21	18.37	0	0	0
2002	1199	780.43	695	16.96	66.24	21	55.75	7.14	29	166.22	21.30	4	41.5	5.32
2003	1261	818.69	624	53.51	55.39	25	69.98	8.55	16	114.6	14.00	16	180.6	22.06
合计	8355	7614.2	1207	4396.5	57.74	972	2185.43	28.7	102	763.21	10.02	26	269.1	35.3

资料来源：根据深圳国泰安信息技术有限公司提供数据整理。

2 我国上市公司股权再融资绩效的现状

由于我国目前衡量上市公司是否具有股权再融资的资格的主要指标为 ROE 而 EPS 每股净资产、每股经营净现金流量对 ROE影响较大。因此，本文选用每股净资产、每股收益（EPS）、每股经营净现金流量以及净资产收益率来衡量上市公司股权再融资之后的财务绩效。下面以 2001 年 99家配股公司、22家增发新股公司及 2003年发行可转债的 16家公司的每股净资产、EPS 每股经营净现金流量以及 ROE来衡量上市公司股权再融资的财务绩效（见表 2）。

表 2 2001年配股、增发及 2003年发行可转债后经营业绩情况 单位：元/股

方式	家数	配股、增发、转股价格	每股净资产		EPS				ROE				经营现金净流量	
			配股、增发、转债前	配股、增发、转债后	前一年	当年	后一年	后二年	前一年	当年	后一年	后二年	前一年	当年
2001年配股	99	11.73	2.8	3.21	0.32	0.19	0.08	0.12	11.04	4.86	1.51	2.48	0.35	0.18
2001年增发	22	14.47	2.89	4.29	0.38	0.37	0.17	0.05	13.82	8.44	5.09	2.11	0.33	0.36
2003年可转债	16	8.36	3.28	3.77	0.351	0.39	/	/	11.34	11.11	/	/	/	/

资料来源：根据深圳国泰安信息技术有限公司提供数据整理。

表 3 1999~2002年中国上市公司平均每股收益比较

指标	2002	2001	2000	1999
每股收益 (元)	0.143	0.138	0.184	0.21
每股净资产 (元/股)	2.67	2.51	2.60	2.51
净资产收益率 (%)	5.75	5.52	7.06	8.33

资料来源：根据巨潮资讯网站 www.cninfo.com.cn 的资料整理。

从表 2 可见，除在配股、增发新股和发行可转债之后每股净资产有所增加，以及在增发之后每股经营净现金流量略有增加以外，配股、增发之后，EPS、ROE 以及配股之后的每股经营净现金流量均大幅下降。99 家配股公司由配股前平均 EPS 为 0.32 元/股，到两年后平均 EPS 为 0.12 元/股；22 家增发公司由增发前平均 EPS 为 0.38 元/股，两年后下降为 0.05 元/股；ROE 由配股前的 11.04%，两年后下降到 2.48%，不到配股前的 20%；ROE 由增发前的 13.82%，两年后下降为 2.11%，也不到增发前的 20%。从表 2 与表 3 比较可见，配股、增发后的上市公司无论是 EPS 还是 ROE 都低于全国平均水平。但 2003 年发行可转债的 16 家公司 EPS、ROE 在 2003 年下降不大，以后年份的情况还有待观察。但也有少数上市公司在配股增发之后 EPS、ROE、每股经营净现金流量是逐年增加的。如中兴通讯、兖州煤业、青岛啤酒、大众交通、上海汽车、同仁堂等上市公司。尤其值得一提的是 1998 年增发的 8 家公司，由于受到政策的支持，在增发之前进行了资产重组，剥离了部分不良资产，注入了优质资产，增发之后上市公司的经营业绩得到了改善，公司的股票价格也走出了一波上升行情。但总体上来讲，我国上市公司配股、增发及发行可转债之后无论是市场绩效还是财务绩效都是较低的。

三、股权结构是我国上市公司偏好股权再融资和融资绩效低下的根本原因

1. 我国上市公司国有股、法人股“一股独大”、“产权虚置”，导致“内部人控制”，内部人控制使得上市公司偏好股权再融资，并会导致股权再融资绩效低下

(1) 经理层偏好股权再融资。企业自由现金流量的增加可以增加经理层的效用。从委托—代理理论角度来看，股东和企业经营者各自具有自身的最大效用函数，两者利益经常出现冲突，经营者可能为了自身利益而牺牲股东利益，如享受在职消费好处、不努力工作等，这就产生了道德风险问题。大量研究表明我国上市公司经理层的货币报酬与公司经营业绩关联度较低（袁国良等，1999；魏刚，2000），为此，经理层为了自己的利益，努力追求在职消费，而在在职消费的多少又取决于企业的“自由现金”（free cash）。由于债权融资相对于股权融资来说是一种硬约束，需要定期还本付息，因而会减少管理者可支配的现金流量，可能使得自由现金枯竭，债务融资过多还可能产生财务危机成本，并且增加企业的破产风险，而一旦企业破产，经营者就无法享受在职消费的好处（Jensen 1986；Hart 1995）。显然，两者相比较，经理人更偏向于股权融资而厌恶债权融资。经理层对控制权的偏好，使得他们偏向于选择股权融资。控制权理论认为：企业融资结构在决定企业收入流分配的同时，也决定了企业控制权的分配。在现实世界中，完全的契约是不存在的，剩余控制权的分配就变得非常重要，企业融资结构的选择问题就是企业控制权在不同的证券持有者之间的分配问题。经理人在通常情况下是不会从股东的最大利益出发的，因此他们必须要被监督和约束，债务作为一种外部治理机制，具有“硬约束”性。这一理论给我们的启示是：从一个对企业控制权有偏好的经理人来说，企业融资结构的顺序是内部融资—股权融资—债权融资。根据上述理论，在我国，一方面公司债券市场很小，银行借款是债务融资的主要方式。另一方面，国有股占绝对控股地位，发行股票对股权的稀释作用十分有限。因此，作为内部人的经理人，在面对银行融资和股权融资两种选择时，自然会倾向于控制权损失更小的股权融资方式。经理人市场和控制权市场的缺失，加剧了经理层的股权融资偏好。当存在成熟的经理人市场和控制权市场时，经理人如果经营不善，就有可能被替换，甚至可能致使企业被兼并或收购，这样，对经理人来说，不仅完全失去了控制权收益，而且会导致不良声誉，经理人代理行为的成本就增加了。因此，有效的经理人市场和控制权市场可以减少经理人首先风险的发生。在我国，企业的破产机

制尚未完全建立，经理人市场和控制权市场也并不成熟，使上市公司管理层缺乏必要的监督和约束，加剧了股权融资偏好现象。

（2）内部人控制会导致股权再融资绩效低下。由于我国上市公司“内部人控制”现象突出，委托代理链较长，导致上市公司信息不对称非常严重。信息不对称是指有关交易的信息在交易双方之间的分布不对称，相关信息占有的不对称的结果是导致在交易完成后容易发生“逆向选择”和“道德风险”问题。如上市公司内部人利用信息不对称，进行非公允的关联交易，达到转移上市公司股权再融资募集的资金的目的；在上市公司已处于亏损时，仍然制造虚假的财务信息在证券市场进行股权再融资，用股权再融资募集的资金来维持公司正常的资金周转，虚假的财务信息暂时掩盖了上市公司亏损的真相。即使有的上市公司帐面是盈利，但这种盈利是靠融资后的扩张形成的，如果将资金的机会成本考虑进去，投资者的报酬并不高，甚至为负数，最终是投资者遭受损失。

2 非流通股股东偏好股权再融资，非流通股股东控制是导致股权再融资绩效低下的根本原因

（1）非流通股股东偏好股权再融资。关联交易导致非流通股控股股东偏好股权再融资，由于上市公司和大股东之间“剪不断理还乱”的关系，从小股东手中刚刚圈来的钱转手就变成了大股东的囊中之物，大大侵害了小股东的利益。控股股东占用上市公司资金的形式，主要是通过关联交易，包括实物方面的关联交易和资金方面的关联交易。据统计^②，2000年沪深两市发生各类关联交易行为的有949家，2001年，我国上市公司共披露关联交易1746笔，涉及金额1876亿元。大量的控股股东通过关联交易占用上市公司资金、从上市公司转移资产与利润。童驯等（2002）统计了2001年11月~2002年4月沪深股市114家公司大股东挪用上市公司资金状况，发现挪用资金额达到了426亿元，而上市公司股权再融资为大股东提供了可供挪用的资金来源。

追求每股净资产增值是非流通股股东偏好股权再融资的主要原因。我国证券市场设立的初衷就是为国有企业融资服务，使国有企业“脱困”，上市公司成立时就人为地造成“股权分置”。由于国有股、法人股不能上市流通，国有股、法人股无法通过二级市场的买卖而获取资本利得收益，其获利模式只有通过上市公司现金分红或者资本增值来实现。而我国上市公司现金分红比例极低（见表4），非流通股股东主要通过资本增值来实现自身利益最大化。所以，非流通股股东的获利主要取决于公司每股净资产的增加，即提高每股净资产额来实现其利益最大化的目标。提高上市公司经营业绩，增加内部积累可以提高上市公司每股净资产，但这种获利模式周期长、风险大，而通过在证券市场配股、增发新股可以迅速提高每股净资产额，对非流通股股东是一种成本最低的获利模式，因此非流通股股东特别偏好股权再融资。

表 4 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	229	263	307	704	680
公司总数	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	0. 1777	0. 1791	0. 1604	0. 1367	0. 1208
上市公司平均派现额	0. 0493	0. 051	0. 0465	0. 0847	0. 0686

资料来源：根据巨潮资讯网站 www.cninfo.com.cn 的资料整理。

② 数据来源：Wind资讯，转引自黄渝祥、李军等：我国上市公司股权制衡研究，同济大学-上海证券（联合）课题组上证联合研究计划第四期课题报告，2002

非流通股股东通过恶意发放现金股利和关联交易转移公司的财富很有可能受到来自于流通股股东反对,甚至法律的制裁,而股权再融资导致的非流通股每股价值的增加而引起的非流通股财富增加则更为可行、安全,而且增值幅度也很大,如李康等(2003)研究发现:对于非流通股东而言,在配股方式下,平均每股净资产增长率为30%,而在增发状态下,平均每股净资产增长率高达72%。因此,非流通股股东控制上市公司时,有强烈的股权再融资偏好。

非流通股股东有能力控制上市公司的融资方式的选择,轻易实现上市公司股权再融资。我国上市公司“一股独大”的股权结构,使得非流通股股东有能力控制股东大会,从而控制董事会,即非流通股股东完全可以按照自己的意志进行股权再融资,造成上市公司的“圈钱”行为。同时大股东也有能力操纵会计师事务所、承销商等中介机构的选聘。而会计师事务所、承销商等中介机构受利益的驱动,迎合上市公司的融资和投资活动,使上市公司的股权再融资能顺利通过,助长了上市公司的“圈钱”行为。

(2) 非流通股股东控制导致股权再融资绩效低下。非流通股东的获利主要来源于风险小、收益大、周期短的股权再融资的收益,非流通股东自然就会将关注的焦点放在股权再融资方面,而将经营业绩的提高放在次要位置,即我国上市公司存在“重融资轻使用”的怪现象。流通股和非流通股的获利方式有很大的差异。流通股获利方式主要为现金股利和资本利得,非流通股获利方式有现金股利、协议转让收益和控制权收益等等。而股权再融资有可能在很短的时间内提高非流通股股东的现金股利、控制权收益和协议转让收益,因此可以在很短的时间内提高非流通股股东的财富。“一股独大”使大股东有能力“掏空”上市公司,造成上市公司的低绩效。大股东与中小股东有利益一致的方面,即大股东通过加强公司的经营管理,提高上市公司的绩效,绩效提高带来的收益可以为所有股东共享。大股东与中小股东也有利益不一致的方面,如大股东凭借其控股地位获取“控制权收益”,这种控制权收益是通过转移上市公司资产、关联交易等方式攫取中小股东利益而获得的,这种收益是大股东独占的。我国证券市场还不规范,信息不对称比较严重,法律法规尚不健全,监管体系有待加强。国有股、法人股的“一股独大”,导致上市公司在融资、关联交易、对外担保、股利分配等重大问题上都由大股东“一言堂”,中小股东很难表达自己的意愿,是大股东能轻易获取控制权收益的重要原因。我国上市公司大股东“掠夺”中小股东的现象非常普遍,如当上市公司股权再融资募集到资金后,往往被母公司无偿占用。猴王集团1994年无偿占用“猴王A”8.91亿元资金,又为控股股东提供担保2.44亿元,公司涉及的重大诉讼共32项,涉及资金3.5亿元,导致“猴王A”巨额亏损沦为“ST”族,就是一个典型的案例^③。控股股东江西纸业集团无偿占用“江西纸业”配股募集的资金9.9亿元,控股股东的关联方占用“江西纸业”配股募集的资金达8.7亿元,导致“江西纸业”资金周转困难,出现巨额亏损,也沦为“ST”族上市公司^④。再如ST嘉瑞(000156)大量资金被其控股股东鸿仪集团占用和违反规定为其控股股东鸿仪集团及“鸿仪系”旗下的国光瓷业(600286)等进行银行贷款担保金额达10.73亿元,导致嘉瑞新材资金周转困难,严重亏损,该公司2004年末经审计的净资产仅5.24亿元,最终资不抵债沦为“ST”族上市公司。上述现象是由于控股股东与中小股东的利益的不一致造成的,控股股东有动机也有能力侵占中小股东的利益,孙铮等(2004)把这些行为称之为大股东“掏空”上市公司的行为,这也是上市公司股权再融资低绩效的关键所在。

3 我国上市公司股权结构的特殊性,导致董事会、监事会治理功能弱化,造成股权再融资绩效低下

我国上市公司股权结构(国有股、法人股)“一股独大”的特征,使得大股东可通过控制股东大会,从而控制董事会、监事会的人选,进而控股股东通过其控制的董事会“选举”产生控股股东满意的董事长,通过其控制的董事会选聘“称职”的总经理,控股股东在董事会、监事会和高级经理人员的选聘上具有绝对的“话语权”。加上独立董事制度尚不完善,导致董事会治理机制的弱化,形成了企业经理人员的“内部人控制”现象。因此,控股股东可以随心所欲操纵企业的股权再融资行为,在证券市场进行“圈钱”,而募集资金之后,却不努力提高上市公司的经营业绩,而是通过各种途径,如无偿占用、关联交易、资产重组、担保、股利分配等转移上市公司募集的资金,导致上市公司股权再融资募集的资金无法发挥效率,最终使上市公司业绩滑坡,即上市公司股权再融资绩效低下。

四、改进我国上市公司的股权结构的政策建议

从以上分析可见股权结构是导致我国上市公司股权再融资偏好和绩效低下的根本原因。因此,应当改善我国上市公司

③ 资料来源于大智慧分析软件。

④ 资料来源于大智慧分析软件

的股权结构。

1 解决“股权分置”是改善我国上市公司股权结构的前提

由于历史的原因我国国有股、法人股即非流通股与社会公众流通股取得成本不同，社会公众股的高溢价发行和高价配股、高价增发新股是在承诺国有股、法人股不流通的前提下发行的，如果按照目前的总股本实行全部流通，必然要损坏社会公众股的利益，是不公平的交易行为。而非流通股长期不能流通，不仅不能盘活非流通股，而且是制约上市公司的治理机制的症结所在。实行非流通股全流通，关键是非流通股和流通股的利益平衡问题。因此，本文认为，在科学计算非流通股和流通股的取得成本基础上，通过国有股、法人股“缩股”的办法让国有股、法人股全流通。如通过计算流通股的成本和非流通股的成本，以非流通股成本与流通股成本的比例，来确定非流通股的“缩股”的比例。也可以采取反向操作的办法，即按流通股的成本与非流通股的成本之比例，来确定流通股的送股比例，给流通股高价取得股权一定的补偿。这样才能兼顾流通股和非流通股的利益，实行国有股、法人股全流通，只要在计算流通股和非流通股的成本科学合理，不仅不会使国有资产流失，反而可以盘活国有资产，使国有资产在全流通过程中实现“有进有退”，使国有资本流向效率更高的行业或部门。即使实行全流通是一项“让利于民”的举措，也由于实行全流通有利于完善上市公司的治理，促使上市公司提高绩效，真正实现证券市场的资源配置功能，其意义远大于国有资产盘活本身。欣慰的是在本文完稿时，国家有关部门已出台了国有股、法人股“全流通”的方案，并实行非流通股对流通股的补偿机制。但出台的三一重工、清华同方等四家试点公司的让利太少，导致流通股股东不满，股市大幅下跌，四家试点公司的方案能否通过还有待观察。但我们认为，国有股、法人股“全流通”的试点方案推出，对抑制我国上市公司过分股权再融资偏好，提高股权再融资的绩效具有重要的意义。

2 大力培育机构投资者，发挥机构投资者在公司治理中的作用

在解决“股权分置”的同时，要大力培育以基金（包括国外基金）为主的机构投资者。欣慰的是在笔者完稿时，证监会、保监会等部门已得到国务院的批准保险资金可以直接投资 A 股。从国际经验看，机构持股者有较强的监控企业的作用，他们更关心企业的经营状况，在企业经营欠佳时，不是简单地抛售其所持股票，而更有可能行使基金股权作用，改组企业的董事会，更换不称职的经理，提高企业的经营效率。因此，机构投资者的增加在一定程度可以对国有股、法人股的行为起到制衡作用，有利于完善上市公司治理，有利于防止大股东侵占上市公司资产、滥用募集资金等现象，有利于促进大股东提高上市公司的经营业绩。

3 增加经营者的持股比例，使经营者的利益与股东的利益一致

我国上市公司中包括高级管理人员在内经营者持股比例较低，经营者无法获得剩余收益，导致上市公司的经营业绩与高级管理人员在内的经营者的报酬没有直接的关系。如果增加我国上市公司中包括高级管理人员在内的经营者的持股比例，有利于激励经营者努力提高上市公司经营业绩的积极性。

主要参考文献

陈占峰、黄贵海、宋敏等. 2003 中国上市公司的资本结构. 中国金融期刊网
李康, 杨兴君, 杨雄. 2003 配股和增发的相关者利益分析和政策研究. 经济研究, 3 7992
李增泉、孙铮、王志伟. 2004 “掏空”与所有权安排. 会计研究, 12 313
童驯. 2002 从 71 份公告看大股东占用资金. 上海证券报, 3 ~ 22
魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效. 经济研究, 3
袁国良、郑江淮、胡志乾. 1999 我国上市公司融资偏好和融资能力的实证研究. 管理世界, 3 150157
Jensen Meckling 1986 “Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers”, American Economic Review
5 654665
Hart Q., 1995 “Firms Contracts and Financial Structure”, Oxford University Press, London