

企业股权融资偏好分析

张亚春

(河北工程大学 财务处,河北 邯郸 056038)

[摘要] 长期以来,单一的融资体制和低效的内源融资能力导致我国企业过度负债,并成为困扰我国企业改革和发展的一个重要因素。近年来,随着证券市场的迅速发展和融资功能的增强,企业注重股票融资有其客观必然性,但过度依赖股票融资也将对公司本身和证券市场的发展带来许多负面影响。

[关键词] 股票融资;资本结构

[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-9477(2009)02-0026-03

我国上市公司偏好股权融资,是因为他们觉得通过证券市场获得资金是成本很低的,相对于负债融资的硬约束,通过股市融资则是一种软约束。上市公司大多重视从股市募集资金,而轻视对于股东的回报。据统计,上市公司不分配股利的比例,1994年不足10%,1997年上升到48%,1998年和1999年高达55%以上。整个的证券市场就是一个缺乏理性的市场,一方面是上市公司急于需要钱,不惜采取一切手段圈钱,另一方面股民缺乏理性投资意识,他们大多做短线,仅在意资本的增值,很少有人关心股利的派发。而在西方成熟的市场,股利收入是投资收入的大部分。

对于中国企业股权融资偏好现象,我们是无法用已有的基于严格市场约束的西方融资结构理论来解释的,因为中国企业即定融资结构的形成和中国特定的经济制度安排,以及这种制度安排与股份制内在缺陷的交互作用有着密切的联系,另外,由于经济制度安排往往又是受某种经济观念的影响,因此,中国企业股权融资偏好又和中国理论界部分学者极力提倡国有企业股份制改造以及大力提倡发展直接融资高度相关。回顾一下中国现实不难发现中国企业融资制度的演变,进而股权融资偏好特征的形成同理论思潮的引导不无关系。

经济体制改革以前,中国企业的资金主要来源于政府财政拨款,这种融资格局一方面加重了国库的压力,更为重要的是建立起了政府与国有企业之间的“父子”关系,给政府干预企业找到了一个合理的理由,最终导致政府有限资金的低效率使用。基于这种背景,中国政府受当时改革思潮的引导,于1983年和1984年两次进行了“拨改贷”的融资制度变革。将“包袱”甩给了国有银行。目的在于变拨款为贷款,变资金的无偿使用为有偿使用,提高资金的使用效率。

另外20世纪80年代中期,(理论界还倡导了国有企业的股份制改造)。但始料未及的是,到20世纪90年代,“拨改贷”的结果却是在企业一方形成了大量的不良资产,面对这种“两难选择”的局面,理论界提出了加快国有企业股份制改造的步伐,大力发展直接融资的改革思路,并最终反映到20世纪90年代中期的中央政府文件当中,作为一项策略确定下来。但问题在于,从理论角度讲,企业直接融资至少包括发行企业债券和发行股票两种方式,虽然这样,为何中国企业在融资结构的安排上更加偏好股票而不是债券呢?对于这个问题的回答,需要我们全面客观地对股票进行深入的分析,以此来认识股票、股份制在理论和实践上的偏差,从而揭示中国企业股权融资偏好的形成背景。

从理论上说,股票是股份公司开给股东的,用来证明股东的股份与股权,股东可凭此获得股息和红利的一种所有权凭证,它最终确立了股东与股份公司之间的契约关系,持有普通股票的股东一般享有以下四大权利,即参与公司经营决策的权利、参与公司盈余分配的权利、参与公司剩余财产分配的权利和对新股的优先认购权。

但股份公司现实运作中的变异及其制度规定上的某些缺陷已经使得普通股股东(大多数中小股东)的权利形同虚设。

一、股东参与公司经营决策的权利

按照原则规定,股东行使该权利的原则是“一股一票”,股东行使权利应以所持有的股份数额为基准,行使权利的方式是“举手表决”,但股份制的现实运作并不能保证股东权利的行使。

从世界各国的股份制运作看,股份制已呈现出如下特征:一是股权分散;二是加票制,股份公司为了笼络大股东,实行了加票制的做法,即“一股两票”,甚至是“一股三票”。在这种情况下,所谓股东可以参与公司经营决策的规定实际上是针对于大股东来说的,形式上,大量中小股东可以行使这项权利,但实际上该项权利对他们来说是形同虚设,真正操纵公司的是少数的大股东,现实中中小股东的理性选择起不了多大作用,在股份制的现实运转中,大量的中小股东很难像理论上描述的那样来表达对公司的意愿。

二、股东参与公司盈余分配的权利

按照公司法等的规定,普通股东可以分享公司的盈余,但同时也规定的股东参与公司盈余分配要视公司盈余的情况而定,通俗的讲那便是“有则分,没有则不分”。到此为止,问题还远远没有结束,因为按照公司盈余分配的会计规定,一方面,公司可以用当年盈余弥补前几年的亏损,另一方面,公司盈余分配存在一个先后次序,即偿还银行贷款和债权人的本金和利息在先,为股东分红派息在后,这样,现实中还会出现另外的一种情况,那就是有也未必分,更何况在监管不严的情况下,还会普遍存在上市公司通过会计处理,将有盈余做成没有盈余的现象。在这种情况下我们经常看到的实际情况是,股东辛辛苦苦劳动了一年,等年终分配时却发现大多数的上市公司采取的是不同的分配策略,即便有个别公司对股东分红派息,分配额度也十分有限。

三、股东参与剩余财产分配的权利

该项权利是针对公司破产清算而言的,从理论上讲,在股份公司倒闭破产后经过清产核资,如果还有剩余财产存在的话,普通股股东可以参与分配。但现实是,如果一家股份公司破产,它能否偿还银行贷款都成问题,哪里还有财产的剩余呢。从以上对股东三大权利的分析不难看出,这三项权利对于大量的中小股东来说,那便是圈钱。正因为如此,我国已经进行了股份制改造的许多企业出现“圈钱+翻牌公司”的现象也就不足为奇了。

四、股东对新股的认购权

股份制制度设计上一般规定,普通股股东对于公司增发的股票和配股等新股有优先购买的权利。应当说股东的这项权利是实实在在的,但需要注意的是,这项实实在在的权力只能是对股东再一次的圈钱,因为公司的增发新股和配股是需要股东花钱来购买的。

由此可见,股份制这项制度安排更多的是保护了公司及大股东的利益,它的确为某些企业、公司寻找到了一个筹资的途径,但这又通常是建立在牺牲大量中小股东利益基础之上的。股份制安排上的先天不足、我国国有企业股份制改造的特定目的以及市场监督的滞后是当前中国企业股权融资偏好的制度基础。

五、我国上市公司资本结构存在的问题

美国经济学家莫迪安尼和米勒创立的经典融资理论MM定

[收稿日期] 2009-03-11

[作者简介] 张亚春(1963-),男,黑龙江双城人,高级会计师,从事财务管理工作。

理认为在外部环境包括税收等条件即定或不考虑的情况下,公司的资本结构与公司的资产价值没有关系。由此理论主导下,西方更偏好于债务融资,美国非金融机构外源融资来源大致如下:债券融资 29.8%,机构贷款 61.9%,股票融资 6.2%,其他资金 2.1%。不少专家学者都在以 MM 定理为模板来分析我国上市公司的资本结构,与西方成熟资本市场的融资理论相比我国上市公司资本结构主要存在如下问题。

(一)从 MM 定理与我国上市公司的适用性看我国上市公司资本结构存在的问题

从融资角度分析,我国上市公司的资本不外乎来自两个方面,其一是债权人,其二是股东。它们各自的目标和行为不同,股东要求实现公司价值最大化,债权人要求保证债务的及时归还和利息的如期支付。而经营者面对两种不同目标和行为的投资者,要采取其对策,从而不可避免地产生经营者与投资者的矛盾。MM 定理所揭示的这种关系的相互冲突性和一致性问题,在我国上市公司中同样存在。

由于债券和股票在发行成本、净收益、税务以及投资者对公司所有权的认可程度都不一样,在给定投资机会时,公司的融资决策就是如何根据自己的目标函数和收益成本的约束,选择适当的资本结构。因此,我们在引入公司资本结构理论时,不能只看其模型本身,而要看它所体现的真正内涵,即不能只见其现象,而看不到其本质。

(二)从 MM 定理的前提条件看我国上市公司资本结构存在的问题

1. MM 定理是建立在充分有效资本市场假设前提下的,而我国资本市场刚刚起步,在结构与功能两大方面都存在问题。

(1)宏观结构问题

我国的资本市场是单一品种主导的市场,股票与债券的比例失衡。在西方国家成熟市场下,债券融资是股票融资的 3-10 倍,而我国的证券市场却是股票独大。由于股票比债券风险大,投机性强,因此必然带来市场的波动。

(2)微观结构问题

我国上市公司股权结构特殊,国有股不仅在上市公司中占很大比重,而且国有股、法人股等非流通股占公司股本 65% 左右。由于国有股一般由国资部门行使股东权,其对公司享有的权利并非个人出资形成的经济授权而是一种行政授权,公司经营业绩与其个人经济利益没有直接的联系,国有股的代理人往往只行使“廉价股票权”,却对公司经营不承担任何责任。在国有资产缺乏真正意义上的人格化代表,产权主体虚置的情况下,国有股权代理人与公司管理者之间往往存在一种默契关系,他们共同的“寻租”行为导致上市公司“内部人控制”现象十分严重。再者,由于公司改制不彻底,不少公司的股东结构不稳定。在发达国家成熟市场上,公司的股东结构要么是机构投资者成为主要的投资人,要么是公司法人互相持股。而我国上市公司的股东结构则是部分国家股或部分法人股加广大的中小投资人。这显然不能形成稳定的股东结构。结构的失衡必然带来资本市场与上市公司行为的失衡。

(3)资本市场的功能问题

由于我国股市出现时间不长,各方面的功能发挥十分有限。比如在中国的资本市场极少出现“敌意兼并”的情况,发生的兼并事件也是以场外协议收购国有股、法人股为主,资本市场的接管机制和资源优化配置功能不能完全发挥出来。再比如,市场信号功能的发挥,很大程度依赖于股票价格对公司经营业绩真实的反映,而我国上市公司的股票价格更多地是受一些政策因素及其他与现实经济无关的因素影响,往往不反映公司的经营业绩。去年,我国股市与经济背离便是最好的例证。市场信息反馈与价格发现功能的弱化使那些潜在的投资者很难看到某一行业、某一公司的内在价值。因而很难对未来做出理性判断,从而使资本的流动失去了动力和方向。

2. 我国资本市场的所得税功能发挥受到制约

我国所得税在资本市场的融资调节作用主要受三方面因素的制约,一是所得税地位,二是地区差异,三是税率单一化。从所得税地位来看,比如在美国个人所得税为税制体制中的主体税种,在整个税收收入中占有绝对的优势地位,成为国家财政收入的主要来源。我国的个人所得税目前尚处于发展阶段,个人所得税占各税收入的比重相对偏低。2000 年我国个人所得税收入仅占各税收入的 5.38%,而同年美国的个人所得税占税收总

额的 45.6%。如此规模之小的税收收入功能,决定了我国个人所得税在个人收入分配调控上的作用有限。

从公司所得税地区差异来看,虽然我国税法规定公司的所得税税率为 33%,但由于公司所得税由各地财税部门征收,收入部分上交地方政府,对地方财力的构成和增长举足轻重,所以,尽管国家有统一的公司所得税政策,但各地各级政府为了增加财政收入,争取外来税源,纷纷“招商引资”,变通公司所得税政策。比如,有的地区上市公司全部免缴税收;有的是定额上缴或包干递增上缴;也有“先征后返”的;还有参照高新技术开发区优惠税率再减半征收的,甚至有跨地区“注册经营”而予以免缴减缴税收等。上市公司所得税税负不统一,导致税收对上市公司的产业导向作用减弱,造成了上市公司间不平等竞争。同时,由于地方政府对上市公司实行的税收优惠政策有一定的周期性和波动性,还会造成上市公司税后利润的畸高畸低,导致业绩泡沫或虚假亏空,使投资者对上市公司的成长性认识不足,从而不利于保护投资者利益。

从个人所得税来看,我国利息、股息、红利所得的所得税税率为 20%,所得税税率单一化,不按累进课征制征税,个人所得税与公司所得税之间缺乏均衡负债率的作用。目前,我国税法规定公司所得税税率为 25%,明显高于个人所得税税率。在公司税率大于个人税率的前提下,负债的节税价值就难以被抵消。这样的公司,其负债会增加公司的财富,进而增加公司价值。不仅如此,公司还可以通过多种途径避免股东的所得税,比如公司可采取高留存、低股利的分配政策,从而使公司股票的市场价值上升,股东可以获得资本利得收益。在我国,资本利得收益的所得税率低于股利所得税率(目前的资本利得所得税为零)。很显然,类似的公司行为将降低股东个人的赋税水平,使负债节税价值大于个人赋税。

3. 公司的退市与破产制度不健全

在我国,虽然《破产法》早已出台,但由于职工就业、银行债务等多种原因,公司破产有法难依,上市公司的退出更是难上加难。即便公司破产,我国《破产法》也缺乏对破产公司的管理者施加“惩罚”的约束。破产制度不健全必然导致上市公司难以树立风险意识。一方面反映公司经营风险的负债水平居高不下;另一方面助长了上市公司的过度投资行为,致使公司绩效出现下滑的趋势。破产制度的这种双重作用必然导致公司绩效与资本结构负相关。

我国上市公司普遍偏好的资本结构的形成有其自身的原因,这种资本结构在中国当前正处于转轨的经济环境下有一定的适用性,因为偏好于股权融资将保持较低的资产负债率,从而可以保证上市公司具有较高的财务灵活性。这对于上市公司的生存与发展是非常重要的。

过度的股权融资不仅会使公司的加权平均资本成本大大提高,不利于公司的整体发展,而且由于没有来自债权人的约束与监督,容易出现项目选择的随意性与资金营运的低效率。形成内部人控制公司的局面,同时也无法享受债务所带来的利息支出的抵税效应与适度的财务杠杆效应。

所以说,必须对影响我国上市公司资本结构的各种因素进行必要的分析,找出问题并分析其成因,以期能找到一种可以使公司资本结构优化的制度基础和技术措施。同时也希望公司如实披露信息使市场保持足够的透明度,以推动我国资本市场持续健康发展。

【参考文献】

- [1] 黄海声. 公司治理视角的上市公司融资行为成因探析[J]. 财会研究, 2005, (4): 52.
- [2] 张英明. 我国上市公司融资偏好及成因分析[J]. 财会研究, 2005, (4): 56.
- [3] 周业安. 战略公司理论的新进展[J]. 经济理论与经济管理, 2005, (2): 63.
- [4] 财政部会计资格评价中心. 财务管理[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004.
- [5] 赵蒲. 公司治理下的资本结构研究[J]. 紧急理论与经济管理, 2003, (9): 72-74.

【责任编辑: 陶爱新】

The financing preference analysis on enterprise stock right in our country

ZHANG Ya - chun

(Hebei University of Engineering, Handan 056038, China)

Abstract: For a long time, a single financing system and inefficient endogenous financing capacity result in over - indebtedness of enterprises in our country and become an important factor which plagues the development and reform of the enterprises in our country. In recent years, with the rapid development of securities markets and enhancement of financing abilities, enterprises have focused on the stock financing. However, over - reliance on stock financing will cause many negative effects on the companies themselves and the development of securities markets.

Key words: stock financing; capital structure

(上接第25页)

(三)教学区

该区是学校的主体建筑群区,集中了图书馆、教学大楼、实验大楼等主要建筑,是校园的核心区域。此区的绿化景观应形成幽静美丽的环境,以矮灌木或草坪为基调,点缀雪松等树姿优美的乔木,形成疏林草坪。中心绿地是整个校园中面积最大,也是功能最全的一个绿地。在这片绿地中,采取自然式布局较好。为学生提供了一个充满自然气息、安静的课外游憩和学习的优美环境。绿地中的植物种植多为自然式,合理运用孤植、对植、群植等方法,既具有观赏性也有引导、分隔的作用。

(四)学生生活区

该区人流量大,学生比较集中,针对学生生活活泼好动的特点,这个区的植物配置应考虑耐破坏,以及适合一些运动的特点。且选用树木要注意体现春华秋实的景观效果,使宿舍区具有春、夏、秋、冬四季景色,绿地内可适当设置铺装场地,安放桌椅或棚架、花台及树池等,满足学生休憩的需要;食堂周围绿化以自然式为主,多选用芳香型植物、观赏型植物、驱蚊虫类植物等,例如桂花、丁香、雪松等;其它生活区建筑周围绿地设计,结合相应建筑的特点,同时考虑学生集散地需要,以校园的总体绿化基调为前提。另外,因为是生活区,同时也需要创造安静、卫生的环境。在植物选择上主要以花灌木和草坪为主,疏植乔木,这样既有绿化的作用,又不影响室内的通风采光。

(五)教工生活区

该区在绿化时需要留出适当的场地为教工晨练、散步和休憩提供环境条件。建筑周围以低矮的灌木绿化为主,绿地植物种类上可选择部分有文化内涵、寓意的植物,如松、竹、梅、桃、李等,体现高雅的情趣。并着重营造高雅的文化氛围,为教工休闲锻炼提供良好的绿化环境,可选择扶桑、鹤望兰、菊花等植物。该区建筑物之间,适合栽种些较低矮的花灌木,如各色月季、梅花、黄杨球、桂花、美人蕉、腊梅等。还可在护坡面上栽种迎春花、金钟花、海棠等垂枝型灌木。

(六)体育运动区

该区对隔音、吸尘、耐践踏方面要求较高,并考虑以鲜艳的色彩烘托体育运动的热烈的气氛。可在场地四周栽植高大的乔木,树下配置花灌木,或以树阵的方式绿化,不但可以阻挡噪音,

还可以使场地夏季有绿荫,冬季避免寒风的侵袭,同时,适当设置休息设施,或小型运动、健身设施。体育活动区绿化形式以规则、简洁为主,选择具有较强的抗尘和抗机械破坏性能的植物,栽植一定面积耐践踏草坪和成片树林,为人们运动之后休息提供休息场地。

(七)后勤服务区

该区绿化以常绿植物为主,见缝插绿,种植常绿的乔灌木,增加绿量,改善生态环境,对有特殊功能的建筑如配电房、泵房等,周围的绿化以保证建筑和设备的安全为前提,尽可能多的种植常绿的乔灌木。

(八)休闲娱乐区

该区应满足全院师生休息游览的需要,属于花园式绿地,可按照园林设计的一般方法,采用符合学校特点的造园要素进行规划设计。

总之,学校是师生的家园,是学生学习、交往、娱乐的场所,是教师教书育人的场所。因此校园园林绿化设计要因地制宜,既符合科学发展观的要求,又能创造高品位的、特色鲜明的校园人文环境。

[参考文献]

- [1]李慧,段艳红.校园绿化设计原则研究[J].平原大学学报,2004,(10):9.
- [2]徐舟跃,鲍晓曙.大学校园绿化的植物品种选择[J].农家之友,2008,(10):62.
- [3]胡秀良.高校校园绿化问题及实际应用要点[J].职场管理,2006,(5):66.
- [4]方绍正,邓静.论高校校园绿化过程中树种的合理选择[J].农业科学,2008,(31):114.
- [5]严天发.校园绿化的问题与对策[N].中国花卉报,2005-11-03(06).
- [6]谢艳兵.校园园林绿化设计应注重和谐美[J].学术论坛,2007,(24):212.

[责任编辑:王云江]

The functions of college landscape and review of design

MA Xiu - ying

(Logistics Service Group, Hebei University of Engineering, Handan 056038, China)

Abstract: College campus landscape is an important material foundation of college development and it is also a window of campus spiritual civilization. This paper introduces the functions of college landscape and design principles of campus landscape. The author puts forward that the design of college campus landscape should focus on people and the harmony of overall effect.

Key words: campus; landscape; design