

摘要

现代资本结构理论认为，为了实现股东价值的最大化，公司应遵循从内部到外部的融资路线。由于负债具有一定的税收规避效应，增加负债可以有效地提升股东价值，因此公司在外部融资中应首先考虑债权融资，然后才是股权融资。

但我国的实际情况并非如此，本文对中国上市公司历年的融资数据进行了分析，结果表明：中国上市公司存在着强烈的股权融资偏好。在融资总额中，股权融资的比例逐年上升，占据融资的首要地位，债权融资比例基本不变，而内源性融资的比例却逐年下降，融资顺序依次为股权融资、债权融资和内源性融资，恰好和资本结构理论给出的融资顺序相反。

本文认为，中国证券市场独具特色的“二元股权结构”，是解释上市公司股权融资偏好的关键。正是因为中国证券市场在基本制度方面同成熟市场有着根本的不同，才造成了中国上市公司在融资顺序上同成熟市场的上市公司有着方向性的差异。

本文从一个新的视角——二元股权结构出发，分析了上市公司的分红政策、非流通股的套利机制、内部人控制的公司治理结构，以及上市公司内源性融资不足等问题，从而以二元股权结构为主线，系统地解释了中国上市公司股权融资偏好的形成原因。

股权融资偏好造成了诸多不利的影响，包括资本市场价格机制失灵，资源配置功能失效、生产要素中资本对劳动的替代、上市公司对非上市公司的不公平竞争、股票二级市场的投机泡沫，以及部分上市公司的造假和不诚信等。

为消除股权融资偏好的不利影响，本文提出的政策建议是：尽快解决二元股权结构、改变“筹资型”的股票市场政策定位、完善和发展债券市场、建立股东代表诉讼制度和流通股东分类表决机制等等等，从制度上保护中小投资者的权益，从而保护市场的健康发展。

关键词：证券市场、上市公司、股权融资、资本结构、二元股权结构

分类号：F832.5

Abstract

The modern capital structure theory declares that in order to maximize its market value, company would like to make use of internal financing firstly, and then external financing. Because of the tax-deduction effect of debt, debt financing is prior to equity financing in corporation's external financing.

However, data analysis shows that listed companies in China have a strong preference in equity financing. In the last ten years, the percentage of equity financing has increased year by year, while that of debt financing kept stability and internal financing dropped rapidly. Therefore, the companies' financing order was firstly equity financing, and secondly debt financing, and thirdly internal financing, which is just contrary to that of the theory as above.

The key to explain this phenomenon is the dual-equity structure existed in Chinese listed companies, which characterized Chinese capital market, and just because of which, Chinese companies have a reversed order in their financing, compared with foreign companies.

Based on the dual-equity structure, systematically, we analyzed the companies' dividend policy, the phenomena of internal-control, the insufficiency of internal financing, and the arbitrage of the nonnegotiable equity, which have strong correlation with the preference of equity financing.

Equity financing preference has a series of disadvantages such as the failure of price mechanism, the capital substitution for labor, the unfair competition in listed and unlisted companies, the loss of honesty culture in business, and the serious speculation in the stock market.

In order that Chinese capital market can get greater and healthier development, we put forward some policy suggestions at the end of this essay. The most important thing we think is to break the dual-equity structure as soon as possible. At the same time, the administrations must relocate the policy to the stock market, accelerate the development of bonds market, and protect the circulation-equity in capital market.

Key word: listed company, equity financing, capital structure, dual-equity structure, stock market

中国上市公司股权融资偏好研究 ——基于二元股权结构的分析

第一章 绪论

中国证券市场从 90 年代初开始起步,经过十多年的发展,目前已经具备了相当的规模。这种规模不但体现在上市公司的数量和市场价值上,还体现在上市公司的行业代表性、证券市场筹资额,以及证券种类的多样性上。据统计,截止到 2003 年 12 月 31 日,境内上市公司数量(含 B 股)已达到 1,287 家,市价总值达到 42,457.71 亿元,流通市值达到 13,178.52 亿元¹,投资者开户数达到 7,025.41 万户²,证券市场的累计筹资额超过 7000 亿元³。在如此巨大的规模下,股票市场已经摆脱了初期“试验”的性质,成为对整个宏观经济有巨大影响的金融存在。

第一节 选题意义

随着证券市场的发展,从 2000 年开始,伴随着一轮证券市场牛市的结束,一些深层次的问题开始暴露出来。首先表现为流通股的股价泡沫和过度投机的问题,其次表现为上市公司和中介结构的经营诚信问题,最后表现为上市公司的法人治理结构问题、流通股和非流通股分割的“二元股权结构”问题,以及上市公司的过度股权融资问题等。这些问题如不尽快解决,将直接妨碍我国证券市场的进一步健康发展。特别是 2001 年以来,在全球经济举步维艰的情况下,我国宏观经济却一枝独秀,一直保持着高速的发展势头。然而与此形成鲜明对照的是,我国证券市场在此期间内却持续低迷,丧失了反映经济的“晴雨表”功能,不仅不能正确反映我国 GDP 高速成长的事实,还出现了罕见的证券行业全行业亏损的局面,金融风险陡增。金融实践迫切要求对证券市场的制度设计进行重新思索,及时解决制约证券市场发展的各种制度缺陷。

作者从事证券投资业务,有较长时间的实际工作经验。在学习了金融学专业理论后,将理论与工作实践相结合,选择了“中国上市公司的股权融资偏好”问题作为学位论文的选题。文中首先对我国上市公司历年融资数据进行了统计分析,结果表明,我国上市公司的确特别偏好股权融资,而忽略债权融资和内源性融资。上市公司的融资顺序并不遵循所谓的“啄食原则”,即首先考虑内部融资,在不得不进行外部融资的情况下,也会首先从债权融资开始,股权融资作为最后

的融资手段，一般不轻易使用。我国上市公司偏好股权融资的现象同经典的融资理论相矛盾，也同发达国家证券市场的实证结果相悖。为什么会出现股权融资偏好，股权融资偏好对证券市场的影响如何？如何建立正常的融资偏好，完善上市公司的融资结构？这些问题的研究无论是对证券市场监管部门，还是投资者，都具备一定的参考价值，也对进一步提高我国上市公司的素质、更好地发展我国的证券市场具有一定的理论和现实意义。

第二节 国内外研究现状

股权融资偏好问题的研究，离不开资本结构理论。从 1958 年莫迪尼亚尼（Franco Modigliani）和米勒（Merton Miller）发表首篇关于资本结构理论的论文⁴，提出公司资本结构的MM模型开始，西方金融学者在此基础上相继提出了多种有关资本结构的理论和模型，得出了很多有价值的结论，但至今仍没有一个非常明确的答案。

最初的MM模型在信息充分和无税环境的假设下，得出公司价值和资本结构无关的结论，米勒（Miller）在 1977 年将税收问题考虑进来⁵，得出的结论是：在有税收的条件下，由于债权融资具有税收规避的作用，100%的负债结构对股东最为有利，当然这在现实生活中是不可能的。MM模型之后，学者们沿着MM模型的基本思路进行了更为深入地探讨，逐步放宽模型的假设，并引入代理成本的概念，从而建立了“代理成本—税收规避权衡模型”，该模型认为公司资本结构的决策取决于债权融资的税收规避收益和代理成本之间的平衡，这是迄今为止公司杠杆理论的主流模型。另有部分学者，通过放宽信息充分的假设，陆续发展了“资本结构的排序假说”和“公司财务结构的信号理论”等多种理论。

尽管存在不同模型的争论，但不同模型在融资顺序的问题上，基本都达成一致意见。各种模型都认为股权融资不应作为融资顺序的首选，内源融资和债权融资才是公司的筹资首选。这个顺序也得到了迈尔斯和麦吉勒夫对美国 1956—1982 年间企业筹资结构实证研究的支持。

托宾 Q 理论主要研究公司股票价格和投资支出的关系。Q 理论的核心概念是 Q 值，即：公司市场价值和资产重置成本的比值。托宾认为：若 Q 值大于 1，表明资本市场对公司的评价较高，这时企业一般倾向于通过发行股票来筹集资金，开工新的投资或者进行并购，这对企业来讲是有利可图的。反之，若 Q 值小于 1，说明市场对企业现有的资产结构是不满意的，这时企业如果想扩大投资，只能以更高的代价取得，这对企业不利，企业一般不会或者很少通过发行股票来筹资。尽管 Q 理论的本意并不是研究企业资本结构，而是企业投资支出，但它在一定程度上较好地解释了公司所有者资本结构的形成。我国证券市场由于特殊

的原因，股价一直大大高于净资产，Q 值一直居高不下。我们认为 Q 理论可以在一定程度上解释中国上市公司的股权融资偏好，因此将 Q 理论也作为研究中一个重要的理论基础。

中国证券市场尽管发展的时间不长，但已有不少学者已经对证券市场的融资结构作了深入的探讨。对于我国上市公司偏好股权融资的问题，学者们给出了很多种理论解释。大多数分析都基于主流资本结构理论，对我国股权融资的实际成本进行了探讨，学者们形成共识的是：我国股权融资的成本较低是形成上市公司股权融资偏好的一个重要原因。

在此基础上，部分学者从国有股、法人股“一股独大”的公司治理结构方面进行分析。周夏飞⁶认为，我国股票发行的额度控制制度，使得股票市场的需求大于供给，证券市场上正确的投资理念尚未形成，股价在投机的作用下偏高，从而使上市公司不必负担股权融资过高的代理成本，而投资者对上市公司不分现金红利却大量送股配股的分配方式也并未表现出不满，因此造成我国上市公司的股权融资偏好。周夏飞还进一步讨论了上市公司管理层的激励制度，认为激励制度不足降低了股权代理的成本，从而降低了股权融资的成本，加深了股权融资的偏好。

林云、陈方⁷正对从公司治理中内部人寻租的角度论述了股权融资偏好，认为由于我国上市公司的股权融资中存在着巨额的租金，加上上市公司普遍存在内部人控制的现象，从而诱使上市公司进行寻租，导致了股权融资偏好，文章还进一步对存在于股票发行价和股权融资成本中的租金进行了分析。

赵秀芝⁸认为，上市公司股权融资偏好主要由于我国的上市公司脱胎于国企，股份制改制后“由于官本位和地方保护主义的思想并没有因为公司增加了几个社会股东而改变”，“旧体制下的‘投资饥渴症’延续到上市公司”；另一方面，我国股份制经济尚处于建立和完善的过程中，还没有形成较为完备的法律法规体系，对投资者保护措施不到位，不利于遏制上市公司的“圈钱行为”；此外，债券市场不发达也是造成上市公司股权融资偏好的一个原因。

还有学者从实证角度，通过数据定量地分析公司的融资需求和股权融资偏好。刘星⁹对决定上市公司融资策略五个重要方面，即公司的财务状况、股权结构、控制权结构、资本市场和宏观经济因素，采用逐步回归和综合因子方法，分析我国上市公司制订负债融资和权益融资策略的主要决定因素，并根据各个因子载荷的大小，分别对影响负债融资和权益融资的主要因素进行了重要性排序，排序的结果证实了上市公司的股权融资偏好。韩德荣和李艳荣¹⁰以上证 30 指数为样本，实证研究了上市公司的再融资顺序，也得出了我国上市公司股权融资先于债权融资的结论。

归纳起来，国内学者对中国上市公司股权融资偏好的解释基本集中在两个方面：股权融资的低成本和制度造成的“软约束”。至今还缺乏从二元股权结构的角度，系统研究我国上市公司股权融资偏好方面的成果。

第三节 研究方法

1、本文在总体上采用理论与实践相结合的研究方法，先通过对数据的分析提出问题，再运用相关理论分析问题、解决问题。

2、本文比较注重对比分析的方法，通过理论和实际的对比、中外融资数据的对比、中外证券市场结构的对比等，在对比差异中寻找问题的答案。

3、本文还采用了利益分析的方法，对不同利益主体，如上市公司、上市公司的管理层和控股股东、流通股股东等，从利益最大化角度出发，分析他们不同的反应和对策，以及由此造成的影响。

4、本文注重数据说话，尽量使用较多的数据佐证观点。在涉及证券市场的相关数据上，本文主要采用综合分析的方法，将证券市场所有上市公司当作一个整体来处理，使用全部上市公司的汇总数据进行分析。

5、在分析股权融资偏好对要素配置的影响方面，本文应用了生产理论中的等产量线的分析模型。

第四节 本文结构

本文的内容主要分成五个部分。

第一部分：简要地回顾了有关资本结构的理论，包括主流的资本结构理论及其发展，以及托宾的“Q”理论等。

第二部分：对中国上市公司历年的融资来源进行数据分析，包括债权融资、股权融资和内源性融资三个方面。并在此基础上，得出中国上市公司历年的融资结构。数据分析表明：中国上市公司确实存在着股权融资偏好，一直将股权融资放在融资首选位置。

第三部分：运用金融理论，对中国上市公司股权融资偏好的深层原因和形成机制进行剖析。

第四部分：分析过分依赖股权融资可能会产生的不利影响，包括对资源配置的影响、对市场效率的影响和对证券市场发展的影响等。

第五部分：根据上述分析，提出了消除上市公司过度股权融资，建立正常融资顺序的若干政策建议。

第五节 主要观点和创新之处

目前，对“中国上市公司股权融资偏好”进行分析的研究成果较多，但从“二元股权结构”这个角度进行系统分析的研究成果较少，本文将从这个角度对我国上市公司的股权融资偏好行为进行研究。

“二元股权结构”指的是中国证交所特有的一种分割的股权结构体系，上市公司的股本结构中包含着多种相对独立、相互割裂的股权形式。首先，上市公司的股本被分割为流通股和非流通股，其中流通股又被分割为A股流通股（人民币普通股，以人民币计价，在沪深交易所进行交易）、B股（人民币特种股票，以港币或美元计价，在沪深交易所进行交易）、H股（以港币计价，在香港联合交易所上市交易）和N股（以美元计价，在美国证券市场进行交易）等；非流通股可以细分为国有法人股、社会法人股、自然人持有的非流通股等。上述不同的股权形式之间难以相互转换，相互之间形成割裂状态，每一种股权形式背后所代表的所有者结构体系有很大差别，具备不同的权利特征。其中，流通股和非流通股的分割是二元股权结构中最主要的内容，非流通股在二元分割的股权结构中占有公司的绝对控股地位。

本文认为：恰恰是二元股权结构这个具有中国特色的市场制度因素，构成了解释我国上市公司股权融资偏好的关键。正是中国证券市场在基本制度方面同西方成熟证券市场有着根本的不同，才造成中国上市公司在融资顺序上，同发达国家上市公司有着方向性的不同。

二元股权结构可以系统地从多方面解释上市公司的股权融资偏好。

在二元股权结构下，非流通股通过控股地位，可以任意决定上市公司的分红政策，使得股权融资的约束性和实际成本大大低于债权融资，上市公司自然偏好于股权融资。

二元股权结构造成了两类股份的价格双轨制，使得类别股东相互博弈，流通股股东在同非流通股股东博弈的过程中始终处于不利地位。非流通股股东可以通过向流通股股东高价发行股票，获得两方面的套利收益：一是可以向流通股股东转嫁上市公司的分红成本，二是可以使非流通股自身的净资产值获得大幅度升水。而政府对证券市场“筹资型”的政策定位，也无意中帮助了非流通股股东长期维持巨大的双轨价差，使得非流通股股东可以长期从上述套利机制中获得收益。这个非流通股股东套利的过程，就表现为上市公司的“融资饥渴症”和股权融资偏好。

二元股权结构还造成了非流通股的利益取向同流通股对立，经营好上市公司对非流通股而言不再是既定约束条件下的最佳选择，将上市公司当成博弈工具才是最佳选择，并由此引发了“诚信问题”和上市公司的内源融资不足。在内源

性融资不足的情况下，上市公司只有选择外部融资。而如前所述，外部融资又以股权融资成本最为低廉，故而上市公司偏好股权融资。

此外，二元分割的股权制度下，作为上市公司控股主体的非流通股，在一定程度上还存在着产权不明晰的情况，对上市公司的高级管理人员缺乏有效的约束和激励机制，造成了部分上市公司内部人控制的现象。内部人控制在一定程度上也促成了上市公司的股权融资偏好。在内部人控制下，公司的经营目标从利润最大化转变为内部人自身利益的最大化，即人力资本的最大化。内部人通过追求企业规模的扩张，一方面可以控制更多的资源，另一方面也可以最大限度地提升自身在经理人市场上的人力资本。这促使上市公司偏向于股权融资，扩大资产规模和经营规模。

股权融资偏好扭曲了资源配置，使得上市公司利用资金成本优势同非上市公司不公平竞争，非上市公司情愿通过“买壳”重组，支付很高的代价取得上市资格。上市公司的股权资金成本低廉，又会促使上市公司采用资本替代劳动，采用资本密集型的生产方式，不能充分利用我国劳动力成本相对便宜的国际分工优势，不利于国家解决就业问题。

股权融资偏好还造成了上市公司经营的短期化，助长了证券市场的投机风气，加大了市场的系统性风险。为了维持融资能力，为了能够取得上市资格，上市公司和拟上市公司产生强烈的“造假”动机，引发了证券市场的“诚信危机”，这种利益机制不利于信用文化的形成。

因此，要最终解决股权融资偏好问题，我们认为，最重要的是要尽快解决二元股权结构问题。

从二元股权结构这个制度因素入手，以一个新的视角比较系统地分析上市公司股权融资偏好及其影响，是本文的主要内容，也是本文主要的创新之处。本文认为，二元股权结构是探讨我国上市公司股权融资偏好的关键，也是造成我国上市公司融资顺序同成熟证券市场差异的根本原因，这些观点以及由此提出的相应的对策建议，也颇有新意。

第二章 公司融资结构的理论与实践

上市公司的股权融资偏好同上市公司的资本结构决策有关。资本结构有广义和狭义之分。广义的资本结构指公司的总资产、总负债和所有者权益之间的比例关系。狭义的资本结构指在公司的长期财务结构当中，负债和所有者出资之间的关系，即：在公司赖以“永续”经营的长期资金中，究竟应包含多少比例的债权和多少比例的股权？本文采用狭义的资本结构概念。

资本结构理论研究的核心问题是如何确定公司的最佳资本结构，即：为了实现股东价值（公司价值）的最大化，公司的负债和所有者权益之间应保持怎样的比例？在公司决定融资时，应采用何种融资方式为佳？

对资本结构这个问题，西方金融学者投入了近 40 年的精力，至今仍没有一个明确的答案。从 1958 年莫迪尼亚尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton Miller)发表首篇关于资本结构理论的论文¹¹，提出了公司资本结构的MM模型开始，很多学者对此进行了深入的探讨，他们通过放宽最初MM模型的理论假设，逐步建立了“代理成本—税收规避的权衡模型”，这也是迄今为止公司杠杆理论的主流模型。此后，学者们陆续发展了“资本结构排序假说”和“公司财务结构的信号理论”等多种理论。

第一节 主流资本结构理论及其评述

一、MM 模型

目前西方最有影响的现代资本结构理论是“MM”理论，即：莫迪里亚尼—米勒模型。1958 年两人联名发表的《资本成本、公司财务与投资管理》一文奠定了 MM 理论的基石。MM 模型认为：任何企业的市场价值独立于其资本结构。也就是说，股权融资或者债权融资仅仅是融资方式上的不同，它们并不影响公司的市场价值。MM 模型是建立在一系列假设基础上的，这些假设主要包括：

- 1、公司只发行两种证券：有风险的股票和无风险的债券；
- 2、无税的环境，没有公司所得税和个人所得税；
- 3、资本市场没有摩擦，交易成本为零；
- 4、市场各方信息充分并且信息对称；

5、不同的公司按照利润等级划分为不同级别，每个级别上的公司具备相同的风险折现率。

假设某公司 j 处于第 k 个级别，该级别折现率为 r_j ，在可预测的将来，每期的经营净收入为 N_j ，我们用 D_j 表示企业负债的市场价值，用 S_j 表示公司股权的市场

价值，公司所有发行证券的价值为 V_j ，则MM理论认为：

$$V_j = S_j + D_j = N_j \div r_j$$

即：公司的市场价值独立于资本结构。

莫迪里亚尼和米勒运用“自治杠杆”的原理论证了上述定理¹²。如果两个公司未来的净经营现金流和风险级别都相同，唯有资本结构不同：一家公司没有负债，而另一家公司有负债。如果在市场上，两家公司具有不同的价值，投资者便可以用无负债公司的股票，以及在市场上交易的无风险债券，自行构建一个同另外一家有负债公司的财务结构完全相同的投资组合，然后通过两者之间的差额进行套利交易，获得无风险收益，套利的最终结果必然会导致两家公司的市场价值完全相等，这时市场才能达到均衡。

1963年，莫迪里亚尼和米勒在前期研究的基础上，将公司税引入模型中¹³，后来米勒在1977年又将个人所得税引入到模型中¹⁴。在有税收的条件下，两个模型都得出了相同的结论：由于存在负债的税收规避的收益，当公司负债达到100%时，企业可以实现价值的最大化。但在现实生活中，100%的负债是不可能的。并且，由于资本市场的不完整和破产成本的存在，企业在增加负债的过程中，一方面税收规避收益在不断上升，与此同时破产成本和代理成本也在不断累积，从而会部分抵消负债的税收规避收益。将破产成本和代理成本引入，MM模型后来被修正为代理成本和税收规避的权衡模型。

二、 权衡模型

权衡模型综合考虑了负债的税收规避收益以及负债的成本，包括财务拮据成本和代理成本，如果收益和成本之间能够达到平衡，企业就可以在资本结构上达到均衡的状态。

财务拮据成本，又称破产成本¹⁵，主要包括：

1、因财务拮据而发生的直接成本，包括物质的有形或无形损耗。例如企业所有者和债权人打官司往往会延后企业的资产清偿，从而导致机器设备发生破损或老化过时，企业存货过期变质或贬值等。直接成本的另外一个方面就是因财务拮据而发生的行政成本，如：诉讼费、律师费等。

2、因财务拮据而发生的间接成本，这主要指由于企业决策者的短期行为，客户、供应商及资金提供者等行为造成的成本支出。主要包括：因财务拮据而推迟资产保养、降低产品质量以节约成本等损害公司长期利益的短期行为；企业资金短缺、陷入财务危机时，供应商可能会提价或不供应原料，银行也愿意再提供资金，企业为此间接所付出的高昂成本。

代理成本指的是在经营权和所有权分离的情况下，股东和管理者之间、股东和债权人之间因发生隐性代理关系而导致的成本。代理成本主要包括：

1、外部股权的代理成本

如果企业 100% 的权益都归经营者，企业的收益和风险都表现为企业所有者的收益和风险，这时不存在代理成本。如果企业家向外部出售一部分股权（ $\alpha\%$ ）后，企业家从事外部活动时，成本降低了 $\alpha\%$ ，预期收益也下降了 $\alpha\%$ ，这时如果企业家仍旧希望获得原有的预期收益，市场就会下跌，企业家的自身资产价值就会下降，企业家就会被迫再一次为其行为支付成本。但这时其它股东的财富价值也因为股价下跌而缩水，这就是企业拥有外部股权时的代理成本¹⁶。

运用负债可以部分抵消外部股权的代理成本，首先运用负债可以使得企业发行少量的股权就能达到外部融资的目的，外部股权发行的减少自然能节约企业管理者和股东之间的代理成本。其次是通过负债，管理者要承担负债的外部监督，当企业经营不好时，债权人获得控制权，管理者有被替换的风险，所以运用负债可以减少股东和管理者之间的代理关系；最后，企业运用负债融资，可能会给外部股东起到传达良好意图的担保作用，因为负债意味着经理人一旦经营不好，就可能失去公司控制权，这样股东就情愿为公司的股票付出更高的价格，这有助于减少代理成本。

2、负债的代理成本

企业用负债经营，付息后的收益全都归股东所有。但对债权人而言，存在一定的风险：企业可能会滥用负债来为股东谋取利益。比较极端的情况就是：企业将负债资金用来发行股息，然后宣布破产，在有限责任的体制下，债权人最后什么都得不到。

因为债权人对公司没有任何内部控制措施，也不可能比内部控制股东对公司的情况更加了解。为了控制自身的风险，债权人往往会在借贷合同中加入某些约束措施，以限制公司的权力，使公司无法作出一些在债权人看来可能会使公司价值减少的决策。这些限制性条款在一定程度上限制了企业的经营自由，降低了企业的经营效率。而这些条款的磋商、监督和执行都需要成本，这些成本一般都需要借款企业来支付，这就是负债的代理成本。负债率越高，杠杆越大，代理成本增长得也越快。

企业一旦负债经营，税收规避收益和代理成本将同时存在，此时企业价值的计算公式为：

$$\text{负债企业的价值} = \text{无负债企业的价值} + \text{负债的税收规避收益} - \text{预期破产成本} - \text{代理成本现值}^{17}$$

如图 1 所示，从无负债企业开始，为了降低外部股权的代理成本和享受税收规避的收益，企业在资本结构中开始使用债权替代部分股权，随着股权代理成本的下降、税收规避收益的上升，公司的价值不断上升，但与此同时，破产成本和负债的代理成本也在不断上升，逐渐抵消公司价值的增量。最终，当公司价值达到最大化时，公司的资本结构到达这样一个均衡点：在这个点上，资本结构中每增加一元钱的负债，所带来的好处刚好被所带来的成本所抵消。

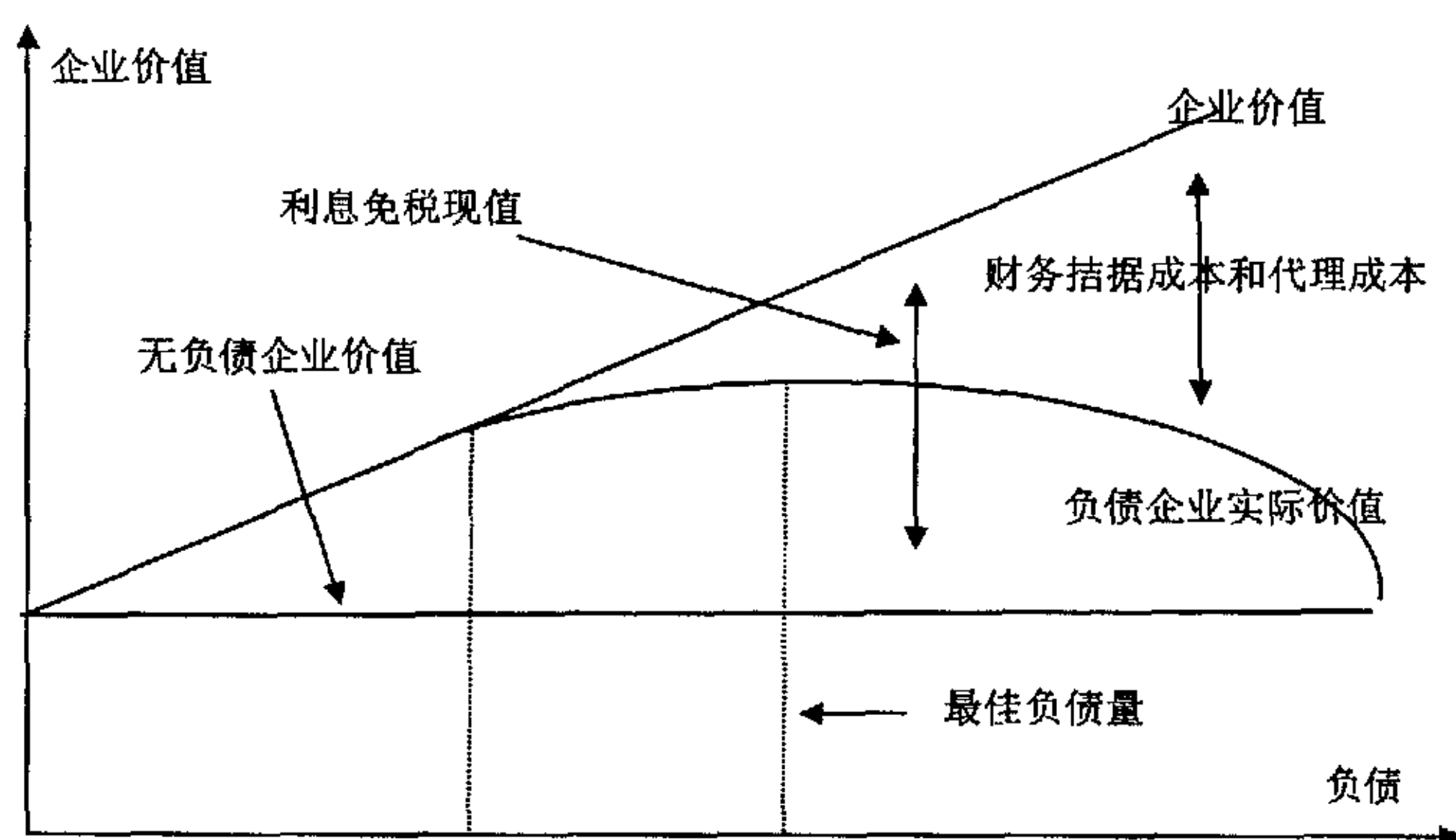


图 1：负债企业价值示意图

权衡模型较好地理论上阐释了企业的资本结构问题，尤其是代理成本和破产成本的问题。但权衡模型无法解释一些在现实经济中普遍存在资本结构现象，例如：为什么在每个行业中，往往盈利最好的企业负债率却最低；为什么提高杠杆率的股票回购、债权与股权的置换等往往会引发股票价格的上涨，而降低杠杆率的一些事项，反而会引发股票价格的下跌？

第二节 资本结构理论的发展

主流资本结构模型包含着信息充分的假设，但实际上信息是不充分并且不对称的。随着对信息经济学的兴起，后来的学者对主流模型的主要修正就集中在对信息充分假设的修正上。1984 年，迈尔斯（Stewart Myers）将上述假设引入资本结构中¹⁸，提出了资本结构的排序假说。1979 年，罗斯（Stephen Ross）提出了公司资本结构的信号理论¹⁹。

一、 资本结构排序假说

资本结构排序假说以几个行为假设为基础，这几个行为排序符合多年来对证券市场观察的结果：

1、股利政策是“粘性”的，公司管理者总是力图保持股利的稳定性，不大可能会因为一时的盈利变化而调整股利；

2、相对外部融资而言，公司管理者更喜欢内部融资；

3、如果公司必须进行外部融资，它会对可能发行的证券进行排序，首先是比较安全的债券，然后依次是有风险的债券、可转换债券、优先股，最后才是普通股；

在解释这些假说的时候，迈尔斯认为，假说的成立实际上蕴含着更重要的前提条件：第一就是信息不对称，即公司管理者对公司盈利和投资的情况要比外部投资者更为了解；第二就是公司管理者代表公司现有股东的利益。

正因为信息不对称，当公司管理者发现非常好的投资机会时，无法将这一信息及时并且正确地传递给外部股东，外部股东只有在公司管理人员宣布新的盈利机会很长时间后，才能认识到管理人的言论是否真实可信。因此，现有股东不可能立刻为新项目支付较高的价格，只有在股票价格低于现有股东认可的均衡价格时，他们才会购买，因此公司无法在现有股东身上获取必要资本。如果公司为新项目发行新股筹集资金，在较低的价格水平下，意味着新项目的绝大部分收益都归新股东所有，出于保护现有股东的考虑，公司管理者一般不会愿意发行。

在这种情况下，公司为了应付日常理财中的筹资问题，普遍会采用所谓的“财务松弛法”，即：保留足够的现金和等价物，以便在遇到净现金流为正的好项目时能够及时从内部获得必要的资金。这种财务松弛不但包括内部现金和短期投资，还包括可利用的无风险举债能力。

按照排序假说，公司在有价值的投资机会来临时首先会想到内部融资，如果需要外部融资，公司会发行风险最小的证券，首先是无风险的债券，其次是有风险的债券，只有股票价格被高估的情况下，公司才会通过发行股票来融资。投资者对这些动机很清楚，同时也知道公司管理者对公司情况更加了解。因此，一旦公司发行股票，就意味着公司管理者认为股票市场是高估的，因此投资者往往将新股发行看作“利空”。

排序假说能够很好地解释为什么杠杆率的下降会导致股票价格的下跌，既然股票发行总会导致股票下跌，那么公司发行股票要么是被迫的，要么是管理者为了追求自身利益而违背了现有股东的利益。相反，杠杆率的上升意味着公司管理者对未来收益的上升非常有信心，可以在不损害内部融资能力的前提下增加公

司负债水平,投资者自然会认同,并且愿意在市场上为公司股票支付更高的价格。

排序假说得到实证研究的支持。以美国为例,迈尔斯和麦吉勒夫对美国 1956—1982 年间的企业筹资结构研究表明:在这段时间内,美国企业内部积累的资金占资金来源总额的 61%,发行债券占 23%,发行股票仅占 2.7%²⁰。

虽然排序假说可以很好地解释一些股票市场的行为模式,也可以解释公司财务中的许多问题,例如为什么公司总喜欢保留大量的现金储备,但同权衡模型相比,它忽视了代理成本问题,也无法解释税收和破产成本等方面的问题。

二、资本结构的信号理论

罗斯提出的公司资本结构的信号理论,保留了 MM 模型的大部分假设,只去掉了信息充分的假设,而代之以信息不对称假设。

信号理论认为,企业内部管理人员信息灵通,对公司状况了解,而外部股东和社会公众的信息不灵通,对公司盈利情况的了解不如内部人员。当公司内部有较好的信息,管理者如何才能将这一正面消息传递给投资者呢?管理者显然不能直接宣布,因为在信息不对称条件下,管理者直接宣布,投资者也不一定接受,而且宣布本身具有学习效应,其它公司的管理者也会如此宣布,投资者根本无从辨别真假。

罗斯认为,一些高价值的公司可以采取一些财务政策,将这些财务政策当作信号传递给投资者,而低价值的公司由于无法采取同样的财务政策,或者采取这样政策的代价太高昂而被迫放弃。较高价值公司完全可以设计出一套以激励为主的经理人收入报酬方案,以此引导管理者采用高杠杆的资本结构,价值较低的公司不愿意也无力负担更多的负债,因此无法模仿。在这样的假定下,分离均衡就产生了:高价值的公司更多地依靠债权融资,而低价值的公司更多地依靠股权融资。投资者可以通过资本结构区分高价值公司和低价值公司,并且愿意为高杠杆率的公司支付更高的价格。

信号理论可以解释一些证券市场的实际行为:债券发行被视为公司利好,表明经理人对未来自信,股票发行表明经理人对未来预期下降,股价会下跌。但信号模型无法解释杠杆率几乎在每个行业中都与盈利能力负相关,而不是模型预测的正相关。另外,信号模型认为相对于成长型企业而言,资产较多的企业往往更多地利用股权融资,而成长型企业由于信息不对称更为严重,更多地要用负债来融资,现实情况却恰恰相反。总之,信号理论所暗含的成长最快的、盈利前景最好的企业将拥有更多的负债,这一点同现实生活不符,需要进一步完善。

第三节 托宾 Q 理论简述

托宾的 Q 理论主要论述股票价格和公司投资支出之间的关系。托宾认为，公司发行股票的核心在于证券市场对公司价值的高估，如何衡量这种高估，其核心便是所谓的 Q 值。

$$Q = \text{企业资本的市场价值} \div \text{企业资产重置成本}$$

托宾认为：当公司市场价值同资产重置成本的比值 Q 大于 1 的时候，意味着股票价格被高估，资本市场对公司的评价超过了公司实际的资产价值，这时同货币相比，企业自身股票的购买力更大。企业一般倾向于通过发行股票筹集资金，用于开工新的投资或者并购，这对企业来讲是有利可图的。

当公司市场价值同资产重置成本的比值 Q 小于 1 的时候，意味着股票价格在资本市场上被低估，说明资本市场对企业现有的资产结构是不满意的，这时企业要想获得资本货物扩大投资，只能以更高的代价取得，或者以较低的价格购买已存在的企业，企业不存在发行股票扩大生产规模的动力，新增资本投资很少或没有，甚至萎缩。为了股东价值的最大化，企业甚至可能会变卖资产，通过资本市场回购股票。

尽管 Q 理论的本意并不是研究企业资本结构，而是企业投资支出，但在一定程度上，Q 理论较好地解释了公司所有者资本结构的形成。实际上，Q 理论本身就暗含着资本市场对公司价值的评判，以及企业管理者对资本市场价格的认可，暗含着信息的不对称性。在 Q 理论中，企业发行股票的行为本身就是一个股票被高估的信号。

本章小结

本章简述了资本结构的相关理论，作为对中国上市公司股权融资偏好进行研究的理论基础。首先评述的是 MM 模型，这是现代资本结构理论的奠基之作。在此基础上，我们对由 MM 模型发展而来的“代理成本—税收规避的权衡模型”进行评述。最后对建立在信息不对称假设之上的资本结构排序假说和信号理论进行了评述。

鉴于中国证券市场特殊的高市净率的情况，我们认为 Q 理论可以在一定程度上很好地解释上市公司的股权融资偏好，因此也对 Q 理论作了简述。

第三章 中国上市公司的融资结构现状

第一节 中国证券市场的发展现状

中国证券市场从 20 世纪 90 年代初开始起步,随着 1990 年沪深证券交易所的设立和运作,新中国证券市场宣告成立。整个 20 世纪 90 年代,中国证券市场发展极为迅速,10 来年的发展成就超过了西方成熟证券市场早期 100 多年发展所取得的成绩,创造了世界证券市场发展史上的奇迹。经过十几年的发展,中国证券市场已经具备了相当的规模。这种规模不但体现在上市公司数量和市场价值上,还体现在上市公司的行业代表性、证券市场筹资额,以及证券种类的多样性上。据统计,截止到 2003 年 12 月 31 日,境内上市公司数量(含 B 股)已达到 1,287 家,市价总值达到 42,457.71 亿元,流通市值达到 13,178.52 亿元²¹,投资者开户数达到 7,025.41 万户²²,证券市场的累计筹资额超过 7000 亿元²³。证券交易的品种也从单一的 A 股,扩展到包括 B 股、基金券、国债券、企业债券、证券回购、可转换债券、各类权证等在内的众多品种。在如此巨大的规模下,股票市场已经摆脱了初期“试验”的性质,成为对整个宏观经济有巨大影响的金融存在。证券市场作为资本市场的一个重要组成部分,正成为我国金融体系中越来越重要的一个方面。

证券市场的建立,直接推动了我国市场经济体制的发展和完善。证券市场建立了以直接融资为主的全新的融资方式,推动了社会资源配置从计划方式、财政渠道向市场方式、金融渠道的转换,分散了银行的风险,使得金融市场的风险平衡体系更有利于向稳健、安全、高效的目标前进。证券市场也促成了微观企业的改制,推动了我国建立现代企业制度的步伐,大量国企被改制上市的过程,也就是我国微观企业改革一步一步深化的过程²⁴。

但不可否认的是,我国证券市场在高速发展的过程中,也积累了一些问题和矛盾,这主要集中在以下几个方面:

一是证券市场层次单一,缺乏多样化的筹资和分流市场需求的渠道,除了交易所市场外,没有相应的柜台市场和交易所场外市场作为补充。二是投资者结构还以散户为主,机构投资者的发展相对滞后,市场缺乏具备稳定性的资金来源和融资渠道;三是缺乏衍生交易品种,市场单边运行,缺乏避险工具,市场风险难以得到有效的分散,整个市场的抗风险能力相对薄弱;四是微观主体和中介机构还存在一定的内部治理结构不规范之处,就上市公司而言,“一股独大”是其中比较突出的问题。最后,一个突出的问题是二元股权结构及其产生的偏好股权融资和其它一些不良影响的问题,本文将就此问题进行专门的研究。

加入 WTO 后，对外开放是证券市场的大势所趋，证券市场必须进一步深化改革，迎接挑战，严格按照“公开、公平、公正”的“三公”原则来完善证券市场的制度建设，使资本市场能够获得进一步的发展，在国民经济发展中起到更加突出的作用。

第二节 上市公司的融资来源分析

我国证券市场上，上市公司的融资渠道主要依靠三个方面——债权融资、股权融资和内源性融资（企业内部积累），这一点同非上市企业并没有太多的差异，但上市公司由于其特殊的地位，拥有非上市公司无法与之比拟的股权融资的便利。

为了分析我国上市公司的股权融资偏好，本节对我国上市公司通过三种渠道进行融资的历史数据分别进行简析，目的是为了获得我国上市公司的融资结构，从数据上证明和验证上市公司的股权融资偏好。

本文主要采用综合分析的方法，将证券市场所有上市公司当作一个整体来处理，所有分析数据均为全部上市公司的汇总数据，并从汇总数据的时间序列中获得结论。

一、 债权融资

债权融资就是上市公司通过发行债务来获得融资，债权融资的主要方式在目前有三种：银行借款、企业间结算（应收应付科目）、企业债券和公司债券。由

表 1：我国上市公司历年资产负债率

单位：万元

年份	总资产	股东权益	负债	资产负债率
1990	707,853.11	147,233.55	560,619.57	79.20%
1991	3,939,465.04	1,110,157.20	2,829,307.83	71.82%
1992	9,623,550.17	3,815,861.01	5,807,689.16	60.35%
1993	29,796,077.62	14,511,591.97	15,284,485.64	51.30%
1994	51,067,244.63	22,625,474.84	28,441,769.79	55.69%
1995	69,900,541.10	29,405,192.80	40,495,348.30	57.93%
1996	98,005,288.04	39,810,930.38	58,194,357.65	59.38%
1997	129,886,497.94	57,983,708.83	71,902,789.12	55.36%
1998	161,914,587.74	75,242,752.16	86,671,835.58	53.53%
1999	214,162,390.59	90,698,141.65	123,464,248.93	57.65%
2000	303,938,580.20	121,798,165.75	182,140,414.45	59.93%
2001	354,908,227.39	136,387,987.99	218,520,239.39	61.57%
2002	420,258,665.36	147,485,224.55	272,773,440.81	64.91%

- 1、资料来源：天相证券分析系统。
- 2、表中数据均为统计当年已上市公司的加总数。

于我国企业债券和公司债券市场还不发达,上市公司的债权融资主要来源于银行贷款。

表 1 列出了我国上市公司历年的负债率。从表 1 中我们可以看出,上市公司的资产负债率一直较高,维持在 55%—70%之间。时间越早,负债率越高。这反映出在证券市场建立初期,由于直接融资方式对上市公司的融资决策影响还较小,银行贷款依然是上市公司的主流融资渠道。

二、 内源性融资

上市公司融资的第二个方向是内源性融资,即依靠自身利润积累来获取企业发展所需要的资金。内源性融资的一个基本条件是企业要拥有足够的盈利能力,如果企业盈利能力不足,没有足够的利润积累,就不可能通过内源融资筹集到企业发展所必需的足够的资金。

表 2 为我国上市公司历年税后利润和内源性融资情况的汇总表。从表 2 中我们可以看出,近 10 年来,我国上市公司的“造血”机制日益退化,盈利能力越来越低,反映企业经营效率的总资产报酬率指标逐年下降,总资产报酬率根本比不上相应的银行贷款成本,只大致相当于同期银行定期存款利率的水平。

表 2: 我国上市公司历年税后利润和内源性融资

单位: 万元

年份	税后利润	分红	分红占比	总资产	总资产收益率	内源融资	内源融资/总资产
1990	107,352.68	3,302.29		707,853.11	15.17%	104,278.64	14.73%
1991	268,409.20	3,074.04	2.86%	3,939,465.04	6.81%	232,256.18	5.90%
1992	605,774.38	36,153.02	13.47%	9,623,550.17	6.29%	180,559.78	1.88%
1993	2,232,536.59	425,214.60	70.19%	29,796,077.62	7.49%	1,238,516.26	4.16%
1994	3,784,744.27	994,020.33	44.52%	51,067,244.63	7.41%	2,952,134.21	5.78%
1995	4,709,048.51	832,610.06	22.00%	69,900,541.10	6.74%	3,906,325.31	5.59%
1996	5,713,969.08	802,723.20	17.05%	98,005,288.04	5.83%	4,580,391.12	4.67%
1997	6,546,292.13	1,133,577.96	19.84%	129,886,497.94	5.04%	4,977,617.41	3.83%
1998	6,599,910.61	1,568,674.72	23.96%	161,914,587.74	4.08%	4,565,079.99	2.82%
1999	8,659,425.58	2,034,830.62	30.83%	214,162,390.59	4.04%	5,189,520.03	2.42%
2000	9,763,185.23	3,469,905.55	40.07%	303,938,580.20	3.21%	5,333,155.79	1.75%
2001	7,905,089.06	4,430,029.44	45.37%	354,908,227.39	2.23%	3,249,799.22	0.92%
2002	8,537,657.08	4,655,289.84	58.89%	420,258,665.36	2.03%	4,268,828.54	1.02%

- 1、资料来源:天相证券分析系统。
- 2、表中数据为当年上市公司的合计数。
- 3、2002年的内源融资为估计数,2002年的分红按照税后利润的 50% 估算。

2001 年以后,中国证监会对通过证券市场再融资提出了更高的要求,上市公司必须向股东分红,才能进行再融资²⁵。因此 2001 年以后,上市公司的分红

占税后利润的比例大幅度上升，这进一步降低了内源性融资的来源。撇除上市公司数量稀少的 1990 年，在以后所有年份里，上市公司的内源融资占总资产的比例均不足 6%，基本在 1%和 3%之间，而且还存在着不断下降的趋势。

三、 股权融资

上市公司融资的第三个方向是通过出售股权获得融资。证券市场成立以来，上市公司的首次发行融资（IPO）和再融资（配股、增发、可转债发行等）的规模都在不断上升。

2000 年以前，再融资基本都是通过配股来实现。实践中配股价格一般不高于 15 倍市盈率，远低于市价（30 倍市盈率以上）。并且证监会对配股有专门规定：上市公司的配股比例一般不得突破现有股本的 30%，一年内上市公司的股本规模扩张速度不得超过 100%，三年平均净资产收益率不低于 10%，单年净资产收益率不低于 6%²⁶等。满足这样要求的公司并不多，所以 2000 年以前，上市公司的再融资速度相对有所节制。

表 3：我国上市公司累计筹资表

单位：万元、万股

年份	首次发行融资			再融资			融资总额
	发行家数	发行总股数	发行筹资额	发行家数	发行总股数	发行筹资额	
1990 以前	81	7,056	7,055.83				7,055.83
1990	12	41,721	99,866.00				99,866.00
1991	21	43,264	116,193.67				116,193.67
1992	90	157,078	591,725.35	1	7,000	24,500.00	616,225.35
1993	119	476,297	1,996,526.97	73	171,896	891,411.24	2,887,938.22
1994	36	92,436	500,619.04	51	113,961	386,312.06	886,931.10
1995	15	58,448	371,529.89	80	172,468	625,912.29	997,442.18
1996	178	414,898	2,265,445.26	47	182,713	708,185.60	2,973,630.86
1997	189	1,059,574	6,556,988.50	111	454,548	2,569,840.66	9,126,829.17
1998	104	731,310	4,092,701.60	160	556,812	3,901,696.64	7,994,398.24
1999	93	826,326	4,848,385.65	129	441,358	3,464,088.60	8,312,474.24
2000	140	1,137,700	8,610,821.00	188	711,881	7,183,463.32	15,794,284.32
2001	67	794,582	5,631,818.70	120	477,049	5,289,921.24	10,921,739.94
2002	70	1,209,500	5,169,629.00	49	239,476	2,199,336.09	7,368,965.09
2003	48	514,470	2,962,845.90	29	143,724	1,198,775.22	4,161,621.12
历年累计	1263	7,564,660	43,822,152.36	1038	3,672,884	28,443,442.95	72,265,595.31

- 1、数据来源：天相证券分析系统。
- 2、1990年以前筹资额包括了公司未上市之前的股份制改造筹资。
- 3、2003年筹资数据截止到（包含）2003年8月29日。
- 4、筹资数据不包含可转债筹资额，截止到2004年3月底，转债筹资额约为235.50亿元。

2000 年以后，在配股筹资渠道之外，证监会又给予上市公司一种新的再融

资通道——增发，增发不受净资产收益率的限制，原则上配股“向后看”，看公司的历史经营业绩，增发“向前看”，看公司增发筹资的拟投资项目前景。该项政策的本意是为了推进上市公司重组，提升上市公司质量²⁷。但实际上，增发给与上市公司相当大的融资空间，而且在实践中，增发价格往往在市价的基础上打10%—20%的折扣，大大高于配股价格，以至于2000年以后，上市公司的再融资规模迅速上升，甚至同首次公开发行的金额接近。2002年以后，由于证券市场经历大熊市，首次发行的数量有较大幅度的下降，再融资的金额也大幅下降，但筹资总额依然较大。各年的具体数据详见表3。

第三节 上市公司的融资结构

根据上文对中国上市公司的融资来源分析，我们可以对中国证券市场成立以来上市公司的融资状况综合起来进行统计，对各种筹资方式和筹资金额进行汇总，籍以反映中国上市公司整体的融资结构，或者说整个证券市场的筹资结构。统计结果如表4所示。

表4：我国上市公司的融资结构

单位：万元

年份	融资总额	债权融资		股权融资		内源融资	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
1991	533,220.88	151,920.30	28.49%	116,193.67	21.79%	265,106.91	49.72%
1992	2,156,121.42	937,195.73	43.47%	616,225.35	28.58%	602,700.34	27.95%
1993	7,279,464.22	2,195,142.44	30.16%	2,887,938.22	39.67%	2,196,383.57	30.17%
1994	7,560,020.47	3,313,559.71	43.83%	886,931.10	11.73%	3,359,529.67	44.44%
1995	8,038,140.27	3,325,669.91	41.37%	997,442.18	12.41%	3,715,028.18	46.22%
1996	12,084,247.39	4,229,257.50	35.00%	2,973,630.86	24.61%	4,881,359.02	40.39%
1997	16,405,150.82	1,534,752.73	9.36%	9,126,829.17	55.63%	5,743,568.93	35.01%
1998	16,792,052.83	3,331,321.94	19.84%	7,994,398.24	47.61%	5,466,332.65	32.55%
1999	20,821,963.05	5,418,737.94	26.02%	8,312,474.24	39.92%	7,090,750.86	34.05%
2000	36,853,158.47	13,330,519.54	36.17%	15,794,284.32	42.86%	7,728,354.61	20.97%
2001	23,663,843.49	8,306,920.04	35.10%	10,921,739.94	46.15%	4,435,183.51	18.74%
2002	18,201,683.01	6,725,090.28	36.95%	7,368,965.09	40.49%	4,107,627.64	22.57%

- 1、数据来源：天相证券分析系统。
- 2、本表数据为统计当年已上市公司的加总数，即证券市场的总计额。
- 3、因采用狭义的资本结构概念，债权融资取上市公司当年长期负债的增加额。
- 4、因为一般上市公司红利分配在下一会计年度发放，故内源融资取当年证券市场税后利润总额，扣减上年的分红总额后的余额。
- 5、股权融资采用证券市场当年筹资总额。筹资行为中包含首次发行，以及配股和增发再融资，但不含转发行可转换债券的筹资额和可转换债券转股带来的股权筹资。

从表4中我们可以看出，中国上市公司的确存在着相当强烈的股权融资偏好。从1991年—2002年的十一年间，除了证券市场极度低迷的1994年和1995年两年外，股权融资的比例基本要占到上市公司静态融资总规模的30%—45%

左右，成为上市公司首要的融资渠道；其次是债权融资，所占比例大约在 30%—40%左右；而内源融资，即企业靠自身积累所获得的资金仅为融资总量的 20%—35%。从横向的角度来看（静态的角度），在证券市场的大多数年份里，上市公司总体上都以股权融资作为首选融资方式，债权融资的地位仅次于股权融资，内源性融资的数量和比例最低。

从趋势上来看（动态的角度），随着时间的推移，股权融资的比例稳步上升，从最初的 20%—30%上升到 40%—45%，显示出上市公司对股权融资的依赖性日益加深；债权融资的比例大致保持不变，一直维持在 30%—35%之间；而内源性融资的比例从最初 40%以上的比例一路下降到只有 20%左右，显示出上市公司的盈利能力逐年下滑。特别是 1996 年以来，股权融资地位的上升和内源融资地位的下降这两种趋势表现得特别明显，可以说 1996 年以来的这段时期是中国上市公司股权融资偏好大大增强并取得稳定统治地位的时期。

在表 4 中，按照各种类型的融资占上市公司融资总额比重的大小进行排列，我国上市公司的融资顺序基本可以排序为：股权融资、债权融资和内源性融资。这个融资顺序恰好和资本结构排序假说的“啄食”顺序相反，资本结构排序假说认为，上市公司的融资首先应从内部开始，按照内部融资、债权融资和股权融资的顺序进行，这样才能为股东谋取更大的利益。资本结构排序假说的融资顺序得到了美国等西方国家资本市场融资统计数据的支持，正如上文所述，迈尔斯和麦吉勒夫对美国 1956—1982 年建的企业筹资结构研究表明：在这段时间内，美国企业内部积累的资金占资金来源总额的 61%，发行债券占 23%，发行股票仅占 2.7%²⁸。1997 年，考拜特（J. Corbett）和杰金森（T. Jenkinson）延用迈尔斯

表 5：德日英美四国企业的净资金来源（1970 年—1994 年） 单位：%

净资金来源	德国	日本	法国	英国	美国
内部资金	78.90	69.90	60.60	93.30	96.10
银行	11.90	26.70	40.60	14.60	11.10
债券	-1.00	4.00	1.30	4.20	15.40
新发股票	0.10	3.50	6.00	-4.60	-7.60
工商信贷	-1.20	-5.00	-2.80	-0.90	-2.40
资本转移	8.70	-	1.90	1.70	-
其他	1.40	1.00	-6.50	0.00	-4.40
统计调整	1.20	0.00	2.50	-8.40	-8.30

资料来源：德、日、英、美 Corbett and Jenkinson (1997, p74)；法 Bertero
转引自《比较金融体制初探》，瞿强，中国人民大学金融与证券研究所，
<http://www.fsi.com.cn/>。

的分析方法，将统计期间扩展为 1970 年—1994 年，对德、日、英、美四国企业在此期间的净资金来源进行分析，得出了基本相同的结论²⁹：在主要发达国家的企业净资金来源结构中，内部资金是最重要的，在外部资金来源中，银行贷款是最重要的，而股权融资的比重通常较小，企业融资顺序依次为：内源性融资、债权融资和股权融资。有关详细数据见表 5。

对比中外上市公司的相关数据，我们可以看出，中外上市公司的融资顺序的差异非常明显，融资的结构也有较大差距。

经过对中国上市公司融资状况的历史数据分析和中外上市公司的融资结构对比，我们可以得出结论：中国上市公司确实存在着强烈的股权融资偏好。究竟是什么因素促成了上市公司的这种偏好，这需要我们在下文中进一步进行分析。

对表 4 进行进一步的分析，我们还可以发现其它几个令人困惑的现象，这种现象也同股权融资偏好相关。

困惑之一：降息和股权融资偏好的加强同时存在。1996 年以来，在宏观上恰恰是中国的利率下降周期，存贷款利率都被不断下调，人民银行先后 8 次下调利息率，一年期存款利率从最初的 10.98% 下降到目前的 1.98%，贷款利率从最初的 12.28% 下降到目前的 5.31%。按理说随着利率的下降，企业债权融资成本也会跟随着大幅下降，这将会促使企业越来越多地采用债权形式进行融资，而较少采用股权形式进行融资。但事实恰好相反，中国上市公司的债权融资的比例并没有随着利率的下降而得到大幅度的提升，反而是股权融资偏好在这段时间内得到了进一步的巩固和加强。

困惑之二：从大部分上市公司的《招募说明书》中，我们可以看到，募集资金的拟投资项目，其预期投资回报率都大大超出银行贷款利率³⁰，有些年回报甚至达到 50%，在这种情况下，上市公司为什么不通过银行贷款进行融资，而偏好于采用股权形式进行融资？而且有些上市公司发行股票筹得的资金，其用途就是用来归还银行贷款，进一步降低债权融资，降低公司的财务杠杆率，这究竟是什么原因？

困惑之三：从表 4 中我们可以看出，近 8 年来，上市公司的内源性融资呈现逐年下降趋势，也就是说上市公司的内部盈利能力遭到了破坏，这是由什么机制促成的？

在下文中，我们将对上市公司的股权融资偏好进行分析，在回答了上市公司股权融资偏好的原因后，这些疑惑实际上就会得到解答。

本章小结

本章通过历史数据，对我国上市公司的融资来源的三个方面——股权融资、债权融资和内源性融资的历史和现状进行了分析。并在此基础上，得出中国上市公司的融资结构表，从融资结构表中我们可以看到，上市公司确实存在着强烈的股权融资偏好。

从1991年—2002年的十一年间，除了证券市场极度低迷的1994年和1995年两年外，股权融资的比例基本占到上市公司静态融资总规模的30%—45%左右，成为上市公司首要的融资渠道；其次是债权融资，所占比例大约在30%—40%左右；而内源融资，即企业靠自身积累所获得的资金仅为融资总量的20%—35%。上市公司总体是以股权融资作为首选融资方式，债权融资的地位仅次于股权融资，内源性融资的数量比例最低。这就从数据上验证和证明了“中国上市公司存在股权融资偏好”这个命题。

经过对中国上市公司融资结构数据的进一步分析，本章提出了若干困惑，这些困惑都同股权融资偏好有关，需要在下文中进行解答。

1、为什么利息率的连续下降和股权融资偏好的加强同时存在？

2、为什么在上市公司《招股说明书》中所披露的拟投资项目，其内部收益率大大高于银行贷款利率的情况下，上市公司依然偏好于股权融资，而不进行债权融资？为什么在降息的背景下，上市公司却通过股权融资归还银行贷款，进一步降低公司的财务杠杆率？

3、为什么上市公司内源性融资比例呈不断下降的趋势？

第四章 上市公司股权融资偏好的成因分析

第一节 股权融资成本与股权融资偏好

由于历史原因，我国国有企业进行股份制改制的一个主要原因就是为了解决“政企分离”的问题。在实行“政企分离”的改革过程中，企业管理的形式先后经历了厂长（或经理）负责制、责任制、承包制等多种形式，最终党的“十五大”明确提出要建立以股份制为主体的、“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度。应该说，我国股份制是在政府的主导下推行的，而大部分改制的企业也都是原来的国有企业。改制后，虽然企业在组织形式上发生了很大变化——从国有独资企业变为股份制企业，但由于社会信用体系不完善、股份制建立的时间不长等诸多原因，我国的股份制企业还存在一定的制度缺陷，部分企业并没有切实依照股份制的要求规范运作，还没有建立起适应股份制运作的企业文化。这种制度缺陷充分体现在股权上的忽视社会股东的权益、分红软约束和分红率较低。

我国证券市场上存在着较为显著的国有股“一股独大”的特征，社会流通股东处于股权上的弱势地位。从表6中，我们可以看到：40%以上的上市公司，第一大股东的持股比例超过50%；65%以上的上市公司，前三大股东的持股比例超过50%。如果将35%作为相对控股的持股比例，第一大股东相对控股的公司比例高达65%，前三大股东联合相对控股的公司，其比例超过90%。

表6：我国上市公司的大股东持股比例

单位：%

持股比例（%）	前三大股东			第一大股东		
	家数	累计	比例	家数	累计	比例
80-100	30	30	2.68%	13	13	1.16%
65-80	307	337	30.09%	150	163	14.55%
50-65	410	747	66.70%	298	461	41.16%
35-50	278	1,025	91.52%	256	717	64.02%
20-35	87	1,112	99.29%	321	1,038	92.68%
0-20	8	1,120	100.00%	82	1,120	100.00%
持股比例平均数	55.87			44.28		
持股比例中位数	57.02			43.81		

数据来源：分析家机构版5.0

统计日期：2001年12月31日

“一股独大”导致我国上市公司至今还没有形成完善的外部监督机制，社会流通股东的利益无法得到制度上的保证。相当部分的上市公司根本不重视股东

权益，或者将股东权益仅仅理解成大股东权益。将社会流通股股东的投资当作是无需还本付息的永久性债券。多年来，上市公司的分红软约束，分红公司的数量非常稀少，公司分红的金额也相当低。

表 7： 1994—2002 年我国上市公司分红统计

单位：万元

年份	分红家数	上市公司总数	分红公司比例	流通股 分红总额	年平均 流通市值	流通股分 红回报率
2002	619	1206	51.327%	1,118,724.86	136,877,174.45	0.817%
2001	733	1136	64.525%	1,089,291.47	163,516,767.03	0.666%
2000	706	1057	66.793%	1,041,257.95	145,918,860.62	0.714%
1999	308	920	33.478%	581,116.44	91,707,123.68	0.634%
1998	263	822	31.995%	406,759.28	74,332,209.98	0.547%
1997	218	720	30.278%	269,911.82	55,119,174.36	0.490%
1996	180	512	35.156%	174,075.17	21,182,346.94	0.822%
1995	205	306	66.993%	176,658.70	11,459,086.61	1.542%
1994	217	283	76.678%	217,216.84	10,999,339.29	1.975%

资料来源：天相证券分析系统、分析家机构版5.0、飞狐交易师。
 分红数据来源于天相证券分析系统。
 流通市值数据来源于飞狐交易师。
 上市公司总数来源于分析家机构版5.0。

如表 7 所示：从 1994 年到 2002 年，上市公司的分红面逐渐收窄，最低的时候（1999 年）只有约 34% 的公司向股东分红。2000 年以后，由于政策变动，配股和增发再融资必须要有分红纪录，因此 2000 年以后上市公司的分红面有所扩大。

与此同时，即使上市公司分红，对投资者而言，分红的投资回报率也相当低。从表 7 中可以看出，上市公司历年的流通股分红回报率呈下降态势，最高时也不超过 2%，远远低于同期银行的一年期存款利率，大致只相当于同期银行活期存款的利率水平（各年相应的银行存贷款利率水平详见表 8 的相关数据）。

分红的软约束和分红率较低，势必大大降低股权融资成本。我们知道，股权融资成本就是为了维持股票价格不变，上市公司必须为股东提供的最低投资收益率，如果公司的经营所得低于投资者期望的这一最低的必要收益率，从长期看，股票价格将会受到损害。

一般地，股票价格的股利定价公式为：

$$\text{股票价格 } (P) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+R)^t}$$

其中： D_t 为上市公司在第 t 期的预期分红；

P 为当前股价；

R 为适合的折现率，即投资者的要求回报率。

表 8：我国 1991—2003 年银行存贷款利率

年份	活期	一年期存款	三年期存款	五年期存款	一年期贷款
1991	1.80%	—	—	—	8.64%
1992	1.80%	—	—	—	8.64%
1993	2.50%	5.23%	5.83%	6.61%	9.87%
1994	3.15%	10.98%	12.24%	13.86%	10.98%
1995	3.15%	10.98%	12.24%	13.86%	11.52%
1996	2.68%	9.16%	10.37%	11.56%	11.01%
1997	1.93%	7.12%	7.88%	8.55%	9.80%
1998	1.57%	5.03%	5.52%	5.88%	7.55%
1999	1.19%	2.92%	3.33%	3.59%	6.09%
2000	0.99%	2.25%	2.70%	2.88%	5.85%
2001	0.99%	2.25%	2.70%	2.88%	5.85%
2002	0.76%	2.02%	2.55%	2.80%	5.39%
2003	0.72%	1.98%	2.52%	2.79%	5.31%

资料来源：中国人民银行、中国工商银行。三年和五年定期存款利息数据引自《制度缺陷决定在融资利益失衡》；易俊平：《中国证券报》2003年9月29日第16版。

资料说明：由于同一个年份可能存在利率调整，表中各年份的利率均为按时间进行加权调整后的利率，并非实际公布的利率。

在这个公式下，股权融资成本实际上就等于这样一个折现率（亦即：股东的预期回报率、或者股东的要求回报率），在这个折现率下，公司未来股利的折现价值和现行股价相等。如果股东的实际收益率大于这个折现率（预期收益率），股东就愿意为公司股票付出更高的价格，公司股价就会上涨，直到折现率等于预期收益率；如果股东的实际收益率小于预期收益率，股东就会产生抛售股票的动力，股价就会下跌，直到折现率等于预期收益率；只有在股东的实际收益率等于其预期收益率的情况下，股价才能达到均衡，此时股东对收益表示满意，既没有买入动力，也没有抛售动力，股价达到均衡状态。在均衡状态下，上述公式中的折现率=股东的要求(预期)收益率=股东的实际收益率=公司的股权融资成本。

假设公司永续经营，并且每期的分红金额保持相等，则上述公式变为：

$$\text{股票价格}(P) = d/R$$

对此公式进行变换，即可得到：

$$\text{投资者的要求回报率}(R) = d/P = \text{股东的分红收益率}$$

也就是说，在上述假设条件下，公司的股权融资成本实际上等于股东的分红回报率。其经济含义是，如果投资者已经知道公司的红利每年都为固定的数额，那么流通股的价格实际上就已经包含了投资者愿意为获取这个红利所支付的代

价，投资者的要求回报率就已经完全体现在股价中了。实际上，如果公司支付的红利保持不变，在永续经营的假设下，股票已经退化为永久公债，投资者的要求回报率也就是这个“债券”的内部收益率。按照上述公式，我们假设上市公司永续经营，则按照表 7，上市公司的股权融资成本基本在 0.5%—2.0%之间。

与此同时，我们可以对比股权融资的成本和贷款融资的成本。贷款融资成本的一般计算公式为：

$$\text{贷款融资成本} = r \frac{(1-t)}{(1-f)}$$

其中： r 为贷款的利息率；

t 为公司的所得税率；

f 为贷款的筹资成本率。

银行的贷款利率经过持续多次下调之后，目前一年期贷款利率为 5.31%，我们假设贷款的筹资费用率为 5%，公司所得税为 33%，则通过上述公式计算，银行贷款的筹资成本为 3.74%，大大高于股权融资的成本³¹。

目前上市公司的实际情况是，相当部分公司享受税收减免的优惠，税率的降低进一步减少了公司贷款融资的税收规避收益，如果其它条件不变，税率降低到 15%，公司的贷款融资成本将上升到 4.75%，如果公司免税（税率为零），则贷款成本将进一步上升到 5.59%，比股权融资成本高 1.8—10.2 倍。这就是为什么在利率连续下调，而且上市公司在《招股说明书》中所披露的拟投资项目，其内部收益率都大大高于银行贷款利率的情况下，上市公司依然偏好股权融资的原因，从这我们也不难理解所谓的“上市公司股权融资饥渴症”了。

为了进一步揭示这个问题，我们将上市公司的股权细分为流通股和非流通股两个部分。由于非流通股“一股独大”，对公司经营占控制地位，流通股实际上没有公司的经营权利，站在非流通股的立场上，我们可以将流通股看成一种特殊形式的债券，非流通股只需要对这种债券支付很少量的利息（分红率），就足以维持公司以当前股价继续进行融资的能力。对非流通股而言，这种特殊形式的债券，融资成本显然比较低廉，利息率要大大低于通过正常形式债券进行融资的成本。通过这种特殊形式的债券进行融资，非流通股实际控制的资源也要比通过正常形式的债券融资多得多。

因此，综上所述，我国上市公司的制度缺陷导致的分红软约束和分红率较低，造成了股权融资成本低廉，所以上市公司在融资取向上更加偏好股权融资。

第二节 股价与公司净资产—Q 理论的应用

公司资产净值和市场价值之间的比值也是公司考虑股权融资的一个重要因

素。按照托宾的 Q 理论，当公司市场价值与资产重置成本的比值（Q 值）大于 1 的时候，企业倾向于发行股票获得收入，购买资产开工新的投资；当 Q 值小于 1 的时候，发行股票对公司无利可图，企业没有动力发行股票扩大规模。在西方市场上，为了实现股东价值的最大化，企业甚至可能会变卖资产，通过资本市场回购股票。

托宾 Q 模型非常形象地表达了股票价格和公司投资支出之间的关系，假设资本市场对公司的评价超过了公司资产的重置价格，也就是说价格相同的资产，Q 值较高的公司可以卖到最好的价钱，在这种情况下，上市公司当然愿意继续发行股票（预售资产），然后用发行股票的筹资低价买入更多的资产。如果撇除公司的经营管理能力的因素，这里面存在一个纯粹的套利空间。反之，如果 Q 值较低，也就是公司的股票相对便宜，资产相对价格较高，公司卖掉资产，回购股票是比较有利可图的。

表 9：我国证券市场历年的市盈率和市净率

年份	市盈率	市净率
1993	64.43	9.06
1994	22.56	3.10
1995	18.40	2.50
1996	29.73	3.38
1997	47.28	5.14
1998	43.48	4.37
1999	51.87	4.19
2000	63.47	5.44
2001	59.47	4.80
2002	57.32	3.46
2003	48.88	3.05

资料来源：天相证券分析系统。

计算方法：总股本加权计算。

Q 理论意味着，当公司股价大大超过其净资产时，上市公司有内在的动力发行股票进行套利。我国证券市场由于历史原因，股价一直大大高于净资产。从表 9 中我们可以看到，1993 年到 2003 年，中国证券市场的净资产倍率一直保持在 3 倍以上，并两度到达 5 倍，1993 年净资产倍率甚至达到 10 倍，市盈率也在 2000 年一度达到 60 倍的高位。

这里有一个特殊情况需要说明，我国的会计制度对资产跌价准备的计提要

求有一个从无到有、从相对宽松到相对严格的过程。1999 年以前，几乎所有上市公司都没有跌价准备科目³²，特别是投资跌价准备、存货跌价准备等科目。2000 年以后，各种跌价准备科目开始逐渐走进会计帐务，但在实务处理中，跌价准备的计提仍然多少带有一定的主观随意性和保守性。因此，从时间上，前期的净资产估值相对宽松，存在一定的高估的因素，而后期的净资产估值则相对较为严格。从统计口径上来说，前期的净资产统计要比后期偏高一些，从而相应地降低了前期的市净率水平。

在资产跌价准备的计提上，上市公司往往存在两种倾向：在公司正常经营时，管理层往往倾向于少提跌价准备，宁可已经贬值的资产挂在帐上也不愿意提取跌价准备，这样可以尽量多地体现利润；如果公司已经产生亏损，或者被重组，或者领导班子换人，为了来年能够轻装上阵，公司管理层往往又倾向于尽量多提准备，一次“亏个够”。

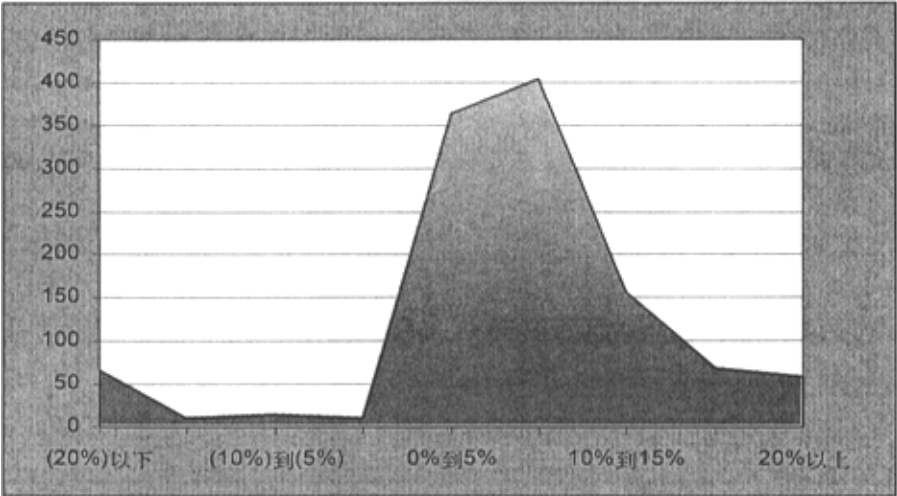


图 2：上市公司的净资产收益率分布图（2002 年）

资料来源：分析家机构版 5.0。

数据说明：净资产收益率数据为 2002 年 12 月 31 日上市公司年报公布的数据。

总的来说，我们可以通过净资产收益率的分布来直观地估计上市公司总体的帐面净资产被高估的状况。从图 2（上市公司的净资产收益率分布图）中，我们可以看出，2002 年上市公司年报所公布的净资产收益率并不遵循正态分布，净资产收益率在 -15% 至 +5% 之间的公司数目不正常地少。我们估计，很可能有部分公司通过少提准备的手法，来人为地调高利润，藉此维持公司的再融资能力³³。

因此，体现在上市公司的总体统计指标上，就表现为亏损公司的数量偏少、盈利公司的数量偏多这种情况。从这一点来估计，实际上，上市公司的净资产被高估了，上述表 9 中对市净率的统计仍可能存在着整体性偏低的误差。

表 10 将我国 A 股市场的市盈率和市净率同世界主要证券市场的相应数据进行了对比。从表中我们可以看到：我国股票市场的定价明显偏高，市盈率和市净率都大大高于世界主要资本市场的水平。在如此高的市盈率和市净率水平上，根据 Q 理论，公司自然有动力持续地进行股权融资，通过发行股票、增发或配股进行筹资。这是造成我国上市公司偏好股权融资的第二个原因。

表 10：世界主要市场的市盈率和市净率

指数名称	2002市盈率	2002市净率
香港恒生指数	16.60	1.90
恒生国企指数	13.20	2.00
恒生红筹指数	12.40	2.40
道琼斯工业指数	18.80	4.30
标普500指数	36.10	3.10
纳斯达克指数	16.60	2.10
伦敦富时100指数	16.90	2.10
德国DAX指数	16.00	1.60
巴黎CAC40指数	15.90	2.10
日经225指数	24.90	1.80
汉城综合指数	4.30	NA
台北加权平均指数	16.40	1.90
马尼拉综合指数	16.70	1.10
曼谷证交所指数	6.20	3.10
吉隆坡综合指数	13.00	1.90
新加坡海峡时报指数	12.90	1.80
悉尼普通股指数	15.70	1.90
新西兰资本40指数	10.90	1.90
印度孟买BSE30指数	12.90	3.50
中国证券市场A股	57.32	3.46

资料来源：国泰君安香港、天相证券分析系统。

第三节 二元股权结构与类别股东博弈

我国上市公司股权制度上的“二元股权结构”和上市公司的融资行为有密切关系，为了进一步分析上市公司的股权融资偏好，必须进一步深入剖析二元股权结构及其对融资行为的影响。

一、二元股权结构和类别股东的目标差异

中国上市公司存在特殊的二元股权结构，即在公司的股权结构中包含着 A 股、B 股和 H 股的分割、流通股和非流通股的分割，非流通股中又分割为国有股、国有法人股、社会法人股、自然人持有的非流通股等多种形式，每种形式背后所代表的所有者结构体系都有很大差别。其中，流通股和非流通股的分割是二元股权结构中最主要的内容，非流通股在二元分割的股权结构中占有公司的绝对控股地位。

截至 2003 年 8 月底，上市公司的 A 股总股本为 12,665.86 亿股，其中 A 股流通股股本为 3,496.64 亿股³⁴，A 股非流通股占 A 股总股本的比例高达 72%。截至 2004 年 3 月底（见图 3），流通 A 股占公司总股本比例的平均为 36.85%，中位数为 36.36%。流通股比例在 40% 以下的公司占上市公司总数的 65%³⁵。

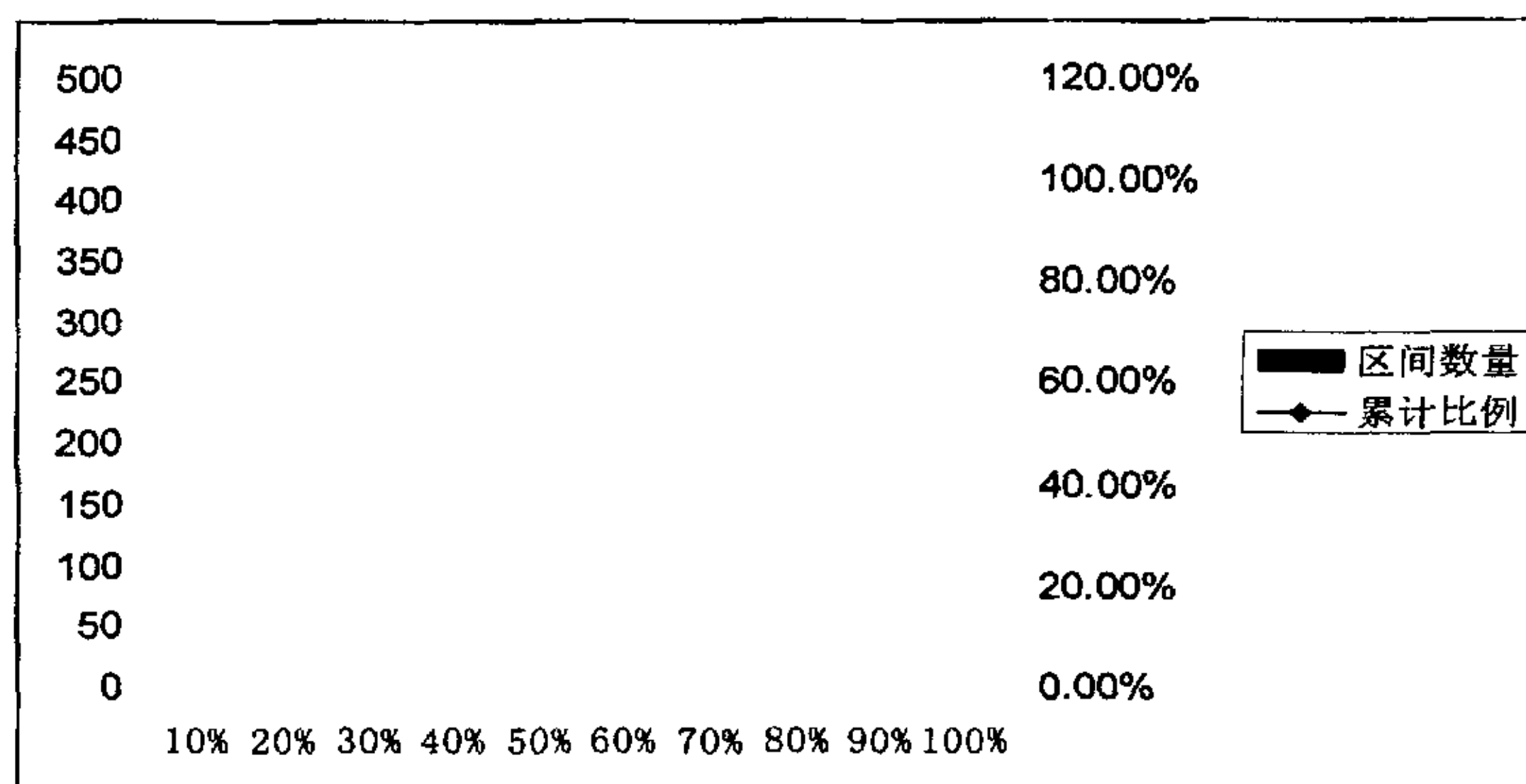


图 3：上市公司流通 A 股占总股本比例

资料来源：上市公司 2003 年第三季度季度报告，分析家机构版 5.0。

图中横轴表示流通股占总股本比例。

图中纵轴（左）表示上市公司家数，纵轴（右）表示上市公司比例。

二元股权结构作为我国上市公司的特殊现象，其突出的特征就是造成了类别股东之间实质上的不平等，各类别股东的基本权利是不同的。非流通股顾名思义，不能在市场上交易流通，只能通过产权交易市场协议转让，转让价格往往以净资产为基准并作适当浮动，不能享受二级市场巨大的溢价收益，但是应予以强调的是：非流通股对上市公司拥有实质上的控制权。流通股虽然拥有流通的权利，

可以在股票二级市场进行交易，而且交易价格远远高于公司的帐面净资产，但无法对公司经营形成实质性的影响。

类别股东基本权利的不平等，必然造成股份制最重要的基石——“同股同价同权”的原则受到动摇。二元股权结构首先造成了两类股份的价格“双轨制”，两类股东的投资成本和利益机制相差很大：流通股高价流通（3 倍以上的净资产倍率），非流通股低价（净资产）转让；流通股追求市场价格的最大化，而非流通股则追求公司净资产值的最大化，同股不同权导致类别股东追求的目标存在明显差异。

二元股权结构直接或间接地和中国证券市场几乎所有的弊端有关，已有不少学者从不同的角度对此进行了论述。在此，我们从一个新的角度，即：二元股权结构和股权融资的角度来研究这个问题。我们认为，二元股权结构进一步加深了上市公司对于股权融资的偏好。

二元股权结构使得公司在资本结构上表现出与传统资本结构来源所不同的新的变化。传统上，资本结构是指在公司资本构成中，来源于债权融资、股权融资和内部积累三个部分各自的百分比，这里暗含着一个重要假设，那就是所有的股权融资是同质的。但在二元结构下，股权融资的同质性遭到了破坏，股权融资实际上可以细分为流通股股权融资和非流通股股权融资，这两者的融资成本相差很大，这在上文中已经有所论述。这样，公司的资本结构就变成了四个方面：内部积累（内源性融资）、债权融资、流通股股权融资、以及非流通股股权融资。

由于同股不同权并且由非流通股占有控制地位，在公司股权融资上，类别股东必然产生相互博弈。从过去的情况来看，博弈的最终结果会导向非流通股对流通股的利益剥夺。非流通股可以通过各种方式剥夺流通股利益，其中一个重要方面就是通过向流通股东高价发行股票，换取公司净资产价值的提高，从而使非流通股自身的净资产值得到提升，这就是造成上市公司股权融资热的一个根本原因。

二、二元股权结构和股权融资偏好

（一） 分红政策与融资偏好

如上文所述：二元股权结构造成的后果之一，就是不同类别股东的利益失衡。股东会 and 董事会均由非流通股控制，非流通股为了控制更多的资源，总是倾向于采取少分红或不分红的利润分配政策，而流通股由于其弱势地位，不可能对公司的利润分配方案作出有控制力的表决。

由于不分红或少分红，公司失去了分红这个约束条件，股权融资就变成了

“软约束”，成本大大下降；而债权融资要按期还本付息，对公司来说是一种“硬约束”，显然就成为高成本的融资方式。在这种情况下，上市公司自然会首选股权融资的方式进行筹资。

另一方面，即使上市公司分红，两类股东的收益也相差很大。非流通股大部分是在股份制改造时按净资产折成等值的股份，初始成本只有一元钱。实际上，如果考虑到在公司改制上市作资产评估时，净资产值往往会有一定幅度的升水，非流通股的实际成本将更低，有些非流通股，其成本只有每股 0.2 元—0.5 元。由于成本低，同样股份的分红，非流通股的分红收益率要比流通股的分红收益率高得多，而流通股由于市场价格较高，分红收益几乎微不足道。详见表 11 “类别股东的分红收益率比较”。

据统计，从 1990 年到 2003 年，上市公司分红总额为 2,039.25 亿元³⁶，其中分配给流通股的部分为 514.81 亿元，分配给非流通股的部分有 1,524.44 亿元，两者相差 2.96 倍。如果考虑到在上市发行时，流通股用平均 3 倍的溢价购买股份，而非流通股用平价进行折股（相当于非溢价购买股份）的因素，两者之间分红收益和分红收益率的差距还要大。

表 11：类别股东的分红收益率比较

年份	非流通股的分红收益率	流通股的分红收益率
1994	5.596%	1.975%
1995	3.810%	1.542%
1996	2.679%	0.822%
1997	2.954%	0.490%
1998	3.021%	0.547%
1999	3.264%	0.634%
2000	4.350%	0.714%
2001	4.482%	0.666%
2002	4.272%	0.817%

资料来源：上市公司年报，分析家机构版 5.0

更重要的是，非流通股东往往可以利用控股地位，向流通股东转嫁分红成本。这表现为：上市公司发放红利后，紧接着宣布发行新股；或者上市公司在新股发行完成后，随后宣布高额的现金分红方案。通过高价发行新股转嫁分红，非流通股自身既以获得一大笔分红收入，而且在新股高价发行完成后并不会减少非流通股实际可以控制的资源。

例如：在上海交易所上市的航天信息（证券代码：600271），2003 年 6 月 26 日发行新股，发行前大股东持有 12,000 股，每股净资产 2.862 元，发行前大

股东的资产净值为 3.43 亿元。公司招股的发行价格为 23.04 元，是每股净资产的 8.05 倍，发行数量为 4,200 万股，募集资金 9.22 亿元。发行完成后，每股净资产提升为 10.592 元，大股东通过发行自身资产增值了 3.70 倍。发行完成后不久，2003 年底，航天信息提出每 10 股派红利 9 元的利润分配政策。通过这次红利分配，公司大股东可以获得分红现金 1.08 亿元，相当于发行前大股东资产净值的 31.48%。如果同样的分红，继续持续两年，大股东就可以将发行前投入公司的资产全部收回了。而流通股东即使按照发行价来计算³⁷，分红收益率也只有 3.91%，远低于大股东的分红收益率。

表 12 列出了部分在 2002 年年报中披露现金分红，同时又提出再融资方案的上市公司名单。2003 年，截至 3 月 15 日，已公布年报的 355 家上市公司中，有 51 家提出再融资计划，再融资金额约为 210 亿元³⁸，再次显示出上市公司严重的“资金饥渴”。

表 12：部分 2002 年报披露现金分红同时提出再融资方案的上市公司

公司	每股收益	利润分配	再融资方案
湖北宜化(000422)	0.24	10派1元(含税)	10配3
万向钱潮(000559)	0.36	10派2元(含税)	10配3
南方建材(000906)	0.10	10派0.2元(含税)	10配3
华菱管线(000932)	0.30	10派1元(含税)	拟发行20亿元可转债
诚志股份(000990)	0.31	10派0.6元(含税)	10配3
民生银行(600016)	0.34	10派0.6元(含税)	拟发行40亿元可转债
西宁特钢(600117)	0.20	10派5.2元(含税)	拟发行4.9亿可转债
天方药业(600253)	0.13	10派0.5元(含税)	10配3
兰州铝业(600296)	0.57	10派1.5元(含税)	增发不超过15000万A股
曙光股份(600303)	0.23	10派2元(含税)	10配3
营口港(600317)	0.24	10派0.24元(含税)	拟发行7亿可转债
兰太实业(600328)	0.25	10派1.6元(含税)	10配3
天通股份(600330)	0.28	10派1.25元(含税)	增发不超过4500万股
恒丰纸业(600356)	0.34	10派0.5元(含税)	10配3
白唇鹿(600381)	0.19	10派0.68元(含税)	10配3
天药股份(600488)	0.47	10派2元(含税)	增发8000万A股
北生药业(600556)	0.36	10派1元(含税)	10配7送1转增3
华联商厦(600632)	0.24	10派1.2元(含税)	10配3
华源制药(600656)	0.22	10派0.4元(含税)	10配3转增4
雄震集团(600711)	0.34	10派0.5元(含税)	增发4000万A股
宁波富达(600724)	0.17	10派1.25元(含税)	10配3
天创置业(600791)	0.52	10派0.5元(含税)	增发4000万A股
杉杉股份(600884)	0.21	10派2元(含税)	10配3

数据来源：上市公司2002年年报。

总而言之，不分红、少分红或者转嫁分红的股利分配政策，既降低了股权融资的成本，又有利于非流通股扩大自身利益，在二元股权结构中，这势必导致上市公司热衷于股权融资，表现出股权融资的强烈偏好。

（二） 非流通股套利与股权融资偏好

二元股权结构的后果之二，是利益不一致的类别股东相互博弈，最终导致公司经营目标从公司利润的最大化转向非流通股自身利益的最大化。非流通股出于自身利益的考虑，往往倾向于通过高溢价发行、增发和配股，以少量的控股权稀释来换取自身净资产值的大幅度提高，从而提升自身股份的潜在转让价值（非流通股的“市场”价值）。长期下来，非流通股可以不断通过向流通股高价发行股票的方式进行套利，剥夺流通股的利益，而自身只需要牺牲少量的控制权（股权被少量稀释）。原有的流通股东由于利益没有保障，还面临非流通股东的恶性筹资，只能选择用脚投票，将股票卖给新的流通股东，造成了二级市场投机氛围和系统性风险。这种博弈的实质是流通股东单独承担了股权融资的溢出成本，而股权融资的溢出收益却全部被非流通股分享了。

我们可以用以下公式，定量地计算出非流通股在发行前后，净资产值的提升状况：

$$\text{非流通股资产净值的提升倍率 (K)} = V_1 \div V_0 = 1 + 1\% \times (m-1) / q$$

其中：q 为发行前非流通股控股比例；

m 为新股发行的净资产倍率（即：新股的发行价÷发行前公司的每股净资产）；

V_0 为发行前非流通股的净资产值；

V_1 为发行后非流通股的净资产值；

K 为发行前后，非流通股净资产的比值；

按照上式计算，非流通股控股比例每下降一个百分点，自身净资产就增加到原先的若干倍（K 倍）。我们以整个市场非流通股 70% 的控股比例（q=70%）和二级市场平均 3 倍（m=3）的净资产溢价为例，非流通股通过高价发行，其控股比例每下降 1 个百分点，自身净资产就可以提升 2.85%（K=2.85%）。这还是整个市场的平均值计算的，就单个公司而言，如果发行股票的净资产倍率更高，非流通股通过高价发行所获得的收益也会更大，有些甚至一次发行就使非流通股自身的净资产翻了十倍。

例如：在上海交易所上市的用友软件（证券代码：600588），发行前大股东持有 7,500 万股公司股份，每股净资产 1.118 元，2001 年 4 月 23 日，公司向社

会公众发行 2,500 万股股份，发行价格达到每股 36.68 元，相对于每股净资产，发行价格的溢价高达 32.81 倍。发行后，公司每股净资产变为 10.21 元，大股东的资产从发行前的 8,385 万元（7,500 万股×1.118 元/股）增值为发行后的 7.66 亿元（7,500 万股×10.21 元/股），增值倍率达到 9.13 倍。这里的增值全部都来自于流通股的高溢价发行收入³⁹。

据不完全统计，从 1993 至 2002 年，非流通股通过发行，使自身的原始股本增值了 5,300 多亿元⁴⁰，而截至 2002 年底，全部上市公司的非流通 A 股的帐面净资产价值只有 10,123.82 亿元⁴¹，也就是说，非流通股有将近一半的净资产增值是由流通股高溢价发行的因素带来的。

在 2000 年以前，非流通股套利行为曾受到政策限制，那时上市公司主要依靠配股来融资，但由于配股存在三个限制条件：连续三年平均净资产收益率高于 10%、配股比例不超过总股本的 30%，当年股本扩张不得超过 100%等⁴²，配股的价格也远较市价低。在配股受到数量和价格双重限制的情况下，流通股利益被侵占的问题并不十分突出。但是 2000 年股票增发方式出台以后，股票增发的数量和价格限制都被大幅度地放宽，再融资的资格条件也被大幅度地放宽⁴³，增发融资的公司数量和增发融资的金额都大大上升。2000—2003 年，共有 90 家公司提出增发方案，实际增发筹资 657.31 亿元。从表 13 中我们可以看出，增发筹资的强度要大大高于首次发行和配股，每次筹资的金额超过 7 亿元。

表 13：不同发行方式的筹资强度比较（2000 年—2003 年） 单位：亿元

发行分类	金额	次数	每次筹资
首发	4,282.26	1,225	3.50
配股	2,155.97	925	2.33
增发	657.31	90	7.30

数据来源：天相分析系统。

通过分析，我们可以清楚地认识到，在二元股权结构下，由于类别股东利益不一致，上市公司经营目标转向非流通股股东的利益最大化，公司利润最大化的经营目标被损害。在非流通股可以通过高价发行，获取套利收益的机制下，即使外部贷款利率低廉，上市公司仍不愿意通过借款来筹集资金，而偏好于通过股权的方式来进行融资，这不但侵犯了广大流通股股东的利益，同时也阻碍了证券市场的进一步健康发展。

通过分析，我们还可以认识到，在二元股权结构没有解决之前，任何发行方式的改革，都不能从根本上杜绝非流通股的套利行为，股权融资仍会排斥债权

融资，上市公司仍会表现出高度的股权融资偏好，最终吃亏的都只能是流通股东。

（三） 二元股权结构和内源性融资

二元股权结构造成的的后果之三，是损害了上市公司的“造血”机制，造成上市公司内源性融资（保留盈余）不足，使外部融资成为必然，由此造成上市公司强烈的股权融资偏好。

如前所述，在二元股权结构下，非流通股的利益最大化取代了公司经营的利润最大化，而非流通股的利益最大化又直接体现为非流通股自身净资产价值的最大化，以及非流通股可支配资源的最大化。非流通股东获取自身利益增值不外乎通过以下几种渠道：

- 1、经营好上市公司获得自身资本增值；
- 2、向流通股高价发行股票获取套利收益；
- 3、转让上市公司非流通股股权来获取利润；
- 4、通过资金占用、关联交易、贷款担保等方式从上市公司“提款”等等。

在这几种方式中，认真经营好上市公司的难度最大、成本最高，收益也最低，而且收益还需要和流通股东分享，远不如通过其他方式获利来得容易。在这种情况下，非流通股的受托人——上市公司的高级管理人员，往往很难将全部精力都放在如何经营好上市公司上。这样，上市公司造血机制不足、诚信不足、造假、恶性对外担保等行为也就不难理解了。市场上广泛存在的上市公司“一年绩优、二年绩平、三年绩差”的现象也是根源于此。公司业绩滑坡，缺少内部积累，内源性融资从何谈起？

表 14：我国上市公司历年平均利润和亏损面变化统计

单位：万元

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1995以前	6,501	5,813	5,397	3,618	4,628	3,927	323	1,731
1996		4,424	4,500	4,108	3,918	2,635	1,047	1,605
1997			7,903	7,522	7,979	7,076	5,763	5,683
1998				9,733	10,909	10,499	8,955	7,166
1999					10,412	9,230	7,119	7,370
1995以前	5.47%	9.97%	13.55%	19.35%	14.52%	17.42%	19.61%	20.20%
1996		0.00%	4.88%	10.24%	12.20%	15.12%	19.51%	20.40%
1997			0.48%	2.40%	3.37%	8.17%	12.02%	13.94%
1998				0.00%	3.92%	3.92%	10.78%	11.76%
1999					0.00%	4.08%	10.20%	11.22%

资料来源：天相分析系统、分析家机构版5.0

说明：本表上半部分为在不同时间上市的公司历年税后利润平均数。

本表下半部分在不同时间上市的公司历年的亏损面。

1995年以前上市的公司已有9家被摘牌，1996年上市的公司已有4家被摘牌。

表 14 对上市公司按照上市的时间进行分类，分别统计了 1995—1999 年期间，每年新上市的公司，从其上市之初一直到 2002 年末，上市公司整体的利润变化情况以及亏损面变化情况。表中的上半部分为历年平均利润的变化情况，下半部分为历年亏损面的变化情况。亏损面的计算方法为：同一时期上市的公司总数中，亏损公司所占的百分比。

我们先来看表中横向的关系，横向数据反映了同一年上市的公司，在上市以后的年份里，其整体的平均利润和亏损面的变化情况。从表中我们可以看到，上市公司的业绩确实存在着逐年下滑的态势，无论是哪个时段上市的公司，在上市后整体的平均业绩都是逐渐下滑的。特别是 1995 年以前上市的公司，在 2001 年几乎陷入了全部亏损的境地。亏损面方面的情况也是如此，亏损面的扩大基本没有停止过，早期的上市公司到 2002 年基本都已经有了 20% 的整体亏损面，1997 年的数据甚至显示出，在 1997 年上市的公司中，有些公司上市当年就已经开始产生亏损。

再看表中纵向的关系，纵向数据反映了在同一个年份里，不同时间上市的公司作为不同的群体，它们之间的关系如何。从表中我们看到，几乎在所有的纵向时点上，平均利润的关系都呈现出“越早上市的公司平均利润越低”这个规律，只有对 1998 年上市的公司来说，这个规律不适用，这显示出 1998 年上市的公司，其整体素质相对比其它时间上市的公司要高一些。当然，始于 1998 年的上市公司大规模的重组可能也会对 1998 年的数据起到一定的修饰作用。亏损面方面也显示出同样的规律：越早上市的公司，其整体的亏损面越大。

第四节 融资政策与股权融资

上面我们从四个方面分析了我国上市公司偏好股权融资的行为：

- 1、分红率低和分红软约束造成了股权融资成本低廉；
- 2、较高的 Q 值诱发了上市公司的股权融资行为；
- 3、二元股权结构造成了类别股东的利益不一致，非流通股通过高价发行进行套利，籍以实现自身价值最大化，从而使上市公司表现出股权融资的偏好。
- 4、二元股权结构造成了上市公司内源性融资不足，必须通过股权融资来筹集资金。

但是，上述情况的产生都离不开一个重要因素，即：流通股的股价偏高这个因素。如果流通股价格不偏高，流通股的分红率也不会偏低，股权融资的成本也就不一定会低于债权融资的成本；如果流通股价格不偏高，也就不会产生较高的 Q 值来诱发上市公司大量发行股票；如果流通股价格不偏高，非流通股东也

就失去了进行套利的机会。

为什么流通股的价格始终能维持在偏高的水平上，使得非流通股可以高价发行股票进行套利？从理论上说，如果没有其它因素的制约，股票二级市场的价格即使一开始处于较高的位置，也会由于大股东持续的套利行为而逐步回落，价格迟早会回到正常水平，在这个水平上，大股东无法维持其套利行为，两类股东的利益保持一致，这时股票价格达到均衡状态。但事实上，国内 A 股的价格一直维持着相当高的市盈率和市净率水平，最近 5 年以来，A 股的市盈率一直维持在 40 倍以上，市净率一直维持在 3 倍以上，股价长期偏离理论均衡价格，这是一种反常的现象，究竟是什么因素，使得国内 A 股长期维持偏高的价格？

作为对比，我们注意到：同样是中国的上市公司，同样的二元股权结构，但在香港证券市场上市交易的中国公司 H 股，和在沪深交易所上市交易的 A 股，其股价表现有很大差异。H 股的市净率和市盈率都相对较低，截至 2003 年 12 月 31 日，H 股的股价水平只有相应 A 股的 48% 左右，如果扣除 2002 年—2003 年国企 H 股大幅上涨（涨幅超过 200%）的因素，H 股对 A 股的折价率还会进一步上升⁴⁴。国内 A 股偏高的价格究竟是如何形成的，要回答这个问题，我们不能不考虑中国证券市场的发展历史和政府的融资政策。

中国过去十几年的改革和从计划经济向市场经济的经济转轨都是由政府统

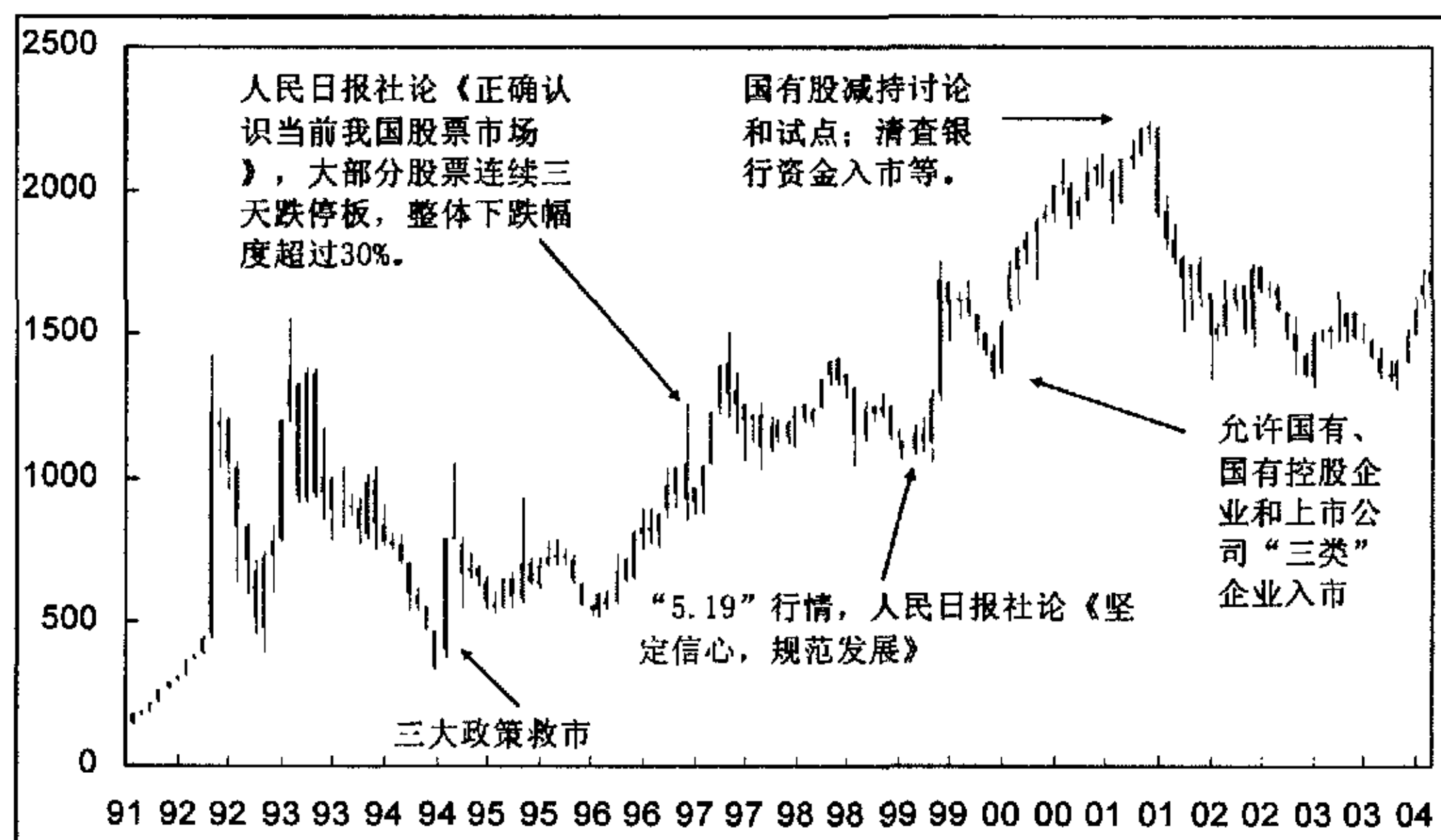


图 4：证券市场重要转折点（上证指数月线）

资料来源：分析家机构版 5.0

一组织、逐步稳妥地向前推进的。政府的政策推动了金融改革，也催生了中国证券市场。可以说，至今中国证券市场的建立和不断完善都是在政府的主导和政策的推动下完成的，政府的推动对我国金融改革和经济发展起了十分积极的作用。

企业股份制改造和股票市场成立的初衷就是为了筹集更多的社会资金，为国企改革服务，筹资和国企的改制发展是政府开设股市的首要目的。为了维持股票市场的筹资功能，融资政策不断地将外围资金推入股市，在多次股市陷入低迷、股票发行困难的时候救市，帮助二级市场维持较高的价格，使得证券市场形成所谓的“政策底”，中国的股市也被投资者称为“政策市”。证券市场发展过程中的很多重要转折点，都和政策有相当大的关系，详见图 4 所示。

例如：1999 年上半年，证券市场极度低迷，交易量稀少，市场价格持续下跌，发行陷于停顿，市场的筹资功能难以得到正常发挥，最终政府出台政策，以《人民日报》社论（社论名称为《稳定信心、规范发展》）的方式，支持证券市场的发展，使市场短期内飙升，融资能力得到恢复，这就是证券市场著名的“5·19”行情。

前任中国证监会主席周正庆同志透露了发动“5·19”行情的经过⁴⁵：“1998 年境内筹资比 1997 年减少了 484 亿元。证监会对市场状况进行了调查研究，并于 1999 年初，酝酿了一份关于进一步规范和推进证券市场发展的若干政策意见，改革股票发行体制、保险资金入市、逐步解决证券公司合法融资渠道、允许部分具备条件的证券公司发行融资债券、扩大证券投资基金试点规模、搞活 B 股市场、允许部分 B 股 H 股公司进行回购股票的试点等 6 条主要建议的文件。这一信息向外透露后，由此引发了著名的‘5·19’行情。也就是通常说的搞活市场六项政策。”

政府在对证监会、国资管理部门考核的指标中，筹资数量和国有资产的保值增值是一个重要指标，通过高价发行无疑是迅速提高国有资产价值的有效途径。这种“筹资型”的证券市场政策，客观上长期维持了非流通股的套利空间，使得非流通股一而再、再而三的高价筹资从可能性转变为现实性，助长了非流通股连续不断的套利行为，增强了上市公司的股权融资偏好。

地方政府为了能够从股市筹资，在过去几年纷纷对地方上市公司进行“保壳”重组，其目的就是为了能够保住上市公司发行资格，为筹资服务。为了能够让国企重组顺利进行，证监会在原来配股的基础上，新增了增发筹资的渠道，如前文所述，增发筹资大幅降低了发行的要求，尤其是对重组企业的发行资格要求，不再要求企业盈利，更是大大推动了企业的股权筹资。

2002 年，市场经历大熊市，增发和配股都存在困难，上市公司又通过可转

换债券的方式进行筹资⁴⁶。可转换债券虽然不是直接的股权融资，但在目前国内的市场环境下，大股东仍有强烈的促使转债转股成功的动力，很多已经发行转债的公司都打算或已经推出了高比例的送股方案，目的就是为了刺激股价，促使转债持有者转股。一旦转债转成股票，就相当于一次成功的增发。正是因为这点，上市公司才有动力通过各种方式影响股价，提升转债持有人的转股意愿。

上述过程表明，由于融资政策将股市定位在筹资功能上，为了维护证券市场的筹资能力，管理层通过政策不断动员外围资源入市，维持二级市场偏高的股价水平。这样的融资政策，加上微观企业的二元结构，为上市公司营造了合适的股权融资环境，激发了上市公司强烈的股权融资偏好，使得有能力筹资的公司只要一有机会，就会发行股票进行筹资。

第五节 内部人控制与股权融资

上市公司大部分原来是国有企业，股份制改制后，非流通股“一股独大”，其产权变更为国家所有或者国有企业法人所有，非流通股委派上市公司的总经理、副总经理等高级管理人员，负责经营企业。但是非流通股和高级管理人员之间的“委托—代理”关系还不完善，缺乏对高级管理人员有效的制约和激励机制。

一方面，国有股、国有法人股的产权缺位现象时有发生，难以对高级管理人员形成常态长效的监督和制约；另一方面，公司高级管理人员本身基本不持有本公司的股份，特别是可流通股份，这就无法通过股权激励机制对管理层的行为进行有效的引导，造成公司管理层在同股东的代理关系中，双方的利益取向并不一致。从公司（股东）的角度出发，利润最大化或者市场价值最大化理应成为唯一的经营目标。但实际上，国有股、法人股任命的董事、总经理等高级管理人员在获得任命后就成为公司的“内部人”，掌控了公司的运作机制和经营目标，这就是所谓的“内部人控制”。在内部人控制下，上市公司的经营目标很容易从股东价值最大化转向内部人的自身目标——人力资本的最大化。

由于缺乏制约和激励机制，管理层在公司没有长远的经济利益，这就驱使管理层往往倾向于做大公司规模、扩大公司的行业内地位和影响力，这对他们积累自身人力资本最为有利。原因很简单：一方面，公司规模扩大意味着管理层手中所掌握的资源增多，这对企业管理者而言，无疑会提高其社会地位和社会影响，而社会地位和社会影响正是人力资本的一个重要组成部分；另一方面，企业规模的扩大，在行业内地位的提高，意味着管理层个人较好的职业资历，这将有助于形成管理层个人今后在经理人市场上特殊的人力资本。经常会出现这样的情况，国有大企业的管理者在国有企业经营了一段时间以后，积累了足够的职业资历，然后就会到外资或者其它企业就任高级管理人员，其个人收入和个人荣誉都获得

大幅度提高。这实际上是上市公司（国有企业）为其支付了人力资本增值的隐性费用，而人力资本提高的收益却被管理者本人获得了。

这种因管理层追求自身资历造成的企业追求规模的机制，决定了上市公司一有机会就会增发配股，在证券市场上通过股权融资不断筹资。只有这样，才能保证公司管理层实际可支配的资源不断增加，保证公司管理层人力资本的不断累积，这一点通过债权融资是无法达到的。

第六节 债券市场与股权融资

上市公司偏好与股权融资，除了上述内部因素外，还有市场环境方面的因素，主要是企业债、公司债市场的不发达。

债权融资是市场经济中最重要的一种市场化的资金融通方式之一，股权融资同债权融资存在一个根本的区别，那就是两者的风险配置不同：债权融资对企业来讲是外部的强制约束力，债权人的利益在法律上得到最有效的保障并且在企业破产时最先得到偿还，通过债权融资，企业承担了较大的风险，而债权人的风险相对较低；股权融资则不同，股权资金一旦投入企业，就再也不能抽回，股权融资（普通股）在企业清偿中排在最后的顺序，企业使用股权融资，对企业而言风险较低，但对出资人而言，风险较高。

通过完善的股票市场和债券市场，企业和出资人之间都可以通过市场获得自身最佳的风险配比方式。从理论上而言，有效的股票市场和有效的债券市场总是会促使企业更多地使用负债，负债可以有助于增加企业的外部监督力量，减少内部人的道德风险，而且负债的税收节约可以为股东带来更大的收益，降低股权融资的代理成本。

中国还没有建立起完善、开放和市场化的企业债券市场。目前企业发行债券仍然采用额度审批制度，国家发改委每年会编制企业债发行计划，申请发债企业需要发改委进行资格审批和额度审批，未通过审批的企业无法发行债券。

截止到 2003 年 11 月底，在沪深两个交易所累计发行并上市的企业债只有不到 30 家，融资总额为 559.50 亿元⁴⁷。其中只有少数同上市公司相关，例如：宝钢债券、中移动债券等，大部分是债券都同上市公司或上市公司关联方没有关系。从图 5 可以看出，自 1993 年股票融资额超过企业债融资额以后，股票融资额一直在上升，而债券融资额存在下降的趋势，两者的差异越来越大。说明中国证券市场在大规模扩容的同时，债券市场并没有跟随资本市场的发展一起得到高速发展。

目前，我国债券发行利率的确定相对僵化。根据相关法规规定，企业发行

债券采用的收益率不能高过同期银行存款利率的 40%，随着利息率的连续下降，银行存贷款的利差幅度也在逐步加大，但由于债券利率的管制，限制了企业债利率的变动幅度。由于需求旺盛，几乎所有已发行的企业债券，利率都为银行定期存款利率上浮 40%，无法形成利率差异。

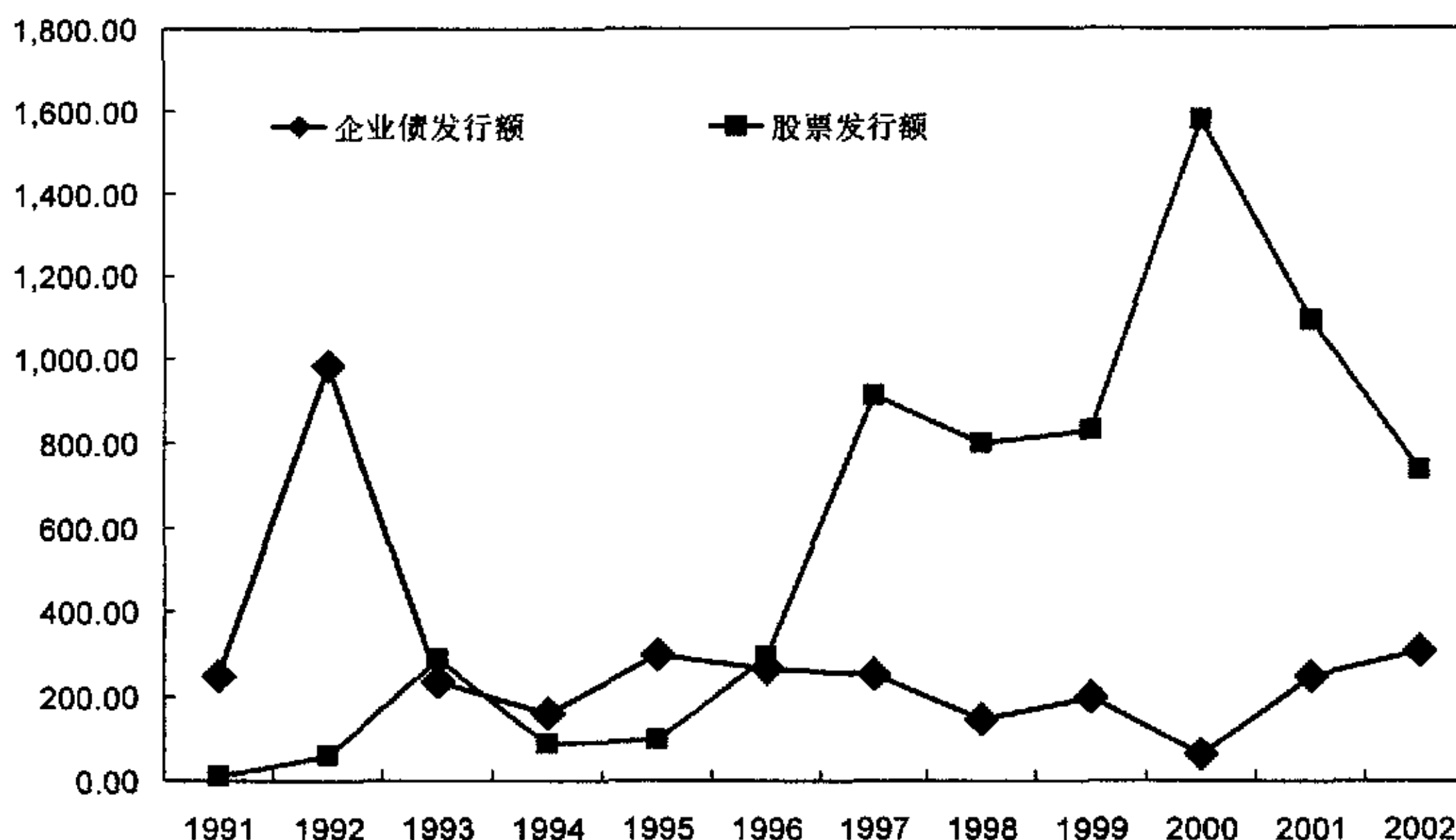


图 5：企业债券发行额和股票发行额的对比

资料来源：股票发行额来源于天相分析系统。

1991-2000 年企业债发行额来源于《中国证券期货统计年鉴》。

2001-2003 年企业债发行额为估计数。

企业债券发行的额度审批制和利率管制，决定了企业债的利率非市场化，使得债券利率不能反映资金供求的真实变动和不同企业的风险差异，造成优质企业债券资金成本偏高，一般性企业债券又不含风险收益，从而导致债券需求缺乏弹性，限制了企业债市场的发展壮大。

正因为公司债发行的难度较大，而债券发行的额度审批制度，使得发债额度本身成为一种稀缺资源，无形中增加了企业发债的成本，使得通过债券融资成为一种高成本的融资方式，在这种情况下，上市公司自然倾向于通过股权来筹得必要的资金，这就体现为股权融资的偏好。

本章小结

本章对我国上市公司股权融资偏好的形成原因进行了分析，总结起来，上市公司的股权融资偏好主要可以归结为以下几个方面：

1、流通股价格高、分红率低和分红软约束造成了股权融资成本低廉，股权融资的成本远远低于债权融资成本。

2、较高的流通股价格形成了较高的 Q 值，而根据 Q 理论，较高的 Q 值比较容易诱发了上市公司的股权融资行为。

3、二元股权结构造成非流通股和流通股的利益不一致，并且非流通股“一股独大”，占有控股地位，公司经营目标从利润最大化转向非流通股自身利益的最大化。非流通股可以通过向流通股高价发行股票进行套利，籍以实现自身价值最大化，从而使上市公司表现出股权融资的偏好。套利可以从两个方向进行：

——向流通股股东高溢价发行股票，然后进行分红，获得分红收入；

——向流通股股东高溢价发行股票，提升自身股权的净资产值。

4、二元股权结构从制度上造成了上市公司的内源性融资不足。在非流通股和流通股利益不一致、并且非流通股可以通过套利机制获取利益的情况下，经营好上市公司不再是非流通股的最优选择。内源性融资不足，公司自然会偏向于外部融资，而在外部融资中，股权融资又是成本最低的，故而上市公司表现出股权融资偏好。

5、“筹资型”的股票市场定位和融资政策无意中帮助了二级市场价格始终维持在较高位置，使得非流通股的套利行为一直得以持续。

6、内部人控制使得上市公司经营目标从利润最大化转向内部人自身目标——人力资本的最大化。为了追求自身人力资本的积累，企业高级管理人员往往倾向于更多地追求公司规模，扩大自身的社会地位和行业影响力，这需要通过股权融资来实现。

7、我国企业债券市场不发达，使得公司无法很方便地、低成本地在债券市场上筹集到足够的资本，只有同过股权来融资。

第五章 上市公司股权融资偏好的影响

上市公司的股权融资偏好所造成的后果，首先反映在公司资本结构的不合理上。本来按照正常的“啄食”顺序，当公司缺乏发展所需要的长期资金时，首先应利用内部融资，这种融资方式成本最低，而且可以向外部传达对公司经营正面的信息，增加股东和债权人的信心；其次是利用债权来融资，这样可以充分利用财务杠杆，使得股东的价值获得尽量多的增加；股权融资的成本最高，只有在债权融资仍不能满足需要的情况下，公司才可能需要用股权来融资。实证分析表明，无论中外的证券市场，股权融资都会对股票价格形成负面影响。上市公司为了能够维持股价，通过股权融资必须让股东获得非常满意的回报，否则公司的市场价值就会降低。因此在公司看来，股权融资无疑是一种高成本的融资。

但中国市场由于上述种种特殊的原因，造成了上市公司偏好股权融资的特殊现象，长此以往，将对整个证券市场的发展起到非常大的不良影响，阻碍证券市场的健康发展。

第一节 股权融资偏好对资源配置的影响

总体而言，中国上市公司的这种融资结构，不利于证券市场发挥正常的资源配置作用。本来，资本应该通过证券市场，在价格机制的作用下，流向最为稀缺的、边际生产力最高的部门，但由于上文所述的内在机制的作用，所有的上市公司天然地都具备股权融资的第一偏好，这使得证券市场无法正确区分哪些融资属于正常融资，哪些融资属于过度融资，甚至有可能那些过度的融资抢占了哪些本来是正常的股权融资。在所有上市公司股权融资偏好都特别强烈的情况下，资源无法被正确地配置到最稀缺的地方。

股权融资偏好对资源配置的扭曲作用，主要表现为以下几个方面：

一、 股票价格的扭曲不利于公司发展主业和并购

二元股权结构造成两种不同的股票价格，证券市场上实际上存在着价格“双轨制”，即流通股和法人股分别标价，而且价格不同。法人股标价低，只能通过特定方式整体转让，流通股价格较高，可以在证券交易场所进行标准化的流通和交易。同样的物品本来应该是一个价格，现在出现了两种不同的价格，混乱的价格体系当然不可能形成有效的价格机制来配置资源。

如上文所述，价格双轨制必然造成两种价格之间套利机制的存在，非流通股通过套利机制可以源源不断地剥夺流通股利益，不可能将精力放在经营好上市公司上。流通股的利益得不到保障，还面临大股东的恶性筹资，最终只能选择用

脚投票，二级市场投机盛行，市盈率偏高，造成了股价的泡沫，市场存在巨大的系统性风险。

由于股票价格不能正确反映公司价值，价格信号被扭曲，社会资源并没有配置到最稀缺的地方，造成了大量的资源浪费，股市的“经济晴雨表”作用也难以得到体现。上市公司的整体行业变迁就可以说明这个问题，在房地产热的时候，上市公司就大量投入资金搞房地产，在网络热的时候就一窝蜂地去“进军IT”，资金不够了，就向二级市场溢价发行，主营业务反而变得模糊起来。

与此同时，整个上市公司每年分配的红利却不足以支付投资者在二级市场支付的交易费用，上市公司的利润还比不上每年从市场筹集的资金。数据表明：从1993年到2003年，流通股投资者累计现金流出约1.04万亿，其中筹资6,800亿元，交易印花税和交易佣金各约1,800亿元⁴⁸，而得到的上市公司分红却只有514亿元⁴⁹，两者相比，流通股的净现金流出为9,886亿元。2002年一个会计年度，证券市场的净利润总额为865.55亿元，其中流通股应占的份额只有190.36亿元，而2002年全年的证券市场A股筹资额为736.90亿元⁵⁰，交易印花税为67亿元⁵¹，交易佣金约为34亿元⁵²，以此来计算，即使上市公司的利润全部用来分红，流通股全年的现金净支出最少也在647亿元以上。

表 15：不同业绩区间上市公司的市盈率

业绩区间	家数	市盈率
0.10以下	324	359.60
0.10-0.20	278	61.75
0.20-0.30	218	42.05
0.30-0.40	142	32.12
0.40以上	146	23.67

资料来源：分析家机构版5.0

数据说明：市盈率采用2002年业绩和2002年收盘价计算。

由于占控股地位的非流通股不能流通，单纯从流通股着手，根本不可能形成对上市公司行之有效的外部监督机制。上市公司即使经营再差，竞争对手也不能从流通股市场着手，进行收购和改组。另一方面，由于上市公司大部分脱胎于国企改革，在一定程度上还存在着政企不分的情况，地方政府可能会利用上市公司作为当地发展经济的筹资工具和融资平台，一般不太愿意让经营不善的公司破产。上市公司没有破产的压力，其股价自然也不太可能按照业绩来拉开差距。如表15所示，截至2002年12月31日的，对上市公司整体的股价统计显示：业绩越差的上市公司，具有越高的市盈率。

价格失灵，使得上市公司之间的横向比较失效，股票价格不能反映上市公司经营的真实情况。造成好的公司价格不高，差的公司价格也不低，企业之间的兼并收购难以实现。按照经典理论，本来经济周期低谷时，应该是公司兼并的高峰，能在经济不景气时生存的公司一般都比较优秀，具备自身的核心竞争力，它们在经济周期低谷时可以充分实现低成本扩张，通过兼并消灭竞争对手，扩大规模，消灭行业内多余的产能，等到经济再次复苏时，就可以获得更大的发展。但我国证券市场由于价格失灵，无法用于指导兼并收购，行业内多余的产能始终没有办法正常退出，最终会拖垮了业内所有的公司。

前些年的彩电就是活生生的例子。在行业上升时，各企业都纷纷扩大产量，引进生产线，最后造成产能闲置、产品积压，部分小公司濒临破产，本来这是行业整合的大好时机，但因涉及地方利益，地方政府纷纷对当地上市的家电公司进行保壳重组，没有一家公司在行业低谷时退出，其结果是两败俱伤，整个行业发展受到伤害。在行业景气的时候，大家都有利润，但利润都不多，行业一旦不景气，大家都亏损，最终好的公司也会被拖垮，四川长虹就是这样的例子。

二、 股权融资成本低不利于公司间的公平竞争

由于证券市场股权融资成本便宜，上市公司通过股权融资可以获得成本低廉的资本，上市公司通过股权融资几乎不用分红，而股价又能维持在较高位置，融资成本接近于零。而非上市公司的融资路线却依然维持内源性融资、外部债权融资（主要是银行贷款、信托、企业债券等）和股权融资的顺序，融资成本较上市公司要高得多。即使在目前，一年期银行贷款利率仍然高达 5.31%，对非上市公司的贷款，银行可能还会在此基础上将贷款利率上浮一定的百分比，再加上银行可能会要求借款企业在贷款银行存足一定比例的存款，企业实际的净贷款利率往往更高。可见上市公司和非上市公司的融资成本差异是非常大的。

由于制度原因，特别是 1999 年以前，企业申请上市采用额度管理，有所谓的“上市额度”之说，每年原国家体制改革委员会会将额度分配到各省、直辖市和国务院直属的各部委，额度下发后由省级政府控制，额度是一种稀缺资源，没有额度的公司无法取得上市资格。非上市公司要拿到额度上市，不但要花很大的成本，还要等很长的时间，上市难度比较大。

在上市公司和非上市公司融资类别和融资成本的差异十分巨大，而非上市公司又难以非常容易地转变为上市公司的情况下，这两类公司的竞争就显得非常不公平。上市公司可以利用自身融资成本低廉的天然优势，形成对非上市公司的不公平竞争，上市公司即使经营效率比同行业非上市公司差很多，也可以通过融资成本的低廉的因素得到足够的补偿。在这种不公平的竞争中，非上市公司的失

败并不一定体现在效率上，而更多地是体现在资本价格上，这实际上起到了扶劣罚优的不利作用，从长远来说，这种情况不利于整个行业的健康发展。

上市困难使得上市公司的上市资格本身成为一种稀缺资源，非上市公司如果难以通过正常渠道上市，只能通过买壳的形式获得上市资格，从而造成中国上市公司非常高的“壳资源”价值，一些经营不善的企业，大股东可以通过出售股权，获得比实际净资产高得多的收益。2002 年以前，买壳上市的现象非常普遍，尤其是房地产类公司，在 1992 年宏观调控以后，政府严格禁止房地产类企业上市，造成房地产类企业纷纷在证券市场买壳上市，对上市公司进行重组。重组的盛行，一方面在一定程度上助长了证券市场的投机风气，扭曲了市场正常的投资理念。另一方面，重组的盛行也确实反映出上市公司的地位优越，非上市公司即使必须支付很高的代价进行重组，也愿意取得上市地位。

三、 股权融资成本低不利于要素优化配置和技术进步

股权融资的便利，使得上市公司的资本成本非常低，换句话说，公司一旦上市，具备了融资资格，就意味着公司可以用比以前低得多的成本获取资本，公司所面临的要素市场的价格比例就发生了相当大的变化，相对于劳动而言，资本变得更加便宜了。按照微观经济学的厂商理论，面对变化了的要素市场，公司将重新配置生产方式。

如图 6 所示，公司上市前的等产量线为 PP_1 ，预算线为 BB_1 ，生产的均衡点为 E_1 ，在该均衡点，公司使用 L_1 的劳动和 K_1 的资本。按照微观经济学生产理论，此时：

$$\begin{aligned}\text{预算线的斜率} &= \text{劳动的价格} \div \text{资本的价格} \\ &= \text{边际资本替代率} \\ &= \text{资本投入量} (K_1) \div \text{劳动投入量} (L_1)\end{aligned}$$

公司上市后，由于资本的价格变得更加便宜了，同样的预算水平，公司可以获得更多的资本量，预算线变为 BB_3 ，产能从 PP_1 提升到 PP_2 ，理论均衡点从 E_1 移动到 E_3 ，资本使用量从 K_1 上升到 K_3 ，劳动投入量从 L_1 下降到 L_3 。这时，很显然，劳动的使用量下降了，而资本的使用量上升了。

如果企业仍然维持原有的生产规模，只要降低预算，按照 BB_2 的方式安排生产就可以了，这时均衡点移动到 E_2 。资本的使用量为 K_2 ，显然 $K_3 > K_2 > K_1$ ，资本的使用量比最初的均衡点 E_1 上升了，但没有超过 E_3 的水平；劳动的投入量为 L_2 ，显然 $L_2 < L_3 < L_1$ 。这意味着，在均衡点从 $E_1 \rightarrow E_3 \rightarrow E_2$ 移动的过程中，劳动的使用量一直保持下降的态势。

均衡点从 E_1 移动到 E_2 的过程，表面上是在等产量线上的简单移动，实际上它背后的经济含义反映的是厂商生产方式的转变。等产量线越往上方的点，劳动的使用量越少，资本的使用量越大，越属于资本密集型的生产方式；等产量线越往下方的点，劳动的使用量越多，资本的使用量越少，越属于劳动密集型的生产方式；在等产量线上移动的过程，就是劳动和资本在相同产量下的相互替代过程。上市公司上市前后，生产的均衡点向着资本的方向移动，表明上市公司的生产方式向着资本密集型的方式转变，用一部分资本替代了劳动，替代的根源就是上市后公司资本价格的下降。

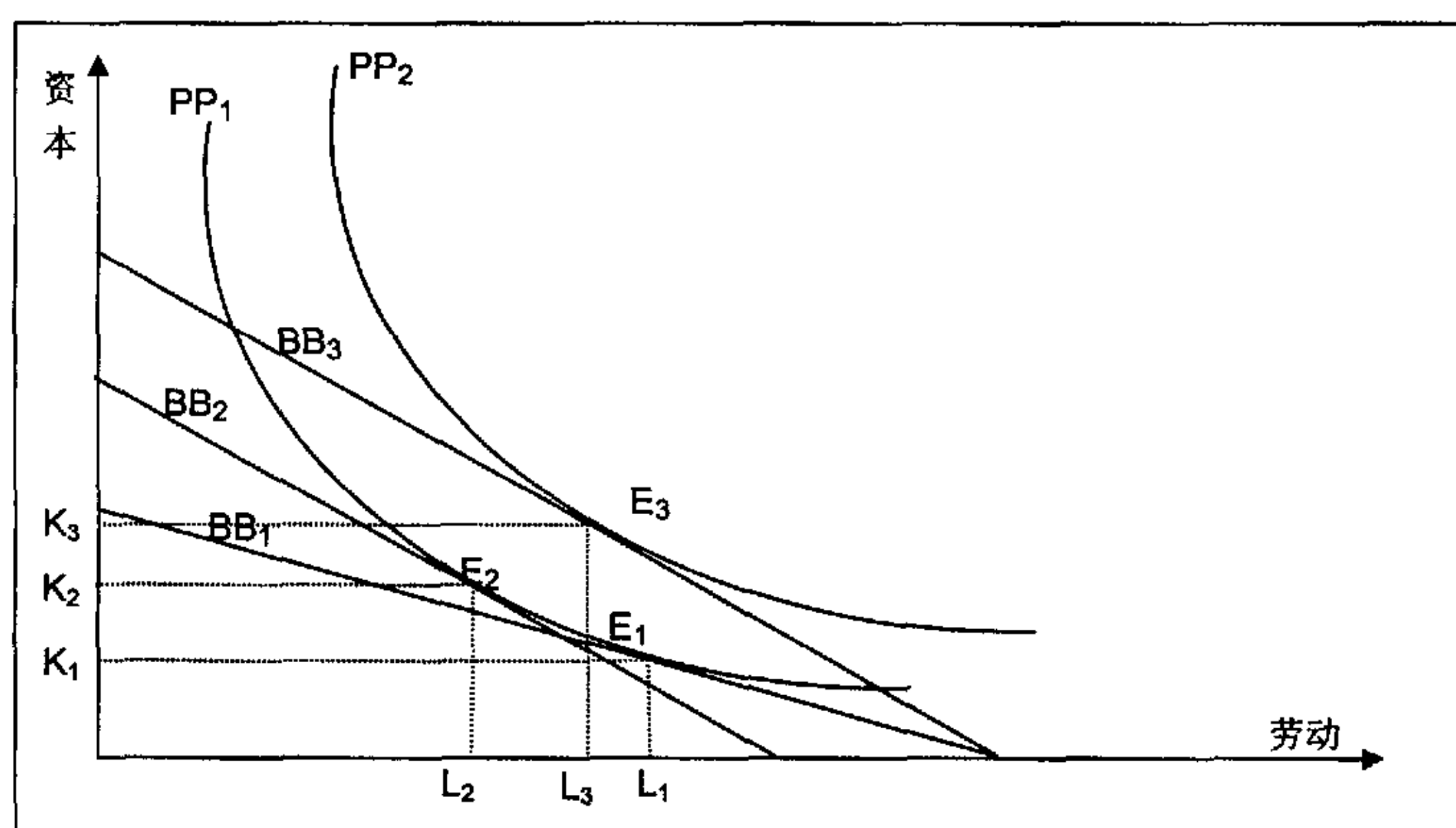


图 6：上市公司资本和劳动要素替代示意图

低成本资本融资的便利，其实也决定了上市公司新增生产规模时的技术取向，在生产要素中，当资本变得比其它要素更加便宜、更容易取得的时候，公司往往会在生产的增量中优先采用资本密集型的技术，并对已有的生产设备逐步用新工艺进行替代，引进新的自动化生产流水线，最终使企业整体的规模和生产方式同以前相比发生明显的变化。即使企业原来采用的是劳动密集型技术，在上市一段时间后，资本的密集程度也会逐步增加，资本价格低廉是促成企业这一转变的主要原因。

当然，在实际情况中，由于股权融资还是需要一定成本的，政策对股权融资仍然有一些限制性的规定，由于再融资需要走审批核准的道路，对上市公司而言，在某一个确定的时候是否能够顺利通过再融资审批，当中存在着一定的不确

定因素，因此对某一个单独的企业而言，这些因素会在一定程度上提高公司的资本成本，从而使企业在选择技术和生产方式的时候不一定能达到上述理想状态，但对整个证券市场而言，只要二元股权结构不改变，资本替代劳动始终是一种现实的趋势，这在理论上是成立的。

但是中国宏观经济的实际情况却是：中国的劳动力充裕而且成本相对便宜，资本却相对匮乏，应该大力采用劳动替代型生产方式和劳动替代型技术，以便充分发挥中国在国际分工中的相对优势。但证券市场由于制度缺陷，使得上市公司群体在上市前后，所面临的劳动和资本的价格比例发生了巨大的改变，资本相对而言变得更加便宜了，从而诱使上市公司在生产中大量采用资本替代劳动。这在宏观上扭曲了整体经济的资源配置，对国家在宏观上解决就业问题也不利，同时这也与中国的国情相违背，不利于整个国民经济的健康发展。

另一方面，股权融资的便利，同时也影响上市公司通过何种方式获取技术进行产业升级。从理论上说，获取技术无外乎两种方式——自行研制和购买。当公司进行决策如何获取新技术的时候，实际上是在比较这两种方式各自的成本、风险和收益。由于自主技术开发具备一定的风险，对公司而言，资本成本越高，企业越会节约外购技术的开支，而尽量通过内部的技术开发，独享新技术所带来的全部收益，这种方法相当于是一种“高成本、高收益”的投资，风险高，收益也大。反之，资金成本越低，企业也就越容易接受低风险、低收益的外购技术方式。我国证券市场上，公司一旦上市以后，首先面临的的就是资本成本的大幅度下降，这时企业往往会采用购买新技术的办法扩大生产，自行研制的意愿就大大降低了。

仍以家电企业为例，我国家电企业上市普遍较早，但形成核心竞争力的很少，企业的生产线和新技术基本都是从国外进口的，自行研制的比例很低。所造成的后果就是国外家电每次有一项新技术，就引发国内一阵引进浪潮。等到爆发性的市场停止增长了，行业内的厂商才发现自己根本没有核心技术，大家基本都属于同质竞争，最后整个行业都被拖垮，只有少数家电企业能够生存下来。这样的后果，不利于整个行业的健康发展，也对整个国家的技术水平和竞争力的提升带来负面影响。

第二节 股权融资偏好对证券市场的影响

我国上市公司由于股权融资成本低，分红较少并且分红软约束，低廉的资金成本往往容易造成上市公司不注重培养自身的长期竞争力和主营业务，而热衷于短期化经营。用通俗的话来说，由于钱来得容易，花得也就容易，花钱的谨慎性低了。不少上市公司一见到别的行业有利可图，就一拥而上。1994年房地产

热的时候，几乎一半以上的公司都转行经营房地产，1999 年网络热潮，相当多的上市公司又投巨资进入网络行业，2002 年轿车市场兴旺，也有不少公司表示进入汽车产业。这种频繁变化主营业务，对公司长期核心竞争力的培养和形成毫无帮助。而且公司进入新行业，只有资本优势，在管理、技术和人才等方面都处于劣势，很难保证一定能够获利。如果所进入的新行业中已经存在较多的上市公司，那么同这些公司相比，公司进入新行业连最根本的资本成本的优势都没有，在竞争中获胜的可能性就更低了。长此下去，公司的盈利能力必然受到负面影响。

事实也的确是如此，主业变化频繁的公司，在经营上基本都没有形成优势，较早上市的一批公司中，只有少数一直坚持在本行业内发展的公司在长期的竞争中胜出，这些少数的公司中包括象青岛海尔、深万科、佛山照明、万向钱潮等知名公司，而大部分早期上市的公司目前经营情况都不佳，有些已经被摘牌了。上市公司是证券市场的微观基础，它们的业绩滑坡甚至摘牌或退市，势必会危及整个证券市场的稳定，对市场发展带来不利影响。

股权融资便利诱发上市公司短期经营行为还扩及股票市场的投机行为。由于再融资还是有一定程度的限制，上市公司一个会计年度只有一次再融资的机会。上市公司为了满足股权融资偏好，总是倾向于在满足融资条件的情况下尽快融资⁵³。但融资筹集到的资金并不一定能立刻投入到募集资金的投资项目中去，甚至有些公司可能根本就没有打算将资金投入到项目中去。这样，上市公司股权融资而来的资金有相当部分沉淀为闲置资金。在利益的驱动下，有相当部分的“闲置资金”通过各种方式（如委托理财、委托国债投资等）流入到证券市场，造成证券市场的投机泡沫。以 2002 年为例，在 1,224 家上市公司中，其中就有 71 家上市公司的资金用于委托理财；217 个募股项目被上市公司变更资金用途；上市公司闲置资金合计超过 3,000 亿元（募集资金及自有资金）⁵⁴。2003 年上市公司委托理财依然较大，截止 2003 年 3 月 26 日，前十大上市公司理财资金就达到 9.2 亿元⁵⁵。过去几年，虽然管理层一再强调上市公司不得“炒作”股票，但屡禁不止，股权融资偏好也是其中的原因之一。上市公司利用股权融资进行股票短期投资，在一定程度上助长了证券市场的投机行为，使投机行为得到增强和放大，加剧了市场的波动性。

对流通股而言，由于大股东利用其控股地位不断地进行股权筹资，迫使流通股股东需要源源不断地向证券市场输送资金，而与此同时，上市公司的分红又相当低，流通股的利益得不到保障，二级市场投资价值无从谈起。为了获取自身的利益，二级市场投资者被迫只能进行投机。

综合起来，上市公司的短期经营、业绩下滑、参与二级市场投机，以及流通股的投资价值匮乏等，这些问题都在一定程度上同上市公司股权融资偏好有

关。而上述种种行为在市场上汇成一股投机力量，造成了中国证券市场上高额的换手率和投机氛围，积累起巨大的系统性“泡沫”风险，这个泡沫一旦破灭，系统性风险的集中释放有可能造成严重的经济和金融风险，阻碍经济发展。累积的问题越多，将来解决的难度也越大，泡沫破灭的破坏程度就越高。

十多年来，我国证券市场出现过多次股票市场接近崩盘的情形。1994年证券市场从上一年度的1500点跌到了330点，跌幅达到78%；1995年市场下跌了40%；1999年市场下跌了30%；最近的一次就是2000—2002年，市场下跌了46%。在这些时候市场基本都表现为长线投资者纷纷离场、投机资金不断撤离、证券业全行业微利或者亏损，一批证券公司甚至倒闭并引发社会问题，投资者信心受到严重打击。上述市场低迷的情形，后来都被政府动员资源救市成功。政府救市成功的原因，是政府手中还有可以救市的资源，比如允许国有企业等“三类企业”进入市场，允许外资进入市场（QFII）等，随着政府手中可掌握资源的减少，随着市场规模的扩大和对外开放，如果今后再次出现类似的局面，一旦政府无力救助时，市场泡沫的破坏性就会突然爆发出来，这时对经济的影响就相当大了。日本股市泡沫破灭后，国内经济经历了长达十几年的萧条，至今还尚未完全从经济低谷中走出来，这一点值得我们重视。

第三节 股权融资偏好和信用文化

上市公司的股权融资偏好，对建立健康的信用文化，会起到一定的阻碍作用。为了能够获得上市公司股权融资的巨大优势，在利益的驱动下，非上市公司纷纷走上上市的“独木桥”。为了能够尽快发行上市并筹集到资金，一些不合格的企业产生强烈的“造假”动机，通过虚假包装、过度包装、分拆资产、报表重组、甚至欺诈发行等方式上市。一旦取得上市资格，就等于获取了大量更加便宜的、低成本的资金。截至2003年底，被证监会立案调查或通报批评的，因上市过程中存在造假行为的上市公司包括通海高科、四川红光、大庆联谊、吉发股份、麦科特、石油大明等十几家，其中通海高科更是创下了中国第一个因欺诈发行而未能上市的企业，目前对该公司的司法处理尚未最终结束⁵⁶。

而已经上市的企业，大股东为了在上市后为了能够继续不断地“圈钱”，通过报表重组和大量的关联交易，在上市公司体现账面利润，以维持上市公司的再融资能力。在受到证监会稽查的公司中，有相当部分涉及到利润造假的案件，包括著名的银广夏、蓝田股份、麦科特、张家界等一系列公司。公司通过利润造假，顺利地通过再融资审查并实施了再融资后，大股东又可以同样通过关联交易、抵押、贷款担保、资金占用等手段从上市公司获取资源和利益，将上市公司筹集到的资金输送给大股东。

据上市公司公开信息不完全统计，截至 2002 年年底，证监会对 1,175 家上市公司进行普查，发现有 676 家公司存在不同程度的大股东和关联方占用上市公司资金的情形，占上市公司总数的 57.53%，被占用的资金合计高达 966.69 亿元，平均每家公司占用 1.43 亿元，而 2002 年全年，上市公司通过各种方式（股权融资和可转债融资），从证券市场的融资总额仅为 961.75 亿元，换句话说，上市公司融资得来的资金几乎全部被大股东占用了⁵⁷。其中，济南轻骑和三九医药，大股东占款都超过了 25 亿元⁵⁸。截至 2002 年底，部分被大股东占款较为严重的上市公司如表 16 所示。

表 16：2002 年部分上市公司大股东占款情况

单位：万元

公司名称	大股东占款金额
济南轻骑	258,000.00
三九医药	250,000.00
首钢股份	169,000.00
深石化A	126,000.00
科龙电器	126,000.00
东海股份	121,800.00
南华西	72,129.00
美菱电器	65,975.00
大冶特钢	61,764.00
粤宏远A	57,919.00
东北药	56,400.00
美尔雅	36,890.00
兴业房产	30,100.00

资料来源：根据上市公司公告、万国测评、港澳资讯、百智投资讯数据整理。

股东占款的增加，侵蚀了上市公司的资源，削弱了上市公司的盈利能力，不少被大股东占款的公司，业绩均不理想，经营每况愈下，有些已经被“ST”（特别交易）⁵⁹，例如：ST江纸（江西纸业）、ST轻骑（济南轻骑）、*ST石化（深石化）等，而一度的绩优股粤金螯，因经营恶化，一度被PT（特别转让）⁶⁰处理，现已被摘牌退市。

更为严重的是，大股东占用上市公司资金，还会想方设法拖欠不还，由于大股东支配上市公司的财务决策，很多上市公司对大股东的欠款采用计提坏帐的方式一笔冲销，免去了大股东还款的义务。1998 年至 2002 年，存在大股东占款公司的坏帐计提金额分别为 59 亿元、256 亿元、341 亿元、438 亿元和 566

亿元，分别占当年净利润的 6.53%、21.96%、22.59、37.13%和 42.92%⁶¹。坏帐的计提，使得上市公司的管理费用大大增加，净利润随之减少，削弱了上市公司的整体盈利能力和资产质量⁶²，严重地侵害了广大流通股东的利益。

在某种程度上，上市公司可以被大股东当作一个不用通过经营就能获取收益的“工具”，为了使这个工具能够继续发挥作用，在工具“老化”（失去再融资资格）时，大股东有必要进行适当的修复（如：重组、关联交易、造假等），以便继续发挥作用。如果修复成本太高，大股东还可以将这个“工具”转让给第三方，最后一次利用上市公司获取利益。从 1998 年开始，中国证券市场上兴起和不断涌现的重组浪潮，和上市公司大股东的筹资行为是分不开的。

中介机构在利益的驱使下，也有意无意地帮助上市公司“造假”。在已经被证监会查处的“造假”公司中，就出现过很多上市过程中的造假“一条龙”流程，背后牵涉到上市公司发起人和一系列中介机构。2000 年以来市场的大幅下跌，有一部分重要原因就可以归咎于二级市场的信心危机。

非上市的公司造假后，就可以比较容易地获得上市资格；已上市的公司造假后，就可以堂而皇之地再融资，在这里不守信用非但没有得到处罚，反而变得有利可图，这种利益格局非常不利于信用文化的正常建立。利益机制的不合理破坏了证券市场的微观基础，这对于整个市场信用文化的建立有着非常不利的负面影响，也不利于市场的长远发展，对整个社会建立发展市场经济和现代金融所必须的信用机制也十分不利。要建立起市场“公平、公正、公开”的、诚实守信的、健康的信用文化，就必须打破不利于信用文化形成的利益机制，切实保护流通股合法权益，从根本上纠正上市公司不合理的股权融资偏好。

本章小结

本章从三个方面论述股权融资偏好所带来的不良影响，主要观点如下：

1、股权融资对资源配置的影响

——资本市场价格失灵，股票价格不能反映公司价值，证券市场的资源配置功能失效，企业间的兼并收购也无从谈起，资本市场外部监督失灵，造成大量资源浪费；

——上市公司因资金成本优势对非上市公司产生不公平竞争；

——在生产要素配置方面，上市公司因股权融资资金成本较低，在生产方

式中往往倾向于采用资本来替代劳动，这一点同中国的国际比较优势——劳动力成本优势相违背，不利于整个国家的国际竞争力的提高，也不利于国家在宏观上解决就业问题。同时资金成本优势使上市公司更加倾向于购买技术，忽视开发，难以培养长期的核心竞争力。

2、股权融资偏好对证券市场的影响

——股权融资低成本容易诱发上市公司经营短期化，不注重长期竞争力的形成和培养；

——股权融资偏好使上市公司积累大量的“闲置资金”，在利益的驱使下，加入二级市场进行投机，助长了二级市场的投机氛围和市场泡沫。

3、股权融资偏好不利于信用文化的形成

——上市公司的股权融资便利和股权融资低成本迫使非上市企业不惜“造假”上市；

——已上市企业在二元股权结构的驱使下，容易沦为大股东“圈钱”的工具，当作大股东的“提款机”。为了保护融资地位，大股东不惜对上市公司进行利润“造假”。

——中介机构也被利益驱动，帮助企业造假。

利益机制的不合理使得诚信的成本高，而不成信的成本低、收益大，不利于市场“三公”原则的维护和诚信文化的形成。

第六章 完善上市公司融资结构的政策建议

第一节 尽快解决二元股权结构问题

上市公司股权融资偏好的形成和不利影响，包括上市公司治理结构中的内部人控制问题、中介机构和上市公司的诚信问题、流通股的过度投机问题等，从根源上来讲，其核心都源于中国证券市场独特的二元股权结构，可以说，股权分割是造成中国证券市场所有问题的核心之一。不解决二元股权结构，就无法遏制上市公司的股权融资偏好，促使证券市场进一步健康发展。而且，在二元结构没有解决以前，任何市场化的改革都会变成类别股东的利益博弈工具，流通股因为弱势地位，最终会在博弈中败北。例如：增发新股、市价发行本来是国际惯例，但在二元股权结构下，它就沦为大股东剥夺小股东的工具。因此，我们认为，二元股权结构问题已成为制约中国证券市场发展的瓶颈，必须尽快予以解决。

特别是随着市场的不断扩大，新股发行的增加，由于新股发行仍旧采用旧有的股权分割机制，非流通股的数量越来越多，时间拖得越长，对解决问题就越不利，解决起来的难度也就越大。中国加入 WTO 后，同国际接轨成为大势所趋，解决股权割裂的问题，不仅是顺应开放的潮流，也是中国证券业迎接国际挑战的必要前提。2001 年以来，我国证券市场持续低迷，不仅不能反映我国 GDP 高速成长的事实，还出现了证券行业全行业亏损的局面，金融风险陡增，金融实践也迫切要求对证券市场的制度设计进行重新思索，尽快解决股权分割的历史遗留问题，进一步发展证券市场，保护各方投资者的正当利益。

我们认为，由于历史的原因，在解决二元结构过程中，应首先要充分考虑到流通股的历史贡献，给与流通股应有的足额补偿，这样才能保证市场稳定健康地发展。2000 年以来，两次国有股减持和全流通的失败，都是因为没有充分考虑到流通股利益，其结果不但没有解决二元股权结构的问题，反而引发了很大的系统性风险，使得证券市场经历了 3 年的大熊市，面临巨大的不确定性，证券公司大批倒闭、证券业全行业亏损。事实证明，解决股权割裂的问题，只有充分考虑到流通股利益⁶³，才具备现实的可行性。

2002 年以后，由于国有资产管理体制改革，地方政府加快了出售上市公司股权的步伐，转让价格基本都为净资产，大大低于流通股价格。如果在这个时候仍不能对股权割裂问题及时进行解决，随着地方政府国有股权的不断转让，非流通股中国有股的比例将继续不断减少，流通股的利益将更无法得到有效保障，今后进一步解决股权割裂问题的难度也会越来越大。

从理论上说，二元股权结构的并轨关键是从法律上明确非流通股“流通权”

⁶⁴的归属问题——流通权是属于流通股东还是属于非流通股东。只要能明确权利的归属，各方的权利边界确定后，市场总可以在新的边界内重新获得均衡价格。事实上，在流通权的归属明确后，具体的流通方案可以交给两类股东去谈判解决。这样可以避免单一方案“一刀切”所带来的不可操作性，过去的国有股流通之所以推进不下去，一个重要的原因就是忽视流通权，没有抓住重点，试图通过一个方案彻底解决所有上市公司的问题，这显然是不切实际的，不具备可操作性⁶⁵。

考虑到历史状况，从公平的角度出发，我们认为应该将非流通股的流通权从法律上明确赋予流通股东。其理由如下：

第一，流通股过去已经为非流通股控制的上市公司支付了大量的高溢价资本，而这些上市公司筹集的资金，大部分都被大股东通过各种方式（如：关联交易、担保等）化作了自身的直接财富⁶⁶，而上市公司经营业绩并没有得到提升，即使部分上市公司大股东认真经营，但自身股权的净资产提升也是不争的事实，非流通股的这一切增值，显然都是流通股代为支付的，其来源大部分是流通股的贡献。因此，从这个角度来说，显然流通权应给予流通股东。

第二，所有公司在招股和上市时，其相应的法律文件——《招募说明书》和《上市公告书》在“股本结构”这一章，都将公司股本明确分为“可流通股份”和“不流通股份”两个类别，将社会公众股相应地归入可流通股份的类别，明确赋予社会公众股上市流通的权利，而将发起人股、法人股等非社会公众股的股份归入不可流通股份的类别，明确规定不上市流通。因此，非流通股不上市流通是公司在上市之初就明确规定的，公司在发行上市时，非流通股作为上市公司的发起人，实际上已经向流通股做出了契约式的默认承诺。如果非流通股想变更当初的承诺，拥有上市流通的权利，按照市场经济最为基本的等价交易原则，显然需要和流通股东协商，向流通股股东支付一定的成本购回原先的默认承诺。因此，从法律角度和等价交换的原则看，非流通股的流通权应该属于流通股东。

第三，大股东主要是国家，目前的股权割裂政策是国家制定的，在长达 8 年的时间里，国家长期不断地采用股权分割的方式发行的新股，长期维持这种割裂的股权制度，等于在事实上承认了股权割裂制度的长期合理性。从经济学的角度看，也就是承认了非流通股不流通的义务，对流通股而言，相当于独享了股票流通的权利，二级市场股价中自然也就包含这种权利，造成二级市场股价始终高于全流通的均衡价格。并且每当证券市场低迷，流通权价格几乎不存在的时候，国家为了维护证券市场的高溢价筹资功能，总是组织外围资源救市，并一再澄清全流通的传闻，这实际上不断加深了流通股的预期，即：股权割裂制度是长期存在的。股价中始终包含这部分预期，并且这种预期越肯定，市场给予的价格评价也就越高。因此，从流通权的成因看，流通权也应属于流通股。

第二节 重新对证券市场进行政策定位

要解决上市公司的股权偏好问题，在解决二元股权结构问题后，政府也需要转变观念，重新明确对证券市场的功能定位，从过去的“筹资型”转变为“资源配置型”，让市场正确发挥其本来的功效⁶⁷。

政策定位改变后，政府对市场的政策将主要集中在维护市场的“公开、公平、公正”上，从而建立良好的市场环境，切实保护好投资者，特别是中小投资者的利益，而不具体对市场的涨跌负责。这样，即使在二元股权结构没有解决之前，当大股东利用股权融资向中小股东套利时，二级市场也会通过价格下跌来回避大股东“圈钱”的风险，从而使大股东的套利行为落空。如果二元股权结构最终得以并轨，所有类别股东的利益将会保持一致，股票定价也将会完全遵循正常的市场模式，股价将充分反映公司的管理素质、盈利能力、现金流水平和未来的发展前景等信息，市场整体市盈率也会随之下降到一个正常水平，市场泡沫最终将得以控制，整个市场就可以走上持续健康发展的道路。

第二，要继续深入推进国有资产管理体制改革和加强现代企业制度建设，逐步建立起国有资产产权有效的运作、监控和激励的新机制，使上市公司按照正常的市场化的运作方式，真正成为具备经济活力的微观经济主体，塑造上市公司整体优良的素质，从而使证券市场的微观基础不断改善，推进证券市场的发展。

第三，改变目前股市主要为国企服务的定位，将证券市场放在整个国民经济的发展中，让资本市场为整个宏观经济服务，真正充分发挥资本市场直接融资的作用。要给予民营企业同等的上市机会，给予不同行业的公司同等的上市机会，切实体现“三公”原则（公开、公平、公正）；要完善证券市场的产业结构和企业结构，使证券市场能够体现 GDP 的产业机构，从而充分发挥证券市场“晴雨表”的作用，让证券市场在资源配置中的作用得到更为充分的、没有扭曲的积极作用。

第四，要改变股票发行方式，严格遵守《公司法》关于“同一次发行，价格必须相同”的规定，严格执法力度。对改制上市的公司，非流通股改制时的净资产折股溢价必须同上市发行新股时的发行溢价基本一致，这样才能有效地减少大股东利用初次发行时的股权融资，提升自身净资产的套利收益，提高大股东的持股成本，使大股东的分红收益率和流通股的分红收益率一致起来，从而减少大股东利用分红来套利的动力。同样的折股溢价幅度，也有利于增加市场的公平性，夯实上市公司的资产质量、规范上市公司的股本结构，在一定程度上避免大股东侵犯小股东利益，真正地保护中小流通股股东的利益。

最后，政府需要在全社会重建社会信用和股市信用，建立讲求信用的市场

文化，鼓励诚实守信，对造假者给与坚决的打击，增加造假者不诚信的机会成本。要规范上市公司运作，通过法律的、经济的手段，增加上市公司的违规成本，减少其违规收益。同时，要建立和保护上市公司经营的外部监督机制，增加上市公司的信息披露规范性和透明度，从而有效地促进证券市场健康发展。这些都是具备长期性的工作，但它们是市场健康发展的基石，对中国证券市场今后的长远发展具备不可估量的作用。

第三节 拓宽债权性外源融资渠道

解决上市公司股权融资偏好的问题，还需要积极拓宽上市公司在其他方面的融资渠道，其中最主要的是大力发展企业债券市场，让上市公司在融资或者再融资时能有更多的选择余地。

从理论上说，债券融资比股权融资具备更多的激励作用和更少的内部人道德风险，在每个国家的法律框架内，债权人的请求都是被放在第一位，受到法律保护的。上市公司发行债券，就意味着引入了债权人的外部监督，这种监督是以法律所规定的企业最终破产清偿为保障的，比之中小流通股股东的外部监督具备更大的作用和更高的强制力。可以说，在二元股权结构没有解决以前，鼓励上市公司发行债券，有利于解决流通股股东监督失效的弊端，促使企业认真经营，重视资金成本，具备高度的现实意义。

建立企业债券市场，首先是要改变目前发行债券的审批制度，让市场自主决定债券的供求关系。其次是要将目前分散的债券市场统一起来⁶⁸，形成全国统一的大市场。建立全国统一的债券托管体系，提高市场流动性和运作效率。最后，建立市场化的债券评级体系，建立债券市场的利率决定机制。为了配合债券市场的建设，政府还应完善债权人保护的法律法规，建立健全公司破产的法律制度，从制度上保障债券市场的良性发展。只有建立了高度有效的企业债券市场，企业才能较为方便地满足外部融资需求，才能在一定程度上有效降低企业的上市冲动和上市公司造假动力，提高上市公司和证券市场的整体素质。

除了债券市场外，还应拓宽企业的贷款融资渠道，国有大中银行应向中小企业和民营企业平等开放银行信贷市场，建立公平竞争的资金供给市场。如果中小企业通过正常途径能够获得足够的银行贷款支持，就会减少为取得资金而产生的上市动力，减少企业为取得上市资格甚至不惜“造假”，或者在证券市场上“买壳”交易的动力，这对减缓上市公司的股权融资密度，降低二级市场的投机性，建立整个社会有效的信用文化体系，都具有不可忽视的作用。

第四节 完善证券市场的相关法律制度

完善证券市场的相关法律制度就是要坚决贯彻“有法可依、有法必依、执法必严、违法必究”的16字方针。

首先是建立健全相关法律，进一步完善我国证券市场的法律制度体系。在实践中，我们认为最重要的是尽快建立股东代表诉讼制度，让中小股东可以通过正常的法律途径追究上市公司大股东、管理层、高级管理人员和中介机构的责任。流通股作为弱势群体，只有得到法律强有力的保护，才能降低主张权利的成本，切实起到对大股东的外部监督作用。

其次是对关联交易进行立法规范，堵塞大股东利用关联交易无偿占用上市公司资金的渠道，封死非流通股东通过股权融资进行套利的途径，增加大股东套利的成本。同时，监管机构要增强执法力度，严格按照《公司法》和《证券法》等相关法律的规定，严格检查和处理上市公司和大股东的违规现象。这样才能尽可能地使所有类别股东的利益相互一致，促使大股东最终必须经营好上市公司才能获得自身资产增值，提高证券市场上市公司的素质。

最后是严格退市和破产制度，坚决将不符合上市条件的公司清除出证券市场，同时用破产制度保护债权人，落实债权人的财产保护机制，这样才能真正提高上市公司素质，消除二级市场对“垃圾股”的投机风气，建立正确的投资理念，减少和化解可能的金融风险和市场泡沫。

第五节 完善上市公司的治理结构

解决上市公司的股权融资偏好问题，还应该从内部进一步完善上市公司的治理结构，约束大股东单方面的特权。

首先，要完善公司治理结构，有必要鼓励整体上市，严格限制分拆上市和部分资产包装上市，割开上市公司同大股东及关联企业之间的关联交易通道，这有助于维护上市公司的完整性，从制度上完善上市公司的治理结构。

整体上市最大的好处是可以保证上市公司的业务连的完整，各部门各系统都成为一个有机整体，大量减少上市公司的关联交易。分拆上市指的是用原企业的部分盈利资产单独发行上市，分拆上市往往造成上市公司的业务不完整，难以形成从原料到产品的整个生产流程，有些上市公司甚至原来只是母公司生产线上的一个车间或几道工序，这样的公司发行上市后，很难保证一定会有真正的经营主体资格，同大股东之间难以做到“五分开”（即：上市公司业务完整独立、人员、财务、生产等同控股主体要严格分开），从而不可避免地也要产生大量关联交易。

在鼓励整体上市的基础上，严格控制和管理上市公司的关联交易，特别是上市公司和控股主体之间的关联交易。一般而言，关联交易是最容易向控股股东和关联方输送利益的途径，严格控制关联交易有助于上市公司的利益完整，维护社会流通股股东的利益。从制度上降低大股东对中小股东的利益侵占，降低上市公司的股权融资偏好。

其次，要完善公司治理结构，还需要进一步发展和完善独立董事制度，降低大股东在董事会中的比例，降低大股东对公司的控制权。独立董事可以站在独立、客观、公正的立场，对企业经营的重大方面进行决策和监督，减少上市公司的内部人控制现象，从而保护中小流通股股东的利益。为了维护独立董事的独立性，需要对独立董事的任职资格、行为规范和权利、职责、义务等都应做严格的规定，防止独立董事“不独立”，增强独立董事制度的有效性。

第三，公司治理结构完善的一个重要方面是建立和完善公司高级管理人员的制约和激励机制，将内部人的利益和公司的利益统一起来。避免公司在内部人控制下所形成的过度股权融资，以及对股东权利的侵犯。

最后，也是最为重要的是，在二元股权结构尚未并轨的情况下，完善上市公司治理结构，我们认为应建立起类别股东大会的决策机制，其中最主要的是流通股的类别股东大会。建立类别股东大会的目的是为了建立流通股单独进行表决的机制，避免“大股东举手，小股东掏钱”等不公平现象，充分保护流通股弱势群体的权利。

流通股类别股东大会拥有诸如关联交易、独立董事任免、市场融资方案、非流通股的上市流通方案等方面的否决权。凡是公司决策中涉及到流通股重大利益的相关问题，都必须由流通股股东单独表决通过方为有效。在股东大会中，大股东和非流通股股东必须对上述问题的表决进行回避。有关监管部门已经注意到这个问题，目前中国证监会正就《上市公司就有关社会公众股东重大事项召开股东大会的指导意见》广泛征求意见⁶⁹，预期不久将正式出台。

据《中国证券报》⁷⁰报道，《上市公司就有关社会公众股东重大事项召开股东大会的指导意见》从公众股的角度，要求涉及五大原则的提案，除了股东大会通过外，还必须获得出席股东大会社会流通股半数以上通过方可实施。这五大提案包括：增发、配股、海外发行等股份发行事项、累计变更募集资金用途达到本次募集资金总额 80%，或单个项目变更 50%以上的、购入或置入的无形资产评估增值超过 50%的、股东以所持上市公司股权抵偿所欠上市公司债务的等。

以往，由于大股东“一股独大”，股东大会被大股东完全控制。同时，流通股股东由于高度分散，参加公司股东大会的成本较高，大部分中小流通股股东都无

法亲临股东大会现场参与表决。据统计，2000 年出席股东大会的股东或代理人平均为 25 人，代表股份占公司总股本比例的平均值为 59.86%，2001 年上述数字分别为 17 人、57.72%，2002 年为 12 人、55.96%。参与股东大会的人数呈现逐年减少的态势。如果扣除大股东所持股份，流通股股东参加股东大会的股权比例仅占上市公司股份总数的 8.77%—10.79%，数量非常低，可见大部分流通股股东实际上放弃了参加股东大会的权利⁷¹。

为了保护流通股的权益不受侵犯，防止大股东在公司股东大会时贿赂到场的流通股股东，操纵在场的流通股股东做出有利于自己的表决，证监会在《上市公司就有关社会公众股东重大事项召开股东大会的指导意见》中提出了网上投票的表决机制。我们认为，网上投票由于存在身份认证、网路安全性等弊端，还要求流通股股东必须有电脑设备和上网条件，虽然比起现场表决成本大为降低，但还有一定的缺陷。本文认为，应采用证券交易所交易系统，建立中小股东表决机制，让中小股东利用证券交易机制进行投票，这样可以最大限度地方便流通股投票表决，行使股东权利，让流通股参加投票就像买卖股票一样方便。

例如：交易所可专门设置一个证券代码，这个证券代码代表公司股东大会的一个表决事项，如果流通股股东在规定期限内买入此证券就代表赞成，卖出就代表不赞成，在规定期间内没有投票就表示弃权。如果公司股东大会会有多个表决事项，就相应地开设多个代码。表决期限到期后，交易所将流通股股东的表决统计结果通报给上市公司，并在指定的公开媒体上登报公布。通过交易所交易系统表决，可以大大降低流通股股东亲临股东会现场进行表决的交易成本，提高股东大会的表决效率，也在最大程度上可以保护流通股的利益⁷²。

在建立了流通股类别股东大会或者流通股单独表决机制的情况下，流通股虽然整体上仍处于弱势地位，但已经拥有了充分的权力来保障自身的权利，大股东侵犯小股东利益的成本也将会大大提高，这对有效解决上市公司的融资偏好问题有很大帮助，也有利于上市公司的长远发展。

本章小结

针对上一章所论述的上市公司股权融可能带来的不利影响，本章提出了完善上市公司融资结构的一些政策建议，主要如下：

1、最重要的要尽快消除二元股权结构

——消除二元股权结构可以在制度上解决股权融资偏好问题，恢复正常的

融资偏好顺序。

——在解决二元股权结构的过程中，应充分保护中小流通股东的利益。考虑到历史和现实，应将非流通股的“流通权”从法律上明确赋予流通股东，非流通股要实现流通，必须同现有的流通股协商，购买流通权方可实现流通。

2、重新对证券市场进行政策定位

——从“筹资型”转向“资源配置型”，政府不再对股票涨跌负责，市场可以通过股价下跌来回避大股东“圈钱”风险，迫使大股东关注上市公司的经营。

——加强现代企业制度建设，构建证券市场坚实的微观基础。

——改革股票发行方式，对改制上市的公司，非流通股改制时的净资产折股溢价必须同向公众发行新股的溢价基本一致，这样才能减少大股东利用分红来套利的动力，增加市场的公平性，保护中小流通股东的利益。

——给予不同所有制、不同行业的上市公司同等的上市机会，使证券市场的产业结构同宏观经济相一致，这样才能充分发挥股市“晴雨表”的作用。

——重建社会信用，打击违规现象，提高违规成本，降低违规收益。

3、拓宽债权融资渠道

——加快发展企业债券市场，改革企业债券发行的计划性管理体制。

——给予中小民营企业一视同仁的贷款政策，遏制企业的上市冲动，缓解股权融资的压力。

4、健全和完善证券市场相关法律制度

——建立股东代表诉讼制度，完善中小股东通过法律途径维护权利的途径。

——立法规范关联交易。

——严格破产和退市制度，加强对债权人的法律保护。

5、完善公司治理结构

——鼓励整体上市，限制分拆上市和关联交易，从制度上减少大股东对中小股东的利益侵犯。

——建立和完善独立董事制度。

——建立和完善公司高级管理人员的制约和激励机制，把内部人利益和公司利益统一起来。

——建立流通股单独表决机制，充分保护中小流通股东的权益。为降低中小股东的表决成本，防止大股东贿赂在股东大会现场的流通股东，可以让中小流通股股东通过证券交易所交易系统进行表决。

注释

- ¹ 以上数据来源：分析家机构版 5.0、百智投资资讯。
- ² 数据来源：中国证监会网站 (<http://www.csrc.gov.cn>)。
- ³ 数据来源：天相证券分析系统。
- ⁴ Modigliani, Franco and Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment", *American Economic Review* 48 (June 1958)。
- ⁵ Miller, Merton, "Debt and Taxes", *Journal of Finance* 32 (May 1977)。
- ⁶ 周夏飞对代理成本、内部人激励机制等方面的具体分析, 参见《我国上市公司股权融资偏好的行为分析》, 《浙江社会科学》2001 年第 4 期;
- ⁷ 林云、陈方正从公司治理中内部人寻租的角度论述了股权融资偏好, 参见《我国上市公司股权融资偏好的寻租经济学分析》, 《内蒙古科技与经济》2003 年第 2 期。
- ⁸ 参见《对上市公司偏好股票融资的分析》, 作者: 赵秀芝, 《云南财贸学院学报》2002 年 12 月, 第 18 卷第 16 期。
- ⁹ 刘星从决定融资策略的五五个方面: 财务状况、股权结构、控制权结构、资本市场和宏观经济因素着手, 对股权融资进行了实证分析, 实证函数证明了中国上市公司的股权融资偏好。参见《中国上市公司融资策略影响因素的实证分析》, 《重庆大学学报(自然科学版)》2001 年 1 月第 24 卷第 1 期;
- ¹⁰ 韩德宗、李艳荣:《我国上市公司再融资顺序的实证研究》, 《财经论丛》2003 年第 1 期(总第 100 期)
- ¹¹ Modigliani, Franco and Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment", *American Economic Review* 48 (June 1958)。
- ¹² 对 MM 理论的详细论证过程可参阅《公司财务理论》, 威廉·L. 麦金森著, 刘明辉译, 大连: 东北财经大学, 2002 年, 第 324-325 页。MM 理论分为两个命题, 命题 I 说明资本结构无关, 命题 II 在此基础上与用自制杠杆原理推导出有负债企业的股权价值的决定和计算公式。
- ¹³ Modigliani, Franco and Merton Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital", *American Economic Review* 53 (June 1963)。
- ¹⁴ Miller, Merton, "Debt and Taxes", *Journal of Finance* 32 (May 1977)。
- ¹⁵ 刘兴云、汪平主编:《财务管理学》, 北京: 经济科学出版社, 2002 年, 第 289 页。
- ¹⁶ William L. Megginson, "Corporate Finance Theory", 1997
威廉·L. 麦金森著, 刘明辉译:《公司财务理论》, 大连: 东北财经大学, 2002 年, 第 338-339 页。
- ¹⁷ 刘兴云、汪平主编《财务管理学》, 北京: 经济科学出版社, 2002 年, 第 286 页。
- ¹⁸ Mayers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13 (June 1984).
Mayers, Stewart C., "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39(July 1984).

-
- ¹⁹ Ross, Stephen A., "The determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach", *Bell Journal of Economics* 8 (Spring 1977)。
- ²⁰ 刘兴云、汪平主编:《财务管理学》,北京:经济科学出版社,第 292 页。
- ²¹ 以上数据来源:分析家机构版 5.0、百智投资讯。
- ²² 数据来源:中国证监会网站 (<http://www.csrc.gov.cn>)。
- ²³ 数据来源:天相证券分析系统。
- ²⁴ 参见《中国证券市场的回顾与展望》,上海证券报 2002 年 3 月 21 日,作者:全国人大财经委员会副主任周正庆。
- ²⁵ 参见中国证监会《上市公司新股发行管理办法》(2001 年 3 月 29 日)第十一条第七款“公司最近 3 年未有分红派息,董事会对于不分配的理由未作出合理解释”的不予以核准发行股份。
- ²⁶ 参见中国证监会《关于上市公司配股工作有关问题的通知》(1999 年 3 月 17 日)第五条“公司上市超过 3 个完整会计年度的,最近 3 个完整会计年度的净资产收益率平均在 10% 以上;上市不满 3 个完整会计年度的,按上市后所经历的完整会计年度平均计算;属于农业、能源、原材料、基础设施、高科技等国家重点支持行业的公司,净资产收益率可以略低,但不得低于 9%;上述指标计算期间内任何一年的净资产收益率不得低于 6%。”;第九条“公司一次配股发行股份总数,不得超过该公司前一次发行并募足股份后其股份总数的 30%, 公司将本次配股募集资金用于国家重点建设项目、技改项目的,可不受 30%比例的限制。”
- ²⁷ 参见证监会《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》(2000 年 4 月 30 日)第三条之相关规定。
- ²⁸ 刘兴云、汪平主编:《财务管理学》,北京:经济科学出版社,2002 年,第 292 页。
- ²⁹ 资料来源:德、日、英、美 Corbett and Jenkinson (1997, p74); 法 Bertero (1994)。转引自《比较金融体制初探》,瞿强,中国人民大学金融与证券研究所, <http://www.fsi.com.cn/>。
- ³⁰ 几乎随便选择一家 1996 年以后上市的上市公司,其《招股说明书》中都可以轻易地找到这样的项目。
- ³¹ 易俊平在《制度缺陷决定再融资利益失衡》(中国证券报,2003 年 9 月 29 日)一文中详细讨论了不同条件下股权融资成本和债权融资成本的计算方法。
- ³² 除了少数同时在境内 A 股和境外市场(如香港 H 股、新加坡、美国等)上市的公司外。
- ³³ 参见注 25、注 26、注 27,上市公司再融资需要一定的净资产收益率要求。
- ³⁴ 数据来源:天相证券分析系统。
- ³⁵ 数据来源:分析家机构版 5.0,上市公司 2003 年年报。
- ³⁶ 数据来源:天相证券分析系统
- ³⁷ 实际上,2003 年年底,航天信息的收盘价格为 34.12,流通股的实际分红收益率更低,只有 2.63%。资料来源:上海证券交易所。

- ³⁸ 数据来源:《资金饥渴何时消》刘骏, 证券时报, 2004 年 3 月 19 日第二版。
- ³⁹ 以上数据来源: 用友软件的《招股说明书》和《上市公司公告》。
- ⁴⁰ 《股市走入困境的根本原因是不能公平对待二级市场投资者》作者: 波涛,《中国证券报》2003 年 10 月 20 日第 13 版理论版。
- ⁴¹ 数据来源: 分析家机构版 5.0。
- ⁴² 参见注 25、注 26、注 27, 上市公司配股需要一定的净资产收益率要求。
- ⁴³ 证监会《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》(2000 年 4 月 30 日)。
- ⁴⁴ 29 只 H 股对 A 股的价格简单平均折让, 2002 年 12 月 31 日为 73%, 2003 年 6 月 20 日为 69%, 2003 年 12 月 31 日为 48%。资料来源: 路透、国泰君安香港。
- ⁴⁵ 《前任中国证监会主席周正庆回首来时路》《证券时报》2000 年 12 月 11 日, 转引自《沪深股市神圣忧思录》作者韩强, 和讯网 (<http://www.homeway.com.cn>)
- ⁴⁶ 截止到 2004 年 3 月底, 共有 22 家公司发行了可转债, 实际筹资额为 235.50 亿元; 另有 24 家公司已经提出发行议案, 但尚未实施, 预计可转债发行额为 559.50 亿元。资料来源: 天相证券分析系统。
- ⁴⁷ 数据来源: 天相证券分析系统。
- ⁴⁸ 以上数据来源:《股市走入困境的根本原因是不能公平对待二级市场投资者》作者: 波涛,《中国证券报》2003 年 10 月 20 日第 13 版理论版。
- ⁴⁹ 数据来源: 天相证券分析系统。
- ⁵⁰ 数据来源: 分析家机构版 5.0。
- ⁵¹ 数据来源: 国家统计局, 转引自《上海青年报》2004 年 1 月 16 日。
- ⁵² 数据来源: 根据国家统计局公布的印花税数据推算, 印花税率为 0.2%, 交易佣金率假设为 0.1%。印花税数据转引自《上海青年报》2004 年 1 月 16 日。
- ⁵³ 田华在《上市公司资金闲置与再融资策略的博弈分析》中对上市公司的资金闲置现象进行了分析。《预测》2002 年第 3 期。
- ⁵⁴ 《上市公司再融资又成市场焦点, 完善规则迫在眉睫》,《证券日报》2004 年 2 月 19 日。转引自千龙新闻网 (<http://finance.qianlong.com/>)。
- ⁵⁵ 资料来源: 港澳资讯。
- ⁵⁶ 参阅《证券市场周刊》2003 年 12 月 8 日封面文章:《梦断通海》。
- ⁵⁷ 李彬:《大股东千亿占款敲响警钟》,《上海证券报》2004 年 4 月 2 日第一版、第三版。
- ⁵⁸ 资料来源: 根据港澳资讯、万国测评、上市公司公告。
- ⁵⁹ ST 的注释参见注 60。
- ⁶⁰ ST 和 PT 均为我国股票市场的风险警示方式。ST 原文为“Special Transaction”, 上市公司连续两年亏损、或者每股净资产低于 1 元、或者有重大特殊违规行为的, 均会被 ST 处理, 在股票简称前冠以 ST 字母, 以提示投资者注意投资风险。2001 年以前, 凡上市公司连续三年亏损的, 就会被摘牌, 摘牌后的公司股票仍借用交易所报价系统进行撮合, 但在股票简称前冠以 PT (Particular Transfer) 以示区别, PT 股票一周交易一次, 每次

只用集合竞价方式撮合出一个价格，不能进行连续竞价交易；2001年以后，PT制度被取消，而代之以*ST制度，对连续三年亏损的公司给予半年的宽限期，如果公司在宽限期内不能扭亏，将会被摘牌。在宽限期内，公司股票将被特别处理，冠以*ST，用以提醒投资者注意投资风险；上述所有ST、*ST和PT处理的股票，涨跌幅限制为5%，以区别普通股票的10%。有关PT和ST更具体的规定，可参阅中国证监会网站（<http://www.csrc.gov.cn>）和相关上市公司公告。

⁶¹ 李彬：《大股东千亿占款敲响警钟》，《上海证券报》2004年4月2日第一版、第三版。

⁶² 有关上市公司坏账计提的影响，可参阅王璐：《关联方计提吞噬上市公司》，《上海证券报》2004年4月1日第一版。

⁶³ 《积极推进资本市场改革开放和稳定发展》，中国证监会主席尚福林，上海证券报网站（<http://www.cnstock.com/>）。

《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》（2003年10月14日中国共产党第十六届中央委员会第三次全体会议通过），上海证券报网站。

《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（2004年1月31日发布），上海证券报网站

⁶⁴ 流通权指股票在二级市场自由流通的权利。我国由于历史原因，存在大量的非流通股，即：失去了流通权利的股权。这部分股权大部分为国有股和法人股，也有少部分自然人持有的发起人股份。

⁶⁵ 李振宁：《变统一决策为分散决策实现全流通改制》，《中国证券报》11月12日第十一版。

⁶⁶ 波涛：《股市走入困境的根本原因是不能公平对待二级市场投资者》，《中国证券报》2003年10月20日第13版理论版。

王璐：《关联方计提吞噬上市公司》，《上海证券报》2004年4月1日第一版。

李彬：《大股东千亿占款敲响警钟》，《上海证券报》2004年4月2日第一版、第三版。

⁶⁷ 有关政策定位的讨论，可参见曹凤岐（北京大学光华管理学院金融与证券研究中心主任）：《用制度创新重塑股市功能》，《中国证券报》2003年9月16日第12版。

⁶⁸ 目前债券分为交易所市场、银行间市场，以及地方交易中心、券商柜台交易、银行柜台交易等多个市场，各市场之间的信息还没有实现互联互通。

⁶⁹ 程胜：《社会公众股股东表决机制突破在即》，《中国证券报》2004年4月5日头版。

殷占武：《证监会即将出台公众股东表决制度》，《上海证券报》2004年4月5日头版。

⁷⁰ 一韦：《类别表决有待工笔细绘》，《中国证券报》2004年4月7日第一版。

⁷¹ 万鹏：《网上投票有望激活股东大会》，《证券时报》2004年4月7日第一版。

⁷² 陈尔瑞：《利用证交所交易系统建立中小股东表决系统》，《中国证券报》2004年1月9日第15版。本文详细讨论了现有表决方式：现场表决、通讯表决、委托表决等方面的缺陷和利用交易系统进行表决的优点。

参考文献

- 波涛:《股市走入困境的根本原因是不能公平对待二级市场投资者》,中国证券报,2003年10月20日第13版理论版。
- 步淑段:《高级财务管理》,北京:经济科学出版社。
- 曹凤岐:《用制度创新重塑股市功能》,中国证券报2003年9月16日第12版。
- 陈尔瑞:《利用证交所交易系统建立中小股东表决系统》,中国证券报2004年1月9日第15版。
- 陈良、张继元:《欧美日企业的资本结构现状对我国上市公司融资决策的启示》,《财会研究》2000年第4期。
- 耿建新、刘文鹏:《我国上市公司再融资与股权结构优化问题研究》,《经济理论与经济管理》2001年第9期。
- 韩德宗、李艳荣:《我国上市公司再融资顺序的实证研究》,《财经论丛》2003年第1期(总第100期)。
- 瞿强:《比较金融体制初探》,中国人民大学金融与证券研究所, <http://www.fsi.com.cn/>。
- 李振宁:《变统一决策为分散决策实现全流通改制》,中国证券报2003年11月12日第十一版。
- 连建辉、钟惠波:《我国上市公司融资偏好悖论:提出与解读》,《福建师范大学福清分校学报》2002年第1期总第54期。
- 林云、陈方正:《我国上市公司股权融资偏好的寻租经济学分析》,《内蒙古科技与经济》2003年第2期。
- 刘兴云、汪平主编:《财务管理学》,北京:经济科学出版社,2002年。
- 刘星:《中国上市公司融资策略影响因素的实证分析》,《重庆大学学报(自然科学版)》2001年1月第24卷第1期。
- 饶育蕾:《对上市公司资本结构与融资行为的分析》,《经济界》2001年第3期。
- 沈艺峰:《资本结构理论史》,北京:经济科学出版社,1999年。
- 田华:《上市公司资金闲置与再融资策略的博弈分析》,《预测》2002年第3期。
- 威廉·麦金森著,刘明辉译:《公司财务理论》,大连:东北财经大学出版社,2002年。
- 杨兴全:《我国上市公司融资结构的治理效应分析》,《会计研究》2002年第8期。

姚宝辉：《论我国上市公司增加负债融资的比重问题》，《财经理论与实践（双月刊）》2001 年 12 月。

易俊平：《制度缺陷决定再融资利益失衡》，中国证券报 2003 年 9 月 29 日第十六版。

张世荣、傅承：《中国证券市场与上市公司资本结构问题研究》，《南开经济研究》2000 年第 4 期。

赵秀芝：《对上市公司偏好股票融资的分析》，《云南财贸学院学报》2002 年 12 月，第 18 卷第 16 期。

郑长德、陈旭、陈兰：《中国上市公司融资偏好研究》，《西南民族学院学报·自然科学版》2003 年 2 月第 29 卷第 1 期。

周夏飞：《我国上市公司股权融资偏好的行为分析》，《浙江社会科学》2001 年第 4 期。

周正庆：《中国证券市场的回顾与展望》，上海证券报 2002 年 3 月 21 日第二版。

Franco Modigliani and Merton Miller: "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital", *American Economic Review* 53 (June 1963).

Franco Modigliani and Merton Miller: "The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment", *American Economic Review* 48 (June 1958).

Merton Miller: "Debt and Taxes", *Journal of Finance* 32 (May 1977).

Stephen Ross: "The determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach", *Bell Journal of Economics* 8 (Spring 1977).

Stewart Mayers and Majluf Nicholas: "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13 (June 1984).

Stewart Mayers: "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39 (July 1984).

后记

“中国上市公司股权融资偏好研究”作为我硕士研究生的毕业论文，终于完成了，回首学业历程，我要衷心感谢我所有的授课老师，没有他们辛劳的教学，我不可能完成这篇论文。

我的导师甘当善教授，在我写作的过程中给予我大量的帮助和指导，从论文的开题到第一稿、第二稿、第三稿，直到最终完成，不厌其烦地帮我进行修改，那种严谨负责的、一丝不苟的治学态度，值得我永远学习。学院的其他老师，由于人数较多，名字无法在此一一列出，他们无论在讲课中，还是在开题报告或预答辩中，都给我提出了很多有价值的宝贵建议，使我能够顺利地完成本篇论文，在此我一并表示感谢。

本文在写作的过程中，参考了许多国内外学者对股权融资问题进行研究的论文和成果，无论他们是否在本文注释和参考文献中列出，我都在此表示衷心的感谢。

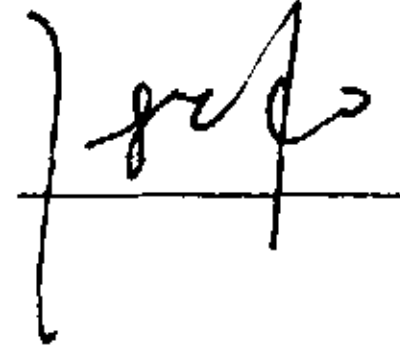
还有我的研究生同学们，为我提供了许多资料上的帮助，在日常的讨论中，我也从他们那里得到了很多启发和帮助，在此我也表示衷心的感谢。

此外，我还要感谢我所有的同事，由于从事证券投资工作，我们经常就证券市场的许多问题和现象进行长时间的讨论，这些讨论对我形成论文的观点有很大帮助和启发。

最后，由于篇幅，还有很多致谢无法一一列举。在此，我要感谢所有给与我帮助的人们，谢谢你们！

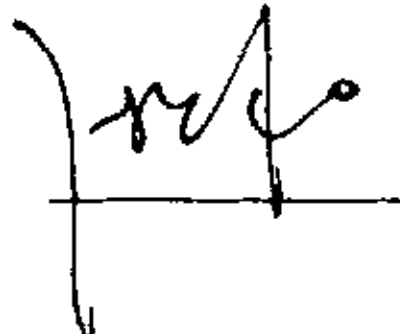
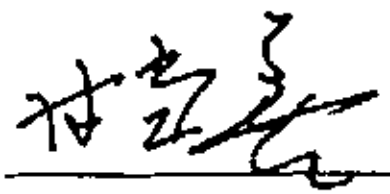
论文独创性声明

本论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。论文中除了特别加以标注和致谢的地方外，不包含其他人或其它机构已经发表或撰写过的研究成果。其他同志对本研究的启发和所做的贡献均已在论文中作了明确的声明并表示了谢意。

作者签名:  日期: 2004.5.18

论文使用授权声明

本人完全了解复旦大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其它复制手段保存论文。保密的论文在解密后遵守此规定。

作者签名:  导师签名:  日期: 2004.5.18