

# 上市公司股权融资偏好的成本-收益分析

秦芬

湖北民族大学

DOI:10.12238/ej.v7i7.1695

**[摘要]** 在现代资本结构的理论研究基础上,公司的融资次序应该以“啄食”理论为主,而在国内所采用的是与之背道而驰的融资次序。此次研究是从企业股权融资与债权融资的成本及收益关系入手,指出了产生以上情况的根源在于国内上市企业所特有的股权制度。与债券相比,股票融资可以带来更高的回报,而且无需再冒其他风险,因此股票融资现已是国内公司融资的最佳选择。

**[关键词]** 债权融资; 股权融资; 融资成本; 融资收益

**中图分类号:** F038.1 **文献标识码:** A

## Cost benefit analysis of equity financing preferences of listed companies

Qin Qin

Hubei Minzu University

**[Abstract]** Based on the theoretical research of modern capital structure, the financing order of companies should be mainly based on the "pecking" theory, while the financing order adopted in China is contrary to it. This study starts with the cost and benefit relationship between corporate equity financing and debt financing, pointing out that the root cause of the above situation lies in the unique equity system of domestic listed companies. Compared to bonds, stock financing can bring higher returns without taking any other risks, making it the best choice for domestic companies to raise funds.

**[Key words]** debt financing; Equity financing; Financing costs; Financing income

### 1 资本结构理论与融资偏好相关研究

公司的筹资行为与资金配置决定必然会影响到公司的筹资意愿,公司的融资行为属于公司金融理论所探究的三个重要内容之一。在1999年期间,学者Shyam-Sunde (1999)对MM理论中无税收前提的假定进行了范围拓展,并且表示在具备公司税的前提下,从企业股东们的角度分析,负债能够给他们提供“税盾”的保护效果,公司应当有独特的债权融资喜好<sup>[1]</sup>。Murray (2003)认为,在1980年初开始,信息经济的迅速崛起为资本结构理论提供了一些崭新的切入角度<sup>[2]</sup>。这种情况下,企业的资本结构理论主要集中在解决企业内部人员与外部信息不对称问题上来,还包括在解决企业资金内外信息不对称问题时,对企业资本结构带来的冲击。以黄少安(2001)为主的学者们在探索后发现,高管持股与公司负债比率存在明显的负向关联<sup>[3]</sup>;同该观点对应的是,学者苗雨和刘丽娟(2006)的研究观点,当领导者持有更高水平股权的情况下,企业会更有可能通过债务进行筹资<sup>[4]</sup>。以柳松(2005)为主的学者们表示,企业领导人和外部股东的所占比率对公司债务比率影响较大,企业对外持股比例与企业债务比率之间存在显著的正相关性联系<sup>[5]</sup>。学者汪丽华(2005)建立起了同资本结构相关的信号传递理论,此观点表示,品质较差的

企业所发行的债券数量一般会低于优质企业,企业拥有强大的债券水平就意味着,该公司的内部经营发展质量很好<sup>[6]</sup>。学者张军和郑祖玄(2005)基于信号传输模式,探索出了资本结构的“啄序理论”,在这种模型下,企业的融资顺序理应为“内源融资→债权融资→股权融资”<sup>[7]</sup>。苏国强(2005)选取了1971年-1989年间进行持续贸易往来的157个上市企业当作研究对象,给“啄序理论”的形成奠定了坚实的实证基础<sup>[8]</sup>;学者胡振国(2005)收集了1971年-1998年期间,美国上市企业所公开的股票信息资料,得出的结论与“啄序理论”相矛盾,只有那些在二十世纪九十年代前,较早出现的企业,它们的融资行为会符合“啄序理论”<sup>[9]</sup>。

企业的资本结构,也称为融资结构,是指长期债务融资与股权融资的不同比例。根据现代资本构成原则,企业在融资过程中应遵循“啄”原则,即首先考虑内部融资,然后考虑债务融资,最后考虑股权融资。在现实中,债务融资具有税收保护功能,而股权融资不具有这一功能。此外,股权融资比债务融资风险更大,投资者对回报的要求高于债权人。简言之,债券融资的成本低于股权融资,而债务融资可以带来积极的财务杠杆效应。对我国目前企业的资金来源进行了完全不同的分析。第一位是股权融资,

第二位是债务融资,第三位是内生融资。从西方发达国家来看,企业债务融资占比超过11%,而股权融资占比不到9%。在中国2791家上市公司中,债务融资占外部融资的27%,股权融资占73%。

对于目前国内的高股权筹资倾向,笔者重点从股权、债权融资的成本以及筹资效益等角度进行了分析研究,以期望为国内公司融资提供更优化的选择。

## 2 融资的成本分析

债务融资和股权融资都是直接融资,具有流动性较高、分散性、信誉差异性较大、部分不可逆性和相对较强的自主性等特点,其代表分别是债券和股票,且它们之间的收益率相互影响。企业的筹资方式与其筹资费用之间存在着密切的联系。股权筹资的成本包括了股利及股票的发行支出。

### 2.1 股利

企业税后利润应该减掉10%的法定公积金以及5%-10%的公益金,然后进行资金配置,因此股利至多仅可达到85%的每股盈利。以国内过去年份中证券市场的平均市盈比50倍来核算,那么每个股的收益是 $(1/50)*85%=1.7%$ 。此外,由于国内有关股利的制度设计存在诸多问题,使得股利成本缺乏“硬约束”,所以上市企业可以按很小的比例来进行分配,也可以没有红利分配。

### 2.2 股票发行费用

就如今证券市场的股价制定状况而言,大盘股的发行价约为筹集资本的0.6%至1%,至于小盘股的占比在1.2%左右,配股承销费用大概有1.5%,上市公司的股票融资成本约为3.2%。当前的三年期债券利息的最大值是3.78%,五年期的债券利率最大值是4.03%。现如今一年期、三年期、五年期的银行借款年利率分别是5.85%、5.94%、6.03%。

## 3 债权融资收益与股权融资收益的分析

### 3.1 债权融资的收益分析

通过信贷融资获得的利润主要是一个税基,减去对债务利息和由此产生的结余征收的所得税。将债务利息抵减所得税所产生的税收保护措施可以节省一些税收。在风险相似的公司中,为负债公司融资的成本与为无负债公司融资的成本和风险回报相加,因此公司负债越多,企业价值就越高。考虑到金融危机和代理费用,债务人企业非债务公司价值的总价值以及税收节省,不包括金融危机和代理费用。当企业负债增加时,关闭企业的成本会降低公司的市场价值。因此,企业资金的最佳分配必须是企业税收节省与企业边际成本和最佳佣金之间的最佳平衡。税收储蓄由税收制度、会计政策和债务利率决定。如果一家公司的税前投资回报率高于其债务利率,债务的增加将使该公司受益于税收优惠,从而提高股本回报率。

### 3.2 股权的融资收益分析

在我国,现有的股权融资方式主要有IPO、股权融资、可转股公司债。从国内,股权分裂的格局对于我国企业的股权融资倾向有着很大的作用力。

上市企业在股权分裂的情况下,可以从股权融资中获取利

益,我国上市企业主要通过四种途径获取股权融资收益:高溢价资本收益、认配权收益、转让收益、非流通股的控制权隐性收益。

3.2.1 高溢价资本收益:源自非流通股与流通股的不同发行定价方式

基于股权分置的前提,我国上市公司主要采用IPO、配股、发行流通股等高溢价发行机制。这一特点可以体现在可转换债券转换价格和转换比率的设计上。我国以往实施的IPO定价方法是协商定价和竞争定价,其次是采用市盈率进行IPO定价。该定价模型基于上市公司股票发行前的每股净利润,然后根据当前的现行市盈率计算新的发行价格。这种看似公平的定价方法实际上存在重大缺陷。首先,新股发行价格本质上是市场评估的一部分,要求发起人和承销商就上市公司的股价咨询市场投资者。然而,目前中国股市处于“分离”状态,因此定价体系缺乏市场化特征。发起人(非流通股股东)和承销商有权自主决定发行股票的价格。此外,只要股票上市发行,只有可交易股票在二级市场上以该价格交易。在非流通股的情况下,会出现另一种价格和买卖机制,形成“同股不同权”的局面。第二,在这样的价格模式下,市盈率遭到了滥用。仅根据市盈率定价,就可以从某种意义上反映出公司的特性和比价效应,但是市盈率定价太过简陋。由于公司的股权溢价较高,公司的股权总数也会迅速增加,同时公司的每股净值也在持续上升,因此公司将巨额的资金投资收入用于新股的配股。

3.2.2 认配权收益:来自于非流通股和流通股在配股过程中认配权和认配方式的不同

有关调查显示,在增发方式中的流通股老股东,不管是否参加,都将蒙受一定的亏损,参与增发的流通股股东会出现大概-1.37%的超额亏损,不参与增发的老股东会出现大概-5.97%的亏损;另外,新股东参加了这次的股票发行,将获得13.26%的额外利润。而在另外一种情况下,无论有没有参加或增发,其股票的价格都会有很大幅度的提高。在配股方式下,如果不是流通股的投资者参加配股,那么公司的每股净值将增加28.22%,如果是非流通股股东不参加配股,那么每股盈利增长值为33.06%;同时,由于增发,公司的非流通股股东的每股净资产会增加72.20%。

3.2.3 转让收益:非流通股和流通股的股权转让定价方式不同

由于国内股市的特殊性,上市公司的流通股将在上海和深圳市场公开上市交易,而非流通股通常仅限于现场交易,如协议或拍卖。此外,向流通股发行股票的权利不能转让。如果不发行股票,只能放弃权利,而非流通股可以直接转让。

3.2.4 非流通股的控制权隐性收益:来自于非流通股和流通股在公司结构和融资决策方面的显著差异

本文对非流通股股东的控制权隐性利润进行了实证分析,结果显示:在我国,公司的控制权隐性利润水平在4%以内。比较了西方国家的股权构成后,我们可以看出,我国上市公司的股权构

成十分的分散,它们参加决策需要付出高昂的代价,而且没有足够的力量和意愿来参加股东的表决,就算是参与了表决,也不能和大股东相比,控股股东能够在很小的议价谈判下做出对自身融资有益的决定,具体有融资方式、融资成本、融资收益。包括:通过内部消息进行市场定价,能够以增加融资定价的方式来增加资本溢价,或是在二级市场中获取投机差额;以降低债务融资,降低偿债“硬约束”,进而对更多的资金流动进行有效的管理,以实现隐性利润的增长;通过“优化”不良资产的非对称性,可以使其以高质量资产形式与流通股股东的现金资产相结合。

#### 4 总结

笔者通过研究国内公司偏好的股权融资形式,具体分析了我国股权融资和债权融资的成本及收益,这种倾向的产生,有以下几个方面原因:中国的债务制度尚不完善,有关债务制度的立法不完整;以资产评估机构、律师事务所、会计事务所等中介机构在内的主体,当行使外部监管职能时出现了造假的情况,这在一定程度上促进了偏好的出现。在上市公司中,非流通股的投资者可以通过他们对筹资定价的决定获得显著的资金收益。另外,我国上市公司的内部董事体系也没有形成统一的标准。而在不计入分红的情况下,公司的股权筹资比债权筹资成本更低,因此股权理所应当成为上市企业的合理性投资选项(在发达国家,股票市场的平均盈利率是10-20倍,而股权的筹资费用也是高于国内水平的)。上述种种因素都会对这种倾向产生一定的

作用。要想破解上述问题,必须不断地寻找有效的办法与措施来进行调解。

#### 【参考文献】

- [1]Shyam-Sunder,L.and S.C.Myers.Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. Journal of Financial Economics,1999(51):219-244.
- [2]Murray,Frank Z.,and Vidhan K. Goyal.Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure.Journal of Financial Economics,2003(67):217-248.
- [3]马捷玲.上市公司筹资偏好分析[J].北方经济,2010,(16):31-32.
- [4]苗雨,刘丽娟.从制度层面看股权融资偏好[J].管理科学文摘,2006,(1):33-34.
- [5]柳松.股权分置下的“股权融资偏好”悖论之诠释[J].广东金融学院学报,2005,20(6):25-29.
- [6]汪丽华.从纳税角度看上市公司股权融资偏好[J].财会月刊(综合版),2005,(9):33-34.
- [7]朱琦.资本结构波动的实证研究[D].湖南:湖南大学,2017.
- [8]苏国强.中国企业股权融资偏好成因及检验[J].广州市经济管理干部学院学报,2005,7(4):44-50.
- [9]胡振国.内部人控制、财务治理权配置与上市公司股权融资偏好[J].审计与经济研究,2005,20(2):89-93.