

我国现行股票融资风险对金融的影响

邓映翎 耿虹

销声匿迹30余年的股票融资，伴随着改革大潮应运而生。股票的重新露面，促进了金融资产的多元化，增强和扩展了企业融资渠道，加快了金融市场的发展。同时由于股份制企业发展的不完备，也给金融带来一定的不利影响，急待我们制定有效地管理制度，去正确引导股票融资朝着有利于有计划商品经济的方向发展。

一、我国试行股份制企业的现状

股份制是商品经济发展的产物，是社会大生产条件中适应资金联合的一种企业财产组织形式。在有计划的商品经济中，国家为了增强企业活力，试点推行了以公有制为主体的多种股份制。目前，试行的形式有：

1. 个体联营集资入股企业。个体工商户在取得营业执照的前提下，采取入股联营、保息分红方式集资形成股份制企业，入股数额最多者为董事长或经理。

2. 就业性集资入股企业。乡镇企业或集体所有制企业，利用农村或社会上人们急于就业的心情，把预先交纳一定数量的现金入股，作为接收新职工的一个先决条件，想以此就业入股方式筹集资金，增强职工对股份企业的凝聚力和主人翁责任感。

3. 开发性集资入股企业。新的经济特区急需大量资金，对没有开发区域进行基础设施建设，就利用特区高工资的吸引力，规定凡要进入特区入户的人，必须交纳一定的入股开发特区资金。

4. 内部职工集资入股企业。中小型企业职工，各拿出一定份额的资金入股，股

金参与企业资金周转，年终按股计息分红。

5. 实物折价入股企业。两个以上企业共同投资兴办一个新的股份制企业，原有的老企业将厂房、机器设备等生产资料进行清产折价入股，也有的将技术专利和许可证等无形资产折价入股。新企业以资金入股。

6. 社会增资入股企业。企业以原有资产折股，向银行申请向社会公开发行股票增资。经银行审查批准后，由银行指定证券经营机构代销股票，向社会发行股票。

7. 横向联合入股企业。在横向经济中，企业经过改组、联合和兼并，建成一批跨地区、跨部门的竞争性企业集团。这种联合体，其联合各方以自有的资金折价作股，生产要素互相渗透，形成财政、信贷、税收、计划一个口对外的股份公司。

国际上，股份公司（企业）包括有限责任公司和股份有限公司两种。有限责任公司是由法人发起，由两个以上的法人或自然人共同出资认购企业全部资产的公司。其主要特点是：第一，公司不公开发行股票；第二，股东在认购股份、交付股金后，由公司出具股份证明书作为他们各自在公司中所拥有的权益凭证。这种凭证不同于股票，不能自由流通。只有在其他股东同意的条件下，才可以出卖或转让；第三，股东以其认定的股份额对公司负责，公司以其全部资产对债务负责。

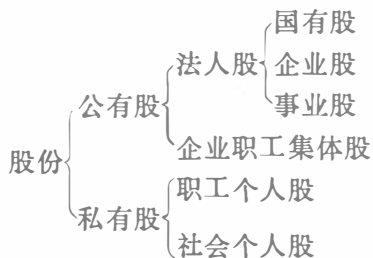
股份有限公司是由法人发起，由两个以上的法人或自然人公开出资认购企业全部股票的公司。其主要特点是：（1）公司全部资本由等额股份组成，股东以其所认购的股份

对公司承担责任；（2）公司向社会公开发行股票，并以全部资本对债务承担责任。

由于目前我国尚处在新旧体制转换时期，市场发育特别是金融市场很不健全，所以在上述的我国股份企业中，绝大部分是属于初级的有限责任公司形式。唯有向社会公开发行股票增资的企业，才是高级的股份有限公司形式。有限责任公司虽然有股东人数少、规模小、参加人员相互熟悉的特点，但却不能公开发行股票。不像股份有限公司通过公开出售股票，广泛吸收社会资金，汇集成巨额资本，形成规模经济，增强竞争能力。因此，随着有计划商品经济的发展，有限责任公司将逐步完善成为股份有限公司。

二、公有股和私有股的风险差异

我国现行股份企业，形成途径有二条：一是由原有的老企业转化而成，二是新组建的股份企业。由老企业改造形成的股份企业，又有由集体企业转化和由全民所有制企业转化的股份企业两种形式。不论是老企业改造，还是新组建的股份企业，一般都设有国有股、企业股、事业股、企业职工集体股、职工个人股和社会个人股。如果按照公有股和私有股来划分，可由下图表示：



其中国有股由财政投资，企业股由企业利润留成中的自有资金投资，事业股是由企业主管部门投资所形成的股份，职工集体股由企业留利中的福利和奖励基金投资，个人股以企业内部职工或社会公民用个人财产认购的股份。在这些股份中最为重要的是国有股、企业股和个人股。由于公有股中的国有股和

企业股与私有股的个人股在性质上不同，因此它们承担的风险和取得收益等也不一样。

——如股份的流动性上，在产权没有界定，资产存量难以调整的现阶段，国有股和企业股的股份流动性较低，风险性较大；而目前在有限责任公司中的个人股，一般都规定到一定期限后可以退股。这种不完善有期限的股份，在规定期限满后，具有完全的流动性。因而它只在期限未届满时，承担风险。在股票能公开上市买卖的股份有限公司里的股份，一是由于我国现在实行的是以公有制为主体的股份企业，这种股份企业不存在破产的后顾之忧，民众深信持有这些企业的股票风险不大，价格还看涨，于是出现了股票供不应求，自然私人持有的股份流动性较高；二是目前国家试行股份制，一般都是经济效益较好的企业，才允许上市买卖股票，所以现在公开发行的股票，均是业绩优良的“黄金股”，是民众抢购的对象，私人持有的股份流动性高。

——在股份资金的安全上，国有股和企业股容易遭受经营风险、市场风险、购买力风险。所谓经营风险是指国家宏观政策、产业结构政策、汇率政策对企业生产经营的不利影响，以及企业自身经营不善，导致的亏损。市场风险指股票市场上价格下跌，给国家和企业财产造成的损失。购买力风险指物价上涨使按原值提取折旧的固定资产难以更新，给企业带来损失。而在股票的卖方市场中，个人股流动性高，安全性好。

——在股份的收益上，现有大多数股份企业都把国有股设置为优先股和累积优先股，企业股和个人股设置为普通股。国有优先股只能获得固定的股息。企业普通股除了能得股息外，还可获得红利。个人普通股或优先股分配有保本付息不分红、保本不付息分红、保本付息分红不定、保本付息分红、盈利分红，亏损吃本等五种形式。但大量的还是保本付息分红这种形式。

在上述的这种分配格局中, 承担风险最大者的顺序是国家股、企业股、个人股。盈利最大者的顺序是个人股、企业股、国家股。因为, 作为优先股的国家股, 在企业经营情况比较好时只能获得固定的股息, 不能分红, 作为普通股的企业股和个人股, 既能获得股息, 又能获得红利。另外, 由于国有股具有刚性, 不可能去参加炒股。企业股是支撑企业经济发展的主体, 因此, 在企业经济效益好, 股价上涨时, 国家股和企业股都只有股票帐面价值的增殖, 不可能获得股票涨价收入。只有个人股能通过出售股份, 谋取股息和红利之外的股票价格升值厚利。在企业经营不善时, 企业股和个人股会抛售股票, 转嫁风险。只有国有股不能出售, 承担巨大风险。

可见, 在我国现阶段个人买进股票是一种风险性小、收益高的投资。尤其是那些规定了还本付息期限的股票, 实际上是无风险的高收益债券。

三、股票融资对银行信贷和货币流通的影响

在我国, 股份企业是经济体制改革后的产物。它有利于迅速筹集资金, 发展生产力; 有利于企业所有权与经营权的分离, 以增强企业活力, 健全企业的约束机制; 有利于金融市场和生产要素市场的发育, 加快各种生产要素的流动, 推进横向经济联合, 促进资源优化配置与产业结构的调整。但由于股份企业是在外部经济环境不完善、缺乏相应的法规条件下自发创立的, 因而存在股票不规范、股票发行机制不健全、股份企业资产评估方法欠科学等问题, 以致出现了如下问题, 给金融带来一定的影响和风险。

——股票掺水发行风险。股票掺水是指股票发行公司高估股份企业的资产, 发行的股票金额超过实际投入企业的资产量。目前一是由于我国企业资产评估机构不健全, 缺

乏资产评估的科学方法, 使一些企业发行股票的总值与企业实际的自有资产不符; 二是地方行政部门对股票发行干预过多, 不少地方政府和企业主管部门, 未经人民银行批准, 擅自发行股票。特别是企业内部发行股票, 很多是行政性的集资摊派。如规定职工必须购买本企业发行股票, 不购买者, 不分房, 不准提工资, 不同意结婚, 不给计划生育指标等。这种强制摊派购买股票, 极易造成企业超资产发行股票。不少职工为购买股票, 纷纷去银行挤兑储蓄存款, 减少了银行资金来源, 对银行信贷计划有所冲击。目前, 我国除少数企业发行优先股外, 绝大部分股票为保息分红的普通股, 股票持有人既固定领取股息, 又享受红利分配。这种股债合一性质的股票, 使超资产发行股票的企业, 背上超负债经营的沉重担子, 会出现“资不抵债”现象。通常企业掺水发行的股票筹集资金, 其绝大部分用于固定资产投资, 流动资金靠银行贷款。在这种投资格局下, 企业盈利后首先要保本企业职工收入的稳定增长, 然后保上交财政收入和股息与红利。超资产发行股票股息红利的增加, 降低了企业还贷能力, 增加了银行贷款风险。

——股票溢价发行风险。股票溢价是指股票在初级市场上的发行价格, 超过其票面价值。有人认为, 在股市过热的条件下, 股票溢价发行可起到平衡供求的作用, 抑制投机。然而事实上却相反。因为股票初级市场上的价格决定着交易市场上的价格, 而大多数人总喜欢买涨不买跌。初级市场上溢价发行股票价格越高, 则会刺激交易市场上股价猛涨, 不利于投资, 反有利于投机。股票溢价发行价格过高, 对银行存款冲击越大, 会扰乱正常的金融秩序, 影响金融债券的发行和销售。

——股份退股风险。股票是资本所有权的证书。按照股份制度, 购买股票是一种长期投资, 不能退股, 只能买卖。可是, 我国

不少企业发行的股票允许退股，有些企业的股票规定有偿还期限。这种有期限的股票，使股票持有者几乎不承担风险，导致持股人与企业的关系是，发财大团圆，亏损不见面。一旦企业经营不善出现亏损时，持股者会争先退股。企业本来就出现亏损，根本没有资金去退还私人股金，只得挪用银行贷款支付股金，结果给经营不善的企业雪上加霜，蒙受严重的经济损失，并且银行贷款被架空，增加了银行贷款的风险。

——高股息分配风险。我国目前的股份制企业，总是风险与收益不对称。普遍存在的问题是，私人股东不承担任何风险，却享受较高收益。目前对个人发行的优先股或普通股，其股息红利一般都在20—50%以上。尤其是许多企业发行高收益率的内部股票，增加职工福利，变相发奖金。这不仅扭曲了股票筹资活动，而且还扩大了消费基金支出，挤占企业生产发展基金，造成企业自有资金积累严重不足，致使企业一方面生产发展要靠增加银行贷款；另一方面企业由于缺乏自有资金，不得不长期占用银行贷款，结果银行的短期流动资金，一到企业后就变成长期被企业占用的“不动资金”，降低了银行信贷资金的流动性，加大了信贷资金的经营风险性。

——股票涨价风险。在我国，现阶段只有上海和深圳正式地公开挂牌交易股票。交易市场上，股价节节上升，给私人股东带来直接好处，造成了股市投资倾向削弱，投机倾向异常放大。股价大幅上扬，吸引了大批炒股者，携带巨额现金云集股市。外地炒股者来购买股票，一般都用现金交易。现金运带有两种方法：一是自己携带，二是通过银行汇兑。前者首先要增加银行现金支出。其次，炒股者跨地区购买股票为了方便，通常要求50元和100元的大票面现金，会使人民币大票面供应人为偏紧，影响现金流通的合理票面结构。后者会给现金汇票兑付银行，带

来大量现金兑付的困难，增加通货膨胀的压力。例如1990年3~6月，深圳市股市过热，仅通过银行汇入的现金汇票就达5000多万元，内地流入深圳炒股资金达5亿元，以及海外游资云集，一时间巨额资金汇集深圳，不仅造成货币流通量猛增，现金票面结构不合理，而且增加了银行的现金支出，影响银行资金稳定性，不利于银行对货币流通的控制。

鉴于上述股票融资给银行资金来源稳定性、贷款安全性、货币流通正常合理性等带来的影响及风险，因此要加强对股票融资的管理和引导。

第一，强化人民银行对股票管理的权威性，今后未经人民银行批准，地方政府和企业不得自行强制摊派发行股票，尤其是发行内部职工股票，不准发行有期限退股的股票。

第二，企业发行股票，必须经人民银行规定的公证机构对其财产和资产负债进行评估。不得超过其企业资产量发行股票。人民银行要严格控制企业股票溢价发行价格幅度。现阶段股票卖方市场中“溢价”的确定不能按供求状况，而应按上市公司的预期收益，来规定一个适度（不能幅度过大）的发行价格，以鼓励投资，防止投机。

第三，对股份企业，银行要督促其增补自有流动资金。为防止股息红利分配挤占生产发展基金，个人股息红利，只能在税后利润中扣出增补流动资金后的剩余利润额内，进行分配。专业银行对不按规定增补自有流动资金的企业，要停止贷款。

第四，为遏制股价暴涨，防止投机给货币流通等带来的不利影响，人民银行要对交易市场上的股价，实行限价。因为现行国家股（包括企业股）不能上市交易，不能发挥大股东平抑股价升降的作用。只有靠国家规定股票交易限价政策，才能有效遏制股价的上扬，防止股市暴涨暴跌。