

中国资本市场的进入: 背景、条件与战略选择

王先庆

内容提要 当前中国资本市场在发育和成长过程中,在结构性重组以及机构多元化进程的背景下,中国企业面临进入资本市场的时机及战略选择。尽管时机千载难逢,但不同的企业应根据自身的特点和条件来决定是否进入资本市场。因为任何企业进入资本市场有利也有弊,而那些准备进入资本市场的企业,又应根据各自的情形选择不同的时机和途径,进而制订出有利于自身长期稳定扩张的市场进入战略。

本文作者系厦门大学金融研究所副教授。 厦门 邮编: 361005

当前,对于大部分中国企业来说,如何熟悉和进入资本市场以及参与资本市场的运作是一个十分紧迫的问题。

近两年来,不少经济文献提及中国企业应大力开展资本运营,但所涉及的内容往往只是企业的兼并、重组等案例以及这样做的好处,至于企业为什么要进行资本运营,以及如何进入和参与资本市场则很少提及,这如同宣传游泳好处多,却不教你如何游泳一样。结果,一些企业在一片茫然中跳下海,受伤受害不轻。显然,在企业普遍缺乏资本运营经验的情况下,引导企业如何进入资本市场应是当务之急。

本文试图结合转轨时期中国资本市场处于结构性变革过程中这一大的背景,针对不同企业如何选择和确定自身的市场进入战略,进行一些初步探索。

一、结构变革: 企业进入资本市场的现实背景

资本市场是企业或个人进行资本交易的各种关系和场所,这里主要是指长期资本市场。本文所指的“资本市场的进入”,主要是指企业进入资本市场融资和扩张,而不是为了获得投资收益。如企业入股银行业,主要是为了融资的方便,而不纯粹是为了获得投资回报。

在现代市场经济条件下,金融市场是最有潜力的市场,也是进入难度最高的市场,因此,大多数企业都想通过进入资本市场以谋求更大的发展。

中国资本市场正处于形成和发展时期,与之相对应,中国企业也面临着一次进入资本

市场的大好时机。对此,广大企业一方面要认清这一形势,尽可能为尽早进入资本市场创造条件;另一方面也要冷静分析各方面的条件,不宜盲目冲动。这里,我们从三个方面分析其相关的背景。

(一)中国资本市场正在进行结构性调整,孕育大量机会

市场的发育过程,就是自身内部结构不断进行调整的过程。中国资本市场的发育,无疑需要吸收新兴力量的加入,要求现有资本市场的各种要素进行重组,包括市场主体的多元化、资本流入与流出渠道的多样化等。这就意味着:

第一,原有的过于单一的主体结构受到冲击。资本市场上完全是由国有企业和国有金融机构参与的局面会彻底改变,不同所有制成分的企业以及居民个人都有可能进入资本市场。同时,原有的金融机构也可由企业和居民通过入股形式参与。

尤其值得注意的是,当前国有银行正在向城市收缩,从而为私营和城市合作银行在农村的发展腾出了空间,这也是乡镇企业进入资本市场的一个大好时机。

第二,资本市场的流通品种会增多。股票、债券等多品种可供选择,从而企业进入资本市场的途径可以多样化。例如,企业可以发行股票、债券进入资本市场,也可以通过收购上市公司、参股金融机构等形式进入资本市场。

第三,资本市场上金融机构多元化,股份化进程加快。随着资本市场的开放,大量外资机构会涌进来,同时,由企业、居民和政府等不同主体共同入股形成的银行、信用合作社、信托投资公司、基金管理公司、保险公司、期货经纪公司等金融机构也会大量涌现。

第四,政府对资本市场的进入管制将会逐步放松,从而给企业和居民进入资本市场提供了可能。

实际上,中国资本市场的调整过程在1997年明显加快。例如,1997年中国人民银行已批准筹建、开业的城市商业银行达85家;光大银行实行第二次增资扩股;各省、市级国有银行与信托公司实行了分离;国有银行活动范围的压缩和地方及股份制银行活动范围的放宽;上市公司数量的进一步扩大等。这一切现象都表明,中国资本市场的调整步子正大大加快。

其所以如此,是因为政府已认识到,金融机构股份化是大势所趋。国有独资银行和其他金融机构,风险集中在政府身上,显然这潜伏着巨大的危机。同时,它不利于所有权与经营权的分离,不利于政企分开。走股份制道路,虽然会分散资金,导致利润分流,减少财政收入,并给央行宏观金融调控带来新的问题。但它有利于充实银行的资本金,有利于建立起社会激励、约束和监督机制,有利于排除行政干扰,培养金融家,有利于维护所有者权益,有利于提高资产质量。

因此,中央决定,在未来一段时期内,中国金融业,特别是资本市场,将得到积极稳妥的开放和扩张。根据中央金融工作会议精神,中国将在未来三年左右的时间,基本建立起与社会主义市场经济发展相适应的金融机构体系。而这种机构体系的总方向是股份化、商业化。作为一个基本策略,中国将加快地方性金融机构的建设。内容包括:地方性金融机构,可由地方财政、企业和居民入股,主要为地方小型和个体经营者服务,并依法经营,接受中央银行监管。按合作制原则,加快城乡信用社管理体制改革。在改组商业化信用社

的基础上,逐步在中心城市和经济发达的县市设立商业银行。同时,作为一种趋势,直接融资在中国的比例将不断扩大。

(二)中国资本市场前景广阔,早进入可得先手之利

中国资本市场经过近 20 年的发育和成长,现已初具形态,资本市场的容量和质量都有所提高。更为重要的是,随着中国市场经济的深化和经济的不断增长,作为新兴的资本市场所展现出来的广阔前景,令全世界瞩目。这主要表现在:

第一,中国经济经过长达 20 年的增长,现正向新兴工业化国家迈进。由于全世界都认为中国是 21 世纪“最后的、最大的市场”,因此,为了进入和占领中国市场,国际资本纷纷涌向中国。中国已累计引进外资 3700 亿美元,连续五年居世界第二位,增长率最高。

第二,中国资本市场容量大。为了满足中国庞大的市场需求,各类产业的扩张必须有相应的资本扩张相支持。例如,在未来 10 年中,仅基建项目就需要 7 万多亿人民币(合 9000 亿美元)的投资,占整个亚洲投资的 10% 左右。至于汽车、住房等建设所需的投资更是“深不可测”。

第三,由于中国资本市场是新兴市场,因此,收益率相对较高。在此背景下,国外企业和金融机构都早已虎视眈眈,严阵以待,只要中国政府准入,它们就会迈入中国的资本市场。同时,国内不少企业也通过不同方式进入到资本市场,并得到了极多的好处。如不少上市公司通过在股票市场上的不断筹资,及时补充资本,实现了资本的有效扩张,从而使企业扩张得到了保障。

然而,中国绝大多数迫切需要实现资本扩张的企业还不得其门而入,不了解资本市场的性质,更不知道如何进入资本市场,因此,在市场竞争中显得被动。

(三)中国资本市场风险的调控与防范措施有所加强,但进入风险仍很大

自 90 年代以来,中国金融风险的防范不断得到强化,有关的法规和制度已经或即将出台,中央银行对金融风险的预警和调控能力明显提高,监管部门对交易所、上市公司和金融机构的监管机制也日趋成熟。尤其是 1997 年 7 月以来的东南亚金融危机为我国资本市场的开放和运作提供了许多值得借鉴的经验教训,从而使我国各级各界对金融风险的重视达到了前所未有的程度。

问题是,中国资本市场毕竟是处于发展过程中的新兴市场,其成长虽快,但投机性强,误区多、监管机制不够健全等,使市场进入者的风险加大。具体说来:

第一,进入陷阱多,风险大

有些企业不知道进入资本市场的规则,盲目进入,结果陷入误区,如入股一些非法的金融机构(投资公司、期货经纪公司或交易所之类)。有些为取得上市资格,不计成本去参与圈钱运动等。所以,必须对企业进入资本市场进行指导。同时,对那些资质较差的金融机构也不要盲目入股。有关资料表明,1998 年初已有 12 家地下交易所被查封或即将被查封,一些非法的农村合作基金会(非法吸收农村存款和放高利贷)和一些假金融机构,如 1997 年 8 月对广州国际技术银行进行了查处。还有不少以海外、港台资本组建合资银行,为诱饵进行诈骗。据统计,1997 年全国共查处了违规设立的保险公司分支机构近 90 家,

一些企业入股其中,旨在参股后利用保险金从事投资经营,未想到因违法而受损

第二,进入障碍多,阻力大

第三,进入困难多,成本大

为其如此,企业进入资本市场不宜盲目,不仅要选择合适的进入渠道和方法,而且更要选择好合适的时机和战略。遗憾的是,目前我国企业虽然进入资本市场的动力普遍不小,但大多对此研究太少,没有“入门”。因此,理论界应多宣传、引导和探讨方法,让企业了解和认识到如何进入和参与资本市场。否则,讲资本营运,却不知如何与资本市场打交道,成为“盲点”,这不利于资本市场参与者的培养及市场自身的发育。

二、综合权衡:企业进入资本市场的利弊与条件

既然资本市场具有吸引力,那么公司是否就必须进入这一市场呢?其实不然。因为公司的情况千差万别,规模大小也不同,所以,不分具体情况,一概认为公司进入资本市场是件好事是不对的,也是不切实际的。只有那些具备一定条件且有必要,并且在权衡利弊后进入资本市场的公司,才能从这一市场得益。这也就是说,并不是每个企业都随时适宜于进入资本市场,应选择合适的时机。例如,股市高潮时,宜进入证券市场(国内国际市场可交替考虑);股市低潮时,可选择进入债券市场;利用金融企业重组时,可以收购或参股的方式进入信托业和银行业;利用基金业发展时机,参与基金业;或者利用证券市场或产权交易市场进入企业的兼并与收购。此外,不同行业、不同规模、不同性质以及经营风格不同的企业在进入资本市场时,时机和条件也有所差异。

那么,一个公司如何决定自己是否进入资本市场以及在何种情况、何种时机进入资本市场?首先,公司应该根据自己的具体情况来权衡进入资本市场的利弊,看自己进入后是否受益?其次就要看自己是否有资格和能力进入资本市场,条件是否得当?在做出进入资本市场的决定后,再决定究竟采取何种形式进入资本市场。

(一)公司进入资本市场的利弊

进入资本市场,对公司来说,有利的一面,也有弊的一面。因为,资本市场是一个复杂的市场,如果公司没有进行充分的利弊权衡,盲目决定进入这一市场,结果很可能对公司的发展带来许多困难,甚至使公司倒闭。例如,有些企业因为资本扩张过快,反而与原有企业管理能力及企业结构不相适应,导致效益下降,因此,每个公司在考虑是否进入资本市场时,首要的任务就是要权衡利弊。

1. 进入资本市场的有利因素

第一,可以从资本市场上筹集资金。例如,当公司的股票或债券在市场上出售后,公司就可以用筹集到的资金进行研究和开发工作,扩大厂房和设备的投资,偿还旧债或扩大经营范围。

第二,增加公司的自有资本。例如,公司在证券市场上发行股票,就可以增加公司的自有资本,即股权资本。公司自有资本多了,就可以在金融市场上以较优惠的条件获得贷款。进一步而言,在进入资本市场后,只要公司的经营状况良好,它的股票就会在市场上增值,而股票的增值,就会使公司以有利的条件发行新的股票来筹集股权资本,或是用私募的办

法从机构投资者那里筹集生产资金。此外,公司还可以凭自己的清偿能力和某一确定的市场价格向投资者发行债券。这也就是说,公司在首次公募后,如果管理得当,就可采取各种方法在市场上筹资。

第三,便于吞并其他的企业。一些成功的大公司始终注视着在适当的时机,通过兼并收购或其他形式的产权交易,从而迅速实现资本和企业规模的扩张,以实现企业结构调整、扩张自己的势力以及取得相应的规模效益。例如,一个公司在进入资本市场后,有了自己的可公开进行交易的股票,就为它吞并其他企业创造了有利条件。因为,它可以用股票来吞并其他的企业,而不用现金。

此外,还会有利于吸引和留住公司的职员;有利于提高发行公司的声誉;有利于激励员工奋发向上。

2. 进入资本市场的不利因素

第一,公司的自主性受到限制。公司一旦进入资本市场,对投资者或资本所有者就负有一定的责任。在许多方面,要受法律的制约,公司失去了一部分自主性。即使是退一步而言,如果没有法律的规定,公司在开发项目、发放薪金、附加福利以及其他许多操作程序方面也同样会受到一些限制。另外一点是,公司的快速反应能力也会受到影响,因为有些重要的事项须经股东和公司外部董事的批准。为其如此,新加坡、印尼等东南亚国家的不少著名华人企业,它们宁愿使用银行贷款来解决资金问题,而不愿进入资本市场尤其是股票市场上筹资。

第二,公司必须向资本所有者提供有关的信息,从而不利商业秘密的保密。例如,企业一旦进入证券市场,公司就必须按法律的规定向公众提供有关信息。对某些信息,如公司一些高级人员的工资和对交易的管理、公司的销售、利润、竞争条件、经营方式和重要的合同等方面的信息,企业一般是不愿公开透露的,因为,透露了这些信息,就会使公司处于不利的竞争地位。这对那些生产处于领先地位或竞争相当激烈的公司尤为重要。但是,法律毕竟是法律,任何信息的提供都只能照章办事,不得违反。对此,不少家族性的企业,尤其是一些靠自身积累资本起家的稳健型企业,就不愿进入资本市场,以免因信息披露而受外界干扰,甚至有些原来已经上市的公司也通过回购股份而自动摘牌。

第三,企业必须随时考虑股市的因素。例如,公司进入证券市场后,在做出各种决策后,不可避免地要考虑决策对股市会发生什么影响。比如,对是否要进行一项研究开发项目进行表决时,就要考虑股市这一因素,因为研究开发项目一旦上马,必然会在短期内影响公司的利润。而股市价格的波动,也必然会在一定程度上影响公司的决策。

第四,增加开支。公司要想进入资本市场,就必须支付一笔“进入”的“门槛费”,例如,公司改制上市就要花一笔上市费,而且,公司上市以后每年要额外地花几万甚至上百万元的费用,才能维持它的各项行政管理支出,如律师费和会计师费。另外,向股东寄送的委托股票书和公司年度报告,向证券管理委员会备案的各种报告,向各过户代理银行、负责登记股票转让的信托公司以及公共关系顾问支付的费用,也是很大一笔开支。

第五,不利于公司所有者的控制。例如,公司一旦公开发行股票,就意味着公司的所有人失去了一部分控制权。要是股票的发行量很大,也就是说占了公司股权资本相当大的部分,就会威胁到公司所有人的控制权。因此,公司在决定究竟发行多少数量的股票时,公

司所有人都要经过反复协调,因为他们担心失去控制权。总之,随着公司股票发行量的增加,公司的所有权也就越来越缩小。为了避免失去控制权,公司往往在发行股票时谨慎行事。

(二)进入资本市场的条件

一个公司在考虑是否进入资本市场时,必须对行业的竞争力、公司的成长性,尤其是未来的产品销售量和收入的增长前景加以考虑,以判别企业进入资本市场后的实力和市场反映。此外,还要考虑下列因素:公司目前和计划的流动资金和现金流量是否合理,公司的竞争能力和应变能力,公司的管理经验、水平和质量,公司是否能承担得起对大众投资者的责任,以及公司生产发展的前景如何。从公司外部来说,要考虑的因素是:公司顾客的数量和购买力,公司供应商和能力等。

通常,资本市场起落较大,因此,企业必须考虑自己是否具备抗市场风险的能力。值得注意的是,股票一旦上市,投资者对股票的买卖就带有投机性和盲目性,因为,这时股票的市场价格并没有真正反映出它的内在价值。在这一市场热中,一些公司也许会获得生存并可能兴旺起来,但也有些公司可能会走下坡路,被别的公司吞并或倒闭。只有兴旺起来的公司,它的股票内在价值才能在市场上得到反映。

因此,公司在决定是否进入资本市场时,一定要进行各种可行性分析,要权衡利弊,看自己是否有资格,是否符合各种条件。进入资本市场如同大海里行舟,把握不好会翻船。例如,有些公司自身管理水平有待提高,市场立足未稳,企业前景有待验证,这时,则不宜匆忙进入资本市场吸纳资金,否则,便会消化不良。近10多年来,不少中国企业就是这样,有钱后盲目多角化经营,导致效益下降,甚至破产或被收购。

三、战略选择:企业进入资本市场的途径与时机

总体而言,不同类型的企业根据自身特点选择不同的资本市场进入战略。这里,主要从进入途径和时机两方面来论述。

(一)企业进入资本市场的主要途径和方式

一般而言,企业进入资本市场的方式有两种,即直接进入和间接进入。直接进入又可分为两个方面,一是通过发行股票、债券等证券而直接融资;二是借助于投资银行的操作和金融市场上的杠杆工具(如换股权证等)进行收购和兼并。这二种直接进入的方向不同,但目的都是为了直接实现资本的扩张。间接进入主要是指企业通过参股银行、信托投资公司、证券公司、保险公司以及基金管理公司等金融机构,一方面以取得较稳定的资本收益,另一方面旨在通过与金融机构的联合,为企业的融资创造有利条件。例如,香港超人李嘉诚入股汇丰银行后,长江实业在进行一系列企业收购、兼并或股权重组时,就得到了汇丰银行在股权转让和融资方面的大力支持。

1. 直接进入

不同规模和不同性质的企业在选择直接进入的方式时,应有所不同。

我国股票的发行受到中央银行较严厉的监管,有额度、指标和系列条件限制。因此,在

近期内,企业一窝蜂地去争取这有限的上市额度,效果不一定很理想,而且,国家在考虑上市条件时,一般都是选择不同行业的龙头企业或国家扶持的大中型企业,全国也就是那么几百家,而对于全国80多万家企业来说,无疑是杯水车薪。对此,一些在各自的省市有一定知名度且成长性较好的大中型国有企业可以根据自己的条件去申请,可以当仁不让,未列入指标的,争取创造条件得到上市资格指标。至于希望在国际资本市场上发行B股、H股的企业,更应有自知之明,认真考虑国家证监会批准的可能性有多大。总之,不宜盲目行事,浪费人力财力。此外,对于私营企业而言,也并非完全没有希望获得股票发行资格,如黑龙江的东方集团和新近上市的“新希望”,就属于私营企业。

相比之下,企业债券的发行比股票上市容易些,有一定实力的企业只要有较好的项目,就都有争取到发行权的可能。问题是中国目前的企业债券期限普遍太短,大多是一年期,这和银行贷款差不多,不属于国外发行的那种偿还期限在五年、十年、十五年期的企业的真正长期资本,而且手续麻烦,因此,目前对我国企业的吸引力不大。

现在,有一种新的直接进入方式正受企业界关注,即发行产业基金券,如山西煤炭基金、三峡基金等。这种方式实际上与发行股票差不多,难以获得证监会通过,国家一般也用以支持大中型项目的建设和支柱产业。过去,深圳、海南和上海的一些企业曾成立过此类基金。这些基金一般都是公司型封闭式基金,时间一般都在10年以上,它们一旦成立即可投资于拟定的目标,从而为公司获得中长期资本提供了保证。不过,对于目前正在发行中的证券投资基金,由于它们主要投资于股票和债券,与一般企业并无直接关系,因此,普通企业参股这类基金公司的意义不大。

对于中国的绝大多数企业来说,目前最有效、最可行的直接进入方式,就是利用当前中国国有企业改革浪潮中“放小”及资产重组的机会,通过股权收购实现快速的资本扩张。就这种方式而言,一些较有实力且又有扩张动力的企业,包括私营企业,既可通过产权交易中心兼并收购未上市企业,也可通过证券交易系统收购上市公司。由于中国目前对二级市场上的收购兼并限制较多,因此,最有效的方式是通过受让国家股和法人股的方式来达到控股的目的,例如珠海恒通收购上海棱光实业就是采取此类方式。至于一般的小型企业尤其是个体私营企业,则主要通过产权交易中心或拍卖场所实现此类进入。

2 间接进入

中国目前不允许私人兴办金融机构,但并不是个人或私营企业就不能染指金融机构了。实际上,自1997年开始的银行、信托公司和信用社等金融机构的改革,就为各类企业参股金融机构提供了机会,我国已有不少国有企业、上市公司、乡镇企业和私营企业参股城市合作银行和农村信用社。此外,中国民生银行再次扩股时,也可为一些有实力的私营企业提供机会。显然,当一家企业成为某一金融机构的股东时,在正常情形下的融资比非股东企业要方便得多。

一些有条件的大中型国有企业,可以考虑将国家给予的政策用足用活,成立自己的财务公司,或控股、参股信托投资公司,也将对自身的长期融资有好处。实际上在1997年的银行与信托业的分离过程中,有1/3的信托公司已为各类工商企业收购控股。从长远看,这是企业进入资本市场的一种较好的方式。

不过,对于那些实力一般或对金融业不熟悉的普通企业,不宜入股信托投资公司,因

为这些非银行金融机构自身也有风险,可能会倒闭,对此,国家也有严格控制。

前一时期,不少工商企业误以为新成立的基金公司可以将资金投向房地产等企业,因此,纷纷参股基金业。实际上,这是一个误区。按规定,现行基金基本上只投资上市股票和债券,而不投资实业。因此,企业参股这类企业,除考虑投资收益外,意义不大。当然,如果可以组建产业,则另当别论。

另外,随着中国金融监管的加强,一些企业企图通过参股保险公司、拍卖行、期货经纪公司以及其他金融机构来获得中长期资本,而且有少数企业也确实达到了目的,但这是不可取的,也是没有前景的。特别是广大企业千万不可经不住诱惑,参股那些非法金融机构,这常常会鸡飞蛋打,美梦难圆。

总之,由于中国金融市场的开放度仍然较低,因此,企业欲通过间接方式进入资本市场,难度较大。因此,企业在做出决策之前,要认真考虑其可行性,如分析一下参股或控股这些金融机构是否能真正保证投入的安全,能否得到实在的好处和达到进入资本市场的目的,是否有助于企业的正常发展等。

(二)企业进入资本市场的时机

不同的企业以不同的方式进入资本市场,其时机也各不相同,对此企业必须仔细研究。尤其是,一个企业首先必须明确现在有无必要进入资本市场,而且从企业的成长和扩张性来看,现在是否是合适的时机。例如,一个企业迫切需要稳定的时候,就不宜急于进入资本市场。

还有,由于中国资本市场不够成熟和理性,因此,企业在进入资本市场时,时机的选择可能不一定恰当,如处理得不好,常常会付出惨重代价。例如,如果在股市高涨时去收购企业,一旦股价大跌,就会使企业帐面资产出现巨大损失,像1997年香港股灾前一些中资企业在香港收购上市公司就属这种情形。

通常,企业进入资本市场的时机应取决于资本市场波动的周期及其内部的相互联系,因此,企业只要踩准其间的节拍,就会大有收获。

一般而言,在股市高涨时期,是企业上市发行股票或配股集资的好时机,这时人气旺盛,资金来源充足,便于发行和配售。而在股市低迷时,则不宜进行此类活动。相反,债券发行则与股票发行时机背道而驰,股市低迷时,往往债市较旺,这时发行债券容易。

同时,随着金融市场的全球一体化,我国企业进入国际资本市场的机会也越来越多,因此,企业在不同的国家或地区发行股票或债券时,也应考虑到这些周期波动的因素。

对于采取收购兼并方式实施直接进入或旨在通过参股控股金融机构的方式达到间接进入资本市场的企业,则宜在市场不景气、股价较低、企业难以为继时进行,这虽有“趁火打劫”之嫌,但却是市场竞争所要求的最佳选择方式。例如,1997年至今的东南亚金融危机爆发后,面对这些国家纷纷倒闭的企业,欧美资本大量涌入进行收购兼并,就属这种情况。对此,我国企业在时机的把握上就稍欠缺些,有待进一步提高。

【本文责任编辑:郭曦东】