

【背景资料】

企业经营的根本目的在于盈利，但企业若没有资本投入是难以实现盈利的，因此筹资对于任何企业来说都是决定其生存和发展的重要问题，而筹资又有代价的，不同的融资方式，企业付出的代价也有所不同。就中国上市公司筹资现状而言，股权筹资是其主要融资方式，上市公司的资产负债率普遍较低。

目前中国上市公司仍将配股作为主要的融资手段，进而又将增发新股作为筹资的重要手段，这与发达国家“内源融资优先，债务融资次之，股权融资最后”的融资顺序大相径庭。其原因主在于以下几点：

1、中国上市公司股利发放率低，股票发行成本低廉，与境外市场高昂的发行成本相比，在与市盈率相适应的条件下，境外市场的筹资成本大概是 A 股市场的 5-6 位，A 股市场融资效率较高。与此同时，对上市公司经营者没有形成有效的激励和约束机制，上市公司成了大股东“圈钱”的提款机。

2、金融监管力度的日趋加强和银行信贷终身负责制度的实施，使得银行极为惜贷，从而使得企业获取长期贷款比较困难，并且贷款利率相对较高。

3、经营者对负债融资到期还本付息这种硬性约束感到有极大的压力，因而不愿意冒险进行负债融资，致使上市公司争相增发新股，成为除配股之外的又一主要的筹资渠道。

一、捆绑式筹资策略

然而就在此经济环境之下，青岛啤酒股份有限公司突破陈规、勇于创新、创造性地采取了增发与回购捆绑式操作的筹资策略。

2001 年 2 月 5 日至 20 日，青岛啤酒公司上网定价增发社会公众公司普通 A 股 1 亿股，每股 7.87 股，筹集资金净额为 7.59 元。筹额效率较高，其筹资主要投向收购部分异地中外合资啤酒生产企业的外方投资者权，以及对公司全资厂和控股子公司实施技术改造等，由此可以大大提高公司的盈利能力。2001 年 6 月，青岛啤酒股份公司召开股东大会，作出了关于授权公司董事分于公司下次年会前最多可购回公司发行在外的境外上市外资股 10% 的特别决议。公司董事会计划回购 H 股股份的 10%，即 3468.5 万股，虽然这样做将会导致公司注册资本的减少，但是当时 H 股股价接近于每股净资产值，若按每股净资产值 2.36 元计算，两地市场存在明显套利空间，仅仅花去了 8185.66 万元，却可以缩减股本比例 3.46%，而且可以在原来预测的基础上增加每股盈利。把这与公司 2 月 5 日至 20 日增发的 1 亿股 A 股事件联系起来分析，可以看出，回购 H 股和增发 A 股进行捆绑式操作，是公司的一种筹资策略

组合，这样股本扩张的“一增一缩”，使得青岛啤酒股份公司的股本仅扩大大约 3.43%，但募集资金却增加了将近 7 亿元，其融资效果十分明显，这种捆绑式筹资策略值得关注。

二、动因分析

青岛啤酒股份公司之所以采取此种筹资策略，主要是基于增发新股及股份回购等动因来考虑的。

（一）增发新股的动因

1、融通资金，持续发展。从资本运作角度出发，上市公司为了今后的可持续性发展，必须寻找并培植新的利润增长点，这就需要大量的资金来保证企业项目的顺利实施。上市公司通过配股筹资面临着困境，其主要原因是拥有绝大多数股份的国有股持在者普通资金匮乏，无货币资金参与配股，难以满足上市公司（特别是大股东）筹资的要求；再加上国家和法人股不能上市流通，缺乏一个畅通的流通转让渠道，其参与配股的积极性不高，如果放弃配股，又会使国在法人处于不利的投资地位，甚至造成国有资产流失。因此，需增发新股。

2、调整股权结构。目前，中国大多数上市公司股权结构不合理，普遍存在国有股比例过大、社会公众股比例偏小的现象。据统计，在 2000 年上报的沪深两市 A 股公司中，国有股、国有法人股在总股本的比例超过 50% 的公司有 498 家，占全部 1040 家公司的 47.88% 超过 75% 的公司有 406 家，占上市公司总数的 39.04%，有的甚至达到 93% 以上。形成事实上的“一股独占”或“一股独大”。增发新股由于全部为社会公众股，相对提高了社会公众股的比重，有利于发挥社会股东的监督和决策作用，有利于建立健全完善的公司管理结构。

（二）股份回购的动因作用

1、实现经营目标。企业的经营目标是实现企业利润最大化及股东财富最大化。对于资金大量闲置，一时又没有投资项目投入的公司来说，与其闲置资金不用从而增加企业资产增值压力，还不如将资金用来回购部分股票，以减轻公司未来的分红压力，同时提升股票内在品质，为股价上涨创造空间。股票回购不仅在选择分配过剩资金的方式上提供了灵活性，而且在何时分配资金方面也提供了弹性，这一点对公司非常有利，因为可以在股票价值被低估进行回购。因为内部管理者与股东之间的信息不对称可能导致股票定价错位；如果管理体制者认为股票的价值已被低估，那么公司回购股票就意味着对市场传递出它要回购定价错位股票的信息暗示，积极的反应应该是纠正定价错位，从而推动股票价格上涨。特别是股票在不同的、被分割的交易所进行交易时，如果存在较大的价差，公司进行股份回购还可以实现在不同市场间的套利，进而实现公司不同股票价格的平稳和上扬，从而又提高了公司的市场价值。

2、改善股权结构，使公司符合绝对控制企业（股权比例底线为 30%）的规范。通过回购并注销国有股，能迅速有效地降低国有法人股在全部股本中的比重，改善股本结构。

3、优化资本结构，增强盈利能力。通过股份回购可以适当提高资产负债率，更充分地发挥“财务杠杆”的作用，增强公司的未来盈利能力，从而提升公司股价，使股东财富最大化，给公司股东更高的回报，同时增大其他公司对本公司收购的难度。

4、增强上市公司的持续筹资能力。从资本运营的角度出发，上市公司为了今后的可持续发展，必须培育并不断加强公司持续的筹资能力，重视证券市场的再筹资能力。

（三）捆绑工筹资策略的财务效果

上述筹资策略，将给上市公司带来显著的财务效果，主要表现在以下几个方面：

1、取得了生产经营及扩张规模所必需的资金。上市公司股权融资具有筹资最大、财务风险小、筹集资金质量高等优点，通过上述筹资组合策略，在市盈率较高的资本市场上发行股票，公司既可以筹集大量资金，又没有增加公司的分红压力，可以说是一半两得。

2、调整了公司的股权结构。中国上市公司股权结构设计极不合理，非流通股份占绝对控制地位，通过增发社会公众股和回购非流通股，可以大大降低国有股东的持股比例，同时以满足国家对绝对控制和相对控制企业的目的，有利于建立健全完善的公司治理结构。

3、提高了公司的融资效率。上市公司增发新股大多采用上网定价发行方式，该方式发行费用高，融资速度快，并且在中国发行失败的可能性极小，通过股份回购可优化公司的资本结构，可使公司的筹资成本最小化，两方面都对公司提高融资效率起到了积极作用。

4、提高了公司每股收益并提升了公司的市场价值，有利于实现企业价值最大化。股份公司的每股盈余是衡量公司管理当局经营业绩的重要标准。通过筹资组合扩大了企业经营规模，培育了公司新的利润增长点，提高了企业的盈利能力。通过股份回购缩减了公司股本总额，两方面都对增加每股盈余起到了积极的促进作用，其结果大大增加了每股收益，吸引市场投资者作出积极的反映，推动股价的大幅上扬，在投资者中树立了良好的市场形象，公司的发展前景也可被投资者所认同。

5、优化了财务杠杆，提高了企业竞争能力，增大了其他公司收购的成本，进而有效防止了被其他公司恶意兼并或收购。

6、从纳税的角度考虑，股利应征收 20%的个人所得税，而资本所得税的税率远低于股利所得税率，将股份回购看做是一种替代现金股利的股利分配形式，无疑会受到投资者的青睐。

资本运作的时代中，企业的筹资必要而且重要，市场经济条件下，瞬息万变的市场要求

企业不断地对自己的筹资策略进行创新，并要合理解决筹资与效率效果的问题。在中国由于现阶段金融市场存在的一些特殊性，上市公司均以配股作为主要的融资手段，但处于此大环境下的青岛啤酒股份有限公司却大胆探索，勇于创新，通过对市场及公司自身情况的详细分析，作出了回购 H 股和增发 A 股捆绑式融资决策。其增发新股突破了配股单一模式，完善了公司的股权结构，增强了公司的盈利能力和筹资能力；股份回购实现了公司股票价格的平稳和上扬，优化了公司的股本结构。二者的捆绑操作达到了优势互补的效果，并给上市公司带来了显著的财务效果，值得我们对现阶段中国企业适用的筹资方式加以深思。