

民营企业纾困的股权支持模式分析

张颖(副教授), 张婷

【摘要】民营企业遭遇流动性危机,各地国资部门通过旗下子公司以股权支持方式助力民营企业融资纾困。以21家受助民营企业为样本,分析其所属行业的特点、债务结构特性、股权质押状况及股权支持方式涉及的转让价格等。通过比较研究发现,民营企业流动性风险源于高比例股权质押引起的平仓风险、不合理债务结构引起的潜在资金链断裂风险,受助民营企业多为战略新兴行业的中小企业,且在接受股权支持方式后流动性风险得到缓解。

【关键词】民营企业; 股份投资; 股权质押; 债务负担; 流动性风险

【中图分类号】 F832

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2019)19-0031-5

一、引言

2019年2月22日,习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习时强调,深化金融供给侧结构性改革,增强经济创新力与增长力。在扩大中高端有效供给的同时,肯定技术创新与灵活性在经济活动中的重要作用。为进一步加强金融供给侧结构性改革步伐,解放和发展社会生产力,李克强总理在政府工作报告中指出,2019年政府工作报告任务之一为着力缓解企业融资难、融资贵问题。

随着民营企业发展规模的扩大,为满足其生产运营所需的资金数量增加,但由于民营企业经营风险高、信用水平低及缺少担保抵押财产,正面临严重的融资来源匮乏与不稳定问题,由此造成的融资难、融资贵问题不断突显,成为阻碍民营企业发展的重要问题。具体表现为资金流不足引起的严重债务负担与高比例股权质押,使得民营企业承受市场风险与经济周期波动的能力降低,企业稳定性差。数据显示,大型企业中的国有控股企业获得了73%的银行信贷资源,而民营企业仅获得了16%,与其在国民经济中的份额不相匹配^[1]。以固定资产投资为例,我国民营企业固定资产投资所需资金的89.6%来自内部融资,远高于世界平均水平71.3%;仅有4.5%来自银行借款,远低于14.6%的世界平均水平;还有3.2%来自股票发行,略低于世界平均水平4.7%。从这一组

数据可以直观地感受到,我国民营企业投资过于依赖内部资金,外部融资成本高于内部资金成本,企业受到融资约束。

2018年9月,习近平主席在京主持召开民营企业座谈会并发表重要讲话,提到支持民营企业发展,是党中央的一贯方针,这一点丝毫不会动摇^[2]。为缓解民营经济发展困境,自2018年10月,国务院国有资产监督管理委员会(简称“国资委”)陆续通过旗下控股公司(简称“国有资本”),购买陷入经济困境的民营企业股份,以资产入股形式为民营企业注入发展资金,填补融资缺口。本次研究中,以21家引入国有资本的民营企业(简称“样本企业”)为研究主体,以税收负担与股权质押比例等数据为研究对象,探析国有资本入股民营企业的规律与原因。

二、相关文献研究

目前,我国对解决民营企业融资难问题的研究主要集中于以下三个方面:

1. 健全金融服务体制,为民营企业融资提供良好的融资环境。王志新^[3]认为,金融改革和创新为解决民营企业融资难、融资贵问题的重要突破口,金融市场必须拿出足够大的勇气和智慧,继续深化改革,大胆创新。针对金融市场如何进行改革,姜欣欣^[4]提出,解决民营企业融资矛盾,须夯牢商业银行与民营企业同频共振的法律、制度、文化、技术、治理、供给、

生态基础,以市场无形的手推动商业银行与民营企业的有效融合。除商业银行应进行改革创新外,杜坡河^[5]、刘汉元^[6]均指出,应建立和完善我国民营企业信用担保体系,降低民营信贷机构成立门槛。

2. 政府加大干预,增加对民营企业发展的扶持力度,通过有形的手帮助民营企业度过融资难关。费淑静^[7]认为,相较于国有企业,民营企业在“道德风险”和“逆向选择”问题上受到的影响更为严重,因此其面临信贷资金缺口的可能性更大,从另一种程度上讲,表现为市场对民营企业失灵,此时政府干预成为必然选择。同时,民营经济做出的巨大贡献也成为政府扶持其发展的重要前提。中华民营企业联合会课题组^[8]对大量的民营经济市场数据进行了研究,从营业收入、居民增收、税收总额、创造利润方面肯定了民营企业对我国经济发展做出的巨大贡献,同时对民营企业市场准入、资本准入等经营环境进行分析,提倡国家对民营经济发展进行扶持。孙红侠^[9]以徐州市民营企业为研究对象,除民营企业自身应提高盈利水平外,国家也应当加大对民营企业的扶持力度,完善融资配套设施,同时营造有利于民营经济发展的社会环境。

3. 民营企业自身注重信用体系建设,增加经营管理的规范性,提高自身融资能力。门陆^[10]提出了解决民营企业融资难的微观对策,认为民营企业应规范自身经营行为,提高经营状况透明度以提高企业的信用。同时,杨春生、杨洋潇^[11]从民营企业家的自身情况出发,认为民营建筑企业法人治理结构存在诸多不利于融资的固有缺陷。其自身应当完善现代企业管理制度,强化财务管理,努力塑造良好的企业信誉,杜绝不良信用记录,提高还款的信誉度。

但是,目前民营企业发展已陷入融资难与融资贵的困境,高股权质押比例与沉重的债务负担使民营企业面临控制权缺失与资金链断裂的双重重要风险。完善经济制度与提高企业规范性确实可以缓解民营企业融资困境,但需耗费大量时间,成效速度慢,因此目前应首先加大政府对民营企业融资的干预,解民营企业融资的燃眉之急。

三、纾困资金流向战略新兴行业中小民营企业

本次研究的数据来源为截至2018年12月31日21家引入国有资本的民营企业。

1. 样本企业发展战略新兴产业。引入国有资本的21家样本企业中,有18家符合“十三五”战略规划的战略新兴产业发展方向。2018年“十三五”新的战

略规划指出,我国战略新兴产业为节能环保产业、新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造产业、新能源产业以及新材料产业。截至2018年12月31日,共有21家民营企业由于引入国有资本而发生股权变动,其中有13家民营企业发生控制权变更。有4家民营企业致力于节能环保建设,6家涉及新一代信息技术,3家致力于生物产业,3家为新能源车制造商,2家研究新能源材料,皆为新时期促进我国经济发展的关键领域与行业。

由此可以看出,国有资本对于入股民营企业的选择与“十三五”战略规划相贴合,在扶持民营企业的同时进一步推动战略新兴产业发展,对符合新时期战略发展方向的民营企业给予支持与帮助,也是贯彻落实国家“十三五”战略规划的重要体现。截至目前,尚未有从事高端装备制造产业的民营企业接受国有资本,之后从事高端制造产业且有发展前景的民营企业可能发生股权变动。

2018年6月中国银保监会出台《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》,从货币政策、监管考核、内部管理、财税激励、信用建设等方面提出23条长期标本兼治的具体措施,缓解小微企业融资难、融资贵问题。样本企业中除2家沪市上市公司外,其余均为中小板与创业板上市公司,其中,中小板上市的有10家,创业板上市的有9家。

由此可以看出,国有资本入股民营企业时主要着眼于有发展潜力的新兴产业中小型企业,为其发展提供资金,为我国市场经济注入中小企业的新鲜活力与创造力。伴随近几年中国特色市场经济的发展,企业设立条件放宽,创新创业环境改善,人民消费指数上升,我国中小企业数量逐渐增加,市场主体呈现出多样性与灵活性,创新自主能力提高。国有资本以发展性的眼光考量民营企业中的中小企业,为其注入发展资金,更加体现出2018年9月国务院提出的“充分认识促进中小企业发展重要性”的重大部署。

2. 样本企业上市时间集中。国有资本在入股民营企业时偏向于选择具有一定发展基础的企业,样本企业上市时间分布如表1所示。

表 1 样本企业上市时间分布

上市时间	1990~1995年	1996~2000年	2001~2005年	2006~2010年	2011~2015年	2016~2019年
公司数量(个)	2	0	3	16	0	0

注:数据来源于东方财富网。

从表1中可以看出,样本企业中有16家企业集中于2006~2010年上市,距今9~13年。从产业竞争角度来看,公司上市可以推动企业更高速地成长以取得同行业的领先机会,10年左右的上市时间,可以使企业在稳步成长的同时具有牢固的发展基础与产业链建设,以及突出的资金经营能力。作为上市公司,其经营管理运作模式受到社会公众的密切关注与监督,并且随着上市时间的推移日益完善。国有资本入股民营企业集中于有良好产业基础、管理机制健全的民营企业,虽然近几年为响应国家号召,存在许多新建新兴产业民营企业,但由于其发展时间短,产业基础与管理机制存在不足,未能获得国有资本投资。

3. 股份转让价格特殊情况分析。截至2018年12月31日,国有资本入股样本企业股份的转让价格,均以股票市场价格为准进行上下调整,大部分协议的转让股价与样本企业的股价相差不超过21%。但由于经营状况与债务压力不同,有4家企业股份转让价格较特殊。

2018年9月6日,济南高新城市建设发展有限公司以0元取得*ST天业0.7%的股份,持股量排在第4名。虽然*ST天业自1992年即开始从事贵金属黄金、房地产业务,具有良好的产业基础与供应链结构,但由于其已被证监会进行*ST警告,并且公司财务报表经审计后注册会计师发表“无法表示意见”的审计报告,表明其内部控制监管机制不健全。因此本文认为,从风险角度考虑,国有资本选择0元入股*ST天业,虽未对*ST天业进行实质性注资,但对督促其内部结构整合、监督其机制完善具有重要作用,后续是否对*ST天业进行投资还需进一步观察。

2018年8月22日,北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司(简称“海淀科技”)以1元总价购买金一文化17.9%的股份,该案例也较为特殊。经研究发现,从公司公告中得出在海淀科技取得金一文化股份后,同时为金一文化提供60亿元的连带责任担保,公司及下属子公司可以根据实际经营情况在有效期内、担保额度内,连续、循环使用担保资金。由此可以看出,虽然海淀科技在取得控股权时的股份转让价格只有1元,但后续为金一文化提供连带担保责任无疑成为另一种注资方式,这种入资与担保的结合,以担保为主、入资为辅,是双方共同协商与利益比较的结果。

2018年10月12日,英唐智控市场股价为4.3元/

股,深圳市赛格集团有限公司(简称“赛格集团”)以每股1元的价格购买英唐智控20.63%的股份,成为其控股股东,购买价与股价相差76.74%。进一步分析英唐智控公告得出,在国有资本入股英唐智控前,英唐智控控股股东胡庆周股权质押比例达到80.87%,且自2018年5月开始,英唐智控每股股价从6元直线跌至4元,触发严重的平仓风险。因此本文认为,为防止公司控股权在触发平仓风险后股权质押丢失,英唐智控自身主动采取低价引入国有资本的方式获得现金流,防止股份拍卖;同时,在赛格集团成为英唐智控控股股东后,将会对英唐智控的业务发展提供更多资源,由此带来的效益将高于股价引进的现金流,后续赛格集团是否会采用“入而不控”的方式还需进一步研究分析。

以上均为协议转让价格低于股价的特殊案例,三聚环保的股份转让价格则与上述情况相反。2018年9月30日,北京市海淀区国资委以28.18元每股的价格取得三聚环保的控股权,高于三聚环保当时股价的89.25%。经研究发现,三聚环保作为一家能源产业综合服务公司,近几年已转型进入全新的生态环保产业,生产设备与产业链完备健全,在行业中具有良好的带头示范作用与发展前景,将为我国的环境保护事业贡献力量。但目前三聚环保部分重点建设项目尚处于新技术建设示范期,项目投资规模大,建设周期长,在业务发展过程中形成了大量应收账款,于2018年达到峰值,除应收账款外其他部分发展良好。2018年6月30日海淀区国资委与三聚环保签订协议,旨在加速其应收账款资金回笼,推进绿色能源与生态农业发展。因此,本文认为该股份转让价款以应收账款回笼为导向,以掌握三聚环保控制权、促进生态农业发展为目标,转让价款存在合理偏高。

表2整理了以上4家股份转让价款特殊企业的转让价格及价格差。

四、纾困资金致力缓解股权风险与资金链风险

1. 样本企业股权质押比例高。目前制约民营企业发展的主要问题为高比例股权质押带来的平仓风险。2018年11月1日,习近平总书记在民营企业座谈会中发表重要讲话,“对于有股权质押平仓风险的民营企业,有关方面和地方要抓紧研究采取特殊措施,帮助企业渡过难关,避免发生企业所有权转移等问题”。随着市场需求提升与民营企业规模壮大,企业急需资金用以扩大原有的生产运营。但在金融市场融资活动中,民营企业面临融资难与融资贵两大

表2 股份转让价款特殊企业的转让价格及价格差

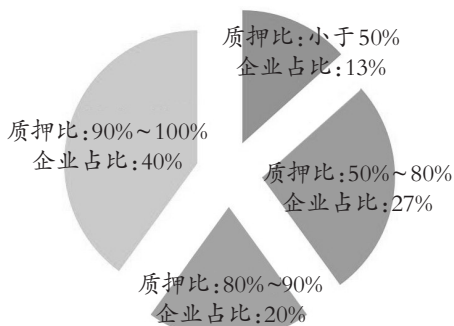
企业名称	收购方	协议转让时股价(元/股)	协议转让价格(元/股)	价格差
英唐智控	赛格集团	4.3	1	-76.74%
*ST天业	济南高新城市建设发展有限公司	2.45	0	-100%
金一文化	海淀科技	7.8	0	-100%
三聚环保	北京市海淀区国资委	14.89	28.18	89.25%

注:海淀科技花费总价1元购买金一文化17.9%的股份,在这里协议转让价款约为0元;数据由公司公告整理得出。

问题,主要原因有如下两点:第一,民营企业自身担保体系不完善,存在较多漏洞,无法从银行等金融机构取得贷款;第二,资本市场融资门槛高,除少数大规模民营企业外,中小民营企业难以通过发行股票和债券获得融资。

因此,多数民营企业选择以股权质押的方式为企业生产经营注入资金,即公司股权人通过将所属股权质押给借款人而获得资金,出借人获得股权质押,质押人即股权人到期清还借款,质权人归还股权。但在股权质押过程中,若股价跌至警戒线,金融机构可要求企业大股东补仓,当达到平仓线时,若企业无法补仓且无法偿还贷款,质权人可以合理拍卖企业股权以获得债权补偿,此行为将使企业股东所有权发生转移。

本文所研究的21家样本企业均存在较高的股权质押比例且股价下跌明显,面临严重的平仓风险,具体情况如图所示。图中股权质押比例为控股股东股权质押数量占控股股东所持股份的比例;图中只包含控股股东的股权质押比例,不包括控股股东一致行动人的股权质押比例,控股股东不存在股权质押的企业未列入计算;数据由公司公告整理得出。



样本企业控股股东股权质押比例图

2. 样本企业资金流动性差。除了面临股权质押带来的平仓风险,资金流动性差是样本企业面临的另一主要问题。近几年,民营企业由于资金链断裂而引发一系列问题,货币资金管理已成为民营企业风险管理的核心。本文通过分析样本企业财务报表得出,其资产负债率的平均值为56.2%,处于正常水平,其中资产负债率低于平均值的多数为新兴科技企业,且为初创企业,本身资产规模小、无形资产比重大,更加难以通过资产抵押获得银行贷款,负债数额小,以短期借款、预收账款等流动负债居多,难以获得长期外部发展资金。

分析流动比率可以得出,21家样本企业的流动比率均值为1.58,流动负债的过度增加急剧加重了流动资产负担,同时流动资产中应收账款以及或有负债的相对变化也会对流动比率的数值产生影响,加重了企业偿还短期借款的负担,如若短期负债数额继续增加,则会带来潜在的资金链断裂风险,危及企业生产经营。

3. 样本企业债务负担沉重。经过进一步分析可以得出,致使样本企业资金流动性弱的主要原因是,流动负债如1年内到期的负债和短期借款的数额大幅度增加,而流动资产变化不大。样本企业流动负债中,1年内到期的负债与短期借款呈现大幅度增长趋势,使流动负债总额急速增加,而非流动负债数值保持平稳水平,总体来看,流动负债造成的潜在资金缺口将加大企业生产经营压力。但在国有资本入股样本企业后,其流动负债数值又下降为正常水平,由此可以看出,国有资本入股能起到降低样本企业流动负债数额的作用,缓解原有的资金链断裂风险。本文通过以下公式计算民营企业在国有资本入股前的债务负担:

$$\text{债务负担} = \frac{\text{1年内到期负债增加额} + \text{短期借款增加额}}{|\text{经营性现金流增加额}|}$$

由于流动负债中只有1年内到期的负债与短期借款的数额出现了大幅度上升且在国有资本入股前后变化较大,其他流动负债与流动资产为正常变化,因此本文只计算该两者增加额与经营性现金流增加额的比值。表3列示了样本企业的债务结构状况。

由表3可以看出,多数企业的经营性现金流增加额为负值,在流动负债大额增加的同时,债务负担数值较大;少数企业的经营性现金流增加额为正值,但增加额数值低于流动负债增加额,即现金流的缺口难以弥补增加的流动负债,企业不仅缺乏进行进

表 3 样本企业债务结构状况

企业名称	经营性 现金流 增加额	1年内 到期负债 增加额	短期 借款 增加额	债务 负担
三聚环保	-0.69	20.59	-12.65	11.51
科陆电子	0.57	-2.18	8.71	11.26
亿利达	-0.55	0.00	2.94	5.32
合力泰	-4.24	-0.42	17.48	4.01
英飞拓	-0.92	0.50	3.00	3.80
佳讯飞鸿	-0.74	0.00	2.02	2.72
新筑股份	-0.84	-0.77	3.04	2.69
鲁银投资	-0.38	3.00	-2.16	2.16
铁汉生态	5.40	0.35	11.41	2.18
*ST天业	3.48	11.43	-4.41	2.02
全通教育	0.34	0.00	0.70	2.00
怡亚通	-8.43	0.80	14.80	1.85
天沃科技	-9.88	6.31	11.60	1.81
华英农业	-0.84	0.14	1.11	1.48
万润科技	-0.28	-1.77	2.15	1.32
英唐智控	-2.04	0.34	2.20	1.24
长信科技	-6.60	0.00	8.19	1.24
金一文化	17.70	-0.19	20.01	1.12
利德曼	-0.09	-0.23	0.29	0.66
易事特	-5.28	0.17	1.22	0.26
宜安科技	-1.63	0.00	-0.16	0.10

注:样本企业按照债务负担降序排序,数据根据公司财务报表整理得到。

一步生产经营的资金,而且面临潜在的债务危机。

五、总结

由以上分析可以得出,国有资本入股民营企业时偏向具有良好发展基础的新兴战略产业,除特殊情况外,股份转让价款均围绕市场价格合理波动。同时,国有资本入股民营企业时主要着眼于缓解民营企业目前面临的重要股权质押风险与债务负担,以资金入股方式对民营企业注入发展资金,推动民营企业渡过融资难关。

此外,国有资本入股民营企业将加强双方的业务合作与支持:其一,以股份投资方式使双方产生紧

密联系,有助于进一步深入学习双方的管理理念与模式,共享战略制定与发展成果;其二,民营企业在获得国有企业注资后,在合作洽谈、融资方式方面更具可靠性与稳定性,从而减缓了融资困难等问题。以荃银高科为例,中国中化集团有限公司全资子公司中化现代农业有限公司(简称“中化”)受让荃银高科多名股东的部分股权,成为荃银高科第一大股东。在市场协同方面,中化可借助荃银高科在种子领域的优势完善自身的农业服务产业平台;而荃银高科则可借助中化的资源和平台优势,提升自身市场影响力,加快公司既定战略的推进实施。

主要参考文献:

- [1] 沈坤荣,赵亮. 中国民营企业融资困境及其应对[J]. 江海学刊,2019(1):92~98.
 - [2] 习近平. 在民营企业座谈会上的讲话[N]. 人民日报,2018-11-02.
 - [3] 王志新. 用改革创新的办法破解民企融资难题[N]. 中华工商时报,2019-03-06.
 - [4] 姜欣欣. 夯实共同发展基础有助于解决民企融资难[N]. 金融时报,2019-02-25.
 - [5] 杜坡河. 民营企业融资问题及对策研究[J]. 经济论坛,2007(13):114~116.
 - [6] 刘汉元. 大力发展民间金融业有效缓解民企融资难[J]. 经济界,2012(2):12~13.
 - [7] 费淑静. 民营中小企业融资体系研究[D]. 杨凌:西北农林科技大学,2004.
 - [8] 中华民营企业联合会课题组. 我国民营经济发展状况和经营环境问题研究[J]. 经济研究参考,2013(44):3~29.
 - [9] 孙红侠. 加快发展徐州市民营经济的对策探析[J]. 对外经贸,2016(10):67~68.
 - [10] 门睦. 打探民企融资“瓶颈”[J]. 当代经济,2002(1):8~9.
 - [11] 杨春生,杨洋潇. 民企融资难咋化解[J]. 施工企业管理,2011(4):44~46.
- 作者单位:河海大学商学院,南京210098