

上市公司股权融资偏好与经营绩效的实证分析

王小哈, 肖猛, 周永强

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 目前, 我国上市公司在再融资方式的选择上存在着强烈的股权融资偏好。研究股权融资偏好行为与上市公司经营业绩之间的相关性不仅具有理论上的意义, 而且对于上市公司、股东和经营者而言, 都具有重要的实践意义。本文以实证的方法来分析这种相关性, 结果认为上市公司过度的股权融资将造成其经营业绩的下滑。

关键词: 上市公司; 股权融资; 经营业绩

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1000-2154(2002)03-0049-04

一、我国上市公司股权融资偏好分析

上市公司在发展壮大的过程中, 为满足对资金的需求可采用的再融资方式主要包括留存收益、配股、增发新股、发行公司债券和向金融机构借款等。融资方式的多样化是上市公司相对于非上市公司所具有的优势之一, 但这种融资优势并不能直接转化为上市公司在经营发展上的优势。现代融资理论认为合理地运用股权融资和债务融资能够使公司达到一个最优的资本结构, 在此状态下公司的加权平均资本成本最低, 公司价值最大。在发达国家, 滚存利润是公司资金的主要来源, 几乎所有发达国家都不会大幅度地提高从股票市场中的融资数额(Mayers, 1988)。纵观近几年来我国证券市场和资本市场实务, 上市公司在再融资方式的选择上对配股和增发新股表现出强烈偏好。这种偏好在实际中表现为, 上市公司中具备了配股条件的公司一般都不会放弃配股机会, 力争进行配股。如, 1997年有313家上市公司在年报中表示要申请配股, 占上市公司总数的42.15%。1998年计划配股的上市公司有328家, 占上市公司总数的38.52%。1999年沪深两市共有117家上市公司实施了配股方案, 其中沪市有62家, 占沪市有资格进行配股的公司总数的47.3%。2000年, 沪市有143家公司具备配股资格, 有99家公司在年报中公布了配股方案(比例为69.24%), 实施配股的有77家(53.85%)。且配股筹资总额呈逐年上涨的趋势(见图1)。

此外, 近期增发新股也成为上市公司进行再融资的首选方式。1999, 沪深两市共有6家公司实施了增发新股方案。

2000年, 两市共有23家实施了增发新股方案。2001年上半年(截至2001年6月30日)两市已有29家公司实施了增发新股方案, 另有113家拟增发新股, 增发新股的队伍日渐扩大。

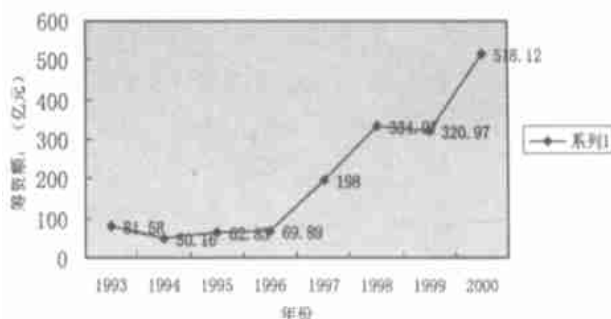


图1: 我国上市公司历年配股筹资额。

资料来源: 2000年的数据来自《证券市场周刊》, 其它来自《中国证券期货年鉴2000》。

上述事实表明: 我国上市公司在再融资方式的选择上呈现出强烈的股权融资偏好。而在成熟的资本市场上, 发行股票融资通常被认为是向市场传递公司前景不佳的信息, 因而上市公司对股票融资的运用是十分谨慎的。如在美国, 上市公司平均18.5年才配股一次。这是我国上市公司与国外成熟市场的上市公司在再融资方式选择上的巨大差别。

收稿日期: 2001-12-26

作者简介: 王小哈(1978—)男, 湖北武汉人, 厦门大学硕士研究生; 肖猛(1978—), 男, 湖南衡阳人, 厦门大学硕士研究生; 周永强(1962—), 男, 福建漳州人, 厦门大学副教授。

二、上市公司业绩变动趋势分析

现代企业融资理论认为,企业在谋求发展的过程中,应根据自身对资金的需求按成本最小化原则选择融资方式。在我国由于市场的低效率,股权融资成本十分低廉以及缺乏完善发达的债券市场和中长期信贷市场,从而影响了上市公司利用长期负债方式融资的积极性,因此股权融资成为各上市公司的首选融资方式。然而,股权融资的这种过于低廉的成本只是一种短期现象,随着我国的证券市场、资本市场逐步走向成熟和规范,这种状况终究会改变,股权成本最终要向其真实成本回归。而短期过快的股本扩张会对公司资金、资源的使用效率、股权代理成本以及对经理人员的监督管理作用造成影响,并可能导致公司业绩产生不良变动。

本文以1999年沪市实施了配股方案的62家和增发新股的4家上市公司为样本,试图研究股权融资对上市公司经营业绩产生的影响。考虑到配股或增发新股当年(1999)公司净资产帐面价值会骤然增加,并可能造成公司各主要财务指标异常变动,因此我们主要选择配股前一年(1998年)和配股

后一年(2000年)的主要财务指标进行对比分析。尽管导致上市公司主要财务指标变动的因素还有会计方法的变更、“四项计提”等,但经笔者分析认为,这些因素并不能造成上市公司的业绩产生显著变化。另外,根据证监会关于上市公司配股的规定(1999年《关于上市公司配股工作有关问题的通知》)上市公司在进行新一轮配股筹资时必须与上一次配股筹资相隔至少一个会计年度,因此这些公司在2000年不可能再进行配股,也不可能再增发新股,并经考证66家样本公司在1998年度均未进行配股,所以1998年和2000年的财务指标能够比较真实地反映上市公司的正常经营业绩。

首先,对66家样本公司在1998年和2000年的净资产收益率分布状态进行分析(见表1)。总体看来,虽然两个年度的众数组都是净资产收益率介于10%至13%的这个组,但在1998年净资产收益率大于或等于10%的公司有58家,而2000年净资产收益率大于或等于10%的仅有34家。66家样本公司2000年平均净资产收益率比1998年平均净资产收益率下降5.42个百分点,降幅为41.37%。

表1 66家样本公司1998年和2000年净资产收益率区间分布

净资产收益率	<7%	7%—10%	10%—13%	13%—16%	16%≤	均值	标准差
2000年(家)	20	12	21	8	5	7.68%	10.80%
1998年(家)	4	4	31	14	13	13.10%	5.51%

其次,对66家公司的每股收益、净资产收益率、每股净资产和净利润等重要财务指标进行综合统计分析(如表2)。

表2 66家样本公司重要财务指标变动趋势表

	每股收益		净资产收益率		每股净资产		净利润	
	家数	比例	家数	比例	家数	比例	家数	比例
2000年比1998年同比增长	23	34.85%	14	21.21%	47	71.21%	42	63.64%
2000年比1998年同比下跌	43	65.15%	52	78.79%	19	28.79%	24	36.36%

其中,四项指标都下跌的公司有8家,比例为12.12%;三项指标下跌的公司有19家,比例为28.79%;二项指标下跌的公司有16家,比例为24.24%;一项指标下跌的公司的15家,比例为22.73%;四项指标都增长的公司有8家,比例为12.12%。从以上的对比分析中,我们可以发现66家样本公司在进行配股或增发新股融资后经营业绩的变动呈现出以下几个特点:

(1)二项及二项以上的指标下跌的公司有43家,占总数的65.15%。其中尤以净资产收益率和每股收益这两个反映单位资本盈利能力的指标下跌的公司数为多。这反映了样

本公司在股票融资后整体业绩及资本盈利能力表现不太理想。

(2)有24家公司的净利润下降,占总数的36.36%,甚至有3家公司的净利润为负值。在股本和资本都在增长的情况下,公司净利润表现为负增长是不太正常的。这种结果表明公司原有股本不仅不能从资本增长中得到任何利益,而且原有利益将不断被侵蚀。

(3)每股净资产和净利润同比都增长,而净资产收益率却下降的公司有23家。这反映了有相当一部分公司其盈利能力有增长的趋势,但由于其净利润的增长不足以支持股本

的快速扩张,使得单位净资产的盈利能力下降。经营管理者应十分警惕这种现象,这种现象不仅有损公司形象,影响投资者的信心,而且会减弱公司的再融资能力,从而影响到公司的长远发展。

总之,从66家样本公司的股权融资与公司经营业绩的关系看,两者之间存在着某种程度的负相关趋势。

三、上市公司业绩变动原因浅析

1. 股权筹资动机与经营业绩的关系

一般而言,与上市公司筹资动机相关的主要因素有:满足企业的资金需求,包括长期资本投入、补充流动资金和偿还债务等;管理层对公司盈利前景的预测;公司股票的价格等。施东晖(2000)对沪市1999年实施了配股方案的62个公司的配股筹资动机进行了实证分析,结果认为上市公司的配股筹资动机与公司长期资本投入和补充流动资金两个因素的关系十分密切,与公司股票的价格也呈显著的正相关性,而与管理层对公司盈利前景的预测基本无关。这些表明上市公司管理层有急于扩大资本的欲望,同时不太关心内涵增长能力和股东的权益。这种倾向容易导致股权投资的低效和失效,即很可能诱使管理者选择一些投资收益率低于公司平均资本成本的项目。筹资动机与股票价格呈显著的正相关性则揭示了上市公司利用股市“圈钱”的动机。

2. 股权筹资通过资产负债率对公司业绩的影响

从传统的财务理论讲,适度负债是维持企业持续发展的重要条件,过高和过低的负债都不利于企业的长足发展。整体而言,我国上市公司的资产负债率本身就不高,再加上上市公司强烈偏好股权融资,势必导致上市公司资产负债率的进一步降低,从而必将对上市公司的业绩产生一定的影响。而适度负债经营却具有诸多好处:首先,负债具有避税和财务杠杆的作用。其次,负债可以达到资本结构最优,实现公司市场价值最大。罗斯(Ross, 1977)认为上市公司发行股票融资是向投资者传递了企业资产质量恶化的信号,而债务融资则是资产质量良好的信号。第三,负债可以降低股权的代理成本。詹森和麦克林(M. Jensen and W. Meckling, 1976)认为,当企业股权为100%也即负债为零时,企业经理对资产的自由支配权最小,经理的积极性最低,所以权益资本的代理费用最高;而当引入负债时,会降低权益资本代理费用,当然,债务资本的代理费用也会随之上升,所以适度负债可以使总代理费用最低。第四,负债有利于缓解内部人控制问题。哈特(O. Hart, 1998)认为,在股权分散的现代公司尤其是上市公司中,由于小股东在对企业的监督中搭便车,从而会引起股权约束不严和内部人控制问题,但适度负债就可以缓解这个问题,因为负债的破产机制对企业经理带来了新的约

束。法马(E. Fama, 1985)认为,债务对企业经理的约束作用也来自银行的监督和严厉的债务条款,债权人专家式的监督可以减少股权人的监督工作,并使监督更为有效。

根据刘明、袁国良(1999)对我国上市公司1998年年报的实证分析,认为上市公司资产负债率的高低与经营效率之间存在一定的相关性,资产负债率在0.4—0.5之间可能是上市公司最好的资产负债结构,过高过低都不利于企业效率的发挥。笔者也对66家样本公司2000年的经营业绩与资产负债率的相关性做了分析,结论与前述学者的相似,并能发现66家公司中有相当一部分公司的资产负债率偏低(如表3)。

表3 66家样本公司资产负债率与主要经营效率指标对照表

资产负债率	平均净资产收益率	平均每股收益(元)	家数	所占比率(%)
< 0.2	0.0528	0.202	7	10.61
0.2—0.3	0.0788	0.318	8	12.12
0.3—0.4	0.1024	0.330	16	24.24
0.4—0.5	0.1301	0.401	11	16.67
0.5—0.6	0.0661	0.249	15	22.73
0.6—0.7	0.1062	0.378	6	9.09
≥ 0.7	-0.2097	-0.381	3	4.55

3. 股权筹资的软约束与股本过度扩张对公司业绩的影响

在我国证券市场低效率的情况下,股权筹资的低成本和非偿还特性将弱化对经营管理的监督和约束。经理人员能在获得股权资金后随意地改变资金使用方向,从而可能造成投资的低效。快速的股本扩张可能给公司的资本造成一定的压力并拖累公司的业绩,这表现为许多上市公司在募得大量资金后无明确的投资方向,造成大量资金闲置,这必将摊薄公司的利润,造成业绩下滑。据对2000年上市公司的统计调查,从占总资产的比重数据来看,有107家上市公司的闲置资金比重在40%以上,沪深两市平均闲置资产占总资产的比重则为24.18%,比上年同期上升了5个百分点,同时又有100家左右的上市公司公告曾有委托理财行为(《中国证券报》2001年5月)。不难想象随着公司上市的时间越长,其可能通过股市筹集资金的机会和金额就越大,股权融资对公司经营业绩的影响就越深越显著,林义相(1999)对我国不同年度上市的上市公司在1998年度的经营业绩的实证研究证实了这一点,即随着上市的时间越长,公司的经营业绩越差(如表4)。

表4 不同年度上市的公司1998年度经营指标对比

上市年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
每股收益(元)	-0.03	0.13	0.17	0.04	0.21	0.27	0.32
净资产收益率(%)	-1.61	5.48	6.92	1.53	8.32	10.32	11.78
净利润增长率(%)	-139.3	-27.92	-18.89	-54.68	-12.32	-4.06	14.33

四、结论与建议

本文的分析认为,首先,上市公司过于偏爱股权融资的行为不利于上市公司资本结构的优化,表现为相当一部分上市公司资产负债率偏低,从而不能充分发挥公司自有资本的使用效率。其次,短期内过快的股本扩张不利上市公司业绩的改善和提高,表现为大多数实施了股权融资方案的上市公司在配股或增发新股后主要财务指标,如每股收益、净资产收益率等,都呈现负增长。第三,以股权融资为主的单一融资方式将导致企业融资结构单一、约束机制不健全和治理功能缺陷,而不能享受债权融资所带来的诸如激励机制,信息传递功能等好处,不能有效地降低股权代理成本,不利于缓解严重制约上市公司良性发展的内部人控制等问题。因此,上市公司不应拘泥于股权融资方式,而应努力开拓多种融资渠道,发挥其拥有的多元化融资优势,提高企业资金、资本的使用效率,使企业获得持续、稳定和长足的发展,这对公司、股东和经营者都具有重要意义。

为促进社会资源的优化配置,合理引导资金的流向,进一步规范上市公司的再融资行为,我们至少应在以下几个方面进行努力:

第一,加强对公司股票发行行为、利润分配行为、资金使用过程的法律监督,强化约束机制,适当限制不派发现金股利而单纯送股的行为,提高资金使用上的透明度和资金的使用效率。

同时,严格配股、增发新股的审批制度,规范上市公司融资行为。可考虑将目前的单指标考核拓展为多指标考核,如在原有净资产收益率的基准要求上,加入适度的资产负债率、主营业务利润占总利润的比重等参考指标,以制止上市公司通过关联交易操作利润以满足配股要求的不正之风。其次,可考虑将目前配股审批的单点控制改为全过程监管,即严格跟踪审查公司配股之后的相关行为,如配股资金使用是否严格按照原计划进行,项目收益情况是否与预期一致

等,且将这些情况作为其下一次配股审查的重要依据。

第二,完善公司治理结构,加强对经营者的约束和控制。为强化上市公司管理层的股权融资成本意识,约束其“过度圈钱”寻求扩张的倾向和冲动。可通过引入独立董事,改变上市公司内部人控制状况,并大力培育资本市场的机构投资者以及建立市场化的、动态的激励机制等措施来完善公司治理结构。建立管理层持股制度,使公司管理层的个人利益与上市公司长期经营业绩的提高紧密挂钩,并在客观上限制管理层通过股权融资寻求扩张的心理冲动。

第三,促进企业债券市场的发展,优化上市公司的融资结构。应通过扩大企业债券的发行规模,减少对企业债券市场运行的不必要的行政干预以及完善法规体系等多方面来促进企业债券市场的发展和完善,以此推动资本市场的均衡发展,优化上市公司融资结构。

第四,为了进一步提高通过股权方式融入资金的使用效率,提高公司经营业绩。上市公司管理层应当改变过去以“保配股”资格为核心的公司经营目标体系,真正树立起“股东财富最大化”的经营理念。倡导适度的负债经营,完善公司的资本结构,充分发挥财务杠杆所应有的作用。

参考文献:

- [1] 刘明,袁国良. 债务融资与上市公司可持续发展[J]. 金融研究, 1999, (7).
- [2] 高晓红. 产权效率与市场效率: 我国上市公司股权融资偏好分析[J]. 投资研究, 2000, (8).
- [3] 施东辉. 上市公司资本结构与融资行为实证研究[J]. 证券市场导报, 2000, (7).
- [4] “上市公司与资本市场前沿问题高级理论研讨会”纪要[J]. 经济研究, 2000, (1).

(编辑 毕开凤 校对 仲向平)