

# 上市公司配股对经营业绩的影响

林丙红 徐国栋

(厦门大学经济学院, 厦门 361005)

**[摘要]** 目前我国上市公司的再融资主要采用的是配股方式。本文以 2000 年 162 家配股上市公司作为研究样本, 应用数理统计方法, 研究公司配股对经营业绩产生的影响。实证研究结果表明: 在整个研究期间(1999 年- 2001 年) 上市公司配股对经营业绩存在消极的负面影响, 配股后公司的经营业绩存在显著性的下降, 本文还对公司业绩下降的可能性原因进行了探讨。

**[关键词]** 经营业绩; 因子分析; 配股; 上市公司

**[中图分类号]** F276.6 **[文献标识码]** C **[文章编号]** 1004- 6232(2003)04- 0019- 03

配股资金是否达到有效的利用、上市公司配股后经营业绩是否有提升? 在这个问题上国内有些学者作了有关的实证研究。上市公司的实践表明, 配股活动表明对我国上市公司的经营业绩有直接和重要的影响, 因此, 很有必要从配股的角度运用实证分析方法对上市公司经营业绩问题加以探讨。本文将从实际数据出发, 运用因子分析法对配股上市公司经营业绩进行了衡量, 并用参数检验的方法对配股上市公司的经营业绩变化进行实证检验, 进而考察配股对公司经营业绩的具体影响。

## 一、上市公司配股对经营业绩影响的实证分析

### (一) 研究样本的选取与数据的来源

本文以 2000 年所有的配股上市公司 162 家为研究对象。研究期间分为配股前一年、配股当年、配股后一年, 即 1999 年至 2001 年, 并经考证 162 家样本公司在 1999 年与 2001 年均未配过股。本文各年所有上市公司中绝大部分上市公司的财务指标数据来源于厦门大学图书馆光盘数据库内的《上市公司财务数据库》, 其余各年缺失的上市公司的财务数据来源于证券之星网站。2000 年配

股上市公司的资料来源于《中国证券期货统计年鉴 2001》。本文的数据处理应用 EXCEL 工作表软件和 SPSS10.0 统计分析软件。

### (二) 上市公司经营业绩得分模型

由于上市公司的报表数据具有比较强的信息含量, 本文采用上市公司的财务和会计数据来衡量公司的经营业绩, 为了避免单一的财务指标可能造成的缺陷, 本文选取若干个财务指标, 为了便于配股前后公司的经营业绩进行对比, 必须对选取的财务指标进行综合, 我们选用因子分析法对企业的经营业绩进行综合评价, 选用因子分析法的理由: 1. 在综合评价公司的经营业绩时, 可以对财务指标进行客观赋权, 从而消除主观因素的影响。2. 在进行因子分析时, 对选用的财务指标的原始数据进行标准化, 所以上市公司的平均业绩水平在各年都为零, 这样各年的上市公司经营业绩在纵向比较时, 可以消除宏观经济因素和会计政策变化对上市公司经营业绩的影响。我们选用四个财务指标对各年的所有上市公司进行因子分析, 四个财务指标分别为: 主营业务利润率、总资产利润率、每股收益、净资产收益率。我们所研究的期间是 1999 年至 2001 年, 可以得出三个财务

\* 收稿日期: 2003- 04- 01

作者简介: 林丙红(1977- ), 男, 厦门大学经济学院计统系硕士研究生。徐国栋(1978- ), 男, 厦门大学经济学院计统系硕士研究生。

分析综合得分模型:  $F_i = a_{i1}Y_{i1} + a_{i2}Y_{i3} + a_{i3}Y_{i3} + a_{i4}Y_{i4}$ 。其中为第  $i$  家上市公司的综合得分,  $Y_{im}$  ( $m = 1, 2, 3, 4$ ) 为第  $m$  个主成分的分值,  $a_{im}$  为第  $m$  个主成分的方差贡献率。在得出 3 年的财务分析综合得分模型后, 就可计算样本公司在研究期间各年的平均综合得分, 对比样本公司和同年其他上市公司平均综合得分以及配股前后样本公司平均综合得分的变化情况来评判公司配股前后经营业绩变化的情况。

### (三) 实证分析结果

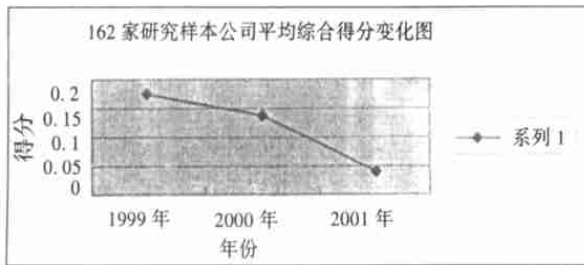
1. 我们以主成分法对样本公司配股前后各年的四个财务指标: 主营业务利润率、总资产利润率、每股收益、净资产收益率按配股前一年、配股当年和配股后一年分别进行因子分析, 提取四个因子, 然后再根据因子得分和方差贡献率, 得出三个综合得分模型。

配股前一年 (1999):  $F_i^{-1} = 0.50439Y_{i1} + 0.24051Y_{i2} + 0.20955Y_{i3} + 0.04555Y_{i4}$

配股当年 (2000):  $F_i^0 = 0.50384Y_{i1} + 0.24408Y_{i2} + 0.21219Y_{i3} + 0.03989Y_{i4}$

配股后一年 (2001):  $F_i^1 = 0.48105Y_{i1} + 0.24898Y_{i2} + 0.19637Y_{i3} + 0.07360Y_{i4}$

再根据这三个综合得分模型计算出样本公司在研究期间各年的平均综合得分。



从上图中可知, 在 1999 年样本公司的平均综合得分为 0.175, 2000 年为 0.139, 2001 年下降到 0.04, 样本公司的平均综合得分逐年下降, 即经营业绩水平逐年下降。我们也可对样本公司经营业绩的变化进行检验分析, 看看出上市公司配股后的经营状况有没有显著性的变化。

### 2. 样本公司经营业绩变化的综合分析结果

(1) 样本公司经营业绩与同年其他公司的经营业绩的横向比较

我们对样本公司在各年的平均综合得分与其他上市公司的平均综合得分的差值进行参数检验 ( $t$  检验), 通过统计软件 SPSS 10.0 计算, 样本公司在各年的平均综合得分与同年其他公司的平均综

合得分比较结果如下表:

表 1 162 家样本公司与同年其他上市公司之间的独立样本 T 检验结果

年份	Mean Difference	t 值	Sig. (2-tailed)
1999 年	0.175	5.641	0.000
2000 年	0.164	2.669	0.008
2001 年	0.047	0.963	0.336

在研究期间, 162 家样本公司的经营业绩有没有比同年其他的上市公司的经营业绩水平要高呢? 从表 1 可知, 1999 年样本公司平均得分比其他的上市公司高 0.175, 而且  $t$  值为 5.641, 双侧检验显著值为 0.000, 这表明了样本公司配股前具有很好的经营业绩水平, 远远超过同年其他上市公司的经营业绩水平, 所以在 2000 年这些公司具有配股的资格。但当上市公司配股以后, 总体业绩水平与其他上市公司的业绩水平的差距越来越小。2000 年与 2001 年的  $t$  值分别为 2.669 和 0.963, 双侧检验显著值分别 0.008 与 0.336, 在 5% 的显著性水平下, 2001 年样本公司平均得分与同年其他上市公司的平均得分的差距是不显著的, 可以认定两者之间的经营业绩水平是没有差异的。从以上分析可以推断, 上市公司配股以后业绩水平逐渐下降。

### (2) 样本公司经营业绩各年之间的纵向比较

我们对样本公司中各家公司在各年的得分进行配对检验, 配对检验结果如下:

表 2 162 家样本公司各年业绩水平得分的配对检验

	Mean Difference	t 值	Sig. (2-tailed)
$F^{-1} - F^0$	0.036	1.117	0.242
$F^{-1} - F^1$	0.134	6.767	0.000
$F^0 - F^1$	0.098	3.237	0.001

注: 为 1999 年样本公司平均综合得分为 2000 年样本公司平均综合得分为 2001 年样本公司平均综合得分

在表 2 中, 1999 年与 2000 年样本公司平均综合得分的配对检验, 平均综合得分的差值为 0.036,  $t$  值为 1.117, 双侧检验显著值为 0.242, 可以说经营业绩下降并不很明显。但在 2000 年与 2001 年样本公司平均综合得分的配对检验中, 平均综合得分差值为 0.098,  $t$  值为 3.237, 双侧检验显著值为 0.001, 在 5% 的显著性水平下, 可以推断 2000 年配股上市公司的平均综合得分在配股后一年显著性下降, 即经营业绩水平显著性下降。在对上市公司配股前后的平均综合得分配对检验中, 即 1999 年与 2000 年样本公司的配对检验, 两者之差的双侧检验显著值分别为 0.000, 在 5% 的显著性水平下, 可推断上市公司配股前一年

到配股后一年内,经营业绩显著性下降。

## 二、配股对上市公司经营业绩变动影响分析

配股对上市公司的经营业绩将产生负面的影响,之所以出现这样的结果有以下两种可能的解释:

(一)证监会于1999年3月26日公布的《关于上市公司配股工作有关问题的通知》中,对上市公司配股权有了新的规定:即最近三年净资产税后利润率三年平均在10%以上,同时每年都在6%以上。陈小悦等人(2000)对配股权规定的第二次变更是否引起上市公司的利润操纵行为作了实证分析,其研究结果表明了上市公司为了迎合监管部门的配股权规定存在利润操纵行为,此外靳明在《从ROE的实证分析看上市公司业绩操纵行为》(2000)一文中也得出了类似的结论。因此上市公司可能为获取配股资格而存在利润操纵行为,从而使得上市公司的经营业绩在配股后显著性的下降。

(二)公司随意更改配股资金的使用方向。上市公司在配股募集资金之前,对募集资金的用途和投资项目的收益和风险都在募集说明书上加以说明,从目前配股资金的使用情况来看,主要是用于投资兴建新的项目,扩大原有生产能力,进行技术改造,收购股权或兼并企业等。总的来看,大部分上市公司在确定资金投向时是做了科学而充分的论证的。投资者也都看好投资项目。但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性将弱化对经营管理的监督和约束。这使得上市公司管理人员在获得配股资金后,随意改变资金的使用方向,从而使得资金难以产生效益或使资金闲置。

根据以上的实证分析结果,可以得出以下结论:上市公司在配股当年业绩有所下降,但并不很显著。在配股后一年,其经营业绩显著下降。因此可以认为配股对上市公司的经营业绩有负面的影响,从整个社会来看,这是资本市场效率低下的表现,因此有必要采取措施改变这种现象,从本文的研究结果出发,笔者给出以下几点建议:

1. 发展企业债券市场,优化上市公司融资结构

应通过扩大企业债券市场规模,通过增加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个方面

来促进企业债券市场的发展和完善,以推动资本市场的均衡发展,优化上市公司的融资结构,从而增加企业的经营压力,强化公司管理层的资金成本意识。

2. 严格配股的审批制度,规范上市公司融资行为

由于上市公司在配股融资方面存在无序现象,因此需要进一步加强对上市公司配股融资的市场监管,以促进社会资源的优化配置,合理引导资金的流向。中国证券会对上市公司的配股资格进行了严格的控制,但仅以净资产收益率来衡量公司的业绩的情况下,许多上市公司为了获取配股权而进行利润操纵。因而陈小悦等人曾建议扩大对上市公司业绩的评价范围,如在原有净资产的基准要求上加入适度的资产负债率等参考指标,以制止上市公司对利润进行操纵满足其配股要求。我们认为还应严格审查上市公司募股资金投向,如配股资金的使用是否严格按照原计划进行,从而加强对配股公司资金上的约束,弥补市场机制的不完善,提高募集资金的使用效率。

3. 完善公司的治理结构,加强对经营者的约束和控制

为了提高资金的使用效率和透明度,使公司获得持续、稳定的发展,从而提高公司的经营业绩,上市公司管理层应改变以“保配股”资格为核心的公司经营目标体系,树立起“股东财富最大化”经营目标,这可以通过引进外部独立董事,强化独立董事的权力范围,改变上市公司内部人控制情况以及建立市场化、动态的激励机制等措施来完善公司治理结构,从而强化管理层的股权融资成本意识,约束其利用配股来“圈钱”的行为。

参考文献:

[1]冯根福、吴林江.我国上市公司并购绩效的实证分析[J].经济研究2001.1

[2]陈小悦、肖星、郭晓艳.配股权与上市公司利润操纵[J].经济研究2000.1

[3]王小哈、肖猛、周永强.上市公司股权融资偏好与经营绩效的实证分析[J].商业经济与管理2002.3

[4]黄少安、张岗.上市公司股权偏好分析[J].经济研究2001.11

[5]郭永清.我国上市公司并购绩效实证分析[J].青海金融2000.6

(责任编辑:秦少卿)