

# 股权再融资低回报成因探析

包苏昱

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 我国上市公司大量通过配股和增发进行股权再融资, 而融资后这些公司股票回报却持续下滑, 从市场择机、企业内在的投资冲动、募集资金投向的短视野倾向这个三方面对该现象进行分析, 我们可以得到一定启示。

**关键词:** 股权再融资; 市场择机; 投资冲动; 短视野倾向

**文章编号:** 1003- 4625(2006) 12- 0076- 02

**中图分类号:** F830.91

**文献标识码:** A

公司上市后的再融资行为一直是理论界与实务界共同关注的焦点。根据 Myers 和 Majluf(1984) 的融资成本理论, 公司在融资时, 对再融资方式的偏好顺序是: 内部融资优于外部融资, 当使用外部融资时, 债权融资优于股权融资。当我们考察我国上市公司的融资结构时, 却发现了有趣甚至相反的情况, 即一方面上市公司大多数保持了较低的资产负债率, 另一方面上市公司仍对股权融资极其热衷, 几乎没有上市公司放弃其利用股权再融资的机会, 甚至不惜进行大规模的盈余管理以期达到股权再融资的标准, 我们把这现象称为中国上市公司的股权融资偏好。然而, 与我国上市公司大量通过配股和增发进行股权再融资现象相对应的是这些公司股票回报的持续下滑。资金的充足本应该为企业注入新的活力, 从而增强其竞争力, 而实际效果为何不理想? 本文拟从市场择机、企业过度投资冲动、募集资金投向的短视野倾向这三个方面对这一现象进行解释。

## 一、股票发行的市场择机(market timing)行为

行为公司金融(behavioral corporate finance)的基本假设是股票市场非理性, 股票定价偏离公司的真实价值。他关注的主要问题是当股票的市场价格偏离公司的真实价值时, 具有长视野或短视野的公司经理人员在融资活动中将会如何决策, 即市场择机的作用。所谓市场择机, 是指在股价被高估的时候发行权益进行融资、股价被低估时则回购权益。在对融资决策的分析中, Jung, Kin 和 Stulz(1996) Hovak, Opler 和 Titman(2001) 都发现股票的增发总是伴随着公司股票市场的高估而出现。Lakonishok(1994) 及 Wurgler(2000) 指出, 股票增发是对未来股票投资回报的可靠预测指标, 因为经理人员的融资决策会受到相应的影响, 他们会选择时机, 在股价跌回实际估价水平之前的高点增发股票。Graham 和 Harvey(2001) 对 300 多家美国公司的管理层进行问卷调查, 结果表明, 2/3 的公司首席财务官认为股价被高估或低估的程度是进行融资决策的重要考虑因素。Longhran 和 Ritter(1995) 通过研究美国数据发现, 公司偏好股权再融资方式和公司股权再融资回报偏低这些现象说明公司发行股票具有市场择机行为。

[收稿日期]2006- 10

[作者简介]包苏昱(1973-), 女, 江苏江阴人, 博士研究生, 专业方向: 金融工程。

我国股市的诞生本身就是一个为国有企业“圈钱”解困的怪胎, 长期以来, 股民以追逐利差利益为主要的动力源, 非理性炒作现象异常严重, 股票价格严重偏离其基本面价值, 强烈的投资者情绪为我国上市公司管理层利用股市涨跌获得超额利润提供了很好的机会。施东辉(2000) 对沪市 1999 年实施了配股方案的 62 家公司的配股动机进行实证研究发现, 配股动机与股票价格呈显著的正相关性, 揭示出我国上市公司利用股票被高估的机会进行融资。从下表可以看出, 市盈率越高, 进行股权再融资的公司数量越多, 表明我国证券市场确实存在着利用股票价格被高估这样的时机增发股票获得超额收益的现象。

	1999	2000	2001	2002
沪市流通股市盈率	36.59	58.62	37.593	37.442
深市流通股市盈率	38.28	59.62	41.02	38.75
配股	117	157	102	21
增发	6	24	27	29
合计	123	191	127	50

数据来源: 中国证券期货统计年鉴, 2000- 2003

股票发行的市场择机行为对股权再融资后股票回报偏低具有相当的解释力, 在市场非有效状态下, 市场并没有在公司宣布增发股票时对公司价值作出准确反应, 当股票价格的高估随着时间的推移最终被证券市场投资者意识到, 股票价格的反转成为一种必然趋势。在 Fama- French 三因素模型中, 账面——市值比能够成为预测股票未来收益率的一个很好的代理变量就是一个明显的例证。低账面——市值比与未来的低收益率密切相关, 说明高市值企业往往可以作为市场价值被高估的一个可靠信号, 上市公司管理层正是利用股票高估机会进行股权再融资, 而公司信息向外部逐渐扩散的过程使股票价值向其基本面回归成为一种长久的趋势, 股票价格从高估状态向真实靠拢表现为未来股票的低回报。由此可见, 公司股票发行的市场择机行为与股市内在的价值反转规律相结合, 使股权再融资的低回报成为必然, 然而, 这仅仅是原因之一。

## 二、企业过度投资冲动

在我国,上市公司多由国有企业改制而来,从所有权的根本归属来看,我国国有资产所有权实际上是属于全体人民的,任何一个国有控股股东的股权实际上属于亿万人所有的性质使我国国有股权严重泛化,即:人人所有就等价于人人没有,在股权泛化条件下,本质意义的大股东是不存在的。国有企业财产实际上是层层委托给各级政府负责管理,并由政府授权某一机构经营管理。我国的上市公司大多都是由传统的国有企业改制而来,这种经股份制改造而上市的公司多数沿袭了政府-授权机构-上市公司这一计划色彩浓厚的运行机制。这样,中国国有控股企业在没有实质所有者的情况下,演化成了各级政府官员谋取私利的工具。由于国有控股上市公司中的相当一部分由各级地方政府主管,因此,地方政府官员很容易利用对上市公司的管理为自己“改善”业绩。其主要途径之一就是上市公司的管理在大规模投资在项目审批、政府补贴等方面给予实质性支持,这可改善当地就业,扩大当地GDP数值,形成短期优良政绩;另一方面,对于多由政府委派而形成的公司管理层,过度投资也有利于经理人员获得额外收益,这种额外收益包括货币收益与非货币收益,货币收益主要来源于经营规模越大,显性报酬越多的事实,非货币收益来源于控制权收益,包括经营大规模的企业带来的威望、地位、多方面的精神回报、各种有形无形的在职消费等,在现阶段我国的国有企业中,控制权收益的一部分还表现为政治收益。正是由于以上私人收益,国有上市公司经理存在激励动机进行过度投资。这样,各级政府和公司管理层行为由于利益驱动的不谋而合引发了企业大规模的过度投资冲动。在企业希望利用高估的股价进行股权再筹资时,为达到证券监管部门有关企业经营效益方面的标准,地方政府可能利用各种补贴与优惠政策等手段对这些企业进行扶持与包装,股权融资成功后,由于中国上市公司长期少分红或不分红的现象使股权融资长期低成本甚至无成本使用,而中国流通股股东没有实际投票权的事实更使所筹资金的使用几乎没有任何约束,这与企业的内在投资冲动相结合,使上市公司过度投资从可能向现实转化。依据投资的边际收益递减规律,这种基于私利的过度投资必将带来企业长期价值损害,引致较低的股票收益率。

### 三、募集资金投向的短视野倾向

由于企业长期价值考核标准难以量化,故对公司经理人员业绩考核指标倾向于短期化,而经理人员任期的不确定性更进一步强化了经理人行为的短视野倾向。股权融资的低成本与预算软约束使企业将股权融资看做一种绝好的“圈钱”机会,虽然进行股权融资申报时对募集资金的用途要有明确的界定和承诺,但这往往是公司为争取到再融资机会临时拼凑而成的,资金到位后,是否按承诺投资,对许多上市公司而言是无所谓的事,上市公司募集到资金后投资项目的随意改变成为一种普遍现象。当公司的投资机会不容易为外界所观察,而经理人拥有私人信息,在经理人市场和以短期业绩评价为导向的用人体制下,为提高自己的职业声望,进而提高自己的报酬,经理人员就

可能过分追求短期效果,对募集资金使用投向的承诺当作一纸空文,转而投向短平快项目。另外,短视野还常常表现为企业投资项目的选择中迎合投资者情绪的一面,上市公司为操纵股价,多与“庄家”联手,追逐投资热点,炮制公司成长题材,这多表现在企业扩张性的多元化经营之中。当企业管理阶层不顾本企业的基础与优势所在,追寻社会投资热点盲目并购与转型,得到的往往不是丰厚的利润,而是在自己不熟悉领域的到处碰壁,这导致不少企业大伤元气。

另一个比较突出的问题是募集资金通过委托理财等形式进入股市参与股票炒作。上市公司进行股权再融资与对市场时机的利用密切相关,没有现实可行的投资机会作支撑本来就是常有之事,虽然企业在内在的投资冲动的作用下易盲目扩张,但在没有找到合适的投资机会时,现实中闲置资金在公司管理层的投机心理支配下大量涌入股市,以期通过短线炒作搏利。马曙光等(2005)的实证结果显示,股票指数在配股期间对配股有消极的反应,而三个月之后,该资金开始对股指收益产生正面影响,进一步的研究表明,这个影响不是因个别配股公司的股票价格的变化所引起,而是市场对配股资金的系统性反应所致,配股资金自配股除权日起三个月之后进入股市,增加了股票市场的货币供应量,促使股票价格上涨。把本该投到实体经济中的资金投入虚拟经济中循环,不仅造成股市的虚假繁荣,增大股市风险,而且由于这几年股市系统性风险的加大而使委托理财业务几乎全面亏损。委托理财名义上应使用自有资金,而实际上多由上市公司在股市上“圈”到钱后闲置而来。该业务近几年业绩的黯淡加剧了上市公司股权再融资后整体收益的下滑。公司管理层在利用市场时机进行股权再融资后,能找到投资项目就尽量扩大公司规模,引发企业的过度投资冲动;没有实体项目时就在股市中投机,这些行为都有损企业的长期竞争力,企业不利的基本面信息向市场逐步透露的过程必然伴随股票收益的低回报。

### 参考文献:

- [1]黄少安等.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究,2001,(11).
- [2]施东辉.上市公司资本结构与融资行为实证研究[N].证券市场导报,2000,(8).
- [3]王韬等.论股权泛化下的内部人控制[J].财贸经济,2005,(2).
- [4]刘怀珍等.经理私人利益与过度投资[J].系统工程理论与实践,2004,(10).
- [5]刘少波等.我国上市公司募集资金投向变更研究[J].经济研究,2004,(5).
- [6]马曙光等.上市公司配股、货币政策与股票价格[J].金融研究,2005,(11).
- [7]裴益政等.三问上市公司委托理财[J].国际融资,2004,(9).

(责任编辑:贾伟)