

广西上市公司股利分配与再融资行为关系研究

池昭梅

(广西财经学院 南宁 530003)

【摘要】 本文以广西上市公司2002~2006年的财务数据为样本,通过对比其股利分配方案和融资方案,分析了广西上市公司股利分配与再融资行为的关系,以期对相关政策制定提供参考。

【关键词】 股利分配 再融资行为 关系

上市公司的股利分配与其再融资行为息息相关。股利分配方式、股利支付率等因素对上市公司的融资结构、融资成本及融资方式均产生重要的影响,而上市公司的融资偏好、债务限定则会影响到其股利政策的制定。根据优序融资理论,企业融资一般会遵循内源融资、债务融资、权益融资这样的先后顺序。

为了考察上市公司股利分配与其再融资活动的内在关系,本文以广西上市公司连续五年(2002~2006年)的财务数据为依据,共选取有效样本22家,通过对比其股利分配方案和融资方案,找出其股利分配与再融资行为的一般特点,并分析两者的关系。本文着重于分析上市公司的股利分配方式,并把股利分配方式分为三种,即派现、送股(含转增股本和送股)和混合股利分配方式(即同时含派现和送股)。而再融资方案分股权融资和债务融资两种情形,股权融资包括配股和增发,在债务融资中,本文主要探讨短期借款、长期借款和公司债券三种融资方式。

一、广西上市公司股利分配及再融资行为关系分析

综合表1、表2和表3的数据(表中计算结果四舍五入),我们可以看到广西上市公司的股利分配与其再融资行为之间的关系表现如下:

1. 广西上市公司的融资方案并不符合股权融资偏好论,恰恰相反,2002~2006年广西上市公司很少运用股权融资,其配股和增发的比例都相当低,与此同时,其债务融资比例相当高,不管净资产收益率处于哪个区间,企业最青睐的还是短期借款融资,而非股权融资。由于广西上市公司普遍实行派现分红,而且进行股利分配的企业比例相当高,使得企业的内源融资(即留存收益)无法满足企业的资金需求,从而使企业的外源融资成为其融资的主要渠道。这种融资安排可能会使上市公司面临以下困境:

(1)上市公司没有充分发挥其再融资功能,股本规模过小导致竞争能力不强。一般而言,实行配股和增发是企业扩大经营规模的有效方法,它可以实现企业股本和资产的双重扩张,有利于企业在短期内达到一定的规模,更好地参与行业竞争。同时,配股和增发还有利于企业改善其财务结构,降低财

表1 净资产收益率与股利分配方式分析表

净资产收益率(%)	年份	公司家数	所占比例(%)	股利分配方式所占比例(%)		
				派现	送股	混合
小于0	2002年	2	9	0	0	0
	2003年	4	18	25	25	0
	2004年	2	9	0	0	0
	2005年	4	18	0	0	0
	2006年	5	23	40	60	40
	平均数	3	14	13	17	8
0~6	2002年	5	23	20	20	20
	2003年	4	18	25	0	0
	2004年	6	27	67	20	20
	2005年	7	32	57	20	0
	2006年	8	36	50	0	0
	平均数	6	27	44	12	8
6~10	2002年	7	32	86	29	29
	2003年	8	36	63	13	13
	2004年	7	32	71	0	0
	2005年	7	32	100	14	14
	2006年	3	14	67	0	0
	平均数	6	27	77	11	11
大于10	2002年	8	36	50	0	0
	2003年	6	27	100	33	33
	2004年	7	32	100	57	57
	2005年	4	18	50	25	25
	2006年	6	27	67	0	0
	平均数	6	27	73	23	23

务风险。据统计,截至2006年末,沪深两市股票发行总额为14 742.45亿元,总市值为89 403.90亿元。而广西上市公司在2006年末的股本总额为93.97亿元,约占全国上市公司总股本的0.64%;总市值为265亿元,约占全国上市公司总市值的0.3%,按市值规模排名位于全国第27名。从以上数据可知,广西上市公司并没有很好地利用配股和增发融资渠道。

表2 上市公司融资方式表

年份	股权融资				债务融资					
	配股		增发		短期借款		长期借款		公司债券	
	公司家数	比例(%)								
2002年	2	9	1	5	19	86	12	55		
2003年	1	5			18	82	13	59	1	5
2004年	1	5			19	86	14	64	1	5
2005年					19	86	13	59	1	5
2006年			1	5	18	82	12	55	1	5
平均比例		4		2		84		58		4

表3 净资产收益率与债务融资分析表

净资产收益率(%)	年份	公司家数	所占比例(%)	债务融资方式所占比例(%)		
				短期借款	长期借款	公司债券
小于0	2002年	2	9	100	50	
	2003年	4	18	100	50	
	2004年	2	9	100	100	
	2005年	4	18	100	50	
	2006年	5	23	80	60	
	平均数	3	14	96	62	
0~6	2002年	5	23	80	60	
	2003年	4	18	100	75	
	2004年	6	27	100	33	
	2005年	7	32	100	71	
	2006年	8	36	75	38	
	平均数	6	27	91	55	
6~10	2002年	7	32	71	71	
	2003年	8	36	63	50	
	2004年	7	32	86	71	14
	2005年	7	32	86	71	14
	2006年	3	14	100	33	33
	平均数	6	27	81	59	12
大于10	2002年	8	36	88	38	
	2003年	6	27	100	80	25
	2004年	7	32	57	71	
	2005年	4	18	25	25	
	2006年	6	27	83	67	
	平均数	6	27	71	56	5

(2) 过多依赖债务融资,使得上市公司面临较大的偿债压力和财务风险,直接导致企业利润增长缓慢,加大再融资难度。虽然广西上市公司的资产负债率平均为54%,流动比率平均为216%,显示企业有较强的偿债能力,但是在债务融资财务杠杆的作用下,企业业绩状况不容乐观。2002~2006年净利润增长率平均数为-336.3%,平均每股收益从2002年的0.191 1元上升到2004年的0.209元,年平均增长率约为4.58%,而同期沪深两市上市公司平均每股收益却由2002年的0.143元上升到2004年的0.241 1元,年平均增长率约为29.85%。由此

说明了企业的偿债能力与其盈利能力不相匹配,企业的持续盈利能力由于利息费用的抵减作用而受到限制。

2. 根据相关研究成果,上市公司通常会采用不同的股利分配方式来调整净资产收益率,从而使企业达到配股再融资目的(曹晓彦,2004)。净资产收益率越高,企业越有可能选择股权融资方式(陆正飞等,2005)。根据本文的统计数据,广西上市公司在股利分配方式上,主要采取派发现金股利方式,并且随着净资产收益率的不断提高,企业采取派现方式的比例也在不断提高。众所周知,企业发放现金股利会导致净资产减少,从而导致净资产收益率不断提高,使企业配股再融资成为可能。虽然广西上市公司2002~2006年净资产收益率达到配股基本线(6%)的企业平均有13家,约占59%,但是本文的实证分析表明,这些企业并没有因为采取派现的股利分配方式提高了净资产收益率,从而更多地采用股权融资尤其是配股融资,即随着净资产收益率的不断提高,企业的股权融资金额并没有得到增长。简言之,广西上市公司并没有出现“配股热”或“增发热”,短期借款融资始终是近年来广西上市公司融资方式的主流。

二、广西上市公司股利分配及再融资现状原因分析

1. 上市公司的盈利能力。目前,上市公司在证券市场上的再融资方式主要包括配股、增发和发行债券,不管是哪一种方式,我国证券监管部门均对相关的资格条件作了严格的规定,尤其在企业盈利能力的持续性方面做出了明确的表述。如在上市公司再融资的条件中,明确规定“上市公司最近三个会计年度必须盈利,且业务和盈利来源必须稳定”;在上市公司增发的条件中,明确规定“最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%”;在企业债券上市的一般条件中,明确规定“最近三年平均可分配利润足以支付债券一年的利息”。也就是说,上市公司具备良好的盈利能力是其顺利再融资的重要条件。

通过上述分析我们可以看到,广西上市公司的盈利能力差强人意。从净资产收益率来看,2002~2006年广西上市公司净资产收益率在配股基本线以下的平均有9家,约占41%,这说明有将近一半的上市公司由于净资产收益率无法达到配股基本线,直接导致其无法采取配股融资方式。从企业盈亏情况与净利润增长率来看,虽然每年均有超过70%的上市公司实现盈利,且连续三年盈利的上市公司有18家,约占82%,但是其五年的平均净利润增长率为-336.3%,而同期的广东上市公司平均净利润增长率为-55.09%。由此可见,广西上市公司总体盈利能力不强,利润增长缓慢,无法为其再融资提供强有力的保证,也就无法有效地采取配股与增发等再融资方式。

2. 获取融资的难易程度。一般而言,融资方式的选择受资本成本影响,债务融资成本与债权人所要求的收益率相关,而股权融资成本与股东所期望的收益率相关。近年来有学者对我国上市公司偏好股权融资的原因进行了剖析,认为股权融资成本小于债务融资成本是其主要原因之一。笔者认为,2002~2006年广西上市公司在融资方式上出现债务融资偏好,尤其是短期借款融资偏好,究其原因,除了要考虑融资成

本、上市公司自身基础及其盈利能力外,以下因素也对其融资方式的选择产生了重要影响:

(1)国家产业政策导向的影响。国家西部大开发战略对西部地区如交通、水利、电力、设备制造、旅游和特色农产品等产业加大了金融信贷支持力度,大大拓宽了西部地区上市公司的融资渠道。就广西而言,截至2007年底,国家开发银行已累计向广西发放贷款近970亿元,支持电力、交通、城市基础设施等重点领域及特色优势产业的发展。在广西的22家上市公司中,有将近三分之二的公司涉及这些产业,国家专门针对西部地区的金融信贷支持为广西上市公司融资提供了很好的平台。

(2)国家金融政策导向的影响。近年来我国对少数民族地区执行差异性的金融政策,如对部分民族用品的生产贷款实行优惠利率,对少数民族地区的有效信贷投入也在不断增加。据统计,国家对西部少数民族集中的西部12省(区、市)各项贷款余额从1999年末的1.63万亿元增加到2005年7月末的4.18万亿元。在这种情况下,相对于经济发达地区的上市公司,少数民族地区的上市公司在一定程度上可以享受国家金融政策的特殊照顾,因此其更愿意依赖信贷资金。

(3)上市公司对当地经济发展的影响。上市公司是我国市场经济发展过程中的佼佼者,为各地经济发展做出了很大贡献。尤其在经济不发达地区,上市公司在推动地方经济结构调整、人员就业及产业的升级和优化等方面发挥了重要作用,当地政府往往制定相关的优惠政策以促进上市公司的发展,以使其更好地服务于本地经济。因此,上市公司在市场竞争中往往比其他类型企业享受更多的优惠政策,也往往最受当地金融机构的青睐,成为金融机构争相贷款的对象,使得信贷资金进一步向上市公司集中。如广西作为全国最大的制糖基地,近年来制糖业得到了当地金融机构的大力支持。截至2004年末,金融机构对制糖行业贷款余额达到75.1亿元,而上市公司贵糖股份和南宁糖业共获取信贷资金约15亿元,约占20%。以上的分析表明,相对于再融资条件相对严格的股权再融资,西部民族地区的上市公司基于其自身条件及相关的优惠政策,在当地政府的帮助下更易获取银行信贷资金。

3. 资本市场的完善程度。

(1)从制定股利政策的自主性来说,我国上市公司股利分配行为受制于证券监管部门,难以做到完全自主决策,从而直接影响企业的再融资活动。股利分配作为上市公司重要的理财活动,理应由企业自主决策,但近年来我国上市公司所进行的“高分配、高派现”行为始终与证券监管部门出台的相关政策有关(如证券监管部门把上市公司的再融资与其分红派现相挂钩),使得上市公司的理财活动在一定程度上缺乏自主性。

(2)从我国资本市场证券品种的丰富程度来说,我国证券品种不够丰富,使得上市公司再融资渠道受阻。据统计,截至2006年底,沪深两市上市股票数为1 507只,而上市公司债券数为87只,可转换公司债券数为26只。与此同时,目前广西仅各有一家上市公司发行公司债券和可转换公司债券,分别占

全国的1.15%和3.85%。众所周知,完整的资本市场不仅包括股票市场,还包括债券市场、投资基金市场及衍生金融工具市场,以上的数据充分表明了我国资本市场是以股票市场为主,而债券市场和其他市场并没有得到很好的发展。这种市场安排直接导致了我国企业融资渠道单一,难以满足企业巨大的资金需求。在这种情况下,广西上市公司较少采用债券融资也就不足为奇了。

三、结语

上市公司的股利分配及融资活动均是其重要的理财活动,对其未来的发展产生重要影响。在本文的实证分析中,广西多数上市公司在2002~2006年进行了股利分配,在股利分配活动中以派现作为主要的分配方式,送股和混合股利分配方式所占比例不大;在融资活动中,广西上市公司并未出现股权融资热潮,相反,其资金的主要来源是银行信贷资金。此外,上市公司的盈利能力与其股利分配、融资活动存在密切关系。由于2002~2006年实现盈利的企业不断增加,同时在证券监管部门将上市公司派现与再融资挂钩的现实情况下,广西上市公司呈现出多派现少送股的情况,企业现金流量大大减少,为维持企业日常生产经营,企业再融资成为必然。可以说,上市公司的股利政策促使外源融资成为主要的融资渠道。但是广西上市公司的盈利持续性不足以使企业采取配股和增发融资方式,由此导致其融资活动表现出特殊性,即严重依赖于短期债务融资。

在我国资本市场不发达的现实背景下,“一股独大”和内部人控制现象使得上市公司的管理层面对的来自股东的压力比较小,因此,在目前普遍认为股权融资成本低于债务融资成本的情况下,上市公司要获取低成本的资金,当务之急就是要提高自身的盈利能力,更好地发挥再融资功能,反过来为盈利持续性提供保障。此外,债券市场不发达也成为上市公司的再融资障碍,国家应对经济落后的少数民族地区上市公司在发行债券方面给予适当扶持,避免这些地区的上市公司对银行信贷资金的过度依赖,降低金融风险,维护金融市场的稳定。

主要参考文献

1. 曹晓彦. 上市公司股利政策与股权融资偏好实证分析. 甘肃社会科学, 2004; 1
2. 董黎明. 上市公司现金股利政策与融资行为. 财会月刊(综合), 2007; 8
3. 罗党论. 现金股利与大股东的利益输送行为研究. 财会月刊(综合), 2005; 10
4. 刘星, 曾宏. 股利政策约束下的公司筹资决策优化模型. 系统工程学报, 2002; 5
5. 陆正飞等. 中国上市公司融资行为与融资结构研究. 北京: 北京大学出版社, 2005
6. 赵毅. 对金融服务西部少数民族地区经济发展的调查与思考. 时代经贸, 2007; 2
7. 孙晓婷. 中国上市公司融资结构及融资偏好研究文献综述. 北方经济, 2007; 4