

论后股权分置时代上市公司的过度融资

——基于横店东磁的案例分析

陈维娜 孙自愿 吕强

(中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221008)

【摘要】 本文结合资本市场后股权分置的时代背景,分析了后股权分置时代上市公司融资行为的动机、效率和市场反应,总结出过度融资的判定标准,并提出相关的政策建议。

【关键词】 过度融资 后股权分置时代 横店东磁

2006年7月5日,我国股市有史以来规模最大的蓝筹企业中国银行在上海证券交易所上市,标志着我国股市步入后股权分置时代。处于后股权分置时代的中国股市,虽然通过股权分置改革减少了大股东依靠股权再融资来增加净资产收益率的动机,减少了上市公司过度融资的倾向,但是我国的官本位思想依旧很严重,而且公司的发展壮大都离不开资金的支持,公司经营者都希望公司的现金流越大越好。笔者认为,上市公司过度融资行为具有如下特征:首先从融资动机来看,公司是为了融资而融资,为了“圈钱”而融资,甚至大股东可能通过作假或其他手段来获取融资资格,或者根本没有融资的必要却仍然执意融资,造成大量资金闲置或进行委托理财;再者表现在融得资金后,公司不按照预定的用途使用资金或者随意更改资金用途。以下本文通过横店集团东磁股份有限公司(简称“横店东磁”)案例进行具体的数据分析。

一、横店东磁融资过度与否的判定与经验证据分析

本文根据横店东磁2007年10月增发股票的情况,从几个角度分析该公司是否存在过度融资。横店东磁由横店集团公司(现更名为“南华发展集团有限公司”)作为主发起人,联合浙江省东阳市化纤纺织厂、东阳市抗生素有限公司(现更名为“浙江普洛康裕生物制药有限公司”)、东阳市有机合成化工九厂和东阳市荆江化工厂等四家企业于1999年共同发起设立,公司注册资本为1.2亿元,并于2006年8月在深圳证券交易所上市交易,首次公开发行募集资金净额61 040.62万元。公司主营:磁性器材、电池、电子产品的生产、销售,高科技产品的开发及技术咨询,实业投资等。2007年10月12日,该公司采用网下、网上累计投标询价的方式,以36.14元的发行价格增发股票2 545万股,扣除增发费用,共募集资金净额89 484.26万元,此次增发股票募集资金的投资计划如表1所示。

1. 从投资项目的预计投资报酬率衡量是否存在融资必要。作为理性的投资人,投资者希望公司的融资扩张能带来更加丰厚的回报,以保证利润的稳定增长。为了简化分析,本文以横店东磁近三年净利润增长率的算术平均值作为投资报酬率的选取标准。从2006年年报和2007年年报中可以得出横店东磁的净利润,如表2所示。

表1 横店东磁增发股票募集资金的投资计划表

投资项目名称	投资总额(万元)	投资报酬率	投资回收期(含建设期)
年产12 000吨汽车电机用永磁铁氧体磁瓦技改项目	32 592	23.6%	7年
年产2 500万台汽车电机机壳和电机定子技改项目	20 507	26%	7年
年产1 200吨数字平板LCD显示用NiZn铁氧体技改项目	5 746	20.5%	7.3年
年产5 000吨数字平板LCD显示用MnZn铁氧体技改项目	7 342	16.2%	6.7年
激光打印机显影辊技术改造项目	26 000	29.1%	5.6年

表2 横店东磁各年净利润分布表 单位:万元

项目	2004年	2005年	2006年	2007年
净利润	6 138	8 779	12 974	17 745

横店东磁最近三年的净利润增长率如表3所示。

表3 横店东磁各年净利润增长率分布表

项目	2005年	2006年	2007年	三年平均值
净利润增长率	43.03%	47.86%	36.77%	42.55%

从表3可以看出,投资者所要求的投资报酬率在42.55%附近比较合理,但横店东磁增发股票募集资金的各投资项目的报酬率均小于该数值。在公司进行投资决策时,只有当项目的预计投资报酬率大于投资者要求的投资报酬率时,该项目才值得投资。公司在股权分置时期,非流通股股东主要从公司内部转移收益,当股价大于每股净资产时,再融资对上市公司非流通股股东来说就是有利的,因此都能得到控股股东的支持,而广大中小流通股股东却只能被动地接受大股东的投资方案。而在后股权分置时代,公司股票在没有实现全流通之前,中小流通股股东的发言权还没有得到完全落实,因此大股东

仍然有操纵上市公司的动机,盲目融资,而不考虑自身实际情况。从计算中得到表1中列出的五个投资计划都未达到投资者的期望投资报酬率,投资项目的选择是否合理有待商榷。

2. 从上市公司募集资金的使用情况判定是否存在过度融资。资金的闲置是上市公司过度融资的一个直接后果。上市公司融资过度导致大量的资金停留在银行专项存款的性质上,其属于非收益性的资产,无法被投入到能够产生良好回报的项目中去,这些资金不是被滥用就是沉淀下来,浪费了大量资源。在本案例中,横店东磁首次公开发行募集资金净额61 040.62万元,在不到两年的时间里,该公司又增发股票融资89 484.26万元,共计150 524.88万元。截至2007年12月31日,该公司募集资金累计投入募投项目62 692万元,其中投入首发募投项目58 826万元,对原增发招股意向书所涉及的五个项目共计使用了募集资金中的3 866万元,利用募集资金补充流动资金8 500万元,尚有大量募集资金未被使用。2008年2月25日,公司董事会又审议通过《关于首次公开发行募集资金投资项目节余资金用于长期补充流动资金的议案》,说明该公司在融资时考虑的不是融资的需要,而是可能融资的额度,其融资规模显然超过了公司价值最大化时的最优融资规模。

3. 融资后的市场效应分析。由表4可知,在增发招股意向书公布、缴款截止、上市流通这几个重要信息的公告日期,横店东磁股价都在下跌,而且跌幅都在3%以上,可见股市将横店东磁增发股票再融资行为视为负面信号。

表4 横店东磁2007年增发股票的信息发布日及股价反应

日期	有关重大事件	当日收盘价(元)	股价日涨跌幅
2007.10.10	增发招股意向书公布	39	-3.94%
2007.10.17	缴款截止	36.96	-4.74%
2007.10.29	上市流通	32.48	-3.93%

公司2007年10月12日增发的2 545万股于2007年10月29日上市流通,其股价变化如下图所示:



从图中可以看出,横店东磁在增发后的很长一段时间里,股价都远远低于增发价,说明投资者对融资方案的不认同。此外,增发后公司的销售毛利率为28.9%,比2006年同期下降了1个百分点,净资产收益率也由2006年年末的11.83%下降为8.36%,这些数据都说明公司的增发并没有达到增发招股意向书中说的效果,它不但没有提升公司的业绩,甚至影响到投资者的信心。

二、结论

我国的资本市场尚不完善,当市场在实现其基本功能时,

大股东很可能利用自身的优势地位侵害中小投资者的利益。因此,有必要从以下方面做出努力:

1. 警惕后股权分置时代的过度融资。为了更好地利用资本市场优化资源配置的功能,2005年我国股市进行了股权分置改革。股权分置改革解决了长期以来困扰我国资本市场发展的根本制度问题,使低迷多年的市场恢复活力,投资者的信心显著增强。但是,股权分置改革仍没有从根本上解决上市公司股权治理结构中普遍存在的“一股独大”问题。虽然由于送股等对流通股股东支付对价的形式使大股东的持股比例有所下降,但是上市公司仍然存在控股股东,其意志仍然凌驾于中小股东之上,要实现对中小股东合法权益的保护依然比较困难。

2. 过度融资概念的重新诠释。所谓过度融资,是指上市公司在投资项目净现值小于零的情况下进行融资,融资规模超过了公司价值最大化时的最优融资规模。从另一角度来看,对能带来正净现值的某一项目做出融资决策,如果所融资金超过了完成该项目所需的资金,那么上市公司就进行了过度融资,即“所融大于所需”。其判断的标准是融资的总规模是否超过了公司的合理需要,它既可能表现为偏好股权融资,也可能表现为偏好债权融资,还可能表现为不存在偏好但所融资金超过了公司实际需要。而且在我国特殊的市场背景下,公司的融资与西方的资本结构理论表现出相反的顺序,即上市公司都偏向于股权的过度融资。大多数学者认为这种问题是由于我国股市为了维护国有产权的地位而产生的同股不同权、同股不同价所造成的。

3. 过度融资的治理。从横店东磁案例分析可以看出,虽然股权分置改革是完善我国资本市场的必经之路,但其并不能完全杜绝上市公司过度融资的现象。在后股权分置时代,为了限制上市公司的过度融资行为,本文认为可以从以下几方面考虑:①由于上市公司内部大股东与投资者之间本来就存在信息不对称的不公平现象,因而为了避免上市公司进行选择性的信息披露,要完善现有的会计制度,尽量压缩其掩盖公司真实信息的余地。在保证上市公司业绩真实性的前提下,要求上市公司提出项目融资分析方案,明确内部融资能力和实际资金需求,并聘请专门的项目分析人员为其做保证,给出充足的融资理由,保证融资的必要性和合理性。②改变管理者的融资观念,大力倡导效率至上原则,提高资金的使用效率,形成募集资金使用效率跟踪监督的管理信息系统,并及时进行披露和相关治理。③改变股东大会形同虚设的局面。加强中小股东的权益保护,努力提高中小股东的自我保护能力,尽量避免产生“一股独大”的问题,形成有效的公司治理结构。④提高违规成本,加大证券行业的司法处罚力度,引导上市公司避免过度融资。

【注】本文系江苏省财政厅重点研究课题“新会计准则应用研究”[项目编号:苏财会(2007)57号]部分研究成果。

主要参考文献

周健男.上市公司过度股权融资:经验证据与理论解释.证券市场导报,2006;4