

# 上市公司可持续增长研究

方拥军

(中南财经政法大学会计学院 武汉 430060)

**【摘要】** 本文对我国上市公司可持续增长实证研究进行分析和评述,以总结该项研究的基本脉络、结论和特点,为进一步研究提出建议。

**【关键词】** 上市公司 可持续增长 实证研究

随着资本市场的快速发展和经济全球化,“维持公司的可持续增长”作为一种战略思想被普遍接受,处理销售增长与盈利增长、实际增长与可持续增长的关系已成为公司增长战略管理的核心。

美国财务学家Robert C.Higgins(1977)首次从财务角度提出了企业可持续增长的观点,认为可持续增长率(SGR)是指“在不需要耗尽财务资源情况下公司销售所能增长的最大比率”。

James C.Van Horne研究和发展了稳态和动态两种情况下的可持续增长率。他把SGR定义为“保持公司现实与金融市场状况相符合的销售增长率”,即根据经营比率、负债比率和股利支付率的目标值所确定的公司销售额的最大年增长率。

Higgins等人的研究为企业可持续增长的财务研究确立了基本框架。我国企业可持续增长财务问题实证研究主要围绕以下四个方面展开。

## 一、上市公司可持续增长研究的总体状况、影响因素与行业特征

黄永红(2002)等借助Higgins和Van Horne的可持续增长模型,对我国上市公司1994~2000年度总体与各行业的可持续增长情况及其呈现规律进行研究后发现:样本整体均未实现可持续增长,分年度看,除1996、1999年外其余年份均未实现可持续增长;除电子电器行业外,其余20个行业未实现可持续增长。其中,轻工行业和农业行业上市公司有投资不足的倾向,其他行业公司有投资过度倾向。

影响公司可持续增长既有量化又有非量化因素,既有经济因素又有政策因素,还受到公司财力、盈利能力和融资能力的制约。黄永红(2002)等采用主成分分析法确定和解释了影响我国上市公司可持续增长的主成分因素,找出了可持续增长与公司营运能力、偿债能力、盈利能力和成长能力的平衡关系:①公司可持续增长率与资产负债率成反比,与流动比率、速动比率成正比。这一结论与詹姆斯·C.范霍恩的结论刚好相反,原因在于我国上市公司经营者非常看重控制权,普遍重股轻债,对优化融资决策与资本结构的考虑不够。②公司可持续增长率与公司盈利能力正相关;除商业行业外,可持续增长率

与成长能力和营运能力均正相关。可见,盈利能力是公司生存的灵魂,成长能力是公司可持续发展的源泉,营运能力是公司日常管理能力的体现。

## 二、我国上市公司可持续增长:资金运作、新股发行与派现行为

黄志忠(2003)通过对我国167家上市公司增长和被ST情况的研究发现,曾被ST的过慢增长公司的最大特点就是经营效益和资金利用效率低下。因此,监管部门应该严格控制这类公司的配股。同时,不管是曾被ST还是未被ST,大股东欠款都对公司的业绩有显著的负面影响,曾被ST的公司多数利用其与大股东的关系进行了严重的利润操纵。监管部门应加大力度对大股东占有上市公司资金的违规行为进行惩治。

陈文浩、朱吉琪(2004)在放宽Higgins模型限制条件的基础上,对我国1999~2001年沪市上市公司增发新股行为进行研究后发现:增发新股对公司当年的可持续增长有正面影响,对以后的影响却是负面的。公司未来的可持续增长主要还是取决于增发新股所筹资金的投资项目的ROA以及公司的股利政策和股本结构。

李冠众、陆宇建、孙永利(2004)利用Higgins模型探讨了我国新股发行“额度制”到“核准制”变迁的合理性:“额度制”下我国IPO公司在上市前实际增长率显著低于可持续增长率,财务上缺乏发股融资的必要,“圈钱”动机显著;而“核准制”下IPO公司增长率之差的均值显著非负,两种制度下增长率之差的均值也差异显著,说明“核准制”下新股发行的合理性显著增强,统计上优于“额度制”。依据可持续增长财务原理,派现会受企业内部资金持有量和产生现金能力的制约,同时也受企业增长机会的影响。李冠众(2005)利用Van Horne动态模型考察了我国上市公司的派现行为:我国上市公司在增长较快、内部资源比较紧张的情况下仍然派现甚至高派现,这说明派现行为与可持续增长相关性较低,也反映出我国上市公司财务计划、控制水平普遍不高。

## 三、上市公司可持续增长研究的评价标准、速度成因与战略选择

现有文献认同的可持续增长率的研究意义归纳起来有两

个方面:一是价值相关性研究,即该指标有没有“股票价格效应”;二是其能否用来指导财务战略选择。

曹玉珊、张天西(2005)以中、美上市公司为样本对前者进行了检验。中国上市公司的可持续增长率总体上具备价值相关性,而美国上市公司的可持续增长率不具备价值相关性。而且,和会计盈余、每股净资产、经济附加值相比,可持续增长率的价值相关性更高。所以,建议上市公司年报中增加披露“可持续增长率”数据与每股收益、净资产收益率指标并列。

而对于第二方面的意义,即企业是否可以根据可持续增长率选择财务战略以及财务战略对增长的影响等问题,理论界并没有发现有力证据,但可以肯定的是,可持续增长率可以作为财务战略选择的逻辑起点。

曹玉珊(2005)基于中国上市公司1994~2003年的样本证据研究证明,应该把可持续增长率作为动态而不是静态标准来评价增长速度,不能否定偏离可持续增长率的增长速度,因为“高增长”或“低增长”并不一定“有效”或“无效”。也就是说,仅仅从增长速度层面无法判断增长的有效与否,探究不同增长速度的不同成因,可以帮助管理层选择促进有效增长的财务战略。我国上市公司的实际增长率明显偏离可持续增长率,增长速度的综合成因在于SGR所涉及的四个基本财务比率的显著变化和新股发行行为。也就是说,企业增长速度是源自管理层对营运、投资、筹资和分配等四大基本财务战略的运用,而不是来自任何外界的“外生变量”。而且销售净利率、总资产周转率和权益乘数的变化是影响增长速度和效率的主要原因。应该说,这给出了财务战略选择与增长速度和财务目标之间的部分证据。

曹玉珊、张天西(2006)进一步发展了一个更接近可持续增长问题“内核”的“长期模式”——以理论的可持续增长模式为最终的成熟模式。至于是否要维持无效的高增长或者低增长则取决于管理层对长期和短期、价值和增长之间的把握和权衡。研究表明:我国上市公司仅仅是通过增加负债和发行新股来维持无效的高增长,没有在高增长过程中采用低增长模式进行调整及积聚未来有效增长的能量,也没有进入到“理论的可持续增长率”这一成熟的模式中来。

#### 四、上市公司可持续增长实证研究的现实状况与未来发展

首先,我国关于企业可持续增长财务问题的实证研究,从不同侧面对可持续增长模型进行了比较、评述和拓展,一定程度上丰富了可持续增长财务原理。特别是以可持续增长率为核心对我国上市公司增长现状的分析、判断以及对实现可持续增长财务策略的研究,从理论上诠释了增长速度、经营效率和财务资源之间的平衡关系,在研究思路上值得肯定。

其次,研究角度和结论有一定的实践意义。从可持续增长视角分析了上市公司资金运作的不同态度与治理效果,明确了上市公司配股“圈钱”的危害性,指出了上市公司配股权规定没有考虑公司的可持续增长。结合可持续增长率的变化探讨了新股发行的合理性和公司的派现行为,以可持续增长率作为逻辑起点,研究了我国企业可持续增长率与财务战略选

择问题,探究了增长速度、增长的成因及其有效性,找到了财务战略选择与增长速度和财务目标之间的部分证据,为寻求“有效的”财务战略指明了方向。这些结论和观点对于进一步加强市场监管、规范上市公司行为,最终实现可持续增长具有较强的针对性和实践意义。

另外,在研究方法和研究范围上,既有运用上市公司实际财务数据进行的统计检验,也有典型案例研究,并结合不同行业的特点进行了研究,值得借鉴和推广。

尽管如此,目前我国有关可持续增长问题的研究刚刚起步,还存在一些不足或有待进一步深入的地方,主要体现在以下方面:

1. 介绍、评价多,但缺乏系统、深入研究。国内财务学者多囿于介绍、评述国外经典的理论与模型的基本含义以及所涉及的财务指标,并运用现有模型(以Higgins或Van Horne的模型为主)检验企业增长状况,探讨可持续增长模型原理在我国企业的应用,虽然有典型案例研究,也有部分行业的证据,但总体来讲研究对象相对分散,结合我国上市公司发展的实际情况对行业或产业的可持续增长现状及其影响因素的分析研究仍然缺乏,也缺乏企业与企业、行业之间的比较研究,提出的财务战略(模式)、管理策略的实用性自然就有不足或有一定的偏差。

2. 评价标准单一,财务战略选择研究不足。国外研究中,可持续增长率具有动态含义,这种“动态评价标准”考虑了财务战略选择的多样性、复杂性和现实性。而我国大多数研究仍把可持续增长率作为静态评价标准,在此基础上把实际增长率和可持续增长率进行比较和验证,而没有对事实存在并可持续的“高增长”或“低增长”的现状作出详细解释。可持续增长有持续性和有效性两个层次,而后者更加重要。我国学者的研究大多没有区分这两个方面的要求,对增长有效性的研究不够。另外,可持续增长的实现在于选择有效的财务战略、制定出切实可行的管理策略来把握增长速度。尽管有学者对此进行了探讨,但总体来看,我国的研究仍是集中于分析可持续增长率本身,没有突出可持续增长率作为财务战略选择的逻辑起点的意义,对可持续增长原理指导相应财务战略选择方面的研究远远不够。

3. 研究视野有局限,方法简单。企业增长的驱动因素是多方面的,有企业自身的原因,也有外部环境的影响,我国目前的研究大多停留在企业这一微观层面,没有把企业可持续增长放在企业成长理论、产业组织理论和战略管理理论、企业核心能力理论的背景下进行研究,也没有从宏观上考虑企业可持续增长与国民经济可持续发展的关系,研究视野有一定的局限。在模型建立和统计检验方面,大多是对实际增长率与可持续之差的均值检验,其建立的模型和检验方法过于简单。

#### 主要参考文献

1. 刘斌,刘星,黄永红.我国上市公司可持续增长的主因素分析.重庆大学学报,2003;3
2. 黄永红.旅游上市公司可持续增长的实证分析.商业研究,2003;16