

# 所有权结构、控制权收益与 上市公司过度投资

广东商学院 艾健明

**【摘要】**我国上市公司中普遍存在过度投资行为,信息不对称并不是主要原因,控制权收益才是关键所在。本文从我国上市公司的所有权结构出发,分析我国上市公司在股权融资偏好下过度投资行为普遍发生的形成机制,进而分析股权融资资金配置效率低下的成因。

**【关键词】**所有权结构 控制权收益 过度投资

## 一、集中的所有权结构下过度投资的形成机理

我国上市公司所有权结构的特点表现为,股权结构被人为分割,同股不同权;市场上只有 1/3 左右的个人股能够自由流通,且流通股的市盈率普遍偏高。根据我国上市公司特殊的所有权结构,做出以下基本假设:①上市公司的股东会由一个持有多数股权的控股股东与众多持有少数股权的股东组成。②我国证券市场的平均市盈率水平偏高,上市公司股票的市场价格明显高于其净资产价值。③尽管我国上市公司的股权融资有配股与增发新股两种方式,但是在配股过程中,绝大多数的国有股股东与法人股股东都放弃配股或以除现金外的实物资产方式配股,因此,在我国配股与增发新

则反之。继而,它便进入第三阶段,与之相对应的指标是销售净利率,这是形成质变最为关键的一个环节,销售净利率也是与净资产收益率相关性最强的一个指标。至此,便形成了第一次的质变,可以将第一次的质变称之为基期的净资产收益率。因为事物总是不断发展变化的,原有的质变将又经历一个新的量变与质变过程,将这一期称之为报告期,之后又形成新的循环,如此往复,以至无穷。古人云:细节之处方见真功。杜邦财务分析方法指标设计个体是环环相扣的,一个都不能少,量变与质变的哲学原理对此可以做出较为科学的解释。

### 哲学理论依据之三:整体与局部规律

整体由局部构成,局部乃整体的基本单元。整体离不开局部,否则它便成无源之水、无根之木,失去生命力之源;反之,局部也离不开整体,离开整体,各局部便难以发挥其功能,丧失其凝聚力之源。整体功能大于局部功能之和,整体不是局部的简单加总,而是由局部有机构成的。

众所周知,杜邦财务分析方法最显著的特点就是其整体性,即运用全局观点进行综合财务分析,通过杜邦财务分析图这个工具把各项基础财务指标系统地组织起来,对企业的财务状况和经营成果进行综合评价,并进行原因分析。在具备整体性能的前提下,通过改善各个局部子指标的构成因素,使其整体性能得以强化。因此,杜邦财务分析方法实质上是将各财务比率之间的关系,采用目标管理的方法加以连

股实际上没有本质区别,均可视为发行新股。④企业经理人与控股股东在行为目标上高度一致,即追求企业净资产价值的最大化。

在这些基本假设的基础上,可以构建一个简单的投资决策模型。假设某上市公司有一个投资额为  $I$ 、预期净现值为  $V$  的投资项目,现有净资产价值为  $NA$ ,控股股东的持股比例为  $\alpha$ ,股票总数为  $N$ 。若企业通过发行股票筹措资金,发行价格为  $P$ ,则该企业选择股权融资的前提条件为发行新股后的每股净资产不能小于发行新股前的每股净资产,即:  $(NA+I+V)/(N+I/P) \geq NA/N$ ,整理得  $P \geq (NA/N)[1/(1+V)]$ 。该式意味着,只要发行价格不低于新股发行前每股净资产的  $1/(1+V)$

接,即财务比率之间有层次关系,上一层财务比率成为下一层财务比率的管理目标,下一层财务比率则是上一层财务比率的实现手段。这也就意味着,净资产收益率是由权益乘数、资产周转率和销售净利率三个局部子指标有机构成的,通过三个局部子指标之间的相互作用、相互影响而最终形成整体净资产收益率。但是,净资产收益率不是三个局部子指标的简单加总,而是由它们相互作用形成的,三个局部子指标之间有机联系的好坏将直接影响到整体净资产收益率的高低,所以企业必须重视分析三个局部子指标各自的高低及其相互影响的程度,使局部的有利因素得以保持,将不利因素加以剔除。当然,整体净资产收益率目标是企业调整三个局部子指标的指南,引领着三个局部子指标的发展方向,使其优势得以整合,三个局部子指标也要为整体目标服务,否则便失去其存在的意义。

综上所述,从唯物辩证法的角度出发,笔者分析了杜邦财务分析方法的优劣所在,目的是说明在业绩评价方法不断创新的年代,杜邦财务分析方法仍然是综合财务分析方法的典范,在业绩评价史上有着举足轻重的地位,引领着业绩评价方法的创新思潮。企业应重视杜邦财务分析方法的理论精髓,并结合企业实践对之加以改进,以使其生命力更加旺盛。

### 主要参考文献

胡文献,林峰.试析杜邦体系各分解指标的替代顺序.财会月刊,2004;B7

倍,企业就会通过股权融资实施该项目。当项目的净现值  $V \geq 0$  时,即使新股发行价格低于新股发行前的每股净资产,该企业实施项目后的每股净资产也可小于实施项目前的每股净资产。如果发行价格高于原每股净资产,项目实施后的每股净资产将会更高。

但是,在项目净现值  $V < 0$  的情况下,企业仍可能通过股权融资实施该投资项目,前提是股票发行价格不低于新股发行前每股净资产的  $1/(1+V)$  倍。显然,此时的新股发行价格超过了每股净资产,企业发生过度投资行为。并且股票发行价格越高,企业对投资项目所要求的净现值就可能越低。换言之,只要新股发行价格足够高,企业总能接受净现值为负的投资项目。这就是目前我国上市公司募集资金投资效率低下的主要原因,也是我国上市公司过度投资的形成机理。

## 二、上市公司的融资偏好、过度投资与控制权收益

我国上市公司的投融资行为主要表现为普遍的权益融资偏好与过度投资。假设证券市场存在一家集中型所有权结构的上市公司,控股股东所占的股份比例为  $\alpha$  ( $\alpha > 50\%$ )。该公司拥有一个投资额为  $I$ 、收益率为  $r$  的投资项目,该项目从第 0 期开始,到第 1 期结束。该公司有两种筹资方式可供选择:负债融资与股权融资。已知负债利息率为  $i$ ,资本成本为  $k$ ,公司适用的所得税税率为  $t$ 。如果通过发行股票融资,则股票的发行价格为  $P$ ,发行的新股数为  $n_1$ 。一般情况下,个人投资者并不关心企业的投资政策,他们考虑更多的是企业的股票行情。由于公司一般会选择在股市行情较好时发行股票,假设公司的股票能够全部、迅速地发行出去,那么,在负债融资下该项目的净现值为:  $NPV_b = [(1+r)I - iI](1-t)/(1+k) - I$ ; 在股权融资下该项目的净现值为:  $NPV_c = (1+r)I(1-t)/(1+k) - I$ 。假设企业现有总资产的价值为  $A$ ,净资产价值为  $NA$ ,普通股总股数为  $n_0$ 。在负债融资的情况下,第 1 期期末预期净资产为:  $NA_b = (1+r-i)I(1-t)/(1+k) - I + NA$ ; 在股权融资的情况下,第 1 期期末预期净资产为:  $NA_c = (1+r)I(1-t)/(1+k) + NA$ 。

由于控股股东追求的目标是使其净资产价值最大化,因此股权融资方式下控股股东所占企业的净资产份额一定不小于负债融资方式下所占的份额,即  $CSNA_c \geq CSNA_b$ ,从而  $\alpha[n_0/(n_0+n_1)][(1+r)I(1-t)/(1+k) + NA] \geq \alpha[(1+r-i)I(1-t)/(1+k) - I + NA]$ 。其中,  $\alpha n_0/(n_0+n_1)$  表示发行新股后控股股东持有的股权比例,假定该比例仍可使控股股东保持控股地位,把  $n_1 = I/P$  代入上式,有:  $n_0 P [i(1-t)/(1+k) + 1] \geq NA - I + (1+r-i)I(1-t)/(1+k)$ ,即  $P \geq [(1+r-i)I(1-t) - I(1+k)]/n_0 [i(1-t) + (1+k)] + NA(1+k)/n_0 [i(1-t) + (1+k)]$ 。由于我国市盈率水平偏高,上市公司的新股发行价格远远超过新股发行前的每股净资产价值,因此上式右边的前半部分应大于 0,即  $(1+r-i)I(1-t) - I(1+k) > 0$ 。

一般情况下,  $I(1-t) > 1$  成立,从而  $r > [k-t-i(1-t)]/(1-t)$ 。该式右边就是企业利用股权融资实施投资项目的决策点。正常情况下,企业适用的所得税税率  $t$  要大于企业资本成本  $k$ ,即:  $k-t-i(1-t) < 0$ ,而  $1-t > 0$ ,因此  $[k-t-i(1-t)]/(1-t) < 0$ 。这意味着,只要收益率  $r$  大于一个小于 0 的数值就可以满足控股股东在企业中所占净资产份额增长的投资目标。换言之,

企业仍可通过股权融资来实施该投资项目,并达成净资产增长的目标,此时项目的净现值小于 0。事实上,即使在  $r \in [0, k]$  时,项目的净现值也为负,企业亦不应实施该投资项目。总之,在  $r \in ([k-t-i(1-t)]/(1-t), k)$  的范围内,企业无论采用何种方式筹资都是不合适的,此时的投资行为都属于过度投资行为。当然,如果企业不考虑权益成本,把股权融资所得资金视为“免费”资金,则当  $r \in (0, k)$  时就可能发生过度投资,此时企业的账面收益非负,这也是在成熟证券市场上经常发生过度投资的收益区间。

## 三、结论

本文采用一种简单的比较分析方法,对我国上市公司普遍存在的股权融资偏好与过度投资行为进行了阐释。我们没有采用一般意义上所有权与经营权相分离的委托代理模型,而是采用了以控股股东与经理人利益相一致的假设为前提的分析框架。尽管我国上市公司的控股股东与经理人之间存在着利益冲突,如存在着国有股的代理者与经理合谋侵占国有股股东与其他股东利益的现象,但我们还是把这种冲突内部化了。将这种矛盾内部化有利于我们对企业的融资偏好与过度投资行为进行分析,因为在这个问题上控股股东与经营者并没有利益冲突,控股股东占有控制权收益,经理人则可分享其中的部分租金,至少可以取得控制更多资源的私人收益。

集中的所有权结构为控股股东攫取控制权收益创造了条件,而高度投机性的证券市场则为控股股东攫取控制权收益铺平了道路。只要上市公司能够以较高的价格发行股票,其就可能发生实施净现值为负的投资项目的过度投资行为。只要控股股东通过发行股票所取得的控制权收益大于负债融资下的财务杠杆利益,企业就总会乐意选择股权融资方式。特别地,即使投资项目的收益率为负,但只要能确保控股股东的利益不受损害,企业仍可能通过股权融资方式实施该项目。因此,与成熟的证券市场相比,我国上市公司在存在股权融资偏好的情况下发生过度投资行为的可能性较大,这也是我国上市公司中普遍存在过度投资行为的主要原因。

上述结论引发的启示是,要提高我国上市公司的投资效率,首要的任务就是减少甚至杜绝控股股东攫取控制权收益的行为。其主要有两种途径:一是真正实现股票的全流通,使得控股股东与个人股东保持相同的投资目标;二是加强对中小投资者的保护。公司治理在很大程度上是一套外部投资者用来保护自己不受内部人侵害的机制,因而完善公司治理是加强对中小投资者保护的有效途径。考虑到我国上市公司特殊的所有权结构,我们对公司治理的研究与制度设计应在所有权与控制权集中的前提下展开,同时还要特别强调法律制度的建设 with 实施。

【注】 本文为教育部人文社会科学研究 2005 年度规划基金项目(项目编号:05JA790022)的阶段性成果。

## 主要参考文献

- ①文宏.融资偏好与融资效率——对我国上市公司的实证研究.当代经济科学,1999;6
- ②潘敏,金岩.信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资.金融研究,2003;1