



对上市公司再融资考核的思考

中南财经政法大学会计学教授 向德伟

我国上市公司对净资产收益率指标非常重视,因为它是决定企业是否具有再融资资格的唯一硬指标。上市公司再融资对净资产收益率的要求先期规定为10%,后改为不低于6%。然而从实践来看,上市公司再融资后就“变脸”的情况越来越多,有的甚至当年就亏损。可见,以单项指标作为认定再融资资格的依据并不科学,需要进一步完善。笔者认为,仅从单项指标的考核来看,净资产收益率也不是最优的选择。

第一,净资产收益率的计算,分子是净利润,分母是净资产,由于企业的净利润并非仅是净资产所产生的,因而分子分母的计算口径并不一致,从逻辑上讲是不合理的。

第二,净资产收益率可以反映企业净资产(股权资金)的收益水平,但并不能全面反映企业的资金运用能力。全面反映一个企业资金运作的整体效果的指标,应当是总资产收益率,而非净资产收益率。总资产收益率的计算方法是:净利润÷资产总额(即负债+所有者权益)×100%。经过比较可以看出,它与净资产收益率的差别是在分母的计算范围上。净资产收益率的计算分母是净资产,而总资产收益率的计算分母是全部资产,只有这样计算,分子分母在口径上才是一致的。

第三,运用净资产收益率考核企业资金利用效果,存在很多局限性,主要表现为以下五个方面:

(1)每股收益与净资产收益率指标互补性不强。由于各个上市公司的资产规模不相同,因而不能直接以各企业的净利润总额来考核。目前,考核上市公司经营业绩的标准主要是每股收益和净资产收益率两个相对数指标。然而,每股收益主要是考核企业股权资金的使用情况,净资产收益率虽然考核范围稍大(净资产包括股本、资本公积、盈余公积、未分配利润),但也只是反映了企业权益性资金的使用情况,显然在考核企业效益指标体系的设计上,需要调整和完善。

(2)以净资产收益率作为考核指标不利于企业的横向比较。由于企业负债率的差别,如某些企业负债畸高,导致某些微利企业净资产收益率却偏高,甚至达到了配股要求;而有些企业尽管效益不错,但由于财务结构合理,负债较低,净资产收益率却较低,反而达不到配股要求。

(3)由于各企业负债比重的差别,也使净资产收益率不一定能反映资金利用效果。这一点可从净资产收益率与负债比率的关系上看出来。总资产收益率=净资产收益率×净资产占总资产的比重,即净资产收益率×(1-负债比重),而净资产收益率=总资产收益率÷(1-负债比重)。从公式可以看出,在总资产收益率一定的情况下,负债比重越高的企业,净资产收益率越高,这难免带来一些副作用。例如,很多企业在发行新股

或配股后,不得不立即考虑“配套”用款,巨额筹资往往找不到投向,于是便大量地委托理财,造成很大风险。

(4)以净资产收益率作为考核指标也不利于对企业进行纵向比较分析。企业可通过诸如以负债回购股权的方式来提高每股收益和净资产收益率,进而掩盖其经济效益和资金利用效果不佳的真实情况。以2000年度实施国有股回购的上市公司“云天化”为例,该公司2000年的利润总额和净利润实际分别比1999年下降了33.66%和36.58%,但在当年回购国有股2亿股后,每股收益和净资产收益率的下降幅度分别只有2%和13%,远不如利润总额和净利润的下降幅度,这无疑会对投资者的决策产生不利影响。

(5)通过“超分配”也可提高净资产收益率。有些企业就是通过“超派现”,减少净资产来实现再融资的达标的。如西宁特钢,2002年推出10股派5.2元的方案,共派现3亿元,其当年的净利润仅为1.1亿元,上年的净利润也仅为1.3亿元,连续两年的净现金流量之和也仅为2.4亿元。当时这一超能力分配的方案引起了很多质疑,因为它同时推出了发行4.9亿元可转债的方案,这主要是为了提高净资产收益率,以便于顺利通过再融资审核,同时也可让大股东套现。

从以上分析可以看出,以净资产收益率指标作为企业再筹资的考核标准,弊病较多,而改用总资产收益率考核,较之合理得多,既可以恰当地反映企业资金利用效果,帮助投资者作出正确的投资决策,也可以在一定程度上避免企业玩“数字游戏”达标。此外还可以促使企业及时处理闲置资产和隐性损失(如待处理损失等),避免企业因隐性损失长期挂账(将递延资产和待摊费用待而不摊)而对企业长远发展形成隐患。

笔者认为,考核再融资的标准由净资产收益率改为总资产收益率为好,具体将再融资的资格线定为多少合适,可从两个方面考虑:①总资产收益率应不低于一年期银行存款利率。一个企业如果总资产收益率低于银行存款利率,从宏观方面来讲,意味着社会资源的损失和浪费;从微观方面来讲,意味着既不可能给投资者应有的回报,也不能补偿起码的资金成本,因而其再筹资行为必须加以限制。②目前的配股资格线是净资产收益率连续三年平均在6%以上,假定此规定是合理的,可在此基础上进行适当的换算。目前,企业合理的负债率应在50%~60%之间,当净资产收益率为6%时,按50%的负债率来计算,则总资产收益率=净资产收益率×(1-负债比重)=6%×(1-50%)=3%。若按60%的负债率来计算,总资产收益率应达到2.4%。综合来看,笔者认为应将再融资的考核指标改按总资产收益率,具体标准以3%为宜。□