

我国上市公司融资行为之特征描述

王志军 孙燕芳

(中国农业银行东营分行 山东东营 257019 中国石油大学(华东)经济管理学院 山东东营 257061)

【摘要】 由于我国上市公司所处的融资环境与发达国家存在较大差距,其融资行为表现出与西方企业不一样的特征,西方的一些主流融资理论对我国企业并不适用。本文对我国学者实证检验的结果进行分析,总结出我国上市公司融资行为的特征及其对投资活动的影响,并从中得出一些启示。

【关键词】 优序融资理论 股权融资偏好 融资约束 内部资本市场

一、我国上市公司融资行为的特征分析

1. 我国上市公司的优序融资检验。屈耀辉、傅元略(2007)以1994~2002年的上市公司为样本,根据Ordered-probit模型,证明了我国成长性不同的上市公司的融资顺序:高成长公司,1997年前的融资顺序是短期借款、配股融资、长期借款、内部融资,1997年后为短期借款、增发新股、长期借款、配股融资、可转换公司债券、内部融资。长期借款与权益融资的位置变化说明,1997年前配股融资优先于长期借款,1997年后增发新股优先于长期借款,增发新股在1997年后尤其是2000年后成为权益融资的主要形式。因此,对高成长公司而言存在着股权融资偏好。而低成长公司遵循了优序融资理论:内源融资优先于长期借款,长期借款优先于权益融资。

规模不同的上市公司的融资顺序,大规模公司1997年前的融资顺序是短期借款、长期借款、配股融资、内部融资;1997年后是短期借款、长期借款、内部融资、增发新股、配股融资、可转换公司债券。可见,1997年前后均是长期借款优先于权益融资,这说明大公司遵循了优序融资理论。就小公司而言,1997年前是配股融资优先于长期借款,这说明1997年前的小公司存在股权融资偏好;而1997年后遵循了优序融资理论,长期借款优先于配股融资。

由以上分析可知,我国上市公司在融资方面既不完全支持也不完全否定优序融资理论,存在着股权融资偏好。

2. 过度融资造成股权融资偏好的“错觉”。多数学者结合我国当时的资本市场环境和企业融资行为指出我国上市公司存在股权融资偏好。陆正飞、叶康涛(2004)在预先认定存在股权融资偏好行为的基础上发现,除融资成本偏低外,公司规模和自由现金流越低,净资产收益率和控股股东持股比例越高,则公司越偏好股权再融资。

近年来,一些学者开始对过度股权融资行为进行研究,并认为过度融资问题相对于股权融资偏好来说更加符合我国目前上市公司融资行为的现实情况。周健男(2006)以1995~2005年的上市公司的年度报告为依据,利用资金闲置率和流动资产比例等指标对我国上市公司是否存在过度股权融资进

行考察,结果表明我国上市公司过度融资的程度相当高。从资金闲置情况看,公告披露变更投资方向的上市公司中约有四分之一的募集资金被闲置,而大量的融资资金被用于委托理财也从另一个侧面证明了上市公司存在明显的过度股权融资现象。李小军(2009)选取1992~2006年非金融类上市公司为样本,指出中国上市公司资产负债率并不像支持股权融资偏好的学者观察到的那样逐年下降,相反,历年来中国上市公司资产负债率大致保持一种上升的趋势。以资产负债率水平来判断很难说中国上市公司偏好股权融资。所谓股权融资偏好,只是前几年中国上市公司选择股权再融资比例较大而给市场造成的一种“错觉”,而股权再融资比例较大是公司过度融资的表现之一,中国上市公司过度股权融资的同时也在进行过度债务融资,表现在中国上市公司上市后资产负债率持续上升。

3. 债务融资治理效率欠佳的表现。很多学者对我国上市公司的债务结构与公司绩效之间的关系进行研究,尽管没有达成比较一致的结论,但近期的研究更偏向于支持我国上市公司债务治理效率不佳的结论。

汪辉(2003)通过实证检验发现,总体上债务融资具有加强公司治理、增加公司价值的作用。张慧和张茂德(2003)的实证研究发现,流通负债对公司经营者业绩的提高起到了积极作用,由企业之间资金占用所形成的债务关系对公司所有者(股东)和经营者利益的维护有正面影响。邓莉、张宗益、李宏胜(2007)以2001~2004年上市公司为样本,专门探讨银行贷款对公司的治理效应,指出银行贷款无论期限长短,与公司绩效都呈显著的负相关关系。无论是短期贷款还是长期贷款,与公司自由现金流和管理成本费用率之间都呈正相关关系,说明银行债权没能有效约束公司经理人。

4. 上市公司中普遍存在融资约束。投资的融资约束效应是指因为融资条件不满足而产生的对投资的影响,该效应体现在两个方面:一是外源性融资形式的成本效应,二是外源性融资的被限制效应。当外源性融资形式具有成本效应,或即使承担较高成本也无法满足融资需求时,企业会主动使用内源融资形式。

法兹、哈伯德和彼得森开创了融资约束研究的先河,并成为肯定投资—现金流敏感性与融资约束正向相关的代表性观点。如果企业的现金流对投资水平的影响在统计上显著,表明企业的投资严格受制于现金流,受到了融资约束。国外关于融资约束研究的经验证据似乎模棱两可,但更多的研究支持了投资—现金流敏感性与融资约束之间正相关的观点;国内的研究结论也似乎普遍肯定了两者之间正相关的结论。

我国学者大多采用国外已有成果分析我国融资约束的现状。郭建强、张建波(2009)研究不确定性和融资约束对投资的影响时,以国有股持股比例、净资产回报和企业规模作为融资约束的代理变量,实证检验得出我国上市公司普遍存在融资约束,且随着国有股比例的上升,企业规模越大受到的融资约束越强。叶栋梁、马莎(2009)以股利发放率作为融资约束的代理变量,采用投资—现金流敏感性模型进行实证。根据代理变量将公司分为三类,实证结果说明第一类公司(年均股利 ≤ 0.1 元)受到融资约束,后两类公司(0.1 元 $<$ 年均股利 ≤ 0.15 元, 0.15 元 $<$ 年均股利)未受到融资约束。用“融资约束普遍性程度=受到融资约束的公司数量÷全部公司的数量 $\times 100\%$ ”进行度量,结论表明,我国上市公司受到融资约束的比例较高,达到了81.5%。

5. 建立内部资本市场解决融资约束及出现的融资功能异化。面对上市公司普遍存在的融资约束现状,我国学者用不同方法证明了,企业集团化运作所形成的内部资本市场能在一定程度上弥补融资约束。

黎来芳、黄磊、李焰(2009)通过对中国上市公司集团化运作的判定,发现过半上市公司实施了集团化,而且集团性质上市公司呈现出显著的逐年递增的趋势。通过实证检验得出,从静态视角,实施了集团化运作并形成集团式组织结构的上市公司所受融资约束显著较低;从动态视角,上市公司在集团化运作过程中的融资约束程度逐年下降。这表明,我国上市公司实施集团化运作的确有助于缓解融资约束。

二、我国上市公司融资行为对投资活动的影响

企业的投资决策与融资决策是密不可分的,我国上市公司融资行为所具有的特征会对其投资活动产生较大影响,造成投资的低效率。

1. 融资约束对投资行为的影响。连玉君、程建(2007)融资约束程度轻的公司倾向于过度投资,代理问题是导致现金流敏感性的主要原因;而融资约束较为严重的公司则表现为投资不足。

何青、王冲(2008)将制造业样本按市场竞争程度分类研究后指出,在高竞争行业中,融资约束对企业投资行为有更大的影响,这主要是因为企业为了不丧失已得市场份额,被动加大投资,而融资更加倾向于外部融资,导致了企业投资行为对于融资限制的依赖更大。在竞争程度较低的行业中,企业面对外部市场压力较小,可以充分运用多种融资手段,选择低成本的融资方式,此时企业更加注重现金流量,现金流量对于企业投资的敏感性较高。

尽管内部资本市场能够放松上市公司的融资约束,但有

学者证明内部资本市场在资源配置效率方面存在着无效率的现象——过度投资和交叉补贴。邵军、刘志远(2009)通过实证检验得出,国有系族企业通过内部资本市场配置资源时存在从高盈利成员企业向低盈利成员企业进行“交叉补贴”的现象,而且成员企业会通过向国有系族总部寻租影响总部投资决策,更容易获得追加投资,导致投资过度。王峰娟、安国俊(2009)以华润集团为例分析指出,集团公司通过多元化并购构建内部资本市场,但过度多元化会导致过度投资,产生多元化折价;而多元化发展反过来又造成了内部资源的不足。

2. 债务融资对投资行为的影响。现代公司金融理论认为,负债融资对企业投资行为的影响具有两面性:一方面负债融资带来的股东与债权人的冲突引发了企业的资产替代和投资不足行为,要么投资于减少债券价值和债权人收益的高风险项目,要么放弃对债权人有利的低风险项目的投资;另一方面,负债减少了可供经理人支配的现金流,并使经理人面临更多的监控和破产风险,缓解了股东与经理人冲突带来的过度投资行为。西方学者以成熟的市场经济为背景,通过实证研究证明了债务融资可以对股东与经理人冲突所带来的过度投资问题起到约束功效。

考虑到我国现行的产权制度安排,政府对企业的非赢利性干预作用,上市公司受到股权结构以及政策环境等诸多因素的影响,在融资和投资行为上都表现出了与西方发达国家上市公司不同的特点。

梅丹(2005)验证了负债融资与投资支出之间的负相关关系。童盼、陆正飞(2005)指出,在我国上市公司中,负债融资影响着企业的投资行为,负债比例与企业投资规模之间呈现负相关关系。江伟(2004)从负债的两面性与企业价值的角度进行研究,结果表明,对于高成长性公司而言,负债没有引起上市公司投资不足的问题,却反而导致公司严重的资产替代问题;而对于低成长性公司而言,负债没有引起公司的资产替代问题,但负债的控制效应却没有发挥出应有的作用。

岳续华(2008)年实证研究指出,对于低成长性企业来说,企业负债与投资规模之间的负相关关系更显著,这说明相对于高成长性公司而言,负债融资抑制过度投资的作用在低成长性公司中会更明显,从另一方面也说明对于高成长性企业而言,负债没有起到抑制过度投资的作用。另外对于低成长性企业而言,大股东的控制权与现金流权的分离程度越大,企业的负债越多,企业的投资也越多,主要是由于大股东追求私有收益的动机导致的过度投资。

徐向艺、李鑫(2008)对中国上市公司滥用自由现金流的过度投资行为的实证研究表明,上市公司过度投资程度与短期负债负相关,与长期负债正相关;而在总体上,上市公司过度投资程度与企业负债水平无显著相关关系。也就是说,短期负债水平的提高可以在一定程度上抑制企业的过度投资倾向;而长期负债不仅未对上市公司过度投资起到应有的约束功效,反而加剧了上市公司的过度投资倾向。

三、启示

由于我国现行的产权制度安排,地方政府对企业的非营

我国股市市盈率变动区间的合理性考察

石五学(教授) 武 鹏

(河南师范大学经济管理学院 河南新乡 453007)

市盈率(P/E),是指股票的每股购买价格与公司的每股税后利润的比率,全称为“市价盈利比率”,是股票市场基本分析法中用于衡量股票投资价值的重要指标之一。其经济涵义是:按照公司当前的经营状况,投资者通过公司盈利要用多少年才能收回自己的投资,在投资者眼中,50 倍的市盈率意味着要用 50 年才能从回报中收回投资。市盈率的计算公式为:市盈率(P/E)=股票市场价格 P/每股税后盈利 E。

一、我国市盈率的变化及国际对比分析

1. 我国市盈率的变化。从 1992 年股票市场正式建立以来,市盈率偏高已成为我国股市的一个重要特征。在将近 20 年的时间里,具有代表性的上证市盈率平均都处于 30~40 倍之间,有些年份随着股市泡沫的急剧膨胀,更是达到了 50~60 倍,紧接着就是泡沫破裂后的极度萎缩:市盈率降到了 15 倍左右。这种大起大落情况极大地挫伤了投资者的投资热情,加上中国股市只能通过买涨才能赚钱,投资者在这样的投资思维理念束缚下出现了巨大亏损。

2. 与国际市场的市盈率进行对比分析。在国外的市场上,市盈率通常保持在 20 倍左右,详细见表 1。

从表 1 可以看出,我国股票市场从 1995 年到 2009 年年平均市盈率达 33.53 倍,不仅高于市盈率 15~20 倍的国外发达国家,而且高于新兴市场国家的股市市盈率,因此多年来众多学者对我国股市市盈率偏高的指责成为了惯例。

利性干预,上市公司受到股权结构以及政策环境等诸多因素的影响,我国上市公司融资行为表现出了上述特征,并造成了投资活动的低效率。

从中我们可以得出几点启示:①上市公司普遍存在的融资约束问题充分反映了金融体系对投资活动的抑制。因此,推进我国金融体系的市场化改革,缓解公司融资约束是提高公司业绩,促进经济发展的重要保证。②上市公司银行债务比重高,债务融资治理效率欠佳,以及负债无法起到约束投资过度行为,甚至加剧国有控股上市公司的投资过度等现象,充分反映出地方政府、国有商业银行和国有上市公司之间形成的预算软约束。因此,完善国有银行商业化经营,避免政府的行政干预,优化上市公司的债务结构都是未来改革的重点内容。③控股股东为谋取私利而侵占公司资产和我国金融市场不发达导致的融资难度较大等是导致上市公司做出过度股权融资决策的重要影响因素。因此金融市场的发展,多种融资渠道的

表1 1995~2009年我国与国外股市市盈率统计

年份	中国	纽约	伦敦	香港	韩国	台湾
1995	15.70	13.89	15.6	11.4	16.6	21.3
1996	31.32	15.71	16.2	16.7	18.0	29.0
1997	39.86	18.58	19.2	12.1	9.8	27.0
1998	34.38	21.88	23.3	10.7	27.8	26.1
1999	38.13	25.13	30.5	26.7	34.6	47.7
2000	58.22	22.85	23.3	12.8	15.4	14.8
2001	37.71	31.06	20.3	12.2	29.3	41.6
2002	34.43	29.00	17.7	14.9	15.6	41.8
2003	36.54	27.88	18.3	19.0	10.1	24.8
2004	24.23	20.44	14.7	18.7	15.8	12.6
2005	16.33	18.85	14.0	15.6	11.0	17.6
2006	33.30	18.16	13.4	17.4	11.4	19.0
2007	59.24	25.48	11.8	22.5	16.8	15.3
2008	14.85	16.13	6.3	7.3	9.0	9.8
2009	28.78	18.73	16.8	18.1	23.7	110.5
均值	33.53	21.58	17.43	15.74	17.66	30.59
标准差	13.19	5.16	5.66	4.96	7.81	24.81

笔者对我国市盈率偏高的现象进行了微观方面的分析,计算了 2001 年到 2008 年不同行业的市盈率变化情况。其中

平衡发展对规范上市公司融资行为有重要意义。④对集团化企业内部资本市场运作导致的大股东掠夺效应反映出现行法律对中小股东的保护不足。另外,内部资本市场运作造成的投资过度、多元化折价等资源配置效率下降,以及企业财务风险放大的现象,为金融监管部门对资金的监控提供了依据,同时还反映出内部资本市场的组织边界合理确定的重要性。

主要参考文献

1. 屈耀辉,傅元略.优序融资理论的中国上市公司数据验证——兼对股权融资偏好再检验.财经研究,2007;2
2. 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析.经济研究,2001;11
3. 陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗.经济研究,2004;4
4. 郑祖玄,周晔,李达等.非流通股与过度股权融资.世界经济文汇,2004;4