

考虑财务风险因素的 制造业上市公司业绩评价研究

邵琪 秦雨

(四川大学工商管理学院 成都 610065)

【摘要】根据风险越大收益越高的基本财务管理原则,同一行业的上市公司每年给予其股东的回报应该与公司风险呈正相关关系。在评价上市公司每年业绩时,不能只单纯考虑其权益净利率的大小,更应结合上市公司的风险因素综合衡量公司是否给予了股东与其所承担风险相匹配的回报。为验证上述理论在我国资本市场上是否有效,本文以上市公司的财务风险作为切入点,通过资本资产定价模型以及财务杠杆卸载/加载模型进行实证研究。

【关键词】制造业上市公司 财务风险 业绩评价

一、研究意义

现代企业管理中,风险早已不只是损失这一单纯含义,更意味着一种不确定性,一种获利的机会,资本市场上的投资者没有选择把资金存放在风险近乎于零的银行,而是进行债务投资或是股权投资,这一选择使得投资者不得不承担市场上的风险,作为回报,投资者理应得到高于银行存款利息的收益,而且当风险增大时,这种风险收益率也理应增大。因此,高风险能否获得高收益是投资者在选择投资对象时理应考虑的一个问题,这也正是财务管理的基本理论。

由于信息不对称性和风险评估技术的限制,很难明确辨

1999年,是高速公路网络化建设的起步阶段。在此期间,湖北省建成了高速公路网的基本骨架,东西、南北主框架基本完成,以武汉为中心,建成岱黄、宜黄、黄黄等高速公路。在形成高速公路网之前,单条高速公路的建设在前期带动了沿线经济的快速发展,但社会经济效益并没有充分发挥。随着经济带哑铃现象的不断加剧,2000~2002年间高速公路经济效益值又开始急剧下降。2003年以后,由于高速公路的网络化逐步形成,一方面公路的网络化直接带动了区域经济的迅速发展,另一方面由于高速公路网络化大大削弱了由单条高速公路所引起的经济带哑铃现象,在一定程度上带动了湖北省区域内城市的均衡、协调发展。

因此,从2003~2009年这一期间来看,湖北省高速公路网的经济效益值实现飞跃之后呈逐步上升的趋势。这说明随着高速公路网逐渐规模化,高速公路网络化的规模化效应引领并带动了湖北省经济的迅速发展。在这一阶段,湖北省高速公路网以相对较少的投入获得了经济社会系统的较大产出,促进了湖北省全省经济的迅速发展。

综上,选取对于评价多输入多输出系统具有较好适应性的DEA评价法作为高速公路网对经济带哑铃现象削弱作用定量评价的方法,能够比较清楚地得出高速公路网对单一高

别上市公司存在的所有风险,非专业人士更难将风险量化,唯有财务风险可供我们揭示上市公司风险与收益的关系。

财务风险是公司丧失偿债能力而导致投资者收益下降的风险,企业一旦进行债务融资,股东就必须承担因负债而产生的财务风险。而且随着负债比率的增加,到期还本付息的压力会增大,倘若企业到期无法偿还债务丧失了信用,甚至进入破产程序进行清算,那么投资于该企业的股东就会遭受重大损失。根据风险越大、收益越高的普遍共识,我们可以得出以下结论:在同一行业下,企业负债率越高,企业财务风险就越大,在不考虑其他风险因素的情况下,股东要求的报酬率也应提高。

速公路产生的经济带哑铃现象削弱的一般规律。因此,进一步加强高速公路网络化建设是引领区域甚至整个国家社会经济更快更好发展的重要途径。

四、结语

本文基于DEA评价法,通过构建高速公路网社会经济效益评价指标体系,对高速公路网削弱哑铃现象进行了系统定量评价。研究表明,高速公路网削弱哑铃现象后使得区域社会经济发展状况明显改善,大大促进了区域经济的协调发展。当然,高速公路网对经济带哑铃现象的削弱作用除了运用上述DEA评价方法,还可以综合运用其他方法进行分析与评价,这有待在以后的研究中进一步分析。

【注】本文系武汉理工大学自主创新研究基金(在校研究生创新研究项目)“基于经济边界理论的高速公路网经济效益评价——对经济带哑铃现象削弱的研究”(项目编号:2010-ZY-GL-022)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 王广振等. 高速公路经济和社会效益分析. 财务与管理, 2010;2
2. 周红云. 浅谈高速公路经济建设对区域经济的影响. 科苑观察, 2009;4

二、研究设计

1. 数据选择。本文采用的是 2006~2009 年所有制造业上市公司的年报数据,剔除了以下样本:ST 类公司;资产负债率超过 95%的公司(因为此类公司明显风险高,收益不理想,且其利润指标有更大的可能性被用于进行盈余调控,对于理性投资者来说缺乏投资价值,而且其较为极端的指标值会影响分析结果,带来偏差),剩下 2 479 个样本。

2. 模型运用。资本资产定价模型(CAPM)是由美国学者夏普、林特等建立起来的用于衡量风险大小的模型,来帮助投资者决定所得到的额外回报是否与承担的风险相匹配,公式为:

$$K_i = R_f + \beta \times (K_m - R_f) \quad (1)$$

其中:R_f为无风险收益率,在本次分析中,我们用当年一年期银行存款利息率的加权平均数来代替;β×(K_m-R_f)为风险报酬率;K_i为股东在当前 β 风险系数下应得的报酬率。

杠杆卸载/加载公式:

$$\beta_{\text{资产}} = \beta_{\text{权益}} / [1 + (1 - T) \times D/E] \quad (2)$$

$$\beta_{\text{权益}} = \beta_{\text{资产}} \times [1 + (1 - T) \times D/E] \quad (3)$$

其中:β_{权益}是在当前债务水平及企业所得税水平下,企业的风险系数,T为企业所得税税率,D为企业债务规模,E为企业权益规模;β_{资产}为卸载掉债务融资带来的财务风险之后股东应该承担的风险。

该公式是对有税条件下 MM 理论的运用,企业债务融资比例越高,由于所得税的影响,企业的价值越大,由于债务带来的风险因素的影响,股东要求的权益净利率也会较高。

3. 杠杆卸载及计算结果分析。结合式(1)和式(2),首先通过 K_i-R_f求得当年制造业上市公司的风险报酬率,其次通过杠杆卸载模型,求得每一制造业企业在剔除财务风险因素即考虑各自经营风险因素后的风险报酬率水平,最后根据当年制造业上市公司的平均数,假定整个行业在不进行债务融资前提下的平均风险报酬率。可得到下式:

$$HYFXXS = \{ \sum [(K_i - R_f) / (1 + (1 - T) \times D_i / E_i)] \} / n \quad (4)$$

从制造业 2006~2009 年整体数据(见表 1)可以看出,制造业是一个较为成熟稳定的行业,其资产负债比率并不会随着年份的变动产生太大变化。同时制造业是一个微利行业,而且近两年制造业剔除财务风险因素后的行业平均风险收益率有明显的下降趋势,这由以下原因造成:①2008 年处于经济危机全面爆发之前,我国处于加息周期的末端,无风险收益率较高,这对于微利行业的制造业来说,从融资和发展方面带来不小的冲击;②作为微利行业的制造业,由贷款产生的财务费用较大影响行业收益水平,行业当年卸载财务风险后平均风险收益率与行业财务费用总和的相关系数达到了-0.934,利息费用越高,行业整体收益能力越差;③2008 年开始逐渐显现的金融

危机对制造业企业产生了不小的冲击,降低了制造业企业整体的获利水平。

表 1 制造业 2006~2009 年基本数据表

年份	2006	2007	2008	2009
无风险收益率(一年期存款利率加权平均计算得出)	2.349%	3.209%	3.928%	2.25%
企业所得税税率	33%	33%	25%	25%
当年行业平均资产负债率	49.28%	48.55%	48.85%	49.19%
行业当年卸载财务风险后平均风险收益率(HYFXXS)	4.230 4%	4.766 7%	2.169 9%	3.746%
行业财务费用总和	24 333 294 532	33 762 549 773	83 958 168 963	40 335 794 228

可以看出,一方面,与新兴产业相比,较为成熟的制造业面临的行业系统风险较为有限,发生概率也较低,但另一方面,其微薄利润的行业特征也没有赋予制造业企业更强的对抗风险的能力,一旦爆发诸如市场风险、法律风险、环境风险等系统风险,则整个行业也会承担更为沉重的压力和较大的财务风险。

4. 杠杆加载及计算结果分析。制造业的微利现状使得该行业的投资者更应该研究个别投资对象的非系统风险,其中财务风险应是投资者重点关注的一项风险因素,尽管从行业整体来看,每年的资产负债率波动微小,但其中各企业的资产负债率差异却较大。股东不能只是狭隘地以各企业的股东权益报酬率为衡量指标,更应该看到其背后的财务风险因素。

以上文计算出的卸载了财务风险后的行业平均风险收益率(HYFXXS)为当年常数,将模型中式(1)和式(3)相结合,首先计算出所有企业在其债务融资水平及当年企业所得税水平下,应该为股东带来的风险报酬率,其次加上当年的无风险报酬率,就是企业投资者在当年财务风险水平下应该取得的权益净利率,公式如下:

$$R_k = HYFXXS \times [1 + (1 - T) \times D_i / E_i] + R_f \quad (5)$$

根据式(5)计算出的数据与公司实际的权益净利率进行比较可以分析高水平负债企业的股东是否收获与其风险相匹配的收益。

从图 1~图 4 可以看出,低负债水平下,企业获利能力比较乐观,而当资产负债率达到较高水平后,上市公司取得的收益率均没有达到考虑财务风险因素后股东应得的权益净利率。除 2007 年上市公司取得了不错的权益净利率以外,其他年份股东权益净利率随着负债比率的提高不但没有增加,反而呈现减少的趋势。

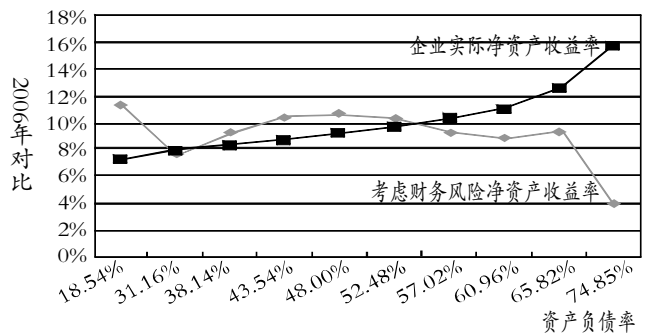


图 1

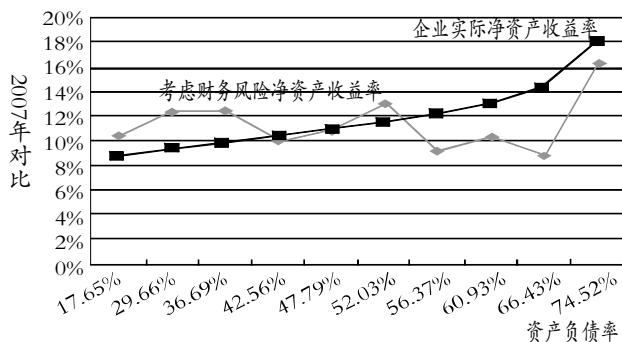


图 2

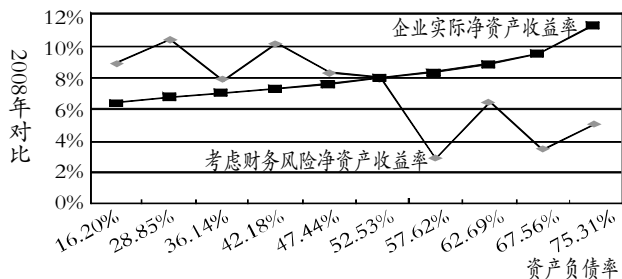


图 3

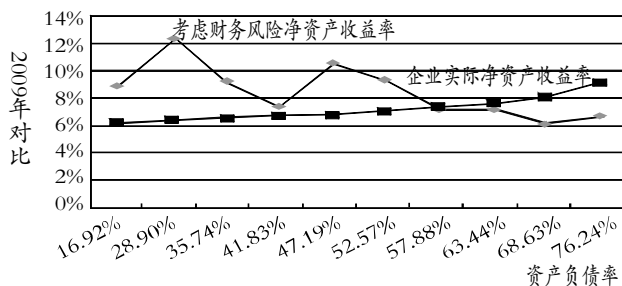


图 4

从图 5 可以看到,低资产负债率的制造业上市公司实际取得的权益净利率高于考虑了财务风险因素的理论权益净利率,而当资产负债率逐步提高达 55% 以上时,企业实际权益净利率有明显的下滑过程,说明投资于高资产负债率企业的投资者不但要承受更高的财务风险,而且收获的权益净利率更低,这显然与高风险高收益的基本财务管理原则相违背。

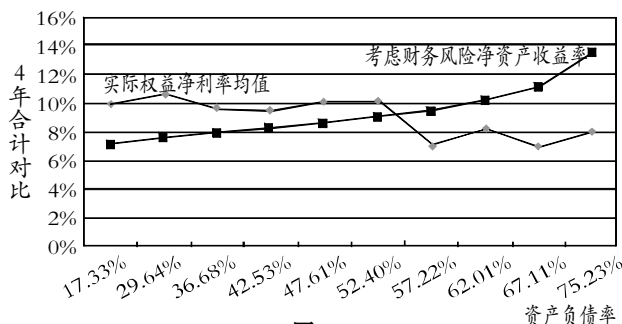


图 5

将 4 年合计对比图中的实际权益净利率均值(A)减去考虑财务风险因素后的理论权益净利率均值(B)后得到图 6,更加能够明显地看出,资产负债率越高的企业越不能为股东提供与其承担风险相对等的回报,结合制造业企业本身具有的

微利特征,在未来仍希望投资于制造业企业的投资者必须对高资产负债率的制造业企业予以回避。

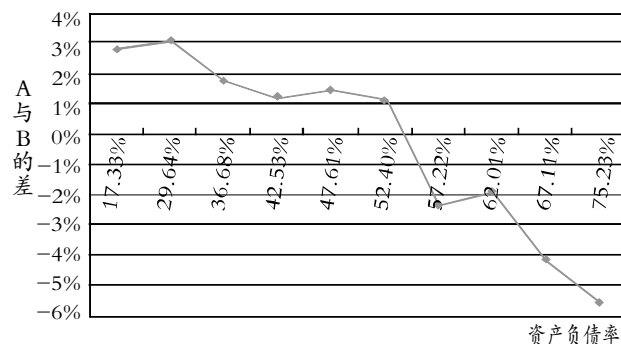


图 6

从表 2 可以看出,资产负债率与销售净利率相关系数为 -0.219,说明企业经营活动的效率随着负债比率的提高而减弱,而资产负债率与单位资产产生的经营活动现金流量之间 -0.152 的相关系数说明负债比率越高,企业不但需要承担更多的债务偿还压力,而且其使用资本进行经营活动产生现金的能力在减弱。这也说明制造业公司的负债越高时,企业获得利润的能力不但未随风险增加而提高,反而呈反方向变化。

表 2 相关系数表

		销售净利率	单位资产产生的经营活动现金流量
资产负债率	Pearson Correlation	-0.219**	-0.152**
	Sig.(2-tailed)	0.000	0.000
	N	2 480	2 480

**：Correlation is significant at the 0.01 level(2-tailed)。

三、结论

债权融资对公司业绩缺乏激励效用,这是多个方面原因造成的,诸如《公司法》、《破产法》对债权人权益保护的不足,会计信息失真使得债务人与债权人之间的信息不对称,银行作为重要债权人无论在放贷过程还是在贷款监督方面都没有履行足够的权利和义务等,这使得债务激励成为空谈。

我国上市公司将“做大”摆在“做强”前面,喜好利用融资盲目扩大企业规模,这使得提高销售收入、提高利润绝对数的项目受到青睐,而对由此带来的股东权益报酬率的降低及高风险并不在意。这是典型的忽视股权融资成本、漠视股东利益的行为,上市公司不分配股利或是股利微少是普遍现象。

对于我国上市公司来说,债务融资到期还本付息是必须履行的责任,根据计算 2006~2009 年所有制造业企业发生的财务费用占净利润的 25%,这说明了本身微利的制造业不但不能从债务融资中获得效益方面的激励,而且还需要为负债承担沉重的还款压力,这也是高资产负债率的制造业企业无法获得令人满意的权益报酬率的重要原因。

主要参考文献

1. 谢桦.上市公司融资结构理论评述.财务与会计,2011;1
2. 王珉.论财务管理目标和资本结构优化.现代会计,2008;2