

# 上市公司募集资金投向变更研究综述

冯晓 崔毅(博士生导师)

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

**【摘要】**上市公司募集资金投向变更屡屡发生,已引起广大投资者的密切关注。本文对上市公司募集资金投向变更原因、影响因素、募集资金投向变更对企业绩效的影响以及市场对募集资金投向变更的反应四个方面的研究成果进行了综述,并对如何完善资本市场股票发行和募集资金使用监管制度提出了一些建议。

**【关键词】**上市公司 募集资金投向变更 企业绩效

我国上市公司募集资金投向变更比较普遍,已引起广大投资者的密切关注,国内不少学者都对此进行了深入研究。目前来看,研究内容主要集中在募集资金投向变更的原因、募集资金投向变更的影响因素、募集资金投向变更对企业绩效的影响以及市场对募集资金投向变更的反应四个方面。本文拟对这方面的现有研究成果进行综合评述。

## 一、募集资金投向变更的原因

从宏观层面来讲,上市公司募集资金投向变更与我国当前以项目为核心的股票融资制度、以股权分置改革为契机的证券市场改革、政府行政干预力度和全球金融危机对实体经济的影响都不无关系。董屹(2006)从股票融资制度缺陷的独特视角来审视我国上市公司变更募集资金投向的行为,并对上市公司募集资金投向变更与相关当事方的关系进行了梳理,从一个新的视角对上市公司募投投向变更与公司治理、法规制度和市场发展之间的关系提供了研究思路,总结出了目前监管制度背景下上市公司的行为规律。

正是基于对当前证券市场环境的研究,有学者(如董屹)建议我国股票融资制度应从“项目型”向“打包型”转变,即上市公司将募集资金所需数额按项目分类披露变为按相关用途分类打包披露,允许上市公司将募集资金用于满足公司除指定项目需要外而进行其他的正常投资或业务建设。笔者认为,目前从宏观方面提供解决思路的研究较少,上述建议对后续研究有启发,但是否适合我国当前资本市场的实际情况,监管方如何确定监管边界还值得进一步研究。

从中观层面来讲,上市公司募集资金投向变更行为与公司所处的地域、行业、上市板块和创业投资发展水平都有关系。王忻(2009)研究中小企业板 273 家上市公司募集资金使用情况后发现,大部分公司做到了制度健全、使用规范,募集资金变更比例不高。但是,还有少数公司存在募集资金管理不善、使用进度缓慢、频繁补充流动资金、变更用途比例较高等问题。他针对中小板企业募集资金使用情况,提出要适时引入存量发行方式与储架发行机制、加强对募投项目出现异常情形公司信息披露的监管及惩戒力度、进一步完善相关制度等

建议。笔者认为,当前从中观层面对变更募集资金投向原因进行的研究较少,因此建议对募集资金投向分地域、分行业进行研究,以及对在主板、中小板和创业板上市的公司进行对比研究,以提出有针对性的改进建议。

从微观层面来讲,上市公司募集资金投向变更与公司的投资决策水平、股权结构、关联方交易等有关。朱武祥、朱白云(2002)研究后认为,上市公司募集资金投向“变脸”不可忽视的原因是财务决策体制存在问题:可行性研究不够、财务预测能力不强、技术分析水平不高等。这些问题导致决策不准甚至失误。伍惠(2003)通过研究认为,我国上市公司投资决策不当是导致其盲目变更募投投向的深层次原因。刘勤等(2002)研究后认为,许多上市公司之所以随意更改募投资金投向:一方面是其纯粹出于圈钱的目的而随意拼凑投资项目;另一方面是其没有长远发展战略而盲目跟风追逐市场投资热点。笔者认为,虽然当前对募集资金投向变更微观层面的研究为上市公司提高投资决策水平提供了理论依据,但缺乏结合具体变更募集资金投向决策进行的案例研究。

总的来看,目前只有少量研究试图从宏观、中观、微观层面研究募集资金投向变更行为的原因。刘少波、戴文慧(2004)研究后认为,融资成本约束缺失、证券市场约束机制缺失、上市公司诚信约束缺失和公司治理约束缺失是导致上市公司变更募投投向的主要原因。

## 二、募集资金投向变更的影响因素

从公司内部来讲,影响募集资金投向变更的因素主要有:公司规模、长期投资、关联方交易、闲置资金及股权集中度、内部控制制度、公司的成长性、股权结构、大股东圈钱、融资受限、公司的投资机会、业绩、资金被占用、大股东持股比例、公司治理结构的复杂程度、资产规模和债务约束等。研究者普遍认为,变更募集资金投向的几率和程度与公司规模、长期投资、业绩显著负相关,而与关联方交易、闲置资金、股权集中度、多元化程度、内部控制制度显著正相关。

目前的研究模型通常将企业的外部因素作为控制变量,显得不够全面,因此笔者建议在以下方面进行改进:

第一,针对不同动机的募集资金投向变更行为,可以分类设计研究假设,如假设变更为对外投资与股权集中度、大股东资金占用和关联方交易相关,或假设变更为对内主营业务与公司的投资机会、公司投资决策水平相关。

第二,针对股权结构方面的变量,除了可以考虑第一大股东持股比例、股权集中度,还可以区分不同股权性质如区分国有股和非国有股进行研究。

第三,鉴于风险投资机构在IPO、配股、增发融资过程及后续资金管理中所扮演角色的重要性,可以研究风险投资机构对募集资金投向变更的影响,其影响程度可通过中小企业板和创业板上市公司的实证研究来说明。

第四,研究越来越受到重视的IPO超募资金对募集资金投向变更决策的影响。

在研究募集资金投向变更的影响因素时,绝大部分研究使用的是多元线性回归研究模型,在后续研究中可以考虑使用因子分析、结构方程等统计方法进行研究。

### 三、募集资金投向变更对企业绩效的影响

当前研究募集资金投向变更决策对企业业绩的影响,运用的方法主要是财务指标法。刘少波、戴文慧(2004)选择主营业务收入、主营业务利润和税后利润三个指标对样本公司募资到位前后三年的业绩进行了对比分析。唐清泉、罗党论、陈美玉(2005)用ROA和ROE衡量公司业绩。刘津、郭志明、李礼(2008)用财务指标ROA、ROE、EPS衡量公司绩效。郭昱(2008)从公司价值、盈利能力、发展能力三个方面综合考察募集资金的投资效果。薛爽、杨静(2006)用上市公司IPO当年和之后3年的财务指标来衡量资金的使用效率,用市场对配股公告的反应、配股的发行费用率和配股折价幅度来衡量再融资成本。笔者认为,运用财务指标法要注意到募集资金投向变更的效果具有滞后性,变更募集资金投向对变更当年企业的绩效影响或许不大,但应该考虑到其对后续年度的持续影响,因此需要运用更加科学的统计方法。

除了财务指标法,还有些学者运用数据包络法(DEA)、问卷调查法、结构方程法等。张凤娜(2010)运用DEA以2004年上市的38家中小板公司作为样本,从各输入输出变量的合计改进、输入变量的改进(包括用于规模扩张、技术改造的资金)、输出变量的改进(包括产出的改进、净资产收益率、扣除非经常性损益的净利润),探讨中小板上市公司募集资金整体使用效益。肖钢(2008)基于问卷调查的结果,采用结构方程模型研究我国上市公司募集资金闲置与投资绩效低迷之间的关联性,取得了一定的研究成果。

上述方法研究募集资金变更投向对企业绩效的影响总的来看说服力还不够强,说明这些方法还存在不足。不过它们为之后的研究提供了有益的启示。

### 四、市场对募集资金投向变更的反应

当前针对市场对募集资金变更投向的还比较研究还比较少。刘斌、段特奇、周轶强(2006)的研究表明,我国上市公司募集资金变更投资方向公告并不具有信息含量,募集资金的使用尚未成为投资者进行投资决策的重要依据。杨文全、薛清梅

(2009)利用事件研究法来观测IPO募资投向变更之后的市场反应情况。结果表明,上市前后经营业绩下降幅度越大,越会引起IPO募资投向变更,而这种变更能够改进未来经营业绩,因为这种投资变更从总体上看是一种具有“好”的动机的善意行为。但由于中国资本市场发展尚处于初级阶段,因而市场的有效性并不强,投资者对IPO募资投向变更消息基本上持负面反应。池明举(2006)以中国A股市场2004年进行募集资金投向变更的121家上市公司为研究对象,通过计算市场超额收益率,结果发现,我国资本市场募集资金变更公告对上市公司带来了显著的负面影响,但是对上市公司各交易日的超额收益率没有显著影响。

可以看出,研究者在这方面的研究持有不同的观点,有的研究认为我国资本市场对募集资金投向变更没有反应,有的研究则认为投资者对募集资金投向变更信息持负面反应。这是由于不同研究者或使用了不同的研究样本或观测了不同的窗口期或使用不同的研究方法的缘故。总的来看,不管哪种观点,目前都还缺乏令人完全信服的根据。

### 五、研究展望

对募集资金投向变更的研究要基于企业的投融资视角,提出合理规范募集资金投向的建议来实现对中小投资者权益的保护。笔者认为,后续研究要在微观层面强调企业提高自身的投资决策水平和诚信使用资金觉悟的重要性,创新研究显著影响募集资金投向变更的因素。同时,还要在中观层面对不同板块、不同区域、不同行业的公司募集资金使用情况进行分类研究,特别要研究不同动机下的募集资金投向变更对公司绩效的影响。更重要的是,要从宏观层面提出完善资本市场股票发行、信息披露、募集资金使用监管的制度意见,提高资本市场的有效性,帮助投资者理性进行投资。

#### 主要参考文献

1. 王忻. 2008年中小板公司募集资金使用情况分析. 证券市场导报, 2009; 7
2. 朱武祥, 朱白云. 募集资金投向“变脸”探析. 科学决策, 2002; 9
3. 刘少波, 戴文慧. 我国上市公司募集资金投向变更研究. 经济研究, 2004; 5
4. 张为国, 翟春燕. 上市公司变更募集资金投向动因研究. 会计研究, 2005; 7
5. 朱云, 吴文锋, 吴冲锋. 圈钱行为与后果: 募集资金滥用与再发行长期业绩恶化. 上海交通大学学报(自然科学版), 2007; 41
6. 刘津, 郭志明, 李礼. 上市公司募集资金闲置与公司绩效的实证研究. 经济问题探索, 2008; 4
7. 郭昱, 顾海英. 首发募集资金投向变更的影响因素研究. 统计与决策, 2008; 11
8. 刘斌, 段特奇, 周轶强. 我国上市公司募集资金变更投向的市场反应研究. 当代财经, 2006; 10
9. 杨文全, 薛清梅. IPO募资投向变更、经营业绩变化和市场反应. 会计研究, 2009; 4