

文章编号:1005-9679(2017)06-0001-05

中国股票市场增发资金使用 对产业转型升级的效应研究

印高远, 杨朝军

(上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200030)

摘要: 股票融资能够促进产业转型升级已成为众多研究文献的共识,而增发融资是目前股票市场最主要的融资方式。文章以 2008—2013 年沪深两市所有进行增发融资的上市公司为研究样本,运用实证分析法分析不同融资用途的增发资金对产业转型升级的影响,结果发现:传统和新兴行业增发用于兼并收购的融资能提高企业盈利能力和规模扩张能力,促进产业转型升级;传统行业增发用于扩大产能降低了传统公司的盈利能力,不利于转型升级;新兴行业增发用于扩大产能提升了高科技公司的规模扩张能力,可以促进转型升级。

关键词: 增发融资;募集资金用途;转型升级

中图分类号: F 832.5 **文献标志码:** A

Research on the Impact of the Usage of Funds Raised Through SEO on Industrial Transformation and Upgrading

YIN Gaoyuan YANG Chaojun

(Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China)

Abstract: This paper explores the impact of usage of funds raised through SEO on industrial transformation and upgrading by using the sample of public companies which carried out SEOs from 2008 to 2013. The empirical results show that: (1) if companies in traditional industries use the proceeds raised through SEO to expand capacity, it will hinder the process of industrial transformation and upgrading; (2) if companies in both traditional and emerging industries make use of the money to merge and acquire other companies, it can help the transformation and upgrading the economy. (3) if companies in emerging industries make use of the money to expand capacity, it can help the transformation and upgrading the economy.

Key words: SEOs; the usage of funds; the industrial transformation and upgrading

本文主要研究企业增发用于扩大产能、兼并收购的资金对产业转型升级的影响。宏观层面上,产业转型升级是指第一产业比重的下降和二、三产业比重的上升,但仅用此描述转型升级是远远不够的,转型升级的深层含义是指整个产业内部技术层次的提

升和生产效率的上升,包括传统行业新兴技术的改造和新兴行业的发展。基于以上分析,文章将从微观角度切入,将转型升级进一步细化成传统行业公司盈利能力的提升和新兴行业公司规模扩大;传统行业公司的利润率低,体量较大,转型升级意味着

收稿日期:2017-04-10

基金项目:国家社科基金重大项目“产业升级背景下优化发展中国多层次资本市场体系问题研究”(14ZDA046),负责人:杨朝军。

作者简介:印高远(1992—),男,浙江海盐人,硕士生,研究方向:金融市场。E-mail:yingaoyuan-1992@163.com;杨朝军(1960—),男,江苏宜兴人,教授,博士生导师,研究方向:金融市场与证券投资分析。E-mail:ycjsh1@163.com。

淘汰落后产能,升级生产技术或转型成为新兴行业公司,其根本目的是提升盈利能力;新兴行业公司本身盈利能力强但体量小,转型升级更多地意味着公司规模扩张。

1 假设的提出

企业在增发融资时必须披露具体的融资用途,本文假设融资后企业确实按计划安排融资资金的使用。一般来看,增发融资的用途可分为修建厂房或扩大生产线、收购兼并其他企业、进行技术改造、改善财务结构等。不同用途的融资会对企业产生不一样的影响,同时,即使是同种融资用途,对新兴行业 and 传统行业的影响也会不同。

首先,近年来我国传统行业公司的利润率低,资金运用的效率低下,其中的主要原因是随着我国经济的发展,传统行业公司的规模和数量大幅增加,竞争异常激烈,由此引发的产品降价使得很多企业利润率低下,甚至处于亏损状态。尽管如此,行业中的很多公司不仅僵而不死,而且继续融资扩大产能,其中的原因有二:1. 传统行业多为重资产行业,前期的投入成本(固定资产投资等)较大,根据微观经济学原理,尽管一家企业的平均收益小于平均成本,但只要大于平均可变成本,那公司就应该维持经营,以弥补短期内总是存在的不变成本的一部分;2. 一个高度同质化、竞争激烈的市场中,企业如果不扩大产能、提高产量、降低价格,就无法维持市场的竞争地位,会很快被其他的竞争者击败。在这样的博弈环境下,尽管所有企业维持现有价格和产能对它们最有利,但最终的结果必将是所有企业都扩大产能。本文认为,这种不断扩大产能的行为,比如新建厂房、扩建生产线,确实能够促进公司营业收入增长率的增长,因为只要投入足够多的资本,那么产出和收入就会有大幅的增长,但是,由于过度扩张,企业对费用的控制能力下降,同时外部的激烈竞争使得企业产品价格面临下降的趋势,因此公司的利润率会下降、盈利能力会降低。根据以上分析,提出本文第一个假设:

H1:传统行业增发融资用于扩大产能能够提升公司规模扩张能力,但会降低公司盈利能力。

其次,我国新兴行业的发展与传统行业不同。我国新兴行业起步晚,技术层次低下,目前正处于发展阶段,和发达国家有很大的差距。而正因为此,行业内公司对规模扩张的需求很强,需要大量资金进行生产线的建设,以扩大销量和收入,发挥规模效应,为企业的进一步发展打下基础。根据以上分析,

本文提出第二个假设:

H2:新兴行业用于扩大产能的融资不仅能够帮助公司实现营收增长率的提高,还可以通过规模效应实现盈利能力的提升。

收购兼并是企业增发融资中非常常见的融资用途,一般来说,收购兼并的标的是优质的资产。通过控制这些优质的资产,公司能够实现多种目的。对传统行业公司,能够通过收购技术层次较高的传统产业资产实现企业的技术升级,还能够通过收购新兴行业公司实现公司从传统行业到新兴行业的转型。对新兴行业公司,则能通过收购同行业公司扩大自己的规模,布局全产业链,产生上下游的协同作用,亦能通过收购新技术或新产品实现技术的革新和产品线的扩张。根据以上分析,本文提出第三个假设:

H3:无论是传统行业还是新兴行业的公司,兼并收购的增发融资不仅可以扩大公司规模、提升公司的规模扩张能力,还能够实现技术升级提升公司的盈利能力。

2 样本的选取和数据的搜集

2.1 样本的选取

本文以 2008—2013 年沪深两市所有进行了增发融资的上市公司为样本。2007 年及以前,我国 A 股市场存在股权分置问题,增发被认为是大股东“圈钱”的手段,股权分置问题被认为是造成我国再融资后公司绩效差的根本原因。2008 年,经过股权分置改革,该问题已基本得到解决,因此本文以 2008 年为搜集数据的起始年,而由于研究的部分变量需要滞后两年,为保证数据的完整性,文章将 2013 年作为搜集数据的结束年。另外,本文还剔除了金融行业公司和 ST 公司,最终样本总数为 914。

2.2 数据的搜集

本文关于增发融资项目数据,包括增发时间、增发融资的资金投向、募集资金量,均从增发说明书、公司年报、半年报等途径搜集而来;样本公司财务数据则来自于 WIND 资讯数据库。另外,本文用 Eviews7.2 分析软件进行实证研究。

2.3 增发融资数据库的建立与整理

本文对样本数据进行了进一步的处理,首先进行行业分类,根据 2012 年国家统计局颁布的《战略性新兴产业分类(试行)》、2013 年发改委颁布的《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》及国家统计局 2011 年第三次修订的《国民经济行业分类代码表》对样本公司进行新兴、传统行业的分类,最后得

到总数为 621 的传统行业公司样本以及总数为 293 的新兴行业公司样本。

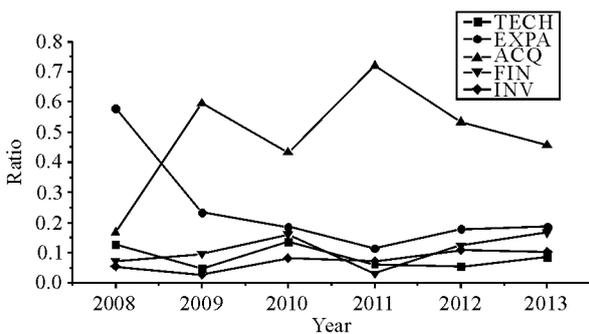
其次,进行融资用途标注,本文按照增发融资募集资金的具体投向将样本分为以下五类:1. 技术改造升级(TECH);2. 扩大产能(EXPA);3. 收购兼并(ACQ);4. 改善财务结构(FIN);5. 项目投资(INV)。对每一条融资项目的用途进行人工分析,完成近千条融资项目的行业分类和融资用途标注,最终建立了增发融资数据库。

2.4 样本数据的描述性统计

本文对传统行业公司样本以及新兴行业公司样本中增发资金的运用情况做了初步的分析,2008—2013 年,整个沪深股市上市公司共通过增发募集资金 1.47 万亿,其中传统行业公司 1.15 万亿,新兴行业公司 0.32 万亿,前者占据绝对的优势。

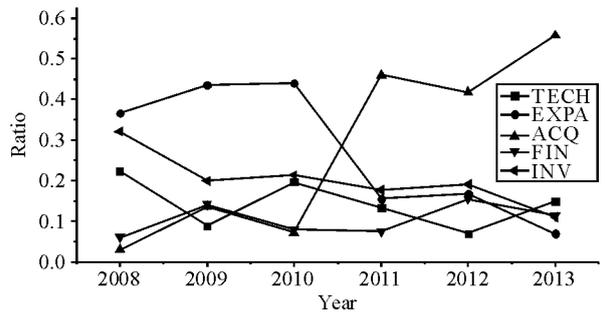
考察期内,用于兼并收购的资金总计 7 159 亿,占比 49%,用于扩大产能的资金总计 3 080 亿,占比 21%,而用于技术改造、改善财务结构、具体项目投资的资金约为 1 459 亿,占比 10%左右。

分析年际增发资金的运用情况,无论是传统行业还是新兴行业,均出现了用于兼并收购的资金占比上升而用于扩大产能的资金占比下降,同时用于技术改造、改善财务结构、具体项目投资的资金占比保持稳定的现象。对传统行业,2008 年用于扩大产能的资金占比为 58%,而兼并收购的资金占比仅为 17%,但在 2013 年,前者比例变为 19%,同时后者比例升至 46%;对新兴行业,2008 年用于扩大产能的资金占比为 37%,兼并收购的资金占比只有 3%,而经过 6 年,前者降至 7%,后者升至 56%,相对地位逆转。值得注意的是,该趋势出现的时间新兴行业要晚于传统行业。从产业发展的角度来解释,行业发展的初期公司之间的竞争较小,公司融资主要用于扩大产能,但随着市场被逐步瓜分,竞争逐步加剧,行业内的兼并重组事项增多。



资料来源:公司增发报告书, Wind 资讯

图 1 2008—2013 年传统行业增发资金运用概况



资料来源:公司增发报告书, Wind 资讯

图 2 2008—2013 年新兴行业增发资金运用概况

3 实证研究

3.1 业绩指标

本文选取净资产收益率和营业收入增长率分别衡量公司盈利能力和规模扩张能力:1. 净资产收益率(ROE),反映了公司利用自有资金获取净利润的能力;2. 营业收入增长率(YOY),反映企业成长能力和规模扩张能力。

3.2 回归方程的建立

为了进一步分析具体的增发资金投向对转型升级的影响,本文构建了以下的多元回归模型:

$$Perform_{i,t+2} = \alpha + \beta_1 C_{i,t} + \beta_2 U_{i,t} + \mu$$

$Perform_{i,t+2}$ 是被解释变量,代表经过历史业绩调整后的 ROE 和 YOY, $C_{i,t}$ 是解释变量, $U_{i,t}$ 是控制变量,对各变量的解释如下:

表 1 相关变量解释

变量	符号	计算方法
被解释变量		
净资产收益率	ROE	增发两年后 ROE-增发前一年 ROE
营业收入增长率	YOY	增发两年后营业收入增长率-增发前一年营业收入增长率
解释变量		
扩大产能融资	EXPA	公司增发用于扩大产能的融资额/账面总资产
收购兼并融资	ACQ	公司增发用于收购兼并的融资额/账面总资产
控制变量-其他融资用途		
技术改造融资	TECH	公司增发用于技术改造的融资额/账面总资产
改善财务结构	FIN	公司增发用于改善财务结构的融资额/账面总资产
投资具体项目融资	INV	公司增发用于投资具体项目的融资额/账面总资产
控制变量-公司变量		
资产负债率	TDR	增发当年公司资产负债率
市账比	MB	增发当年公司市值/账面价值
总股本	LNBM	公司总股本的自然对数
盈余管理	YM	若是盈余管理公司,则为 1,否则,为 0

3.3 传统行业回归分析

表 2 给出了各解释变量之间的相关性,其中各融资用途的资金量之间呈现显著的负相关,这是因为若增发资金更多地用于某种特定用途,那么分配到其他用途的融资资金自然变少;市账率与增发用

于收购融资显著正相关,由于市账率是公司市值与账面价值的比值,该值越大,则表示收购的资产在市场上享受的溢价越大,因此公司更愿意收购资产;市账率与资产负债率显著负相关,说明对于传统行业,资产负债率越高,市场对其估值越低。

表 2 传统行业回归模型各变量相关性

	ACQ	EXPA	FIN	INV	LNBM	TDR	TECH	MB	YM
ACQ	1.000								
EXPA	-0.231***	1.000							
FIN	-0.140***	-0.044	1.000						
INV	-0.145***	-0.135***	-0.011	1.000					
LNBM	-0.049	-0.143***	-0.069*	-0.138***	1.000				
TDR	-0.167***	-0.258***	-0.088**	-0.181***	0.358***	1.000			
TECH	-0.150***	-0.058	0.010	-0.041	-0.158***	-0.230***	1.000		
MB	0.444***	0.071*	0.090**	0.055	-0.333***	-0.534***	0.135***	1.000	
YM	-0.029	-0.001*	-0.041	-0.001	-0.016	-0.047	0.019*	-0.046	1.000

注: *、**和***分别表示在 10%、5%和 1%水平显著

表 3 列出了回归分析的结果,解释变量 EXPA 与 ACQ 对公司净资产收益率和营收增长率均有很强解释能力。(1)增发资金用于扩大产能的融资量(EXPA)对净资产收益率(ROE)的回归系数为负数且在 5%水准上显著,这表明公司增发用于扩大产能的资金量越大,公司增发后盈利能力越差。(2)增发资金用于扩大产能的融资量(EXPA)对营收增长

率(YOY)的回归系数为正值且在 1%上显著,表明公司增发用于扩大产能的资金量越大,公司增发后规模扩张能力越强。(3)增发资金用于兼并收购的融资量(ACQ)对净资产收益率(ROE)和营收增长率(YOY)的回归系数均为正数且在 1%上显著,表明传统行业公司增发用于兼并收购的资金量越大,公司增发后盈利能力越强,规模扩张能力越强。

表 3 传统行业回归模型回归结果

	Intercept	EXPA	ACQ	TECH	FIN	INV	TDR	YM	MB	LNBM
ROE	-0.320	-6.450**	6.080***	-4.129	5.359	-7.879*	0.016	-0.056	-0.535	-0.080
YOY	-25.799	33.709***	27.773***	-6.830	23.168	-16.546	0.077	5.410	-0.894	0.452

注: *、**和***分别表示在 10%、5%和 1%水平显著

因此,传统行业实证回归的结果与本文先前的假设一致:传统行业增发融资用于扩大产能能够提升公司规模扩张能力,但会降低公司盈利能力,而传统行业增发用于兼并收购能够提升公司规模扩张能力和公司盈利能力。

3.4 新兴行业回归分析

表 4 给出了新兴行业的回归模型中各解释变量之间的相关性。与传统行业模型类似,各融资用途资金量之间呈现负相关关系;市账率与资产负债率同样显著负相关,说明对于新兴行业,资产负债率越高,市场对其估值越低,不过两者的负向关系弱于传统行业。

表 4 新兴行业回归模型各变量相关性

	ACQ	EXPA	FIN	INV	LNBM	TDR	TECH	MB	YM
ACQ	1.000								
EXPA	-0.202***	1.000							
FIN	-0.135**	0.028	1.000						
INV	-0.192***	-0.152***	-0.028	1.000					
LNBM	0.016	-0.069	-0.007	-0.074	1.000				
TDR	-0.024	-0.225***	-0.089	-0.234***	0.268***	1.000			
TECH	-0.181***	-0.075	-0.055	-0.023	-0.118**	-0.263***	1.000		
MB	0.192***	0.012	0.040	0.128**	-0.190***	-0.455***	0.065	1.000	
YM	0.051	-0.058	0.018	0.011	0.032	0.017	-0.085	-0.032	1.000

注: *、**和***分别表示在 10%、5%和 1%水平显著

表 5 列出了新兴行业模型回归分析的结果,解释变量 EXPA, ACQ 以及控制变量 TECH 对公司净资产收益率和营收增长率均有很强的解释能力。(1)增发资金用于扩大产能的融资量(EXPA)对营收增长率(YOY)的回归系数显著为正,说明新兴行业增发用于扩大产能的资金量越大,公司的规模扩张能力越强。(2)增发资金用于兼并收购的融资量(ACQ)对净资产收益率(ROE)的回归系数为正数且在 5%上显著,表明新兴行业公司增发用于兼并收购的资金量越大,公司增发后盈利能力越强。(3)

表 5 新兴行业回归模型回归结果

	Intercept	EXPA	ACQ	TECH	FIN	INV	TDR	YM	MB	LNBM
ROE	7.645	9.895	4.429**	-14.134***	-5.917	-7.251	-0.058	3.330***	0.137	-0.363
YOY	16.490	22.962***	20.639**	-49.445*	-15.159	-0.621	-0.133	7.826	1.918	-1.020

注: *、**和***分别表示在 10%、5%和 1%水平显著

因此,新兴行业实证回归的结果如下:新兴行业增发融资用于扩大产能可以提高公司规模扩张能力,而新兴行业增发用于兼并收购能够提升公司规模扩张能力和盈利能力。

4 结论与建议

本文分析了我国上市公司增发资金使用状况,并通过实证分析的方法研究了增发融资对传统和新兴行业的影响,最后发现:1. 传统、新兴行业增发融资用于收购兼并能够提升公司规模扩张能力和盈利能力;2. 传统行业增发融资用于扩大产能能够提升公司规模扩张能力,但会降低公司盈利能力;3. 新兴行业增发融资用于扩大产能能够提升公司规模扩张能力。

产业转型升级在微观上表现在传统行业公司盈利能力的提升以及新兴行业规模的扩大,因此,本文认为:1. 传统和新兴行业增发用于兼并收购的融资均有利于产业转型升级;2. 传统行业增发用于扩大产能的融资不利于产业转型升级;3. 新兴行业增发用于扩大产能的融资有利于转型升级。

基于以上结论,为了促进产业转型升级,推动我国经济发展,本文从增发融资资金运用角度提出如下建议:1. 监管部门应该对传统行业公司用于扩大产能的增发融资予以一定控制,防止一些传统公司进行低效投资,造成进一步的产能过剩;2. 监管部门应鼓励传统、新兴行业用于兼并收购的增发融资,提升行业运行效率;3. 监管部门还应该支持新兴行业用于扩大产能的增发融资,以增强高科技公司的规模扩张能力,提升新兴行业在国民经济中的地位。

参考文献:

[1] MODIGLIANI F, MILLER M H. The cost of cap-

ital, corporation finance and the theory of investment [J]. The American Economic Review, 1958, 48(3): 261-297.

[2] DEMIRGÜÇ-KUNT A, MAKSIMOVIC V. Stock market development and financing choices of firms [J]. The World Bank Economic Review, 1996, 10 (2): 341-369.

[3] BOYD J H, SMITH B D. The evolution of debt and equity markets in economic development [J]. Economic Theory, 1998, 12(3): 519-560.

[4] LEVINE R, ZERVOS S. Stock markets, banks, and economic growth [J]. American Economic Review, 1998: 537-558.

[5] RAJAN R G, ZINGALES L. Financial Dependence and Growth [R]. National bureau of economic research, 1996.

[6] BINH K B, PARK S Y, SHIN B S. Financial structure and industrial growth: a direct evidence from OECD countries [J]. Retrieved on June, 2005 (23); 2009.

[7] 李建伟. 股票融资与产业结构升级实证研究 [J]. 求索, 2009(2): 25-26+57.

[8] 屈国俊, 韩丹. 股市融资模式、产业分布特征与产业结构升级 [J]. 经济学动态, 2010(9): 63-67.

[9] 汪炜, 甫伟. 股市发展能够推动产业转型升级吗——来自中国 A 股上市公司的证据 [J]. 财贸经济, 2010 (9): 37-43.

[10] 原红旗, 李海建. 配股资金使用与公司业绩 [J]. 中国会计评论, 2005(1): 143-160.

[11] 黄祖平, 陈映森. 上市公司再融资对公司绩效的影响探析 [J]. 改革与战略, 2008(5): 76-77+137.

[12] 余丽霞, 赵根. 我国上市公司定向增发的财务效应研究 [J]. 技术经济与管理研究, 2011(4): 119-123.