

我国上市公司募集资金投向的逆向选择

李 虎

(南京大学 商学院, 江苏 南京 210093)

摘 要:文章利用162家上市公司的样本数据,通过统计描述和多元线性回归分析证明:上市公司募集资金投向的多元化程度与投向变更程度存在着正相关关系,与发行后公司业绩变化情况存在着负相关关系。因此,市场对募集资金投向的“单一化偏好”存在合理性。由于市场存在“单一化偏好”,上市公司会进行逆向选择,从而导致募集资金投向呈现非正常的“单一化趋势”。市场和上市公司在信息披露上的博弈有可能导致“坏的”纳什均衡。一味加强监管,可能会增加逆向选择的发生几率,要解决募集资金运用绩效低下的问题,必须树立适度约束的监管理念。

关键词:上市公司;募集资金投向;多元化;逆向选择

中图分类号:F22 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)04-0022-15

一、引 言

我国上市公司募集资金运用绩效的低下为人诟病已久,但国内外相关学术研究成果却极少。一方面,国外文献中几乎没有对本问题的研究,国外证券市场的研究主要集中于资本结构、融资顺序、信息披露等;另一方面,国内的专题研究也不多见,研究重点集中于对投向变更的原因分析,其中有代表性的有:刘勤(2002)提出变更存在善意和恶意的动机,善意变更是客观条件变化下的良性调节;恶意变更的外部原因是投资审批制度不规范、融资成本低廉、地方政府过度干预、法律法规不完善;内部原因是公司治理结构不完善、贪大求快、短期逐利和个人利益驱动。朱武祥(2002)从企业投资决策的财务分析视角指出:上市公司募集资金的投向决策普遍存在市场调查粗糙、高估收益、低估风险、缺乏整体财务风险评估等问题;刘少波(2004)将投向变更分为显性变更和隐形变更,并提出投向随意变更的原因是融资成本约束缺失、市场机制约束缺失、公司诚信约束缺失和治理约束缺失。

过去的研究(刘勤等人,2002;朱武祥,2002;刘少波、戴文慧,2004)主要从行政体制、财务决策、公司治理、资本成本等方面分析上市公司募集资金绩效

收稿日期:2005-01-17

作者简介:李 虎(1974—),男,江苏南京人,南京大学商学院博士。

低下的原因,在政策建议上除了指出投资项目审批制度和股票发行审核制度环节过多、需要改进以外,往往强调加强对上市公司的约束,这些约束包括:对募集资金总量进行限制,加强财务指标约束,提高发行门槛;建立变更比例约束机制,加大惩罚力度;完善公司治理结构,加强自我约束机制;加强主承销商的约束作用,增加可行性报告内容,增加董事对募集资金投向的评价责任,引进独立、诚信的专业中介机构;对募集资金专户专用,责任落实到人等等。

然而作者认为,加强对上市公司的约束固然重要,但只有平衡的、适度的约束才能起到好的作用。本文希望通过对首次公开发行股票公司(简称“IPO公司”)的募集资金投向的多元化行为进行研究,从一个侧面说明,在信息不对称的条件下,失衡的、过度的约束可能导致上市公司进行逆向选择,从而造成上市公司发行前信息披露和发行后的真实绩效产生巨大反差。

二、理论分析

(一)信息不对称和逆向选择

信息不对称是指某些参与人拥有其他参与人不拥有的信息。Akerlof (1970)在“旧车市场”一文中指出,由于信息不对称,潜在的买主无法了解每一辆旧车的具体质量和性能(一阶信息),只能通过过去的经验了解市场上旧车的平均质量(二阶信息),因此潜在的买主将根据平均质量出价。由于市场价格无法让拥有质量最好的旧车车主满意,他们将退出市场。这时,留在旧车市场上的车辆的平均质量将进一步下降,质量“第二等好”的车辆也将退出市场。这样的逆向选择循环下去,最后的结果是市场被质量最差的车辆所占领,潜在的瓦尔拉斯均衡所能实现的福利无法通过交易来实现。

股票市场中存在的信息不对称问题包括私有信息和隐蔽行为:一方面,企业的经营情况和前景很大程度上是企业的私有信息;另一方面,企业的一些行为,例如利润操纵、内部人控制等等,常常是不能为公众所观察的隐蔽行为。为了对付私有信息和隐蔽行为导致的谎言和欺诈,股票市场发展出两种不同的机制:首先,为了减少信息的不对称,以强制性信息披露为核心的证券监管制度不断发展和完善;另一方面,由于不可能彻底消除信息不对称,人们常常通过了解有关“平均质量”的信息来指导行为决策,例如人们常常按照某些标准将众多股票划分为若干“板块”,并努力了解各板块股票的总体特征和规律,我们看到的所谓“板块联动效应”其实正是“平均质量”信息作用于投资者决策的反映。本文的重点是分析第二种机制的作用和影响。

虽然二阶信息具有独立存在的意义,但这并不能解决一阶信息不完全的问题,正如“旧车市场”模型所指出的那样,根据“平均质量”作出购买决策可能导致逆向选择的发生,并最终导致市场的失灵。在股票市场上,人们根据“平均质量”信息作出决策的行为同样可能导致逆向选择的出现。值得特别注意

的是,虽然学术研究不断增加我们对现实世界的真相和规律的认知,但这种认知往往体现在“平均质量”信息的积累上。因此,研究成果越是被广泛接受,研究者就越应该警惕可能随之产生的逆向选择,下文将对此加以清楚的解释。

(二)上市公司募集资金投向的逆向选择

根据 Ramanujam 和 Vardarajan(1989)的综述,企业多元化战略主要受到一般环境、产业环境、厂商特征等三大因素的影响。对于 IPO 公司而言,IPO 约束是企业多元化战略的另一重要影响因素。所谓 IPO 约束是指 IPO 公司在上市过程中需要考虑的市场偏好,包括管理层的偏好和投资者的偏好。为了满足市场偏好,IPO 公司可能出现行为的异化。例如 IPO 公司通过资产重组、收入提前、费用延迟等手段进行利润操纵,来满足“收益能力”方面的市场偏好。

IPO 公司选择募集资金投向时,同样需要考虑市场的偏好。市场偏好来自于市场对于“平均质量”信息的认知和在此基础上的“逆向推断”^①。Wrigley 在 1970 年提出了企业多元化动机的“逃离假设”(escape hypothesis),即所处产业前景不佳的企业,其多元化投资方向可能偏向成长性看好的非相关产业。Rumelt 在 1974 年提出企业因所处行业前途黯淡,成长有限,或已进入获利衰退阶段,于是进入另一新行业,以寻求新的成长机会。Montgomery 在 1982 年提出如果企业所处的产业限制其成长,企业将会追求多元化的活动。Stimpert 和 Duhaime 1997 年的研究也证实产业获利率和多元化程度呈现负相关关系,即产业获利率低的企业倾向于较高度度的多元化。

在企业多元化动机的各种解释中,“逃离假设”是最为市场所接受的理论。根据这一“平均质量”信息,市场产生了对募集资金投向的“单一化偏好”,即:当募集资金投向呈现多元化时,市场就会认为公司所处行业前景黯淡,成长有限;反之,当募集资金投向呈现单一化时,市场则会认为公司所处行业前景美好,大有可为。

不能满足市场的“单一化偏好”对公司是不利的:一方面,市场管理层将增加公司股票发行审核的难度,如中国证监会发审委《关于首次公开发行股票审核工作的指导意见》明确指出:“公司的募集资金投向不明确、投资项目与公司主营业务不相关是需要发审委委员特别关注的风险”;另一方面,公司前景不被市场投资者看好将导致股票发行价格下降,老股东利益受损,甚至导致发售失败。因此,为了满足市场的“单一化偏好”,IPO 公司可能进行“逆向选择”,使募集资金投向呈现非正常的“单一化趋势”。这一非正常的“单一化趋势”是相对于公司股票发行前经营业务的多元化程度而言的,因为我们可以作出一个保守的和可被接受的假定:考虑到募集资金数额巨大,通常是净资产的 1 倍甚至数倍,所以当不存在 IPO 约束下的行为异化时,对于足够大的样本而言,公司募集资金投向的多元化程度应基本等于甚至大于公司股票发行前的多元

化程度。

为了配合上述理论分析,我们对 85 名参加第一次证券发行保荐代表人资格考试(中国证券业协会主办)的人员进行了问卷调查。根据表 1 整理的调查结果可知,除了对第五个问题的回答以外,被调查者的回答呈现出高度的一致性,回答“是”的人数所占比例均在 94%以上。调查结果一方面说明市场对于募集资金投向的“单一化偏好”的确存在,同时也说明上市公司在募集资金投向的决策上存在逆向选择的现象。

表 1 关于募集资金投向多元化问题的调查问卷整理结果

调 查 问 题	相应选项人数		
	a	b	c
1. 募集资金投向的单一化是否比多元化更加受到管理层和投资者的欢迎 a. 是 b. 否 c. 视公司股票发行前经营业务的多元化程度而定	80		5
2. 是否会建议拟上市公司尽量选择单一化的募集资金投向 a. 是 b. 否 c. 视公司股票发行前经营业务的多元化程度而定	82		3
3. 多元化募集资金投向的公司在通过中国证监会发行审核时是否会面临更多的困难 a. 是 b. 否 c. 视公司股票发行前经营业务的多元化程度而定	80		5
4. 是否存在拟上市公司为了实现发行上市的目的,明知主业前景不佳,仍然将募集资金投向主业的现象 a. 是 b. 否	85	0	
5. 是否存在上市公司为了避免发行审核的麻烦,放弃前景看好的多元化项目的现象 a. 是 b. 否	59	26	

从表 1 中第四和第五个问题可以看出,我们将潜在的募集资金投向多元化的 IPO 公司分为两类:第一类公司可能由于主业衰退而被迫选择多元化的募集资金投向,而第二类公司则可能基于多元化项目的良好前景主动实施多元化战略。当面对市场的“单一化偏好”时,这两类公司进行“逆向选择”的机制是不同的:(1)第一类公司的逆向选择行为适用于 Spence(1973)在“劳动力市场的信号”一文中提出的信号示意的混同均衡模型,它们为了让市场无法将其识别出来,可能继续选择衰退的主营业务作为募集资金投向;(2)第二类公司的逆向选择行为适用于 Akerlof 的“旧车市场”模型,旧车市场中质量、性能较好的汽车相当于这里的第二类公司,由于市场无法了解它们较好的“质量”信息,它们也难以接受市场根据“平均质量”信息给出的“价格”,因此它们可能放弃前景看好的多元化项目,而选择单一化的投资项目。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选取 2000 年、2002 年^②在上海证券交易所进行 IPO 的 162 家公司为

研究对象。其中,2000 年进行 IPO 的公司共 94 家、2002 年进行 IPO 的公司 68 家。研究资料包括:上市公司招股说明书、2000 年度报告、2001 年度报告、2002 年度报告、2003 年度报告和主承销商按照中国证监会有关规定在指定媒体上披露的回访报告。

(二)研究方法

我们在表 1 中通过问卷调查,说明了市场存在对于募集资金投向的“单一化偏好”,而且上市公司在募集资金投向上存在逆向选择的现象。在下文的实证研究部分,我们将通过统计描述和多元回归分析的方法进一步检验以下问题:

1. “逃离假设”和“单一化偏好”是否合理。也就是说,募集资金投向的多元化是否与较低的资金运用绩效相联系。我们将从两个角度去考察这一关系:(1)募集资金投向的多元化程度和投向变更程度的关系;(2)募集资金投向的多元化程度和股票发行后公司业绩变化的关系。

2. 逆向选择是否导致我国上市公司募集资金投向呈现出“单一化趋势”。我们将通过对 IPO 公司募集资金投向的多元化程度和股票发行前公司经营业务的多元化程度进行统计分析加以验证。

(三)多元回归分析模型和变量

由于上市公司募集资金投向变更问题一直受到市场的广泛关注,所以我们在对“单一化偏好”的合理性进行检验时,通过多元回归分析方法,重点研究了募集资金投向多元化程度和变更程度之间的关系。

1. 研究模型

本文将募集资金投向的变更程度(PCR)定义为被解释变量,将投向的多元化程度(DT)作为解释变量,同时为了控制其他因素对募集资金投向变更程度的影响,引入三个控制变量^①:公司核心业务毛利率(CICFR)、公司业绩的变化程度(CPCR)和募集资金规模(AMR),计量模型构造如下:

$$PCR_i = a_0 + a_1 DT_i + a_2 CICFR_i + a_3 CPCR_i + a_4 AMR_i + \epsilon_i \quad (1)$$

其中: a_0 为常数项, a_1 、 a_2 、 a_3 、 a_4 为各解释变量的系数, ϵ_i 为随机项。

2. 被解释变量——募集资金投向变更程度

上市公司募集资金投向变更是指上市公司没有按照招股说明书的承诺进行募集资金的投资,改变原定资金用途。广义的投向变更可以指投资项目的变更、中止、长期延期、募集资金改作其他用途。狭义的投向变更是指上市公司按照法律、法规的规定,履行变更资金投向的法定程序。以往研究(刘少波、戴文慧,2004)也有根据是否履行法定程序将投向变更分为显性变更和隐性变更。本文研究的是狭义的募集资金投向变更,这是因为狭义的投向变更情况可以从上市公司的信息披露中准确地采集,而研究广义的投向变更则需要进行人为的判断,从而损害研究的客观性。

募集资金投向变更程度(PCR)=发生变更的募集资金投向资金总额÷募集资金总额。

3. 解释变量

(1) 募集资金投向的多元化程度(DT)

本文参考了中国证监会制订的《上市公司分类指引》,采用香农指数衡量募集资金投向的多元化程度。这一方法可以看作是 Entropy 法和 Rumelt 法的结合。其公式如下:

$$DT = \sum_{i=1}^N P_i \ln\left(\frac{1}{P_i}\right) \quad (2)$$

其中:N为公司募集资金投向涵盖的产业数, P_i 为第*i*个募集资金投向投入资金占总募集资金的比重。

从公式中可知,如四码产业的 DT_4 越小,表示公司募集资金投向多元化程度越低,当 $DT_4 = 0$ 时,表示公司募集资金投向为同一产业。对于投向多元化的公司,如两码产业的 DT_2 越小,则投向相关性程度越高, $DT_2 = 0$ 时,表示投向完全相关。香农指数可以对募集资金投向多元化行为(或公司的经营行为)进行类似 Rumelt 法的分类:

第一,若 $DT_4 = 0$,或 $DT_4 > 0$,但其中某一四码产业投向的投入金额占募集资金总额的比重在 95% 以上,则为单一型;

第二,若 $DT_4 > 0$,且其中某一四码产业投向的投入金额占募集资金总额的比重在 70% ~ 95% 之间,则为主导型;

第三,若 $DT_4 > 0$,且任一四码产业投向的投入金额占募集资金总额的比重均小于 70%,则为多元化型,对该企业所从事的业务相关性作如下区分:

I. 二码产业的 $DT_2 = DT_4$,为不相关多元化;

II. $DT_2 < DT_4$,为相关多元化。其相关性强弱程度为:

若 $DT_2 = 0$,或 $DT_2 > 0$,但某一二码产业投向的投入金额占募集资金总额的比重在 95% 以上,则为完全相关;

若 $DT_2 > 0$,且某一二码产业投向的投入金额占募集资金总额的比重在 70% ~ 95% 之间,则为强相关;

若 $DT_2 > 0$,且任一二码产业投向的投入金额占募集资金总额的比重均低于 70%,则为弱相关。

(2) 公司核心业务毛利率(CICFR)

公司核心业务毛利率(CICFR)与投向变更程度可能存在负相关关系。公司核心业务是指销售收入占总销售收入比重达到 25% 以上的业务。因为投资项目往往围绕公司核心业务加以确定,所以公司核心业务毛利率(CICFR)越高,募集资金投资项目的盈利能力就越高,项目发生变更的可能性就越低。

(3) 公司业绩的变化程度(CPCR)

公司股票发行后业绩变化情况与投向变更程度可能存在负相关关系。公司业绩下降通常意味着主营业务出现衰退和募集资金投向风险的增加,公司就可能考虑投向的变更问题。本文将公司业绩变化程度定义为发行后一年公司净利润与发行当年净利润之比和发行当年净利润与发行前一年净利润之比的较小值^①。

(4) 募集资金规模(AMR)

募集资金规模和投向变更程度可能存在正相关关系。对于产业、规模、人力等因素既定的公司来说,募集资金规模越大,投资项目数量可能越多,于是存在两种导致项目变更可能性增大的影响:一方面,项目选择难度会增加,可能出现项目拼凑情况;另一方面,由于资金消化能力有限,投资周期延长,市场风险增加。

四、实证研究结果及分析

(一)“逃离假设”和“单一化偏好”的合理性检验

1. 募集资金投向多元化程度与变更程度存在正相关关系

募集资金投向的大规模变更是上市公司整体投资绩效低下的外在表现之一。

表 2 表明,随着募集资金投向多元化程度的提高,发生变更的公司比例和投向变更程度总体上呈上升趋势。虽然在 2002 年的样本中,主导型公司的上述两项指标最高,但由于该年度主导型公司数量太少,结果带有偶然性,所以不足以影响总体的趋势。

表 2 不同募集资金投向类型公司的投向变更情况比较

年 份	募集资金投向类型	单一型	主导型	多元化型
2000	公司数(个)	55	14	25
	发生变更公司数(个)	27	11	22
	发生变更公司比例	0.49	0.79	0.88
	平均变更程度	17.86	17.94	28.39
2002	公司数(个)	53	2	13
	发生变更公司数(个)	11	1	3
	发生变更公司比例	0.21	0.50	0.23
	平均变更程度	6.33	18.44	10.11
合计	公司数(个)	108	16	38
	发生变更公司数(个)	38	12	25
	发生变更公司比例	0.35	0.75	0.66
	平均变更程度	12.20	18.00	22.14

在描述统计分析的基础上,我们按照模型(1),采用普通最小二乘法,利用全部样本共 162 家 IPO 公司的数据进行了多元回归分析。

首先,为了避免解释变量之间存在严重多重共线性而影响到模型检验的结果,可以分析各解释变量之间的相关关系。根据表 3 可知,所有解释变量间的相关系数均远低于 0.8,最大值为 0.141,且均统计检验不显著,这说明各解释变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表 3 所有变量两两相关关系矩阵

	募集资金投向 的变更程度 (PCR)	募集资金投向 的多元化程度 (DT)	公司核心业务 毛利率 (CICFR)	公司业绩的 变化程度 (CPCR)	募集资金 规模 (AMR)
募集资金投向的变更程度 (PCR)	1	0.196(*) (0.013)	-0.217(**) (0.006)	-0.044 (0.576)	-0.122 (0.122)
募集资金投向的多元化程度 (DT)		1	0.012 (0.883)	-0.024 (0.758)	-0.123 (0.118)
公司核心业务毛利率 (CICFR)			1	0.026 (0.742)	0.141 (0.073)
公司业绩的变化程度 (CPCR)				1	0.107 (0.174)
募集资金规模 (AMR)					1

注:(1)观测值共 162 个;(2)括号内数字为 P 值(表示相关系数为 0 的假设成立的概率)或显著性水平(双尾检验);* 和 ** 分别表示相关系数在 0.05 和 0.01 的水平上显著(双尾检验)。

通过统计软件 spss12.0,得到以下回归方程:

$$PCR = 0.212 + 0.096 DT - 0.241 CICFR - 0.006 CPCR - 0.001AMR \quad (3)$$

由表 4 可知,回归方程可以通过 F 检验,其显著性 $0.004 < \alpha = 0.01$,说明模型反映的变量关系是显著的。但另一方面,方程的拟合度即 R^2 检验值不高,但考虑到变量较少的缘故,结果还是可以接受的。 R^2 检验值不高也说明 IPO 公司募集资金投向变更的行为是在各种复杂因素构成的动态环境下进行的,它们的影响导致回归方程的残差增大, R^2 检验值较低。

表 4 各解释变量对募集资金投向的变更程度(PCR)的回归方差分析

方差来源	Sum of Squares (平方和)	Df (自由度)	Mean Square (均方差)	F 检验值	Sig. (显著性)
Regression(回归)	0.646	4	0.162	3.957	0.004
Residual(残差)	6.408	157	0.041		
合计	7.054	161			

由表 5 可知:

(1)募集资金投向的多元化程度(DT)与变更程度(PCR)存在显著的正相关关系, T 检验在 5%水平上统计显著,这说明“逃离假设”以及市场根据“逃

离假设”逆向推断得出的“单一化偏好”存在合理性。根据“逃离假设”,募集资金投向多元化程度越高,说明公司主业经营的前景越黯淡,产业空间越有限,因而募集资金投资项目风险增大,变更的可能性也就增大。

(2)公司核心业务毛利率(CICFR)与投向变更程度(PCR)存在显著的负相关关系,T检验在1%水平上统计显著。

(3)公司业绩的变化程度(CPCR)的系数为负,虽然T检验不显著,但系数为负符合预期的假设。刘少波(2004)的研究发现:尽管上市公司在发行后第一年普遍存在业绩滑坡情形,但未变更公司和低比例显性变更公司逐步走上良性发展轨道,而隐性变更公司和高比例显性变更公司盈利能力呈逐年恶化之势。虽然刘文和本文均发现公司业绩和募集资金投向变更存在负相关关系,但却是在不同时间框架下提出的不同解释。刘文认为投向变更是公司中期业绩下滑的原因,本文则认为上市公司业绩下降意味着募集资金投资项目的风险增加,因此公司会考虑募集资金投向的变更,也就是说,公司短期业绩下降可被视为募集资金变更的一个原因。作者认为上述两种解释并不矛盾,在不同的时间框架下可以互为补充。

(4)募集资金规模(AMR)的系数为负,但T检验并不十分显著。表6的统计数据也反映了同样的结果^⑤,随着募集资金规模(AMR)的增加,投向变更程度呈现出依次下降的趋势。刘少波在2004年提出上市公司资产规模与投向变更呈现负相关关系,因为募集资金规模与公司净资产规模存在正相关关系^⑥,因此本文和刘文得到的结果是一致的。募集资金规模(AMR)与投向变更呈负相关关系,这与假设不一致,可能的解释是:投向变更情况取决于资金消化压力^⑦和能力的平衡。一般来说,募集资金规模的增加,公司净资产规模也增加,公司产业环境、管理水平等内外部条件不断改善,资金的消化能力将得到加强;另一方面,如表6所示,净资产溢价倍数指标不存在固定的趋势,这说明募集资金规模和资金的消化压力不存在固定的关系。于是,当资金的消化能力增长超过资金消化压力增长时,如分组一、二、三、四、六,投向变更程度将减少;当出现过度融资,如分组五所示,资金消化压力增长超过资金消化能力的增长,投向变更程度反而会上升。由于净资产溢价倍数不规则的变化,募集资金规模与投向变更程度在呈现负相关关系的同时,未能表现出足够的显著性。上述分析也表明,仅根据公司资产规模与投向变更呈现负相关关系,就提出“提高《公司法》中关于最低股本规模规定”的建议(刘少波、戴文慧,2004)是值得商榷的,因为净资产规模较大的公司(如分组五中的公司)仍有可能因为过度融资导致募集资金的大幅度变更。

表 5 各解释变量对募集资金投向的变更程度(PCR)的回归系数及检验

解释变量	非标准系数		标准化系数	T 检验值	显著性
	系数	标准误差			
常数	0.212	0.038		5.608	0.000
募集资金投向的多元化程度(DT)	0.096	0.039	0.189	2.469	0.015
公司核心业务毛利率(CICFR)	-0.241	0.089	-0.209	-2.717	0.007
公司业绩的变化程度(CPCR)	-0.006	0.017	-0.027	-0.354	0.724
募集资金规模(AMR)	-0.001	0.001	-0.066	-0.849	0.397

表 6 募集资金规模(AMR)及其他有关变量的数字特征

分组名称	分组一	分组二	分组三	分组四	分组五	分组六
募集资金数额	2 亿以下	2~5 亿	5~10 亿	10~20 亿	20~50 亿	50 亿以上
上市公司家数	18	101	31	7	3	2
平均募集资金数额(亿)	1.62	3.47	6.97	12.94	30.75	94.82
平均净资产规模(亿)	1.1885	1.8745	11.16	18.43	13.84	208.54
平均净资产溢价倍数	1.36	1.85	0.62	0.70	2.22	0.45
平均变更程度	0.20	0.17	0.11	0.03	0.12	0

2. 募集资金投向多元化程度与公司业绩变化存在负相关关系

考虑到 2002 年 IPO 公司迄今只有两个完整年度的会计资料,因此表 7 只对 2000 年 94 家 IPO 公司进行统计,对不同募集资金投向类型的公司的业绩变化情况进行比较。

根据表 7,在 2000 年 IPO 公司样本中,随着募集资金投向多元化程度的提高,公司业绩存在下降的趋势,单一型公司、主导型公司和多元化型公司的三年平均净利润增长率分别为 12.3%、-2.7%和-25%。

上述负相关关系同样说明了“逃离假设”以及市场根据“逃离假设”逆向推断得出的“单一化偏好”存在合理性。一方面,根据“逃离假设”,较高的投向多元化程度说明公司的主营业务在 IPO 以前已经出现颓势,并在 IPO 后逐渐体现^⑧;另一方面,根据前述,由于投向多元化程度越高,投向变更程度也越高,投向变更不利于募集资金使用效率的提高,进而会在中长期内对上市公司的业绩产生负面的影响。

表 7 不同募集资金投向类型公司的业绩变化比较

多元化类型	公司数量 (个)	平均净利润(单位:亿元)				平均净利润增长率		
		2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2001 年	2002 年	2003 年
单一型	55	1.4192	1.5719	1.9421	2.7805	16%	-7%	28%
主导型	14	0.4644	0.4967	0.3741	0.5397	-7%	-8%	7%
多元化型	25	0.5302	0.5430	0.4468	0.3637	4%	-58%	-21%
多元化类型	公司数量 (个)	主营业务收入(单位:亿元)				主营业务收入与上年同期之比		
		2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2001 年	2002 年	2003 年
单一型	55	12.2975	13.7168	17.1268	23.6771	23%	28%	36%
主导型	14	5.5266	6.7522	8.3205	10.6595	30%	26%	50%
多元化型	25	4.6440	5.2614	6.7428	8.3912	20%	57%	20%

(二)逆向选择导致上市公司募集资金投向呈现“单一化趋势”

如前所述,当市场存在对募集资金投向的“单一化偏好”时,上市公司可能进行逆向选择,从而导致募集资金投向出现非正常的“单一化趋势”。

对比表 8 和表 9 我们发现,IPO 公司的募集资金投向较股票发行前公司经营业务呈现明显的“单一化趋势”,其中:2000 年 IPO 公司募集资金投向、经营业务属于单一型的分别为 55 家和 45 家,比重分别为 58.5%和 47.9%;随着核准制的全面实行,到 2002 年,IPO 公司募集资金投向属于单一型的比重已上升到 78%,而经营业务属于单一型的比重只有 58.8%。从统计数字看,募集资金投向出现“单一化趋势”的原因是介于单一型和多元化型之间的主导型公司发生了分化消减。

此外,根据表 10,IPO 公司股票发行前经营业务多元化程度 DT_{40} 、 DT_{20} 的平均值均大于募集资金多元化程度 DT_{41} 和 DT_{21} 的平均值,这也证明了募集资金投向存在的“单一化趋势”。

表 8 IOP 公司发行前经营业务的多元化情况

上市公司业务类型		2000 年(94 个)		2002 年(68 个)		所有样本(162 个)	
		数量(个)	比例(%)	数量(个)	比例(%)	数量(个)	比例(%)
单一型		45	47.9	40	58.8	85	52.5
主导型		29	30.8	15	22.0	44	27.2
相关多元化	完全相关	2	2.1	4	5.9	6	3.7
	强相关	2	2.1	4	5.9	6	3.7
	弱相关	1	1.1	1	1.5	2	1.2
不相关多元化		15	16.0	4	5.9	19	11.7
合计		94	100	68	100	162	100

表 9 IPO 公司募集资金投向的多元化情况

募集资金投向多元化类型		2000 年(94 个)		2002 年(68 个)		所有样本(162 个)	
		数量(个)	比例(%)	数量(个)	比例(%)	数量(个)	比例(%)
单一型		55	58.5	53	78.0	108	66.6
主导型		14	14.9	2	2.9	16	9.9
相关多元化	完全相关	3	3.2	2	2.9	5	3.1
	强相关	1	1.1	2	2.9	3	1.9
	弱相关	0	0	4	5.9	4	2.5
不相关多元化		21	22.3	5	7.4	26	16.0
合计		94	100	68	100	162	100

表 10 IPO 公司募集资金投向和发行前经营业务的多元化程度比较

	样本数	最小值	最大值	平均值	标准差
募集资金投向的四码多元化程度(DT_{41})	162	0.000	1.548	0.270	0.412
募集资金投向的二码多元化程度(DT_{21})	162	0.000	1.395	0.224	0.374
股票发行前经营业务四码多元化程度(DT_{40})	162	0.000	1.530	0.338	0.404
股票发行前经营业务二码多元化程度(DT_{20})	162	0.000	1.530	0.276	0.372

五、结论和政策建议

本文的研究说明:我国上市公司募集资金投向的多元化程度与投向变更程度存在着正相关关系,与发行后公司业绩变化情况存在着负相关关系。因此,市场对募集资金投向的“单一化偏好”存在合理性。由于市场存在“单一化偏好”,上市公司会进行逆向选择,从而导致募集资金投向呈现非正常的“单一化趋势”。

募集资金投向的逆向选择会扭曲 IPO 公司的投资决策和信息披露行为,破坏资本市场的资源配置功能。IPO 公司和投资者、管理层之间的博弈可能产生一个“坏的”纳什均衡:IPO 公司通过在募集资金投向的多元化决策上进行逆向选择,隐瞒真实经营情况和趋势,在股票发行后变更投向,并承受市场的指责;反过来,市场也失去了真实的信息,无法通过募集资金投向多元化的信号判断公司的产业前景和经营状况。博弈的结果最终体现为 IPO 公司募集资金运用的事前信息披露和事后绩效产生巨大的反差。

募集资金投向决策和信息披露陷入“坏的”纳什均衡的原因是约束失衡:

1. 事前监管过度导致公司提供真实信息的成本过高。以管制经济学的观点分析,我国股票市场是一个半流通市场,市场结构和投资品种的单一化限制了企业的直接融资渠道,过度管制不能产生合理的定价机制并导致过高的管制价格,公开发行股票因此成为稀缺资源。资源的稀缺性又导致管理层制订更高的资源分配标准,因此管制市场中的 IPO 公司就面临更强的 IPO 约束,也就是说,IPO 公司要以更高的成本提供真实的信息。

在现实世界中,“真实、准确、完整”这三个信息披露的原则性要求并不是统一的。如果信息披露准则过于详细,就会加强公司面临的 IPO 约束,从而影响信息披露的真实性和准确性。表 11 通过对比说明,在募集资金运用问题上,我国股票市场信息披露要求的详细程度要远远高于成熟的资本市场,但这并不能保证我国上市公司披露信息的真实和准确。实际上,信息披露要求过于详细是我国上市公司普遍不能按照招股承诺实施投资的重要原因,也许正因为如此,募集资金运用绩效低下问题才成为“有中国特色”的资本市场问题,而很少为国外研究者所关注。

2. 缺乏事后监管的有力措施。与过强的 IPO 约束形成鲜明对比,当公司股票发行完成后,管理层对于公司缺乏有力的事后监管措施,这削弱了对公司逆向选择行为的抑制能力。以募集资金投向的变更为例,如果没有后续融资计划,上市公司在股票发行后变更募集资金投向几乎毫无成本。只要变更程序合规,无论是管理层,还是投资者都缺乏干预的理由和措施。

3. 缺乏成熟的投资者群体。我国证券市场起步晚,投机性强,缺乏理性的投资者。在投资者结构中,散户投资者居多,他们缺乏专业知识,在信息上

处于劣势,无法判断信息的真伪并分析公司价值,这客观上为部分公司在投资决策和信息披露上的逆向选择行为提供了条件。

表 11 A 股和 H 股募集资金运用的信息披露要求对比

募集资金运用的披露要求	A 股	H 股
1. 募集资金的总量及其依据	✓	✓
2. 募集资金主要用途	✓	✓
3. 董事会或股东大会对募集资金投向的意见	✓	✓
4. 募集资金运用对财务状况及经营成果的影响	✓	
5. 实际募集资金量不足或超过所申报资金需求量的处理或影响	✓	
6. 固定资产项目的立项、投资概算、规模、资金具体用项及其依据、技术、原辅料、产销、环保、选址、效益、组织、实施计划	✓	
7. 对外投资、合资的固定资产项目应增加披露:合资方情况、投资规模及比例、投资方式和资金来源、协议中可能造成损失及处理条款	✓	
8. 对外股权投资组建法人的应披露:拟组建法人情况、投资规模及比例、法人组织及管理、合作方情况及是否存在关联或竞争关系	✓	
9. 收购在建工程的应披露:在建工程已投资情况、投资来源、还需投资的金额、负债、建设进度、计划完成时间、收购价格的确定方式	✓	
10. 收购兼并股权或资产的应披露:被收购方情况及近期财务数据、收购标的情况、评估、定价、收购兼并后控制情况	✓	
11. 募集资金用途涉及关联关系及关联交易的决策依据	✓	

作者认为,要从根本上解决上市公司募集资金运用绩效低下的问题,关键是要建立一个诚实者获益、欺骗者受损的市场。本文的例子说明,在无法彻底消除信息不对称的情况下,一味强调加强监管,可能会增加逆向选择行为的发生几率,因为很多监管标准的基础是我们对“平均质量”信息自以为是的掌握。因此,我们应该树立平衡约束和适度监管的理念,减少过度的约束和不必要的管制,包括:(1)解决股权分置问题,建立多层次的股票市场,形成合理的定价机制,拓宽企业融资渠道,减少公司提供真实信息的成本;(2)管理层应修订信息披露要求,适当降低信息披露的详细程度,实现信息披露真实性、准确性和完整性的平衡,将事前监管的重点放在合规性审查,而非代替投资者进行价值判断上;(3)大力发展机构投资者,培养成熟的投资者群体,实现证券市场的“倒逼机制”,促使上市公司审慎变更募集资金投向;(4)进行发行制度创新,引进搁架式发行(shelf issue),允许一次申报核准后根据实际需要灵活地分次筹资;(5)改革投资项目行政审批体制,公开产业政策,依靠市场引导企业的投资行为。事实上,随着《国务院关于投资体制改革的决定》在 2004 年 7 月出台,我国的投资体制正在从审批制向备案制和核准制过渡,对于大多数投资项目,政府将不再审批,由企业自主决策,即使是需要政府核准的投资项目,审核内容和程序也将大幅简化。

注释:

- ①正向推断是根据动机推断外在行为,逆向推断是根据外在行为推断动机及相应的公司经营情况和前景。
- ②我国的股票发行制度在 2001 年由行政审批的指标制过渡到核准制,2001 年进行 IPO 的公司既有指标制下的遗留产物,也有核准制下的先行者,因此本文避开制度处于过渡期的 2001 年。2003 年 IPO 的公司由于发行时间太短,募集资金尚在投入之中,因此也不予考虑。考虑到 2000 年、2002 年 IPO 公司合计共 162 家,样本数量已经足够,因此不再考虑其他年份。
- ③除了模型(1)中的四个解释变量,时间因素是影响募集资金项目变更的重要原因。由于投资活动和股票发行的管制,IPO 公司募集资金项目从立项到取得资金建设前后往往跨越数年,市场机会自然前后迥异。考虑到时间因素对 IPO 公司是系统性的影响因素,且从公开信息披露中无法定量确定,因此本文未引入时间因素作为控制变量。
- ④取两个比值较小值的原因是:一、公司可能在一年中的任何一个月份发行股票,如果存在 IPO 中的利润操纵,在上半年发行股票的公司可能在发行当年业绩就出现大幅下滑,而在下半年甚至接近年末发行股票的公司,则可能在发行后一年出现业绩大幅下滑;二、我们衡量的是 IPO 后短期的业绩的变化程度,短期是指 IPO 当年或次年,在此期间募集资金项目尚处于建设期,公司投资项目变更也通常是在此期间。
- ⑤分组五中投向变更程度突然上升,考虑到该组只有 3 家上市公司,可以认为对投向变更程度的总体变化趋势不构成大的影响。
- ⑥我国 IPO 公司募集资金数额与公司净资产规模存在正相关关系,原因包括发行制度因素和股票融资偏好因素:中国证监会《股票发行审核标准备忘录第 17 号》中规定“公司通过首次公开发行股票募集资金,筹资额不得超过其申请文件提交发审会表决前一年未经审计的,扣除由发行前股东单独享有的滚存未分配利润后净资产价值的两倍”,根据这一制度规定,在存在股票融资偏好的情况下,IPO 公司往往要将“净资产两倍”的发行额度用足用满,而非根据实际需要确定发行规模,这就导致募集资金额和净资产规模呈现正相关关系。
- ⑦净资产溢价倍数越高,说明上市公司的资金消化压力越大。净资产溢价倍数是指每股发行价格与发行前每股净资产之比,平均净资产溢价倍数系由平均募集资金数额和平均净资产规模计算得来。
- ⑧由于存在 IPO 约束,IPO 公司在发行前普遍存在利润操纵的动机,即便是公司经营已经出现颓势,也未必能在首次公开发行之前的会计信息中得到体现。

参考文献:

- [1]刘勤,陆满平,寻晓青,何才元. 变更募集资金投向及其监管研究[J]. 证券市场导报, 2002,(1).
- [2]朱武祥. 上市公司募集资金投向决策分析[J]. 证券市场导报,2002,(4).
- [3]朱武祥. 募集资金投向“变脸”探析[J]. 科学决策,2002,(9).
- [4]刘少波,戴文慧. 我国上市公司募集资金投向变更研究[J]. 经济研究,2004,(5).
- [5]中国证券监督管理委员会信息中心. 上市公司行业分类手册[M]. 上海:百家出版社,

2001.

- [6]Akerlof, George. The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism [J]. Quaterly Journal of Economics, 1970, 84: 488~500.
- [7]Montgomery C A. The measurement of firm diversification: Some new empirical evidence [J]. Academy of Management Journal, 1982, 82: 299~307.
- [8]Ramanujam V, P Varadarajan. Research on corporate diversification: A hypothesis[J]. Strategic Management Journal, 1989, 10(6): 523~551.
- [9]Rumelt, Richard P. Strategy, structure and economic performance[M]. Boston, MA, Division of Research, Harvard Business, 1974.
- [10]Spence, Michael, Job Market Signalling[J]. Quarterly Journal of Economics, 1973, 87: 355~374.
- [11]Wrigley L. Divisional autonomy and diversification. Doctoral Dissertation. [M]. Harvard Business School. 1970.

The Adverse Selection about the Diversification of Committed Investment Projects of Chinese Listed Companies

LI Hu

(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: By descriptive statistics and multivariate linear regression on the database of 162 listed companies, the paper draws a conclusion that diversification is positively correlated with the changes of committed investment projects, and negatively with the performances after IPO of listed companies, which indicates that the “simplification preference” of the market to committed investment projects is reasonable. Furthermore, committed investment projects of listed companies have an abnormal “simplification tendency” because of adverse selection. The game between the market and listed companies on information disclosure may result in a bad Nash Equilibrium. Therefore, an idea of moderate regulation is advised because excessive restriction will increase the probability of adverse selection.

Key words: listed company; committed investment project; diversification; adverse selection

(责任编辑 周一叶)