

## 股市融资方式对我国上市公司利润的影响分析

河北农业大学经济贸易学院 / 华北电力大学工商管理学院 崔和瑞\* 天津大学管理学院 郝清民\*\*

**摘 要：**针对国外研究多运用截面资料处理，而国内研究多侧重于静态分析的问题，本文采用 VAR 模型，从动态增量的角度分析了我国融资方式对企业利润的影响。我国股市产生和发展的初衷是为企业和公司发展筹资，股市筹资在一定程度上促进了国企利润的增长，对银行贷款也有一定的缓解作用，但其作用有限；反过来，国企利润并未明显导致筹资的增加。

**关键词：**股票市场 融资 VAR 企业效益

### 一、引 言

国内外关于筹资方式对企业影响的研究较多，主要讨论的是各种融资方式的优劣顺序，以及融资方式导致的企业资本结构的不同，而对融资方式对企业绩效的动态影响的研究则较少。

从国外相关研究来看，主要有两大类结论：高收入水平国家发达的股票市场对企业的利润具有一定的促进作用<sup>[1][2]</sup>，主要表现在股市的融资能力、资源配置和结构治理<sup>[3]</sup>、创造流动性、信息披露和分散风险<sup>[4]</sup>等方面；另一类结论则认为，股市的发展与企业发展的关系不明显，尤其是在实际人均 GDP 比较低的国家<sup>[5]</sup>，股市过度自由化和非正常的波动甚至对公司发展有害<sup>[6]</sup>。在金融体系中，相对于股市，金融中介的发展与实际人均 GDP 的增长和全要素生产率的增长具有明显的关系<sup>[7]</sup>，金融中介的作用要比股票市场对企业发展的作用更大<sup>[8]</sup>；股票市场通过投资多元化减少了预防性储蓄，从而使风险积聚，减缓了经济增长和企业发展<sup>[9]</sup>。

从对国外文献的深入分析可知，研究多集中于更广泛国家的宏观横截面数据（有的多达 150 个国家），虽然采用的分析角度（股市功能、结构、效率等）和研究方法（OLS、2SLS、VAR 等）不同，但得到的结论基本相似；在平均意义上，较富裕国家的金融系统更为发达，股市比银行更活跃和更有效率，而发展中国家的股市对经济增长乃至企业利润影响的作用相对于金融中介作用较弱。其暗含的结论为：如果实体经济发展到一定阶段，面临资本要素的制约且以银行为主的间接融资受到限制时，股市在经济增长过程中的作用以及对企业发展的功能就会得以发挥。因此，实体经济的发展特征和阶段，以及股市产生的动因应该是股市和企业发展关系变化的基础。

我国学者大多认为，到目前为止，中国股市对经济增长和企业发展的作用不明显甚至不利<sup>[10]</sup>，企业发展水平和资本市场的发育程度对中国经济增长的影响极其微弱<sup>[11]</sup>；股票市场的发展虽然不利于我国的经济增长和实际资本的积累，但有利于我国储蓄水平的提高<sup>[12]</sup>。股市流动性对居民储蓄有明显的分流作用，股市交易的活跃程度和股指涨跌直接影响到居民的储蓄行为<sup>[13]</sup>。有些学者通过定量的方法得出我国宏观经济变量的变动对股市的影响幅度和方向，并统计出各种类型的政策对股市的冲击强度<sup>[14]</sup>；建立了宏观经济指标和股票指数的长期均衡模型，得出了宏观经济与股票市场相互影响的结论<sup>[15]</sup>。

从我国学者研究结论的主要分歧可知：从静态角度看，我国股市发展时间短、资本积累规模小、市场

\*崔和瑞（1967-），男，博士，河北农业大学经济贸易学院副教授，华北电力大学工商管理学院经济管理系副教授；主要研究方向：区域经济可持续发展、数量经济分析、金融市场分析等；通讯地址：河北省保定市华北电力大学经济管理系207信箱，邮编：071003。

\*\*郝清民（1969-），男，博士，天津大学管理学院讲师；主要研究方向：金融分析、技术经济及管理；通讯地址：天津市南开区92号天津大学管理学院，邮编：300072。

发育不成熟；从总量角度看，股市在经济增长过程中所占比重较小；从动态角度分析，在我国市场经济体制改革的进程中，作为新引入的制度安排，股市的迅速发展在一定程度上影响了原有的投融资体制，对国有及其控股企业（以下简称国企）的改革具有一定的影响。股票市场的增长速度和加速度所形成的增量因素在经济增长过程中的作用正在逐步增强。

综上所述，国内外研究仍然存在以下问题：（1）国外研究更多的是分析国家之间股市和相应经济增长和企业发展的关系，而较少研究特定国家的股市在其经济运行体制中的内部机理和传导机制；（2）国内研究多直接地采用国外的指标和方法，对我国经济增长、企业发展与股市指标直接回归，忽略了我国股市影响的阶段性、时滞性和传导机制；同时也缺少从动态增量的角度来分析股市的发展情况；（3）由于经济数列的非平稳性，利用常规的回归方法会出现伪回归现象，导致结果失真。

鉴于此，本文拟从我国股市产生的动因和作用着手，结合我国经济体制改革和国企的实际情况，从股市筹资功能的角度，运用修正的 VAR 模型分析股票市场的增量发展在经济增长过程中对国企利润的影响。

## 二、经验分析

20 世纪 80 年代中后期，我国出现“预算软约束”的投融资体制和“投资饥渴”的短缺经济<sup>[16]</sup>，国企的资金融通体制由国家财政主导型变为国有银行主导型，国企投资效率和经营效率的低下导致银行资产质量的下降。从“渐进主义”的改革思路，要减少居民高储蓄、国企搞负债和银行高风险并存的现象出发，需要发展股票市场来吸引资金为国企融资，通过建立新的融资约束机制，实行国企股份制改革和治理机制的创新，将国企在银行的债务转换为上市公司的股本金，从而成为我国股票市场产生和发展的最根本动因。

从股票市场的经济功能看，通过发行股票把分散的资本集中到资本使用者手中，可以实现社会化筹资，增加改造传统产业的资金来源，还可以改善企业的资产负债结构，提高企业的经济效益水平。金融资产相对于实体经济比例的提高，有利于增加实物部门生产要素的平均产出和边际产出，改善资源配置的效率。股票市场通过降低信息收集和执行成本，减少经理人的代理成本，从而推动公司治理结构的有效改革。总之，股市通过其市场功能，促进国企改革，提高国企经济效益，从而影响整个国家的经济增长。

但是另一方面，在行政主导式的发展环境下，股市并非市场竞争机制自我运行的结果，更多的是非市场因素的影响<sup>[17]</sup>。我国股市的发展受到“计划经济”体制下“看不见的手”的作用，国家对新兴市场的关怀和监管引起股市的波动，过多的波动和泡沫也对经济增长有一定的负面影响。

总之，股市的产生是我国经济运行中资金的循环发生了变化，从社会资金——银行储蓄——企业贷款的间接融资渠道，转变为社会资金——股市筹资——企业投资的直接渠道。直接融资新渠道的产生必然会对经济的增长产生一定的影响，但其影响具体有多大，下面就结合资金渠道，重点从定量的角度论述我国股市在经济增长过程中的作用。

## 三、实证分析

从经验分析可知，股市的创立是为了国有及其控股企业融资，减少企业对金融中介的依赖。反过来，上市公司绩效看好可能会吸引过多的投资，使筹资额增加。下面用实际数据资料证实股市筹资和企业，尤其是国有企业利润之间的关系。在此做出如下假设：（1）国有企业融资主要有三个来源：银行金融中介的间接融资；企业内部资金和内源融资；股市的直接融资渠道。（2）股市融资主要用于解决国企的生产投入，且新资本只有进入实体经济生产中去才能产生效益，并通过企业有效的经营为股东和社会创造财富。而资金在股市或银行等金融部门之间单纯的运转会产生泡沫，泡沫过渡会影响金融发展、增加风险。简而言之，股市筹资额的增加促进了国企利润的上升。（3）股市资金在社会再生产中产生效益，使企业利润增加，股

东权益增值,从而吸引更多的资金投入股市,筹资额增加,形成良性循环,即国企利润的增加吸引了更多的股市筹资。(4)假设当前经济增长中的主要难点是国有企业的改革,国企效益的整体上升对当前的经济增长具有明显的促进作用。

基于上述假设,我们选用股票市场每月的筹资额为  $R$ , 国有及其国有控股企业利润总额为  $P$ , 国有银行对国企的贷款为  $L$ , 样本的时间区间为 1996-2004 年间的月度数据<sup>[18]</sup>。

为了验证上述变量之间是否具有一定的联系,我们引入 Granger 因果检验模型。在时间序列模型中,两个经济变量  $R$ 、 $P$  之间存在因果关系的定义为:若在包含了变量  $R$ 、 $P$  信息的条件下,对  $P$  的预测效果要好于只单独由  $P$  的信息进行的预测。即变量  $R$  有助于解释变量  $P$  的将来变化,则认为变量  $R$  引致变量  $P$ , 两者之间存在因果关系。为了检验二者之间的因果关系,我们可以运用下面的两组回归方程:

$$P_t = \sum_{i=1}^k \alpha_{1i} R_{t-i} + \sum_{i=1}^k \alpha_{2i} P_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad \dots\dots\dots (1)$$

$$R_t = \sum_{i=1}^k \beta_{1i} P_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_{2i} R_{t-i} + \varepsilon_{2t} \quad \dots\dots\dots (2)$$

上述方程提供了四种可能的因果关系:(1)如果  $\sum \alpha_i \neq 0$  且  $\sum \beta_i = 0$ ,  $P_t$  对  $R_t$  存在单一的因果关系;(2)如果  $\sum \beta_i \neq 0$  且  $\sum \alpha_i = 0$ ,  $P_t$  对  $R_t$  存在单一的因果关系;(3)如果  $\sum \alpha_i \neq 0$  且  $\sum \beta_i \neq 0$ ,  $P_t$  与  $R_t$  间存在双向因果关系;(4)如果  $\sum \alpha_i = 0$  且  $\sum \beta_i = 0$ ,  $P_t$  与  $R_t$  间没有双向因果关系。

在进行因果检验之前,首先对原始数据进行单位根检验,以确定序列是否含有单位根。因为只有在序列平稳的情况下,才能使用 Granger 因果关系检验;否则,必须对数列进行差分处理,直至序列不含有单位根。现在,我们对原始数据进行了检验,并按照计量经济学方法进行了处理,得到了平稳的时间序列。通过 Eviews 软件计算输出的 Granger 因果检验结果,如表 1 所示。

表 1 Granger 因果检验结果

零假设	样 本	F—统计量	概率
R 并非 P 的 Granger 成因	72	3.08366	0.06006
P 并非 R 的 Granger 成因		0.15220	0.85945
L 并非 P 的 Granger 成因	44	0.00530	0.99472
P 并非 L 的 Granger 成因		1.02127	0.36957
L 并非 R 的 Granger 成因	66	0.16075	0.85187
R 并非 L 的 Granger 成因		4.95617	0.01013

从表 1 可知,F 统计量在 5%的置信水平下显著异于 0,因此否定零假设,即股票市场筹资额  $R$  对国企利润  $P$  在 94%的可能下具有因果关系,即说明股票市场具有一定的筹资功能,能够筹集社会资金投入国有企业,并产生一定效益。反之,F 统计量不显著,不能否定零假设,说明  $P$  并非  $R$  的成因,即国有企业利润的增加并未引起股市筹资额的增加,这也说明,社会资金投入股市并非是因为公司的利润增加,更多的可能是因为其他原因作用的结果(如政策看好或为了获取投机收入)。以往的研究表明,国内资金增量在推动股市繁荣中有决定性作用,投资者大量短期投机和庄家恶炒,使得筹资额增加<sup>[17]</sup>。

银行贷款与上市公司利润之间的关系不明显,说明我国银行的贷款并非出于对企业利润的期望,主要是银企之间的软约束导致银行不得不对企业贷款,而企业产生利润后并未积极归还银行贷款,从而导致二者关系不明显。股市筹资是导致银行贷款变动的原因,主要是企业新增加的融资渠道减少了对银行贷款的依赖,同时股市的转移储蓄功能使银行储蓄减少,贷款的基数发生变动。而银行贷款对股市筹资没有明显的影响,说明企业对资金的需求较大,银行贷款对新增的融资方式没有影响。在得知变量之间的因果关系后,我们可以进一步研究确定变量之间的数量关系情况。由于经济时间序列常出现伪相关现象,即经济意

义表明几乎不相关的序列，却计算出较大的相关系数。因此不能采用常规的相关分析和直接回归的方法进行研究。一般采用 VAR 模型来说明二者之间的定量关系，而一般的 VAR 模型实际上是向量自回归移动平均 (VARMA) 的简化。模型的表达式如式 (3) 所示。

$$Y_t = \sum_{i=1}^q A_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^r B_j X_{t-j} + \varepsilon_t \quad \dots\dots\dots (3)$$

在实际中，企业从股市筹集资金投入再生产，直到产生效益，具有一定的时滞效应，并非即时性的。因此，股市筹资 R 对滞后的国企效益 P 产生影响。一旦企业会计信息按照真实性原则按时披露，公告发出时，企业利润情况 P 会马上引起投资者对股市投资信心的动摇，引起当期股市筹资额度 R 的迅速反应。同时，考虑股市筹资和企业利润之间的增量关系，公式 (3) 可以进一步转换为：

$$\Delta Y_t = \sum_{i=0}^q A'_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=0}^r B'_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon'_t \quad \dots\dots\dots (4)$$

在 MVAR 公式 (4) 中， $\Delta Y_t$  为 m 维内生变量，具有 q 阶滞后期； $\Delta X_t$  为 d 维外生变量，具有 r 阶滞后期； $A'_j$  和  $B'_j$  为待估计参数矩阵， $\varepsilon'_t$  为随机扰动项。由 q、r 阶滞后量和参数自由度之间存在一定的矛盾，为了达到彼此均衡，一般有 AIC 和 SC 信息量取值最小来确定模型的阶数。

$$AIC = -2 \frac{l}{n} + 2 \frac{k}{n} \quad SC = -2 \frac{l}{n} + k \frac{\log n}{n}$$

这里， $k=m(rd+qm)$  为估计参数的个数，n 为观测值个数，而且

$$l = -\frac{nm}{2} (1 + \log 2\pi) - \frac{n}{2} \log [\det(\sum \hat{\varepsilon}_t \hat{\varepsilon}_t' / n)]$$

经过计算和反复比较，只有滞后 2 期的下述两式中的 AIC、SC 较小，说明公式所包含的信息量较充分。其中，公式下方括号内数据为 t 检验值，\*代表通过 10% 置信度检验。

$$P = 1.84P(-1) - 0.83P(-2) + 0.13R(-1) - 0.02R(-2) + 0.01L(-1) - 0.01L(-2) + 36.77 \quad \dots \quad (5)$$

(25.6)\*   (-10.8)\*   (2.4)\*   (-0.3)   (0.3)   (-0.3)   (87.5)

$$R = -0.22P(-1) + 0.27P(-2) - 0.24R(-1) + 0.19R(-2) + 0.02L(-1) - 0.01L(-2) - 199.74 \dots \quad (6)$$

$$L = -0.41P(-1) + 0.47P(-2) - 0.62R(-1) - 0.54R(-2) + 1.19L(-1) - 0.23L(-2) + 786.72 \quad (7)$$

(-1.0)   (1.1)   (-2.1)\*   (-1.6)   (8.1)\*   (-1.6)   (468.4)

$$AIC=35.3 \quad SC=36 \quad R^2 = 0.998$$

从上述 MVAR 模型 (式 (5) \ (6) \ (7)) 中可以看出，股市筹资额 R 对国企利润 P 有一定影响，而式 (6) 中利润对筹资的影响并不明显，式 (7) 中筹资对贷款有一定影响，这 Granger 因果检验的结果基本相符。在式 (5) 中，国企利润 P 主要受前一期的利润 P(-1) 影响，影响系数最大约为 1.84，说明企业的主要资金来源于自身利润的积累，具有一定的相互促进作用；从 -0.83P(-2) 可以看出，长期 (前 2 期 P(-2)) 利用自身的积累资金，没有充分发挥财务杠杆和债务避税的优势，从而使企业效益有所下降。对国有企业而言，在外部融资成本较高时，就会用积累的自有资金作为融资的主要来源，从而证明第一假设的准确性，即内源资金的影响比股市筹资和贷款的影响要大。从 R 变量系数为正值 (0.13) 可知，股市筹资促进了企业利润的增加，只是影响力度比前一期利润的影响小，从而印证了第二个假设，股市筹资额导致国有企业利润的增加，对国有企业的改革具有一定的促进作用，但目前的作用还较小，这与文献<sup>[11][12]</sup>的结论不谋而合。而贷款对公司利润的影响不明显，这可能与原来计划经济体制下银行与企业形成特殊银企关系，而不

是基于利益驱动的原因有关。

从式(6)中可以看出,利润因子 $P$ 对筹资额 $R$ 无解释能力,说明第三个假设不成立,投资者投资股市并非基于良好的公司基本面,更可能是其他因素作用的结果。前一期股市筹资额对当前筹资额有一定的负面影响,说明股市投资的跟风现象严重。一些学者对羊群效应的研究也证明了这一点。国有企业长期效益的提高并未引起股市筹资额的上升,利润的增加按理说应该在一定程度上刺激投资的增加,但并未出现此现象,这也正说明了我国投资者比较注重追逐资本利得和短期的炒作,从而印证了我国股市当前投资行为中的非理性的投资倾向。

从式(7)可见,企业利润并未导致银行贷款行为发生变动,说明我国当前银企关系仍然是建立在计划经济上的特殊关系,并未转化成相互促进的利益驱动关系,从而导致企业有钱不还贷款的现象。而上一期的贷款对本期贷款有一定的促进作用,说明银行对企业的贷款形成了刚性约束,前期的贷款对本期的贷款有一定的牵掣作用。基于前期贷款的沉默成本太大,银行只有继续增加贷款;股市筹资对银行贷款有负面的影响,说明对于上市公司新增加的股市融资渠道在缓解银行贷款压力方面具有一定的促进作用,对第一个假设具有一定的佐证作用。

#### 四、结 论

通过上述分析得知我国股市对国企改革成效的影响力:我国股市筹资对国企改革有一定的促进作用,使企业利润的增加,但并不是企业利润增加的主要原因,说明股市对国企利润虽有一定影响,但作用并不太大,但对缓解银行贷款的压力具有一定作用。而企业利润的增加并未导致各种筹资额发生明显变化,说明股票市场筹资并未建立在公司未来预期的理性投资基础上,更多的是受非理性原因的影响。筹资额更多的受自身影响,其波动具有一定的持续性,银企关系仍然十分密切。

#### 参考文献:

1. J.Benson Durham. *The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Lower-income Countries*, *Emerging Markets Review*, 2002(3): 211-232
2. Luca Deidda, Bassam Fattouh. *Non-linearity Between Finance and Growth*, *Economics Letters*, 2002, Vol.74:339-345
3. Demirgu-Kunt, Asli, Ross Levine. *Stock Markets, Cooperate Finance, and Economic Growth: An Overview*, *World Bank Economic Review*, 1996(10): 341-369
4. P.L.Rousseau, P.Wachtel. *Equity Markets and Growth: Cross-country Evidence on Timing and Outcomes, 1080-1985*, *Journal of Banking & Finance*, 2000, Vol.124:1933-1957
5. Richard D.F.Harris. *Stock Markets and Development: A Re-assessment*, *European Economic Review*, 1997, Vol.41:139-146
6. Joseph E.Stiglitz. *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*, *World Development*, 2000, Vol.28:1057-1086
7. Thorsten Beck, Ross Levine, Norman Loayza. *Finance and the Sources of Growth*, *Journal of Financial Economics*, 2000, Vol.58: 261-300
8. Chongwoo Choe, Imad A. Moosa. *Financial System and Economic Growth: The Korean Experience*, *World Development*, 1999, Vol.27: 1069-1082
9. Paolo Mauro. *Stock Markets and Growth a Brief Caveat on Precautionary Savings*, *Economics Letters*, 1995, Vol.47:111-116
10. 谈儒勇:中国金融发展和经济增长关系的实证研究, *经济研究*, 1999(10): 53-61
11. 韩廷春:金融发展和经济增长——理论实证与对策,北京:清华大学出版社,2002
12. 李广众:银行股票市场与经济增长, *经济科学*, 2002(2): 24-34
13. 何德旭:股票市场对居民储蓄的影响:实证分析, *数量经济技术经济研究*, 2002(11): 9-12
14. 王晓芳、田军伟:宏观经济变量与股市关系的实证研究, *数量经济技术经济研究*, 2002(9): 99-102
15. 傅广军、马学锋:国民经济与股市相关关系的统计分析, *现代财经*, 2001(9): 48-51
16. 郑江淮、袁国良、胡志乾:转型期股票市场发展与经济增长关系的实证研究, <http://time.dufe.edu.cn/jjwencong/jjwencong1.htm>. 2003/6/20
17. 施东辉:中国股市微观行为理论与实证,上海:上海远东出版社,2001
18. 中国宏观经济数据[EB/OL], <http://data.xinhuaonline.com>. 2003/6/20

(责任编辑:刘成华、班蕾、小雨)