

Financing Behavior of Listed Companies Impacts on Their Performance: A Case Study of Zhongtai Chemical

Xiaolei Tian, Le Deng

Central University of Finance and Economics, Beijing
Email: txl6722@163.com

Received: Jun. 1st, 2016; accepted: Jun. 17th, 2016; published: Jun. 20th, 2016

Copyright © 2016 by authors and Hans Publishers Inc.
This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).
<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

Abstract

Since the 1990s, the rapid development of China's capital markets have provided a broader platform to corporate finance. Financing not only guarantees the funds needed by the enterprise, and the choice of financing and frequency will affect the capital structure of the company, thereby affecting the performance and enterprise value of the business. It can expand the size of the business of financing and create greater value, but excessive financing can lead to low allocative efficiency of capital markets and can't be expected to bring economic benefits. Based on the Zhongtai Chemical in recent years, frequently inspect its facilities affected the results, it was found from 2008 to 2010 to bring a good income, so that enterprises had developed rapidly. In recent years, Zhongtai Chemical has been into a financing, a cycle of expansion, refinancing, and this cycle is not expected to bring economic benefits. Based on the analysis of financial statements of Zhongtai Chemical, this paper is to explore the behavior of corporate finance impact on its results, and thereby provides a reference for other companies making financing and reminds others not to affect the long-term financing because of the blind development of the company.

Keywords

Listed Companies, Corporate Finance, Corporate Performance, Case Study

上市公司融资行为对公司业绩的影响——基于对中泰化学案例的研究

田晓蕾, 邓 乐

中央财经大学，北京
Email: txl6722@163.com

收稿日期：2016年6月1日；录用日期：2016年6月17日；发布日期：2016年6月20日

摘要

自20世纪90年代以来，由于我国资本市场的快速发展，给企业的融资提供了更多选择的渠道。融资不仅保证了企业所需要的资金，而且融资方式和频率的选择，将会影响企业的资本结构，进而影响了企业的业绩和企业价值。融资可以扩大企业的规模，创造更大的价值，但是企业的频繁过度融资会导致资本市场配置效率低下，并不能企业带来预期的经济利益。本文通过对中泰化学近几年频繁融资对其业绩的影响进行考察，发现企业2008年到2010年期间的融资给企业带来了良好的收益，使得企业得到快速的发展。而近几年中泰化学的频繁过度融资，使企业陷入了融资、扩张、再融资的一种循环，而此种循环并没有给企业带来预期的经济利益。本文通过对中泰化学财务报表的分析，来探究企业融资行为对其业绩的影响情况，从而为其他公司在进行融资时提供参考依据，提醒其他公司不要因为盲目融资而影响公司的长远发展。

关键词

上市公司，企业融资，公司业绩，案例研究

1. 绪论

企业想要可持续发展下去则需要足够稳定的资金，所以融资的选择是企业应该重视考虑的事情。研究学者通过多调查得出，很多企业在经济环境等因素影响的情况下，由于外部融资资金的能力不高而使企业不得放弃许多有价值的投资项目，从而影响到企业的发展[1]。因此，稳定资金的投入是保持企业可持续发展的重要因素。

如果企业为了加快发展而频繁过度的融资，这会导致资本市场配置效率低下，而且不能给企业带来预期的收益。上市企业在选择融资行为时，需要结合公司的切实需要和考虑公司的具体情况，再进行融资。我们以2006年12月8日在深圳证券交易所上市的中泰化学股份有限公司为例，企业在上市至今，多次融资共达150多亿。中泰化学前期的融资给企业提供了所需的资金，是企业快速发展；而其后期更为频繁融资，但是并没有达到企业预计的业绩。本文深入考察公司的背景情况和融资方式及频率，对企业的融资行为对其业绩的影响进行案例研究，为其他公司在进行融资时提供参考依据，提醒其他公司不要因为盲目融资而影响公司的长远发展。

2. 文献回顾

2.1. 融资方式对企业业绩的影响

国外对于上市公司增发新股对企业业绩的影响进行了大量的研究，并形成了增发新股对公司业绩有负面影响的结论[2]。Ritter [3]通过对美国多家增发新股的企业进行研究得出：增发新股的企业几年后的回报率远远低于未增发新股的企业。Affleck-Graves [4]也在企业增发新股对其业绩的影响方面得出和Ritter [5]是相同的结果。通过对我国的上市公司融资行为的研究与调查，发现大部分上市公司都选择可以利用的股权进行再融资，上市企业存在着十分明显的股权融资偏好[5]。在我国，由于企业债券融资发行

审批程序繁琐，限制了获得资金的时间，因此企业一般不会重视债券融资[6]。刘星[7]和刘力军[8]在对融资方式进行研究时发现：上市企业在进行融资时首先选择的是股权融资，这也说明了上市企业对股权融资的偏好。

2.2. 多种因素影响对融资方式的选择

Schwartz [9]是从理论的角度来研究了通货膨胀对影响企业资本结构的影响，从而影响企业融资方式的选择。Nejadmalayeri [10]使用 Probit 模型进行探究得出结论为：当通货膨胀这种情况变得越来越紧张时，债券融资方式被企业选择的可能就越低。Alraazan [11]进行研究发发现，企业的资本结构是企业进行选择融资方式所形成的，因此行业的各种素会影响企业融资方式选择。陆正飞[12]通过对多家上市公司融资方式的研究发现，企业融资方式的选择会受不同的行业中各种因素的影响。苏冬蔚[13]研究宏观经济因素对上市公司资本结构的影响，在研究的过程中发现，外部融资环境对上市公司的融资偏好产生重要的影响，当外部融资环境变得宽松时，企业更偏好于选择内部融资的方式。

3. 案例介绍

3.1. 公司背景特征

中泰化学的全称为新疆中泰化学股份有限公司，中泰化学的代码是 002092，它位于新疆乌鲁木齐市。2001 年 12 月，中泰化学以发起方式设立，并且于 2006 年 12 月 8 日在深圳证券交易所上市，其上市时总股本为 53686 万股，总资产为 42 亿元。中泰化学的产品广泛应用于化工、石油等多个大行业，在中泰化学快速发展下使企业成为全国大型的氯碱化工企业之一。中泰化学在上市之后，为了加快企业的快速发展，则进行了多次的融资行为，为企业带来了客观的效益。但是之后几年的频繁过度融资，所投资的项目并没有给中泰化学带来预计的效益。中泰化学的有 7 家控股子公司，如下图 1 中所示的 7 家。

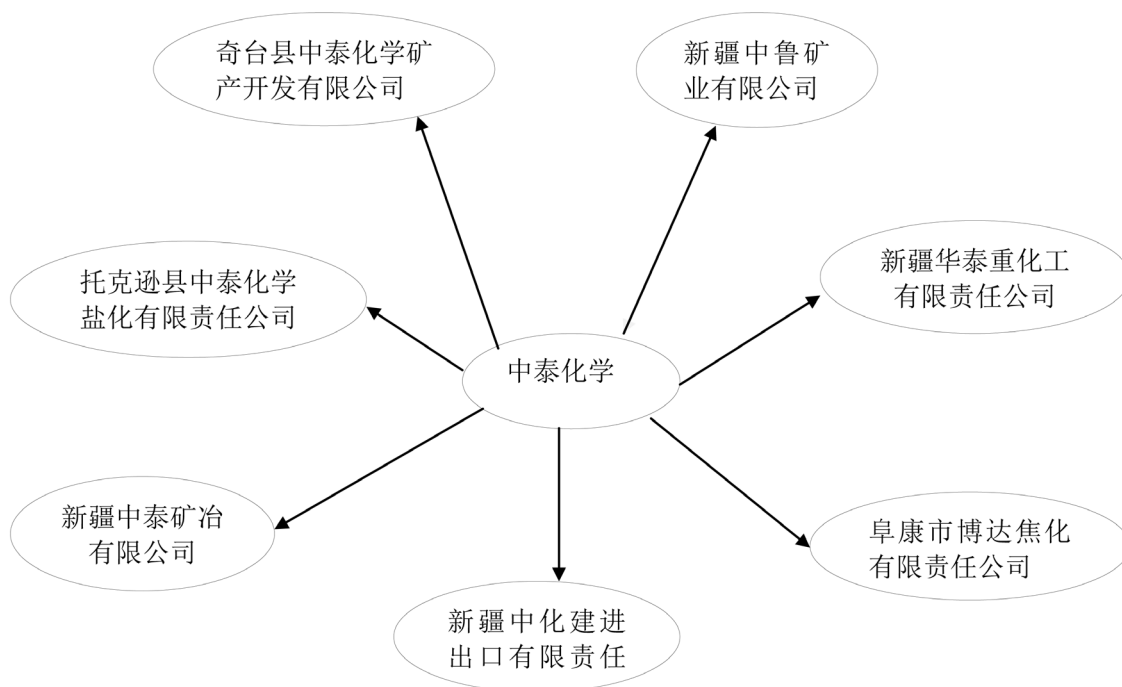


Figure 1. Chemical and Thailand 7 subsidiaries

图 1. 中泰化学 7 家控股子公司

中泰化学所处于新疆地区，新疆有着非常有利的自然资源，煤炭、原盐等资源十分丰富，并且这种优势使企业的原材料价格比较低，而且原材料也比较充足，这进而使得中泰化学产品的生产成本要低于行业的平均水平，因此地理位置的优势使得中泰化学具有明显的成本优势。并且中泰化学获得了煤矿区的煤炭探矿权，从而为企业长期的发展提供了充足的资源保证。中泰化学在拥有资源和成本优势的同时，企业不断快速发展，从而需要大量资金的投入，融资则是企业筹集资金中的重要手段，因此中泰化学开始频繁的融资行为。

3.2. 公司的融资情况

由于中泰化学利用企业的优势来迅速发展，在快速发展中需要的是大量的资金，中泰化学自 2006 年上市之后开始了频繁的融资。2006~2012 年期间，中泰化学频繁进行融资，其中包括 IPO、增发和发债等。如下表 1 所示。

4. 案例分析

中泰化学自 2006 年上市后，到 2013 年共筹资亿元 156.3 亿元，如此多的资金和频繁融资的速度，是否给企业带来了预期的效益？我们将从财务报表的角度分析中泰化学频繁融资带给企业的效益。

4.1. 融资对财务指标的影响

4.1.1. 盈利能力分析

中泰化学上市之后，利用资源和成本的优势快速发展，所以进行了频繁的融资，使得中泰化学成为氯碱行业近些年产能扩张最快的企业。最初的融资给企业带来了快速的发展，但之后并没有给企业带来持续的预计效益。2011 年，中泰化学所创造的净利润为 5.2 亿元，比 2010 年的净利润增长了 80%，但是 2012 年中的净利润没有增加反而下降了。2012 年上半年，企业的净利润仅为 8500 万元，比 2011 年的上半年的净利润下降了多于 70%。在第三季度中，中泰化学营业收入与上年度第三季度相等的情况下，净利润比去年下降了 62.7%。可以从下表 2 中了解到中泰化学在上市 10 年中的盈利能力。

表中的主营业务利润率在 2009 年达到最低水平之后回升，这是由于成本的增长使得此比率有所下降；企业的主营业务利润率上升，是由于营业收入的增长幅度大于成本的增长幅度。企业的净资产收益率表现了经济效益的好坏和财务成果的优劣，该比率越大则说明投资人投入的资金获利的能力越强，从而影响了企业的筹资规模和方式。表中该比率 2006~2007 年较高，但之后该比率有明显的下降，其原因是随着净资产的增加净利润并没有随着持续增加。

2012 年是中泰化学融资最为频繁的一年，在此年中企业分别在 1 月、2 月、6 月和 8 月发行了四期的非公开定向债券融资工具，发行额分别为 5 亿元、5 亿元、25 亿元和 10 亿元，一共募资达到 45 亿元。而在 3 月，中泰化学第二期的债券发行结束，发行总额为 13 亿元；12 月初，中泰化学再发行 10 亿元的非公开定向债务融资工具。通过对中泰化学 2012 年季度的财务分析，表中净利润的同比增长都为负值，可以看出每季度的净利润均同比减少了，净利润率和净资产比率也比同期降低了，说明了 2012 年间频繁过度的融资并没有给企业带来可观的经济利益，反而使企业的效益不如上一年。2014 年企业并没有进行多次融资，但净利润大幅度的增加，其他财务比率也有所增长(见表 3)。

4.1.2. 发展能力分析

中泰化学的融资行为让企业迅速的发展，在利用资源和成本的优势，有望成为氯碱行业的龙头企业。通过下表对以下指标的分析，看出企业融资对企业的发展能力起到什么作用与影响。从上表中可以看出，总资产是一直在增加的，这说明企业在融资过程中使得其资产经营规模得到了迅速的扩张，从而使企业

Table 1. 2006~2015 financing situation of chemical and Thailand (Unit: Hundred Million)
表 1. 中泰化学 2006~2015 年融资情况(单位: 亿元)

	IPO	公开增发 A 股	非公开发行股票	非公开定向债券融资工具	债券
2006	6.32	-	-	-	-
2007.10	-	10	-	-	-
2010.04	-	-	37.99	-	-
2011.11	-	-	-	-	13
2012.01	-	-	-	5	-
2012.02	-	-	-	5	-
2012.03	-	-	-	-	13
2012.06	-	-	-	25	-
2012.08	-	-	-	10	-
2012.12	-	-	-	10	-
2013.05	-	-	-	5	-
2013.09	-	-	15.99	-	-
2014.08	-	-	-	-	5
2015.07	-	-	-	-	10
2015.08	-	-	-	5	-
2015.12	-	-	-	-	5

资料来源: 2006~2015 年中泰化学年报

Table 2. 2006~2015 annual profitability indicators (Unit: Ten Thousands)
表 2. 2006~2015 年盈利能力指标(单位: 万元)

	净利润	同比增长率	毛利率	主营业务利润率	总资产净利率	净资产收益率
2006	12,807.8	-	22.7%	21.9%	6.72%	15.2%
2007	22,057.0	72.2%	25.5%	24.8%	7.04%	12.17%
2008	12,088.9	-45.2%	16.9%	17.2%	2.71%	4.95%
2009	10,492.2	-13.2%	14.8%	15.0%	1.72%	4.14%
2010	29,048.1	176.9%	22.6%	22.6%	3.39%	6.31%
2011	52,338.6	80.2%	22.9%	21.7%	4.20%	7.37%
2012	27,898.1	-46.7%	20.1%	19.4%	1.50%	3.78%
2013	10,436.9	-62.6	22.1%	21.8%	0.44%	1.32%
2014	33,711.5	223.0%	27.3%	26.8%	1.19%	3.86%
2015	18,748.6	-	23.06%	22.5%	0.55%	0.09%

资料来源: 中泰化学 2006~2015 年年报

Table 3. Analysis of chemical and Thailand 2012 quarter profit index (Unit: Ten Thousands)
表 3. 中泰化学 2012 年季度盈利指标分析(单位: 万元)

季度	净利润	同比增长	净利润率	净资产比率
一季度	4909.41	-65.29%	2.99%	38.62%
中期	9292.13	-75.31%	2.47%	34.20%
三季度	15,870.67	-70.55%	2.81%	33.49%
年度	27,898.10	-46.70%	3.81%	32.65%

资料来源: 中泰化学 2011~2012 年年报

的发展能力加强。企业在 2006-2008 年中销售增长率均为正值，说明企业的销售收入不断在增长的；而在 2009、2012 年销售增长率出现了负值，并且 2012 年是中泰化学融资最为频繁的一年，说明企业过度的融资并不能给企业带来效益，企业应该根据自己所处的实际情况和经济环境来进行融资及选择合适的融资方式(表 4)。

4.1.3. 效益能力分析

企业募集资金所投资的项目是否达标关系到企业本期盈利能力的大小，也影响到投资者对企业的投资决定。2009 年，中泰化学共募集了 38 亿元，其是以每股 16.3 元的发行价格所筹集的。之后中泰化学在 2010 年发布公告显示，公司要进行新股非公开发行，其价格是为每股 6.79 元。但是中泰化学在 2010 年的投资的项目并没有达标，但后来中泰化学发出公告显示，此募集资金所投资的项目在 2010 年 11 月建成投产并且开始实现了效益。2012 年，中泰企业预计可实现的利润为 42,566 万元左右，但是根据中泰化学 2012 年年报显示：由于经济和国内物价上涨等因素的影响，使成本价格下降，人力成本也有所上升，因此募集资金所投资的项目仅仅达到原预计值的 34.12%，为 14,519 万元。聚氯乙烯树脂价格的快速下降，并且之前募集资金所投资的项目也没有达标，企业在进行频繁融资来加大投入并不能给企业带来效益。通过下表可以看出，中泰化学生产的聚氯乙烯树脂和离子膜烧碱的产量在逐年剧增，则说明企业的融资行为给生产规模带来了迅速的扩张，融资行为给企业带来的积极地影响。但是企业的快速融资与发展，并不能使企业每年都可以达到预计的效益。2006~2013 年企业预计与实现的效益如表 5 所示。

4.2. 融资方式选择对公司业绩影响

中泰化学自 2006 年上市之后开始了频繁的融资，2006~2012 年期间，中泰化学以 IPO、增发和发债等多种方式进行融资。仅仅八年之内融资达到多于 150 亿，中泰化学的融资起初给企业带来了快速的发展，但是之后的频繁过度融资和融资方式的选择并没有给企业带来预计的效益，所以通过对中泰化学选择的融资方式进行分析，来探究融资方式的选择对企业业绩的影响。

从表 6 看出，在中泰化学上市以来，在融资时企业选择非公开发行股票和非公开定向债券融资工具较多，其比率分别为 29.77%和 35.85%；其次就是债券融资占比为 16.64%。非公开发行股票可为发行人节省了大量的时间和成本；非公开定向债券融资工具的优点在于它的灵活性；相对于债券，融资成本较高的债券，并承担更大的财务风险。根据已有的实证研究得到，定向增发对企业的短期业绩没什么影响，但是对于企业的长期业绩是具有明显的负面影响的。所以企业在考虑融资时，慎重选择融资方式与融资金额。

从表 7 可以看出，中泰化学从 2007 年进行权益性融资后，2008 和 2009 年都没有再进行融资，并且这两年的净利润、毛利率、主营业务利润率、总资产净利率以及净资产收益率等盈利能力指标都呈下降态势。相比之下，结合表 3，可以看出，中泰化学在 2012 年频繁利用债务融资，四个季度均有债务融资，四个季度的盈利性指标大部分呈下降态势，但三季度和年度的净利润率指标却为增长状态，2013 年的毛利率和主营业务率也是增长状态。这说明权益融资对企业业绩的影响时间要比债务融资对其影响时间更长久，这一结论也从一定程度上证实了企业融资的委托代理理论。同时，从表 7 也可以看出，在进行权益融资的当年中泰化学的各项盈利指标都是增长状态，这从一定程度上说明了，企业在融资过程中为了达到股权融资的各项指标，存在盈余管理，之后利润反转，业绩必然会下降。

5. 结论

根据研究表明，融资可以扩大企业的规模，创造更大的价值，但是企业的频繁过度融资会导致资本市场配置效率低下，并不能企业带来预期的经济利益。无论是权益性融资还是债务融资，企业的业绩都

Table 4. Analysis of 2006~2015 chemical and Thailand development ability index
表 4. 2006~2015 年中泰化学发展能力指标分析

	销售增长率	资本积累率	总资产增长率
2006	57.99%	169.01%	29.03%
2007	45.72%	99.77%	100.23%
2008	42.49%	4.77%	13.68%
2009	-3.08%	3.51%	57.55%
2010	22.69%	156.43%	29.30%
2011	74.52%	14.46%	58.01%
2012	-0.13%	-5.25%	43.52%
2013	69.35%	20.40%	14.04%
2014	-7.21%	18.19%	24.79%
2015	36.56%	17.04%	16.75%

资料来源：中泰化学 2006~2015 年年报

Table 5. 2006~2013 years of enterprise is expected to achieve the benefits
表 5. 2006~2013 年企业预计与实现的效益

年份	产品	聚氯乙烯树脂(万吨)	离子膜烧碱(万吨)	销售收入(亿元)
2007	预计达到	28.8	23.6	>20
	实际生产	30.48	24.97	24.09
2008	预计达到	42	35	>30
	实际生产	40.31	31.69	34.32
2009	预计达到	42	35	34.72
	实际生产	45.22	35.13	33.27
2010	预计达到	60	45	46.14
	实际生产	51.32	40.02	40.81
2011	预计达到	80	60	68.91
	实际生产	81.99	61.44	71.22
2012	预计达到	87.6	64.89	71.27
	实际生产	89.77	67.28	71.13
2013	预计达到	148.8	104.43	129.74
	实际生产	153.60	108.64	120.46
2014	预计达到	156.99	110.50	127.88
	实际生产	169.29	111.76	111.77
2015	预计达到	154.29	105.67	137.82
	实际生产	161.47	113.66	152.63

资料来源：中泰化学 2006~2015 年年报

Table 6. Chemical and Thailand financing and accounting (Unit: Hundred Million)
表 6. 中泰化学融资方式及其占比(单位: 亿元)

年份	IPO	公开增发 A 股	非公开发行股票	非公开定向债券融资工具	债券
2006	6.32	-	-	-	-
2007	-	10	-	-	-
2010	-	-	37.99	-	-
2011	-	-	-	-	13
2012	-	-	-	55	13
2013	-	-	15.99	5	-
2014	-	-	-	-	5
2015	-	-	-	5	15
合计	6.32	10	53.98	65	46
占总融资金额比率	3.49%	5.52%	29.77%	35.85%	25.37%

资料来源: 中泰化学 2006~2015 年年报

Table 7. Chemical and Thailand financing and accounting
表 7. 中泰化学融资方式及其占比

年份	融资方式	上年净利润相比	毛利润	主营业务利润率	总资产净利率	净资产收益率
2006	权益	12,807.8	22.7%	21.9%	6.72%	15.20%
2007	权益	增长	增长	增长	增长	下降
2008		下降	下降	下降	下降	下降
2009		下降	下降	下降	下降	下降
2010	权益	增长	增长	增长	增长	增长
2011	债务	增长	增长	下降	增长	增长
2012	债务	下降	下降	下降	下降	下降
2013	权益	下降	增长	增长	下降	下降
2014	债务	增长	增长	增长	增长	增长
2015	债务	下降	下降	下降	下降	下降

资料来源: 中泰化学 2006~2015 年年报

存在一定的下降, 权益融资对企业业绩的影响时间比追求融资对其的影响时间更长久。本文通过对中泰化学近几年频繁融资对其业绩的影响进行考察给出以下建议与意见。首先, 企业在考虑融资时, 要根据企业当时所处的环境, 是否真的适合投资, 并且要对投资的项目与融资方式的选择进行严格的审核。其次, 在进行融资时给出以下几点建议: 第一, 慎重考虑与选择融资方式与次数。融资方式的选择对企业业绩的影响十分重要, 各种融资方式各有优点。股权融资可以预防大股东控制公司从而形成“内部人控制”的情况, 因此有利于公司形成良好的管理体制; 而债券的优点是灵活性较强, 能更符合融资者的需求。第二, 加强募集资金的投资与管理。如果募集得资金不能用于可行性的项目, 而只是满足股东或者管理者的私利, 甚至予以闲置, 那么融资反而会对公司产生不好的影响。第三, 慎重选择投资项目。项目选取是否合适对企业是否能达到预计的效益具有关键的作用, 企业要慎重选择。

通过对中泰化学频繁融资对其企业业绩影响的分析, 并且对此提出的建议, 希望能为其他公司在进行融资时提供参考依据, 提醒其他公司不要因为盲目融资而影响公司的长远发展。

基金项目

该研究工作得到 NSFC (7071401188) 的部分资助。

参考文献 (References)

- [1] Campello, M.H., Giambona, E., Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2011) Liquidity Management and Corporate Investment during a Financial Crisis. *Review of Financial Studies*, **24**, 1944-1979. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhq131>
- [2] 刘中林, 薛刚. 英美与德日上市公司融资结构治理效应的比较分析[J]. 理论与现代化, 2005(S1): 68-69.
- [3] Loughran, T. and Ritter, J.R. (1995) The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *The Journal of Finance*, **52**, 1823-1850. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02743.x>
- [4] Katherine Spiess, D. and Affleck-Graves, J. (1995) Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, **38**, 243-267. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00817-K](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(94)00817-K)
- [5] 陆正飞, 高强. 中国上市公司融资行为研究——基于问卷调的分析[J]. 会计研究, 2010(10): 16-24.
- [6] 罗健梅, 索奇峰. 我国上市公司股权融资偏好的行为分析[J]. 财经科学, 2009(S1): 421-423.
- [7] 刘星, 魏锋. 我国上市公司融资顺序的实证研究[J]. 会计研究, 2010(6): 66-72.
- [8] 刘力军. 股权分置下我国上市公司偏好股权融资的实证分析[J]. 世界经济情况, 2008(9): 20-23.
- [9] Longstaff, F. and Schwartz, E. (1995) A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt. *Journal of Finance*, **32**, 789-819.
- [10] Nejadmalayeri, A. (2001) On the Effect of the Teen Structure of Interest Rates on Corporate Capital Structure. *Theory and Evidence*, **30**, 116-143.
- [11] Almazan, A. (2002) A Model of Competition in Banking Capital vs Expertise. *Journal of Financial Intermediation*, **21**, 87-121.
- [12] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析[J]. 经济研究, 2004(11): 41-50.
- [13] 苏冬蔚, 曾海舰. 宏观经济因素、企业家信心与公司融资选择[J]. 金融研究, 2011(4): 129-142.

再次投稿您将享受以下服务:

1. 投稿前咨询服务 (QQ、微信、邮箱皆可)
2. 为您匹配最合适的期刊
3. 24 小时以内解答您的所有疑问
4. 友好的在线投稿界面
5. 专业的同行评审
6. 知网检索
7. 全网络覆盖式推广您的研究

投稿请点击: <http://www.hanspub.org/Submission.aspx>