清华大学 中国经济研究中心 研究动态

总字94期

2002年1月28日

可行的结论，不可行的结果 ——上市公司募集资金投向决策及可行性分析中存在的问题及管理对策

朱武祥*

【摘要】 随着商业环境日益复杂和不确定、上市公司投资决策自主化以及融资来源资本市场化，仅凭企业内部少数决策者的商业感觉决策的风险日益增加，需要有效的财务分析。但传统的可行性报告理念和规范没有为上市公司董事会和投资者各自的投资决策提供投资价值和风险方面的有效信息，没有为企业制定投资风险管理措施提供有效依据，与公司投资决策现实需要的距离日益加大，到了应该调整的时候了。

一、问题提出

投资是企业市场竞争中持续发展、为股东创造价值的活动而又具有风险的活动。企业IPO和增发新股时，募集资金投向可行性分析报告中，普遍具有“内部财务收益率和投资回报率(大多数超过35%)、回收期短和低风险”的财务结果和“财务上可行”的肯定结论。

但上市公司募集资金投向实际运作的财务结果与上市或增发时可行性分析报告中给出的高收益、低风险预期差异甚大，甚至大相径庭。不少企业上市后宣称主业经营风险高，以资本运作名义进入新的业务领域，特别是与公司当前业务关联度低的业务领域，寻求新的利润增长点。多项实证研究结果表明，企业上市和增发新股后，净资产收益率、主营业务利润率等经营业绩财务指标整体上逐年显著下降。例如，60多家上市公司沦为ST和PT。上百家公司朝令夕改，募集资金投向变脸。据《中国证券报》上市公司数据库统计，2001年就有285家上市公司变更了募集资金投向。此外，近5年来，数百家公司资产发生重大置换，或壳资源转手，大股东更替，主业变更，当前业务与上市之初宣称要发展的业务南辕北辙，甚至面目全非。可以说，我国上市公司实际上出现了较大规模的投资失败。

新疆天利高新2000年12月以当地政府1998年批复的投资7个内部收益率在15.06%—33.26%之间的项目计划，首次发行6000万A股，实际募集资金4.265亿元。2001年6月，董事会决定终止其中5个项目，变更投向的资金占首发融资额的60%。

资料来源：《上海证券报》

不可否认，上市公司投资失败有不可预计、不可控制的商业环境变化的客观因素，西方国家上市公司投资失败的事例也司空见惯。但上市公司募集资金投向可行性分析理念、内容不当，内部决策机制和外部审批程序形同虚设等也是不可忽视的因素。

二、投资决策财务分析功能认识上的误区和投资决策体制上的无效

在竞争环境下，企业投资决策的基本准则是投资项目的预期收益超过收益基准，但投资损失在企业承受能力以内；投资规模能够适应对未来不确定的商业环境。投资项目财务分析的功能是决策辅助，而不是决策替代。财务分析不能替代企业家的商业判断，但企业家敏锐的商业直觉和丰富的经验需要有效的财务分析支持。由于在日益复杂和充满风险的商业环境中，不可能准确预测投资机会未来的成本和收益等重要变量数值，例如，销售收入。因此，投资项目财务分析的关键在于为企业决策者提供投资机会潜在价值和风险的充分信息，包括项目本身的价值、风险及其对企业整体价值和风险的影响分析，而不是给出可行性结论。财务分析不是精确地预测会发生什么，而是进行情景分析，即分析如果发生某种情况，将出现何种财务后果，从中识别出关键的风险因素，为制定风险管理措施提供依据。

默克制药公司财务部的投资决策辅助功能

默克制药公司销售额近300亿美元，财务部门拥有500多名职员。财务总监以高级市场战略顾问的身份成为公司总裁顾问团7人成员之一。公司财务部在商业价值和战略价值分析评估方面卓有成效。因此，往往作为合伙人与经营者共同参与商业管理。

默克公司财务人员善于把财务理论与公司高风险的业务特性有效地结合起来。由于投资药品研究开发与投资或购买工厂不同，具有时间长、风险高的特点。例如，在10000种化合物中，通常只有一种可以制成药品。将

一种新药推向市场平均需要花费3.59亿美元和10年时间。同时，70%的产品不能给公司带来回报，传统的净现值分析方法不适合。公司财务人员开发了新药研究开发项目财务评估模型，强调风险评估。该模型可以给出在那里增加投资能更快地达到目标。该模型成功地用于公司资源分配，成为默克制药公司制定战略方案必不可少的环节。

在默克公司60亿美元收购Medco公司过程中，财务部门在设计和完成收购战略决策发挥了关键作用。他们与公司市场部门合作，分析每一个影响财务结果的细节，例如不同客户群规模、价格折扣、公司竞争优势，对未来可能发生的市场变化的财务结果进行量化估计，评估收购价格。

财务分析是投资决策及风险管理的一部分，净现值或内部收益率分析只是起点。投资项目是否可行应该由董事会综合其它战略因素决定。财务分析人员无需、也没有资格和权力给出项目在财务上是否可行的结论。净现值为负不等于项目经济上不可行和否定；净现值大于零也不表示项目一定经济上可行和接受。

西方大企业财务管理系统中的项目控制—项目拨款需要回答的部分问题

一、 综合问题

1、 企业战略

- 项目是否支持公司战略？是否与公司主要经营方向和发展有关？
- 项目的战略背景和内容？——单位成本/投资/技术
- 提议的投资将给公司带来何种竞争优势？

2、 一般问题

- 项目（包括细节）是否完整清楚？
- 有哪些替代方案？为什么取消？
- 项目的技术风险如何？有什么措施减小风险？
- 有哪些非量化因素需要考虑？
- 公司对项目中的工艺和设备有什么经验？

3、 竞争与经营风险

- 哪个竞争对手属于“同类最佳”？

二、 财务问题

1、 财务收益率

- 与“次佳”方案进行比较？
- 收益率对关键变量的敏感性？
- 回收期分析与项目周期相比，结论是否有意义？

2、 会计利润/收益率

- 单位利润是否确保产品继续生产？

三、 不同项目的特殊问题

1、 产品获得产品许可？

- 对质量、客户、价格有什么影响？
- 假设（成本、质量、投资等）是否一致、经济？

2、 生产能力

- 利润建立在预期的生产能力追加利用基础上？
- 成本节约？

3、 资源

- 是否进行了细致的市场调查？
- 为什么在这个时间进行？

自从70年代后期以来，项目评估财务分析方法得到广泛应用。国家计委、行业部委等主管以及银行参照世界银行项目评估方法陆续编制了项目可行性分析规范手册，甚至给出了评估参数，建立了严格的项目立项和可行性报告审批程序，规定国有企业投资项目必须编制可行性报告，目的在于将社会资本有效地分配给经济价值合理的投资项目。实际执行过程中，投资项目可行性报告通常由专业规划设计院(主要由受过传统的技术经济培训的工程师、经济师或会计师负责)，按照国家计委或行业可行性报告分析规范编制，重大项目由中国国际咨询公司提供财务可行性报告，给出拟投资项目财务上是否可行的结论。根据投资规模和审批权限向不同级别的政府经贸主管部门报批，最后由银行等资本提供机构评审。投资项目财务上可行是获得政府主管部门批复、财政拨款或银行贷款的充要条件。

但大多数可行的项目实际运作后的财务结果与可行性报告预期的财务结果相距甚远，出现众所周知的“可行性报告说得好，一上马问题大”、“结论可行，结果不可行”的局面。因投资可行性项目而陷入财务危机，甚至破产境地的企业不胜枚举。因此，可行性报告被戏称为“可编性报告”、“可批性报告”。在投资决策支持方面基本上沦落为一种无实效而又必要的形式，形同虚设，日益不为企业管理层所重视和信任。

虽然上市公司融资来源从政府分配转向商业银行和资本市场，特别是股票市场。但上市公司投资决策财务评估理念、审批程序和内容并未相应改变。上市公司募集资金投向仍然需要通过政府主管部门立项审批，向政府主管部门提供募集资金投向可行性报告，并由专业规划设计院或咨询机构按照国家计委1993年或行业部委制定的项目可行性分析规范，编制募集资金投向可行性分析报告，给出财务上可行的结论。客观上诱导上市公司与非上市国有企业一样，出于主管部门报批动机编制募集资金投向可行性报告，高估需求和盈利，低估竞争风险，采用不合理假设，获得可行性结论。

在政府主导配置有限的资源时代，可行性审批严格。股票市场创立以来，由于国有股权地方化，地方政府往往把上市公司视为地方融资中介，政府主管部门为了当地企业能够通过发审，尽快上市融资，很乐意批复募集资金投向立项及可行性报告。政府主管部门审批更加流于形式，形同虚设。只是增加了上市公司寻租成本和时间。另一方面，积极主导或协助陷入困境的上市公司重组，补壳、拼壳，保持上市地位，恢复融资能力。例如，上海市政府对其上市公司的重大资产置换，重庆市政府对PT渝钛白债务重组的强力支持。

上市公司内部普遍没有建立起细致有效的投资决策程序和规范。虽然股权集中，但属于国有股。董事会、管理层激励和约束均严重不足，公司治理问题更严重，建立公司内部细致有效的投资决策程序和规范的内在动力更弱。投资决策由关键人控制，而管理层往往以旧习惯和经验在新的竞争环境下进行投资决策，决策过程跳跃、不连贯，甚至轻率和随意，投资项目提出更轻率和仓促，往往只争朝夕。不注重决策的财务后果。即使有投资决策规范，财务分析在投资决策中的辅助作用非常微弱，也很难限制公司管理层的投资偏好和行为。

显然，募集资金投向可行性报告难以为上市公司董事会进行实业投资决策和外部公众投资者进行股票投资决策提供有充分、有效的投资价值 and 风险信息，更容易凸现“可行性结论、不可行结果”的反差。

三、投资决策财务分析方法应用过程中的技术问题

西方上市公司往往谋定而后动，投资项目的财务分析过程建立在严格的市场调查分析基础上，从宏观环境、商业环境分析到行业发展、公司竞争能力分析以及市场需求规模、销售量、竞争于价格行为预测等整个过程条理分明，步骤简单实在，慎密严谨。通过分析，认清问题关键所在，构造多种方案，根据公司的评价标准进行比较，为投资决策打下了坚实基础。国内上市公司募集资金投向财务分析中，普遍存在以下技术问题：

(1) 市场调查时间不足，内容不细致，数据分析技术粗糙。

上市公司拟投资项目财务分析报告可行性报告往往由专业规划院或设计院代劳，企业自身在分析过程中的作用甚小。与跨国公司进入中国市场前在调研分析方面付出大量的时间和人力物力(支付几十万甚至百万美元请专业咨询公司进行市场调研)相比，投资项目市场调查阶段的投入比较吝啬，所花时间精力和费用大大低于项目报批环节。而且市场调查内容很不细致，市场数据分析处理技术粗糙。很少象西方企业那样，把战略分析、市场营销分析与财务分析技术相结合，以图示来直观表达复杂的专业分析。

(2) 投资项目财务分析中以乐观情形为基本方案，高估收益，淡化竞争，低估风险。

企业扩张性投资总是在需求增长、价格较高的情形下提出。财务分析时，通常机械地套用国家计委或行业部委早期制定的项目评估手册规范，以当前较高的价格水平作为拟投资项目预测期内(通常10年)的基本情形价格，并且设定相同的价格水平，不考虑竞争导致价格下降的客观趋势。这种作法在计划经济时期或垄断环境、短缺状况下尚可。在竞争环境下，竞争型产业的产品价格水平随竞争和制造效率的提高而绝对下降，价格不变已是乐观预期。实际上，随着竞争日益激烈，价格下降的幅度和速度大大超过国家计委建设项目评估规范的要求，例如，VC、VCD、家电、手机等。90年代初期每公斤Vc为10美元，现在只有2美元，手机晚推出半年，价格就下降1/3以上。

大多数上市公司在上市公司募集资金投向可行性报告的市场预测中，往往只预测需求，普遍高估需求，淡化竞争，甚至不分析竞争。例如，没有列出前5名竞争对手现有生产能力、投资计划，特别是没有分析竞争对产品价格和成本变化影响。把乐观预期作为基本方案，高估盈利，低估风险，导致内部财务收益率等评价指标大多超过35%，甚至50%，生产能力的盈亏平衡点低于50%，甚至36%。

设计院为上市公司增发募集资金投向编制的可行性报告中的财务评价结果实例

投资利润率：24.17%

投资回收期：3.51年

净现值(贴现率15%)：19885.35万元

内部收益率：38.08%

动态投资回收期：3.75年

盈亏平衡点产能利用率：43.29%

结论：该项目财务上可行

(3) 风险分析方法不当，基本上流于形式，形同虚设。失去了为投资项目风险管理提供依据的意义。表现在：

在风险因素识别上，未充分理解和识别出募集资金投向所涉及的关键风险因素。例如，在大多数上市公司募集资金可行性分析报告中，没有把生产能力利用率作为风险因素。

在风险分析方法上，无视竞争环境对产品价格下降和经营成本上升的显著影响，只进行单因素敏感性分析，而不是多种因素同时发生变化的情景分析。而且机械地按照评估规范，假设能力充分利用，对单因素假设10%、20%上下幅度变化。由于以乐观方案作为财务分析的基本方案，单因素在不利方向变化10%、20%的敏感性分析仍然可获得很高的投资收益率(大多数超过25%)，而且仅仅依靠单因素敏感性风险分析将给出“本项目

具有较强的风险承受能力”的结论，自然没有风险管理措施。

设计院编制的上市公司募集资金投向敏感性分析实例

	内部收益率(%)	净现值(万元)	回收期(年)
基本方案	46.6	66458	4.37
固定资产投资增加10%	41.29	63234	4.60
产品销价下降10%	29.25	29304	5.55
原材料价格上涨10%	34.32	40084	5.16
结论：本项目抵抗风险的能力强			

实际上，单因素敏感性分析是用于评价不同的风险因素对财务结果影响的相对位置，不能衡量对投资项目财务结果的绝对风险。

(4) 只作项目角度的评估，而不分析新项目运作失败对企业整体财务风险的影响。

企业投资包括工厂投资方式(新建项目和收购正在经营的工厂)和公司方式(包括合资、参股或控股，或收购正在经营的企业股权)。工厂投资方式下，项目失败将由企业承担全部损失。即新项目的负债由公司现有业务产生的自由现金流来偿还。不少以高债务支持新项目投资的企业，因新项目失败而陷入财务困境。因此，在工厂投资方式下，不能只作项目财务分析，还需要将项目纳入企业整体，预测项目实施后的企业财务报表，分析项目在不利情景下对企业财务后果的影响。而在有限责任公司投资方式下，投资项目失败的负债为有限责任。此时，需要从项目和投资方两个角度评价项目的投资价值和财务风险。

到目前为止，上市公司募集资金投向都作项目角度的分析，而不分析项目运作失败对整个企业3年内的财务风险的影响。如果不是由于上市公司资金主要来源于发行股票，显著降低了财务风险，不少上市公司将不可避免与以往依靠贷款进行扩张的非上市国有企业一样，陷入财务危机的厄运。

历史经验和现实需求表明，传统的可行性报告分析理念和内容规范没有为企业投资决策提供投资项目投资价值 and 风险方面的有效信息，没有为企业制定投资风险管理措施提供有效依据，甚至误导决策，与企业现实需要的差异显著加大，到了应该重新认识和调整的时候了。

四、建议

为促进上市公司从报批动机转换为决策辅助和风险管理动机，认真进行投资决策财务分析，提高投资决策的科学性和财务管理水平，建议采取以下措施：

1. 调整政府主管部门对上市公司募集资金投资项目报批和审查环节和内容

既然上市公司投资项目的资金来源主要是资本市场，包括股票市场和商业银行，政府主管部门已经不再给上市公司分配资金，因此，从投资角度看，政府主管部门与上市公司已是无关部门。按照“谁投资、谁决策、谁受益、谁承担风险”的基本原则，除对生产力布局、产业结构、战略资源开发有重要影响的重大项目外，政府主管部门不必审批上市公司项目立项建议书和可行性报告，从立项报批和可行性审查转换为固定资产投资备案，降低上市公司编造项目可行性的动机和高估收益、低估风险的行为，还可以减少上市审批环节及时间。当然，在现行体制下，项目实施的必要批文，例如，环境保护、土地使用权审批等仍然必要。

此外，产业发展是市场商业化动态选择的结果，不是政府部门规划的结果。上市公司投资项目关键在于是否具有市场前景和竞争优势。政府主管部门只需要公开产业政策信息，上市公司募集资金是否符合产业政策的审查主体应该从政府主管部门转为承销商或财务顾问等中介机构，重点关注是否国家限制的产业。这也是政企分开的实际体现，国有股以股东身份在董事会投资决策中发挥作用。

2. 调整募集资金投向可行性分析的要求，增加内容，在招股说明书中增强上市公司董事会对募集投资项目的评价责任。包括：

(1) 把构建细致、科学的规范的投资决策机制作为企业上市辅导期的一项要求。

(2) 将上市公司“募集资金投向可行性报告”改为“募集资金投向财务分析报告”，强调投资价值和风险的信息披露功能。

(3) 在市场分析中，不能仅仅一般性地描述需求，必须提供具有依据的市场需求预测。需要列出直接或替代产品前5名的竞争对手相关重要信息，例如，产能及拟投资计划，给出进入壁垒和自身竞争优势分析。

(4) 不能只作单因素敏感性分析，更不能仅仅依据单因素敏感性分析给出项目财务风险和可行性结论。必须采用情景分析方法，列出不同情景下的项目本身及对项目实施后的公司整体财务后果，预测项目实施后基本情景下企业整体财务报表，而不是给出财务可行性结论。

(5) 在招股说明书(IPO和增发)的中，增加董事会或投资决策委员会对募集资金投向的讨论意见，包括必要性、财务分析假设条件依据是否稳健及风险的评审意见，并提出具体可行的风险管理措施。

(6) 董事会对投资失败必须提出后评估报告，特别是与当初募集资金投向可行性报告的假设和预测比较，给出分析和解释。

3. 要求承销商和财务顾问等中介机构增加专业服务内容

分散、组合、消极投资的外部公众投资者难以，也没有动力和能力象私募投资商那样详细考察投资项目和企业管理能力，细致设计风险管理合约，积极参与公司治理。可以通过增加对承销商和财务顾问等中介机构的专业服务内容来改善募集资金投向财务分析质量，增强风险揭示作用。

(1) 可以考虑上市公司募集资金投向财务分析报告改为由财务顾问负责提供，国内设计院则负责技术方案。

(2) 由财务顾问提供公司融资方案分析报告。到目前为止，IPO和上市公司增发新股中，普遍缺乏融资方案比较分析，导致募集资金投向过度股权融资，从银行系统下的全额债务融资走向另一个极端。

促进上市公司认真提出和实施募集资金投向最终有赖于股票市场评价功能的有效，以及承销商、财务顾问等中介机构诚信尽职，提高专业水平。消费者挑剔和有法可依的消费者权益保护、问责赔偿和重罚机制，才能迫使商家注重产品和服务质量。同样，投资者对募集资金投向细致考察，才能迫使上市公司谨慎提出募集资金投向。目前，路演阶段，投资者对上市公司募集资金投向缺乏细致的提问。当然，改造投资者理念，增强投资者评价能力和股票市场评价功能非一日之寒。

(版权所有，转载、转摘请与本中心联系)

主办：清华大学中国经济研究中心
地址：清华大学经济管理学院中楼302

联系电话：(010) 62789695
邮 编：100084

[返回](#)

* 清华大学经济管理学院金融系，zhuwx@em.tsinghua.edu.cn，62789873 (o)。