

政府监管与

股权再融资效率

基于中国配股政策变迁的实证研究

ZHENG FU JIAN GUAN
YU GUO QUAN ZAI RONG ZI XIAO LU

徐军辉 著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

政府监管与

徐军辉 著

股权再融资效率

基于中国配股政策变迁的实证研究

ZHENGQUJIANGUAN
YUGUQUANZAIRONGZIXIAOLU

本书获广州大学著作出版资助



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

· 图书在版编目 (CIP) 数据

政府监管与股权再融资效率: 基于中国配股政策变迁的实证研究 / 徐军辉著. —广州: 暨南大学出版社, 2009. 5

ISBN 978 - 7 - 81135 - 180 - 4

I. 政… II. 徐… III. ①上市公司—融资—经济政策—研究—中国②上市公司—股份制—经济政策—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 015664 号

出版发行: 暨南大学出版社

地 址: 中国广州暨南大学

电 话: 总编室 (8620) 85221601

营销部 (8620) 85225284 85228291 85220693 (邮购)

传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)

邮 编: 510630

网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 暨南大学出版社照排中心

印 刷: 暨南大学印刷厂

开 本: 890mm × 1240mm 1/32

印 张: 9.125

字 数: 245 千

版 次: 2009 年 5 月第 1 版

印 次: 2009 年 5 月第 1 次

印 数: 1—1000 册

定 价: 21.00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

序

本书基于法与金融理论、政府门槛监管与企业融资理论，以中国配股政策变迁作为研究背景，将企业股权再融资后的业绩判别与政府监管措施有机结合起来，选题具有较强的理论价值。研究采用了较先进的研究方法，首先，运用长窗口（1994—2004）数据研究了股权再融资后业绩变化的政策区间效应；然后，将配股政策中事前监管措施和事中监管措施科学地分为盈利要求、时间间隔、产业政策、大股东配股比例、配股比例、治理结构、股利政策、投资政策八个方面，分别检验了各种措施对企业业绩的影响；最后，作者对违规企业事后监管的市场反应进行了检验，并且对违规企业的行为特征进行了研究。实证检验结果合理、自然，得出的结论从企业业绩角度基本支持了政府监管措施的变迁。从中国资本市场



的实践来看，证券市场的监管效率一直以来受到人们的质疑，对企业再融资的监管政策也发生了数度变迁，究竟这些政策有没有达到预期的目的，能否对企业融资行为和融资效率产生积极的影响，这些都是人们关心的问题。因此，该著作对这些问题进行的实证检验具有很强的现实意义，有利于人们客观评价已有监管措施的效率，也为证监部门制定监管措施提供借鉴作用，同时也丰富了同类学术研究的文献资料。

该书是徐军辉的第一部学术专著，体现了徐军辉具有比较扎实的理论功底和深厚的研究潜力，可以看出她对所研究的问题非常熟悉并有深入的探究，在理论和研究方法上有创新，许多观点有自己独到的见解，是一部值得会计学术界和实务界关注的新作。

暨南大学管理学院教授、博士生导师

2009年5月

前 言

企业股权再融资后的业绩问题一直是理论界的研究热点，各国的研究者都致力于根据本国的实践探讨企业再融资效率低下的原因，目前解释这一现象的主流理论有盈余管理理论、信息不对称理论、自由现金流理论等，这些理论对中国配股上市公司的业绩下滑有一定的解释力度，但是从中国的制度背景来看，这些理论仍然不具有足够的说服力。由于中国的上市公司配股行为和政府监管行为始终相伴相随，因此探讨政府监管环境下企业业绩下滑的原因具有一定的理论意义。本书正是基于法与金融理论、政府门槛监管与企业融资理论，以中国配股政策变迁作为研究背景，验证事前监管措施是否能够遴选优质企业，事中监管行为是否有利于抑制企业的业绩下滑，事后监管措施是否能够对违规企业产生威慑作用。考虑到中国市场背景下企业需要满足政策要求才能



顺利融资的特点，我们沿着配股政策——企业行为特点——融资后业绩的思路，试图从政府监管的角度为上市公司再融资后业绩下滑寻求新的解释。

从中国资本市场的实践来看，证券市场的监管效率一直以来都受到人们的质疑，对企业再融资的监管政策也发生了数度变迁，究竟这些政策有没有达到预期的目的，能否对企业融资行为和融资效率产生积极的影响，这些都是人们关心的问题。因此对这些问题进行实证检验具有很强的现实意义，有利于人们客观评价已有监管措施的效率，同时也可证监部门制定监管措施提供借鉴。

本书以上市公司配股政策变迁为主线，运用博弈论和利益相关者理论分析了政策变化对企业行为特征和相关利益集团的影响，同时检验了中国上市公司配股后的业绩是否发生了显著下滑。在此基础上，我们进行了两个方面的实证研究：①将配股事前、事中监管分为盈利要求、时间间隔、产业政策、大股东配股比例、配股比例、治理结构、股利政策、投资政策八个方面，分析了政策对企业相关行为的影响；采用 OLS 模型、Logistic 模型、参数检验分别检验各类行为特征对融资效率的影响。②对违规企业事后监管的市场反应进行了检验，并且对违规企业的行为特征进行了研究。除了第 1 章“绪论”和第 6 章“结论及研究展望”外，本书的具体研究工作按照以下三个部分展开：

第一部分（第 2 章）：文献回顾与问题提出。本书从法律监管与资本市场的效率、政府监管与资本市场的效率两个方面对国内外文献进行回顾和梳理。通过回顾文献，我们发现国内大量文献模仿了国外文献关于业绩下滑的几大原因，如信息不对称、自由现金流等。而从中国的实践来看，企业的再融资资格受到门槛制度制约，股权再融资资格对中国上市公司而言仍是一种稀缺资源，因此我们认为中国上市公司再融资后的业绩变化和政府监管措施有着千丝万缕的联系。

第二部分（第 3 章）：理论分析。从配股政策变化的影响及企



业行为特征变化两方面进行分析,结论是政策对企业行为产生了重要影响,企业融资后的业绩变化具有政策区间效应。

第三部分(第4、5章):实证研究。本书将配股事前、事中监管分为盈利要求、时间间隔、产业政策、大股东配股比例、配股比例、治理结构、股利政策、投资政策八个方面,采用OLS模型、Logistic模型等检验各类行为特征对融资效率的影响。八个方面的结论从企业业绩角度基本支持了政府监管措施的变迁:盈余门槛越高,再融资后业绩下滑得越快;产业政策支持的行业发展速度慢,较难通过负债的形式获得急需的资金;配股比例高的企业融资后业绩更差,配股比例大于30%和小于30%的企业业绩存在着显著差异;大股东配股可以明显减少企业的业绩下滑,是否采用实物配股对企业的业绩没有显著的影响;无论什么原因造成的资金用途变更,均会造成企业业绩的显著下滑;配股前发放现金股利对配股当年业绩产生正面影响,配股后每一年是否发放现金股利与该年的业绩正相关,且发放股利的企业比不发放股利的企业业绩好;关联交易、大股东资金侵占对企业产生负面影响;融资时间间隔为一年的企业业绩劣于融资时间间隔为两年、三年的企业业绩。最后,本书对配股的事后监管措施的市场反应进行检验,结果表明事后监管没有发挥作用,违规企业具有一定的行为特点,和配股政策要求密不可分。

本书的主要创新之处:

(1) 借用了法与金融理论、政府门槛监管的经济后果理论,为解释股权再融资后企业业绩下滑的原因提供了一个新的视角,一定程度上丰富了该领域的研究成果。

(2) 使用长窗口(1994—2004)数据研究了股权再融资后企业业绩变化的政策区间效应,在研究配股企业的业绩变化时采用了横向和纵向配比的方法,对企业融资后的短期和长期经营业绩进行了研究。

(3) 首次将配股政策中事前监管措施和事中监管措施分为八



个部分,分别检验了各种措施对企业业绩的影响。

(4) 在研究方法上,使用了 Logistic 模型、OLS 模型、T 检验和多种非参数检验方法对各种不同政策进行研究,在方法的运用上有一定的创新性。

徐军辉

2009 年 5 月

目 录

Contents

	序.....	(1)
	前 言.....	(1)
1	绪 论	(1)
1.1	研究背景和问题的提出	(1)
1.2	研究意义	(6)
1.3	研究范围与基本概念	(6)
1.4	研究思路、结构安排和创新	(7)
2	文献综述	(12)
2.1	股权再融资效率：问题的提出及影响因素.....	(13)
2.2	证券市场政府监管的理论基础.....	(28)



	2.3 政府门槛监管、企业融资与资本市场发展..... (45)
	2.4 政府监管与股权再融资：中国的实践..... (48)
	2.5 文献回顾后的反思及启示..... (52)
3	配股政策变迁及其影响分析..... (55)
	3.1 配股政策变迁对利益相关者的影响..... (57)
	3.2 监管政策与企业行为特征：基于博弈论的理论 分析..... (63)
	3.3 监管政策变迁与配股企业行为特征：中国的实践 (79)
	3.4 配股再融资后经营业绩变化的政策区间效应 (98)
	3.5 本章小结..... (114)
4	政府监管与股权再融资效率..... (116)
	4.1 政府监管与股权再融资效率的理论分析框架 (116)
	4.2 分析与假设..... (120)
	4.3 研究设计..... (139)
	4.4 实证检验与结果分析..... (152)
	4.5 本章小结..... (215)
5	违规行为事后监管的市场反应及企业的行为特征 (218)



5.1	相关文献回顾	(218)
5.2	违规行为事后监管的市场反应	(220)
5.3	违规公司的行为特征研究	(226)
5.4	本章小结	(238)
6	结论及研究展望	(239)
6.1	主要研究结论及政策评价	(239)
6.2	研究的局限性	(244)
6.3	研究展望	(245)
	附表	(247)
表 1	各类政府监管因素的 Pearson 相关系数	(247)
表 2	第一大股东持股比例、性质与关联交易、大 股东资金侵占的 Pearson 系数	(248)
表 3	违规企业行为特征各变量之间的 Pearson 相 关系数	(249)
	参考文献	(250)
	后 记	(280)

1 绪 论

本章提出了研究背景和要研究的问题,对研究意义以及研究思路和方法、全书结构安排、主要创新之处进行了说明,并对研究范围和基本概念进行了界定,旨在为后面章节研究的顺利进行打下基础。

1.1 研究背景和问题的提出

中国证监会自 1992 年成立后就制定了上市公司配股政策,上市公司必须符合政策要求才能顺利地再融资。刚开始证监会只是对配股的时间间隔和配股资金的用途进行约束,并没有对净资产收益率(ROE)有所要求。随着上市公司对配股的追捧,绝大部分符合条件的企业都开始选择配股作为重要的融资方式,特别是 1998—2001 年间,企业的融资数量和融资金额都达到了鼎盛时期。



证监会开始关注企业配股的行为动机和资金使用效率、企业的业绩问题。随之而来的就是配股政策的数度变迁，如 1994 年要求企业配股前必须连续三年盈利，ROE 值三年平均必须达到 10% 以上，1996 年要求企业的 ROE 值在配股前三年每年达到 10% 以上。企业为了顺应监管要求，出现了大量企业 ROE 值向“10%”集中的现象，到 1999 年 ROE 要求降低到 6% 时又出现了 ROE 值向“6%”集中的现象，因此大量的研究者关注到企业的融资行为随着政策变化发生了亦步亦趋的变化（陈小悦、肖星、过晓艳，2000；蒋义宏，2002；陆建桥，2002；孙铮、王跃堂，2000；阎达五、耿建新，2002；林彬，2001）。与此同时，中国上市公司也出现了所谓的“再融资之谜”^①，即企业配股后都出现了显著的业绩下滑。李树辉（2001）以 1993—1999 年的配股公司中的 49 个公司为例，使用了总资产、销售收入、销售总额、净利润和净资产收入率等多个指标来衡量配股企业业绩，发现企业配股后经营业绩与配股前相比显著下滑，同时配股企业业绩和行业相同、资产规模和业绩相当的企业相比均出现了显著的下滑；原红旗（2003）发现公司配股的长期回报率业绩与市场回报率相比发生了显著的恶化；晏艳阳（2004）对 1999 年的配股公司进行研究，比较其配股前一年和配股后三年的业绩，发现大部分企业的每股收益和净资产收益率出现了下滑；吴文锋、胡戈游等（2005）发现不论是从配股当月看，还是从长期看，配股公司的股价回报率都没有高于市场平均回报率或不配股的对照组公司回报率。

那么，是什么原因造成企业业绩的显著下滑呢？研究者为解决这个谜团进行了长时间的争论和深入细致的研究。国外学者对股权再融资效率问题的关注始于 Loughran & Ritter（1995）提出的

^① 最早提出“再融资之谜”的是 1995 年 Loughran 和 Ritter 于“The new issues puzzle”一文中，最早关注股权再融资效率问题的是 Masulis 和 Korwar 于“Seasoned equity offerings: An empirical investigation”一文中。



“新发行之谜”，在该文中作者发现首发（IPO）公司和股权再融资（SEO）公司发行股票后五年内均出现了业绩下滑，同样规模的情况下，投资于再融资公司的投资者比投资于非再融资公司的投资者多付出 44% 的资金；Loughran & Ritter 在 1997 年的研究中将业绩下滑和信息不对称理论、择时理论联系起来，认为企业经理人员在市场价值高估时择时融资，当投资者意识到企业价值高估时会引起股价下跌，因此企业的市场业绩发生下滑；也有研究者认为股权再融资效率低下的原因是融资前的盈余管理导致融资后企业的业绩发生反转（Teoh, Welch & T. J. Wong, 1998；Rangan, 1998），自由现金流量增多导致无效投资增多，企业业绩下滑（McLaughlin, Saffeddine & Vasudevan, 1996）；投资者和企业管理者之间的信息差异（Myers & Majluf, 1984）；资金使用效率低下（Pierre, 2005；Carlson et al., 2006）等。直至今日，人们对于这个谜团产生的原因仍有不同的解释。

国内的部分研究者沿着国外研究思路对中国上市公司业绩下滑问题进行了解释，陈健文、原红旗（Chen & Yuan, 2004）发现通过调整非营业收入而达标的企业融资后的业绩相对于没有通过调整非营业收入而达标的企业业绩更差，他们的结论支持了融资前的盈余管理与再融资后业绩下滑的关系；陈雪峰（2002）发现现金充足的公司中现金持有量越多，企业的业绩越差，他认为经理人员滥用现金会造成企业业绩的下滑；与此类似，杜沔、王良成（2006）的研究结果也表明配股前自由现金流越多的企业，配股后业绩下滑越快；张鸣、项小海（2005）发现变更配股资金投资项目对公司的长期会计业绩与市场业绩有显著的负面影响。这些研究都从一个侧面对企业业绩下滑的原因进行了验证，更多的研究则注意到中国市场背景下政府监管、公司治理环境对配股企业行为特征的影响。平新乔、李自然（2003）的研究表明若证监会按经验估计的 ROE 均值来确定上市公司再融资资格，会增加虚假信息的披露频率，证实了企业为满足证监会对企业配股的门槛



要求而进行了盈余管理；林彬（2004）的研究认为配股企业业绩下滑的原因在于中国上市公司的股权二元结构，国有控股使经理人员持股比例很低，造成经理人员一方面普遍追求在职消费，降低了资金的使用效率，另一方面则采用关联交易将劣质资产注入公司，这两个方面均降低了资金的使用效率；张祥建、郭岚（2005）将大股东控制和盈余管理、再融资资格联系起来，发现股权再融资可以满足大股东强烈扩张的内在冲动，给大股东带来更多的控制权私人利益，为了获得配股权，上市公司将资产收益率控制在证监会要求的10%和6%的区间内。从已有的研究成果来看，中国配股上市公司的行为特征和配股政策紧密相连。虽然从主观上讲，证监部门设置各种监管措施的初衷是为了规范企业的行为，引导优质企业融资和提高资金使用效率，客观上却使得企业为了争夺再融资资格这一稀缺资源而不得不对企业的信息进行再加工以迎合监管要求，因此企业的行为选择与政府的监管措施是一个动态博弈过程（原红旗，2002）。由于企业的融资行为不可避免地会影响到企业的业绩，一个合理的想法就是将政府监管措施、企业融资动机和行为特征、企业的融资效率三者有机地结合起来。于是我们开始思考以下五个问题：①中国的制度背景下企业再融资后的业绩变化和政府监管措施有没有联系呢？②政府监管措施对企业的业绩变化有没有影响？③如果有影响，是正面的还是负面的影响，是短期的还是长期的影响？④政府监管措施有没有合理性，有没有起到应有的作用？⑤政府对违规配股企业的事后监管有没有效果，这些企业在违规前有什么样的特征？

以LLSV（La Porta, Lopez-de-silanes, Shleifer, Vishny）为代表提出的“法与金融理论”^①认为法律对投资者保护得越好的国家，

① 严格来说，“法与金融理论”探讨的是法律对宏观和微观金融的影响，而门槛监管是一种行政强制手段，两者是相对的概念，但是鉴于中国上市公司配股政策中有部分属于法律性质，如治理结构安排、股利政策等，另一部分属于强制制度，如盈余要求门槛，因此我们借鉴这两种研究思路。

企业的资产和销售规模越大,企业市场价值越高,企业投资机会和实际投资的相关程度更高,企业融资更顺畅(Shleifer & Wolfenzon, 2002),他们认为法律和监管措施对企业融资行为和经济发展产生了重要影响。由于政府在法律制定和执行过程中充当了重要的角色,政府对企业的经济预期必然会体现在各项监管措施中,政府通过立法、执法和直接参与等方式对企业的融资行为产生了重要影响。因此我们拟借用法与金融理论对前述的问题进行探讨。值得一提的是,法律和政府直接介入毕竟是两回事,更何况 LLSV 强调的主要是法律本身而较少涉及法律的执行力度。而已有的很多文献表明政府直接介入型监管措施带来的后果往往是负面的,钱颖一(2000)在“政府与市场”一文中引用了 De soto(1990)在《另一条路》中关于秘鲁的例子,秘鲁政府监管对民营企业的建立和进入市场制造种种障碍,造就了一个整体性寻租的社会。Dajankov, La Porta, Lopez-de-silanes & Shleifer(2002)发现严格的门槛监管并没有带来更优质的产品、更低的污染和更多的产出,相反,监管严格的国家腐败现象更严重,非正式经济更普遍。因此,运用这两种理论,我们将配股政策分为两类:一类属于政府制定的门槛政策,相对而言政府强制性较强,我们也称之为硬指标,这类指标包括盈利要求、时间间隔、产业政策,企业只有符合这些指标才有资格实现再融资;另一类属于配股过程中对企业的要求,包括大股东配股比例、配股比例、治理结构、股利政策、投资政策,我们称之为法律型监管措施。我们认为这两类政策的不同之处在于政府介入的程度不同,联系前述需要研究的问题,我们将研究命题②和命题③再次细化:是否门槛监管措施(第一类)给企业带来了负面的影响,而法律型(第二类)给企业带来了正面的影响?门槛不同时,企业业绩下滑程度也不同吗?法律型监管措施是否抑制了业绩下滑?这些都是我们在后面的章节中要探讨的问题。