

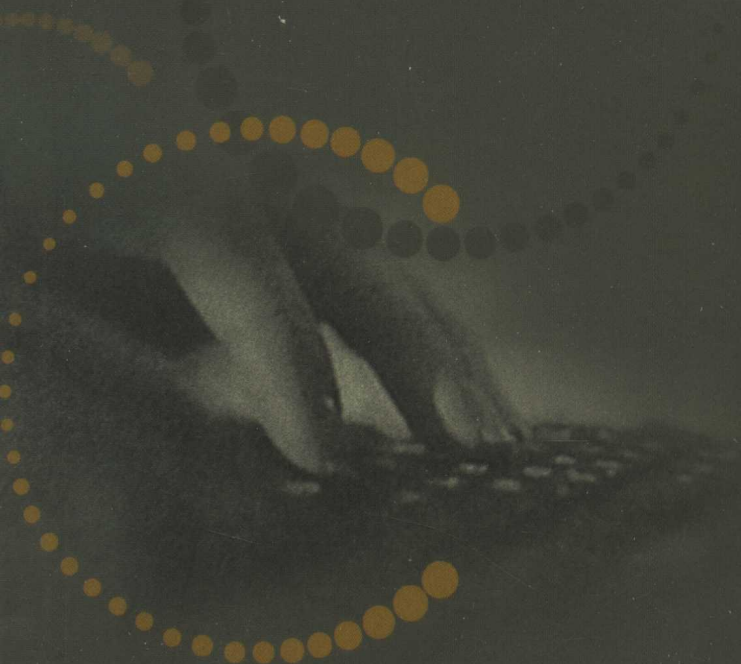
中国财务与投资前沿研究丛书

中国上市公司融资偏好的 理论与实证研究

A

Theoretical and Empirical Study on Financing
Preference of Listed Companies in China

林 凡 ©著



中国财务与投资前沿研究丛书

中国上市公司融资偏好的 理论与实证研究

林 凡 ©著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司融资偏好的理论与实证研究/林凡著. —北京:北京大学出版社,2007.6

(中国财务与投资前沿研究丛书)

ISBN 978-7-301-12430-7

I. 中… II. 林… III. 上市公司-融资-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第085032号

书 名: 中国上市公司融资偏好的理论与实证研究

著作责任者: 林 凡 著

责任编辑: 朱启兵

标准书号: ISBN 978-7-301-12430-7/F·1662

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 三河市新世纪印务有限公司

经 销 者: 新华书店

650毫米×980毫米 16开本 17.5印张 252千字

2007年6月第1版 2007年6月第1次印刷

印 数: 0001—4000册

定 价: 28.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

编委会名单

主 编

吴世农/厦门大学

编委(按拼音排序)

曹 勇/南洋理工大学	陆正飞/北京大学
陈小悦/北京国家会计学院	曲晓辉/厦门大学
陈 晓/清华大学	沈艺峰/厦门大学
陈信元/上海财经大学	孙 谦/厦门大学
陈志武/耶鲁大学	孙 铮/上海财经大学
洪永森/康奈尔大学	仝允桓/清华大学
李若山/复旦大学	张 华/香港中文大学
李善民/中山大学	张 维/天津财经大学
刘 锋/麦吉尔大学	赵德武/西南财经大学
刘 力/北京大学	周春生/长江商学院
刘志远/南开大学	

总 序

综观过去 30 年公司财务 (Corporate Finance) 与资本市场 (Capital Market) 的研究动态,这一领域的研究发生了一些革命性的变化,通过不同学科(例如,经济学、心理学、法学、非线性动力学、金融学、投资学、会计学和审计学等)之间的相互碰撞和融合,产生了一系列具有挑战性的新课题。我认为,以下四方面新的研究课题反映了当代公司财务和资本市场研究发展的新趋势。

第一,公司财务和资本市场的研究与公司治理的研究相互融合,探讨公司治理是否对公司财务产生影响、为什么影响和如何影响。传统的公司财务都是在一般均衡条件下讨论成本最小化或收益最大化,而忽略了公司的股权结构、董事会构成、总经理与董事会关系、经理持股、经理薪酬制度等对公司财务政策的影响。事实上,近年来的许多案例和研究成果都表明,无论是国内还是国外,公司治理因素对公司财务政策选择和业绩具有显著影响。但迄今为止,公司治理如何影响公司的资本结构、融资方式、股利分配政策、投资决策和业绩;公司治理是否影响公司资产定价,即“公司治理溢价”(Corporate Governance Premium)是否存在等问题并没有明确的结论。由此可见,公司财务与公司治理之间的关系仍是一个值得深究的“谜”!

第二,公司财务和资本市场的研究与心理学及行为科学的研究相互融合,探讨管理者和投资者的非完全理性行为是否以及如何影响公司财务政策、投资决策和资产定价等。传统的公司财务和投资理论都是在理性投资者或管理者的前提下讨论财务理论和投资理论,但研究发现,不仅投资者存在非理性行为,而且管理者也存在非理性行为。这些发现对传

统的财务理论和投资理论无疑是个巨大的挑战。也正是由于这些发现,使得研究者开始从心理学的视角来解释公司财务和资本市场存在的某些反复出现却难以用传统的财务理论和投资理论来解释的“异象”(anomalies)。例如,即使股价已经超过(低于)其价值,为什么股票价格涨(跌)得越快,投资者买(卖)得越多?从心理学角度研究投资行为和理财行为,推动了行为金融(Behavior Finance)和行为公司财务(Behavior Corporate Finance)这些新思想和新理论的产生与发展。

第三,公司财务和资本市场的研究与法律的研究相互融合,探讨法律是否以及如何影响公司财务政策和投资行为等。法律作为公司外部治理变量,早年属于公司治理研究的范畴,但近年来,法律与公司财务及投资的关系研究纷纷兴起,特别是投资者法律保护是否影响公司的股权结构、财务政策选择和投资决策,投资者法律保护是否能够提高公司的价值,等等。当前,“法律与金融”(Law and Finance)以及“法律与公司财务”(Law and Corporate Finance)已经成为财务和资本市场研究的新领域。

第四,公司财务和资本市场的研究与微观结构(Microstructure)的研究相互融合,从微观的视角,采用高频数据(High Frequency Data),研究投资者潜在需求如何最终转化为公司资产价格和交易量的过程。更具体地说,微观结构思想和方法的导入,使得我们能够更加细致地观测各种信息与资产价格及交易量之间的变动过程和关系、价格形成与交易规则之间的关系、信息透明度与交易行为及交易策略的关系、流动性程度与资产收益的关系,也有助于我们从市场微观结构解释股票首次公开发行(IPO)、股票拆分、小公司股票筹资、境内资本市场分割、外汇交易市场等“谜题”。

本系列丛书的作者正是立足财务与投资研究的前沿,结合国情,以中国上市公司和资本市场为研究对象,针对中国上市公司面临的财务政策、融资与投资决策、公司治理与财务管理、投资者行为等相关问题展开专题研究,发现并提出许多具有科学意义和应用价值的结论和建议。我相信,本系列丛书所介绍的研究成果,不但有助于我国高校理财、会计、金融、投资专业的教师和研究生,也有助于证券业研究机构的研究人员拓展研究

思路、拓宽研究视野、掌握研究动态并深化我国财务和投资的研究;不但有助于我国上市公司、投资基金和证券业的财务和投资管理专业的工作者深入了解我国上市公司财务管理和资本市场面临的问题以及公司的财务行为、投资者行为和资本市场的变化趋势,掌握基于价值创造理念以科学地制定上市公司的财务政策和投资决策的原理,进一步完善上市公司的财务制度和治理结构,做好财务管理工作,也有助于证券监管机构的管理者了解上市公司的财务行为及其成因,以及资本市场投资者行为及其成因,为制定和完善我国证券市场监管政策提供科学依据。

本系列丛书的撰写和出版得到福耀玻璃工业集团总裁曹德旺先生的关心和支持。福耀玻璃工业集团本着办好民族企业和为股东创造价值的理念,艰苦创业,注重技术创新和管理创新,强调品质第一,以质量强化品牌,不断开拓市场,研究国内外市场需求变化,加强财务管理,追求投资效益。福耀玻璃工业集团所生产的汽车玻璃先后赢得国内外诸多荣誉,成为优秀的民族品牌;企业的经济效益也日益上升,成长为一个“价值创造型企业”,不断为股东创造价值,并为投资者带来丰厚的回报。曹先生办企业以兴民族产业的卓越领导才能,举善事以回报社会的爱国爱乡之心,有口皆碑。我谨代表本系列丛书的全体作者,真诚地感谢曹先生和福耀玻璃工业集团对学术研究的支持!

本系列丛书的出版,得到北京大学出版社梁鸿飞博士及其同事的理解和支持。梁博士敏锐的学术眼光和高超的专业精神,对本系列丛书的定位、选题、学术价值、编委会组成等,提出了诸多宝贵的意见和建议,特此致谢!此外,本系列丛书的编选和出版,还得到国内外同行专家的帮助和支持,他们都是财务与投资研究领域的杰出学者。因此,我还要代表全体作者深深感谢全体编委会成员,他们为提高这套丛书的学术价值和质量作出了重要的贡献!

吴世农

2006年2月于厦门大学芙蓉湖畔嘉庚楼

前 言

资本结构理论是现代财务学中争议最大和影响最广的课题之一。一般认为,融资偏好直接反映企业融资行为,并与资本结构和公司治理等因素相互影响,进而影响企业的价值。但何种融资偏好最有利于企业的发展,长期以来一直是学术界和实务界所关心的热点问题,对企业融资偏好的研究已成为近年来财务理论研究的一个前沿课题。

学术界对融资偏好的理论研究由来已久,有关的理论学说主要有:基于信息不对称理论的优序融资理论、基于信号理论的融资偏好理论、基于代理理论的融资偏好理论、基于所有权与控制权的融资偏好理论、基于市场竞争结构的融资偏好理论等。特别是美国学者 Myers 和 Majluf 在 1984 年提出了“优序融资理论”(Pecking Order Theory),认为企业融资通常都遵循所谓的“啄食顺序”,即先内源融资、再外源融资,在外源融资中优先考虑债权融资,不足时再考虑股权融资。国外许多实证研究也基本上验证了这一理论,这些研究结果为企业投融资决策、公司财务管理提供了重要的依据。

中国证券市场经过十几年的发展,市场规模不断扩大,截至 2006 年底,股票市价总值达到 87 992 亿元,占 GDP 的比重达到了 45%,在深、沪证券交易所挂牌的上市公司已达 1 421 家,中国证券市场已经成为亚洲主要证券交易市场和全球最具发展潜力的资本市场之一。但是,与在市场经济和私有制的大经济背景下产生的世界上发达的证券市场相比,产生于计划经济体制和社会主义公有制背景下的中国证券市场仍属新兴市场,其市场运行机制和法律环境仍不够成熟,市场行为和市场效率存在明显的偏差和问题。特别在融资行为方面,中国上市公司具有与国外上市

公司截然不同的融资偏好特征,在微观上表现为上市公司存在以“控制人剥夺其他投资者利益”为特征的圈钱行为,在宏观上表现为证券市场的筹资功能过度强化,优化资源配置功能发挥不足,融资效率不高。中国上市公司这种不合理的融资偏好有其深刻的制度性原因,必须从根本上扭转这种资本资源配置低效的非正常现象,才可能推动中国证券市场的良性和规范发展。本书将对中国上市公司融资偏好的特征、内外部影响因素、形成机理、融资效应进行全面和系统的研究和实证分析,目的在于:一是通过理论分析与实证检验,揭示中国上市公司在特殊制度环境下的融资决策机制和影响因素,探讨中国上市公司的融资偏好形成机理,为企业融资理论提供新的解释和实证研究结果;二是通过对上市公司融资效应的评价,分析中国上市公司融资存在的问题,并在此基础上提出对中国上市公司融资偏好的治理措施,为进一步规范上市公司融资行为、提高融资效率提供重要的政策依据。

本书共分为七章。第一章为导论。第二章为文献评述。第三章为中国上市公司融资偏好的特征分析,主要分析中国上市公司资本结构、融资结构以及融资偏好特征,并评价其与西方融资理论存在的偏差。第四章为中国上市公司融资偏好的内部影响因素分析,主要应用 Logistic 模型进行实证研究,并在此基础上分析融资偏好的内部形成机理。第五章为中国上市公司融资偏好的外部影响因素分析,主要研究政策环境因素、市场环境因素对上市公司融资偏好的影响以及证券监管政策变迁与上市公司融资偏好的变化。第六章为中国上市公司融资效应分析,主要应用回归分析法与事件研究法进行实证研究,分析和评价中国上市公司的融资效应,研究中国上市公司融资效率存在的问题。第七章为中国上市公司融资偏好的治理措施,主要是在前面各章分析的基础上针对性地提出相关的政策建议。

本书通过理论分析和实证研究发现,在中国特定的政策环境以及不健全的市场环境下,股权结构成为中国上市公司融资偏好形成的决定性因素,控制人主导是中国上市公司股权融资偏好形成机制的主要特征,由此本书以“制衡控制人的权力”为出发点提出了治理上市公司融资行为

的总体思路和规范措施,这对推动中国相关制度、法律环境的完善和证券市场的规范发展具有积极的意义。

本书对上市公司融资偏好的度量方法、分析框架和实证方法等方面进行了探索和创新,改进和创新之处主要体现在以下几方面:

第一,本书比较系统地提出了融资偏好的三种度量方法,将融资偏好与融资结构、资本结构等概念区分开。在实证研究中,采用上市公司提出股权融资预案作为判别股权融资偏好的标准,比以往的研究仅用融资结构或资本结构作为股权融资偏好的判别指标更为准确。

第二,本书建立了一个系统分析框架和实证检验模型,首次对影响中国上市公司融资偏好的内部和外部因素进行了系统的理论分析、实证检验和政策研究,全面地概括了影响中国上市公司融资偏好的主要因素。

第三,本书在分析中国上市公司融资偏好的内部因素时,引入公司治理因素,深入分析了三种利益机制对不同股东融资偏好以及上市公司融资偏好的影响,这与以往的研究主要从公司特征因素角度分析融资偏好有很大的差别。

第四,本书对中国上市公司融资偏好的形成机理进行深入研究,提出控制人主导是中国上市公司融资偏好形成机制的主要动因,并提出将制衡控制人的权力作为治理上市公司融资行为的出发点。

第五,本书应用 Logistic 模型第一次对中国上市公司融资偏好的内部影响因素进行实证分析,并分析了这些内部影响因素与国外上市公司的异同点。

第六,本书应用最新数据对中国上市公司融资行为的业绩效应、股价效应进行实证分析,并通过分析上市公司的融资行为与股权结构、公司治理之间的关系,率先对中国上市公司融资行为的公司治理效应展开了研究。

本书是在我的博士学位论文《中国上市公司融资偏好的理论分析和实证研究》的基础上扩充、修改而成,在写作过程中得到我的导师厦门大学副校长吴世农教授的悉心指导,在此深表感谢!同时,还要感谢论文答辩委员会的沈艺峰教授、刘星教授、王美今教授、沈维涛教授和傅元略教

授等提供的指导,感谢深圳证券交易所的同事在数据资料收集过程中提供的帮助。此外,本书的出版得到了厦门大学福耀教育发展基金的资助,在此一并表示感谢。最后,以此书献给我的家人,是他们始终如一的关心和支持使我顺利地完成了本书。

上市公司融资偏好问题的研究是一个内涵丰富、富有前瞻性的研究课题,本书在融资偏好研究方面取得了一些进展和创新,但仅仅是这一课题的阶段性成果,其中有关问题仍有待于更深入的研究。随着中国证券市场的不断规范和发展,中国的制度和法律环境将逐步完善和成熟,中国上市公司在融资行为选择上将出现新的特征和问题,这将有待于学术界和实务界的进一步研究和探索。

林 凡

2006年8月修订于深圳证券交易所

ABSTRACT

Financing preference of a firm not only affects its financing decision but also influences its capital structure, corporate governance and valuation. Researches on this issue have become the frontier of corporate finance in recent years. Pecking-order hypothesis assumes a financial hierarchy descending from internal funds, to external debt, and last to external equity. Most empirical tests in foreign markets basically verified the model.

There is basic difference of financing preference between Chinese firms and western ones. This book analyses the characteristics of financing preference of Chinese firms under the special institutional environment and the mechanism and factors for forming the characteristics. I also analyses the financing effects and their influences on corporate governance. I hope to provide a new explanation for firm financing patterns in China and give some policy suggestions aiming at formalizing financing behaviors of listed companies and improving financing efficiency in Chinese capital market.

This book consists of seven chapters. Chapter One is an introduction. It includes such contents as research background, basic concepts, research framework and plan, innovations of paper and problems for further study.

Chapter Two focuses on literatures review, including literatures in the areas such as financing preference theories, models and empirical tests, and relevant researches on Chinese listed companies as well.

Chapter Three analyses the characteristics of financing preference of Chinese listed companies. This Chapter analyses the capital structure, financing

structure and the characteristics of financing preference of Chinese listed companies. Basing on the results, I comment on financing preference of Chinese listed companies which differ from what western theories may predict.

Chapter Four analyses the inner factors affecting financing preference of Chinese listed companies. The chapter includes researches on relationships between financing preference and such factors as the characteristics of listed companies and corporate governance. I also analyse the internal forming mechanism of the financing preference of Chinese listed companies in this chapter.

Chapter Five analyses the external factors affecting financing preference of Chinese listed companies which include policy environment factors and market environment factors, etc.

Chapter Six concerns of the financing effects such as the influences of equity financing of listed companies on earning ability, stock valuation and corporate governance.

Chapter Seven deals with the remedies for the financing preference of Chinese listed companies. Those remedies put forward by author include optimizing holding structure of the stocks, enhancing corporate governance, improving security supervision system and developing external market system.

The main results of this research concerning of the characteristics of the financing preference of Chinese listed companies can be conclude in the following five aspects.

Firstly, from the perspective of the capital structure, the characteristics include lower liability-asset ratio, higher current liability-total liability ratio, higher proportion of equities in long-term assets. From the perspective of the financing structure, the characteristics include higher proportion of external funds in total funds and higher proportion of equity funds in total external funds. Besides, the share of equity financing changes with the fluctuation of the market and the seasoned offerings also wave with the policies.

Secondly, preference for equity financing is very strong for Chinese listed companies. The pecking order for financing is "equity at first, then debt, and internal funds at last" in China which differs from what western theories predict and the practice in western markets.

Thirdly, the inner factors influencing financing preference in China include company characteristic factors and corporate governance factors. I find that the rate of growth and capital structure have no significant effects on financing preference. On the other hand, the stock structure (especially the share of non-floating stocks) and profitability of the company are the important factors influencing the financing preference. Tax-evading and non-debt tax-evading have also significant effects on financing preference but the direction is opposition to what happen in western markets.

Fourthly, the external factors influencing financing preference in China include policy environment factors and market environment factors. As far as policy environment factors is concerned, I find that the formal institution of investment and finance restricts the choice spaces of financing preference for companies, and the law system protecting investors is relatively underdeveloped which allows the controllers of the equity financing to make abnormal private earns, and that the immature security market supervision system can not formalize efficiently the behaviors of the controllers. However, when market environment factors is concerned, I argue that the claims market has very limited power to threaten the controllers to stop their selfish behaviors, that manager market plays no much function to balance insiders' opportunistic behaviors, and that bond market almost has limited influence in the process of the formation of the financing preference.

Fifthly, the characteristics of financing impacts are clear enough. Not only IPOs, but also seasoned offerings show significantly negative impacts on the performance of the listed companies. Generally, seasoned offerings have negative effects on stock prices. Debt financing and equity financing have only

weak positive effects on corporate governance.

The innovative achievement of this book can be found in the following aspects.

Firstly, this book use the ready-for-proof plan of equity financing as the standard to judge equity financing preference which is more precise than financing structure or capital structure used by the former researchers.

Secondly, this book establishes a synthesized analysis framework and an empirical model. This book for the first time analyses systemically both the internal and external factors influencing financing preference of Chinese listed companies and gives the relevant empirical tests and policy suggestions.

Thirdly, concerning of the internal factors, this book introduces the factor of corporate governance and analyses thoroughly the effects of three kinds of different interests mechanisms on the financing preference of different stockholders which differs greatly from other researches.

Fourthly, this book studies thoroughly the forming mechanism of the financing preference of Chinese listed companies. The author concludes that the fact that controller leads the financing is the key characteristic for the forming of the financing preference of Chinese listed companies. Furthermore, the author suggest that limiting the controllers' power is the start to govern the financing behaviors of listed companies.

Fifthly, it is the first time in literatures to apply the logistic model to analyzing empirically the internal factors influencing the financing preference of Chinese listed companies and to find the differences between Chinese companies and foreign companies.

Sixthly, this book analyses empirically the financing behaviors' effects on performance, stock price of the listed companies with most recent data and study corporate governance effects of those financing behaviors which is very new in literatures.

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 研究背景和范畴	(1)
第二节 基本概念	(5)
第三节 研究框架和研究安排	(16)
第四节 本书的创新点与需要进一步研究的问题	(19)
第二章 融资偏好研究的文献评述	(23)
第一节 融资偏好的理论研究综述	(23)
第二节 融资偏好的实证研究综述	(36)
第三节 中国上市公司融资偏好的研究综述	(39)
第四节 文献评析	(42)
第三章 中国上市公司融资偏好的特征分析	(46)
第一节 中国上市公司资本结构分析	(46)
第二节 中国上市公司融资结构分析	(52)
第三节 中国上市公司融资偏好特征分析	(57)
第四节 融资理论与中国上市公司融资偏好的偏差分析	(63)
第四章 中国上市公司融资偏好的内部影响因素分析	(66)
第一节 公司特征因素与融资偏好分析	(67)
第二节 公司治理因素与融资偏好分析	(80)
第三节 中国上市公司融资偏好内部影响因素实证分析 ...	(108)
第四节 中国上市公司融资偏好的形成机理分析	(128)

第五章 中国上市公司融资偏好的外部影响因素分析 (141)

 第一节 政策环境因素对上市公司融资偏好的影响分析 ... (142)

 第二节 市场环境因素对上市公司融资偏好的影响分析 ... (164)

 第三节 证券监管政策变迁与上市公司融资偏好变化
 分析 (173)

第六章 中国上市公司融资效应分析 (178)

 第一节 中国上市公司融资效应研究述评 (179)

 第二节 中国上市公司股权融资的业绩效应实证研究 (185)

 第三节 中国上市公司股权融资的股价效应实证研究 (204)

 第四节 中国上市公司融资的公司治理效应分析 (217)

第七章 中国上市公司融资偏好的治理措施 (230)

 第一节 本书主要结论 (230)

 第二节 中国上市公司融资偏好治理的总体思路 (233)

 第三节 中国上市公司融资偏好的治理措施 (236)

主要参考文献 (252)