

中国上市公司

财务前沿研究

上市公司股权融资理论 与实证研究

韩晓舟 孙峰 于丽娟 著



NEUPRESS
东北大学出版社

中国上市公司财务前沿研究

上市公司股权融资理论 与实证研究

韩晓舟 孙 峰 于丽娟 著

东北大学出版社

·沈阳·

©韩晓舟 等 2004

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司股权融资理论与实证研究 / 韩晓舟, 孙峰, 于丽娟
著. —沈阳: 东北大学出版社, 2004.12

(中国上市公司财务前沿研究)

ISBN 7-81102-104-8

I. 上… II. ①韩… ②孙… ③于… 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 (2004) 第 127727 号

出 版 者: 东北大学出版社

地址: 沈阳市和平区文化路 3 号巷 11 号

邮编: 110004

电话: 024-83687331 (市场部) 83680267 (社务室)

传真: 024-83680180 (市场部) 83680265 (社务室)

E-mail: neuph@neupress.com

http: //www.neupress.com

印 刷 者: 沈阳市光华印刷厂

发 行 者: 东北大学出版社

幅面尺寸: 140mm×203mm

印 张: 12.625

字 数: 352 千字

出版时间: 2004 年 12 月第 1 版

印刷时间: 2004 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 张德喜 刘宗玉 责任校对: 张 力

封面设计: 唐敏智 责任出版: 秦 力

定 价: 40.00 元

前 言

长期以来,我国可供企业选择的融资方式从总体来看,是较少的,要么是企业的内源融资,要么就是依靠来自于国有商业银行的贷款。而随着我国股票市场的建立,上市公司又表现出明显的股权融资偏好。上市公司股权融资是迄今为止我国企业改革最亮丽的一道风景线。随着依托资本市场的股份制改造,上市公司股权融资迅速发展,不仅成为企业改革和建立现代企业制度的排头兵,而且对国民经济稳健运行和持续增长发挥了重要作用。上市公司通过股权融资提高了资产的流动性和开放性,有利于合理配置生产要素和优化产业结构。但作为企业改革取得突破进展的产物,中国上市公司股权融资理论和实践还不够成熟,研究中国上市公司股权融资依然是经济和管理学界面临的重要课题。

当前,几乎没有已上市的公司放弃其利用股权再融资的机会,而且上市公司具有充分利用政策实现股权再融资规模最大化的动机。本书以西方现有的较为成熟的融资理论及其发展的新成果为理论参考,从中国上市公司股权融资的现状出发,在研究我国上市公司股权融资存在的问题及原因的基础上,通过实证分析,提出了上市公司股权融资的发展建议。

在本书编写过程中,我们参考和引用了许多文献资料,这些文献资料给我们以启迪,丰富了这本著作的研究内容,这些文献资料大部分已在本书主要参考文献中列出,但由于受本书的篇幅所限以及部分网上文献没有明确的出处,我们参考和引用的少部分文献资料没

有列入主要参考文献中,在这里我们向这些文献资料的作者表示歉意,并向所有文献资料的作者致谢。

本书由沈阳工业大学管理学院教师韩晓舟、于丽娟及经济学院教师孙峰和会计系硕士研究生胡颖、刘胜英共同完成。在本书出版过程中,承蒙东北大学出版社和沈阳工业大学管理学院领导的大力帮助,使得本书能够尽快呈现在读者面前。在此,表示衷心的感谢!由于作者水平和时间有限,书中难免有不当之处,恳请读者批评指正。

作 者

2004 年 9 月于沈阳

目 录

第一章 绪 论	(1)
第一节 研究主题与背景	(1)
第二节 国内外研究现状	(4)
第三节 研究结构、内容和方法	(9)
第二章 融资理论	(12)
第一节 早期融资结构理论	(13)
第二节 现代融资结构理论	(14)
第三节 融资结构理论的发展	(21)
第四节 借鉴西方融资结构理论的意义	(34)
第三章 上市公司股权融资现状和条件	(38)
第一节 证券市场的发展历程	(38)
第二节 首次融资的条件及上市公司股权融资偏好	(49)
第三节 上市公司再融资状况	(77)
第四章 影响上市公司融资的因素分析	(87)
第一节 外部环境因素	(87)
第二节 资本成本因素	(94)
第三节 代理成本因素	(100)
第四节 股权结构因素	(108)
第五节 其他影响因素	(111)

第五章 上市公司 IPO 及其定价	(116)
第一节 公司价值理论综述	(116)
第二节 公司价值评估方法	(124)
第三节 IPO 定价理论	(142)
第四节 IPO 抑价理论及实证研究	(151)
第五节 IPO 定价的新模型 ——基于模糊数学理论的市盈率定价法研究	(157)
第六节 IPO 定价的新模型 ——基于多元市盈率的市盈率定价法研究	(166)
第六章 股权融资成本与效率	(171)
第一节 股权资本成本定量问题研究	(171)
第二节 我国上市公司股权融资偏好分析:公司估价观点	(183)
第七章 上市公司股权融资与公司治理	(190)
第一节 上市公司融资结构	(190)
第二节 公司治理一般理论分析	(196)
第三节 股权结构与公司治理的相互关系	(199)
第四节 公司治理模式分析	(204)
第五节 我国上市公司股权融资与公司治理效应分析	(219)
第六节 改善我国上市公司股权融资治理的政策建议	(228)
第八章 上市公司融资实证分析	(238)
第一节 上市公司融资方式选择的理论基础	(238)
第二节 上市公司股权融资方式与公司业绩变化 的实证分析	(244)

第三节	上市公司融资方式与资本成本的实证分析·····	(247)
第四节	上市公司股权结构与再融资方式研究·····	(255)
第五节	上市公司融资方式选择中的代理成本问题研究 ·····	(262)
第六节	优化我国上市公司融资方式选择的对策性思考 ·····	(275)
第九章	可转换债券与股权质押贷款·····	(285)
第一节	可转换公司债券理论基础·····	(285)
第二节	可转换公司债券定价理论基础·····	(293)
第三节	可转换公司债券定价实例·····	(297)
第四节	可转换公司债券条款设计·····	(303)
第五节	我国可转换公司债券实证研究 ——股票价格对发行可转换公司债券公司的反应 ·····	(307)
第六节	股权质押贷款·····	(315)
第七节	股权质押对代理成本影响的实证分析·····	(323)
第十章	融资方式与融资工具的选择·····	(330)
第一节	直接融资与间接融资·····	(330)
第二节	融资方式的选择·····	(336)
参考文献 ·····		(392)

第一章 绪 论

第一节 研究主题与背景

资金是经济增长和经济发展的一个决定性因素,资金的状况、数量、结构和运行态势等,直接制约着国民经济的运行状况和可持续发展能力。企业能否迅速筹措到必需的巨额资金并有效地利用这些资金,是实现工业化和现代化的一个必要条件。

资金是企业活动的第一推动力和持续推动力,企业的生产经营活动离不开资金的推动和维持,随着生产力水平的提高,企业生产规模的扩大,企业单纯依靠内源融资是难以满足生产经营活动的需要的。必须借助于一定的外源融资来维持,因此能否获得稳定的资金来源,及时足额筹集到生产要素组合所需要的资金,对企业的经营和发展至关重要,而资金供给制度的改革,资本市场的培育,融资渠道的多元化,不仅为企业自主融资创造了条件,也使企业融资问题的研究具有了现实的意义。

一、融资的含义

融资,就是资金融通,其定义有广义和狭义之分,广义的融资指资金在持有者之间流动,以余补缺的一种经济行为,它是资金双向互动过程,它不仅包括了资金的来源,还包括了资金的运用。

狭义的融资主要是指资金的融入,也就是通常所说的资金来源,具体是指企业从自身生产经营现状及资金运用情况出发,根据企业未来经营策略与发展需要,经过科学的预测和决策,通过一定的渠道,采用一定的方式,利用内部积累或向企业的投资者及债权人筹集资金,组织资金的供应,保证企业生产经营需要的一种经济行为,它

既包括不同资金持有者之间的资金融通,也包括某一经济主体通过一定的方式在自身体内进行的资金融通及企业自我组织与自我调剂资金的活动。从该经济主体的角度看,前一种方式称为外源融资,后一种方式称为内源融资。

西方发达国家,企业融资问题已不是一个新生事物,作为企业金融学研究的一个重要内容,早已受到企业界和理论界的重视,已形成一套比较成熟的理论,这些理论包含了相当丰富的科学内容,可以为我们的分析研究提供一定的理论依据。对于我们这样一个正处于计划经济体制向市场经济体制转轨过程中的国家来说,市场体系还不健全,市场机制也不完善,国外成熟的融资理论还缺乏完全或正常发挥作用的基础。本书侧重于证券融资的讨论,由于证券融资是西方市场经济发达国家中最重要的融资方式之一,也将是中国未来市场经济条件下所选择的最重要的企业融资方式。

二、研究融资的意义

1. 融资的客观必然性

融资,在任何社会的商品经济或市场经济中,都具有客观的必然性。这是因为,就一个国家来说,在一定的时期内,国民经济的各部门、各行业、各地区、各企业,乃至各个家庭,其资金收支状况必然有三种情况:一是收入大于支出,即资金盈余;二是收入等于支出,即资金收支平衡;三是收入小于支出,即资金短缺。在这种情况下,余者难有其用,缺者难有其补,从而,通过融资调节余缺,即以余补缺,使盈余的资金得到充分利用,使短缺的资金得到有效补偿,各自得到彼此的利益,就在需要与可能并存的情况下,产生了融资的客观必然性。就世界不同的国家和地区而言,由于国际经济发展的不平衡,在一定时期内,也会同时存在不同国家或地区资金有余有缺的不同情况,从而也就产生和存在着国际间融资的客观必然性。

2. 融资的深层经济原因

值得深究的是,无论是在一个国家或国际范围内,在一定的时期内,为什么会同时出现各种经济主体资金余缺不一的情况呢?对此,

还需从人类社会生产力发展的内在规律中寻找深层经济原因。产生融资的客观必然性的深层经济原因,是由人类社会生产力的专业化分工与协作的不断发展所决定的。而在社会生产力的发展中,科学技术的不断进步,又是导致专业化分工与协作不断发展的主要原因。也就是说,作为第一生产力的科学技术越是发展,专业化分工与协作就越是发展,从而融资的必要性与可能性越大。

三、我国上市公司融资的现状

我国自 20 世纪 90 年代初设立股票市场以来,经过 10 多年的发展,直接融资的总量不断增加,多种融资方式并存的融资体系初步形成。据统计,截至 2002 年 11 月底,国内 A、B 股 1220 家上市公司,累计股权筹资额 8722.47 亿元,其中 A 股市场累计股权筹资额 4567.97 亿元,其他筹资额包括国内(A、B 股可转债筹资)81.50 亿元,B 股市场累计股权筹资额 46.32 亿美,H 股市场累计筹资额 204.11 亿美元;A、B 股市场股票总市值达到 40347.13 亿元、流通市值 13074.15 亿元,总市值占到了国内 GDP 的 40% 左右。其中不少上市公司又通过配股、增发等再融资方式募集了大量资金。与之相比,内源融资在上市公司的融资结构中所占的比例非常低,远远低于外源融资,尤其“未分配利润为负”的上市公司几乎是完全依赖外源融资。此外,在外源融资中,股权融资所占比重平均超过了 50%,并且随着股票市场的进一步发展,这一比重还呈上升的趋势。上市公司的内源融资与外源融资结果见表 1-1。

我国上市公司股权融资偏好从表面看来是一个有悖于发达国家资本市场一般规律的而发生于我国资本市场的一个奇特现象。但是我们抛开这样表面肤浅的横向对比,而进行深入的分析研究,就可以发现,股权融资偏好实际上是在我国处于现在的经济发展阶段和特殊的经济体制下,经济环境逐步开放的过程中所必然发生的一个经济现象。它是经济合乎规律运行的结果,也是各种经济主体在追求自己的利益最大化的情况下一个必然的博弈均衡。加深对这一现象的研究,有助于我们加深对我国所处的经济发展的特定历史阶段的

认识,有助于我们加深对我国现行经济体制的理解,引导市场合理地发挥资源配置功能,具有十分重要的理论意义和实践意义。

表 1-1 上市公司的内源融资与外源融资结构(%)

年 份	未分配利润大于 0 的上市公司			未分配利润小于 0 的上市公司		
	内源融资	外源融资		内源融资	外源融资	
		股权融资	债权融资		股权融资	债权融资
1995	12.40	51.48	36.13	9.5	48.78	41.73
1996	14.75	49.40	35.85	3.23	39.38	57.40
1997	15.43	52.23	32.35	-3.28	47.05	56.23
1998	13.37	46.18	40.10	-10.55	50.63	59.93
1999	14.23	51.15	34.63	-15.83	55.33	60.50
2000	19.19	53.23	27.59	—	—	—

资料来源:国信证券有限责任公司课题组.上市公司融资结构与融资成本研究.上海证券报,2002年5月14日。

第二节 国内外研究现状

一、国外对融资问题研究的回顾

自 Modigliani 和 Miller(1958)发表经典论文《资本成本、公司财务与投资理论》以来,企业融资和资本结构问题引起有关学者的广泛关注。Modigliani 和 Miller 认为:在没有破产和税收、资本可以自由流动、金融市场有效的前提下,企业价值与资本结构无关,也就是 MM 定理。但这些前提在现实中并不成立,而且实际中企业耗费了大量资源来确定资本结构和融资策略,后续学者放松这些假设,就税收、破产成本、信息不对称以及公司治理结构在企业资本结构和融资中的作用进行了广泛研究。

1. 考虑税收和破产成本的影响

税收和破产成本的影响、股权收益和债权收益的税收差异会直接影响企业价值,Modigliani 和 Miller (1963), Stiglitz (1973), Aubarch(1983, 2001), Graham(1996)等先后研究税收的影响后认为:债券抵税的作用使企业价值随着杠杆比率的提高而增加,企业应

优先选择债权融资。尽管 Miller(1977)重新考虑不同收入所得税税率的差异,认为税收不会影响企业价值,但大部分研究仍认为,税收会影响企业价值,进而影响企业融资和资本结构。除税收外,破产也会影响企业价值,企业必须按时支付债务利息和本金使企业破产的可能性随着杠杆比率的提高而增加。Baxter(1967), Scott(1976), DeAngelo 和 Masulis(1980), Kim(1982), Modigliani(1982), Ross(1985)等先后研究破产对企业资本结构和融资的影响后认为:企业破产成本随着负债的增加而增加,企业最佳资本结构是破产的边际成本与边际税收收益相等时的资本结构,融资方式的选择因实际资本结构与最优资本结构偏离而异,也就是静态平衡理论。

2. 考虑公司治理结构及信息不对称的影响

Jensen 和 Meckling(1976)提出委托代理理论后,委托代理对资本结构及融资的影响逐渐为人们关注, Jensen 和 Meckling 研究代理成本对企业资本结构和融资的影响,认为:债务资本有助于减少代理成本,股东倾向于保持较高杠杆水平,经理人倾向于保持较低杠杆水平,不同公司治理结构的企业资本结构和融资偏好也可能不同。除委托代理以外,信息不对称也会影响企业资本结构和融资偏好。Ross(1972), Talmor(1981), Majluf(1984), Myers(1984)等先后研究信息不对称的影响后认为:股权融资时老股东会利用信息不对称侵占其他股东权益,新股东为避免损失会提高融资成本,企业融资应遵循“先内源融资,再债权融资,最后股权融资”的啄食顺序(Pecking-Order),也就是啄食顺序模型。

3. 考虑其他因素的影响

除上述因素外, Titman(1984), Brander 和 Lewis(1986)还研究了产品市场对企业融资和资本结构的影响,认为产品市场差异也会导致企业资本结构和融资的差异。除理论探讨外,相关人员还就企业资本结构与融资进行实证研究。Bradley 等(1984), Long 和 Malitz(1985)以及 Titman 和 Wessels(1988)等研究产业特征与资本结构关系,发现:管制行业的企业的平均负债比率一般高于非管制行业的企

业的平均负债比率;成长性较高的企业的平均负债比率要高于成熟行业的企业的平均负债比率。Fama 和 French(1997), Marsh(1982)研究税收、破产成本以及企业成长性等对资本结构的影响认为,税收、成长性等会影响企业资本结构;Shyam - Sunder 和 Myers(1999)通过实证研究认为:啄食顺序模型可以比静态平衡模型可以更好地解释企业资本结构变化;Rajan 和 Zingales(1995), Booth 等(2000)分别以成熟市场和新兴市场为样本研究企业资本结构影响因素,发现不同国家的影响因素各异,企业资本结构受多种因素的影响。

二、国内学者对上市公司融资问题的研究及评价

在我国资本市场中上市公司存在着强烈的股权融资偏好,主要是因为:由于前些年新股上市的额度致使股票市场呈供不应求的局面,并且我国上市公司较少发放现金股利,使许多企业都认为股权融资是低成本融资;在同样的经营规模、创利能力下,债务融资一方面因要实际支付借款利息,导致利税总额的降低,另一方面又会降低企业的净资产,使企业在传统的考核指标(如净资产、利税总额)下处于不利地位。因此,我国上市公司尽量避免借债,而以增配股融资为主要的融资手段,这样就与发达国家“内部融资优先,债务融资次之,股权融资最后”的融资顺序有所不同。1981—1991 年在美国的公司中,新投资 74.7% 来自内源融资,同时,股票融资的比例是 11%。上市公司每两次配股间的平均期限是 18.5 年。在外部融资中,股票融资所占比重也是较低的。而我国沪、深两市公司年末资产负债率 1996 年为 53.53%, 1997 年为 48.27%, 1998 年为 47%, 大大低于同期全国国有企业的资产负债率,而且逐年递减,反映了每年总体上的股权融资比例远远大于债权融资比例。

针对我国上市公司的上述融资行为进行研究的文章有很多,但有代表性的不多,下面是近年来我国学者在这一方面的研究成果。

文宏(1999)曾以 1994 年、1995 年、1996 年配股的上市公司为样本,利用回归方法计算这些公司不同融资来源对息税前利润(EBIT)的贡献度,结果发现,配股融资与企业的息税前利润呈负相关性,而

长期负债、流动负债与企业息税前利润在大多数情况下呈正相关性。

陈晓和单鑫(1999)针对债务融资对上市公司的融资成本的影响做过一个实证研究。他们用负债与总资产市值之比作为财务杠杆的度量,用股票月平均价格与同期总股本数乘积的算术平均数作为股权资本的市场价值,用负债的账面价值作为负债的市值,用预期税后收益与总资产之比来代表加权平均资本成本,用公司的税后利润除以权益资本成本市值计算权益资本成本。通过沪、深两市 185 家公司(其中深市 65 家,沪市 120 家)的横截面数据对权益资本成本进行回归分析,同时用 81 家公司(其中深市 27 家,沪市 54 家)的数据对加权平均资本成本进行分析。最后得出如下结论:①在我国长期财务杠杆与上市公司加权平均资本成本及权益资本成本存在显著的负相关关系,但短期财务杠杆对资本成本没有显著影响;②企业的规模与资本成本正相关关系;③总体而言,行业因素对资本成本无显著影响。

王娟和杨凤林(1998)以上海证券交易所上市公司中的 41 个行业,共 461 家上市公司为样本,对它们在 1997 年 12 月 31 日的资本结构状况做了实证研究。他们以净资产作为公司规模衡量指标,以净资产收益率作为公司盈利能力变量,以负债比率来衡量公司资本结构,最后得出两项有价值的结论:①净资产规模越大,资产负债率越高。当净资产规模在 10 亿元以上时,负债比率为 39.56%;净资产规模在 6~10 亿元之间时,负债率为 38.27%;净资产规模在 4.5 亿元以下时,负债比率进一步降低为 36.26%。出现这种情况的原因,一方面是净资产规模较大的上市公司偿债能力越强,对债务偿还越具有保障;另一方面是负债可以抵消外部权益资本所有者的代理成本。②随着负债比率的提高,上市公司的净资产收益率增加,这说明上市公司的盈利能力随负债率的提高而呈现上升趋势,同时也说明融资的杠杆效应是正向的。

沈艺锋和田静(1999)根据莫迪利亚尼(Modigliani)和米勒(Miller)的“平均资本成本”方法,对 30 家主营百货的上市公司在

1995—1997 年的数据进行回归分析后,得出我国上市公司平均资本成本呈下降的趋势和权益资本成本明显高于债务资本成本的结论。他们的研究结论见表 1-2。

表 1-2 1995—1997 年上市公司百货板块的平均资本成本

年 份	权益资本成本/%	资产负债率/%	平均资本成本/%	银行贷款利率/%
1995	19.96	41.28	18.56	12.24
1996	17.61	42.93	16.39	10.08
1997	9.09	44.78	8.47	8.64

冯根福、吴林江、刘世彦(2000)在《我国上市公司资本结构形成的影响因素分析》一文中,从影响资本结构的若干因素着手,对我国上市公司资本结构形成的影响因素作一些理论上的说明,然后运用主成分分析和多元回归相结合的方法对其资本结构形成可能的影响因素加以实证检验和分析。结果表明,我国上市公司独特的股权结构是企业资本结构的重要影响因素之一,而企业财务状况的影响作用却相对较弱。

晏艳阳、陈共荣(2001)在《我国上市公司的资本结构与代理成本问题分析》一文中认为,虽然在我国特殊的股权结构和借贷市场的条件下,债务对减少代理成本所起作用的形式有所不同,但资本结构的优化对减少上市公司的代理成本,具体来说就是在减少股东利益向经理人员转移、控制经理的在职消费以及控制过度投资方面仍然可以起到不可替代的作用。因此,认为上市公司应该扩大债务融资的比重,同时控制配股融资的比重,造成我国上市公司进入资金借贷市场的主要障碍在于缺乏企业债券市场及其市场体系。为了让债务融资发挥更大的作用,使企业融资决策有更多的被选方案,建议要尽快实现利率的市场改革,并建立起我国企业债券市场体系。同时建立起公司破产的机制,让市场机制发挥其优化选择的职能,这对于完善我国的公司治理机制是十分必要的。

我国对企业融资问题的研究,很大程度上是由于经济体制,特别是投融资体制变革的推动,这与西方国家的融资研究起因于企业价

值最大化的要求是不同的。方晓霞博士对企业融资过程的实质、企业资本结构与融资决策、中国工业企业资金供给制度变迁、国有企业融资行为及其规范等问题进行了深入的研究,认为经济制度是企业选择融资方式的重要影响因素。

以上关于上市公司融资行为的实证研究的结论非常一致,都是认为债务融资的成本要比股权融资的成本低,因此,企业不应盲目地把发行股票当作企业“最优”的融资手段。为了提高企业的市场价值,在即定融资额下,有盈利能力的上市公司应该注意提高长期财务杠杆的比例,增加长期债务融资,而不应仅仅将目光盯在配股上,亦即要综合使用权益融资和负债融资手段。

第三节 研究结构、内容和方法

一、研究结构和内容

本书的研究框架主要包括四部分:我国上市公司股权融资的基本特征的描述及存在的问题的分析,并探索我国上市公司股权融资偏好的成因;定量地研究 IPO 的定价及融资的成本及效率;分析股权融资与其利益相关者间的关系;为企业融资提供更丰富的理论及实践的依托。

本书共分十章,在第一章着重分析了国内外学者对上市公司融资研究的成果以及本书研究的思路、内容;在第二章、第三章和第四章中对上市公司融资理论进行分析,围绕“MM 定理”回顾了西方资本结构理论、代理成本理论、融资优序理论和控制权理论等,并结合我国上市公司融资的现状,总结出上市公司股权融资应考虑的各种因素,发现上市公司选择融资方式除了受外部环境影响外,更受融资成本、公司业绩、股权结构和代理成本等内在因素的影响;第五章着重分析 IPO 的定价方法,并在传统定价的基础上用模糊数学理论的市盈率定价法和多元市盈率的市盈率定价法研究定价;第六章用实证检验股权融资的成本、效率;第七章在研究上市公司 IPO 定价和