



河南大学经济学学术文库

主编 耿明斋

上市公司的过度融资

Over Finance of Listed Firms in China

赵 涛 郑祖玄 著



社会科学文献出版社 SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

河南大学经济学学术文库

上市公司的过度融资

赵涛 郑祖玄 著



社会科学文献出版社

Social Sciences Academic Press(China)

图书在版编目(CIP)数据

上市公司的过度融资/赵涛,郑祖玄著. - 北京:社会科学文献出版社,2005.5

(河南大学经济学学术文库)

ISBN 7-80190-533-4

I. 上... II. ①赵... ②郑... 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(2005)第 017401 号

河南大学经济学学术文库

上市公司的过度融资

著 者 / 赵 涛 郑祖玄

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 65286768

责任编辑 / 于渝生 (yu yu sheng 2004@yahoo.com.cn)

责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 客户服务中心 (010) 65285539

法律顾问 / 北京建元律师事务所

排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷 / 艺苑印刷厂

开 本 / 889 × 1194 毫米 1/32 开

印 张 / 6.75 字 数 / 121 千字

版 次 / 2005 年 5 月第 1 版

印 次 / 2005 年 5 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7-80190-533-4/F·163

定 价 / 18.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,

请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

总序

河南大学经济学科教学研究基地自 1927 年诞生以来，至今已有近 80 年的历史了。一代一代的经济学人在此耕耘、收获。中国共产党早期领导人之一罗章龙、著名经济学家关梦觉等都在此留下了他们的足迹。

中华人民共和国成立前夕，曾留学日本的著名老一辈《资本论》研究专家周守正教授从香港辗转来到河南大学，成为新中国河南大学经济学科发展的奠基人。1978 年中国恢复研究生培养制度以后，周先生率先在政治经济学专业招政培养硕士研究生，并于 1981 年首批获得该专业的硕士学位授予权。1979 年，我校成立了全国第一个专门的《资本论》研究室。1985 年以后，又组建了我校历史上的第一个经济研究所，恢复和组建了财经系、经济系、贸易系和改革与发展研究院，并在此基础上成立了经济学院。目前，学院已发展成为拥有经济学类全部 4 个本科专业、1 个博士生专业、8 个硕士生专业、两个省级重点学科点、2000 多名师生规模的教学研究机构。20 多年中，培养了大批本科生和研究生，并且为政府、企业和社会

会培训了大批专门人才。他们分布在全国各地，服务于大学、企业、政府等机构，为国家的经济发展、社会进步、学术繁荣做出了或正在做出自己的贡献，其中也不乏造诣颇深的经济学家。

在培养和输出大量人才的同时，河南大学经济学科自身也造就了一支日益成熟的学术队伍。近年来，一批 50 岁左右的学者凭借其扎实的学术功底和丰厚的知识积累已进入著述的高峰期；一批 40 岁左右的学者以其良好的现代经济学素养开始脱颖而出，显现出引领学术潮流的志向和实力；更有一大批 30 岁左右受过系统经济学教育的年轻人正蓄势待发，不少已崭露头角，初步展现了河南大学经济学科的巨大潜力和光辉未来。

经过多年的探索，河南大学经济学科目前已经在理论和应用经济学两个领域内分别凝炼出三个特色鲜明的研究方向，一是以《资本论》研究为切入点，以马克思的经济理论和方法为工具，对中国经济改革过程中所遇到的各种问题进行阐释的马克思主义经济学研究；二是运用新制度经济学及发展经济学的理论和方法，对欠发达地区的各种经济和社会问题进行探索的制度变迁与经济发展研究；三是综合运用现代经济金融理论对中国的投资及金融体制、运作方式和资本市场进行研究的金融投资方向。

河南大学经济学科组织出版相关学术著作始自世纪交替之际，2000 年前后，时任经济学院院长的许兴亚教授

(现河南大学特聘教授、中国《资本论》研究会副会长)曾主持编辑出版了数十本学术专著,在国内学术界产生了一定的影响,也对我院经济学科的发展起到了促进作用。

为了进一步展示我院经济学科各层次、各领域学者的研究成果,更是为了能够使这些成果与更多的读者见面,以便有机会得到读者尤其是同行专家的批评,促进河南大学经济学学术研究水平的不断提升,为繁荣和发展中国的经济学理论、推动中国的经济发展和社会进步做出更多的贡献,我们决定出版“河南大学经济学学术文库”。根据初步拟定的计划,该丛书将分年度连续出版,每年选择若干种河南大学经济学院在编教师的精品著述资助出版。根据需要,也可在丛书中选入少量客座教授或短期研究人员的相关著述。

感谢社会科学文献出版社总编辑邹东涛教授,是他对经济学学术事业满腔热情的支持和高效率的工作,使本套丛书的出版计划得以尽快达成并付诸实施。也感谢社会科学文献出版社财经与管理图书事业部负责人周丽、邓泳红及各位编辑同志为本丛书的出版付出的辛劳。最后,还要感谢具体负责组织本丛书著作遴选和出版联络工作的河南大学经济学院主管科研工作的副院长刘东勋博士,他以严谨的科学精神和不辞劳苦的工作回报了同志们对他的信任。

分年度出版经济学学术文库系列丛书,对我们来说还

是第一次，如何公平和科学地选择著述品种，从而保证著述的质量，还需要在实践中进行探索。此外，由于选编机制的不完善和作者水平的限制，选入丛书的著述难免会存在这样那样的问题，恳请广大读者及同行专家批评指正。

耿明斋

2004年10月5日

谨识

目 录

导 论 / 1

- 一 研究的主题和范围 / 1
- 二 主要概念的辨析与界定 / 3
- 三 研究的思路和方法 / 11
- 四 框架与主要内容 / 14
- 五 可能的创新与不足 / 16

第一章 过度融资的理论基础与相关文献回顾 / 19

- 一 过度融资的理论基础：代理成本理论 / 21
- 二 过度融资的相关研究文献 / 44

第二章 过度融资的模型构建与检验 / 60

- 一 过度融资的模型构建 / 60
- 二 过度融资模型的检验 / 84
- 三 过度融资程度的决定因素 / 95

第三章 过度融资的市场表现及危害 / 109

- 一 中国上市公司的具体过度融资行为 / 109

2 ■ 上市公司的过度融资

二 过度融资的危害 / 124

第四章 限制性政策的局限性及取消

政策限制的条件 / 147

一 限制性政策及其局限性 / 148

二 取消政策限制的尝试及前提 / 161

第五章 解决过度融资的对策性思考 / 174

一 利用全流通解决上市公司过度融资 / 174

二 全流通未实现时的政策建议 / 187

结 语 / 199

后 记 / 201

CONTENTS



Introduction / 1

- 1 Theme and range of studied / 1
- 2 Differentiating and defining of main concept / 3
- 3 Thinking and aethod of studied / 11
- 4 frame of the thesis and main content / 14
- 5 Possible innovation and deficiency / 16

Chapter 1 Theoretical foundation and review of over finance / 19

- 1 Theoretical foundation of over finance; agency theory / 21
- 2 Theory Review of over finance / 44

Chapter 2 Model and examines of over finance / 60

- 1 Building of over finance model / 60
- 2 Examines of over finance / 84
- 3 Decisive factor of over finance degree / 95

**Chapter 3 Market show and danger of
over finance / 109**

- 1 Concrete over finance behaviors of
the chinese listed firms / 109
- 2 Danger of over finance / 124

**Chapter 4 Limitation of the restricted policy and
the condition of cancellation
policy limit / 147**

- 1 Limitation of the restricted policy / 148
- 2 Try and prerequisite of cancellation
policy limit / 161

**Chapter 5 Countermeasure thinking of solving over
finance / 174**

- 1 Converting all equity into circulating
equity to solve over finance / 174
- 2 Policy suggestion before converting all
equity into circulating equity / 187

Conclusion / 199

Postscript / 201

一 研究的主题和范围

开宗明义，本书研究中国 A 股市场中上市公司的过度融资问题。

一般情况下，公司会根据自身具体项目需求条件，考虑资本成本、税收、风险与收益等多种因素，选择合理的融资方式和融资规模。但对处于转轨时期的中国公司而言，其融资方式和规模受到特定政策环境的较大影响。从中国公司选择融资方式和规模的历史进程来看，1986 年以前，在财政供给型体制的政策环境下，借助于财政性融资，中国国有公司形成了低负债比率和低负债规模的融资特征。1986 ~ 2000 年，在以“拨改贷”为基础的承包制普遍推广以及财政终止拨款的政策环境下，由于“预算软约束”因素，造成国有公司的债权融资偏好，借助于银行贷款，中国国有公司形成了以银行主导型准供给体制为特点的高负债比率和 high 负债规模的融资特征。2000 年后，在商业银行贷款逐步走向市场化的政策环境下，银行

给公司提供贷款日趋谨慎，中国国有公司高负债比率和高负债规模的融资特征渐渐淡化，非上市公司逐步形成股权融资和债权融资相结合的融资特征，非上市公司的融资方式和规模也基本遵循了公司价债最大化的标准。

然而，1990年以后，中国上市公司的过度融资问题，却明显违背了公司价值最大化的标准，并动摇了中国股市存在的基础：（1）过度融资导致中国股市“资源配置”功能的缺失。尽管中国上市公司不愿意放弃配股、增发等股权融资机会，但融资后却有相当比例的资金闲置不用或被非流通股股东占用。1995年末每家上市公司拥有货币资金量的平均水平为1.666亿元，而到了1999年末这一指标更是增长到了2.152亿元^①，2001年中期中国平均每家上市公司闲置资金数增长为3.11亿元，闲置资金占总资产的比重也达到了17.96%。（2）过度融资导致中国股市“促进公司规范化运作”功能的缺失。2002年的1175家上市公司中，有676家的上市公司存在被大股东占用巨额资金现象，占上市公司总数的57.53%。被占用资金合计966.69亿元，超过了2002年全部上市公司在证券市场的961.75亿元融资总额^②。（3）过度融资导致中国股市

① 陈湘永、黄雪莉：《我国上市公司委托理财的实证分析》，《管理世界》2002年第3期。

② 中国证监会与国家经贸委2002年底联合召开的“上市公司现代企业制度建设经验交流暨总结大会”。

“价值发现”功能的缺失。在非流通股股东和流通股股东利益不一致情况下，上市公司以非流通股股东利益最大化为目标进行融资时，并不考虑公司价值是否达到最大化。

通过融资提高上市公司价值是股市发展的基本动力和存在的基础。随着时间的推移和市场的发展，中国上市公司过度融资对中国股市的负面影响不断加剧，已经严重影响股市的正常运作。总结以往融资市场化改革的得失，缓解中国融资机制与国际市场融资机制接轨过程的市场冲击，将有利于股市更好地为经济发展服务。

本书不泛泛而谈上市公司融资特征，而主要研究非流通股股东和流通股股东之间的利益冲突，沿着上市公司为什么会选择过度融资这一主线，系统、深入研究中国上市公司的过度融资问题。研究的主要内容包括：非流通股股东和流通股股东之间在公司融资方面的利益冲突、上市公司过度融资的理论推导与检验、过度融资的危害、融资政策限制所造成的负面影响、融资政策市场化改革的前提、解决过度融资问题的对策性思考等。希望本书所做的研究能对认识和解决中国上市公司过度融资问题有所贡献。

二 主要概念的辨析与界定

为了避免概念混淆对所做研究严密性和科学性的负面

影响，在研究中国上市公司过度融资问题时，有必要对本书中用到的一些主要概念进行辨析与界定。

1. 中国上市公司

上市公司是指依法公开发行股票，其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司。上市公司具有股份有限公司的一般特点，如股东承担有限责任、所有权和经营权分离、股东通过选举董事会和投票参与公司决策等。

中国上市公司的概念有广义和狭义之分，前者是指主要发起人在中国的上市公司，其发行的股票可以在世界各地股票市场上公开上市交易，如在中国上海和深圳证券交易所上市交易的 A 股和 B 股^①，在美国纽约证券交易所上市交易的 N 股，在新加坡证券交易所上市交易的 O 股，在中国香港证券交易所上市交易的 H 股等；后者则专指在中国上海和深圳证券交易所上市交易的 A 股上市公司。不同上市地点的上市公司所面临的 market 环境和定价机制不尽相同，为了便于研究中国非流通股这一特殊制度环境下的上市公司融资特征，本书采用狭义中国上市公司的概念，专门研究在中国上海和深圳证券交易所上市交易的 A 股上市公司。

① A 股和 B 股都在上海和深圳证券交易所发行和交易，且都以人民币标明面额。两者的区别之处在于 A 股使用人民币发行和交易，B 股使用美元或港币发行和交易。

2. 非流通股

非流通股指上市公司中受到政策限制^①、不能在证券交易所内进行交易的股份。中国是从计划经济转变到市场经济的国家，上市公司最初主要由国有公司改制而来。在证券市场发展初期的特定社会历史条件与经济制度环境下，受到股份制公司“姓资姓社”争论的影响，在进行股市制度设计时，为了避免国有股流通转让后国家丧失上市公司控制权情况的发生，管理层人为地设定了非流通股这一特殊制度安排并延续至今。

非流通股目前主要包括国家股、国有法人股^②、普通法人股^③、发起人个人股四种类型，占上市公司总股本的比例超过 60%^④。

① 根据中国证监会《1996 年上市公司配股工作的通知》的规定，“在国务院做出新的规定前，国家拥有的股份和法人持有的未流通股份以及这些股份的配股权和红股出售后，受让者由此增加的股份暂不上市流通”。

② 国家股和国有法人股合称为国有股。国家股和国有法人股的区别在于组建股份有限公司时的投资主体和产权管理主体不同。根据国有资产管理局颁发的有关法规，国家股是指由国有资产管理部门通过其授权的机构，将国有资产投入股份制企业而形成的股份，其股权行使人通常是政府或国有资产管理局；国有法人股是具有法人资格的全民所有制企事业单位用其依法支配的财产，向独立于自己的股份制企业投资所形成的股份，其股权行使人是法人。根据有关规定，有权代表国家投资的机构或部门直接设立的国有企业以其部分资产（连同部分负债）改建为股份公司的，如进入股份公司的净资产累计高于原企业所有净资产的 50%（含 50%），或主营生产部分的全部或大部分资产进入股份制企业，其净资产折成的股份界定为国家股；若进入股份公司的净资产低于 50%，则其净资产折成的股份界定为国有法人股。

③ 普通法人股是非国有性质的企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可支配的资产投入公司形成的股份。

④ 2003 年 12 月 31 日的平均数据为 64.61%。

3. 内部股东

内部股东 (Inside Blockholders; Inside Shareholders; Inside Equityholders; Managers-owners) 是拥有公司经营管理权的股东, 在国外通常是指持有一定股权的经理层。内部股东和大股东的概念类似, 大股东是指拥有公司实际控制权的股东, 一般也是内部股东。和内部股东相对应的概念是外部股东 (Outside Equity Holders; Noncontrolling Stakeholders), 外部股东是指不拥有公司经营管理权的股东, 在国外通常是指持有一定股权的机构投资者, 如基金等。外部股东和小股东的概念类似, 小股东是指不拥有公司实际控制权的股东, 一般也是外部股东。

4. 非流通股股东

非流通股股东是指持有非流通股的股东, 中国上市公司非流通股股东的特点是: (1) 一般拥有上市公司的实际控制权; (2) 所持股票为不能上市交易的非流通股。在本书所研究的中国上市公司融资范围内, 可以认为非流通股股东、大股东和内部股东是同一概念, 流通股股东、中小股东和外部股东是同一概念。为了便于表述, 在涉及中国上市公司时, 本书主要使用非流通股股东和流通股股东这一对概念。由于非流通股占上市公司总股本的比例过高, 非流通股股东拥有公司实际控制权, 流通股股东不拥有公司实际控制权。