

Yuelu Management Review



Corporate Financing- Investing
Decision under Investors'
Irrational Valuation

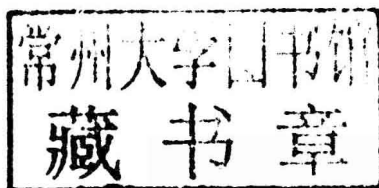
非理性估价条件下的公司 投融资决策研究

刘端 著

湖南大学出版社

本书受国家自然科学基金重点项目（NO.71031004）、
湖南大学“中央高校基本科研业务费专项资金”、
湖南大学“青年教师成长计划经费”项目资助

非理性估价条件下的公司 投融资决策研究



Corporate Financing- Investing

Decision under Investors'

Irrational Valuation

刘端 著



Yuelu Management Review

湖南大学出版社

内 容 简 介

中国正处于社会主义市场经济体制逐步完善和资本市场快速发展的过程中,中国上市公司的融资环境、股权结构和实际融资顺序与国外成熟市场存在巨大的差别。本书针对中国非有效市场的现实背景,围绕市场投资者对公司股票的非理性估价,以中国上市公司为研究对象,深入探讨其融资和投资决策及其股票市场表现的联动反应,对市场时机理论下的企业投融资行为进行了理论分析和实证研究。本书的研究成果从行为金融的角度为企业投融资互动决策的研究提供了重要的思路和方法,为企业的投资预算、融资决策和资产定价理论、方法和应用的进一步研究打下了一定的基础,并对中国资本市场资源配置的有效性进程做出了贡献。

图书在版编目(CIP)数据

非理性估价条件下的公司投融资决策研究/刘端著.

—长沙:湖南大学出版社,2011.10

ISBN 978-7-5667-0081-0

I. ①非… II. ①刘… III. ①公司—投资决策—研究—中国

②公司—融资决策—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 214872 号

非理性估价条件下的公司投融资决策研究

Feilixing Gujia Tiaojianxia de Gongsì Tourongzi Juece Yanjiu

作 者: 刘 端 著

责任编辑: 丁 莎

出版发行: 湖南大学出版社

责任印制: 陈 燕

社 址: 湖南·长沙·岳麓山

邮 编: 410082

电 话: 0731-88822559(发行部), 88821691(编辑部), 88821006(出版部)

传 真: 0731-88649312(发行部), 88822264(总编室)

电子邮箱: dingsha008@126.com

网 址: <http://www.hnupress.com>

印 装: 湖南画中国画印刷有限公司

开本: 710×1000 16 开

印张: 9.5

字数: 166 千

版次: 2012 年 5 月第 1 版

印次: 2012 年 5 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978-7-5667-0081-0/F·285

定价: 25.00 元

版权所有,盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错,请与发行部联系

总 序

总结和探索理论是学者们不可推卸的责任和使命。理论来自实践,又高于实践。我国上下五千年的灿烂文化,为世界奉献了儒家、道家和法家等意义深远的管理思想;前无古人的改革开放,我国管理科学界大量引入国外(特别是发达国家)科学管理的思想、方法和技术。管理的范围非常广泛,简言之,无非是管人、管财、管事,说到底关键就是管人,而在管人模式上,人类社会经历了“人治人”、“制度治人”和“文化治人”三步曲。我国自从搭上改革开放的“快车”后,用较短的时间和较低成本完成了“人治人”向“制度治人”的转变,有的企业甚至踏上了“文化治人”的新征程。所有这些均为我国管理学界的科学研究提供了大有作为的舞台。管理学论著应该是集中反映学者们理论研究成果的直接载体,其中中青年学者的论著尤显活力,更能体现科学研究薪火相传。更重要的是,这些论著很可能成为评价我国现有管理实践和预测未来管理实务的重要指南。

本世纪初,湖南大学出版社策划出版“岳麓管理论丛”,将管理学领域中具有创新思想和较高理论水平、能在一定程度上填补管理学理论空白并与现实需要贴近、对实务操作有一定指导意义的管理学领域的理论著作收录进来,旨在弘扬管理理论创新,服务管理实践,活跃学术气氛,进一步促进中国管理学研究向纵深发展,进一步为管理创新推动经济社会发展贡献管理学者的聪明才智。

我们主张出版这套“岳麓管理论丛”应该实现以下功能:

其一,总结和反映中国管理学研究的最新成果。三十多年的改革开放和市场经济建设,为管理学者提出了若干具有中国特色的重大管理问题,也激发了中国管理学者的研究热情。中国大学逐步强调素质教育、特色教育和创新教育,又为中国管理学者创新性地研究创造了前所未有的好的生态环境。论丛立足于反映中国管理学研究的最新成果,在选题上紧紧围绕中国经济转型过程中出现的重大管理学理论和实际问题,研究原则上秉承经世致用的胸怀、

实事求是的态度、敢为人先的勇气,使用“以我为主、博采众长、融合提炼、自成一家”的研究思路,几经推敲,付梓出版。

其二,全面、系统反映管理学理论与实务的研究进程。综观我国近年来管理学理论与实务发展,很难用一句话来概括,学术界的评价也褒贬不一,相持不下。即使在工商管理学这个一级学科究竟应该包括哪些二级学科,目前都论争激烈,更不用说细化到管理学某个特定领域、特定方向或特定问题了。管理学是一门有史,有论,有自己独特的对象、方法与技术且包罗众多分支学科的庞大的知识体系,而且管理学又是一门实践性很强的科学,实践不断为管理学提出新的课题,一两本论著,难以道其万一;出本合集,难免只见树木,不见森林。因此,出版以中国管理问题为主要研究对象的“岳麓管理理论丛”不失为良策,可以使我们动态地综观中国管理学研究与实践的全貌。

其三,活跃我国管理学理论研究,为管理实践提供智力支持。著书立说不是学者们的最终目的,学者们著书立说的最终目的是希望在自由探索基础上形成的观点、学说和发现等成果,能启发读者思考、诱发读者争鸣。可以说,如果一部著作能成为读者重大决策的重要依据,那将是对著作者呕心沥血最大的回报。可惜的是,目前的管理学学术界争鸣之声稀缺,古人云“道不辨,不明”,愿“岳麓管理理论丛”的问世,能促进管理学界的“百花齐放”、“百家争鸣”!愿“岳麓管理理论丛”推崇的管理创新能像科技创新、金融创新一样成为推动经济社会向前发展的强劲动力!

岳麓管理理论丛编委会

2012.03.19

前 言

中国正处于资本市场快速发展的过程中,上市公司的融资环境和融资特征与国际成熟市场大相径庭,公司理财领域存在诸多异象,因此用标准金融的观点来指导中国企业的投资、融资和资本结构的优化存在一定现实障碍。因此,迫切需要使公司投资和融资行为的市场假设与实际情况进一步吻合。《非理性估价条件下的公司投融资决策研究》从一位公司金融领域的专业研究人员的视角,展现了现代行为学中的交易者非理性现实假设影响资本市场投资者的资产定价、进而作用于公司投融资决策的整个过程。本书积累了作者在6年硕士、博士学习研究的经历中所得到的重要成果,用资本市场的真实数据反映了行为金融领域中的重要问题——公司投融资决策。

本书切中了国际前沿的热门课题,具有重要的现实意义和理论价值。高级经理人员可以借助本书更好地理解所面临的资本市场,也可以就现实资本市场中的企业投融资决策提出问题,并从本书中寻找可资运用的思路,从而得到问题的答案。研究人员通过阅读本书,可以更好地理解行为公司金融的相关问题,了解其管理中的自由度,透析出外部市场和企业决策之间的联动关系。

本书研究内容包括了四个方面:第一是标准金融学和行为金融学的投融资观点比较;第二是市场投资者非理性对公司融资决策的作用;第三是融资后的公司市场收益和财务绩效表现;第四是市场投资者非理性对公司投资决策的影响。每章结尾均有小结,以便读者更好地理解和掌握书中的内容和作者的结论及观点。

第一个方面的研究即为本书的第2章。它回顾了标准金融学体系下投融资互动决策的理论——不对称信息理论和信号模型,阐述了市场时机理论下的企业投融资行为,并对这些理论体系中的企业投融资互动决策进行了对比分析。

第二个方面涉及的内容为融资决策,包括了书中的第3章、第4章和第5

章。它们从市场时机因素对企业融资选择决策的短期影响出发,再进一步从中长期的角度探寻历史市场时机对公司资本结构形成和杠杆累积变动的影响,并将公司的权益—负债双重融资决策作为对融资决策的补充研究,得到了一些有价值的实证结果和结论。

第三个方面的研究是企业权益再融资的事后效果评价,即本书的第6章。在不同的市场态势(牛市和熊市)中,分析不同再融资行为的短期公告效应和中长期市场表现,进而揭示出再融资行为的事后长期绩效的决定因素和作用力。

第四个方面的研究主题是投资决策,包括了本书的第7章和第8章。作者既分析了具有长远眼光的管理者面对融资约束和市场投资者非理性估价时的公司投资决策,也研究了股东短视进而造成管理者短视的情况下,非理性估价对中国上市公司投资的扭曲作用。

本书是作者攻读湖南大学博士学位期间科研工作的总结,从文献的大量查阅到整本书稿的完成,作者付出了大量的劳动,写作过程艰辛而充实。这一切都离不开导师湖南大学副校长陈收教授的启迪、帮助和鼓励,这里对导师多年来所给予的无私帮助和极大鞭策表示深深的感谢!与此同时,还要感谢学术梯队中优秀的师兄师姐以及师弟师妹们,他们在书稿的撰写过程中给予了我很大的帮助。最后向父母致以无以言表的最深感激,是他们的关爱给了我完成书稿的莫大勇气和信心!

刘 端

2011年9月

目 次

第 1 章 绪 论

1.1 研究的学术背景	2
1.1.1 金融资产定价	2
1.1.2 资本结构、股权结构与企业价值最大化	3
1.1.3 融资约束下的投资决策	3
1.2 研究的现实动因	5
1.2.1 中国上市公司融资特征与股权融资偏好	5
1.2.2 募集资金滥用	7
1.2.3 行为金融理论对上市公司投融资的启示	9
1.3 技术路线和研究内容	11
1.3.1 技术路线	11
1.3.2 主要研究内容	12

第 2 章 标准金融与行为金融下的公司投融资决策

2.1 标准金融学体系中的企业资本结构与投资	15
2.1.1 不对称信息和融资优序	15
2.1.2 信号模型	16
2.2 行为金融体系中的公司投融资决策	18
2.2.1 管理者时间视野(time horizons)和最优资产回报率	20
2.2.2 融资考虑和最优的资产回报率	22
2.3 小 结	24

第 3 章 非理性估价对融资选择决策的短期影响

3.1 数据采样及说明	26
3.2 描述性统计结果	27

3.3 融资选择决策的决定因素·····	28
3.3.1 假设说明与检验式·····	28
3.3.2 融资工具选择及其决定因素·····	30
3.4 小 结·····	33
 第4章 非理性估价对融资结构影响的持续度	
4.1 研究方法调整改进说明·····	35
4.2 影响因素分析和数据样本·····	36
4.2.1 影响因素分析·····	36
4.2.2 数据和变量说明·····	37
4.3 资本结构的决定性因素——即时因素与历史累积的比较·····	38
4.3.1 即时因素与历史累积的比较·····	38
4.3.2 资本结构的决定因素——综合即时与历史·····	42
4.4 影响的持续度分析·····	45
4.4.1 融资结构累积变动的影响因素分析·····	45
4.4.2 市场时机影响的持续程度·····	47
4.5 小 结·····	52
 第5章 公司权益—负债双重融资决策分析	
5.1 数据和总体描述·····	55
5.2 研究方法·····	58
5.2.1 双重融资中权益和债务的影响因素·····	60
5.2.2 融资方式选择比较分析·····	63
5.3 敏感性分析·····	66
5.4 小 结·····	68
 第6章 权益再融资的股份效应和融资后中长期市场绩效	
6.1 研究的理论与方法·····	71
6.1.1 短期股价效应和不对称信息理论·····	71
6.1.2 长期市场绩效和市场时机理论·····	72
6.2 数据和样本·····	73
6.3 增发、配股的股价效应·····	75
6.4 增发、配股后的中长期市场绩效·····	78

6.5 小 结	83
第 7 章 不同股权依赖度下非理性估价对投资决策的影响	
7.1 理论假设	86
7.2 数据和样本	87
7.3 股权依赖程度及 Z Index 的建立	88
7.4 不同股权依赖度下非理性估价对公司长期投资的影响	89
7.5 不同估价水平下短期投资的决定因素及其影响程度	93
7.6 非理性估价和股权依赖度的混合作用	94
7.7 小 结	95
第 8 章 管理者短视下非理性估价对公司投资扭曲的作用	
8.1 投资决策理论假设	98
8.2 数据和样本说明	99
8.3 不同管理者短视程度下公司投资和非理性估价的关系	99
8.4 非理性估价的直接指标——非均衡估价	104
8.5 小 结	108
第 9 章 结论与后续拓展研究	
9.1 结 论	110
9.2 本书研究的创新之处	111
9.3 本书研究的局限性	112
9.4 后续的拓展研究	113
参考文献	114
附 录	122

第1章 绪 论

从 Markowitz 奠定现代金融投资理论基础^[1], Modigliani 和 Miller 提出财务理论史中最为经典的 MM 理论^[2]以来,金融界的投资和融资理论体系不断衍生出新的理论并变得枝繁叶茂。在验证和应用这些既有师承渊源又有矛盾批判的理论时,众多的理论假设是关键之所在。其中,市场是否有效一直以来是学界的争论焦点之一,同样也是行为金融区别于标准金融的重要特征假设。基于不同的假设,公司的投资和融资行为会出现本质的区别,而面对不同的实际市场,理论的适用性也会受到不同程度的冲击。

中国正处于社会主义市场经济体制逐步完善和资本市场快速发展的过程中,中国上市公司的融资环境、股权结构和实际融资顺序与国外成熟市场存在巨大的差别,公司的投融资决策存在其特有的现象,如偏好股权融资等一些特点已经不能用 Myers(1984)传统融资优序理论^[3]来解释。因此用标准金融的相关理论来研究中国企业的融资偏好和投资问题,指导中国企业的投资、融资和资本结构优化存在着一定的现实障碍。因此,将公司投资和融资行为的市场假设制定得更为贴合实际也成为中国企业的一个现实要求。引入行为金融的观点和理论,有助于结合市场基础对中国上市公司的融资和投资行为进行更微观和定量的研究,有助于探讨各种悖论和异象产生的深层原因,进一步规范市场。

企业作为整合社会资源的一种经济组织形式,其可持续发展主要取决于能否获得和保持稳定的资金来源,并合理开展投资活动。从企业理财活动与企业价值最大化的角度来看,融资与投资是互动的,企业的融资决策需要根据投资项目或投资活动的基本特点和要求确定资本的来源和筹资方法;而投资绩效又影响企业的资本结构调整与企业发展。因此,本书针对非有效市场的现实背景,围绕市场投资者对公司股票的非理性估价,以中国上市公司为研究对象,深入探讨其融资和投资决策及其与股票市场表现的联动反应,切中了国际前沿的热门课题,具有重要的现实意义和理论价值。本章将阐述本书的研

究背景、研究动因、技术路线和主要研究内容。本书选题及研究内容源自国家博士点基金资助项目——企业投融资决策机理与运作管理 (No. 20030532012) 和国家社会科学基金资助项目——公司绩效、信用风险评价与市场安全研究 (No. 05BJY010)。同时受国家自然科学基金重点项目 (No. 71031004) 和湖南大学“中央高校基本科研业务费专项资金”项目资助。

1.1 研究的学术背景

1.1.1 金融资产定价

投资组合理论、资本资产定价理论、套利定价理论、套期保值理论、期权定价理论和有效市场理论构成了现代标准金融学的主要研究方向。20 世纪 50 年代起金融学逐步从经济学中分离出来成为一门独立的学科。金融商品不同于普通商品,其使用价值是对未来收益的索偿权。由于未来收入现金流的不确定性,须将金融商品的收益性和风险性结合才能刻画出现金流的特性。如何度量收益和风险,如何判断金融商品“二性”的关系成为金融学研究的关键。1952 年,Markowitz 用统计平均给出了后来被普遍接受和使用的关于收益性和风险性的度量方法^[1]。与经济学同源,金融学是从一般均衡来导出金融资产的价格,从 Arrow 和 Debreu 于 20 世纪 50 年代创立的完全市场一般均衡理论开始,金融学中所采用的一般均衡理论(如市场微观结构理论、企业投融资决策、博弈理论等)已在市场不完全条件下取得较大进展,尤其在有限(状态)证券市场的情况下。另外,无套利分析是金融学特有的方法,也是金融定价的研究基础之一。在完全和无摩擦市场的假设条件下,一般可通过复制套利分析得到金融产品的价格。

在完备市场的假设理论中,人们常用基于资产基本价值的现金流贴现模型,从生产经营活动的角度去分析股东持有资产所获取的未来收益,进而对资产估价(valuation)。另外也可以用基于资产风险和收益关系的风险收益模型,从资本市场交易的角度去考察资产的预期收益与市场风险之间的关系,进而对资产定价(pricing)。

随着对完全市场这个强假设的放开,资产定价在不完全市场条件下受到越来越多的讨论,但目前更多地偏重于理论。如采用不完全市场中有关证券组合、定价和套期保值的新方法,使标准的套利定价与期望效用最大化联系起

来(Peter Carr, Helyette Geman 和 Dilip B. Madam, 2001^[4]);或者相比完全市场增加更多的限制,如卖空限制约束、凸锥约束、交易费用、不同的借贷利率或不允许借贷等,Clotilde Napp(2001)研究了更一般的框架下,在不同投资机会中或有现金流的各种可能作用^[5]。另外,或有要求权在不完全市场条件下的资产定价中经常应用,如 Lucien Foldes(2000)^[6],Mania M. (2000)^[7]。

1.1.2 资本结构、股权结构与企业价值最大化

金融资产尤其是股票获取收益的实现根本在于进行多种资产投资经营,而为满足投资所需的企业融资的结构及其成本对企业价值也具有重要影响。在公司财务以及融资行为理论领域中,企业的资本结构一直以来是主要线索之一。现代资本结构理论以 Modigliani 和 Miller(1958)提出的 MM 定理为基础,它的基础假设条件之一就是有效市场^[2]。在其基础上又发展了权衡理论,其中引入了“财务危机成本”^[8]和“代理成本”^[9],并且建立发展了在代理成本基础上的资本结构理论——激励理论。Ross(1977)首次将非对称信息引进企业资本结构理论^[10],之后对称信息条件下和非对称信息条件下的最优资本结构问题也越来越多地得到讨论,如 Datta, Mai Iskandar-Datta, Raman (2000)^[11],雷小清(2001)^[12]。由于公司治理是资本结构的体现和反映,公司治理的不同又将决定公司的股权结构、治理目标及内部监督约束的差异。Harris 和 Raviv(1988)提出的控制权理论则认为,由于企业经理对控制权的偏好,他们会通过融资结构来影响控制权的分配,从而影响企业的市场价值^[13]。McConnell 和 Servaes(1990)认为公司价值是公司股权结构的函数^[14]。

由于经济体制的特殊性,将资本结构、股权结构和公司治理问题相结合已成为中国学界和业界讨论的另一热点。如孙永祥(2001)认为,市场经济条件下,融资结构应该被看做一种治理结构^[15]。朱武祥(2001)以家电行业 20 家上市公司为样本进行研究,指出增强资本市场对上市公司战略、经营业绩和公司治理质量的评价功能和控制权收购功能,可以促进上市公司选择有利于长期可持续发展和股东价值增长的股权结构^[16]。

1.1.3 融资约束下的投资决策

由于企业融通资金的目的是为了满足不同投资需要,因此企业的融资行为必

然会对投资决策产生各种约束和重大影响。

1. 企业投资的融资成本约束

1984年, Myers借用了“优序融资”的一些要素, 把信息不对称理论引入企业投融资决策中。由于留存收益、债务和权益三种资金成本不同会使得企业遵循留存收益优于借债, 借债优于发行权益的融资模式。有效市场假设下, 这种由于控股权和管理权分离所产生的不对称信息会使外部投资者根据项目价值重新进行估价, 从而影响新股的市价, 企业融资成本可能超过净现值^[3]。在MM理论基础上的代理问题、非对称信息、控制权问题及产品问题中, 资本结构都是作为投资不足或投资过度问题解的一部分。这样就产生了企业在不同环境下举债是否能满足投资决策需要的问题。如Brennan和Schwartz(1984)在假设债券契约定限定了投资与融资决策的前提下, 建立了投融资相互调整的企业价值模型^[17]。Mauer和Triantis(1994)建立了投融资的动态框架模型, 企业根据产品的价格、成本、利息、税率等对投融资进行动态调整, 使企业价值最大化, 但此模型只限于企业的内部生产投资^[18]。Leland(1998)在忽略信息非对称后, 研究了事后风险决策如何影响资本结构, 债务状况如何影响事后风险决策^[19]。建立投融资互动量化模型的主要障碍在于对企业负债风险的定价。近年来, 研究工作有所进展, Kim等(1993)和Longstaff等(1995)提供了一种有信贷风险的债权定价方法^[20,21]。姚立根(1998)通过引入标准差和风险报酬系数将财务风险定量化^[22]。

2. 企业投资的融资能力约束

投资是否能筹集到足够的资金, 取决于企业融资能力的强弱及其相关制度安排的结果。有关企业投资的融资能力研究主要集中在中小企业和其资本提供者之间的信息不对称及利益冲突对投融资的影响上。Jordan等(1998)也发现最勇于创新的中小企业是那些债务最低的企业^[23]。创新型中小型企业初创阶段的融资中信息不对称最为严重, 这时存在较严重的道德风险和逆向选择问题。正如Wright等(1998)发现的那样, 高度的信息不对称可能是导致很多后来很成功的企业一开始会被风险投资拒绝和早期创业投资中只有很少量的风险投资的原因^[24]。

3. 公司治理结构对企业投资的影响

公司治理既是资本结构的体现和反映, 又决定着公司的股权结构、治理目标及内部监督约束, 从而导致投资的行为差异, 影响企业绩效。Zhang Guo chang(1998)研究了企业所有权集中度、企业所有者风险规避度以及融资结构对投资决策的影响, 发现大股东控制比例越大, 越难接受风险性高的投

资^[25]。Mehran(1992)的实证研究也得到债权与股权的比率与最大投资者股权比率正相关的结果,当最大投资者是机构投资者时,这种关系表现更明显^[26]。郑江淮等从公司治理结构的股权结构角度出发,实证比较了中国上市公司后续投资的融资约束,发现国家股比重越高的上市公司越受到外源融资约束^[27]。投资基金的出现,使资本结构的法人治理关系出现了双层化趋势(double-tier),使得公司管理人倾向于采用短视的投资政策。一些研究表明,股东通过基金对上市公司投资,考察基金绩效大多采用当期收益等简化指标。这种方法促使基金经理对投资公司的管理层施加压力,公司经理就会采用短期现金流增长政策。

1.2 研究的现实动因

从20世纪90年代中期开始,行为学的理论和观点开始逐渐引入金融和财务领域,这是因为越来越多的市场异象已经无法为标准金融学所解释,均衡有效市场虽然完美但却在许多方面与现实世界格格不入,即使是在西方成熟市场也表现如此,在中国更为复杂的制度、经济环境和市场条件下这种情况尤为明显。上市公司的融资和投资行为存在传统理论无法解释的众多奇异特征。

1.2.1 中国上市公司融资特征与股权融资偏好

一方面,由于过去财政、银行和国有企业“三位一体”,许多国有企业融资依赖财政拨款和银行的指令性、政策性贷款,融资成本很低甚至利率为负,形成许多国有企业长期以来比较单一的融资结构和信贷软约束。这种“预算软约束”使得它们偏好债权融资。但另一方面,上市公司的融资结构却出现了相反的情况,上市公司大多具有较低的资产负债率,但是它们的融资偏好仍然是股权融资,与西方发达国家比较具有很大差异。

1970~1985年间,美国、英国、德国、加拿大占据第一位的融资方式均为留存收益,股权融资均居末位。日、法、意三国股权融资比重分别只占本国融资总额的3.5%、10.6%、10.8%。股票市场最发达的美国,股权融资所占比例最低。事实上,从20世纪80年代中期开始,美国大部分上市公司不仅基本上停止了股权融资,还通过发行债券来回购股票,股权融资对新投资来源的贡

献已成为负值。美国上市公司中只有约 5% 的公司发售新股,即平均每家上市公司每 20 年才配售一次新股^[28-31]。中国的情况却大相径庭,中国上市公司明显偏好股权融资,对债务融资缺乏热情。从表 1.1 可以看出,除了 1992 年负债比率较高(达到 65%)以外,以后各年基本上稳定在 50% 左右,呈现总体上下降的趋势,尤其是在 1995~1998 年期间,持续下降,到 1999 年有所回升。表 1.2 还显示,在上市公司的外源融资中,对于未分配利润为正的上市公司,1995~2000 年股权融资比例基本上是持续上升,除了 1998 年回落到 53.52% 的低位,2000 年达到 65.86% 的高位,6 年的平均水平近 60%;而同期债务融资的比例基本上在 40% 左右徘徊,1998 年以后呈明显下降态势。债券市场的不发达是造成这种现象的原因之一,但是还有更深层次的因素在起决定作用。

表 1.1 1992~2000 年中国上市公司融资结构变化

年份	公司数量	资产总额 (亿元)	负债总额 (亿元)	负债比率 (%)	流动负债比率 (%)
1992	53	481	312.73	65.02	50.1
1993	183	1 821	888	48.76	37.1
1994	291	3309	1681	50.8	38.8
1995	323	4295	2337	54.41	42
1996	530	6352	3412	53.72	40.6
1997	745	9 660.58	4 835.81	50.06	38.8
1998	851	12 404.52	6 140.76	49.49	38.1
1999	949	16 107.36	8 468.01	52.57	39
2000	1 088	21 673.88	11 594.11	53.49	40.2

资料来源:根据文献[32]有关计算结果整理得到。

表 1.2 上市公司股权融资和债务融资结构 (%)

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	
	股权融资	债务融资	股权融资	债务融资
1995	58.76	41.24	53.89	46.11
1996	57.95	42.05	40.69	59.31
1997	61.75	38.25	45.56	54.44
1998	53.52	46.48	45.79	54.21
1999	59.63	40.37	47.77	52.23
2000	65.86	34.14	—	—

资料来源:根据文献[27、33 和 34]有关计算结果整理得到。

从公司融资行为的趋向来看,1998年以前主要的权益融资方式是配股,由于门槛很低,且配股比例不受限制,上市公司出现了圈钱成风的现象。为了遏止这种现象,1997年后我国出台了一系列限制政策,使得1997年后获得配股资格的上市公司大大减少,以配股的方式筹资的比例也大幅下降。但是,2000年以来上市公司增发新股的数量却越来越多。因为这种方式融资金额不受限制,发行规模根据项目需求来确定,对上市公司股本规模的扩张压力较小,逐渐成为上市公司再融资的首选方式。尽管这种方式为上市公司融资作出了重要贡献,但中国的增发新股也存在非理性问题:

1. 增发新股总体容量过大

1998年以纺织股为主的几家重组公司拉开了增发的帷幕;1999年沪深两市仅有5家上市公司进行增发融资,筹资总量50亿元左右;但到了2000年,增发新股的公司迅速增长到23家,总筹资额近200亿元。2001年全年,上市公司增发新股的共有16家,筹资135亿元,从2002年年初到5月底,已有19家公司增发新股,筹资105亿元,若不是2002年7月份证监会提高了上市公司增发的门槛,这个数字可能会进一步上升。同时筹资量占整个市场再筹资的比重迅速上升。从相对融资数量而言,已经达到了发达国家的水平,但从中国上市公司增发新股后股价明显下跌可以看出,中国股市容量明显跟不上上市公司增发的步伐。与频繁的股权融资相伴生的是融资公司的股价在二级市场的暴跌,如金丰投资、中信国安等。

2. 增发后并没有明显提高公司的业绩

增发最根本的目的就是提高上市公司的业绩,而谭峻和吴林祥(2002)根据增发公司在实施增发前后财务数据的变化情况,发现增发公司在股票增发完成后并没有显著地改善业绩,有些甚至在实施增发后业绩有很大的下降;同时由于股本扩大,导致了每股收益的下降,损害了老股东的利益^[35]。

1.2.2 募集资金滥用

募集资金滥用是相对于募集资金正常使用与投向而言的。募集资金投向与使用(use of proceeds)是指上市公司按照招股(配股、增发)说明书的承诺规范使用募集资金,并在规定的时间内持续、详细提供资金的投向、进度与相关信息。募集资金滥用(abuse of proceeds)是上市公司以投资项目为手段,采取合法或不合法手段,改变资金的项目投向,借此实现或达到行为主体“圈钱”的预定目的。从根本上说,它是中国公司股权融资偏好衍生出来的问题之一。