



经济学·管理学博士论著

控制权私有收益下 企业再融资研究

The study on Corporate Refinance with
Private Benefit of Control

□ 李小军/著



经济科学出版社
Economic Science Press



经济学·管理学博士论著

控制权私有收益下 企业再融资研究

The study on Corporate Refinance with
Private Benefit of Control

□ 李小军/著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

控制权私有收益下企业再融资研究 / 李小军著.
—北京: 经济科学出版社, 2010. 12
(经济学·管理学博士论著)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0423 - 3

I. ①控… II. ①李… III. ①上市公司 - 融资 -
研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 025493 号

责任编辑: 沙超英
责任校对: 韩 宇
技术编辑: 李 鹏

控制权私有收益下企业再融资研究

李小军 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 6.375 印张 160000 字

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0423 - 3 定价: 15.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

中国上市公司再融资存在两大奇特现象：一方面，很多上市公司热衷于利用增发或配股从资本市场筹措资金；另一方面，上市公司募集资金使用效率低下，公司再融资后经营业绩不升反降。这不仅与经典融资理论和国外融资实践相违背，也极大地损害了中小投资者的利益，因此，如何从理论上对此做出解释并提出有针对性的监管决策，从而根本改变这种现状，对中国资本市场的健康和持续发展具有重要意义。

针对以上两大奇特现象，现有的研究主要是从资本成本和中国上市公司特有的股权结构两方面进行分析。由于股权集中和大股东控制已经成为现代公司的主要特征，考虑到我国上市公司普遍存在大股东控制权私有收益以及特殊的股权结构，本书^①在现代公司治理理论和梅耶斯—梅杰拉夫（Myers-Majluf, 1984）分析框架的基础上，构建企业再融资决策理论模型。对模型的分析表明：控制权私有收益不仅影响到企业再融资方式选择（优先选择股权再融资），而且也是

① 本书得到国家自然科学基金资助（编号：70671058）。

导致企业过度融资和经营绩效低下的主要原因。在对理论模型分析的基础上,本书以2000~2004年期间具有配股或增发资格的中国上市公司再融资实践为样本,对中国上市公司再融资方式选择、过度股权再融资以及再融资后的经营绩效进行了实证检验,实证结果与模型的预测一致。

与已有的研究相比,本书的创新工作主要体现在以下几个方面:

一是,分析中国上市公司再融资实践,研究发现,中国上市公司的再融资既不存在股权融资偏好,也不存在最优资本结构,中国上市公司的融资行为表现为过度融资。

二是,在梅耶斯—梅杰拉夫(1984)分析框架下,笔者建立了一个基于控制权私有收益的企业再融资方式选择模型,并利用2000~2004年中国上市公司的经验数据验证了理论模型的预测,结果发现与理论模型预测一致:(1)控制权私有收益越大,企业选择股权再融资的概率越高;(2)在确保控制权不转移的情况下,控股股东持股比例越小,企业选择股权融资的可能性越大;(3)中国上市公司特有的股权结构也对企业融资方式选择有显著影响。(4)与私有产权控股的上市公司相比,国有产权控股的上市公司更有可能选择股权融资;(5)控股股东选择股权再融资的概率与企业的成长性、盈利能力和董事会独立性负相关;与资产负债率和企业规模正相关。实证结果也表明:在企业再融资方式选择上,第二大股东更有可能与控股股东合作,而不是监督。

三是,建立一个基于控制权私有收益的企业过度股权再融资模型,并利用中国上市公司的经验证据对理论模型的预测进行了检验。在控制了股权制衡能力、企业增长机会、产生现金流能力和负债水平等可能影响因素后,实证结果显示:控制权私有收益是导致过度融资的主要原因,且控制权私有收益具有滞后效应;在确保控制权情况下,控股股东持股比例越小,企业过度融资的可能性和过度融资程度越大;大小股东利益分离程度(市净率)和公司融资

规模与企业过度融资显著正相关；公司资产规模越大，企业过度融资的可能性和过度融资程度越小。

四是，通过对中国上市公司股权再融资的长期会计业绩分析发现，中国上市公司再融资后的经营业绩持续下降；与正常融资公司相比，过度融资公司的经营绩效更差；而且，有证据表明，过度融资企业为了取得增发或配股资格，在再融资前可能存在不同程度的盈余操纵。进一步的回归分析发现，企业过度融资是导致中国上市公司股权再融资绩效低下的重要原因，过度融资程度越严重，其经营绩效越差。

关键词：控制权私有收益 股权再融资 过度融资 实证研究

目 录

Contents

第1章 绪论 / 1

- 1.1 研究背景 / 2
- 1.2 研究的意义 / 5
- 1.3 研究内容 / 8
- 1.4 研究框架、思路与方法 / 10
- 1.5 相关概念的界定 / 13

第2章 资本结构理论研究综述 / 16

- 2.1 国外资本结构研究回顾 / 18
- 2.2 国内资本结构研究回顾 / 33
- 2.3 大股东控制与现代公司治理 / 40
- 2.4 本章小结 / 43

第3章 中国上市公司再融资现状分析 / 46

- 3.1 中国上市公司再融资现有研究回顾和评述 / 48

- 3.2 中国上市公司融资现状分析 / 57
- 3.3 中国上市公司融资现状理论解释评述 / 65
- 3.4 本章小结 / 76

第4章 控制权私有收益下企业再融资理论模型 / 77

- 4.1 完美市场条件下的企业融资决策 / 79
- 4.2 控制权私有收益与企业融资决策 / 82
- 4.3 股权分置下控制权私有收益与企业融资决策 / 87
- 4.4 企业融资决策影响因素理论分析 / 91
- 4.5 本章小结 / 93

第5章 控制权私有收益下企业再融资选择 实证研究 / 94

- 5.1 相关研究文献回顾及研究假设 / 95
- 5.2 研究设计 / 104
- 5.3 实证结果与分析 / 109
- 5.4 结论与局限 / 121

第6章 控制权私有收益下企业过度股权再融资 实证研究 / 123

- 6.1 控制权私有收益下企业过度股权
再融资——一个理论模型 / 124
- 6.2 控制权私有收益与企业过度股权再融资实证检验 / 131
- 6.3 本章小结 / 142

第7章 中国上市公司股权再融资经济后果

实证研究 / 144

7.1 研究设计 / 146

7.2 实证结果及分析 / 147

7.3 本章小结 / 154

第8章 结论与展望 / 156

8.1 研究结论 / 156

8.2 主要创新点 / 159

8.3 有待进一步研究的问题 / 161

8.4 政策建议 / 161

附录：2000~2004年具有配股或增发资格公司名单 / 164

参考文献 / 174

致谢 / 191

第 1 章

绪 论

企业融资由来已久，但对融资问题的研究并不久远。国外对融资问题的研究始于 20 世纪 50 年代，著名财务经济学家诺贝尔经济学奖得主莫迪利亚尼和米勒（Modigliani and Miller, 1958）共同提出了著名的 MM 理论。这是关于企业资本结构的最早研究成果，在一系列严格假设条件下，他们得出在完全竞争市场和信息对称情况下，企业的资本结构与企业价值无关的研究结论。MM 理论引发了广大学者对企业融资问题广泛和深入的研究。自此以后，公司融资理论的研究取得了根本性的突破并成为经济学研究中的一个焦点。在此基础上的进一步研究取得了许多重要成果，其中重要的成果之一就是美国经济学家梅耶斯（Myers）等人对公司融资顺序的研究（Myers, 1977; Myers and Majluf, 1984），即著名的融资顺序理论（Pecking order theory）。根据这个理论，企业的融资顺序应该是内部资金优先，债券融资次之，最后才是股权融资。多年来发达国家公司的融资经验从实践上也支持了这一结论。

国内对企业融资问题的研究始于 20 世纪 50 年代初，当时的研究围绕如何为工业化改革筹集资金以及如何分配使用资金等问题而展开。而后不同时期，国内企业融资的研究重点有所不同。由于国有企业不是一个真正的市场主体，我国企业融资与发达国家企业融资有明显区别，国外融资理论的一些基本结论在中国企业的应用受

到当时的客观条件限制而难以适用,对中国企业融资问题的研究一致缺乏系统的理论研究。进入20世纪80年代后期,我国开始全面实施由计划经济向市场经济的改革,大量的国有企业通过体制改革成为真正的市场主体,特别是90年代初期,中国证券市场的成立和金融市场的完善,企业的融资环境发生了很大变化,融资方式、融资渠道越来越丰富,越来越多的学者开始引入或借鉴国外融资理论,研究中国企业融资问题。

现有文献中,大多数国内学者对中国上市公司的融资实践进行考察,发现中国上市公司选择融资方式的顺序与西方发达国家完全相反,即上市公司融资决策时首选股权融资,而较少采用债务融资和内部融资,表现为所谓的“股权融资偏好”。这种融资实践与西方的主流理论是相悖的,可以说是对西方融资理论的挑战。而且中国上市公司中很大一部分上市公司融资后的经营业绩不是随着预期投资项目的实施而变好,相反,很多上市公司融资后资金使用效率低下,再融资后经营业绩持续下降。这种反常的融资行为已经给中国上市公司的健康成长乃至证券市场的健康发展带来了许多不利影响。如何从根本上改善这些问题已成为理论上和实践中一个急需解决的问题。

❖ 1.1

研究背景

企业的产生和发展首要问题就是资金。当然资金的来源是多样化的,可以是自我积蓄,也可以借贷,或者合伙等形式。现代社会由于社会分工深化、风险分摊要求、企业最小规模限制等原因,依靠自我积蓄创办企业越来越暴露出其不足。企业的开办、经营都越来越依赖于社会融资。社会融资的主要方式包括股权融资和债权融资,企业在这两种方式之间如何选择呢?这是企业面临的最古老和最重要的决策(Harris and Raviv, 1992)。

经济学意义上的公司融资理论创立于1958年，两位美国经济学家莫迪利亚尼和米勒（Modigliani and Miller, 1958）得出了一个惊人的结论，企业的价值与融资决策无关，这就是著名的MM定理，并因此先后获得诺贝尔经济学奖。然而，该定理的成立依赖于完善的资本市场等假设条件，而现实并非如此。因此，经济学家在过去40多年来对公司融资的研究一直集中在努力找寻“MM定理遗漏了什么”（Hart, 2001），并且研究的焦点集中在被遗漏的两个重要因素上：税收和激励问题（或信息非对称）。不过，在两种情况下，研究的基本思路都是相同的，即因为某些市场不完善，企业价值并非固定不变，因而融资结构会影响企业价值的大小。19世纪70年代以来，随着博弈论和信息经济学的发展，研究的重心基本上集中在信息不对称对融资结构选择的影响上。当然这些探讨都是在MM的框架下的进一步扩展，其中最为有影响的成果之一是融资顺序理论（pecking order theory）。该理论认为，企业融资的顺序选择：首先是以内部资金为主的内源融资，然后是发行债券进行融资，最后才是发行股票融资。并且很多针对国外市场的实证结论与融资顺序理论预测的结果大致相符。因此，这个理论往往被当做发达国家公司融资理论和实践的指导。

然而，大多数中国学者在观察我国上市公司的融资行为时却发现了与上述理论和西方融资实践相反的情况，即中国上市公司普遍偏好于发行股票进行融资，当上市公司需要资金时，首选就是配股或增发，而不是采用债券融资，出现所谓的“股权融资偏好”。即在公司的融资构成中，依靠发行股票进行融资的比例很高，而且上市公司的进一步融资选择还是优先发行股票。中国上市公司融资结构为什么与传统的西方融资理论相悖，为什么中国上市公司的融资实践与发达国家的融资实践截然不同？这在理论上向西方传统的公司融资理论提出了挑战。当然，如果说仅仅是上市公司的融资结构与国外的理论和实践相悖，那么也不足为奇，因为只要公司经营业绩良好，股东能

得到较高的投资回报，至于资金的来源应该无关紧要。可是，目前中国上市公司普遍存在的问题是：许多上市公司在并不缺少资金的情况下也尽力实行配股或增发，甚至有的上市公司账面上仅货币资金项目下就有数亿元、甚至几十亿元资金，依然配股、增发，真正由于有好的投资项目缺乏资金而融资的上市公司并不多。目前中国市场上，许多公司的募集资金大量闲置，然后又通过短期投资、委托理财等形式重新回流到证券市场，本应该用于投资项目的资金又通过各种渠道进入二级市场炒股，甚至于炒自己公司的股票，拉高公司股价，便于下一轮配股增发。上市公司一方面资金闲置没有项目可投，另一方面又不断地通过配股、增发手段向小股东融资，这不能不说是一个“怪圈”。凡此种种，上市公司利用股权融资进行圈钱，损害小股东利益已成为我国证券市场的一大顽症，也给中国的上市公司和证券市场健康发展带来了很大的威胁。为了限制上市公司的股权融资行为，证监会曾多次调整股权再融资的监管政策，主要是对净资产收益率标准的限制，但并未有效制止这种趋向，反而造成许多融资效率的扭曲。

因此，为了有效遏制中国上市公司热衷股权融资，而融资后企业经营业绩持续下滑的现状，就需要弄清楚是什么因素促使上市公司不遗余力地利用股权融资从资本市场筹集资金，其中的内在机制是什么？中国上市公司为什么会出现与西方传统融资理论相悖的融资现象，如何解释这种悖论？从理论上来说，我们需要回答为什么公司融资理论在中国上市公司中遇到了挑战，是什么原因导致我国上市公司的融资选择与发达国家的实践迥异？从实践上来说，我们需要对我国上市公司融资选择中产生的变异现象的原因进行分析并有针对性地提出政策建议。为此，本书就是希望在传统融资理论的基础上，通过对中国上市公司所处的特定融资环境和治理结构的分析，对这个悖论提出合理的解释，找出导致中国上市公司做出与一般理论相反选择的约束条件或影响因

素，同时在理论分析的基础上，对我国上市公司融资决策中产生变异的现象提出相对应的政策建议。

1.2

研究的意义

国内学者以前的研究普遍认同中国上市公司存在股权融资偏好，并围绕我国上市公司股权融资偏好这个问题作了大量的理论和实证研究，取得了许多重要成果。但是由于研究思路和研究方法上的缺陷，现有的研究还存在许多不足。第一，研究思路有缺陷：一方面，许多研究从宏观角度来研究企业融资问题，而没有从微观主体——企业的层面来讨论，这样的研究往往集中在融资体制的讨论，因此对微观层面的企业融资结构选择问题缺乏指导意义；另一方面，一些从微观角度进行的研究把上市公司偏好配股或增发新股融资的原因简单地归于股权融资实际成本低于债券成本（文宏，1999；袁国良等，1999），往往把西方传统的资本结构和融资选择理论视为标准，没有考虑中国经济的转轨特征以及中国上市公司自身的治理结构，或简单地把资产负债率低视为股权融资偏好。第二，以往研究在研究方法上也存在某些缺陷，很多研究之所以认同中国上市公司存在股权融资偏好的原因仅仅是观察到中国上市公司“几乎没有已上市公司放弃其利用股权再融资的机会”这一表面现象，而其对上市公司偏好股权融资的理论解释也简单地归于股权融资实际成本低于债务成本，事实上，“几乎没有已上市公司放弃其利用股权再融资的机会”尽管可以说明中国上市公司有强烈的股权融资愿望，但并没有认识到中国上市公司市场准入制度对此的影响。一个现实的问题就是，由于中国证券监督管理委员会对企业股权融资资格的严格限制，很大一部分中国上市公司并不具备股权融资资格，以前有学者认为“中国上市公司有强烈股权融资愿望”，但这并不排除在不具备股权融资时，中国上市公司将采用

其他方式融资。第三，以往的研究方法纯粹以计量为主，缺乏理论模型和具有理论依据的实证检验。由于计量方法一般提供的是相关关系，而不是因果关系，因此这些研究提供的结论往往并不可靠，部分研究结论难免片面化、表面化，政策建议难免过于空泛，缺乏指导价值。

从理论上说，由于西方的融资理论都是从完善的市场经济角度进行研究的。因此，在它们的理论中，许多制度或结构因素作为既定的因素被舍弃了，而这些因素在中国恰恰成了最重要的因素，其重要程度远远超过了诸如信息不对称等在西方背景下最重要的因素。而且在转型经济中由于经济制度、结构等还处于转变过程中，存在许多与市场经济不相适应的方面，市场不完备更为严重，因此，我们的研究就需要跳出西方融资理论提供的框架，从中国转型经济的特点出发，从转型经济的许多制度特征出发来探讨中国上市公司的融资结构问题，找出影响中国上市公司融资结构最重要的因素。具体来说，在中国的股票市场上，这些转型特征表现得十分明显：首先，由于上市公司大多是从国有企业改制过来的，所以形成股权结构的畸形，国有股在其中占据绝对控股地位；国有股股权所有者的缺位，导致上市公司内部人控制；其次，股权分置使得中国上市公司同股不同权，股权的人为分割造成了不同性质股东之间的投资目标差异，占控股地位的国有非流通股由于不能自由流通转让，其投资的首要目标是资产的保值增值，一般很少关注股票市场价值；而广大可自由流通小股东的投资目标更加倾向于追求资本利得。股东之间投资目标的差异，势必会对企业融资决策产生深远的影响；再其次，证券发行市场事实上的准入限制，排除了很多公司自由选择融资方式的权利，中国上市公司融资实践并不是在充分选择的基础上做出的最优融资抉择，而是应对这种融资约束限制的次优选择；最后，中国资本市场对中小投资者保护欠缺，市场监管滞后，以至于普遍存在的大股东侵占上市公司资金的事实等，可以说都与西方融资理论所

依据的基本条件相去甚远。从这个意义上说,本书试图在理论上对转轨经济中的融资理论从新的视角进行探讨,将中国上市公司所处的制度环境和其特有的治理结构纳入到传统资本结构理论中,构建一个适合中国实情的公司融资理论,以期对转轨经济中中国上市公司的融资实践做出合理的解释,丰富传统的融资理论。这正是本研究的理论意义所在。

回顾我国改革开放 20 年,无论是财务管理的具体实践,还是财务管理的理论研究都发生了很大变化。融资、投资、盈利分配等重大理财问题已逐渐成为企业财务管理的主要内容和财务理论研究的重要课题。在融资方面,国有企业融资结构随着改革的不断深入,国民收入分配格局的变化和企业资金来源渠道的增加得到一些改观。过去银行信贷一直是企业的主要融资形式,这种融资结构自然导致了企业负债率的上升。同时,当前国有企业普遍面临着自有资金严重不足、经营资金短缺问题,高负债给企业带来的沉重债务压力已成为企业生存与发展的阻碍。20 世纪 90 年代初,我国资本市场兴起,企业融资形式多样化的趋势进一步得到改善。但是由于融资结构的变化不是和企业治理结构的变革相匹配,结果造成企业融资结构选择与企业市场价值最大化并不一致。特别是,从当前中国证券市场状况来看,把有限的社会资源完全由证券市场来进行配置显然是不现实的。一个以股票市场为基础的经济体系与以银行为基础的经济体系本身可能会存在一种竞争劣势,因而上市公司沉迷于短期金融回报以满足于股东,会使有一定投资风险的长期投资者失去信心。特别是 2001 年中国股票市场出现的增发融资热潮以及大量上市公司将募集的资金委托给金融中介机构理财的状况确实让投资者望而却步。一方面上市公司找出种种“理由”通过增发“圈钱”,另一方面由于上市公司大量资金闲置进而委托理财,造成资金使用效率低下,这种恶性融资行为确实值得研究。

而对于怎样探讨企业融资结构与行为治理的关系,以及把资本

市场发展尤其是股票市场发展纳入对企业融资结构的分析也是目前研究需要完善的地方。这一问题对于发展中国家来讲却具有特殊的意义。随着资本市场的发展、金融体系的不断完善、金融结构的调整,发展中国家以及发达国家企业融资是股票融资超过债务融资还是债务融资与股票融资按同一比率增加?企业选择股票融资还是债务融资的决策依据是什么?融资结构的选择对企业价值有什么影响等方面的问题,都是企业融资结构理论亟待解决的重大问题。所以,研究我国企业的融资决策,一方面有利于企业树立理性的融资观,使企业根据自身的行为特点、目标函数、融资成本以及收益安排合理的融资结构,采取合理的融资形式,从而实现企业价值最大化,促进企业良性发展;另一方面,有利于明确企业融资形式对企业融资结构的整合作用,进一步确立资本市场与企业运行机制的关联性,改善企业的运作绩效,进而影响宏观经济运行的效率。因此,将企业融资决策问题作为企业持续经营发展的一个战略问题来进行研究,有利于实现股东财富保值和增值、有利于克服我国企业融资决策中严重依赖于高层管理人员的个人行为和经历,这对于解决融资渠道单一,融资结构不合理的现状,降低融资成本,提高资金使用效率,具有重要的实践意义。

1.3 研究内容

本书的研究内容共分成八章,其中第3章到第7章构成本书的核心内容。全书的具体安排如下:

第1章是绪论,主要介绍了本书的研究背景、意义、内容和写作思路,给出文章的基本结构安排。

第2章是资本结构理论研究综述。主要对有关公司融资理论的最新研究成果进行了综述,根据本书的研究需要,笔者没有对大家所熟知的经典融资理论进行过多的评述,而是重点回顾了公司治理