

TAISHAN JINRONG XUEZHE WENCONG

【泰山金融学者文丛】

An Analysis of Equity Financing Preference of China's Listed Company from control cost-benefit

我国上市公司股权融资偏好研究 ——基于控制权成本收益的分析

李文君 著

 中国金融出版社

泰山金融学者文丛

我国上市公司股权 融资偏好研究

——基于控制权成本收益的分析

李文君 著



中国金融出版社

责任编辑：任 娟
责任校对：李俊英
责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司股权融资偏好研究：基于控制权成本收益的分析 (Woguo Shangshi Gongsì Guquan Rongzi Pianhao Yanjiu: Jiyu Kongzhiquan Chengben Shouyi de Fenxi) / 李文君著. —北京：中国金融出版社，2010. 10
泰山金融学者文丛
ISBN 978 - 7 - 5049 - 5653 - 8

I. ①我… 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 (2010) 第 178672 号

出版 中国金融出版社
发行
社址 北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)
网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)
(010)63286832, 63365686 (传真)
读者服务部 (010)66070833, 62568380
邮编 100071
经销 新华书店
印刷 利兴印刷有限公司
装订 平阳装订厂
尺寸 169 毫米×239 毫米
印张 10
字数 157 千
版次 2010 年 10 月第 1 版
印次 2010 年 10 月第 1 次印刷
定价 18.00 元
ISBN 978 - 7 - 5049 - 5653 - 8/F. 5213
如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

本套丛书获下列基金资助：

山东省政府金融学“泰山学者”专项基金

山东省金融学重点学科建设基金

山东财政学院学位点建设专项基金

山财金融学院学术著作出版基金

“泰山金融学者文丛”专家委员会

刘锡良

西南财经大学中国金融研究中心主任
国务院学位办应用经济学学科评议组成员
山东省“泰山学者”岗位（金融学）特聘教授
经济学博士

陈学彬

复旦大学金融研究院常务副院长 教授 经济学博士

袁一堂

山东财政学院党委书记 教授 经济学博士

刘兴云

山东财政学院院长 教授 管理学博士

王玉华

山东财政学院副院长 教授 经济学博士

綦好东

山东财政学院副院长 教授 管理学博士

黄 磊

山东财政学院金融学院院长 教授 经济学博士

宿玉海

山东财政学院金融学院副院长 教授 经济学博士

刘瑞波

山东财政学院金融学院教授 管理学博士

总 序

“泰山金融学者文丛”是山东财政学院金融学院为集中展示一批学术研究成果而编辑出版的系列丛书。该套丛书的作者是一批来自泰山脚下、黄河之滨，有志于金融学科研究的年轻学者。他们的著作代表了山东省政府确立的金融学“泰山学者”特聘教授设岗单位的最新学术研究成果。该套丛书的出版，对于落实我校“学科立校”、“人才强校”的发展战略，繁荣学术研究，加快学术队伍建设，加强同学术界的交流，以及扩大我校的学术影响都有着重要的意义。

始建于1986年、由邓小平同志题写校名的山东财政学院，是在改革开放的春风里，由财政部和山东省人民政府共同创办、实行以地方管理为主的普通高等财经院校。2009年，被教育部确定为新增博士学位立项建设单位。金融学院作为一个重要的二级学院，已走过了23年的光辉历程，现设有金融学、保险学、金融工程、信用管理四个本科专业。此外，还设有一个金融学专业硕士学位点、一个资本运作研究中心和一个金融研究所。2001年，金融学专业正式获得硕士学位授予权。2005年，金融学进一步被确定为山东省重点建设学科。2007年，我校与济南市政府合作建立了金融外包服务培训基地及金融外包服务实验室。2008年，建成了中央与地方共建金融学特色优势学科实验室；同年，金融学专业又被评为山东省省级特色专业。现拥有《证券投资学》、《国际金融学》、《金融学》、《公司金融学》和《保险学》等多门省级和校级精品课程。2009年，被山东省政府确立为省内唯一的金融学“泰山学者”特聘教授设岗单位。

金融学院始终坚持以学科建设为中心，坚持教学改革，大力培养、引进人才，努力提高教学、科研水平和人才培养质量，积极发挥专业、学科优势，努力向社会提供专业服务，并形成了自身的学科优势和特色。现已为社会培养和输送了5000多名优秀毕业生。其中，每年都有相当数量的毕业生或被国家政府机关和大型金融机构录用，或考取名牌大学研究生继续深造。经过多年的努力和建设，金融学院已成为山东省最大的金融类本科人才培养基地和重要的研究生培养基地。

为使该套丛书反映、代表我校金融学科建设和学术研究的最高水平，我们在书稿的遴选过程中，严格学术标准，规范评审程序，并建立了科学的评审机制，最终确定入选该套丛书的书稿。丛书中的每部著作都凝聚了作者多年来潜心研究的心血和汗水，也展现了我们金融学院学人勇攀学术高峰的精神风采。

“泰山金融学者文丛”的顺利出版，得到了中国金融出版社的大力支持，在此表示衷心的感谢！在该套丛书的出版过程中，山东财政学院领导及相关部门领导高度重视，金融学院领导精心组织，各位作者积极配合，谨在此表示诚挚的谢意！

“泰山金融学者文丛”由于内容浩繁且涉及诸多金融前沿问题，缺点和错误在所难免，敬请读者批评指正。

“泰山金融学者文丛”专家委员会
二〇一〇年六月二十六日

内容摘要

伴随着巨大的融资需求发展起来的中国资本市场既体现了其强大的融资功能，又反映出我国金融体系从高度依赖以银行为主的间接融资向直接融资的转变。伴随这一转变的是我国上市公司的股权融资偏好，这种偏好有悖于西方经典的优序融资理论（pecking order theory）。众多的学者对这种情况进行了研究，试图找到解决问题的方法。

本书通过对西方经典融资理论的梳理，以及对我国上市公司的分析，提出了两个问题：一是西方经典融资理论的价值基础是什么，其是否具有普适性；二是我国上市公司表现出来的股权融资偏好有悖于优序融资理论的情况，这是否就说明我国上市公司的融资是非理性的。对经典理论以及相关的实证检验文献的梳理回答了第一个问题：西方经典融资理论的价值基础是企业价值最大化，即资本成本最小化，而实证检验并不是都支持优序融资理论。因此，本书得出了第二个问题的答案：由于我国上市公司的融资偏好与优序融资理论不符而否定对其行为的研究本身就是一个错误的起点。企业形态的演变是伴随着融资尤其是外部融资行为的发展实现的，而上市公司作为现代公司制企业的重要形式，是外部股权融资的结果。因此，要了解上市公司的融资，不得不从公司的演变与公司的本质入手来寻找答案。企业融资的目标与企业财务管理的目标在以MM定理为研究起点的融资理论中发生了直接的联系，即只要实现资本成本最小化，就可以实现企业价值的最大化。在实践中，企业作为一个法人，是否一定遵循着规范研究的假设，力争企业价值最大化？我国企业，尤其是上市公司的形态演变不是一种自然演变过程，而是制度变迁的产物，不可避免地带有旧体制与制度诱导的印迹，因此，将上市后的公司作为一个独立的群体，而不考虑对其过去的研究是否能够解释其融资偏好是值得怀疑的。本书以经济人的趋利动机为分析起点，在控制权成本收益的经济学研究框架下，研究我国上市公司的融资偏好问题。本书对企业在不同历史时期的融资偏好特点以及市场表现，股权分置改革前后、全流通时代上市公司的融资条件、变化、趋势以及股权融资偏

好的正负效应等内容进行了理论与实证分析，最后提出了解决融资偏好问题的对策性建议。

本书共分五章，其主要内容如下：

第一章为导论，通过对理论和现实背景的梳理，提出了问题以及本书的研究思路和方法，并对本书的相关概念、结构、研究结论与创新之处进行了归纳。

第二章内容是全书的理论基础。本书正是在对控制权成本与控制权收益重新界定与认识的基础上，分析我国上市公司的股权融资偏好。第一节是对控制权收益的相关文献综述，对控制权收益概念的提出、内涵以及相关的一些研究进行了概述与评价，提出正是由于目前对控制权收益概念界定的不统一，有必要对其重新界定。第二节是对控制权成本的阐述。本节对控制权的事前成本与事后成本进行了剖析，并对资本成本与控制权成本作比较，概括出两种成本适用的不同环境。第三节对控制权收益进行了重新界定。由于控制权的获取、维持与执行都需要成本，根据经济学的一般原理，控制权的成本需要收益补偿，从这个角度说，控制权收益是合理的。但是，控制权发挥两种完全不同的效应：协同效应和隧道效应。控制权收益中既有合理共享控制权收益（基于协同效应产生的收益），又有不合理私有控制权收益（基于隧道效应产生的收益）。

第三章是对我国上市公司股权融资偏好的理论分析。第一节分析了我国上市公司融资的价值取向。从融资方式的变迁来看，与其说制度变迁导致企业融资偏好的变化，倒不如说制度的变迁并没有改变企业融资的根本目标，即获取控制权收益的最大化。利用上市公司担保获得大量银行贷款、通过上市与股权再融资疯狂“圈钱”等融资行为都是将上市公司当成了“提款机”，充分揭示了控股股东利用上市公司获取控制权私利的侵占性和独占性本质。委托—代理理论解释了我国上市公司以控制权收益最大化为融资目标的内在原因。第二节通过对控制权成本的比较，解释了我国上市公司的股权融资偏好的形成，在于企业融资约束效力的软化，从根本上改变软约束取决于提高有效制度下的微观经济行为和支撑企业融资行为的资本市场调控的有效性。第三节通过理论模型的建立与分析，推导出了我国上市公司追求控制权收益最大化的特定约束条件，指出通过对这些约束条件的限制或改变，可以实现对上市公司融资行为的引导。

第四章是对我国上市公司股权融资偏好的实证分析，研究股权分置改革这一约束条件的改变对上市公司股权融资偏好的影响。第一节分析了股权分置改

革之后上市公司“定向增发热”这一新的融资偏好形成的原因。第二节利用 Probit 二元选择模型研究了后股权分置改革时期上市公司侵占度、终极控制权下的现金流权、控股股东性质等九个特征变量对上市公司股权再融资概率的影响。模型结果与特征变量的统计分析得到的结果是一致的。非国有控股的上市公司，现金流权越高，越倾向于股权再融资。这在一定程度上是由于非国有控股上市公司，尤其是其中大量的民营企业在上市融资时往往规模比较小，控股股东的直接控股比例较高，而这些企业为了迅速扩大企业规模、增强抵御风险的能力，往往上市后很快提出再融资要求。当然，考虑到我国的实际情况，这一点有时候更多地取决于政策的倾斜度。但是现金流权与股权融资偏好的一致结果在一定程度上说明，随着股权分置改革的完成，上市公司获取控制权私利的一个重要来源被切断了，而这一收益几乎可以说是无成本收益。那么可以说，股权分置改革客观上抑制了上市公司的“圈钱”目标，引导了其融资的行为，而实证研究结果没能通过国有控股的上市公司侵占度越大越倾向于股权融资的显著性检验。这一方面可能是由于我们选择的样本中再融资家数与非再融资家数相差较大造成的，如果能够得到提出股权融资预案的上市公司的数据资料，样本中再融资家数就会显著增加；另一方面可能是因为样本数据选取的时间跨度太小。第三节对全流通市场下上市公司的融资趋势进行了预测。分析得出，上市公司控股股东追求控制权收益的最大化不会因为全流通而发生变化。不管控股股东是否出售股票，二级市场股价都成为影响其总体收益的关键参数。因此，对股价进行操纵和控制以实现控制权收益的最大化成为控股股东的新增目标。控股股东的“隧道”行为将更加隐蔽，而配合股价拉升资产注入等“逆向隧道”行为将会更多。这些都会在一定程度上影响到企业的融资选择。

第五章是关于我国上市公司股权融资偏好的效应分析与对策建议。本章探讨了我国上市公司的股权融资偏好的正负效应。股权融资偏好对我国宏观经济方面的贡献是我们有目共睹的，在满足企业的融资需求、降低资产负债率、改善资本结构等方面作出了突出的贡献。但同时，我国上市公司的股权融资偏好也对公司行为、资本市场功能的发挥带来了严重的危害。因此，本书主张建立和强化对控股股东的内外部治理的激励与约束机制，降低我国上市公司股权融资偏好的负面效应，并推动正面效应发挥作用。一是优化股权结构，改革国企人事任命制度，合理界定控制权共享收益，建立发挥协同效应的内部激励与约

束机制。二是改革发行制度、控制权市场与退市制度、监管与法律制度，培育资本成本意识，加强信息披露与信誉制度，加大企业的机会主义成本，形成有效的外部约束机制。三是建立债券市场，这对于完善证券市场结构、均衡股市风险、增加企业融资渠道和投资者投资渠道具有非常重要的意义。

本书应用的研究方法主要有宏观研究与微观研究相结合、规范分析与实证分析相结合、历史与逻辑相结合等。创新之处主要体现在对我国上市公司股权融资偏好根本动机的研究上。本书基于经济人的趋利动机，在对控制权成本重新认识的基础上，将控制权收益重新界定为共享控制权收益与私有控制权收益两部分。在控制权成本收益的经济学研究框架下，通过数理模型分析得出了控股股东追求控制权收益最大化的约束条件，并据此通过实证研究检验了在股权分置改革这一约束条件改变后上市公司融资的新特征和影响其股权融资偏好的变量特征。在重新界定控制权收益的基础上，本书重点检验了股权分置改革后影响我国上市公司股权融资偏好的特征变量。我国上市公司的形态演变不是一种自然演变过程，而是制度变迁的产物，不可避免地带有旧体制与制度诱导的印迹，因此，本书以对我国上市公司融资变迁的历史研究为出发点，得到上市公司控股股东股权融资的趋利动机，这一点显然不同于经典的融资理论中企业价值最大化目标，因此也就不能用资本成本来分析企业的融资选择。同时，本书对全流通后上市公司可能的融资趋势进行了预测。最后，客观分析了我国上市公司股权融资偏好的正负效应，针对负效应提出了相关的对策性建议，具有较强的指导意义和可操作性。

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题的提出	1
一、我国上市公司的股权融资偏好	1
二、有关企业融资的中外文献	6
三、文献评述与问题的提出	17
第二节 研究思路与方法	20
一、研究思路	20
二、研究方法	22
第三节 主要概念、结构与主要内容	23
一、主要概念的界定	23
二、结构与主要内容	24
第四节 创新与进一步研究的方向	26
第二章 对控制权成本与控制权收益的重新界定与认识	29
第一节 对控制权成本的认识	29
一、控制权成本的内涵	29
二、资本成本与控制权成本的比较	31
第二节 控制权收益的相关研究综述	34
一、控制权收益概念的提出与控制权收益的含义	34
二、控制权收益的相关研究	37
三、简要评述	41
第三节 控制权收益的重新界定	42
一、控制权的相关概念	42
二、控制权收益的内涵	44

第三章 我国上市公司股权融资偏好的理论分析	51
第一节 我国上市公司融资的价值取向	51
一、从融资方式的变迁看我国上市公司的融资偏好	51
二、我国上市公司以控制权收益最大化为融资目标的内在原因	55
三、我国上市公司以控制权收益最大化为融资目标的内在原因	58
第二节 控制权成本约束下我国上市公司的融资选择	65
一、我国上市公司融资的事前股权成本与债权成本的比较	65
二、我国上市公司融资的事后股权成本和债权成本的比较	68
三、基于控制权成本的我国上市公司融资偏好分析	74
第三节 我国上市公司偏好股权融资的约束条件	75
一、控制权收益模型的建立与分析	75
二、模型结论：控制权收益最大化实现的约束条件	79
第四章 后股权分置改革时期我国上市公司股权融资偏好的实证与预测	82
第一节 上市公司股权融资的表现与原因	82
一、定向增发成为上市公司争夺的新宠	82
二、定向增发热的浅层原因	83
三、定向增发热的深层原因	84
第二节 我国上市公司股权融资的实证研究	86
一、研究假设	86
二、研究设计	87
三、指标的统计特征	89
四、实证检验结果与分析	92
第三节 全流通时代我国上市公司的融资偏好预测	96
一、控股股东演变与价值取向	96
二、全流通时代上市公司的融资偏好预测	98
第五章 我国上市公司股权融资偏好的效应与对策	105
第一节 我国上市公司股权融资偏好的效应分析	105
一、我国上市公司股权融资偏好的正效应分析	105

二、我国上市公司股权融资偏好的负效应分析	111
第二节 优化我国上市公司融资偏好的相关对策建议	114
一、加强内部治理，制约控股股东对控制权私有收益最大化的追求 ...	115
二、改变企业融资的外部环境，建立有效的外部治理约束机制	119
参考文献	129
后记	141

第一章 导 论

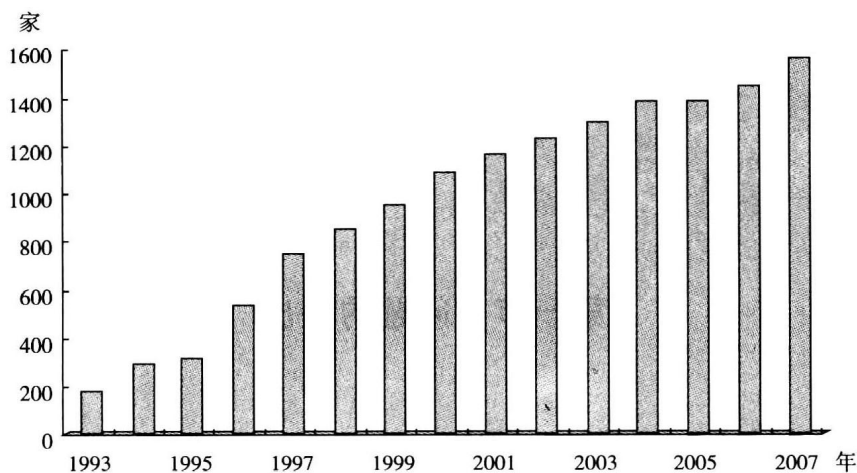
第一节 问题的提出

一、我国上市公司的股权融资偏好

从 20 世纪 70 年代末期开始实施的改革开放政策启动了中国从计划经济体制向市场经济体制的转型，资本市场应运而生。在过去的 10 多年间，中国资本市场从无到有，从小到大，从区域到全国，得到了迅速的发展，引领了中国经济和社会诸多重要体制和机制的变革，成为推动所有制变革和改进资源配置方式的重要力量。资本市场融资和资源配置功能逐步发挥，资本市场推动了企业的发展壮大和行业整合。截至 2007 年底，企业通过发行股票和可转债共筹集 1.9 万亿元；上市公司总数量达到 1550 家^①，总市值达 32.71 万亿元，相当于 GDP 的 140%。上市公司日益成为中国经济体系的重要组成部分。

在中国资本市场，国有企业的融资特征最直接地体现出了资本市场的强大融资功能，反映了金融体系从高度依赖以银行为主的间接融资逐步向以资本市场为主的直接融资转变。面对这一现象，许多学者通过各种方法得出了我国上市公司的股权融资偏好的结论，并且提出这种偏好有悖于西方经典的优序融资理论（pecking order theory）。该理论认为，企业融资的顺序选择是内部资金→债券→股票，即首先是以内部资金为主的内源融资，然后才是外源融资；外源融资中先是发行债券进行融资，其次才考虑发行股票融资。对美国企业融资的实证研究结论与该理论大致相符。Fama 和 French（1999）发现 1951—1996 年的美国上市公司的融资结构如下：留存收益为 47.32%，长期债权融资为 29.82%，外部股权融资为 13.72%，短期债权融资为 9.23%。因此，他们认为，美国公司

^① 中国证券监督管理委员会：《资本市场发展报告》，2008-01-24。



资料来源：《中国证券期货统计年鉴（2007）》。

图 1-1 1993—2007 年上市公司数量

比较偏爱内部融资，内部融资比例所占比重一直超过外源资金；在外部融资方式中，美国公司也通常优先选择长期债权融资，股权融资和短期债权融资则相对受到冷落，因此，美国上市公司的融资偏好被认为是符合优序融资理论的。

根据美国联邦储备委员会提供的数据^①，20 世纪 70 年代和 80 年代初期，在美国工业企业的资本结构中，虽然债务资本已经逐渐超过了股本资本，但两者从总体上看还是比较均衡的，债务融资仍然是适度的。但从 80 年代中期开始发生了一系列变化，即美国大部分行业的股权资本开始急剧下降。这是因为当时美国企业掀起的一股接管浪潮，迫使许多企业采用回购公司股票的方式来作为对付敌意收购的防御性措施。1987 年美国公司股票回购额达到 780 亿美元，是 1982 年的 30 多倍。实际上，从 1950 年以后的 30 年中，由于新股发行使得发行在外的股票总市值仅仅增加了大约 1%，尽管当时发行的新股数量不多，但始终是正数。但 80 年代中期之后，由于股票回购逐渐大于股权融资，从而使股票发行净额不断下降，最终向负方向增长。如 1998 年，虽然销售了 400 亿美元的新股，但从净额上看，有高达 1180 亿~1300 亿美元的股票因为回购而从市场上消失了，这一数量是整个 70 年代的 10 年之间新筹集股本净额的两倍还要多。从 1994 年之后，美国企业实际上已经普遍停止了通过发行股票来融资的方式，而

^① Federal Reserve Board. *Balance Sheets for the U. S. Economy 1949 - 1988*, 1989.

是大量回购公司的股份，即 1994 年以后，发行股票已经成为美国非金融公司的负资金来源（见表 1-1）。

表 1-1 20 世纪 90 年代美国股票发行净额 单位：10 亿美元

	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年
股票发行净额	103.4	129.9	23.3	-19	-21.6
其中：					
非金融公司	27	21.3	-44.9	-74.2	-82.6
金融部门	44	45.2	20.1	4.5	3.3
国外	32.4	63.4	48.1	50.7	57.8

资料来源：李扬：《我国资本市场若干问题研究》，载《中国证券报》，1997-12-15。

从表 1-2 中可以看出，除美国之外，其他发达国家在 20 世纪 70~90 年代的企业的融资结构中，内部融资比例高达 55.71%，外部融资比例为 44.29%；而在外源融资中，来自金融市场的股权融资仅占融资总额的 10.86%，而来自金融机构的债务融资则占 32%。从国别差异上看，内源融资比例以美国、英国最高，均高达 75%，德国、加拿大、法国、意大利四国次之，日本最低。从股权融资比例来看，加拿大最高达到 19%，美国、英国、法国三国次之，均为 13%。英国、日本分别为 8% 和 7%；德国最低，为 3%。从债务融资比例看，日本最高，达到 59%；美国最低，为 12%。

表 1-2 中国与西方七国的融资结构比较 单位：%

项目	美国	加拿大	法国	德国	意大利	英国	日本	中国
内部融资	75	54	46	62	44	75	34	39
外部融资	25	46	54	38	56	25	66	61
其中：来自金融市场	13	19	13	3	13	8	7	45
来自金融机构	12	21	46	23	39	24	59	16
其他	0	6	-5	12	4	-7	0	0

资料来源：西方七国数据引自万朝领等《上市公司外部资金来源问题研究》，2000；中国数据（1995—2002 年）来源于巨潮网。美国的数据为 1944—1990 年的平均数，其他国家的数据为 1970—1985 年的平均数。

表 1-2 显示中国上市公司比大多数西方七国更依赖于外部融资，而且，中国的上市公司更依赖于股权融资而不是债务融资，出现所谓的股权融资偏好