

金融投资研究丛书

陈建梁 主编

上市公司股权再融资

曾昭武 著

经济管理出版社

责任编辑：谭 伟

技术编辑：杨 玲

责任校对：孟赤平

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司股权再融资/曾昭武著. —北京：经济管理出版社，2004

(金融投资研究丛书/陈建梁主编)

ISBN 7-80162-746-6

I. 上... II. 曾... III. ①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 (2003) 第 088298 号

上 市 公 司 股 权 再 融 资

曾昭武 著

出版：经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编：100035)

发行：经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷：求实印刷厂

787mm×960mm/16

19.75 印张

271 千字

2004 年 1 月第 1 版

2004 年 1 月北京第 1 次印刷

印数：1—3000 册

ISBN 7-80162-746-6/F·666

定价：35.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社发行部负责调换。

通讯地址：北京阜外月坛北小街 2 号 邮编：100836

联系电话：(010) 68022974

前 言

通过证券市场进行股权融资和再融资，已是我国企业外源融资的愈来愈重要的来源。从证券市场建立之初的 1991 年到 2003 年 6 月底，我国证券市场累计筹资有 7546.85 亿元，其中通过 A 股首次发行筹资 4642.60 亿元，通过 A 股配股筹资 2084.64 亿元，通过 A 股增发筹资 819.61 亿元。无疑，股权融资和再融资对我国企业的资金来源和企业扩展起到了十分重要的积极作用。证券市场的这一功能和贡献，是有目共睹的。另一方面，“上市热”、“配股热”、“增发热”又是我国证券市场的突出现象。上市公司的“圈钱”行为已成为社会瞩目的焦点之一。上市公司被喻为我国企业的精英，是企业老总们引以自豪的桂冠。然而，上市公司是否负责任地运用社会“奉献”给他们的宝贵社会资源？通过实证分析，人们发现，我国上市公司在大量进行股权融资之后，只有一部分公司的经营业绩有所改善，大部分公司的经营业绩并没有得到提高，有不少业绩还逐年下降。因此，怎样有效监督和约束上市公司的股权融资行为，使其对全社会负责，提高股权融资资金的使用效率，令上市公司与一般投资者的权责相对称，是健全我国证券市场的一个根本问题。

本着健全我国证券市场建设这个出发点，本书着重剖析我国上市公司再融资行为出现的种种失效现象及其原因。作者认为，上市公司再融资失效的主要原因是非公平关联交易的普遍存在。在我国证券市场还处于早期发展阶段，上市公司的关联交易以外部为主，今后有向以内部关联交易为主的趋向发展。我国上市公司非公平关联交易的普遍存在，又主要是由于所有权委托代理关系不到位，企业内部人控制约束机制弱化，造假成本低

下，企业激励机制欠缺，非公平关联交易便作为代理权补偿的形式大量泛滥。在本书中，作者对市场中介机构运作失效和保护中小投资者利益，也作出生动深入地描述和建议，很有参考价值。

本书除第三章外，各章均由曾昭武博士撰写。第三章：上市公司股权融资后的总体经营业绩分析，系由博士生全登华和苏毅撰写。陈建梁教授参与了本书各章的选题、开题，初稿和定稿的修改和订正工作。本书的校订工作还得到多位研究生的协助。本书的写作若有不足之处，还望证券界人士不吝赐教。

中山大学金融投资研究中心

2003 年 9 月

目 录

第一章 融资理论、融资现状与控制权约束监督机制	(1)
第一节 企业融资理论和国外企业融资状况	(1)
第二节 我国企业融资结构早期发展状况	(9)
第三节 公司控制权模式和约束监督机制比较	(22)
第二章 上市公司股权再融资状况	(33)
第一节 股权再融资政策演变轨迹	(33)
第二节 1998~2002 年股权再融资情况及相关统计分析	(59)
第三章 上市公司股权融资后的总体经营业绩分析	(99)
第一节 方法说明及样本选择	(99)
第二节 上市公司历年来的经营业绩总体变化	(102)
第三节 上市公司股权融资前后经营业绩的总体变化	(105)
第四节 原因分析	(123)
第四章 上市公司股权再融资失效分析	(129)
第一节 约束监督机制缺位下的证券市场造假成本低下	(129)
第二节 股权再融资过度竞争导致失效的博弈分析	(138)
第三节 上市公司股权再融资对相关利益者的影响	(152)

第五章 上市公司再融资失效的黑洞	
——非公平关联交易.....	(164)
第一节 关联交易的几个主要概念.....	(164)
第二节 我国上市公司非公平关联交易实证研究.....	(176)
第三节 上市公司非公平关联交易监督失效案例.....	(200)
第六章 再融资的中介机构运作失效.....	(211)
第一节 证券公司承销再融资业务过度竞争.....	(212)
第二节 会计师事务所的经济警察作用失效.....	(234)
第三节 资产评估公司的角色错位.....	(246)
第七章 完善中小投资者保护措施.....	(267)
第一节 中小投资者权利的保护不足.....	(267)
第二节 建立证券纠纷仲裁制度.....	(279)
第三节 上市公司内部监督机制的建立完善.....	(284)
第四节 建立完善诉讼保护制度.....	(295)
本章结论.....	(299)
结束语.....	(301)
参考文献.....	(304)

第一章

融资理论、融资现状与 控制权约束监督机制

第一节 企业融资理论和国外企业融资状况

一、MM 定理开创现代融资理论的思想先河

1958 年 6 月，麻省卡内基理工学院教授莫迪格利安尼（Modigliani）^①和他的学生米勒（Miller）共同发表了被尊为融资理论奠基之作的《资本成本、公司融资和投资理论》一文，提出了企业的资本结构选择不影响企业的市场价值，即著名的 MM 定理，标志着现代公司融资结构理论的形成。^②

所谓 MM 定理包括两个定理。其核心就是指在一定的条件下，企业无论以债务融资还是以股权融资不影响企业的市场总价值。企业如果偏好债务筹资，债务比例相应上升，企业的风险随之增大，进而反映到股票的价格上，股票价格就会下降。也就是说，企业从债务筹资上得到的好处会被股票价格的下跌所抹掉，从而导致企业的总价值（股票加上债务）保持

① 本书即将付印之际，惊闻 1985 年诺贝尔经济学奖获得者、被誉为“经济学家中的巨人”的莫迪格利安尼于 2003 年 9 月 25 日在麻省的家中去世，走完了 85 年的人生路。

② Modigliani Franco, and Miller, Merton H. “The Cost of capital Corporation Finance and the Theory of Investment: comment”, The American Economic Review, 58 (June 1958), P261 - 297.

不变。企业以不同的方式融资只是改变了企业的总价值在股权者和债权人之间分割的比例，而不改变企业价值的总额。

MM 定理是基于严格的完全市场假定提出的，认为公司的融资结构及其股息政策对公司的价值毫无影响，显然，这种无关性结果与我们的现实状况是矛盾的。因为融资结构对一个公司的成功来说十分关键，并且股票市场对一个公司的股息政策相当敏感。MM 定理发现的重要性曾经被广泛地误解了。MM 定理固然指出了公司融资结构的无关性，然而它更重要的意义在于，它含蓄地引导了人们开始去认识所有建立在完全市场假设的基础之上的模型的不足。它不仅启发人们对企业管理层提出的有关融资建议应保持警惕，而且指出了这些建议所赖以成立的理论基础的不足之处。自 MM 定理提出以后，20 世纪 60 年代前后，现代融资理论的研究顺着 MM 定理假设条件的缺失，即企业利润的课税制度和破产惩罚的存在，微观上主要分为两大分支，一支以莫迪格利安尼和米勒、法拉、塞尔文、贝南、斯塔普里顿等人为主，企图探讨在引入税收制度后，各类税收差异与资本结构的关系，形成所谓的“税差学派”；另一支以斯蒂格利茨、巴隆、巴克斯特、华纳和阿特曼等为代表，主要研究破产成本对资本结构的影响，形成所谓的“破产成本主义”。

在此基础上，20 世纪 70 年代，这两大学派最后在归结到斯科特、罗比切克、梅耶斯、考斯、李真伯格等人所倡导的权衡理论，以及迪安吉罗、马苏里斯、迈基里夫和梅耶斯等主张的后权衡理论。权衡理论完全是建立在纯粹的税收利益和破产成本相互权衡的基础上，这派理论并且得到特克津凯在实证上的支持；后权衡理论主张企业最优资本结构在于权衡债务与非债务的税收利益与破产成本，将负债的成本从破产成本进一步扩展到代理成本、财务困境成本和非负债税收利益损失等方面，同时，另一方面又把税收利益从原来所单纯讨论的负债税收利益引申到非负债税收利益方面，实际上是扩大了成本和利益所包含的内容，把企业最优资本结构看成是在税收利益与各类与负债相关成本之间的权衡。

二、以信息不对称为核心的新融资理论

1976~1979 年之间,以信息不对称理论为核心的新融资理论,开始登上学术舞台。新融资理论主要包括利兰、派尔的信息不对称理论;罗思的信息不对称下信号—激励模型;詹森、麦克林的委托代理成本理论;史密斯、戈斯曼、哈特的财务契约论和梅耶斯的融资啄食原则(亦称优序融资理论)。新融资理论一反旧融资理论只注重税收、破产等“外部因素”对企业最优资本结构的影响,试图通过信息不对称理论中“信号”、“动机”、“激励”等内部人控制的委托代理成本等概念,从企业“内部因素”来展开对融资问题的分析。这样就把旧融资理论的权衡难题转化为结构或制度设计问题,融资啄食顺序原则也因此应运而生。它的产生是顺应证券市场发展的必然结果。

(一) 信息不对称理论

最早把信息不对称理论引入资本结构研究,用于解释企业融资活动中的信息不对称现象的利兰和派尔认为,各种市场,特别是金融市场上的买卖双方,都存在着典型的信息差异。其中借方比贷方更为清楚地了解借贷抵压品的可靠性、管理层的勤俭程度和道德水准,同样地企业家也比投资者掌握更多有关项目投资的“内幕消息”,但利兰和派尔指出,道德风险(败德行为)的存在又往往阻碍参与者相互之间的信息交流,而企业家常又故意将效益较差的项目拿来争取融资。所以,利兰和派尔强调,在这种不对信息的情况下,为了使投资项目的融资能够顺利地进行,借贷双方就必须通过信号的传递来交流信息。例如,掌握了内幕消息的企业家本身也对申请融资的项目进行投资,以此来向贷方传递出一个信号,即让投资者觉得项目本身包含有“好的消息”,这样贷方将会根据信号做出新的价值判断。利兰和派尔进一步认为,在给定投资收益率时,企业最优负债水平点就是反应投资项目投资风险大小的一种信号。

新融资理论的另一位先驱——耶鲁大学的斯蒂芬·罗思,认为管理层

实际上拥有关于企业的“内幕消息”。管理层本身就是内幕者，也可以看做是内幕信息的处理者。由于管理层的报酬是直接取决于企业的价值，因此，管理层会根据情况选择不同的“管理动机日程表”，如通过负债增加企业的收益或提高金融市场传递企业财务结构变动的信号，投资者接受到这一个信号并把它当做是企业意图增加价值的“知觉”，因而增加投资者对企业的信心，企业价值随之增加。罗思指出：任何企业债务和权益的运用都是与企业激励——财务结构所传递的信号相对应的。

继罗思之后的又一位新资本结构理论的代表人物是坎佩尔，他提出企业要融资时，会掌握某些内部特有信息，而这些信息要传递给金融市场又必须是有成本的。坎佩尔认为，因为市场存在着竞争者，所以，企业应该把信息提供给银行以取得债务融资而不应该提供给市场。这实际上是从另一侧面主张企业应该以银行借款而不是以证券发行作为企业融资的最优选择。

（二）委托代理关系理论

詹森和麦克林认为，甚至在实施企业所得税之前，美国的企业已经有负债融资的行为，这表明资本结构必然取决于旧资本结构理论所推崇的税差和破产成本之外的其他因素。詹森和麦克林为此提出后来成为新资本结构理论一个重要分支的委托代理关系理论。代理问题也是不对称信息理论所致力研究的一个中心内容。

詹森和麦克林给代理成本下的定义是：代理成本包括为设计、监督和约束利益冲突的代理人之间的一组契约所必须付出的成本，加上执行契约时成本超过利益所造成的剩余损失。在詹森和麦克林看来，委托人福利损失也是一种成本，詹森和麦克林称为“剩余损失”。监督成本、约束成本和剩余损失之和，为“代理成本”。后来，法玛和詹森又加上了：代理成本也包括由于完全强制执行契约的成本超过利益所造成的产出价值损失。代理成本存在于企业每一管理层里。就像其他成本一样，代理成本也是真实的东西。代理成本的水平取决于诸如法规、普通法和为此类契约设计的

激励机制替代。现代企业里“所有权”和“控制权”的分离是产生代理问题的根本原因。

代理关系的产生是因为契约的制定和强制执行不是无代价的，代理问题最终归结到契约上来。在詹森和麦克林看来，契约是一组由企业内部管理层和外部资金提供者持有的交叉组合证券，或可看做是一种企业所有权结构。

所谓“代理关系”，就是一个或多个委托人委托某一个代理人（包括授予代理人相应的决策权）代为采取某些行为的一项契约。无论是委托人还是代理人，他们的目标都是为了达到各自的效用最大化。如果两人的效用函数不一样，那就很难保证代理人的每一行为会完全是从委托人的最优利益出发。为了保证代理人的行为不会偏离委托人的利益或不会采取损害代理人利益的行为，委托人可以通过两种方式限制代理人的行为：一是给代理人设立适当的激励方案或是对代理人偏离行为进行监督；二是要求代理人保证不采取损害委托人利益的行为或在代理人采取这类行为时给予委托人必要的补偿。这两种行为都会产生监督成本和约束成本（包括金钱和非金钱），而且还会引起代理人行为偏离委托人财富最大化目标，从而导致委托人福利的损失。在代理成本说看来，许多企业问题都可以看做是代理关系的某一种特例，比如说，股东和管理层之间的关系就是一种纯粹的委托代理关系。

信息不对称和代理问题之所以是相互联系，原因在于每一个理论都涉及到道德风险问题。

在委托代理关系中，代理人总是想方设法利用信息优势来获取额外利益，委托人总是试图设计出某种最优的激励机制来抵消代理人的信息优势，从而减少机会损失。假定代理人的工作努力程度是无法准确地观察到的，而且产出水平也不能作为代理人行为的度量标准，因为产出水平是由代理人的努力水平和外生的随机变量共同决定的。委托人试图设计一个激励机制，使得在激励机制下代理人自动地选择一个努力水平，来最大化委

托人的期望效用。

委托人在设计激励合同时必须满足两个约束条件：一是参与约束，即代理人从接受合同中得到的期望效用，不能小于不接受合同时能够得到的最大效用（机会成本）；二是激励相容约束，即代理人总是选择使自己的期望收入最大化的努力水平。因此，能够最大化委托人期望效用的代理人努力水平，必须能够最大化代理人的期望效用。实际上，如果委托人不能设计出最优的激励机制，代理人就会追求内部控制利益。

在竞争性的经理市场上，管理层的市场价值及其收入取决于他过去的经营业绩。因此，即使没有显性的激励合同，为了改善自己的职业声誉和提高未来收入，管理层也会努力工作。在委托代理关系可重复的情况下，以前各期的管理层努力水平，均会影响当期的利润和对管理层能力的预期，从而影响以后的长期利益，弱化经理利用信息优势追求短期机会利益的动机。但是，管理层的努力水平将随着年龄的增加而递减，因为前期的努力会影响所有以后各期的工资，而倒数第二期的努力水平仅影响最后一期的工资。因此，越接近退休年龄，管理层利用信息优势获取短期机会利益的动机就越强。这也是以激励机制理论对“59岁现象”的解释。

可重复的委托代理关系中存在着棘轮效应，会鼓励代理人追求短期机会利益。在不对称信息条件下，委托人不清楚管理层努力水平与企业的内在生产能力分别在多大程度上影响着企业业绩。在难以找到评价企业内在生产能力的准确标准时，委托人只能把企业过去的经营业绩作为评价标准。但是，企业的业绩与代理人的工作努力程度有关。于是会出现下述情形：代理人越是努力工作，企业的业绩就可能越好，委托人就会认为企业的内在生产能力越高。这种标准随着业绩上升而上升的趋势，被称为棘轮效应。棘轮效应可能会弱化经理的努力水平，增强获取短期利益的动机。管理层提高努力水平虽然可增加当期收入，但却间接地提高了评价标准，损害了长期利益。如果委托人对企业内在生产能力有一个比较准确的估价，那他就可以采用长期合同，规定一个给定的业绩考核标准，从而避免

棘轮效应，提高代理人的努力水平。

由于采用任何激励和约束监督机制都是有成本的，于是存在最优的激励约束力度问题。当实施激励约束监督机制的边际成本等于边际收益时，就实现了最优的激励约束力度。这意味着在现实中不可能完全消除内部人控制下代理权收益问题。

这个理论有助于提醒我们，在激励机制缺失下，存在内部人控制的企业管理层总要索取相应的额外利益，因此非公平关联交易在所难免。

（三）融资顺序啄食原则

1984年梅耶斯和迈基里夫合作研究，提出不对称信息下的啄食顺序原则。他们首先认为信息的不对称现象，是因为控股权和管理权的分离而自然产生的，在不对称信息下，管理层（内幕人）比市场或投资者（外部人）更为了解企业收益和投资的真实情况。外部人只能根据内幕人所传递的信号来重新评价他们的投资决策。

如果公司选择股权融资，有可能引起市场误解并且导致新发行股票的贬值。只有在企业投资收益能够补偿股票贬值损失时，企业才愿意投资，否则企业就会放弃投资的机会；若股票的真实价值小于企业市场价值，企业愿意投资，但投资者不愿意购买股票；债券的真实价值与市场价格之间的差距通常比股票要小，但发行债券容易产生破产成本，由此产生强大的债权人外部约束和监督，同时还要受企业财务状况的制占。因此根据啄食顺序原则，企业融资方式的选择顺序应是：首先是内部融资（即留存收益和折旧），其次是债务融资，再次是债权和股权混合融资（即可转换债券），最后才是外部股权融资。

企业资金来源包括内部融资和外部融资两个渠道，内部融资主要是指企业的自有资金和在生产经营过程中的资金积累部分；外部融资即企业的外部资金来源部分，主要包括直接融资和间接融资两类方式。直接融资包括股权融资、债权融资和债权股权混合融资三种形式。其股权融资主要是指企业进行的首次上市募集资金（IPO）、配股和增发等；债权融资是指

企业在证券市场上发行企业债；债权股权混合融资是指企业在证券市场上发行可转债，可转债在投资者未转换前其持有的是债券，对企业而言是债权融资。可转债在投资者转换后其持有的则是股票，对企业而言则变为股权融资。间接融资即债务融资，主要是指企业资金来自于银行、非银行金融机构的贷款等债权融资活动。

表 1-1 西方七国的实际企业融资结构（%）

项 目	美国	加拿大	法国	德国	意大利	英国	日本	平均
内部融资	75	54	46	62	44	75	34	55.71
外部融资	25	46	54	38	56	25	66	44.29
其中：来自金融市场	13	19	13	3	13	8	7	10.86
来自金融机构	12	21	46	23	39	24	59	32.00
其他	0	6	-5	12	4	-7	0	1.43

说明：美国的数据为 1944~1990 年的平均数，其他国家为 1970~1985 年的平均数。

资料来源：R. Hubbard：Money, the Financial System and the Economy. 转引自万朝领等《上市公司的外部资金来源问题研究》。

表 1-1 给出了西方七国在 20 世纪 70~90 年代的实际企业融资结构，从七国平均水平来看，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、英两国最高，均高达 75%，德、加、法、意四国次之，日本最低。从股权融资比例看，加拿大最高达到 19%，美、法、意三国次之，均为 13%。英国、日本分别为 8% 和 7%，德国最低仅为 3%。从债务融资比例看，日本最高达到 59%，美国最低为 12%。可见，美国企业不仅具有最高的内部融资比例，而且从证券市场筹集的资金中，债务融资所占比例也要比股权融资高得多。

根据美国联邦储备委员会（Federal Reserve Board，1989）提供的数据，在 20 世纪 70 年代和 80 年代初期，美国工业企业的资本结构中，虽

然债务资本已经逐渐稳步超过了股本资本，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。由于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，由于股票回购的大幅度飙升，情况出现了重大变化，由于股权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。比如 1988 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中消失了，这一数量是整个 70 年代的 10 年之间新筹集股本净额的 2 倍还要多。目前，这种状况仍在持续。总体而言，西方七国企业融资结构的实际情况与啄食顺序原则是相符的。

第二节 我国企业融资结构早期发展状况

从我国企业的融资结构的总体状况来看，自 20 世纪 70 年代末期改革以来，我国企业的融资方式基本上是非常单一的，要么是企业的内部融资，即依靠自有资金的积累，要么就是依靠来自于国有商业银行的贷款等债务融资。长期以来，由于在传统体制之下，国家财政、国有商业银行与国有企业之间基本上属于“三位一体”的关系，绝大多数国有企业的融资基本上是依赖财政拨款，随后是拨改贷，即银行的指令性、政策性贷款。由于银行的贷款利率是由国家统一制定，一般不会随企业财务杠杆的提高而提高。这就意味着对国有企业而言，债务融资实际上不存在信用评级和抵押担保。加之国企监管十分严格，完全是计划经济模式因此不用支付额

外的代理成本，导致国有企业的债务融资成本很低甚至实际为负利率，从而形成了国有企业长期以来较为单一的融资结构和信贷约束。

有关资料显示：截至 1998 年底，全国 64700 家国有及国有控股工业企业的平均资产负债率仍高达 63.74%，而流动负债率高达 96.5%。这意味着国有企业的短期偿债能力还在持续恶化，而且说明短债长用是一个十分普遍的现象。由于“预算软约束”，所以 20 世纪 90 年代证券市场建立以前，国有企业的外部资金来源几乎百分之百地依赖或者说偏好银行贷款的债务融资。对这种状况，学术界通常称之为国有企业外部资金来源的债务融资偏好。

我国股票市场的大规模发展为上市公司进行外部股权融资创造了极其重要的途径和场所，上市公司在我国国民经济的发展中，也占据着越来越重要的地位。从上市公司主营业务收入占我国 GDP 比重看，1996 年以前不足 10%，2003 年将达到 20.90%（见表 1-2）。

表 1-2 上市公司主营业务收入占 GDP 比重

	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年中
上市公司 主营 收入	5934	7602	10319	12213	15541	36553	19258	10453
GDP	67885	74463	78345	82068	89468	97315	102398	50053
比重	8.7%	10.2%	13.2%	14.9%	17.4%	17.0%	18.8%	20.9%

资料来源：《中国证券报》2003 年 8 月 30 日。

另外，证券市场的重要性也日益凸现。以上市公司境内的 A 股融资为例，1991～2003 年 6 月底的 10 余年间，累计股权融资总额超过了 7546.85 亿元，其中首次发行筹资额累计达到 4642.6 亿元；配股融资累

计达到 2084.64 亿元；增发融资累计达 819.61 亿元（见表 1-3）。

表 1-3

我国上市公司 A 股历年股权融资概况

单位：亿元

年份	IPO 筹资额	再融资			一级市场筹资总额
		筹资额	配股	增发	
1991	5				5
1992	50				50
1993	194.83	81.58	81.58		276.41
1994	49.62	50.16	50.16		99.78
1995	22.68	62.83	62.83		85.51
1996	224.45	69.89	69.89		294.34
1997	655.06	198.00	198.00		853.06
1998	412.59	365.43	334.97	30.46	778.02
1999	512.88	380.72	320.97	59.75	893.6
2000	992.46	686.15	519.45	166.70	1678.61
2001	707.41	713.73	366.23	347.50	1421.14
2002	680.51	218.41	52.19	166.22	898.92
2003 (1~6)	135.11	77.35	28.37	48.98	212.46
合计	4642.6	2904.25	2084.64	819.61	7546.85

资料来源：历年募集资金数据来自中国证监会编：《2001 中国证券期货统计年鉴》，第 30 页，（百家出版社，2001 年 4 月出版）。2001 年、2002 年和 2003 年 1~6 月数据根据上交所和深交所统计月报整理。

与此同时，自 1992 年以来，全部上市公司的资产负债率基本上呈现不断下降的态势（见表 1-4），除 1992 年曾达到 65% 的较高水平外，随后各年基本上都稳定在 50% 左右，并且 1995~1998 年期间，资产负债率持续下降，但 1999 年之后又略有提高。这说明在上市公司的外部资金来源中，债务融资的比例总体上趋于下降。也就是说，通过证券市场的股权融资比例是在不断上升的。