

学校编码: 10384

学号: 17920061151444



分类号_____密级_____

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

再融资对上市公司经营业绩影响分析

Research of refinancing' influence on operating performance of listed companies

陈张玲

指导教师姓名: 李常青 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交时间: 2013 年 4 月

论文答辩日期: 2013 年 6 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

再融资对上市公司经营业绩影响分析

陈张玲

指导教师 李常青 教授

厦门大学

2013年6月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- () 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。
- () 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

近年来，我国再融资市场进一步发展，不仅在融资规模上已经超过首发融资，融资结构上也发生较大变化。再融资是否能成为提升上市公司质量，推动实体经济发展有效手段，也成为越来越多的学者关注和探讨的焦点。但是，始终没有形成统一的意见。本文以在 2007、2008、2009 年进行再融资的沪深 A 股上市公司为样本，采用对比分析和实证分析相结合的方法，对上市公司再融资前后的经营业绩变化进行趋势对比，与同期行业平均值进行横向比较，分析再融资对上市公司业绩的影响，并探究内在原因，提出相应的政策建议。

首先，对上市公司公开增发、定向增发、配股、发行公司债券前后的经营业绩变动进行对比：一是比较上市公司自身在再融资前后的业绩变化，二是将再融资公司在融资前后的业绩指标与同期行业平均水平相比较，三是综合上述两种分析，对四种融资方式对经营业绩的影响进行总结、对比并初步分析可能存在的原因。得出结论：无论采用哪种再融资方式，公司的经营业绩在再融资后都存在一定程度的下降，但影响程度不一样：定向增发的负面影响最低、公司债券其次、公开增发再次，配股的负面影响最大。

接着，本文建立模型，采用多元回归方法进一步对股权再融资对上市公司经营业绩影响的原因进行实证分析。回归后发现，股权再融资规模和融资前股权集中度对再融资后的经营业绩有较为显著的负面影响；上市公司规模以及融资前成长能力对融资后经营业绩后变化虽然也有一定的影响，但在显著性检验上，不显著。

最后，根据研究结果，从改善再融资监管体系、完善公司治理结构、强化市场约束力三个方面提出政策建议。

关键词：再融资、经营业绩、比较分析

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

In recent years, China's refinancing market further developed. Not only the scale of refinancing is over IPO financing, but also financing structure also has changed greatly. If refinancing can be an effective mean to improve the quality of listed companies and advance economy, become the focus of attention of more and more scholars. However, it has not formed a unified opinion. In this paper, we take a sample of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen which has raised fund from refinancing in 2007, 2008 and 2009. Using the method of comparative analysis and empirical analysis, we contrast the changes of listed companies in the operating results before and after the refinancing, compare with the same period in industry average horizontal, and explore the underlying reasons. Finally put forward some corresponding policy recommendations.

First, the paper compares the changes of operating results before and after public issuance, private placement, share placement and the issuance of corporate bonds. Firstly we contrast the changes in the listed companies before and after the refinancing. Secondly, we take the operating results of refinance companies compare to the industry average. Thirdly, summing up two conclusions above, we summarize and contrast our results of operations for the four financing methods, and preliminarily analyze the reasons that may exist. Then we make several conclusions: using either refinancing, the company's operating results in some extent refinancing decrease, but the impact is not the same. The private placement has a negative impact on the lowest, followed by corporate bonds, public issuance. Share placement has the greatest negative impact.

Then, with modeling, we use a multiple regression method to further analyze the affection on the operating results of listed companies in the equity financing. The result shows that the size of the equity refinancing and the equity centralized degrees before financing has more significant negative impact on the operating results. The scale and financing the growth capacity of listed companies before refinancing affect the operating results to a certain extent, but the significance test is not significant.

Finally, with the above results, we make policy recommendations from three aspects, including improve the refinancing regulatory system, improve the corporate governance structure and strengthen the market binding.

Keywords: refinancing, business performance, comparative analysis

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 绪论	1
1.1 选题的背景和意义	1
1.2 研究思路、方法和文章框架	1
1.3 研究方法	2
1.4 创新和不足	2
第二章 理论基础和国内外研究现状	4
2.1 融资理论	4
2.2 国内外相关研究状况	7
2.3 小结	9
第三章 我国上市公司再融资发展历程及现状	11
3.1 相关概念的界定	11
3.2 我国上市公司再融资制度的演变历程	11
3.3 再融资方式和政策要求	12
第四章 再融资对上市公司业绩影响的对比分析	18
4.1 样本选取、数据来源和研究方法	18
4.2 研究方法	20
4.3 四种不同融资方式融资前后业绩变化趋势分析	21
4.4 四种再融资样本公司和行业平均指标的对比研究	30
4.5 小结和原因分析	36
第五章 股权再融资对业绩影响的实证分析	40
5.1 样本选取	40
5.2 研究假设	40
5.3 变量选择	41
5.4 模型的建立	42
5.5 回归结果的解释	42

第六章 结论和建议	44
6.1 基本结论	44
6.2 相关建议	45
参考文献	47
致 谢	49

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

1.1 选题的背景和意义

再融资作为资本市场直接融资的一种重要方式，在实现配置资源，服务实体经济发展起到了积极、有效的作用。近年来，随着股权分置改革的完成，资本市场迎来了良好的发展契机，资本市场不断发展壮大，证券监管部门对再融资市场也进行了一系列市场化改革尝试，再融资市场迅速发展，不仅在融资规模上已经超过首发融资，而且在融资结构上也发生了较大改变，由股权融资为主逐步发展为股权融资和债券融资相结合的多元化市场结构。

再融资作为资本市场资源配置的有效手段，为上市公司扩大生产规模、提高竞争能力提供资金支持，理应对提高上市公司业绩有积极的作用。但是，目前我国的资本市场环境仍不完善，上市公司通过再融资“圈钱”、盲目融资的现象仍然可能存在，因此，再融资是否能真正成为提升上市公司质量，推动实体经济发展有效手段，也是成为市场关注的焦点。越来越多的学者关注和探讨上市公司再融资与公司经营业绩之间关系。但是，由于我国资本市场发展时间不长，可供观察和选择的样本有限，无论从理论还是实证方面都没有统一的结论。同时，各方面的论证也更多的是基于股权融资的效率分析，对于债券融资对上市公司业绩的影响分析较少。

本文采用对比分析与实证分析相结合的方法，探讨公开增发、定向增发、配股、公司债券四种主要的融资方式对上市公司业绩的影响，试图得出大体的规律，并在上述统计分析的基础上，结合国内外理论和文献，提出假设进行实证分析，验证影响再融资后公司业绩变动的原因，提出相关政策建议，以期规范资本市场再融资行为，促进资本市场更加有效、健康的发展。

1.2 研究思路、方法和文章框架

本文在总结国内外有关融资的基本理论以及国内外关于再融资与公司经营业绩关系的相关研究基础上，回顾了我国再融资发展的历程，阐述了我国再融

资现有政策和现状，对我国上市公司在不同再融资方式下经营业绩的变化进行分析、研究，并就此分析原因、提出政策建议。

第一部分绪论。绪论部分首先阐述本文的研究背景和研究意义，接着简要介绍了本文的研究内容和研究方法，最后阐明了本文研究的创新点和不足。

第二部分理论分析。该部分先阐述了现代资本结构理论的主要观点，再对国内外相关研究文献进行了归纳和总结，以此奠定本次研究的基础。

第三部分现状分析。该部分首先梳理和概括我国上市公司再融资方式、政策的历史演变历程，再阐述和总结再融资的规模和结构，以此来总体反映我国再融资市场的现状。

第四部分对比分析。首先，以2007、2008、2009三年在沪深两市公开增发、定向增发、配股、发行公司债券上市公司为对象，经过必要的筛选，剔除相互影响因素后，对其再融资前后共五年的业绩变化进行趋势分析；再次，并引入样本公司同期行业平均指标进行对比分析，比较优劣；最后，结合上述两种对比结果，将四种融资方式对经营业绩的影响进行总结、横向对比并初步分析影响业绩变化可能的原因，进一步强化论证的有效

第五部分实证分析。本章结合国内外理论和研究成果，提出假设，设计多元回归模型，实证分析我国上市公司股权再融资与经营业绩的关系。

第六部分总结与政策建议。对第四章的对比分析和第五章的实证分析结果进行概括和总结，得出研究结论，并针对性的提出相关的政策和建议。

1.3 研究方法

通过对比分析和实证检验相结合的方法对我国上市公司再融资问题进行研究。在论文主体部分，对我国上市公司不同融资方式对上市公司业绩影响的分析时，主要运用了描述性统计分析和非参数检验的方法对此进行比较分析，对影响再融资前后业绩变动的主要因素进行多元回归实证检验。

1.4 创新和不足

1.4.1 可能存在的创新

首先，在融资方式的选择上，突破了近年来学者们仅分析股权再融资方式

的局限，将近年来发展较快的公司债券纳入研究范围，并将按照审核标准的不同将股权融资分为公开增发、定向增发、配股，更加全面、完整的反映上市公司再融资对经营业绩影响的全貌。

其实，用纵向对比和横向对比相结合的方法，分析上市公司再融资前后业绩变动情况。不仅将同一种融资方式样本公司在再融资前后进行比较，还引入同期行业平均指标进行对照分析，并综合两种方法结果对四种不同的融资方式进行横向对比，全面深入分析以期达到结论的真实、准确。

最后，采用理论分析和实证研究相结合的方法，提出假设，通过实证检验分析导致我国再融资对业绩影响的原因，并提出相关建议。

1.4.2 存在的不足

首先，由于本文所考察的区间和假设条件的限制，所能选取的样本量有限，尤其是配股和发行公司债券这两种再融资形式的样本量不充足，在一定程度上影响研究结果的准确性。

其次，观察的期间还不够长，由于上市公司再融资募集资金项目的投入，需要比较长的时间才能产生效应，而融资后三年的观察期，并不能够十分充分地观察到上市公司业绩变动的趋势。

最后，由于债券市场发展时间较短，公司债券的样本量有限，并不能形成有效的模型对债券融资对经营业绩影响进行实证分析。

第二章 理论基础和国内外研究现状

2.1 融资理论

融资理论又被称为资本结构理论，是基于实现企业价值最大化或股东财富最大化的目标，研究资本结构中长期债务资本与权益资本构成比例的变动对企业总价值的影响。

资本结构理论的发展以 MM 理论的出现为界大致可分为两个阶段：传统资本结构理论和现代资本结构理论。传统资本结构理论是指在 MM 理论之前由威廉斯、多德、格雷汉姆、杜兰特等创建的有关资本结构的理论，并先后出现过净收益理论、营业收益理论、传统折中理论。现代资本结构理论形成于 50 年代，以莫迪格利安尼 (Modigliani) 和米勒 (Miller) (1958) 所开创的著名的 MM 定理为起始点，还包括对 MM 理论的一些发展，如在 MM 理论中引入权衡模型、激励理论、对称信息等。以下对现代资本结构的主要理论进行介绍：

2.1.1 MM 理论与修正的 MM 理论

美国经济学家莫迪利亚里 (Modigliani) 和米勒 (Miller) (1958) 在《美国经济评论》发表的著名论文《资本成本、公司财务与投资理论》中提出了最初的 MM 理论。MM 理论最初的模型是基于无所得税、无破产风险、有效市场、零交易成本等假设条件下提出的。它认为“任何企业的市场价值与其资本结构无关，而是取决于按照与其风险程度相适应的预期收益率进行资本化的预期收益水平”。但是，在实际生活中，有的假设是根本不能成立的，因此早期的 MM 理论推导出的结论并不完全符合现实情况。

Modigliani and Miller (1963 年) 提出修正后的 MM 定理，在理论中引入公司所得税因素，得出了有公司税的 MM 理论的结论：由于所得税法允许债务利息费用税前扣除，所以公司负债越多，资金加权平均成本就越低，企业的收益乃至企业价值就越高。因此，该理论认为，公司最佳资本结构是 100% 负债，此时负债利息抵税效应可以发挥到极致状态。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库