

学校编码： 10384

分类号_____密级_____

学号： B200114012

UDC _____

厦 门 大 学
博 士 学 位 论 文

中国上市公司融资偏好的
理论分析与实证研究

Financing Preference of Listed Companies in China :
Theoretical Analysis and Empirical Research

林 凡

指导教师姓名： 吴 世 农 教授

专业名称： 企 业 管 理

论文提交日期： 2 0 0 5 年 3 月

论文答辩时间： 2 0 0 5 年 7 月

学位授予日期： 2 0 0 5 年 月

答辩委员会主席： _____

评 阅 人： _____

2005年3月



厦门大学博士学位论文

Ph.D. Dissertation of Xiamen University

中国上市公司融资偏好的理论分析与实证研究

Financing Preference of Listed Companies in China :

Theoretical Analysis and Empirical Research

林 凡

Lin Fan

厦门大学管理学院
School of Management
Xiamen University
China

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，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的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

诚信声明

本人声明：本论文是我申请厦门大学管理学院企业管理专业（财务管理方向）博士学位材料的组成部分。根据厦门大学研究生院颁布的《厦门大学关于博士研究生培养方案的规定》和《厦门大学研究生学位论文规范的通知》的要求，本人在论文撰写过程中，严格遵守学术研究的道德规范和标准。作者感谢导师吴世农教授及导师组成员和论文答辩委员会委员的指导和帮助，文中的错漏概由本人负责。

博士学位申请人：林 凡

签 字：

时 间：2005年3月

Honorary Statement

I state that this dissertation is a part of work for my application for doctoral degree of management in corporate finance. Following the guidelines of *Regulation on Ph.D. Candidates of Xiamen University* and *Regulation on Dissertation for Graduates of Xiamen University* stipulated by Graduate School of Xiamen University, I complied with the academic morality, regulations and standards during working on my dissertation. Acknowledgements are given to my supervisor, Professor Shi-nong WU, and other members of my supervisory team and dissertation defense committee while any error in this dissertation remains my own responsibility.

Ph.D. Candidate: Lin Fan

Signature:

Date: March, 2005

论文摘要

资本结构理论是现代财务学中争议最大和影响最广的课题之一。一般认为，融资偏好直接反映企业融资行为，并与资本结构和公司治理等因素相互影响，进而影响企业的价值。但何种融资偏好最有利于企业的发展，长期以来一直是学术界和实务界所关心的热点问题，对企业融资偏好的研究已成为近年来财务理论研究的一个前沿课题。

学术界对融资理论研究由来已久，有关的理论学说主要有：基于信息不对称理论的优序融资理论、基于信号理论的融资偏好理论、基于代理理论的融资偏好理论、基于所有权与控制权的融资偏好理论、基于市场竞争结构的融资偏好理论、基于企业成长条件的融资偏好理论、基于行为金融学的融资偏好理论等。特别是美国学者 Myers 和 Majluf 在 1976 年提出了“优序融资理论”，认为企业融资通常都遵循所谓的“啄食顺序”，即先内源融资、再外源融资，在外源融资中优先考虑债权融资，不足时再考虑股权融资。国外许多实证研究也基本上验证了这一理论。这些研究结果为企业投融资决策、公司财务管理提供了重要的依据。

随着中国证券市场的发展，上市公司的数量不断增加，截至 2004 年 8 月底，中国在深、沪证券交易所挂牌的上市公司已达 1380 家。这些上市公司存在什么样的融资偏好？影响其融资偏好的因素有哪些？这些融资偏好会对公司业绩、股价和公司治理产生什么样效应？本文主要围绕这些问题对中国上市公司的融资偏好展开系统的研究，目的在于：一是通过理论分析与实证检验，揭示中国上市公司在特殊制度环境下的融资决策机制和影响因素，探讨中国上市公司的融资偏好形成机理，为企业融资理论提供新的解释和实证研究结果；二是通过对上市公司融资效应的评价，分析中国上市公司融资存在的问题，并在此基础上提出对中国上市公司融资偏好的治理措施，为进一步规范上市公司融资行为、提高融资效率提供重要的政策依据。

本文拟对中国上市公司融资偏好的特征、影响因素、融资效应、治理措施进行系统的研究，全文主要内容共分为七章，各章的研究内容安排如下：

第一章为导论。其主要内容包括研究背景与范畴、基本概念、研究框架与研

究安排、本文创新点与需要进一步研究的问题。

第二章为融资偏好研究的文献评述。其研究内容主要为：融资偏好理论研究综述、融资偏好实证研究综述、中国上市公司融资偏好研究综述等。本章通过国内外相关研究文献的综述与评价，为分析中国上市公司的融资偏好提供理论依据。

第三章为中国上市公司融资偏好的特征分析。本章主要应用描述性统计和比较研究方法分析中国上市公司资本结构、融资结构以及融资偏好特征，以评价中国上市公司融资偏好与西方融资理论存在的偏差，为进一步研究中国上市公司融资偏好影响因素和融资效应提供初步依据。

第四章为中国上市公司融资偏好的内部影响因素分析。本章主要研究公司特征因素与融资偏好、公司治理因素与融资偏好的关系，应用 Logistic 模型对影响中国上市公司融资偏好的内部因素进行实证分析，并在此基础上对中国上市公司融资偏好的内部形成机理进行研究分析。

第五章为中国上市公司融资偏好的外部影响因素分析。本章主要研究政策环境因素对上市公司融资偏好的影响、市场环境因素对上市公司融资偏好的影响以及证券监管政策变迁与上市公司融资偏好的变化。

第六章为中国上市公司融资效应分析。本章在对中国上市公司融资效应研究进行述评的基础上，应用回归分析方法对股权融资的业绩效应进行实证研究，应用事件研究法对股权融资的股价效应进行实证研究，并对融资的公司治理效应进行研究分析，从融资结果的角度分析和评价中国上市公司的融资效应，以研究分析中国上市公司融资效率存在的问题。

第七章为中国上市公司融资偏好的治理措施。本章在前面各章分析的基础上针对性地提出中国上市公司融资偏好治理的措施，以规范中国上市公司的融资行为，提高上市公司的融资效率。

本文通过理论分析和实证研究发现，中国上市公司在融资偏好特征、融资偏好内部影响因素、融资偏好外部影响因素、融资效应等方面存在与西方融资理论和国外上市公司明显不同的特征，主要体现在：

第一，从资本结构和融资结构看，中国上市公司的资本结构表现为资产负债率较低、流动负债占负债总额比重较高、长期资金来源中权益资本比重较高等特

点；融资结构表现为外源融资在融资结构中占主导、股权融资在外源融资中占主导、股权融资比例随市场变化而波动、再融资方式随着政策环境而依次更迭等突出特点。

第二，中国上市公司具有强烈的股权融资偏好。从融资行为看，中国上市公司表现为“先外源融资、后内源融资，重股权融资、轻债权融资”的融资偏好，这与西方的优序融资理论和实践存在明显的偏差。在特殊政策背景下，尽管中国上市公司股权融资偏好的满足程度较低，但上市公司在资产负债率较低的情况下，仍选择最大限度地进行股权融资，出现再融资周期短、再融资热点依次更迭等明显特征。

第三，影响中国上市公司融资偏好的内部因素有公司特征因素和公司治理因素，这些内部影响因素既具有一般性的特征，又存在中国特殊性的情形。主要体现在：公司的成长性与资本结构指标对融资偏好不存在显著影响，融资决策目标已偏离公司成长和完善资本结构的目标；上市公司在股权分置的格局下，股权结构，特别是非流通股比例成为影响融资偏好的重要因素，大股东与内部控制在融资偏好上有严重的“自利行为”；中国特殊的融资政策环境使上市公司的盈利能力成为融资偏好的重要影响因素；税盾、非债务避税等因素对中国上市公司融资偏好的影响方向和国外上市公司正好相反。

第四，影响中国上市公司融资偏好的外部因素有政策环境和市场环境。在政策环境因素中，中国投融资体制经历了财政主导型、银行主导型以及银证混合型三个阶段，决定了企业融资偏好的选择空间；中国证券市场投资者法律保护制度相对滞后，导致上市公司控制人的机会主义行为成本较低和股权融资的私人收益偏高；证券市场监管对上市公司的融资行为有着直接的影响，由于中国证券市场监管制度未能对上市公司控制人侵占其他投资者利益的行为进行有效制约，无法抑制上市公司不合理的融资偏好。在市场环境因素中，现有的证券市场制度并没有为控制权市场充分发挥作用提供良好的外部条件，控制权市场对上市公司实际控制人将股权融资作为“自利行为”的威慑作用是有限的；中国经理人市场不发达，削弱了它在公司治理中的应有作用；债券市场作为一项外部治理机制成为影响上市公司融资偏好形成的重要因素，但由于中国的债券市场还很不发达，债权人还没有达到与上市公司对等博弈的实力，债权人在上市公司融资偏好形成过程

中的作用还很有限。

第五，中国上市公司股权融资的业绩效应、股价效应和公司治理效应也具有明显的特征。在业绩效应方面，中国上市公司存在比较明显的 IPO 负面效应，表现为业绩指标在 IPO 前均有较大增长，而在 IPO 后均有明显下滑，上市公司业绩在 IPO 前后存在显著的差异。配股和增发对中国上市公司业绩的影响总体上是负面的，且负面效应随着年份的推移越来越明显。在股价效应方面，中国上市公司配股和增发总体上都具有负面的股价效应，并经历了一个逐渐变负和负面效应逐渐增强的变化过程，在 1999~2003 年间，中国上市公司增发再融资后的累积超额收益率走势分别呈现 N 型、U 型、L 型的特征。在公司治理效应方面，中国上市公司债权融资的公司治理效应弱化，而股权融资直接影响了上市公司的股权集中度、股权性质结构，进而对上市公司的治理结构产生影响，存在一定的公司治理效应，但由于受客观条件的限制，治理效应是相当有限的。

根据理论分析和实证研究，本文认为：目前，在中国特定的政策环境以及不健全的市场环境下，股权结构成为了中国上市公司融资偏好形成的决定性因素，控制人主导是中国上市公司股权融资偏好形成机制的主要特征，由此提出了制衡控制人的权力作为治理上市公司融资行为的总体思路。本文的创新和改进之处主要体现在以下几方面：

第一，本文比较系统地提出了融资偏好的三种度量方法，将融资偏好与融资结构、资本结构等概念区分开。在实证研究中，采用上市公司提出股权融资预案作为判别股权融资偏好的标准，比以往的研究仅用融资结构或资本结构作为股权融资偏好的判别指标更为准确。

第二，本文建立了一个系统分析框架和实证检验模型，首次对影响中国上市公司融资偏好的内部和外部因素进行了系统的理论分析、实证检验和政策研究，全面地概括了影响中国上市公司融资偏好的主要因素。

第三，本文在分析中国上市公司融资偏好的内部因素时，引入公司治理因素，从不同类别的股东利益差异出发，深入分析了三种利益机制对不同股东融资偏好以及上市公司融资偏好的影响，这与以往的研究主要从公司特征因素角度分析融资偏好有很大的差别。

第四，本文对中国上市公司融资偏好的形成机理进行深入研究，提出控制人

主导是中国上市公司融资偏好形成机制的主要动因,控制人利益最大化决定了上市公司融资偏好,进而提出将制衡控制人的权力作为治理上市公司融资行为的出发点。

第五,本文应用 Logistic 模型第一次对中国上市公司融资偏好的内部影响因素进行实证分析,并从中发现中国上市公司融资偏好的内部影响因素和国外上市公司的异同点。

第六,本文应用最新数据对中国上市公司融资行为的业绩效应、股价效应进行实证分析,并通过分析上市公司的融资行为与股权结构、公司治理之间的关系,率先对中国上市公司融资行为的公司治理效应展开研究。

总之,上市公司融资偏好问题的研究是一个内涵丰富、富有前瞻性的研究课题。虽然本文在融资偏好研究方面取得了一些进展和创新,但由于存在部分因素指标化和数据来源等问题,有些问题将在今后学习和工作中进一步深入研究。

关键词:融资偏好;影响因素;融资效应

ABSTRACT

Financing preference of a firm not only affects its financing decision but also influences its capital structure, corporate governance and valuation. Researches on this issue have become the frontier of corporate finance in recent years. Pecking-order hypothesis assumes a financial hierarchy descending from internal funds, to external debt, and last to external equity. Most empirical tests in foreign markets basically verified the model.

There is basic difference of financing preference between Chinese firms and western ones. This paper analyses the characteristics of financing preference of Chinese firms under the special institutional environment and the mechanism and factors for forming the characteristics. I also analyse the financing effects and their influences on corporate governance. I hope to provide a new explanation for firm financing patterns in China and give some policy suggestions aimed to formalize financing behaviors of listed companies and to improve financing efficiency in Chinese capital market.

There are seven chapters. Chapter One is an introduction. It includes such contents as research background, basic concepts, research framework and project, innovation parts of paper and problems for further study.

Chapter Two focuses on literatures review including literatures in the areas such as financing preference theories, models and empirical tests, and relevant researches on Chinese listed companies as well.

Chapter Three analyses the characteristics of financing preference of Chinese listed companies. This Chapter analyses the capital structure, financing structure and the characteristics of financing preference of Chinese listed companies. Based on the results, I comment on financing preference of Chinese listed companies which differ from what western theories may predict.

Chapter Four analyses the inner factors affecting financing preference of Chinese listed companies. The chapter includes researches on relationships between financing preference and such factors as the characteristics of listed companies and corporate governance. I also analyse the internal forming mechanism of the financing preference of Chinese listed companies in this chapter.

Chapter Five analyses the external factors affecting financing preference of Chinese listed companies which include policy environment factors and market environment factors, etc.

Chapter Six concerns of the financing effects such as the influences of equity financing of listed companies on earning ability, stock valuation and corporate governance.

Chapter Seven deals with the remedies for the financing preference of Chinese listed companies. This chapter concludes main points of view of this paper, proposing general plan to improve the financing preference, and puts forward remedies including optimizing holding structure of the stocks, enhancing corporate governance, improving security supervision system and developing external market system.

The main results of this research concerning of the characteristics of the financing preference of Chinese listed companies can be conclude in the following five aspects.

Firstly, from the perspective of the capital structure, the characteristics include lower liability-asset ratio, higher current liability-total liability ratio, higher proportion of equities in long-term assets. From the perspective of the financing structure, higher proportion of external funds in total funds and higher proportion of equity funds in total external funds. Besides, the share of equity financing changes with the fluctuation of the market and the seasoned offerings also wave with the policies.

Secondly, preference for equity financing is very strong for Chinese listed companies. The pecking order for financing is “equity at first, then debt, and internal funds at last” in China which differs from what western theories predict and practice in western markets.

Thirdly, the inner factors influencing financing preference in China include company characteristic factors and corporate governance factors. I find that the rate of growth and capital structure have no significant effects on financing preference. On the other hand, the stock structure (especially the share of non-floating stocks) and profitability of the company are the important factors influencing the financing preference. Tax-evading and non-debt tax-evading have also significant effects on financing preference but the direction is opposition to what happen in western markets.

Fourthly, the external factors influencing financing preference in China include policy environment factors and market environment factors. As far as policy environment factors is concerned, I find that the formal institution of investment and finance restricts the choice spaces of financing preference for companies, and the law system protecting investors is relatively underdevelopment which allows the controllers of the equity financing to make abnormal private earns, and that the immature security market supervision system can not formalize efficiently the behaviors of the controllers. However, when market environment factors is concerned, I argue that the claims market has very limited power to threaten the controllers to stop their selfish behaviors, that manager market plays no much function to balance insiders’ opportunistic behaviors, and that bond market almost has limited influence in the process of the formation of the financing preference.

Fifthly, the characteristics of financing impacts are clear enough. Not only IPOs, but also seasoned offerings show significantly negative impacts on the performance of the listed companies. Generally, seasoned offerings have negative effects on stock prices. Debt financing and equity financing have only weak positive effects on corporate governance.

The innovative achievement of this paper can be found in the following aspects.

Firstly, this paper use the ready-for-proof plan of equity financing as the standard to judge equity financing preference which is more precise than financing structure or capital structure used by the formal researchers.

Secondly, this paper establishes a synthesized analysis framework and an

empirical model. This paper for the first time analyses systemically both the internal and external factors influencing financing preference of Chinese listed companies and gives the relevant empirical tests and policy suggestions.

Thirdly, concerning of the internal factors, this paper introduces the factor of corporate governance and analyses thoroughly the effects of three kinds of different interests mechanisms on the financing preference of different stockholders which differs greatly from other researches.

Fourthly, this paper study thoroughly the forming mechanism of the financing preference of Chinese listed companies. The author concludes that the fact that controller leads the financing is the key characteristic for the forming of the financing preference of Chinese listed companies. Furthermore, the author suggest that limiting the controllers' power is the start to govern the financing behaviors of listed companies.

Fifthly, it is the first time in literatures to apply the logistic model to analyzing empirically the internal factors influencing the financing preference of Chinese listed companies and to find the differences between Chinese companies and foreign companies.

Sixthly, this paper analyses empirically the financing behaviors' effects on performance, stock price of the listed companies with most recent data and study corporate governance effects of those financing behaviors which is very new in literatures.

Key Words : Financing Preference ; Effecting Factors ; Financing Effect

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景和范畴	1
第二节 基本概念	3
第三节 研究框架和研究安排	14
第四节 本文的创新点与需要进一步研究的问题	17
第二章 融资偏好研究的文献评述	21
第一节 融资偏好的理论研究综述	21
第二节 融资偏好的实证研究综述	32
第三节 中国上市公司融资偏好的研究综述	35
第四节 文献评析	38
第三章 中国上市公司融资偏好的特征分析	41
第一节 中国上市公司资本结构分析	41
第二节 中国上市公司融资结构分析	46
第三节 中国上市公司融资偏好特征分析	50
第四节 融资理论与中国上市公司融资偏好的偏差分析	55
第四章 中国上市公司融资偏好的内部影响因素分析	59
第一节 公司特征因素与融资偏好分析	60
第二节 公司治理因素与融资偏好分析	71
第三节 中国上市公司融资偏好内部影响因素实证分析	96
第四节 中国上市公司融资偏好的形成机理分析	111
第五章 中国上市公司融资偏好的外部影响因素分析	123
第一节 政策环境因素对上市公司融资偏好的影响分析	123
第二节 市场环境因素对上市公司融资偏好的影响分析	142
第三节 证券监管政策变迁与上市公司融资偏好变化分析	150
第六章 中国上市公司融资效应分析	155
第一节 中国上市公司融资效应研究述评	155
第二节 中国上市公司股权融资的业绩效应实证研究	160

第三节 中国上市公司股权融资的股价效应实证研究.....	176
第四节 中国上市公司融资的公司治理效应分析	189
第七章 中国上市公司融资偏好的治理措施.....	201
第一节 本文主要结论	201
第二节 中国上市公司融资偏好治理的总体思路.....	203
第三节 中国上市公司融资偏好的治理措施.....	205
主要参考文献.....	221
一、中文参考文献	221
二、外文参考文献	225
本人攻读博士学位期间的研究成果及科研工作情况.....	235

CONTENTS

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background and Research Area.....	1
1.2 Basic Concepts	3
1.3 Research Framework and Project.....	14
1.4 Innovation Parts and Problems for Further Study	17
Chapter 2 Literatures Review of Financing Preference.....	21
2.1 Review of Theoretical Research of Financing Preference.....	21
2.2 Review of Empirical Research of Financing Preference	32
2.3 Review of Researche of Financing Preference on Chinese Listed Companies.....	35
2.4 Literature Review.....	38
Chapter 3 Characteristic of Financing Preference of Chinese listed Companies	41
3.1 The Capital Structure of Chinese Listed Companies.....	41
3.2 The Financing Structure of Chinese Listed Companies.....	46
3.3 The Characteristic of Financing Preference of Chinese Listed Companies.....	50
3.4 The Difference Between Financing Theory and Chinese Practice	55
Chapter 4 The Inner Factors Affecting Financing Preference of Chinese Listed Companies.....	59
4.1 The Corporation Characteristic Factors and Financing Peference.....	60
4.2 The Corporate Governance Factors and Financing Peference	71
4.3 The Empirical Analysis of Inner Factors Affecting Financing Preference	96
4.4 The Forming Mechanism of the Financing Preference of Chinese	

Listed Companies.....	111
Chapter 5 The External Factors Affecting Financing Preference of Chinese Listed Companies.....	123
5.1 Policy Environment Factors and Financing Preference.....	123
5.2 Market Environment Factors and Financing Preference	142
5.3 Transition of Securities Supervision Policies and Change of Financing Preference of Listed Companies.....	150
Chapter 6 The Analysis of Financing Effects of Chinese Listed Companies	155
6.1 The Review of Financing Effects of Chinese Listed Companies.....	155
6.2 The Influences of Equity Financing on Performance	160
6.3 The Influences of Equity Financing on Stock Price.....	176
6.4 The Influences of Equity Financing on Corporate Governance	189
Chapter 7 The Remedies for Financing Preference of Chinese Listed Companies	201
7.1 The Main Points of View of Paper.....	201
7.2 The General Plan of Governance of Finance Preference of Chinese Listed Companies.....	203
7.3 The Remedies for Finance Preference of Chinese Listed Companies.....	205
Reference	221
1. Chinese Reference	221
2. Foreign Reference	225
My Research during PHD's Study.....	235

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.

厦门大学博硕士学位论文摘要库