

股权再融资与大股东控制的“隧道效应”^{*}

——对上市公司股权再融资偏好的再解释

张祥建 徐 晋

摘要: 我国上市公司具有明显的股权再融资偏好, 现有的研究往往把股权再融资偏好主要归因于融资成本、企业资本规模、自由现金流、净资产收益率和控股股东持股比例等因素, 我们认为这些因素并不能完全解释上市公司的股权再融资特征。基于大股东控制权隐性收益的视角, 本文建立了一个模型来分析上市公司的股权再融资行为, 并认为股权再融资偏好的根本原因在于大股东可以通过“隧道行为”获得中小股东无法得到的隐性收益。本文以 1998~2002 年间的配股公司为样本, 分别从投资效率、大股东资源侵占和非公平关联交易的价值效应 3 个方面考察了大股东的掠夺行为, 结果表明股权再融资之后大股东通过各种“隧道行为”侵害了中小股东的利益。大股东凭借对上市公司的超强控制能力, 掌握一切可能的利益制造机会和利益输送机制, 以中小股东“输血式”的资本供给为代价, 加速其资本积累和增值过程, 从而形成中国上市公司特殊的股权再融资特征。

关键词: 股权再融资 大股东控制 隐性收益 隧道效应

一、引言

我国上市公司普遍优先选择股权融资方式筹集资金, 表现出强烈的股权再融资偏好。许多学者将股权再融资偏好主要归因于股权融资的低成本(黄少安、张岗, 2001; 蒋殿春, 2003; 章卫东、王乔, 2003; 吴江、阮彤, 2004)。陆正飞和叶康涛(2004)从融资成本、破产风险、负债能力约束、代理成本和控制权等因素多角度考察了我国上市公司的融资行为和融资偏好, 发现仅仅根据融资成本并不能完全解释我国上市公司的股权融资偏好。企业资本规模和自由现金流越低, 净资产收益率和控股股东持股比例越高, 则企业越有可能选择股权融资方式。但我们通过深入的研究发现, 上述研究忽略了大股东控制权隐性收益和“隧道效应(tunnelling effect)”^①的影响, 无法从根本上解释我国上市公司偏好股权再融资的原因。我们认为大股东的掠夺行为才是决定上市公司股权再融资偏好的主要原因, 只有从控制权隐性收益的视角才能更加合理地解释上市公司的股权再融资偏好。

我国上市公司处于大股东超强控制状态, 控制性大股东与中小股东之间存在严重的利益冲突, 从而导致控制性大股东对中小股东具有强烈的侵害(expropriate)动机。由于信息不对称, 大股东与中小股东是两个不同层次的“结构分布”, 他们之间是一种不平等的关系, 大股东在股票市场中处于强势地位, 而中小股东无疑处于弱势地位。大股东能够凭借其绝对优势通过配股和增发的方式获取股权资本和隐性收益, 而承担主要风险的中小股东由于其弱势地位却不能阻止这种损害自己利益的行为。在上市公司融资决策中, 中小股东一般不具有控制权

^{*} 资助项目: 本文得到国家自然科学基金项目(70372057)资助。

和决策权,很少具有谈判能力而经常是利益受损者。而处于控股地位的大股东则具有融资决策权,对融资方案的制定在很大程度上是从自身利益出发的,控制性大股东能够通过股权再融资方案获得私人收益(private benefit)。在股权高度集中的情况下,大股东所获得的隐性收益必定是以损害中小股东利益为代价的,若大股东凭借超强控制权获得的隐性收益过高,将导致外部投资者对证券市场失去信心,并最终导致外部融资市场的逐步萎缩。

本文主要研究了上市公司控制性大股东的“隧道效应”与股权再融资的关系,从大股东侵害的新视角阐释了我国上市公司偏好股权再融资的深层原因。本文的创新之处在于:(1)建立了一个模型来说明上市公司偏好股权再融资的内在原因在于大股东能够凭借对上市公司的控制能力从股权再融资中获得隐性收益;(2)通过考察上市公司配股后的投资效率、大股东资源侵占和非公平关联交易的价值效应证实了大股东掠夺行为的存在性,提供了股权再融资偏好缘于大股东“隧道行为”的证据。

本文下面的结构安排是:第二部分对国内外相关文献进行了回顾。第三部分对我国上市公司的股权再融资特征进行了实证描述。第四部分建立一个模型来说明大股东可以凭借对上市公司的控制能力从股权再融资中获得隐性收益,从而具有偏好股权再融资的动机。第五部分是样本选择和数据来源。第六部分从投资效率、大股东资源侵占和非公平关联交易的企业价值效应3个方面提供了大股东掠夺行为的证据,阐释了上市公司股权再融资偏好的原因。第七部分是结论及建议。

二、文献回顾

融资行为是公司金融方面最成熟的研究领域之一,众多学者从不同方面阐释了企业资本结构和融资行为特征。Modigliani 和 Miller(1958)认为在没有破产和税收、资本自由流动、金融市场有效的前提下,企业价值与资本结构无关,这就是著名的MM定理。后续学者逐渐放松这些假设,就税收、破产成本、信息不对称以及公司治理在企业资本结构和融资行为中的作用进行了广泛研究。在征收企业所得税的情况下,由于债权融资的利息可以作为财务费用在计算总利润时提前扣除,减少了应纳税额,所

以债权融资相对于股权融资来说具有一定的“税盾效应(tax-shelf effect)”。股权收益和债权收益的税收差异直接影响企业价值,债权的抵税效应使企业价值随着财务杠杆比率的提高而增加,因此企业应优先选择债权融资 (Modigliani and Miller,1963; Graham,2001)。

Myers(1984)阐述了权衡资本结构理论模型,认为企业融资应当是在负债价值最大化和债务上升带来的破产及代理成本增加之间选择最佳均衡点,只有当企业的投资收益率低于负债利息时,或债权融资的税收收益很小时才选择股权融资。Jensen(1986)、Harris 和 Raviv(1991)研究了代理成本对企业资本结构和融资行为的影响,认为债权融资有助于减少代理成本,股东倾向于保持较高的财务杠杆水平,经理人则倾向于保持较低的财务杠杆水平,从而造成不同公司的资本结构和融资偏好存在差异。

Ross(1977)首次系统地将不对称信息理论引入企业融资结构分析中,认为融资结构是传递企业内部信息的一种信号工具,股权融资向投资者传递了企业资产质量恶化的信号,而债务融资则是资产质量良好的信号。Myers 和 Majluf(1984)进一步研究了信息不对称对资本结构和融资行为的影响,在股权融资时老股东能够利用信息不对称侵占其他股东的权益,新股东为避免损失会提高股权融资成本,而内部融资和债权融资则受信息不对称问题的影响较小,融资成本相对较低,因此企业融资应遵循“内源融资、债权融资、股权融资”的啄食顺序(pecking-order)。除上述因素外, Titman(1988)、Brander 和 Lewis(1986)还研究了产品市场竞争特性也会导致企业资本结构和融资行为的差异。

与国外上市公司的融资特点不同,我国上市公司普遍优先选择股权融资方式筹集资金。大股东具有强烈的股权再融资偏好,并从中实现对中小股东的掠夺。黄少安和张岗(2001)研究了中国上市公司股权融资偏好问题,发现融资成本、体制因素等是导致上市公司偏好股权融资的重要原因。李康等(2003)认为由于国有股的控股地位,上市公司只是大股东的影子,大股东可以从股权融资中获利而偏好股权融资。而陆正飞和叶康涛(2004)研究表明,虽

然我国上市公司的股权融资平均成本低于债权融资成本,但这并不能完全解释我国上市公司的股权融资偏好行为,同时还可能受到破产风险、负债能力约束、代理成本和公司控制权等因素的影响,企业资本规模和自由现金流越低,净资产收益率和控股股东持股比例越高,则公司越有可能选择股权融资方式。李志文和宋衍蘅(2003)的研究结果表明,中国上市公司配股的真正原因除了成长需求以外,还可能是“圈钱”,包括保留资金储备的“时机性圈钱”和回报个别利益集团的“无条件圈钱”。章卫东和王乔(2004)认为我国上市公司偏好股权再融资的根本原因是我国上市公司的特殊股权结构造成的,过度的股权融资导致社会资源配置不合理。吴江和阮彤(2004)研究发现在中国特殊的 market 环境和股权结构下,不仅上市公司的股权融资成本大大低于债权融资成本,而且股权融资行为可以为非流通股股东带来超额的融资回报,这种股权分置结构所形成的利益输送机制成为决定中国上市公司股权融资行为的主要因素。但是,这些研究没有充分考虑大股东控制权私人收益对融资行为的影响,特别是忽略了股权融资之后大股东通过各种“隧道行为”来掠夺上市公司的财富,因此无法从本质上解释我国上市公司的股权融资偏好。我们认为大股东的掠夺行为才是决定我国上市公司股权再融资偏好的根本原因,必须从控制权隐性收益的视角才能更加合理地解释上市公司的股权再融资偏好。

三、上市公司的股权再融资特征

中国上市公司的融资行为与经典融资结构理论存在显著的偏离,往往过分依赖外源股权融资,而忽视内源融资和债权融资。上市公司内源融资在融资结构中的比例非常低,外源融资比例远高于内源融资,而那些“未分配利润为负”的上市公司几乎完全依赖外源融资。虽然大多数上市公司保持了较低的资产负债率,但仍把股权再融资作为首要融资方式,几乎没有上市公司主动放弃进行股权再融资的机会。上市公司可能缺乏真实的投资项目和良好的成长机会,但仍然热衷于股权再融资,因此这一现象被称为上市公司的“股权再融资偏好”(黄少安、张岗,2001)。我国上市公司的股权结构存在“一股独大”现象,且大部

分是非流通的国家股和国有法人股,加上国家股和国有法人股股东的缺位,使得我国上市公司的股权结构和公司治理更加复杂,造成上市公司融资顺序与西方财务理论相悖。

虽然我国证监会多次修改配股和增发政策来抑制上市公司的“圈钱”行为,但由于会计准则和法律制度不完善,有的上市公司则通过关联交易、债务重组来达到配股或增发标准,有的上市公司则利用会计准则、会计制度的可选择性和不确定性进行盈余管理(earnings management),而有的上市公司甚至通过“造假”来达到配股或增发的目的。由于广大中小股东处于弱势地位,无论是在股东大会表决权方面,还是对大股东的监管方面,对大股东的“圈钱”行为几乎无能为力。

中国上市公司的股权再融资偏好主要体现在公司上市之后再融资方式的选择上,往往不顾一切地选择配股或增发等股权融资方式,以致在过去不同时期一度形成所谓的“配股热”或“增发热”。在1998年之前配股是上市公司外部股权融资的唯一方式,从1998年开始上市公司可以选择增发新股融资。表1描述了1995~2003年间沪深股市上市公司股权再融资规模,由于当初增发新股融资的条件比配股宽松,所以在1998年之后采用增发新股融资的上市公司增多,融资规模也迅速扩张,在2002年之后超过配股融资规模。如果上市公司股权再融资没有限制条件的话,肯定会有更多上市公司以配股或增发的方式筹集资金,上市公司利用资本市场进行股权再融资的时间间隔会更短。

从上市公司的资本结构来看,权益资产比率平均在45%左右,虽然负债总额的比例平均在50%以上,但从负债的结构来看,真正体现负债融资规模的长期负债在资产总额的比例为15%左右,而流动性负债的比例平均达到40%,显示了高流动负债的特征(表2)。我国上市公司的债权融资没有受到足够的重视,债权融资净额仅占总资产的2%~3%,其中部分上市公司的资产负债率处于难以置信的低

表1 上市公司股权再融资的规模(1995~2003年) (亿元)

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
配股	24.91	27.75	93.39	173.51	196.37	413.51	319.25	46.84	66.79
增发	NA	NA	NA	30.29	54.25	133.16	136.56	158.76	107.40
合计	24.91	27.75	93.39	203.80	250.62	546.67	455.81	205.60	174.19

资料来源:天软证券信息系统(<http://www.tinysoft.com.cn>)。

水平(汪辉, 2003)。

四、股权再融资与大股东
控制权隐性收益

由于我国缺乏对中小投资者有效的法律保护, 大股东具有侵害小股东利益的强烈动机和能力。大股东控制下的上市公司表现出强烈的股权再融资偏好, 使大股东可以从股权再融资中获得大量私人收益(private benefits)。通过高价配股或增发为大股东带来的利益远远超过经营业绩增长带来的利益, 因此大股东更热衷于股权再融资。刘力等(2003)认为在二元股权结构下, 非流通股股东有利用增发为自己谋利的动机, 从而使增发新股并非建立在真正经济价值之上, 导致明显的市场负反应。如果非流通股大股东放弃配股, 配股后上市公司净资产的增长将全部来自流通股股东的配股资金, 即流通股股东在承担上市公司几乎所有风险的同时, 向非流通股大股东输送了超额资本收益, 为上市公司的生存和发展提供“输血式”资本供给。上市公司在通过高价配股或增发之后, 大股东利用其绝对或相对控股权的优势, 把上市公司作为自己的“小金库”, 任意占用上市公司的资金, 通过投资行为、侵占资源、不公平关联交易等手段获得各种隐性收益, 隐性收益的大小与大股东控制强度正相关。中国特有的股权结构使控制性大股东在上市公司中具有独特地位和特殊利益需求, 因此股权再融资成为大股东实现自身利益最大化的重要手段。

根据大股东控制权(control rights)与现金流权(cash flow rights)的分离状况^②, 参考并改进了Filatotchev 和 Mickiewicz(2001)提出的效用函数模

型与推导模式, 来分析我国上市公司股权再融资与大股东掠夺行为的关系。首先假定一家企业拥有潜在的投资机会和缺乏内部资金, 其投资支出 I 将通过股权再融资 L=I 来实现。假设该融资的成本费用率为 d, 主要包括发行费用、红利分配等相关支出, 且 0 < d < 1。融资和投资都从时期 0 开始, 在所有未来的时间内, 企业将产生净现金收入 L - dL, 这里是产出系数, 根据投资收益递减规律, 0 < β < 1。令主观折扣率(subjective discount rate)为 δ, 0 < δ < 1。企业价值最大化的条件是:

MaxQ = ∫₀[∞] (L^β - dL)e^{-δt} dt = 1/δ (L^β - dL) (1)

对(1)求一阶条件, 则得到最优投资规模或融资规模:

I* = L* = (β/d)^{1/(1-δ)} (2)

式(2)表明最优的投融资规模与融资成本 d 负相关, 与产出因子 β 正相关, 该投资项目将为企业所有者产生正的现金收入。

再假定大股东的投票权为 s, 0 ≤ s ≤ 1。在对中小股东权益保护强度较弱的法律制度背景下, 控制性大股东将能够获取隐性收益 s, 控制权隐性收益随着大股东地位的不同而存在差异。由于大股东控制权可以带来一定的隐性收益, 因此大股东有意通过融资结构安排确保自己的核心控制地位。大股东可以通过各种“隧道行为”重新分配外部股权融资, 将其转移到上市公司的母公司(即大股东), 从而增加自身利益, 减少企业净现金流入。在这种情况下, 投资 I 将不再与融资规模 L 相等, 而是 I=L-s。但是, 大股东对中小股东的掠夺也是存在成本的, 因为大股东可能受到法律监督和制裁。假设这一成本

为 c(s), 是掠夺收益的函数, 且 c_s(s) > 0, c_{ss}(s) > 0, c(0) = 0。假设大股东“隧道行为”受到法律制裁的概率为 p, 则大股东控制权的净隐性收益为 s - pc(s)。若 p=0 则表明法律监管体系非常不完善, 若 c(s) = 0 则表示大股东掠夺行为无成本。如果对于所有的 s 来说 c(s) > s, 则表示大股东的控制权缺乏吸引力。

在一般情况下, 对企业拥有

表 2 上市公司资产结构变化分析(1995~2003 年)

年份	家数	资产	所有者权益		负债		流动负债		长期负债	
		总额(亿元)	总额(亿元)	比率	总额(亿元)	比率	总额(亿元)	比率	总额(亿元)	比率
1995	297	4048.76	1844.35	0.46	2204.41	0.54	1683.69	0.42	520.72	0.13
1996	489	5901.58	2716.9	0.46	3184.68	0.54	2421.31	0.41	763.37	0.13
1997	692	8990.43	4431.64	0.49	4558.79	0.51	3233.28	0.36	1325.51	0.15
1998	798	11664.55	5894.51	0.51	5770.04	0.49	4365.7	0.37	1404.34	0.12
1999	894	13845.91	7187.69	0.52	6658.22	0.48	5002.25	0.36	1655.97	0.12
2000	1031	20899.19	9757.7	0.47	11141.49	0.53	8389.59	0.4	2751.9	0.13
2001	1109	29773.45	12712.51	0.43	17060.94	0.57	12319.22	0.41	4741.72	0.16
2002	1180	40956.02	14457.65	0.35	26498.37	0.65	20059.42	0.49	6438.95	0.16
2003	1247	52693.61	16788.18	0.32	35905.43	0.68	23115.63	0.44	12789.8	0.24

资料来源:根据天软证券信息系统相关数据计算。

控制权的大股东面临着下面最优化问题:

$$\begin{aligned} \text{Max}_{L,s} U &= s - pc(s) + \lambda Q = s - pc(s) + \lambda \int_0^s [(L-s)^\beta - dL] e^{-\delta t} dt \\ &= s - pc(s) + \frac{\lambda(L-s)^\beta}{\delta} - \frac{\lambda dL}{\delta} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\text{s.t. } dL - (L-s)^\beta \leq 0$$

在条件约束下,使(3)式最大化的 Kuhn-Tucker 条件为:

$$\frac{\lambda\beta(L-s)^{\beta-1}}{\delta} - \frac{\lambda d}{\delta} - \mu d + \mu\beta(L-s)^{\beta-1} = 0 \quad (3a)$$

$$-\frac{\lambda\beta(L-s)^{\beta-1}}{\delta} + 1 - pc_s(s) - \mu\beta(L-s)^{\beta-1} = 0 \quad (3b)$$

$$\mu[dL - (L-s)^\beta] = 0 \quad (3c)$$

$$dL - (L-s)^\beta \leq 0 \quad (3d)$$

正掠夺成本的存在使大股东控制权的隐性收益和其他股东分配的利润之间存在一个均衡点(trade-off),因此并不严格要求存在非负利润约束($\mu=0$)。在这种情况下,根据(3a)、(3b)可以得到关于掠夺收益 s 的均衡解:

$$c_s(s^*) = \frac{1}{p\delta}(\delta - \lambda d) \quad (4)$$

等号左边代表大股东当前获得控制权隐性收益的边际成本,等号右边表示未来转移到当前的边际收益,从而得出一个比较静态均衡结果。显然,大股东控制权具有吸引力的重要前提就在于 $\delta - \lambda d > 0$ 。

控制权隐性收益随着现金流权的集中而降低,因为由(4)可得:

$$s_s^* = -\frac{d}{p\delta c_{ss}(s^*)} < 0 \quad (5)$$

当资本成本增加时,控制权隐性收益将会降低,因为它使得大股东掠夺行为的成本相对于未来的融资成本来说增大了:

$$s_d^* = -\frac{\lambda}{p\delta c_{ss}(s^*)} < 0 \quad (6)$$

较高的折现率 δ 将导致控制权隐性收益的增加:

$$s_\delta^* = \frac{\lambda d}{p\delta^2 c_{ss}(s^*)} > 0 \quad (7)$$

这个结果比较重要,因为主观折现率可能因所有者的身份而存在差异,一般认为大股东的折现率应该比外部投资者的折现率高。

同时,我国政府法律监管力度的增加将导致控

制权隐性收益的减少:

$$s_p^* = -\frac{\delta - \lambda d}{p^2 \delta c_{ss}(s^*)} < 0 \quad (8)$$

因为我国证券市场与欧美等发达国家相比,在法律监管体制上存在巨大的差异,正处于发展完善的过程中。从上面的(4)、(5)、(6)、(7)与(8)式可以看出,体现法律监督力度的变量对控制权隐性收益具有积极影响,加强法律监督将是约束大股东掠夺行为的有效措施。

这样我们可以得到大股东面临的最优股权再融资水平:

$$L^* = \left(\frac{\beta}{d}\right)^{1/(1-\beta)} + s^* = I^* + s^* \quad (9)$$

在上市公司中,大股东为了攫取控制权隐性收益,将倾向于采取超出投资需求的融资策略,从而降低了资本配置效率,这意味着只有一部分股权再融资资金被用于项目投资,而很多资金流向大股东,即:

$$L^* > I^*, \text{ 则 } \frac{I^*}{L^*} < \frac{I^*}{I^*} \quad (10)$$

换句话说,大股东控制下股权融资的经济收益要比单一业主制企业的经济收益低。

大股东倾向于进行更多的股权再融资,以较少的现金流权来控制规模较大的公司,从而可以实现自身的目标,掠夺更多的私人收益。式(10)表明控制性大股东掠夺私人收益的行为将导致资源配置的低效率,同时资本被用于私人收益方面将导致股权再融资成本的提升($dL^* > dI^*$),表明上市公司的财富直接从中小股东转移到大股东,从而降低了企业价值。而短期过快的股本扩张会对上市公司资金的使用效率、股权代理成本以及对经理人员的监督管理作用造成影响,并可能导致公司业绩产生不良变动。

上述分析表明,控制性大股东可以凭借对上市公司的控制能力从股权再融资中获取隐性收益,而承担主要风险的中小股东由于其弱势地位却不能阻止这种损害自己利益的行为。在上市公司融资决策中,中小股东一般不具有控制权和决策权,通常是利益受损者,而处于控股地位的大股东则具有融资决策权,对融资方案的制定在很大程度上是从自身利益出发的,控股股东通过股权再融资可以获得

私人收益。总之,大股东可以从股权再融资中获得额外的隐性收益,政策约束越松,融资成本越低,大股东得到的隐性收益就越多,因此大股东控制下的上市公司表现出强烈的股权再融资偏好。

五、样本选择与数据来源

为了证明上市公司股权再融资偏好缘于大股东控制的“隧道效应”,我们选择1998~2002年上海证券交易所和深圳证券交易所实施配股的A股上市公司作为研究对象,检验大股东是否从股权再融资中获得了隐性收益。在该期间共有461家上市公司进行配股融资,其中有100家公司进行了两次配股。在初选样本的基础上,按照如下标准对样本进行剔除和筛选:(1)由于金融类公司具有特殊的资产负债结构与经营现金流特征,因此剔除了2家金融类配股公司;(2)剔除了3家财务数据缺失的公司。经过以上筛选步骤,最后得到456家配股公司作为研究样本。由于存在一家公司两次配股现象,因此样本观测频数为556(表3)。

本文使用的数据来自深圳天软公司开发的“天软证券信息系统”(http://www.tinysoft.com.cn),主要涉及固定资产、折旧额、经营活动现金流、总资产、流通市值、应收帐款、其他应收款、关联交易额及其他财务数据等。基本数据处理使用了Excel软件,回归分析过程使用了SPSS 11.0统计软件。

六、实证结果

(一)投资效率与大股东掠夺行为

大股东通过配股可以套取大量现金,并在配股后掠夺上市公司的财富,导致资本配置效率的下降,大股东控制的“隧道效应”可以通过企业的投资行为反映出来。我国上市公司内部现金流比例一直较低,主要通过股权融资筹集资金进行投资,由于上市公司治

表3 样本公司观测频数的分布状况

年度	1998	1999	2000	2001	2002	合计
观测频数	147	123	165	101	20	556

理结构不完善以及证券市场的定位在于融资而非资源配置,为上市公司实际控制人(大股东)滥用资金提供了方便。

为了检验大股东控制的“隧道效应”和上市公司的资本配置效率,根据Fazzari等(1988)的方法可以建立回归模型^③:

$$(I/K)_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 MTB_{it} + \gamma_2 (CF/K)_{it} + e_{it} \quad (11)$$

其中, $(I/K)_{it}$ 是*i*公司*t*时期投资支出水平, $I_{it}=K_{it}+\sigma_{it}-K_{it-1}$, 其中 K_{it} 和 K_{it-1} 分别是*i*公司在*t*和*t-1*时期的固定资产存量; σ_{it} 代表*i*公司在*t*时期的折旧额;市账比 MTB_{it} 代表公司的投资机会,一般采用市场价值对账面价值的比率作为投资机会的衡量指标,由于我国上市公司存在大量不流通的国家股和法人股,无法直接计算该指标,所以将其调整为:市账比=(账面总资产-流通股的账面资产+流通股的市场价值)/账面总资产; CF_{it} 是*i*公司在*t*时期的经营现金流水平; e_{it} 是随机误差项。

我们通过对解释变量和被解释变量之间的关系进行初步分析,确定模型中的解释变量与被解释变量之间具有一定相关关系,并且从普通最小二乘法(OLS)估计获得的实际结果来看,方程拟合度高,总体显著性好,所以可以认为不存在遗漏变量的问题。但是,通过对回归模型进行White检验,拒绝了存在同方差的零假设,因此我们在回归分析过程中使用加权最小二乘法(WLS)对参数进行估计,以修正异方差性(heteroskedasticity)的影响。首先运用OLS方法估计原模型,得到随机误差项的近似估计量 \hat{e}_{it} ,然后建立数据序列 $1/|\hat{e}_{it}|$,并用该数据序列作为权重对模型进行WLS估计。在后面的分析中,我们依然遵循这些步骤,以提高分析结果的有效性和说服力。

使用样本公司配股后3个年度及合并数据对模型进行回归,表4是上市公司投资效率与大股东掠夺行为的分析结果。表

表4 投资效率与大股东掠夺行为回归分析结果

	第1年	第2年	第3年	合并数据
常数项	0.0599*** (6.72)	0.0416*** (5.04)	0.0657*** (5.57)	0.0699*** (9.76)
MTB	-0.0023* (-1.89)	-0.0033** (-2.31)	-0.0051*** (-3.79)	-0.0039*** (-3.25)
CF/K	0.3072*** (15.62)	0.2842*** (11.87)	0.3011*** (9.04)	0.3140*** (10.29)
Adj. R ²	0.35	0.59	0.45	0.43
F值	98.27	85.36	53.17	65.3
N	556	536	435	1527

注:括号内是相应变量回归系数的t统计量(2-tailed)。***、**、*分别表示在1%、5%和10%显著性水平下显著。

成长能力。更加值得关注的是,对现金流水平(CF/K)的回归系数在统计上显著为正值,表明配股公司面临着一定程度的融资约束(Fazzari 等, 1988)。在通过配股筹集到巨额的资本之后,上市公司仍然面临着严重的财务约束,说明上市公司配股后投资行为的低效率,暗示了上市公司配股资金可能受到大股东的侵占。大股东的私人收益并不完全与其他股东的收益相关,他们将倾向投资于能够带来较高私人收益的项目,以实现自身财富的最大化。在配股过程中,大股东一般放弃配股权,在极少的大股东以土地和其他非现金资产出资参与配股,而参与配股的主要是中小股东,因此大股东真正需要的是现金。

上市公司的投资行为通常根据大股东的意志而改变,更多地体现了大股东的利益,为大股东掠夺财富提供了基础和条件。上市公司的管理者受到大股东的控制,往往按照大股东的要求将上市公司筹集的资金以债权或股权投资的方式不停地向控股公司输送。许多上市公司在配股融资之后,由于缺乏良好的投资机会,造成了投资行为的非理性,擅自改变募集资金投向,在投资规模和投资结构上“贪大求洋”,不切实际地缔造“航空母舰”,从而损害了中小股东的利益。Chen 和 Yuan(2004)研究发现实施配股公司的业绩明显劣于没有实施配股的公司,并将这种价值损失效应归因于资本的错误配置。从对配股公司投资效率的研究结果来看,大股东存在掠夺上市公司财富的行为,通过配股融资筹集的资金有可能被转移到控制性股东手中。

(二) 大股东的资源侵占行为

大股东侵害中小股东利益的重要途径之一就是占用上市公司的资源,在财务报告中主要体现为“应收帐款”和“其他应收款”^④,上市公司向大股东提供的信用支持要远远大于从大股东得到的信用支持。从资金来源的微观结构来看,股权再融资和自由现金流是上市公司两种重要的资金来源渠道^⑤,其中自由现金流为经营活动的现金流减去投资活动的现金流,再加上应收帐款的增加额。大股东占用上市公司资金成为一个普遍现象,上市公司与大股东之间的资金占用金额、收费标准均未事先公告,投资者无法对其合理性作出恰当的判断和预测。同时,处于控制地位的大股东会尽可能少分配

现金股利,并利用掌握的自由现金流为自身谋取私利。近期爆出的湘火炬、新疆屯河、合金投资等上市公司几十亿元的巨额资金被“德隆系”占用就是一个典型的案例,这主要是由于部分上市公司控股股东在资金运营层面存在着较强的资金违规占用、违规担保等的倾向,信息披露不真实、不及时、不完整,而且操作手段越来越隐蔽。由于在我国上市公司中还没有形成对控股股东有效的约束机制,保护中小股东权益的制度还没有完全建立,已有的制度得不到很好的实施等,给控制性大股东侵蚀财富提供了可乘之机。大股东不是努力搞好上市公司的生产经营以提高业绩,而是把上市公司当成“提款机”,想方设法“掏空”上市公司的资产,损害了公司价值(李增泉等, 2005)。

可以通过应收帐款增加额和其他应收款增加额来衡量大股东对上市公司的资源侵占程度。运用回归模型分析应收帐款和其他应收款的增加额与资金来源渠道的关系,分别以应收帐款增加额、其他应收款增加额及二者之和作为被解释变量,以配股融资规模(ISSUE)和自由现金流(FCF)作为解释变量^⑥。并以公司规模(SIZE)和市账比(MTB)作为控制变量,公司规模用总资产的自然对数来衡量。仍然运用前面的数据处理方法,检验结果表明确实存在异方差问题,因此选用 WLS 方法对参数进行估计。表 5 是样本公司配股后 3 个年度及合并数据的回归分析结果。从表 5 可以看出,无论是单一年度数据还是合并数据,应收帐款增加额、其他应收款增加额与二者之和对配股融资规模和自由现金流的回归系数为正值,表明上市公司筹集和拥有的资金规模与大股东资产占用行为具有正相关关系,上市公司筹集的资金规模越大,大股东掠取的财富就越多。从表 5 还可以发现,在配股后第 1 年应收帐款增加额对股权再融资的回归系数不显著,而其他应收款对自由现金流的回归系数不显著,说明大股东在配股后并不一定立即从上市公司获得资金支持或侵占资金,以降低被监管机构查处的风险。控制性大股东通过应收帐款和其他应收款占用了上市公司的资源,增加了大股东的财富和私人收益,但却导致整个上市公司经营绩效的下降,而中小投资者则成为侵占行为的主要受害者和风险的主要承担者。

表 5 的分析结果也表明, 公司规模回归系数为负值, 公司规模越大, 大股东资源侵占的程度就越小。因为大公司倾向于向公众提供更多信息 (Rajan and Zingdes, 1995), 容易受到来自政府监管部门、机构投资者、证券分析师和其他利益相关者等的监督和关注, 公司运作相对比较规范, 信息也比较透明, 从而增加了大股东侵占资源的难度和成本, 因此相对于小公司而言大公司的大股东资源侵占程度较低。而市账比的回归系数则没有表现出明显的一致性, 但从合并数据的回归分析结果来看, 其系数显著为负值, 在某种程度上说明大股东的资金侵占行为与市账比之间具有负相关关系, 表明具有较高成长能力的上市公司遭受大股东掠夺的程度较小, 而缺乏成长能力的公司则更容易发生大股东通过股权再融资侵占资源的现象。

(三) 非公平关联交易的企业价值效应

大股东掠夺财富的行为也可能通过大量非公

表 5 大股东资源侵占行为的回归分析结果

	常数项	ISSUE	FCF	SIZE	MTB	Adj. R ²	F	N
表5-1 应收帐款增加额								
第1年	0.0032*** (5.45)	0.0001 (0.52)	0.0004*** (3.73)	-0.0001 (-0.59)	-0.0001*** (-3.24)	0.36	45.14	556
第2年	-0.0022 (-0.61)	0.0011*** (5.91)	0.0061*** (5.81)	-0.0008*** (-4.57)	0.0006** (2.24)	0.12	16.17	536
第3年	0.0174** (1.85)	0.0063*** (12.58)	0.0420*** (11.98)	-0.0063*** (-10.07)	-0.0001 (-0.14)	0.84	476.8	435
合并数据	0.0199*** (6.34)	0.0087*** (5.86)	0.0124*** (12.31)	-0.0015*** (-8.12)	-0.0015*** (-6.71)	0.19	64.76	1527

表5-2 其他应收款增加额								
第1年	-0.0015** (-2.33)	0.0001*** (3.87)	0.0001 (0.10)	-0.0001 (-1.70)	0.0002*** (4.74)	0.12	12.24	556
第2年	0.0462*** (3.26)	0.0083*** (11.82)	0.0031* (1.94)	-0.0087*** (-9.34)	-0.0088*** (-7.48)	0.25	37.14	536
第3年	0.1285*** (5.79)	0.0199*** (18.64)	0.0109*** (2.95)	-0.0222*** (-19.41)	-0.0107*** (-7.44)	0.56	113.65	435
合并数据	0.1215*** (15.89)	0.0072*** (22.14)	0.0042** (2.22)	-0.0109*** (-24.78)	-0.0127*** (-29.36)	0.51	286.86	1527

表5-3 应收帐款增加额+其他应收款增加额								
第1年	0.0004 (0.41)	0.0001 (1.73)	0.0004 (1.68)	-0.0001** (-2.34)	0.0002*** (4.75)	0.19	20.08	556
第2年	0.0503*** (3.24)	0.0082*** (9.61)	0.0141*** (7.22)	-0.0089*** (-8.91)	-0.0070*** (-5.68)	0.22	32.09	536
第3年	0.1431*** (5.20)	0.0211*** (12.10)	0.0293*** (3.45)	-0.0240*** (-12.04)	-0.0095*** (-3.39)	0.43	67.82	435
合并数据	0.1176*** (11.84)	0.0064*** (13.36)	0.0237*** (9.83)	-0.0101*** (-17.57)	-0.0116*** (-19.74)	0.3	119.46	1527

注: 括号内是相应变量回归系数的 t 统计量 (2-tailed)。***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 显著性水平下显著。

平关联交易 (related party transactions, 简称 RPT) 来实现。关联交易是指在关联方之间发生转移资源或义务的事项, 而不论是否收取价款。所谓关联方是指“在企业财务和经营决策中, 一方有能力直接或间接控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响”以及“两方或多方同受一方控制”。在信息不对称情况下, 大股东能够利用其对上市公司的控制力或影响力进行非公平关联交易, 从而以其他投资者的利益为代价从上市公司攫取财富。这里的非公允关联交易是指关联方利用对上市公司的控制能力, 通过关联交易将上市公司的利益转移至关联方或将关联方的利益转移至上市公司的过程。大股东往往用各种隐蔽手法大玩“空手道”, 在股权再融资之后通过非公平关联交易将上市公司的财富转移给母公司或其控制的关联企业。大股东利用非公平关联交易抽取了上市公司财富, 使上市公司的营运能力、盈利能力和偿债能力迅速下降, 直接影响上

市公司的正常经营。虽然这种利益损失也包括大股东的财富, 但由于大股东已经从关联交易中获取私有收益, 而只承担掠夺行为的一部分成本, 故其对上市公司利益的态度与其他中小股东迥异。非公平关联交易已经成为当前中国上市公司控制性大股东剥削中小股东的自利行为, 从而导致企业价值遭受损失。随着对关联交易监管和关注程度的提高, 上市公司的关联交易日益走向“非关联化”, 即将实质是关联方间的交易转化为非关联交易, 从而以更加隐蔽的方式实现对上市公司财富的掠夺。

学者们通常用托宾 Q 来衡量企业价值 (Barclay and Holderness, 1989; McConnell and Servaes, 1990; Claessens 等, 2002)。托宾 Q 等于企业金融市场价值与重置成本之间的比值, 金融市场价值包括公司股票市值和债务资本市场价值, 重置成本是指今天要用多少钱才能买下所有上市公司的资产。由于中国上市公司存在流通股和非流通股, 所以股票的总市值等于流通市值加上非流通股的价值, 非流通股的价值采用非流通股占年末净资产的金额计算。债务资本的市场价值采用账面短期负债和长期负债的合计

数来计算。由于中国上市公司的重置成本难以获取,采用上市公司年末总资产来代替。所以,中国上市公司托宾 Q 的计算公式为:

$$\text{托宾 } Q = \frac{\text{企业总市值}}{\text{企业重置成本}} = \frac{(\text{年末流通值} + \text{非流通股占净资产金额} + \text{负债总额})}{\text{年末总资产}} \quad (12)$$

为了研究上市公司关联交易的价值效应,用托宾 Q 当作被解释变量对关联交易额(RPT)^⑦进行回归分析,以揭示非公平关联交易造成的公司价值损失效应。大股东对上市公司的“隧道行为”将造成公司价值下降 (Claessens 等,2002;Lemmon and Lins, 2003), 上市公司配股后大规模的关联交易主要是为了掠夺公司财富,那么投资者将相应调整对上市公司价值的评价,因此配股后的关联交易与企业价值之间表现出负相关关系。同时,在回归分析中还引入公司规模(SIZE)、财务杠杆(LEV)和总资产收益率(ROA)作为控制变量。根据啄食顺序融资理论,财务杠杆与企业价值之间具有负相关关系 (Morck 等,1988;Myers,1984)。用总资产收益率来控制公司盈利能力对企业价值的影响,总资产收益率与企业价值之间应该具有正相关关系。

依照前面的分析步骤,White 检验结果不能排除异方差问题,因此仍然选用 WLS 方法对参数进行估计。表 6 是样本公司配股后的企业价值对关联交易及控制变量的 WLS 回归分析结果。表 6 显示,无论是股权再融资之后的 3 个年度还是合并数据,企业价值对关联交易额的回归系数均为负值,并在统计上是显著的,说明关联交易导致大股东对中小股东的财富掠夺行为,损害了中小股东利益和公司成长能力,造成企业价值下降。特别是当大股东是企业集团时,企业集团对上市公司的控制权与现金

流权存在巨大分离,控股股东可以很便利地利用层层持股“剥削”中小股东。如果上市公司是独立法人企业,不隶属于任何企业集团,那么该公司的大股东以关联交易为手段“剥削”中小股东的能力就会受到限制。由于中小股东的利益总是暴露在大股东的强权控制之下,随时都有可能受到大股东根据关联企业集团整体利益所做出的决策以及关联企业内部之间不正当交易的侵害。拥有控制权的大股东通过非公平关联交易将优质资产从上市公司输送出去,不仅极大损害了广大投资者的信心和公司声誉,而且造成了资本配置效率的下降,阻塞了企业到资本市场进行融资的通道。

此外,从表 6 还可以看出,公司规模与企业价值之间表现出显著负相关关系,财务杠杆的回归系数也为负值,除了配股后第 2 年外在统计上都显著。总资产收益率与预测结果则不一致,在配股后第 2 年回归系数显著为正,而在配股后第 1、3 年的回归系数为负,说明总资产收益率与企业价值之间缺乏显著相关性。

以上实证研究结果充分表明,大股东凭借对上市公司的控制能力通过股权再融资可以获得大量隐性收益,从而使大股东表现出强烈的股权再融资冲动和偏好。在上市公司实施股权再融资之后,大股东通过各种可能的“隧道行为”从上市公司转移财富,不仅表现为任意滥用资金投资和侵占上市公司资源,还包括各种非公平关联交易,从而造成中小股东利益受损和公司价值下降。因此,上市公司股权再融资偏好的根本原因在于大股东能够从股权再融资中获得隐性收益。

七、结论及建议

本文研究了上市公司股权再融资偏好与大股东控制的“隧道效应”之间的内在关系,从大股东侵害的视角揭示了我国上市公司偏好股权再融资的根本原因。我们建立了一个模型来阐释大股东控制与股权再融资的关系,大股东能够凭借对上市公司的控制权获得隐性收益是导致上市公司偏好股权再融资的主要原因。本文从配股公司的投资效率、大股东资源侵占和非公平关联交易的价值效应来考察大股东的掠夺

表 6 非公平关联交易的企业价值效应回归分析结果

	常数项	RPT	SIZE	LEV	ROA	Adj. R ²	F	N
第1年	8.7251*** (42.97)	-0.0567*** (-3.22)	-0.3251*** (-34.09)	-0.3449*** (-5.72)	-0.0092*** (-5.92)	0.79	374.07	556
第2年	8.5776*** (38.05)	-0.0181*** (-5.21)	-0.3304*** (-30.23)	-0.0508 (-1.07)	0.0043** (2.05)	0.67	281.54	536
第3年	7.3829*** (45.47)	-0.0430*** (-5.33)	-0.2864*** (-36.99)	-0.2583*** (-7.83)	-0.0005 (-0.83)	0.77	375.92	435
合并数据	6.1457*** (35.68)	-0.0378* (-1.89)	-0.2932*** (-25.53)	-0.1686*** (-3.51)	-0.0016 (-1.26)	0.72	258.57	1527

注:括号内是相应变量回归系数的 t 统计量(2-tailed)。***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 显著性水平下显著。

行为,实证结果表明大股东能够获得了中小股东无法分享的隐性收益,说明上市公司股权再融资偏好的原因主要来自大股东控制的“隧道效应”。大股东可以充分利用一切可能的利益制造机会和利益输送机制,以中小股东近乎“输血式”的资本供给为代价,加速大股东的财富增长,从而形成中国上市公司特殊的融资行为特征和资本形成机制。

在股权高度集中的情况下,大股东所获得的隐性收益是以损害中小股东利益为代价的,若大股东获得的隐性收益过高,将导致外部投资者对证券市场失去信心,并最终导致资本市场逐步萎缩。因此,如何防止大股东在股权再融资中的掠夺行为不仅是公司治理所要解决的关键问题,亦是促进资本市场健康发展的根本所在。为了控制大股东的掠夺行为和上市公司的股权再融资偏好,本文提出以下建议:(1)改进配股资格的控制参数,变单一的净资产收益率指标为包括利润总额、利润结构和现金流量等指标在内的多元指标体系,以综合评价上市公司的财务状况和核心能力;(2)通过减少对企业债券市场运行不必要的行政干预以及完善法规体系等来促进企业债券市场的发展和完善,以此推动资本市场的均衡发展,优化上市公司的融资结构;(3)进一步完善公司治理结构和内部控制体系,强化上市公司各利益相关者之间的制衡关系和内部监督约束机制,降低大股东掠夺行为发生的可能性;(4)尽快建立有效的民事赔偿诉讼制度,使中小股东可以在利益受到侵蚀时对责任人追究民事赔偿责任,并采用举证责任倒置原则,只要存在中小股东利益被侵蚀的事实,就可以启动民事赔偿诉讼通道。通过上述措施,不仅能够约束大股东的“隧道行为”,而且能够保护中小投资者的利益,使中小投资者从追逐资本利得的短期投资目标转向追求公司基础价值的长期投资目标,以促进证券市场健康发展。

(作者单位:张祥建,上海财经大学财经研究所;徐晋,上海交通大学管理学院;责任编辑:尚增健)

注释

①Johnson等(2000)形象地把大股东侵害现象描述为“隧道效应”,即控制性大股东总是会通过种种手段挖掘见不得阳光的地下隧道,挖走中小股东手中的财富,从而获得巨大的隐性收益。

②控制权是通过投票权(voting right)来衡量的,现金流权是

通过所有权来衡量的,二者并不完全一致。

③Fazzari等(1988)发现投资—现金流敏感性为公司融资约束的存在提供了强有力的证据,并且融资约束和投资—现金流敏感性之间具有正相关关系。

④大股东占用上市公司资源主要表现为两类渠道:其一,上市公司与大股东通过信用交易形成应收销货款项,并长期拖欠不还,反映了上市公司向大股东提供的商业信用支持,被记入“应收帐款”,可以视为大股东资源侵占的一种方式;其二,通过借贷等手段直接占用上市公司资金,体现了大股东对上市公司的直接资金侵占行为,被记入“其他应收款”(Jian and Wong, 2003)。由于第一大股东与其他大股东之间通常具有关联关系或形成控制联盟,为了更加准确地衡量大股东的资源侵占行为,这里的“应收帐款”主要包括应收帐款中应收持股5%以上股东的金额期末数,“其他应收款”主要包括其他应收款中应收持股5%以上股东的金额期末数。

⑤债权融资也是上市公司的融资渠道之一,但本文主要考察股权融资与大股东掠夺行为的关系,因此这里不考虑债权融资。

⑥其中应收帐款增加额、其他应收款增加额、应收帐款与其他应收款增加额之和、自由现金流四个变量通过除以当年年初总资产进行标准化处理,通过对实际配股融资额取自然对数来衡量配股融资规模。

⑦关联交易额主要通过关联方之间的商品交易与劳务、往来款项、融资担保或抵押、资产托管和租赁、关联重组和代理等方面核算,并通过除以当年年初总资产进行标准化处理。

参考文献

- (1)黄少安、张岗:《中国上市公司股权融资偏好分析》,《经济研究》,2001年第11期。
- (2)蒋殿春:《中国上市公司资本结构和融资倾向》,《世界经济》,2003年第7期。
- (3)李康、杨兴君、杨雄:《配股和增发的相关者利益分析和政策研究》,《经济研究》,2003年第3期。
- (4)李增泉、余谦、王晓坤:《掏空、支持与并购重组》,《经济研究》,2005年第1期。
- (5)李志文、宋衍衡:《影响中国上市公司配股决策的因素分析》,《经济科学》,2003年第3期。
- (6)刘力、王汀汀、王震:《中国A股上市公司增发公告的负价格效应及其二元股权结构解释》,《金融研究》,2003年第8期。
- (7)陆正飞、叶康涛:《中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?》,《经济研究》,2004年第4期。
- (8)汪辉:《上市公司债务融资、公司治理与市场价值》,《经济研究》,2003年第8期。
- (9)吴江、阮彤:《股权分置结构与中国上市公司融资行为》,《金融研究》,2004年第6期。
- (10)章卫东、王乔:《论我国上市公司大股东控制下的股权再融资问题》,《会计研究》,2003年第11期。
- (11)Barclay, M. J., Holderness, C., 1989, “Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics* 25 (2), pp.371-395.
- (12)Brander, J.A., Lewis, T.R., 1986, “Oligopoly and Financial Structure: the Limited Liability Effect”, *American Economic Review*, 76, pp.956-970.
- (13)Chen, K. C. W., Yuan, H., 2004, “Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting Based Regulation of Rights Issues”, *The Accounting Review*, pp.79, 645-665.
- (14)Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., and Lang, L. H. P., 2002, “Disentangling the Incentive and (下转第151页)

公司能够获得比市场更好的投资报酬率,因此重视高 B/M 类公司的个股研究仍能获得超额回报,这也就从实证的角度给出了中国股市运用价值投资策略具有可行性的证据,也说明了中国股市确实不是一个有效的市场。

此外,本文研究还表明,中国股票市场上的投资者可能对上市公司的基本面关注不够,存在较为严重的“噪音”(Black,1986),资产价格不能完全反映公司有价值的财务信息。

(作者单位:何诚颖,浙江财经学院;程兴华,浙江大学经济学院;责任编辑:尚增健)

注释

①关于 2002 年以后高 B/M 公司组合投资收益及风险分析,因这一阶段市场处于“绝对熊市”的特殊性,我们拟另文研究。

参考文献

(1) Fama, E.F., 1970, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, 25: pp.383-417.

(2) 吴世农:《我国证券市场效率的分析》,《经济研究》,1996 年第 4 期。

(3) 宋颂兴等:《上海股市市场有效实证分析》,《经济学家》,1995 年第 4 期。

(4) 陈小悦、陈晓、顾斌:《中国股市弱型效率的实证研究》,《会计研究》,1997 年第 9 期。

(5) 魏玉根:《技术交易系统与我国股市有效性的实证分析》,《经济科学》,2000 年第 2 期。

(6) 戴国强、吴林祥:《金融市场微观结构理论》,上海财经大学出版社,1999 年。

(上接第 136 页) Rntrenchment Rffects of Large Dhareholdings”, *Journal of Finance*, 57, pp.2741-2771.

(15) Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., 1988, “Financing Constrains and Corporate Investme- nt”, *Brooking Papers on Economics Activity* (1).

(16) Filatotchev, I., Mickiewicz, T., 2001, “Ownership Concentration, Private Benefits of Control and Debt Financing”, SSRN Working Paper, Birkbeck College/UCL, October.

(17) Graham, J. R., Harvey, C. R., 2001, “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, *Journal of Financial Economics*, 60, pp.187-234.

(18) Harris, M., Taviv, A., 1991, “The Theory of Capital Structure”, *Journal of Finance*, 46, pp.297-355.

(19) Jensen, M.C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economics Review*, 76, pp.323-329.

(20) Jian, M., Wong, T.J., 2003, “Earnings Management and Tunneling Through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups”, Working paper, Hong Kong University of Science and Technology.

(21) Johnson, S., La Porta, R., Lopez- De- Silanes, F., and Shleifer, A., 2000, “Tunneling”, *The American Economic Review*, 90(2), pp.22-27.

(22) Lemmon, M. L., Lins, K. V., 2003, “Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis”, *Journal of Finance*, 58, pp.1445-1469.

(7) 王开国:《中国证券市场超常规创新的理性思考》,《中国社会科学》,2001 年第 1 期。

(8) 张宗新:《证券市场低效率的根源:制度缺陷》, <http://www.pigeon168.com/lwzx/jjrl/jrzq/qtzg/200411/331.html>, 2004.11.

(9) Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 1992, “The Cross- section of Expected Stock Returns”, *Journal of Finance*, 47, pp.427-465.

(10) —, 1997, “Value Versus Growth: the International Evidence”, Working Paper, Graduate School of Business, University of Chicago.

(11) —, 2001, The Equity Premium, Working Paper 522. Center for Research in Security Prices, Graduate School of Business, University of Chicago.

(12) Fama, E., 1995, “Size and Book- to- Market Factors in Earning and Returns”, *Journal of Finance*, 50, pp.131-155.

(13) 詹姆斯·P·奥肖内西, 1998, 《华尔街股市投资经典》, 中译本, 经济科学出版社, 1999 年 12 月第 1 版。

(14) Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1994, “Contrarian Investment, Extrapolation and Risk”, *Journal of Finance*, 49, pp. 1541-1578.

(15) Penman, S., 1996, “The Articulation of the Pricing- earning Ratios and Market- to- book Ratios and the Evaluation of Growth”, *Journal of Accounting Research*, 34, pp.235-259.

(16) John Y. Campbell and Robert Shiller, 1998, “Valuation Ratios and the Long- term Stock Market Outlook”, *The Journal of Portfolio Management*, Winter, pp.11-26.

(17) —, 2001, “Valuation Ratios and the Long- term Stock Market Outlook: An Update”, Working paper 8221, NBER.

(18) Joseph D. Piotroski, 2000, “Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners From Llosers”, Working Paper, University of Chicago.

(19) Black, Fisher, 1986, “Noise”, *Journal of Finance*, 31, pp. 529-543.

(23) McConnell, J. J., Servaes, H., 1990, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595-612.

(24) Modigliani, F., Miller, M. H., 1963, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *The American Economic Review*, 53, pp. 433-445.

(25) Modigliani, F., Miller, M. H., 1958, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, 48, pp.261-275.

(26) Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1988, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), pp.293-315.

(27) Myers, S. C., 1984, “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance*, 39, pp.572-592.

(28) Myers, S. C., Majluf, N. S., 1984, “Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investors Do not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 184-221.

(29) Rajan, R. and Zingales, L., 1995, “What do We Know about Capital Structure?”, *Journal of Finance*, 50, pp.1421-1460.

(30) Ross, S., 1977, “The Determination of Financial Structure: the Incentive- signaling Approach”, *Bell Journal of Economics*, 8, pp.23-40.

(31) Titman, S., Wessels, R., 1988, “The Determinants of Capital Structure Choice”, *Journal of Finance*, 43, pp.1-19