

上市公司再融资恶意表现形式研究

——基于投资者视角的调查分析

黎精明^{1,2}

(1. 中南财经政法大学 会计学院, 湖北 武汉 430073;

2. 武汉科技大学 管理学院, 湖北 武汉 430081)

摘要: 恶意再融资是近年中国资本市场发展过程中的焦点议题, 基于投资者视角研究上市公司再融资的恶意表现形式无疑具有重要意义。文章以投资者问卷调查为基础, 通过理论分析和实证检验, 归纳了为多数投资者认可的12种再融资恶意表现形式, 认为“上市公司在再融资计划推出前1年给高管发放巨额薪酬”等6种行为是典型的恶意行为。研究结论有利于把握投资者的关注重心和利益诉求, 有利于证监部门分层次、分重点地开展再融资监管, 规范上市公司的再融资行为, 进而促进资本市场的健康发展。

关键词: 上市公司; 恶意再融资; 恶意表现形式; 融资动机

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2010)07-0124-11

一、引言

所谓再融资, 是指曾经在资本市场上筹措资金的企业在后续生产经营活动中, 再次从资本市场上进行资金筹措和集中的财务活动。按正常预期, 企业融资的目的是为了满足项目投资或资本运营的需要, 对融资企业和投资者理应是一种利好行为。然而, 近年来, 上市公司再融资不仅额度连创新高, 推出频率明显加快, 而且很多上市公司再融资计划严重脱离实际资金需求, 引起人们对上市公司再融资动机的广泛质疑。上市公司恶意再融资行为不仅会给投资者带来巨大损失, 进而打击其投资信心, 而且还会危及资本市场的健康发展和社会稳定, 因此, 关注上市公司恶意再融资问题具有重大的现实意义。

上市公司恶意再融资归属行为为财务学研究范畴, 而行为财务学研究的惯常方法是问卷调查法, 代表文献有Lintner(1956)、Gitman和Forrester(1977)、Graham和Harvey(2001)、陆正飞和辛宇(1998)、齐寅峰等(2005)以及李悦等(2007)。这些调查研究有益于了解和规范企业财务行为, 增强现有财务理论的

收稿日期: 2010-02-20

基金项目: 教育部人文社会科学研究基金资助项目(08JC630061)

作者简介: 黎精明(1975—), 男, 湖北通城人, 中南财经政法大学会计学院博士生, 武汉科技大学管理学院副教授。

解释能力,但是,其将调查对象囿于企业内部管理层(财务总监 CFOs、首席执行官 CEOs 或总经理、董事长、董秘、会计经理、审计经理等),对上述人员的调查只能获取一个视角(管理层视角)的研究证据,而作为上市公司再融资活动重要利益相关者的投资者,他们的认知和意见未得到充分体现。我们认为,投资者和企业内部管理层对上市公司财务行为的理解是有差异的,因此,基于投资者视角做问卷调查无疑能够为既有研究提供有益的理论补充和实证支持。

二、国内外相关研究述评

国际上,Keytack(1986)通过对 386 家公开市场再融资企业进行研究后认为,在财务报告中出具前一个季度实施外部再融资的企业恶意融资的可能性较大;Lee 和 Rosenfield(2005)的研究也表明,会计期末推出的再融资计划更有可能给市场传递出业绩粉饰的信息,从而对再融资行动产生负面效应;Hans 和 Till(2004)研究发现,当已有融资还未得到充分利用时,企业提出的再融资计划具有显著的风险转移特征。这些研究不同程度地给出了上市公司恶意再融资的时间信号,这对于从时间上识别上市公司的再融资恶意动机具有一定的参考价值。另外,Murillo(2006)研究发现,超量的债务融资(会造成“双亏结果”)具有明显的恶意动机;Albert 和 Shen(2008)在对中国资本市场进行研究时,将企业“单次股权再融资数额高于净资产额”作为检验企业融资行为是否具有恶意的标准,其研究结果与中国资本市场状况具有较强的一致性。

国内相关研究主要集中在两个方面:第一,在众多再融资方式中,上市公司偏好股权再融资的原因研究。宋衍蘅(2005)认为导致这种现象发生的原因在于中国上市公司特有的二元股权结构,徐浩萍(2005)的研究也支持了这一观点,认为在二元股权结构下,股权再融资有利于控股股东价值的提升;李康等(2003)认为,在二元股权结构下,控股股东具有强烈的股权再融资动机,并利用其控制权对企业实施“掏空”。这些研究既阐明了我国企业偏好股权再融资的制度成因,也暗示了这种现象的利益侵占后果,从而在一定程度上为理解我国上市公司的再融资决策提供了依据。第二,上市公司恶意再融资行为研究。刘晓春等(2001)提出了我国上市公司非理性再融资的表征,即盲目融资和随意改变募集资金投向。刘天明(2005)提出了再融资恶意的 4 条认定标准,即“不符合融资条件,通过造假手段获取再融资资格;无需再融资,却有意‘圈钱’;再融资成功后,不按原先预定用途使用,擅自或想方设法变更募资用途;采取其他不正常行为蓄意再次向社会或特定对象融取资金”。王正位等(2006)的研究着眼于两个方面:一是缺乏需求的再融资行为,二是超越需求的过度再融资行为。其研究表明,我国以往设置的再融资门槛有效地抑制了上市公司的“圈钱”行为。

上述文献回顾表明,国内外学者已经对恶意再融资问题进行了创造性研

究,其成果是富有建设性的,但是,国内外研究的侧重点又有所不同。国外的研究更多地着眼于恶意再融资的特征,关注的是再融资的“时点”和“数量”的适当性问题,而国内的研究则更多地关注再融资恶意的表现形式。我们注意到这些研究基本上都是研究者用规范方法所做的简单归纳或逻辑推定,不能区分不同表现形式的置信程度,不利于对上市公司再融资行为实施有效监管。因此,对上市公司再融资恶意表现形式的全面认识和准确把握理应建立在对投资者的实证调查基础之上,本文拟就此展开研究。

三、上市公司再融资恶意表现形式调查分析

(一)调查方案设计与实施

1. 调查方案设计。以已有文献归纳的上市公司再融资恶意表现形式为基础,我们的研究团队利用头脑风暴法归集了 22 种上市公司再融资恶意表现形式,然后,向 5 位财务学专家咨询了这 22 种归集结果的合理性,并根据专家意见从中筛选取 14 种形式进入我们的调查问卷,这 14 种表现形式为:(1)为达到再融资门槛而造假;(2)内源资金充足时推出再融资计划;(3)计划再融资额大于目前公司总市值的 $1/2$;(4)前次所融资金未充分使用时推出新融资计划;(5)与上次公开市场融资时间间隔不足 2 年;(6)宏观经济状况欠佳时推出再融资计划;(7)用资计划论证不充分或存在欠缺;(8)已有投资者收益率低于市场平均收益率时推出新融资计划;(9)再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬;(10)擅自改变再融资金用途;(11)再融资计划推出后 1 年内股价最大跌幅 $\geq 50\%$;(12)再融资后 2 年内高管加薪幅度 $\geq 10\%$;(13)再融资后 2 年内显著改善办公条件;(14)再融资后 2 年内发生严重违约行为。

在上述工作基础上,我们设计了《我国上市公司再融资恶意表现形式调查表》。调查表由两部分组成:第一部分是有关受访者的背景信息,其内容包括:(1)是否有上市公司有价证券(债券、股票、权证等)投资经历;(2)性别;(3)年龄;(4)学历;(5)从业类型;(6)职务层次。第二部分是受访者对上市公司再融资恶意表现形式的意见,包括两个层次:(1)上述 14 种表现形式是否为再融资恶意表现形式?如果认为“是”就打“ $\checkmark$ ”,否则打“ $\times$ ”,如果投资者认为还有其他表现形式,可以将其添加上去并打“ $\checkmark$ ”;(2)对于打“ $\checkmark$ ”的项目,根据恶意的严重程度进行排序,排序越小表示该种表现形式恶意的严重程度越大,反之则表示恶意严重程度越小。

2. 调查方案的实施。我们的项目团队成员于 2008 年 11 月至 12 月带着调查表分赴中部四省(湖北、湖南、河南、江西)的 30 个证券营业部和 50 个银行营业网点,在每个点随机调查了 10 位前来办理业务的客户,调查采取由客户当场填写调查表当场回收的方式进行,共发放并回收了 800 份问卷,回收问卷中有效问卷 757 份,回收问卷有效率为 94.63%。限于篇幅,有效样本按调

查点的分布情况以及有效样本按受访者背景的分布情况在此不予列示。

(二) 基于调查数据的实证分析

1. 再融资恶意各种表现形式入选状况。在回收的 757 份有效问卷中, 总共提出了 33 种再融资恶意表现形式(包括问卷给定的 14 种), 但是, 有些表现形式只有很少的受访者提到, 如只有 3 位受访者提到“公司高管经常出入娱乐场所”这种表现形式。考虑到意见的代表性, 我们只将打“√”数在 37 以上 ($757 \times 5\% = 37.85$) 的表现形式列示在表 1 中, 其中序号为 15—25 的 11 种表现形式是受访者所做的补充。

表 1 再融资恶意表现形式入选状况

序号	恶意表现形式	入选数	入选率	序号	恶意表现形式	入选数	入选率
1	为达到再融资门槛而造假	556	73.45%	14	再融资后 2 年内发生严重违约行为	335	44.25%
2	内源资金充足时推出再融资计划	708	93.53%	15	融资成功后不及时使用资金	192	25.36%
3	计划再融资金额大于目前公司总市值的 1/2	671	88.64%	16	将再融资金(较)长时期存入银行	165	21.80%
4	前次所融资金未充分使用时推出新融资计划	492	65.00%	17	将再融资金用于证券、房地产等投资	424	56.01%
5	与上次公开市场融资时间间隔不足 2 年	576	76.09%	18	跟风性的再融资	51	6.74%
6	宏观经济状况欠佳时推出再融资计划	254	33.55%	19	年底或会计期末仓促实施的再融资	88	11.62%
7	用资计划论证不充分或存在欠缺	382	50.46%	20	利用再融资金发放股利	455	60.11%
8	已有投资者收益率低于市场平均收益率时推出新融资计划	441	58.26%	21	利用再融资金支付利息或清偿债务	112	14.80%
9	再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬	757	100.00%	22	用资计划失败	55	7.27%
10	擅自改变再融资金用途	691	91.28%	23	负债比率过高或过低	71	9.38%
11	再融资计划推出后 1 年内股价最大跌幅 $\geq 50\%$	406	53.63%	24	未做专用性资产投资	41	5.42%
12	再融资后 2 年内高管加薪幅度 $\geq 10\%$	682	90.09%	25	频繁进行债务重组	56	7.40%
13	再融资后 2 年内显著改善办公条件	342	45.18%				

在多数制投票原则下(即入选率 $>50.00\%$), 得到受访者认同的上市公司再融资恶意的具体表现形式有 12 种, 按入选程度由高到低排序(即“是否是再融资恶意表现形式?”的肯定性程度由高到低排序)结果如表 2 所示。

表 2 多数制投票原则下的再融资恶意表现形式肯定性排序

排序	恶意表现形式	入选数	入选率	排序	恶意表现形式	入选数	入选率
1	再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬	757	100.00%	7	为达到再融资门槛而造假	556	73.45%
2	内源资金充足时推出再融资计划	708	93.53%	8	前次所融资金未充分使用时推出新融资计划	492	65.00%
3	擅自改变再融资金用途	691	91.28%	9	利用再融资金发放股利	455	60.11%
4	再融资后 2 年内高管加薪幅度 $\geq 10\%$	682	90.09%	10	已有投资者收益率低于市场平均收益率时推出新融资计划	441	58.26%

续表 2 多数制投票原则下的再融资恶意表现形式肯定性排序

排序	恶意表现形式	入选数	入选率	排序	恶意表现形式	入选数	入选率
5	计划再融资金额大于目前公司总市值的 1/2	671	88.64%	11	将再融资金用于证券、房地产等投资	424	56.01%
6	与上次公开市场融资时间间隔不足 2 年	576	76.09%	12	再融资计划推出后 1 年内股价最大跌幅 $\geq 50\%$	406	53.63%

表 2 虽然较全面地反映了投资者对上市公司再融资恶意表现形式的认识状况,但它只是对“是否是上市公司再融资恶意表现形式?”做出了回答,它解决的是“是与非”的问题,却并没有回答“哪个(些)因素更能说明上市公司存在再融资恶意?”的问题,或者说,它还没有反映这 12 种表现形式的重要程度,因此,接下来对再融资恶意表现形式的相对重要性做进一步研究。

2. 再融资恶意表现形式的重要性分析。对所选的再融资恶意表现形式(即打“√”的项目),调查问卷要求受访者根据其严重程度进行排序。将这种排序转化为与之对应的数值型数据后,原本是可以直接用于反映各种恶意形式相对重要程度的,但是,由于不同受访者认定的恶意表现形式数量一般不等,且对表 2 中的 12 种表现形式,有些受访者可能认为它并不是再融资恶意表现形式,因此,我们不能通过直接排序数值比较这 12 种表现形式的相对重要性,而必须先对数据口径做一致化处理。处理的基本方法是: $S_{ij} = \left\lceil \frac{Q_{ij}}{R_i} \times 12 \right\rceil$ 向上取整,如 $\left\lceil \frac{Q_{ij}}{R_i} \times 12 \right\rceil = 3.12$ 时, $S_{ij} = 4.00$; $\left\lceil \frac{Q_{ij}}{R_i} \times 12 \right\rceil = 3.98$ 时, $S_{ij} = 4.00$; $\left\lceil \frac{Q_{ij}}{R_i} \times 12 \right\rceil = 4.00$ 时, $S_{ij} = 4.00$ 。其中: $i = 1 - 757$; $j = 1 - 12$; S_{ij} 表示第 i 位受访者意向向下第 j 种恶意表现形式调整后的重要性数值; R_i 表示受访者 i 认定的恶意表现形式的数量,即“是否是再融资恶意表现形式?”问题回答中打“√”的数量; Q_{ij} 表示受访者 i 认定的第 j 种表现形式的排序值;如果第 j 种表现形式没有被第 i 个受访者选中,则 $Q_{ij} = R_i$ 。

经上述一致化处理后,这 12 种再融资恶意表现形式重要性数值的描述性统计结果如表 3 所示。

表 3 恶意表现形式重要性数值的描述性统计(按均值排序)

排序	恶意表现形式	有效样本(N)	最小值(Min)	最大值(Max)	均值(Mean)	标准差(stdD.)
1	计划再融资金额大于目前公司总市值的 1/2	757	1	7	4.28	3.78
2	内源资金充足时推出再融资计划	757	1	5	4.33	2.43
3	与上次公开市场融资时间间隔不足 2 年	757	1	8	4.94	3.93
4	再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬	757	1	8	5.44	3.26
5	擅自改变再融资金用途	757	1	10	5.63	4.45

续表 3 恶意表现形式重要性数值的描述性统计(按均值排序)

排序	恶意表现形式	有效样本 (N)	最小值 (Min)	最大值 (Max)	均值 (Mean)	标准差 (stdD.)
6	为达到再融资门槛而造假	757	1	6	6.05	5.66
7	再融资后 2 年内高管加薪幅度≥10%	757	1	12	6.82	4.61
8	利用再融资金发放股利	757	1	12	7.22	6.03
9	再融资计划推出后 1 年内股价最大跌幅≥50%	757	1	11	7.75	6.84
10	将再融资金用于证券、房地产等投资	757	1	12	8.90	8.22
11	前次所融资金未充分使用时推出新融资计划	757	3	10	9.21	7.59
12	已有投资者收益率低于市场平均收益率时推出新融资计划	757	2	12	10.33	8.12

综览表 2 和表 3 可以看出,对于前述 12 种再融资恶意表现形式,按照入选率排序和按照重要性排序的结果不完全一致。比如,按入选率看,“再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬”排序第 1;而按重要性看,这种表现形式排序却降至第 4(以均值为标准)。这种状况正好印证了我们前面的预见,即有些行为虽然是再融资恶意表现形式,但它却不是最显著的表现形式。

表 3 虽然给出了这 12 种表现形式的相对重要性,但是,这其中有些排序接近的表现形式可能其重要性并不存在显著差异,也就是说,排序在前的表现形式可能并不比排序在后的表现形式更重要,因此,不能完全根据均值排序结果理解各种表现形式的相对重要性,而必须对这些表现形式重要性均值差异做显著性检验。我们利用 SPSS14.0 进行配对样本 T 检验(见表 4)。

表 4 再融资恶意表现形式重要性均值差异的配对样本 T 检验结果

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	计划再融资额大于目前公司总市值的 1/2											
2	内源资金充足时推出再融资计划	0.05 (0.52)										
3	与上次公开市场融资时间间隔不足 2 年	0.66* (1.51)	0.61* (1.39)									
4	再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬	1.16** (2.24)	1.11** (2.20)	0.50* (1.30)								
5	擅自改变再融资金用途	1.35*** (5.72)	1.30*** (4.50)	0.69* (1.56)	0.19 (0.89)							
6	为达到再融资门槛而造假	1.77*** (6.87)	1.72*** (6.55)	1.11** (2.20)	0.61* (1.39)	0.42 (1.21)						
7	再融资后 2 年内高管加薪幅度≥10%	2.54*** (7.34)	2.49*** (7.28)	1.88*** (6.96)	1.38*** (5.84)	1.19** (2.31)	0.77* (1.59)					
8	利用再融资金发放股利	2.94*** (9.03)	2.89*** (8.82)	2.28*** (7.12)	1.78*** (6.91)	1.59*** (5.96)	1.17** (2.30)	0.40 (1.12)				
9	再融资计划推出后 1 年内股价最大跌幅≥50%	3.27*** (11.87)	3.42*** (14.68)	2.81*** (8.49)	2.31*** (7.19)	2.12*** (7.03)	1.70*** (6.56)	0.93** (2.14)	0.53* (1.41)			

续表 4 再融资恶意表现形式重要性均值差异的配对样本 T 检验结果

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
10	将再融资金用于证券、房地产等投资	4.62*** (16.82)	4.57*** (15.23)	3.96*** (14.89)	3.46*** (14.78)	3.27*** (11.87)	2.85*** (8.50)	2.08*** (6.98)	1.68*** (6.20)	1.15** (2.30)		
11	前次所融资金未充分使用时推出新融资计划	4.93*** (35.45)	4.88*** (29.50)	4.27*** (15.08)	3.77*** (14.82)	3.58*** (14.80)	3.16*** (10.22)	2.39*** (7.61)	1.99*** (6.92)	1.46*** (5.86)	0.31 (0.95)	
12	已有投资者收益率低于市场平均收益率时推出新融资计划	6.05*** (47.23)	6.00*** (39.56)	5.39*** (36.87)	4.89*** (30.61)	4.70*** (22.02)	4.28*** (16.13)	3.51*** (14.80)	3.11*** (10.21)	2.58*** (8.23)	1.43*** (5.16)	1.12** (2.29)

注：*、**、*** 分别表示通过 10%、5% 和 1% 的显著性检验；没有通过显著性检验，则在数据下方划波浪线。

表 4 中，未加括号的数据表示对应的两种再融资恶意表现形式重要性均值之差，括号内的数据是均值之差的 T 检验值。由表 4 可以看出：(1) 虽然“计划再融资额大于公司目前总市值的 1/2”与“内源资金充足时推出再融资计划”之间、“再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬”与“擅自改变再融资金用途”之间、“擅自改变再融资金用途”与“为达到再融资门槛而造假”之间、“再融资后 2 年内高管加薪幅度 $\geq 10\%$ ”与“利用再融资金发放股利”之间、“将再融资金用于证券、房地产等投资”与“前次所融资金未充分使用时推出新融资计划”之间的重要性均值都不同，但是，这种差异并不显著，因此，上述表现形式两两之间可以看成是处于同一个重要性等级上；(2) 因为“再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬”与“擅自改变再融资金用途”之间、“擅自改变再融资金用途”与“为达到再融资门槛而造假”之间的均值差异均未通过显著性检验，而“再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬”与“为达到再融资门槛而造假”之间的均值差异也只在 10% 的水平上显著，它们在 5% 及以上水平上均不显著，因此，我们可以近似地将这三者置于同一个重要性等级上。

3. 再融资恶意表现形式分区。以序号(1)至序号(12)依次表示表 2 中的 12 种再融资恶意表现形式，并以表 2 的结果为依据建立再融资恶意表现形式“肯定性”维度，以表 3 和表 4 的结果为依据建立再融资恶意表现形式“重要性”维度，在正交坐标系内对再融资恶意的不同表现形式进行分区，结果如图 1 所示。

将上述坐标平面均分为 I、II、III、IV 四个区间，其中，I 区间是“高肯定性——高重要性”组合区间，落在该区间的表现形式的含

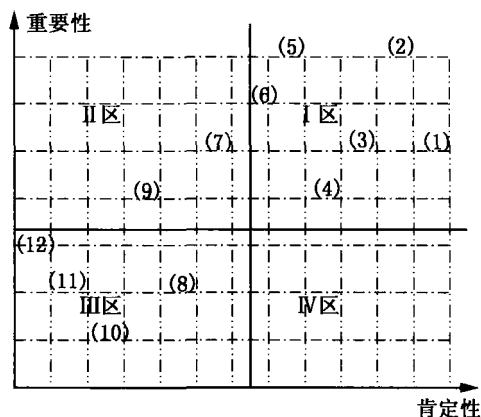


图 1 再融资恶意表现形式

义是：不仅这些表现形式被投资者一致认为是恶意表现形式，而且还被认为是重要的表现形式；Ⅱ区间是“低肯定性——高重要性”组合区间，落在该区间的表现形式的含义是：投资者对其是否是再融资恶意表现形式的认识还存在分歧，但对此持肯定态度的人通常认为它是重要的表现形式；Ⅲ区间是“低肯定性——低重要性”组合区间，落在这个区间的表现形式的含义是：投资者对其是否是恶意表现形式还没有达成广泛共识，而且那些持肯定态度者也认为它属于非典型和非重要的表现形式；Ⅳ区间是“高肯定性——低重要性”组合区间，落在这个区间的表现形式的含义是：投资者对其是恶意表现形式具有高度一致的意见，但在所有表现形式中，它属于次要的表现形式。

由图 1 可以看出：第(1)、第(2)、第(3)、第(4)、第(5)和第(6)这 6 种表现形式被投资者普遍认为是再融资恶意的重要体现，因此，它们应成为证监部门监管的重点，这也是维护投资者权益、确保投资者信心的关键。落在Ⅱ区间的第(7)和第(9)这两种表现形式，反映了部分投资者的认知和观点，因为它处于“高重要性”维度，随着投资者结构状况的改变，完全有可能成为上市公司再融资诸多恶意表现形式中的主要矛盾和焦点问题，因此，证监部门应加强对上市公司这两种行为的监控，及时了解其发展变化趋势，并做好应对预案。落在Ⅲ区间的第(8)、第(10)、第(11)和第(12)种表现形式，因为其处于“低肯定性”和“低重要性”维度，因此，证监部门只需要一般程度地给予关注。

(三)对问卷调查的信度和效度检验

1. 对问卷调查的信度检验。问卷调查信度主要包括再测信度、复本信度和内部一致性信度三种类型。对于本文的调查研究，我们主要检验其内部一致性信度。这样做的理由有二：第一，由于调查工作已经完成，再调查工程巨大，因此，做再测信度和复本信度检验存在现实困难；第二，由于本调查获取的有效样本量较大，且被试特征分类明确，因此，利用内部一致性信度能够较好地反映调查结果的可靠性。信度检验的具体结果(Cronbach’s Alpha 系数值)如表 5 所示。

表 5 Cronbach’s Alpha 信度系数

恶意表现形式	α 系数	恶意表现形式	α 系数
再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬	0.712	为达到再融资门槛而造假	0.883
内源资金充足时推出再融资计划	0.665	前次所融资金未充分使用时推出新融资计划	0.720
擅自改变再融资金用途	0.826	利用再融资金发放股利	0.627
再融资后 2 年内高管加薪幅度 ≥ 10%	0.663	已有投资者收益率低于市场平均收益率时推出新融资计划	0.881
计划再融资额大于目前公司总市值的 1/2	0.744	将再融资金用于证券、房地产等投资	0.723
与上次公开市场融资时间间隔不足 2 年	0.803	再融资计划推出后 1 年内股价最大跌幅 ≥ 50%	0.684

由表 5 可以看出,绝大部分再融资恶意表现形式的 Cronbach's Alpha 值大于或接近于 0.7,即 Cronbach 给定的可靠性判定标准,说明本问卷调查结果具有较高的信度,或者说可靠性较强。

2. 对问卷调查的效度检验。效度即问卷调查能够反映所要研究问题特性的程度。因为结构效度是最强有力的效度测量指标,是其他各种效度之本,所以,本文将效度检验的重点放在结构效度上。将一致化处理后的上市公司 12 种再融资恶意表现形式分为 4 个维度,即融资计划维度(F_1)、融资过程维度(F_2)、事后表现维度(F_3)、高管行为维度(F_4)。其中, F_1 维度包括如下 6 种表现形式:计划再融资额大于公司目前总市值的 1/2、内源资金充足时推出再融资计划、与上次公开资本市场融资时间间隔不足 2 年、再融资计划推出后 1 年内股价最大跌幅 $\geq 50\%$ 、前次所融资金未充分使用时推出新融资计划、已有投资者收益率低于市场平均收益率时推出新融资计划; F_2 维度只有 1 种表现形式:为达到再融资门槛而造假; F_3 维度包括 3 种表现形式:擅自改变再融资资金用途、利用再融资金发放股利、将再融资金用于证券、房地产等投资; F_4 维度包括 2 种表现形式:再融资计划推出前 1 年高管曾发放巨额薪酬、再融资后 2 年内高管加薪幅度 $\geq 10\%$ 。在此基础上,利用因子分析法评价调查量表的结构效度,即利用最大方差法进行因子旋转,对 12 种表现形式的评分进行因子分析,得到调查结果因子载荷,具体结果如表 6 所示。

表 6 上市公司再融资恶意表现形式因子载荷

F_1		F_2		F_3		F_4	
X_1	0.606	X_6	0.574	X_5	0.625	X_4	0.375
X_2	0.594			X_8	0.719	X_7	0.641
X_3	0.317			X_{10}	0.602		
X_9	0.833						
X_{11}	0.388						
X_{12}	0.612						

这 4 个公共因子共能解释总体方差的 58.62%,而这 4 个公共因子各自能够解释总体方差的 28.52%、4.89%、16.57% 和 8.65%。公因子 F_1 、 F_2 、 F_3 、 F_4 分别反映了投资者对上市公司再融资计划、融资过程、事后表现和高管行为等方面恶意形式认定的有效性。因为 4 个公共因子共能解释总体方差的 58.62%,而且绝大部分表现形式在相应的因子上有足够强度的负荷(大于等于 0.4),因此本文认为,调查结果具有较好的结构效度。

四、研究结论与政策意义

本从投资者角度对我国上市公司再融资恶意表现形式进行了问卷调查研究,研究结论如下:第一,从投资者视角看,上市公司再融资恶意主要有如表 2 所示的 12 种表现形式。第二,上述 12 种再融资恶意表现形式分属 7 个不同

的重要性层次,从高到低依次为:(2)、(5)→(6)→(1)、(3)、(7)→(4)、(9)→(12)→(8)、(11)→(10)。第三,在上述 12 种表现形式中,前 6 种是得到投资者公认的最重要的再融资恶意表现形式。

本文研究的政策意义在于:首先,调查投资者对上市公司再融资恶意表现形式的看法,有利于直接针对其认知判断和价值取向进行资本市场规制,这样的规制政策可以有的放矢地约束和规范上市公司的再融资行为,提振投资者信心,进而确保资本市场持续、健康和稳定地发展;其次,本文在调查基础上归纳出的 12 种再融资恶意表现形式可以极大地增强监管工作的可操作性,有利于解决长期以来因恶意再融资行为过于复杂、抽象和笼统而不易于监管的弊端;最后,本文的研究有利于证监部门分层次、分重点地开展再融资监管,从而抓住监管工作的主要矛盾和关键问题。

另外,需要说明的是:第一,本文利用问卷调查法所揭示的上市公司再融资恶意表现形式,本质上是一种实证发现,这些实证发现与经典财务理论一致还是相悖,限于篇幅,本文没有对此做进一步分析,这是本文之后我们计划另文单独分析并报告的内容;第二,我们是在 2008 年 11 月至 12 月做的调查,此时不仅正值我国股市熊市期,而且还处于全球性金融危机期,欠景气的宏观经济环境可能会使受访者在填写问卷时带有某些情绪甚至偏见,从而影响受访者的意思表达,进而可能对本文研究结论的可靠性产生相应影响。

参考文献:

- [1]齐寅峰,向冠春,黄福广等.我国企业融资行为的调查研究分析[J].中国会计评论,2005,(12):309—328.
- [2]陆正飞,辛宇.上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J].会计研究,1998,(8):34—37.
- [3]李悦,熊德华,张峥等.公司财务理论与公司财务行为——来自 167 家中国上市公司的证据[J].管理世界,2007,(11):108—118.
- [4]宋衍衡.二元股权结构下股权再融资的后果[J].中国会计评论,2005,3(2):377—380.
- [5]徐浩萍.二元股权结构下股权再融资的价值效应[J].中国会计评论,2005,3(2):329—342.
- [6]李康,杨兴军,杨雄.配股和增发的相关者利益分析和政策研究[J].经济研究,2003,(3):79—92.
- [7]刘晓春,欧阳智华.关于我国上市公司再融资问题的探讨[J].北方工业大学学报,2001,13(4):7—11.
- [8]刘天明.上市公司恶意再融资的动机、行为、结果分析及规范建议[J].经济问题探索,2005,(12):80—83.
- [9]王正位,赵冬青,朱武祥.再融资门槛无效吗?[J].管理世界,2006,(10):108—113.
- [10]Gitman L J, Forrester J R. A survey of capital budgeting techniques used by major U. S. firms[J]. Financial Management,1977,(6):66—71.

- [11]Graham J R, Harvey C R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field[J]. Journal of Financial Economics, 2001,60:187—243.
- [12]Keytack H O. When is a good time to refinance? [J]. Computers & Industrial Engineering,1986,11(1—4):114—118.
- [13]Lee P T, Rosenfield D B. When to refinance a mortgage:A dynamic programming approach[J]. European Journal of Operational Research, 2005,66(1):266—277.
- [14]Hans G, Till R. Emission taxes and optimal refunding schemes[J]. Journal of Public Economics,2004,88(3—4):713—725.
- [15]Murillo C. Debt financing:Does it boost or hurt firm performance in product markets? [J]. Journal of Financial Economics,2006,82(1):306—328.
- [16]Albert P, Shen M G. Refinancing and decentralization:Evidence from China [J]. Journal of Economic Behavior & Organization,2008,66(3—4):703—730.

Research on Malicious Forms of Refinancing of Listed Companies: From the Perspective of Investors

LI Jing-ming^{1,2}

(1. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China;
2.School of Management, Wuhan University of Science and Technology, Wuhan 430081, China)

Abstract: In recent years, malicious refinancing of listed companies is the focus issue during the development of capital markets. Thus, to research the malicious forms of refinancing of listed companies from the perspective of investors is undoubtedly of great significance. Based on a questionnaire, the paper concludes 12 kinds of malicious forms of refinancing which are approved by the majority of investors. Then it arrives at the conclusions that six kinds of forms are the typical manifestation of malicious behaviors, including the behavior of paying huge salaries to the executives within one year before issuing the refinancing plan. It is conducive to seize the investors' attention and interest demands, to carry out refinancing supervision of listed companies according to the different sub-levels and focus, as well as to regular the refinancing behavior of listed companies, and further to promote the healthy development of capital markets.

Key words: listed company; malicious refinancing; malicious form; financing motivation
(责任编辑 喜 雯)