股权再融资后的“双高”现象研究： 超额短期借款融资的视角

戴璐

(中央财经大学会计学院 北京 100081)

摘要：本文研究了中国上市公司股权再融资后奇特的双高现象，通过理论分析发现该现象难以用经典的资本结构理论解释，也鲜有类似的海外经验证据。基于中国转型经济特有的信贷制度和股权再融资的监管环境，本文分析两类制度对企业融资以及投资行为的交互影响，提出了超额短期借款行为的相关假说：在事前动机上，上市公司实际控制人私有利益驱动下为了满足扩张冲动和资金占用的需要，股权融资后短期借款不断增长出现“超额”；在事后效应上，因投资效益低下或经营业绩恶化造成短期借款“超额”。随后的实证分析支持了本文的主要假说，这一现象应成为重要的预警信号，引起债权银行和监管部门的关注。

关键词：股权再融资 双高现象 超额短期借款 信贷制度 治理机制

一、引言

1998-2003年期间中国资本市场上发生了股权再融资的公司中，有41家公司再融资期间及其后三年内至少两年出现短期借款和现金存量占总资产的比重同时超过20%，本文称之为股权再融资后的“双高”。经过进一步统计本文发现，股权再融资当年至随后两年内87个双高样本中有55个短期借款年增长超过20%。无法回避的问题是何股权融资后上市公司仍保持较高的短期杠杆，甚至急剧上升？表面上这符合资产与负债在期限结构上的匹配，或者是资本结构动态调整的需要，而考虑到高现金持有的机会成本和高短期杠杆的融资费用，长期出现这一财务安排就违背了公司价值最大化的理性选择，暗含着股东和债权人之间利益再分配的可能。目前海内外经验研究尚没有直接相关的研究证据，现实中长久以来也没有引起监管部门和债权银行必要的关注。虽然这一现象在资本市场不占多数，但是深入探究背后的制度驱动因素，有理论价值和现实借鉴意义。

通过回顾经典的资本结构理论，本文发现这一现象是难以直接解释的，其根源来自于中国转型经济环境中股权再融资和信贷制度对上市公司实际控制人行为选择的独特影响。在信贷制度方面，贷款短期化倾向非常明显，以国有垄断为主的商业银行却并未显著改善短期信贷的约束性，逆向选择的事件时有发生。而破产制度和控制权相机转移机制的外部阻力则进一步削弱了短期信贷应有的偿债压力，令企业面临的财务危机成本较低。在股票

市场的监管环境方面，股权再融资资格的刚性管制让上市公司在没有好的投资机会时借助盈余管理或机会主义重组也可能获取配股或增发机会，与此同时，对低效率使用募集资金以及虚假披露、资金占用等各种违法违规行为又缺乏足够及时、有效的惩罚。两类制度环境的转型经济烙印叠加在一起刺激了上市公司实际控制人侵害债权人和中小投资者利益的动机，本文认为，这对公司融资行为的重要影响是融资短视效应——最大化地调动上市公司的融资潜力到当期，不论实际的投资机会质量如何。于是，争取股权融资后继续扩大负债融资规模有满足实际控制人私有利益的可能，表现为用于扩张冲动甚至直接的资金占用。在谋求债务融资机会的过程中，没有政府保护、受制于信贷短期化倾向影响的一类上市公司，借助股权再融资带来的资金冲量效应，在实际控制人较强的私有利益驱动下有动机转而追求短期偿债能力的扩大化，直至短期借款明显超过正常经营活动占用资金的需要，本文称为超额短期借款融资行为。

股权再融资后超额短期借款的出现不仅存在事前动机，在事后效应上随着募集资金和短期负债被低效益的使用，公司自有现金流趋于恶化，对外部债务融资的依赖也进一步加强，超额短期借款又逐渐成为维系运营和掩盖私有利益侵占的工具。所以，股权再融资后持续的双高现象的背后可能潜藏着恶意融资动机。

经过联立方程模型检验，本文发现配股或增发后三年内双高公司的超额短期借款潜在地用于支持低效率的投资扩张、直接的资金占用以及弥补公司经营业绩恶化后的内部现金流亏空。这一研究发现对理解股权融资后上市公司的融资行为提供了新的线索，长久以来诸多实证研究关注于上市公司的股权融资偏好，探讨了各种驱动因素，也有不少文章分析了中国上市公司独特的融资顺序问题，如股权融资偏好先于债务融资，等等。本文的研究发现表明，在恶意融资动机下股权与债务融资并非替代关系，而是呈互补特征，即使在公司受到外部长期债务融资约束的情况下，仍然可能会用短期负债来调动上市公司的融资功能，以满足实际控制人获取更多可支配资金的欲望。而相比于公司实际控制人的动机，短期借款并没有发挥出经典的代理观所预期的约束作用，所以本文的研究结果有助于理论研究重新审视中国资本市场的贷款短期化倾向对银企双方带来的影响。最后也是更为重要的，股权融资的监管环境和信贷供给制度并非两个独立问题，本文通过分析发现募集资金使用方面的监管薄弱和短期信贷的软约束效应存在交互影响，这也是股权融资后公司债务融资需求反而放大的重要背景因素。由此，从现实借鉴意义上，改善资本市场治理环境、强化债权人治理角色，提高上市公司资金使用效率和控制银行不良贷款比例，不是彼此割裂的，不同职能的政府监管部门需要在监管法规、政策和机制上重视协同效应。

文章结构安排如下：第二部分进行文献回顾与理论探讨，第三部分将根据研究目标设定样本选择标准和主要研究变量；第四部分进行非参数分析和联立方程模型估计，最后得出主要结论。

二、理论探讨与假说的提出

（一）股权再融资后的短期债务融资行为

从权衡理论的角度，企业发行股票后的债务融资有两种可能：一是动态调整资本结构

的需要；二是发挥负债的治理作用，降低来自经理人的代理成本，特别在企业没有好的投资机会也进行股权再融资时。而股权再融资后立即发生的债务融资与顺序融资理论是相悖的。实际上，当企业没有好的投资项目而进行股权再融资时，股权融资后企业提高财务杠杆的融资行为是为了传递利好信号，还是为了进一步放松外部融资约束以支持低效率的投资，就取决于企业面临的代理冲突和债权人所扮演的角色。

对于股权融资后的短期债务融资特征，是否带有约束经理人的目的，值得探讨。传统的资本结构代理观认为短期债务比长期债务更使企业面临偿付本息的压力，迫使股东必须约束其偏好风险的动机，因此可以减轻投资不足（Myers, 1977）和资产替代问题（Jensen, 1986）。但是短期债务融资能否同时解决投资不足和投资过度问题，遭到一些研究者的质疑。在经验证据上，Parrino和Weisbach（1999）验证了期限越长的负债，股东与债权人冲突越严重，代理成本越高。而Stohs和Mauer（1996）的实证结果没有支持负债期限结构与投资机会之间的显著负相关关系。

针对中国资本市场，陈宛（2004）研究了中国上市公司配股后的债务融资行为，发现1998—2000年359家配股公司大多数资产负债率在配股后1—2年内恢复到配股前的水平，配股后两年内全样本平均资产负债率超过配股前水平。作者指出配股后债务融资变化有三类原因：一是企业通过配股偿还部分债务，优化资本结构；二是企业配股前后保持一贯的财务策略，通过增加借款以回到配股前的资本结构水平；三是企业没有目标资本结构，借配股的良好契机增加借款力度，实现持续“圈钱”目的。不过，配股后究竟是哪些债务融资导致财务杠杆上升，没有在这篇研究中给出进一步的解答。

（二）中国资本市场股权再融资环境与信贷制度特征对公司融资行为的影响

1、信贷制度环境对公司债务融资行为的影响

转型经济和新兴市场的制度特征对债务融资市场的一个重要影响是债务短期化倾向。Fan, Titman和Twite（2004）对39个发达国家和发展中国家公司资本结构及债务期限结构进行研究，发现经济越落后、法律保护越差、相关制度建设越不完美的国家，公司杠杆越高、债务期限越短。针对中国这样的转型经济体，贷款短期化倾向同样存在。Chen（2004）发现，中国上市公司的融资选择与发达国家企业的显著差异在于，中国的公司在债务融资上以短期为主，长期债务融资受到很大约束。孙铮、刘凤委和李增泉（2004）则研究表明，市场化程度高的地区公司长期债务比例较低，他们认为在这些地区政府放松了对企业和银行的控制，由于缺乏完善的司法体系保护债权人的利益，“短债长借”成为一种可能的替代机制。除此之外，中国的贷款短期化倾向也部分源于宏观经济的周期性影响。2000至2004年宏观经济出现了明显的流动性过剩，在现有的货币管理体制下商业银行存贷差不断扩大加大了信贷投放的压力。而在企业信用状况仍有待改善的市场环境中，为了实现放贷与风险的平衡，尽量缩短贷款期限成为一种可供选择的折衷策略——在没有受到政府干预的情况下。

但是，中国目前以国有垄断银行为主体的信贷供给方，能否借助于贷款短期化来有效约束企业行为、保护债权银行的合法权益？戴璐、汤谷良（2007）认为，与经典理论假设的债权人不同，中国的国有银行有潜在的政府信用注入，国有垄断的市场地位和对政府保护的预期会降低银行信贷投放时的监督动力，由此增加银行在贷款订约前逆向选择的概率。信贷供给主体的上述特征限制了债务融资、特别是短期信贷对企业投资行为的约束力。程建伟（2007）也分析指出，在商业化改革逐步加强之后，风险防范的现实需求使得国内

银行采取了融资歧视政策，对长期贷款的审查相对严格，对短期贷款却仍较为宽松。高雷、何少华等（2006）则通过实证研究发现，短期债务比率同大股东的资金侵占有显著的正相关关系，特别是对受国家控制的上市公司，银行债务比率与资金侵占显著正相关。除了体制掣肘，阻碍短期信贷治理角色的外部因素，一方面来自于政府对商业信贷供给的管制较多，包括利率区间、存贷款比例以及长期贷款比重等诸多限制；另一方面在法律保护和市场监管不足的情况下，债权人事后控制违约风险的能力受到很大制约，从而降低了融资方实际负担的财务困境成本。

信贷制度环境的上述特征对企业的债务融资行为产生了深远影响。本文认为，信贷银行对短期贷款的风险控制弱于长期贷款，企业的短期债务融资需求弹性会被放大，特别是没有政府支持、受到长期债务融资约束^①的情况下，借助短期贷款滚动融资，企业既可达到变相长期使用的目的，又可以控制融资成本和规避外部融资约束。

2、股权再融资后的超额短期借款动机与假说的提出

按照期限匹配理论的预期，股权再融资后随着公司投资规模的扩大，流动性资产占用资金也随之增多，短期借款可能与之保持同步增长的结构。然而，戴璐、汤谷良（2007）借助双案例研究发现两家上市公司均存在用短期借款满足非募集项目低效益投资的倾向，其中一家案例公司还发生在配股之后，反映出股权再融资后上市公司的高短期负债不完全是由于投资规模增长带来的引致性融资，相反在公司实际控制人扩张冲动影响下出现低效率的募集资金使用和短贷长投并存的财务安排。为区别随公司规模扩大而正常增长的短期负债，本文将超过正常经营活动资金需求的短期借款称为超额短期借款。

股权再融资后的超额短期借款行为，在事前效应上一方面与前文所述短期信贷供给软约束放大企业的需求弹性有关，另一方面与资本市场的治理环境薄弱、实际控制人追逐私有利益的倾向较强有关。股票市场上低效率使用甚至直接占用募集资金、虚假披露等事件频繁发生，上市公司和实际控制人却较少付出市场准入方面的沉重代价。那么，两类制度环境的叠加影响会提高超额短期借款融资满足私有利益的可能。特别是股权再融资显著增加了公司的现金持有量，如果上市公司缺乏好的投资机会、募集资金使用进度不快，报表上的现金持有比重没有快速滑落，反而利于在再融资后持续增加短期负债；短期信贷审核的相对宽松也降低了超额负债的实际操作难度。

而在事后效应上，随着配股或增发后受到私有利益侵占影响的公司内部现金流的再生能力不断下滑，对银行贷款的需求也将进一步增加。当政府保护较少时，再融资后投资效率较差的上市公司受制于银行的信心不足以及股权融资直接用于弥补流动资金的比例限制，只能更多依靠短期贷款缓解公司内部资金缺乏，那么财务杠杆的持续负效应也会导致借新还旧的恶性循环和超额短期借款的出现。

股权再融资和短期债务融资的双重软约束降低了投资效率的同时，也对上市公司的现金持有行为产生如下影响：一是短期内企业的股权资金如果闲置、用于满足未来的私有利益，则期末将出现大量现金囤积——所谓的高现金持有；二是随着股权资金逐渐用于投资或被侵占，公司不得不依靠短期借款获得新的现金流入，成为双高现象后期的主要现金来源。由此，本文预期股权再融资后“双高”现象得以持续、短期借款没有下降的背后是超额短期借款的长期存在，用于支持低效率的投资扩张、直接的资金占用或经营业绩恶化引

^①除了长期信贷受到银行的约束，长期债券市场也受到政府的严格管制。

发的借新还旧，本文称为持续低效益的债务融资倾向。

三、研究设计与样本特征

(一) 样本选择

本文将中国A股上市公司两年以上出现短期借款和现金存量占期末总资产的比重同时超过20%，并高于行业平均水平界定为“双高”现象，根据研究目标对1998-2003年期间发生了股权再融资且再融资期间及其后三年内存在的“双高”现象作为主要研究样本。之所以选择这一研究期间，一是考虑到这段期间中国资本市场的配股和增发融资相对繁荣^①，为本文的研究提供了足够多的可观察样本；二是同一时期中国主要的国有商业银行经历了股份制改造，政府对国有银行的大量不良贷款提供了救助，并对新增不良贷款指标加强了监管，流动性过剩问题也逐步明显，信贷市场环境发生了显著变化；三是研究所需的现金流量表数据自1998年之后才可取得。此外，为了保证数据的可比性，样本中不含金融业和已退市的上市公司。由此取得1998-2003年度股权再融资期间及其后三年内存在的双高样本共113个，随后简称为受股权融资影响的双高样本。

为控制股权再融资因素带来的影响，本文选择了同一时期经历股权再融资但是没有双高问题出现的公司作配对比较，下文将后者称为非“双高”样本。在此要求配对样本须与双高公司处于同一产业、再融资发生于同一年度且再融资当期总资产规模最接近^②，由此获得具有产业、时期可比性的等容量非双高样本113个。

(二) 研究变量

1、超额短期借款程度

对超额短期借款迹象的判别为，公司期末短期借款与非现金性流动资产未被其他流动负债涵盖的部分之比超过110%。即：

$$\frac{\text{短期借款}}{\text{流动资产} - \text{货币资金} - (\text{流动负债} - \text{短期借款})} \geq 110\% \quad \text{定义式(1)}$$

在运用如上标准时，将对流动资产中的应收、应付项目剔除掉大股东资金占用部分，并将不等式的左端随后用于超额短期借款程度的度量。在样本选择的经济含义上，考虑到一个可持续经营的公司正常的流动比率通常在2左右，即使公司流动资产中的非现金部分全部要依赖流动负债来解决（即不考虑经营活动现金逐步流入对运营资本可带来的增量贡献），再扣除可用其他流动负债可供融资的部分，如果短期借款仍然超过了剩余非现金性流动资产资金占用的110%，则意味着短期借款已经远远超过了正常运营资本需要的筹资金额。所以，在对超额短期借款的界定中，本文采用了比较稳健的方法和临界值以筛选出那些具有明显特征的超额短期借款样本。

2、实际控制人私有收益的度量

根据研究需要，本文度量大股东私有收益时采用经验研究中的常见方法——借助关联

^①2003年之后受制于股权分置改革的规划，再融资市场一度近于停滞。

^②按照中国证监会颁布的行业分类，第一位产业代码相同的归为一类产业，其中第一位产业代码为C时，取前两位，按照相同的归为一类。

交易和主要的资金往来项目计算大股东占用上市公司资金的程度：

$$\text{资金占用} = \frac{\text{应收账款} - \text{应付账款} - \text{预收账款} + \text{预付账款} + \text{其他应收款} - \text{其他应付款}}{\text{期初总资产}}$$

注：其中关联交易以国泰安数据库的披露为基础统计。

其他主要研究变量具体定义详见表1。

表 1 变量定义与说明

变量	定义与说明
Sm	期末短期借款占期初总资产比重
Lm	期末长期借款占期初总资产比重
Overm	超额短期借款程度
Ocashm	经营活动现金净流入占期初总资产比重
Roam	资产报酬率 = EBIT / (期末总资产 + 期初总资产) / 2
Invm	投资活动现金流入与下期投资活动现金流出之比
Grwm	投资活动现金流出增长率
Gtoam	固定资产、长期股权投资和无形资产的合计增长率
Cashrm	货币资金占期初总资产比重
Pslm	上市公司母公司报表短期借款占合并报表期初总资产比重
Sizm	期初总资产的自然对数
Ocash_c	经营活动现金净流入占期末现金资产的比重
Shdin_fd	借款取得的现金流入占融资活动现金净流入的比重
shind_cd	借款取得的现金流入与期末现金资产的比率
Eqtwinn	股权再融资相对窗口，股权再融资当年取 0，再融资后第一年取 1，再融资后第二年取 2，再融资后第三年取 3
Largest	最大股东持股比例
Real_con	最大股东的股权性质，国家股取 1，国有法人股取 2，民营法人股或个人取 3，外资股取 4
GAP1_2	指公司前两大股东持股比例差距
Tunnel	指大股东的资金占用，定义见前

注：在样本界定时对短期借款比重、现金资产比重以期末总资产为基础计算，以保证经济含义，在下文进行统计分析时对上述两指标将遵照表1中定义；上市公司母公司短期借款取自Wind资讯数据库。

四、检验与分析

(一) 非参数分析

1、股权再融资影响下的双高样本与非双高样本比较

在此首先调查了超额短期借款现象的代表性，统计表明符合超额短期借款界定的样本占受股权融资影响的双高总体达75%，说明采用这一视角深入探究是有意义的。表2就受股权融资影响的双高样本与非双高样本在融资结构、投资增长和经营业绩等方面进行了比较。为了控制行业因素，本文对主要指标均调整了行业中位数，并剔除1%和99%分位数后再作组间比较^①。

由表2可见，股权再融资起至随后三年内两组样本在公司规模上没有显著差异，反映出比较样本的选择总体是合适的。股权再融资当年至随后第三年，在短期借款比重、超额短期借款程度上，双高样本均高于行业平均水平和比较样本；在投资增长上股权再融资后最初两年双高样本也显著高于比较样本。但是投资现金流入对下期投资支出的满足程度在两组样本间出现了相反的差距——双高样本一直低于比较样本。在ROA和经营现金净流入占期初总资产比重上，双高样本于股权再融资后第一、二年显著低于非双高样本，在股权再融资第三年两类样本的差距仍然存在，不过不显著。长期借款比重自再融资当年至随后两年双高样本显著低于非双高样本。

从融资活动的具体来源来看，股权再融资当年无疑是尚未使用的募集资金对现金资产的增长带来了冲量效应，而股权再融资后持续存在的高现金和高短期借款并存，意味着短期借款扮演了重要角色。从表2 可以获得相应的佐证：借款取得的现金流入占期末现金资产的比重方面，双高样本自股权再融资当期一直显著高于行业平均水平和非双高样本，借款现金流入占融资活动净现金流的比重除了股权再融资当年由于大量新增募集资金导致相对较低外，在股权再融资之后三年内，双高样本明显高于同业平均水平和比较样本。所以股权再融资的双高公司再融资后短期借款是重要资金来源。

表 2 非参数分析

年度	样本 分组	Sm	Lm	Overm	Ocashm	Roam	Gtoam	Sizm	Shdin_f d	shind_c d	Invm
再融 资 当 年	0	-3.01% ^{**} *	0.75% ^{***}	-0.07%	0.04%	0.45% ^{***}	22.36% [*] **	26.58% [*] **	-40.07% ***	-23.51% **	-4.14%
	1	7.30% ^{***}	-0.01%	74.58% [*] **	-0.73%	0.20% ^{**}	29.44% [*] **	12.35% [*]	-30.13% ***	12.03% [*] *	-4.33%
	组间 比较	<1%	1.17%	<1%	7.79%	20.09%	7.84%	12.87%	1.39%	<1%	50%

^① 考虑到样本容量的限制，在此主要集中关注于中位数的检验结果。

续表 2

年度	样本 分组	Sm	Lm	Overm	Ocashm	Roam	Gtoam	Sizm	Shdin_f d	shind_c d	Invm
再融 资后 第一 年	0	-1.41%** *	0.99%***	-3.52%	0.18%*	0.31%**	2.50%*	35.85%* **	0.00%	0.00%	9.12%**
	1	13.44%* **	-0.10%	78.48%* **	-1.19%**	0.13%	6.96%***	23.35%* **	13.05%* *	10.51%* **	-0.02% **
	组间 比较	<1%	2.37%	<1%	4.46%	2.62%	1.56%	19.77%	3.13%	4.27%	7.45%
再融 资后 第二 年	0	-0.21%	1.39%***	0.47%*	0.11%*	0.21%*	0.45%	37.27%* **	0.05%	3.57%	2.62%**
	1	13.79%* **	0.72%*	77.82%* **	-1.18%*	0.03%	4.07%**	29.95%* **	11.34%* **	22.53%* **	-1.00% **
	组间 比较	<1%	3.95%	<1%	9.16%	10.01%	6.87%	28.18%	8.3%	3.46%	0.45%
再融 资后 第三 年	0	0.00%	1.09%***	1.44%	0.00%	0.04%	-1.87%	33.41%* **	0.02%	2.03%	5.37%***
	1	16.15%* **	0.21%**	79.83%* **	-0.28%	-0.06%	-1.05%	30.98%* **	0.12%* *	22.76%* **	0.71%
	组间 比较	<1%	11.13%	<1%	49.47%	38.4%	26.44%	38.4%	13.59%	4.33%	<1%

注：在样本分组中0代表非双高样本，1代表双高样本；组间比较反映的是两类样本中位数比较Wilcoxon秩和检验的概率。

(二) 回归分析

1、联立性检验

以理论分析部分的预期为基础，本文研究股权再融资和信贷制度环境对双高现象的影响。从经济含义来看超额短期借款的融资行为、投资扩张速度和经营绩效等几方面变量存在相互影响，为了减弱内生性问题需要使用联立方程技术进行参数估计。在统计意义上，本文先采用Hausman检验法检验投资增长和经营绩效是否为内生变量，具体选择的工具变量有短期借款比重、长期借款比重、经营活动现金流、Invp、投资活动现金流出的增长率以及资产规模。借助于SAS系统可直接比较普通最小二乘法与三阶最小二乘法的检验差异。表3的检验结果表明，超额短期借款程度与投资增长和经营业绩存在内生关系，采用三阶最小二乘获得的估计结果显著优于普通最小二乘得到的结果。以此为基础，本文接下来将根据前文理论探讨和预期构造联立方程模型。

表 3 Hausman 检验结果

Hausman's Specification Test Results				
Comparing	To	DF	Statistic	Pr > ChiSq
OLS	3SLS	17	28.44	0.0401

2、联立方程模型的估计

在联立方程模型的估计方法上，本文将采用三阶段最小二乘法。为克服产业因素影响，与非参数分析一致，本文对主要研究变量调整了行业中位数。在联立方程模型的创建中，先针对股权再融资影响下的双高与非双高样本进行分析（见表4）。为控制股权收购和新公司纳入合并报表直接导致短期借款上升，本文将样本公司合并报表前属于母公司报表上^①的短期借款比重（见表1的变量定义）纳入到超额短期借款方程中。

由表4模型1的回归结果可见，双高样本比非双高样本在5%的水平下有显著更多的超额短期借款，投资增长在双高样本中与超额短期借款程度显著正相关。值得注意的是，上市公司母公司报表上的短期借款比重也正相关，这意味着超额短期借款的发生中有显著的部分是由上市公司直接负担融资的。在其他影响因素方面，模型1的检验结果显示，滞后一期以及当期经营业绩同超额短期借款程度显著负相关，大股东资金侵占、大股东持股比例显著正相关，长期借款比重负相关（不显著）。在事后效应方面，经营业绩方程的估计结果表明超额短期借款以及上一期投资支出均产生显著为负的影响；股权融资后随着时间推移，公司经营业绩趋于下滑（股权融资相对年度窗口显著为负）。

三个方程的检验结果与前文的理论探讨是一致的，超额短期借款存在两类原因：一是用于私有利益侵占的事前动机；二是随着公司内部再生现金流的能力下滑，在长期债务融资约束下不得不通过持续新增短期借款来维系运营资金需要。那么自股权再融资当期至随后三年内，具有超额短期借款的公司潜存着这样一种恶性循环：一方面在现有信用制度环境的影响下，超过正常经营活动资金占用需要的短期借款没有促使上市公司提高投资效率、改善经营管理；另一方面，经营活动现金流再生能力的不足，也增加了公司对外部债务融资的依赖。

表 4 联立方程模型及三阶最小二乘估计结果

参 数 估 计 变 量	模 型	模型 1：基于双高与非双高样本			模型 2：基于双高与非双高样本		
		Overm	Gtoam	Roam	Overm	Grwm	Ocashm
Intercept		-1.139	0.319	0.013	-0.082*	-0.117	0.005
Sample1 ^①		1.512**	0.297*	-0.041*	1.274*	0.146*	-0.069
Overm			0.516	-0.16*		0.038	-0.127*
S_over ^②			0.470*	-0.11*		0.055**	-0.413*
Lm		-0.447	0.353	0.01	-0.181*	0.937	-0.195
Gtoam		0.540		-0.012** ^③			
S_Gta ^④		2.862**					
Grwm					0.891		0.143 ^③

^①此处母公司为合并报表概念，是指未包含上市公司符合合并范围的子（孙）公司之前的财务报表，而非指上市公司的母公司。

续表 4

参 数 变 量	模 型 估 计	模型 1: 基于双高与非双高样本			模型 2: 基于双高与非双高样本		
		Overm	Gtoam	Roam	Overm	Grwm	Ocashm
S_Grw④					2.237*		
Roamt-1		-3.424***					
Roamt		-1.558**					
Ocashm t-1					-1.720**		
Ocashm t					-0.346*		
Tunnel		0.711*		-0.049*	0.079*		-0.025*
Ocash_c			0.049			-0.081	
Pslm			0.075*			0.304*	-0.58**
Sizm		2.386**		-0.053	0.045	0.068	0.011
Eqtwin		0.778*	-0.146	-0.18*	0.194*	-0.003	-0.745***
Real_con		0.30	-0.017	0.002			
Largest		1.186**	0.052	-0.012			
GAPI_2					0.450*	-0.019	-0.001
F 检验		3.61***	3.94***	5.49***	4.36***	4.04***	2.76***
Adj R-sq		0.116	0.108	0.170	0.144	0.111	0.074

注：① Sample1取值为1代表受股权再融资影响的双高样本，取值为0代表同期发生股权再融资的非双高样本；②S_over是Sample1与超额短期借款程度的交乘项；③此处的投资增长采用的是滞后一期数据；④S_Gta是Sample1与投资增长率指标Gtoam的交乘项；S_Grw是Sample1与投资增长率指标Grwm的交乘项。

为了增强检验结果的稳健性，本文对投资增长以投资活动的现金流出增长替代原来的三项资产增长率，^①对经营业绩以经营活动现金流绩效替代ROA，对大股东持股比例替换以公司前两大股东的持股差距，估计结果详见表4模型2。该模型的统计分析表明，依据表4模型1获得的主要结论没有被推翻。不过与之前的检验结果不尽相同的是，长期借款同超额短期借款程度的负相关开始变得显著，经营活动现金流量占期初总资产的比重在双高与非双高样本间不再显著。

在余下的稳健性测试中本文又将超额短期借款替换为短期杠杆增长率，结果在双高样本与非双高样本的区分中，代表样本属性的哑变量与投资增长的交乘项不再显著，^②本文认为主要是由于双高样本长期出现高短期负债的情况下，短期借款存量的增长率逐渐下降

^①需要指出，以投资活动现金流出的增长反映投资扩张速度存在向下有偏问题，特别对涉及较多非现金资产的投资或大规模股权并购交易。

^②这一问题并非本文主要研究变量，对稳健性测试中的该补充回归结果不再列示。

或没有明显变化，这也说明采用超额短期借款的视角对发现问题是有益的。

为增强事前因素对超额短期借款影响的检验可靠性，本文从全体双高样本中筛选出有明显扩张迹象且没有在配股或增发后两年内出现经营现金流下滑的公司，称为投资扩张子样本。具体选择标准是：（1）股权再融资当年及其后两年内长期股权投资、固定资产和无形资产三项合计增长连续两年超过20%；（2）剔除满足第一条标准中有经营现金流下滑的情况，在此对公司经营现金流下滑的界定是股权再融资当期至随后两年内经营活动现金流的亏空占当期总资产比重超过10%或经营活动现金流占总资产比重连续两年下降超过20%或单期下降超过40%。^①按照以上样本分类标准，共获得1998-2003年期间经历股权再融资的双高样本中属于投资扩张型的样本51个，并按照前一部分选取配对样本的标准得到等容量的非双高样本。

表 5 稳健性测试

参数 估计 变 量	模 型	模型 3 于双高与非双高样本		
		Overm	Gtoam	Roam
Intercept		-0.26	0.114	0.021
Sample1		0.892**	1.27*	-0.008
Overm			0.403*	
S_over			0.992***	-0.169***
Gtoam		0.811		-0.130* ^②
S_Gta		1.044**		
Lm		-0.392	0.77	0.005
Roamt-1		-0.460*		
Roamt		-0.728**		
Tunnel		0.031*		-0.029**
Eqtwin		0.154*	-0.066	-0.095*
Ocash_c			0.089	
Sizm		0.616**		-0.001
GAP1_2		0.974*	0.123	-0.040
F 检验		4.09***	3.98***	3.22***
Adj R-sq		0.234	0.191	0.150

注：① Sample1、S_over、S_Gta的定义同模型1、2；②此处的投资增长采用的是滞后一期数据。

由表5的模型3可见，在投资扩张较快的双高公司群体中，投资增长与超额短期借款程

^①经营现金流的下滑标准是不一而足的，为了控制经营业绩恶化因素带来的超额短期借款，本文尽量将业绩下滑的标准控制得更为严格，以确保获得相对可靠的子样本及其分析结果。

度呈显著正相关。另外，滞后一期的经营业绩仍然显著为负；经营业绩方程也表明上一期的投资支出在短期内有负效应。这进一步支持了前文的理论预期：较差的经营业绩不仅直接增加了公司对外部债务融资的依赖，而且低效益状态下取得的新增短期借款也对投资扩张和资金侵占有显著的支持效应，说明新增短期借款没有强化公司面临的外部压力，相反成为满足或掩盖上市公司实际控制人牟取私有利益的融资工具。

五、结 论

本文集中关注于股权再融资后双高现象的动机和制度驱动因素，借助于联立方程模型检验发现，在中国特有的信贷制度环境与股权再融资监管薄弱的交互影响下，贷款短期化倾向没有发挥出经典理论所预期的治理作用，股权再融资后持续出现“双高”结构的背后，实质是恶意融资动机和超额短期借款行为，包括事前用于支持低效率的投资扩张或利益侵占，以及事后公司经营业绩恶化后不得不通过新增短期借款来维系运营资金需求和掩盖利益侵占行为。而信贷软约束和双高问题最终将在违约风险彻底爆发后结束。本文的研究对理解股权融资偏好下的后续融资行为以及再融资后一些公司为何业绩下降，提供了新的探索视角；对在特有的转型经济环境中重新认识短期杠杆的治理角色也有一定的启发。

从现实借鉴意义来看，双高现象应成为重要的预警信号，特别是股权融资后上市公司快速提高短期借款的行为，应引起信贷银行必要的关注。对证券市场的监管而言，应对滥用募集资金和虚假信息披露给予更为及时、严格的惩罚。

参考文献：

1. 陈宛.《上市公司配股后债务融资行为与资本结构选择》[D], 清华大学硕士毕业论文, 2004年。
2. 程建伟.《上市公司债务短期化问题研究》[J], 《经济理论与经济管理》2007年第5期。
3. 戴璐、汤谷良.《长期“双高”现象之迷：债务融资制度环境与大股东特征的影响》[J], 《管理世界》2007年第8期。
4. 高雷、何少华、仪垂林.《国家控制、政府干预、银行债务与资金侵占》[J], 《金融研究》2006年第6期。
5. 孙铮、刘凤委和李增泉.《市场化程度、政府干预与企业债务期限结构》[J], 《经济研究》2005年第5期。
6. Fan, P.H., Titman, S., Twite, G. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices, 2004: working paper.
7. Myers S.C. Determinants of Corporate Borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5:147-175.
8. Parrino, R., Weisbach., M.S. Measuring Investment Distortions Arising from Stockholder-bondholder Conflicts [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53 (1) : 3-42.
9. Stohs,M.H., Mauer, D.C. The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure [J].Journal of Business, 1996, 69: 279-312.

(L)