



金融发展研究
Journal of Financial Development Research
ISSN 1674-2265, CN 37-1462/F

《金融发展研究》网络首发论文

题目: “股权再融资绩效下降之谜”——基于上市公司定向融资的再分析
作者: 吕峻, 李莎
DOI: 10.19647/j.cnki.37-1462/f.2025.04.001
收稿日期: 2025-03-12
网络首发日期: 2025-05-09
引用格式: 吕峻, 李莎. “股权再融资绩效下降之谜”——基于上市公司定向融资的再分析[J/OL]. 金融发展研究. <https://doi.org/10.19647/j.cnki.37-1462/f.2025.04.001>



网络首发: 在编辑部工作流程中, 稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定, 且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式(包括网络呈现版式)排版后的稿件, 可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定; 学术研究成果具有创新性、科学性和先进性, 符合编辑部对刊文的录用要求, 不存在学术不端行为及其他侵权行为; 稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准, 正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性, 录用定稿一经发布, 不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容, 只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

出版确认: 纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊(光盘版)》电子杂志社有限公司签约, 在《中国学术期刊(网络版)》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版, 以单篇或整期出版形式, 在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊(网络版)》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物(ISSN 2096-4188, CN 11-6037/Z), 所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

“股权再融资绩效下降之谜” ——基于上市公司定向融资的再分析

吕峻^{1,2} 李莎³

- (1. 中国社会科学院数量经济与技术经济研究所, 北京 100732;
2. 中国社会科学院项目评估与战略规划研究咨询中心 北京 100732;
3. 中国社会科学院大学应用经济学院, 北京 102401)

摘要：本研究基于2013—2023年沪深证券交易所非金融类上市公司的面板数据，运用双重差分模型和事件研究法对“股权再融资绩效下降之谜”进行了系统性再检验。实证研究发现：上市公司在实施股权再融资后确实存在显著的绩效下滑现象，且这种负向效应具有持续性，在融资后第五年仍未明显减弱；通过分时段稳健性检验发现，自2019年再融资政策放宽以来，融资企业的绩效下降趋势更加显著；机制检验表明，股权再融资后双重代理成本同步上升是企业绩效下降的主要原因；异质性分析显示，较高的控股股东持股比例、机构投资者持股比例以及国有产权属性能够有效缓解再融资的负面经济效应，而较高的管理层持股比例则会加剧这一效应。研究结论为当前经济新常态下优化资本市场融资功能、支持实体经济发展和实施创新驱动发展战略提供了重要的政策启示。

关键词：股权再融资；治理机制；事件分析法；代理成本；资本市场

中图分类号：F830.91 **文献标识码：**A **文章编号：**1674-2265 (2025) 04-0003-12

DOI：10.19647/j.cnki.37-1462/f.2025.04.001

一、引言

资本市场融资功能的发挥主要表现为企业首次公开募股（IPO）和股权再融资两种方式。但是，社会各方对IPO的关注度远超股权再融资。从近年来资本市场的发展来看，股权再融资的数量和融资金额在多数年份中超过IPO（见图1），股权再融资对资本市场融资功能发挥的作用并不亚于IPO。那么，股权再融资是否通过支持企业融资有效促进了企业的发展？特别是在当前经济环境下，资本市场支持经济发展的作用日益受到重视的背景下，这一问题值得学术界持续关注并进行分析。

许多研究都发现股权再融资之后企业业绩会下降。学术界一般将此种现象称为“股权再融资绩效下降之谜”（Loughran和Ritter, 1995）^[1]。根据Loughran和Ritter（1997）^[2]、罗琦等（2018）^[3]等的总结，出现这种现象的原因有三种理论解释：一是盈余管理假说。该假说认为公司为了达到再融资门槛或者最大化融资规模和吸引投资者，会通过盈余管理提升融资前盈利水平。由于通过财务手段提升的盈利不可持续，公司在融资后业绩会出现下滑（罗琦等, 2018; 徐寿福和龚仰树, 2011）^[3, 4]。二是市场时机假说。该假说认为公司选择股价普遍高估的机会窗口进行股权再融资

收稿日期：2025-03-12

基金项目：国家社会科学基金重大项目“人工智能技术变革对我国经济社会发展的影响及对策研究”（24&ZD049）；中国社会科学院重大国情调研项目“新形势下民营中小型科技企业投融资状况调研”（2024GQZD007）。

作者简介：吕峻，中国社会科学院数量经济与技术经济研究所，中国社会科学院项目评估与战略规划研究咨询中心，研究员，研究方向为企业财务和公司金融；李莎，中国社会科学院大学应用经济学院，研究方向为公司金融与估值。

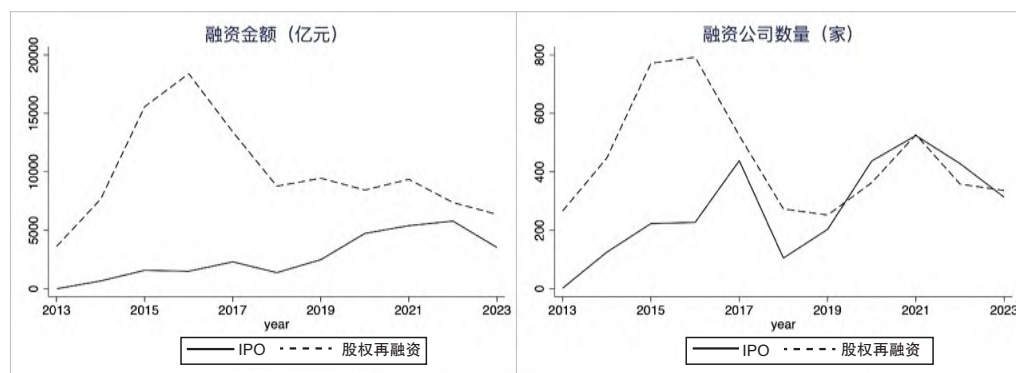


图1：2013—2023年我国A股上市公司融资概况

以获得更高的发行价格和更大的融资规模。融资完成后投资者逐渐认识到公司的真实价值，市场情绪向理性回归，从而引起公司股票的收益率下降（Bayless和Jay，2011；黄晓薇等，2014；王振山和王秉阳，2017）^[5-7]。三是募集资金滥用假说。该假说认为公司股权再融资后，公司控制人或管理层可操控的现金资源大幅增加，他们为了自身利益，有动机通过利益输送或者增加在职消费等方式“掏空”上市公司，从而导致融资后业绩下降（徐寿福和龚仰树，2011；宋衍蘅，2008；王帅旗等，2023）^[4,8,9]。

对于上述三种理论解释，贯穿其中的共同点是信息不对称和（或）委托代理问题导致的代理冲突。从逻辑上来说，上述三种解释非完全的并列关系，盈余管理假说和市场时机假说主要关注上市公司再融资的动机和手段，募集资金滥用假说主要聚焦再融资对企业绩效的影响机制。单纯的盈余管理对公司财务绩效的影响可以通过加入控制变量或者延长研究周期予以消除。市场时机假说更多是从市场收益的角度解释再融资的经济效应。上市公司无论利用盈余管理还是利用市场时机进行股权再融资，都是为了以低成本募集尽可能多的资金。滥用募集资金应该是融资后上市公司长期财务绩效下降的主因。上市公司盈余管理或者择时动机越强，说明公司的治理缺陷越大，资金被滥用的概率越高，再融资后绩效下降程度应该越深，这一现象已经得到上述文献的证实。因此，三种假说的理论基础相同，即上市公司再融资后财务绩效的下降主要由公司代理问题引起。代理问题会产生两类代理成本：一类成本是股东和管理层之间的代理成本，另一类是大股东和中小股东之间的代理成本。从已有文献来看，因为大股东对公司投融资决策有决定权，多数文献对于资金的滥用主要基于大小股东之间的代理冲突进行分析，较少有文献基于股东与管理层之间的

代理冲突进行分析。同时，由于多数相关研究采用的数据时间较早，大多采用了单重差分法且研究期间偏短，研究结果的稳健性需要进一步验证。

另外，虽然已有文献普遍认为再融资之后公司财务绩效会出现下降，但仍有少数研究认为定向股权再融资可以通过引入机构投资者改善治理结构（张博等，2019；刘娥平和关静怡，2018）^[10,11]。既然融资后财务绩效的变化与代理问题紧密相关，那么旨在降低代理冲突的治理机制可能对再融资的该项经济效应具有调节效应，这方面的研究当前相对较少。

最后，就我国资本市场来说，上市公司再融资受到监管机构的规制，融资政策发生了多次变化，关于政策变化（特别是实施注册制）是否影响再融资的该项经济后果，这方面的研究尚处于空白。因此，采用最新的数据更加系统和深入地分析“股权再融资后绩效下降之谜”，有利于厘清上市公司热衷于股权再融资的动机，为我国资本市场改革提供借鉴和启示。

本文将根据2013—2023年在沪深证券交易所上市的非金融类公司样本，研究这一时期上市公司的主要再融资方式——定向再融资对企业财务绩效的影响。本文的边际贡献在于：第一，从委托代理角度更加系统地分析了股权再融资对企业绩效的影响机制及异质性影响。第二，采用了较长数据期间和更加合理的实证模型，研究结果更加稳健^①。第三，分时间段分析了样本企业股权再融资对企业绩效的影响差异，有助于了解股权再融资政策变化和经济环境变化对股权再融资经济后果的影响。第四，研究结果对于优化资本市场融资功能，更好地促进实体经济发展和国家创新驱动发展战略实施有借鉴意义。

二、理论分析与研究假设

按照传统资本结构的MM理论，在完美资本市场中，所有权和经营权统一的公司绩效（或价值）只由

公司资产质量决定,与公司资本结构无关。但在现实世界中,资本市场并不完美(有税收和融资摩擦),而且公司的所有权和经营权相分离,融资方式除会通过影响税收和融资成本影响公司绩效之外,也会通过影响代理成本影响公司绩效。下面分别从两类代理成本的角度分析股权再融资对公司绩效的影响。

(一) 提高股东与管理层之间的代理成本

股东与管理层之间的代理成本源于公司所有权和经营权的分离。一般来说,公司股东目标是公司价值最大化,而管理层目标是自身利益最大化。由于两者之间存在信息不对称,管理层(代理人)可能会为了追求自身利益而偏离股东(委托人)价值最大化的目标,损害公司的长期发展利益(Jensen, 1986; 罗付岩和沈中华, 2013)^[12, 13]。虽然公司重要的投融资决策需要股东大会的批准,但作为公司日常管理者的管理层有能力影响公司投融资方案,并具体执行投融资方案。股权再融资之后,因公司的负债率下降,融资约束减轻,现金资源增加,容易诱发管理层更强的自利动机,从而提升公司代理成本。具体来说,管理层可能会利用其职务权力,将更多公司的资源用于非必要的职务消费,如配备豪华专车、获取优越的工作环境、进行豪华的商务旅行等,导致公司非生产性支出增加。同时,管理层为了扩大权力范围和提升薪酬福利,可能增加通过推动公司过度投资,盲目扩大公司规模倾向^②。管理层的这两种自利方式一方面会导致公司管理费用增加,另一方面也会降低资产利用效率,从而导致公司绩效下降。

(二) 提高大股东与小股东之间的代理成本

大股东与小股东之间的代理冲突主要源于法律框架下二者权力的不对等。虽然从公司治理架构来说,股东的利益目标都是公司价值最大化。但是,在公司重要投融资决策中,大股东和中小股东之间的权力差异较大。大股东通常拥有更多的表决权和控制权,对公司的重大决策有决定权或有重大影响。他们除了可以通过提升公司价值获益之外,也可以利用控制权优势“掏空”公司资源,损害中小股东的利益。大股东“掏空”公司的方式有置入低效资产、关联交易、转移定价、资金占用或不合理分红等。大股东可以利用这些手段将公司的资源或利润转移到自己或关联方名下,损害公司利益和中小股东利益。

就股权再融资来说,一方面,大股东可以利用自身控制权通过有利于自身的投融资方案,推动公司建设有利于自身利益但不利于公司发展的项目或者通过

并购置入低质量资产侵占公司或其他股东利益;另一方面,大股东可以利用自身控制权,在公司现金资源增加的情况下通过关联方资金占用或者加大分红等方式侵占中小股东利益。前一种方式会直接导致公司经营效率下降,后一种方式虽然并不直接导致公司财务绩效下降,但是可以抵消股权融资给公司带来的收益(如利息费用的节约、融资约束的放松),间接对公司绩效产生负向影响。赵玉芳等(2011)^[15]发现,在投资者保护制度不完善的情况下,现金分红会异化为利益输送的工具。大股东在参与定向增发之后,会迫使上市公司扩大现金分红,以降低其实际认购成本。王振山和王秉阳(2017)^[7]研究认为大股东会通过关联交易占款等方式挪用上市公司资金。虽然监管层制定了严格的募集资金使用制度,但在现实中,大股东可以利用时间差通过关联交易和改变资金用途占用上市公司的流动资金。

基于上述分析,提出假说H1和假说H2:

假说H1: 股权再融资会导致企业未来绩效下降。

假说H2: 股权再融资会通过两类代理成本机制影响未来绩效。

三、实证分析

(一) 数据来源

选取2013—2023年中国沪深证券交易所上市公司作为原始样本^③,并按照如下步骤进行筛选和处理:(1)将进行定向增发融资的公司和未进行定向增发融资的公司分别作为自然实验的实验组和对照组;(2)剔除金融类(银行、证券、保险)样本;(3)剔除曾经被特殊处理(ST、*ST、终止退市、退市整理期)的公司样本;(4)剔除相关数据缺失和异常的公司样本;(5)剔除审计意见为非标准无保留意见(保留意见、否定意见、无法表示意见)的样本和因违规被处罚的样本;(6)剔除样本期内存在定向增发方式之外的其他再融资方式(可转债、配股)的样本;(7)对相关连续变量进行1%的缩尾处理。本文最终得到3823家公司的19126个公司年度观测值。本文的数据来源于万得数据库和国泰安数据库。

(二) 基准模型设计

1. 再融资对企业绩效影响的平均效应模型(DID模型)。为考察股权再融资事件对企业财务绩效的平均影响,本文构建如下交错双重差分(Staggered DID)模型(以下简称DID模型):

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DID_{it} + \beta_1 X_{it} + \beta_2(S_{it} \times year) + \mu_i + \gamma_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

表1：主要控制变量定义

变量名称	变量定义或赋值
Size	企业规模,使用企业资产总额的自然对数值进行衡量。
Lev	资产负债率,使用总负债和总资产的比值进行衡量。
State	产权性质,国有企业赋值为1,否则为0。
Age	上市年龄的对数
Shrcr1	控股股东持股比例,使用公司第一大股东所持有的股份占公司总股本的比例进行衡量。
Ins_share	机构投资者持股比例,使用公司总股份中由各类机构投资者(如基金、保险公司、养老基金等)持有的股份比例进行衡量。
Manage	管理层持股比例,使用公司管理层(包括高层管理人员和董事等)所持有的股份占公司总股本的比例进行衡量。
Tobin Q	托宾Q值,使用公司市场价值与其资本重置成本的比值进行衡量。
Tangible	固定资产占比,使用公司固定资产(如土地、建筑物、机器设备等)在总资产中所占的比例进行衡量。
DA	应计盈余管理,利用修正的琼斯模型(Dechow等,1995) ^[19] 计算出的可操纵性应计利润。

其中,下标*i*代表企业,*t*代表年份; ROA_{it} 为企业*i*第*t*年的总资产回报率,用来衡量企业财务绩效。双重差分项(DID_{it})是实验组虚拟变量($Treat_{it}$)与实验前后虚拟变量($Post_{it}$)的交乘项。 $Treat_{it}$ 为实验组的虚拟变量,在样本期内进行了股权再融资的企业为实验组,取值为1;在样本期内未进行股权再融资的企业为对照组,取值为0; $Post_{it}$ 为实验前后的时间虚拟变量,企业股权再融资之后的年份取值为1,否则取值为0。 DID_{it} 系数 α_1 为排除其他因素之后上市公司的股权再融资行为对公司财务绩效带来的效应,若模型(3)中的系数 α_1 显著为负,则表明上市公司股权再融资之后财务绩效显著降低。 X_{it} 为随时间变化的企业特征层面的控制变量,借鉴罗琦等(2018)^[3]、刘超等(2020)^[16]的研究,依次包括企业规模($Size_{it}$)、资产负债率(Lev_{it})、产权性质($State_{it}$)、上市年限的对数(Age_{it})、控股股东持股比例($Shrcr1_{it}$)、机构投资者占比(Ins_share_{it})、管理层持股比例($Manage_{it}$)、托宾Q值($Tobin\ Q_{it}$)和固定资产占比($Tangible_{it}$)。此外,参考张祥建和郭岚(2007)^[17]的发现,上市公司在再融资前3个年度和再融资当年都存在明显的虚增利润的盈余管理行为,盈余管理会影响企业进行再融资的可能性以及融资后绩效。因此,本文参考郑世林等(2024)^[18]的做法,纳入前定变量(即应计盈余管理绝对值)与时间固定效应的交乘项 $S_{it} \times year$,以控制盈余管理行为对处理变量的影响,从而排除实验组非随机因素分布带来的估计偏差。具体来讲,对于前定变量 S_{it} 的取值,在对照组中取样本期内应计盈余管理绝对值 DA_{it} ,在实验组中取融资前三年的应计盈余管理绝对值均值 DA_{it} 。主要控制变量定义见表1。

此外,为控制不随时间变化的企业个体特征,本文在回归中加入了企业个体和行业固定效应 μ_i ;类似地,为了控制不随个体而随时间变化的经济环境,加

入了时间固定效应 γ_t 。同时,考虑到股权再融资决策主要来源于上市公司个体,将估计系数的标准差在个体层面进行聚类,以避免异方差和序列相关等问题带来的干扰。

2. 再融资对企业绩效影响的动态效应模型(事件研究法模型)。DID模型仅反映了公司再融资事件发生后对公司绩效影响的平均效应,仍需要进一步分析再融资事件影响的动态效应,一方面检验事前平行趋势假设是否成立,另一方面分析再融资事件事后对公司绩效影响的动态效应。事后动态效应的分析对再融资影响效应的研究非常重要,因为融资之后,公司需要一定时间进行内部资源调整,融资对公司经营效率的影响随着管理层决策的执行而不断变化,融资对公司绩效的影响可能不能立刻显现。另外,融资之后的前几年,资金去向会受到监管部门和外部利益方的严格监控或关注,也会影响到融资效应的显现特征。因此,本文采用事件研究法模型分析再融资事件影响的动态效应。具体而言,以股权再融资的上一年作为基期,构建了年度虚拟变量与企业在本样本期内是否进行股权再融资虚拟变量的交互项,构建如下计量模型:

$$ROA_{it} = \theta_0 + \sum_{k=-5, \neq -1}^5 \theta_1 Treat_{it} \times Post_{it}^k + \beta_1 X_{it} + \beta_2 (S_{it} \times year_t) + \mu_i + \gamma_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中, $Treat_{it} \times Post_{it}^m$ 为企业与融资年度的时间距离,当*m*取值为0时代表企业当期进行了股权再融资,*m*>0代表融资之后,反之代表融资之前。其他变量含义及处理方法同模型(1)。

(三) 变量的描述性统计

表2是变量的描述性统计,可以看出2013—2023年资产回报率均值为4%,资产负债率均值为43%,控股股东持股比例均值为34.66%,机构投资者持股比例均值为45.39%,管理层持股比例均值为10.18%。从标准差、最大值和最小值来看,治理结构变量在样

表2：描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
ROA	19126	0.04	0.06	-0.276	0.213
Size	19126	22.53	1.35	19.581	26.850
Lev	19126	0.43	0.20	0.055	0.909
State	19126	0.44	0.50	0.000	1.000
Age	19126	2.38	0.66	1.099	3.434
Shrcr1	19126	34.66	14.73	7.468	78.844
Ins_share	19126	45.39	24.35	0.059	92.840
Manage	19126	10.18	16.88	0.000	67.007
Tobin Q	19126	2.07	1.42	0.771	13.527
Tangible	19126	0.22	0.16	0.001	0.754
DAabs	19126	0.07	0.12	0.000	7.761

本中的分布差异较大。

（四）基准效应分析

1. 再融资的平均效应结果分析。基于模型（1），表3汇报了股权再融资对公司财务绩效影响的回归结果。为了说明基准结论的可信性和可靠性，在回归模型中保持核心解释变量和所有固定效应不变，然后采用逐步添加控制变量的方式进行回归分析^④。从表中可以看出，无论加入何种控制变量，交互项的估计系数都在1%水平上显著为负。这充分表明，股权再融资显著降低了公司财务绩效，验证了假设H1。

2. 再融资的动态效应结果分析。图2是基于事件研究法模型的再融资对公司财务绩效影响的动态效应分析结果。可以看出，控制了盈余管理趋势之后，融资前实验组和对照组绩效的变化趋势没有显著差异，说明DID模型的结果满足平行趋势假设。获得融资当年和融资之后实验组的财务绩效出现明显下降，并且随时间推移没有明显的恢复趋势。获得融资的当年及其后1~2年财务绩效的下降在一定程度上可以归因于公司规模扩大、项目处于建设期或前期盈余管理等因素，但之后没有恢复迹象说明公司融资之后确实存在资金利用效率不高或者大股东“掏空”等问题。

基于动态双重差分的结果，公司的再融资行为对

表3：再融资对公司绩效影响的平均效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	ROA	ROA
DID	-0.007*** (-4.66)	-0.006*** (-3.96)	-0.016*** (-10.32)	-0.016*** (-10.33)
Size	0.007*** (4.21)	0.014*** (7.91)	0.025*** (13.92)	0.022*** (11.66)
Tobin Q		0.009*** (12.74)	0.009*** (12.89)	0.008*** (11.79)
Age		-0.024*** (-7.84)	-0.008*** (-2.80)	0.002 (0.58)
Lev			-0.145*** (-20.86)	-0.142*** (-20.30)
Tangible			-0.068*** (-8.44)	-0.067*** (-8.34)
State				-0.005 (-1.57)
Shrcr1				0.000 (0.43)
Ins_share				0.000*** (6.96)
Manage				0.001*** (5.64)
常数项	0.036*** (121.40)	-0.735*** (-9.41)	-0.985*** (-11.17)	-1.011*** (-9.79)
事前盈余管理× 时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	19126	19126	19126	19126
R ²	0.522	0.538	0.582	0.586

注：括号中为T值，*代表10%的显著性水平，**代表5%的显著性水平，***代表1%的显著性水平。下同。

其财务绩效的负向影响是长期持续的。

（五）稳健性检验

为确保基准回归结果的可靠性，本节从多个角度进行了稳健性测试，包括安慰剂检验、样本分时段、替换被解释变量以及双重差分倾向得分匹配（PSM-DID）等，旨在评估结果的稳健性和可信性。

1. 安慰剂检验。为了验证实验组绩效下降确实由

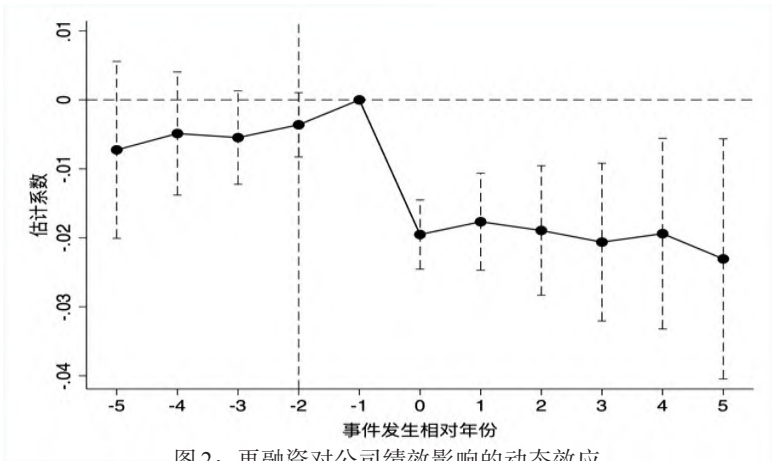


图2：再融资对公司绩效影响的动态效应

股权再融资引起，而非其他不可观察因素造成，采用随机抽样进行安慰剂检验。具体而言，通过500次随机抽样，重复估计实验组在模型（1）中的回归系数，并绘制估计结果的核密度分布（见图3）。相较于基准回归估计系数-0.016（见表3），500次随机抽样的估计系数呈现出均值接近0的正态分布特征。这一结果表明，上市公司股权再融资行为对绩效水平的负向影响效应确实不来源于其他因素，从而进一步验证了研究结论的稳健性和有效性。

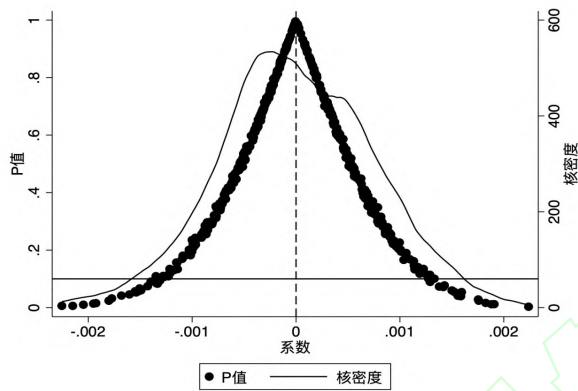


图3：安慰剂检验结果

2. 制度和时间变化的影响。我国上市公司股权再融资受到证券监管部门的规制，监管部门会根据国家战略、市场冷热程度和再融资中出现的问题调整再融资政策及其执行力度。再融资政策变化可能会对其经济效应产生影响。此外，公司再融资之后投资也面临不同的经济环境，不同的经济环境也可能对其经济效应产生影响。因此，本文按照再融资政策和经济环境的变化将样本按照时间段进行了分组，分析不同时间段再融资对公司绩效的影响是否存在差异。

2013年以来，监管部门根据国务院要求以及再融资政策执行中存在的问题对政策进行了多次调整，但最为根本性的变化是2019年以来开始实施注册制（从试点到全面铺开）。这一阶段，伴随国家经济增速下降到6%以下，为了支持经济发展和科技创新，监管部门放松了企业IPO和再融资限制，提高了上市公司的融资效率，IPO和再融资公司数量都大幅增加（见图1）。因此，将样本按照时间分为两组：注册制改革前（2013—2018年）、注册制改革后（2019—2023年）。

表4汇报了样本按照时间分组的股权再融资对企业绩效的影响效应。观察可知，交互项的估计系数在两个时间阶段虽然都显著为负，但2019年注册制改革之后样本组的系数绝对值明显大于2019年之前样本组的系数。原因可能是：再融资政策放松导致不需

要融资的公司融资的可能性增加，或者经济下行导致融资资金合理支出渠道减少，这都会导致资金滥用程度增加，加大再融资对公司绩效的负面影响。

表4：不同时间组的再融资效应

变量	时间分组	
	2013—2018年	2019—2023年
DID	ROA	ROA
	-0.016***	-0.027***
	(-7.51)	(-11.11)
组间系数差异检验P值	0.00	
控制变量	是	是
事前盈余管理×时间固定效应	是	是
个体固定效应	是	是
时间固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
观测值	8874	9784
R ²	0.644	0.720

注：因篇幅所限，控制变量简要展示。下同。

3. 替换被解释变量。在前文被解释变量公司财务绩效的构建中，采用了总资产收益率，本文进一步将经过当年行业中位数调整的资产收益率、净资产收益率(ROE)和息税前利润率(EBIT)作为被解释变量进行回归，以检验结果是否稳健。表5结果显示，交互项的系数仍在1%的水平上显著为负，结果是稳健的。

表5：替换被解释变量

变量	(1)	(2)	(3)
	经过当年行业中位数调整的ROA	ROE	EBIT
DID	-0.013***	-0.042***	-0.012***
	(-8.83)	(-10.81)	(-8.59)
控制变量	是	是	是
事前盈余管理×时间固定效应	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
观测值	19126	19126	19126
R ²	0.570	0.507	0.669

4. 倾向得分匹配方法。考虑到基准回归的结果可能会受到内生性问题的干扰，为了避免处理组和控制组企业的财务绩效存在较大差异而不满足共同趋势假设，本文分别使用半径匹配、核匹配和局部线性回归匹配三种不同的匹配方法来实现双重差分倾向得分匹配（PSM-DID），从而检验再融资和企业绩效之间的关系。表6第（1）—（3）列结果显示，交互项的系数仍在1%的水平上显著为负，结果是稳健的。

四、机制检验

如前文所述，股权再融资主要通过增加公司的两类代理成本降低财务绩效。本部分将根据财务指标的含义以及已有研究，寻找表征代理成本的财务变量或变量组合，利用DID模型和事件分析法模型分析再融资事件对公司两类代理成本的影响。

表6: 倾向得分匹配

变量	(1)	(2)	(3)
	半径匹配	核匹配	局部线性回归匹配
	ROA	ROA	ROA
DID	-0.016*** (-10.28)	-0.016*** (-10.33)	-0.014*** (-9.19)
控制变量	是	是	是
事前盈余管理× 时间固定效应	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
观测值	19110	19123	17066
R ²	0.586	0.586	0.568

(一) 机制变量选择

根据 Ang 等 (2000)^[20]、姜国华和岳衡 (2005)^[21]、刘超等 (2020)^[16] 的研究, 选择调整后的管理费用率 (MER)、总资产周转率 (Asset Turnover) 和关联方占款 (Related Occupy) 表征代理成本。调整后的管理费用率等于“(管理费用-管理层薪酬)/营业收入”, 可以反映管理层在职消费的多少。总资产周转率等于“营业收入/资产总额”, 反映了公司的资产利用效率。从代理成本角度, 再融资后总资产周转率下降既可能是管理层追求优越办公环境(如购入豪华办公楼或车辆)的结果, 也可能是投资项目质量低下或产能过剩竞争加剧的结果。关联方占款等于“其他应收款/资产总额”, 一般用来反映大股东对公司资金占用的多寡。

此外, 本文也选取管理层薪酬前三名之和的对数 (Top3Pay)、分红率 (Divi) 以及营业收入增长率 (Growth) 和实物投资 (Invst) 组合指标进一步分析再融资对公司代理成本的影响。管理层通过再融资提升其薪酬的机制分析前文已有论述; 分红率等于“分红额/未分配利润”, 公司以正常经营盈余资金分红是回馈股东的正常行为, 但是再融资之后, 在绩效下降的同时分红率上升, 说明公司有利用融得资金通过分红向大股东输送利益的嫌疑; 营业收入增长率和实物投资组合指标可以更加清晰地反映公司的投资效率(或投资项目质量)。如果公司有盲目投资或过度投资之嫌, 则公司再融资之后, 实物投资就会增加(无论股东投入资产还是新投资), 但由于投资项目质量较差, 可能不会导致公司营业收入增长。营业收入增长率等于“(上期营业收入-本期营业收入)/上期营业收入×100%”, 实物投资等于“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金的对数”。这里需要说明的是, 许多研究利用 Richardson (2006)^[22] 的模型

分析过度投资, 但一些观点认为该模型无法真实衡量公司的过度投资和投资效率, 甚至会得出与实际投资效率相反的结论 (夏秀芳等, 2020)^[23], 因此, 本文未采用该模型。

在上述6个机制变量或组合中, 根据前文理论分析和已有文献, 管理费用率、管理层薪酬和资产周转率可以归类为第一类代理成本机制变量, 关联方资金占用、分红率和营业收入增长率与实物投资组合可以归类为第二类代理成本机制变量。需要说明的是, 投资项目质量低下导致的资产周转率和营业收入增长下降严格来说是两类代理成本综合作用的结果, 只是资产周转率下降与非生产性资产购置有关, 投资项目质量更多受大股东影响, 所以本文参考已有文献将二者归类为不同代理成本机制变量。

(二) 机制检验

在机制变量选择的基础上, 将 DID 模型和事件分析模型的因变量替换为机制变量, 分析再融资对公司财务绩效的影响机制。

一是再融资后股东和管理层之间的代理成本。

(1) 在职消费水平 (管理费用率)。回归结果分别见表7第(1)列和图4a。主要解释变量的系数显著为正, 且系数在再融资之后逐年上升, 说明再融资显著提高了管理层的在职消费水平, 且提升效应随着时间增长逐年上升。(2) 管理层薪酬。回归结果分别见表7第(2)列和图4b。虽然主要解释变量的系数不显著, 但在再融资后第3年开始该变量系数呈明显上升趋势, 表明再融资对管理层薪酬的影响未立即显现, 而是滞后显现, 从而导致平均效应不显著。(3) 经营效率 (总资产周转率)。回归结果见表7第(3)列和图4c。主要解释变量的系数显著为负, 在再融资之后第1、2年明显下降, 之后保持平稳并未有恢复趋势。该变量系数在再融资后前2年的下降可以在一定程度上归因于资产规模扩大和项目处于建设期等, 后期未有回升说明再融资支持的项目中非生产类或效率低下

表7: 机制检验——第一类代理成本

变量	(1)	(2)	(3)
	MER	Top3Pay	Asset Turnover
DID	0.004** (2.54)	-0.017 (-1.16)	-0.031*** (-3.33)
控制变量	是	是	是
事前盈余管理×时间固定效应	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
观测值	19102	19091	19124
调整R ²	0.753	0.846	0.841

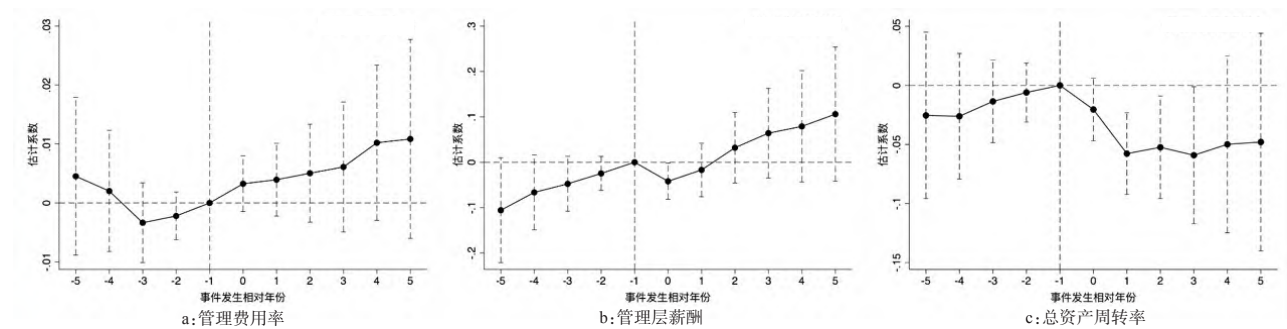


图4：第一类代理成本动态检验图

项目占多数。总之，回归结果证实股权再融资增加了股东和管理层之间的代理成本。

二是再融资后大小股东之间的代理成本。(1) 关联方占款。回归结果见表8第(1)列和图5a。主要解释变量系数虽然不显著，但在再融资之后第3年开始出现明显上升，说明再融资对关联方资金占用的影响存在滞后效应。出现这种现象可能与再融资后初期资金使用受到各方严格监控有关。(2) 分红率。回归结果见表8第(2)列和图5b。主要解释变量系数显著为正，且再融资之后逐年上升，意味着股权再融资导致了公司分红率的上升。如前文所述，再融资之后财务绩效下降的同时分红率上升，说明大股东有侵占中小股东利益之嫌。(3) 营业收入增长率和实物资产投资的组合。回归结果见表8第(3)和(4)列以及图5c和5d。营业收入增长率对应的主要解释变量系数显著为负，而实物资产投资对应的主要解释变量系数显著为正，说明虽然再融资后公司实物投资明显增加，但未能有效带动收入的增长，这意味着再融资金支持的项目投资效率不高或导致行业产能过剩，这一点和再融资后总资产周转率下降相呼应。总之，回归结果证实了股权再融资加剧了大小股东之间的代理冲突。

本部分的实证结果表明，股权再融资显著增加了公司的两类代理成本。从财务逻辑角度来看，管理层薪酬、在职消费的上升和资产利用效率的下降会直接降低公司财务绩效，分红率上升和关联方资金占用会通过抵消再融资给公司绩效带来的收益间接降低公司绩效。因此，股权再融资通过代理成本机制降低了公司绩效，假设H2得到了验证。

五、基于治理结构的异质性分析

既然治理问题是股权再融资影响企业绩效的重要机制，那么治理机制的差异是否会影响股权再融资对企业绩效的作用？下面从控股股东持股比例、机构投资者持股比例、管理层股权激励和产权性质四个方面分析股权再融资对企业绩效影响的异质性。

表8：机制检验——第二类代理成本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Related Occupy	Divi	Growth	Invst
DID	-0.001 (-0.80)	0.026** (2.04)	-0.038*** (-2.83)	0.077** (2.36)
控制变量	是	是	是	是
事前盈余管理× 时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	19126	12819	19124	19111
调整R ²	0.630	0.456	0.265	0.863

表9：异质性——公司治理的作用（一）

变量	控股股东持股比例		机构投资者持股比例	
	高	低	高	低
DID	-0.013*** (-5.65)	-0.021*** (-8.84)	-0.012*** (-5.81)	-0.024*** (-9.84)
组间系数差异检验P值	0.00		0.00	
控制变量	是	是	是	是
事前盈余管理× 时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	9656	9069	9600	9146
R ²	0.643	0.587	0.663	0.572

（一）控股股东持股比例

控股股东持股比例越高意味着和公司利益捆绑程度越深，对管理层自利行为的监督动力也会越强（Shleifer 和 Vishney，1986）^[24]，有利于减轻公司代理成本（Gomes，2000）^[25]。不过，控股股东持股比例越高，也可能意味着股权制衡效应越弱，会导致其“掏空”能力增强。但是“掏空”能力增强并不意味着“掏空”意愿增加，控股股东会在“掏空”行为为其带来的收益和由此导致的公司价值下降为其带来的损失之间进行权衡。许多研究发现控股股东持股比例高有利于降低代理成本（如李增泉等，2004；张兆国等，2005）^[26,27]。因此，控股股东持股比例增加可能减弱再融资对公司绩效的负向作用。表9前两列汇报了控股股东持股比例如何影响股权再融资对财务绩效

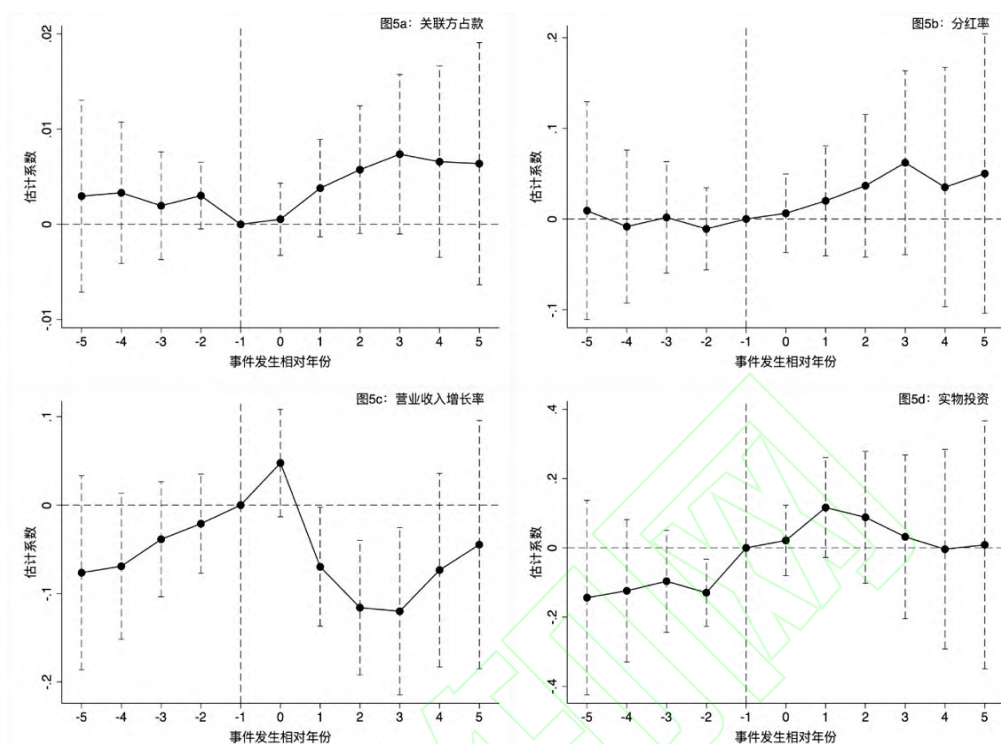


图5：第二类代理成本动态检验图

的负向效应。观察可知，主要解释变量的估计系数在两种情况下（持股高低以中值分组，下同）都显著为负，且控股股东持股比例越高的公司，股权再融资对公司绩效的负面效应越弱。这一结果说明，持股比例高的控股股东会减少对公司的“掏空”行为，缓解了股权再融资对公司财务绩效的负向效应。

（二）机构投资者持股比例

机构投资者能够凭借自身的专业优势、信息优势以及资金优势等对上市公司高管人员、控股股东进行监督，进而起到降低公司代理成本的作用（李艳丽等，2012）^[28]。刘超等（2020）^[16]实证分析发现机构投资者参与时，可以有效抑制大股东的“掏空”行为。因此，上市公司股权结构中机构投资者持股比例较高可能减轻公司代理成本，从而降低再融资对公司财务绩效的负向影响。表9后两列汇报了机构投资者持股比例如何影响股权再融资对企业财务绩效的负向效应。观察可知，主要解释变量的估计系数在两种情况下都显著为负，但机构投资者持股比例高的公司，股权再融资对公司绩效的负面效应较弱。这说明机构投资者的高度参与缓解了股权再融资对公司财务绩效的负向影响。

（三）管理层股权激励

根据委托代理理论，对企业管理层实施股权激励

有利于促进高管和股东之间利益趋同，降低股东和管理层之间的代理成本。但是，从实践结果来看，针对管理层股权激励效果有两种截然不同的结论（杨珂等，2019）^[29]。一种结论是管理层股权激励确实对公司绩效有正向影响。股权激励使管理层的个人薪酬与企业效益挂钩，促使他们在公司投资经营决策中更多从公司长期利益出发，实现管理层和股东利益的双赢。但是，也有许多研究认为管理层股权激励并不能有效提升公司绩效。Fama（1980）^[30]认为，管理层持有股份越多，管理层的权力越大，他们会利用持有股权产生的投票权和影响力来满足自身利益，如保证自己不会被解雇和提高薪酬待遇。此外，高管会利用自己手中的权力干涉激励契约的设计和执行，从而使股权激励丧失应有的激励作用。国外如Yermack（1995）^[31]、Frydman和Saks（2010）^[32]，国内如李增泉等（2004）^[26]、徐向艺等（2007）^[33]的研究未能发现上市公司实施高管股权激励对企业绩效有显著正向影响。本文采用管理层持股比例反映对管理层的股权激励水平。表10前两列汇报了股权激励水平（管理者持股比例）如何影响股权再融资对财务绩效的负向效应。观察可知，主要解释变量的估计系数在两种情况下都显著为负，但管理层持股比例高的公司股权再融资对公司绩效的负面效应较强。这一结果说明更高的

表 10：异质性——公司治理的作用（二）

变量	管理者持股比例		企业所有权性质	
	高	低	国有企业	民营企业
DID	-0.018***	-0.014***	-0.013***	-0.018***
	(-8.45)	(-6.08)	(-5.68)	(-8.53)
组间系数差异检验 P 值	0.07		0.02	
控制变量	是	是	是	是
事前盈余管理×时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测值	9042	9784	8264	10758
R ²	0.625	0.584	0.577	0.608

管理层持股水平在一定程度上加强了股权再融资对公司财务绩效的负向效应，即管理层权力理论的效应强于最优契约理论。

（四）产权性质

产权因素对我国上市公司的治理环境有着重要影响。对于国有控股公司来说，虽然存在控股股东相对“虚置”的内部人控制现象，但是国有控股公司管理层薪酬、投资范围受到政府部门监管，虽然低效率投资倾向仍可能存在，但大股东和管理层利用权力滥用资金情况相对民营控股公司可能较轻。民营控股公司中，控股股东对公司的控制力较强，控股股东为了私利滥用资金的程度会高于国有控股公司。此外，章卫东等（2020）^[34]认为国有控股公司在再融资过程中引入机构投资者有利于减轻股东治理弱化现象，发挥机构投资者制衡和监督作用。而民营控股公司中实际控制人往往是个人或家族，在投融资决策中处于强势地位，引入的机构投资者无法有效发挥监督作用，再融资之后的代理成本问题更为突出，企业业绩下滑幅度更大（宋衍蘅，2008）^[8]。因此，相较于国有企业，民营企业股权再融资对公司财务绩效的负向作用可能更强。表 9 后两列汇报了产权性质如何影响股权再融资对财务绩效的负向效应。观察可知，主要解释变量的估计系数在民营企业 and 国有企业样本中都显著为负，但民营企业样本的系数绝对值更大。这一结果说明股权再融资对公司财务绩效的负向效应在民营企业更加明显。

六、结论和启示

本文在理论分析的基础上，以 2013—2023 年在沪深证券交易所上市的非金融类定向股权再融资公司为样本，采用 DID 和事件研究法重新检验了“股权再融资绩效下降之谜”。主要研究结论为：（1）企业再融资后财务绩效出现明显下降，而且这一效应持续到融资后第 5 年仍旧存在。（2）融资后财务绩效的下降

可以用两类代理成本的上升来解释，具体表现为管理层薪酬、在职消费、分红率和关联方资金占用显著上升，在实物投资增加情况下，营业收入增长率和经营效率显著下降。其中，有些效应（如管理层薪酬增加和关联方资金占用）因融资初期资金受到严格监管而滞后显现。（3）分时段的稳健性分析发现虽然各时间段融资公司的业绩都会下降，但 2019 年再融资政策放松和经济增速下降以来融资公司的绩效下降更为显著，这可能与公司治理缺陷和经济增速下降共同导致的资金滥用程度增加有关。（4）异质性分析发现较高的控股股东持股比例和机构投资者持股比例能够通过利益捆绑效应和监督效应减轻再融资对公司绩效的负向影响，但较高的管理层持股比例未能减轻再融资的这一经济效应，说明管理层的较高持股更多体现了权力而非激励效应。国有企业因资金使用约束相对严格，融资之后绩效下降程度明显轻于民营企业。

进一步分析发现，监管层期望通过放松再融资政策以提升融资效率的方式支持上市公司发展，但在现有治理环境下可能事与愿违，并会导致社会资源浪费（资金滥用）和社会“内卷”程度加剧（产能盲目扩张导致资产利用效率下降），而且企业管理层或大股东为了规避资金使用监管，会滞后侵占融资给企业带来的利益。不过，这些现象并不否认少数公司在一些关键发展阶段，确实需要通过股权再融资抓住良好投资机会实现跨越式发展。本文的研究结果至少说明，在当前的治理环境下，大量上市企业热衷于股权再融资从一个侧面说明了我国上市企业存在估值过高或治理机制缺陷问题，放松上市企业再融资政策并不是推动资本市场支持经济发展的最优选择。同时，以公募基金为代表的机构投资者积极参与上市企业定向再融资说明机构投资者的治理机制或再融资相关的市场交易制度存在一定缺陷，导致他们参与企业再融资的目的不是通过支持企业发展获益而是通过可能的利益输送或者交易套利获益^⑤。从异质性分析结果来看，在我国当前上市企业监管和治理环境下，降低大股东持股比例和增加管理层股权激励不是完善我国上市企业治理机制的有效方式。一些研究发现（张洪辉等，2024）^[35]，较低的大股东持股比例往往意味着较高的管理层持股比例，这种治理结构并不能有效降低企业的总代理成本。

从本文的研究结果可以引申出另外一个值得思考的问题，即按照类似分析逻辑，IPO 后也可能出现与股权再融资相似的结果，一些研究也证实了这一点。

那么如何理解 IPO 和股权再融资事件经济效应的区别?我们认为,相对于股权再融资, IPO 有两方面不同:一是微观上 IPO 之前的许多企业特别是科技企业处于成长初期,债务融资约束较大,需要借助 IPO 支持已经证明成功的创新产品量产或新技术商业模式的推广(即帮助企业实现“飞跃”),即使短期因现金资源增加可能导致代理成本上升,但从长期来看,相对于股权再融资, IPO 的负向经济效应会明显降低或低于融资支持效应;二是宏观上 IPO 可通过为创业资本提供退出通道促进全社会的创业资本循环,推动全社会的创新 and 创业。IPO 的这两点优势在股权再融资上表现并不突出,因为上市企业已经度过了债务融资约束严重的成长初期,多数治理良好的企业完全可以通过科学的投资决策和资金规划进行扩张,股权再融资的必要性和推动创业资本循环的作用已明显下降。

综上,在当前企业治理和资本市场的监管环境以及市场交易制度下,对上市企业的股权再融资政策不宜过于宽松,监管层加快已有上市企业优胜劣汰和支持更多企业 IPO 可能是发挥资本市场融资功能、支持经济发展和创业创新更加有效的方式。从资本市场长期健康发展角度出发,完善上市企业和机构投资者的监管环境和治理环境以及市场交易制度,是放松上市企业再融资政策支持经济发展的重要前提条件。

注:

①公司在再融资之后一般有平均3年的项目建设期。此外,选择的研究周期越长,再融资前的盈余管理对再融资后绩效的影响越弱。

②已有研究(如 Conyon 和 Murphy, 2000)^[14]发现规模因素是决定高管薪酬的主要因素,业绩因素次之。

③之所以从2013年开始选择样本,是因为2013年之后,上市公司股权再融资的规模大幅增长。

④简化起见,表3仅报告了按变量类型逐步加入计量模型的回归结果。

⑤机构投资者借定增套利方式可以参见“上市公司定增套路多 背后有哪些玄机?”(深圳商报·读创客户端,记者陈燕青,2024-04-21)。

参考文献:

- [1] Loughran T, Ritter J R. 1995. The New Issues Puzzle [J]. The Journal of Finance, 50(1).
- [2] Loughran T, Ritter J R. 1997. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings [J]. The Journal of Finance, 52(5).
- [3] 罗琦,高雪峰,伍敬侗. 盈余管理、股权再融资与公司业绩表现 [J]. 经济理论与经济管理, 2018, (04).

[4] 徐寿福,龚仰树. 定向增发与上市公司长期业绩下滑 [J]. 投资研究, 2011, (10).

[5] Bayless M, Jay N. 2011. Are Seasoned Equity Offerings Made in Response to Weak Operating Performance? [J]. Applied Financial Economics, 21(12).

[6] 黄晓薇,何丽芬,居思行. 定向增发与股票长期低绩效关系研究 [J]. 证券市场导报, 2014, (10).

[7] 王振山,王秉阳. 择时融资会恶化公司的经营业绩吗? [J]. 经济管理, 2017, (07).

[8] 宋衍衡. 权益再融资资金使用方式与再融资以后的经营业绩 [J]. 会计研究, 2008, (05).

[9] 王帅旗,胡珺,张长海. 当烙印与情境错配: 高管海外经历与企业融资偏好 [J]. 金融发展研究, 2023, (01).

[10] 张博,扈文秀,杨熙安. 定向增发对上市公司财务绩效影响的研究 [J]. 管理工程学报, 2019, (03).

[11] 刘娥平,关静怡. 外延式扩张比内涵式增长更好吗?——基于定向增发募集资金投向的视角 [J]. 证券市场导报, 2018, (03).

[12] Jensen M C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers [J]. The American Economic Review, 76(2).

[13] 罗付岩,沈中华. 股权激励、代理成本与企业投资效率 [J]. 财贸研究, 2013, (02).

[14] Conyon M J, Murphy, K J. 2000. The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom [J]. The Economic Journal, 110(467).

[15] 赵玉芳,余志勇,夏新平,汪宜霞. 定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据 [J]. 金融研究, 2011, (11).

[16] 刘超,阮永平,郑凯. 定向增发、契约特征与大股东资金占用 [J]. 外国经济与管理, 2020, (06).

[17] 张祥建,郭岚. 盈余管理与控制性大股东的“隧道行为”——来自配股公司的证据 [J]. 南开经济研究, 2007, (06).

[18] 郑世林,汉馨语,郭锡栋. 国家战略科技力量与企业关键核心技术突破——来自国家和省级重点实验室的证据 [J]. 中国工业经济, 2024, (09).

[19] Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. 1995. Detecting Earnings Management [J]. The Accounting Review, 70(2).

[20] Ang J S, Cole R A, Lin J W. 2000. Agency Costs and Ownership Structure [J]. The Journal of Finance, 55(1).

[21] 姜国华,岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究 [J]. 管理世界, 2005, (09).

[22] Richardson G. 2006. Determinants of Tax Evasion:

A Cross-Country Investigation [J]. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 15.

[23]夏秀芳,吴卫星,J. Daniel Chi.“过度投资”是低效率投资吗?——来自中国上市公司的证据 [J]. 中国软科学, 2020, (12).

[24]Shleifer A, Vishny R W. 1986. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 94 (3).

[25]Gomes A. 2000. Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects [J]. The Journal of Finance, 55(2).

[26]李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据 [J]. 会计研究, 2004, (12).

[27]张兆国,宋丽梦,张庆.我国上市公司资本结构影响股权代理成本的实证分析 [J]. 会计研究, 2005, (08).

[28]李艳丽,孙剑非,伊志宏.公司异质性、在职消费与机构投资者治理 [J]. 财经研究, 2012, (06).

[29]杨珂,杨继瑞,葛鹏.高管股权激励的效果与影响

因素:争议及未来研究重点 [J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2019, (05).

[30]Fama E F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 88(2).

[31]Yermack D. 1995. Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? [J]. Journal of Financial Economics, 39(2-3).

[32]Frydman C, Saks R E. 2010. Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective [J]. The Review of Financial Studies, 23(5).

[33]徐向艺,王俊鞅,巩震.高管人员报酬激励与公司治理绩效研究——一项基于深、沪A股上市公司的实证分析 [J]. 中国工业经济, 2007, (02).

[34]章卫东,李浩然,鄢翔.定向增发机构投资者异质性与公司绩效——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 当代财经, 2020, (02).

[35]张洪辉,熊浩君,章琳一.无控股股东之殇:来自管理层股票交易超额收益的经验证据 [J]. 会计研究, 2024, (07).

"The Mystery of Declining Performance of Equity Refinancing" ——A Reanalysis Based on Directed Financing of Listed Companies

Lv Jun^{1,2}/Li Sha³

(1. Institute of Quantitative and Technological Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100732, China;

2. Project Evaluation and Strategic Planning Research and Consulting Center, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100732, China;

3. School of Applied Economics, University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102401, China)

Abstract: Based on the panel data of non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2013 to 2023, this study systematically re-examines the "mystery of declining performance of equity refinancing" by using double-difference modeling and event study method. The empirical study found that there is indeed a significant performance decline in listed companies after the implementation of equity refinancing, and this negative effect is persistent and has not been significantly weakened in the fifth year after the financing; the time-phased robustness test finds that the performance decline trend of financing firms has become more significant since the relaxation of refinancing policy in 2019; the mechanism test indicates that the simultaneous rise in dual agency costs after equity refinancing is the main reason for the decline in firm performance; heterogeneity analysis shows that higher controlling shareholder ownership, institutional investor ownership, and state-owned property attributes are effective in mitigating the negative economic effect of refinancing, while higher management ownership exacerbates this effect. The findings of the study provide important policy insights for optimizing the financing function of the capital market, supporting the development of the real economy and implementing the innovation-driven development strategy under the current new economic normal.

Key Words: equity refinancing, governance mechanisms, event analysis, agency costs, capital markets

(责任编辑 王 媛; 校对 WY, LY)