

上市公司控制权私有收益与再融资的关系

杜魁

(商丘师范学院经济管理学院 河南商丘 476000)

【摘要】学术界对上市公司再融资偏好一直有不同的看法,其中大多从融资成本及我国相关法律法规出发进行分析。本文从控制权私有收益这一新的角度出发,选取2009~2011年沪深两市A股1567家进行大宗股权交易的上市公司为研究对象,采取Logistic回归分析方法研究控制权私有收益与上市公司再融资之间的关系,结果表明:相比于其他变量,控制权私有收益是导致企业偏好股权再融资的最重要的因素之一。

【关键词】控制权私有收益 上市公司股权再融资 大宗股权交易

我国上市公司在再融资过程中存在两个突出问题:一是过度融资严重,从资本市场上筹集的资金由于没有好的项目而被大量闲置,既造成了资金浪费,又增加了企业的融资成本,降低了企业的绩效水平;二是企业大多偏好外源融资,而在外源融资中又偏好股权融资,这与经典的优序融资理论是相违背的,因为股权融资是成本最高的一种融资方式,我国上市公司的融资偏好使其融资成本大大增加。

对于上市公司的融资偏好,学者们众说纷纭,本文试图从一个新的角度——控制权私有收益角度进行分析,并根据分析结果提出相关政策建议。

一、上市公司控制权私有收益及再融资现状

(一)上市公司股权集中度现状

为了说明上市公司控制权私有收益情况,本文从股权集中度入手,通过搜集2003~2011年我国上市公司第一大股东持股比例作为评价其股权集中度的指标,并进行统计分析,统计数据如表1所示:

表1 2003~2011年我国上市公司股权集中度分析

| 年份 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 上市公司数 | 1 277 | 1 377 | 1 384 | 1 420 | 1 527 | 1 618 | 1 702 | 2 019 | 2 304 |
| 极小值(%) | 0.86 | 0.93 | 4.24 | 4.54 | 0.80 | 0.32 | 3.64 | 3.50 | 2.20 |
| 极大值(%) | 97.55 | 97.00 | 84.98 | 98.86 | 100.00 | 86.42 | 95.10 | 95.95 | 99.00 |
| 均值(%) | 42.98 | 42.16 | 41.09 | 36.91 | 36.06 | 36.21 | 36.49 | 36.51 | 36.26 |

从表1可以看出,有些上市公司股权集中度相当高,而有些上市公司股权则较为分散。从整体看,股权分置改革后2011年上市公司的股权集中度相对于2003年有所下降,但第一大股东的平均持股比例仍然高达36.26%。

从趋势上来分析,可以看出只有2006年股权集中度水平相对于2005年有一个明显的下降,2006年以后虽然上市公司在数量上增加较快,但股权集中度的比例却没有明显的下降,这说明新上市公司的平均股权集中度仍然较高。可见,控

股股东对上市公司仍然具有较大的控制权,这为控股股东谋取控制权私有收益提供了方便。

(二)我国上市公司再融资现状

经过20多年的发展,我国证券市场已经具有相当的规模。无论是首次发行还是再融资都得到了大规模的扩张,仅2003~2012年十年间我国上市公司通过A股市场共筹集资金37 990.43亿元,其中通过首次发行筹集资金18 667.64亿元,通过再融资筹集资金19 322.79亿元,具体如表2所示:

表2 2003~2012年A股市场筹集资金 单位:亿元

| 年份 | 首发筹资 | 股权再筹资 | 股权筹资总额 | 股权再筹资占筹资股权比例 |
|------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 2003 | 472.42 | 377.58 | 850 | 44.42% |
| 2004 | 378.28 | 469.29 | 847.57 | 55.37% |
| 2005 | 57.63 | 271.4 | 329.03 | 82.48% |
| 2006 | 1 341.68 | 1 037.41 | 2 379.09 | 43.61% |
| 2007 | 4 809.85 | 3 088.2 | 7 898.05 | 39.10% |
| 2008 | 1 034.38 | 2 500.57 | 3 534.95 | 70.74% |
| 2009 | 1 831.38 | 3 164.76 | 4 996.14 | 63.34% |
| 2010 | 4 882.63 | 4 072.36 | 8 954.99 | 45.48% |
| 2011 | 2 825.07 | 2 248 | 5 073.07 | 44.31% |
| 2012 | 1 034.32 | 2 093.22 | 3 127.54 | 66.93% |
| 合计 | 18 667.64 | 19 322.79 | 37 990.43 | 50.86% |

资料来源:中国证监会网站(2012),下同。

2009~2012年4年间上市公司主要利用股权融资和债券融资筹集资金,相关数据如表3所示。可以看出,随着债券市场的不断完善和发展,上市公司股权融资占外部融资的比重在不断下降,自2009年以来,股权融资额占外部融资额的比例已从87.48%下降到53.46%,但与国外上市公司相比仍处于高位。究其原因,这与我国证券市场的发展密切相关,公司债券市场的发展为企业利用财务杠杆筹集资金提供了一种新的途径,于是上市公司积极利用债券进行融资。另外,股权融

资市场的日益规范,增加了企业股权融资的成本,使企业不得不慎重考虑使用股权再融资这一途径。

表 3 2009~2012年A股市场股权和债券筹资 单位:亿元

| 年份 | 股权融资总额 | 债券融资总额 | 外部融资总额 | 股权融资占外部融资比例 |
|------|----------|----------|-----------|-------------|
| 2009 | 4 996.14 | 715.01 | 5 711.15 | 87.48% |
| 2010 | 8 954.99 | 1 320.30 | 10 275.29 | 87.15% |
| 2011 | 5 073.07 | 1 707.40 | 6 780.47 | 74.82% |
| 2012 | 3 127.54 | 2 722.77 | 5 850.31 | 53.46% |

二、控制权私有收益下上市公司再融资行为实证分析

如前所述,我国上市公司不仅存在股权再融资偏好,而且相当一部分上市公司的股权集中度都较高,一些控股股东利用控制权攫取私有收益。本文运用实证方法来分析控制权私有收益与再融资之间的关系。

(一)样本和指标的选取

1. 样本的选取。控制权私有收益指标的选取是一个难点,本文采取大宗股权交易溢价法测度控制权私有收益,运用SPSS18.0及Excel2003对数据进行筛选和分析,选取2009~2011年沪深两市A股进行大宗股权交易的上市公司为研究样本,并做了如下技术处理:①合并一年内相同的大宗股权交易,将样本公司一年的交易股数求和,一年内每次交易的价格求加权平均,这样在样本中每一家上市公司一年内只进行一次大宗股权交易。②剔除股权转让方每股净资产为负或被ST的上市公司。③剔除转让方或受让方不明确和没有转让价格的大宗股权交易的公司。

2. 指标的选取。①股权再融资偏好(ER);②控制权私有收益(PBC);③第一大股东持股比例(Fir);④第二大股东持股比例(Sec);⑤资产负债率(AR);⑥总资产自然对数(LA);⑦市盈率(P/E);⑧净资产收益率(ROE);⑨总资产增长率(AG)。以上指标汇总如表4所示:

表 4 指标汇总

| 指标名称 | 指标定义 |
|----------------|-----------------------|
| 股权再融资偏好(ER) | 如果进行股权再融资,ER=1;否则ER=0 |
| 控制权私有收益(PBC) | 利用大宗股权交易法溢价法测出 |
| 第一大股东持股比例(Fir) | 第一大股东所持股份/总股本 |
| 第二大股东持股比例(Sec) | 第二大股东所持股份/总股本 |
| 资产负债率(AR) | 总负债/总资产 |
| 总资产自然对数(LA) | 对总资产取自然对数 |
| 市盈率(P/E) | 每股市价/每股收益 |
| 净资产收益率(ROE) | 净利润/净资产 |
| 总资产增长率(AG) | (年末总资产-年初总资产)/年初总资产 |

下面,重点介绍股权再融资偏好(ER)和控制权私有收益(PBC)两个指标的选取。

(1)本文采取Logistic回归分析法分析上市公司再融资偏好,原则上认为发布了股权再融资公告的上市公司偏好于股权融资,没有发布股权再融资公告的则没有股权融资偏好。

(2)本文根据Grossman和Hart(1988)提出的两分法测算控制权私有收益。大宗交易中的成交价格应当包括两部分:一是买卖双方对正当的控制权证券收益的估价,二是控制权私有收益的价值。而在完善的市场环境中,股票的市价可以较为准确地反映买卖双方对控制权收益的估价,因此反映控制权私有收益水平的大宗股权转让交易溢价可以用成交价格减去交易时股票的价格。由于我国股权分置改革有些问题尚需时日解决,控股股东持有的多为非流通股,而日常交易的股票价格无法正确反映这部分股票的价值,因此也就无法反映交易过程中买卖双方对控制权证券收益的估价。

为了使模型更加符合我国股票市场的特征,必须对其进行修正。本文将“股价”替换为“每股净资产”,由于每股净资产项目包含了诸如三年以上应收账款、长期待摊费用等不良资产项目,因此必须对每股净资产进行调整,用调整后的每股净资产替代股价,然后利用“(交易价格-每股净资产)/每股净资产”和“交易股权数/股本”,就可以测算出每股净资产溢价率和股权转让比例,再根据每股净资产溢价率和股权转让比率的乘积测算出控制权私有收益。即:控制权私有收益(PBC)= $\frac{\text{交易价格}-\text{每股净资产}}{\text{每股净资产}} \times \frac{\text{交易股权数}}{\text{股本}}$ 。

(二)描述性统计

1. 大宗股权交易的描述性统计。本文利用大宗交易溢价法测度控制权私有收益统计了2009~2011年我国沪深两市A股上市公司大宗交易次数。由表5可以看出,上市公司大宗股权交易次数呈快速增长趋势。

表 5 2009~2011年大宗股权交易次数

| 年份 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------|-------|-------|-------|
| 大宗交易次数 | 2 327 | 2 722 | 5 052 |

2. 再融资相关变量的描述性统计。本文选取了2009~2011年进行大宗股权交易上市公司的相关指标进行分析和描述性统计,由于每年进行大宗股权交易的上市公司不同,故本文分三年对这些变量进行描述性统计。具体见表6~表8。

表 6 2009年进行大宗股权交易A股公司相关变量的描述性统计

| | 未进行股权再融资 | | 进行股权再融资 | | 大宗股权交易市场 | |
|------------|----------|--------|---------|--------|----------|--------|
| | N | 均值 | N | 均值 | N | 均值 |
| PBC(%) | 208 | 6.91 | 132 | 27.74 | 340 | 15.54 |
| Fir(%) | 208 | 36.00 | 132 | 31.87 | 340 | 34.44 |
| Sec(%) | 208 | 8.27 | 132 | 8.82 | 340 | 8.50 |
| AR(%) | 208 | 51.93 | 132 | 52.14 | 340 | 51.88 |
| LA | 208 | 22.58 | 132 | 21.67 | 340 | 22.21 |
| P/E | 208 | 102.89 | 132 | 183.28 | 340 | 132.10 |
| ROE(%) | 208 | 10.09 | 132 | 4.14 | 340 | 7.72 |
| AG(%) | 208 | 23.04 | 132 | 13.61 | 340 | 19.35 |
| 有效的N(列表状态) | 208 | | 132 | | 340 | |

**表 7 2010年进行大宗股权交易 A 股公司
相关变量的描述性统计**

| | 未进行股权再融资 | | 进行股权再融资 | | 大宗股权交易市场 | |
|----------------|----------|-------|---------|--------|----------|--------|
| | N | 均值 | N | 均值 | N | 均值 |
| PBC(%) | 270 | 8.82 | 187 | 23.08 | 457 | 14.74 |
| Fir(%) | 270 | 34.08 | 187 | 32.94 | 457 | 33.65 |
| Sec(%) | 270 | 9.61 | 187 | 8.76 | 457 | 9.28 |
| AR(%) | 270 | 48.41 | 187 | 49.73 | 457 | 48.90 |
| LA | 270 | 22.47 | 187 | 21.78 | 457 | 22.18 |
| P/E | 270 | 96.39 | 187 | 166.59 | 457 | 124.79 |
| ROE(%) | 270 | 11.35 | 187 | 9.80 | 457 | 10.70 |
| AG(%) | 270 | 24.63 | 187 | 21.97 | 457 | 23.46 |
| 有效的N (列表状态) | 270 | | 187 | | 457 | |

**表 8 2011年进行大宗股权交易 A 股公司
相关变量的描述性统计**

| | 未进行股权再融资 | | 进行股权再融资 | | 大宗股权交易市场 | |
|----------------|----------|-------|---------|-------|----------|-------|
| | N | 均值 | N | 均值 | N | 均值 |
| PBC(%) | 510 | 5.32 | 260 | 14.80 | 770 | 8.52 |
| Fir(%) | 510 | 36.42 | 260 | 33.29 | 770 | 35.36 |
| Sec(%) | 510 | 10.35 | 260 | 9.08 | 770 | 9.92 |
| AR(%) | 510 | 43.09 | 260 | 40.91 | 770 | 42.35 |
| LA | 510 | 22.39 | 260 | 21.76 | 770 | 22.18 |
| P/E | 510 | 48.14 | 260 | 73.36 | 770 | 56.64 |
| ROE(%) | 510 | 11.18 | 260 | 7.54 | 770 | 9.96 |
| AG(%) | 510 | 22.92 | 260 | 18.06 | 770 | 21.28 |
| 有效的N (列表状态) | 510 | | 260 | | 770 | |

从表6~表8可以看出,本文对变量的描述性统计与一般的描述性统计有所不同,为了将再融资偏好与相关变量联系起来,本文将A股进行大宗股权交易的上市公司分为两部分,即将样本公司分为进行股权再融资的上市公司和未进行股权再融资的上市公司。通过对相关数据进行分析后,可以较清楚地看出样本公司再融资偏好与相关变量之间的关系及变化趋势,从而为Logistic回归分析奠定了基础。

(三) Logistic 回归分析

1. 回归模型的建立。根据本文提出的假设,建立如下的回归分析模型:

$$\text{LogisticER}_{i,t} = \eta + \lambda_1 \text{PBC}_{i,t} + \lambda_2 \text{Fir}_{i,t} + \lambda_3 \text{Sec}_{i,t} + \lambda_4 \text{AR}_{i,t} + \lambda_5 \text{LA}_{i,t} + \lambda_6 \text{P/E}_{i,t} + \lambda_7 \text{ROE}_{i,t} + \lambda_8 \text{AG}_{i,t}$$

在上述回归模型中,上市公司股权再融资偏好(ER)为因变量;控制权私有收益(PBC)为自变量; Fir、Sec、AR、LA、P/E、ROE、AG为控制变量,分别反映A股样本公司进行大宗股权交易的控制权私有收益,分别代表第一大股东持股比例、第二大股东持股比例、资产负债率、总资产自然对数、市盈率、净资产收益率及总资产增长率。

2. Logistic 回归分析适应性检验。Logistic回归分析法具有较为严格的检验条件,即数据的卡方值和P(Sig)值必须同时满足模型系数综合检验和 Hosmer and lemeshow 检验。而两个检验的要求又正好相反,在系数综合检验中卡方值要大于临界值,P值要小于临界值。而在 Hosmer and lemeshow 中卡方值要小于临界值,P值要大于临界值。对于临界值的计算可以根据回归分析的数据利用Excel表用公式求得。本文对数据的检验结果如表9、表10所示:

表 9 模型系数综合检验

| 年份 | 2009年 | | | 2010年 | | | 2011年 | | |
|-------|--------|----|-------|--------|----|-------|--------|----|-------|
| | 卡方 | df | Sig | 卡方 | df | Sig | 卡方 | df | Sig |
| Step | 46.904 | 8 | 0.000 | 63.578 | 8 | 0.000 | 70.346 | 8 | 0.000 |
| Block | 46.904 | 8 | 0.000 | 63.578 | 8 | 0.000 | 70.346 | 8 | 0.000 |
| Model | 46.904 | 8 | 0.000 | 63.578 | 8 | 0.000 | 70.346 | 8 | 0.000 |

表 10 Hosmer and lemeshow 检验

| 年份 | 2009年 | | | 2010年 | | | 2011年 | | |
|----|-------|----|--------|--------|----|-------|-------|----|-------|
| | 卡方 | df | Sig | 卡方 | df | Sig | 卡方 | df | Sig |
| 1 | 9.463 | 8 | 11.305 | 10.102 | 8 | 0.297 | 6.301 | 8 | 0.614 |

在模型系数综合检验中,卡方值应大于临界值,而P值要小于临界值,可见,这里的关键则是对临界值的计算。一般认为,在模型系数检验中,P值的取值范围在0.05以下。由表9可以看出,P值都为0,因此P值符合要求。于是,我们运用P值的临界值再通过Excel表输入“=CHIINV(0.05,8)”计算出卡方值的临界值,结果表明,2009~2011年的卡方临界值都为15.507,而三年的卡方值都明显大于临界值,因此相关数据在模型系数综合检验中没有问题。

在 Hosmer and lemeshow 检验中,情况与模型系数综合检验正好相反,其要求P值大于临界值,而卡方值小于临界值。检验结果具体见表10。从表10可以看出,三年的P值均大于临界值。同样,可以运用P值的临界值通过Excel表输入“=CHIINV(0.05,8)”计算出卡方的临界值,2009~2011年的卡方值仍然为15.507,而三年的 Hosmer and lemeshow 均小于15.507,因此相关数据通过了模型系数综合检验和 Hosmer and lemeshow 检验,可以进行 Logistic 回归分析。

3. 预测准确性分析。Logistic回归分析法建模与其他建模方法相似,都是通过运用最小误差法对初始值进行分析,然后运用最大似然值法寻找出最佳值,以满足下一步分析的需要。本文在进行回归分析前对初始数值的准确性进行了预测,具体结果如表11所示:

表 11 2009~2011年初始数值准确性预测

| Observed | Predicted(2009) | | | | Predicted(2010) | | | | Predicted(2011) | | | |
|----------|-----------------|-----|--------------------|-------|-----------------|---|--------------------|-----|-----------------|-----|--------------------|-------|
| | ER | | Percentage Correct | | ER | | Percentage Correct | | ER | | Percentage Correct | |
| | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| ER | 0 | 194 | 0 | 100 | 259 | 0 | 100 | 488 | 0 | 100 | | |
| | 1 | 157 | 0 | 0 | 214 | 0 | 0 | 348 | 0 | 0 | | |
| | 总计百分比 | | | 76.29 | | | 82.65 | | | | | 71.31 |

从表 11 可以看出,2009~2011 年初始数据准确性预测均高于 70%,初始数据具有较高的预测准确性。

4. Logistic 回归分析结果。通过以上的可行性检验和准确性预测,表明本文的数据适合进行 Logistic 回归分析。运用 Logistic 进行回归分析的结果见表 12~表 14:

表 12 2009 年 Logistic 回归模型分析结果

| | B | S.E. | Wals | df | Sig | Exp(B) |
|-----|--------|-------|--------|----|-------|--------|
| PBC | 4.210 | 1.156 | 13.255 | 1 | 0.000 | 67.352 |
| Fir | -0.001 | 0.009 | 0.014 | 1 | 0.906 | 1.001 |
| Sec | 0.039 | 0.019 | 4.386 | 1 | 0.036 | 1.040 |
| AR | 1.132 | 0.867 | 1.705 | 1 | 0.192 | 3.101 |
| LA | -0.151 | 0.101 | 2.258 | 1 | 0.133 | 0.860 |
| P/E | 0.001 | 0.001 | 2.628 | 1 | 0.105 | 1.001 |
| ROE | -3.483 | 1.708 | 4.158 | 1 | 0.041 | 32.541 |
| AG | -0.839 | 0.574 | 2.135 | 1 | 0.144 | 0.432 |
| 常量 | 0.964 | 1.895 | 0.259 | 1 | 0.611 | 2.622 |

表 13 2010 年 Logistic 回归模型分析结果

| | B | S.E. | Wals | df | Sig | Exp(B) |
|-----|--------|-------|--------|----|-------|---------|
| PBC | 4.636 | 0.898 | 26.628 | 1 | 0.000 | 103.105 |
| Fir | -0.006 | 0.007 | 0.744 | 1 | 0.388 | 1.006 |
| Sec | 0.009 | 0.014 | 0.385 | 1 | 0.535 | 1.009 |
| AR | 1.556 | 0.636 | 5.979 | 1 | 0.014 | 4.740 |
| LA | -0.134 | 0.082 | 2.658 | 1 | 0.103 | 0.875 |
| P/E | 0.000 | 0.000 | 0.305 | 1 | 0.581 | 1.000 |
| ROE | -0.309 | 1.331 | 0.054 | 1 | 0.816 | 0.734 |
| AG | -0.015 | 0.347 | 0.002 | 1 | 0.966 | 0.985 |
| 常量 | 1.014 | 1.639 | 0.083 | 1 | 0.536 | 2.757 |

表 14 2011 年 Logistic 回归模型分析结果

| | B | S.E. | Wals | df | Sig | Exp(B) |
|-----|--------|-------|--------|----|-------|--------|
| PBC | 3.197 | 0.768 | 17.332 | 1 | 0.000 | 24.465 |
| Fir | -0.006 | 0.006 | 1.158 | 1 | 0.282 | 0.994 |
| Sec | -0.022 | 0.012 | 3.160 | 1 | 0.075 | 0.979 |
| AR | 0.565 | 0.480 | 1.386 | 1 | 0.239 | 1.759 |
| LA | -0.183 | 0.078 | 5.523 | 1 | 0.019 | 0.833 |
| P/E | 0.001 | 0.001 | 0.325 | 1 | 0.569 | 1.001 |
| ROE | -2.138 | 1.134 | 3.558 | 1 | 0.059 | 0.118 |
| AG | -0.226 | 0.254 | 0.785 | 1 | 0.376 | 0.798 |
| 常量 | 3.546 | 1.591 | 4.964 | 1 | 0.026 | 34.660 |

通过对 2009~2011 年三年数据的 Logistic 回归分析可以看出,无论是系数(B)还是影响程度(Wals),控制权私有收益的指标都明显大于其他变量,这说明控制权私有收益是影响上市公司股权再融资行为最重要的变量之一。

三、相关政策建议

通过以上实证分析,本文验证了大股东谋取控制权私有收益是造成我国上市公司股权融资偏好最重要的原因之一。

因此限制大股东获取控制权私有收益很有必要,这不但能够保护中小股东的利益,而且能够规范上市公司的再融资行为,维护证券市场的正常秩序。为此,本文从限制大股东获取控制权私有收益出发,提出以下三点政策建议:

1. 进一步规范大宗股权交易市场。大宗股权交易市场是大股东获取控制权私有收益的重要途径,在股权分置改革过程中,大股东往往通过一定时期内解禁的限售存量股份获取控制权私有收益。虽然证监会在 2008 年出台了《上市公司解禁限售存量股份转让指导意见》,提出了分期分批解禁和限售的要求,但大多为一些软约束政策,硬性规定较少,因此亟须出台更为完善的相关法规,以限制大股东利用解禁限售股份谋取不正当利益,并明确相关的处罚措施。

2. 提高中小股东的自我保护意识。提高中小股东自我保护意识也是限制大股东获取控制权私有收益的重要措施之一。中小股东可以通过以下途径来保护自身的合法权益:首先,加强对证券及相关法律知识的学习,这样既可以获取更多的证券市场知识,又可以在自身利益受到侵害时通过法律途径保护自身的合法权益。其次,当自身利益受到侵害时,应及时收集证据向有关部门报告,这样既可以保护其他中小股东的利益,又可以对大股东形成警示作用。第三,中小股东要尽量避免投资的非理性行为,即避免在进行购买时不对股票进行深入的分析,而是采取“搭便车”的行为。

3. 提高大股东获取控制权私有收益的成本。大股东在获取控制权私有收益时是需要付出成本的,为此可以采取以下措施来增加大股东获取控制权私有收益的成本:一是将累积投票法转为上市公司股东大会选举董事的一种硬性的规定,使控股股东获取决策权的成本大大增加;二是完善大宗股权交易市场的监管措施,使大股东通过大宗股权交易获取控制权私有收益的难度加大;三是强化上市公司财务报表和内部控制报告的审计力度,使大股东很难通过提供虚假财务信息侵害中小股东利益;四是完善中小股东的举报制度,使广大中小股东在自身合法权益受到侵害时能够较为容易地通过举报途径进行举报,这样同样能对大股东起到警示作用;五是加大对大股东侵害中小股东利益的处罚力度,使大股东获取控制权私有收益的潜在成本增加。

主要参考文献

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;11
2. 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;4
3. 李志文,宋衍蘅. 影响中国上市公司配股决策的因素分析. 经济科学,2003;3
4. 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;11
5. 李小明. 控制权私有收益下企业再融资研究. 北京:经济科学出版社,2010