

再融资资金投向变更对公司业绩的影响

胡本刚,陈其安

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400030)

摘要:本文利用恰当的计量经济学模型和方法,实证研究了中国上市公司再融资资金投向变更对公司经营业绩的影响。研究结果表明,再融资资金投向发生变更的上市公司长期经营业绩显著低于再融资资金投向未发生变更的上市公司;上市公司长期经营业绩随着公司规模和股东权益在总资产中所占比例的提高而显著增加;在牛市中进行再融资的公司在其后三年内的经营业绩显著低于其他时候进行再融资的公司。

关键词:再融资;资金投向变更;公司业绩;中国上市公司

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2010)04-0080-06

中国股票市场中的上市公司大多数是国有企业改制而来的,质量普遍不是太高,存在比较严重的内部人控制现象和巨大的代理成本,部分上市公司为了达到能够上市圈钱的目的,有时会虚构投资项目,一旦取得上市或者再融资资格并在股票市场融得巨额资金后,他们又以各种借口将融得的资金投向其他项目,改变股权融资招(配)股说明书中说明的资金用途。目前,上市公司频繁变更再融资资金使用方向已经成为中国股票市场的突出问题,并对中国上市公司的经营业绩产生了重要影响,逐渐受到我国监管部门、投资者和学术界的广泛关注。因此,系统深入地研究上市公司再融资资金投向变更对公司经营业绩的影响对于规范中国上市公司再融资行为和再融资资金投资行为、提高上市公司质量和经营效率、加强中国股票市场的风险管理和控制、进而保障中国股票市场健康、稳定、持续发展具有重要的理论和现实意义。

1 研究回顾

从迄今为止的国外相关研究文献来看,由于西方发达国家成熟股票市场中的上市公司很少发生股权融资资金投向变更的情况,因此国外学者对股权融资资金使用问题的研究主要集中在公司经理的过度投资行为和对自由现金流的滥用等方面。例如,Jensen 研究认为,当公司存在着大量的闲余资金时,公司经理有可能将闲余资金用于不能为企业带来收益的投资规模扩大方面,从而导致过度投资行

为的发生^[1]。Myers 研究发现,当企业外部投资者和内部经营管理者之间存在着信息不对称时,企业为实施投资项目所发行的股权融资证券的价值有可能在资本市场上被投资者高估或低估,这也可能导致企业过度投资或投资不足行为的发生^[2]。Heinkel 和 Zechner 认为,当信息不对称仅仅限于新投资项目的价值时,公司可能会实施部分净现值为负的项目,进而导致过度投资^[3]。从国内相关研究文献来看,国内学者对再融资资金用途的研究主要集中在再融资资金投向变更的动机、再融资资金的使用行为和再融资行为对公司业绩的影响等方面。陈菲分析了中国上市公司再融资资金投向变更的影响因素,发现中国再融资上市公司普遍且较大程度地变更募集资金投向,相当部分上市公司为了达到“圈钱”的目的,以拼凑项目融资^[4]。张祥建、郭岚研究了我国资本市场参与者的行为与盈余管理之间关系,并分析了对资本配置效率的影响效应,发现大股东通过盈余管理实现了对小股东财富的掠夺效应,造成了上市公司资本配置效率、公司价值、声和后续融资能力的下降^[5]。邬国梅通过假设控股股东与经理人利益相一致来分析上市公司的过度投资行为。研究发现,只要股权融资下的控制权收益超过负债融资下的财务杠杆收益,控股股东就会选择股权融资方式实施投资项目,从而会引起上市公司的过度投资行为^[6]。李燕妮、杨贵宾利用超额收益分析法,对我国上市公司再融资决策三次公告中的首次公告对股价影响进行实证分析,结果表明:增发、配

收稿日期:2010-02-28

基金项目:国家社会科学基金项目(08XJY032);中国博士后基金项目(20070420720)

作者简介:胡本刚(1983—),男,山东省济宁市人,重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生,研究方向:金融市场;陈其安(1968—),男,重庆市綦江人,重庆大学经济与工商管理学院副教授,硕士生导师,美国圣地亚哥加州大学经济系访问学者,博士,研究方向:金融市场。

股、发行可转债三种再融资决策公告皆对股价有负面影响^[7]。吴梓燊、卿平乐从财务指标的角度,运用Logit模型对增发再融资的影响因素进行了考察,对增发再融资的影响因素进行了考察,研究发现增发后公司的盈利能力出现明显下滑^[8]。汪德华、刘志彪从管理层的增长冲动出发,构造了一个信号博弈模型,研究结果表明,在现有再融资政策下,无论管理层是否进行业绩操纵,当其愿意以牺牲暂时的增长水平以达到再融资业绩标准^[9]。宋衍衡通过分析各种对企业经营业绩的影响因素,建立多元回归模型,研究发现投资于具体项目公司的再融资以后的经营业绩下滑幅度显著低于没有具体投资项目的公司^[10]。万力、杨宁利用因子分析法确定对企业增长具有较大贡献的变量,发现市场对股权再融资有负面反应,但是市场区别对待了高增长企业和低增长企业的融资公告^[11]。章卫东用多元回归模型验证了在股权分置的情况下,可转换公司债券的市场绩效要好于配股和增发新股,只有当非流通股股东看好上市公司时,非流通股股东才会参与配股,配股的市场绩效要好于增发新股^[12]。张俊瑞、郭慧婷、王玮分析了再融资前后一年样本公司三项现金流指标的变化,比较了再融资公司和控制样本公司三项现金流指标和经营现金流等重要构成项目的变化。结果表明,再融资公司很可能通过加快收回货款、获得一次性税费返还、调整非经常性项目、拖延支付税费、提前大量销售存货等方式,操控上市公司的现金流,以满足再融资条件^[13]。刘星、郝颖、林朝南基于股权融资的市场时机理论,结合我国资本市场再融资政策,实证分析了市场融资条件对上市公司股权融资和资本结构的影响。研究结果表明,在流通股市价被普遍高估的市场条件下,再融资政策是导致股权融资次数差异的主要因素,而融资次数的差异直接导致了上市公司利用市场融资条件的差异^[14]。吴锐、李光义研究发现自由现金流与公司投资行为正相关;上市公司所在地区投资环境越差、政府效率越低,其更容易进行自由现金流的投资^[15]。庞博、赵艰申从公司金融角度出发,结合中国国情,分析得出中国上市公司热衷于股权融资的主要原因有:股

权融资的成本优势、股权分置和国有股一股独大、公司治理结构不完善以及经济高速发展期企业的扩张冲动等^[16]。

从上述分析可以看到,目前的国内外相关研究文献在再融资资金投向变更行为对上市公司经营业绩影响方面的研究是非常少的,而这一问题对中国上市公司和股票市场发展来说又是至关重要的。基于这一考虑,本文拟以1996年12月16日—2006年12月15日期间在中国A股主板市场进行再融资的公司为样本,利用恰当的计量经济学模型和方法,实证研究中国上市公司再融资资金投向变更对公司经营业绩的影响。

2 变量选择和描述

1)再融资资金投向变更的度量指标。

根据刘少波和戴文慧对上市公司募集资金投向变更的定义,募集资金投向变更是指上市公司没有将其融资金严格地投资于其在配股说明书、招股说明书和可转换公司债券募集说明书中说明和承诺的投资项目,改变了原定的融资金投向;从表现形式上看,募集资金投向变更包括投资项目的变更、投资项目的终止、对原定项目的投资超过一年半以上的延期以及将所募集资金用于其他用途等,但不包括资金的增减和项目开工后的进度快慢^[17]。基于此,本文采用公司进行再融资后三年内的融资金投向与承诺项目相符与否作为解释变量。

2)上市公司经营业绩的度量指标。

衡量上市公司经营业绩的指标包括每股收益率、每股净资产、净资产收益率、资产收益率等,其中,每股收益率是度量公司业绩的最常用和最全面的指标。因此,不失一般性,本文以公司再融资后三个会计年度内按摊薄净利润计算的每股收益率年平均值作为上市公司经营业绩的度量指标。

另外,由于还有其他很多因素可能对上市公司经营业绩产生重要影响,因此本文根据研究需要,还选取了上市公司规模、上市时机以及财务杠杆等作为控制变量。变量选择和描述如表1所示。

表 1 变量选择和描述

变量性质	变量含义	变量名称	变量含义和计算方法
被解释变量	每股收益	Eps_i	第 i 个公司再融资后三个会计年度内按摊薄净利润计算的每股收益年平均值
解释变量	再融资金投向变更	Tz_ir_i	第 i 个公司再融资后三个会计年度内融资金投向发生变更取 1,未发生变更则取 0
控制变量	上市时机	$Time_i$	第 i 个公司再融资日处于牛市时取 1,处于其他时期时取 0
	股本规模	$Lnsiz_e_i$	第 i 个公司再融资后三个会计年度内平均总股本的自然对数
	财务杠杆	$Leverage_i$	第 i 个公司再融资后三个会计年度内股东权益与公司总资产之比的平均值

3 模型构建和样本选取

3.1 模型构建

根据研究目的,本文采用多元线性回归分析的方法,利用 Eviews5.1 软件来考察上市公司业绩与解释变量之间的关系,进行最小二乘法估计,对上市公司业绩的影响因素建立多元回归模型,其回归方程如下:

$$Eps_i = \alpha_0 + \alpha_1 Tz_ir_i + \varepsilon_i; \quad (1)$$

$$Eps_i = \alpha_0 + \alpha_1 Tz_ir_i + \alpha_2 Time_i + \alpha_3 Lnsiz_e_i + \alpha_4 Leverage_i + \varepsilon_i. \quad (2)$$

其中: Eps_i 为每股收益; Tz_ir_i 为再融资资金投向变更指标; $Time_i$ 为上市时机; $Lnsiz_e_i$ 为公司平均总股本的自然对数; $Leverage_i$ 为公司股东权益与公司总资产之比的平均值。

3.2 样本选择

本文基于如下几个方面的考虑来对研究样本进行选取和处理:1) 为了消除中国股票市场涨跌幅限制对上市公司每股收益可能产生的影响,本文选择 1996 年 12 月 16 日开始实施涨跌停板制度后实施再融资的公司为研究样本。2) 由于再融资资金到位存在一定的时滞以及本文的研究需要公司再融资后三个会计年度的每股收益和股东权益等相关数据,而且从项目开始实施到完工产生效益也需要较长的时间,因此本文选取 2006 年 12 月 15 日以前在 A 股主板市场进行再融资的公司为研究样本。3) 由于本文主要研究 A 股主板市场上市公司的再融资资金投向变更行为对公司经营业绩的影响,因此剔除了同时在 A 股和 H 股市场进行再融资的公司。4) 为了避免连续再融资对上市公司每股收益和股东权益可能产生的影响,本文剔除了在连续三年之内进行两次及两次以上再融资的公司。5) 由于金融业的再融资资金用途多为提高资本充足率,而且与非金融类公司具有不同的融资结构和会计制度,因此,在本文的研究样本中剔除了金融行业上市公司。6) 为了保证数据的完整性,本文剔除了在年报或者公告中没有明确披露再融资资金使用情况的上市公司。经过上述处理后,本文选取 1996 年 12 月 16 日—2006 年 12 月 15 日期间在中国 A 股主板市场进行再融资的 699 组数据作为研究样本。

本文研究中涉及到的主要数据包括:上市公司再融资资金承诺投向项目与实际投向发生变更的情况、公司再融资后三个会计年度内按摊薄净利润计算的每股收益、上市公司股本规模以及上市公司再融资后三个会计年度内每年的股东权益与总资产比率。所有数据都来源于北京色诺芬信息服务有限公司

开发的 CCER 中国证券市场数据库系统以及巨灵证券信息系统提供的上市公司配股说明书、增发招股说明书、可转换公司债券募集说明书、上次募集资金使用情况审核报告、上次募集资金回访报告和年度报告等。

4 描述性统计分析

4.1 上市公司再融资资金投向变更的总体情况统计

从表 2 中可以看到,在进行再融资的 699 家公司中,有 284 家公司的再融资资金投向发生了变更,比例高达 40.63%。这表明,进行再融资的上市公司大部分在不同程度上改变了再融资资金投向。

表 2 上市公司再融资资金投向变更的总体情况统计

再融资资金投向	投向变更	投向未变更
样本数	284	415
占总样本数比例 (%)	40.63	59.37

对于发生再融资资金投向变更的具体原因,本文在仔细分析上市公司配股说明书、增发招股说明书、可转换公司债券募集说明书、上次募集资金使用情况审核报告、上次募集资金回访报告以及公司半年报和年报中披露的每个投向变更项目的变更原因后发现,部分上市公司变更再融资资金投向可能有其“不得不变”的客观原因,如市场环境发生变化、产业结构和产业政策调整、技术条件变化等。但大多数公司的再融资资金投向变更是出于主观原因,如公司为了达到上市目的而虚构一些本来不存在的项目,公司在配股说明书、增发招股说明书和可转换公司债券募集说明书中故意夸大拟投资项目的未来收益和技术经济可行性,公司在配股说明书、增发招股说明书和可转换公司债券募集说明书中有意减小一些高风险项目的不确定性、而故意夸大项目的成功概率,公司将一些本来可预见的、可能在未来不符合国家产业发展政策和其他相关政策、而现在国家还没有出台明文规定禁止的项目列入公司的拟发展项目清单等,在这种情况下,公司将会在很大程度上把再融资资金投向其他项目和用作其他用途。

4.2 各个指标变量的描述统计

从表 3 中可以看到,每股收益平均值仅为 0.231918 元,说明我国上市公司进行再融资后的总体获利能力比较低,如果按中国股票市场再融资平均股价 10 元/股计算,那么公司在进行再融资后的平均获利率不到 3%;再融资资金投向变更的平均值为 0.406295,说明我国上市公司再融资资金投向发生变更的比例比较大,平均有高达 40.63%的进行再融资的上市公司发生了投向变更;中国上市公司股东权益占公司总资产的比例平均值高达

57.02%,这说明我国上市公司的资产负债率比较低(平均只有42.98%),这在一定程度上说明中国上市公司具有股权融资偏好。

表3 各个指标变量的描述统计

变量	最大值	最小值	均值	中位数	标准差
Eps_i	1.698500	-1.194533	0.231918	0.2345330	0.260683
Tz_ir_i	1.000000	0.000000	0.406295	0.000000	0.491493
$Time_i$	1.000000	0.000000	0.487840	0.000000	0.500210
$Lnsiz_e_i$	23.77711	18.00517	19.60879	19.53303	0.736739
$Leverage_i$	0.951496	0.007291	0.570245	0.560436	0.147102

5 自相关和异方差检验

为了保证实证结果的正确性与合理性,有必要对上述实证模型进行自相关和异方差检验。模型

表4 滞后12阶的各阶Portmantear Q统计量伴随概率

阶数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
P值	0.698	0.256	0.145	0.212	0.298	0.060	0.095	0.106	0.108	0.134	0.157	0.207

表5 White 异方差检验

统计量	统计值	伴随概率P值
F统计量	11.11312	0.000000
Obs * R-squared	61.43367	0.000000

6 实证结果及分析

基于White异方差修正方法,利用Eviews5.1软件,可以得到中国上市公司再融资资金投向变更

表6 中国上市公司再融资资金投向变更对公司业绩影响的实证结果

变量	模型(1)	模型(2)
常数项	0.268943(21.31896)***	-1.254065(-4.229169)***
Tz_ir_i	-0.091128(-4.604453)***	-0.080088(-4.235195)***
$Time_i$		-0.033194(-1.741102)*
$Lnsiz_e_i$		0.071855(5.071928)***
$Leverage_i$		0.220471(2.681543)***
样本数	699	699
R ²	0.029519	0.088506
Adjusted R ²	0.028127	0.083253
Durbin-Watson stat	1.997750	2.029440
F-Value	21.20082	16.84693

注:表中结果都是采用White异方差修正方法进行OLS估计得到的;括号内为t检验值,“***”、“**”和“*”分别表示在1%、5%和10%的置信水平上显著。

以上结论的经济意义非常明显,也符合我国上市公司的实际情况,而且还能在一定程度上解释中国上市公司长期经营业绩普遍不高以及公司长期盈利能力在再融资后显著下降的现象,具体表现在如下几个方面:

1)公司再融资资金投向变更,说明公司在配股说明书、增发招股说明书或者可转换公司债券募集说明书中列出的拟投资项目的质量、盈利性、真实性

(2)的检验结果显示在表4和表5中。

从表4可以看到,回归残差滞后1~12阶的各阶Portmantear Q统计量的伴随概率都大于0.05的显著性水平,无法拒绝不存在自相关的零假设,说明回归不存在明显的高阶自相关性。同时,从表5可以看到,在White异方差检验中,统计量Obs * R-squared值为61.43367,其伴随概率分别为0.000000,小于0.05的临界值,拒绝了无异方差的零假设,即模型都存在异方差问题。但由于回归样本观察值多达699个,属于大样本,根据Johnston和Dinardo的研究结果,模型应该而且可以采用White异方差修正方法进行OLS估计^[18]。

对公司经营业绩影响的OLS回归结果,如表6所示。

从表6可以看到,再融资资金投向发生变更的上市公司长期经营业绩显著低于再融资资金未发生变更的上市公司,上市公司长期经营业绩随着公司规模和股东权益在总资产中所占比例的提高而显著增加;在牛市中进行再融资的公司在其后三年内的经营业绩显著低于其他时候进行再融资的公司。

和可行性越差,这在一定程度上反映了公司在再融资前为达到上市圈钱目的而虚构投资项目、夸大投资项目未来收益和技术经济可行性的程度比较大。公司的这种行为可能导致如下两个方面的后果:公司要达到再融资圈钱的目的,必然会不惜花费重金对公司进行包装、粉饰甚至勾结有关的会计、审计部门对其财务报表和拟投资项目进行人为加工和美化,这显然会大大增加公司再融资的包装成本,进而

降低了公司的经营业绩。再融资后所筹得的巨额资金由于不可能忠实地投资于配股说明书、增发招股说明书和可转换公司债券募集说明书中列出的投资项目(因为有的投资项目根本就不存在),公司为了急于获取高额利润,可能在没有经过充分论证的情况下将再融资金盲目投入一些质量非常差(净现值为负)或风险非常高的项目,造成事实上的投资决策失误,致使公司经营业绩下降。可见,上市公司再融资金投向变更行为可能产生的上述两个后果将使得再融资金投向发生变更的上市公司长期经营业绩显著低于再融资金投向未发生变更的上市公司。由于目前中国上市公司频繁变更再融资金使用方向已经成为中国股票市场的突出问题,发生再融资金投向变更的公司所占的比例已高达 40.63%,因此一定程度上导致了中国股票市场上市公司长期经营业绩普遍不高以及公司长期盈利能力在再融资后显著下降的现象。

2) 对于在牛市中进行再融资的公司来说,剧烈上涨的股票市场“牛市”可能会对其产生如下两个方面的影响:当股票市场处于剧烈上涨的牛市时(如 2007 年的中国股票市场),市场上可能存在很大的泡沫,证券监管部门为了抑制股票市场过热,可能会适当放宽公司再融资限制,加快公司再融资进度,增加上市公司股本数量,进而在对拟再融资上市公司进行审查时适当降低公司质量标准,致使一些在一般情况下没有达到再融资要求的公司成功进行再融资,这无形中降低了再融资公司质量。当股票市场处于“牛市”时,股票价格一般都比较低,股票市场人气都比较旺盛,公司可能以较少的股本数量容易地融得足够多的资金,这在一定程度上可能会促使一些根本不具备再融资条件的公司产生再融资冲动;为了满足再融资条件和取得再融资资格,他们可能会花费重金对公司进行包装、粉饰甚至勾结有关的会计、审计部门对其财务报表和拟投资项目进行人为加工和美化,这不仅增加了公司的再融资成本,而且还提高了公司将再融资金投向“坏”项目的可能性,进而降低了公司再融资后的经营业绩。可见,在牛市中进行再融资的公司不仅质量可能低于其他时候进行再融资的公司,而且还有很大可能将再融资金投向“坏”项目,这显然会导致其在进行再融资后的经营业绩显著低于其他时候进行再融资的公司。

3) 中国上市公司的规模相对于世界大型企业来说还有相当大的差距,大多数上市公司还处于规模效益递增阶段,所以在中国上市公司现有的规模条件下,公司规模越大,表明公司运作越规范,制度越

完善,谈判力越高,交易成本越低,抵御风险的能力越强,在市场竞争中占据着有利地位,这使得公司长期经营业绩随着公司规模增大而提高。另外,股东权益在公司总资产中所占比例越高,表明公司资产负债率越低,负债对公司的约束越小,公司资金调度的灵活性越大,公司在经营过程中的债务融资能力越强,公司发展后劲越足,公司长期经营业绩也就越好。

7 结论和政策建议

本文以 1996 年 12 月 16 日—2006 年 12 月 15 日期间在中国 A 股主板市场进行再融资的公司为样本,利用计量经济学模型和方法,对中国上市公司再融资金投向变更对公司经营业绩的影响进行了实证研究,得到的主要结论如下:再融资金投向发生变更的上市公司长期经营业绩显著低于再融资金未发生变更的上市公司,上市公司长期经营业绩随着公司规模和股东权益在总资产中所占比例的提高而显著增加;在牛市中进行再融资的公司在其后三年内的经营业绩显著低于其他时候进行再融资的公司。

基于本文的上述研究结果,针对中国股票市场和上市公司的实际情况,可以提出如下几条政策建议:1) 进一步加强对公司再融资资格的审查力度,对配股说明书、增发招股说明书和可转换公司债券募集说明书中列示的投资项目进行更加严格的评估,同时加大对再融资资格造假行为的打击力度,完善退市制度,最大限度地减少再融资金投向变更行为。2) 完善公司治理结构,强化独立董事在公司投融资中的作用,使公司建立起有效的制衡机制和自我约束机制,保证投资决策过程科学化。3) 加强对再融资金投向的监管,完善相关法律法规的建设,加大对再融资金变更行为的惩处力度,使公司再融资行为和投资行为受到有效的约束,进而防止再融资金用途被随意变更而损害投资者的利益,促进我国股票市场持续健康发展。

参考文献

- [1] JENSEN M C. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986(76): 92-98.
- [2] MYERS S C. Corporate finance and investment decision when firms have information that investor do not have [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1988 (76): 92-98.
- [3] HEINKEL R, ZECHNER J. The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives

- [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,1990 (25):108-111.
- [4] 陈菲.上市公司变更再融资投向的影响因素研究[J]. 金融经济,2007(24):145-146.
- [5] 张祥建,郭岚.股权再融资盈余管理与大股东的寻租行为[J]. 当代经济科学,2007,9(4):63-71.
- [6] 邬国梅.控制权收益与上市公司过度投资——来自上市公司股权再融资的经验证据[J]. 当代财经,2008(5):115-119.
- [7] 李燕妮,杨贵宾.我国上市公司再融资公告效应的实证分析[J]. 金融教学与研究,2005(3):43-45.
- [8] 吴梓燊,卿平乐.增发再融资的影响因素及其中长期表现[J]. 经济师,2007(4):107-108.
- [9] 汪德华,刘志彪.再融资政策、上市公司增长冲动与业绩异常分布[J]. 世界经济,2007(4):55-63.
- [10] 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(5):23-29.
- [11] 万力,杨宁.企业增长机会与股权再融资股价反应相关性分析[J]. 北京工商大学学报,2007,22(5):33-36.
- [12] 章卫东.股权分置条件下中国上市公司股权再融资市场绩效的实证研究[J]. 经济评论,2007(1):94-100.
- [13] 张俊瑞,郭慧婷,王伟.再融资公司现金流操控行为研究——来自中国A股市场的数据[J]. 山西财经大学学报,2008,30(10):119-124.
- [14] 刘星,郝颖,林朝南.再融资政策、市场时机与上市公司资本结构——兼析股权融资偏好的市场条件[J]. 科研管理,2007,28(4):115-125.
- [15] 吴锐,李光义.考虑制度环境的上市公司投资行为研究[J]. 技术经济,2009,28(11):77-80.
- [16] 庞博,赵跟申.国内上市公司的股权融资偏好的原因分析[J]. 技术经济,2006,25(11):68-69.
- [17] 刘少波,戴文慧.我国上市公司募集资金投向变更研究[J]. 经济研究,2004(5):88-97.
- [18] JOHNSTON J,DINARDO J. Econometrics methods(4th edition)[M]. New York:McGraw Hill,1998:128.

Effect of Change in Investment Project of Refinancing Funds on Company Performance

Hu Bengang, Chen Qi-an

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China)

Abstract: This paper makes use of the appropriate econometric model and method to study the effect of changes in investment projects of refinancing funds on the company performance in Chinese listed companies empirically. The research results show that the long-term operating performance of listed companies whose refinancing funds have changed is rather lower than that of the listed companies whose refinancing funds haven't changed, and the long-term operating performance of listed companies increases significantly when the size of the firm and the ratio of shareholders' equity in total asset increase, and the subsequent three-year average operating performances of companies which enter into the stock market by refinancing during bull market are significantly lower than those in other time.

Key words: refinancing; change in usage of fund; company performance; Chinese listed company

(上接第 67 页)

Analysis on Comparative Advantage of Flue-tobacco Production in Henan Province from Perspective of Regional Scale

Su Xinhong^{1,2}, Gu Jianguo³, Zhang Dongping⁴

(1. School of Economics and Management, Henan Agricultural University, Zhengzhou 450002, China; 2. Department of Tobacco Leaf Management, Henan Provincial Tobacco Company, Zhengzhou 450008, China; 3. Jiaxian Filiale, Pingdingshan Civic Tobacco Company, Pingdingshan Henan 467100, China; 4. Centre for Agricultural Policies and Rural Development, Henan Agricultural University, Zhengzhou 450002, China)

Abstract: Based on the principle of comparative advantage, the comparative advantages of flue-tobacco production in Chinese provinces and municipalities, and flue-tobacco and main competitive crops production in Henan province are analyzed empirically through establishment of the index system of efficient advantage index (EAI), scale advantage index (SAI) and aggregated advantage index (AAI). The results show that: compared with other provinces and municipalities, flue-tobacco production in Henan province has still stronger comprehensive comparative advantage (CCA), but is inferior to Yunnan, Guizhou, Fujian, Shanxi, Hunan and Chongqing. Moreover, the EAI of flue-tobacco production in Henan province is less than the SAI in the regional comparison. The flue-tobacco production has also stronger CCA compared with main competitive crops in Henan province, but is inferior to that of wheat, peanut, sesame and cotton production. In addition, the EAI of flue-tobacco production in Henan province is less than the SAI in the crop comparison too. Based on the analysis, some policy suggestions on developing flue-tobacco production in Henan province are put forward, e.g., doing well basic farmland construction, dealing with the relation between tobacco and food production, pushing forward the district and layout adjust, enhancing yield per unit area, and innovating the production organization way, etc.

Key words: efficient advantage index; scale advantage index; aggregated advantage index; flue-cured tobacco; Henan province