

上市公司过度融资对金融监管的启发

陈薪鑫

浙江农林大学文法学院(外国语学院), 浙江 杭州

收稿日期: 2024年1月3日; 录用日期: 2024年2月22日; 发布日期: 2024年2月29日

摘要

上市公司过度融资问题是一种严重影响资本市场长期发展的绊脚石, 对于投资者和上市公司的利益相关方都造成了极大的损害, 对我国金融市场也是构成了极大的威胁, 本文针对上市公司过度融资的问题, 通过分析目前上市公司过度融资的现状和负面影响, 针对存在的问题讨论其所产生的原因, 最后利用乐视网过度融资的案例进行分析论证, 从财务数据方面提出乐视网过度融资存在的问题, 并分析了其过度融资的原因, 最后结合以上分析提出了上市公司过度融资方面对我国金融监管方面的启发。

关键词

上市公司, 过度融资, 金融监管, 启发

The Inspiration of Excessive Financing by Listed Companies for Financial Regulation

Qixin Chen

School of Grammar and Law (School of Foreign Languages), Zhejiang A&F University, Hangzhou Zhejiang

Received: Jan. 3rd, 2024; accepted: Feb. 22nd, 2024; published: Feb. 29th, 2024

Abstract

The problem of excessive financing of listed companies is a stumbling block that seriously affects the long-term development of the capital market, which has caused great damage to investors and stakeholders of listed companies, and also poses a great threat to China's financial market. This article is aimed at the problem of excessive financing of listed companies, by analyzing the current situation and negative impact of excessive financing of listed companies, discussing the causes of existing problems, and finally using the case of excessive financing of LeTV network to analyze and demonstrate. From the aspect of financial data, the problems of excessive financing of LeTV are proposed, and the reasons for its excessive financing are analyzed, and finally combined with the

above analysis to propose the enlightenment of excessive financing of listed companies on China's financial supervision.

Keywords

Listed Companies, Over-Financing, Financial Regulation, Inspiration

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着我国经济转型发展进入新阶段，部分大型企业过度融资问题日益尖锐。尤其是房地产行业，如乐视网、华夏幸福等企业爆发信用风险事件，不仅债务额度巨大而且涉及银行业金融机构债权人数量少则十几家、几十家，甚至涉及十几个省市的银行业金融机构[1]。这种危害市场的行为不仅损害了上市公司债权人等利益相关方，更是阻碍了我国金融市场的长期进步和稳定发展，随着我国金融行业的不断发展，企业融资的方式发生了巨大的变化，在证券市场发行证券成为了上市公司的主要选择，与此同时，上市公司的融资量也变得越来越多，由于企业对融资量最大化的追求，逐渐出现了上市公司过度融资的现象。

改革 40 多年来，我国证券市场发生了翻天覆地的变化，不断向前发展，但同时发展的过程中也遇到了很多的问题，而上市公司过度融资就是在发展的过程中遇到的一个较大的问题，简而言之，比如说比较突出明显的就是融资过度，为了减少此类行为我们必须加强金融监管，规范市场运行的秩序，使得我国的金融市场能够不断地稳定良好地向前发展，让筹集到的资金能够更好地使用，兼顾大股东和中小投资者以及债权人利益。

2. 上市公司过度融资现状

从表 1 我们可以分析出沪、深两市 2017~2021 年上市公司募集资金主要由三个部分组成(见表 1)，近五年来两市的募集资金呈现出逐年递增的状态，无论是募资金的总额还是首发家数、增发家数、配股家数都是呈现出一个上升的趋势，从融资额的情况来看，说明目前上市公司融资额度非常巨大。

Table 1. Total amount of funds raised by listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2017 to 2021

表 1. 沪、深 2017~2021 年上市公司募集资金总额

年份	募资总计		IPO 统计		增发统计		配股统计	
	实际募集资金 (亿元)	首发家数	实际募集资金 (亿元)	增发家数	实际募集资金 (亿元)	配股家数	实际募集资金 (亿元)	
2017	12,522	416	1960	493	10,402	7	160	
2018	9389	103	1303	256	7862	15	225	
2019	9393	203	2386	239	6875	9	132	
2020	12,955	399	4414	348	8033	18	508	
2021	14,972	482	5514	514	8968	7	490	

数据来源: Choice 金融终端(Data source: Choice financial terminal)。

其次，上市公司募集的资金闲置率高，并且上市公司普遍存在着过度融资的行为，而这些过度融资的资金被随意用于投资方向变更的项目，被用于流动债务的偿还等。造成了上市公司募集的资金使用效率低下，使得整个金融市场的效率也逐渐低下。

再次，上市公司因为融资成本较低，可以肆无忌惮的不断融资，并且这种方式对上市公司所产生的风险较低，也慢慢的使得上市公司不顾投资者和金融市场的利益，而随意变更投资方向。

最后，控股股东利用不公平的关联交易损害上市公司和中小股东利益的现象屡见不鲜，同时，是当地政府为了支持本地发展，支持企业做大做强，逐渐的纵容上市公司的过度融资，缺乏对上市公司过度融资的金融监管。

3. 上市公司过度融资案例分析

3.1. 案例回顾

乐视网债务危机过程

在构建乐视生态系统的过程中，乐视网迫切需要大量的资金支持。为此，自 2008 年起，乐视网便展开了首次公开融资，通过各类机构成功融资约 5200 万元。这资金的注入不仅促进了乐视网的快速发展，而且在一定程度上为其生态系统的构建提供了支撑。然而，随着资金的大量涌入，乐视网陷入了过度融资的困境。我们清晰地发现近年来乐视网股价持续下跌。股价下滑的原因众多，其中一个主要问题是过度融资。这一问题不仅成为股价下跌的重要因素，也是导致乐视网最终退市的关键原因之一。自上市以来，乐视网股价一直从高位下跌，最终导致了公司的退市。

乐视网自上市以来，每年平均融资额约为 100 亿元。尽管大量资金注入为企业提供了发展动力，但业绩、股价等财务状况并不理想。乐视网采用一种高速发展模式，即通过不断融资、烧钱，再继续融资的循环经营模式。乐视网产业链异常庞大，导致融资资金存在较大的投资风险，并伴随盲目的发展投资和混乱的财务管理。尽管乐视网规模宏大，宛如一个不断被撑大的气球，一旦受到冲击，其资金链将十分脆弱，一旦资金问题浮现，各业务将连锁反应性崩溃，最终引发债务危机。

3.2. 乐视网融资方面存在的问题

3.2.1. 公司内部融资能力不足

从表 2 可知，从 2013 年到 2017 年，内源融资占比较低，从 2013 年 2017 年乐视网的内源性融资占融资资金的占比分别(见表 2)为 16.24%、17.51%、13.41%、18.41%、15.42%、13.11%，从上述数据分析可以知道，现在乐视网的内源性融资占比在不断的降低。而内源融资主要解决的就是公司发展过程中的资金短缺的问题，这就意味着乐视网一旦出现资金短缺问题，就可能面临巨大的风险，从一个侧面体现出乐视网的融资风险意识不足，融资能力偏低。

Table 2. The proportion of LeEco's internal financing and external aid financing

表 2. 乐视网内源融资与外源头融资占比

年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
内源性融资	16.24%	17.51%	18.41%	15.42%	13.11%
外源性融资	83.76%	82.49%	81.59%	84.58%	86.89%

3.2.2. 外部融资结构存在不合理之处

融资优先理论指出，当企业的产能无法满足其资本需求时，应当考虑通过外部融资来获取资金。在

进行外部融资时，企业应首先考虑债权和股权融资。近年来，乐视网国际主要通过银行和其他金融机构的债券融资以及债券发行进行外部融资。其股权融资方式相对较为有限，外部融资结构显然不够合理。2013年以外的时间段中，债券融资比例始终高于股权融资比例，平均为47%和35%。由此可见，乐视网在股权融资方面存在严重问题，这将显著影响其发展速度和规模，股权融资比例低于同行业其他公司。乐视网的股权融资比率低于行业平均水平。其资产负债率远高于行业平均水平，因而风险极大。对于新兴的乐视网而言，这种融资策略是不合理的。

3.2.3. 存在较大的融资风险

尽管乐视网已经退市，但其影响力仍然显著。正如俗语所说，瘦死的骆驼比马大，乐视的累计募资金额仍然位居前列。这也从另一个角度突显了自上市以来乐视公司融资规模之庞大。从2009年到2020年，乐视网累计融资金额超过67亿元，排名创业板上市公司中第十一位。然而，这种巨额融资也伴随着巨大的融资风险[1]。

同时，乐视网的债务融资比例较高，资产负债率年增长率呈逐年增加的趋势。企业资产负债率的提高，尤其是伴随着融资额的增加，以及乐视网流动比率急剧下降，表明其短期偿债能力不断降低。一般而言，流动比率较高的企业具有较强的变现能力[2]。因此，我们可以分析出乐视网正面临着较大的债务危机和融资风险。此外，乐视网短期借款过多和过度融资可能导致企业面临还款压力，产生资金缺口，增加融资和财务风险。

3.2.4. 地方政府放纵企业过度融资

部分导致债务危机的原因在于资本市场对企业融资的监管不足。地方政府甚至可以任意进行融资，因为企业迅速扩张需要持续筹集资金，同时，具有政府关系的上市公司债务融资水平更高，政府关系作为一种隐性担保，其表明对企业的支持态度以及银行出于自身发展的考虑等原因都为企业带来了融资支持[3]，而正规融资渠道通常有严格的要求和审批程序，无法满足乐视网对急迫资金的需求。在这种情况下，企业可能出现盲目举债，导致经营困难和现金流问题。为了本地经济发展，地方政府期望企业扩大规模，宽容企业过度融资，敞开融资渠道，助长过度融资现象。

4. 上市公司过度融资的成因浅析

4.1. 投资者的过度投机活动

投资者的过度投机行为为上市公司过度融资提供了机会。然而，我国证券市场在改革开放后的发展尚未达到成熟阶段，金融制度存在一定缺陷，信息不对称程度相对较高。信息的外部性和公共用品性导致了信息生产不足。如果上市公司无法从信息披露中获得相对较大的收益，可能导致消极的信息披露，甚至信息隐瞒或扭曲。由于信息不对称等条件，投资者很难全面真实地了解上市公司的融资状况。同时，投资者对投资风险的认识程度不高，部分投资者的专业知识也相对不足。这往往导致投资者忽略一些重要的投资指标，从而支持了上市公司的过度融资行为。

4.2. 上市公司经营不善

4.2.1. 上市公司产生的特殊背景

首先，许多上市公司通过将国有企业进行股份制改造，使其转变为上市公司。然而，这导致了“国有股独立”和“内部人控制”的现象。中小股东对上市公司的影响相对有限，导致公司治理的不健全。由于股权高度集中，容易导致控股股东侵占小股东权益，使公司缺乏有效的监督和激励机制。目前来看，我国的国有控股上市公司仍以国家所有为主，国家持有全部法人所有权。在这种独特的股权结构下，公

司治理结构可能面临较大问题，即难以形成现代企业制度。另外，我国股票融资的低成本性不断推动上市公司通过增发股票募集资金。其次，我国的经济正处于转型发展期。上市公司能够快速发展壮大是企业管理者 and 政府所期望的。然而，这也加剧了上市公司过度融资的问题，为它们提供了肥沃的土壤。

4.2.2. 资金成本意识欠缺

股权融资因融资成本低和风险小对于上市公司来说更有吸引力，虽然很多上市公司可能都没有明确的投资方向，但是他们都希望能够募集到更多而资金，就算是资金闲置，他们也不会多加考虑，其次也有较多的资金亏损的上市公司通过做假账的方式在伪装自己，骗取投资者的信任，从而获得更多的募集资金。这些种种现象都深刻的反映了中国的金融市场缺乏相应的金融监管，尤其是对上市公司资金的透明度方面，同时也体现了很多上市公司对于证券市场融资的成本意识还是欠缺。

4.3. 金融监管制度发展不完善

4.3.1. 上市公司会计信息披露有较高弹性

目前，世界各国都非常重视会计信息披露工作。对投资者而言，投资效率与收到的会计信息的质量成正比。因此，提高会计信息质量具有重要意义。近年来，随着经济全球化进程加快，各国资本市场发展迅速，国际间交流日益密切，会计信息作为一种公共产品越来越受到全球范围内各方利益相关者的重视。然而，我国很多上市公司对于本公司的会计信息披露还不完整，同时发展的也不是很完善。有些上市公司财务报告中的信息披露虽然包含了常规性信息，但是对于预测信息和内部控制的相关信息的披露不足，此外，很多上市公司对于会计信息的披露十分的被动，他们通常不会主动的去披露会计信息，对于会计信息的披露的积极性不高。最后就是会计信息披露的监管透明度，对于我国目前进入市场的发展而言，监管部门的会计信息披露方式还是比较有限，监管信息发布还是有所延迟，这就会导致公众的知情权无法得到满足，从而导致公众监督过程的有效性较低。

4.3.2. 对中介机构监管存在选择性忽视

对中介机构监管力度不足，导致上市公司缺少了融资的约束限制，中介结构其实扮演的角色就是相当于审核监管得人员，他们需要对上市公司这些融资者进行监督和审核，中介机构发展的不完善其实会导致很多现象接踵而至，比如说包装上市等影响金融市场的现象，对于以上融资过程中出现的问题，中介机构负有重大的责任，当然，我国的金融监管部门对于中介机构的监管还是有所欠缺，很多中介机构并未按照正确的规定出具报告，对其所出具的报告的真实性的核查和验证还是不足。而目前我国的中介机构的独立性和权威性还很欠缺，有的甚至与上市公司协同作假，使得上市公司的过度融资少了最起码的约束力。

4.3.3. 放纵地方政府支持企业过度融资的行为

一是地方政府更加注重区域经济发展，对于企业的过度融资则较为忽视，地方政府过于关注企业的短期利益而忽略其长期的社会价值，使得地方政府在进行过度融资时出现了很多问题。一些企业过度融资也是一种放纵的心态，主要是为了让企业能够快速发展，从而带动地方经济的发展，对于企业过度的过度融资行为没有很好的约束，催促当地企业过度融资；二是监管权限界定不清，地方金融监管权限是有模糊地带的，一些大规模的金融活动不受监管，另外，缺乏当地的监督，地方金融监管也存在一些地方企业金融监管能力不足的问题。监管力度不够；另外地方政府对于一些企业的过度贷款行为缺乏有效地控制。地方政府的权力过于集中，使得其无法很好的发挥自身作用，同时还容易产生寻租等腐败现象。缺乏专业力量，监管手段不到位，逐渐滋生地方企业过度融资的症状，最后是地方政府风险责任不到位，对一些企业过度融资的金融风险认识不到位，风险处置不够，导致一些风险难以得到及时遏制和化解，

最终导致经济代价加大。同时政府关系作为一种隐性担保、其表明的对企业的支持态度以及银行出于自身发展的考虑等原因都为企业带来了融资支持[3]。

5. 上市公司过度融资问题对策及建议

5.1. 完善对会计监管的制度

5.1.1. 加强对会计信息披露的监管

对投资者来说，会计信息质量对其投资有较大的影响，会计信息越准确，越真实，投资所产生的回报就会越尽如人意，并且这也能改善企业过度融资的问题，所以监管部门更应当加强对会计信息披露的监管。这其中包括对会计信息内容的披露监管，内容是否真实、准确透明都应该成为金融监管所需要考虑的重要方面。同时上市公司在披露财务报告信息时，不仅要披露上市公司的一些基本信息，在进行股利分配时，要向社会各方进行较详细的信息披露，使社会了解[4]。此外，要加强对上市公司自愿性会计信息披露的监管。最后监管机构应进一步拓宽会计信息披露方式，只有会计披露方式拓宽了，会计信息披露才会更透明更全面，金融监管部门也应当及时发布监管信息，更多地满足公众的知情权。

5.1.2. 加强对中介机构的监管

金融监管部门要督促中介机构提高业务水平和能力，进一步发展完善中介机构行业，适当提高中介机构的标准，同时金融监管主体应当引导中介机构遵循相应的法律法规进行执业。证券交易所应当加强自身的监督职能，加强对上市公司违法行为的查处。同时，通过新闻媒体、行业协会等社会力量的宣传，利用媒体的舆论来不断约束中介机构，可以通过媒体等公共渠道及时向社会传递中介机构诚信信息，通过这种方式能够加强外部舆论监督，推进中介机构自身进行诚信管理。目前，我国证券市场的发展还不完善和成熟。为了使金融中介机构发挥应有的作用，更好地为我国金融市场服务，必须严格规范金融中介机构的运作。为确保中介机构提供真实信息，还应建立连带责任制度，更好地规范投资行为，提高中介机构的报告质量和社会公信力，真正成为经济警察。

5.1.3. 加强对关联交易的监管

首先，需加强内部控制体系的建设，各相关部门应构建完备而高效的关联交易管理制度。为不断完善内部控制体系，应明确管理层的职能分工，并注重对上市公司管理人员的培训。同时，宜适度建立相应的考核标准，通过考核方式实现对管理层的监督。其次，要强化对交易价格行为的监管。监管部门应结合行业特点，实事求是地确定关联交易价格的波动范围，限制关联交易的随机定价行为。关联方在遵循关联交易披露的定价方法时，应全面、客观、准确地执行。此外，应进一步完善信息披露制度，强化对违规关联交易的处罚力度和范围，以提升其权威性和严肃性。同时，需要规范关联交易的会计处理。最后，要加大追究刑事责任的力度，监管部门不仅要建立民事责任赔偿机制，还要制定一系列刑事责任的规定。政府监管部门应该加强上市公司与财务公司关联交易的监管，尤其是对关联资金交易的监管，强化关联交易信息披露[5]。

5.2. 加强对地方政府的金融监管

加强对地方政府的金融监管就是要有效的监督地方政府对企业过度融资的放纵，首先应当完善地方金融监管的配套政策和实施细则，加强对当地政府的金融监管[6]，从政策上有效遏制政府对企业的过度融资的支持，进一步理清中央和地方权责不清晰的问题，赋予地方金融监管部门一定的权力[7]，通过地方金融监管部门来监督政府和企业之间的行为，这样能够使得企业和当地进入监管部门续航其有效的健康发展，最后是加强地方金融监管的建设，在人员素养，法律法规方面不断完善加强，优化地方金融监

管资源配置, 加强地方金融及相关能力建设[8]。

5.3. 完善股权融资制度

为了加强上市公司融资, 理顺我国上市公司过度融资行为, 证监会应完善股权融资相关制度, 规范股权融资行为, 规范上市公司融资行为。首先, 股权融资标准的提高使得一些业绩不佳的企业无法在证券市场融资。对于那些不符合上市条件的上市公司, 证监会可以采取行政手段强制其退市[9]。同时, 应建立起上市公司信息披露的长效机制。对一些严重违法违规的企业进行惩戒。二是加强对资金使用过程的法律监督, 在不发现现金股金的前提下, 适当限制股票的发行, 提高资金使用的透明度和效率。三是严格跟踪和审查公司增发配股后的情况[10]。

5.4. 加大对金融投资者过度投机的监管力度

金融监管也应当看重投资者, 投资是上市公司融资的主要资金来源, 当前金融监管应当完善投资者结构, 提高投资者的投资素养, 通过提高投资者素养和完善投资结构, 使得投资者和上市公司之间能够形成一种平衡的关系[11], 逐渐消除上市公司和投资者之间的这一种不平衡的关系, 是解决上市公司过度融资行为的有效措施之一, 同时进入监管也应当加大对一些投资机构的监管力度, 投资机构往往具备专业的投资技能, 但是也应当防范专业投资机构与一些上市公司勾结, 从而损害广大中小投资者的利益, 为中小投资者争取更多的利益[12]。

参考文献

- [1] 荣煜, 郝健, 王晓. 企业过度融资的危害、成因及商业银行的风险防控[J]. 河北金融, 2022(8): 18-21.
- [2] 方光正. 上市公司过度融资行为及其治理研究[J]. 财会通讯(学术版), 2007(6): 37-39.
- [3] 刘丹. 政府关系、债务融资与过度投资相关性分析[J]. 财会通讯, 2018(18): 96-100.
- [4] 张雅馨, 李长青. 上市公司融资问题及应对策略[J]. 中国乡镇企业会计, 2020(12): 12-14.
- [5] 黄贤环, 吴秋生. 上市公司与财务公司关联交易对投资效率影响研究[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(1): 68-79.
- [6] 梅建安, 谭玉林. 上市公司融资存在的问题与监管对策[J]. 商业会计, 2012(7): 96-97.
- [7] 孟飞. 论地方金融监管权的性质[J]. 政治与法律, 2022(4): 93-106.
- [8] 陈盼. 央地金融监管协作: 经验、回顾与展望[J]. 西南金融, 2020(4): 22-33.
- [9] 郭振华, 李蕴娜. 上市公司不公平关联交易的表现形式及危害[J]. 新西部, 2010(6): 38-39.
- [10] 吴莹. 完善我国上市公司股权再融资制度的建议[J]. 会计师, 2017(7): 11-12.
- [11] 潘婷. 我国政府监管与投资者的博弈分析[J]. 当代经济, 2016(28): 124-125.
- [12] 朱敏, 刘江会. 明星效应、投资者情绪与新股上市后的过度投机[J]. 财经论丛, 2015(1): 55-62.