

墨香财经学术文库

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

墨香

Research on the Seasoned Equity

Offering Patterns Choice
of Chinese Listed Companies

上市公司股权再融资 方式选择研究

毕金玲 ◎ 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



墨香财经学术文库

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目



Research on the Seasoned Equity

Offering Patterns Choice
of Chinese Listed Companies

上市公司股权再融资 方式选择研究

毕金玲◎著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 毕金玲 2014

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司股权再融资方式选择研究 / 毕金玲著;

—大连: 东北财经大学出版社, 2014. 6

(墨香财经学术文库)

ISBN 978—7—5654—1513—5

I. 上… II. 毕… III. 上市公司—融资—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 094479 号



东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 201 千字 印张: 14 1/2 插页: 1

2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 王 丽 责任校对: 那 欣

封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

定价: 40.00 元

本书由

大连市人民政府资助出版

作者简介

毕金玲，1982 年出生，辽宁铁岭人，东北财经大学金融学院讲师，博士。研究方向为公司理财。近年来主持辽宁省教育厅课题 1 项，主持辽宁省经济社会发展课题 2 项，参与国家社科基金课题 1 项，参与省级课题 6 项；参编《公司理财》等教材 4 部，参译《达摩达兰论估价》、《财务管理》等教材 3 部；在《财经理论研究》、《金融会计》等专业期刊发表学术论文 10 余篇。2012 年度获得日本财产保险奖教奖学金二等奖，2013 年获得大连市政府专著出版资助。

前言

本书由大连市人民政府资助出版，在此表示感谢。

融资是公司财务管理的重要内容，上市公司能否筹集到经营所需要的资金，对自身发展至关重要。按资金的来源途径，融资可以分为内源融资和外源融资，其中外源融资又分为债权融资和股权融资两类。大量研究表明我国上市公司存在股权融资偏好，而公司股权融资行为影响公司的资本成本、资本结构和控制权配置，甚至关系到整体资本市场的资金配置效率和广大投资者的利益，因此上市公司股权融资问题是一个值得研究的课题。

Myers 和 Majluf (1984) 提出了资本结构的啄食顺序理论，该理论认为公司融资时首先考虑的是内部股权融资（即留存收益），其次是债务融资，最后才是外部股权融资。而大量研究显示，对我国上市公司来说，由于股权结构特殊性、股权融资成本软约束、债券市场不发达等因素的存在，我国上市公司有明显的股权融资偏好，首次公开发行（IPO，initial public offering）和股权再融资（SEO，seasoned equity offering）均受到上市公司的追捧，而且近年来股权再融资发展迅速，其总体规模已经接近 IPO 融资规模。有数据显示，从 1991 年到 2008 年年底，证券市场 IPO 融资额为 12 884.37 亿元（仅 A 股境内融资），SEO

融资额为 11 321.47 亿元，其中配股融资额为 2 733.94 亿元，增发融资额为 8 587.53 亿元^①，可见股权再融资已成为我国上市公司后续融资的重要方式。2008 年以来，一系列公司股权再融资计划引发市场强烈震荡，包括中国平安、浦发银行、大秦铁路、中国联通在内的多家公司发布股权再融资公告，特别是中国平安 1 600 亿元巨额再融资消息一出，引发上证指数当日狂跌 266.07 点，次日又下跌 354.69 点，已经有人认为中国平安再融资是 A 股市场下跌的始作俑者。股权再融资本身无可厚非，因为融资是资本市场最重要的功能，通过股权再融资可以实现社会资源的优化配置，但目前上市公司的股权再融资却成了“恶意圈钱”的代名词，严重打击了投资者的信心，以至于证监会公开表态也止不住股市的大幅下挫，由此引发了学术界对上市公司股权再融资问题的关注。

国外研究表明，不同国家所采用的股权再融资方式有所不同。在美国，1933—1955 年配股是公司主要的股权再融资方式；1964—1981 年只有不到 5% 的公司采用配股方式融资，大部分公司都采用增发新股方式进行股权再融资；1982 年以后，配股在美国基本消失，但加拿大、欧洲和亚洲大部分地区却多以配股方式作为主要的股权再融资方式，较少采用增发新股方式。因此，出现了关于“股权再融资方式之谜”的讨论。目前我国，配股、公开增发和定向增发是三种主要的股权再融资方式，上市公司如何通过股权再融资方式的选择提高融资效率、实现融资目标，进而提升公司价值是公司进行股权再融资时需要考虑的关键问题，这对于处在转轨经济中的中国上市公司来说更为重要。通过大量查阅国内外文献资料，作者有如下发现：（1）研究股权再融资业绩的文献较多，普遍的研究结论为股权再融资后公司业绩下降；研究股权再融资方式及其选择的文献数量不多，研究结论各有不同。（2）针对配股、公开增发及定向增发三种股权再融资方式单独进行研究的文献较多，而从股权再融资方式选择的角度关注三种方式的联系与区别的文献较少。（3）国内学者对于我国上市公司股权再融资方式选择的影响因素的研究

^①根据 RESSET 金融研究数据库整理而得。

大多从某一方面进行分析,缺乏较为系统的研究。结合我国证券市场不同时期先后出现“配股热”、“公开增发热”、“定向增发热”的现象,作者认为对我国上市公司股权再融资方式选择问题的研究更具有现实意义,探究不同时期出现对不同股权再融资方式追捧现象的原因,寻找影响股权再融资方式选择的因素,分析不同股权再融资方式下是否产生不同的再融资业绩表现,为上市公司选择符合自身发展需要的股权再融资方式提供参考正是本书研究的出发点所在。

自1958年MM理论提出以来,公司融资一直是公司金融领域研究的热点问题,而上市公司能否持续发展壮大在很大程度上又取决于其再融资的能力。中国学术界对上市公司股权再融资的研究基本上都是借鉴西方传统的资本结构理论,尤其是以静态平衡理论和啄食顺序理论作为分析的基础,这些理论都是建立在有效市场假说基础上的,对处在转轨经济中新兴市场条件下的我国上市公司股权再融资行为解释力度有限。本书尝试将信息不对称理论、财富再分配效应理论与股权再融资方式选择相结合,立足于中国证券市场和上市公司的实际状况,继承融合资本结构经典理论,探索拓展上市公司股权再融资前沿课题,采用Logit模型分析和事件研究法对股权再融资方式选择的影响因素及经济后果进行深入研究,将理论与中国实际相结合,以促进股权再融资理论的完善和发展。希望本书的研究能够有助于上市公司通过事前股权再融资方式合理选择及事后股权再融资业绩合理评价来把握股权再融资行为,使上市公司通过股权再融资提升市场价值。

本书综合国外理论研究成果和我国实践经验,通过对股权再融资方式选择的研究,希望能为上市公司股权再融资的合理选择及资本市场的健康发展作出一点贡献。具体来讲,首先,鉴于中西方资本市场及上市公司发展状况和制度特征的不同,国外学者关于股权再融资方式选择的理论研究和实证结论可能不完全适用于我国,希望基于中国制度背景环境分析,找出适用于我国上市公司股权再融资方式选择的理论,然后利用我国上市公司经验数据对理论进行实证检验,从公司层面找出股权再融资方式选择的影响因素,为上市公司的股权再融资决策提供参考。其次,运用事后结果评价事前行为是经验研究的重要内容,运用股权再融

资短期与长期收益表现评价方式选择是本书研究的全新视角，希望通过配股、公开增发、定向增发的公告效应和长期收益的比较，为上市公司股权再融资方式选择及监管当局政策制定提供若干建议，并希望上市公司能够通过股权再融资方式的优化选择提升自身价值。

具体说来，本书研究的问题包括：

(1) 我国上市公司三种主要的股权再融资方式（即配股、公开增发、定向增发）的发展状况如何？三种方式各自存在怎样的优缺点及三种方式的区别体现在哪里？

(2) 再融资监管政策对股权再融资方式选择存在怎样的影响？如何利用政策引导上市公司合理地进行股权再融资选择？

(3) 基于信息不对称理论和财富再分配效应理论的上市公司股权再融资方式选择究竟受到哪些因素的影响？

(4) 配股、公开增发和定向增发存在怎样的公告效应？三种方式公告效应的比较结果会是怎样？

(5) 配股、公开增发和定向增发的长期收益表现如何？与市场相比和与配对公司相比是否存在不同？三种方式长期收益的比较结果会是怎样？

(6) 配股、公开增发和定向增发三种股权再融资方式短期与长期收益表现对上市公司未来股权再融资方式选择有何影响？

本书沿着“研究基础→影响因素分析→公告效应比较→长期业绩比较→结论与政策建议”的思路进行研究。全书共由6章组成，第1章回顾了上市公司股权再融资及股权再融资方式选择理论，归纳了各自支持配股、公开增发、定向增发的理论观点，作者结合我国上市公司所处的经济环境与背景条件分析认为，对我国上市公司股权再融资方式选择具有指导意义的理论是信息不对称理论和财富再分配效应理论。既然国内外上市公司的发展状况不同，当立足于我国上市公司对股权再融资方式选择问题进行研究时，需要考虑我国上市公司所处的制度背景环境，所以第2章介绍了配股、公开增发和定向增发三种股权再融资方式各自的特点及发展概况，回顾了三种股权再融资方式的政策变迁，并运用博弈方法中的缺口模型以增发资格线为例对监管政策进行了分析。第3章在

理论分析的基础上对我国上市公司股权再融资方式选择影响因素进行了实证检验,运用 Logit 模型考察实施配股的公司与实施增发的公司在公司特性上是否存在显著差异。随后的第 4 章研究并比较了配股、公开增发和定向增发公告效应,运用事件研究法考察三种方式的公告效应,并将三者公告效应的程度进行比较,在预期收益率的计算中采用最小二乘市场模型。第 5 章研究并比较了配股、公开增发和定向增发的长期业绩,运用事件研究法考察三种方式的长期市场业绩,并将三者的长期市场业绩表现进行比较。第 6 章是研究结论。

对于股权再融资方式选择的研究,本书所采用的具体研究方法如下:

第一,文献分析法。通过对国内外相关文献的分析,掌握股权再融资研究的现状及趋势,了解其研究内容、研究方法及研究结论,归纳总结并提出自己的研究视角。

第二,比较分析法。第 2 章运用比较分析方法对比分析了配股、公开增发和定向增发三种方式的联系与区别、发展概况及政策变迁。

第三,博弈分析法。结合我国的制度背景分析发现,再融资监管政策对股权再融资方式选择存在显著影响,第 2 章运用博弈方法的缺口模型,以增发资格线为例对这种影响进行了详细分析。

第四,统计分析法。本研究运用 EXCEL、SPSS 等统计分析工具对我国上市公司股权再融资的历史数据进行定量分析。其中对股权再融资方式选择影响因素的研究采用的是 Logit 模型,对于配股、公开增发和定向增发公告效应与长期收益的研究采用事件研究法。

样本公司来源于我国沪深两市的上市公司,样本公司数据主要来源于 RESSET 金融研究数据库、巨灵金融终端、国泰安研究服务中心等。

作 者

2014 年 3 月

目录

第1章 上市公司股权再融资相关理论/ 1

- 1.1 上市公司股权再融资理论/ 1
- 1.2 上市公司股权再融资方式选择理论/ 3
- 1.3 中国上市公司股权再融资方式选择理论/ 7
- 1.4 本章小结/ 14

第2章 上市公司股权再融资政策及其影响/ 15

- 2.1 上市公司股权再融资方式及其比较/ 15
- 2.2 上市公司股权再融资政策变迁/ 22
- 2.3 上市公司股权再融资监管政策博弈分析/ 29
- 2.4 增发资格、产权性质与财务特征/ 37
- 2.5 监管政策驱动下股权再融资方式选择的价值效应比较研究/ 48
- 2.6 本章小结/ 59

第3章 上市公司股权再融资方式选择影响因素分析/ 61

- 3.1 股权再融资方式选择研究回顾/ 61
- 3.2 股权再融资方式选择影响因素理论分析/ 71

3.3 股权再融资方式选择影响因素实证检验/ 97

3.4 本章小结/ 114

第4章 上市公司股权再融资公告效应实证研究/ 116

4.1 股权再融资公告效应研究回顾/ 116

4.2 研究方法/ 131

4.3 配股公告效应/ 136

4.4 公开增发公告效应/ 141

4.5 定向增发公告效应/ 146

4.6 三种股权再融资方式公告效应的比较/ 151

4.7 本章小结/ 156

第5章 上市公司股权再融资长期收益表现实证研究/ 158

5.1 股权再融资长期业绩研究回顾/ 158

5.2 配股公司长期收益率/ 169

5.3 公开增发公司长期收益率/ 180

5.4 定向增发公司长期收益率/ 188

5.5 三种股权再融资方式长期收益率比较/ 193

5.6 本章小结/ 196

第6章 研究结论/ 198

6.1 政策研究方面/ 198

6.2 理论研究方面/ 199

6.3 实证研究方面/ 200

主要参考文献/ 203

索引/ 219

第1章 上市公司股权再融资相关理论

1958 年美国经济学家 Modigliani 和 Miller 提出了经典的 MM 理论，成为现代资本结构理论的基石，为融资理论建立了基准点，也成为再融资理论研究的基石。随着 MM 理论假设条件的放开，形成了破产成本理论、权衡理论等，在信息不对称基础上形成了啄食顺序理论和代理成本理论等，在控制权基础上形成了公司控制权理论，本书从几个不同的角度阐述上市公司股权再融资的相关理论。

1.1 上市公司股权再融资理论

(1) 从资本结构角度

假设上市公司在进行再融资前，存在一个最优资本结构，那么上市公司再融资必然导致原有资本结构的改变，为了追求一个新的平衡，重新达到一个最优资本结构状态，结果将对公司价值造成影响，由此产生资本结构变化假说。资本结构变化假说认为上市公司的股权再融资可能会导致两种结果：一是股权再融资会把财富从股东手里转移到债权人手里，即债权持有者的收益是以股权持有者的损失为代价的；二是财务杠杆比率的降低，增加了公司的资本成本，从而减少了公司价值。这两种

结果都将导致市场的负面反应。因此,资本结构变化假说认为,上市公司应避免采用股权再融资方式,而尽量采用其他再融资方式进行融资,如债权再融资等。

(2) 从信息不对称角度

在经济主体发生联系的过程中,有些信息并非所有市场参与者都知道,这种某些人拥有而另一些人并不拥有的信息被称为不对称信息。20世纪70年代后期,信息经济学被引入公司融资领域进行研究。上市公司进行再融资时,信息不对称主要表现为股东与管理者之间的信息不对称,公司管理者作为公司的内部人掌握股东所不知道的更多内部信息。其中事前信息不对称会产生逆向选择,表现为公司管理者在外部投资者投资前隐藏对外部投资者不利而对自己有利的信息,由此产生的再融资理论有信号传递模型(Ross, 1974)和啄食顺序理论(Myers, 1984)。事后信息不对称所产生的道德风险指的是公司管理者隐藏对自己有利的行为,而作出损害外部投资者利益的行为,所产生的再融资理论是代理成本理论(Jensen 和 Meckling, 1976)以及在此基础上发展起来的自由现金流量理论(Jensen, 1986)、公司契约理论和公司治理理论。

(3) 从公司控制权角度

Harris-Raviv (1988) 和 Stulz (1990) 特别关注的是公司在职经理通过改变自己所持有股票的比例,操纵或影响股权收购的能力,在其他因素不变的情况下,公司资本结构中债务或没有投票权的融资工具(如优先股和认股权证等)越多,在职经理的控制权就越大。对公司融资控制权理论进行研究的代表人物是 Aghion-Bolton (1992),他认为债务融资和股票融资不仅收益索取权不同,而且控制权安排上也不相同。

自 Grossman 和 Hart (1986) 将公司定义为一个不完备契约,并认为公司所有权就是剩余控制权以来,经济学家就明确地用剩余控制权来定义公司所有权^①。由于剩余控制权拥有处理公司中不可预测状态和事件的决策权,公司管理者因此可以获得控制权收益,所以控制权显得尤

^① Hart O (1995)、Milgrom 和 Roberts (1992) 都用剩余控制权来定义公司所有权。

为重要，而股票有投票权，债券没有投票权，股权融资涉及剩余控制权分配问题，而债权融资不影响公司控制权。因此，上市公司管理者在作出再融资决策时，会充分考虑公司的控制权竞争问题，以防止公司被收购而发生控制权的转移。

1.2 上市公司股权再融资方式选择理论

上市公司股权再融资方式选择理论主要是围绕对配股和增发方式的选择而产生的，有支持选择配股方式的承销成本假说、财富再分配效应理论、控制权理论等，也有支持选择增发方式的代理成本理论、比较发行成本理论、承销商公证假说、流通成本假说、监管假说等。

1.2.1 支持选择配股方式的理论

(1) 承销成本假说

这一理论是 Eckbo 和 Masulis (1992) 提出的，他们在研究发行成本的时候发现承销配股的发行成本比非承销配股的发行成本高 5 个百分点，而增发新股的发行成本比承销配股的发行成本高 2 个百分点。因此，从股东利益最大化的角度看，上市公司应采用配股方式发行新股。

(2) 财富再分配效应理论

该理论是由 Merton (1974)、Galai (1976)、Smith 和 Warner (1979) 在关于债务风险的分析中提出的。该理论认为在已发行股票市场价值减少的同时会伴随着绩优债券市场价值同等数量的增加，财富再分配效应理论指出新股权发行的宣布对股票价格将产生负面影响，而新债权发行的宣布则产生正面影响，影响的程度与发行规模直接相关。该理论模型的假设前提是上市公司股票同股同价，并不考虑流通股和非流通股的区别，即上市公司的股票是全流通的。该理论运用公式及数学推导得出结论：增发新股的情况下，老股东会出现各种损失；而配股的情况下，老股东的损失为零。所以，提倡采用配股方式进行股权再融资。

(3) 控制权理论

Cronqvist 和 Nilsson (2002) 从控制权的角度对融资方式进行研

究。上市公司通常有两种股东，即拥有控制权的股东和不拥有控制权的小股东，拥有控制权的股东通常又是公司的管理者，他们拥有选择股权再融资方式的决策权，控股股东通过拥有控制权可以获得剩余控制权收益，其收益往往大于其拥有的股权收益，所以这两种股东在公司的利益并不完全一致，控股股东会利用其拥有的控制权为自己谋取最大利益，而不考虑所有股东利益最大化。由于配股方式不影响公司的控制权状况，而增发方式则由于新股东的加入稀释原有控股股东的控制权，对原有控股股东造成威胁。因此，从控制权的角度看，公司管理者应该选择配股作为股权再融资方式，以确保其在公司的控制地位。

1.2.2 支持选择公开增发方式的理论

(1) 代理成本理论

Smith (1977) 从代理成本的角度进行研究，Smith 认为公司管理者采用增发方式可以从承销商处获得私人收益，承销商通常会把一些股票配售给雇用自己的公司管理者，而且通常是 A 公司股票配售给 B 公司的管理者，所以这种做法很难被发现。

(2) 比较发行成本理论

Hansen 和 Pinkerton (1982) 应用生存原理，提出了比较发行成本理论。该理论认为存在老股东效应，即成功的低成本配股依赖于老股东的认购，在老股东认购的情况下才能实现顺利配股，而这取决于老股东是否希望行使他们的配股权利，如果老股东不希望行使他们的配股权利，而公司管理者硬要采用配股发行方式，那么配股成本将大于增发成本，公司之所以选择增发是意识到老股东不希望行使他们的配股权利。

(3) 承销商公证假说

该假说由 Booth 和 Smith (1986) 提出，他们认为承销商在增发中所要承担的责任比在配股中大，承销商需要帮助上市公司以合理的市场价格将股票发售给新投资者，否则承销商将承担更大的市场风险，承销商的作用使得市场效率提高。Slovin 等 (2000) 认为高价值的公司将选择增发，通过承销商公证来传递其是高价值公司的信号，而低价值公司只能选择配股方式。因此，承销商公证的强弱可以作为传递公司价值

高低的信号，这同时也可以解释公告效应的正负现象。

（4）流通成本假说

Booth 和 Chua (1996) 从流通成本的角度提出了流通成本假说。他们认为配股的间接交易成本要高于增发，通常用公司股票买卖差价来衡量公司股票流通性，该指标越小，表明流通性越好，配股后股权集中，会使买卖差价扩大，增加了股票流通的间接成本，而增发则不会出现此情形。

（5）监管假说

Brennan 和 Franks (1997) 提出了监管假说，该假说认为相对于配股方式而言，增发方式把新股发售给所有投资者，这样就会产生很多新的投资者。配股方式不改变上市公司的股权结构，因此其监管作用不会发生变化，而增发方式会出现新的投资者，使大股东的持股比例下降，如果新股是增发给机构投资者，这些机构投资者由于其较强的专业能力，会起到监管作用，加强对上市公司的监管。

1.2.3 支持选择定向增发方式的理论

（1）监管假说

Wruck (1989) 认为上市公司通过定向增发方式引入了有动机和有监控能力去监控发行公司管理层的积极投资者，从而可以降低管理者的代理成本。因此，有能力影响和监控发行公司的积极投资者会购买定向增发发行的证券。

（2）信息不对称理论

Myers 和 Majluf (1984) 的逆向选择假说认为，只有在管理层认为公司股票价格被高估时，才愿意发行新股。Hertzel 和 Smith (1993) 在前者研究的基础上进行了扩展，认为当公司的信息不对称程度高时，公司会选择定向增发方式，因为定向增发发行的投资者有能力发现或获知公司的真实价值，而且可以从发行折扣中得到补偿。同时，拥有好的投资机会但资金短缺、价值被低估的公司会选择向内部投资者定向增发来解决投资不足的问题。