

经济学研究丛书
JINGJIXUE YANJIU CONGSHU

上市公司股权融资： 现状、问题与展望

S **HANGSHIGONGSI GUQUANRONGZI XIANZHUANG WENTI YU ZHANWANG**

韩慧博 著



经济日报出版社

本书受国家自然科学基金项目“IPO财富效应，管理层股权安排与
公司治理稳定性（71002004）”的资助

上市公司股权融资： 现状、问题与展望

S HANGSHIGONGSI GUQUANRONGZI XIANZHUANG WENTI YU ZHANWANG

韩慧博 著

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司股权融资：现状、问题与展望 / 韩慧博著.

—北京：经济日报出版社，2014.9

ISBN 978-7-80257-701-5

I. ①上… II. ①韩… III. ①上市公司—企业融资—
研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 209578 号

上市公司股权融资：现状、问题与展望

作 者	韩慧博
责任编辑	田 苗
责任校对	刘 彬
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市西城区右安门内大街 65 号（邮政编码：100054）
电 话	010-63567960（编辑部）63516959（发行部）
网 址	www.edpbook.com.cn
E-mail	edpbook@126.com
经 销	全国新华书店
印 刷	三河市天润建兴印务有限公司
开 本	1/16
印 张	9.75
字 数	140 千字
版 次	2014 年 9 月第一版
印 次	2014 年 9 月第一次印刷
书 号	ISBN 978-7-80257-701-5
定 价	30.00 元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

目 录

第一章 导论	1
第一节 上市公司股权融资概述	1
第二节 本书的特色与创新	3
第三节 本书的框架与结构安排	4
第二章 IPO 融资的现状	6
第一节 IPO 问题的理论研究现状	6
第二节 我国 IPO 市场的现状分析	16
第三章 IPO 公司的信息披露与定价行为研究	26
第一节 IPO 公司的信息披露行为	26
第二节 文献回顾	27
第三节 制度背景与研究假设	31
第四节 研究方法设计	39
第五节 实证结果	46
第六节 结论与启示	54
第四章 IPO 财富效应与高管离职行为研究	57
第一节 IPO 财富效应的研究背景	57
第二节 文献综述	59
第三节 理论分析与研究假设	63
第四节 研究方法设计	66



第五节 实证分析与检验	76
第六节 主要结论	89
 第五章 上市公司公开增发的现状与财务问题	90
第一节 公开增发的理论研究现状	90
第二节 公开增发的现状分析	93
第三节 再融资的时机选择问题	96
 第六章 非公开发行的财务问题研究	100
第一节 非公开发行的发展与模式比较	100
第二节 文献综述	104
第三节 非公开发行行为的市场反应的实证研究	113
第四节 结论与建议	127
 第七章 上市公司股权融资的未来展望与建议	130
第一节 上市公司股权融资的未来展望	130
第二节 股权融资的相关政策建议	133
 参考文献	135

[illegible][illegible]

股权融资渠道重新开放。作为股权融资中的重要融资渠道之一，IPO 市场为我国大量的非上市公司提供了进入资本市场的入场券，也为增发/配股、非公开发行等公司的股权融资打开了更广阔的通道。IPO 上市是公司从产业平台发展到资本平台的重要标志。自 2006 年新股发行实行“新老划断”以后，IPO 上市前的股份适用锁定期约束下的全流通制度，股权流动性得到了应有的制度保障。随着股权流通制度的全面改革，除了融资功能以外，资本市场的另一项重要功能——定价，已经成为社会投资者愈加关注的焦点问题。市场定价功能继融资功能之后开始逐渐成为企业 IPO 决策的重要目的之一。因此，上市过程中由原有资产市场价值的放大产生的 IPO 财富效应开始逐渐受到社会公众的关注。

IPO 融资对公司影响是多方面的，一方面可以融通资金，满足投资需求；另一方面 IPO 会对公司治理结构产生重要的影响。上市公司的治理结构对公司的持续发展具有深远影响，但是，从上市公司治理制度的时间纵向发展过程来看，可能存在着严重的路径依赖问题。对上市公司而言，其 IPO 过程中的股权结构可以看作为公司治理演变路径的重要起始点。根据我国上市公司的实践，IPO 公司的股权设计往往是实际控制人与相关利益主体相互协调下的结果，管理层股权安排是其中的重要一部分。但是，这种管理层股权安排与传统的股权激励制度不同，其激励主要依靠上市后的 IPO 财富效应，其激励目标由上市驱使。因此，这种管理层股权具有天生的不稳定性。

针对 IPO 问题，本书主要探讨 IPO 市场的发展现状如何？IPO 融资过程中的信息披露如何影响 IPO 定价？IPO 融资所产生的财富效应对公司高管的离职行为会产生什么影响？

公开增发和配股是上市公司进行股权再融资的主要形式。相对于非公开发行，增发具有融资金额大，融资对象广的特点。公开增发中涉及的主要财务问题包括增发规模与发行价格的确定、增发时机的选择等。本书主要分析公开增发市场目前的现状与主要特点，并运用案例研究方法，分析公司在增发决策时，选择合适发行时机需要考虑的主要因素。

非公开发行是我国上市公司将国外证券市场的经验引入中国证券市场，并与中国股市实际相融合后的产物，是一种新的股权再融资发行方

式。在股权分置改革前,上市公司更倾向于选择配股与公开增发新股两种再融资方式,股权分置改革顺利完成之后,证券市场重新凸显出其融资和再融资功能,在这样的新背景下,非公开发行新股逐渐凭借其成本低廉、核准手续简便等优点成为上市公司再融资的新宠。我国的非公开发行新股在发行政策和规定上与国外存在许多不同,以美国为例,我国在发行定价折扣上存在限制,要求最高折价不能低于特定价格的10%,而美国在此方面则无限制;我国对于非公开发行实行核准制,而美国则实行注册豁免等。这些特征是非公开发行适应我国证券市场特点和发展的产物,更加符合我国市场和公司的实际情况,促进了我国非公开发行市场的发展。针对非公开发行股份问题,本书主要分析非公开发行股票的市场现状,针对不同类型的非公开发行形式,研究其对股东财富的影响。

第二节 本书的特色与创新

1. 从股权融资的角度系统整理和分析各种股权融资方式的现状与存在的问题。分别针对IPO市场、公开增发与非公开发行市场研究其现状,为深入理解我国股权融资市场提供研究框架和参考。

2. 研究IPO公司风险因素的信息披露对机构投资者询价行为的影响,在目前所搜索的文献中还没有发现。本书针对IPO中“风险因素”这一特定信息披露方式,研究其对机构投资者询价行为的影响,拓展了现有IPO询价制度文献的研究思路,有助于进一步深化理解上市公司风险信息披露的定价影响机制。第二,现有特质风险问题的研究主要关注特质风险的市场表现,而不关注其信息披露。现有文献中的公司特质风险主要以市场收益的残差程度来衡量。虽然公司特质风险表现为股票收益的残差程度,但是市场波动仅仅是一种结果,其来源于公司不同类型的特质风险如研发风险、担保风险、偿债风险等等。本书连接了这种残差波动与风险因素类型及披露方式之间的关系,拓展了公司特质风险研究的视角。

3. 从IPO财富效应的视角,分析IPO公司的高管股权安排与上市后



高管离职行为之间的关系，在笔者搜索的现有文献中尚未发现。本书在分析 IPO 财富效应与 IPO 公司管理层股权安排行为特征的基础上，为研究上市公司治理稳定性的影响机制提供经验证据，拓展了有关 IPO 前公司治理结构问题的研究思路。其次，本书将 IPO 前管理层股权按照入股时间划分为投资型入股和投机型入股两种类型，针对不同类型的管理层股权分别研究其对 IPO 后离职行为的影响机制，为深入理解 IPO 公司的治理行为提供理论支持与经验证据。再次，现有公司治理文献主要关注上市公司股权结构问题，而对非上市公司关注较少。本书通过 IPO 前管理层股权问题的研究初步搭建了上市前后治理影响的路径之一。作为上市公司治理结构演变的重要起点，IPO 前的公司管理层股权安排是上市公司治理安排的前导因素，对其研究将有助于进一步深化对公司治理结构演变路径的理解。

4. 采用案例分析的方法，研究公开增发决策中发行时机的选择决策，有利于深入理解我国上市公司的增发股份行为特点。

5. 创造性地从非公开发行的发行方式入手，考察项目融资与资产购买两种方式下的非公开发行市场反应的不同，填补了现有研究在该项分类方面的缺失，深化对其市场反应的理解。其次，针对项目融资类非公开发行进一步按照发行对象的不同分类为大股东组与非大股东组，考察不同发行对象下的市场反应，同时能够从侧面对两大发行方式的市场反应进行佐证。

第三节 本书的框架与结构安排

本书共 7 章，具体安排如下：

第一章是导论，主要介绍本书的研究背景和研究意义。

第二章是 IPO 融资的现状分析，包括理论研究现状和市场发行现状两个方面。

第三章是 IPO 公司的信息披露与 IPO 定价之间关系研究。本章主要介绍 IPO 公司信息披露中风险信息披露的主要渠道和特点，以及风险信息的

披露对 IPO 过程中机构投资者询价行为产生的主要影响。

第四章主要研究 IPO 财富效应对高管离职行为的影响。针对 IPO 财富效应,研究 IPO 公司的财富效应规模、以及财富效应对公司 IPO 后高管离职行为的影响。

第五章针对增发市场,研究公开增发股份的市场现状,公开增发的市场时机选择决策中应该考虑的主要问题。

第六章分析非公开发行市场的现状,研究不同类型的非公开发行对公司价值的影响程度。

第七章总结本书的主要结论,并对未来的股权融资市场进行展望。

第二章 IPO 融资的现状

本章在系统回顾和阐述 IPO 中相关理论的基础上,对我国 IPO 市场的融资现状进行统计分析和总结,为第三章和第四章的经验分析提供制度背景和理论支持。

第一节 IPO 问题的理论研究现状

我国作为正处于转轨经济中的新兴市场国家,正经历着从内部市场制度到外部国际环境不断变化的复杂历史时期。这种不断变化的制度环境对资本市场的研究也提出了一些新的挑战。近年来,IPO(Initial Public Offering,首次公开发行股票)中的财务问题逐渐凸显,除了传统的 IPO 三大谜团(IPO 折价、新股长期弱势以及 IPO 热市现象)以外,与 IPO 有关的发行制度与定价机制、募集资金投向、盈余管理等问题也成为我国 IPO 问题研究的热点。

IPO 过程按照实施阶段可以分为二个阶段,即公开发行股票阶段和上市阶段,公开发行股票为权益发行过程;而上市为权益市场化过程。为理清研究思路,本文将按照 IPO 的时间顺序分为 IPO 发行前、IPO 发行、IPO 上市后三个阶段分开讨论 IPO 中涉及的财务问题。

在 IPO 发行前的阶段,主要涉及的财务理论问题主要包括:(1)公司为什么要进行 IPO?(2)IPO 公司的盈余质量如何?(3)私募股权投资对 IPO 公司的影响?

在 IPO 发行阶段, 主要涉及问题包括: (1) IPO 发行监管制度与定价效率的关系; (2) IPO 发行定价机制与定价效率的关系; (3) 承销商与 IPO 行为之间的关系。

在 IPO 上市后阶段, 涉及的主要问题包括: (1) IPO 折价问题; (2) IPO 后长期市场业绩与财务表现。

一、IPO 发行前的财务问题

1. IPO 的动机

为什么要进行公开发行股票? 这是 IPO 首先面临的基本问题。通常来说, 公司公开发行股票至少有三个动机: 为投资活动进行融资; 利用市场的错误定价进行财富转移 (市场择时理论); 提升公司价值。这三种动机并不相互排斥, 可以同时存在。

针对第一种动机, 早期研究中最著名的是 Pagano, Panetta, and Zingales (1998) 一文, 他们利用 20 世纪 80 年代意大利的样本公司, 发现 IPO 后公司的投资并没有增加, 由此认为融资需求并不是 IPO 的主要动因, 他们认为 IPO 的主要原因是公司希望利用市场的错误定价调整资本结构。但在最近的研究中, Kim 和 Weisbach (2008) 使用 1990—2003 年 38 个国家 17, 226 个 IPO 样本和 13, 142 个 SEO 样本, 他们认为, 为投资活动融资是公开发行股票的主要目的。在 IPO 后的第一年, 每一美元的边际融资额能够增加研究开发支出 18.5 美分, 这一数字在 IPO 后的四年内达到 78 美分。同时, 他们也发现了一些公开发行股票利用了市场的高估值的证据, 在高市值账面价值比的发行公司保留现金的比例更高。在低市值账面价值比的公司用于投资上的支出更高。

对 IPO 动机的研究中, 更多的学者倾向于从市场择时理论 (Market Timing Theory) 的角度理解 IPO 的动机。按照市场择时理论, 公司希望会在市场会高估公司价值的时候发行股票, 因此, 在市场繁荣阶段, 更多的公司会选择 IPO, 而在市场低迷期, IPO 公司的数量会减少, 这可以解释为什么出现热发行市场 (Hot Issue Market) 问题。Ibbotson and Jaffe (1975) 和 Ibbotson, Sindelar and Ritter (1988、1994) 的研究表明, 无

论是发行数量还是 IPO 公司上市首日收益率都存在明显的热发行市场现象。王斌（2005）采用我国 1993—2004 年的 A 股市场数据，也发现中国 IPO 公司数量和 IPO 公司上市首日收益率存在明显的周期性现象。

能够提升公司价值是选择 IPO 的第三个理由，这种动机实际上是认为公司 IPO 可以通过增加内部人和公司的流动性、带来更多的监管（Holmstrom 和 Tirole, 1993; Bolton 和 Thadden, 1998）等路径提升公司价值。

2. IPO 公司的盈余质量研究

IPO 公司的盈余管理行为是 IPO 领域的备受关注的话题之一。早期文献主要认为 IPO 公司存在着显著的操纵利润的动机，IPO 公司利用应计利润提高利润从而抬高发行价格。这种观点的代表是 Teoh, Wong 和 Rao (1998) 和 Teoh, Welch and Wong (1998), Teoh, Wong 和 Rao (1998) 以美国 1980—1990 年 IPO 公司为样本，报告了两方面的证据：一是发行当年可操纵应计利润显著大于零，随后发生反转，反映了企业为提高发行价格采取了临时推高利润的激进会计政策。二是由于可操纵应计利润的反转，发行当年的盈余水平无法维持，在发行后显著下跌，可操纵应计利润越高，发行后下跌幅度越大。在此基础上，Teoh, Welch and Wong (1998) 使用年度报告数据，提供了发行前可操纵应计利润与发行后股票长期市场业绩显著负相关的证据，即发行前盈余管理提高了披露的盈余水平，误导投资者判断发行证券价值，发行后高估的价格回归价值，所以呈现出长期市场回报下降的趋势。

但这一观点在近年来受到越来越多的质疑。Ball and Shivakumar (2005, 2008) 提出了相反观点，他们认为发行上市的公司会面临市场和监管方面的考虑而有动机去提高会计盈余质量。对 IPO 的投资者来说，由于信息的不对称，因此他们需要更高的信息质量。包括内部和外部审计人员、董事会、分析师、评级机构、媒体等利益相关者会形成相应的市场机制，一旦公开上市，公司将面临更严格的监管检查和惩罚。他们认为 Teoh, Welch and Wong (1998) 的研究中由于对可操纵应计利润的估计偏差，所以结果并不可靠。

我国的 IPO 公司盈余管理的研究也存在类似对立的两种观点，一种认



为 IPO 公司存在着显著的盈余管理迹象。如张宗益, 黄新建 (2003) 通过对 1998—2000 年中国上市公司首次公开发行股票中的盈余管理行为进行的研究, 发现在发行前一年、发行当年和发行后一年中国上市公司从事了盈余管理, 刻画盈余管理程度的操控性应计利润显著大于 0, 而在发行后其他年度没有发现盈余管理的证据。

与此相对应的另一种观点则更为谨慎。徐浩萍、陈超 (2009) 以 2002—2005 年 IPO 公司为样本, 用可操纵应计利润衡量盈余质量, 但并没有找到证据支持 IPO 公司在发行前普遍存在运用会计手段进行的盈余管理, 但规模较小、成长性较高并处于非保护性行业的企业盈余质量较差。

3. 私募股权投资

风险投资对 IPO 公司的作用是近年来理论界和实务界都关注的问题之一。风险投资的引入不仅可以解决创业期企业的资金瓶颈问题, 同时也可以带来公司治理和管理水平上的提升 Hellmann 和 Puri (2002)。风险投资对 IPO 过程的影响现有文献主要关注: (1) 风险投资引入的“认证功能”; (2) 风险投资对公司管理行为的影响; (3) 风险投资引入对 IPO 定价的影响。

对于风险投资引入的“认证功能”, Mikekelson, William, Kathleen (1991) 的研究表明, 风险投资参与的企业比没有风险投资参与的企业, 证券承销价格相对较高, 因为 VC 的存在消除了上市公司和投资人之间信息不对称的现象。同时他们发现, 风险投资参与的企业不仅更能吸引声誉好的审计师和承销商来参与证券发行工作, 而且更能吸引机构投资者的关注, 能比其他公司更早上市。寇祥河、潘岚、丁春乐 (2009) 对美国纳斯达克和纽交所的中资上市公司的发行市盈率和融资规模进行的统计检验表明美国纳斯达克和纽交所市场支持 VC 具有认证功能的假设。我国的中小企业板市场不支持 VC 具有认证功能的假设。

风险投资对公司管理行为的影响主要关注盈余管理行为。Hochberg (2004) 以美国 1983—1994 年的 IPO 公司为样本, 发现风险投资的公司 IPO 时的盈余管理程度更低。Morsfield and Tan (2006) 选择 1983—2001 年的美国 IPO 样本得出了同样的结论。Wongsunwai (2007) 进一步扩展的

上述研究,通过分析是否风险投资的声誉会影响公司治理,他发现高质量的风险投资才能有效抑制 IPO 过程中的盈余管理行为。陈祥有(2010)以 2004—2007 年间在我国深交所中小企业板上市的 199 家 IPO 公司为样本,对风险投资与盈余管理之间的关系进行了研究,通过可操纵应计利润指标检验风险投资对盈余管理程度的影响,认为与没有风险投资背景的 IPO 公司相比,有风险投资背景的 IPO 公司上市前一年的盈余管理程度更低。

在风险投资对 IPO 决策过程的影响方面, Megginson 和 Weiss (1991)等证实了风险投资的参与可以节约企业上市成本、缩短上市时间等,同时,风险投资的参与降低了上市的抑价程度,这也获得 Chahine Salim、Filatotchev Igor 和 Wright Mike (2007)对英法市场数据研究结果的支持。庄颖、陈亚民(2009)对 2006—2007 年上市公司进行上市前私募的定价方法进行研究,通过分析招股说明书中反映的公司私募方式以及披露的定价数据,研究公司上市前私募的定价原理、定价依据以及相关指标范围,为上市前私募定价理论提供了数据支持。

二、发行与上市期间的财务问题

1. IPO 发行监管制度与定价效率

我国的 IPO 发行监管制度经历了最初的审批制到目前核准制的转变,发行监管机制改革的本质问题是政府在资金市场进入门槛中发挥作用的不同。在不同的发行制度下, IPO 的定价效率高低是目前文献关注的主要问题。

周孝华、赵炜科、刘星(2006)利用衡量 IPO 定价效率的相对效率标准,采用 1995—1999 年和 2001—2005 年沪深市场的 IPO 数据,对两种发行制度下的 IPO 定价效率进行了比较研究。结果表明:审批制下新股发行价只能反映发行公司的盈利能力、偿债能力和该股票在二级市场的供求状况,说明 IPO 定价效率有限;而核准制下新股发行价不仅反映了新股定价的上述影响因素,而且反映了发行公司的规模、未来的成长能力和该股票的发行方式,说明核准制下 IPO 定价效率提高, IPO 定价趋于合理。

翟立宏、徐志高(2009)采用 2001—2008 年沪深股市的 IPO 数据,



对通道制与保荐制下的 IPO 发行效率进行了比较研究。结果表明：通道制下只有公司的发行量、盈利性因素在 IPO 定价中得到体现，发行效率有限。而保荐制下包括公司规模、成长性、盈利性、偿债能力、经营效率在内的内部因素在定价中得到了有效的体现，同时承销商声誉对公司的 IPO 定价效率具有显著影响。这说明通道制下 IPO 定价效率有限，保荐制下 IPO 定价效率更高，定价更趋于合理。

但是从目前文献来看，此类研究存在着一个共同的问题，即没有明确这种定价效率的变化是由于发行制度的变化引起的还是发售定价机制的变化引起的。由于我国的发行制度改革的同时，发售定价机制也经历了多次变革，而发售定价机制对发行价格的影响更加直接。因此这种发行制度与 IPO 定价效率之间的因果关系还需要考虑控制定价机制以后的影响。

2. IPO 发售机制与定价效率

我国 IPO 发行定价机制历经多次改革，从最初的市盈率定价到多次放松价格管制，逐渐向市场化定价机制的过渡。2004 年 12 月，中国证监会发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，规定从 2005 年起，首次公开发行股票的公司及其保荐机构应通过向询价机构询价的方式确定股票发行价格。这标志着中国的定价机制进入询价制阶段。在定价机制的改革过程中，不同定价机制的经济后果以及对 IPO 定价效率的影响成为理论研究的主要关注点。

在对询价发行机制的开创性研究中，Benveniste and Spindt (1989) 明确指出，累计投标询价从本质上讲是一种信息收集机制。在询价发行机制下，承销商可以收集到具有信息优势的机构投资者对 IPO 的需求和估价信息，并能由此制定出更为准确的发行价格。杨记军、赵昌文 (2006) 基于不同的定价机制和承销方式对中国股市上市公司的直接成本发行费用和间接成本抑价水平进行了实证检验和理论分析。发现实行询价制度明显地提高了发行上市公司的直接成本，即发行费用增加，但在间接成本方面，却显著地降低了抑价水平，并且总的平均直接和间接成本也显著下降。与此前的定价制度比较，虽然现行的询价制度增加了上市公司直接发行费用，但由于抑价水平更大程度的降低，使得上市公司总的发行成本下降。

但是，与此结论不同的是，邹斌，夏新平（2010）认为目前中国的新股询价定价并未实现降低新股上市首日收益的政策目标，但是机构投资者参与的询价定价提高了个股特质信息在新股股价中的资本化程度，新股询价定价机制的实施提高了中国新股发行市场基于个股特质信息对新股进行价值发现的定价效率。

3. 承销商与 IPO 行为之间的关系

针对承销商声誉在 IPO 过程中的作用问题，主要观点认为，承销商声誉有利于降低投资者与发行人之间的信息不对称，因此较高的承销商声誉可以降低公司的 IPO 折价（Carter and Manaster, 1990）。郭泓、赵震宇（2006）实证研究了承销商声誉对在沪深两市上市的公司的 IPO 定价、初始回报和长期回报的影响。研究发现不管是在自由定价还是在管制市盈率的条件下，承销商声誉对 IPO 定价和初始回报都没有影响，但是承销商声誉对 IPO 公司的长期回报有显著的影响，承销商声誉越高，IPO 公司的长期回报也越高。徐春波、王静涛（2007）也得出了类似的结论。可见，承销商声誉在我国目前的资本市场上尚没有形成发行定价的信号作用。

三、IPO 后的财务问题

1. IPO 折价

IPO 折价（IPO Underpricing）是指 IPO 发行的新股上市之后，二级市场上的首日交易价格高于股票发行价格的现象。相对于更高的二级市场交易价格，人们称一级市场的发行价格存在折价。

大量文献证明 IPO 折价现象几乎存在于所有国家的资本市场，针对这种现象，财务理论给出了许多解释。这些理论解释中，大致可以分为两类：一类从新股发行价过低的角度解释，如赢者诅咒假说、信号假说、承销商风险规避假说；另一类则从新股上市首日的过度反应角度解释，如投资泡沫假说。

从信息不对称的角度，Rock（1986）认为，市场中的投资者可以分为两类，即掌握信息的知情投资者和未掌握信息的非知情投资者，知情投资