

制度安排、非公开发行股票 与大股东自交易

郭思永 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

制度安排、非公开发行股票 与大股东自交易

郭思永 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

制度安排、非公开发行股票与大股东自交易/郭思永
著. —上海: 立信会计出版社, 2016. 10
ISBN 978-7-5429-5230-1

I. ①制… II. ①郭… III. ①上市公司—股份
制—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 255785 号

策划编辑 孙 勇
责任编辑 黄成艮 孙 勇
封面设计 南房间

制度安排、非公开发行股票与大股东自交易

Zhidu Anpai Feigongkai Faxing Gupiao yu Dagudong Zijiaoyi

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	江苏凤凰数码印务有限公司	
开 本	787 毫米×1092 毫米	1/16
印 张	13.75	插 页 1
字 数	168 千字	
版 次	2016 年 10 月第 1 版	
印 次	2016 年 10 月第 1 次	
书 号	ISBN 978-7-5429-5230-1/F	
定 价	39.00 元	

如有印订差错,请与本社联系调换

前 言

公开发行和非公开发行是资本市场证券融资的两翼,而新股增发作为上市公司后续融资的重要手段,也是公司财务研究中一个重要的研究课题。由 Coase (1937, 1960)、Alchian (1965)、Demsetz (1964)、Williamson (1979)、North (1981, 1990)等发展起来的新制度经济学强调了制度对人们经济行为的决定性影响,在资本市场中,这体现于不同制度安排所引致的不同融资方式的交易成本并不相同。理论分析和实证经验已经表明政府所供给的制度安排在维护市场健康运行中的重要性 (Grossman 和 Hart, 1988; Lin, 1989; Shleifer 和 Vishny, 1997)。在股权集中的市场微观结构中,如何通过有效的制度安排,抑制大股东自交易行为 (Johnson 等, 2000b; Djankov 等, 2008),使其他投资者,特别是中小投资者获得投资回报一直是公司治理所面临的核心问题。衡量政府所设计的制度安排有效性的标准,一是要以保护弱者为立足点;二是要考虑制度安排效率扭曲的可能性。非公开发行股票作为非公开发行的一种方式,作为股权分置改革过程中的一项制度创新,现阶段已越来越受到政府监管部门、上市公司和投资者的青睐,但在保护中小投资者利益、配置资源效率等方面的效果,则是一个需要实证检验

的问题。

本书以中国股权分置改革后进行非公开发行股票的上市公司为研究对象,首先从比较法的角度对中国和西方成熟资本市场国家(主要指美国)非公开发行制度进行比较和评价,并以中国资本市场全流通环境为制度背景,在回顾现有文献基础上,构建了中国上市公司在非公开发行股票制度下进行非公开发行股票的经济行为及其对公司价值影响的理论框架。以此为出发点,本书着重研究了以下四个方面的问题:一是上市公司非公开发行业股票的定价问题;二是上市公司选择非公开发行股票再融资行为的动因分析;三是股票市场周期波动对非公开发行股票定价及其大股东自交易的影响;四是非公开发行股票政府监管问题的研究。

通过理论分析和经验研究,本书有如下一些发现:

(1) 通过与西方成熟资本市场国家(主要指美国)所实行的非公开发行制度进行比较,发现中国非公开发行股票在制度定位、发行对象、发行程序等方面与美国存在相当大的差异,这种差异既来源于中国政府监管部门制度安排设计的定位不够明确,也来自制度背景的差异,因为非公开发行股票这项制度安排的效率极大地依赖其他有关制度安排的存在。

(2) 在对大股东控制下的上市公司非公开发行股票折价的研究中,本书发现:①大股东的机会主义行为是影响上市公司进行非公开发行股票的重要因素,并且发现,上市公司非公开发行股票折价水平和大股东认购比例共同决定了大股东从上市公

司转移财富的多寡;②良好的投资保护环境能够降低非公开发行股票折价水平,从而抑制大股东借助非公开发行股票的交易行为。

(3) 公司所投资项目的质量是影响上市公司选择非公开发行股票还是公开增发的重要影响因素。由于控股大股东拥有信息优势并掌控着融资方式的选择权,当投资项目未来前景较好时,大股东会选择非公开发行股票并积极参与。这种歧视性的融资交易行为剥夺了公众股东的投资机会选择权,侵害了中小投资者的利益,是一种更具隐蔽性的大股东自交易行为。

(4) 本书还研究了市场时机对非公开发行股票发行价格的影响。研究发现,当证券市场处于股市下行周期时,上市公司非公开发行股票折价程度相较于股市上行周期时要大;在股市上行周期,大股东借助增发折价进行了更多财富转移。

(5) 通过对非公开发行股票制度所构筑监管模型的分析,本书发现公司透明度和对大股东持股的流动性限制都是维护证券市场健康运行、保护中小投资者利益的重要工具,而政府出台的非公开发行股票制度必须依据监管环境,权衡社会信息披露成本和流动性限制成本。据此,本书分别从投资者保护环境建设、非公开发行股票再销售、大股东认购价格制度约束等方面提出相应的政策建议。

总之,本研究结果表明,股权分置改革以来,中国政府监管部门所推出的非公开发行存在一定的制度性缺陷,从而引致上

市公司的大股东借助非公开发行股票进行财富转移。究其根源,这项制度安排有两大不足:一是制度定位不够准确,没有立足于保护中小投资者利益;二是很容易受到上市公司大股东的扭曲,不仅没有达到政府监管目标,反而为大股东的自交易行为披上了合法和创新的外衣。

目 录

第 1 章 引言	1
1 研究动机	1
2 研究的意义	10
3 研究思路和结构安排	12
第 2 章 文献综述	17
1 流动性限制对股票价格影响的研究	17
2 非公开发行股票折价问题研究	21
3 基于融资方式选择角度对非公开发行股票的研究	28
4 本章研究小结	30
第 3 章 制度背景和理论分析	33
1 中国和西方成熟国家非公开发行制度比较研究	33
2 中国股票市场投资者法律保护	51
3 市场融资需求、整体上市与非公开发行股票制度	57
4 非公开发行股票制度下大股东自交易的理论分析	67
5 本章研究小结	74
第 4 章 非公开发行股票折价与大股东自交易研究	76
1 问题的提出	76
2 理论分析和研究假说	77

3 研究设计	82
4 实证分析	87
5 本章研究小结	94
第 5 章 股权融资方式选择与大股东自交易研究	96
1 问题的提出	96
2 理论模型分析	97
3 研究设计	102
4 本章研究小结	106
第 6 章 大股东非公开发行股票参与程度与大股东自交易研究	108
1 问题的提出	108
2 理论分析和研究假说	109
3 研究设计	113
4 实证结果	116
5 本章研究小结	123
第 7 章 市场时机、非公开发行股票与大股东自交易	125
1 问题的提出	125
2 制度背景、理论分析和研究假说	126
3 研究设计	130
4 实证结果分析	133
5 本章研究小节	138
第 8 章 非公开发行股票的监管	140
1 非公开发行股票政府监管背景分析	141
2 非公开发行股票监管模型分析	145

3 非公开发行股票政府监管的政策建议	151
第9章 研究结论	160
1 主要研究结论和创新	160
2 研究局限性及其未来研究方向	163
附录1 非公开发行股票缘何演变成大股东自交易的工具 ——基于驰宏锌锗非公开发行股票的案例研究	166
1 驰宏锌锗非公开发行股票案例概况	166
2 巩固控制权地位:股权分置改革与非公开发行股票 捆绑在一起	168
3 大股东自交易:非公开发行股票定价、资产注入	173
4 反思政府部门所设计的制度安排的合理性	178
5 研究结论	184
附录2 证监会对上市公司不同融资方式发行审核的比较 ..	185
参考文献	186
后记	204

第1章 引言

1 研究动机

公开发行和非公开发行是资本市场证券融资的两翼,而新股增发作为上市公司后续融资的重要手段,也是公司财务研究中一个重要的研究课题。Modigliani 和 Miller(1958)认为,在一个理想状态的资本市场中,企业价值与它的融资结构无关。这也就是说,企业无论采取何种融资方式,不论债权融资还是股权融资,短期融资还是长期融资,公开发行融资还是非公开发行融资,都对企业价值没有影响。但是,现实世界并不是完美的,由 Coase(1937, 1960)、Alchian(1965)、Demsetz(1964)、Williamson(1979)、North(1981, 1990)等发展起来的新制度经济学强调了制度对人们经济行为的决定性影响。资产专用性、有限理性和机会主义造成了交易的复杂性,从而形成经济体系的运行成本(Williamson, 1985),在资本市场上,这表现为不同制度安排所引致的不同融资方式的交易成本并不相同。而机会主义所引致的交易成本在新兴资本市场国家更为凸显,这集中表现为股权结构集中下大股东对中小股东的利益侵占。20 世纪 90 年代兴起的法与金融理论认为,良好的投资者保护制度可以抑制大股东的机会主义行为,有效地保护融资供给者,使他们愿意为证券市场提供资金,从而促进金融市场的发展(La Porta 等, 1997, 1998, 2000b, 2002)。非公开发行股票作为非公开发行的主

要方式^①,非公开发行股票制度作为股权分置改革^②过程中的一项制度创新和激励举措^③,如何影响市场参与主体,特别是大股东的经济行为,是一个值得深入探讨的问题。

1.1 实务背景

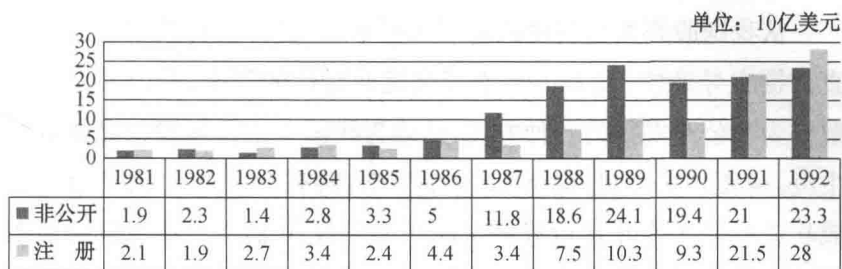
从西方成熟国家(主要指美国)来看,非公开发行股票由于具有募集对象的特定性和发售方式的限制性^④,可以在不损害证券市场公平、保护中小股东利益的前提下,节约发行人筹资成本与时间,有利于保守商业秘密,节省政府部门的监管资源,因此,非公开发行市场一直是成熟资本市场的主要组成部分。图 1.1 和图 1.2 列示了 1981—1992 年美国证券市场上美国以外的发行人在美非公开发行和注册发行情况:外国发行人在美国证券市场筹集资金共计 2 318 亿美元,其中通过非公开发行募集资金达到 1 349 亿美元,占筹资总额的 58.2%。最新的研究也显示在美国证券市场上 Rule 144A 条款下的非公开发行在 2006 年达到了 16 200 亿美元,超过了公开发行的 154 00 亿美元(图 1.3)。

① 根据 2006 年《上市公司证券发行管理办法》(证监会第 30 号令),非公开发行股票是指上市公司采用非公开方式向特定对象发行股票的行为,而在现实中,多以定向增发、非公开发行、私募等概念表述,英语文献中表述为“Private Equity”“Private Placements”等,因此,本书对非公开发行股票、非公开发行和定向增发概念不作区分,且对非公开发行制度也限于对非公开发行业股票的讨论。

② 根据 2005 年 8 月证监会等五部委发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》(证监发[2005]80 号)，“股权分置是指 A 股市场的上市公司股份按能否在证券交易所上市交易被区分为非流通股和流通股,这是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题”“股权分置改革是为非流通股可上市交易作出的制度安排”“股权分置改革”又简称“股改”。

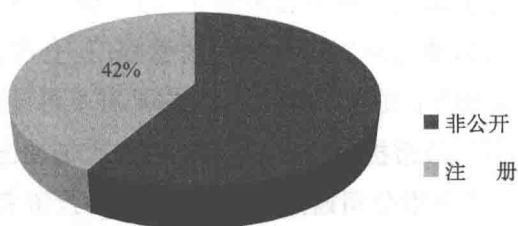
③ 2006 年 5 月,证监会新闻发言人就《上市公司证券发行管理办法》答记者问中,明确指出对已经完成股权分置改革的公司优先安排再融资,而定向增发被确定为恢复上市公司再融资“三步走”的第一步。

④ 非公开发行对象的特定性是指其发售的对象主要是拥有资金、技术、人才等方面优势的机构投资者及其他专业投资者,他们具有较强的自我保护能力,能够作出独立判断和投资决策。同时,非公开发行的发售方式是有限的,即一般不能公开地向不特定的一般投资者进行劝募,从而限制了即使出现违规行为时其对公众利益造成影响的程度和范围。



资料来源: Hal S. Scott & Philip A. Wellons, International Finance, at 51.

图 1.1 外国在美的非公开发行与注册比例(1981—1992 年)^①



资料来源: Hal S. Scott & Philip A. Wellons, International Finance, at 51.

图 1.2 1981—1992 年美国以外的发行人在美非公开发行与注册比例

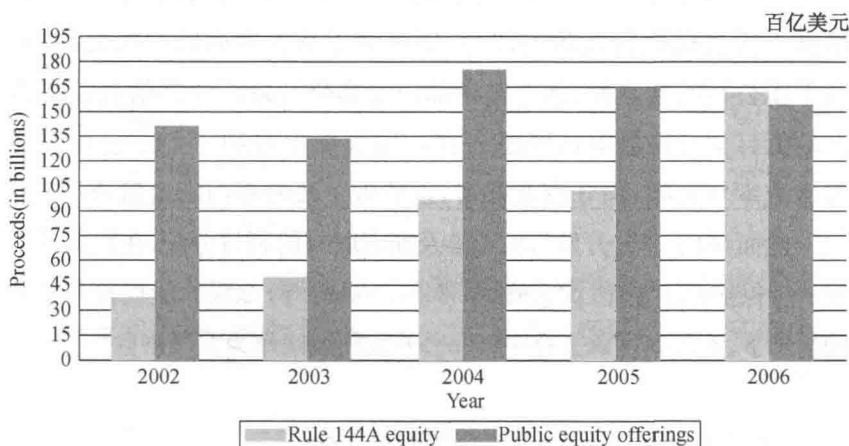


图 1.3 美国 Rule 144A 条款下的非公开发行和公开发行^②

^① 图 1.1、图 1.2 转引自于绪刚:《美国私募发行制度研究》(见吴志攀、白建军主编:《证券市场与法律》,中国政法大学出版社 2000 年版,第 209—250 页)。

^② 图 1.3 转引自 Zingales(2009)和 Tang(2007)。

从我国股票发行制度的发展历程来看,公开发行股票的方式一直占据主导地位;随着证券市场全流通时代的到来,非公开发行股票作为非公开发行的一种方式,已成为我国上市公司股权再融资的主流,由表 1.1 可知,截至 2011 年年末,共有 30% 以上的上市公司成功进行了非公开发行股票。而当时已发布非公开发行股票预案的公司数目则占上市公司总数的 50% 左右,2009 年和 2010 年非公开发行股票募集资金分别达到了 2 674. 11 亿元和 3 079. 16 亿元,分别占到当年证券市场再融资总额的 87. 91% 和 62. 91%。

非公开发行股票之所以受到证券监管部门、上市公司、投资者的青睐,是因为相较于其他再融资方式,它具有不可比拟的优势:它可以在不增加即期股市扩容压力,避免对二级市场冲击和稳定市场预期的前提下,使上市公司通过向大股东、机构投资者或战略投资者增发而募集充裕的资金;并且,当大股东通过非公开发行股票将优质资产注入上市公司时,既有利于优化上市公司及其控股公司的资产结构,促使优质存量资产进入资本市场,减少重新投资的时间,增强上市公司的持续盈利能力,还有利于减少期后的关联交易、增强上市公司的独立性;加之监管部门对非公开发行股票信息披露要求较低且实行简易审核程序^①,在一定程度上有利于上市公司节约筹资成本与时间、保守商业秘密,也节省了政府部门的监管资源。

然而,由于非公开发行股票涉及新老股东的利益分配,在我国目前投资者保护环境较差(沈艺峰等, 2004; Allen 等, 2005),股权较为集中的情形下,大股东主观上存在将非公开发行股票作为大股东自交易^②工

① 根据 2006 年《上市公司证券发行管理办法》(证监会第 30 号令)、《上市公司非公开发行股票实施细则》(证监发行字[2007] 302 号)、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 25 号——上市公司非公开发行股票预案和发行情况报告书》(证监发行字[2007] 303 号),非公开发行股票所要求上报的审核材料和对外信息披露资料均要少于公开发行;同时,证监会 2006 年第 31 号令《发行审核委员会办法》规定,非公开发行股票适合特别程序,相较于公开发行的普通程序要求也低,具体差别参见附录 2。

② 英文为“Tunneling”,中文有多种译法,除了“大股东自交易”,常见的还有“掏空”“隧道挖掘”“利益输送”“资产转移”等,我们在此不作严格区分。

表 1.1

上市公司 A 股历年再融资统计^① 金额单位:亿元

年份	配股		公开增发		非公开发行股票		合计	
	筹资额	公司数量	筹资额	公司数量	筹资额	公司数量	筹资额	公司数量
1993	60.18	55					60.18	55
1994	51.51	53					51.51	53
1995	56.25	78					56.25	78
1996	66.71	41					66.71	41
1997	208.41	96					208.41	96
1998	344.76	160	30.46	7			375.22	167
1999	318.98	116	50.53	4			369.50	120
2000	509.53	161	190.52	20			700.05	181
2001	430.64	126	186.61	20			617.25	146
2002	56.61	22	164.18	28			220.79	50
2003	76.52	25	114.59	16			191.12	41
2004	104.77	23	158.35	11			263.12	34
2005	2.62	2	269.80	4			272.42	6
2006	4.32	2	102.30	6	936.60	50	1 043.22	58
2007	227.68	7	675.03	30	2 670.05	147	3 572.76	184
2008	151.57	9	518.23	28	1 646.12	107	2 315.92	144
2009	105.97	10	261.69	14	2 674.11	117	3 041.78	141
2010	1 438.22	18	377.14	10	3 079.16	153	4 894.52	181
2011	421.96	15	288.79	10	3 639.12	178	4 349.86	203
累 计	4 637.21	1 019	3 388.23	208	14 645.16	752	22 670.60	1 979

资料来源: Wind 资讯数据库。

具的机会主义动机。同时,非公开发行股票是作为一项制度创新实行于全流通市场,而股权分置改革之后股票市场基础制度环境的重大变化是市场监管所面临的新课题,相关的法律、法规及监管政策尚亟须完善,这又客观上为大股东的机会主义行为创造了环境。

^① 根据 2006 年《上市公司证券发行管理办法》(证监会第 30 号令),“配股”就是向原股东配售股份,“增发”就是向不特定对象公开募集股份,“非公开发行股票”就是指上市公司采用非公开方式,向特定对象发行股票的行为。而在现实中,增发往往代表了“增发”或“定向增发”,因此,为了避免概念上的混淆和行文上的方便,我们将《上市公司证券发行管理办法》中的“增发”表述为“公开增发”。

1.2 理论背景

诺斯曾言,制度是重要的(North, 1981, 1990),它作为人类交往的规则,抑制着可能出现的机会主义和乖僻的个人行为,使人们的行为更具预见性,并由此促进了劳动分工和财富创造(Kasper 和 Streit, 1998)。可见,制度的重要性体现于深刻影响着理性个体的经济行为。具体至资本市场,股权集中成为股东面临投资者保护制度环境不足的一个反映(La Porta 等, 1999),证监会关于配股的管制性审核在一定程度上减轻了上市公司盈余管理的程度(Chen 和 Yuan, 2004),管制的放松使利率变动对企业资本结构决策具有显著正向影响(陈文浩等, 2012);但是,相较于内生于市场机制的制度安排,政府所供给的制度安排却更有可能促使理性个体经济行为的扭曲,如证监会关于配股的管制政策诱发了上市公司机会主义式的重组行为(陈信元等, 2003),政府关于国有企业高级管理人员的薪酬管制成为促使在职消费偏高的重要原因(陈冬华等, 2005)。

那么什么是有效的制度安排,或者说政府所提供的制度安排的标准或原则是什么呢?正如 Mill(1848)所说,虽然国家(或政府)不能决定一个制度如何工作,但它却有权力决定什么样的制度将存在。在我国目前较为集中的股权结构下,大股东自交易(self-dealing)是资本市场最为关注的公司治理问题,大股东自交易主要指大股东利用其所掌握的控制权将公司财富转移至自身而不与其他股东共享,其具体形式包括转移定价,侵占公司的发展机会,自利的金融交易(如权益发行、公司贷款给内部人)及直接的偷盗等(Shleifer 和 Vishny, 1997; Johnson 等, 2000b; Djankov 等, 2008)。因此,如何通过制度约束大股东自交易行为,使其他投资者,特别是中小投资者获得投资回报应该是政府出台有效制度安排所考虑的核心问题。具体来说,制度安排有效性的标准体现为两点:一是要以保护弱者为立足点;二是降低制度安排被扭曲的可

能性。

在证券市场中,筹资者一旦获得资本,就处于优势地位,而出资者一旦出让了资金便处于弱者地位,因此,证券市场的自然法则是向资本出借者倾斜,探讨证券市场上制度安排有效性的前提,应着眼于对资本出借者——投资者的保护。在股权集中的公司中,控股股东在享有决策控制权^①的同时,通过对上市公司的人事委派或者高管兼任等途径获得了对上市公司的决策管理权(Fama 和 Jensen, 1983),当大股东集两权掌控于一身时,大股东自交易就成为大股东侵占中小投资者利益的重要方式。中小股东是“世界上最孤独的人”,从某种意义上来说,保护投资者的利益实质上就是保护中小股东的利益,能否有效保护中小股东的期望回报,是衡量政府出台的制度安排有效性的一个首要方面。

同时,制度安排的最优选择在一定程度上还取决于这项制度设计在面对各种破坏时的脆弱性(Glaeser 和 Shleifer, 2003),取决于制度选择集里各不同制度安排在保护产权上的效率对比。因为无论政府制定、选择了什么样的政策或策略(作为制度安排),作为“自利”行为受到限制的理性个体(或利益集团),都将试图扭曲策略的实施以达到使自己受益的结果,并且当这种政策被扭曲时,不仅不能保护中小投资者的利益,反而会使中小股东的利益雪上加霜。

始于 2005 年的中国资本市场改革——股权分置改革,旨在完善市场基础制度和运行机制,其实质是政府主导下的一次强制性制度变迁行为,其意义不仅在于解决历史问题,更在于为资本市场其他各项改革和制度创新创造条件。政府所供给的非公开发行股票

① Fama 和 Jensen (1983) 将公司的决策过程划分为四个步骤,分别为决策提出(initiation)、决策选择的批准(ratification)、决策执行(implementation)和决策实施效果的监督(monitring),其中决策选择的批准权和决策实施效果的监督权统一为决策控制权(decision control),决策提出和决策执行统一为决策管理权(decision management);公司正是通过决策管理权和决策控制权相分离的契约结构,有效解决了公司管理层和股东之间代理问题,使公司这种组织形式得以生存。