

SHANGSHI GONGSI

● 章卫东 杨秀英 著

GUQUAN ZAIRONGZI

JIZHI CHUANGXIN

上市公司 股权再融资机制创新



江西高校出版社

上市公司股权再融资机制创新

章卫东 杨秀英 著

江西高校出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司股权再融资机制创新/章卫东,杨秀英著.
—南昌:江西高校出版社,2005.12

ISBN 7-81075-777-6

I. 上… II. ①章… ②杨… 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(2006)第 049847 号

江西高校出版社出版发行

(江西省南昌市洪都北大道 96 号)

邮编:330046 电话:(0791)8529392、8504319

江西太元科技有限公司照排部照排

江西教育印刷厂印刷

各地新华书店经销

*

2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月第 1 次印刷

850mm × 1168mm 1/32 6.25 印张 150 千字

印数:1~1000 册

定价:24.80 元

(江西高校版图书如有印刷、装订错误,请随时向承印厂调换)



章卫东 1963 年出生，江西奉新人，获华中科技大学管理学博士学位，2006 年入武汉大学经济与管理学院从事博士后(财务管理方向)研究。现任江西财经大学会计学院副院长、硕士生导师。主要从事公司融资、再融资、资本结构、并购等公司理财方向研究。近年来在《会计研究》、《投资研究》等著名刊物上发表论文 20 余篇；承担了财政部、江西省社科规划办等省部级课题 4 项；获江西省第 11 次社会科学优秀成果二等奖、江西省第 6 次社会科学青年优秀成果二等奖各一项。



杨秀英 1963 年出生，江西樟树人，现任南昌航天科技集团总裁，南昌理工学院副院长，讲师。近年来在《审计与理财》等刊物上发表论文多篇，编写了《企业文化》和《市场营销》等多本教材和书籍。

责任编辑 董 纲

装帧设计 曾 宇

责任印制 赵晓琴

序

资金是企业的血脉,企业的生存和发展需要资金,筹集资金是现代企业经营决策的一项重要内容。上市公司股权再融资是指已发行上市的企业,根据企业的需求,通过筹资渠道和金融市场,运用筹资方式,在证券市场再一次向投资者筹集权益资本的行为。国外上市公司股权再融资发行方式有增加发行、供股发行、可转换证券、认股权证、配售、分拆等六种基本方式,而每一种基本方式又可能派生出多种衍生方式和金融工具,并且在某一个特定的国家或证券市场,其运用的范围和程度也有所差异。中国上市公司股权再融资方式只有配股、增发新股和发行可转债。无论是国外上市公司,还是中国上市公司,股权再融资都是上市公司筹集资金的重要手段。

自中国证券市场诞生以来,中国上市公司通过配股、增发新股和发行可转换公司债券等股权再融资方式为中国上市公司筹集了大量发展所需的资金,为促进国民经济的发展起到了重要的作用。然而,中国上市公司股权再融资却存在两大奇特现象:一是中国上市公司存在强烈的股权再融资偏好;二是中国上市公司股权再融资绩效低下。中国上市公司特殊的股权结构和公司治理不完善是导致这“两大奇特现象”的原因。但中国上市公司股权再融资机制的缺陷也是导致“两大奇特现象”的重要原因,本书从中国上市公司股权再融资机制不完善的角度分析了上述“两大奇特现象”。

本书将中国上市公司股权再融资机制分为准入机制、市场机制和监管机制。作者通过对中国上市公司股权再融资“两大奇特现象”的研究,认为中国上市公司股权再融资机制存在缺陷。主要表现在:(1)有关部门对中国上市公司股权再融资没有把好“入口关”,使一些劣质上市公司或没有很好投资项目的公司也进行了股权再融资;(2)中国上市公司股权再融资的方式落后,中国上市公司股权再融资的方式只有配股、增发新股和发行可转换公司债券,导致中国上市公司存在股权再融资偏好;另外,中国上市公司股权再融资的发行定价机制不科学,使得承销商风险巨大,中国上市公司股权再融资后股价下跌,中小股东的利益受到损害;(3)中国上市公司股权再融资的监管体系不健全。政府监督的力量不足,承销机构、会计师事务所等中介机构监督弱化,而中小股东又缺乏监督能力,最终导致对中国上市公司股权再融资的监督弱化。

作者认为中国上市公司股权再融资机制不完善是导致中国上市公司股权再融资存在“两大奇特现象”的重要原因之一。因此,本书对中国上市公司股权再融资机制进行了创新设计。

总体来看,本书的选题具有一定的理论前沿性和较强的实用性,研究的角度比较新颖,研究的思路比较开阔,文章的结构严谨,观点明确,资料翔实,应用了大量的数据进行佐证,理论分析逻辑比较清晰,论证较为严谨、充分,实证分析和检验方法较为科学。

本书是两位作者长期合作研究的结果,我相信此书的出版对于促进中国上市公司股权再融资机制的创新乃至证券市场的发展定有裨益。希望此书的出版能引起广大理论工作者、政府监督部门、中介机构和上市公司有关人员的关注,推动有关的学术研究更为昌盛。

吴金星

江西铜业股份有限公司财务总监

2005.12.8

目 录

序	(1)
1 引言	(1)
1.1 研究的目的和意义	(1)
1.2 相关概念的界定	(4)
1.3 本文研究的主要问题	(11)
1.4 研究的方法	(13)
1.5 研究的框架	(14)
2 文献综述	(15)
2.1 国外股权再融资的理论研究综述	(15)
2.2 国内股权再融资的理论研究综述	(28)
3 中国上市公司股权再融资机制的演变	(37)
3.1 中国上市公司股权再融资准入机制的演变	(37)
3.2 中国上市公司股权再融资发行机制的演变	(41)
3.3 中国上市公司股权再融资监管机制的演变	(60)
3.4 中国上市公司股权再融资机制变迁的分析	(80)
4 中国上市公司股权再融资的现状	(83)
4.1 中国上市公司股权再融资的行为分析	(83)
4.2 中国上市公司股权再融资行为的统计性分析	(94)
4.3 中国上市公司股权再融资绩效的分析	(97)
4.4 中国上市公司三种股权再融资财务绩效的比较研究	

.....	(101)
5 中国上市公司股权再融资现状的原因分析	(110)
5.1 股权分置导致的“内部人控制”	(110)
5.2 股权分置导致的持有非流通股的法人控制	(115)
5.3 中国上市公司股权再融资机制落后	(120)
6 中国上市公司股权再融资机制创新的设计	(127)
6.1 解决“股权分置”是前提条件	(127)
6.2 中国上市公司股权再融资准入机制的创新	(134)
6.3 中国上市公司股权再融资发行机制的创新	(146)
6.4 中国上市公司股权再融资监管机制的创新	(160)
参考文献	(177)
后记	(194)

1 引 言

1.1 研究的目的和意义

证券市场的重要作用在于通过融资功能引导资源的配置,使其效率达到最大化,而这一功能的载体就是融资机制。有效的融资机制能保证优质上市公司进入市场,获得所需资金并有效地运用资金,同时体现了证券市场的融资功能和资源配置功能。

企业筹集资金有两种方式:内源融资和外源融资。内源融资方式包括企业的内部留存收益和计提固定资产折旧。外源融资方式包括债权融资和股权融资。债权融资的方式包括长、短期借款和发行企业债券。股权融资的方式包括发行优先股、可转换债券和普通股筹资。上市公司再融资的方式有内部融资、债权融资和股权融资。上市公司股权再融资是相对首次公开发行股票(IPO)而言,已发行上市的企业,根据企业资金的需求,通过证券市场,运用筹资方式,在证券市场再一次发行股票的行为。在中国,上市公司股权再融资的方式主要有三种:(1)配股(2)增发新股(3)发行可转换债券^①。

^① 可转换债券:是一种可以在特定时间、按特定条件转换为发债公司普通股股票的特殊企业债券。具有权益融资和债权融资双重性。

上市公司的股权再融资机制在国外比较成熟,国外上市公司的配股、增发新股和发行可转换债券,从市场准入、发行定价、承销到股权再融资的监管,已经全部市场化了,且有一套比较成熟的制度体系。中国的证券市场起步较晚,伴随着中国证券市场的产生和发展,股权再融资越来越成为上市公司筹集资金的重要手段之一。自1993年上市公司实行配股、1998年实行增发新股以及1993年宝安发行第一张可转换债券以来,至2004年末为止上市公司股权再融资筹集资金超过3200亿元,成为上市公司重要的资金来源渠道。但中国上市公司再融资行为与西方融资优序理论和企业融资方式相悖,中国上市公司存在股权再融资偏好。同时,中国上市公司股权再融资后上市公司股价下跌,上市公司的每股收益、净资产收益率等财务指标下降。即中国上市公司股权再融资存在两大奇特现象:(1)中国上市公司股权再融资不遵循西方经典的“啄食理论”,而是极度偏好股权再融资。(2)中国上市公司股权再融资绩效低下。这充分说明原有的上市公司股权再融资机制存在着缺陷,因此,对现行的上市公司的股权再融资机制进行创新势在必行。

具体来讲,对中国上市公司股权再融资机制创新有如下意义:

(1)在理论上,深入分析中国上市公司股权再融资机制创新问题,有利于丰富融资理论的研究。国外学者对上市公司股权再融资机制创新问题做了大量的研究,这些研究都没有将中国包括在内。有关中国上市公司股权再融资机制创新方面的研究之所以没有引起国外学者的重视,一方面是因为中国证券市场发展时间太短,无法取得相关研究数据。另一方面是因为中国证券市场比较特殊,缺乏与其他国家的可比性。此外,国内学者对中国上市公司股权再融资机制创新问题虽然有所认识,但都缺乏科学的理论依据和实证证据。所以,进一步深入研究中国上市公司股权再融资机制创新问题,有助于丰富融资理论,增加相关研究的文献积累。

(2)通过对中国上市公司股权再融资准入机制创新问题的研究,有利于中国证券监管部门制定上市公司股权再融资准入标准,保证具有成长性又有好项目的优质上市公司能够通过股权再融资募集到发展所需要的资金。中国上市公司股权再融资准入机制虽然不断更新,上市公司股权再融资的门槛逐渐提高,但是,门槛的提高会加重部分劣质上市公司的“投资饥渴症”,更有“包装”融资、融资“变脸”的动机。最终劣质公司与监管层提高准入门槛的博弈结果是劣质公司加大信息“包装”的力度,从而进一步恶化证券市场的融资功能。因此,适当的准入机制创新是保证上市公司质量的第一道关口。

(3)通过对中国上市公司股权再融资市场机制创新的研究,为中国证券监管部门制定上市公司股权再融资发行定价制度和承销制度提供理论依据。中国上市公司股权再融资市场机制创新,包括发行定价机制创新和承销机制创新(具体指承销商和其他中介机构的职能),主要指由传统的技术性发行定价发展为市场化供求定价,而承销商的职能由简单的销售功能转变为与发行人的风险共担者与监管者,由简单的销售功能转变为市场化的价格发现职能,形成较强的与机构投资者的协商议价能力。

(4)通过对中国上市公司股权再融资监管机制创新的研究,为中国证券监管部门制定上市公司股权再融资监管制度提供理论指导。由于现行的监管层对融资者的监管是单一的政府监管,这种监管体制使得对中国上市公司股权再融资监管弱化,应当由单一的政府监管转变为由投资者监管、承销商监管与政府监管部门监管组成的“三位一体”的监管体系。

1.2 相关概念的界定

1.2.1 上市公司股权再融资

融资是资金融通的简称。广义的融资是指资金在供给者与需求者之间的流动,这种流动是双向互动的过程,既包括资金的融入,也包括资金的融出。资金融入指资金的来源,即通常说的企业通过各种渠道筹集资金。资金融出指资金的运用,即用筹措来的资金投资长期资产与短期资产。狭义的融资仅指资金的融入,指企业为满足各种资金的需求,通过筹资渠道和金融市场,运用筹资方式,筹集所需要的资金。本文研究的融资为狭义的融资概念。

上市公司再融资是指已发行上市的企业,根据企业资金的需求,通过筹资渠道和金融市场,运用筹资方式,在金融市场再一次筹集资金的行为。上市公司股权再融资是指已发行上市的企业,根据企业资金的需求,通过筹资渠道和金融市场,运用筹资方式,在证券市场再一次向投资者筹集权益资本的行为。中国上市公司股权再融资的方式主要有:增发新股、配股以及发行可转换债券。上市公司股权再融资所获得的资金是企业的股本,会使上市公司的权益资本增加。本文所研究的上市公司股权再融资指中国上市公司的增发新股、配股以及发行可转换债券三种形式。

增发新股指上市公司以原股本为基础,向原公司的老股东及新股东发行新股票,再次筹集资金增加股本的筹资行为。

定向增发,是指在上市公司收购、合并及资产重组中,上市公司以新发行一定数量的股份为对价,取得特定资产的行为。

与公开发行相比,定向增发和公开增发都是新股的增量发行,对其他股东的权益有摊薄效应。但是定向增发和公开增发有着本质的区别:

(1)定向增发的目的是为了进行重组和并购,而不是从公众投资者手中筹资。

(2)定向增发的对象是特定人,而不是广大社会公众投资者。

(3)定向增发的对价不限于现金,还包括非现金资产(包括权益)、债权等,而公开增发必须以现金认购。

(4)由于特定人不同于社会公众投资者,不需要监管部门予以特殊保护,定向增发的条件可不受《公司法》关于三年连续盈利及发行时间间隔的限制。

(5)定向增发不需要承销,成本和费用相对较低,投资者往往对上市公司“高价圈钱”不满。

配股是上市公司根据公司发展的需要,依据有关规定和相应程序,向原股东进一步发行新股、筹集资金的行为。

可转换债券是指发行人依法定程序发行,在一定时间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券,通常又称作可转债或转债。这里所说的“约定的条件”实质上是期权的一种变异形式,从而使可转换债券兼备了债券、股票和期权三方面的特征。这种多重特征的叠加,赋予了可转换债券筹集资金和规避风险的双重功能。因此,与单纯的筹资工具或避险工具相比,无论是对发行人,还是对投资者而言,可转换债券都更具吸引力。可转换债券的基本要素主要有:(1)转股比例,指一定面额可转换债券可转换成普通股的股数。(2)转股价格,指可转换债券转换为每股普通股的价格所支付的价格。(3)转股期限,指可转换债券转换为普通股的起始日至结束的期间。

期权:分买入期权和卖出期权。(1)买入期权是指它给予期权的持有人在给定时间或在此时间以前的任一时刻按规定的价格买入一定数量某种资产或期货合约的权利的一种法律合同。(2)卖出期权是给予其持有人在给定时间或在此时间以前的任一时刻按规定的价格卖出一定数量某种资产或期货合约的权利。

期权的持有者拥有该项期权规定的权利,他可以实施该权利,也可以放弃该权利,期权的出卖者则只负有期权合约规定的义务。

期权的要素包括:(1)敲定价,即敲定价格,期权合同规定的购入或售出某种资产的价格。(2)到期日,期权合同规定的期权的最后有效日期为期权的到期日。(3)标的资产,期权合同规定的双方买入或卖出的资产为期权的标的资产。(4)权利金,买卖双方购买或出售期权的价格称为权利金或期权的价格。

1.2.2 融资成本

企业融资成本是指企业使用资金的代价,也是企业为资金提供者提供资金的报酬率。资本成本可以用绝对数表示,但通常用相对数表示。融资成本是企业进行投资和融资决策的重要依据。投资决策时,只有报酬率高于资金成本的项目才可行。融资决策时,个别资本成本是比较各种筹资方式优劣的尺度。综合资本成本是企业进行资本结构决策的基本依据。边际资本成本是企业选择追加筹资方案的重要依据。资本成本的计算公式如下:

$$K = \frac{D}{P(1-F)}$$

或

$$K = \frac{D}{P-f}$$

式中: K ——融资成本,用百分率表示。 D ——资金使用费用。 P ——筹资数额。 F ——筹资费用率,即筹资费用与筹资数额的比率。 f ——筹资费用。

资金来源渠道不同,则企业取得这些资金所付的代价也不同。融资成本是企业选择融资方式的重要指标,在融资决策中,个别资本成本的高低是企业选择融资方式的依据,加权资本成本是企业资本结构决策的依据,而边际资本成本是企业追加融资决策的依据。

1.2.3 融资结构与资本结构

融资结构是指企业从不同渠道筹集的资金在总融资规模中的构成比例,也就是企业资产负债表右边项目的构成比例。从资金供求双方通过资金形成的关系来看,企业资金来源大体可分为两部分:权益资本(即自有资金)与债权资本(即借入资本),再细分下去,权益资本包括内源融资中的企业留存盈利与外源融资中的股权资本。而债权资本包括外源融资中的债权资本(长期债券、长期借款)与短期资金来源中的短期借款和商业信用。各种来源的资本之间的关系如图 1.1 所示。

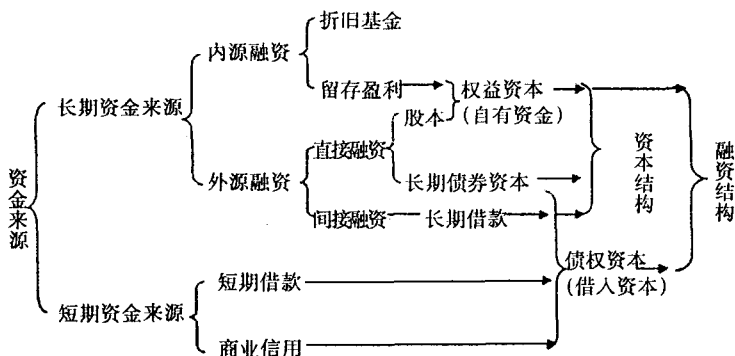


图 1.1 企业的融资结构与资本结构关系图

企业的融资结构不仅揭示了企业资产的产权归属和债权约束程度,还反映了企业融资风险的大小,即通过企业融资总额中负债总额与权益资本的比重,以及负债总额中流动负债所占比重的大小来考察企业的偿债风险。这两个指标所占比重越大,企业融资风险越大。融资结构是企业融资决策的内容和目标,它在某种程度上体现了企业的经营状况与财务情况。合理的融资结构既是企业资产高效运作的结果,也是其起点,因此确定合理的融资结构对

企业的生存发展至关重要。

关于资本结构概念的界定,学术界存在一定的分歧。其分歧主要体现在资本结构中负债内涵的界定上。一种观点认为资本结构中的负债是指企业的长期负债,短期负债不属于资本结构的研究范畴(沈艺峰,1999;方晓霞,1999)。另一种观点认为资本结构中的负债是企业资产负债表右方所列示的所有负债(张维迎,1998;伍中信,1999;傅元略,1999)。基于对负债的不同认识,资本结构的界定也存在争议,主要有长期资本组合说与负债权益组合说两种观点。前者认为资本结构表现为企业全部资金来源的构成及其比例关系,即企业资产负债表右方不同项目之间的相互关系。后者则是负债与权益的比例关系。

由上述资本结构概念的界定可以看出,两个资本结构概念存在包容关系。前者是后者的子集,后者是前者的母体。两种界定方法体现了资本结构研究重点的不同。前者反映长期负债与所有者权益的关系,可称之为狭义资本结构。后者则系统反映了总负债与总资产、总负债与总权益、不同债务之间、不同权益之间的相互关系,可称之为广义资本结构。对资本结构概念界定的差异,基于对长期负债与短期负债功能认识上的不同。狭义资本结构观认为只有长期负债才具有税收优惠及负债约束功能。与狭义资本结构观不同,广义资本结构观则认为长、短期负债具有同样的功能。本文所指资本结构为广义资本结构概念。

1.2.4 融资机制与融资方式

融资机制是指参与融资活动的各经济主体(即资金供求双方),利用各种金融工具,采用一定的形式,通过金融市场或各种金融机构,操作融资客体双向流动并使其增值的过程,亦即各经济主体通过行政机制与市场机制实现融资客体(资金)在全社会的优化配置,以提高资金使用效率,实现企业价值最大化的过程。融资机