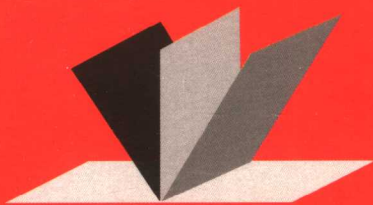




中国社会科学院金融研究所 · 博库
Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences



上市公司股权 再融资

Research on SEO of
Listed Companies

管 征 / 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

·博库

上市公司股权 再融资

Research on SEO of
Listed Companies

管 征 著



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

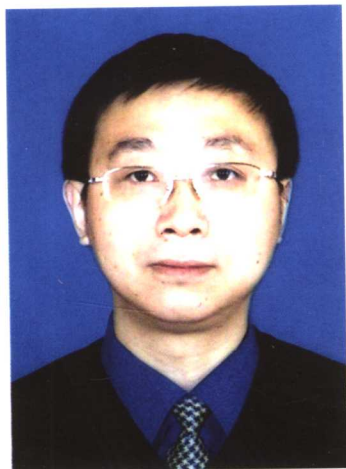
上市公司股权再融资/管征著. - 北京:社会科学文献出版社,2006.3

(中国社会科学院金融研究所·博库)

ISBN 7-80230-019-3

I. 上... II. 管... 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 019597 号



管 征 1964年9月生，江苏南京人。1986年、1999年、2004年分别于南京邮电大学和南京大学商学院获得工学学士、经济学硕士和经济学博士学位。主要研究领域为货币金融、公司金融和资本市场。已出版专著一部，先后在《金融研究》、《财经问题研究》、《南京师范大学学报》等核心期刊发表多篇论文。

已出版丛书书目

《全球化时代金融中介体系的构建》

《人民币资本项目可兑换研究》

《资产价格与货币政策》

《信用衍生工具与风险管理创新》

《论汇率制度转换》



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

· 博库

江万龄出版基金委员会

主 任 江赵兰润

委 员 李 扬 王传伦 王国刚 王松奇

办 公 室 赵一新 刘戈平 罗 滢

论文推荐小组

召 集 人 李 扬

委 员 (按姓氏笔画):

王传伦	中国人民大学	范从来	南京大学
王广谦	中央财经大学	陈百助	美国南加州大学
王春峰	天津大学	陈志武	美国耶鲁大学
叶永刚	武汉大学	陈浪南	中山大学
艾洪德	东北财经大学	陈雨露	中国人民大学
朱新蓉	中南财经大学	胡 坚	北京大学
刘锡良	西南财经大学	贺力平	北京师范大学
李伏安	南开大学	郑振龙	厦门大学
李 扬	中国社会科学院	姜波克	复旦大学
王国刚	中国社会科学院	唐 旭	中国人民银行研究局
王松奇	中国社会科学院	谢 平	中国人民银行研究生部
何 佳	香港中文大学	戴国强	上海财经大学
宋逢明	清华大学		

江万龄博士基金会简介

江万龄博士 1937 年出生于南京市，祖籍浙江杭州。毕业于“国立”台湾大学，随后赴美留学，先后取得纽约大学系统科学硕士及凯斯理工学院战略学博士学位。

江博士是著名的美籍投资银行家，曾在加州州立大学长堤分校商学院执教多年，是美国经济学会、国际企业学会、电机和电子工程学会会员；1991 年膺选为美国最具权威的企业研究机构 The Conference Board 之国际咨议及资深会员。

江博士在台湾创业投资界居创始地位，有成功投资扶植新竹科技园区产业的实际经验。1983 年，应当时台湾“中央银行”总裁及“经建会”主任委员俞国华先生之召，江博士返台出任“中华开发信托公司”（简称 CDC）总经理一职，为推动台湾工业发展和资本市场发展两方面做出重大贡献。主持经营十年后，江博士不但将 CDC 从倒闭边缘拯救出来，1993 年还被《欧洲货币》月刊评选为 1993 年台湾地区最佳金融机构；并以总市值 25.3 亿美元，在全球新兴市场中排名第 66 位。

江博士是著名的爱国人士，对祖国统一和发展做出了积极贡献。从 1993 年起，江博士将其事业与精力转向中国大陆，并膺选为浙江大学管理学院顾问教授、上海交通大学管理学院顾问教授、北京大学光华管理学院和清华大学管理学院客座教授。穿梭于北京、上海、杭州等地的主要高等学府，传授现代经济发展理论与企业管理经验，同时开始深入考察和研究中国大陆的国企改革、资本市场发展、风险投资体制与高科技企业培育等实际问题；并主持规模达 11 亿美元的美西亚洲基础建设投资基金，从事对中国大陆及东南亚的直接投资。

1999 年江博士在香港注册成立汉世纪开发金融公司，除成立台湾分公司外，已在上海、北京、深圳、西安及美国硅谷成立合资事业，专事中国高科技工业及资本市场的开拓。

正当江博士在中国大陆的事业兴旺发展之时，他不幸于 2002 年 5 月因

病逝世，根据他的遗愿，成立了“江万龄博士基金会”，以扶持、促进中国大陆在金融、资本市场、高科技产业化等领域的发展和建设为宗旨。并在基金中专门设立“江万龄金融博士论文出版基金”，旨在支持上述领域从事研究的青年才俊研究成果的出版。2004 年又正式启动浙江大学江万龄金融研究中心，旨在为中国大陆培养与发掘优秀的金融人才。

总 序

为了给中国从事金融理论研究的青年才俊提供一个展示才华的园地，我们拟从 2004 年开始，每年编辑出版一套“金融博士文库”。

这套文库将突出三个特点：

第一，入选文库的作者以新近毕业的博士为主。这些作者都系统地受过现代经济学的严格训练，对当前国内外最新的学术文献有比较全面的了解，对中国的国情有相当程度的把握。这些作者无疑多为“名不见经传”的年轻人——我们出版他们的论著的本意之一，正是要不断地向理论界推出新人。

第二，入选的论文应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们并不特别提倡在一部著作中提出多少观点，一般，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过严格论证，而且能够被证实或证伪的论点和理论体系。对于那些没有严格的前提设定，缺少合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数不加说明的资料和数据，便一下子导出几个很强的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

第三，入选的论文应能熟练运用现代经济和金融理论的方法，在形式上符合学术论文的规范。我们在这里所强调的分析方法，就理论经济学而言，指的是在某一研究领域中确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验；就应用经济学而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体技术、工具或程序。我们深知，在方法上求新绝非易事，因此，我们对论文的基本要求，是按照现代经济学的研究规范和基本逻辑来展开研究并构造论著。

出版这套论丛的最初动议，是由享誉国际金融界的华人投资银行家江万龄博士提出的。江先生早年就读于美国著名学府。学成之后，他便投身于中国台湾省的“官营企业”和“党营企业”的整治工作，并做出了突出贡献。

后来，作为领创业投资风气之先的投资银行家，他又为台湾省的创业投资体系的建设做了一些开创性工作。尤其可贵的是，从 20 世纪 90 年代中期开始，江先生满怀爱国之情，积极投身于祖国大陆的经济建设和金融发展大潮之中。他先在清华大学、上海交通大学、中国科技大学等国内数所著名高校中担任教职，孜孜不倦地传播现代金融知识；继而又利用其在国际金融界的威望，组织设立了若干只投资基金，致力于推动大陆创业投资体系的建设。不幸的是，正当他苦心经营的事业在祖国大陆初见成效之际，他却离我们而去了。我们出版这套论丛并以他的名字命名，正是为了铭记他对祖国的金融人才培养和教育事业做出的贡献。

李 扬

2004 年 9 月 9 日

序

趁为管征博士的博士论文出版写序之际，我想先就金融学如何界定、金融学科应该如何推进谈一点想法。

金融及金融学是一个非常活跃的研究领域，中国的金融学一直是在宏观这个层面上从金融角度研究经济运行的，而且人们也并不觉得有什么不妥。这种状况在 20 世纪 90 年代发生了很大的变化。一批海外学成归来的金融学者，纷纷开设、介绍并大声疾呼建立以资本市场为主体的金融学，把国外对金融学的界定以及金融学科的发展态势引入中国金融学界。另一方面，大量海外金融学的原版或翻译版教科书进入中国，国外金融学研究内容与国内金融学之间的差异日益引起人们的关注。当然，这种关注的现实背景是随着中国经济市场化的推进，中国经济货币化、金融化的水平不断提高，仅仅从宏观角度研究金融已经不能完全满足现实经济运行对金融学的需求。很多人从学术研究国际化以及中国经济现实需求这样两个角度，对长期以来一般所说的金融学进行反思。其实国外的金融学主要是研究金融市场和公司财务。货币经济学（Monetary Economics）在国外主要算是宏观经济学，国际金融则更多的是属于国际经济学（International Economics），两者一般不属于金融学的研究范围。一

时间,长期以来作为金融学主要内容的货币银行、国际金融是否还是金融研究的范畴竟成了问题。大量的金融研究工作者开始从理性角度思考上述问题^①。金融学如何界定,金融学科应该如何推进,成为中国金融学研究领域近年来的重要课题。我认为,从学术研究国际化的角度来看,金融学范畴的内涵和外延应该有所拓展,微观金融和公司金融应该是金融研究的重要内容。

一 以宏观金融为主的传统金融学

金融在字面上由“金”和“融”组成,“金”可理解为“金银”(货币资金);“融”即融通,货币资金的融通成为金融一词最为简洁的表述。据黄达教授考证^②,在中国历史上最早列入“金融”条目的工具书是:1908年开始编纂、1915年初版的《辞源》和1905年即已酝酿编纂、1937年开始刊行的《辞海》。《辞源》(1937年普及本第11版)金融条的释文是:今谓金钱之融通状态曰金融;《辞海》1936年版金融条的释文是(Monetary Circulation)谓资金融通之形态也。就《辞源》、《辞海》这两本辞书的释文来看,都仅指货币资金的融通。《辞海》20世纪60年代的试用本和

① 比如,曾康林和徐永健主编《金融学科建设与人才培养》,西南财经大学出版社,1998;黄达:《金融学科学科建设若干问题》,《中央财经大学学报》2000年第9期;黄达:《由讨论金融与金融学引出的“方法论”思考》,《经济评论》2001年第3期;黄达:《从银行不被看好谈起》,《经济导刊》2001年第2期。《财贸经济》2001年第11期则发表了《21世纪中国金融学教学改革与发展战略》一文,介绍了国家教育部新世纪教改工程项目“21世纪中国金融学专业教育教学改革与发展战略研究”研讨会的主要观点。1997年,国务院学位委员会修订研究生学科专业目录,将原目录中的“货币银行学”专业和“国际金融”专业合并为“金融学”(含保险学)专业。

② 黄达:《金融、金融学及其学科建设》,《当代经济科学》2001年第4期。

1979年首次公开发行版的释文修订为：“货币资金的融通。一般指与货币流通与银行信用有关的一切活动，主要通过银行的各种业务来实现。如货币的发行、流通和回笼，存款的吸收和提取，贷款的发放和收回，国内外汇兑的往来，以及资本主义制度下贴现市场和证券市场的活动等，均属于金融的范畴”。

在这里，金融的概念从货币资金的融通拓展到货币资金的流通，即货币资金在商品流通领域中不断地在不同的所有者之间转手的运动；货币资金的融通则表现为，现实经济运行中，某些单位为消费和投资所花费的金额小于本期收入，产生储蓄资金，成为盈余单位，另一些单位的开支金额大于本期收入，成为赤字单位；如果盈余单位的盈余无法用什么办法来抵销，就会使购买产品的开支量减少，降低部门间的货币循环水平，进而可能引起实物循环的收缩，赤字单位的投资活动也就无法实现。在这种情况下，必须通过信用关系把盈余单位的盈余引向赤字单位，由后者用于消费或投资，把储蓄资金转变为投资资金。这种在盈余单位和赤字单位之间产生的货币循环，即货币资金的融通。金融体系在货币资金的融通中发挥着非常重要的作用。这样一个金融体系一般由金融工具、金融市场和金融机构三大要素组成。金融工具的存在为储蓄向投资的转化提供了具有法律效应的凭证，加速了储蓄者、投资者之间的融资过程，使金融活动的数量大大增加，金融活动的效率也有所提高。金融市场则为双方通过金融工具的买卖进行融资活动提供场所或机制。金融机构的存在，一方面创造了流动性极强的金融工具，另一方面则在融资者之间推动资金的流转，从而极大地提高了储蓄转化为投资的效率。正因为如此，《辞海》中把金融解释为与货币流通和银行信用有关的一切活动。相应地，中国的金融学往往将其界定为，研究货币与金融体系的运行机制以及货币运行与经济运行

之间关系的一门经济科学。中国的金融学一直是站在宏观角度研究货币资金的流通和货币资金的融通的，侧重于研究如何供给并调节货币供应量，以满足经济运行对货币运行的需要，并实现一定的宏观经济目标；侧重于研究如何构筑金融体系以及相应的金融制度，以促进储蓄资金向投资资金的转化，实现社会资源的优化配置。

二 金融活动的表现形态、 主体行为和运行机制

研究表明，在西方学术界对“金融”一词的解释也是有争议的。从已有的文献来看，西方对“金融”一词的解释主要有三种。

第一种是将金融解释为支付，是一切货币收支关系的总称。比如，“Oxford、Webster’ S 这类字典和一些百科全书对 Finance 的解释是：monetary affairs, management of money, Pecuniary resources……前面加 public，是指财政，加 company、加 corporation，加 business，是指公司财务，等”^①。显然，在这种定义中，凡是与货币资金有关的活动都可用“金融”这个词表示。这种对金融的界定相当宽泛，不仅包括我们所说的银行与非银行金融中介机构所发生的货币资金的收支活动，而且包括了以政府为主体的货币收支活动——财政；以国家为主体的货币收支活动——国际金融；以企业（公司）为主体的货币收支活动——企业（公司）财务以及以个人（家庭）为主体的货币收支活动——个人金融（财务）。

^① 黄达：《金融、金融学及其学科建设》，《当代经济科学》2001年第4期。

第二种是将金融解释为“研究人们在不确定的环境中如何进行资源的跨时期配置的学科”^①。这里的资源主要指家庭、企业等主体拥有的财产或财富；而所谓的“跨时期的分配”，则是指在不同的时间上对财产或财富在其成本与效益方面的权衡。

第三种是将金融解释为资本市场的运行，资本资产的供给与定价。在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中，“金融”（Finance）一词即被定义为“资本市场的运行，资本资产的供给与定价”（The primary focus of finance is the working of the capital market and the supply and the pricing of capital assets）^②。西方学术界对金融的解释表面上有三种，但我认为，这三种解释是统一的，而且与中国对金融学的解释、理解也是相融的。西方学术界对金融的第一种解释是将金融看成是一切货币收支关系的总称，这显然是从金融活动的表现形态上来界定金融的。各种各样的金融活动，无论是政府发生的，还是银行等金融中介机构进行的，在形态上都表现为货币资金的收入和支出。中国从货币资金流通和货币资金融通角度界定金融，与这种解释显然是一致的。而如果将金融定义为研究人们在不确定的环境中如何进行资源的跨时期配置的学科（西方学术界的第二种解释），那么，这种对金融的解释则是从金融活动的主体行为的角度来界定金融的。各种各样的金融活动，总是表现为各主体的金融行为，也正是从主体行为的角度，才有个人金融、公司金融、政府金融以及国际金融。这第二种解释与第一种解释是统一的。至于第三种解释，把金融解释为资本市场的运行，资本资产的供给与定价。我认为这是从金融活动的运行机制的角度来界定金

① 〔美〕兹维·博迪（Zvi Bodie）和罗伯特·C. 莫顿（Robert C. Merton）著《金融学》，中国人民大学出版社，2000，第4页。

② 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》（第2卷），经济科学出版社，1992，第345页。

融的。各种各样的金融活动从表现形式上来看，有货币的借贷、兑换、买卖，款项的支付，票据的流通，证券的买卖，衍生工具的交换，实物的租赁，事物的保险，贵金属的交换等^①，尽管不同的形式有各自的特点，但它们都是以货币或货币索取权形式存在的资产的交易行为，这种交易行为的运行机制表现为资产的供给、需求以及资产的定价，这些活动形成了我们所说的市场。所以，对金融的第三种解释是从金融活动运行机制的角度界定金融的。

三种界定分别从金融活动的表现形态、主体行为和运行机制三个角度对金融做出解释，其内涵是统一的。把金融解释为一切货币收支关系总称的第一种界定，是一种宽泛的对金融的一般界定，第二种和第三种界定可看成是对第一种界定的拓展，分别拓展到金融活动的主体行为和运行机制两个层面，这两个层面的问题主要表现为公司财务和资本市场。也正是在这种认识的基础上，我们可以将金融学的外延界定为宏观金融、微观金融和公司财务三个方面^②。正如王江教授所提出的，“金融学的研究主要有三块，第一，宏观方面的金融框架体系问题，是否有最优的模式，以及各个体系之间怎样比较。第二是微观方面的，主要讨论两个问题，一是定价问

① 曾康霖、虞群娥：《论金融理论的创新》，《金融理论与实践》2001年第6期。

② 另一种流行的看法是，公司金融理论和资本市场理论构成微观金融理论的核心[郑长德：《当代西方微观金融理论的发展》，《西南民族学院学报》（哲学社会科学版）2001年第7期]，也就是说，微观金融包括我们这里所说的公司财务和微观金融。正如宋逢明教授所说，“在国外优秀商学院发展的金融学，主要包括公司财务和资本市场两个部分，后者在课程设置上常常称为投资学”（参见宋逢明为“财金前沿”丛书所写的序，〔美〕阿斯瓦斯·达摩达兰著《应用公司理财》，机械工业出版社，2000），以资本市场为研究对象的这部分内容，无论称为什么，似应独立比较妥当，我们把以资本市场为主要研究对象的称为微观金融，而把公司财务独立为金融学的一个部分。