



上市公司

定向增发新股： 理论与实证研究

章卫东 著

P *rivate*

Equity Placement of Listed Companies :
Theoretical and Empirical Research



经济科学出版社
Economic Science Press

上市公司

定向增发新股： 理论与实证研究

P *private*

Equity Placement of Listed Companies:
Theoretical and Empirical Research



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：吕 萍 张 辉

责任校对：杨晓莹 徐领弟

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司定向增发新股：理论与实证研究 / 章卫东著.
—北京：经济科学出版社，2009. 10

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8308 - 6

I. 上… II. 章… 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 (2009) 第 105616 号

上市公司定向增发新股：理论与实证研究

章卫东 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮箱：esp@ esp. com. cn

汉德鼎印刷厂印刷

季峰装订厂装订

880 × 1230 32 开 8. 125 印张 210000 字

2009 年 10 月第 1 版 2009 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8308 - 6 定价：15. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

中国证券市场股权分置问题的解决，将促进证券市场制度建设和上市公司治理结构的改善，既为中国证券市场的健康发展奠定了坚实的基础，也促进了上市公司股权再融资方式的改变。在股权分置改革之前，配股与公开增发新股是上市公司股权再融资的主要方式，随着股权分置改革的顺利完成，进行配股、公开增发新股的上市公司越来越少，出现了上市公司定向增发新股的“热潮”。在股权分置问题解决之后，为什么中国上市公司在选择股权再融资的方式时，会排斥配股、公开增发新股的方式，而倾向于选择定向增发新股方式融资；中国上市公司定向增发新股对股东财富有何影响；向不同投资者定向增发新股对股东财富当又有何影响；定向增发新股发行价格的折扣率的影响因素有哪些；定向增发新股发行价格的折扣率与企业价值有何关系；这些问题已受到政府、上市公司、投资者及理论界的广泛关注。本书作者对中国上市公司定向增发新股这一热点问题进行了系统研究，其成果具有较强的现实意义和理论价值。

这部书是章卫东博士根据他在武汉大学经济与管理学院进行博士后研究期间所写研究报告的基础上进行修定而成的，并得到第41批中国博士后科学基金资助项目（20070410965）的资助。同时，它也是作者承担的教育部人文社会科学研究项目（07JA630064）“中国上市公司股权再融资问题研究”的阶段性的成果。本书采用理论分析和实证研究的方法对中国上市公司定向增发新股问题进行了

研究,提出了若干有见地的理论观点和政策建议。我认为该书作者的研究主要有如下贡献:

(1) 从中国证券市场的再融资政策和信息不对称理论两个方面对中国上市公司定向增发新股“热”问题进行了解释。首先,通过对中国上市公司配股、公开增发新股、可转换公司债券与定向增发新股政策的比较研究,认为定向增发新股不仅对发行公司没有财务上的硬性要求,而且定向增发新股不需要履行刊登招股说明书、公开询价等程序,定价方式也较为灵活,操作起来相对较简便,因此,上市公司会选择融资较为简便的定向增发新股方式融资。其次,本书采用信息不对称理论解释了上市公司选择定向增发新股的原因。本书的作者认为,在信息不对称的情况下,相对于中小投资者而言,机构投资者具有信息优势,当机构投资者愿意参与认购上市公司定向增发新股的股份时,说明上市公司具有盈利好的项目或未来具有成长性,这一信息被证券市场理解为积极的信号,公司股价会上涨。而公开增发新股时老股东往往不参与认购,说明上市公司的股价被高估或风险将增加,这一信息被证券市场理解为消极的信号,公司股价会下跌。本书的作者采用中国证券市场配股、公开增发新股、定向增发新股、可转换公司债券的相关数据对其进行了检验,检验结果表明,无论是单变量检验,还是多变量回归分析,都支持本书理论分析得出的结论。

(2) 对向不同投资者定向增发新股与股东财富的关系进行了研究。本书作者认为,在信息不对称的情况下,相对于非关联投资者而言,关联投资者有着更高级别的信息优势,如果关联投资者愿意参与认购上市公司发行的新股,说明上市公司具有盈利好的项目或未来具有成长性,这一信息向证券市场传递了一个积极的信号,公司股价会上涨。因此,当上市公司定向增发新股时控股股东及关联股东认购发行的定向增发新股的数量越多,宣告定向增发新股的效应越好。本书的作者采用中国证券市场上市公司定向增发新股的相

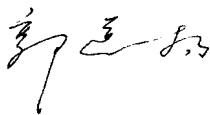
关数据对其进行了检验，无论是单变量检验，还是多变量回归分析，都验证了本书理论分析得出的结论。

(3) 对影响中国上市公司定向增发新股折扣率的因素进行了分析。本书作者发现中国上市公司定向增发新股折扣率的高低与股东的身份有关，向控股股东及关联投资者定向增发新股的折扣率要低于向非控股股东及非关联投资者定向增发新股的折扣率。本书的作者运用中国证券市场上市公司定向增发新股的数据，对影响中国上市公司定向增发新股折扣率的因素进行了检验，无论是单变量检验，还是多变量回归分析，都验证了本书理论分析得出的结论。

(4) 对定向增发新股折扣率与股东财富的关系进行了研究。本书的作者认为定向增发新股的折扣率越低，投资者获得的超额累积收益率越高。在信息不对称的情况下，认购定向增发新股的机构投资者具有信息优势，当这些投资者愿意以更低的发行折扣率认购公司定向增发新股的股份时，表明这些关联股东在经过调查之后认为公司有好的投资项目或前景，定向增发新股公司未来的现金流会增加，这给证券市场传递了一个积极的信号，因此，更低发行折扣率的定向增发新股宣告有着更高的宣告效应。反之，当定向增发新股公司宣告较高的发行折扣时，表明定向增发新股公司当前的股价被市场高估了，这被证券市场理解为一个负面的信号，因此，更高发行折扣率的定向增发新股宣告有着更低的宣告效应。本书的作者运用中国证券市场上市公司定向增发新股的数据，对定向增发新股的折扣率与投资者获得的超额累积收益率的关系进行了检验，无论是单变量检验，还是多变量回归分析，都验证了本书理论分析得出的结论。

总之章卫东教授的新著《上市公司定向增发新股：理论与实证研究》，是一部较早研究中国上市公司定向增发新股问题的专著，该书的选题具有一定的理论前沿性和较强的实用性，文章的结构严谨，文献综述比较全面，内容丰富，资料翔实，论证准确，逻辑比

较清晰，在某些观点上具有创新性。我相信此书的出版能使读者对中国证券市场在股权分置改革完成后出现的定向增发新股问题有较为深刻的认识，也可为证券监管部门完善定向增发新股的政策提供理论依据，还可为上市公司制订定向增发新股融资的方案及帮助投资者进行投资决策提供新的启示。上市公司定向增发新股是中国证券市场股权分置改革之后出现的新生事物，无论在理论上还是在实践上都存在着许多亟待研究的问题，希望作者继续跟踪这一问题的研究，努力在这一研究领域攀登高峰。



2009 年 7 月于武汉

内 容 摘 要

企业如何选择合适的融资方式以实现企业价值最大化，一直是学术界和实务界关注的焦点问题。国外学者从不同角度对此进行了深入的理论和实证研究，得出许多有意义的结论并形成了系统的理论。由于中国证券市场的特殊性，国外学者的研究很少涉及中国上市公司定向增发新股的问题。中国上市公司定向增发新股是股权分置改革之后才出现的新生事物，国内学者对此方面的研究仅局限性于定向增发新股的政策规定和发行条件等表象的研究，缺乏系统性的理论分析和实证研究。为了深入认识中国上市公司定向增发新股“热”问题，拓展定向增发新股的理论研究，以便为中国证券管理部门制定再融资的政策提供理论依据，同时为中国上市公司更好设计定向增发新股的融资方案提供新的启示，本书从理论上和实证上对中国上市公司定向增发新股的问题进行了较为深入、系统的研究，并得出了如下结论：

（1）定向增发新股是中国上市公司最佳的股权再融资方式。本书通过对配股、公开增发新股、定向增发新股的融资政策的比较，发现定向增发新股的融资的标准较低，有利于解决新股发行中的信息不对称问题，因而，中国上市公司在选择股权再融资方式时，首先选择定向增发新股融资，其次选择公开增发新股融资，最后才选择配股融资。本书采用中国证券市场配股、公开增发新股、定向增发新股的相关数据对这一理论假设进行了检验，检验结果表明，无论是单变量检验，还是多变量回归分析，都支持本书理论分析得出的结论。

本书还比较了中国上市公司定向增发新股融资与发行可转换公司债券（或可分离公司债券）融资的选择问题。研究结果表明，中国上市公司更愿意选择定向增发新股融资方式，而不是发行可转换债券融资。这与英、美等国的上市公司将发行可转换债券融资排在定向增发新股融资之前有一定差异。

（2）上市公司向关联投资者定向增发新股的宣告效应要好于向非关联投资者定向增发新股的宣告效应。本书认为，在信息不对称的情况下，相对于非关联投资者而言，关联投资者有着更高级别的信息优势，如果关联投资者愿意参与认购上市公司发行的新股，说明上市公司具有盈利好的项目或公司的未来具有成长性，这一信息向证券市场传递了一个级别更高的信号。因此，上市公司向关联投资者定向增发新股的宣告效应要好于向非关联投资者定向增发新股的宣告效应。本书运用中国证券市场上市公司定向增发新股的相关数据对其进行了检验，检验结果表明，无论是单变量检验，还是多变量回归分析，都支持本书理论分析得出的结论。

（3）定向增发新股的发行对象是影响中国上市公司定向增发新股折扣率高低的重要因素，向控股股东及关联投资者定向增发新股的折扣率要低于向非控股股东及关联投资者定向增发新股的折扣率。本书运用中国证券市场上市公司定向增发新股的数据，对影响中国上市公司定向增发新股折扣率的因素进行了检验，检验结果表明，无论是单变量检验，还是多变量回归分析，都支持本书理论分析得出的结论。

（4）定向增发新股的折扣率越低，投资者获得的超额累积收益率越高。本书认为，在信息不对称的情况下，当机构投资者愿意以更低的发行折扣率认购公司定向增发新股发行的股份时，表明发行公司有好的投资项目或前景，这给证券市场传递了一个积极的信号，因此，更低发行折扣率的定向增发新股有着更高的宣告效应。反之，更高发行折扣率的定向增发新股宣告有着更低的宣告效应。本书运用中国证券市场上市公司定向增发新股的数据，对定向增发

新股的折扣率与投资者获得的超额累积收益率的关系进行了检验,检验结果表明,无论是单变量检验,还是多变量回归分析,都支持本书理论分析得出的结论。

(5) 根据本书研究的结果,提出了应当鼓励中国上市公司进行定向增发新股融资的建议。同时,也提出了有关部门要加强对上市公司定向增发新股融资过程的监管,对上市公司定向增发新股的定价问题要强化监督等政策建议,促进中国上市公司定向增发新股融资的顺利进行。

本书一共分为9章。第1章为引言。主要概述本书研究的目的和意义、相关概念的阐述、将要研究的问题、所采用的研究方法、全书的研究框架以及研究的创新点。第2章为企业融资的一般理论。主要介绍迄今为止国内外学者关于企业选择股权融资还是债务融资的相关理论。第3章为中国上市公司定向增发新股的现状与特征。主要介绍中国上市公司定向增发新股的政策以及定向增发新股的上市公司的特征。第4章为国外定向增发新股的经验及启示。主要介绍美国等证券市场成熟的国家上市公司定向增发新股的经验。第5章为上市公司股权再融资方式选择:理论与实证。主要从理论与实证两方面阐述中国上市公司选择定向增发新股融资的原因。第6章为投资者类别与定向增发新股公司股价的关系:理论与实证。主要从理论与实证两方面分析了定向增发新股时投资者类别与公司股价的关系。第7章为定向增发新股折扣率与公司短期股价关系:理论与实证。主要从理论与实证两方面分析了影响定向增发新股折扣率的因素,以及定向增发新股折扣率与公司短期股价的关系。第8章为定向增发新股融资与可转债融资的选择:理论与实证。主要研究了中国上市公司为什么选择定向增发新股融资,而不选择可转债融资,并用中国证券市场的数据进行了实证检验。第9章为研究总结与政策建议。主要是对本书的研究进行总结,并提出相关的政策建议。

Abstract

The issue of how to choose a reasonable financing method to maximize firm valuation has been the focus of academic and practical fields. Foreign scholars examined the issue from different perspectives, and found many significant conclusions, they formed some systematic theories. For the particularity of China's security market, foreign scholars rarely involved in the research of private issue of public equity of listed firms in China. Private issue of public equity of China's listed companies follows the split share structure reform. Domestic scholars examine the regulation and issue condition of private issue of public equity. However, they do not make systematic theoretical or empirical studies. In order to understand the widespread private issue of public equity in China's listed companies in-depth, and expand the theoretical studies of private issue of public equity, this book examines the private issue of public equity of China's listed companies theoretically and empirically. This book thus provides theory basis for re-financing policies of Chinese security supervision department and provides a new enlightening for China's listed companies to better design financing plan of private issue of public equity. The conclusions of this book are as follows:

(1) Private issue of public equity is the best re-financing method for China's listed companies. Through comparison between different financing policies such as rights issues, seasoned equity offering and private issue

of public equity, this book finds that the issue criteria of private issue of public equity is easy to reach, and this financing method helps to solve the asymmetric information problem in new share issue. Thus China's listed companies should firstly choose private issue of public equity when equity re-financing is needed, seasoned equity offering is the second choice, and the last is rights issues. In addition, this book examines the choice of the three financing methods, and provides full support for the theoretic analysis from the univariate test and the multivariate regression analysis.

This book compares private issue of public equity of China's listed companies and convertible bond financing. And finds that China's listed companies choose private issue of public equity better than convertible bond financing, which is different from the choice in American or European securities market.

(2) The announcement abnormal returns of private issue of public equity to related investors are higher than those of private issue of public equity to non-related investors. This book argues that, with asymmetric information, related investors have much more information on listed companies than non-related investors. If related investors are willing to subscribe new shares issued by the listed company, it implies that the listed company has profit projects or high growth in the future. This conveys a much better signal to the security market. Thus, the announcement abnormal returns of private issue of public equity to related investors are higher than those of private issue of public equity to non-related investors. Both the univariate test and the multivariate regression analysis provide full support for the theoretic analysis.

(3) The issuing object of private issue of public equity has much impact on the discount rate of private issue of public equity. The discount rate of private issue of public equity to controlling shareholders and relat-

ed investors is lower than that of private issue of public equity to non-controlling shareholders and related investors. This book examines the determinants of the discount rate of private issue of public equity by listed companies in China's security market. Both univariate test and the multivariate regression analysis provide full support for the theoretic analysis.

(4) The lower the discount rate of private issue of public equity is, the higher the investors' cumulative abnormal returns are. This book argues that, with asymmetric information, when institutional investors are willing to subscribe the shares of private issue of public equity at a lower discount rate, it indicates that the listed company has well-profit projects or a promised growth in the future. This will convey a positive signal to the security market. Therefore, private issue of public equity with a lower issuing discount rate has higher announcement abnormal returns, and vice versa. This book examines the relationship between the discount rate and the cumulative abnormal returns, and provides full support for the theoretic analysis.

(5) The empirical results of this book suggest that private issue of public equity should be encouraged in China's listed companies. In order to promote the private issue of public equity in China, the author suggests that the monitoring on the process of private issue of public equity and the supervision over the pricing of private issue of public equity should be strengthened.

This book is divided into nine chapters. Chapter 1 is *Introduction*, which summarizes the purpose and significance of the study, related concepts, the problems in further study, the study methods, the framework of the book and innovations. Chapter 2 is *General theories of company financing*, which introduces scholars at home and abroad's relevant theories about choosing debt financing or equity financing by now. Chapter 3 is *The status and characteristics of private issue of public equity of China's lis-*

ted companies, which introduces the policies of private issue of public equity of China's listed companies and those companies' characteristics. Chapter 4 is *Experience and enlightenment of private issue of public equity of foreign companies*, which introduces the Experience of the United States and other countries who have mature securities market. Chapter 5 is *The choice of re-financing methods: theoretical and empirical study*, which expounds the reason why China's listed companies choose private issue of public equity from both theoretical and empirical aspects. Chapter 6 is *The relationship between category for investors and the stock price of the private-issue-of-public-equity company: theoretical and empirical study*, which analyses the relationship between category for investors and the stock price of the private-issue-of-public-equity company from both theoretical and empirical aspects. Chapter 7 is *The relationship between issuing discount rate of private issue of public equity and company's short-term price: theoretical and empirical study*, which analyses the main factors impacting discount rate from both theoretical and empirical aspects, and the relationship between issuing discount rate of private issue of public equity and company's short-term price. Chapter 8 is *The choice of private issue of public equity and convertible bond financing: theoretical and empirical study*, which expounds the reason why China's listed companies choose private issue of public equity, but not convertible bond financing, and examines it using data from china's security market. Chapter 9 is *Study conclusions and policy suggestions*, which Summarized the book and make relevant policy suggestions.

Keywords: Listed companies Private issue of public equity Investor category Issuing discount rate

符 号 表

All:	定向增发新股是否全部向大股东及关联股东增发的虚拟变量
Buyrate:	控股股东及关联股东认购定向增发新股的数量
CAR:	股票样本相对于市场的累计超额收益率
Debratio:	增发前一年年末公司的资产负债率
Discount:	定向增发新股发行的折扣率
DXZF:	是否进行定向增发新股的虚拟变量
K_D:	债务成本
K_{SL}:	有负债企业的权益资本成本
K_{Su}:	无负债企业的权益资本成本
K_{wccc}:	有负债企业的加权资本成本
LnSize:	公司规模, 用发行前公司总股本的自然对数表示
Part:	定向增发新股是否向大股东及关联股东增发的虚拟变量
PG:	是否进行配股的虚拟变量
ROE:	净资产收益率
Rsize:	发行相对规模, 发行金额与公司市场价值之比
Status:	认购定向增发新股股份的投资者是否为大股东及关联股东的虚拟变量
T_c:	企业所得税
T_d:	个人利息所得税率

T_e :	股利所得税率与资本利得税率的加权平均税率
Tobin-Q :	公司市场价值与公司重置成本的比值
V_L :	有负债企业的价值
V_u :	无负债企业的价值
ε_i :	随机扰动项

目 录

第1章 引言	1
1.1 问题的提出	1
1.2 本书研究的主要内容	8
1.3 相关概念的界定	9
1.4 本书研究的方法	13
1.5 本书的创新与不足	14
1.6 本书的框架	17
第2章 企业融资的一般理论：股权融资与债务 融资方式的选择	19
2.1 MM 理论——现代融资理论的先河	19
2.2 代理成本理论	23
2.3 权衡理论	24
2.4 信息不对称理论和“啄食理论”	26
2.5 控制权理论	27
2.6 自由现金流量理论	28
2.7 公司治理理论与融资	29
2.8 财务契约理论	30