

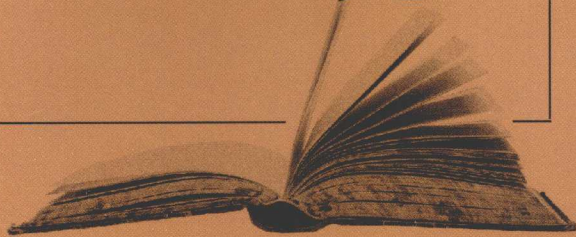
Quantitong Beijingxia Shangshi Gongsi
Guquan Zairongzi Yanjiu

何丹◎ 著

本书以中国股票市场全流通背景为前提，
从控股股东控制的视角，
系统而全面深入地研究在新的制度背景下，
我国上市公司再融资行为特征。

全流通背景下 上市公司股权再融资研究 基于控制权的解释与证据

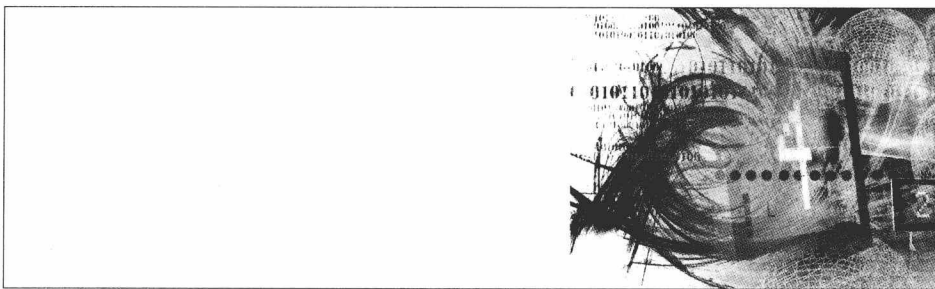
西南财经大学出版社





Quanliutong Beijingxia Shangshi Gongsi
Guquan Zairongzi Yanjiu

全流通背景下 上市公司股权再融资研究 基于控制权的解释与证据



本书以中国股票市场全流通背景为前提，
从控股股东控制的视角，
系统而全面深入地研究在新的制度背景下，
我国上市公司再融资行为特征。

何丹◎著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

全流通背景下上市公司股权再融资研究/何丹著. 成都:西南财经大学出版社,2009.7

ISBN 978-7-81138-443-7

I. 全… II. 何… 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 122494 号

全流通背景下上市公司股权再融资研究 ——基于控制权的解释与证据

何丹 著

责任编辑:张访 赖江维

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.bookcj.com
电子邮件:	bookcj@foxmail.com
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸:	148mm×210mm
印 张:	6.5
字 数:	165 千字
版 次:	2009 年 8 月第 1 版
印 次:	2009 年 8 月第 1 次印刷
印 数:	1—1000 册
书 号:	ISBN 978-7-81138-443-7
定 价:	16.80 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

中文摘要

股权分置作为我国特定历史背景下的制度安排,被普遍认为是导致上市公司融资行为扭曲和异化的制度根源,因此,股权分置改革试图从制度层面上“再造”中国资本市场,对中国资本市场的发展和制度建设具有里程碑式的意义。为配合改革试点工作的顺利展开,从2005年5月中旬起,我国A股市场暂停了融资功能,随着股权分置改革的深入以及股票融资市场“新老划断”政策的出台,为资本市场重新开启再融资闸门以及资本市场全流通提供了政策支持。本书以全流通制度背景为研究前提,以资本结构控制权理论为研究起点,以控制权配置作为基础,构建控制权对企业再融资选择作用机制的理论框架,对全流通背景下的上市公司再融资行为进行总结,并对改善控制权配置机制,优化公司再融资行为提出了若干政策性建议。具体来讲,全书共分7章,每章的内容和观点如下:

第一章系统地回顾了资本结构控制权理论的发展历程,通过对理论模型的介绍与国内外相关实证研究的总结,引出本书的研究问题。

第一,由于掌握企业实际控制权的企业成员能够在很大程度上决定企业未来的融资决策,所以,在考虑企业融资选择时,必须考虑掌握企业实际控制权的成员的利益倾向和行为动机对融资选择的影响。那么,控制权究竟如何决定资本结构以及如何影响上市公司的再融资选择?控制权因素在多大程度上能够被用来解释上市公司的融资行为?第二,我国控制权市场的空缺导致“债务控制效应”的缺失,促使上市公司控制者重新寻找巩固和加强控制权的途径和方式,那么,就融资而言,上市公司控制者如何巩固和加强其控制权及如何获得控制权私人收益?第三,股权分

置改革这一制度变迁行为让我们重新审视全流通时代上市公司的再融资选择。在全流通背景下,上市公司的融资行为如何影响股票价格以及上市公司是否遵循优序融资的路径?再融资行为所产生的股票价格效应受到哪些因素的影响?而且这种影响是否与公司控制权问题有关?

第二章以控制权配置为基础,构建控制权对再融资选择的影响机理理论框架。

企业的融资选择是既定治理结构下,掌握企业实际控制权的成员出于自身效用最大化和利益最大化的动机所作出的财务决策。所以,从决策源头来讲,既定的控制权安排处于融资选择形成的核心地位,公司治理在本质上是企业权力分配的具体表现形式,不同的控制权安排决定了公司治理结构模式的差异,进而决定了财务目标的不同。另一方面,企业再融资选择受到外部制度环境的约束,这两者共同决定了上市公司再融资行为。

第三章通过描述性统计发现,在全流通背景下,上市公司仍然偏好股权再融资,尤其是定向增发这种再融资方式。

股权分置改革导致融资环境和融资制度发生改变,为了分析新的制度背景下上市公司融资行为,首先对股权融资与债权融资进行比较,在对 234 个完成股改的公司 2006 年再融资情况统计后发现,其股权融资金额高于债权融资金额(股权融资 646.2 亿元,债权融资 516.7 亿元),特别是定向增发几乎占了股权融资的全部,成为公司再融资选择的新宠。其次,对具体的再融资方式进行了比较,就具体的再融资方式而言,主要存在四种具体的再融资方式,它们是可转债、配股、增发和定向增发。截至 2006 年 12 月 19 日,A 股市场累计有 41 家上市公司公告实施定向增发,融资金额达 649.66 亿元,占到各种方式累计再融资额的七成以上。由此可见,定向增发以其压倒性优势处于再融资方式的主导地位。本章最后对定向增发的动机与模式进行解析。

第四章分析我国上市公司全流通背景下治理结构的特点,并认为股权分置改革并没有改变股权相对集中的控股股东控制

现状。

与股权分置状态下控股股东绝对控股的情况相比,全流通下体现为上市公司控股股东相对控股,股权集中度有所下降,但国家控股的地位并没有动摇。也就是说,股权流通性质的改变没有从根本上解决上市公司股权治理结构中普遍存在的“一股独大”问题,大股东的意志仍然凌驾于中小股东之上,中小股东的合法权益的有效保护问题依旧存在。但是,全流通下上市公司控股股东的效用函数与利益取向发生变化,从股改前的单一从公司内部转移收益,发展为在外部市场获取资本利得和从内部转移收益这两种方式间的权衡。因此,在普遍存在控股股东与中小股东代理问题的前提下,控股股东对中小股东利益的侵占不可避免,也就是说上市公司控股股东具有攫取控制权私人收益的动机和渠道。在对国内外控制权私人收益计算方法整理、借鉴和改进基础上,结合控制权市场的相关理论,书中计算出现阶段上市公司控制权私人收益为 3.9%。

第五章构建一个新的理论分析框架,解释上市公司融资选择问题。

本章基于我国上市公司治理结构的现实和国外理论研究成果,将解释股权融资偏好的治理结构解释论与融资成本解释论融合进行研究。因为,上市公司的融资选择根本决定因素是上市公司的治理结构,更准确的说是权力的配置。在目前控股股东控制的治理结构下,控股股东在融资决策中会从自身效用最大化出发,倾向于采用能够保持和进一步扩大自身控制权和相关收益的融资方式,从而可能引起企业实际融资结构偏离企业价值最大化下的最优融资结构。因此,公司的融资成本与控股股东的融资成本是不一致的。从决策的角度看,控股股东的融资成本才是影响公司融资选择的关键因素。由此,本书认为:治理结构是影响再融资行为的根本原因,而控股股东融资成本是影响再融资选择的直接原因。也就是说治理结构的问题最终会通过融资成本反映,体现于控股股东的融资成本中,从而决定了上市公司的再融资

选择。

有了这样一个分析框架,本章拓展了融资成本定义,设计出控股股东融资成本计量公式,并以股改后 2006 年 5 月至 2007 年 5 月间 86 个进行定向增发的公司为样本定量分析,研究结果表明:控股股东的股权融资成本(均值 1.1%)低于其债权融资成本(均值 5.2%),这在一定程度上从治理结构角度(控制权配置角度)解释了现阶段我国上市公司股权融资偏好问题。

第六章进一步分析新的制度背景下的股权再融资行为(即定向增发)所产生股票价格效应,以此来检验资本结构的控制权理论,并找到影响定向增发股价效应的相关因素以及对股价的影响是否与控制权有关。得出以下结论:

第一,通过对我国上市公司全流通后定向增发公告效应的研究,我们计算出超额收益率(AR)均值为 4.49%,调整后的超额收益率(ARadj)平均值为 9.11%,也就是说,总的来说定向增发对公司来说是一件好事。第二,控股股东持股比例与股票价格呈显著的“U”形曲线关系,控制权及控制权的改变影响企业价值,这一定程度上支持了资本结构控制学派中管理者持股比例与企业价值的二次曲线关系的结论。第三,就我国上市公司定向增发而言,市场对向控股股东定向增发的公司给予了积极评价,然而统计上并不支持这一结论。第四,国外文献关于私募(定向增发)正公告效应解释的信息假说和所有权结构假说,在一定程度上能够解释我国上市公司定向增发的正公告效应。

第七章,对全书主要观点进行总结,并针对全流通背景下上市公司股权再融资面临的问题提出对策建议。

在对全书进行归纳总结后,针对目前治理结构以及资本市场股权再融资所面临的问题提出对策建议,包括监管部门近期努力方向和持续努力方向。

本书的主要创新点如下:

(1)首次对全流通背景下上市公司再融资行为进行了定量研究。以完成股改的公司为样本,以描述性统计为基本方法,分别

从股权融资与债权融资的比较、再融资具体方式的比较两方面对全流通背景下上市公司融资行为进行分析,并得出结论,全流通背景下,上市公司仍然倾向于股权再融资,尤其是定向增发这种再融资方式。

(2)如何解释新制度背景下股权融资偏好问题,基于我国上市公司治理结构的现实和国外理论研究成果,提出治理结构解释论与融资成本解释论融合的方法,并设计全流通下控股股东融资成本公式,对控股股东股权融资成本与债权融资成本进行定量研究和比较。研究表明:治理结构是影响再融资行为的根本原因,而控股股东融资成本是影响再融资选择的直接原因,治理结构的问题最终会通过融资成本反映,体现于控股股东的融资成本中,从而决定了上市公司的再融资选择。

(3)首次对全流通下定向增发的公告效应及影响因素进行了详尽的研究,弥补该问题目前实证研究上的空白。

(4)对当前股权再融资(定向增发)过程中出现的操纵发行价格、控股股东注入资产质量等问题进行了深入剖析,并提出了相应的政策建议。

**关键词:全流通 控制权 再融资 控股股东 融资成本
股价效应(公告效应)**

Abstract

Split share structure is generally regarded as the root of distorted financing behavior for Chinese listed company, so the reform of non-tradable shares can radically change and reconstruct Chinese capital market. In May 2005, A-share market suspended the financing to assist the reform, however, with the development of the reform and issue of new policy, the capital raising is once more on the stage. Based on the system of tradable market, began with the control rights, this dissertation establishes a new framework of influence of control rights on the choice of financing method and makes a conclusion on the financing behavior of tradable market.

The paper consists of seven chapters; the prime contents and viewpoints proceed as follows:

Chapter 1 reviews the development of theory of control rights and put forward the research questions. Firstly, because the member who controls the corporation can determine the future financing, so we want to know how the control rights could determine the capital structure and to what extent control rights could be used to explain the financing behavior? Secondly, the absent of market for corporate control in Chinese capital market makes the controller search for the method which can strengthen the control rights, so how does the controller strengthen their right of control and get the private benefit of control? Lastly, the system change makes us reconsider the choice of seasoned equity offering (SEO), under the condition of tradable market, how does the financing behavior influence the price of stock and whether listed company raising capital according to the pecking order

theory? Which factors will affect the stock price and whether it is relative to the control rights?

Chapter 2 bases on the arrangement of control rights, and establishes a theoretical framework of influence of control rights on choice of capital raising.

The choice of financing on the one hand is the decision made by controller of corporation under the given corporate governance, moreover, corporate governance is in fact the form of allocation of control rights, different arrangement causes different corporate governance and eventually the different goal of finance, on the other hand, the choice of financing is still affected by the outside institution environment.

Chapter 3 concludes that listed companies still prefer the equity financing, especially the private sale according to the descriptive statistics. Split share reform causes the change of financing environment and financing system. In this chapter, firstly comparing the equity financing with debt financing, we find equity financing overwhelm debt financing. Secondly, after comparing the method of SEO, we conclude that private sale is dominant in the method of financing.

Chapter 4 analyzes the characteristics of corporate governance at present and concludes that the split share reform doesn't change the situation that controlling shareholder still controls the corporation.

Comparing with the controlling shareholder under the system of split share with that under the tradable share, the concentration of ownership is decreasing under tradable market and the listed companies are still controlled by government. However, the utility function of controlling shareholder is changed; in the past, in order to get private benefit of control, controlling shareholder usually transfers profits from the internal company, but now controlling shareholder gets both capital gain and insider profit. We calculate the private benefit of

controlling shareholder at present is 3.9%.

Chapter 5 establishes a new theoretical framework to explain the choice of financing.

Based on the reality of corporate governance and the outcome of western theoretical research, this paper cooperate the corporate governance with the financing cost. Because the key factor to explain choice of financing is corporate governance, more specifically is the arrangement of control rights, controlling shareholder may choose the method that could strengthen their control rights, so the financing cost of company is different from the cost of controlling shareholder. From the perspective of decision, the financing cost of controlling shareholder is actually the fundamental factor influence choice of financing. Then we extend the definition of financing cost, design the calculating formula of financing cost and analyze private sales based on 86 samples, and the result shows the equity cost of controlling shareholder is lower than that of debt cost, which to some extent explains the equity financing preference.

Chapter 6 tests the theory of control rights and the conclusions are as followings: Firstly, the abnormal return is 4.49% and the adjusted abnormal return is 9.11%, which means the private sale is good news to the market. Secondly, the ratio of shares held by controlling shareholder is curly with stock price. Thirdly, the information hypothesis and ownership structure hypothesis can support the announcement effect of private sale in Chinese listed company. Lastly the market positively reacts to the situation which raising capital from controlling shareholder, but we cannot get statistically significant conclusion.

Chapter7 makes the conclusion, throws out the problem and provides the suggestion.

Innovations of this paper are as following:

(1) This dissertation establishes a new theoretical framework and states the influence of control rights on the financing choice. The arrangement of control rights determines the mode of corporate governance, and then decides the goal of finance, and eventually the financing behavior.

(2) It is the first time to do some quantitative research on the private placement based on the tradable market. After comparing the equity financing with debt financing and the different method of seasoned equity offering, we make the conclusion that listed company is still prefer to the equity financing, especially the private placement.

(3) How to explain the equity financing preference? We believe corporate governance is the fundamental factor affects the financing activity, and the financing cost is the direct factor affects the financing activity, the problem of corporate governance will reflect in the financing cost, which decides the choice of financing.

(4) It is the first time to do some research on the announcement effect and affected factors of private placement under the tradable market.

(5) It analyzes the manipulation of stock price and the qualities of assets invested by controlling shareholder and corresponding policy proposals are advanced.

Key words: Fully Floating market; Control Rights; Seasoned Equity Offering; Controlling Shareholder; Financing Cost; Announcement Effect

目录

0 导论	1
0.1 选题背景	1
0.2 研究的目的与意义	3
0.2.1 理论意义	3
0.2.2 现实意义	4
0.3 相关概念与范围的界定	4
0.3.1 股权分置与全流通	4
0.3.2 所有权、控股权与控制权	5
0.3.3 公司融资与上市公司再融资	6
0.4 研究思路与方法	7
0.4.1 研究思路与框架	7
0.4.2 研究方法	9
0.5 创新与不足	10
0.5.1 创新	10
0.5.2 不足	11
1 资本结构控制权理论文献综述及对本书的启示	12
1.1 资本结构控制权学派的产生及主要内容	12
1.1.1 资本结构控制学派的思想起源	14
1.1.2 资本结构控制学派理论模型	17
1.2 西方学者关于资本结构控制权理论的实证检验	23

1.3	国内资本结构控制权理论的相关研究·····	28
1.4	资本结构控制学派的理论模型与实证结果给本书的 启示·····	31
2	理论框架:控制权对再融资选择影响机理·····	34
2.1	公司治理在本质上是企业权力分配的具体表现形式·····	35
2.2	控制权与控制权市场·····	36
2.2.1	控制权的特点及计量·····	36
2.2.2	控制权市场·····	39
2.3	不同的控制权安排决定了公司治理结构模式的差异·····	40
2.3.1	经理人控制型治理结构模式·····	40
2.3.2	大股东控制型治理结构模式·····	41
2.3.3	债权人控制型治理结构模式·····	41
2.3.4	相关利益者控制下共同治理结构模式——公司治理模 式的演进趋势·····	41
2.4	控制权安排对企业再融资选择产生的影响·····	43
2.4.1	既定的控制权安排影响财务目标,从而影响企业融资选 择·····	43
2.4.2	治理结构的惯性使融资结构呈现出一定的惯性,进而影 响融资选择·····	44
2.4.3	掌握企业实际控制权的企业成员影响企业融资选择 ·····	45
2.5	本章小结·····	47
3	全流通背景下上市公司再融资行为特征 ——定向增发是目前主要的再融资方式·····	49
3.1	股权分置改革与上市公司再融资政策制度变迁·····	49

3.1.1	股权分置状态下上市公司再融资行为特征体现为股权融资偏好·····	49
3.1.2	我国上市公司再融资政策制度演变·····	50
3.2	全流通下股权融资仍然是上市公司再融资的首选——定向增发领衔再融资·····	53
3.2.1	股权融资与债权融资的比较·····	53
3.2.2	再融资方式的比较·····	54
3.3	上市公司定向增发的动机与模式·····	55
3.3.1	我国上市公司定向增发的动机·····	55
3.3.2	定向增发的模式——有关定向增发的几个典型案例·····	57
3.4	本章小结·····	58
4	上市公司控股股东控制与控制权私人收益·····	60
4.1	控股股东控制的普遍性及我国上市公司控股股东控制的治理结构特点·····	60
4.1.1	控股股东控制的普遍性——代理问题的变更·····	60
4.1.2	我国上市公司控股股东控制的现状与特点——基于股权分置改革后上市公司治理结构特点分析·····	62
4.2	控股股东控制下上市公司财务目标与控股股东效用函数·····	68
4.2.1	控股股东控制下上市公司的财务目标·····	68
4.2.2	全流通下控股股东的效用函数发生变化·····	69
4.3	控股股东控制权私人收益和侵占效应的表现·····	71
4.3.1	控制权私人收益的涵义·····	71
4.3.2	控股股东侵占效应的表现·····	72
4.4	我国股权分置改革后控制权私人收益计量·····	76

4.4.1	有关控制权私人收益度量的相关文献·····	76
4.4.2	我国股权分置改革后控制权私人收益的度量·····	77
4.5	控制权私人收益的国际比较·····	85
4.6	本章小结·····	88
5	控股股东融资成本与股权再融资——对定向增发的讨论·····	89
5.1	全流通下控股股东控制与股权融资偏好的一般性分析·····	89
5.1.1	股权分置状态下融资优序悖论及解释·····	89
5.1.2	全流通下控股东控制与股权融资偏好的相关性分析·····	91
5.2	上市公司股权融资偏好的控股股东融资成本分析·····	93
5.2.1	一个新的分析框架:融资成本解释论与治理结构解释论的融合·····	93
5.2.2	控股股东融资成本计算理论依据——资本成本(融资成本)应按照控股股东利益进行调整·····	95
5.2.3	控股股东融资成本计算方法论基础——国外资本成本计量前沿综述·····	97
5.3	上市公司控股股东融资成本计量公式·····	100
5.3.1	控股股东融资成本计量思路·····	100
5.3.2	股权分置下控股股东股权融资成本计量公式·····	102
5.3.3	全流通下控股股东股权融资成本计量公式·····	106
5.4	全流通、超额收益、控股股东融资成本——来自股权分置改革后上市公司的证据·····	109
5.4.1	样本的选取及样本初步情况·····	110
5.4.2	超额收益率的计算——事件研究法·····	110

5.4.3 全流通下控股股东融资成本的计算·····	115
5.5 本章小结·····	120

6 全流通背景下股权再融资短期市场绩效的实证研究·····121

6.1 国外文献关于定向增发公告效应的文献综述及理论解释·····	122
6.1.1 关于定向增发公告效应的研究回顾·····	122
6.1.2 国外定向增发公告效应的理论解释·····	124
6.2 我国上市公司定向增发股价效应其他影响因素·····	128
6.2.1 向控股股东定向增发实现整体上市——控股股东利益趋同假说·····	128
6.2.2 控制权因素(控股股东控制)对股价效应的影响·····	130
6.3 我国上市公司定向增发公告效应实证研究·····	132
6.3.1 数据来源和变量定义·····	132
6.3.2 变量描述性统计表·····	142
6.3.3 研究结论及解释·····	144
6.4 本章小结·····	153

7 结论与政策建议·····155

7.1 主要研究结论·····	155
7.2 政策建议及展望·····	157
7.2.1 改善控制权配置机制,建立多个大股东制衡的股权结构是根本·····	157
7.2.2 监管部门近期努力的方向·····	160
7.2.3 监管部门持续努力的方向·····	162