



中国A股上市公司股权再融资的 价值创造评价研究

● 刘 烨 著

中国A股上市公司股权再融资的 价值创造评价研究

● 刘 烨 著



 南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国 A 股上市公司股权再融资的价值创造评价研究 /
刘烨著. — 南京: 南京大学出版社, 2013. 8

ISBN 978-7-305-12047-3

I. ①中… II. ①刘… III. ①上市公司—融资—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 194509 号

出版发行 南京大学出版社

社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093

网 址 <http://www.NjupCo.com>

出 版 人 左 健

书 名 中国 A 股上市公司股权再融资的价值创造评价研究

著 者 刘 烨

责任编辑 唐甜甜 编辑热线 025-83594087

照 排 南京南琳图文制作有限公司

印 刷 江苏凤凰数码印务有限公司

开 本 635×965 1/16 印张 10 字数 139 千

版 次 2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-305-12047-3

定 价 36.00 元

发行热线 025-83594756 83686452

电子邮箱 Press@NjupCo.com

Sales@NjupCo.com(市场部)

* 版权所有, 侵权必究

* 凡购买南大版图书, 如有印装质量问题, 请与所购
图书销售部门联系调换

前 言

我国上市公司强烈偏好股权再融资,因此一直以来,理论界和实务界对股权再融资的绩效表现出极大的关注。从现有文献来看,股权再融资价值创造力评估是股权再融资绩效考评的重要内容。

关于股权再融资价值创造力评估的现有文献借助于多个考评指标,获得了丰富的结论,但本书注意到:它们或者出于简化研究的考虑,或者因为研究角度的需要,回避了对股权再融资价值创造力的直接衡量和评价,转而进行间接考量。比如借助股票的超额收益率以及 ROE、EPS、EVA 等财务指标进行考评,这有可能降低现有研究结论的信息质量。原因在于,除受股票价值变动影响之外,股票超额收益率还受投资者非理性等因素的干扰,而 ROE、EPS、EVA 等财务指标则受公司产品市场需求变化等其他因素的影响。

与现有文献不同,本书试图从监管者的角度,对中国 A 股上市公司股权再融资的价值创造力作出更为直接的衡量和评价,借此为中国 A 股上市公司股权再融资的绩效考评提供直接证据。具体地,鉴于保护投资者利益是监管部门的主要目标,本书着重考察中国 A 股上市公司的股权再融资行为是否为股东创造了价值,即股权再融资所增加的股权现金流的现值是否超出募集的资金?超出多少?

本书首先建立了用来衡量和评价股权再融资价值创造的指标,即所谓的股权再融资价值创造函数。股权再融资价值创造函数和股权再融资价值创造的现有评估指标既有相同之处,又有不同之处。相同之处主要表现在:(1) 它们都可以同时考评资金的取得效率和资金的使用效率。(2) 它们都既可用于考评中国 A 股上市公司股权再融资的价值创造,也可用于考量其他国家或地区市场上市公司股

权再融资的价值创造。不同之处则主要在于:(1) 股权再融资价值创造函数是根据股权再融资价值创造的定义给出的,与 ROE、EPS、EVA、股票的超额收益率等间接考评指标比较,股权再融资价值创造函数是一个更为直接的指标。(2) 形式上,股权再融资价值创造函数是股权再融资价值创造关于其影响因素的一个函数关系式。

然后基于价值创造函数,从理论上对股权再融资价值创造的影响因素展开分析。分析表明:(1) 股权再融资价值创造函数中包含的变量以及影响这些变量的变量,都是股权再融资价值创造的影响因素。(2) 股权再融资价值创造函数中包含的变量是股权再融资价值创造的直接影响因素。(3) 逆向选择问题和委托代理问题是股权再融资价值创造的主要间接影响因素。(4) 股权再融资价值创造函数为考察多个因素对股权再融资价值创造的综合影响提供了一个可能的解决方案。

接着建立了用来估算股权再融资价值创造函数中参数的模型,简称参数估算模型,并给出了在两种不同样本数据条件下对参数估算模型进行估计和检验的步骤。具体而言,建立股权再融资价值创造函数中参数与公司的投资支出、融资规模等可观测变量之间的关系式,在此基础上建立用来估算股权再融资价值创造函数中参数的模型。

再接下来,借助股权再融资价值创造函数及用来估算其参数的模型,对我国 A 股上市公司股权再融资的价值创造力展开了评价和分析。(1) 纵向比较结果显示:2000~2005 年,我国 A 股上市公司的股权再融资行为不仅失去了价值创造力,反而对股权价值造成了损害,损害程度的年平均值大约为 $-1.06 \sim -1.02$ 。主要原因包括:股权再融资公司存在过度投资;股权再融资直接成本较高,并且其中可能有相当大的一部分是上市公司不愿意公布的成本;自由现金流委托代理问题比较严重。(2) 与香港上市公司的横向比较结果表明:虽然 2000~2005 年 A 股上市公司的股权再融资行为失去了价值创造力,但 2006 年香港市场的情况要好得多。不但有相当一部分香港上市公司的股权再融资行为具有价值创造力,而且有的公司的

股权再融资价值创造力非常强。2006 年,香港上市公司的股权再融资行为对股权价值的损害程度的年平均值大约为 $-0.75 \sim -0.73$,2000~2005 年 A 股上市公司的股权再融资行为对股权价值的损害程度的年平均值比香港高了 $0.27 \sim 0.33$ 。主要原因有:A 股市场的股权再融资公司的过度投资现象比香港市场的股权再融资公司更加普遍,股权再融资直接成本高于香港市场的股权再融资公司,自由现金流委托代理问题比香港市场的股权再融资公司严重。

基于上述结论,本书的政策建议是:(1) 完善募集资金的信息披露制度,使外部投资人更好地了解企业募集资金的用途、投资进度、收益计划和管理现状。(2) 加强对再融资资格申请、新股发行上市过程中违规、违法行为的监督和管理。(3) 鼓励上市公司提高股利分配水平,促进上市公司建立完善的公司治理结构。

如何规范上市公司的股权再融资行为,切实保护投资者利益,促进股市良性、健康发展,这一直是我国证券市场各方关注的焦点。本书试图对这一问题进行有益探索,但由于作者学识有限,书中难免有不当之处,恳请专家和同行批评、指正。

刘 烨

二〇一三年夏于南京

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究问题	7
1.2 选题意义	8
1.3 相关概念界定	10
1.3.1 融资	10
1.3.2 融资方式	10
1.3.3 融资绩效	11
1.3.4 股权价值	13
1.3.5 股权再融资价值创造	13
1.3.6 其他概念	14
1.4 文献综述	16
1.4.1 从现有研究文献看股权再融资价值创造的机制	16
1.4.2 股权再融资价值创造的现有考评方法和考评结论	21
1.4.3 现有文献值得借鉴之处	24
1.5 本书研究创新	25
1.6 研究思路和方法	26
1.6.1 研究思路	26
1.6.2 研究方法	28

1.7 结构安排	29
第 2 章 股权再融资价值创造的评价模型建立	
——股权再融资价值创造函数	31
2.1 股权再融资价值创造函数的建立依据分析	
——从监管者角度展开的分析	32
2.1.1 从监管者角度对股权再融资价值创造的内涵的剖析	32
2.1.2 为什么不能根据会计科目构造股权再融资价值创造的衡量指标	37
2.2 股权再融资价值创造函数的建立	
——股权再融资价值创造的衡量指标	38
2.2.1 公司投融资决策模型的建立	38
2.2.2 股权再融资价值创造函数	48
2.2.3 与股权再融资价值创造的现有评估指标的比较	50
2.3 基于价值创造函数的股权再融资价值创造评价方法	50
2.4 本章小结	51
第 3 章 基于价值创造函数对股权再融资价值创造影响因素的理论分析	53
3.1 基于价值创造函数对股权再融资价值创造影响因素的划分	54
3.2 逆向选择问题对股权再融资价值创造的影响分析	56
3.3 委托代理问题对股权再融资价值创造的影响分析	58
3.4 其他因素对股权再融资价值创造的影响分析	60
3.5 综合影响分析	61
3.6 本章小结	62

第 4 章 股权再融资价值创造函数中参数的估计和检验	63
4.1 股权再融资价值创造函数中参数的估算模型建立	63
4.1.1 公司投融资决策模型的进一步推导	64
4.1.2 股权再融资价值创造函数中参数的估算模型	66
4.1.3 参数估算模型中解释变量 $R_{i,t}^S$ 的估计方法	69
4.2 参数估算模型的 GMM 估计和检验步骤	73
4.2.1 当样本数据为短非线性动态面板时的估计和检验步骤	73
4.2.2 当样本数据为长非线性动态面板时的估计和检验步骤	80
4.3 本章小结	84
第 5 章 基于价值创造函数对 A 股上市公司股权再融资价值创造的评价分析	86
5.1 样本选取和数据来源	87
5.2 变量定义	89
5.3 股权再融资价值创造函数中参数的估算结果	92
5.4 A 股上市公司股权再融资价值创造的估算结果及结果评价	97
5.5 A 股上市公司股权再融资价值创造的影响因素分析	101
5.6 本章小结	103
第 6 章 基于价值创造函数对香港上市公司股权再融资价值创造的评价分析	105
6.1 样本选取和数据来源	106
6.2 变量定义	107
6.3 股权再融资价值创造函数中参数的估算结果	110

6.4	香港上市公司股权再融资价值创造的估算结果及其评价	112
6.5	香港上市公司股权再融资价值创造的影响因素分析	114
6.6	本章小结	115
第 7 章	对 A 股上市公司和香港上市公司股权再融资价值创造的比较分析	116
7.1	A 股上市公司和香港上市公司股权再融资价值创造的差距	116
7.2	存在差距的原因分析	119
7.3	本章小结	122
第 8 章	主要结论、政策建议和研究展望	123
8.1	主要结论	123
8.2	政策建议	126
8.3	研究展望	127
参考文献		128
附录 A	主要数学符号说明	138
附录 B	A 股上市公司股权再融资价值创造的详细估算结果	140
附录 C	香港上市公司股权再融资价值创造的详细估算结果	144
后 记		146

第 1 章

绪 论

1.1 问题的提出

1.1.1 选题背景

我国上市公司强烈偏好股权再融资,因此一直以来,国内学者对股权再融资的绩效予以极大的关注。从现有研究文献来看,价值创造力评估是股权再融资绩效考评的重要内容。

本书试图从监管者的角度,对中国 A 股上市公司股权再融资的价值创造力进行评价。下面分三步阐述本书选题背景。

1. 我国上市公司强烈偏好股权融资

根据资金来源的不同,企业融资方式可区分为内源融资和外源融资。内源融资方式主要包括企业的内部留存收益和计提固定资产折旧;外源融资方式主要包括债权融资和股权融资,债权融资方式包括长、短期借款和发行企业债券等,股权融资方式包括发行优先股和普通股等。

在各种企业融资方式中,我国上市公司强烈偏好股权融资。具体而言,虽然根据 Myers(1984),Myers and Majluf(1984)提出的著名的优序融资理论,企业优先选择内源融资,其次是债务融资,最后才是股权融资,但据多位国内学者的统计分析,我国上市公司的融资结构却呈现出不一样的特征。例如,根据黄贵海和宋敏等(2002)的

统计,1998~2000 年,我国上市公司的外源融资占融资总额的比重超过 50%,其中股权融资又占据了外源融资半数以上的比例。又例如,钱佳(2006)统计发现,1995~2003 年,我国上市公司的内源融资占总融资额的比例平均为 18.35%,股权融资占总融资额的比例为 53.88%,债权融资占总融资额的比例为 27.77%。总的来说,内源融资不是我国上市公司的主要资金来源,我国上市公司主要依赖外源性融资,而在进行外部融资时,公司会优先选择股票融资。表 1-1 展示了 1991~1993 年主要发达国家的融资结构。其中,只有日本和英国的外源融资占总融资额的比重超过或接近 50%,与我国比较相似,但它们的外源融资构成又和我国相反;只有法国的股权融资超过外源融资的半数,与我国比较相似,但其外源融资占总融资额的比重仅为 35%,这与我国的情况不同。

表 1-1 主要发达国家的融资结构

国家	外源融资的 比重	外源融资的组成		备注
		债务融资	股权融资	
美国	0.23	1.34	-0.34	1991~1993 年
日本	0.56	0.85	0.15	1991~1993 年
德国	0.33	0.87	0.13	1991~1993 年
法国	0.35	0.39	0.61	1991~1993 年
意大利	0.33	0.65	0.35	1991~1993 年
英国	0.49	0.72	0.28	1991~1993 年
加拿大	0.42	0.72	0.28	1991~1993 年

资料来源:Rajan and Zingales(1995)。

自从国内学术界注意到我国上市公司的股权融资偏好之后,便涌现出为数不少的围绕这一现象而展开的研究文献。以下结合这些文献继续介绍本书研究背景。

2. 本书以股权再融资而非 IPO 作为研究对象的理由

根据是否首次公开发行股票,股权融资又可区分为首次公开发

行(IPO)和股权再融资,陆正飞和叶康涛(2004b)两位学者曾指出,由于两者的运作机制不同,因而往往需要针对二者分别进行考察。具体而言:(1) 股权再融资是指已经在股票市场上市的公司,从自身生产经营现状及资金运用情况出发,根据公司未来经营与发展策略的要求,通过发行股票再次筹集资金的行为。在我国,股权再融资包括配股、增发和发行可转债^①三种方式。(2) 企业 IPO 决策与已上市公司再融资行为在动机方面存在较大差异,企业选择 IPO 的动机较为复杂,除了融资动机外,还有分散风险、提高资产流动性、获取外部监督以及品牌效应等。(Zingales,1995)

除以上因素之外,本书以股权再融资而非 IPO 作为研究对象,主要还基于以下几点考虑:

第一,就融资规模而言,中国上市公司股权再融资在股权融资当中所占的比重不亚于 IPO。事实上,从下页表 1-2 的最后两列可以注意到,不论是从发行股票的上市公司家数还是从募集资金的数量来看,1998~2008 年各年间股权再融资都占据了股权融资将近一半的规模,在某些年份甚至超过了一半。

第二,中国上市公司的股权再融资行为表现出诸多极具“中国特色”的特征,因而具有重要研究价值。这些特征主要表现在:(1) 虽然部分研究成果认为,中国上市公司会选择股权再融资的时机(王亚平、杨云红和毛小元,2006;汤胜,2006),但同时也有证据表明,符合股权再融资条件的中国上市公司一般不会放弃再融资机会(阎达五、耿建新和刘文鹏,2001;章卫东,2005),甚至某些不符合资格的公司也极力创造条件进行股权再融资(王正位、赵冬青和朱武祥,2006)。(2) 由中国特殊的股权结构导致的经理人控制和非流通股股东控制,促使上市公司偏好股权再融资(章卫东,2005;唐国正,2006;徐浩萍,2007)。(3) 一些中国上市公司把再发行作为占有资金的手段,或者不按实际需要融资,或者事先没有对投资项目进行严格论证,从

① 章卫东(2005)将可转换债券定义为: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。

而导致再融资后随意取消或缩减原来投资项目而去投资新的项目(朱云和吴文锋等,2007)。

表 1-2 1998~2008 年中国 A、B 股上市公司股权融资统计

年份	IPO		增发		配股		可转债		再融资占比	
	家数 (家)	募资 (亿元)	家数 (家)	募资 (亿元)	家数 (家)	募资 (亿元)	家数 (家)	募资 (亿元)	家数 %	募资 %
2008	78	1 040.05	129	2 142.44	9	151.57	16	710.05	66	74
2007	121	4 469.96	156	3 288.18	7	227.67	13	242.9	59	47
2006	71	1 642.56	57	1 030.26	2	4.32	10	142.87	49	42
2005	15	57.63	5	278.78	2	2.62	/	/	32	83
2004	98	353.46	11	159.73	23	104.77	12	209.03	32	57
2003	66	453.51	17	116.13	25	76.52	16	185.5	47	45
2002	71	516.96	27	162.64	22	56.61	5	41.5	43	34
2001	68	563.18	24	225.13	126	430.64	/	/	69	54
2000	146	871.59	18	170.46	161	509.53	2	28.5	55	45
1999	94	498.93	4	50.53	116	318.98	/	/	56	43
1998	111	417.47	7	30.46	160	344.76	/	/	60	47

资料来源: IPO、增发和配股数据来源于 Wind 数据库; 2000~2006 年可转债数据来源于张忠永(2007); 2007~2008 年可转债数据由本书整理得到。

3. 本书从如下方面对股权再融资的绩效进行考量——从监管者的角度对中国上市公司股权再融资的价值创造力进行衡量和评价

正如上文所分析的,中国上市公司的股权再融资规模不容小觑,同时中国上市公司的股权再融资行为具有强烈的“中国特色”,国内学者对股权再融资的绩效表现出了极大的关注。本书将关于股权再融资绩效的现有研究文献归结为如下三类:

第一类文献偏重于对股权再融资以最高收益/成本比率和最低风险为企业提供生产经营所需资金的能力进行考量。这类文献主要包括宋文兵(1995),卢福财(2000),邓召明和范伟(2001),李登武(2003),方芳和曾辉(2005)等。具体而言,这类文献大都以股权再融

资的筹集资金规模、公司的投资收益率等数据作为融资收益的衡量指标,借助 CAPM、Fama-French 三因素模型、改进的股利贴现模型(如 Gebhardt, Lee and Swaminathan, 2001)等对权益资本成本进行估算。在此基础上,或者根据融资收益大小(以融资规模衡量),或者根据融资成本高低,或者根据融资成本和融资收益(以投资收益率衡量)之间的比率关系,对股权再融资的绩效作出评价。

第二类文献则偏重于对股权再融资之后的公司业绩进行考察,主要包括股权再融资的市场绩效和财务绩效两个方面,参见章卫东(2005),吴文锋和胡戈游等(2005),杜沔和王良成(2006),徐浩萍(2007)等。具体而言,前者主要研究上市公司宣告股权再融资前后,或者上市公司完成配股或增发之后,该公司二级市场股票价格的变化情况;后者则主要借助于净资产收益率 ROE、每股收益 EPS、经济增加值 EVA、总资产回报率 ROA、Tobin's Q 等指标对股权再融资之后上市公司的经营业绩进行考评。

第三类文献试图研究股权再融资对一国经济整体的影响,比如对经济安全的影响(卢福财, 2000)。由于第三类文献涉及的研究范围非常广泛,因此难以量化,目前几乎都以文字论述为主,相关文献的数量也比较少。

本书注意到,除了为数不多的第三类文献,第一、二类文献的研究偏重点虽然不同,但核心内容却高度相似,即它们关注的都是:从不同经济主体(例如全体股东、原有股东、新股东、流通股股东、非流通股股东等)的角度来看,股权再融资是否为其创造了价值。首先看第一类文献。这类文献着重考察以最高收益/成本比率和最低风险为企业提供生产经营所需资金的能力,实质上主要是为了从原有股东的角度考评股权再融资为其创造价值的能力。再来看第二类文献。根据徐浩萍(2007)的研究,之所以对股权再融资的市场绩效和财务绩效进行评估,主要目的是考察股权再融资对股权价值(包括新、老股东,流通股和非流通股股东等)所产生的影响。换言之,是为了考察股权再融资是否带来股权价值的增加,如果股权价值增加就表明为股东创造了价值。从以上发现可以得到一个结论:股权再融

资价值创造力评估是股权再融资绩效考评的重要内容。

在注意到对股权再融资的价值创造力进行考评具有重要意义的同时,本书还注意到,虽然现有研究文献已经获得了丰富的评价结果,但其研究方法和研究结论仍存在不尽完美的地方。具体而言,它们或者出于简化研究的考虑,或者因为研究角度的需要,几乎都回避了对股权再融资价值创造力进行直接衡量和评价的问题,转而展开间接地考量,而这有可能在一定程度上降低现有结论的信息质量。以下是结合上述第一、二类文献给出的解释。

首先看第一类文献。第一类文献出于简化研究的考虑,几乎都以再融资规模或公司的投资收益率充当再融资收益的衡量指标。但本书认为,这两个指标实际上只是股权再融资收益的“替代”。对此,本书又有两种解释:第一种解释是,对于原有股东^①来说,因公司实施股权再融资而预期未来将产生的、流向原有股东的现金流才是真正的股权再融资收益。第二种解释是,根据 Jensen(1986)的自由现金流理论可以推断,再融资规模应该与企业投资机会等因素适应,绝非越大越好,过度融资反而可能产生在职消费、过度投资等问题,由此可以看出,再融资规模并非总是股权再融资收益的合理衡量指标^②;公司的投资收益率变动不单受股权再融资影响,还受产品市场的需求变动等其他因素影响,由此也可以看出,公司的投资收益率也并非总能有效衡量股权再融资的收益。再来看第二类文献。第二类文献借助二级市场的股票收益率、ROE、EPS、EVA 等财务指标进行分析,但是,若在此基础上对股权再融资价值创造力作出判断则可能受到噪音干扰。这是因为,二级市场股票收益率变动除受股票价值变动影响之外,还受投资者非理性等因素的干扰,而 ROE、EPS、EVA 等财务指标变动则还受公司产品市场需求变化等其他因素的

① 前面已经指出,第一类文献主要从原有股东的角度进行考评。

② 我们知道,在成本一定的前提下,收益总是越大越好。

影响^①。

1.1.2 研究问题

本书试图从监管者的角度,对中国 A 股上市公司^②股权再融资的价值创造力进行较现有研究更为直接地衡量和评价。更具体地,鉴于保护投资者利益是监管当局的主要目标,本书着重考察中国 A 股上市公司实施股权再融资的行为是否为股东创造了价值,即股权再融资所增加的股权现金流的现值是否超出募集的资金^③? 超出多少?

上述问题可逐步分解为如下几个小问题:

第一,从监管者的角度对股权再融资价值创造的内涵进行剖析,主要是对内涵中涉及的“权益资本成本”、“股权再融资所增加的股权现金流”等相关概念展开详细讨论,这是后文研究的前提和基础。

第二,根据第一步的内涵剖析建立股权再融资价值创造的衡量指标,其中的重点又在于如何度量股权再融资所增加的股权现金流。为便于表述,以下将本书建立的股权再融资价值创造衡量指标称为股权再融资价值创造函数^④。

第三,光有股权再融资价值创造函数这个衡量指标还不行,还需给出基于该指标对股权再融资的价值创造力进行评价的具体方法。

第四,基于股权再融资价值创造函数,对影响股权再融资的价值创造力的因素展开理论分析。由于股权再融资价值创造函数中包含的变量以及影响这些变量的变量都是股权再融资价值创造力的影响

① 值得说明的是,现有文献通常采用建立对照组的方式对其他因素加以控制,但是,一方面,对于应按照何种标准建立对照组的问题,学者们的观点并不统一;另一方面,若按照不同标准建立对照组则得到的结果通常也会不同。

② 考虑到 A 股市场和 B 股市场长期分离,加上 B 股市场的再融资规模远不如 A 股市场,因而本书不研究 B 股上市公司。

③ 不包括控股股东的控制权私有收益的价值。

④ 之所以将本书构建的股权再融资价值创造衡量指标称为股权再融资价值创造函数,主要是因为,可以预见本书构建的股权再融资价值创造衡量指标将是一个函数表达式——股权再融资价值创造关于股权再融资额、公司的生产技术、权益资本成本等变量的函数。关于这一点,从本书第 2 章可以看得很清楚。