

国家自然科学基金 (71061003) 和贵州省金融研究院资助出版

Study on the Market Equilibrium and the
Underwriter Behavior in the SEO:

Based on the China Capital Market
Institution Background

增发新股中的市场均衡和 承销商行为

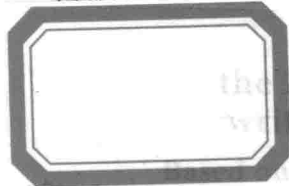
基于中国资本市场制度特征的研究

邹晓峰 著



经济科学出版社
Economic Science Press

国家自然科学基金 (71061003) 和贵州



Market Equilibrium
Investor Behavior in the SEO:
The China Capital Market
Institution Background

增发新股中的市场均衡和 承销商行为

基于中国资本市场制度特征的研究

邹晓峰 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

增发新股中的市场均衡和承销商行为：基于
中国资本市场制度特征的研究 / 邹晓峰著.

—北京：经济科学出版社，2013. 1

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2890 - 1

I. ①增… II. ①邹… III. ①股票发行 -
研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 002989 号

责任编辑：周秀霞

责任校对：王凡娥

版式设计：代小卫

责任印制：李 鹏

增发新股中的市场均衡和承销商行为

——基于中国资本市场制度特征的研究

邹晓峰 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：88191537

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

三河市华玉装订厂装订

880 × 1230 32 开 5. 375 印张 150000 字

2013 年 1 月第 1 版 2013 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2890 - 1 定价：18. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 研究背景及意义	1
一、研究背景	1
二、研究意义	6
第二节 国内外研究述评	8
一、国内资本市场制度特征	8
二、增发股价效应理论综述	16
三、股权二元结构的研究综述	21
四、交易操纵理论综述	23
五、承销商声誉理论综述	31
第三节 研究思路与方法	39
一、研究方法	39
二、研究内容	40
三、研究思路	42
第四节 创新之处	43
第二章 增发新股中发行市场与流通市场的市场均衡	45
第一节 研究背景	45

增发新股中的市场均衡和承销商行为

第二节 基本模型	47
一、基本假设	47
二、数学模型	49
第三节 市场均衡分析	54
一、增发市场的局部均衡	54
二、增发市场的一般均衡	61
三、两个市场的动态均衡	62
四、流通股东投资分析	63
第四节 多期动态性分析	64
一、简单多期增发	65
二、基于时间价值的多期增发	71
第五节 中国股权二元结构上市公司的增发抑价 程度实证	78
一、实证研究假设	78
二、数据的收集整理	81
三、增发抑价程度实证	83
第六节 结论与经济意义	87
 第三章 增发新股博弈中承销商的交易操纵行为	90
第一节 研究背景	90
第二节 基本模型	93
一、基本假设	93
二、博弈过程	95
第三节 流通市场交易操纵博弈均衡	100
一、纯操纵均衡 M	101
二、部分操纵均衡 PM	103

目 录

三、无操纵均衡 NM	104
第四节 流通市场交易操纵实证研究	106
一、实证研究假设	106
二、数据收集整理	107
三、相关分析	109
四、首日交易量实证	111
五、首日收盘价实证	113
第五节 结论与经济意义	115
 第四章 增发中基于交易操纵行为的承销商尽职调查	117
第一节 研究背景	117
第二节 增发新股过程	120
一、承销商尽职调查决策过程	121
二、流通市场交易操纵博弈	123
第三节 承销商尽职调查决策	127
一、尽职调查单次决策	127
二、尽职调查重复决策	128
第四节 承销商声誉与增发新股业绩关系实证	132
一、研究设计	132
二、数据来源	137
三、描述性统计	138
四、实证结果	139
第五节 结论与经济意义	142
 第五章 结论与展望	144
第一节 主要结论	144

增发新股中的市场均衡和承销商行为

第二节 政策建议	146
第三节 研究展望	147
附录	149
参考文献	152
后记	163

第一章

绪 论

第一节 研究背景及意义

一、研究背景

筹集资金是证券市场的基本功能之一，上市公司在获得证券市场初始融资（IPO）后，因产业发展或资本运作的需要，证券市场再融资是上市公司可供选择的最佳方式之一。上市公司再融资的主要方式有新股配售、增发新股、可转换债券、认股权证、供股发行、分拆发行等六种基本方式。目前，增发、配股融资和可转债融资并称为我国上市公司再融资的三大渠道。

增发新股中的市场均衡和承销商行为

表 1-1 1991 ~ 2006 年沪深 A 股发行年度概况 单位: 亿元

年度	A 股	IPO	增发新股	配股	可转债
1991	5	5			
1992	50	50			
1993	276. 41	194. 83		81. 58	
1994	99. 78	49. 62		50. 16	
1995	85. 51	22. 68		62. 83	
1996	294. 34	224. 45		69. 89	
1997	825. 92	655. 06		170. 86	
1998	778. 02	409. 09	30. 46	334. 97	3. 50
1999	893. 60	497. 88	59. 75	320. 97	15. 00
2000	1527. 03	812. 37	166. 7	519. 46	28. 50
2001	1182. 13	534. 29	217. 21	430. 63	0. 00
2002	779. 75	516. 96	164. 68	56. 61	41. 5
2003	819. 56	453. 51	110. 66	74. 79	180. 60
2004	835. 71	353. 42	168. 72	104. 54	209. 03
2005	338. 13	56. 74	278. 77	2. 62	0. 00
2006	2463. 7	1572. 24	847. 10	4. 32	40. 04
合计	8790. 89	6408. 14	2044. 05	2284. 23	518. 17

资料来源: 证监会《2006 年中国证券市场统计年鉴》的 1991 ~ 2006 年股票发行情况统计表。

股票增发 (Seasoned Equity Offering, SEO) 是指上市公司首次公开发行 (Initial Public Offering, IPO) 之后为了再融资而再次发行股票的行为。国际成熟证券市场的通行做法是将增发新股作为上市公司后续融资的主要手段, 美国 1991 ~ 1999 年的上市

公司增发总量已经超过了过去 20 年的总和。

我国增发新股始于 1998 年,其发展历程大概分为四个阶段:第一阶段是从 1998 年至 2001 年 5 月的资产重组型增发;第二阶段是从 2000 年 5 月至 2002 年 7 月的开放型增发;第三阶段是从 2002 年 7 月底至 2005 年 4 月开始的限制型增发;第四阶段是从 2005 年 4 月股权分置改革开始的非公开增发。

截至 2006 年底,增发新股筹资 2044.05 亿元,增发已经逐渐成为上市公司再融资的一种主要方式。增发新股再融资越来越受到上市公司的青睐,2006 年增发新股总额占再融资的 71%。日益重要的增发新股也陆续出现了不少问题,主要表现在:

(1) 增发出现由老流通股股东的利益向非流通股股东和新股东转移现象^①。李康等(2003)的实证表明,增发下非流通股股东享受的每股净资产增长率高达 72.20%;而流通股老股东无论参与或者不参与增发均会受到一定损失,参与增发的流通股老股东有 -1.37% 的超额损失,不参与增发的老股东有 -5.97% 的损失,同时,参与增发的新股东却获得了 13.26% 的超额收益。

陆满平(2002)发现上市公司增发后股价跌破发行价的比例由 1998 年的 14.29% 上升到 2001 年的 63.64%,上市公司的增发消息是最大利空,存在明显的财富再分配效应,增发板块的表现甚至对整体大盘的走向都产生了负面影响。

(2) 上市公司表现出强烈的融资饥渴症,募集资金闲置、

^① 在国际成熟市场上,增发也存在老股东与新股东的利益转移问题,但与国内市场不同的是:其一,国际成熟市场,老股东中的少数股东具有用手投票的权利,他们会权衡增发所带来的投资机会损失与增发带来的利益转移损失的大小,最终决定是否批准增发方案;其二,存在其他一些因素将利益转移损失控制在相当有限的范围内,如承销商高水平的尽职调查及定价等;其三,增发本身还可能给老股东带来其他好处,如对上市公司约束加强,股票流动性增加等。

变更投向现象较为普遍。2000 ~ 2001 年的增发募集资金的使用计划和闲置程度,发现 2000 年上市公司一期计划投资的资金占总募集资金量的比例平均为 57%, 2001 年平均为 66%, 还有 34% ~ 43% 的资金闲置。

(3) 增发中券商面临较大的包销风险和尽职调查责任。由于增发遭到投资者抵制,券商在增发中的包销风险日益严重,如 2002 年罗牛山、京山轻机、浦发银行等增发中主承销商均存在大量包销现象。

学术界高度重视对首发 (IPO) 研究,相对而言增发新股的研究明显不足,在增发新股面临许多亟待解决的理论与实践问题的今天,本书将研究领域定位于增发新股研究,力求以中国现有资本市场制度特征为基础进行研究和讨论增发新股的理论和实践问题,以丰富和完善国内再融资理论。

2005 年前的股权分置时代,我国绝大多数上市公司都发行了流通股与非流通股两类不同的普通股票。流通股与非流通股具有相同的分配权和表决权,它们的差异体现在流动性上:流通股在交易所上市公开交易,非流通股不能上市交易,只能通过协议转让等特殊方式进行交易。我们把这种股权结构称为“流通股 - 非流通股结构”,或者简称为“股权二元结构”,它是 2007 年底我国证券市场的一种普遍的、独特的制度安排。

股权二元结构早期对有效解决国有企业的融资问题有积极作用,但是随着时间的推移,二元结构的局限性也逐渐表现出来:扭曲证券市场定价机制、导致公司治理缺乏共同利益基础、不利于深化国有资产管理体制改革、不利于上市公司的并购重组、制约着资本市场国际化进程和产品创新、不利于形成稳定的市场预期等。同时,股权二元结构也使得国内增发新股的利益转移更为严重。

国内证券市场另有两方面的制度特征：（1）证券市场的核准制。国内发行核准制与国外成熟资本市场登记制不同的是，国外发行企业可自承销股票，而国内股票上市发行必须通过承销商实现，因此承销商在发行市场上举足轻重，承销商在新股发行中拥有举足轻重的决定权。（2）竞价交易机制。美国证券市场的做市商提供流动性和报价，而国内证券市场不存在做市商，做市商的功能主要由策略交易者实现。

承销商声誉资本在发布虚假信息时会遭受到难以弥补的损失，正是这种随时可能受损的声誉资本保证了承销商在信息生产与发行价值认证中的可信程度，这就是国外著名的承销商认证效应：承销商声誉保证股票的价值。美国实证支持承销商认证效应，而国内实证却不然，出现了相反的结果，因此，对于承销商的研究不能直接套用国外理论，需要建立适合国内资本市场制度特征的承销商分析框架。

在核准制与竞价交易机制下，承销商行为模式可能出现两种特殊表现：（1）在国内市场操纵（Market Manipulation）行为泛滥的市场氛围中，增发新股中承销商拥有信息优势，其可能交易操纵哄抬增发公告后流通市场的股价，以期提高发行价承销获利，这种潜在的交易操纵行为会导致流通市场交易量的信息失效，从而扰乱流通市场的运行效率；（2）承销商的交易操纵可能会影响到其评估发行新股企业质量是否尽职调查，造成声誉对其没有约束，这可能就是承销商声誉认证效应在国内得到相反结果的原因。

综上所述，本书研究工作从股权二元结构出发考察增发新股市场均衡，与此同时从核准制和竞价交易制出发考察增发新股中承销商流通市场的交易操纵行为，并以此为基础进一步探讨交易

操纵对承销商的尽职调查，从中探讨考察承销商声誉机制，以求建立适合国内资本市场制度特征的承销商分析框架。

二、研究意义

增发新股是一个资源优化配置的过程，旨在促进资金流向效益好，有发展前景的公司，从而整体上提高证券市场的上市公司质量。以国内资本市场的制度特征为出发点，本书考察了增发新股中发行市场与流通市场的市场均衡，研究了承销商流通市场交易操纵行为及其尽职调查，得到了关于国内增发新股有新的认识和见解，这丰富了国内转轨经济制度特征下的再融资理论，有助于上市公司更加有效地利用增发新股融资，优化资本市场的配置功能，同时监管部门也可据此完善增发新股的发行制度和规范增发新股中的各类市场参与者的行为。

股权二元结构是国内资本市场特有的制度安排，有些学者从博弈论角度认为国内严重的增发新股利益转移现象是由这种股权结构所造成。与此同时，也有一些学者验证由利益转移所致的增发市场的股价效应。然而，这些研究没有从微观经济学角度分析，难以说明整体市场状况。

基于股权二元结构的增发新股市场均衡研究中，本书构建了股权二元结构分析模型，从理论上系统地研究了股权分置时期增发新股的各类参与者的行为与增发价格和流通价格的多期动态性，这可为股权分置改革后增发新股研究提供了参照和对比，例如检验股权分置改革的效果。

中国的证券市场具有新兴市场和转轨经济的双重特征，存在不少结构性和制度性缺陷。证券公司对发行企业进行“美化包

装”、故意扭曲和隐瞒重要信息以骗取上市资格、与发行企业进行内幕交易、操纵市场、合谋损害投资者的利益等现象屡见不鲜，随着“麦科特”、“银广夏”、“中科创业”等造假案件的逐一曝光，承销商在投资者中的形象和声誉受到了严重损害，导致承销商信息生产和认证职能陷入危机，导致新股发行家数和筹资规模大幅度萎缩，从而极大地削弱了证券市场的筹资和资源配置功能。承销增发新股之前，承销商的流通市场操纵交易会影响到流通市场的信息效率，这对市场效率和监管者都是一种挑战。

从核准制和竞价集合交易机制出发考察增发新股中承销商交易操纵行为，本书构建了符合国内特殊市场结构和制度的承销商交易操纵模型，论证了交易操纵的存在性，并从实证上考证了部分模型结论，这清晰地剖析了国内承销商的行为模式与特征，具有拓展国内承销商行为研究的学术价值，也可为证券监管部门提出保证新股质量和增强市场运行效率的相应政策措施，从而提高流通市场的信息效率，还可依据承销商的交易操纵模式为普通投资提供评估股票价值的一种有效依据。

《证券法》规定证券公司尽职调查的职责，但是作为承销商的证券公司^①从节约成本考虑可能调查不彻底、不尽职。尽职调查的研究关乎证券市场质量和发行市场运行效率最重要的问题，也是承销商声誉机制的基础。本书在承销商交易操纵研究的基础上，进一步考察了基于纯交易操纵均衡的承销商尽职调查，并从中探讨其对承销商声誉形成的影响，这增添了国内承销商声誉与认证效应不符的新的模型解释，实证上考证了承销商声誉机制的

^① 国内证券公司业务主要分为经纪业务和承销业务，承销商是证券公司在承销股票发行时的名称。

演变，可作为建设承销商声誉机制的参考。

综上，本书基于国内资本市场制度特征的增发新股研究，可为证券公司承销新股的业务提供操作参考，有助于投资者评价新股的价值和评估投资风险，也可为监管层制定承销商的规范体系提供依据，有助于资本市场的健康发展，具有非常重要的理论和现实意义。

第二节 国内外研究述评

一、国内资本市场制度特征

相对于国外成熟资本市场，国内证券市场主要制度特征有：（1）股权分置时代，证券市场股票分为流通股与非流通股两类不同的普通股票，这种“股权二元结构”是我国证券市场的一种普遍的、独特的长期制度安排；（2）国内证券市场实行的是发行核准制，这与国外成熟资本市场采用注册制不同；（3）国内证券市场采用没有做市商的竞价交易机制，而美国证券市场做市商制度中做市商向市场提供流动性和报价。

（一）股权二元结构与股权分置改革

股权分置时代，在股份制改造后，我国大部分上市公司募资上市过程中，国家（或法人）投资兴建的企业经资产评估后按一定比例折股，在符合上市条件后向社会公众溢价发行，企业股票上市后则分为可流通部分（即公众股）和不可流通部分（国

家股或法人股)。流通股与非流通股有相同的分配权和表决权,但它们的流动性却有显著差异,流通股在交易所公开交易,非流通股不能上市交易,只能通过协议转让等特殊方式进行交易,进而形成了“不同股、不同价、不同权”的市场制度与结构,由流通股与非流通股构成的股权结构称为股权二元结构(唐国正,2005)。

“股权分置”由证监会主席尚福林^①提出,指在A股市场的上市公司股份按能否在证券交易所上市交易分为非流通股和流通股。由此,经2005年的股权分置改革后,股权分置术语在学术界和上市公司广泛使用,逐步替代“股权二元结构”^②。

20世纪90年代初国企股份制改革和设立证券市场有三方面的顾虑:第一,发行股票会不会产生私有化;第二,发行股票是否会导致国有资产流失;第三,发行股票后是否会影响公有经济的主导地位(朱武祥、郭志江,1999)。为了推进改革,1992年国家体改委《股份公司规范意见》明确规定企业实行股份制和其股本构成比例由政府主管部门审批,采用机械的国有控股比例来体现以公有制为主的原则。因此,股权分置实际是当时政策中庸的结果,但它催生了中国的资本市场,在特殊的历史条件下,既是一种权宜之计,亦可以说是一种制度层面的创新。

截至2005年3月,上市公司总股本7235.59亿股,其中非流通股4592.67亿股,占总股本的63.47%,而流通股为2612.56亿股,仅占约36%。在非流通股中,国有股又约占90%,形成了国有股“一股独大”的格局。

① 2003年11月由证监会主席尚福林公开发表观点“中国股市存在股权分置问题”。

② 本书的相关研究注重以股权结构为视角,因此使用“股权二元结构”名称。

但是，随着市场化进程的日益推进，股权分置从1999年开始就极其不能适应资本市场改革开放和稳定发展的要求。股权分置既不符合国际惯例，不利于与国际市场顺利接轨，也不能很好地体现市场公平的原则。股权分置已成为制约证券市场健康稳定发展的主要矛盾和障碍，从而影响资本市场定价功能的正常发挥，不能有效发挥资本市场的优化资源配置功能。因此，股票的全流通问题（非流通股流通）成为资本市场的焦点和关键，对此，国内首先实行了国有股减持改革，然后在减持失败后，国家通过股权分置改革从体制上基本解决了股权分置问题，股权分置遗留的国有股独大的问题仍然会持续困扰资本市场的成熟和发展。

1999年9月至2002年6月，因为没有考虑股权分置的历史成因与市场承受能力，不切实际以市价实行的国有股减持引发了市场极大的恐慌，极大地挫伤了投资者的信心，股市急剧下挫，减持以失败告终（王国刚，2002）。“市价减持”导致股指从高位大幅下挫，从2001年6月至2005年6月漫漫熊市，在同期我国GDP年增长8%以上，增量增幅50%，上证综指从2200点跌至1000点附近，跌幅超过50%。

减持失败后，上市公司和监管部门经过长期的探索，2004年2月国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中提到“积极稳妥解决股权分置问题”，并提出“在解决这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。2005年4月底，证监会正式启动股权分置试点工作，从首批试点和全面股权分置改革^①，至2007年7月第四批股权分置改革，深市主板已完成或

① 以2005年9月4日《上市公司股权分置改革管理办法》为标志。