浅析中小型上市公司股权再融资方式

周运兰(博士)　陈　莉

(中南民族大学工商管理学院　武汉　430074　军事经济学院　武汉　430035)

【摘要】本文回顾了西方经典理论对股权再融资方式之谜的解释,对我国历年股权再融资方式进行了比较分析,发现在我国特殊的证券市场和公司股权结构中,中小型上市公司在进行股权再融资时没有采取合适的配股方式。

【关键词】中小型上市公司　股权再融资　配股　增发新股

一、股权再融资方式之谜及其理论解释

国外学者在研究上市公司如何选择最佳股权再融资方式时发现,采用增发新股方式比采用配股方式的融资成本高。从股东利益最大化观点看,上市公司应当采用配股方式发行新股;但进一步研究又发现,采用配股方式再融资会损害公司价值,而采用增发新股方式再融资将增加公司价值。在不同国家的资本市场上,企业股权再融资方式存在明显的差异。美国和日本的上市公司倾向于选择融资成本较高的增发新股方式,在加拿大、欧洲和亚洲一些地区,上市公司仍主要采用配股方式。因此,如何选择最佳再融资方式仍是个谜。

对股权再融资方式之谜的理论解释有:

1. 代理成本理论。它认为在发达国家的上市公司中,通常有较大比例的董事会成员来自投资银行,这些董事会成员可以通过游说或者施加压力,使公司采用增发新股的方式进行再融资。投资银行在承销发行股票时可以向公司管理层输送利益,双方都通过这种股权再融资方式获得特殊利益。

2. 控制权理论。它认为如果公司是由拥有控制权的大股东和不拥有控制权的小股东组成,则拥有控制权的大股东对股权再融资方式的选择有很大的自主权。这两类股东在公司中的利益并不完全一致,大股东会利用其拥有的控制权为自己谋取最大利益,而不是考虑所有股东的利益最大化。同时,一些上市公司特别是家族企业为了不稀释控制权,不愿意选择承销配股和增发新股的方式进行再融资。

3. 信息不对称理论。它包括两种信息不对称观点:第一种观点强调承销商在发行中的证明作用,认为管理者拥有的信息远远多于投资者,投资者会质疑管理者新股发行的动机。因此企业通过承销商发行股票,使投资者相信承销商已经恰当评价了企业发展前景和股票价格,以保证股票发行的成功。第二种观点认为低质量的企业采用增发新股方式,而高质量的企业采用配股方式发行新股,在采用配股方式发行新股的企业中,高质量的企业会雇佣高质量的承销商。

4. 交易成本理论。Kathare(1997)和 Hansen(1988)研究发现增发新股后公司的股权结构进一步分散,交易量明显增大,而配股融资后公司的股权结构更加集中,交易量没有明显变化。他们认为在配股方式下发行新股,那些放弃配股权的投资者需要通过证券市场出售其配股权,这样就产生了交易成本。通过增发新股可以有效避免投资者因为改变投资组合所发生的成本。而且,配股降低了股票的流动性,而增发新股提高了股票的流动性,对大型上市公司而言,如果采用配股方式发行新股,由股票流动性降低而引起的股票价值下降要比中小型上市公司严重得多;而持股比例比较集中的中小型上市公司,其投资者多为长期投资者,通过配股筹集资金可以有效降低股票直接发行成本,减少投资者和管理者之间的信息不对称。因而,股权分散的大型上市公司倾向于选择增发新股的方式发行股票,而股权集中的中小型上市公司倾向于选择配股方式发行新股。

5. 逆向选择成本理论。它认为公司是否进行投资取决于三个重要参数:投资的未来盈利能力、筹资的直接发行成本和可能发生的从现有投资者向新投资者的财富转移成本,并预测规模较小且股权集中的公司使用配股方式的频率较高。

二、我国上市公司股权再融资方式实证分析

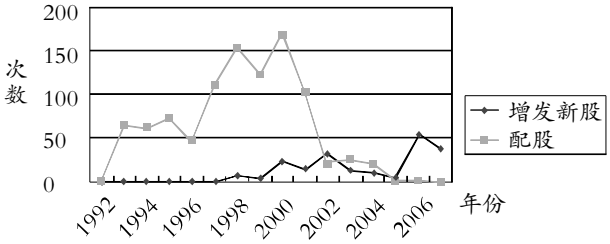
1. 国内学者对我国股权再融资方式的研究。苏晓薇以1998年初至2003年底期间实施配股和增发新股的上市公司为样本,对我国上市公司特征与其股权再融资方式作了实证分析,结果发现:我国上市公司通过增发新股进行股权再融资的平均规模远远大于通过配股方式进行股权再融资,增发新股方式下的平均发行价格同样大于配股方式下的平均发行价格,增发新股方式的发行费用比配股方式高,这与 Eckbo 和 Masulis(1992)的研究发现是一致的。而且实证分析结果进一步表明:公司市场价值小、市盈率低和流通股比例高的上市公司偏好于选择配股方式,并且在进行配股发行时采用较高的折扣发行;公司市场价值大、市盈率高和流通股比例低的上市公司偏好于选择增发新股方式,发行时采用较低的折扣。

林彬等研究我国证券市场时发现:在配股、增发新股和转债三种再融资方式中,配股的融资成本最低,其次是增发新股,转债融资成本最高。就融资规模而言,配股的融资规模显著小于增发新股和转债,增发新股和转债的规模相当。在选择再融资方式时,融资成本的高低与融资规模相关,融资规模大

可以摊低融资成本,所以上市公司管理层选择再融资方式时,会考虑融资成本与融资规模的综合作用。

管征从信息不对称角度研究股权再融资方式的选择问题,研究分析得出:在我国目前上市公司股权割裂等特殊背景下,增发新股方式和配股方式都是上市公司管理者追求的目标,但相对而言增发新股方式是最优选择,因为管理者获取了最大化的私人收益。但是,对投资者来说则是最差选择,因为这种股权再融资方式对上市公司价值损害最大。因此,从提高整个市场效率和保护投资者利益(特别是中小投资者)来看,还是应该提倡选择配股方式进行股权再融资。从财富再分配角度研究股权再融资方式选择问题,研究分析得出:采用配股方式对老股东财富的理论损失是零,应该是公司管理者首选的股权再融资方式;而增发新股方式将使老股东的财富转移给新股东,造成老股东财富的损失。但考虑到目前我国上市公司特殊的股权割裂现状,即存在占绝对控股的非流通股和少数流通股,对于非流通股股东而言,增发新股方式最有利,且增发新股价格越高,其财富增值就越大,非流通股股本比例越高,其财富增值越大。

2. 我国股权再融资方式比较分析。分析我国上市公司历年增发新股和配股的情况,见下图:



增发新股与配股次数对比图

从上图可以看出,我国自1992年开始实施配股以来,随着我国证券市场规模迅速发展,上市公司配股力度呈加强趋势,其配股公司数量和筹资额也不断增加。在1997年以前,配股是唯一的股权再融资方式,截至1997年底一共有358家公司进行了配股再融资。直到2001年年底才有50家公司进行了增发新股再融资。我国从1998年开始试点实施增发新股,起初几年融资数量与金额都不大,处于次要地位,后来呈逐步上升趋势。到2002年采用增发新股方式进行再融资的公司数量超过了采用配股方式进行再融资的公司数量,增发新股逐渐替代配股成为我国上市公司首选的再融资方式,到2005年以后就占据了绝对主导地位。而配股方式自2001年后逐步减少,到2007年几乎消失。

2001年1月1日到2004年12月31日,在上海证券交易所和深圳证券交易所进行A股股权再融资的公司共232家,再融资总计237次。其中,该期间进行A股配股再融资的沪深两市上市公司共163家(以配股宣告日为准),占再融资公司总数的70.26%,其中还有5家公司在这个期间连续两次配股,计168次,占总次数的70.89%。该期间进行A股增发新股再融资的沪深两市上市公司共69家,占再融资公司总数的29.74%,计69次(以增发新股宣告日为准),占总次数的29.11%。目前,在这163家配股再融资的公司中已经有10家退市,剩下的153家公司中有21家属于中小型上市公司,占13.73%的比例。在69家增发新股再融资的公司中已经有1家退市,剩下的68家公司中有13家属于中小型上市公司,占19.12%的比例。

在该期间进行股权再融资的34家中小型上市公司中,通过配股方式再融资的占61.76%,通过增发新股方式再融资的占38.24%;在该期间进行股权再融资的187家大型上市公司中,通过配股方式再融资的占70.59%,通过增发新股方式再融资的占29.41%。即中小型上市公司采用配股方式所占比率略低于大型上市公司采用配股方式所占的比率,而中小型上市公司采用增发新股方式所占比率略高于大型上市公司采用增发新股方式所占的比率。

从以上统计分析的结果可以看出,我国上市公司股权再融资并没有体现出理论上所分析的中小型上市公司应该多选择配股方式、而非增发新股方式。我国上市公司股权再融资方式的选择主要跟我国相关的再融资政策以及配股方式的优缺点紧密相关,跟公司的规模没有太大关系。在配股方式占主导地位的时期,不管是中小型上市公司还是大型上市公司大都采用配股方式,而目前配股方式基本已从历史舞台上退出。

笔者认为,在我国近几年股权再融资方式的选择中,很多公司热衷于增发新股,虽然在一定程度上符合代理成本、控制权和交易成本理论对股权再融资方式的解释,但不符合信息不对称理论和逆向选择成本理论对股权再融资方式的解释,仍带有中国特色。这与我国特殊的证券市场和公司股权结构特点有关,特别是与我国目前上市公司特殊的股权割裂现状也有很大关系,即存在占绝对控股的非流通股(股权分置改革后称为有限售条件的流通股)和少数流通股。实际流通股在总股本中的比重非常小,国有股和国有法人股在股权分置改革后转为的限售流通股占绝对优势。国有资产管理部门往往是上市公司的第一大股东,具有控制权和决策权,在股权再融资方案的制定中,很大程度上是从自己的利益出发希望获得超额利益。而流通股股东特别是其中的中小股东,在上市公司再融资决策中没有控制权和决策权,一般是利益的受损害者,因而一定程度上形成了目前上市公司股权再融资增资方式逐步占主导地位、配股方式逐步减少,而中小型上市公司也不采取适合自身规模等特点的配股方式的局面。

主要参考文献

1. 林彬,袁文高.融资成本、融资规模与再融资方式.系统工程,2005;8

2. 宋力,胡颖.上市公司股权结构与再融资行为研究.商业研究,2004;18

3. 管征.上市公司股权再融资.北京:社会科学文献出版社,2006

4. 苏晓薇. 公司特征因素对我国上市公司股权再融资方式的影响.内蒙古科技与经济,2007;3

5. 原红旗.股权再融资之“谜”及其理论解释.会计研究,2003;5