

# 试析上市公司大规模股权再融资负面效应

严复海 吴晓静

(兰州理工大学国际经济管理学院 兰州 730050)

**【摘要】**目前,大规模股权再融资逐渐成为上市公司筹集资金的一种趋势。本文对这种规模化筹资的动因进行了分析,以揭示大规模股权再融资对中小投资者、筹资企业乃至整个资本市场产生的负面效应。

**【关键词】**再融资 中小投资者 上市公司 资本市场

再融资(SEO)是指上市公司通过配股、增发和发行可转换债券等方式在证券市场上进行的直接融资。按照现代融资理论的“融资定律”(Myers,1984),上市公司再融资应首选内源融资,然后再考虑外源融资。外源融资又以债权融资优先,而把股权融资作为最后的选择。这在西方企业中已得到普遍认可,但这一定律却与我国现行的筹资顺序相悖。在我国,上市公司对股权再融资极度偏好,已上市公司如果有新的资金需求,往往会不顾一切地选择配股或增发等股权融资方式。从1990~2006年我国证券市场的融资情况(不考虑海外投资)可以看出,我国上市公司在我国证券市场融资共计11 698.1亿元,上市公司再融资(配股、增发和可转债)高达4 941.54亿元,占总融资额的42.24%。由此可见,再融资在整个融资中占有相当大的比例,尤其是股权再融资发展趋势更应该引起我们的关注。

目前在资本市场上,再融资无论是在次数上还是在总体规模上都呈上升趋势,并且在最近两年我国再融资的规模有了质的飞跃。企业对于股权再融资的偏好有增无减,除了政策的限制外,企业对增发方式尤为偏爱。股权再融资在资本市场上占有十分重要的位置,在实现形式上呈现出多样化,在数量上呈激增趋势。

## 一、大规模股权再融资对中小投资者的负面效应

由于我国缺乏保护中小投资者的有效法律以及企业自身治理结构的不完善,从而导致大股东具有侵害中小股东利益的强烈动机。

1. 信息不对称对中小投资者利益的侵害。信息不对称理论产生于20世纪70年代,它是指信息在相互对应的经济个体之间呈不均匀、不对称的状态分布,即有些人对某些事情掌握的信息比另外一些人多一些。由于信息不对称的存在,大股东与中小股东在信息链条中处于一种不平等的地位,大股东在股票市场中处于强势地位,掌握着绝对的信息优势,而中小股东处于弱势地位,对企业的决策大多只能被动接受。以2008年上半年中国平安再融资为例,它虽然在市场上抛出巨额增发计划,但始终未对资金用途进行详细披露,只是表示将所筹资金全部用于补充资本金、营运资金以及有关监管部门批准的

投资项目。如此大规模的融资,却没有详尽有力的投资计划作保证,这将使得中小投资者无法根据真实信息做出正确判断,为了保护自己的利益,他们必然会选择“用脚投票”。因此,再融资过程中的信息不对称现象不仅是对中小投资者利益的一种侵害,而且极有可能导致再融资的最终失败。

2. “隧道挖掘”行为对中小投资者利益的侵害。“隧道挖掘”行为是指大股东通过隐蔽渠道侵吞公司资源的行为。“隧道挖掘”行为主要表现为两种形式:第一种形式是大股东通过关联交易等手段将公司的资源转移到自己手中或将自身的风险转嫁给上市公司;第二种形式是采用特殊的财务安排实现公司利益向大股东转移,这样大股东可以不必从公司转移任何资产而增加自身在公司的持股份额。我们在这里仅分析第二种形式。由于我国长期以来所具有的独特股权结构,造成了公司普遍存在的“一股独大”现状,再加上公司治理结构的不完善,使得一些上市公司的大股东在人员、资产、财务等方面拥有绝对控制权,因而操纵了上市公司的决策权,并从中谋取不正当利益。童驯等(2002)统计了2001年11月~2002年4月沪深深股市114家公司大股东挪用上市公司资金的情况,发现挪用资金金额达到了426亿元,而上市公司股权再融资为大股东提供了可供挪用的资金来源。

3. 高投入、低回报打击了中小投资者的积极性。目前,资本市场大规模股权再融资趋势的出现,一方面要求中小投资者必须投入比以前更多的资金才能获得相应回报,另一方面要求筹资企业应更为高效地利用筹集的资金。我国资本市场的现状又是如何呢?陈小锐、刘文鹏等均指出国内上市公司偏好的配股融资金使用效率低下,不利于提升上市公司治理水平。耿建新、刘文鹏(2001)指出,上市公司通常不是按实际资金需要从证券市场融资,而是只要有机会就进行“圈钱”,造成筹集的资金过剩或无投资项目。曾昭武(2004)指出,股权再融资效率低下是由上市公司对筹集的资金使用不当造成的,如用筹集的资金委托理财导致投资损失,用筹集的资金对外担保等。可见,目前我国上市公司中筹集资金的使用效率十分低下,具体表现为:再融资金额超过实际需求,大量资金闲置;再融资投向具有盲目性和不确定性;对项目缺乏可行性论证,

为筹资而筹资。正是由于我国上市公司的再融资愿望与企业发展实际缺乏同步性,导致再融资后多数企业业绩迅速滑坡,投资者得不到应有的回报。这必然从一定程度上打击投资者的积极性,长此以往就会造成投资者对再融资的恐慌,为再融资失败埋下伏笔。

## 二、大规模股权再融资对筹资企业的负面效应

1. 从外部方面看。大规模的股权再融资会导致投资者大量抛售该企业股票,使企业的生产运作受到不利影响,并在一定程度上损害企业的形象。造成此结果的原因可归为以下两点:①根据信号传递理论,由于信息不对称现象的存在,外部投资者往往根据企业选择的融资方式来判断企业的前景:债务融资向市场传递的是积极的信号,有助于提高企业的市场价值;而投资者将企业发行股票看做是企业资产质量恶化的信号,所以当企业进行大规模股权再融资时,处于信息劣势的投资者往往把其看做是企业经营状况不好的信号,纷纷“用脚投票”,抛售手中股票。②大规模股权再融资由于数额巨大,融资目的不明确,常常被投资者认为是企业的“圈钱”行为而遭到抵制,从而引起大量抛售行为,最终造成筹资企业股价下跌,股价波动异常,这无疑会对企业的发展造成十分不利的影响。以中国平安为例,2008年1月21日,中国平安再融资规模接近1 600亿元的消息公之于世后,中国平安股票接连两日跌停,之后一周内又出现第三次跌停,A股市场受此影响也产生了剧烈波动。虽然中国平安的再融资计划还需要股东大会通过和监管部门批准,但股价的走势已经表明股民在“用脚投票”。如此的抛售和股价震荡现象必然对中国平安的公司形象和今后的发展产生十分不利的影响。

2. 从内部方面看。大规模股权再融资会导致公司资本结构不合理,债务比率偏低(如表1所示)。

表1 1991~2004年债券融资与股票融资的比较 单位:亿元

年份	债券融资		股票融资		上市公司数量
	融资金额	融资比例(%)	融资金额	融资比例(%)	
1991	249.90	98.03	5.00	1.97	14
1992	683.70	87.90	94.10	12.10	53
1993	235.80	38.57	375.50	61.43	183
1994	161.70	33.10	326.80	66.90	291
1995	300.80	66.68	150.30	33.32	323
1996	268.90	38.75	425.10	61.25	530
1997	255.20	16.48	1 293.80	83.52	745
1998	147.90	14.95	841.50	85.05	851
1999	158.00	14.33	944.60	85.67	949
2000	83.02	3.80	2 103.24	96.20	1 088
2001	147.00	10.50	1 252.34	89.50	1 160
2002	325.00	25.26	961.75	74.74	1 224
2003	358.00	20.87	1 357.75	79.13	1 287
2004	327.00	17.79	1 510.94	82.21	1 377

注:以上资料根据上证联合研究计划第三期课题报告(国信证券课题组,2002)等整理得到。

从表1中可以看出,债券融资呈逐年递减趋势:1992年为683.70亿元,1995年降为300.80亿元,1997年降为255.20亿元,1999年再降为158.00亿元。而股票融资则愈演愈烈:1991年我国上市公司只有14家,到2004年时,我国境内上市公司数量达到1 377家,已是1991年的近100倍。1991年我国股票融资只有5.00亿元,2000年达到2 103.24亿元。2002年年底,处于低迷状态的股票市场筹资仍然达到961.75亿元,近似于企业债券融资的3倍。2003年和2004年,股票融资几乎超过债券融资近4倍。

可见股票的发行量远远大于债券的发行量,这必然导致企业筹资结构的失衡。实际上,不少上市公司偏低的资产负债率和较少的长期债务也说明了这一点。由此可见,失衡的资本结构,一方面会导致企业加权资本成本的增加,另一方面也会影响企业利用财务杠杆筹资的总体效率,最终妨碍企业筹资目标的实现。

通过股权再融资与债券再融资的对比,可以看出大规模的股权再融资不利于提高公司治理效率。具体表现为:股权再融资更容易形成内部人控制,造成内部约束与监督的无效,因而通常把股权再融资约束效应称为软约束,而债券再融资却可能有效地提高公司治理效率,形成一种硬约束。对债券持有人来说,用契约条款去限制经理人的不当行为是可能的。在债券发行中,债权人为了避免道德风险和逆向选择而有动力去细化筹资条款,并对企业的履约情况进行密切的关注,这给企业经营者施加了很大的压力,迫使他们综合考虑各方利益,最终达到完善公司治理结构的目的。合理的融资结构是形成有效治理结构的前提。由于股权和债权具有不同的治理效应,因此股权治理与债权治理的有机结合对提高上市公司的治理效率非常重要。

## 三、大规模股权再融资对资本市场的负面效应

上市公司大规模股权再融资行为,不仅关系到企业的自身发展,而且会对整个资本市场的稳定发展产生深远的影响。尤其是在股权筹资比重较大的企业,如果处理不好大额股权再融资与市场承受能力之间的关系,就会导致资本市场效率低下和相关利益者遭受损失。

1. 大规模股权再融资的蝴蝶效应。蝴蝶效应(Butterfly Effect)是指在一个动力系统中,初始条件下微小的变化能带动整个系统长期的、巨大的连锁反应,此概念常用来形容气候与股市中复杂的变化。

2008年年初我国证券市场的持续恐慌以及大规模的股权再融资活动对股市的影响就可以归为一种蝴蝶效应。当一个上市公司宣布大额再融资计划后,随之而来的是更多公司的效仿,这种效仿必然带来整体危机,频繁的再融资行为正考验着整个市场的承受能力。自中国平安与浦发银行宣布再融资方案后,短短一个月内共有23家上市公司轮流出台再融资方案,涉及资金2 043亿元。另有统计显示,2008年以来共有44家上市公司提出再融资预案,融资额达2 599.28亿元。表2为2008年以来提出再融资预案的企业(仅列举增发数大于10 000万股的企业)的具体情况。

表2 2008年提出再融资预案的企业

名称	发行方式	发行对象	增发数(万股)	预案公告日
海油工程	定向	大股东、机构投资者	13 000	2008-01-28
*ST源发	定向	机构投资者	45 000	2008-01-30
福建高速	网上网下定价	全体投资者	35 000	2008-02-02
山西焦化	定向	机构投资者	15 000	2008-02-04
ST北生	定向	机构投资者	50 000	2008-02-05
*ST宜地	定向	大股东	11 000	2008-02-05
新乡化纤	网上网下定价	全体投资者	12 000	2008-02-05
S*ST天颐	定向	机构投资者	11 494	2008-02-16
ST泰格	定向	机构投资者	72 800	2008-02-19
美的电器	网上网下定价	全体投资者	12 607	2008-02-19
特变电工	网上网下定价	全体投资者	12 000	2008-02-21
ST雅砻	定向	机构投资者	32 000	2008-02-21
长力股份	网上网下定价	全体投资者	15 000	2008-02-23
外高桥	定向	大股东、机构投资者	42 000	2008-02-25
福耀玻璃	网上网下定价	全体投资者	20 000	2008-02-25

注:以上资料来自腾讯财经网。

如此看来,中国平安、浦发银行可能是引发蝴蝶效应的第一只、第二只蝴蝶。在它们的带动下,其他预筹资企业也跃跃欲试、整装待发,大额股权再融资方案正充斥着资本市场,并成为挑战投资者与整个市场承受极限的最大诱因。

2. 造成了资本市场的动荡不安。随着大额股权再融资方案的出台,股市呈现出极端不稳定状态,主要表现为两个方面:①大额股权再融资对股票价格的影响。大额股权再融资方案的出台对上市公司的股票价格产生了巨大影响,不仅表现为融资企业股价暴跌,而且也导致同行业其他企业的股价下跌,最终使整个股票市场的股价出现集体跳水的现象。以中国平安为例,当其再融资公告发布后,短短几天股价下跌就超过20%。据粗略计算,若足额认购,中国平安增发融资额将缩水至898.44亿~945.84亿元。与此同时,A股市场上几大保险股的股价均出现下跌现象,整个股市可谓一泻千里。②大额股权再融资对投资者心理的影响。投资者情绪是反映投资者心理状态的重要因素,它是反映投资者的投资意愿或预期市场人气的指标,对证券市场的运行有很大的影响。投资者情绪在一定程度上反映了其对市场未来走势的预期,具有一定的预见性和前瞻性(刘超,2006)。当上市公司进行大额股权再融资时,必然会造成投资者情绪的波动,使投资者产生恐慌心理。在个体投资者恐慌心理的影响下,整个股票市场也呈现出一种动荡不安的状态,而这种状态反过来又会使投资者产生新的情绪波动,进而反作用于市场。如此反复,形成一种恶性循环,最终会加剧资本市场的动荡不安。

3. 不利于资本市场资源的优化配置。资本市场的主要功能是实现资源的优化配置,如何把有限的资本提供给那些最需要资本同时又有投资回报作保障的企业,是优化资本市场

资源配置的核心问题。正是由于我国股权融资成本与约束作用较债券融资具有明显的优势,所以被称为上市公司“圈钱”的最佳工具。而大额股权再融资就把这种“圈钱”的负面效应放大,成为资本市场再融资效率低下的又一诱因,具体表现为以下两点:①当众多投资者对公司的大额股权再融资行为有明显抵触情绪时,筹资企业对此常常是不予理睬,置市场环境于不顾,这无疑会造成市场供求关系一定程度上的扭曲。筹资企业进行大额股权再融资是否符合投资者需求,是否能顺利实现双方的交易目的,这些都关系到资本市场资源配置的有效性。这些问题如果不能很好地解决,必然会对资本市场造成更大的负面影响。②如果大额股权再融资在资本市场上占有一席之地,必然会造成资本市场另一主体——债券市场的萎缩,使两者的发展失去平衡,从而降低资本市场资源配置的效率。因此,完善资本市场必须兼顾股权市场与债券市场,促进两者协调、共同发展。

通过以上对大规模股权再融资的研究,可以发现我国证券市场在制度层面上还存在不少值得改进的地方。现仅就大规模股权再融资应改进的问题提出以下建议:①在宏观层面,应积极制定相应的法律法规和规章制度,加大有关部门和中介机构的监管力度,使再融资规范化、标准化。同时应建立相应的道德体系,从思想上改变筹资者的融资理念,加强资本市场的诚信建设。应该把“法治”与“德治”两个有力武器结合起来,促进资本市场的和谐发展。②在微观层面,筹资企业要树立崭新的融资理念,根据企业实际合理、有效地提出最佳的融资策略,提高融资效率。同时要注重上市公司自身的建设,完善公司治理结构,提高公司治理水平,规范大股东的行为,从企业层面提高再融资效率。综上所述,对于大规模股权再融资负面效应的治理仍是一个长远而艰难的过程,需要市场各利益主体的协调配合与共同努力,这必将成为学术界研究和关注的热点。

#### 主要参考文献

1. 章卫东.上市公司股权分置与股权再融资绩效.北京:经济科学出版社,2007
2. 王诗才,冯琴庆.我国上市公司股权再融资对相关利益者的影响分析.现代管理科学,2005;7
3. 陈柳钦,姜瑾.我国上市公司股权融资偏好的缺陷及其治理.天津商学院学报,2003;5
4. 章卫东.上市公司股权再融资的中小投资者保护问题探讨.财务与会计,2004;12
5. 徐青.上市公司股权再融资偏好的信息不对称问题研究.金融经济(理论版),2006;12
6. 王春梅,钟蕾.我国上市公司再融资中存在的问题及对策研究.江苏技术师范学院学报,2006;3
7. 勇小芹.上市公司“支撑”行为与“隧道挖掘”行为研究综述.财会研究,2008;4