

## 中文摘要

上市公司的再融资行为一直是中国证券市场中的重大问题，同时也在不断地对上市公司的股价形成冲击，值得我们进行深入探讨。本文把上市公司的配股、增发和发行可转换公司债等三种方式的股权再融资行为对市场反应的事件研究和制度研究结合起来，一方面，从理论上探讨股权再融资行为在我国特别表现的深层次原因；另一方面，从实践上分析投资者通过股权再融资行为在一、二级市场上投资获利的可能性及其对待股权再融资行为的态度，这对于证券市场的不同投资者都具有很好的参考意义。

本文采用“事件研究”的方法，分别对“招商地产”的配股事件进行配股事件研究、“中集集团”的增发事件进行增发事件研究及“民生银行”的可转换公司债发行事件进行可转换公司债事件研究。

本文的研究结论主要包括以下几方面：

1. 中国证券市场的有效性不断提高，上市公司的股权再融资项目质量不断优化，一味地认为上市公司的股权再融资行为是利空事件是非理性的。

2. 由于股权代理成本和中国上市公司管理层的激励机制尚不完善，一些优质上市公司的再融资项目也通过股权融资来完成，给了投资者低价参与优质公司的股权再融资项目提供了机会。

3. 在二级市场上对股权再融资行为的反应方面，配股和增发行有一定程度的负面影响，发行可转换公司债行为的负面影响相对要小得多，如果可转换公司债的条件优厚，该公司二级市场的股价有可能因此大幅上涨。

4. 由于公司的治理结构的缺陷，上市公司偏好股权再融资，使得中国目前发行的可转换公司债带有很强的股性，其条款也相当优厚。因此，部分可转换公司债存在着价值被严重低估的现象，事实上，QFII 等机构资金非常关注中国转债市场的投资价值。

5. 可以通过事件研究方法来形成一套投资股票的实际操作方法，从市场行为的事件对股价的反应程度和冲击程度上来做出投资决策。

本文的创新方面：1.把可转换公司债融资加入股权再融资的研究对象，改变了以往有关股权再融资的研究中缺少可转换公司债的不足；2.在研究中国股权再融资市场问题的文献中，研究其理论成因的较多，分析其投资机会的较少，理论价值较高但实践意义并不大。本文通过分析市场上投资者在股市中对待股权再融

资行为的态度，以挖掘投资机会的角度来分析中国的股权再融资市场，体现较高的实践价值。

**关键字：**股权再融资、事件研究、投资机会

# ABSTRACT

Seasoned Equity Offerings of listed companies have always been looked as an important issue in Chinese stock market. Such behavior has kept impacting stock prices, thus it is worth to take a deep look in this issue. Seasoned Equity Offerings include Rights Offerings, Rights Placing and Convertible Bonds. In this paper, both event study and code study of the market reflection have been combined. On one hand, the deep-seated causation of the special behavior of Seasoned Equity Offerings in China has been discussed theoretically. On the other hand, the analysis has been processed practically on the probability of the investors gain profit by Seasoned Equity Offerings in the primary or secondary market and the investors' attitude on Seasoned Equity Offerings. This paper is a valuable reference to all kinds of investors in the stock market.

Based on the methodology of "event study", three cases have been studied, which are Rights Offerings of "Zhao Shang Di Chan", Rights Placing of "Zhong Ji Ji Tuan" and Convertible Bonds of "Min Sheng Bank". The conclusion of this paper:

1. The efficiency of Chinese stock market is kept increasing and the quality of listed companies' Seasoned Equity Offerings project is kept optimizing, hence it is irrational to treat the behavior of listed companies' Seasoned Equity Offerings as bad news.

2. AS the promotion system for Chinese listed companies' administrators is not complete enough, some of top listed companies also adopt Seasoned Equity Offerings. It provides the chances for investors to participate in Seasoned Equity Offerings project of those top listed companies.

3. In secondary market, Rights offerings and Rights Placing have a negative impact on stock price. However, compared with them, the negative impact of issuing the Convertible bonds is fairly small.

4. Due to the deficiency of running structure, listed companies prefer Seasoned Equity Offerings. It leads to that Convertible Bonds published in China is quite favourable and that Convertible Bonds have some aspects of stock characteristics. Hence, the value of Some of Convertible Bonds are underestimated. In fact, Chinese

Convertible Bonds have been focused as a highly valuable investment by many institutional investors, such as QFII.

5. It is feasible to produce a practicable mode for stock investing by “event study” methodology. The investing strategies are made by the extent of reaction and impact on share prices when the events happened in market.

The findings of this paper:

1.The Convertible Bonds financing is taken into account Seasoned Equity Offerings, which completes the study on Seasoned Equity Offerings.

2.Most of past literatures on Chinese Seasoned Equity Offerings market paid more attention on theoretic causes of formation. In this paper, the practicable opportunities of investment have been given more attention by analysis on the investors’attitude on Chinese Seasoned Equity Offerings.

**Keywords:** Seasoned Equity Offerings, Event Study, Opportunity of investment

## 独创性声明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作和取得的研究成果，除了文中特别加以标注和致谢之处外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得天津大学或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：刘永刚 签字日期：2006年6月30日

## 学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解天津大学有关保留、使用学位论文的规定。特授权天津大学可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，并采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编以供查阅和借阅。同意学校向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘。

(保密的学位论文在解密后适用本授权说明)

学位论文作者签名：刘永刚

签字日期：2006年6月30日

导师签名：张勇

签字日期：2006年7月1日

## 第一章 绪论

### 1.1 本文研究问题的提出

招商银行曾经在 2004 年的增发融资行为可谓一波三折，最终由增发股票改为发行可转换公司债；中远航运的增发预案被流通股股东否决；宝钢股份 2005 年的增发方案得到了众多机构的支持而通过表决；分类表决机制及流通股股东参与股权再融资预案的表决，引起了社会公众的极大关注，上述事件都表明一个问题：上市公司的股权再融资行为已经成为中国证券市场的重大问题，很值得去深入研究。而且，这里还存在一个奇怪现象：中小投资者对上市公司股权再融资的消息深恶痛绝，不惜用脚投票来表示不满；同时，机构投资者对一些优质企业的股权再融资项目又趋之若鹜。这个矛盾的存在也表明，值得我们进行深入探讨上市公司的股权再融资行为。

我们知道，金融市场上任何金融产品价格若出现较大幅度的波动，通常都是针对某个市场事件做出的反应，其中既有宏观政策事件，也有行业的事件，而更多的是许多公司的个体事件，股票市场的价格波动在某种意义上讲，可以说也是各种事件冲击的结果。因此对金融市场价格波动的预测研究可以通过对各种事件进行深入研究，分析和预测这些事件对价格的影响，运用事件研究的方法来分析金融市场的波动是很有现实意义的。对于股票市场，股票价格的波动是许多事件冲击的有机组合，股价波动图可以看作是这些组合事件冲击的最终结果。而市场对于这些事件反应的合理程度，反映了这个市场的有效程度，我们既可以将这些事件研究作为从理论上研究股票市场有效程度的工具，在实践中，也可以从市场对事件的无效反应中找到投资获利的机会。按照市场有效理论，如果市场是强式有效的，那么股价对市场事件冲击的反应是一步到位的，普通投资者根本不可能在市场事件发生后有获利的机会。但是，现实的股票市场并非如此完美，没有任何的文献能够证明当今世界上存在永远强式有效的完美市场，也就是说，这为投资者在现实股市中获取超额利润的提供了理论依据。我们通过对市场事件冲击的研究得出股票在事件冲击后的合理定价，对比当前的股票价格存在的不合理空间，这就是我们可以赚取的利润。通过事件研究的分析方法来获得超额利润，前提条件是对股票的基本面有很好的了解，以及对事件的合理分析。用事件研究的方法来分析股市，重视对市场的突发事件的分析，对任何投资者来说，都是有重

要意义的。

中国资本市场正处于不断地完善过程中,各种制度创新和各种新生事件层出不穷,除了上市公司股权再融资之外,还有新股询价制、分类表决机制、银行系、保险系等基金的成立、QFII、社保资金入市、企业年金入市和股权分置改革等等,可以说现在处于金融市场大变革时代,此时,懂得运用事件研究分析方法来分析股市无疑是一件利器,通过对事件的深入研究,认清其对股市的影响,不仅能够回避负面事件影响的冲击,还可以利用股市的无效来赚取超额利润。中国资本市场可谓是瞬息万变,政策市特征极为明显,政策风险极大,如果不去每天关注股市,不在政策出台的当时就认真把它当作一个事件来做研究,而是消极对待,在股票操作上奉行无为的操作态度的话,很有可能会遭受巨大损失。从微观方面讲,事件冲击影响的分析也很有实际意义,比如对于公司定期报告的分析、利空、利好等事件影响,如果股价的反应和预期股价反应评估不相符的话,就给了我们套取超额收益的机会。因此加强对事件的研究,利用股市的无效反应,投资者获得高于平均利润率的超额投资收益率是有理论依据和现实可能的。重视事件研究并不等于不重视股票的基本分析,相反事件研究的根本还是基本分析,通过基本分析对股票的价格进行合理的估值,如果事件的冲击使股价偏离了这个合理的估值,我们就有了套利的机会。在这个意义上讲,事件研究选股的方法,只是对于具有长期投资价值的股票寻找一个最佳的买入时机罢了,这在短期谋利和长期获利上是不矛盾的。一般而言,优质公司的人人都想买,但是股价很高,人们往往想买而不敢买,但是当该股票受到短期利空事件的冲击时一般股价会下跌,但是不妨其长期投资价值,事件冲击就给了长期投资者一个很好的买入具有长期投资价值股票的很好的机会。比如,投资大师巴菲特也深谙此道,他往往是跟踪一个优质股票多年,等到该股票受到短期不利事件影响造成股价下跌时才买入并持有了一段时间,获取超额利润。

本文把上市公司三种方式的股权再融资对市场反应的事件研究和制度研究结合起来,一方面,从理论上探讨股权再融资行为在我国的某些特别表现的深层次原因;另一方面,从实践上分析投资者通过股权再融资行为在一、二级市场上投资获利的可能性及其对待股权再融资的态度,这对于证券市场的不同投资者都具有很好的参考意义。

## 1.2 本文研究的主题和意义

本文研究的主题是中国上市公司三种方式的股权再融资在市场上的运用情

况分析,采用事件研究的方法对市场的反映情况进行实证研究,从而揭示中国上市公司在股权再融资时的行为偏好及成因,并且分析证券投资者如何针对股权再融资这一事件来把握投资机会。

在股权融资方面,初次发行股票(Initial Public Offerings)和股权再融资(Seasoned Equity Offerings)同样重要,然而国内外许多研究和著作都倾向于研究IPO相关的问题,而对股权再融资的研究和著作较少。在中国资本市场上,股权再融资主要是通过配股(Rights Offerings)、增发(placing)和发行可转换公司债(Convertible Bonds)三种形式。本文拟通过从制度建设和市场反应两方面分析我国股权再融资市场的情况,并且增加对可转换公司债融资方式的研究,从而更加全面地研究股权再融资问题。

在研究中国股权再融资问题的相关文献中,研究其成因理论的较多,揭示其中投资机会的不多,理论价值较高但实践意义并不大。本文拟通过分析、总结目前市场上各类投资者对待股权再融资的态度,从挖掘投资机会的角度来分析中国的股权再融资市场,以体现较高的实践价值,为各类投资者的投资决策提供参考。

### 1.3 本文研究的思路和方法

本文通过“事件研究”方法来分析股票二级市场对待股权再融资的反应以及其制度建设方面来研究股权再融资的特有现象和成因,再根据实证的结果,利用股价对事件本身反应过度或不足的时机,来寻找股价对事件反应中的投资机会,并以期形成一种利用事件研究的在实际投资活动中常用方法。

### 1.4 本文创新设计体现

本文创新方面的主要体现:1.把可转换公司债融资加入股权再融资的研究对象,改变了以往有关股权再融资的研究中缺少可转换公司债的不足;2.在研究中国股权再融资市场问题的文献中,研究其理论成因的较多,揭示其投资机会的较少,理论价值较高但实践意义并不大。本文通过分析市场上投资者在股市中对待股权再融资的态度,以挖掘投资机会的角度来分析中国的股权再融资市场,体现较高的实践价值。

本文的难点:在投资机会的论述上只能通过市场公开数据从理论上进行推导,但难以做到搜集投资者实际交易记录来实证投资机会。

## 第二章 上市公司股权再融资阐述

目前，国内上市公司的股权再融资主要是通过配股、增发和发行可转换公司债三种方式，要了解中国的股权再融资市场的变化，最好以这三种股权再融资方式的发展变化为线索进行研究。本章对这三种再融资方式分别作了介绍并加以总结。

### 2.1 上市公司股权再融资方式

#### 2.1.1 配股

上市公司配股是指上市公司在获得证券监管部门的批准后，向现有股东提出配股建议，使现有股东可以按其所持股份的比例认购配售股份的行为。在国外，这种方式被称为认股权发行（Right Offering），即公司向其股东分配优先认股权（Preemptive），让现有股东以特定的价格认购新发行的股份。原股东可以行使权利，也可以将认购权出售。由于配股所需的审批时间较短，具体程序操作起来相对简单，再加上对我国特殊国情的考虑，在1998年5月以前，配股是唯一的股权再融资方式。近年来，随着我国证券市场的不断发展，上市公司股权再融资的方式也日益多样化，配股虽不再是股权再融资的唯一方式，但仍然是主要方式之一。

自从中国股票市场设立以来，上市公司的配股条件就一直由中国证监会来规定，而且也经历了数次修改。历次的配股规定的主要内容体现在中国证监会发布的以下几个文件中：1993年12月17日发布的《关于上市公司送配股的暂行规定》，1994年9月28日发布的《关于执行〈公司法〉规定上市配股的通知》，1999年3月17日发布的《关于上市公司配股工作有关问题的通知》以及2001年2月25日发布的《上市公司新股发行管理办法》和2001年3月15日发布的《关于做好上市公司新股发行工作的通知》。各个规定对上市公司配股条件的具体内容在附录中列示。

#### 2.1.2 增发

增发是上市公司股权再融资的另一种形式，它的对象比配股广泛得多，既可

以部分面向原有股东配售，也可以部分面向社会公众投资者——自然人和法人。1998年中国资本市场初期的A股增发试点是为不具备配股资格但又急需筹资的上市公司提供融资的便利方式。1999年以来，许多上市公司的增发取得了成功，增发的筹资额逐渐超过了配股的筹资额，成为中国资本市场中另一种常见的股权再融资方式。

中国证监会对增发所做的主要规定有2000年的《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》、2001年《关于做好上市公司新股发行工作的通知》、2002年《关于上市公司增发新股有关条件的通知》。各个规定对上市公司增发条件的具体内容附录中列示。

### 2.1.3 发行可转换公司债

可转换公司债是一种可以在特定时间，按特定条件转换为普通股股票的特殊企业债券。可转换公司债兼具有债券和股票的双重特性，含有以下三个特点：（1）债权性与其他债券一样，可转换公司债也有规定的利率和期限。投资者可以选择持有债券到期，收取本金和利息。（2）股权性，可转换公司债在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，持有人身份就由债权人变成了公司的股东，可参与企业的经营决策和红利分配。（3）可转换性，是可转换公司债的重要标志，债券持有者可以按约定的条件将债券转换成股票。转股权是转债投资者特有的选择权。

从特性上看，可转换公司债虽说是一种衍生金融产品，但就其在中国的产生与发展而言，却很少有这方面的考虑，从其出现之日起，中国可转换公司债就与上市公司融资、股权再融资渠道的拓宽与完善紧密联系在一起。经过8年的发展，中国股票市场也迫切需要股权再融资渠道的创新。1998年中国证券监管当局参照国际惯例，引进了“增发”这一股权再融资渠道，是中国股票市场发展进程中的一次制度创新。但无论是配股还是增发，都直接涉及到公司股本规模的即期扩张，而在中国这个不尽规范的市场中，由于诸多因素的影响，市场扩容几乎是股价的下跌的代名词，中国上市公司需要寻找能够缓解近期股市扩容的创新股权再融资渠道，发行可转换公司债恰好在这一背景下出现。

为了规范和促进转债的发行，中国证监会于1997年发布了《可转换公司债管理暂行办法》，为上市公司发行可转换公司债提供了法规支持。然而，由于缺乏实施细则，可转换公司债的发行无法规范，1995年“宝安转债”的转换失败（转换率仅2.7%），更使得上市公司、投资者在这一问题上顾虑重重，而且考虑

到可转换公司债的金融衍生产品性质，产品设计较配股、增发更为复杂……种种因素的迭加，客观上就导致一直以来，在配股、增发、可转换公司债三种股权再融资方式中，投资者最为陌生，而且中国市场以前也不常见的渠道就是发行可转换公司债这一方式。截止 2001 年的 6 月，中国证券市场上的可转换公司债仅有 5 只，即“南化转债”，“丝绸转债”，“茂炼转债”，“机场转债”及“鞍钢转债”，发行总额 47 亿元。

进入 2001 年，情况有了较大的转变。2001 年 3 月以来，中国证监会陆续颁布了一系列规定，包括《上市公司新股发行管理办法》、《关于做好上市公司新股发行工作的通知》、《上市公司发行可转换公司债实施办法》等有关上市公司股权再融资的部门规章以及配套的实施细则。而且自 2000 年以来，伴随着中国股票市场中大量上市公司增发所引致的一系列市场恐慌状况的愈演愈烈，加上 2002 年管理层对增发门槛的大幅度提高，中国上市公司普遍对可转换公司债作为股权再融资渠道的选择表现出强烈的兴趣，使之成为上市公司增发的替代工具，继 2000 年增发热潮之后的可转换公司债发行成为了一个热点。2002—2004 年，三年中可转换公司债发行的发展速度很快，即使在 2004 年大盘十分低迷的时候，转债筹资达 209.03 亿元，远高于同年的配股筹资额（101.67 亿元）和增发筹资额（168.71 亿元）。2004 年共有 12 家公司发行转债，2005 年上半年有 9 家上市公司提出发行转债融资方案，计划融资额为 90 亿元左右。截至 2005 年 6 月底，深、沪两市共有 30 家上市公司发行了可转换公司债。

### 2.2 股权再融资的总体实施情况

中国上市公司股权再融资渠道主要是配股、增发和可转换公司债三种方式，根据股权再融资主要渠道的变化，可以将其划分为以下三个阶段：

1. 1998 年 5 月以前为起步阶段：配股是唯一的股权再融资方式。1995 年证券市场的回暖和上市公司数量的增加使股权再融资的队伍逐渐扩大。由于配股所需的审批时间较短，公司具体操作起来简单，因此，在 1998 年 5 月以前，配股是国内上市公司股权再融资的唯一途径。在这一阶段实施配股的上市公司约有 140 家。

2. 1998 年 5 月~2000 年为初步发展阶段：股权再融资进入市场化试点阶段，出现了以配股为主，增发、转债为辅的股权再融资格局。1998 年 5 月，沪、深两市的 5 家上市公司开始增发新股的试点工作。1999 年 7 月，上海上菱电器股份公司成功实施增发，标志着我国开始了上市公司股权再融资的新探索。自此，

增发开始逐步为市场认同。另外，1998年10月，证监会批准南宁化工发行1.5亿元可转换公司债，成为首家获准发行转债的公司，从而也开启了另一条股权再融资的新渠道。这一阶段，股权再融资的规模不断扩大，1994年沪深股市股权再融资总额仅为12亿元，而2000年实现的股权再融资额达到742.88亿元，是1994年的62倍。也正是在这一阶段，基本上确立了股权再融资的三条渠道，但是股权再融资格局仍然延续着前一阶段以配股为主的股权再融资模式。

3. 2000年至今为市场化阶段：市场化逐步得到推广，证券市场形成了增发、配股、可转换公司债并重的多元化的股权再融资格局。中国证监会分别于2001年3月28日和4月27日发布《上市公司新股发行管理办法》和《上市公司发行可转换公司债实施办法》，以此为标志，我国上市公司的股权再融资市场化不断增强，进入了一个新的阶段。这一阶段的特点是上市公司纷纷加快增资扩股的步伐，股权再融资的格局正在发生根本性转变，以前那种以配股为主的股权再融资模式逐渐被打破，增发逐渐取代了配股的地位，转债的发行也逐步发展起来。

由于增发的过度膨胀导致的市场扩容预期，受到了市场投资者的冷落，股权再融资额在2001年大幅下降。2002年证监会发布《关于上市公司增发新股有关条件的通知》，增发的门槛大大提高，此时，发行转债担当了主要的股权融资方式，同时，当年转债发行的筹资金额超过了增发。

2004年12月8日，证监会发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，规定上市公司的股权再融资的方案须经到场的流通股股东半数以上通过才能实施。这条规定大大加强了股权再融资的市场化进程，各种低劣的股权再融资项目越来越难以在中国资本市场“圈钱”，市场对股权再融资项目的优胜劣汰的作用开始显现出来，股权再融资正朝着市场化和多元化的方向发展。

### 2.3 对股权再融资的一点思考

我国上市公司的股权再融资从方式上讲，由原来方式单一的配股融资开始向多元化的方向发展，而且增发和转债已成为再融资行为的主流方式；从行为上讲，由原来的行政审批手段开始逐步向市场化的方向发展，而且在制度的制订上，也有利于股权再融资的市场化进程。从这一侧面可以看出，我国的证券市场正朝着成熟的方向发展。我们期待着更多的创新再融资方式的推出和市场制度更加完善。

### 第三章 上市公司股权再融资的特殊现象及其发展趋势

西方国家的公司融资事件实证研究表明,在选择融资方式时,公司通常都遵循这样的原则:先内源、后外源,在外源融资中优先考虑债务融资,不足时再考虑股权融资。但是,国内上市公司的融资偏好却与之相反,一般的融资顺序为:先股权融资、后债权、再内源融资,偏好股权融资的情况十分明显。本章对此现象作具体分析,并探讨这种现象不利于投资者的问题和有利于投资者的投资机会。

#### 3.1 上市公司偏好股权再融资的原因分析

国内有关我国上市公司中偏好股权再融资的分析已有很多相关的论述,其中以吴晓求教授的有关股权分置的分析比较有代表性。吴教授在2004年中国资本市场研究报告中称,股权分置是造成中国股市制度性缺陷的主要问题,对于上市公司股权再融资方式中偏好股权再融资的现象,他认为股权分置造成了上市公司内部人控制,非流通股股东希望通过股权再融资增加每股净资产,以较小的成本来控制尽可能多的资产,形成了大股东对中小股东尤其是流通股股东的侵害。在此,吴教授提出由于股权分置造成的上市公司内部人控制,是其偏好股权融资的重要原因。

本文拟通过另外一种角度来分析股权再融资的成因,即从优质企业和劣质企业分析其偏好股权再融资的原因,希望有新的发现。

##### 3.1.1 优质上市公司偏好股权再融资的原因分析

人们虽然普遍认为,由于历史、制度等各方面原因造成了中国上市公司的整体质量较差的现状,但是中国上市公司中也是不乏优质的上市公司的,例如中集集团、宝钢股份、招商银行等等。然而,为什么这些公司也偏好股权再融资呢?例如,招商银行曾经被誉为中国上市公司中银行蓝筹股的代表,然而突如其来的股权再融资计划令多家基金大跌眼镜,招行股价大跌。本文通过分析这些优质上市公司的股权再融资行为,归纳出以下几个原因:

### 1. 股权代理成本与股权再融资的关系问题

詹森和麦克林将代理关系定义为一种契约,在这个契约中一个或多个个人聘用他人代表其从事某种活动,并授予代理人某些决策(Jensen and Meckling, 1976)。在现代公司中,股东没有直接经营公司而是委托公司经理层管理公司,产生了公司所有权和经营权的分离、所有者与经营者利益的不一致,如果股东要独享公司利益的剩余索取权,就必须对经营者进行有效的监督,这就是股权代理成本。

在我国,股权代理成本集中表现为上市公司的管理层激励机制不够完善,经理层的利益与公司的利益没有很好的统一起来,经理人不够进取,害怕承担责任,安于现状,因此偏好股权再融资,这也是我国债券融资发展不起来的重要原因。根据 MM 定理,公司发行债券筹资是有利于提高公司的总价值的,尤其是公司投资净现值大于 0 的项目。在中国的上市公司当中,虽然许多公司的质地并不优良,但是不能否认仍然有许多上市公司的业绩和发展前景都很不错的,尤其是一些参与增发、转债发行的公司,对净资产收益率的要求都是相当高的。据证券时报的统计,2005 年以来有 40 家公司提出了股权再融资的预案,这 40 家公司当中增发新股公司的近三年加权平均净资产收益率最高,达 14.53%,其次是转债发行公司为 10.22%,最低是拟配股的公司为 7.65%,这三种再融资方式的每股收益平均也依次为每股 0.4742、0.4140 和 0.2621 元。可以看出,这些公司的业绩是相当优秀的,再融资拟投资的项目也相当不错,但是为什么这些公司却对股权再融资那么感兴趣,而不是提出债权再融资呢?虽然有多家公司提出发行转债融资,但是在我国的转债带有明显的股性,实际上也等同于股权再融资。这些公司的净资产收益率远远高于同期的银行存款利率,他们投资的项目的净现值也可以远远大于 0,按照 MM 定理,他们如果使用债权融资的话,必定会增加公司的每股收益,给股东带来更好的回报,而不是通过发行股票来使得公司的利润被摊薄,这实际上是不利于公司价值最大化的。这个问题只能从公司对经理层的激励机制来分析,现在我国上市公司的经理层的收益大多都还是来自于公司的工资和分红,对于公司经理层的期权等激励制度还没有形成,使得公司的利益与经理层的利益并非一致,公司股东的每股收益提高,但是这并没有直接反映到经理层的收入上来或者激励还不够大。这使得公司的经理层不敢发行债券融资,害怕日后难以归还债券的本息带来公司经营困难的局面,这就会直接影响到经理层的地位。而如果通过股权再融资的话,公司没有还本付息的压力,项目照样能上马,因此经理层多半会采用对他们地位影响较小的股权融资方式了。这种情况事实上是不利于目前上市公司股东权益最大化的。我国证券管理层也看到了这一点,例如吴晓求就呼吁发展债券市场,减少上市公司股权融资的比重。但是在日前我国

上市公司管理层的激励机制没有很好改善的情况下,偏好股权再融资的现象是难以消除的。对于我们普通投资者而言,如果希望参与到优质公司的股权再融资项目投资中去,这也是一个很好的投资机会,对于此类公司的股权再融资项目应当大胆的参与,而不是盲目地看空,许多机构投资者就是通过参与优质公司的股权再融资项目来获得不菲的收益。这一点我们在后面的投资机会分析会详细的介绍。不过,在我国的许多股权再融资项目中,也有许多是由经理层控制欲望无限扩大造成的,这一点投资者必须有良好的分辨能力,能够区分哪些是有利于公司发展的项目,哪些是没有必要的投资项目。

## 2. 行业特点与股权再融资的饥渴的关系

首先,银行业的股权再融资饥渴症。目前,在我国经济增长迅速的今天,由于存贷款增长过快,银行的资产增加太快,导致资本充足率的不足,需要不断扩充核心资本。我国经济增长迅速的同时,银行业务发展同样迅猛,其净资产收益率较高,2004年三家上市银行的平均净资产收益率达到13.81%,其中招商银行达到15.06%,民生银行更是达到15.78%之多,远远高于同期一年期定期银行存款利率。因此,参与银行业的股权再融资其实对于投资者而言是一个很好的投资机会,银行业的股权再融资并不一定是利空的事件,主要看融资银行的业绩和银行业的前景确定,过分地看空银行股权再融资是不理智的行为。例如,招商银行的股权再融资计划就一波三折,先是计划发行100亿股股票筹集,遭到市场的反对后改成发行65亿元的转债和次级债来筹集所需资金才得以通过。而之前的民生银行的股权再融资计划也是通过发行转债来筹集的。可见,虽然看好银行业的股权再融资项目前景,但是股权再融资计划和实施方案也很重要,需要考虑市场的承受能力和市场的现实环境,而不是一味地采取增发的形式来筹集资金,对各方都有好处。转债就是一个很好的股权再融资方式,既能得到银行所需资金,又能保护二级市场上投资者的利益。此外,银行还应当增加核心资本的补充渠道,增加融资方面的金融创新力度,用发行次级债务等方式筹集资金,而不是只考虑增发新股的方式。对于优质银行的股权再融资项目,如果投资者看好其长期发展前景,抱着长期投资心态的话,这会是一个很好的投资机会,应当参与。

其次,资本密集型行业的股权再融资饥渴现象。资本密集型企业为了保持其在行业中的竞争地位,往往需要不断地股权再融资,向投资者大肆“圈钱”,例如钢铁、汽车、采矿、石化等行业。2004年中国资本市场论坛研究报告的统计数据表明,1995-2002年中国上市公司股权再融资的行业分布中,制造业占了50.41%,占了大多数。对于这些企业,他们的良好业绩对于投资者来说,永远都

是画饼充饥，因为业绩一好他们达到股权再融资的标准要求就又开始向投资者融资了。资金对于这种类型的行业永远都是多多益善的，他们对于资金的需求饥渴的现象一方面是有公司管理方面的问题，一方面也是由行业的特性决定的，并不完全是股权分置造成的。对于这类公司的股权再融资项目，投资者应当更加注意区分，因为其中许多公司都是抓住公司正处于行业景气的周期的时候开始大量融资的，但是融到资金以后，可能公司的业绩就已经没有那么好了，例如，八一钢铁就出现过融资之后业绩大变脸的情况。投资者应当从公司的长远竞争力的角度分析，而不是从该公司的近期业绩来判断是否参与其股权再融资项目。

### 3.1.2 劣质上市公司偏好股权再融资的原因分析

我国上市公司中许多公司都曾经是绩优的公司，但是事实证明，当中有大部分上市公司都是通过包装后上市的，其中不乏业绩水分。上市公司的母公司往往在上市时将其许多优质的资产剥离出来，“包装”成为一家优质的公司发行上市。然而，理性人就会发现上市公司怎么会如此慷慨的将自己的优质的上市公司向投资者发售呢？原来上市公司“包装”后都是为了“圈钱”，等到“圈钱”完成之后，就通过各种办法来占用上市公司的募集资金，这就是证券市场中我们常见的“大股东占款现象”。由此造成的直接结果就是大部分上市公司上市后的“变脸”现象。虽然我国有关股权再融资的规定中要求，上市公司必须是连续三年盈利而且净资产收益率三年平均达到10%，但是由于规定的净资产收益率是三年平均的净资产收益率，许多效益并不是那么好的上市公司可以通过会计操纵来达到股权再融资的标准，这些公司普遍存在以完成融资为第一任务，等资金到手后就不必做账务调整了，于是出现业绩大幅下滑。另外，还有一些行业周期特征明显的公司，公司的效益起伏很大，往往抓住公司发展的黄金时期大规模融资，等融资到手，业绩变差也无所谓了，股权再融资后业绩大变脸的情况时有发生。还有许多公司并没有良好的项目或者项目的风险较大，也对股权再融资又很大兴趣，完成融资后，就立即改变募集资金用途或者进行委托理财，甚至有的直接把股权再融资资金存银行了事，这些情况在我国时有发生。这类上市公司偏好股权再融资除了存在上面优质公司的相同股权委托代理成本等原因外，还有一些特有的原因，其中最主要的就是股权分置造成的内部人控制问题，这个观点在2004年的资本市场论坛报告中吴晓求教授已有详细地论述。对于这类公司的股权再融资项目投资者是应予以坚决回避。

### 3.2 上市公司股权再融资市场的发展趋势

第一、增发和可转换公司债逐渐成为股权再融资的主流方式。转债是作为一种融资创新工具的需要出现的，主要用于市场低迷、增发不畅时采用，同时也表明了公司认为目前公司股价偏低，将来股价会上涨的信心。转债兼有债券、股票、期权的特征，给认购者一个购买期权，还有利息的保证，相比增发有更多的选择，同时其在二级市场上也带来了许多新的投资机会，值得研究。不过，转债毕竟是要付息的，成本比增发高，因此，当行情好时，增发还是股权再融资机构的首选。

第二、股东大会分类表决制度的完善和证监会的审查更加严格，使得股权再融资的功能开始良性化。这种情况反映在证券市场上，先知先觉的机构投资者已经把参与股权再融资当成一种低风险获利的机会而踊跃参与，获取增发的10%-15%的折价销售利润，以及有机会在一级市场上低价收集优质股票的筹码，而此时中小投资者还没察觉，普遍对股权再融资报以冷漠的态度。

第三、我国股权再融资市场上出现新信号：股权再融资向蓝筹股倾斜。证券市场基本的资本配置功能经过10多年的发展才被真正发掘。证券市场的资本配置功能是指通过证券价格引导资本的流动而实现资本的合理配置的功能，通过这一功能引导资本流向其能产生高报酬率的企业或行业，从而使资本产生尽可能高的效率，进而实现资本的合理配置。蓝筹公司就是属于这类能产生较高报酬率的企业，在海外上市的中石油、中移动也是属于这类企业，今年以来获发审委核准的股权再融资企业大都也是这类企业。

第四、分类表决机制和网络投票制度开始显现威力，成为流通股股东维护自身权益的手段之一。流通股股东中的机构投资者更是起到了中流砥柱的作用，在否决非流通股股东的不合理股权再融资议案中作用明显。2004年12月8日，为了形成抑制滥用上市公司控制权的制约机制，保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益，证监会发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》。规定对下列事项，经全体股东大会表决通过，并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过，方可实施或提出申请：(一)上市公司向社会公众增发新股(含发行境外上市外资股或其他股份性质的权证)、发行可转换公司债券、向原有股东配售股份(但具有实际控制权的股东在会议召开前承诺全额现金认购的除外)；(二)上市公司重大资产重组，购买的资产总价较所购买资产经审计的账面净值溢价达到或超过20%的；(三)股东以其持有的上市公司股权偿还其所欠该公司的债务；(四)对上市公司有重大影响的附属企业到境外上市；(五)在上市公司发展中对社会公众股股东利益有重大影响的相关事项。2004年12月28日，实施分类

表决制度以来，成为首只因流通股股东举手反对而夭折的议案——重庆百货（代码 600729）增发议案被流通股股东否决。从此，流通股股东开始了自己的维权道路。

第五、增发项目的前景、发行方案的优劣、对投资者的保护程度不同，成为了增发是否成功的主要因素，分类表决机制日益成为引导股权再融资向良性化方向发展的手段。同一时期的增发方案，其命运却不相同。比如：北汽福田增发遭遇否决、宝钢股份和康美药业增发高票通过。2004年9月27日，福田汽车召开了2004年第一次临时股东大会，对公司增发1.5亿股新股进行表决，由于未获到会流通股股东50%以上表决通过，福田的增发计划流产。福田遇阻的同一天，颇多争议的宝钢巨额增发案获得高票通过。宝钢股份（600019）自2000年上市以来，未进行过任何配股增发，属于典型业绩优良的大盘蓝筹股。但是，对于其优良的基本面，投资基金并不买账。宝钢增发最终获得高票通过，缘于增发方案易稿后，投资基金的利益得以维护和提升。宝钢增发方案调整，围绕维护投资基金利益展开。首先，针对宝钢集团增发增至六成，面向公众增发额度降至不足120亿，极大减轻市场扩融压力；其次，面向公众股增发比例提高到10:10，让基金充分享受低价增发带来的利润空间；最后，申请证监会豁免，让原本因为关联关系无法购买宝钢增发股票的基金，都能够享有这次机会。相比宝钢股份，计划增发1.5亿股，筹资额仅11个亿的福田汽车，命运却迥然不同。其增发方案除个别议案流通股股东投票接近30%外，其余各项议案通过率均不足10%。而基金等机构对福田发展前景也不认可，同时增发将对机构投资者利益造成伤害，使得机构投资人不得不抛售股票。

### 3.3 同一上市公司三种股权再融资方式的比较

上市公司在进行再融资方式选择时，能否有效地保护原有股东的利益是首要考虑的条件。配股相对于增发和发行可转换公司债，保护原有股东的利益的效果最差，显然不是上市公司的再融资方式首选。

对于增发而言，在市场环境较好的前提下，如果能够制订出一套充分保护原有股东利益的增发方案，增发则是上市公司较为理想的再融资方式，在市场上一般不会遭到反对的。

对于发行可转换公司债而言，如果市场环境不理想，通过增发或其它途径筹集不到满意的额度时，则应考虑发行可转换公司债。如果制订较为优厚的转换条款，得到理想的发行结果的概率很大。

## 第四章 上市公司股权再融资实证研究

上面介绍了我国有关股权再融资的概况和制度方面的问题，同时，也简单介绍了投资者在其中的投资机会。下面本文将通过分析二级市场对于三种方式股权再融资的事件反应来分析投资者在二级市场上的一些投资机会。

### 4.1 事件研究方法简述

#### 4.1.1 事件研究方法及其发展历程

“事件研究”(event study)就是根据某一事件发生前后时期的统计资料、采用一些特定技术测量该事件影响的一种定量分析方法。由于金融市场上经常会有各种公告、政策、产品等事件发生，而事件的影响又会很快在资产价格上反映出来，因此，“事件研究法”是金融市场研究中一种被广泛应用的实证分析方法。

最早采用事件研究法并出版专著的是 Dolley (1933)，他利用 1921~1931 年的 95 个样本研究了股本分散转移对股票价格的影响。在随后的 50 年中间，事件研究法被不断改进并日趋完善。期间 Myer 和 Bakay (1948)，Baker (1956, 1957, 1958)，Ashley (1962) 成功地建立了将事件影响从股市总体价格波动中分离出来的方法和模型；Ball 和 Brown (1968) 则重点研究了收益率所包含的信息内容；Fisher, Jensen 和 Roll (1969) 研究了消除同期红利增长影响后股本分散转移的市场反应；Brown 和 Warner (1980, 1985) 又提出了事件研究基本统计假设违反时的一些改进方法，并且研究过程中使用了月度和每日的统计数据。

由于事件研究法具有普遍适用性，因而在金融和会计学领域，该研究方法已被广泛应用到公司、宏观经济的各种经济事件研究之中。如：公司兼并与收购、收益公告、新股发行和增发股份、贸易赤字等宏观经济变量的公告，以及政策环境变动产生的影响等；在金融经济学领域，利用事件研究法对市场有效性假说、半强式有效的经验研究也取得了丰富的成果。国内学者近年来也开始使用事件研究法分析我国金融市场，并产生了一批较高学术水平的研究成果。如：中国证券市场的有效性研究（张人冀等，1998；沈艺峰、吴世农，1999；奉立城、林翔、陈浪南等，2000；王永宏、赵学军，2001）；新股发行弱势问题研究（王美今、张松，2000）；新股申购（王进斌，1997）、股利分配（魏刚，1998；俞乔、陈莹，

2001)、资产重组(陈晓等, 1999;赵宇龙等, 1995, 1999;高宁, 2000)、公司财务报告(陈信元、张田余, 1999;冯根福、吴林江, 2001)等证券市场和上市公司财务问题研究。

#### 4.1.2 事件研究的步骤

对于金融市场, 一个完整的事件研究可以分成七个步骤:

1. 定义事件(Event definition): 即对所要研究的事件进行定义, 并确定涉及该事件影响的考察时期, 称这个时期为“事件窗(Event window)”。

2. 取样标准(Selection criteria): 即确定进行事件研究时对所需样本的选取标准。具体而言, 就是从大量上市公司的股票中如何选取一个与该事件有关的样本, 以便分析事件对股价的影响。

3. 界定正常收益和非正常收益: 为了评价事件的影响, 需要对事件窗内的正常收益和非正常收益(Abnormal Return)进行测量。正常收益是指事件未发生时的预期收益, 而非正常收益是事件窗时期的实际收益与同期正常收益之差。

4. 参数估计(Estimation procedure): 确定正常收益模型之后, 接着就需要用被称为“估计窗”的观察数据估计模型中的各项参数, “估计窗”一般选取事件窗的前一段时期。

5. 检验程序(Testing procedure): 即设计和选择用于检验非正常收益的检验程序, 其中重点是如何设定原假设以及对各样本点非正常收益的汇总技术。

6. 实证结果(Empirical results): 在得到实证结果之后, 有时还需要运行相应的诊断程序检测实证结果, 特别是对使用有限的事件观测数据进行的实证研究。

7. 解释和结论(Interpretation and conclusions): 即对实证结果进行合理的解释。理想的检验结果应该为事件的影响机理、作用等相关理论提供实证支持, 但有时也会出现检验结果与理论或预期相悖的情况, 此时需要提出新的理论解释, 或对模型和数据的不足进行分析。

#### 4.1.3 正常收益和非正常收益的测定

事件研究的几个步骤中, 定义事件和取样标准主要取决于研究人员对具体问题的主观选择和样本数据的可获取性, 参数估计、检验程序和相关的诊断程序也是一个较为成熟的纯技术处理过程。因此, 事件研究中最关键并且对实证结果有重大影响的是如何合理界定正常和非正常收益。计算正常收益的模型分为经济

性模型和统计性模型，以下主要介绍三种经典的统计性模型。

### 1. 常数均值收益模型 (Constant-Mean-Return Model)

设  $R_{it}$ 、 $\mu_i$  和  $\xi_{it}$ ，分别表示时间点为  $t$  时第  $i$  只股票的实际收益率、正常收益率和非正常收益率， $\xi_{it}$  服从正态分布；且  $E(\xi_{it})=0$ ， $\text{Var}(\xi_{it})=\sigma_i^2$ 。则计算正常收益的常数均值收益模型为：

$$R_{it} = \mu_i + \xi_{it} \quad (4-1)$$

利用 OLS 法估计式 (1)，得  $\hat{\mu}_i = \bar{R}_i$  即正常收益为估计窗内股票收益的均值。虽然模型 (1) 形式简单，但 Brown 和 Warner 发现，实际运用中其估计结果与其他复杂模型的估计结果非常接近。

### 2. 市场模型 (Market Model)

市场模型试图从单只股收益与市场证券组合的关系中得出更为精确的正常收益的估计值，其基本模型为：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{im} + \xi_{it} \quad (4-2)$$

其中  $R_{it}$ 、 $R_{im}$  和  $\xi_{it}$ 。分别表示第  $t$  个时间点上第  $i$  只股票的实际收益率、证券组合的收益率和非正常收益率。由 OLS 法估计该式，得  $\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{im}$ 。

市场模型是对常数均值收益模型的一种改进模型。通过剔除与市场收益变化有关的收益部分，减少了非正常收益的方差，这样可以增强检测事件效应的能力。市场模型与回归模型的值有关，值越大，非正常收益的方差减少的越多，收益就越大。

### 3. 因素模型 (Factor Model)

因素模型分为单因素型 (one-factor model) 和多因素模型 (multifactor model) 两种，实际上，单因素模型是多因素模型的特例，在研究中又被广泛使用。多因素模型 (multifactor model) 除了研究市场指数外，还包含了行业指数在内的其它因素。该模型只有当针对具有共同特征的样本时才值得考虑使用。

## 4.2 国内外股权再融资市场研究的相关文献回顾

### 4.2.1 国外对股权再融资方式市场的研究

#### 1. 美国资本市场的研究

对美国资本市场的研究表明，配股会带来负面的市场反应。White 和 Lusztig (1980) 报道了-1.03%的反应，hancen (1988) 报道了-2.61%的反应，ecobo 和

masulis (1992) 报道了-1.93%的反应, singh (1997) 报道了-1.07%的反应。然而, 这些数据和增发所导致的市场反应比较起来, 要好得多。对增发的研究结果是, mikkelson 和 partch (1986) 报道了-3.6%的反应, masulis 和 korwar (1986) 报道了-3.3%的反应, asquith 和 mullins (1986) 报道了-2.7%的反应。对美国资本市场的大量研究表明拟发行转债宣告会引起股票价格的下降。Dann 和 Mikkelson (1984) 对 132 只转债的研究表明 2 日 (-1, 0) 累计超常回报为-2.3%。Mikkelson 和 Partch (1986) 对 25 只转债的研究表明 2 日累计超常回报为-1.39%。

#### 2. 英国资本市场的研究

M.B.Slovin, M.E.Sushka, K.W.L.Lai 比较了英国证券市场上的两种股权再融资方式: 配股和增发(《可选择的发行方式, 逆向选择和所有者结构: 来自英国的股权再融资的证据》, 《金融经济学》第 57 期)。他们研究发现, 配股所带来的市场反应是-3.09%, 而增发则是 3.3%。他们认为, 配股公告会传递出关于公司价值的不良的信息, 并且会导致大量的间接成本。而增发能够比配股更加有效的传递出公司质量的有利信息, 并且有利于公司股权的分散。对配股的研究表明: 配股价的折扣率越高, 其市场反应越差, 而较高的股东参与程度则有利于消除一部分配股公告所产生的负的价格效应。而股权集中度, 募资规模, 公司的规模等因素不影响配股的超额收益率。对增发的研究表明: 增发的价格越高, 规模越大, 其市场反应越好; 采用增发方式的公司通常比采用配股方式的公司有更集中的股权; 公司的股本越集中, 增发所产生的市场反应越好。对英国的研究表明拟发行转债宣告会引起股票价格的上升。Kang 和 sturlz (1996) 对 561 只转债的研究表明 2 日累计超常回报为 0.83%。De Roon 和 Veld (1995) 对 47 只转债的研究表明 2 日累计超常回报为 0.61%。这种差异通常归为管理层的不同, 或者是某些利好的影响。

#### 4.2.2 国内股权再融资相关文献回顾

2000 年沈艺峰、肖琨在文章《资本市场对上市公司配股行为反应的实证研究》中, 对沪深上市公司配股行为导致的股价变动问题进行了研究。研究的样本为 1995 年 1 月至 1999 年 6 月公告了“A 股配股说明书”的 383 家上市公司。研究表明, 配股公告前 15 天的平均超额报酬率基本上为正值, 公告前 5 天平均超额报酬率转为负值, 且在公告后持续为负。该文作者认为, 资本市场对配股事件是有反应的, 但是这种反应不仅仅是在公告日出现, 而是在公告前就已经发生。配股公告前股价持续上升, 可能是因为上市公司陆续公布配股预案、股东大会决

议和获准情况使投资者在说明书公告前就对配股消息有所预期,另外也不排除消息泄露的可能。配股公告后股价下跌就说明投资者在了解了配股的具体条款后调整了先前偏高的预期。从整个过程来看,市场对上市公司配股行为的反应是积极的。

2001年李梦军和陆静在《上市公司增发新股信息与股票价格波动的实证研究》一文中,将2001年4月之前在沪深两市进行了增发的27家上市公司作为样本,研究了资本市场增发新股信息对股价的影响。他们运用市场模型研究了增发新股公告前后的超额回报率,发现从增发公告前开始,超额回报率基本围绕零波动,且负值多于正值。他们从统计角度对超额回报率进行了检验,证明其显著小于零,从而说明增发新股公告是利空消息。他们的解释是,增发这种融资方式尚未取得广大投资者的认可,在增发新股的过程中还存在着许多“非市场化”的因素,并且上市公司募集资金投向和使用效率堪忧。

2002年高宝勇在发表于《货币与资本》上的文章《增发新股与增资配股回报率的比较研究》中对配股和增发的市场反应进行了研究。所选样本为沪市从1998年1月1日至2001年3月31日实施了增发新股或增资配股并已上市流通的A股股票,共232只。对配股的事件分析表明,投资者对上市公司配股所持的是一种中立的态度,这点从《配股说明书》公告前后一个月内的平均超额回报率接近于零可以得到验证。对增发所导致的负的市场反应,他分析是因为增发价格没有限制,增发规模没有限制,并且增发的时间密度加大。对此,他提出了一些规范的建议。我国自1992年发行第1只转债以来,转债市场并不活跃,所以国内学者大多在研究转债定价问题,对于转债宣告效应的实证研究很少。

王慧煜、夏新平(2004)在《发行可转换公司债券对公司股票价格影响的实证研究》中研究了1992年到2003年在我国上市的23家转债的市场反应,表明研究期内的累计超额收益率在宣告日前呈负值,但在宣告日(第0日)后出现显著上升趋势,并且宣告日(第0日)后多为正值,第0日的累计超额收益率为0.26%,在第15日达到了最高点0.96%。

### 4.3 事件研究模型的建立和数据的收集

本文选择市场模型(见上面的公式2)进行事件研究,因为市场模型更贴近现实股市中股票与证券组合的联动关系。用市场模型对市场反应进行事件研究的方法有两种,一种是以受同一事件影响的所有样本公司为依据,计算出每天的非正常收益(Abnormal Return,以后简称AR)和累计非正常收益(Cumulative

Abnormal Return, 以后简称 CAR), 然后将这些样本公司在事件日前后同一天的 AR 平均, 求出平均非正常收益 (Average Abnormal Return, 以后简称 AAR) 和这些时间段内 AAR 相加得到的 CAR, 通过对 CAR 的分析来得出该事件对市场中符合条件样本公司的总体影响程度; 另一种方法是研究单一公司股价受某一个事件影响的反应, 计算出其事件日前后各天的 AR 和 CAR, 分析事件影响的幅度和时间范围。第一个方法耗时巨大需收集的数据繁多, 主要是对事件冲击做一些理论方面的研究, 没有多大的实用价值, 不能用于股票实盘操作当中。而后一个方法具体到某一个股票的某一个事件上, 分析该事件的影响幅度和时间范围, 对于投资者在投资股市的实际运用中有更高的价值, 因此本文试图能从这个角度进行分析。

#### 4.3.1 回归统计模型的创建

为了符合本文研究的需要, 本文对市场模型作了一些改动, 具体见下面的公式:

$$R_t = \alpha + \beta R_{m_t} + \xi_t \quad (4-3)$$

其中  $R_t$ 、 $R_{m_t}$  和  $\xi_t$ , 分别表示第  $t$  个时间点上该股票的实际收益率、证券组合的收益率和非正常收益率。根据 CAPM 定理, 本文采用上证综指或深圳成指的指数收益率来代替市场组合收益率。具体对市场反应做事件研究的步骤如下:

1. 确定事件日和估计窗口、事件窗口。以本文研究的招商地产的配股事件为例 (以下都是用这个例子), 事件日就是配股的公告日, 即招商地产通过证监会的配股申请, 公司公告配股的日期, 称为第 0 天。事件窗口就是研究配股事件对招商地产股价影响的天数, 本文研究的是配股公告后的 19 天以内的股价反应, 考虑到可能有消息泄漏的问题, 我们把事件日前 10 天也考虑进来, 即事件窗口为 (-10, +9) 共 30 天。我们把事件窗口前的 50 天作为估计窗口, 既估计窗口为 (-60, -11) 共 50 天。对于中集集团和民生银行亦如此确定。

2.  $\beta$  的估计。计算估计窗口 50 天的股价收益率和指数收益率, 通过 SPSS 软件来做回归求出  $\alpha$  和  $\beta$ 。股价和大盘的收益率是通过指数收益率来计算的, 公式为  $R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$ 。

3. 求出该股在事件窗口内的期望收益率  $E(R_t)$ 。

$$E(R_t) = \alpha + \beta R_{m_t} \quad (4-4)$$

4. 求出该股在第  $t$  天的非正常收益率。

$$AR_t = R_t - E(R_t) \quad (4-5)$$

5. 求出该股从第  $\tau$  天到第  $t$  天的累计非正常收益率。

$$CAR_t = \sum_{i=\tau}^t AR_i \quad (4-6)$$

6. 对累计非正常收益进行 T 检验, 并对结果进行分析。如果事件无影响, 则 CAR 应当服从或接近服从均值为零正态分布, 即  $CAR(\tau_1, t) \sim N(0, \tau\sigma^2)$ 。原假设  $H_0$ : 事件在  $\tau_1 \sim t$  期间没有影响, 累计非正常收益 CAR 的均值为 0; 备选假设  $H_1$ : 事件在  $\tau_1 \sim t$  期间有影响, 累计非正常收益 CAR 的均值小于 0。由于是检验事件的负面影响, 因此采用单尾检验 (One tailed), 检验统计量为:

$$Z = \frac{CAR(\tau_1, t)}{\sqrt{\tau\sigma^2}}$$

其中:  $\tau_1$  表示检验时间区间的起点,  $t$  表示检验时间区间的终点,  $CAR(\tau_1, t)$  是从  $\tau_1 \sim t$  期间  $\tau$  个交易日的累积非正常收益,  $\tau$  是计算累积非正常收益的天数,  $\sigma^2$  是市场模型残差项的方差。

#### 4.3.2 样本选定及数据的收集与整理

为了对配股、增发和转债发行三种方式分别进行事件研究, 本文就每种股权再融资方式分别选用一只典型的股票进行研究, 并从这只典型股票的研究中分析有关股权再融资的投资机会。考虑到剔除多种事件影响的可能, 例如收益公告、公司重组并购、国家政策的变更造成的影响, 本文选取三只比较典型的股票来分析这三种股权再融资方式, 分别是用招商地产 (000024) 研究配股事件研究; 用中集集团 (000039) 研究增发事件; 用民生银行 (600016) 研究转债发行事件。事件日选用的是公司的股权再融资方案得到证监会的批准, 在三大证券报纸公告的日期。

本文采用的股票价格和大盘指数的数据从港澳数据库中提取, 有关公司股权再融资的公告, 均查自中国上市公司资讯网和巨潮资讯网。为了做好回归方程, 需要对股票价格的数据和大盘指数做到一一对应, 笔者用 Excel2003 软件的 if 函数作了整理, 剔除了大盘数据中多出的天数。对于在事件窗口中的配股除权价格, 通过复权计算得出其复权价格, 然后再计算收益率。本文的统计分析和图表绘制,

均通过 SPSS for Windows 11.5 和 Excel2003 完成。

#### 4.4 股权再融资市场反应的实证研究

下面就每种股权再融资方式的市场反应分别用一只典型的股票进行实证研究，他们分别是以招商地产（000024）进行配股事件研究，以中集集团（000039）进行增发事件研究，以民生银行（600016）进行转债发行事件研究，依照上面的步骤，包括估计窗、事件日和事件窗的确定。

##### 4.4.1 以招商地产为例的配股市场反应的实证研究

2003年11月4日，招商地产获得证监会的批准，通过10:3的比例进行配股融资，配股总数为39,289,560股，配股价格为8.93元/股，并在中国证监会指定媒体上公告。招商地产在深圳证券交易所挂盘上市，所以计算市场收益率选用深圳成份指数。

下表4-1是通过SPSS建立的回归模型及其检验，从下表可看出招商地产回归模型系数的p值（sig.）很小，明显小于0.05的显著性水平，通过t检验，回归模型可用。

然后，求出事件窗口的期望收益率对指数收益率的回归方程：

$$E(R_t) = -0.001 + 0.987 R_{m,t}$$

表4-1 Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T 值	P 值
		系数	Std. Error	Beta		
1	(常数项)	-.001	.001		-.559	.579
	RM	.987	.154	.682	6.389	.000

a. 因变量: RT

通过公式(5)和(6)计算出每天的AR和CAR的值，得出表4-2，并按照时间序列的从-10天到+19天排序，绘出下面的两张序列图4-1和图4-2，然后对CAR进行单样本的T检验(One Sample T Test)分析，见输出结果表4-3:

表 4-2 招商地产配股事件窗口 CAR 数值

日期	收益率	日期	收益率	日期	收益率
-10	0.005112	0	-0.04953	10	-0.03237
-9	0.003195	1	-0.02803	11	-0.03454
-8	0.002417	2	-0.00087	12	-0.04368
-7	0.015495	3	-0.01466	13	-0.04626
-6	0.007339	4	-0.01236	14	-0.04031
-5	-0.0028	5	-0.0327	15	-0.02287
-4	-0.00329	6	-0.03544	16	-0.00495
-3	0.004132	7	-0.03592	17	-0.00125
-2	-0.00808	8	-0.04127	18	-0.00147
-1	-0.02361	9	-0.04097	19	-0.01414

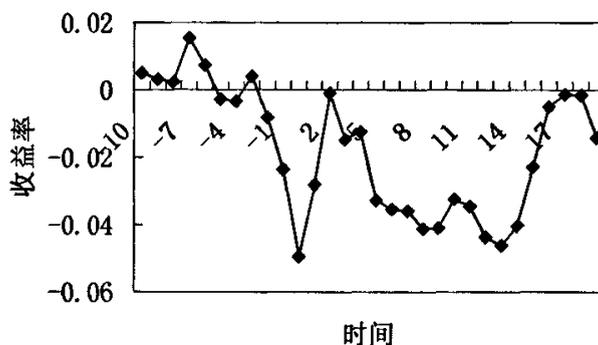


图 4-1 招商地产 CAR 走势图

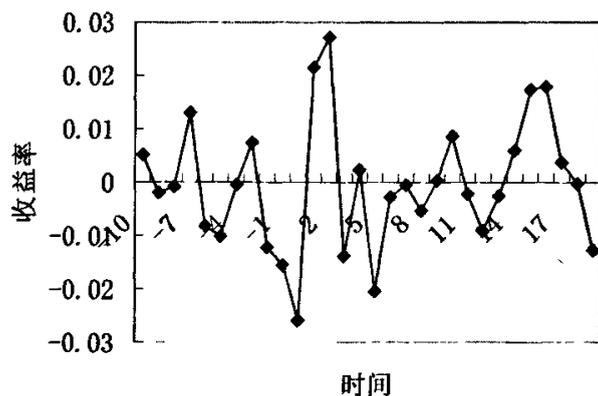


图 4-2 招商地产 AR 序列图

表 4-3 单样本 T 检验

	Test Value = 0					
	T 值	自由度	P 值 (双尾)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAR	-5.056	29	.000	-.01778880	-.02498457	-.01059303

从表 4-3 的输出结果中可看出, 招商地产-10 到+19 天共 30 天内的 CAR 对应的 T 值为-5.056, 对应的双尾检验 (2-tailed) 的 p-值 (sig.) 显著小于 0.001。由于 t 分布是对称的钟形分布, 所以, 单尾检验的 p-值应该小于 0.0005 (即 0.001/2)。因此在 0.05 的显著性水平下应该拒绝原假设  $H_0$ , 即 CAR 的均值不为零, 亦即在这段时间内,  $CAR \neq 0$ 。也就是说, 在置信水平为 95% 的情况下, 认为事件在事件窗 (-10, +19) 即 2003 年 10 月 21 日—2003 年 12 月 01 日这 30 天的时间内都是有负面影响的。

从表 4-2 可看出, CAR 最低的负值为事件日后的第 9 天, 负值达-0.049, 随后 CAR 有所回升至事件日后第二天的-0.00087, 但是 CAR 曲线又继续下滑, 直到事件日后的第 19 天, CAR 始终保持为负值。

结论: 配股事件对招商地产的股价在事件窗内 (-10, +19) 造成了较大程度的负面影响, 最低的 CAR 值为-0.049。事件窗前有 4 天的 CAR 为负值, 表明可能配股消息有泄漏, 股价提前做出反应。但是配股有负面影响的时间过长, 共 30 天之久, 因此也不能排除有公司基本面或房地产行业和市场环境情况等其他因素的作用, 不能简单的认为完全是配股事件的影响, 需要做具体问题具体分析。

投资机会分析: 配股事件对招商地产股价的影响是短期的, 配股没有对原有社会公众股股东造成太大的负面作用。在市场对该事件做出消极反应后, 配股事件的负面影响将逐渐消除, 股价会缓慢回升。投资者可以抓住股价下跌这个机会, 在股价跌至低点时介入, 在股价反弹至招商地产正常价格水平时抛出, 就可以获得短期的超额投资收益。

#### 4.4.2 以中集集团为例的增发市场反应的实证研究

2003 年 11 月 14, 中集集团 (000039) 获得证监会批准, 并在三大证券报上公告, 增发不超过 1200 万股人民币普通股 A 股, 原社会公众股股东按 10: 3 的比例优先认购, 超过 10: 3 比例的优先认购股数的, 其超出部分与其他社会公众

投资者一起参加比例配售。中集集团在深圳证券交易所挂盘上市，所以计算市场收益率选用深圳成份指数。

下表是通过 SPSS 做出的回归模型及其检验，从下表可看出中集集团回归模型系数的 p 值 (sig.) 为 0.004，明显小于 0.05 的显著性水平，通过 t 检验，回归模型可用。

然后，求出事件窗口的期望收益率对指数收益率的回归方程：

$$E(R_t) = 0.001 + 0.507 R_{m_t}$$

表 4-4 Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T 值	P 值
		系数	Std. Error	Beta		
1	(常数项)	.001	.002		.503	.617
	RM	.507	.167	.406	3.043	.004

a 因变量：RT

通过公式 (5) 和 (6) 计算出每天的 AR 和 CAR 的值，得出表 4-5，并按照时间序列的从 -10 天到 +19 天排序，绘出下面的两张序列图 4-9 和 4-10，然后对 (-10, +19) 共 30 天和 (-10, +11) 共 22 天的 CAR 进行单样本的 T 检验 (One Sample T Test) 分析，见输出结果图 4-3 和 4-4：

表 4-5 中集集团增发事件窗内 CAR 数值

日期	收益率	日期	收益率	日期	收益率
-10	-0.0218	0	-0.04994	10	-0.0083
-9	-0.01023	1	-0.059	11	-0.01349
-8	-0.00425	2	-0.06183	12	0.057084
-7	-0.023	3	-0.07066	13	0.07611
-6	-0.0192	4	-0.06354	14	0.060832
-5	-0.01945	5	-0.07345	15	0.064307
-4	-0.02022	6	-0.06576	16	0.074527
-3	-0.02118	7	-0.06305	17	0.063577
-2	-0.02267	8	-0.05069	18	0.053045
-1	-0.03101	9	-0.01366	19	0.079927

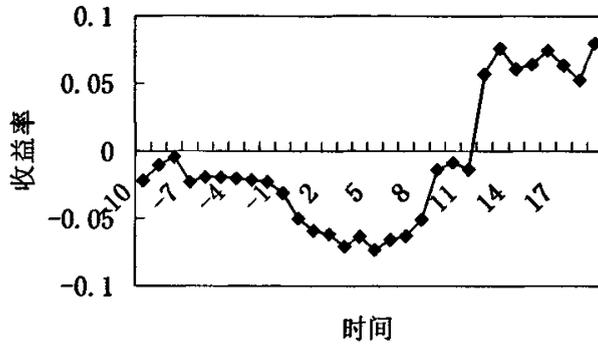


图 4-3 中集集团 CAR 走势图

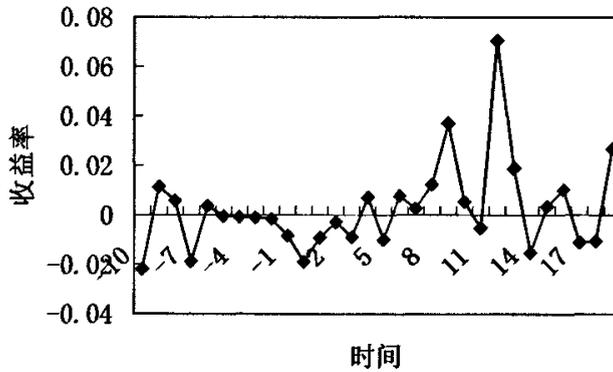


图 4-4 中集集团 AR 序列图

表 4-6 单样本描述性统计

	样本个数	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CAR	30	-.00856541	.050248095	.009174005
CAR1	22	-.03574411	.023531724	.005016980

表 4-7 单样本 T 检验

	Test Value = 0					
	T 值	自由度	P 值 (双尾)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAR	-.934	29	.358	-.00856541	-.02732836	.01019753
CAR1	-7.125	21	.000	-.03574411	-.04617750	-.02531073

从表 4-7 的输出结果中可看出, 中集集团-10 到+19 天共 30 天内的 CAR 对应的 T 值为-0.934, 对应的双尾检验 (2-tailed) 的 p 值 (sig.) 为 0.358, 单尾检验的 p 值应当为 0.179 (即 0.358/2), 大于 0.05 显著性水平。因此在 0.05 的显著性水平下不能拒绝原假设  $H_0$ , 即 CAR 的均值可能为零。但是这并非能说明增发事件在该时间段没有影响, 而是由于测试的时间段过长, 把事件影响过后的数据加入后造成 CAR 在 0 值以上的数据过多, 因而检验没能通过。在 CAR1 的检验中, 我们选取了 (-10, +11) 共 22 天的数据, 效果就比较好。从表 4-7 可看出, CAR1 对应的 t 值为-7.125, 双尾检验的 p 值明显小于 0.05 显著性水平, 通过检验, 拒绝  $H_0$ , 说明事件在这段时间有明显的影晌。

从表 4-5 可看出, CAR 最低的负值为事件日后的第 5 天, 负值达-0.073, 随后 CAR 有所回升, 至事件日后第 12 天大幅反弹超过 0 达 0.057 之高, 然后 CAR 曲线又继续上升, 直到事件日后的第 19 天, CAR 始终保持为正值, 最后 CAR 值为 0.0799。

结论: 增发事件对中集集团的股价在事件窗内 (-10, +5) 造成了短期较大程度的负面影响, 最低的 CAR 值为-0.073。事件窗前有 10 天的 CAR 为负值, 表明增发消息存在严重泄漏问题, 股价提前做出反应。但是增发的有负面影响的时间明显比招商地产的配股的负面影响的时间段, 只有 16 天, 然后股价便出现了大幅的反弹。这一方面是由于中集集团的增发方案对原有社会公众股股东的保护较好 (有 10: 3 的比例), 另一方面, 也是由于中集集团良好的基本面, 引起众多机构在其增发利空消息消化后出现大量抢筹的行为, 造成其股价的大幅飙升。增发影响的时间和比配股短, 这与国内外的一些相同的事件研究得出的结果不太一样, 我认为这是由于在我国增发的门槛比配股要高造成的, 增发公司的业绩普遍要比配股好, 而且增发筹资建设的项目的回报率也相当高, 自然吸引了许多投资者, 尤其是机构投资者, 参与增发和在增发后低价抢夺筹码, 造成在增发后较短的时间后股价的上扬。还有要考虑的是, 大盘其增发后几天出现了大幅的上扬行情, 中集集团是一只业绩优良的蓝筹股价值低估, 这类股票在大盘上扬的同时往往会有更优异的表现。

投资机会分析: 增发事件对中集集团股价的影响是短期的, 其影响比配股的影响时间还短, 这种情况与国外的分析有些不同。在市场对该事件做出负面反应后, 增发事件的负面影响将逐渐消除, 股价会回升, 由于增发公司的业绩越来越好, 股价回升的速度和幅度可能较大, 例如中集集团。因此在优质公司增发之后是一个很好的在低价购入的投资机会, 在增发负面影响消除之后, 这种优质公司消除了股价上涨的负面消息压力, 未来的涨幅可能较大, 主要看该公司的基本面

和市场的环境而定。

#### 4.4.3 以民生银行为例的转债发行市场反应的实证研究

2003年2月21日,经证监会批准,民生银行在三大证券报上公告,发行的40亿元人民币可转换公司债券,每张票面金额为100元,第一年利率为1.5%,以后逐年递增,初始转股价格为10.11元/股。民生银行在上海证券交易所挂牌上市,所以计算市场收益率选用上证指数。

下表是通过SPSS做出的回归模型及其检验,从下表可看出民生银行回归模型系数的p值(sig.)明显小于0.05的显著性水平,通过t检验,回归模型可用。然后,求出事件窗口的期望收益率对指数收益率的回归方程:

$$E(R_t) = -0.002 + 1.127 R_{mt}$$

表 4-8 Coefficients (a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T 值	P 值
		系数	Std. Error	Beta		
1	(常数项)	-.002	.001		-1.122	.268
	RM	1.127	.095	.866	11.869	.000

a 因变量: RT

通过公式(5)和(6)计算出每天的AR和CAR的值,得出表4-9,并按照时间序列的从-10天到+19天排序,绘出下面的两张序列图4-5和4-6:

表 4-9 民生银行发行转债事件窗内的CAR数值

日期	收益率	日期	收益率	日期	收益率
-10	0.033268	0	-0.00046	10	0.019124
-9	0.028627	1	-0.01273	11	0.025513
-8	0.031269	2	-0.00628	12	0.028179
-7	0.030829	3	-0.00769	13	0.033205
-6	0.02095	4	0.010247	14	0.031179
-5	0.019818	5	0.00148	15	0.029623
-4	0.015772	6	0.009148	16	0.041861
-3	0.014047	7	0.008754	17	0.080426
-2	0.0128	8	0.003532	18	0.091384
-1	0.00245	9	0.007449	19	0.10417

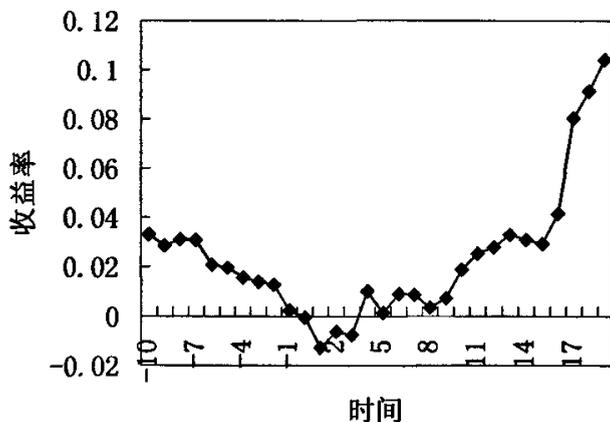


图 4-5 民生银行 CAR 走势图

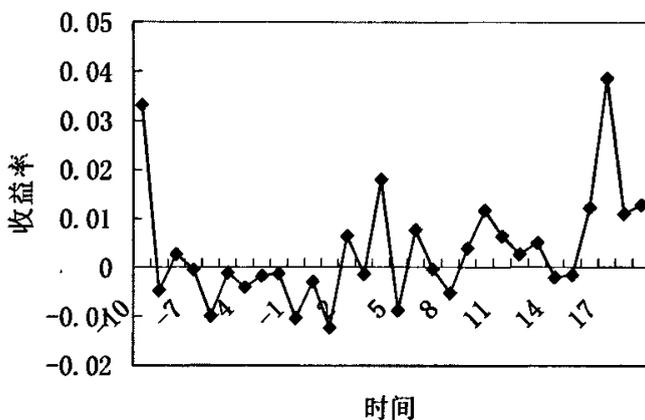


图 4-6 民生银行 AR 序列图

从表 4-9 中的 CAR 数据可看出, 民生银行从-10 到+19 天共 30 天内的 CAR 只有 4 天的 CAR 是负值, 其中事件日的 CAR 为-0.00046, 在事件日后第一天为-0.012, 达到最低值, 此后 CAR 开始缓慢回升, 到事件日后的第 19 天 CAR 的正值高达 0.10。

结论: 从这些数据可看出, 发行转债对该公司的股价影响时间极短, 幅度也不大, 严格来说, 事件的影响只有两天就结束了, 而在其余的时间里, CAR 有 26 天为正值, 显示出该股的走势极为强劲。转债的影响比增发和配股要小, 在国内外相关的文献中也有提到, 在这里民生银行的情况也不例外, 有的国家, 如英国, 实证表明 CAR 甚至为正值, 因为公司发行转债表明了公司对未来的股价

很有信心。民生银行发行转债没有对其二级市场的股价造成较大的影响，一方面是由于转债这种新的股权再融资方式没有对二级市场有一个直接的冲击作用，一般还有一个半年以上的转股期缓冲，而且转债的条件也十分优厚，这在下一章将会详细阐述我国转债存在严重的低估的情况。另一方面，我国股份制银行的公司治理机制较为完善，每年的业务发展的潜力也相当好，发行转债融资只是由于资产业务发展过快，银行核心资本需要得到同步的补充而已，这是我国银行业近期的一个显著的行业特点，并非银行的经营出现困难才融资的。所以，相当多的投资者仍然对民生银行未来的业务发展抱有信心，不会大量抛售其股票，许多机构投资者自己手中也大量持有民生转债，为了让自己的转债转换成为股票获利，他们也往往愿意将股票的价格抬高来获利。目前，我国以基金为首机构投资者的实力得到大大增强，机构投资者完全有实力来实现抬高股价的能力，加上我国机构投资者之间持股趋同化的现象也十分严重，出于相同的利益，他们之间也存在相互勾结的可能，机构投资者之间的博弈与合作也是我国资本市场上一个新兴的现象。因此，民生银行发行转债没有对其二级市场上的股价造成很大的负面影响，而且在后来的股价还一路上扬，其中并不排除机构投资者操纵股市的可能。

投资机会分析：转债发行事件对民生银行股价的影响是短暂而且幅度有限，其影响比配股和增发的影响时间短得多。在市场对该事件做出负面反应后，转债发行的负面影响将很快消除，股价会回升，而且由于转债的特点，许多机构投资者都会参与认购，客观上也存在将二级市场的正股价提高可能，因此，事件日后不长的时候股价很有可能会上升，建议投资者关注发行转债的公司，特别是质地优良的公司股价。由于当前我国实行了股东分类表决机制，转债发行项目的质量有所提高，这些发行公司一般都有较好的投资价值。在事件负面影响消除后购入该公司股票会在二级市场有很好的获利机会。当然，实际效果如何还要看市场的大环境因素，毕竟转债仅仅是给投资者一个买入期权，如果大盘下跌拖累公司股价的话，这个期权也会失去其内在价值的。

## 第五章 股权再融资的投资机会

关于三种方式的投资机会分析，前一章已通过事件研究的分析方法来分析市场的反应，并就三种股权再融资方式分别举了三个较为典型的例子，主要分析的是二级市场上的投资机会。下面，本文就在一级市场上股权再融资行为给投资者带来的投资机会进行分析。

### 5.1 配股的投资机会

#### 5.1.1 配股在一级市场上的投资机会

参与配股的老股东，只是能够补偿其在股份摊薄带来的损失，如果不参与配股的话，将会面临股价除权而遭受损失，因此流通股股东往往反对配股，但是又不得不掏钱参与配股，他们是现有配股政策的受害者。对于非流通股股东来说并没有这种担忧，股价的损失对于他们来说没有现实意义，因此他们对于参与配股没有太大的兴趣，反而对配股需要的大量资金感到头疼。从利益最大化的角度考虑，他们往往放弃配股，将自己手中的配股权证转让，获取转让收入，而又不必付出资金，获取无风险的利益。因此，出现了非流通股股东大力支持配股政策，而又大部分放弃参与配股的怪现象。现行的配股政策成为了非流通股股东侵吞流通股股东的一种手段，是不恰当的制度安排。国家应该规定不参与配股的非流通股股东，其应配份额向社会公众发售，这样既杜绝了非流通股股东的不合理收益，降低了非流通股股东的配股再融资的热情，又达到了降低国有控股比例、稀释股权的目的。

对于市场上的机构投资者而言，他们往往对配股的折价率很有兴趣。配股的定价方法有几种，其中目前较为流行的是市价折扣定价法，在配股公告日之前30天的平均价的10-15%的折扣率。这样，按照同股同权的原理，参与配股的机构投资者就能以低于现有的流通股股东10-15%的成本获得相同的股份，扣除付出的购买配股权证的费用仍然有利可图。因此，类似基金、资产管理公司等机构投资者对参与配股都表现了一定的兴趣。但是，这些机构有较为强大的研究机构，对参与配股的对象也是经过研究，一般是对于有投资价值的公司才会参与配股。而且机构投资者参与股权再融资能够不必付出在二级市场上购买股票的手续费

和股价上涨带来的成本增加,对于他们来说,是一个很好的介入优质股票的机会。

而对于一些没有多大价值的公司配股,机构投资者是不会参与的,中小投资者更加对此类配股不感兴趣。因此,近来股市中就出现了配股发不出去的公司,最后由证券包销机构吞下苦果,这也是社会公众用脚投票,变得理智化的一种表现,恶意“圈钱”行为遭到投资者的唾弃。

### 5.1.2 配股事件在二级市场上的投资机会

正如上面的事件研究结论,配股一般都会带来负效应,这在我国更加明显,公众在目前证券市场“圈钱”严重的现实情况下对配股的反应较为强烈。然而,对于一些良好业绩,有合理项目的配股,配股公告带来的负效应只是短期的反应,对于公司的长期业绩不会产生不良的影响。相反,良好的配股项目能增加公司利润来源,增强公司实力,对公司的长期业绩有很好的推动作用。因此,对于理性的长期投资者而言,如果实行配股的公司是质地优良的上市公司,配股应当是一个利好的消息,应当抓住短期股价下跌的机会,用较低的成本购得股票,获取长期收益。目前,我国实行分类股东表决机制,上市公司的配股提案需得到流通股股东的半数以上支持才能通过,在此情况下,低劣的配股项目会大大减少,优质配股项目会占越来越大的比重。因此,投资者目前不能对配股事件过分地做空,应当区分不同公司的配股项目,以把握投资机会。

## 5.2 增发的投资机会

### 5.2.1 增发的一级市场投资机会

增发新股对比配股而言,非流通股股东失去了转让配股权证的收入的机会,是一大进步。虽然非流通股股东不参与认购新股,手中持有的股份可能会遭受价格的损失,但是对于这些非流通的股份而言,市价只是一个计价的资产而已,对他们没有现实的意义。对于流通股股东而言,如果增发新股的价格和市价相同或者高于市价的话,增发新股对他们没有什么影响。然而,如果增发新股的价格太高的话,新股有发不出去的危险,因此,增发新股的价格一般都会比市价要低,在我国一般是按照增发日前30天收盘价的算术平均价折扣10-15%确定增发价格的。这样,按照同股同权的原理,流通股股东就必须参与增发,而且必须按照其现有的比例获取增发的优先配额,否则就会受到折价的损失。因此,在增发方案

中，优先对流通股股东配售的比例越高，对流通股股东的保护就越大，有些增发项目对流通股股东优先配售的部分还超过了流通股股东原有的比例，这对流通股股东来说是一个利好的消息。例如，宝钢股份对社会公众股股东的配售部分就达到 10:10，这对于流通股股东而言是很大的利好，这也是为什么宝钢增发项目获得流通股股东支持的原因。

然而，在我国现实股市中，流通股股东往往放弃配股，选择将自己的股份抛出，逃避配股，这对发行公司的股票在二级市场上的表现是一大打击，这可以从前面事件研究中 CAR 的负值可以看出。这也反映出了目前我国股市恶意“圈钱”严重的事实，增发公司募集资金的项目不明确，或随意改变募集资金用途的公告屡见不鲜，严重打击了投资者的信心，也对优质公司合理的股权再融资项目受到牵连，增发不畅的消息时有耳闻。

对于流通股股东中的机构投资者，他们显得更为理智，对上市公司的基本面有较好的把握，往往能够分清股权再融资项目的优劣。机构投资者对良好的股权再融资项目行使投票权支持，对劣质项目投票否决，这是市场的力量对股权再融资市场的规范，是我国证券市场上的一大进步，具有重大意义。机构流通股股东对于优质公司的股权再融资项目往往踊跃参加，中小股东在增发前抛售股票造成股价的下跌，这对于机构投资者而言是一个很好的介入机会。例如，宝钢股份的增发项目就得到了机构投资者的大力支持，而且他们还在宝钢股份发布增发公告后抢购二级市场上的筹码，争取获得更多的增发份额。在此方面，机构投资者一般都会对优质的增发项目反应积极，这与个人股股东相比显得更为理智。

### 5.2.2 增发的二级市场投资机会

在二级市场上，增发消息对股价的冲击往往表现为负效应，这可以从前面的 CAR 分析中可以看出。如果增发公司切实履行增发承诺，增发项目效益良好的话，增发不仅仅不是利空事件，而且还改善了公司的效益情况，增强了公司实力，对于公司而言是一个长期利好。因此，投资者应当加强对增发项目的分析，甄别增发项目的优劣，而不是一味的否定增发，对于良好的增发项目公司的股票要大胆购入，抓住股价下跌的机会低价购买优质公司的股票，可以获得长期的超额收益。这也是投资者抓住股市中无效的缺点来获取超过平均利润的机会。普通投资者往往由于自身的心理缺点或者分析水平等等的问题而对增发项目做出错误的判断，尤其是在当前中国股市恶性增发不断的情况下，投资者更是对增发有一种盲目的恐惧心理，盲目抛售增发公司的股票，这其中也包括一些良好业绩的增发

公司，这就给理性的价值投资者低价购买优质公司股票，创造超额收益的机会。

### 5.3 转债的投资机会

#### 5.3.1 转债发行一级市场的投资机会

##### 1. 普通股股东在转债一级市场的投资机会

国外，转债是作为一个创新的金融工具来发行的，国外的转债一般都具有债券、股票和期权的三方面特点，是公司股东和社会公众投资者相互博弈的一个金融工具。而在国内，转债发行主要是作为增发新股的一个替代品，带有明显的股性，为了让投资者顺利转股，转债的条件一般都十分优厚。连国际金融巨头索罗斯在得知中国转债的具体情况后都惊呼，“中国的转债低估得难以置信……”。<sup>1</sup>下面就具体分析一下转债在国内与国外有什么不同。

《公司理财》(Stephen A. Ross 等著，吴世农、沈艺峰等译，第 26 章)中提到，具体搞清转债发行的原因比较困难，为了不令人太过迷惑，书中列举了一些已成定论的学术观点，并且对比了转债和纯粹债券、转债和普通股的关系。对于每一项比较，书中讨论了在何种情况下发行转债对公司有利，而在何种情况下发行转债只会把公司弄得更糟，如表 5-1 的说明：

表 5-1 对转债有利和不利的说明<sup>2</sup>

项 目	如果公司在随后的表现很差	如果公司在随后的表现出色
转债	因为股价低廉，故转债不会被转换	因为股价较高，故转债会被转换
比 较		
与纯粹债券比较	因为息票利率较低，故转债提供了较便宜的融资。	因为转债被转换，造成现有股份稀释，故转债提供了较高的成本融资
与普通股比较	因为公司本可以按较高价格发行普通股，故转债提供了较昂贵的融资。	因为当转债被转换时，公司实际上是按较高价格发行了普通股，故转债提供了较便宜的融资。

<sup>1</sup> 引自 2003 年 11 月 5 日发表于《金融时报》的《谁攫取了转债的超额利润》。

<sup>2</sup> 引自罗斯等著的《公司理财》(机械工业出版社，第 5 版)

通过对表 5-1 的对比分析，可以得出以下几点结论：

(1) 与纯粹债券相比较而言，若公司决定发行可转换公司债，在其发行后的时期里该公司股票表现出色，这反而对公司是不利的。但若公司股票的表现差劲，则发行后可转换公司债是有助于公司的。在一个有效的证券市场中，股价是随机游走的，谁也不能预测股价。因此，我们无法推论可转换公司债是优于还是劣于纯粹债券。

(2) 与普通股比较而言，若公司股票在可转换公司债发行后的市场表现出色，则发行转债对公司有利。相反，若公司股票在随后的市场表现很差，那么发行转债对公司是不利的。在有效的证券市场上，没人能预测未来股价的走势。因此，我们无法说明发行转债是优于普通股还是劣于普通股。

由上面的分析表明，在国外转债的发行究竟对公司有利，还是对投资者有利根本是无法说明的。发行公司和投资者的决策依据是对于公司未来股价的判断，对转债的投资与否就是一个发行公司与投资者的博弈的过程。转债的选择权就如同期权的买卖一样，期权的买方和卖方都是一个博弈的过程，判断正确的一方获利，判断错误的一方承受一定程度的损失。

然而，在中国，转债基本上就是对投资者倾斜的，为了顺利实现让持有人将转债转换成股票，发行公司制定了许多有利的政策，例如低廉的转股价格、利率逐年上调、缩短转股期限、转股价下调条款、回售条款等十分优惠的条款，因此转债具有很强的股性，债性反而并不明显，买入期权的代价也十分低廉。按照理性分析的角度，在利率方面，为了付出转债的买入期权的成本转债的利率应当比纯粹债券要低，但是我国的转债的利率为 1% 左右比普通一年期的国债的利率 2% 虽然低一些，但是，票面利率却是逐年上调的，条件也相当优厚。在转股价格方面，国外的转股价格都大幅度超过转债发行前的股票收盘价，然而我国转债的初始转股价格较低，一些转债的转股溢价比率为 1%，例如民生转债，这就是说投资者获得一个股票的买入期权只需要付出股价 1% 的代价，十分低廉。此外，转股的期限也十分短暂，例如民生转债的起始转股期只有 6 个月，转股价格向下修订的条款，生怕投资者无法转股。回售条款也让投资者可以耐心地长期持有转债等待转股的机会，因为就算最后转债无法转股，投资者也可以将持有的转债面值的 106% 的价格回售给发行公司（见民生转债发行条款），这些条款都为投资者最终转股做了很好的铺垫。可见，中国的转债的条款是十分优厚的，对投资者严重倾斜，转债的投资价值严重低估，如果不是中国在 2000 年以来，股市持续低迷的时间过长幅度过大的话，恐怕现在市场上所有的转债都已经转换成为股票了。当前，随着中国股市逐步周向健康发展，股权分置等股市中大问题的解决，转债

的转股价值也会逐步被发掘出来。

华菱管线（000932）发行的华菱转债（125932），属于条件相当不错的转债之一，本人下面就以此为例来分析中国转债的优厚条件和发行者的真正意图，以及这些优惠条件带给投资者的绝佳的获利机会。众所周知，转债的价值由债券价值和期权价值构成，其中根据 B-S 期权定价模型，期权的价值由转股价格、行权期限、正股股价、无风险利率、股息率和股价波动率来决定，下面通过分析转债的债券价值和期权价值来揭示这只转债优厚的条件，如下表 5-2 所示：

表 5-2 华菱转债转换条款分析表

	具体条款规定	发行者意图	投资者的机会
利率条款	第一年 1.0%，第二年 1.5%，第三年 2.0%，第四年 2.5%，第五年 2.5%	增加转债的债券价值，提高转债持有者的购买欲望，提高融资的金额。	获得几乎与一年期国债的同等利率水平，债券价值极高。
转股期	6 个月	让投资者迅速转股，减少利息的支付。	转股期短，相当于扩大了股票买入期权的期限。
债券期限	5 年	让投资者有更长的转股期间，保证转股最终能完成。	相当于股票的买入期权有长达 4.5 年的期限。
转股价格	5.01 元	在市盈率不到 10 倍时发行，提高转股的可能，提高转债的吸引力。	市盈率不到 10 倍的转股价格，上升空间极大，获利空间很大。
转股溢价	0.10%	降低转股的成本，提高转债的获利空间，提高转债的吸引力。	相当于股票的买入期权的购入成本只有股价的 0.1%，十分低廉。
转股修正条款	在转债的存续期间，股票连续 5 个交易日收盘价平均值低于转股价格 95% 时，公司有权向下修正转股价格，但修正后的转股价格不低于前 5 个交易日公司股票价格的平均值。	让股市低迷时仍然能让投资者迅速转股，减少公司支付转债利息的时间和数额。	相当于股票买入期权的执行价格还可以向下调整，比国际上任何一个买入期权的条件都要优厚。
回售条款	当股市股价连续 15 个交易日收盘价低于转股价 85% 时，转债的持有者可以以转债面值的 107% 的价格回售给公司。但是首次满足条件时必须执行，否则当年不能再执行。	保证转股价格于收盘价的差额不长期超过 15%，在股价长期下跌的情况下迅速向下修订转股价，保证在熊市中仍能迅速转股，减少利息的支付。	相当于保证股票买入期权的执行价格与股价的差额不大 15%，比国际上任何一个买入期权的条件都要优厚。
赎回条款	当公司股价连续 30 天超过转股价格的 130% 时，公司有权按转债面值的 105% 强制赎回未转股的转债。	敦促转债持有者尽快转股，减少利息的支付。	注意符合条件时必须转股。

资料来源：华菱转债的条款来自于巨潮资讯资料整理

在第二章中提到,公司的股权代理成本,我国的上市公司总想以最小的成本来获得最多的股本资金,从对华菱转债的条款设计就可以看出来。华菱公司虽然发行的是转债,但是总想将其转换成为股票,并尽可能地减少公司的利息支出。通过计算发现,如果华菱公司不将转债迅速转股的话,每年需要支付的转债的利息最少都高达2000万(=20亿发行额 $\times$ 1%),而且每年的利息额还呈上升趋势,大大提高了融资成本。虽然,在股市低迷时让投资者行使转股权会让投资者已较小的价格购得更多的公司股份,加大了对公司非流通股股东股本的稀释,但是在我国现有的公司治理结构下,上市公司并不关心股本的稀释,只要能把转债转成无需支付利息和无需归还本金的股票就可以了。这一点可以从回售条款看出来,假如收盘价连续15个交易日低于转股价的85%时,投资者可以以面值107%的价格回售给公司,如果是在前三年出现这种情况的话,在一年期存款2%利率的条件下投资者回售给公司是稳赚不赔的。可以想象一下,如果公司20亿的转债全部回售给公司的话,公司的资金流动性都会出现困难,因此,公司是一定不会让这种情况出现的,一定会调低转债的转股价格,即使是转股的价格已经很低。这就给了投资者很好的投资机会,尤其是在股市持续低迷的时候转债的转股价格是相当低的,比如在2005年4月30日华菱管线的股价已经连续7个交易日低于转股价格的85%( $4.25=5.01\times 85\%$ ),因此当到股价低于4.25元的第14个交易日,公司是一定会下调转股价格的,以保证转股的实现。因此,近期购买华菱转债是相当有利可图的。如果在低迷的股市当中,转债是难得的低风险投资品种,存在价值严重低估的现象。尤其是当整个股市行情低迷、股价指数及发转债公司之股票价格均跌至历史相对低谷时,是应大胆购入转债的好时机,此时新发行的转债的转股价格都相对较低或者原来发行的转债的转股价格都会向下调整,相当于投资者购买了发行价格较低的新股,上升的潜力很大,或者是相当于转债的执行价格较低,股票买入期权价值相对较高,十分值得投资者关注。

总体而言,如果不是中国股市自2001年以来连续四年的持续低迷、与GDP的高增长相背离的话,这段时间上市的转债大多都应当转换成股票了,这其中也有中国股市普遍存在价值高估的原因,造成转债的买入期权和转股功能失效。随着中国证券市场改革的进程不断加快和股权分置改革的进行,随着股市的转暖,使转债的转股功能被挖掘。毕竟,在中国发行的转债最后的目都是要转换成股票,在日前的情况下没有哪家上市公司会希望最终到期归还转债的本息,因此在转债的5年存续期间里,上市公司会选择在股市跌至低位、公司正股股价的泡沫被挤尽的时候下调转股价,让转债的买入期权的价值提高,使得投资者最终转股成功。

## 2. 非流通股股东在一级市场上对转债的套利行为

我国转债的转股条件的优厚和蕴藏的投资机会已被很多机构所重视，各方投资者都对转债市场跃跃欲试，其中也少不了上市公司的非流通股股东，下面就非流通股股东在一级市场上对转债的套利行为进行分析。

按照同股同权的原理，非流通股股东以其净资产的成本获得大比例的转债的配售权，对于流通股股东来说是十分不公平的。非流通股股东往往在上市时就将手中的转债进行抛售以赚取超额利润，而流通股股东则要在二级市场上等待其转股期的到来，等待股市回暖时，将转债进行转股才能弥补其遭受的股价损失。为了使非流通股股东能在转债上市的时期能顺利获得超额无风险收益，转债往往许诺的优厚的条件，例如逐年增加利率、转股价自动修订、强制赎回、无条件回售等等，其实有些条件“好”得都有些多余。这些条件都保证了转债在上市开盘时能达到高价，让非流通股股东在上市时顺利抛售转债获取超额收益。非流通股股东之所以对转债的认购如此痛快，与转债能获得无风险收益不无关系，一方面转债跌破面值的情况极少出现，而且就算跌破面值，损失的也只是时间价值，增加了机会成本而已；另一方面是因为各方面的资金都在注意着转债。相对于总值不到300亿的转债流通市场，现在市场上进入转债市场上的资金已经远远超出了这个数字，加上基金、QFII等都已大举进入。转债的市场在升温，非流通股股东申购的转债在上市后就能顺利脱手，并不像配股那样有不能流通的限制，非流通股股东大量申购转债然后抛出，贯穿其中的就是巨额的无风险收益。因此，应当对非流通股股东认购转债的比例加以限制，并对其持有的转债加以一个锁定期，以杜绝非流通股股东攫取不公平的超额利润，杜绝转债发行成为非流通股股东的掠夺债市的投机工具。对于这种情况，转债中介应运而生，他们往往帮非流通股股东申购转债筹集资金，同时帮其在上市后找下家，这就是非流通股股东减持转债往往通过大宗交易转让的重要原因之一。

非流通股股东的这种行为还往往造成转债上市后高开低走的走势，这对于希望转债在二级市场上涨来弥补其股价损失的流通股股东来说是非常不利的。据统计，非流通股股东认购比例越大的转债在上市往往价格越高，其后价格就逐步走低。

最先发现转债发行在一级市场上存在无风险套利机会的大股东可以算是江淮汽车（600418）的江汽集团了，江汽集团足额认购了3.8亿的转债，占8.8亿江淮转债发行总额的43%。江汽集团没等到半年以后以17.18每股的价格转股而是在上市时就大举抛出1.7亿转债，随后又陆续将剩余的江淮转债抛出。其认购时的成本为100元/张，平均的抛出成本在110元/张左右，短短半个月，江汽集

团就获利 2000 多万元。在招商银行的 65 亿元的转债的认购中，招商银行的前三大股东全部参与了招行转债（110036）的优先配售，共获得 15.57 亿元的转债。据华宝兴业的债券分析员的统计，招商银行的非流通股股东共参与了招行转债的 77% 比例。事实上在 2004 年实施的 12 例的转债发行中，只有营口港、山东海龙的非流通股股东全额放弃了配售额，如果不是迫于流通股股东的压力，许多公司的非流通股股东还希望增加认购比例。这些非流通股股东对于认购转债的热情显然不是为了推进股权再融资那么简单，他们只是希望获取投机收益，而对于只能在二级市场上的购买转债的机构投资者而言，这显然不是一种公平的制度安排，需要加以改进。

### 5.3.2 转债发行在二级市场上的投资机会

在上一章我们已经分析过，转债的发行对二级市场上的正股股价没有造成多大的负面影响，相反，条件优厚的转债发行可能还会对正股股价有良好的支撑作用，如同我们分析的民生银行的例子。我们应当具体对待每一只即将发行上市的转债，认真研究其募集说明书的条款，如果条件足够优厚的话，该转债的发行不应当被视为利空，投资者应当抓住机会在该转债的正股股价跌至低点的时候介入，随着转股期的到来，正股股价相应上涨，投资者可以获得相应的超额收益。

### 5.4 再融资事件带来的投资机会思考

对于部分一级市场的套利投资机会，比如可转换公司债的一级市场的套利机会，一方面会随着制度的完善和市场的自我平衡能力很快的消失，不应作为主要的投资机会来研究。

在投资机会的把握方面：首先，着重研究融资项目的基本面，即项目本身的发展前景以及公司整体的诚信状况、经营水平等做出评价；其次，利用实证的结果，对事件影响股价的天数和程度做出量化估计，以保证做出正确的决策和准确地把握时机；第三，注意实证分析模型的修正。实证分析模型不是在任何情况下都是可靠的，为了保证实证分析模型的可靠性，及时地对其进行修正是非常必要的，以保证其适应市场环境等因素的变化。

## 第六章 总结

### 6.1 本文的主要结论

1. 在中国资本市场不断发展的今天，证券市场的有效性不断提高，尤其是流通股股东的分类表决机制的建立和监管层对于股权再融资监管的加强，上市公司的股权再融资项目的质量肯定也会不断优化，一味认为上市公司的股权再融资是利空事件是非理性的。

2. 由于股权代理成本和中国上市公司管理层的激励机制尚不完善，一些优质上市公司的股权再融资项目也通过股权融资来完成，这就给了我们投资者低价参与优质公司的股权再融资项目提供了机会，投资者应当积极参与此类股权再融资项目。这也是一些机构投资者低价收集优质公司筹码的良好机会。

3. 在二级市场对待三种股权再融资方式的反应方面，配股和增发都有一定程度的负面影响，主要视其项目的质量和融资方案的优劣，转债发行的负面影响相对要小得多，如果转债的条件优厚，该公司二级市场的股价还可能因此大幅上涨。投资者应当加强对上市公司股权再融资的研究，在其股价跌到低位时候介入，等待股价上涨可以获得超额投资收益。

4. 当前由于公司的治理结构的缺陷，上市公司偏好股权融资，使得中国目前发行的转债带有很强的股性，其条款自然也相当优厚。这些转债存在着严重的价值低估的现象，一旦我国股市走出下跌的轨道开始上涨，这些转债的价值就会大大增加。投资者应当加强对目前我国转债的研究，购入其中一些良好的品种，在股市低迷的时候可以获得稳定的利息收入，股市回升的时候又可以将其转换成股票获利，是目前中国股市中少有的低风险投资品种。事实上，QFII 等机构资金非常关注中国转债市场的投资价值。

5. 可以通过事件研究方法来形成一种投资股票的实际操作方法，即对某种事件冲击下的股票反应作研究，如果其股价对于事件的反应不是有效的，即对于利空，公司的股价下跌过多或者对于利好，股价上涨太少太慢，投资者便可以购买这些低估的股票，从中获得超额收益。

## 6.2 本文的不足和改进

1. 由于目前国内证券市场处于不断变革的时期,各种制度的创新不断出台,对我国的股权再融资市场也造成了一定的影响。例如,现在的新股询价制和正在进行的股权分置改革,都会对证券市场上的股权再融资产生一定的影响,这些制度的创新内容也应当加入到对股权再融资的研究中。但是由于这些制度目前还在完善当中,本文没有进行研究。

2. 目前对于机构投资者和个人投资的行为研究尚处于初级阶段,机构投资者的投资行为和投资理念也是在不断地完善和改进。各类不同的机构投资者之间存在着一定的利益博弈关系,其行为也并非整齐划一,这给研究机构投资者的投资行为带来了一定的难度。因此,本文未对分类投资者行为进行进一步研究。

3. 本文未能对事件研究进行扩展分析。在文中一再提到,市场投资者在大多数的时间内都是非理性地看待事件的发生,从而形成对股价的过度冲击后存在着投资机会。然而,当投资者理性地利用公司的具体特征变量预测某一事件发生的可能性时,公司具体特征变量与事件的可预测程度之间的关系就会导致对事件窗内非正常收益的估计产生某种选择性的偏差(selection bias)。这时,需要有一定的修正模型来解决这个问题,这是本文需要进一步加强和改进的地方。

## 参考文献

- [1] Craig Mackinlay, 1997, "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (March, 1997), pp.13-39.
- [2] Bayless, Mark and Susan Chaplinsky, 1996, Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?, *Journal of Finance* 51, 253-278.
- [3] Bohren O., Eckbo B. and D.Michalsen, 1997, "Why Underwrite Rights Offerings? Some New Evidence", *Journal of Financial Economics* 46, 223-261.
- [4] Cheng, Li-Lan, 1994, Equity Issue Under-Performance and the Timing of Security Issues, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.
- [5] Choe, Hyuk, Ronald W. Masulis, and Vikram Nanda, 1993, Common Stock Offerings across the Business Cycle: Theory and Evidence, *Journal of Empirical Finance* 1, 3-31.
- [6] Clifford W. Smith Jr., 1977, Alternative Methods for Raising Capital-Rights Versus Underwritten Offerings, *Journal of Financial Economics*.
- [7] Clifford W. Smith Jr., 1977, Raising Capital: Theory and Evidence, *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*.
- [8] Cooney, John W., Jr. and Avner Kalay, 1993, Positive Information from Equity Issue Announcements, *Journal of Financial Economics* 33, 149-172.
- [9] Deborah J.Lucas, and Robert L.McDonald, 1990, "Equity Issues and Stock Price Dynamics", *Journal of Finance* 45, 1019-1043.
- [10] Eckbo, B.E. and R. W. Masulis, 1992, "Adverse Selection and the Rights Offer Paradox", *Journal of Financial Economics* 32, 293-332.
- [11] 段海虹, 市场波动对上市公司增发事件日股价走势的影响, 上市公司, 2002年1月。
- [12] 李梦军, 上市公司增发新股信息与股票价格波动的实证研究, 财经理论与实践, 2001年4月。
- [13] 沈艺峰, 肖振, 证券市场对公司配股行为反应的实证检验, 证券市场导报, 2001年3月。
- [14] 张瑞彬, 李树辉, 大股东认购与配股公告期的股票价格调整——来自深圳股票市场的证据, 证券市场导报, 2001年12月。
- [15] 胡继之主编, 海外主要证券市场发行制度, 中国金融出版社。
- [16] 吴晓求等著, 2004年中国资本市场论坛年度报告。

参考文献

---

- [17] 刘志新, 贾福清著, 证券市场有效性理论与实证, 航空工业出版社, 2001。
- [18] 王慧煜, 发行可转换公司债对公司股票价格影响的实证研究, 中南民族大学学报(自然科学版), 第23卷第2期, 2004年6月。

## 附 录

### 一、有关配股的主要规定

1993年《关于上市公司送配股的暂行规定》中规定我国上市公司配股的条件为：一、上市公司向股东配股应符合以下条件：1、距前一次发行股票的时间间隔不少于12个月；前次发行包括配股等其他发行方式，间隔计算以前次的招股说明书或其他招募文件公布日期到本次配股说明书公布日期的间隔为准；2、前一次发行股票所募集的资金用途与当时该公司的《招股说明书》、《配股说明书》或股东大会有关决议相符；3、公司连续两年盈利；4、近三年无重大违法行为；5、本次配股募集资金的用途符合国家产业政策规定；6、配售的股票限于普通股，配售的对象为根据股东大会决议而规定的日期持有该公司股票的全体普通股股东；7、本次配售的股份总数不超过公司原有总股本的30%；发行B股和H股的上市公司，还应遵守有关该类别股份的其他法规的规定；8、配售发行价格不低于本次配股前最新公布的该公司财务报告中每股净资产值。

1994年的《关于执行〈公司法〉规定上市配股的通知》中规定：上市公司向股东配股必须符合下列基本条件：1、配股募集资金的用途必须符合国家产业政策的规定；2、前一次发行的股份已经募足，并间隔一年以上。前一次发行包括配股等发行方式；间隔时间是指从公司前一次募足股份后的工商注册登记日或变更登记日，至本次配股说明书的公布日，其间隔不少于12个月；3、公司在最近三年内连续盈利；公司净资产税后利润率三年平均在10%以上，属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低于10%；4、公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载或重大遗漏；5、公司预期利润率达到同期存款利率水平，即本次配股募集资金后，公司预测的净资产税后利润率应达到同期银行个人定期存款利率；6、配售的股票限于普通股，配售的对象为根据股东大会决议规定的日期在册的本公司全体普通股股东；7、公司一次配股发行股份总数，不得超过该公司前一次发行并募足股份后其普通股股份总数的30%。该通知还规定上市公司所确定的配股价格不得低于该公司配股前每股净资产的价值。

1999年发布的《关于上市公司配股工作有关问题的通知》中对上市公司配股的主要条件规定如下：(1)前一次发行的股份已经募足，募集资金使用效果良好，本次配股距前次发行间隔一个完整的会计年度(1月1日—12月31日)以上。(2)公司上市超过3个完整会计年度的，最近3个完整会计年度的净资产收

益率平均在 10%以上；上市不满 3 个完整会计年度的，按上市后所经历的完整会计年度平均计算；属于农业、能源、原材料、基础设施、高科技等国家重点支持行业的公司，净资产收益率可以略低，但不得低于 9%；上述指标计算期间内任何一年的净资产收益率不得低于 6%。（3）本次配股募集资金后，公司预测的净资产收益率应达到或超过同期银行存款利率水平。（4）公司一次配股发行股份总数，不得超过该公司前一次发行并募足股份后其股份总数的 30%，公司将本次配股募集资金用于国家重点建设项目、技改项目的，可不受 30%比例的限制。

2001 年发布的《上市公司新股发行管理办法》中规定中国证监会不予核准上市公司发行申请的一些主要条款为：（1）公司本次发行筹资计划与本次募集资金投资项目的资金需要及实施周期相互不匹配，投资项目缺乏充分的论证；（2）上市公司前次发行完成后，效益显著下降；或利润实现数未达到盈利预测的 80%；（3）公司最近 3 年未有分红派息，董事会对于不分配的理由未做出合理解释；（4）公司资金大量闲置，资金存放缺乏安全和有效的控制，或者大量资金用于委托理财；（5）公司资产负债率过低，通过股本融资会导致公司财务结构更加不合理，或公司缺乏明确的投资方向，资金可能出现剩余；接着，证监会又发布《关于做好上市公司新股发行工作的通知》新增了一些规定：（1）经注册会计师核验，公司最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%；扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据；设立不满 3 个会计年度的，按设立后的会计年度计算；（2）公司一次配股发行股份总数，原则上不超过前次发行并募足股份后股本总额的 30%；如公司具有实际控制权的股东全额认购所配售的股份，可不受上述比例的限制；（3）本次配股距前次发行的时间间隔不少于 1 个会计年度。

## 二、有关增发的主要法规

根据中国证监会 2000 年的《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》中对增发的主要规定如下：（1）向社会公开发行股份的比例小于总股本 25%或 15%（总股本为 4 亿股以上时）；（2）公司在最近三年内连续盈利，本次发行完成当年的净资产收益率不低于同期银行存款利率水平；且预测本次发行当年加权计算的净资产收益率不低于配股规定的净资产收益率平均水平，或与增发前基本相当。

2001 年《关于做好上市公司新股发行工作的通知》中对增发的主要规定如下：除应当符合《上市公司新股发行管理办法》的规定外，还应当符合下列条件之一：（一）经注册会计师核验，公司最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%，且预测本次发行完成当年加权平均净资产收益率不低于 6%；

设立不满 3 个会计年度的，按设立后的会计年度计算；（二）经注册会计师核验，如公司最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均低于 6%，则应符合以下规定：1、公司及主承销商应当充分说明公司具有良好的经营能力和发展前景；新股发行时，主承销商应向投资者提供分析报告；2、公司发行完成当年加权平均净资产收益率应不低于发行前一年的水平，并应在招股文件中进行分析论证；3、公司在招股文件中应当认真做好管理层关于公司财务状况和经营成果的讨论与分析。

2002 年《关于上市公司增发新股有关条件的通知》中对增发公司的条件补充和修改如下：1.最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 10%，且最近一个会计年度加权平均净资产收益率不低于 10%。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。2.增发新股募集资金量不超过公司上年度未经审计的净资产值。3.发行前最近一年及一期财务报表中的资产负债率不低于同行业上市公司的平均水平。5.增发新股的股份数量超过公司股份总数 20%的，其增发提案还须获得出席股东大会的流通股（社会公众股）股东所持表决权的半数以上通过。股份总数以董事会增发提案的决议公告日的股份总数为计算依据。

### 三、有关转债发行的主要法规

根据 1997 年证监会《可转换公司债券管理暂行办法》中的第九和第十条规定的上市公司发行股票的条件是：（一）最近 3 年连续盈利且最近 3 年净资产利润率平均在 10%以上；属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但是不得低于 7%；（二）可转换公司债券发行后，资产负债率不高于 70%；（三）累计债券余额不超过公司净资产额的 40%；（四）募集资金的投向符合国家产业政策；（五）可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平；（六）可转换公司债券的发行额不少于人民币 1 亿元；（七）国务院证券委员会规定的其他条件。重点国有企业发行可转换公司债券除应当符合（三）、（四）、（五）、（六）、（七）项条件外，还应当符合下列条件：（一）最近 3 年连续盈利，且最近 3 年的财务报告已经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计；（二）有明确、可行的企业改制和上市计划；（三）有可靠的偿债能力；（四）有具有代为清偿债务能力的保证人的担保。

2001 年颁布的《上市公司发行可转换公司债券实施办法》对《可转换公司债券管理暂行办法》中的发行转债的条件作了如下补充，规定发行人发行可转换公司债券，除了应当符合《可转换公司债券管理暂行办法》规定的条件外，还应当说明以下事项：（一）在最近三年特别在最近一年是否以现金分红，现金分红占

公司可分配利润的比例，以及公司董事会对红利分配情况的解释。（二）发行人最近三年平均可分配利润是否足以支付可转换公司债券一年的利息。（三）是否有足够的现金偿还到期债务的计划安排。（四）主营业务是否突出。是否在所处行业中具有竞争优势，表现出较强的成长性，并在可预见的将来有明确的业务发展目标。（五）募集资金投向是否具有较好的预期投资回报。前次募集资金的使用是否与原募集计划一致。如果改变前次募集资金用途的，其变更是否符合有关法律、法规的规定。是否投资于商业银行、证券公司等金融机构（金融类上市公司除外）。（六）发行人法人治理结构是否健全。近三年运作是否规范，公司章程及其修改是否符合《公司法》和中国证监会的有关规定，近三年股东大会、董事会、监事会会议及重大决策是否存在重大不规范行为，发行人管理层最近三年是否稳定。（七）发行人是否独立运营。在业务、资产、人员、财务及机构等方面是否独立，是否具有面向市场的自主经营能力；属于生产经营类企业的，是否具有独立的生产、供应、销售系统。（八）是否存在发行人资产被有实际控制权的个人、法人或其他关联方占用的情况，是否存在其他损害公司利益的重大关联交易。（九）发行人最近一年内是否有重大资产重组、重大增减资本的行为，是否符合中国证监会的有关规定。（十）发行人近三年信息披露是否符合有关规定，是否存在因虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏而受到处罚的情形。

## 致 谢

在本论文的撰写过程中，参考了国内外大量书面资料和网络资料，在此，谨向资料的作者和提供者表示谢忱。特别感谢我的导师天津大学管理学院的王春峰教授在百忙之中为本论文给予了大力的指导和帮助。

刘永刚  
2006年5月