



上市公司配股行为与 经济后果研究

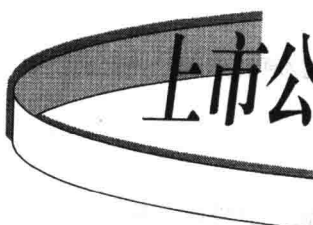
原红旗 / 著

2.51
0



中国财政经济出版社

F832.51
Y930



上市公司配股行为 与经济后果研究

原红旗 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司配股行为与经济后果研究/原红旗著. —北京: 中国财政经济出版社, 2004. 1

ISBN 7-5005-7035-X

I. 上… II. 原… III. 上市公司-股份制-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 005882 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.ckfz.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 6.5 印张 146 000 字

2004 年 6 月第 1 版 2004 年 6 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2 000 定价: 15.00 元

ISBN 7-5005-7035-X/F·6157

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

前言

摆在作者面前的这本书是我承担的国家自然科学基金项目和霍英东青年教师基金项目的研究成果，也是我最近几年关于企业配股政策研究的总结。从1999年开始，我就对中国上市公司配股中的一系列问题深感兴趣，于是阅读了大量相关文献，着手对课题设计规划，收集资料，进行研究。2001年9月，我申报的“会计信息与资源配置”课题获得国家自然科学基金项目立项资助。2002年8月，我申报的“盈余管理与资源配置”课题获得霍英东青年教师基金项目立项资助。这些因素更进一步促使我把主要的精力都放在企业配股的研究上。

在美国，关于股权再融资（Secondary equity offering，简称为SEO）的研究由来已久，Smith（1977）提出了著名的“发行之谜”（the rights offer puzzle），Loughran and Ritter（1995）提出了股权再融资的“长期业绩之谜”（the new issues puzzle），大量的文章从不同的角度对日本、欧洲和其他资本市场股权再融资的问题进行了深入探讨^①。但是，国内有关配股融资的学术研究却是刚刚起步，现有的成果主要是围绕企业为获得配股资格而进行的盈余管理，而对有关配股的更深层次的问题却鲜有涉猎。很

① 有关“发行之谜”和“长期业绩之谜”，请参阅本书第三部分。

显然，对于配股的研究不能仅限于现象的描述，而应当对配股各参与人的行为提供理性的解释，对改进配股效率提供科学的实证证据。以此为目标，本书在研究视角上力求新颖，方法上力求严谨，希望能在配股融资的研究方面抛砖引玉。

在中国，参与配股的各方主要包括：政府监管部门、上市公司、控制上市公司的大股东、中小投资者和中介机构。不同的利益导致了参与各方不同的行为。政府监管部门负责配股规则的制定和配股资格的审查，对申请企业进行监管；上市公司虽然处于被监管角色，但是可以采用一定的对策规避监管，满足其对配股融资的偏好；大股东作为上市公司的控制人和内部信息拥有者，其配股行为和对配股资金的转移都对配股资金的使用效率至关重要；中小投资者在配股决策中处于弱势地位，在配股过程中，他们可以做的是自己是否参加配股和是否继续持有股票的决策；中介机构则是配股中政府、企业、投资人之间的桥梁。各方之间的关系和相互作用是非常复杂的，特别是企业与政府之间的互动博弈促进了配股政策朝规范化的方向发展。在研究过程中，笔者尝试从不同的角度对不同的参与人在配股中的行为进行探索，力图对各方的行为及其经济后果进行解释。

本书的内容是探索性和前瞻性的，本书首次系统地分析了政府与企业的动态博弈对配股政策的影响，首次比较了盈余管理的不同方式在计量上的优劣，首次考察了公司配股后的长期回报率业绩和会计业绩，首次研究了大股东的配股行为及其经济后果。相信本书的出版会对监管部门、投资者、上市公司和中介机构行为的规范有所帮助。本书的研究表明：

(1) 配股政策的变迁是企业与政府动态博弈的结果，在对会计盈余指标的监管下，企业有强烈的利润操纵动机和行为。从短期看，利用会计指标的监管需要从两个方面来提高效率：从指标

的设计上看,单一会计指标容易操纵,以后的方向是指标体系的建立,各种指标之间的钩稽关系使得通过操纵同时达到这些目标增加难度。从监管的技术上看,监管机构不能仅仅依靠企业申报的指标作为判断的依据,应当作出相应的调整。在对投资事项的监管下,由于筹资后未来投资本身不确定的程度很高,这就增加了投资项目监管的难度,使得监管者很难对投资项目的可行性作出正确的判断。从长期来看,应当从根本上改善上市公司的治理结构,真正使管理层决策以提高公司价值为目标,提高资源的配置效率。

(2) 上市公司为了取得配股资格,存在盈余管理的行为。实证结果表明,在以会计指标为基础的配股资格监管的条件下,企业为了获取配股资格,会通过盈余管理的方式提高会计指标。目前上市公司盈余管理的方式主要有两种,一是通过出售资产或者转让投资等,通过线下项目提高利润指标;二是通过利用应计项目提高利润指标。

(3) 公司配股后业绩与整个市场的业绩相比,出现了长期恶化趋势。而若按照资产规模大小对配股公司进行分组,发现规模较大的公司在配股后长期回报率比市场回报率出现了明显的下滑趋势,而规模较小的公司,配股后业绩下滑统计上并不显著。按照市净率对配股公司进行分组,发现市净率高的公司配股后长期回报率业绩比市场回报率明显恶化,而市净率小的公司配股后长期回报率业绩的下滑要缓慢的多。按照配股政策是否严格将配股公司分为两个研究期间,发现配股政策严厉的期间,公司配股的长期回报率业绩比市场回报率显著恶化;这是这个期间企业的过度利润操纵造成的。盈余管理影响资源配置,那些通过盈余管理取得配股资格的公司后续业绩显著低于那些没有盈余管理公司的后续业绩。多次配股公司的长期会计业绩和长期回报率业绩均明

显好于一次配股公司。

(4) 大股东的不同配股行为产生不同的经济后果。大股东配股认购率高的公司和大股东配股认购率低的公司存在一系列显著的差异,大股东的配股决策考虑了企业未来的成长性,配股认购率高的公司成长率指标显著高于配股认购率低的公司。市场对大股东的配股行为能够作出解读,对于大股东配股认购率高的公司,市场能作出显著的正面反应,表达了市场对大股东参与配股公司发展的信心。从经济后果看,大股东配股认购率高的公司未来会计业绩明显好于大股东认购率低的公司的业绩。从大股东认购配股的方式来看,采用现金方式认购公司未来的会计业绩强于采用实物方式认购的公司。实证结果支持证监会作出的有关配股政策的修正。

本书的出版得到上海财经大学会计与财务研究院的资助。本书出版之际,我首先感谢香港科技大学陈建文教授,在香港科技大学从事博士后研究期间,我和陈教授的合作研究,对本书的完成有重要的作用。还要感谢中国证券监督管理委员会首席会计师张为国教授,他在百忙之中,愿意挤出时间和我讨论问题,初稿完成以后,他提出了许多需要改进的建议。感谢徐宗宇、李东平、娄芳、李海建在资料收集和整理方面做的工作。毫无疑问,本书的所有问题由作者本人承担,对于本书有可能存在不足之处,希望读者随时提出批评和建议,以便我们对有关问题作进一步的深入思考,并在此基础上完成相关的研究内容。

原红旗

2004年5月于

上海财经大学会计与财务研究院



第 1 章 引言.....	(1)
1.1 研究动机	(1)
1.2 本书结构	(9)
第 2 章 股权再融资 (SEO) 之“谜”及其理论解释	(12)
2.1 公司筹资顺序理论	(12)
2.1.1 公司资本结构的有关现象	(12)
2.1.2 对筹资行为三种不同的理论解释	(15)
2.2 股权再融资 (SEO) 之“谜”及其理论解释	(19)
2.2.1 SEO 的发行方式之谜及其理论解释	(22)
2.2.2 SEO 的长期业绩之谜及其解释	(29)
2.3 中国学术界关于配股的讨论	(38)
第 3 章 公司配股政策变迁：企业与政府的博弈分析.....	(41)
3.1 中国上市公司的再融资方式比较	(41)
3.2 配股政策的历史演变：企业与政府的博弈分析 ...	(45)
3.2.1 盈余指标监管的变化	(47)
3.2.2 投资项目监管的变动	(52)
3.2.3 治理结构监管的变动	(55)

3.2.4 股利政策监管的变动	(60)
3.3 本章小结	(66)
 第 4 章 配股中的盈余管理研究	(67)
4.1 问题的提出	(67)
4.2 本章研究的相关背景	(68)
4.3 配股中的盈余管理	(74)
4.3.1 盈余管理的原因	(74)
4.3.2 盈余管理方式	(76)
4.4 本章研究小结	(86)
 第 5 章 配股宣告的信息含量及其经济解释	(87)
5.1 筹资的信号理论和实证检验问题	(88)
5.1.1 筹资的信号理论	(88)
5.1.2 实证检验问题	(91)
5.2 样本和研究方法	(92)
5.3 实证结果	(98)
5.4 本章研究结论	(105)
 第 6 章 上市公司配股的长期业绩	(106)
6.1 问题的提出	(106)
6.2 样本和研究方法	(109)
6.2.1 样本	(109)
6.2.2 业绩比较基准	(110)
6.2.3 业绩的衡量	(110)
6.3 实证结果	(112)
6.3.1 公司配股后的长期业绩	(112)

6.3.2	不同组别的公司配股后长期回报率和市场 回报率的比较	(119)
6.3.3	一次配股公司和多次配股公司长期业绩的 比较	(131)
6.4	本章研究小结	(134)
第7章	大股东配股行为及其经济后果	(136)
7.1	问题的提出	(136)
7.2	假说发展	(137)
7.3	样本和研究方法	(140)
7.3.1	样本	(140)
7.3.2	研究方法	(142)
7.3.3	大股东配股认购相关特征描述	(143)
7.4	实证结果	(146)
7.4.1	大股东的配股决策	(146)
7.4.2	市场对大股东配股行为的反应	(153)
7.4.3	大股东配股行为的经济后果	(156)
7.5	本章研究结论及政策含义	(165)
第8章	研究结论与建议	(167)
8.1	研究的主要结论	(167)
8.2	研究结论的实践意义	(170)
8.3	研究的局限性	(171)
附 录		(173)
参考文献		(179)



引 言

1.1 研究 动 机

自米勒和莫迪利安尼 (Miller and Modigliani, 以下简称 MM) 1958 年提出资本结构与企业价值无关理论以来, 学术界即不断对 MM 理论提出挑战。经过四十多年的发展演进, 资本结构理论已经在不同的角度得到了拓展, 财务经济学中出现了大量研究公司筹资理论的文献, 各种理论从不同的角度对公司的筹资行为做出解释; 然而, 很难有一种理论能够对所观察的企业筹资行为做出普遍适用的解释, 不同国家的企业, 由于公司治理结构、经营性质、管理理念、监管制度、市场成熟程度等等诸多方面的不同, 产生了许多难解的融资之谜。这就使得对企业融资行为的研究成为学术界和实务界长盛不衰的课题。

在中国大陆, 尽管资本市场发展迅猛, 但对上市公司的融资政策和融资行为, 理论界还缺乏系统的研究。现在已出版的财务学教科书和发表的理论性文章主要偏重于对西方融资理论的介绍。国外财务经济学中关于融资的理论对我们能有一定的借鉴意

义。但是，国外理论提出的一系列前提条件我国上市公司并不具备。同国外成熟市场相比，中国上市公司的融资行为具有更复杂的制度背景：（1）在中国，上市公司治理结构的最大问题是具有控制权的非流通股东和股权分散的流通股东之间的矛盾；而在国外发达国家，公司治理结构最大的问题是管理层和股东之间的矛盾。（2）在中国，上市公司再融资时，具有股权融资偏好；而在国外发达国家，股权再融资，却是公司最后选择。（3）在中国，市场中介机构还很不完善，企业的融资受到严格的政府监管，强调政府在资源配置中的作用；而在国外，具有完善的市场体制，强调的是市场在资源配置中的作用。这样，在中国，公司的融资行为就产生了不同于其他国家的特点，那么，在特殊的制度背景下，上市公司融资具有什么特殊问题？如何来解释这些问题？本书将进行深入的实证分析，以期改进上市公司的融资制度，规范上市公司的融资行为提供借鉴。

1. 公司治理结构问题

中国上市公司大多数是由国有企业改制而成，目前较为通行的做法是从原有企业中划出一部分资产发行新股上市，原有企业成为上市公司的母公司，取得对上市公司国有股权的授权经营委托和控制地位。上市公司成为原公司的子公司，但营运模式和原来并没有大的差别。因为国有股权不可以上市流通，国有财产没有人格化的代表，国有股权股东代表很难真正去监督上市公司的管理，通过上市公司从市场上取得资金是这些公司上市的一个重要目的。同时由于这部分股东的投资成本和流通股东存在很大的差异，这些因素就使得在这些公司中形成了大股东与流通股股东之间的矛盾，另一方面，社会公众股所占比例小，且极为分散，投资具有极强的投机性，没有足够的动力和能力影响公司的决策，不少股东大会徒具形式，难以对大股东有实质性的制约。因

此大股东对企业拥有相当的控制权^①。

在市场经济发达的国家,企业内部一般都有比较完善的权利制衡机制,经理层是通过经理人员市场选拔,经理层、董事会、股东大会、监事会有相互制衡的机制。而国内目前上市公司的董事、监事、经理层大多数由原来企业的党政领导担任或控制,外部董事、监事很少,董事和经理人员交叉任职情况普遍,公司的治理结构中缺乏有效的制衡机制^②。

由于在中国,没有良好的制衡机制,大股东会利用拥有的控制权谋取自己的利益,由此产生的代理问题就非常严重。大股东控制着配股规则,公司是否配股、何时配股、配股价格、配股的投资方向等实质上都是由大股东决定,小股东处于被动地位。利用这种控制权,大股东可以在配股过程中获得特殊利益^③。国有股和法人股具有绝对的控股权,其持有的股票转让价格远远低于流通股价格,这些股东可以通过流通股股东配股(或增发)获取额外的“资本增值”,因而偏好股权融资。大股东可以利用对企业质量和发展能力的信息优势,作出对自己有利的配股决策,比如制定对自己有利的配股价格,选择是否参与配股^④,选择配股方

① 以2000年为例,年末整个市场国有股为38.9%,法人股为23.8%,非流通股份合计62.7%。

② 从2000年开始,独立董事制度在上市公司中建立,但是由于独立董事制度还很不完善,独立董事的激励机制、约束机制等方面都存在问题,独立董事在公司治理中的作用还无法体现出来。有关这方面的讨论可以参阅姜芳和原红旗(2002)的研究。

③ 有关控制权产生的特殊利益分析,可以参阅Barclay and Hoderness(1989),Grossman and Hart(1988),Harris and Raviv(1988)。

④ 小股东的配股可以按照市场价格流通,自由买卖转让,而大股东的配股不能上市流通。在经营情况良好的条件下,大股东持有的股票增值难以体现;当业绩恶化时,大股东又缺乏适当的退出机制。虽然目前非流通股可以通过股权协议转让方式转让,但转让价格通常是以净资产为基础,大大低于配股价格,这就影响大股东参与配股的积极性。

式^①。同时由于代理问题,一些企业把配股取得的资金存入银行,或者购买国债,甚至投入到不相关的行业里,许多项目都亏损,资金的使用效率非常低。

这种特殊的治理结构就产生特殊的问题:(1)大股东是如何作出配股决策的?这个决策是否包含着一些企业发展的信息?(2)市场是否能从大股东配股行为中解读出企业发展的信息,调整对企业发展的预期,从而作出不同的反应?(3)大股东这种信息优势确实能在未来的企业业绩中反映出来吗?大股东配股比例高的公司业绩是否高于大股东配股比例低的公司?(4)采用不同形式认购股份的公司未来业绩是否确实有所不同?

2. 股权融资偏好问题

在传统体制之下,国家财政、国有商业银行与国有企业之间基本上属于“三位一体”的关系,绝大多数国有企业的融资基本上是依赖财政拨款和银行的指令性、政策性贷款。由于银行的贷款利率是由国家统一制定,一般不会随企业财务杠杆的提高而提高,这导致国有企业的债务融资成本很低甚至为负利率,从而形成了国有企业长期以来较为单一的融资结构和信贷约束。这种“预算软约束”造成国有企业的外部资金来源几乎百分之百地依赖或者偏好银行贷款的债务融资,这种状况,学术界通常称之为国有企业外部资金来源的债务融资偏好^②。

上世纪九十年代,随着资本市场的发展,国内上市公司出现

① 在采用实物资产配股的情况下,大股东可以采用以劣质资产进行配股的方式占有流通股股东的利益(流通股股东无法干预大股东以资产配股的行为)。在2001年以实物配股的方式为监管部门禁止。

② 根据李翔等(2002)有关资料显示:截止到1998年底,全国64700家国有及国有控股工业企业的平均资产负债率仍高达63.74%,而流动负债率高达96.5%,这意味着国有企业的短期偿债能力还在持续恶化。

了股权融资偏好^①。按照资金成本理论,股权融资的成本高于债权融资资金成本。但是在国内股权融资的成本却受到了扭曲,由于我国上市公司股权的二元结构,上市公司股权融资的成本明显低于债权融资的成本,便促使上市公司偏好配股。从融资成本看,1995—2001年,上市公司配股的大股东成本平均为2.90%,由于上市公司净资产报酬率逐年下降,配股溢价逐年上升,上市公司配股中大股东成本呈逐年下降趋势^②。在国外,权益资本的使用必须给予股东回报,股利政策相对稳定,企业不会轻易削减股利,否则股东大会很难通过;而且,即使能够通过,股票在市场上容易遭到抛售。而在国内,公司股利政策多变且具有很强的随意性,市场处于投机状态之下,甚至出现公司不分配而股票价格逆势走高的现象^③。这就使得股权融资的成本得不到体现。从盈利预期看,由于绝大部分公司配股后盈利能力大幅度下滑,其资产报酬率低于银行贷款利率,使得大股东偏好配股等股权融资。正是由于权益成本难以体现,在上市公司看来,权益筹集资金实质成本最低,因此不遗余力地利用这一优势^④。

目前上市公司股权融资偏好不仅同传统上的债权融资偏好不同,而且同目前国外主要发达国家公司的融资偏好不一致。按照

① 原红旗(1999)、黄少安和张岗(2001)、李翔等(2002)、提云涛(2002)都论述了中国上市公司偏好股权融资的问题。

② 见提云涛(2002)。

③ 根据有关监管法规,在2000年以后,把是否发放股利作为取得配股资格的重要条件,发放现金股利的公司数量和比率大幅度提高,但是很多上市公司只是象征性的发放。相关内容参见第三章。

④ 在1997年配股的公司中,有30家公司权益比重都在75%以上,其中有些净资产收益率很高。但这些企业并没有选择负债筹集资金,也加入到增资配股的行列。1995—2000年股权融资比例基本上呈持续上升,除了1998年回落到53.52%的低位,2000年达到65.86%的高位,6年的平均水平近60%;而同期债务融资的比例基本上是在40%徘徊,1998年之后还呈明显的下降态势。

筹资顺序理论 (Pecking order theory), 内部融资是公司的首要选择, 股权融资则是最后的选择^①。表 1-1 为我国上市公司内部融资和外部融资结构。

表 1-1 上市公司内部融资与外部融资结构 (%)

年 份	未分配利润大于 0 的公司			未分配利润小于 0 的公司		
	内部融资	外部融资		内部融资	外部融资	
		股权融资	债权融资		股权融资	债权融资
1995	12.40	51.48	36.13	9.50	48.78	41.73
1996	14.75	49.40	35.85	3.23	39.38	57.40
1997	15.43	52.23	32.35	-3.28	47.05	56.23
1998	13.73	46.18	40.10	-10.55	50.63	59.92
1999	14.23	51.15	34.63	-15.83	55.33	60.50
2000	19.19	53.23	27.59	—	—	—

资料来源: 李翔等 (2002)。

从表 1-1 可以看出, 我国上市公司内部融资同外部融资相比, 处于次要地位。将上市公司划分成“未分配利润为正”和“未分配利润为负”的两类。可以发现, 对于未分配利润为正的上市公司, 1995—2000 年内部融资比例平均为 15%, 即外部融资比例达到 85%; 对于未分配利润为负的上市公司, 内部融资比例各年平均约为 -3.385%, 但 1998 年以后, 此类上市公司的内部融资比例超过了 -10%, 这意味着这类公司的外部融资比例实际上超过了 100%, 即企业的融资完全依赖外部融资。这些结果表明, 我国上市公司的内部融资在融资结构中的比例是非常低的, 外部融资比例都要远高于内部融资, 而那些“未分配利润为

① 有关筹资顺序理论和主要发达国家筹资结构, 请参阅本书文献综述第一部分。

负”的上市公司几乎是完全依赖外部融资。

由于存在股权融资偏好，上市公司不遗余力的去取得发行股票的资格。公司上市以后，获取股权融资的方式主要有配股和增发新股。在1998年以前，只有配股一种方式，在1998年以后，尽管增发新股也是一种选择，增发新股的家数和筹集的资金比配股少得多。由于上市公司再融资的渠道非常单一，上市公司就具有强烈的动机进行盈余管理，采取对策满足监管的要求，企业的这些行为，产生了由配股融资而产生的种种特殊问题，导致了配股政策的一系列变迁。

3. 市场监管问题

国外证券市场的股票发行制度通常可以分为注册制和核准制两种模式。我国过去长期实行的则是审批制。在注册制下，证券监管机构公布发行上市的必要条件，企业只要符合所公布的条件即可发行上市。发行人申请发行股票时，必须依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报。证券中介机构负责判断发行人是否达标，证券监管机构只对申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性进行合规性的形式审查，而将发行公司股票的良好留给市场来决定。注册制对市场参与主体、监管主体的综合素质及法制环境都有非常高的要求。实行注册制的基础是强制性信息公开披露原则。

在核准制下，证券监管机构对申请公司除进行形式审查外，还应对发行人的营业性质、财力、素质、发展前景、发行数量和发行价格等条件进行实质审查，并据此作出发行人是否符合发行条件的价值判断和是否核准申请的决定。证券中介机构负责判断发行人是否达到发行上市条件。核准制遵循的是实质性管理原则。

而审批制是我国在证券市场发展初期，为了维护上市公司的