

配股资金使用与公司业绩

原红旗 李海建

(上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要: 本文以 1997-2000 年沪、深两市实施了配股的 A 股公司为样本, 分析了配股资金的使用情况; 采用实证研究的方法, 从会计业绩和股票回报率业绩两个方面研究了配股资金使用的不同行为对公司业绩的影响。研究发现配股资金用于改善财务结构的公司业绩要差于投资特定项目公司; 关联交易对公司业绩没有产生明显影响; 投资项目变更、进度变更对公司业绩有明显的负影响。

关键词: 配股资金; 会计业绩; 股票回报率业绩

中国图书分类号: F2 **文献识别码:** A

1 引言

配股与增发是资本市场股权再融资的两种重要方式。美国在 60 年代前配股占主导地位, 目前加拿大、欧洲和亚洲地区配股依然是最主要的股权再融资方式。在我国目前资本市场上, 配股亦占着举足轻重的作用。根据证监会的统计资料, 从 1991 年 1

月到2003年5月上市公司（A股）通过配股共筹资1931.88亿元，相当于发行股票总筹资额的53.9%。并且每年配股筹资金额不断增大，1998年全年配股筹资334.97亿元，而2000年配股筹资520亿元。

国内外众多学者围绕配股进行了研究。国外有关配股的研究大致可以分为两类。一类是关于配股公告市场反应的研究。Rezaul Kabir and Peter Roosenboom（2003）研究发现配股公告后市场有显著的负反应，在认购期间股票价格继续下降，而且发现这和以财务指标衡量的公司业绩的下降是一致的。Marco Bigelli（1998）研究发现：和美国不一样，欧洲市场对配股公告往往有正的反应。并指出可能是由于活跃的内部人和准拆分效应（配股意味着股利收益的增加）。

另有一类是关于SEO的长期业绩的研究。Loughran and Ritter(1995)、Spiss and Affleck-Graves(1995)研究了美国公司SEO后的长期回报率业绩，他们均发现SEO公司的回报率远低于没有SEO的公司。Pierre(2000)、Kang, Kim and Stulz(1999)、Soucik and Allen(1999)分别研究了法国、日本、澳大利亚SEO公司的长期业绩表现，也发现了类似于美国的情况。

Pierre(2000)研究了法国市场上配股资金使用和公司长期业绩之间的关系。他发现如果配股资金用于新投资项目（包括对内和对外的新项目投资），无论窗口取12个月，24个月还是36个月，从CAR和BHAR看，公司业绩都有一个显著的下降。但为了改善财务结构而进行配股公司的业绩没有明显下降。这是仅有的把配股资金用途按是否是一种积极行为进行了区分的研究。

近年来，国内学者也对配股中有关问题进行了研究，其中讨论最多的是公司为获得配股资格而进行的利润操纵行为，如10%、6%现象（陈小悦等，2000；阎达五等，2001）。李康等（2003）将配股与增发相比较研究了其财富转移效应；还有关于配股价格所进行的研究（阎达五等，2001；李森、郭伏，1999）以及有关选择高成本的配股筹资原因的简单分析等。原红旗（2003）的研究为配股中一直令人困惑的两个财务之谜（“配股之谜”和“新发行之谜”）提供了详细的理论解释。

我国上市公司通过配股筹集了大量资金，那么这些资金到底是怎么使用的，不同的使用行为对企业的业绩产生了怎样的影响呢？

从证监会处罚公告中看，红光、银广厦等重案中配股资金的使用都存在严重问题。但是，目前关于配股资金使用的研究几乎是一片空白，已有的研究都很笼统，没有进行数据的分析。深圳证交所的一份研究报告（胡继之、王文立，2001）分析了配股资

金投资行为，如运用配股资金进行产业升级，促进公司和区域经济的发展等。上证联合研究计划的一项课题通过粗略的分析指出配股资金使用中存在问题，诸如投资项目效益低下、用配股资金炒股、主业投向不明显等，有些主要通过降低财务费用和增加投资收益暂时增加了企业利润。刘勤等（2002）发现部分上市公司的关联方通过关联交易占用上市公司配股资金。另外上海证券交易所和深圳证券交易所的有关统计显示：近年来，沪深两地上市公司变更募集资金投向的行为相当频繁。

那么现在上市公司配股资金使用情况到底是怎么一种现状呢？到底有多大比例公司没有把配股资金投向有良好效益的项目，而是将大量的配股资金用于偿还债务或者闲置、炒股；配股资金用于关联交易的情况到底如何；究竟有多少公司变更投资项目、投资进度？公司配股资金使用中的这些情况又对公司的业绩产生了怎样的影响？

本文将针对上述问题，对我国上市公司配股资金的使用情况进行较细致的研究，并用实证的方法分析配股资金使用中的不同行为对公司配股后业绩的影响。把配股资金的使用情况进行区分是本文的一个贡献。以下各部分安排为：第二部分提出了本文的假设，并对样本和数据做了说明；第三部分以样本为例考察了我国上市公司配股资金使用情况；第四部分检验了配股资金使用的不同行为对公司配股后会计业绩的影响；第五部分对配股资金使用情况不同公司配股后股票回报率业绩进行了比较分析；最后部分为本文的结论、政策建议及研究局限。

2 假设的提出、样本及数据

2.1 假设的提出

如前文，配股资金的使用中存在着各种不同的行为，那么这些对公司配股后的业绩会产生怎样的影响呢？

2.1.1 将配股资金用于改善财务结构对公司业绩的影响

Asquith and Mullins（1986）认为，企业再融资一般都伴随有一个净现值为正的投资项目，这会给企业业绩带来正的影响，增加企业的价值。如果公司有良好的投资项目，比如投资新项目、技术改造、扩大生产规模等等，那么配股资金到位后就会投入

项目，随着项目的建成而给企业带来利润的增长点。公司收益最主要最可靠的来源是其经营活动所带来的利润，将配股资金投资于某一特定项目，可以扩大企业生产能力或提高技术含量，为企业的发展注入新的活力，提高企业的长期业绩。

而有些公司却将大量的配股资金用于偿还债务或补充流动资金。这样做的原因无非两种。一种原因可能是由于债务到期或急缺流动资金，公司在财务上陷入困境，确实需要大量资金来改善财务结构；这种情况下可以减少公司的财务费用，但并不能为以后的经营带来发展潜力，增加公司长期的赢利能力。当然给一个处于财务困境的企业注入资金可以降低企业的财务风险，增加企业的价值，带来较高的市场回报；但是这种股票回报率的提高应该在资金投入后短期内就被市场消化。另一种原因可能就是公司并不急需大量资金，而只是利用配股这种几乎零成本的融资来取得大量资金。由于没有比较好的投资项目，取得配股资金后公司就可能将其用于支付一些未到期的债务或者将大量资金闲置；偿还债务只是减少企业的财务费用，而将大量资金用于补充流动资金更是堆积了大量的闲余资金为内部控制人营造自己的“王国”创造了条件，也有可能用于炒股等。因此可以认为：将配股资金投资于特定项目公司配股后长期业绩要好于改善财务结构公司。

2.1.2 配股资金用于关联交易对公司业绩的影响

关联交易是公司之间转移资金，操纵利润的重要方式，也是目前上市公司采用的主要手段。关联交易可能是关联方将利益注入上市公司，也有可能是关联方从上市公司转移利益，但最终目的还是为了从上市公司取走利益。原红旗（1998）认为在现行公司制度下，处于控股地位的大股东可以利用表决权优势，对上市公司的关联交易做出安排，利用关联交易来获取额外收益，而不惜牺牲上市公司利益。La Porta、Lopez-De-Silanes 和 Shleifer（1998），孙永祥、黄祖辉（1999）以及郑德珵、沈华珊（2002）等的经验研究表明国内外公司中大股东侵占小股东利益的问题都十分严重，第一大股东通过各种方式从上市公司转移利润。段亚林（2001）的研究表明大股东确实通过索取型关联交易从上市公司转移了利益。配股资金用于关联交易不但可以从一般意义上为关联方提供利益，更诱人的是可以为关联方提供白花花的现金。那么我国目前配股资金用于关联交易到底是否为第一大股东操纵而与自已进行的非公平交易呢？如果真如此，我们可以假设配股资金用于关联交易的公司业绩要明显的差于无关联交易公司，配股资金用于关联交易将对公司业绩有明显的负影响。

2.1.3 配股资金投资项目、投资进度变更对公司业绩的影响

越来越多的公司在配股资金到位后不严格按照配股说明书中指定的用途和进度进行投资，而是通过公司内部会议变更资金投资项目和投资进度，披露的变更原因可能有市场环境发生变化、国家政策发生变化、合作方出现了问题等等。变更可能确实是环境等发生了变化，但无论是什么原因的变更，至少表明管理当局对相关的经营环境研究不仔细，计划不周密，缺乏对配股资金使用的谨慎性；更有甚者可能纯粹是为了“圈钱”而拼凑项目，曾为“圈钱”而进行包装的项目本来就是圈套，时间长了露出了其“庐山真面目”。

其实，配股也可以看为筹资者、大小投资者、监管者各方的博弈行为。配股说明书就是他们之间的一个合同。其中很重要的一个内容就是拟配股公司关于配股资金使用的投向及使用进度的承诺。为了能使配股顺利进行，得到监管部门的批准，在配股行为实施前的配股说明书中企业的控制者一般都会把资金使用投向和进度进行美化，以避免其他投资者和监管部门的逆向选择行为。但是在配股筹集到资金以后，由于投资资金不可抽回，监督成本过高等原因，出了资金配股的广大小股东以及监管者都不可能非常详细地了解资金实际使用情况并进行控制，所以就很容易出现既是信息隐藏又是行为隐藏的道德风险问题。即公司的实际控制者（大股东）改变资金用途和使用进度等，以最大化自己的利益。根据我国现有规定，配股资金投向等的变化一般只需经过公司股东大会通过。这样大股东通过他们的控制权改变资金投向等以侵占小股东利益的行为就更有可能会发生。若真如上分析，则配股资金变更投向或进度后的使用效果就可想而知了。

根据前文分析，我们可以提出如下假设：

- H1：将配股资金用于改善财务结构公司配股后会计业绩要差于投资特定项目公司（改善财务结构公司和投资特定项目公司）；
- H2：配股资金用于关联交易的公司配股后会计业绩要差于未用于关联交易公司（有关联交易公司和无关联交易公司）；
- H3：投资项目变更和进度变更公司配股后会计业绩要差于未变更公司（变更公司和未变更公司）。
- H4：将配股资金用于改善财务结构公司配股后长期股票回报率业绩要差于投资特定项目公司；

- H5: 配股资金用于关联交易的公司配股后股票回报率业绩要差于未用于关联交易公司;
- H6: 投资项目变更和进度变更的公司配股后股票回报率业绩要差于未变更公司。

2.2 样本选取和数据收集

为了检验上述假设，本文选取了 1997-2000 年进行了配股的深、沪两市 A 股上市公司进行研究。在样本选择过程中：（1）考虑到金融类公司资本结构、业务经营、会计处理的特殊性，剔除了金融类上市公司；（2）另外有些公司在这四年中进行了一次以上的配股，为了避免统计上的依赖性，对这类公司本文只选取了多次配股中的第一次配股。经过上述筛选，我们总共得到的样本数为 462。

本文关于配股时间、配股资金使用的数据根据配股说明书、有关公告、年报、中报以及券商的回访报告整理而得；会计业绩及其他财务指标数据来自巨灵数据库（部分缺失财务数据来自上市公司多维统计分析系统）；关于股价的数据均来自香港理工大学中国会计与金融研究中心的“中国股票市场研究（CSMAR）数据库”。本研究的数据分析采用 SAS 软件。

3 我国上市公司配股资金使用情况

我们对 462 家样本公司的配股资金使用情况进行了简单统计，从 1997-2000 年样本公司共募集货币资金约 891 亿，至 2002 年底募集资金投入使用总共约 852 亿。表 1 分别从几个方面简单统计了已投入资金的使用情况。

表 1：配股资金使用情况简单统计（n=462）

家数	百分比（%）	总金额（亿）	百分比（%）

资金使用总况：				
全部投资特定项目	224	48.5	436	51.2
全部改善财务结构	7	1.5	8	1.0
两者皆有	231	50.0	408	47.8
是否用于关联交易：				
非关联交易	384	83.1	772	90.6
关联交易	78	16.9	80	9.4
投资项目变更情况：				
未变更	295	63.9	736	86.4
变更	167	36.1	116	13.6
投资进度变更情况：				
未变更	337	72.9	——	——

变更	125	27.1	——	——
合计				
	462	100.0	852	100.0

3.1 配股资金用于改善财务结构情况

配股资金用于改善财务结构主要包括偿还债务和补充流动资金；除此之外，大部分配股资金可能用于投资特定项目包括对内投资也包括对外的投资，如新建生产线、扩建、增加新的对外投资等。

对样本的统计显示有 7 家公司把配股资金全部用于改善财务结构，占配股公司总数的 1.5%；其资金额约为 8 亿，占所有样本公司配股募集资金总额的 1.0%。另外 224 家公司将 436 亿资金投资于特定项目，约占总数的 51.2%。占总样本 50.0% 的公司既把配股资金用于投资特定项目，也有用于改善财务结构。如果按照资金流向统计，有 751 亿的资金用于投资特定项目；而 101 亿配股资金用于改善财务结构，约占总资金的 12%。可见虽然把所有配股资金都用于偿还债务或补充流动资金的公司只占有所有配股公司的一小部分，但加上同时既投资特定项目又改善财务结构的公司，其资金总额也相当可观。

同时对投资于特定项目和改善财务结构的资金进行了进一步的分析：（1）配股资金投资于特定项目公司中全部投资于主业的有 424 家，占绝大部分；只有极少公司将配股资金全部投资于其他行业；少部分公司既投资于主营业务也投资于其他业务。这表明大部分公司还是把资金投向了其主营业务。（2）改善财务结构公司中只有 13 家公司将资金全部用于偿还债务，占改善财务结构公司的 5.5%；但是其资金量占到了近 15%。大部分公司把部分配股资金用于补充流动资金，少部分在偿还债务的同时又补充流动资金。虽然配股资金用于改善财务结构的比例不大，但是其占用的社会资源已经不少。

3.2 配股资金用于关联交易情况

根据表 1 统计，有 78 家公司将配股资金用于关联交易，约占样本公司总数的 17%；从资金量看，80 亿左右的资金用于关联交易，占总资金额的近 10%；其比例和金额也不小。另外，依据年报等公开资料，一般只能找到 11 类关联交易中的购买或销售商品以外的其他资产、提供资金、代理等几类可能与配股募集资金相关的；而对于发生频率较高、金额较大的购买或销售商品、提供或接受劳务、担保或抵押等可能也运用了募集资金的事项无法找到。因此实际用于关联交易的配股资金肯定大于本文的统计数。

表 2：配股资金用于关联交易情况分析

	家数	百分比(%)	资金总额 (百万)	百分比(%)
按关联交易类型分类：				
购买大宗实物资产	23	29.5	2750	34.2
购买其对外股权投资	38	48.7	3410	42.4
偿还债务	5	6.4	618	7.7
提供借款	4	5.1	471	5.9

委托代建	1	1.3	7	0.1
合资建项目/公司	5	6.4	630	7.8
建资产然后置换	2	2.6	154	1.9
按发生交易的关联方分类：				
第一大股东	63	80.8	5853	72.8
第一大股东的母公司	2	2.6	33	0.4
第一大股东的子公司	5	6.4	1304	16.2
另外的前五大股东(含其母、子公司)	7	9.0	792	9.9
其他(如子公司等)	1	1.3	58	0.7
合计				
	78	100	8040	100

表 2 进一步分析了配股资金用于关联交易的情况。(1) 按关联交易的类型分类，我们发现主要是购买大宗实物资产（主要是

固定资产)、购买其对外股权投资以及偿还债务、提供借款、合资建项目或公司等。其中购买大宗实物资产及购买其对外股权投资占到了 61 家, 占配股资金有用于关联交易公司家数的 78%; 资金量也接近 80%。(2) 按发生关联交易的关联方分类, 我们发现关联方为第一大股东的占总家数的 80.8%; 资金额近 60 亿, 占到关联交易总资金额的 73%。另外与第一大股东的母公司或其子公司进行关联交易的有 7 家。这样所有和第一大股东相关的关联交易就占到了总数的 90%。其余为与另外的前五大股东或子公司等进行的关联交易。

通过以上分析可以知道配股资金用于关联交易绝大部分为与第一大股东(或第一大股东的母、子公司)进行的。购买大宗实物资产或购买对外的股权投资是配股资金用于关联交易的主要形式。

3.3 配股资金投资项目、投资进度变更情况

根据年报等公开资料, 我们得到了如表 1 的有关变更情况:(1) 有 167 家公司变更了投资项目, 占总样本数量的近 40%; 该部分资金总额约为 120 亿, 占到已使用资金额的 13.6%。另外据中国证券报报道, 2003 年募集资金投向变更有升温的趋势, 在 2003 年六月份的上市公司公告中, “变更募集资金投向”的身影时有闪现。(2) 由于部分公司资料中难以找到精确的计划进度, 本文仅把可以明确判断实际进度和计划进度相差一年以上的公司作为“投资进度变更公司”。按照这样的统计口径, 有 125 家公司投资进度发生了变更, 接近总数的 30%。披露的变更原因往往有市场环境发生变化、国家政策发生变化、合作方出现了问题等等。

无论从投资项目变更、进度变更的公司家数还是资金数量看, 均可发现目前市场上变更资金用途和投资进度的问题确实严重。

3.4 其他情况

在特别关注以上问题的同时, 本研究也对投资项目是购买还是自建、以及技术改造方面的投资情况做了简单统计。在 462 家样本公司中有 140 多家公司将 130 亿左右的配股资金以向外购买的方式进行了特定项目的投资, 其资金额大约占投资特定项目资

金的 17%；因此可以认为目前公司本身使用配股资金建项目是投资特定项目的主要形式。有近 150 家公司把约 135 亿的配股资金用于技术改造项目，约占投资特定项目资金额的 18%；这表明很多上市公司都在注重增加企业的科技含量，增强发展后劲。

4 配股资金使用对公司会计业绩的影响

前文针对配股资金的使用情况进行了简单统计。本部分主要采用会计业绩指标对假设 H1、H2、H3 进行检验。

衡量公司业绩的会计指标主要选用了 ROA、ROE、CROE。（1）ROA 为资产报酬率，反映单位资产的盈利能力。我们将其定义为息税前收益（EBIT）与总资产的比值，以剔除不同的税收政策及资本结构的影响。（2）ROE（净资产收益率）为净利润与净资产的比值，反映单位净资产的获利能力，也是监管部门审核上市公司再融资资格的重要财务指标。（3）考虑到公司为获得配股资格等动机而进行盈余管理对 ROE 指标的影响，本文也选用了 CROE 来衡量公司的会计业绩。Chen and Yuan (2001)的研究表明 CROE 指标可以有效的避免盈余管理的影响。

4.1 分组检验

为了考察配股资金使用情况的不同是否对公司配股后业绩产生不同影响，将公司配股前、后的会计业绩分别按照三个假设进行了分组检验。配股前会计业绩指标取配股前一年的相应指标，配股后业绩指标则取相应会计指标配股当年、配股后第一年、配股后第二年三个数值的中位数（Healy, 1992）。研究中我们采用了中位数比较检验，结果如表 3：

表 3：配股资金使用情况不同公司配股前后会计业绩的比较

	配股前	配股后
--	-----	-----

	ROA (%)	ROE (%)	CROE (%)	ROA (%)	ROE (%)	CROE (%)
Panel A: 投资特定项目公司与改善财务结构公司						
投资特定项目公司 (n=199)	8.6	13.1	12.7	7.1	9.5	8.5
改善财务结构公司 (n=30)	6.5	11.6	10.7	4.8	5.9	3.2
显著性检验	2.30**	0.79	1.30	3.59***	3.46***	4.16***
Panel B: 无关联交易公司与有关联交易公司						
无关联交易公司 (n=384)	7.9	12.2	12.4	6.3	8.6	7.6
有关联交易公司 (n=78)	8.0	12.9	11.9	6.4	8.9	7.3
显著性检验	-0.55	-0.67	0.19	-0.12	-0.42	0.22
Panel C: 投资项目未变更公司与变更公司						
投资项目未变更公司	8.4	12.6	12.7	6.7	9.2	8.2

(n=295)						
投资项目变更公司	7.0	11.6	11.0	5.8	7.1	6.0
(n=167)						
显著性检验	2.67***	1.80*	2.91***	3.25***	4.05***	3.04***
Panel D: 投资进度未变更公司与变更公司						
投资进度未变更公司	8.0	12.8	12.4	6.6	9.1	7.9
(n=337)						
投资进度变更公司	7.7	11.4	11.9	5.0	6.5	5.4
(n=125)						
显著性检验	0.04	1.76*	1.11	3.89***	4.87***	3.35***

（表中为中位数值，显著性检验为非参数 wilcoxon Z 检验。***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水准上双尾检验显著。）

4.1.1 投资特定项目公司与改善财务结构公司业绩的比较

我们选取了将配股资金全部用于投资特定项目的公司 199 家和用于改善财务结构资金占到其配股募集资金总额 50% 以上的公司 30 家进行了比较检验。后者取占 50% 以上，是因为占 100% 的公司只有 2 家，取占 50% 以上的 30 家可以有适当的样本量又能达到分析问题的目的。

从表 3 可以发现：（1）配股前，投资特定项目公司 ROA 中位数为 8.6%，高出改善财务结构公司 2.1%，在 5% 水准上显著；

配股后前者 ROA 中位数在 1%水准上显著高于后者。这说明将配股资金用于改善财务结构公司相对投资特定项目公司配股后 ROA 出现了下降。(2) 配股前, 投资特定项目公司 ROE 中位数比改善财务结构公司高 1.5%, 但是差异不显著; 而配股后差异扩大为 3.6%, 且在 1%水准上双尾检验显著。这表明配股后前者以 ROE 衡量的公司业绩有了明显优于后者的变化。(3) 以 CROE 衡量的公司业绩的比较和 ROE 的比较结果类似, 这表明即使排除盈余管理的影响, 将配股资金用于改善财务结构公司配股后会计业绩的变化还是显著差于将配股资金投资特定项目公司。

总之, 无论从 ROA、ROE、CROE 看, 投资特定项目公司在配股后业绩的变化均明显好于改善财务结构公司。这和预期是一致的。

4.1.2 配股资金用于关联交易和未用于关联交易公司业绩的比较

这里将所有样本公司分为有关联交易公司和无关联交易公司两独立组进行中位数 Wilcoxon 秩和检验。表 3 显示: 配股前, 无关联交易公司 ROA、ROE 比有关联交易公司分别低 0.1%、0.7%, CROE 则高 0.5%; 配股后各指标的差异方向均于配股前相同, 差异值分别为 0.1%、0.3%、0.3%, 各指标差异统计检验也均不显著, 与配股前无显著变化。总之, 配股前后, 有关联交易公司和无关联交易公司会计业绩的变化没有显著差异。这难以说明这些关联交易更多的是索取型的还是输入型的(段亚林, 2001), 我们将在回归中进一步分析。

4.1.3 配股资金投资项目、进度变更公司与未变更公司业绩比较

把所有样本公司按是否变更投资项目分为两组, 对其配股前后的 ROA、ROE、CROE 分别进行独立组检验。如表 3, 可以发现配股前、后变更投资项目公司业绩均要明显低于未变更公司。配股前未变更公司 ROA、ROE、CROE 比变更公司分别高 1.4%、1.0%、1.7%, 配股后差异则分别为 0.9%、2.1%、2.2%; 配股前后 ROE 和 CROE 的差异均有增加。同时, 从显著性检验的 Z 值也可判断, 配股后, 投资项目变更公司的业绩相对未变更公司变得更差。

同样，把投资进度符合计划的公司 337 家与进度不符合计划的公司 125 家进行对比分析（表 3），得到更明显的结果。即实际投资进度未达到计划进度的公司业绩要明显差于计划符合进度的公司，差异统计检验在配股前不显著，而配股后均在 1%水平上很显著。

综上所述，可以认为投资项目与进度变更的公司配股后会计业绩会显著的差于未变更公司，也符合假设。

4.2 回归分析

通过以上配股前、后会计业绩的中位数检验，已得到了初步的结论，下面将控制样本公司配股前的会计业绩进行进一步的回归分析。

被解释变量为会计业绩指标。本文分别将业绩指标 ROA、ROE、CROE 作为被解释变量进行回归。本文采用了 Healy (1992) 年采用的方法。即分别取配股后三年各业绩指标的中位数作为被解释变量。如回归中选用的 ROA 为样本公司配股当年、配股后第 1 年、配股后第 2 年这三年 ROA 的中位数。

解释变量为前文所分析的反映资金使用情况的各变量 Finance、Abusiness、Pchange 和 Vchange。Finance 为用于改善财务结构资金占配股募集资金的比例，根据已有的理论分析和统计检验，该比例和业绩应该负相关。Abusiness 为关联交易虚拟变量，若配股资金有用于关联交易的，则该变量为 1；否则为 0。Pchange 为表示投资项目变更的变量，如果投资项目变更则该变量为 1；否则为 0。Vchange 为衡量投资进度是否变更的变量，若变更了该变量为 1；否则为 0。根据已有的分析，Pchange 和 Vchange 与业绩均应该负相关。

控制变量为公司配股前一年的业绩。因为是要分析资金使用对配股后业绩的影响，所以选用了配股前一年的相对应业绩指标为控制变量。此控制变量可以包含众多可能影响公司业绩的其他因素。

表 4 列示了各解释变量之间的相关性。从该表可以看出变量之间一些简单的相关关系：配股资金用于改善财务结构的比例和关联交易、投资项目变更正相关；另外配股资金用于改善财务结构的比例与配股前一年的 ROA、CROE 负相关；配股资金用于

关联交易与投资进度变更负相关，这说明投资进度达不到计划进度的公司并没有把配股资金有意识的用于关联交易；配股资金投资项目变更与进度变更有较强的正相关关系，与配股前一年的 ROA 负相关。投资项目变更和进度变更相关系数较大，而且这两个变量是从不同的方面衡量公司资金使用计划不周的，因此在回归中分别在不同模型中采用这两个变量。其他变量之间相关系数均较小，并没有表现出较强的相关性，未报告的线性模型检验结果也未发现这些变量之间存在多重共线性。

表 4：各变量之间的 Pearson 相关系数（n=462）

	Finance	Abusiness	Pchange	Vchange	ROA _{t-1}	ROE _{t-1}	CROE _{t-1}
Abusiness	0.137**						
Pchange	0.105**	0.046					
Vchange	0.003	-0.079*	0.495**				
ROA _{t-1}	-0.092*	0.057	-0.101*	0.015			
ROE _{t-1}	-0.043	0.050	-0.087	-0.081	——		
CROE _{t-1}	-0.109*	0.024	-0.021	-0.103	——	——	

（**表示在 1%水准上显著相关（双尾）；*表示在 5%水准上显著相关（双尾）。）

表 5 列出了回归分析的结果，控制变量（公司配股前一年的业绩）的回归系数均较大，而且都在 1%水准上显著，这说明公司配股前一年的业绩对公司配股后的业绩有显著影响。（1）配股资金用于改善财务结构的比例（Finance）在各模型中回归系数均为负值，且都在 1%或 5%水准上显著。这表明公司配股资金用于改善财务结构的比例越高，公司配股后的业绩越差；这与假设是一致的，即改善财务结构公司配股后的业绩要明显地差于投资特定项目公司。（2）关联交易变量（Abusiness）在各模型中都不显著，而且回归系数的符号也比较复杂。以 ROA 为因变量时，其系数为负；即配股资金用于关联交易公司 ROA 要低于无关联交易公司。而以 CROE、ROE 为因变量时符号为正。这些都说明配股资金是否用于关联交易对公司配股后的会计业绩并没有显著的正或负影响。这也意味着本文的研究并不能确认关联交易到底是一种有利于上市公司的行为还是大股东从上市公司转移利益的行为。（3）各模型回归结果均显示，配股资金投资项目是否变更（Pchange）与配股后业绩负相关。但是只有在以 ROA 为因变量时，其系数在 10%水平上显著；在以 CROE、ROE 为因变量时虽然 T 值绝对值均较大，但都未能过显著性检验。（4）进度变更（Vchange）与各业绩变量均在 1%水准上显著负相关，意味着配股资金使用进度变更公司配股后业绩要显著差于进度未变更公司。总之，如前文所假设的，配股资金用途及进度变更公司业绩要显著差于未变更公司；当然用途变更公司不如进度变更公司显著。

表 5：配股资金使用不同行为对会计业绩影响的回归分析（n=462）

	ROA	ROA	ROE	ROE	CROE	CROE
Intercept	0.048***	0.049***	0.035***	0.039***	0.028***	0.032***
	(8.41)	(9.05)	(3.51)	(3.96)	(3.17)	(3.73)
Finance	-0.048***	-0.050***	-0.046***	-0.048***	-0.050**	-0.051***

	(-3.86)	(-4.02)	(-2.66)	(-2.81)	(-2.57)	(-2.65)
Abusiness	-0.004	-0.007	0.006	0.003	0.006	0.003
	(-0.63)	(-0.98)	(0.59)	(0.29)	(0.52)	(0.29)
Pchange	-0.009*	—	-0.012	—	-0.008	—
	(-1.71)		(-1.60)		(-0.92)	
Vchange	—	-0.019***	—	-0.024***	—	-0.023***
		(-3.35)		(-3.13)		(-2.55)
ROA _{t-1}	0.241***	0.252***	—	—	—	—
	(5.02)	(5.32)				
ROE _{t-1}	—	—	0.333***	0.328***	—	—
			(5.59)	(5.55)		
CROE _{t-1}	—	—	—	—	0.374***	0.373***

					(7.47)	(7.53)
Adj-R ² (%)	9.41	11.02	8.29	9.72	12.42	13.49

(表中括号内为 T 值。***表示在 1%水准上双尾检验显著，**表示在 5%水准上双尾检验显著，*表示在 10%水准上双尾检验显著。)

4.3 结果与分析

在控制了公司配股前一年的业绩后，我们发现：改善财务结构公司配股后业绩要显著差于投资特定项目公司；配股资金用于关联交易没有对公司配股后业绩产生明显影响；配股资金投资项目和进度变更公司，业绩要明显比未变更公司差。

如我们所预期的，配股资金用于改善财务结构对公司会计业绩产生了明显的负影响，这说明大部分将配股资金用于偿还债务及大量补充流动资金的公司对配股资金使用的科学性是值得怀疑的。这些公司配股募集的资金没有很好的投资项目，而是将再融资取得的大量资金用于偿还债务或补充流动资金。从检验结果可以看出：大量资金用于偿还债务并不能给公司的后续发展带来好处；而披露有大量的资金用于补充流动资金的公司可能是资金闲置或用于炒股等不利于公司发展的投机行为，这些行为给公司带来了明显比其他公司差的业绩表现。

配股资金投资项目和进度变更公司的业绩明显差于未变更公司。目前上市公司募集资金投向和进度的变更在一定程度上确实就是一种道德风险行为。有些公司可能为了从市场上取得大量资金而没有抱着对广大投资者负责的态度对拟投资项目进行科学、认真的可行性分析；更有甚者可能拟投资项目本身就是不真实的。这样，在配股资金到手以后不得不变更投向、延缓投资进度。因此结果就如回归中所看到的，变更投资项目、投资进度公司配股资金使用效率低下，给公司业绩带来了显著的负影响。

配股资金用于关联交易没有对公司配股后业绩产生明显负影响，这没有为我们的假设提供证据，即：没有证明配股公司关联方通过与上市公司配股所获资金的关联交易从上市公司转移利益。那么为什么没有发现如我们所假设的情况呢？可能的原因有：

(1) 关联交易中既有索取型的也有输入型的（段亚林，2001）。大股东最终目的是从上市公司取走利益；但是为了更多的利益，

大股东也会向上市公司输入能给企业带来良好收益的优质资产等。从我国上市公司配股资金使用情况可以看出，关联交易中很大一部分为购买大宗资产以及股权投资的。我们可以认为，或者至少其中的一部分是有利于上市公司的关联交易。(2) 关联交易可以节约交易成本，同时也减少信息不对称风险。人们一提关联交易就谈虎色变，主要是因为资本市场曾有的大股东通过关联交易严重侵占上市公司利益现象以及运用关联交易操纵利润行为。但实际上如果关联交易是公允的，则可以大大减少交易成本；另外熟悉的双方进行交易可以减少信息不对称带来的风险，提高交易的效率，更好地发挥资源配置功能。

5 配股资金使用对公司股票回报率业绩的影响

导言部分提到国外众多学者研究了公司 SEO 后的长期业绩，这些文献大都使用了股票回报率来衡量公司的业绩。原红旗（2003）研究了中国公司在配股后的业绩表现，也主要采用了股票回报率指标。那么配股资金使用的不同行为对公司配股后的股票回报率业绩会产生怎样的影响呢？此部分将对假设 H4、H5、H6 进行检验。

5.1 股票回报率业绩的衡量

配股资金的使用往往需要几年时间，根据我们的分析，投入量最多的应该在配股后的头两年。同时由于可获得数据的局限，本文仅选取了配股后 24 个月为研究的窗口，分别考察公司在配股后 6 个月、12 个月、24 个月的股票回报率业绩。

为了避免累计超额回报率法（Cumulative Abnormal Return，简称 CAR）在衡量长期业绩时的偏差，本文采用购买持有超额回报率法（Buy and Hold Abnormal Return，简称 BHAR）计算样本公司配股后经过市场调整的股票回报率业绩

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{ben,it}) \quad (1)$$

R_{it} 为公司配股后第 t 个月的回报率。 $R_{ben,it}$ 为业绩比较基准第 t 个月的回报率，若 i 为沪市公司，则 $R_{ben,it}$ 为沪市市场收益率；若 i 为深市公司，则 $R_{ben,it}$ 为深市市场收益率。 T 为考察的期间，在本文中分别为 6 个月、12 个月、24 个月； $BHAR_{iT}$ 表示公司 i 在 T 期间的累计超额报酬率。

5.2 公司股票回报率业绩的比较

按照配股资金使用情况的不同对样本公司进行分组，分别计算了其配股后 6 个月、12 个月、24 个月的 BHAR，并分别进行了均值和中位数检验，结果如表 6。

表 6：配股资金使用情况不同公司股票回报率业绩的比较

	6 个月		12 个月		24 个月	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
Panel A: 投资特定项目公司与改善财务结构公司						
投资特定项目公司 (n=199)	0.020	-0.027	0.060	-0.009	0.145	-0.035
改善财务结构公司 (n=30)	0.006	0.025	0.152	0.103	0.427	0.351
显著性检验	0.17	-0.07	-0.85	-0.60	-1.49	-1.74*

Panel B: 无关联交易公司与有关联交易公司						
无关联交易公司 (n=384)	0.014	-0.017	0.037	-0.040	0.081	-0.039
有关联交易公司 (n=78)	0.076	-0.001	0.167	0.074	0.291	0.097
显著性检验	-1.16	-0.81	-1.74*	-1.45	-1.84*	-1.65*
Panel C: 投资项目未变更公司与变更公司						
投资项目未变更公司 (n=295)	0.027	-0.013	0.058	-0.020	0.136	0.060
投资项目变更公司 (n=167)	0.019	-0.009	0.061	-0.009	0.082	-0.142
显著性检验	0.22	-0.16	-0.06	-0.19	0.60	1.65*
Panel D: 投资进度未变更公司与变更公司						
投资进度未变更公司 (n=337)	0.028	-0.011	0.077	-0.015	0.174	0.020
投资进度变更公司	0.013	-0.009	0.008	-0.006	-0.041	-0.124

(n=125)						
显著性检验	0.38	-0.08	1.39	-0.98	2.56**	2.20**

(上表中，平均数为 T 检验，中位数为非参数 wilcoxon Z 检验。***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水准上双尾检验显著。)

5.2.1 投资特定项目公司与改善财务结构公司

表 6 中 Panel A 是投资特定项目公司与改善财务结构公司股票回报率业绩的比较。投资特定项目公司配股后 6 个月 BHAR 的均值高于改善财务结构公司；其他指标均低于改善财务结构公司，而且这种差距随着时间逐渐增大，配股后 24 个月的中位数在 5%水准上双尾检验显著。这表明在配股后 24 个月内，将资金用于改善财务结构公司股票回报率业绩稍好于投资特定项目公司。

5.2.2 无关联交易公司和有关关联交易公司

表 6 中 Panel B 表明有关关联交易公司各期的 BHAR 均高于无关联交易公司，具体为：配股后 6 个月，有关关联交易公司高，但检验不显著；配股后 12 个月的均值在 10%水准上显著；配股后 24 个月，均值和中位数均在 10%水准上显著。这也可以看出有关关联交易公司配股后的股票回报率业绩要稍好于无关联交易公司，虽然差异不是很显著。

5.2.3 投资项目未变更公司和变更公司

Panel C 为投资项目未变更公司与变更公司 BHAR 的比较结果。变更公司配股后 6 个月的均值低于未变更公司，中位数稍高于未变更公司；配股后 12 个月 BHAR 的均值和中位数都和未变更公司接近；各指标统计检验均不显著。而配股后 24 个月变更公司的 BHAR 变为低于未变更公司，且中位数在 10%水准上通过显著性检验。可以发现在配股后 24 个月内，随着时间的延长，变更公司相对未变更公司股票回报率业绩有明显的变低的趋势。

5.2.4 投资进度未变更公司和变更公司

Panel D 列出的投资进度未变更公司与变更公司的比较结果表明变更投资进度对公司配股后股票回报率有负影响。配股后 6 个月、12 个月、24 个月变更公司 BHAR 的均值比未变更公司分别低 0.015、0.069、0.215；且 T 值逐渐增大，配股后 24 个月差异在 5%水准上显著。变更公司配股后 6 个月、12 个月 BHAR 的中位数稍高于未变更公司，统计检验不显著；但配股后 24 个月，变更公司的 BHAR 在 5%水准上显著低于未变更公司。由此可见，与投资进度未变更公司相比，变更公司配股后股票回报率业绩要差，且这种趋势在配股后 24 个月内呈逐渐扩大。

5.3 检验结果的分析

以上通过用 BHAR 方法计算的经过市场调整的回报率业绩的比较，检验了配股资金使用对公司配股后股票回报率业绩的影响。研究发现：（1）改善财务结构公司配股后股票回报率业绩要好于投资特定项目公司，在本文研究期间内这种差异随时间延长而变明显；（2）配股资金用于关联交易公司配股后业绩稍优于未用于关联交易公司；（3）投资项目变更公司业绩比未变更公司要差，时间越长表现也越明显；投资进度变更公司配股后业绩非常显著地差于未变更公司。

从检验结果可以发现，配股资金用于改善财务结构公司与用于投资特定项目公司股票回报率的比较结果与假设是不一致的，而且与会计业绩的比较结果相反。那么为什么改善财务结构公司的市场报酬要稍优于投资特定项目公司呢？可能是以下几个原因造成了这种现象：（1）配股资金用于改善财务结构增加了公司价值。Modigliani , Franco and Merton H. Miller (1963)认为公司最佳的资本结构应当是节税利益和债权资本比例上升而带来的财务危机成本与破产成本之间的平衡点。改善财务结构公司大多迫于财务窘境而进行配股融资，可见在配股前，其负债比例是偏高的；配股资金的投入有效地改善了其财务结构，降低了财务风险，从而增加了公司价值，因此其股票价格会随着配股资金的投入而上升。（2）市场对公司财务风险降低而增加了市场价值做出了延迟的反应。如前文所分析，将配股资金改善财务结构可以增加公司价值。我们的统计发现公司如果将配股资金大量用于改善财务结构，那么资金一般在配股当年或次年就全部投入使用；因此如果市场反应迅速，则公司股票回报率应该在配股后 6 或 12 个月就

相对其他公司有明显的上升。但是统计检验却发现配股资金用于改善财务结构公司明显的回报率优势表现在配股后 24 个月。这表明市场对这类公司价值的上升做出了延迟的反应。

将配股资金用于关联交易公司的股票回报率业绩稍好于未用于关联交易公司，虽然和假设不一致，但是和会计业绩基本是一致的。这进一步表明在本文研究中确实没有发现配股资金用于关联交易给公司业绩带来了负影响，相反投资者可以通过购买有益于关联交易公司的投资组合获取稍高于未用于关联交易公司的市场回报。关联交易不一定总是有损于上市公司利益。

变更投资项目、投资进度公司配股后业绩表现要差于未变更公司，尤其是进度变更公司；这和假设、会计业绩都是一致的，表明变更投资项目或投资进度确实是投资中的一种消极行为，给公司业绩带来了负面影响，市场对这类公司反应是理性的。

6 结论、建议与研究局限

本文分析了我国上市公司配股资金使用情况，采用实证方法研究了配股资金使用中不同行为对公司配股后会计业绩和股票回报率业绩的影响。研究发现：（1）配股资金用于改善财务结构公司的会计业绩要明显比投资特定项目公司差；以股票回报率衡量的业绩，前者却稍优于后者；（2）配股资金是否用于关联交易对公司会计业绩和股价业绩均无显著影响；（3）变更投资项目公司的会计业绩和股票回报率业绩都要差于未变更公司；投资进度变更对公司会计业绩具有显著的负影响，投资进度变更公司的市场报酬也明显低于未变更公司。本文的结论是：配股资金用于改善财务结构、变更配股资金的投资项目或进度都对公司配股后业绩具有明显的负影响，而关联交易对配股后业绩的影响不显著。

本文的研究对于规范上市公司再融资行为，发挥证券市场在资源配置中的积极作用具有一定意义。（1）大量募集资金用于偿还债务或闲置问题。上市公司应该为有效益的项目融资而不是圈了钱再去计划怎么花。监管部门在审核融资资格过程中要把对现金持有量、资产负债率的上下限根据行业、企业发展阶段等特点更加明确化；防止财务恶化公司或无投资需求公司盲目融资。（2）关联交易问题。监管部门和投资者不能一概否定关联交易；规范的、公允的关联交易对公司的发展具有一定的积极意义。（3）募集资金投资项目、投资进度变更问题。对投资项目和进度变更实行更严格的审批和惩罚制度，目前《证券法》规定变更募集资金投向经股东大会通过即可，可以考虑“变更”一定要报有关部门批准，并对变更后情况进行跟踪检查，对变更比率较大的公司及

其高管人员以及相关中介机构进行惩罚。对资金使用的信息披露进行更严格的规范；可以规定必须统一使用表格的形式；在表格中必须完整地列出配股（招股）说明书中的用途，历次变更情况，实际执行情况；披露文件不得使用“如配股说明书”“基本按计划进度”等模糊词汇；另外要特别规定对投资进度也要做明确的披露。投资者对频繁变更投资项目、投资进度公司要注意投资风险。

本研究尚存在某些局限：首先，由于公开资料的有限性，本文没有对配股资金的使用进行更全面更细致的分析。如配股资金中对内投资、对外投资，主业投资、其他行业投资，技术改造的具体情况及其对业绩的影响。同时，由于披露的不规范，资料集中可能存在一些主观判断的因素；如进度是否变更的判断。由于不是每一家公司都严格的披露了进度是否变更的，在数据收集集中，只能将明确披露了与计划进度不符的以及根据有关资料可以判断为与计划进度不符的公司定义为投资进度变更公司。

其次，由于后续时间的局限，本文在进行股票回报率比较时仅选择了配股后 24 个月作为研究的窗口；但是配股资金使用对公司业绩产生影响也许需要更长的时间，在研究中也发现，往往 6 个月和 12 个月的报酬率差异不显著，但是 24 个月的就显著了。如果可以取更长时间的股票回报率进行分析，可能会有更明显的结果。

参考文献

- [1] Asquith, Paul and David W. Mullins. 1986. Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics* 15, March-April 1986, pp. 61-89.
- [2] Chen Kevin C. W., Yuan Hongqi. 2001. Earnings Management and resource allocation: evidence from China' s accounting based regulation of rights issue. Working paper.
- [3] Healy, P.M., K.G. Palepu and R.S. Ruback. 1992. Does corporate performance improve after mergers?. *Journal of Financial Economics* (1992): p. 135-156.

- [4] Kang, J.K., Y.G. Kim and R. M. Stulz. 1999. The under reaction hypothesis and the new issue puzzle: evidence from Japan. *The review of financial studies* 12, p. 519–534.
- [5] La Porta, Lopez–De–Silanes, Shleifer. 1998. corporate ownership around the world. Harvard University. Working paper.
- [6] Loughran T. and Ritter J. R. 1995. The new issues puzzle. *Journal of Finance*, p. 23–51.
- [7] Marco Bigelli. 1998. The Quasi–Split Effect, Active Insiders and The Italian Market Reaction to Equity Rights Issues. *European Financial Management*, Vol. 4, No 2, July 1998
- [8] Modigliani, Franco and Merton H. Miller. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, June, 53: p. 433–443.
- [9] Pierre Jeanneret. 2000. Use of the proceeds and long–term performance of French SEO firms. Working paper.
- [10] Rezaul Kabir, Peter Roosenboom. 2003. Can the Stock Market Anticipate Future Operating Performance? Evidence From Equity Rights Issues. Tilburg University. Working paper.
- [11] Soucik V., and David E. Allen. 1999. Long run performance of seasoned equity offerings: fact or an illusion? Working paper. Edith Cowan University. Working paper.
- [12] Spiess D. Katherine and John Affleck–Graves. 1995. Underperformance in long–run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of financial economics* 38, p. 243–267.
- [13] 陈小悦、肖星、过晓艳. 2000. 《配股权与上市公司利润操纵》. 经济研究, 1
- [14] 陈小悦、徐晓东. 2001. 《股权结构、企业绩效与投资者利益保护》, 经济研究, 11

- [15] 段亚林. 2001. 《非公平关联交易下的公司利益转移问题研究》，课题报告，深圳证券交易所综合研究所
- [16] 胡继之、王文立. 2001. 《深交所上市公司配股行为研究》，课题报告
- [17] 李康、杨兴君、杨雄. 2003. 《配股和增发的相关者利益分析和政策研究》. 经济研究，3
- [18] 李森、郭伏. 1999. 《配股价格研究》. 东北大学学报，1
- [19] 刘勤、陆满平、寻晓青等. 2002. 《变更募集资金投向及其监管研究》. 证券市场导报. 1
- [20] 孙永祥、黄祖辉. 1999. 《上市公司的股权结构和绩效》. 经济研究，12
- [21] 汪立新. 2001. 《对我国上市公司配股的财务行为分析》. 华东经济管理，11
- [22] 阎达五、耿建新、刘文鹏. 2001. 《我国上市公司配股融资行为的实证研究》. 会计研究，9
- [23] 原红旗. 1998. 《从中期报告看关联交易：现实问题与理性思考》. 会计研究，3
- [24] 原红旗. 2003. 《股权再融资之“谜”及其理论解释》. 会计研究，5
- [25] 原红旗. 2003. 《上市公司配股的长期业绩》. 《中国会计与财务研究》，3
- [26] 张维迎. 1996. 《博弈论与信息经济学》. 上海三联出版社、上海人民出版社，1996
- [27] 郑德珵、沈华珊. 2002. 《股权结构与公司治理——对我国上市公司的实证分析》. 中山大学学报，1

Use of the Rights Issues Proceeds and Corporate Performance

YUAN Hong-qi , LI Hai-jian

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: This paper investigates how the listed companies, who issued additional shares to exiting shareholders in the 1997-2000 periods, used the proceeds. What's more, this study tries to find the effect of the use of proceeds on the corporate performance. The results show that, according to accounting profits, those who use rights issues proceeds to improve capital structure (repaying debts or improving cash position) performance significantly worse than those who use proceeds for specific investment projects. However, when we use stock returns as the performance measure, the result is reverse. This study also suggests whether the company uses the proceeds for related transactions has no significant effect on the corporate performance. But changing the use of the proceeds or delaying the use of the proceeds does significantly negative effect on the corporate performance (both accounting profits and stock returns).

Key words: the rights issues proceeds, accounting profits, stock returns

收稿日期: 2003-05-18; 修回日期: 2003-9-20

作者简介: 原红旗 (1970-), 男(汉族), 山西阳城人, 上海财经大学会计学院副教授。
李海建 (1979-), 男(汉族), 浙江淳安人, 上海财经大学会计学院硕士。