

大股东配股行为及其经济后果¹

原红旗

(上海财经大学会计与财务研究院, 上海 200433)

摘要: 本文研究了大股东的配股行为及其经济后果, 研究发现, 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积极参与配股公司发展的信心。从经济后果看, 大股东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会计业绩。

关键词: 大股东、配股行为、经济后果

中国图书分类号: F2 **文献标识码:** A

1 引言

公司上市后进行股权再融资 (Secondary Equity offering, SEO) 的方式主要有两种: 向现有股东配股融资和向市场增发新股, 配股又可以分为非承销配股 (英文为 *uninsured rights issue*, 即企业自己发行, 不通过投资银行) 和承销配股 (由投资银行承销)。根据 Eckbo and Masulis(1992)的研究, 在 1933 年-1955 年, 美国超过 50% 的上市公司通过配股的方式进行股权再融资;

¹本研究受国家自然科学基金(编号为 70102006) 和霍英东青年教师基金项目 (编号为 81080) 资助。作者感谢两位匿名审稿人富有建设性的意见。

从 20 世纪 60 年代开始，向市场增发新股成为美国上市公司占据主导地位的股权再融资方式，在 1963 年-1981 年间，不到 5% 的公司采用了配股的方式进行融资；在 1982 年以后配股在美国消失了²。日本的上市公司也出现了类似的现象，根据东京证券交易所的一项统计，在 1976 年以前，超过 50% 的日本上市公司采用配股方式进行股权再融资，随后该比例一直不断下降；在 1997 年，只有 6.3% 的公司通过配股进行股权再融资。但是，目前在加拿大、欧洲和亚洲地区，配股依然是最主要的股权再融资方式。

在中国，配股是公司上市后进行股权再融资的主要方式。但是国外公司配股和国内公司配股大股东的决策确实迥然不同，在国外，公司可以其他方式融资，大股东的决策主要是影响股权再融资的方式；在国内，公司股权再融资的方式主要配股，公司没有其他的选项³，大股东决策是否参与配股和采用何种方式配股。

根据中国证券监督管理委员会的统计，从 1991 年至 2002 年 6 月，上市公司 A 股通过配股筹集的资金达到 2069.69 亿元，为同期 A 股首次公开发行（IPO）筹资的 48.35%⁴。在巨额的配股筹资中，不同股东的贡献是不同的，持有流通股的小股东由于采用包销的方式配股，其应当认购部分得到全额认购，而持有非流通股的大股东（包括国有股股东和法人股股东，即大股东不仅包括第一大股东，还包括其他非流通的大股东）很多放弃配股，实际认购比率要比小股东低得多。在中国，非流通的大股东持有的比例很高，在 2000 年底为 62.7%⁵，非流通股股东掌握着上市公司的实际控制权，拥有内部信息。Michaely and Shaw (1994) 和 Field (1996) 的研究认为，机构投资者具有信息优势，他们能够在 IPO 发行中预测 IPO 的发行质量，从而避免 IPO 后公司的业绩下滑。那么中国上市公司的大股东如何利用信息优势作出配股决策？市场能否解读大股东拥有的优势信息？大股东的信息优

² 实际上，在美国和其他发达国家，SEO 同其他融资方式相比，也是微不足道的。Mikkelsen and Partch (1986) 收集了 360 家公司从 1972 年至 1982 年的数据，发现仅有 80 家公司采用股权方式筹集资金，而在同期，有 205 家公司公开发行债券（33 家可转换债券和 172 家非转换债券）和 296 家公司采用非公开的举债筹资方式。从筹集资金的数量看，美国公司通过增发取得的资金每年很少超过 300 亿美元，而最近每年的债券发行金额都超过 2500 亿美元。而且，通过 SEO 发行取得的资金也远低于通过 IPO 发行取得的资金。

³ 尽管 1998 年开始一些公司通过增发新股的方式进行股权再融资，但在研究期内通过增发新股方式融资公司的数量很少。

⁴ 数据来源为中国证券监督管理委员会网站。

⁵ 数据来源为中国证券监督管理委员会网站。

势是否确实可以预测配股公司的质量？本文将提供证据来回答这些问题，本文的证据有助于理解在现有股权结构下不同利益主体的不同融资行为，从而对未来市场的监管和市场有效的投资行为提供借鉴。

本文的研究包括大股东配股的一系列相关故事。（1）大股东是如何作出配股决策的？这个决策是否包含着企业未来发展的信息？（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应出来吗？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，配股比例低的大股东是否确实避免了未来盈利下降的损失？（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 文献综述

国外有关公司配股的文献主要有两个方向，一是有关配股融资后的长期业绩⁶；另外一个是有配股融资的方式选择。Eckbo and Masulis(1992)发现，承销配股的发行成本比非承销配股的成本高 5 个百分点，而增发新股的发行成本比承销配股的成本高 2 个百分点。从股东权益最大化的观点看，企业应当采用非承销配股的方式发行新股，但是在美国，大多数公司采用增发新股的方式进行股权再融资，企业为什么不选择发行成本低的方式融资？为什么配股融资方式会在美国消失？而其他的资本市场上，上市公司主要采用承销配股的方式发行新股，在 SEO 的各种方式之间，企业是如何作出选择的？Eckbo and Masulis(1992)用逆向选择的观点来解释企业再融资方式的选择，他们研究结论是规模较小且持股集中的公司使用配股方式的频率较高，规模较大且持股分散的公司倾向于采用增发新股的方式融资，他们的理论在一定程度上解释了为什么在加拿大、大部分欧洲国家和亚洲国家采用配股的方式进行股权再融资，因为这些国家的资本市场上主要是规模较小且持股比率集中的公司。

Cronqvist and Nilsson (2002) 则从控制权的角度来对融资方式选择进行了研究，他们发现，家族企业通过对企业的控制在企业中拥有特殊的利益，他们有保护其控制权的强烈动机，这些企业在 SEO 的时候会拒绝那些影响家族控制权的发行方式，一般地，为了不稀释控制权，家族企业不愿意选择承销配股和增发新股的分式发行新股，因为这些方式可能威胁到家族对公司的控制。

⁶ 这一方面的文献可以参阅原红旗（2003a）的研究。

国内上市公司的配股问题一直是学术界和实务界关注的焦点，目前探讨的主要学术问题包括：（1）盈余管理现象。1996年中国证监会推出配股前三年每年的净资产收益率均不低于10%的配股要求后，中国上市公司的净资产收益率出现在10-12%区间集中的现象。蒋义宏等（1998）对10%现象进行了讨论。Haw et al. (1998)，陈小悦等（2000）发现净资产收益率在10-12%之间的上市公司具有显著高于其他公司的应计利润。（2）盈余管理与资源配置。Chen and Yuan (2004) 探讨了企业采用线下项目盈余管理，以及政府对盈余管理信息的使用，进一步考察了盈余管理对资源配置的影响。原红旗（2003）研究了公司配股后的长期回报率业绩和长期会计业绩。（3）配股与股利政策。原红旗（2004）考察了配股指标变化对股利政策的影响；吕长江等（1999）也发现上市公司分红受到配股的影响，一些上市公司为了取得配股资格，采用分红的手法降低净资产，从而提高净资产收益率来达到配股条件。（4）配股的动机。周齐武等（2000）研究我国企业的恶性增资问题，认为公司管理者对项目承担责任的特点是恶性增资的原因之一。宋衍蘅（2003）考察了中国上市公司进行配股的动机，她的研究认为，道德风险假说不能有效的解释中国上市公司的配股行为，企业配股的原因除了成长以外，还可能是圈钱，目的包括保留资金储备的时机性圈钱和回报个别利益集团的无条件圈钱。

但是，目前国内外有关大股东配股行为的研究却很匮乏，本文希望在这一方面做一些探索。

3 假说发展

大股东有放弃参加配股的动机：（1）从转让权看，流通股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。(2)在不影响控制权的前提下,大股东放弃配股可以分享因其他股东配股而导致的每股净资产的增加,获得很高的报酬率⁷。这些因素都促使大股东放弃其配股资格。

但是,大股东也有参与配股的动机:大股东由于控制而拥有关于企业质量和发展能力的信息优势,比如,不同的会计方法下面可以计算出不同的会计数字,会计的利润数字代表着怎样的利润质量?在我国上市公司信息披露尚不完善的情况下,大股东对公司过去盈利的质量有更好的理解。对投资项目的风险和盈利能力,大股东掌握的信息也远比小股东充分,他们更了解这些投资项目是否能够带来未来业绩的增长。大股东会利用这种信息优势作出决策。大股东在其控制权和收益权较为一致的情况下,企业寻找好的投资项目的动机强烈,有助于提高企业未来盈利能力,大股东进行配股可以保持这种收益权,如果放弃配股,股权比例的下降会导致收益权受到损害。据此提出本文的假设 1:

假设 1: 大股东配股决策考虑了企业未来增长因素,未来增长能力增长越强,大股东配股比例越高。

大股东是否参与配股可以不受约束,而小股东则受到硬性约束。配股发行时,小股东的配股由投资银行包销,即如果投资者放弃配股,投资银行就需要认购这些股份,这保证了大股东向小股东的配股融资目标完全能够实现;而大股东的配股采用代销方式,大股东可以作出参加配股、放弃配股或者转让配股的决策。在披露配股说明书时,大股东会作出是否参与配股的承诺,流通股东虽然对大股东决策过程无法知晓,但可以从大股东配股比例的高低来推断配股的价值。据此提出本文的假设 2:

假设 2: 流通股股东能够理解大股东配股行为释放的信息,如果大股东参与配股的比例高,市场会作出积极的反应;如果大股东参与比例低,市场会作出负面的反应。

⁷ 假设一家公司总股本为 1 亿元,其中国家股 7 千万股,每股 1 元,流通股 3 千万股,总资产为 2.2 亿,每股净资产为 2.2 元,如按 10 比 3 来配股,配股价格为 10 元,国家股完全放弃,流通股应配股 9 百万股,配股后每股净资产为 2.844 元,每股增值为 0.644 元。这样,大股东放弃配股,立即获得 30% 的收益。

如果大股东参与配股，而未来的业绩不佳，其参与配股的机会成本非常高，如配股无法转让，丧失流通股股东配股导致的每股净资产增加，失去其他的投资机会，因而大股东发出虚假信息的可能性很低，公司的未来业绩应当能够反映大股东的配股行为。据此提出本文的假设 3：

假设 3：大股东配股比例高的公司未来的会计业绩显著高于大股东配股比例低的公司。

大股东拥有控制权，可以采用灵活的认购方式，既可以采用现金认购，也可以采用实物资产认购⁸。从积极的方面看，实物资产的注入可以优化上市公司及其控股公司的资产结构，促进存量资产进入资本市场，减少重新投资的时间，部分优质资产的注入也有利于促进上市公司业绩的稳定增长。从消极的方面看，采用实物配股存在很多不规范的行为，注入资产的价值可靠性和准确性直接影响流通股股东的利益，由于目前资产评估市场还存在很多问题，一些上市公司利用关联交易可能将质量不高的资产注入上市公司，这就可能对公司未来的发展产生影响，甚至成为包袱。如果大股东采用资产认购，他对资产的真实价值和盈利能力的了解远高于小股东。由于中国上市公司治理结构还很不完善，大股东利用实物方式配股获取利益。因而预测大股东采用实物配股后公司的业绩下滑。据此提出本文的假设 4：

假设 4：如果大股东采用实物配股，公司未来的会计业绩显著低于大股东采用现金配股公司的业绩。

根据原红旗（2003a）的研究，公司配股后，长期来看，股票价格能够反映会计业绩的基本面。据此提出本文的假设 5：

假设 5：大股东配股比例高的公司，其股票的长期回报率业绩显著高于大股东配股比例低的公司股票；如果大股东采用实物配股，其股票的长期回报率业绩显著低于大股东采用现金方式配股公司的股票。

⁸ 中国证券监督管理委员会在 2001 年发布的《上市公司新股发行管理办法》禁止大股东以实物资产认购股份，在本文的研究期内，大股东可以以实物资产认购股份。

4 样本和研究方法

4.1 样本

本文的样本包括 1995 年-2000 年在上海证券交易所和深圳证券交易所所有进行配股的 A 股上市公司，除去无法找到配股说明书和未包含非流通股的公司，共收集了 603 个样本。其中股权结构变动的数据系根据公司配股完成后发布的股份变动公告逐家整理，所用的财务数据和股票价格数据、报酬率数据均来自《中国股票市场研究数据库》（CSMAR）。

表 1 配股总的认购率和大股东认购率

第一部分：配股总的认购率和大股东认购率						
年份		分 布			均值 (%)	样本
		一分位数 (%)	中位数 (%)	四分位数 (%)		
1995	总认购率	43.00	75.60	100	70.91	
	大股东认购率	3.27	56.90	100	54.41	66
1996	总认购率	54.01	78.10	100	73.20	
	大股东认购率	11.90	77.42	100	62.21	48

	总认购率	55.83	95.55	100	79.78	
1997	大股东认购率	32.21	95.32	100	70.04	114
	总认购率	44.89	64.78	92.33	65.90	
1998	大股东认购率	12.35	42.34	91.43	48.24	153
	总认购率	38.18	49.21	61.75	52.84	
1999	大股东认购率	3.05	15.00	35.00	26.61	115
	总认购率	32.84	42.48	52.63	45.74	
2000	大股东认购率	0.00	5.00	15.63	14.30	107
	总认购率	41.41	57.47	94.31	63.58	
合计	大股东认购率	5.33	31.63	91.71	44.00	603

第二部分：大股东极端认购率公司家数

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	合计
配股率 \geq 99%的 公司数量	21	20	52	33	7	2	135
配股率 \leq 1%的 公司数量	13	4	4	19	20	34	94

表 1 第一部分是样本公司的配股总的认购率和大股东认购率的基本概况，从样本的分布看，1995 年和 1996 年配股的公司比较少，从 1997 年开始配股公司数量增长很快，1998 年为 153 家。大股东的认购率定义为非流通股的认购率，从配股总的认购率和大股东的认购率看，每年之间的差别非常大，前 3 年配股总的认购率每年平均都在 70%以上，大股东的认购率在 1995 年最低，为 54.41%，在 1997 年达到 70.04%，1997 年大股东认购比率高的原因可能是 1997 年配股折价较高导致，在 1997 年配股平均折价率为 51.63%，为 6 个年度中最高。而后 3 年配股总的认购率和大股东认购率每年平均都比前 3 年有大幅度的下降，1998 年大股东的配股认购率最高，为 65.9%，2000 年配股平均认购率最低，仅为 45.74%。大股东的认购比率也大幅度下降，2000 年平均仅为 14.3%。从认购率的四分位数看，每年之间的差异也非常显著，前 3 年每年都有超过 25%公司的大股东全额认购股票，而后 3 年，特别是 1999 和 2000 年下降的幅度非常大。

表 1 第二部分是大股东配股行为极端的一些公司分布，在 1998 年以前，大股东参与配股比例达到 99%以上的公司数量较多，1997 年达到 52 家；在 1999 年和 2000 年，全部参与配股的公司数量大大减少，在 2000 年，只有 2 家公司的大股东全部参与配股。而与此同时，大股东配股比例小于 1%的公司从 1996 年的 4 家上升到 2000 年的 34 家。

4. 2 研究方法

本文将大股东的认购率按照高低划分为高认购组和低认购组，划分的依据是非流通配股的实际认购数是否达到大股东应当配股比例的中位数，即应认购数的 50%以上。如果大于等于 50%，划分为高认购组，低于 50%划分为低认购组。本文没有采用实际认购率的中位数来划分，从表 1 可以看出总体上大股东的认购率中位数为 31.63%，相对大股东应认购率偏低。

对假设 1，本研究采用线性回归模型检验来大股东如何进行配股决策，是否拥有优势信息。对假设 2，本研究采用事件研究法，考察配股宣告日市场的超额报酬率和宣告期间的累积超额报酬率，来分析市场如何解读大股东的配股行为。对假设 3 至 5，大股东的配股行为是否确实有经济后果？大股东的优势信息是否确实能预测未来的不同业绩？采用配股前后会计业绩和市场业绩的对比来研究大股东参与配股比例高的公司是否表现良好，同时考察大股东不同认购方式下公司未来的业绩。

4. 3 大股东配股认购相关特征描述

(1) 大股东的认购比率 (*RATE*)。高认购组认购率平均达到 87.23% (中位数为 99%)，显著高于低认购组的 12.96% (中位数仅为 8.81%)。

(2) 配股折价 (*DISC*)

公司在配股说明书中公布配股价格，配股折价定义为配股价格和配股前一天的收盘价之差额，即配股折价率为：

$$DISC = (P_t - P_s) / P_t \quad (1)$$

DISC 为配股折价率， P_t 为配股前一天的收盘价格， P_s 为配股价格。*DISC* 越大，说明企业的配股价格越低。从表 2 可以看出，高认购组的配股折价率平均数和中位数分别为 51.87% 和 53.33%，T 检验和 Z 检验均显著高于低认购组的 34.59% 和 34.48%。说明大股东参与配股比例高的公司会制定较低的配股价格。这个指标的理论意义是，如果企业圈钱动机强，就会制定较高的配股价格，大股东参与配股的动机就比较低。

(3) 市净率 (*MB*)。该指标为股票的市场价格与每股净资产之比。根据 Gaver and Gaver(1993)的研究，*MB* 可以衡量企业未来的增长，该比率越大，表示投资者看好公司未来的成长机会，其预期报酬率将会比现有权益的必要报酬率高，因此会反映在较高的市价上；该比例越低，则公司未来成长越不被看好。但是在中国，股票市场和成熟国家的市场有所差异，在成熟市场上，所有的股票均为流通股份，股票价格能够较好的反映企业的价值。而在中国，只有一部分股票是流通股，其他的均为非流通的国家股和法人股，以 1993 年为例，国家股和法人股的比例占到 67%，到 2000 年这一比例仍高达 61.7%⁹。从 1997 年开始，非流通的国有股和法人股可通过协议转让或者公开拍卖转让，这些非流通股的流通价格以每股净资产为基础。因此，本研究在使用净资产倍率的时候，考虑了流通股和非流通股的差别。采取的市价为股利分配上年 11 月、12 月和当年 1 月最后一个交易日的平均价格，以年末公布的每股净资产作为帐面净值¹⁰。计算公式为：

⁹ 数据来源为中国证券监督管理委员会网站。

¹⁰ 1997 年报公布时，上市公司同时公布每股净资产和调整每股净资产，为了前后指标计算一致，本研究采用调整前每股净资产。

市净率 = (市场价格*可流通股份数+每股净资产*非流通股份数) / 股东权益合计 (2)

从表 2 可以看出，高认购组的 *MB* 平均为 5.86，高于低认购组的 5.36，T 检验和 Z 检验均在 10%水准下显著。说明高认购组的增长率高于低认购组。

(4) 配股价格净资产倍率 (*PB*)。该指标为配股价格与每股净资产之比。低认购组的配股价格净资产倍率显著高于高认购组的。

(5) 配股收入 (*REV*)。为上市公司配股后实际取得的资金，计算公式为配股后股东权益减去配股前股东权益。从表 2 可以看出，高认购组的配股收入显著高于低认购组的。

(6) 配股前资产负债比率 (*LEV*)。从表 2 看，高认购组和低认购组的资产负债比率单变量检验没有显著差异。

(7) 财务杠杆的调整 (*CLEV*)

企业负债率的调整指上市公司配股后，负债比例的下降。由于公司配股前后的资产负债情况没有公开的资料，配股前的资产负债率采用离配股公告最近的过去的资产负债率做为替代变量，负债率的变动可以表示为：

$$CLEV = (D / (D + E + \Delta E)) - (D / (D + E)) \quad (3)$$

其中 *D* 为负债，*E* 为股东权益， ΔE 为配股收入。从表 2 看出，企业配股后，高认购组的资产负债率平均下降了 9.08%，显著高于低认购组的 6.58%。说明企业配股后，高认购组的资本结构得到了很大的改善。

(8) 因流通股东配股而增加的收益 (*CBPS*)

$$CBPS = (BPS_a - BPS_b) / BPS_b \quad (4)$$

流通股配股的溢价计入资本公积金，为所有股东共享，就会增加每股净资产。 BPS_a 为仅包括流通股配股后每股净资产， BPS_b 为配股前每股净资产。从表 2 可以看出，低认购组大股东由分享流通股股东增资带来的每股净资产增值平均为 17.88%，远高于高认购组的 6.33%。这是大股东放弃配股的利益所在，大股东认购比率越低，分享流通股带来的好处越大。

(9) 持股比率的下降 ($DSHARE$)。低认购组的大股东持股比率平均下降了 4.77%，高于高认购组的 3.91%。T 检验和 Z 检验均显著。

表 2 大股东配股认购相关特征描述性统计

	低认购组	高认购组	T 检验	Z 检验
大股东认购率 (%)	12.96 (8.81)	87.23 (99.00)	59.27**	21.04**
折价率 (%)	34.59 (34.48)	51.87 (53.33)	11.85**	10.70**
市净率	5.36 (4.71)	5.85 (5.12)	1.86*	1.80*
配股价格/每股净资产	3.33 (2.93)	2.56 (2.14)	-5.96**	-6.28**

配股收入（万元）	20174 (15727)	27975 (16704)	3.26**	1.74*
配股前资产负债比率	43.52 (44.74)	44.37 (45.20)	0.62	0.62
财务杠杆的调整（%）	-6.58 (-6.40)	-9.08 (-8.16)	-8.00**	-7.44**
因流通股股东配股而增加的收益（%）	17.80 (13.77)	6.33 (4.36)	-9.88**	-10.74**
配股后持股比率的下降（%）	-4.77 (-4.70)	-3.91 (-1.53)	3.13**	6.83**
样本	351	252		

Z 检验为中位数 Wilcoxon 检验。

** 在 5% 水准下单尾检验显著。

***在 1% 水准下单尾检验显著。

5 实证结果

5.1 大股东的配股决策

为了分析大股东的配股决策，我们对影响大股东配股的决策进行多变量分析，采用如下线形回归模型（最小二乘法回归模型）和逻辑回归模型来研究¹¹：

最小二乘法回归模型：

$$Y = a_0 + a_1 CBPS + a_2 MB + a_3 DISC + a_4 LARR + a_5 CROE + a_6 PAY + a_7 LEV + a_8 BIGTMI + a_9 SOS + a_{10} INV + \varepsilon \quad (5)$$

逻辑回归模型：

$$Prob(Y = 1) = 1 - F[-(a_0 + a_1 CBPS + a_2 MB + a_3 DISC + a_4 LARR + a_5 CROE + a_6 PAY + a_7 LEV + a_8 BIGTMI + a_9 SOS + a_{10} INV)] \quad (6)$$

Y 为因变量，采用两种形式：第一种形式为连续型变量，即以每家公司大股东的配股率为因变量。第二种形式为离散型变量，即高认购率组的因变量为 1，低认购组的因变量为 0。

$CBPS$ 为因流通股东配股而增加的收益，如果大股东放弃配股从流通股东那里取得的收益越大，大股东选择放弃配股的动机越大，因而符号预测为负。

MB 为市净率，代表企业未来成长性，成长性越高，大股东配股动机越大。符号预测为正。

$DISC$ 为配股折价率，配股折价率越低，企业圈钱的动机越强，大股东参与配股的动机就越弱。符号预测正。

¹¹ 本研究也控制了不同行业对大股东配股率的影响，研究发现，大股东是否参与配股和企业所处的行业没有显著关系。

LARR 为非流通股东持股比率。比例越大，放弃配股对控制权的影响越小。符号预测为负¹²。

CROE 为配股前一年主营业务净资产收益率，代表企业的利润质量。根据 Chen and Yuan (2002)的结果，公司在配股前有很强的盈余管理动机，利用非主营业务操纵利润是企业采用的主要方式，因此这里采用主营业务利润率代表利润质量，质量越高，大股东投资的动机越强。符号预测为正。

PAY 为大股东参与配股需要投入的资金，计算公式为大股东持股比率*配股比率*配股价格。作为大股东配股能力的控制变量，大股东需要投入的资金越大，其配股的能力就越受到限制。预测符号为负。

LEV 为配股前的资产负债比率，上市公司负债率如果太高，大股东改善资产负债结构的动机越强，参与配股的动机越高，符号预测为正。

BITTMI 为大股东上次配股比率，如果没有以前没有配股，该指标定义为 0。

SOS 为国有股占非流通股的比率，考察不同的股东是否对配股率的高低产生影响，考虑到国有股权对控制权的强调，预期该指标符号为正。

INV 为大股东配股方式，采用实物配股时该指标定义为 1；采用现金方式配股时该指标定义为 0。

表 3 是变量的相关系数表。可以看出市净率 (*MB*) 与 因流通股股东配股而增加的每股净资产 (*CBPS*) 相关系数为 0.54, 市净率 (*MB*) 与配股折价率 (*DISC*) 相关系数为 0.39, 大股东持股比例 (*LARR*) 与大股东应配股金额 (*PAY*) 相关系数为 0.38。其他各变量之间的相关系数均小于 0.30。

表 3 回归中变量的 Pearson 相关系数表

¹² 本研究采用持有超过 5%和 10%的股东合计持有比例进行测试，结果一致。

	<i>CBPS</i>	<i>MB</i>	<i>DISC</i>	<i>LARR</i>	<i>CORE</i>	<i>PAY</i>	<i>LEV</i>	<i>BIGTMI</i>	<i>SOS</i>	<i>INV</i>
<i>CBPS</i>		0.54**	-0.24**	-0.18**	0.03	-0.07*	0.10**	0.08*	-0.08*	-0.04
<i>MB</i>			0.39**	0.13**	0.17**	-0.11	0.07*	-0.03	-0.06	0.06
<i>DISC</i>				0.13**	0.12**	-0.13**	-0.08*	-0.03	0.07*	-0.15**
<i>LARR</i>					0.03	0.38**	-0.01	-0.19**	-0.03	0.09*
<i>CORE</i>						-0.00	-0.03	-0.05	0.01	0.11**
<i>PAY</i>							0.04	0.14**	0.04	0.11**
<i>LEV</i>								0.04	0.08*	-0.12**
<i>BIGTMI</i>									0.01	0.03
<i>SOS</i>										-0.00
<i>INV</i>										

变量定义:

CBPS: 因流通股东配股而增加的收益, 计算公式为 (流通股东配股后增加的每股净资产-配股前每股净资产)/配股前每股净资产。

MB: 市净率, 市净率 = (市场价格*可流通股份数+每股净资产*非流通股份数)/ 股东权益合计

DISC : 配股折价率, 定义为配股价格和配股公告前一天的收盘价之差额与公告前一天的收盘价的比率。

LARR: 非流通股东持股比率。

CROE: 配股前一年主营业务净资产回报率。

PAY : 大股东应当配股数量而支付的资金, 计算公式为大股东持股比率*配股比率*配股价格。

LEV: 为配股前的资产负债比率

BITTM1: 大股东上次配股比率。

SOS: 国有股占非流通股的比率。

INV: 大股东配股方式, 采用实物配股时该指标定义为 1; 采用现金方式配股时该指标定义为 0。

*在 5% 水准下单尾检验显著。

** 在 1% 水准下单尾检验显著。

表 4 是回归结果, 从模型的拟合度看, 因变量采用连续变量时, 模型的拟合优度比较高, 模型 1 和模型 2 的 $Adj-R^2$ 分别为 40.04% 和 40.10%, 模型 3 和模型 4 的 $psedo-R^2$ 分别为 32.3% 和 30.6%。从表 4 可以看出, 公司的成长性 (MB) 确实是大股东是否参与配股的决策变量, 公司的成长性越高, 认购率越高。盈利质量 ($CROE$) 越高, 表明公司的核心竞争能力越强, 大股东的认购率越高, 说明大股东在决策时考虑了利润质量的基本因素。因流通股配股而增加的收益 ($CBPS$) 系数的绝对值最大, 表明大股东通过享有流通股配股溢价的资本公积金而增加报酬率是其配股决策的重要动机, 大股东配股比率越低, 其享有流通股配股的收益越大, 这种利益成为制约大股东参与配股的重要因素。其他研究变量也都符合我们的预测。配股价格的制定, 反应了大股东圈钱动机, $DISC$ 指标显著为正, 说明大股东配股率低的公司圈钱的动机强, 而配股率高的大股东考虑的主要是企业经营效率。股权的集中度 $LARR$ 的系数显著为负, 由于股权集中度高的公司即使大股东参加配股的比率比较低, 也不会影响对企业的控制权, 因而配股率比较低, 而股权集中度低的公司, 大股东为了保持控制权, 配股的比率比较高。说明控制了其他因素后, 股权的集中度也是大股东配股决策的重要考量因素。大股东需要配股的资金 PAY 的系数显著为负, 说明大股东参与配股需要的资金越大, 大股东配股的资金压力越大, 参与配股的比例越小。大股东配股的方式 INV 也对配股比例产生显著的影响, 配股比例高的公司倾向于采用实物配股方式。其他控制变量如资产负债率 LEV 在所有模型中均不显著, 但与预测符号相符。大股东以前年度配股比例 $BIGTM1$ 在模型 1 至模型 5 均显著为正。国有股持股比例 SOS 在第模型 1、模型 5 和 6 中显著为正, 在其他模型中不显著。

表 4 大股东配股行为解释

		最小二乘法回归法 模型测试 ^a			逻辑回归模型测试		
	符号 预测	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
Intercept	?	1.91 (6.38)**	2.52 (8.04)**	11.11 (18.05)**	13.72 (21.58)**	9.19 (9.64)**	-3.11 (-0.84)
CBPS	-	-1.32 (-10.59)**	-1.25 (-8.61)**	-13.04 (-74.07)**	-11.58 (-50.18)**	-7.61 (-27.76)**	-7.41 (-25.82)**
MB	+	0.03 (5.00)**	0.02 (2.66)**	0.26 (20.89)**	0.17 (6.87)**	0.11 (3.98)*	0.21 (5.78)**
DISC	+	0.48 (5.43)**	0.49 (5.10)**	2.86 (14.56)**	3.17 (13.38)**	3.90 (22.02)**	1.87 (3.90)*
LARR	-	-0.32 (-2.67)**	-0.26 (-1.98)*	-2.45 (-5.63)**	-2.13 (-3.37)	-2.40 (-5.16)*	-1.15 (-0.78)
CROE	+	0.33 (2.93)**	0.51 (3.30)**	3.09 (5.23)*	5.42 (6.17)**	5.41 (7.51)**	1.82 (4.33)**
PAY	-	-0.09 (-4.96)**	-0.12 (-6.45)**	-0.70 (-18.24)**	-0.86 (-21.90)**	-0.67 (-12.97)**	-0.22 (-1.07)
LEV	+	0.06 (0.80)	0.03 (0.37)	0.42 (0.41)	0.47 (0.41)	-0.94 (-1.72)	0.99 (1.52)
BIGTM1	+	0.09 (2.29)*	0.09 (2.17)*	0.92 (7.32)**	0.97 (6.64)**	0.93 (6.57)**	0.03 (0.01)

SOS	+	0.06 (1.86)*	0.01 (0.27)	0.22 (0.67)	-0.09 (-0.08)	0.62 (4.27)*	1.53 (18.49)**
INV	+		0.09 (2.97)**		0.71 (7.10)**		
Adj-R ² (%)		40.04	40.10				
Chi-Square				258.4	197.84	161.92	112.24
Pseudo-R ² (%)				32.3	30.6	25.6	22.0
N		603	475	603	475	603	603

^a最小二乘法模型下，系数的显著性检验为 T 检验；在逻辑回归模型下，系数的显著性检验为 Chi-Square 检验。

因变量定义：

在模型 1 和模型 2 中，因变量为大股东实际参与配股的比率。

在模型 2 和模型 3 中，因变量为大股东参与配股的虚拟变量，当大股东配股比率大于其应配股份的中位数（50%）时，该指标定义为 1，否则为 0。

模型 5 中，如果大股东配股比率大于等于应配股份的 99%时，该指标定义为 1，其他为 0。为采用极端方式划分配股高低的敏感性测试。

模型 6 中，如果大股东配股比率小于等于应配股份的 1%时，该指标定义为 0，其他为 1。为采用极端方式划分配股高低的敏感性测试。

自变量定义：

CBPS：因流通股东配股而增加的收益，计算公式为（流通股东配股后增加的每股净资产-配股前每股净资产）/配股前每股净资产。

MB：市净率，市净率 =（市场价格*可流通股份数+每股净资产*非流通股份数）/ 股东权益合计

DISC：配股折价率，定义为配股价格和配股公告前一天的收盘价之差额与公告前一天的收盘价的比率。

LARR：非流通股东持股比率。

CROE：配股前一年主营业务净资产回报率。

PAY：大股东应当配股数量而支付的资金，计算公式为大股东持股比率*配股比率*配股价格。

LEV：为配股前的资产负债比率

BITTM1: 大股东上次配股比率。

SOS: 国有股占非流通股的比率。

INV: 大股东配股方式, 采用实物配股时该指标定义为 1; 采用现金方式配股时该指标定义为 0。

* 在 5% 水准下单尾检验显著。

** 在 1% 水准下单尾检验显著。

本文又对大股东配股决策进行了敏感性测试, 在模型 5, 将大股东配股比例大于等于 99%的公司作为高配股组, 将大股东配股比例小于 99%作为低配股组。在模型 6 中, 将大股东配股比例超过 1%的公司作为高配股组, 比例小于等于 1%的公司作为低配股组。敏感性测试的结果和采用 50%作为划分标准的结果一致。大股东在配股决策的时候, 考虑了企业的成长性¹³。研究结果支持本文提出的假设 1。

5. 2 市场对大股东配股行为的反应

本文以配股说明书公布日期作为事件日研究市场对不同股东的配股行为的反应。由于中国上市公司的配股持续时间很长, 董事会公布的预案仅公布了筹资比例和筹资价格的区间, 信息含量很小; 而且董事会预案需要经股东大会通过, 最后需要监管部门批准, 有些不符合相关条件的公司会被否决。而配股说明书则包括了有关配股的详细资料, 比如配股价格、配股资金的用途、主要股东承诺配股的说明等等, 所以我们以此为事件日来考察市场究竟对大股东的配股行为如何反应。我们以事件日为 0 日, 前后各开 10 天的窗口研究在宣告期间的市场反应。

¹³ 本文还采用实际配股的中位数进行划分大配股配股高低的类型, 发现了一致的结论。

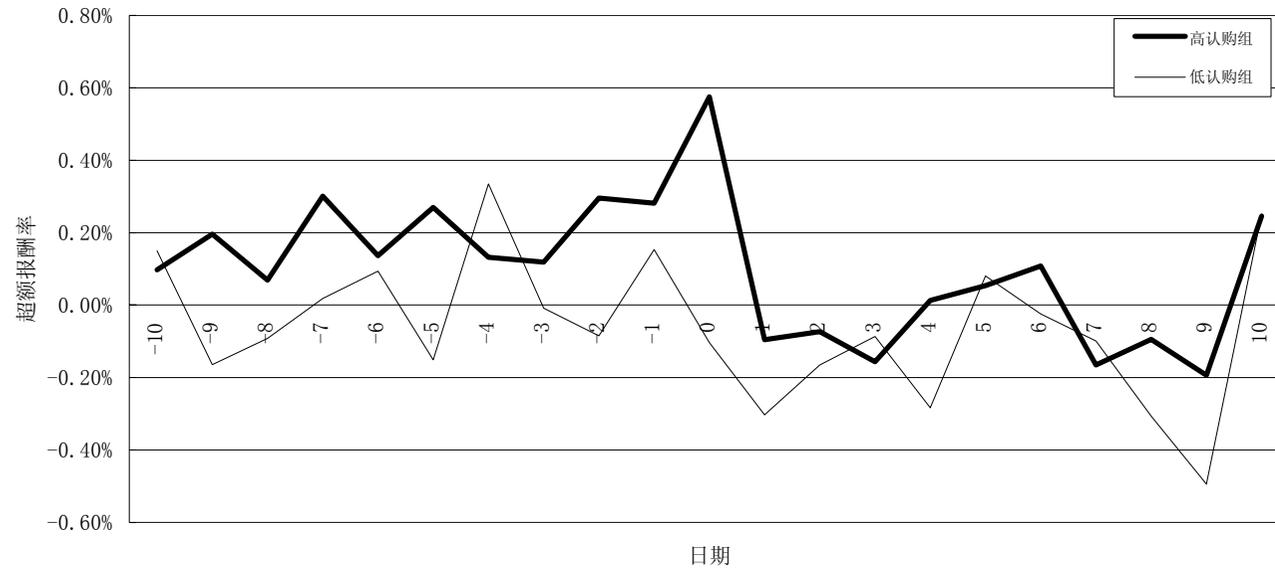


图 1 配股宣告期间市场反应

计算事件日股票价格的反应，计量指标采用股票超额回报率(AR_i)，这里我们没有采用 CAPM 模型，而是使用 Spiess and John (1995) 的方法，该指标定义为：

$$AR_i = R_{it} - R_{mt} \quad (7)$$

R_{it} 为个股每个交易日考虑现金红利的报酬率， R_{mt} 为每个交易日考虑现金红利的市场报酬率，由于中国股票市场大部分股票不具有流通性，在计算考虑现金红利的市场报酬率时就有不同的方法。CSMAR 提供了 3 种不同的市场回报率：市场等权平均法计算的报酬率、流通股加权平均法计算的报酬率和总市值加权平均法计算的报酬率。我们分别采用这 3 种市场报酬率计算股票的超额报酬率。

在 Eckbo and Masulis(1992)和 Slovin, M.B. et al. (2000) 等研究中，计算了配股宣告日前 1 日和配股当日的累积超额报酬率 (CAR_i)。我们也在这里计算了这个指标，作为比较。 CAR_i 定义为：

$$CAR_i = \sum AR_i \quad (8)$$

对 CAR_i 和 AR_i 分别计算平均数和中位数，进行显著性检验。

图 1 是按照市场等权报酬率计算的超额报酬率图形，采用其它 2 种方法得到类似的结果。可以看出，在配股宣告日前，高认购组的股票的 AR 全部为正，且除了配股宣告前第 4 日和第 10 日小于低认购组外，其他均高于低认购组。在宣告日，高认购组的 AR 明显升高，说明市场对大股东的高认购行为作出了正面反应。而低认购组在宣告日前的 AR 在 10 个交易日中有 6 日为负，且 8 个交易日的 AR 低于高认购组。在宣告日，低认购组的 AR 为负。说明市场对大股东的配股行为有很好的预期，能够解读出大股东配股的信息含量。

表 5 配股宣告日超额报酬率 (AR) 和累积超额报酬率 (CAR)

低认购组	高认购组	T 检验	Z 检验
R_{mt} 取市场等权平均法计算的报酬率			

配股宣告日超额回 报率 (AR)	-0.10 (-0.50)**	0.57*** (0.46)**	2.70***	2.84***
配股宣告日两日累 积超额回报率 (CAR)	0.05 (-0.48)	0.86*** (0.52)***	2.54**	2.94***
R_{it} 取流通股加权平均法计算的报酬率				
配股宣告日超额回 报率 (AR)	-0.04 (-0.34)	0.62*** (0.37)**	2.63***	2.67***
配股宣告日两日累 积超额回报率 (CAR)	0.16 (-0.31)	0.97*** (0.60)***	2.58**	2.97***
R_{it} 取总市值加权计算的回报率				
配股宣告日超额回 报率 (AR)	-0.01 (-0.32)	0.64*** (0.45)**	2.64***	2.75***
配股宣告日两日累 积超额回报率 (CAR)	0.17 (-0.34)	1.02*** (0.65)***	2.65***	3.09***

* 在 5% 水准下单尾检验显著。

**在 1% 水准下单尾检验显著。

表五是对两组公司配股宣告日 AR 和 CAR 的统计显著性检验，分别报告了在 3 种市场报酬率的条件下 AR 和 CAR 。当 R_{mt} 取市场等权平均法计算的报酬率时，高认购组在配股宣告日 AR 的平均数和中位数分别为 0.57% 和 0.46%（均显著大于 0），显著高于低认购组的 -0.10% 和 -0.50%（中位数显著小于 0）。高认购组的两日超额累积报酬率平均为 0.86%，中位数为 0.52%，均显著大于 0，低认购组的 CAR 尽管为 0.05%，但统计检验不显著，且其中位数为 -0.48%，平均数和中位数均显著低于高认购组。在另外 2 种计算方法下，得到一致的结论，在配股宣告日，高认购组 AR 的平均数和中位数显著为正，而低认购组 AR 的平均数和中位数为负数，T 检验和 Z 检验均显著。这与国外的研究具有显著差异，Eckbo and Masulis(1992)的研究发现，美国工业类公司在宣告配股 2 日累积超额报酬率为 -1.03%，公用事业类为 -0.53%；Slovins, M.B. et al. (2000) 的研究发现，英国上市公司在配股宣告 2 日的超额报酬率为 -2.9%；其它主要资本市场也大都对配股宣告作出负面反应。国外的研究对配股的负面反应作出了各种解释，比如管理层在股票价值高估的情况下，会发行新股；也有观点认为配股传递了公司投资浪费的信号等。实证结果表明，中国资本市场对大股东的高认购行为显然作出了正面的反应，市场解读大股东的行为代表着对公司未来发展的信心；而对低认购组作出负面反应，认为大股东对未来信心不足，存在圈钱的倾向，未来资金的使用难以有高的回报。研究结果支持本文提出的假设二。

5.3 大股东配股行为的经济后果

本部分来检验大股东的配股行为是否确实有经济后果，在会计文献中，经济后果的衡量可以采用会计业绩和股票回报率业绩的方法，两种方法都有一些限制和弱点。从会计业绩看，在以会计数据作为监管的指标时，上市公司存在业绩操纵的动机；从市场业绩看，在一个效率高的资本市场回报率指标才更有意义。本研究同时采用了会计业绩和股票回报率业绩对大股东以不同的行为配股后公司的业绩进行了研究，本部分从两个角度考察大股东的配股行为。

5.3.1 大股东不同认购率下的经济后果

本文采用的会计业绩指标主要有：（1）利息和税收前总资产收益率（ ROA ）。由于各个公司不同的资本结构和不同的税收政策对利润产生不同的影响。为了控制这些影响因素，采用息税前 ROA 来考察公司的业绩。（2）净资产收益率（ ROE ），是证券监管和市场投资广为使用的指标，目前配股资格、增发新股资格等都是以其作为硬性约束指标，尽管企业为了达到资格进

行利润操纵，但是企业无法连续对该指标进行操纵，因此，本文仍然将 *ROE* 作为衡量业绩的指标之一。（3）企业的核心业务形成的净资产收益率（*CROE*）。Chen and Yuan (2002) 发现企业存在通过非核心业务进行利润操纵的行为，采用 *CROE* 指标就可以在在一定程度上避免避免 *ROE* 指标容易被公司通过非核心业务操纵的缺陷。

在考察配股后业绩的时候，我们采用采用 Healy, Palepu and Ruback (1992) 的经典研究方法考察大股东配股行为对后续业绩的影响。Chen and Yuan (2002) 对盈余管理行为和经济后果的研究也采用了这种方法。根据这种方法，我们对配股后的业绩计量以配股后三年的中位数来计算。

表 6 第一部分是配股后业绩比较的结果，可以看出高认购组的 *ROA*、*ROE* 和 *CROE* 均高于低认购组的。首先看 *ROA* 指标，在配股前 1 年，高认购组 *ROA* 的中位数分别比低认购组高 0.64%，两组公司配股后，*ROA* 的差距扩大为 1.01%，高配股公司的指标显著高于低配股公司。*ROE* 和 *CROE* 指标也是类似的结论，在配股前 1 年，高认购组 *ROE* 和 *CROE* 的中位数分别比低认购组高 1.53% 和 0.44%，显著大于 0。在配股后，高认购组公司的的 *ROE* 和 *CROE* 指标均显著高于低认购组的业绩。

配股后的业绩是否因为配股前业绩就有显著差异呢？本文采用如下回归来控制配股前业绩的影响。

$$PM_{post,i} = a_0 + a_1 PM_{pre,i} + a_2 BH_i + e_i \quad (9)$$

$PM_{post,i}$ 为配股后会计业绩三年的中位数， $PM_{pre,i}$ 为配股前的会计业绩， BH_i 为大股东配股的虚拟变量，当大股东配股比率大于应配股的 50% 时，该指标取 1，否则为 0。该变量的系数 a_2 是否显著表明大股东配股行为是否有经济后果。

表 6 第二部分是回归结果。可以看出，配股前的业绩与配股的业绩均成显著的正相关关系，三个会计业绩指标的回归系数均在 1% 水准下显著为正。但在控制了配股前业绩后， BH_i 的系数 a_1 均在 1% 显著水准下为正，说明大股东参与配股的高低确实产生了经济后果。研究结果支持本文提出的假设三。

表 6 高认购组公司和低认购组公司配股 后业绩

第一部分：高认购组公司和低认购组公司配股 后业绩的比较						
业绩指标	配股前一年			配股后三年的中位数		
	高认购组	低认购组	Z 检验	高认购组	低认购组	Z 检验
ROA	9.35	8.71	1.65*	7.20	6.19	4.31**
ROE	13.52	11.99	3.26**	10.18	8.17	5.94**
CROE	11.38	10.94	0.94	8.10	6.76	3.10**
第二部分：控制配股前业绩的回归分析						
	Intercept	PM _{pre}	BH	Adj— R ² (%)		
预测符号	?	+	+			
ROA _{post}	0.02 (5.59)**	0.37 (10.26)**	0.01 (3.03)**	17.03		
ROE _{post}	0.02 (2.60)**	0.34 (5.82)**	0.03 (3.86)**	8.48		

CROE _{post}	0.03 (3.74)**	0.17 (5.06)**	0.03 (4.45)**	6.67
----------------------	------------------	------------------	------------------	------

因变量定义

ROA_{post} 为配股后三年息税前资产回报率的中位数。

ROE_{post} 为配股后三年净资产回报率的中位数。

CROE_{post} 为配股后三年主营业务净资产回报率的中位数。

自变量定义:

Intercept 为截距。

PM_{pre} 为配股前一年的会计业绩，取与因变量相对应的配股前一年的会计业绩。

BH 为大股东参与配股的虚拟变量，大股东配股比率大于其应配股份的中位数（50%）时，该指标定义为 1，否则为 0。

** 在 5% 水准下单尾检验显著。

***在 1% 水准下单尾检验显著。

表 7 是采用回报率指标计算的长期业绩。根据 Conrad and Kaul (1993) 的研究，把 CAR 方法运用于计算长期回报率时，会出现向上或向下的偏差，因而在计算长期回报率我们采用持有回报率（HPR）方法。在第一部分，报告的是两组公司的原始回报率，计算的方法为：

$$HPR = \{ \Pi(1 + R_{im}) \} - 1 \quad (10)$$

第二部分，报告的是两组公司市场调整后的超额回报率，计算的方法为：

$$HPR = \{ \Pi(1 + R_{im}) \} - \{ \Pi(1 + R_{mm}) \} \quad (11)$$

表 7 大股东高认购公司和大股东低认购公司配股后长期回报率业绩比较^a

	6 个月		1 年		2 年	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
持有报酬率 (HPR) 方法计算的原始回报率						
大股东高 认购组	16.18	7.30	38.05	13.34	83.24	41.87
大股东低 认购组	14.38	3.14	44.71	21.17	81.85	41.15
显著性 检验 ^a	0.40	0.94	-0.88	-1.65*	0.08	0.95
持有报酬率 (HPR) 方法计算的超额回报率						
大股东高 认购组	3.57	-2.01	4.70	-13.07	3.70	-28.78
大股东低 认购组	2.76	-4.36	2.23	-10.12	-11.03	-38.02
显著性 检验	0.23	0.92	0.42	-0.35	0.91	0.70

^a 长期回报率业绩为市场调整后的回报率。

*5%水准下单尾检验显著

^a 平均数为 T 检验，中位数为非参数 wilcoxon Z 检验

R_{im} 为公司在 m 月的回报率， R_{mm} 为市场指数在 m 月的回报率（考虑现金红利的市场月报酬率）。对每家公司我们分别计算其 6 个月、12 个月和 24 个月的 HPR 。

从表 7 可以看出，持有两组公司的原始回报率平均数和中位数都为正数，说明持有这些公司可以获取正的报酬率。在配股后 6 个月内，持有高认购公司的股票回报率平均数和中位数分别为 16.18%和 7.30%，高于同期持有低认购组的回报率（平均数和中位数分别为 14.38%和 3.14%），但统计上没有显著差异。在配股后持有 1 年，持有低认购组的回报率却高于持有高认购组的回报率；持有两年期，高认购组的原始回报率略高于低认购组的回报率。从超额回报率看，在整个持有期间，高认购组的超额回报率平均数均为正，低认购组在持有 24 个月时为负。持有 24 个月时，高认购组的超额回报率平均数和中位数分别为 3.70%和 -28.78%，分别高于低认购组的-11.03% 和 38.02%，差额分别达到 14.73% 和 9.24%，尽管两组的相关指标在统计上不显著，但是同期 24 个月的银行存款利率仅为 3.96%，两组的差别分别为同期银行存款利率的 3.72 和 2.33 倍，在经济上具有非常显著的差异¹⁴。

中国证监会在《关于做好上市公司新股发行工作的通知》（2001 年第 43 号文）中要求“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”，本文的实证结果支持这个政策，大股东认购比率高的公司未来的业绩强于大股东认购率低的公司未来的业绩。

¹⁴ 为了控制连续配股公司长期业绩时统计上可能产生的依赖性，本研究对仅仅一次配股公司的业绩进行了研究，发现除 6 个月内高认购组的回报率业绩显著强于低认购组外，持有 12 个月和 24 个月均没有显著差异。但是从经济意义上讲结论是一致的，高认购组的回报率高于低认购组。

5.3.2. 大股东不同配股方式下配股的经济后果

大股东配股的方式分为两个类型：现金认购和实物资产认购。采用现金认购方式，配股定价对全体股东产生的影响都是平等的，但是，由于多方面的原因，大股东很难以现金全额认购股份，有一些采用了实物资产认购的方式认购股份。大股东实物配股对业绩有什么影响？从积极的方面看，实物资产的注入可以优化上市公司及其控股公司的资产结构，促进存量资产进入资本市场，减少重新投资的时间；从消极的方面看，一些上市公司利用关联交易可能将质量不高的资产注入上市公司，这就可能对公司未来的发展产生影响，甚至成为包袱。在2001年，中国证监会公布的第1号文《上市公司发行新股管理办法》，第三条规定“上市公司发行前条所述新股¹⁵，应当以现金认购方式进行，同股同价”，明确禁止上市公司大股东采用实物资产的方式配股，所隐含的前提是上市公司资产配股后产生的主要是消极经济后果。在我们在这里进行检验，是否资产配股确实会损害上市公司的利益。

表8 大股东配股形式及配股前后业绩比较

大股东配股形式	现金配股		实物配股		合计
	家数	比例	家数	比例	
抵认购组	229	73.33	82	26.37	311
高认购组	86	52.44	78	47.56	164
合计	315	66.32	160	33.68	475

¹⁵ 在《上市公司发行新股管理办法》第二条中规定，这里的新股发行包括“配股”和“增发”。

表 8 是大股东配股方式的描述性统计，由于一些公司的公告中没有明确说明大股东采用何种方式进行配股，在统计上仅仅包括明确说明采用何种方式的公司。总体上看，以现金方式认购的公司为 315 家，占到样本的 66.32%，而在低认购组，现金方式认购的公司比率达到 73.33%，高于高认购组的 52.44%；而实物资产配股的公司中，高认购组的比率(47.56%)高于低认购组(26.37%)。

表 9 不同配股形式组的后续业绩比较

第一部分：现金认购组公司和资产认购组公司配股后业绩的比较						
业绩指标	配股前一年			配股后三年的中位数		
	现金配股组	实物资产配股组	Z 检验	现金配股组	实物资产配股组	Z 检验
ROA	9.01	8.73	0.39	6.86	6.35	1.29
ROE	12.82	11.87	1.99*	10.01	8.66	1.90*
CROE	11.01	10.90	0.03	7.29	6.98	0.44
第二部分：控制配股前业绩的回归分析						
	Intercept	PM _{pre}	BH	INV	Adj R ² (%)	
预测符号	?	+	+	—		

ROA _{post}	0.03 (5.27) **	0.35 (8.69) **	0.01 (3.16) **	-0.01 (-1.72) *	16.44
ROE _{post}	0.03 (2.64) **	0.30 (4.94) **	0.03 (4.17) **	-0.00 (-0.60)	9.30
CROE _{post}	0.03 (3.22) **	0.14 (3.86) **	0.04 (4.94) **	-0.01 (-0.74)	7.01

因变量定义

ROA_{post} 为配股后三年息税前资产回报率的中位数。

ROE_{post} 为配股后三年净资产回报率的中位数。

CROE_{post} 为配股后三年主营业务净资产回报率的中位数。

自变量定义：

Intercept 为截距。

PM_{pre} 为配股前一年的会计业绩，取与因变量相对应的配股前一年的会计业绩。

BH 为大股东参与配股的虚拟变量，大股东配股比率大于其应配股份的中位数（50%）时，该指标定义为 1，否则为 0。

INV：大股东配股方式，采用实物配股时该指标定义为 1；采用现金方式配股时该指标定义为 0。

** 在 5% 水准下单尾检验显著。

***在 1% 水准下单尾检验显著。

表 9 第一部分是不同配股形式会计业绩比较，可以看出，在配股前后，大股东采用现金认购的公司所有会计指标业绩指标均高于大股东采用实物资产认购的公司。但是只有 ROE 指标是显著的。其他指标在统计上不显著。

同样，本文采用回归来控制配股前业绩的影响。

$$PM_{post,i} = a_0 + a_1 PM_{pre,i} + a_2 BH_i + a_3 INV + e_i \quad (12)$$

$PM_{post,i}$ 、 $PM_{pre,i}$ 和 BH_i 的定义与公式 8 相同， INV 的含义为大股东配股方式的选择，如果大股东采用实物配股，则该指标为 1，否则为 0， a_2 是否显著表明大股东配股比率高低是否有经济后果， a_3 是否显著表明大股东不同的配股方式是否有经济后果。

表 9 的第二部分是回归结果。可以看出，在三个回归中，控制了配股前业绩后，大股东配股比率虚拟变量 BH_i 的系数 a_2 均在 1% 水准下显著为正，而大股东配股方式的替代变量 INV 符号均为负，但是只有在第一个回归模型中，该指标在 5% 水准下显著为负，其他两个回归模型中，该指标系数符号均为负，但不显著¹⁶。这个结果非常弱的支持证监会配股政策上作出的禁止大股东实物认购的决策。假设四的实证证据非常弱。

表 10 大股东不同认购方式下配股后长期回报率业绩比较^a

	6 个月		1 年		2 年	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
持有报酬率 (HPR) 方法计算的原始回报率						
现金 认购组	14.59	6.52	37.88	17.50	70.46	40.02
实物资产 认购组	11.63	-0.12	30.14	9.08	61.47	32.25
显著性 检验 ^a	0.63	1.56	1.06	1.50	0.97	0.77

¹⁶ 研究者也将 $BH*INV$ 作为一个变量放入回归模型检验，该指标也不显著。

持有报酬率 (HPR) 方法计算的超额回报率						
现金 认购组	1.45	-2.62	0.81	-13.81	-8.97	-32.05
实物资产 认购组	3.27	-6.64	0.35	-15.22	-17.71	-41.08
显著性 检验	-0.49	0.58	0.08	0.66	1.03	1.21

^a 长期回报率业绩为市场调整后的回报率。

^a 平均数为 T 检验，中位数为非参数 wilcoxon Z 检验

表现在市场上，在持有期间，现金认购组股票的原始回报率和市场调整后的超额回报率，均高于实物资产认购组的回报率。从原始回报率看，持有两种组合都有较高的长期回报率，其中现金认购组 6 个月内的回报率平均为 14.59%(中位数为 11.63%)，高于实物认购组的 11.63% (-0.12%)，持有 24 个月后，平均数和中位数的差距分别扩大到 8.99% 和 7.77%。从持有期市场调整后的的超额回报率看，两种组合的市场业绩均低于市场指数业绩，持有 24 个月，现金认购组回报率平均数和中位数分别为-8.97% 和 -32.05%，高于资产认购组的-17.71%和-41.08%。从后续的会计业绩和市场业绩看，二者也是一致的，现金认购组高于实物认购组，但是统计结果比较弱。从经济的含义上讲，结果对投资者是有意义的，持有现金认购组的回报率高于实物认购组。

从长期回报率业绩看，尽管大股东高认购组的回报率高于低认购组，现金认购组的回报率高于实物认购组，但是，统计上均不显著。实证结果不支持假设五。

6 研究结论及政策含义

本文研究了大股东的配股行为及其经济后果，研究发现，（1）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；（2）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；（3）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。（4）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，采用现金方式认购未来的会计业绩强于采用实物认购方式。

本文的研究具有重要的政策含义。证券监管的重要目标是保证资源配置到有效率的企业，由于大股东配股率高的公司经济效率明显高于大股东配股率低的公司，资源应当向大股东认购率高的公司倾斜。从配股政策的演变看，配股政策主要侧重于对过去业绩和未来投资的监管，但是由于过去业绩容易被操纵和未来投资项目的不确定性，对上市公司的监管很难行之有效；而对大股东是否配股则很容易进行监管，因此，规范大股东的配股行为可以作为未来配股政策的重要指标。

本文的研究对投资银行评估配股承销的风险也有启示作用。由于大股东配股率高的公司有较低的配股价格和好的未来业绩，投资银行承销的风险就比较小；而大股东配股率低的公司有较高的配股价格和差的未来业绩，投资银行承销的风险就比较大。大股东的配股行为可以作为投资银行评估承销风险，进行价格谈判的重要考量指标。

参考文献:

- [1] 陈小悦 等 “配股资格与盈余操纵” 载《经济研究》。2000 年第 1 期。
- [2] 蒋义宏等，“净资产收益率与配股条件”，《上海财经大学证券市场研究专辑》
- [3] 吕长江 等，“上市公司股利政策的实证分析”，《经济研究》，1999年第12期。
- [4] 宋衍蘅，2003，“中国上市公司的配股行为与业绩表现研究”，清华大学博士学位论文。
- [5] 原红旗，2003，“公司配股的长期业绩”，载《中国财务与会计》，2003 年第 3 期。
- [6] 原红旗，2004，《中国上市公司股利政策研究》，中国财政经济出版社，2004 年版。

- [7]周齐武 等, “国企业中‘恶性增资’现象的广范性、影响、原因及对策探讨”, 《中国会计与财务》, 2000.03
- [8]Chen Kevin C.W., Yuan Hongqi, 2004, ‘Earnings management and resource allocation: evidence from China’s accounting based regulation of rights issue’, forthcoming in the July 2004 issue of *The Accounting Review*.
- [9]Cronqvist, H. and Nilsson, M., 2002, “The choice between rights offerings and private equity placements”, Working paper. Dechow, P.M., Huson, and R. Sloan, 1994. The effect of restructuring charges on executives’ cash compensation. *The Accounting Review* 69 (January): 138-156.
- [10]Dag Michalsen et al, 1997, ‘Why underwrite rights offerings? Some new evidence’, *Journal of financial economics* 46, 223-261.
- [11]Eckbo, B.E., Masulis, R.W., 1992, “Adverse selection and the rights offer paradox”, *Journal of financial economics* 32, 293-332.
- [12]Field, L.C., 1996, ‘Is institutional investment in initial public offerings related to long-run performance of these firms?’ Unpublished working paper, University of California, Los angeles.
- [13]Gaver, Jennifer J., and Kenneth M. Gaver, ‘Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies’, *Journal of Accounting and Economics* 16 (1993): 187-221.
- [14]Haw, I.M., D. Qi, W. Wu, and W.G. Zhang, 1998. Earnings management of listed firms in response to security regulations in China’s emerging capital market. Working paper, Chinese University of Hong Kong.
- [15]Herman, Edward S., 1981, “Corporate control, corporate power”, Cambridge university press, New York.
- [16]Michaely, R., and Shaw, W.H., ‘1994, Asymmetric information, adverse selection and the pricing of initial public offerings’, *Review of financial studies* 7, 279- 319.
- [17]Mikkelson, WAYNE h. and M. Megan Partch, 1986, “Valuation effects of security offerings and the issuance process,” *Journal of Financial Economics* 15 (January/ February): 31-60.
- [18]Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1988, ‘Management ownership and market valuation: an empirical analysis,’ *Journal of financial economics*, 294-315.

[19] Slovin, M.B. et al. 2000, 'Alternative flotation methods, adverse selection, and ownership structure: evidence from seasoned equity issuance in U.K.', *Journal of financial economics* 57, 157-190.

[20] Spiess D. Katherine and John Affleck-Graves, 1995, 'Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings', *Journal of financial economics* 38, 243-267.

[21] Wang jiwei, 2002, 'Governance role of different state shareholders for China's listed companies', working paper, Hong Kong University of Science and Technology.

Large Shareholders' Behavior in Rights Offerings and Subsequent Firm Performance

Hongqi Yuan

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

Abstract: This paper examines large shareholders' behavior in the rights offering and its economic consequence. My study indicates significant differences exist among firms with different subscription rates by large shareholder. Large shareholders had taken the future profitability into account when they made their decisions concerning with rights offerings, and firms with a higher growth rate are more likely to exhibit a higher development potential. The market can perceive information conveyed by large shareholders' behavior, and it will react positively to firms with a higher subscription rate, and vice visa. Considering the economic consequences of large shareholders' behavior, future accounting performance of firms will high subscription rate significantly better than firms with a low rate. Subscription with cash will be more appreciated than by material assets.

Keywords: Large Shareholders, Rights Offering, Economic Consequence

作者简介: 原红旗 (1970-), 男 (汉族), 山西阳城人, 上海财经大学会计与财务研究院副教授, 上海财经大学会计与财务研究院研究员。