

# 上市公司配股动机分析：圈钱还是投资好项目？

倪敏<sup>1,2</sup> 黄世忠<sup>3</sup>

(1. 南京审计学院 国际审计学院, 江苏 南京 211815; 2. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005;  
3. 厦门国家会计学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 本文基于 Myers 和 Majluf 的模型框架, 对控股股东的配股决策条件及配股动机进行理论分析, 研究表明配股融资存在三种动机: 时机性圈钱、无条件圈钱以及投资好项目。在此基础上, 本文根据控股股东参与配股程度、配股定价及募集资金使用情况等方面, 对三种动机的具体表现及对公司经营业绩的影响进行实证检验。研究发现: 控股股东放弃全部配股权或变更募集资金投向的配股公司很可能具有时机性圈钱或无条件圈钱动机; 投资好项目动机主要存在于未放弃全部配股权且同时也未变更资金投向的配股公司中; 而未放弃全部配股权但同时变更资金投向的公司, 配股后业绩下降最多, 其控股股东存在先支持、后掏空的行为。

**关键词:** 配股动机; 时机性圈钱; 无条件圈钱; 配股定价; 治理结构

**中图分类号:** F272.3    **文献标识码:** A    **文章编号:** 1003-5230(2013)06-0086-10

在我国典型的股权集中、控股股东控制的治理结构下, 控制权对小股东利益及公司价值的影响是公司治理中的热点问题。相关研究表明, 控制权既可能产生侵害小股东利益和公司价值的“隧道效应”<sup>①</sup>[1], 也可能具有正向的“激励效应”<sup>[2]</sup>。股权再融资(简称 SEO)是上市公司再融资的重要方式, 控股股东实施 SEO 的动机为分析控制权的两种效应提供了一个很好的视角。综观现有文献, 国内学者大多从“隧道效应”的角度分析和检验 SEO 的圈钱掏空动机, 较少关注控制权在 SEO 过程中可能产生的“激励效应”。不可否认, 控股股东与小股东之间的利益冲突以及由此而引发的控股股东机会主义行为是当前我国公司治理所面临的典型代理问题。但这并不代表所有的控股股东都会损害公司及小股东利益, 更不能说 SEO 都是为了圈钱掏空。如刘少波和戴文慧的研究表明, 按承诺进行项目投资的公司和募集资金发生低比例显性变更的公司, 其配股后第二年的平均净利润比上一年及发行年度均有所增长, 而隐性变更公司和高比例显性变更公司的业绩则持续恶化<sup>[3]</sup>。可见, 控股股东实施 SEO 的动机除了圈钱外, 也可能是为了投资好项目。然而, 现有相关研究鲜有对 SEO 的具体动机进行全面的分析和检验, 也很少关注和考虑对公司发展有利的动机。

SEO 主要包括配股和增发两种方式, 已有研究表明增发对公司价值的损害更大, 增发中控股股

收稿日期: 2013-06-24

基金项目: 江苏省教育厅人文社会科学基金资助项目“关联交易中大股东利益输送行为发生机理研究”(2010SJB630041); 教育部人文社会科学基金资助项目“高质量的内部控制创造价值了吗? ——基于风险与资本成本视角的分析”(10YJC630404)

作者简介: 倪敏(1979—), 女, 江苏南京人, 南京审计学院国际审计学院讲师, 厦门大学管理学院博士生;  
黄世忠(1962—), 男, 福建泉州人, 厦门国家会计学院教授, 博士生导师。

东的机会主义行为更严重<sup>[4]</sup>。因此,尽管增发、配股都可能源于圈钱动机,但相对于增发,配股融资出于好项目动机的可能性更大。为了更好地研究控制权的“隧道效应”和“激励效应”,本文以配股融资为研究对象,运用 Myers 和 Majluf 的模型框架<sup>[5]</sup>,对控股股东的配股决策条件及配股动机进行理论分析和实证检验,以了解不同配股动机的上市公司特征有何差异以及不同配股动机对公司未来业绩的影响有何不同。

## 一、理论分析与研究假说

### (一)基本模型

Myers 和 Majluf 的模型分析了在信息不对称条件下,上市公司进行增发融资的决策条件以及增发对股价的影响,该模型针对传统股权分散的治理结构<sup>[5]</sup>。而我国上市公司主要为股权集中、控股股东控制的治理结构,同时本文主要针对配股融资进行研究,因此,我们对 Myers 和 Majluf 的模型进行修正,本文模型的前提假设及变量设定如下:(1)假设管理层代表控股股东的利益,其目标是实现控股股东价值的最大化。(2)设公司现有资产的价值为  $a$ ,有一个预期净现值为  $b$ 、投资额为  $E$  的项目,假定当前的现金资产为 0,公司面临的选择是通过配股融资进行项目投资,还是不实施配股、放弃项目。(3)控股股东在配股过程中能够攫取一定的私人控制权收益,设为  $c$ , $c$  对公司来说是一项损失,假设  $c$  在配股前为 0。(4)控股股东与小股东之间存在信息不对称,上述  $a$ 、 $b$  和  $c$  均属于不对称信息。(5)与 Myers 和 Majluf 的假设一致<sup>[5]</sup>,本文也不考虑  $a$  和  $b$  小于 0 的情况。当  $a$  小于 0 时,公司将不满足配股资格;同时,为简化模型分析,我们设  $b \geq 0$ ,当  $b=0$  时,说明项目不能产生收益,不是好项目。这一假设并不妨碍我们对圈钱动机的分析,也不影响模型的分析结论。(6)设配股前公司股份总数为  $s$ ,控股股东配股前与配股后的所有权比例分别为  $w$  和  $w'$ ,其配股认购比例为  $k$ <sup>②</sup>(配股数额为  $swk$ ),小股东的认购比例为  $t$ (配股数额为  $s(1-w)t$ ),则  $w' = (w + wk) / [1 + wk + (1-w)t]$ ,当  $k=t$  时, $w' = w$ 。(7)设配股价格为  $P_t$ ,假定  $P_t$  由控股股东和管理层确定,且  $P_t$  能被资本市场所接受<sup>[6]</sup>,则实际配股资金  $E = P_t [swk + s(1-w)t]$ 。

基于上述假设,我们首先对控股股东的配股决策条件进行分析,设  $V_0^C$ 、 $V_1^C$  分别为不实施配股和实施配股情况下控股股东的股权价值。若不进行配股,其股权价值仅由现有资产决定;若实施配股,其股权价值由现有资产、投资项目以及控制权收益共同决定,即:

$$V_0^C = aw; V_1^C = (E + a + b - c)w' + c - P_t swk = (w - w')P_t s + (a + b)w' + (1 - w')c$$

当  $V_1^C > V_0^C$  时,配股对控股股东有利,因此可以推出控股股东的配股决策条件为:

$$b > \frac{(w' - w)P_t s - (1 - w')c}{w'} + \frac{(w - w')a}{w'} \quad (1)$$

而对于小股东,在不配股和配股情况下的股权价值  $V_0^S$ 、 $V_1^S$  分别为:

$$V_0^S = a(1 - w); V_1^S = (E + a + b - c)(1 - w') - P_t s(1 - w)t = (w' - w)P_t s + (1 - w')(a + b - c)$$

当  $V_1^S > V_0^S$  时,配股对小股东有利,因此,小股东的利益保护条件为:

$$b > \frac{(w - w')P_t s + (1 - w')c}{1 - w'} + \frac{(w' - w)a}{1 - w'} \quad (2)$$

由式(1)、(2)可知,对控股股东配股决策条件、配股动机以及小股东利益保护条件的分析,需依据  $w' - w$  的取值及符号分情况讨论。

### (二)配股决策条件与配股动机

1.  $w' = w$  时的配股决策与配股动机。当控股股东的配股认购比例等于其他小股东的认购比例(即  $k=t$ )时,配股后其所有权比例保持不变( $w' = w$ )。由式(1)可推出配股决策条件为: $b > c - c/w'$ 。由式(2)可推出小股东的利益保护条件为: $b > c$ 。

用坐标图进行表示(见图 1),设横坐标为  $a$ ,纵坐标为  $b$ 。根据配股决策条件,我们将  $L_1$  称为配股决策线, $L_1$  的上方为配股区域;同理,称  $L_2$  为小股东利益约束线, $L_2$  的上方为小股东利益保护区

域。当控制权收益  $c$  等于 0 时,配股决策条件和小股东利益保护条件均为  $b > 0$ ,配股对控股股东和小股东均有利。由图 1 可知, $c$  越大,配股区域越大,而小股东利益保护区域则越小。本文不考虑  $a$  和  $b$  小于 0 的情况,因此,我们只对第一象限中的配股行为进行分析。在  $M'(1)$  区域中,配股对控股股东和小股东均有利,而在  $M'(2)$  中,配股仅对控股股东有利,对小股东不利。 $c$  的存在使控股股东不仅会为好项目进行配股融资,也可能为  $b$  很低、甚至  $b=0$  的项目配股融资,配股决策所传递的信息变得混浊,配股既可能是因为好项目,也可能是为了攫取配股过程中的控制权私利。

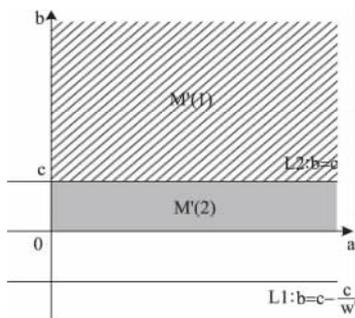


图 1  $w' = w$  时的配股决策与配股动机分析

2.  $w' < w$  时的配股决策与配股动机。事实上,控股股东与小股东的配股认购比例往往并不一致。在我国,控股股东通常会放弃全部或部分配股权,若  $k < t$ ,则配股后其所有权比例将会降低,即  $w' < w$ 。此时, $L1$  的斜率为正、截距为负,而  $L2$  的斜率为负、截距为正,见图 2。 $L1$  的左侧为配股区域, $L2$  的右侧为小股东利益保护区域,因此, $M'(2)$  中的配股对小股东不利。进一步分析配股决策条件,由式(1)可得: $a < \frac{bw'}{w-w'} + \frac{(1-w')c}{w-w'} + P_t s$ 。可见,配股决策条件包含两部分: $a < P_t s$  和  $P_t s < a < \frac{bw'}{w-w'} + \frac{(1-w')c}{w-w'} + P_t s$ 。因此,当  $w' < w$  时,配股融资可能存在三种动机:

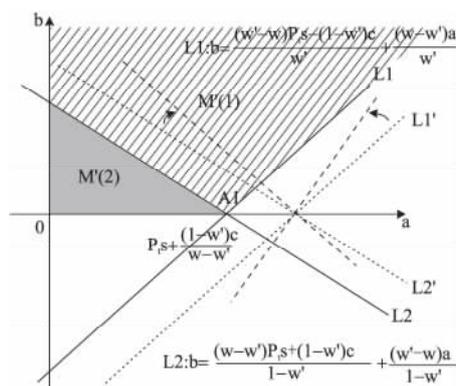


图 2  $w' < w$  时的配股决策与配股动机分析

(1)时机性圈钱。当  $a < P_t s$  时(即资产价值被高估),配股决策条件必定成立。在没有好项目的前提下,我们将满足这一决策条件的配股动机称为时机性圈钱动机,即利用时机为储备更多资金进行再融资的动机<sup>[7]</sup>。我国股权融资成本相对较低,但再融资门槛比较高,时机性圈钱动机在我国主要体现为上市公司一旦符合配股条件便会利用时机申请配股。由于此时未必会有好的投资项目,控股股东在配股时便可能放弃配股权。朱凯和陈信元的研究表明,控股股东为了补偿因所有权比例降低而导致的剩余索取权损失,当其减少认购比例时,会提高配股价格,放弃的配股权越多,配股价格越高<sup>[6]</sup>。因此,当  $w' < w$  时, $a < P_t s$  意味着在时机性圈钱动机下,控股股东参与配股程度与配股定价之间存在负相关关系。需要说明的是, $a < P_t s$  是时机性圈钱动机的必要条件,而非充分条件,因为当  $a < P_t s$  时, $b$  或  $c$  也可能比较高(即为了好项目或为了控制权收益)。

(2)无条件圈钱。由配股决策条件可知,控制权收益  $c$  越高,配股可能性越大。若控股股东为了控制权收益进行配股,此时配股动机体现为无条件圈钱动机,或称掏空动机,即配股融资是为了回报个别利益集团、获取更多的控制权私利<sup>[7]</sup>。例如控股股东无偿占用或挪用上市公司的配股资金。

(3)投资好项目。当投资收益  $b$  比较高时,即便  $a > P_t s$ ,但只要满足配股决策条件,配股对控股股东也有利,因此,控股股东也可能为了好项目进行配股。图 2 中,当  $a$  相同时, $M'(1)$  中的  $b$  要比  $M'(2)$  中的大,可见,在好项目动机下,配股更可能在  $M'(1)$  中进行,此时,配股对控股股东和小股东均有利。

3.  $w' > w$  时的配股决策与配股动机。当控股股东的认购比例大于小股东的认购比例时,其配股后所有权比例将会增加。此时, $L1$  的斜率为负, $L2$  的斜率为正,截距需分情况讨论:当  $c < \frac{w'-w}{1-w'} P_t s$  时, $L1$  的截距为正, $L2$  的截距为负,见图 3;当  $c > \frac{w'-w}{1-w'} P_t s$  时, $L1$  的截距为负, $L2$  的截距为正(图略),表明当  $c$  足够大时,不论  $a$  和  $b$  是多少,控股股东都会选择配股。由式(1)及  $w' > w$  可知,配股决策条件同样可分为两部分: $a > P_t s$  和  $-\frac{bw'}{w'-w} - \frac{(1-w')c}{w'-w} + P_t s < a < P_t s$ 。可见,当  $w' > w$  时,配股动机也有三种可能:(1)时机性圈钱。当  $a > P_t s$  时(即资产价值被低估),即便没有好项目,控股股东也会选择配股,并在配股的同时增加认购比例(使  $w' > w$ )。此时, $a > P_t s$  意味着在时机性圈钱动机下,控股股东的认购比例越高,配股价格则越低,参与配股程度与配股定价之间同样存在负相关关系。(2)无条件圈钱。 $c$  越高,配股决策条件成立的可能性越大。(3)投资好项目。同样, $b$  越高,配股可能性也越大。

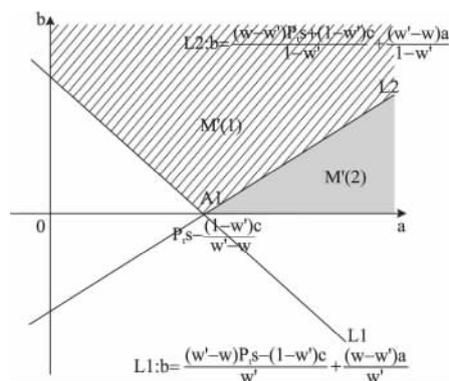


图 3  $w' > w$  且  $c < \frac{w'-w}{1-w'} P_t s$  时的配股决策与配股动机分析

### (三)研究假说

1. 控股股东参与配股程度与配股定价。前文分析表明,在时机性圈钱动机下,控股股东参与配股的程度与配股定价之间存在负相关关系。如图 2 所示,当  $w'$  降低伴随  $P_t$  增加时, $L1$  移至  $L1'$  并逆时针旋转, $L2$  移至  $L2'$  并顺时针旋转, $M'(2)$  区域进一步扩大。由于  $M'(2)$  中  $a$  被高估的程度比相同条件下  $M'(1)$  中的严重(因为当  $b$  相同时, $M'(2)$  中的  $a$  要比  $M'(1)$  中的小), $M'(2)$  中的  $b$  也比相同条件下  $M'(1)$  中的低,这意味着  $M'(2)$  越大,时机性圈钱的可能性越大。因此,当控股股东参与配股的程度与配股定价之间存在负相关关系时,配股便有可能源于时机性圈钱动机,这是时机性圈钱动机的直接表现,也是其成立的必要条件。为了检验时机性圈钱动机,本文提出假设 1:

H1: 控股股东放弃的配股权越多,其确定的配股价格越高。

2. 募集资金变更投向与控股股东圈钱。已有研究表明,变更募集资金投向的配股公司,其圈钱的可能性更大<sup>[8][9]</sup>。若资金投向变更是因为控股股东的时机性圈钱或无条件圈钱,那么变更资金投向的公司配股后业绩将显著下降。为此,本文提出假设 2:

H2:相对于未变更募集资金投向的配股公司,变更资金投向的公司配股后业绩下降更多。

3. 圈钱动机与投资好项目动机。本文依据控股股东参与配股程度及其配股后所有权比例的变化情况将配股公司分为三组:放弃全部配股权组(组1)、放弃部分配股权且配股后所有权比例下降组(组2)以及配股后所有权比例未降低组(组3)。控股股东参与配股程度与配股动机有关。放弃配股权可以减少投资支出,但同时也会增加因所有权比例降低而产生的未来剩余索取权损失,控股股东需在两者之间进行权衡。在其有能力支付配股资金的前提下,放弃的配股权越多,表明其越不看好投资项目的未来收益,出于好项目动机的可能性越小。

在上述三组公司中,组1的控股股东放弃了全部配股权,配股后所有权比例下降最多,因此,组1出于圈钱动机的可能性最大。进一步结合募集资金使用情况进行分析,前文指出,变更资金投向的公司圈钱的可能性更大,如此,组1中的变更公司也更可能源于圈钱动机,包括时机性圈钱和无条件圈钱;而组1中的未变更公司则主要源于时机性圈钱动机(此时,不会是无条件圈钱动机,因为无条件圈钱必然导致变更),时机性圈钱是利用时机来储备更多的资金,如果配股后没有其他投资项目或资金需求,在时机性圈钱动机下,资金投向也可能不变。由于时机性圈钱和无条件圈钱都会对未来业绩产生不利影响,因此,组1中变更公司和未变更公司的未来业绩将不存在显著差异,换言之,相对于未变更公司,变更公司配股后业绩将不会显著下降;反之,若变更公司的未来业绩相比未变更公司显著下滑,则表明组1的未变更公司可能源于好项目动机,比如控股股东是因为缺少资金而放弃全部配股权。

对于组2公司,其控股股东认购了部分配股权,且认购比例低于其他股东,因此,配股动机存在两种可能:一是为了投资好项目,好项目带来的投资收益将会增加公司未来利润,认购配股股份有助于减少未来的剩余索取权损失;另一种可能则是无条件圈钱<sup>⑧</sup>,即先支持、后掏空。Friedman等指出控股股东除了掏空行为,也可能存在向公司输送利益的支持行为<sup>[10]</sup>。支持与掏空并不冲突,支持行为可能是为了今后获取更多的控制权收益。认购配股股份是对上市公司的一种支持,为了诱导小股东积极参与配股,控股股东需作出表率进行认购,但这种支持的背后不一定代表有好的投资项目,相反可能是为今后的掏空创造利益输出渠道,支持力度越大,未来攫取的控制权收益越多。因此,先支持、后掏空所导致的业绩下降将比单纯的掏空(组1)更严重。若组2公司变更了资金投向,其控股股东很可能是为无条件圈钱而配股;若未变更,则可能为了投资好项目。如果这一推测成立,那么,相对于组2中未变更资金投向的公司,变更公司的未来业绩将显著下降,并比组1的变更公司下降更多。

对于组3公司,由前文分析可知,其可能的配股动机包括时机性圈钱、无条件圈钱和投资好项目。若组3公司变更资金投向,其配股动机很可能是两种圈钱动机(先支持、后掏空和时机性圈钱);若未变更,则很可能为了好项目(当然也可能存在一定的时机性圈钱动机)。由于组3中控股股东的配股认购比例大于或等于其他股东的认购比例,在控制权不变的情况下,所有权比例越高越有助于形成利益协同效应,而所有权比例的降低,则会增加控股股东的道德风险<sup>[9]</sup>,因此,组3的圈钱掏空动机要弱于组2,可以推测,组3中资金变更导致的业绩下降将没有组2严重。

基于上述分析,募集资金变更投向导致的业绩显著下滑(相比未变更公司)将主要体现在组2、组3中,对组1业绩的影响应不显著。由于组2、组3存在控股股东的先支持、后掏空行为,资金变更将导致组2和组3配股后业绩下滑更多,其中,组2的圈钱掏空动机更强,其变更资金投向的公司配股后业绩将下降最多。由此,我们提出假设3:

H3a:相对于组1和组3,资金变更投向导致组2公司配股后业绩下降更多。

H3b:相对于组1,资金变更投向导致组2和组3公司配股后业绩下降更多。

## 二、研究设计与样本选择

### (一)研究设计

为检验假设1,本文建立多元回归模型(3):

$$\text{Discount} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Dabandon\_all} + \alpha_2 \text{Dabandon\_part} + \alpha_3 \text{Controls} + \epsilon \quad (3)$$

模型(3)中的被解释变量 Discount 为配股折价率,Discount 越高,表明配股价格越低。解释变量为衡量控股股东参与配股程度的有关变量,包括:Dabandon\_all(哑变量),若控股股东放弃全部配股权(组 1),取 1,否则取 0;Dabandon\_part(哑变量),若控股股东放弃部分配股权且配股后所有权比例降低(组 2),取 1,否则取 0。同时,本文还计算了控股股东配股前后所有权比例的变化程度(DIF\_own),并对 DIF\_own 也进行了回归。若 H1 成立,解释变量的系数应显著为负。根据相关文献,模型中还设置了股票价格风险、公司盈利水平、成长性、配股规模、负债水平、闲置资金、股权集中度、股权制衡度和行业因素等控制变量(Controls)。具体变量解释见表 1。

为检验假设 2、假设 3,本文建立多元回归模型(4)和模型(5):

$$FP = \alpha_0 + \alpha_1 Dchange + \alpha_2 CHSUM + \alpha_3 Controls + \epsilon \quad (4)$$

$$FP = \alpha_0 + \alpha_1 Dchange + \alpha_2 Dabandon\_part + \alpha_3 Dchange * Dabandon\_part + \alpha_4 Controls + \epsilon \quad (5)$$

模型(4)、(5)中的被解释变量 FP 代表公司未来经营业绩。基于异常经营收益的变化模型<sup>①</sup>,FP 采用经行业均值调整的经营利润率的变动额( $\Delta AdjOPA$ )来衡量,计算方法见表 1。模型(4)针对假设 2,解释变量包括是否变更资金投向(Dchange,哑变量)以及变更程度(CHSUM),若 H2 成立,Dchange 和 CHSUM 的系数应显著为负。模型(5)针对假设 3,若 H3a 成立,Dchange 与 Dabandon\_part 的交乘项系数应显著为负。将式(5)中的 Dabandon\_part(组 2)换为 Dnotabandon\_all(组 2+组 3),即可检验 H3b。此外,模型中还设置了公司盈利水平、成长性、配股规模、负债水平、闲置资金、股权集中度、股权制衡度和行业因素等控制变量。为了控制配股申请日和实施日不在同一年的影响,本文以 4 月 30 日为界进行划分,设置哑变量 Ddate430。具体变量解释见表 1。

表 1 变量选择及变量解释

变量符号	变量解释
Discount	配股折价率,Discount=(P <sub>t-1</sub> -P <sub>t</sub> )/P <sub>t-1</sub> ,P <sub>t-1</sub> 为配股宣告前两个月的平均收盘价,P <sub>t</sub> 为配股价格。
OPA <sub>t+i</sub>	经营利润率,用经营利润除以上期总资产,下标若为 t+1 表示配股后第一年,t+2 表示配股后第二年,t-1 表示配股前第一年,t-2 表示配股前第二年,无下标时表示配股当年。下同。
$\Delta OPA_{t+i}$	经营利润率的变动额,用配股后的 OPA 减去配股前三年 OPA 的平均值。
AdjOPA <sub>t+i</sub>	经行业均值调整的经营利润率,用样本公司的 OPA 减去该样本所在年度的行业均值。
$\Delta AdjOPA_{t+i}$	AdjOPA <sub>t</sub> 的变动额,用配股后的 AdjOPA 减去配股前三年 AdjOPA 的平均值。
Dabandon_all	哑变量,若控股股东放弃全部配股权(组 1),取 1,否则取 0。
Dnotabandon_all	哑变量,若控股股东未放弃全部配股权(组 2+组 3),取 1;否则取 0。
Dabandon_part	哑变量,若控股股东放弃部分配股权且配股后所有权比例降低(组 2),取 1,否则取 0。
DIF_own	控股股东配股前后所有权比例的变化程度,用配股前所有权比例减去配股后所有权比例的差额再除以配股前所有权比例。
Dchange	哑变量,若样本公司配股后募集资金投向发生变更,取 1;否则取 0。
CHSUM	变更程度,用变更资金投向的金额除以募集资金净额。
Ddate430	哑变量,若股权登记日在 4 月 30 日之后,取 1;否则取 0。
Stdeviation	股票价格风险,用公告日前 60 日的股票收益标准差(考虑现金红利)来衡量。
ROE <sub>t-1</sub>	配股上一年的净资产收益率,衡量公司盈利水平。ROE 等于净利润除以净资产。
BM <sub>t-1</sub>	配股上一年的账面市值比,衡量公司成长性。BM 等于期末总资产除以市场价值。
$\Delta Sales$	配股当年的营业收入增长率,衡量公司成长性。
Seosize	配股规模,为募集资金净额的自然对数。
Lev	资产负债率,用配股当年期末总负债除以期初总资产。
Slack <sub>t-1</sub>	闲置资金,用配股上一年的货币资金加上短期投资之和再除以配股上一年的总资产。
Lc1	股权集中度,Lc1=ln[c1/(1-c1)],c1 为第一大股东的持股比例。
Constraint	股权制衡度,用第二到第十大股东的持股比例之和除以第一大股东持股比例。
Industry	行业特征,依据五大行业(工业、商业、房地产业、公用事业、综合业)设置哑变量。

## (二) 样本选择与数据来源

本文的研究需要样本公司配股前后三年的业绩数据,因此我们选取了 2001~2009 年进行配股的 A 股上市公司为研究样本,数据涵盖的时间范围为 1998~2011 年。其中,剔除了金融、保险业公司,剔除了配股前后三年再次进行配股的上市公司(不包括配股当年)、剔除了配股前后三年进行增发、发债的上市公司(包括配股当年),剔除了文中主要变量涉及缺失数据的样本,最后共得到 157 个配股样本。为了消除异常值的影响,本文对主要变量在第 1 及 99 百分位上进行 Winsorize 处理。本文数据来源于 RESSET 和 CSMAR 金融研究数据库。

## 三、实证结果分析

### (一) 描述性统计及单变量分析

本文依据配股资金投向是否发生变更将样本公司分为资金变更组和资金未变更组<sup>⑤</sup>。在全部样本中,共有 96 个样本公司变更了资金投向,占总样本的 61%,其中 1/3 的变更公司其变更金额的比重超过 50%,未变更的样本仅有 61 个,可见,配股公司变更资金投向的现象较为普遍。同时,大多数控股股东在配股时放弃了大部分甚至全部配股权,配股后控股股东所有权比例降低的样本共有 137 个,其中放弃全部配股权的样本有 81 个(组 1)。在资金变更组中,控股股东放弃全部配股权的样本有 49 个。表 2 比较了资金变更组和未变更组配股前后的公司业绩,并进行了均值和中位数检验,由表 2 可知,资金变更组和未变更组其配股前和配股当年的业绩均无显著差异,但配股后第一年及第二年,资金变更组的 AdjOPA 和  $\Delta$ AdjOPA 均值均显著低于未变更组,呈现出大幅下降的趋势,支持了 H2。

表 2 资金变更组与未变更组的业绩比较及显著性检验

变量	资金变更组			资金未变更组			均值检验	中位数检验
	N	均值	中位数	N	均值	中位数	T 值	Z 值
AdjOPA <sub>t-2</sub>	92	0.037	0.025	57	0.040	0.038	0.293	0.859
AdjOPA <sub>t-1</sub>	96	0.040	0.023	60	0.035	0.041	-0.503	0.965
AdjOPA	96	0.029	0.027	61	0.038	0.031	1.028	1.077
AdjOPA <sub>t+1</sub>	96	0.007	0.011	61	0.025	0.018	1.872*	1.293
AdjOPA <sub>t+2</sub>	96	-0.001	0.003	61	0.018	0.014	1.852*	1.300
$\Delta$ AdjOPA	96	-0.009	-0.010	60	-0.001	-0.004	1.214	1.016
$\Delta$ AdjOPA <sub>t+1</sub>	96	-0.033	-0.022	60	-0.014	-0.011	1.900*	1.512
$\Delta$ AdjOPA <sub>t+2</sub>	96	-0.039	-0.029	60	-0.020	-0.020	1.897*	1.282

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 0.01、0.05 和 0.1 水平显著,以下同。

### (二) 回归结果分析

1. 控股股东参与配股程度与配股定价。表 3 报告了假设 1 的检验结果,在回归(1)中,变量 Dabandon\_all 的系数在 1%的水平上显著为负,表明控股股东放弃全部配股权的公司,其配股折价率更低,即配股价格更高。回归(2)进一步引入 Dabandon\_part 哑变量,Dabandon\_all 和 Dabandon\_part 的系数均在 1%水平上显著为负,表明组 1 和组 2 的配股折价率显著低于组 3。回归(3)使用控股股东所有权比例的变化率(DIF\_own)作为解释变量,DIF\_own 的系数在 5%的水平上显著为负,说明所有权比例降低越多,配股折价率越低。上述结果表明,控股股东放弃的配股权越多,配股价格越高,支持了本文提出的 H1。

2. 募集资金变更与控股股东圈钱。表 4 报告了假设 2 的回归结果,在回归(1)、(3)中,Dchange 的系数在 10%的水平上显著为负,回归(2)、(4)中 CHSUM 的系数在 1%的水平上显著为负,说明资金变更组配股后第一年、第二年的  $\Delta$ AdjOPA 均显著低于未变更组,且变更金额越多,未来经营利润的下降幅度越大。回归结果表明,募集资金变更投向是导致配股公司业绩下降的重要原因,变更资金投向很可能是因为控股股东的圈钱行为,与表 2 的结论一致,支持了 H2。

表 3

配股定价与控股股东参与配股程度的回归结果

变量	(1)Discount		(2)Discount		(3)Discount	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
Dabandon_all	-0.066***	(-3.08)	-0.243***	(-4.65)		
Dabandon_part			-0.206***	(-3.90)		
DIF_own					-0.636**	(-2.53)
Stdeviation	5.203***	(2.95)	1.134	(0.63)	4.328**	(2.46)
ROE <sub>t-1</sub>	-0.232	(-0.83)	-0.315	(-1.13)	-0.267	(-0.98)
BM <sub>t-1</sub>	-0.224***	(-4.00)	-0.255***	(-4.80)	-0.248***	(-4.40)
△Sales	0.038	(0.71)	0.033	(0.64)	0.043	(0.82)
Seosize	0.022	(1.18)	0.007	(0.36)	0.028	(1.52)
Lev	0.070	(1.53)	0.058	(1.32)	0.059	(1.39)
Slack <sub>t-1</sub>	0.062	(0.43)	0.026	(0.20)	0.073	(0.52)
Lcl	0.003	(0.15)	0.024	(1.23)	0.002	(0.08)
Constraint	0.014	(0.53)	0.023	(0.87)	0.002	(0.07)
Industry	Yes		Yes		Yes	
常数项	-0.127	(-0.36)	0.469	(1.19)	-0.177	(-0.51)
N	154		154		154	
AdjR <sup>2</sup>	0.263		0.377		0.269	

注:(1)T 值进行了 Cluster 标准误和 White 异方差稳健性修正;(2)经检验模型中不存在需引起关注的共线性问题。表 4 和表 5 同。

表 4

资金变更与未来业绩的回归结果

变量	(1)△AdjOPA <sub>t+1</sub>		(2)△AdjOPA <sub>t+1</sub>		(3)△AdjOPA <sub>t+2</sub>		(4)△AdjOPA <sub>t+2</sub>	
	系数	T 值						
Dchange	-0.020*	(-1.76)	-0.014	(-1.25)	-0.022*	(-1.91)	-0.016	(-1.31)
CHSUM			-0.013***	(-2.77)			-0.015***	(-3.10)
Ddate430	-0.012	(-1.13)	-0.013	(-1.17)	-0.001	(-0.10)	-0.002	(-0.15)
ROE <sub>t-1</sub>	0.088	(0.61)	0.153	(1.03)	0.146	(0.97)	0.222	(1.47)
BM <sub>t-1</sub>	0.076*	(1.84)	0.081*	(1.92)	0.021	(0.58)	0.026	(0.75)
△Sales	0.023	(0.96)	0.012	(0.48)	-0.010	(-0.33)	-0.023	(-0.80)
Seosize	-0.004	(-0.45)	-0.007	(-0.90)	0.005	(0.52)	0.000	(0.04)
Lev	-0.061**	(-2.26)	-0.057**	(-2.09)	-0.043*	(-1.70)	-0.038	(-1.47)
Slack <sub>t-1</sub>	0.089	(0.96)	0.093	(1.00)	-0.020	(-0.23)	-0.015	(-0.18)
Lcl	0.006	(0.57)	0.003	(0.25)	0.025**	(2.34)	0.021*	(1.94)
Constraint	0.027	(1.61)	0.022	(1.35)	0.042**	(2.54)	0.035**	(2.16)
Industry	Yes		Yes		Yes		Yes	
常数项	0.050	(0.31)	0.114	(0.72)	-0.103	(-0.61)	-0.029	(-0.17)
N	153		153		153		153	
AdjR <sup>2</sup>	0.036		0.046		0.036		0.055	

3. 圈钱动机与投资好项目动机。假设 3 结合控股股东参与配股程度及募集资金使用情况,通过分析公司未来业绩对三种配股动机进行检验(回归结果见表 5)。其中,回归(1)、(2)检验 H3a,由表 5 可知,Dchange 与 Dabandon\_part(组 2)的交乘项系数均显著为负,表明组 2 的资金变更公司其配股后第一年和第二年的 △AdjOPA 下降最多,且比组 1、组 3 的变更公司业绩更差(系数  $\alpha_2 + \alpha_3$  为负),控股股东存在先支持、后掏空的行为,与预期一致,支持了 H3a。Dabandon\_part 的系数显著为正,表明组 2 的未变更公司其配股后业绩显著好于其他未变更公司,因此,组 2 的未变更公司很可能源于好项目动机。回归(3)、(4)针对 H3b,Dchange 和 Dnotabandon\_all(组 2+组 3)的交乘项系数在回归(3)中显著为负,表明资金变更导致组 2 和组 3 公司配股后第一年业绩下滑更多,支持了 H3b。回归(4)中交乘项系数不显著,但符号与预期一致,这可能是由于组 3 的影响,因为组 3 的圈钱掏空动机要弱于组 2。回归(3)、(4)中 Dchange 的系数不显著,表明在组 1 中,资金变更组和未变更组配股后的业绩并无显著差异,加之组 1 的未变更公司配股后业绩显著差于组 2 的未变更公司,因此,组 1 的未变更公司出于好项目动机的可能性较小。由此可见,对于组 1 公司,不论其是否变更资金投向,都很可

能是为了圈钱而配股。上述结果表明,组 1 公司及组 2、组 3 中变更资金投向的公司很可能具有时机性圈钱或无条件圈钱动机,好项目动机主要存在于组 2、组 3 的未变更公司中。

表 5 配股动机与未来业绩的回归结果

变量	(1) $\Delta \text{AdjOPA}_{t+1}$		(2) $\Delta \text{AdjOPA}_{t+2}$		(3) $\Delta \text{AdjOPA}_{t+1}$		(4) $\Delta \text{AdjOPA}_{t+2}$	
	系数	T 值						
Dchange	0.002	(0.20)	-0.005	(-0.43)	-0.001	(-0.06)	-0.010	(-0.74)
Dabandon_part	0.050***	(2.66)	0.043**	(2.16)				
Dchange * Dabandon_part	-0.063**	(-2.37)	-0.050**	(-2.00)				
Dnotabandon_all					0.023	(1.45)	0.021	(1.24)
Dchange * Dnotabandon_all					-0.039*	(-1.83)	-0.025	(-1.20)
Ddate430	-0.013	(-1.31)	-0.002	(-0.17)	-0.013	(-1.24)	-0.002	(-0.19)
ROE <sub>t-1</sub>	0.023	(0.18)	0.093	(0.65)	0.088	(0.61)	0.138	(0.92)
BM <sub>t-1</sub>	0.083**	(2.03)	0.027	(0.77)	0.079*	(1.96)	0.024	(0.68)
$\Delta \text{Sales}$	0.014	(0.60)	-0.016	(-0.56)	0.018	(0.77)	-0.013	(-0.45)
Seosize	0.000	(0.02)	0.008	(0.86)	-0.003	(-0.33)	0.004	(0.44)
Lev	-0.058**	(-2.23)	-0.040	(-1.64)	-0.058**	(-2.21)	-0.041	(-1.64)
Slack <sub>t-1</sub>	0.077	(0.87)	-0.031	(-0.35)	0.092	(0.97)	-0.021	(-0.24)
Lc1	0.000	(0.00)	0.019*	(1.83)	0.005	(0.40)	0.024**	(2.32)
Constraint	0.023	(1.47)	0.039**	(2.49)	0.024	(1.41)	0.041**	(2.56)
Industry	Yes		Yes		Yes		Yes	
常数项	-0.037	(-0.22)	-0.174	(-1.03)	0.025	(0.13)	-0.106	(-0.59)
N	153		153		153		153	
AdjR <sup>2</sup>	0.069		0.059		0.042		0.034	

### (三) 稳健性检验

本文还进行了以下稳健性检验,限于篇幅相关实证结果并未列出:(1)使用水平模型和随机游走模型计算配股后的异常经营利润,FP 采用经行业均值调整的经营利润(AdjOPA)以及经营利润的变动额( $\Delta \text{OPA}$ )来衡量,实证结果与本文结论一致。(2)FP 采用净利润(ROA)指标进行衡量,实证结果也基本一致。(3)关于内生性问题的检验。配股公司变更资金投向可能属于公司的内生性决策,即配股后本身业绩不好的公司选择了资金变更,而不是资金变更导致了业绩下降。由表 2 可知,两组公司在配股当年和配股前的业绩并无显著差异,业绩分化出现在配股后,这一结果表明,配股公司并不是由于业绩不好而选择变更,而是因为变更导致配股后业绩恶化。为了克服研究中可能存在的样本选择偏误以及小样本带来的统计推断偏误,本文还使用了倾向得分配比方法(PSM)对资金变更组和未变更组配股前和配股当年的经营业绩进行分析,并使用 Bootstrap 方法对相关统计量进行统计推断。结果显示,两组公司配股当年和配股前的经营业绩与配比公司相比均无显著差异,说明在配股资金使用前,资金变更组的经营业绩并未显著低于配比公司,与未变更组的业绩情况基本一致,这在很大程度上缓解了我们对于内生性问题的担忧。

### 四、结论与启示

基于 Myers 和 Majluf 模型的理论分析表明,控股股东进行配股融资存在三种动机:时机性圈钱、无条件圈钱以及投资好项目。在此基础上,本文从控股股东参与配股程度、配股定价以及募集资金使用情况等方面,结合公司配股后的经营业绩,对三种动机进行实证检验。研究发现:(1)控股股东放弃的配股权越多,其确定的配股价格越高,存在时机性圈钱动机的可能;(2)相对于未变更资金投向的公司,变更资金投向的公司配股后业绩下降更多,资金变更很可能源于控股股东的圈钱行为,圈钱是导致配股公司业绩下降的重要原因;(3)募集资金变更投向主要导致组 2 和组 3 公司配股后业绩显著下降(相比未变更公司),其中组 2 的资金变更公司业绩下滑最多,而对组 1 业绩的影响则不显著。研究结果表明,控股股东放弃全部配股权或变更资金投向的公司很可能具有时机性圈钱或无条件圈钱动机,而那些未放弃全部配股权且同时也未变更资金投向的公司则可能源于好项目动机,其配股后业绩

也明显好于圈钱配股公司。研究还发现,未放弃全部配股权且同时变更资金投向的公司,配股后业绩下降最严重,其控股股东存在先支持、后掏空的行为,相对于单纯的圈钱掏空,先支持、后掏空对公司业绩造成的损害更大。

本文针对配股动机的研究表明,时机性圈钱和无条件圈钱是我国上市公司进行配股融资的主要动机,配股已成为控股股东掠夺小股东利益的重要手段和工具。因此,监管部门应加强对募集资金使用情况的审查与监管,特别是对那些变更资金投向以及控股股东放弃大部分配股权的公司;同时,监管部门还应应对配股定价进行严格监督。其次,除了圈钱动机外,控股股东也可能为了投资好项目进行配股。若为了好项目,配股融资将有助于公司未来业绩的增长。现有研究主要从控制权的“隧道效应”角度关注控股股东的圈钱动机。然而理论分析及实证结果表明,控股股东也可能为了公司发展进行 SEO,控制权也具有正向的“激励效应”。这一发现对于完善我国的监管制度具有重要的现实意义。当前有关 SEO 的审批制度侧重以会计利润作为业绩考核标准,使一些具有圈钱掏空动机的公司可能通过盈余管理来获取 SEO 资格<sup>[7]</sup>。因此,SEO 资格的门槛限制并不能保证筛选出来的公司一定是好公司,也不能保证拥有好项目、具有潜力的公司一定能达到配股资格。相反,很多为了圈钱掏空的公司却成功实施了 SEO。因此,关于 SEO 资格的规定,可以考虑采用多元评价体系,增加一些评价企业长远发展的指标作为考核标准,如经济增加值、研发能力、市场占有率、客户满意度等。这样一方面可以压缩机会主义动机的空间,切实保护小股东利益,另一方面也有助于激励那些为了公司发展而申请 SEO 的上市公司,使其获得更多的再融资机会。

注释:

① 隧道效应指控股股东利用其控制权通过非法占有或合法掠夺等各种途径将公司财富转移至自己手中,而不是将财富回馈给外部股东。Johnson 等将这种侵占行为称为“隧道行为(Tunneling)”(又称“掏空行为”)<sup>[1]</sup>。

② 本文的配股认购比例指股东的实际配股数额占其原有股份的比例。

③ 此时,组 2 公司不太可能源于时机性圈钱动机,因为在时机性圈钱动机下,公司并没有好的投资项目,当  $a < P_1 s$  时,控股股东更可能放弃全部配股权,实证结果也表明组 2 公司的圈钱动机更可能是无条件圈钱动机。

④ 分析配股后的业绩变化,需要计算配股事件引起的异常经营收益,异常经营收益为实际经营收益减去预期经营收益。对预期经营收益的估计通常有三种方法:1. 采用事件后行业业绩(或对照组业绩)的均值(或中值)来估计(即水平模型);2. 假设经营业绩符合随机游走模型,用事件上一年的公司实际经营业绩作为预期经营收益;3. 采用事件上一年的公司实际经营业绩加上事件后行业业绩均值(或中值)的变动额或对照组业绩均值(或中值)的变动额来估计预期经营收益(即变化模型)。

⑤ 若公司年报中明确披露募集资金投向没有发生变更,且与专项审计报告的结论一致(否则依据审计报告),则该配股公司属于资金投向未变更组,除此之外,其他配股公司均属于资金投向变更组。

参考文献:

- [1] Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 22—27.
- [2] 何骏,张祥建. 公司治理前沿研究综述——大股东控制、隧道行为、隐性收益与投资者保护[J]. 经济管理, 2008, 30(23-24): 165—171.
- [3] 刘少波,戴文慧. 我国上市公司募集资金投向变更研究[J]. 经济研究, 2004, (5): 88—97.
- [4] 管征,卞志村,范从来. 增发还是配股? 上市公司股权再融资方式选择研究[J]. 管理世界, 2008, (1): 136—144.
- [5] Myers S. C., Majluf N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187—221.
- [6] 朱凯,陈信元. 配股发行折价:从代理理论角度进行的解释[J]. 中国会计评论, 2004, 2(1): 23—42.
- [7] 李志文,宋衍衡. 影响中国上市公司配股决策的因素分析[J]. 经济科学, 2003, (3): 59—69.
- [8] 朱云,吴文锋,吴冲锋,等. 融资受限、大股东“圈钱”与再发行募集资金滥用[J]. 管理科学学报, 2009, 12(5): 100—109.
- [9] 倪敏,张耀中. 我国上市公司配股后的业绩下降之谜——基于信息不对称及委托代理理论的分析[J]. 山西财经大学学报, 2012, 34(10): 77—87
- [10] Friedman E., Johnson S., Mitton T. Propping and Tunneling[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31(4): 732—750.

(责任编辑:易会文)