

中国上市公司股权再融资效率

CHINESE LISTED COMPANIES SEASONED
EQUITY OFFERINGS EFFICIENCY

刘 宇 著

经济管理出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司股权再融资效率/刘宇著. —北京:
经济管理出版社 2007. 6

ISBN 978 - 7 - 80207 - 936 - 6

I. 中... II. 刘... III. 上市公司 - 融资 - 研
究 - 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 067250 号

出版发行 :经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话 :(010)51915602 邮编 100038

印刷 :

经销 新华书店

责任编辑 :常亚波(010 - 63320176)

技术编辑 :杨 玲

责任校对 :超 凡

720mm × 1040mm/16

19. 25 印张

293 千字

2007 年 6 月第 1 版

2007 年 6 月第 1 次印刷

印数 1 - 2000 册

定价 35. 00 元

书号 :ISBN 978 - 7 - 80207 - 936 - 6/F · 810

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书 ,如有印装错误 ,由本社读者服务部

负责调换。联系地址 北京阜外月坛北小街 2 号

电话 :(010)68022974

邮编 100836

前 言

市场经济是一种资金约束型经济，资金是企业经济运行的第一推动力和持续推动力，企业的发展主要取决于能否获得稳定的经济资源。融资作为企业的一项重要经济行为，贯穿于其发展的始终。我国企业融资方式经历了从内源融资到外源融资的制度变迁过程。上市公司首次公开发行股票募集资金后，其后续的发展很大程度上依赖于从证券市场实施的股权再融资，配股和增发是上市公司股权再融资的两种主要方式。

目前我国正处于市场经济体系建设的关键时期，理性思考上市公司股权再融资效率状况，对促使证券市场的健康、稳健发展，更好地服务于国民经济大局具有深远的意义。如何定义资本市场微观效率，是最近三四十年来世界金融经济学界讨论的重点课题。上市公司股权再融资效率的重要性体现在：一是其直接关系到企业资金的使用效率，二是其反映了一国资本市场配置资源的宏观效率。本书以配股和增发为研究对象，深入分析上市公司股权再融资效率问题，对科学理解、认识和发挥我国证券市场的功能，了解证券市场的运行机制，分析市场投资者行为等有重要的理论意义和现实意义。特别是在我国证券市场推行股权分置改革的同时，系统考察上市公司股权再融资效率，对分析证券市场总体效率、寻求相应的改革措施，对证券市场的长远健康发展，有极为重要的参考价值。不仅如此，也为解决我国上市公司股权再融资效率低下、融资制度失灵、

证券监管力度有限等问题，提供了有利的理论和实证证据。对我国监管部门如何进一步完善上市公司再融资渠道提供了积极的理论意义和实践意义。

鉴于此，本书力求以实事求是的精神，建立一个有关证券市场上市公司股权再融资效率评价的分析框架体系。本书在系统归纳和评述大量国内外文献的基础上，把握了国内外同类研究的前沿动态，通过分析中国上市公司股权再融资的特点，研究了上市公司股权再融资资金运动的重重性。本书大胆提出了分析上市公司股权再融资效率的基本理论框架，以此为基础实证分析了上市公司股权再融资的价值效率、价格效率以及盈余管理行为等。通过理论分析、数据调查、模型分析等手段，论证了导致上市公司股权再融资效率低下的根源。本书理论构建比较独特，所提出的提高上市公司股权再融资效率对策针对性强，在学术价值方面，比较符合我国转型时期经济的特征。

本书的创造性成果主要体现在以下方面：

1. 提出股权再融资资金运动三重性理论，建立上市公司股权再融资效率的理论分析体系。阐释了上市公司股权再融资的制度效率、资源配置效率和资金运用效率相互作用、相互影响的关系，及其对公司治理水平、经营业绩和股价表现的影响，为后人的研究提供了一个可借鉴的理论模型。在该理论模型下，上市公司股权再融资资金运用的经济后果（价值效率）、市场反应（价格效率）以及对于公司治理水平的影响（公司治理效率）能够有机地、辩证地结合起来，三者相互作用、紧密联系、相辅相成并且不可或缺，共同构成上市公司股权再融资资金运用效率评价系统。

2. 基于股权分置的制度环境，运用大量数据实证分析发现：上市公司实施配股、增发融资不能显著提高上市公司价值效率。纵向



来看，上市公司股权再融资后经营业绩不断下滑；横向来看，上市公司股权再融资前业绩显著高于匹配公司，而融资后的情况则相反。与以往研究结论不同，本书分析发现股权分置不是上市公司股权再融资低效真正的症结所在；没有充分证据表明募集资金规模对上市公司业绩产生积极意义；股权再融资后上市公司经营业绩与资本结构显著负相关。与此同时，上市公司股权再融资中盈余管理行为普遍存在，一次配股公司盈余管理导致配股后上市公司业绩下降，但盈余管理不能解释多次配股公司业绩下降现象。

3. 对我国 1997 ~ 2002 年实施股权再融资上市公司价格效率实证分析发现：一是总体上中国上市公司股权再融资具有明显的负价格效应，公司融资后较长时期处于弱市状态，从市场有效性看，上市公司配股、增发的股价表现拒绝了半强有效市场假设；二是验证了中国证券市场具有明显“政策市”的特征，验证了市场对“圈钱”现象的抵触；三是发现上市公司不同股权再融资方式资本结构与股价相关关系存在重大差异。

4. 以规范的理论（博弈论）分析与实证检验相结合，分析了我国上市公司股权再融资效率低下的原因在于证券市场发展的特殊历史环境下，上市公司股权再融资竞争均衡并未达到制度矫正均衡，具体表现为政府监管部门制定的选拔政策无效率，导致市场宏观资源配置功能失效，从而造成上市公司股权再融资微观效率不佳。而上市公司与监管政策博弈的后果，滋生了一批运用盈余管理等手段，以获取融资资格的上市公司。不仅如此，研究还表明上市公司控股股东主观上存在侵害上市公司股权再融资效率的动机。

5. 提出应从以下方面入手提高上市公司股权再融资效率：一是制度上调整证券市场功能定位、切实解决股权分置矛盾、完善证券市场交易体系、加快产权制度改革进程、规范市场主体行为和逐步

放松证券市场管制；二是法制上加强证券市场的立法、执法和市场违法惩处力度；三是政策上加强有效监管、推进政策市场化取向、完善股权再融资遴选标准、加强募集资金监管和完善信息披露制度；四是适时引入衍生金融产品和服务多层次资本市场体系等。

在经济社会中，探索效率问题注定是十分艰辛的。求同存异，去伪存真，明辨是非，使证券市场朝健康、规范的方向发展，是经济工作者不可推卸的责任。当然，本书的遗憾在所难免。比如，鉴于研究手段和数据获取方面的限制，本书对上市公司股权再融资效率的三个层面，特别是公司治理效率的实证分析工作还不够，这无疑会影响到最终结论的完整性。同时，囿于研究对象所处的客观历史时期，本书仅基于股权分置条件，分析上市公司股权再融资效率，而对后股权分置时代的效率特征则没有比较评价，这将是今后作者不断努力的方向。

目 录

第 1 章 绪论	(1)
一、中国上市公司股权再融资概览	(1)
(一) 市场背景	(1)
(二) 问题的提出	(5)
二、国内外研究综述	(5)
(一) 股权再融资经营业绩	(5)
(二) 股权再融资股价效应	(8)
(三) 股权再融资业绩和股价变化假说	(10)
(四) 国内外研究现状评述	(17)
三、研究内容与研究方法	(18)
(一) 研究内容	(18)
(二) 研究方法	(19)
(三) 研究技术路线	(20)
第 2 章 股权再融资效率理论	(21)
一、公司融资理论	(21)
(一) 融资范畴及相关概念	(21)
(二) 传统融资理论	(28)
(三) 现代融资理论	(30)
二、证券市场有效性理论	(38)

(一) 有效市场理论的起源和发展	(38)
(二) 信息不对称对 EMH 的挑战	(41)
三、股权再融资盈余管理	(43)
(一) 盈余管理概念界定	(43)
(二) 盈余管理的理论解释	(45)
(三) 股权再融资盈余管理动机和后果	(47)
四、股权再融资效率理论分析框架	(48)
(一) 资本市场效率范畴	(48)
(二) 股权再融资资金运动三重性	(52)
(三) 股权再融资效率分析框架	(57)
(四) 股权再融资价值效率	(60)
(五) 股权再融资价格效率	(61)
(六) 股权再融资治理效率	(62)
五、股权再融资财务目标	(65)
第3章 股权再融资价值效率	(68)
一、股权再融资价值效率分析方法	(68)
(一) 样本数据和研究指标	(68)
(二) 研究思路、研究假设和变量定义	(73)
二、股权再融资价值效率描述性分析	(78)
(一) 证券市场总体情况	(78)
(二) 配股价值效率描述性分析	(83)
(三) 增发价值效率描述性分析	(99)
三、融资前后价值效率显著性检验	(107)
(一) 配股价值效率显著性检验	(107)
(二) 增发价值效率显著性检验	(113)
四、股权再融资价值效率行业分析	(118)
(一) 股权再融资募集资金产业流向	(118)



(二) 分行业配股价值效率比较	(120)
五、股权再融资价值效率相关性分析	(124)
(一) 盈利能力相关性分析	(125)
(二) 股权结构相关性分析	(129)
(三) 股权再融资价值效率年度相关性	(134)
六、股权再融资价值效率回归分析	(135)
(一) 模型构建及说明	(135)
(二) 实证检验及结果	(137)
(三) 价值效率影响因素总体分析	(150)
第 4 章 股权再融资价格效率	(155)
一、股权再融资价格效率分析方法	(155)
(一) 研究思路和样本数据	(155)
(二) 研究假设和变量定义	(160)
二、配股价格效率	(163)
(一) 描述性分析	(163)
(二) 配股 3 个事件日及其后价格效率	(169)
(三) 配股价格效率回归分析	(177)
三、增发价格效率	(181)
(一) 描述性分析	(181)
(二) 增发公司价格效率影响因素分析	(186)
四、实证研究结论	(189)
第 5 章 盈余管理对股权再融资效率的解释	(192)
一、上市公司股权再融资政策演变	(192)
二、样本选取和研究方法	(194)
(一) 样本选择	(194)
(二) 研究方法	(195)

(三) 理论分析与研究假设	(198)
三、股权再融资盈余管理实证分析	(201)
(一) 盈余管理程度分析	(201)
(二) 可操纵应计利润分布特征	(205)
(三) 盈余管理相关性分析	(210)
(四) 盈余管理回归分析	(213)
第6章 上市公司股权再融资低效根源及对策	(218)
一、股权再融资低效原因制度解析	(218)
(一) 证券市场功能定位缺陷	(218)
(二) 股票发行制度不尽合理	(220)
(三) 股权再融资政策的缺陷	(221)
(四) 股权再融资新政策评价	(224)
(五) 股权再融资政策博弈	(228)
二、证券市场相关主体运作不规范	(232)
(一) 上市公司	(232)
(二) 政府监管部门	(233)
(三) 机构投资者	(235)
(四) 中介机构	(235)
三、基于代理权的非理性股权再融资	(236)
(一) 股权再融资代理成本	(236)
(二) 非理性股权再融资动机分析	(240)
(三) 控股股东影响股权再融资效率行为分析	(245)
(四) 增发对相关利益体财富影响分析	(250)
四、股权再融资效率与证券市场非均衡	(255)
(一) 政府对证券市场监管导致的非均衡	(256)
(二) 上市公司多元化经营目标导致的非均衡	(258)
五、提高上市公司股权再融资效率的对策	(260)



（一）政策创新	（260）
（二）制度创新	（266）
（三）法制创新	（276）
参考文献	（279）
后记	（293）

第 1 章 绪 论

一、中国上市公司股权再融资概览

（一）市场背景

市场经济是一种资金约束型经济，资金是企业经济运行的第一推动力和持续推动力，企业的发展主要取决于能否获得稳定的经济资源。融资作为企业的一项重要经济行为，贯穿于其发展的始终。我国企业融资方式经历了从内源融资到外源融资的制度变迁过程。1984 年以前企业融资以国家财政拨款为主，1984 年以后，国家对国有企业的资金供给实施改革，企业融资由此转变为“拨改贷”形式。随着社会主义市场经济体制的逐步深入，企业融资呈现向多元化融资模式发展的趋势。1990 年 11 月 26 日上海证券交易所成立，标志着为企业提供直接融资平台的证券市场正式建立。进入 20 世纪 90 年代后期，在政府的支持和推动下，越来越多的国有企业走向资本市场公开发行股票，国有企业改革踏上了以股权融资和产权变革为特征的制度创新之路。

上市公司首次公开发行股票（Initial public offerings, IPO）募集资金后，后续的发展很大程度上依赖于从证券市场实施的股权再融资（Seasoned equity offerings, SEO）。目前，我国上市公司通过证券市场的再融资形式主要有配股、增发、可转换公司债券、非公开发行股票和认股权证。配股和增发是上市公司

股权再融资的两种主要方式。1998 年以前，上市公司再融资规模较小，融资工具单一，基本以配股为主。1998 年以后，上市公司再融资规模急剧扩大，融资工具也从单一的配股发展到配股、增发和可转换公司债券三种。如表 1-1 所示，1992~2005 年上市公司境内 A 股融资，944 家次公司实施配股，募集资金 2280.93 亿元；120 家次公司实施增发，募集资金 1226.34 亿元。配股和增发募集资金占筹集资金总额的 37.87%，在上市公司再融资中发挥着重要作用。

表 1-1 证券市场 A 股股权融资统计

单位：亿元

年度	首发			配股			增发			可转债			合计
	家数	募集资金	筹资均额	家次	募集资金	筹资均额	家次	募集资金	筹资均额	家次	募集资金	筹资均额	募集资金
1991	5	1.03	0.21	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.03
1992	40	20.46	0.51	2	3.05	1.53	-	-	-	1	5	5	28.51
1993	124	302.4	2.44	62	73.82	1.19	-	-	-	-	-	-	376.22
1994	110	143.23	1.3	58	48.41	0.83	-	-	-	-	-	-	191.64
1995	24	21.9	0.91	72	56.21	0.78	-	-	-	-	-	-	78.11
1996	202	211.54	1.05	43	74.78	1.74	-	-	-	-	-	-	286.32
1997	206	613.97	2.98	107	258.62	2.42	-	-	-	-	-	-	872.59
1998	106	404.14	3.81	147	353.8	2.41	7	30.46	4.35	2	3.5	1.75	791.9
1999	98	494.2	5.04	121	287.78	2.38	5	55.1	11.02	1	15	15	852.08
2000	137	852.05	6.22	167	540.5	3.24	24	210.88	8.79	2	28.5	14.3	1631.9
2001	79	614.03	7.77	97	358.13	3.69	23	210.58	9.16	-	-	-	1182.7
2002	71	498.75	7.02	20	53.71	2.69	29	166.22	5.73	5	41.5	8.3	760.18
2003	67	472.42	7.05	25	67.83	2.71	16	114.59	7.16	16	185.5	11.59	840.34
2004	100	361.05	3.61	22	102.87	4.68	12	168.71	14.1	12	209.03	17.4	841.66
2005	15	57.63	3.84	1	1.42	1.42	4	269.8	67.5	-	-	-	328.85
合计	1384	5068.8	3.66	944	2280.93	2.42	120	1226.34	10.22	39	488.03	12.51	9064.03

资料来源：根据 Wind 资讯整理。

我国证券市场设立至今仅有 16 年历史，整个市场的发育还不够成熟，相关法律法规还不够健全，包括上市公司、中介机构等市场各方主体的行为还很不规范。在非市场化条件下的上市公司融资行为受到严格的监管，政府监管部门的监管能力面临各种风险的挑战。与西方国家企业通常遵循的融资优序理论（Pecking order）中的融资顺序不同，中国上市公司有明显的 SEO 偏好。上市公司 SEO 的突出问题表现在：上市公司 SEO 后的经营业绩和股价表现不为市场和投资者所认可、非理性融资动机下上市公司恶意“圈钱”、为实施 SEO 的盈余管理行为盛行、上市公司募集资金滥用现象突出、大股东恶意占用上市公司资金。这些问题的存在，使得近年来证券市场 SEO 违规、违法现象屡见不鲜。

从宏观经济发展来看，与国民经济发展速度相比，我国证券市场功能的发挥还比较有限，与 GDP 的稳步增长很不协调。如图 1 - 1 所示，1994 ~ 2005 年，我国 GDP 增长率平均保持在 9.06%，而 2001 ~ 2005 年，证券市场市值增长率和以上证指数为代表的股价增长率，除 2003 年接近 GDP 的增长外，其他年度均为负增长。

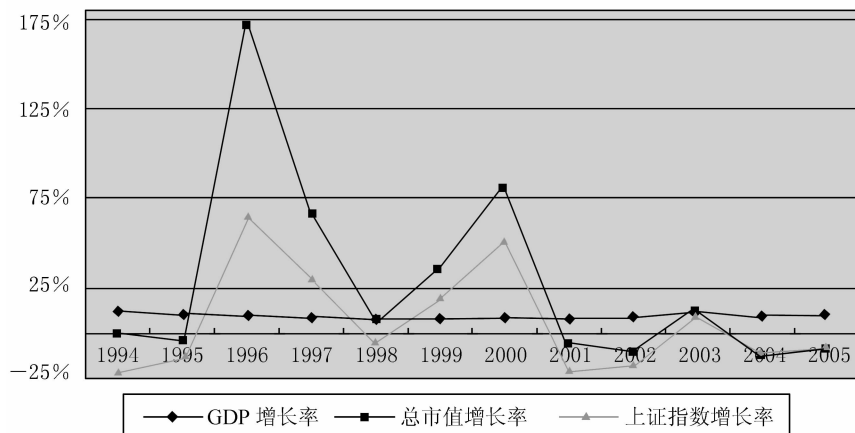


图 1 - 1 中国证券市场发展与 GDP 增长的关系

从直接融资和间接融资对比来看，如图 1 - 2 所示，与同一时期反映间接融资的指标——银行贷款增加余额相比，反映上市公司直接融资的境内股票（A 股、B 股）筹资额占银行贷款指标的比例，由 1993 年的 4.96% 上升到 2000 年的 11.55%。该指标自 2000 年以来已呈显著下降，到 2003 年已降至 4% 以下。

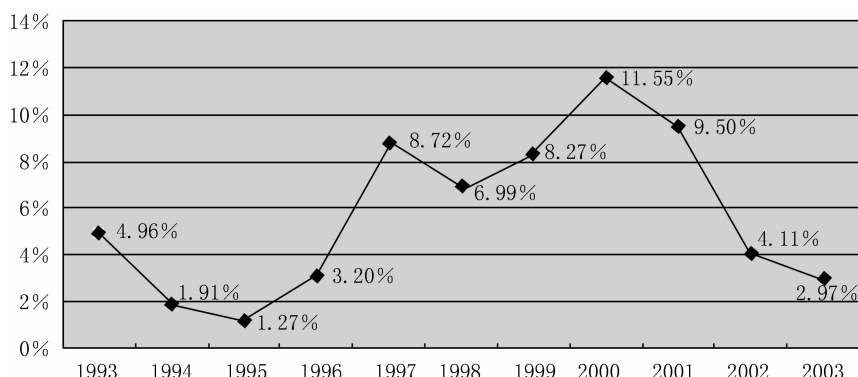


图 1 - 2 境内股票（A 股、B 股）筹资额和银行贷款增加额的比率^[1]

2004 年初国务院出台的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（下称“《若干意见》”）明确指出：“大力发展资产市场是一项重要的战略任务，对我国实现本世纪头 20 年国民经济翻两番的战略目标具有重要意义。”管理层明确提出要形成“股票融资与债券融资相协调的资本市场产品结构”。在股权结构方面，将“稳步解决目前上市公司股份中尚不能上市流通股份的流通问题”，作为落实“国九条”的具体行动，此后管理层推出了一系列旨在增加资金供应量、降低投资成本的利好政策。然而，接踵而至的利好并没能给证券市场带来本质改变。2005 年 6 月 6 日，上证综指最低触及 998.23 点，创下近 8 年来的新低。在证券市场面临诸多矛盾之机，党和政府坚持科学发展观，深入落实《若干意见》的精神，以加强市场基础性制度建设为主线，加大资本市场改革力度，着手逐步解决市场存在的深层次问题和结构性矛盾，积极稳妥解决股权分置。2005 年 4 月 29 日股权分置改革试点启动



后一年，取得了重要成果，为实行“新老划断”创造了基础性的条件。随着市场形势变化和发展需要，规范上市公司再融资的《上市公司证券发行管理办法》（以下简称《管理办法》）于2006年5月8日正式出台，上市公司通过证券市场再融资进入了一个崭新的历史阶段。

（二）问题的提出

在新兴加转轨的双重经济特征下，中国上市公司主要由政府控制，投资者法律保护水平低下，证券市场受政府对资源配置行为的影响深远，上市公司SEO效率与成熟资本市场有很大不同。本书研究的起点源于中国证券市场的一个突出矛盾：企业上市后不愿意放弃SEO机会，上市公司狂热追求SEO，而融资后的效率并不理想。证券市场最重要的功能之一就是优化资源配置，探索如何利用好证券市场的资源配置功能，必须首先对市场的基础有较为清楚的认识，否则市场参与者只能采取短期行为。目前关于中国上市公司SEO效率问题比较全面和系统的研究尚属空白，现有的研究或单一关注融资公司的经营业绩变化，或单一关注融资公司股权结构变化对公司治理的影响，或单一关注融资公司的股价表现。虽然证券市场的基础问题很多，但目前迫切需要解决的问题是，必须清楚地认识上市公司SEO效率状况和影响因素，合理、有效引导有限的市场资源投入到真正需要并能对社会和经济发展产生积极作用的项目中去。这不仅是投资者认识市场的基础，也是管理层制定政策的主要依据，更是规范和维护证券市场发展的前提。

二、国内外研究综述

（一）股权再融资经营业绩

Hansen 和 Crutchley (1990) 以资产报酬率（税前息前利润/增发前一年的

资产账面值)为盈利衡量指标,研究了1975~1982年美国NYSE的109家增发上市公司的经营业绩,结果表明公司增发后盈利显著下降^[2]。随后,Loughran和Ritter(1995)研究提出了SEO长期业绩之谜:上市公司SEO后长期业绩恶化^[3]。Loughran和Ritter(1997)考察了1979~1989年NYSE、AMEX和NASDAQ的1338家增发上市公司,他们发现公司增发前业绩上升,增发后业绩则下降。增发前4年利润率为4.0%,增发当年为5.4%,增发后4年则降为2.5%;增发前4年总资产利润率为5.8%,增发当年为6.3%,而增发后4年降为3.2%;经营收入与总资产比在增发当年为15.8%,在增发4年后下降到12.1%^[4]。Hei Wai Lee(1997)发现,处于成长期的上市公司在实施SEO后,未曾预料的业绩下降比较显著,处于成熟期的上市公司则与之相反。这种现象与信号理论的预测相矛盾,即发行人的成长潜力对再融资传递的信息有积极影响^[5]。McLaughlin、Vasudevan和Safieddine(1996)研究了美国NYSE、AMEX以及NASDAQ 1980~1991年1296家上市公司的增发行为,他们以税前经营现金流(净销售收入-销售成本-销售与管理费用-折旧和摊销)为衡量指标,考察了公司增发前后3年的业绩表现。研究发现公司增发前业绩上升,业绩表现好于行业平均水平,增发后业绩则显著下降,增发前3年业绩中值(均值)为14.5%(13.7%),增发前1年上升为15%(14.4%),而增发后3年则下降到11.5%(10.4%)^[6]。McLaughlin、Safieddine和Vasudevan(1998)扩大研究样本量及业绩考察的时间跨度,也得到同上类似的结论^[7]。Rangan和Teoh(1998)等研究发现,增发公司在新股发行后的几年里经营业绩低于资本市场的平均水平^[8]。Kang、Kim和Stulz(1999),Jeanneret(2000)^[9],Soucik和Allen(2000)分别对法国、日本和澳大利亚上市公司SEO长期业绩进行研究,他们得出与美国资本市场情形相似的结论,即实施SEO的公司长期业绩呈下滑趋势。

与上述研究结论不同,Dubois和Jeanneret(2000)对瑞士上市公司SEO后的长期业绩研究发现,这些公司并没有业绩下滑现象^[10]。

在国内,我国许多学者认为,由于股权融资偏好是有缺陷的资本市场和低效的公司治理结构下的产物,因此,上市公司SEO会降低公司经营效率。施

东晖(2000)对沪市1999年62家配股上市公司分析发现,公司配股筹资的动机与公司长期资本投入和补充流动资金的关系较密切,而与管理层对公司盈利前景的预测基本无关。这种倾向容易导致股权投资的低效和失效^[11]。谢百三、陈霆(2001)认为,我国上市公司大规模增发新股可能的危害是,降低了资金利用效率,不利于企业经营业绩的提高,加大了金融系统的风险,挤占了其他企业的股权融资机会等^[12]。于长秋(2002)对1999~2001年配股公司的不同资金来源对息税前利润贡献度的实证研究表明,配股融资对企业息税前利润呈负相关^[13]。

谭峻和吴林祥(2004)对中国A股市场1998~2002年实施增发公司的实证研究发现,公司增发后的经营业绩并没有显著地改善,有些公司业绩还大幅下降^[14]。廖理和朱正芹(2003)的实证分析认为,债权融资的绩效优于股权融资,从上市公司股东利益的角度考虑,股权融资的软约束造成企业经营业绩下滑,进而导致企业多次股权融资行为后市场价值下跌^[15]。原红旗(2004)的研究表明,配股前1年和配股后2年,公司净资产收益率、资产报酬率、主营业务边际利润率等会计指标均由显著高于市场指标变为低于市场指标。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^[16]。张坤英(2004)研究沪深两市1998~2002年增发A股的上市公司发现,除1998年实施增发的公司以外,其他年度增发公司在实施增发后的经营业绩从增发当年起就持续滑落。研究结果支持信息不对称关于上市公司实施增发后经营业绩持续滑落的解释^[17]。李心愉(2004)选取中国127家配股上市公司为样本,对配股资金的使用效率实证分析的结果表明,中国上市公司配股资金的使用效率确实低下^[18]。汪德华、刘志彪(2004)通过构造一个信号博弈模型,讨论了中国上市公司再融资取向的业绩决定问题^[19]。上市公司再融资过去业绩水平被关注的原因,是公司管理层需要用它发送公司质量的信号,以获得再融资。当由证监会决定公司再融资资格及条件时,部分低质量公司将追求与高质量公司同样的业绩水平,这是产生“10%”、“6%”现象的原因。如考虑公司操纵业绩的可能,一些质量很低和较高的公司将会达到再融资标准,这时公布的业绩高已不能说明公司质量高。

总体上，国内外不同资本市场实践表明，上市公司 SEO 后经营业绩普遍下降。

（二）股权再融资股价效应

股价效应是指某种变化对股票收益率产生的冲击，上市公司实施 SEO 对二级市场股价造成显著影响，这种现象就是 SEO 股价效应。一般对证券市场公开信息披露所产生的股价效应的研究，多能同时对资本市场半强型有效进行检验。Fama（1970）的有效市场假说提出，若市场是半强型有效，则分析所有可公开得到的信息，包括盈利报告、年度财务报告、财务分析人员公布的盈利预测和公司发布的新闻、公告等，均不能获得超额收益。Fama（1998）根据大量事件研究的结果指出，股价对信息做出的调整会在一天内迅速完成，这与有效市场假说一致^[20]。即使有异象存在导致不全部支持有效市场，但这些异象似乎不是长期存在，而且通常只有职业的经纪商可以获得经济利润。

Stigler（1964）最早开始关注上市公司 SEO 超额收益问题，但真正系统的研究则在 1980 年以后。针对美国证券市场 SEO，Masulis 和 Korwar（1986）以 1963 ~ 1980 年上市公司 1406 家次增发公司为样本，对公司增发后的超额收益进行研究发现，公司增发后有比较显著的负超额收益，再融资后 5 年平均累计收益率为 33.4%，而同期参考基准收益率则为 66.4%^[21]。Asquith 和 Mullins（1986）^[22]、Schipper 和 Smith（1986）对上市公司增发的研究也得出类似结论。Spiess 等（1995）发现，公司增发后 5 年内股价表现弱于市场平均值^[23]。Loughran 和 Ritter（1995）统计美国 1970 ~ 1990 年增发公司的长期收益率发现，未实施 SEO 的公司长期年均复利收益率为 15%，而增发公司的长期年均复利收益率仅为 7%，并且增发前 6 个月没有显著负超额收益，但在 18 个月以后，其负累计超额收益非常显著^[24]。随后，Loughran 和 Ritter（1997）对美国实施 SEO 上市公司的长期股价研究发现，公司融资后第 6 年和第 7 年超额收益并不显著为负^[25]。Jagadeesh 等（2000）研究发现，上市公司实施 SEO 后第 4 年和第 5 年，超额收益呈逐年下降趋势^[26]。Bayless 和 Jay（2001）等对美国再发行公司研究发现，不管与同规模没有再发行公司相比，还是与整个市

场相比,上市公司 SEO 后长期市场业绩都有所恶化^[27]。Jonathan 等(2002)对美国 1980~1996 年非公开发行公司研究发现,其 3 年和 5 年超额收益显著为负,超额收益很大程度上是相对于最初的市场反应(5 年超额收益均值和中值分别为 -33.33%、-73.80%),并且这些公司发行后的经营业绩也出现下降^[28]。Mikkelsen 等(1985)考察了美国登记和未登记的 SEO,发现市场对 SEO 有显著消极反应^[29]。Daniel 等(1998)的非充分反应理论(Underreaction theory)认为,长期超额收益与 SEO 公告期短期超额收益有关。Hertzel 等(2001)研究发现,投资者对私募股份的公司前景有超乎寻常的乐观,然而投资者的乐观并不缘于高估最近公司的经营趋势^[30]。

与上述研究类似,上市公司 SEO 后的超额收益,在其他主要证券市场也同样存在。Soucik 和 Allen(1998)对澳大利亚上市公司增发后长期股价效应的研究认为,公司股价中短期存在表现不足的情况,但长期(5 年以上)并未表现不足^[31]。Traill Marcus 等(1998)^[32]与 Afneck - Graves 等(1993)分别对新西兰和南非的上市公司做了研究,结果都得出上市公司再融资后普遍出现长期市场业绩下滑的结论。Cai Jun(1998)研究日本东京交易所 1971~1986 年配股公司的股票收益率发现,配股公司的股票收益率不如未实施配股的公司^[33]。Levis(1993),Kang、Kim 和 Stulz(1999)^[34],Pierre(2000)分别对英国、法国 SEO 公司股票长期绩效研究发现,SEO 公司股票长期回报率均低于匹配公司股票的回报率。另一方面,也有研究发现,上市公司再发行后长期市场业绩并没有恶化。Kang、Kim 和 Stultz(1999)对日本 1980~1988 年 888 家配股公司的研究,Dubois 和 Piere(2000)对瑞士上市公司配股的研究,均未发现收益率有长期恶化的趋势^[35]。

近年来,我国学者开始关注 SEO 股价效应问题。李梦军和陆静(2001)对上市公司增发后短期超额收益的检验发现,上市公司发布增发新股公告后有负累计超额收益^[36]。张建森等(2001)对 1998~1999 年的配股研究发现,配股后短期内有正超额收益。陆满平(2002)以沪深两市 1999~2001 年增发新股的上市公司为研究样本,分别将董事会增发新股公告日及新股上市日作为事件日,用市场模型计算异常收益率。结果表明上市公司增发新股公告期间,每

年平均超额收益均显著为负^[37]。胡乃武等（2002）对国内 A 股增发研究发现，增发公告对股价有负面影响^[38]。沈洪涛等（2003）对 1998 ~ 2001 年 41 家上市公司增发的分析表明，上市公司增发存在“公告效应”^[39]。刘力、王汀汀和王震（2003）以我国 1998 ~ 2001 年 117 家增发公司为研究样本的研究表明，增发公告确实具有显著负价格效应，增发的负价格效应不能由增发规模、公司杠杆率水平、预期盈利稀释等因素来解释^[40]。李康、杨兴君和杨雄（2003）以 2000 年、2001 年沪深两市增发和配股（A 股）公司为样本，考察了发行后 60 天股票的超额收益情况，他们发现上市公司增发消息公布后往往伴随股价的下跌，而配股公司股价随着消息的发布却有一定幅度上升^[41]。提云涛（2003）分析 1995 ~ 1999 年沪深交易所上市公司配股后累计超额收益时发现，不同于成熟市场的 SEO 后显著负累计超额收益，上市公司配股后总体有显著正累计超额收益，但不同年份累计超额收益有明显差异，累计超额收益总体呈下降趋势^[42]。谭峻和吴林祥（2002）对上市公司增发公告日前 40 日、后 80 日超额收益率的研究认为，从增发对股价的影响来看，增发的确是对股票价格的“利空”消息。在增发意向书公告日前的超额收益率为负，在公告日负的超额收益率为最大，并在此后相当长的时间内持续为负。原红旗（2004）对我国 1994 ~ 1999 年配股公司的长期业绩研究表明，采用行业和规模对照基准，公司配股后的长期市场业绩并没有恶化，但采用市场业绩作为对比的基准时，配股后公司业绩出现长期恶化的趋势。张人骥和刘春江（2005）的研究获得增发存在负价格效应的结论^[43]。

（三）股权再融资业绩和股价变化假说

1. 价格压力假说

任意证券增加供应将导致其价格下滑，这种观点被 Scholes（1972）称为价格压力假说（Price pressure hypothesis）^[44]，该假说可分为：需求曲线下斜假说（Downward sloping demand curve hypothesis）和交易费用假说（Transaction cost hypothesis）。前一假说基于有限卖空的不完全资本市场的假设。在这种情况下，市场上不存在公司证券的相当风险水准的替代。由于缺乏这种替

代，公司的证券同样适用向下倾斜的需求曲线。此假说预测普通股的增加发行所带来的股数增加，将使股价永远下降，且股价跌幅的绝对值与发行数量正相关。后一假说预测短暂的价格压力效应将伴随着普通股的增发，即使公司证券存在几乎完美的替代。股价随着新股发行公告的下跌，反映了一种必要的折扣，即对投资者调整其证券组合以吸收新股所产生的交易费用的补偿。当承销商联合起来将新发行的证券上市后，股价将回到原始价值。由于交易费用和折扣额都与发行数量成比例关系，此假说预计发行的数量和价格下降的幅度相关。Asquith 和 Mullins (1986) 研究发现，增发公告日股价有显著的异常收益，且大小与增发规模、公司增发前一年的股价超额收益相关，支持价格压力假说和信息不对称假说。

2. 资本结构变化假说

资本结构变化假说 (Leverage hypothesis) 包括负债的税收优惠假说 (Tax advantage of debt hypothesis) (Modigliani 和 Miller, 1963) 和财富再分配假说 (Redistribution hypothesis) (Merton, 1974; Galai 和 Masulis, 1976; Smith 和 Warner, 1979)。负债的税收优惠假说指出，新发行的股份将导致财务杠杆率非预期下降，而由于债权融资的税收优惠，财务杠杆的降低增加了资本成本，从而减少了公司价值。财务杠杆的降低导致股价下跌，下跌幅度的绝对值与新股发行的数量直接相关。发行新股以撤出流通债券比发行新股以募集新投资资金具有更大的负效应，因为前者对财务杠杆率的影响更大。发行新的债券减少了未来的税负，所以将对股票价格产生正效应。财富再分配假说主要基于这样一个预测：在固定的投资政策中杠杆作用的非预期下降将减少公司的债务风险。公司债券自然能反映此项利好消息，使得价值有所提升，但因此造成对等的股票价格下跌。虽然由股票、公司债所构成的整体公司价值并无改变，但仍形成对股东权益的损害，使财富由股东移至债权人之手。Merton (1974) 认为，如果将普通股看成是公司资产的看涨期权，这种效应便很好理解。

3. 信息不对称假说

Healy 和 Palepu (1990) 认为信息不对称是导致 SEO 后上市公司累计超额收益为负的原因^[45]。Loughran 和 Ritter (1997) 提出选择理论 (Alternative

theory) 认为, 投资者过于依赖已有的经验, 往往根据发行前良好的经营业绩和股价表现, 对发行人的未来前景过度乐观, 这实际上是一种“抛锚”(Anchoring theory)。由于投资者对过去的趋势不能得以延续会感到失望, 公司经营业绩回复到平均水平, 长期非正常股票收益将出现。Asquith 和 Mullins (1986) 等研究表明, 在宣告日之前相同水平的非对称信息环境下, 公司 SEO 时股票价格会下降, 而当公司再次发行债券时股价一般不会改变。Lin Guo (2002) 认为减少非对称信息和帮助投资者作出正确的预期, 可减少 SEO 宣告日的股价下跌幅度。Myers 和 Majluf (1984) 的逆向选择假说 (Adverse selection hypothesis) 认为, 只有在管理当局确知公司股票市价高于公司真实价值时, 才愿意发行新股, 借着对新股东的财富剥削, 以行图利旧股东之实。一旦管理层察觉股票市值低于公司股票的真实价值时, 则不愿发行新股, 改以内部融资或是举债方式筹措资金。通过观察公司外在融资决策, 理性决策者即可间接获悉公司真实价值与目前市价的相对关系。由此推知公司以发行新股的方式向外筹措资金之际, 即已隐含净资产市价高估的信息, 长远来看, 其投资方案实质上可能不如管理当局向外宣传的那样乐观。

4. 闲置投资假说

Berle 和 Means (1932) 的闲置投资假说 (Wasteful investment hypothesis) 指出, 经理们过度投资、接受净现值为负的投资项目的倾向, 是企业控制的所有权分离所伴随的代理费用之一。Jensen (1986) 提出闲置现金流量的概念, 从企业的代理问题观点出发, 认为闲置现金流量是企业支付了利息及股利后能自由运用的税后现金流量^[46]。如果企业拥有过多的闲置现金流, 基于创造股东财富最大化的理念, 管理层应当将一部分以股利的形式发放给股东, 由股东做最适当的运用。然而有下列两项诱因, 使管理层常将过多的闲置现金投入于净现值小于零的投资方案, 或留存于企业中, 或作其他浪费, 因而导致公司价值下降。一方面, 管理层的权力会随着可控制资源的增减而变动, 将过多的闲置现金发放给股东将导致权力的减少, 且资金若取自资本市场, 企业的经营绩效便将受到外界的监督。因此, 权力的减少与受到外界的监督, 两者均阻碍决策形成的自由性。管理层为避免这一现象, 倾向于将过多的闲置现金流量保留

在公司以备己用方便。另一方面,管理层的报酬与销售成长率可能呈正相关,这使管理层有促使公司成长高于最适合规模的动机,此时的投资水平会超过股东价值最大化时,反而降低了公司价值。另外,公司通常利用职位晋升来奖励管理层,管理层为了升职机会倾向于追求成长的偏差,这些都是管理层为了企业成长而保留闲置现金流量的动机。假设公司目前内部现金流量和现有资产内在价值的信息都是对称的,非预期新证券的发行意味着更多的投资计划。若增加投资的净现值为负则股价将下跌,下跌幅度将与发行的数量呈正相关,与增加投资的总现值呈负相关,不论发行股票还是债券都将引起股价下跌。Hei Wei Lee (1998) 运用 Jensen (1986) 的假说,选择 1977 ~ 1986 年纽交所增发的 144 家上市公司为研究样本,实证结果与闲置现金流量假说一致^[47]。

5. 机会时窗假说

Gerand 和 Nanda (1993) 研究发现,在发行前的过度表现中,只有 38% 可由公司市场规模和行业特性来解释,与同等规模和相同面值市价比 (Book-to-market ratio) 未增发公司相比,发行公司在宣告 SEO 后股价下跌 (Underperformance) 是“新股发行之谜 (New issues puzzle)”。对此, Loughran 和 Ritter (1995) 研究美国上市公司发现,公司偏好 SEO 以及 SEO 后股票回报偏低,说明公司利用机会时窗 (Windows of opportunity) 优势,在股票价格被高估时,通过增发来获得超额利润。Stein (1996) 也证实,如果股票价格被高估,公司管理者就会通过发行股票来最大化现有股东的财富。Spiess 和 Afflect-Graves (1995) 对公司 SEO 后股票回报偏低这一现象的解释是,管理者能够判定市场愿意高估,或者正在高估其公司股票的时机,从而利用这种优势来增发股票。SEO 后股票回报长期偏低说明市场并未在公司宣布增发股票时,做出准确反应而重新无偏地估计公司价值,而是等待随着时间的推移而出现的额外信息,从而重新评估公司的价值。Bayless 和 Chaplinsky (1996)^[48]与 Baker 和 Wurgler (2002)^[49]证明了美国市场存在增发机会窗口。Helwege 和 Liang (2004)^[50]、Pastor 和 Veronesi (2004)^[51]发现,证券市场牛市时增发股票有特别集中的“热发现象 (Hot offerings)”。Oya 和 Robert 等 (2003) 研究发现,上市公司 SEO 的股价预期折价是有关公司价值、发行新股以及获得既定发行价格信息

的一种不确定性成本，当股东宣布发行新股时，会首先将可预期的折扣纳入股价。至于令市场认为重大的股价折扣，则反映了投资银行对发行价格的决定性调整，以及释放了在发行日常常引起重大价格波动的信息^[52]。如果 SEO 折价发行，发行后收益率应该表现为正。

6. 盈余管理假说

国外学者对 SEO 盈余管理行为的大量研究，几乎都证实了 SEO 中盈余管理的存在。Teoh 等（1998）认为上市公司盈余管理是 SEO 后公司累计超额收益为负的原因^[53]。Rangan 和 Teoh（1998）等研究发现，公司增发后几年的经营业绩低于市场平均水平。新股增发时，公司的报告盈余异常高；报告盈余是由异常高的应计利润额（包括可操控的应计额）导致的，这些公司的盈利情况在增发后的几年里异常糟糕，盈余管理的程度与随后股票价格的表现之间有非常强的相关关系。相比而言，增发时应计额最高的一组公司在增发后几年的股价表现更差，说明投资者没“看穿（See through）”增发时的盈余管理，以高价购买了新股。不过随着时间的流逝，接下来的盈余失望会使投资者明白增发新股时存在盈余管理，高估的股价便开始下跌。Srinivasan（1998）指出，增发时点附近年度的盈余管理，预示增发后年度的盈余变化和股票回报的调整。这意味着市场临时高估了发行公司的股价，随后因盈余管理导致的盈余下降而带来对股价的失望^[54]。Siew 等（1998）对美国 1976 ~ 1989 年增发公司的样本研究发现，发行人凭借选择可操纵的应计会计项目（Discretionary accounting accruals）提高报告盈余，发行人在增发前调整可操纵的应计会计项目，以披露更高的净收益，结果是得到增发后较低的长期非正常股票回报和净收益。对于发行人可操纵的应计会计项目与未来回报的关联，要强于且更持久于非增发公司^[55]。Soon 等（2002）用应计差异法（Accrual difference）、关联法（Correlation）和标记变化法（Sign-change），对 1995 ~ 1997 年韩国 249 家增发公司盈余管理情况的研究表明，尤其是当公司业绩不佳和发行规模较大时，增发前的年度有明显操纵盈余的情况。对增发时点附近的经营业绩的分析显示，增加报告盈余趋向增发前年度和增发当年，但未发现增发公司和控制样本公司在经营现金流有差异^[56]。Larry 等（2004）对 1988 ~ 1997 年美国公司 SEO 研究发现，

非正常应计会计项目在股票发行时点附近显著地高，对于那些发行后随即带来诉讼的公司尤其明显。被起诉公司转回的应计项目比未被起诉公司更显著，前者股票回报低于后者^[57]。

7. 信号效应假说

信号显示理论由 Ross 作出了开创性的贡献，他提出“激励—信号显示”模型，通过与管理者激励结构的联系，演变出一种与 MM 定理一致的最优财务结构决定理论。Ross (1977) 认为，公司经理了解公司收益的实际公布，而外部投资者不了解这些信息，管理层会根据情况选择不同的“管理动机日程表”，“公司债务和权益的运用都与公司动机——筹资结构所传递的信号相对应”^[58]。Leland 和 Pyle (1977)、Dowes 等 (1982) 提出的信息传递假说 (Signaling model) 认为，投资既定时公司的筹资结构可以看做市场对内部人员私有信息外在化的反应，从而将融资结构问题归结为公司对非对称信息的处理问题。因此，管理者只有在预期未来现金流量和股票价格增长的情况下才会持有公司股票，如果未来预期不佳，管理者就会发行新股，减少持股比例。企业主如欲使筹资方案顺利实施，应向资本市场传递有利的信息，而此类信息的最佳表征即是企业主自愿性地投资该方案^[59]。可见公司实施 SEO，拥有内幕消息的管理层若借此机会减少持股比例，则形同公司劣质信息的传递，将对公司股价和未来经营绩效造成负面影响。Daniel 等 (1998) 解释了市场为什么以及如何作出不充分的反应，如果 SEO 宣告时，市场作出了负面反应，那么股票回报率 of 的长期业绩也应当是负面的，反之亦然。Ivo Welch (1996) 提出一个 IPO 信号模型，认为有些发行人不仅通过过多低估 IPO 价格，也凭借更有耐心地等待再融资，以向市场发出具有较高质量的信号。实证表明，发出高质量信号的发行人的价值是未发出的 2~3 倍；每年市场认可一个公司真实质量的可能性为 30%；等待额外募集资金要使发行人支付其一年价值 15% 的成本^[60]。吴敏和仲夏 (2003) 认为，信号理论发生作用的前提是资本市场有效，而一般认为中国股票市场处于弱式有效阶段，有的研究甚至认为连弱式有效都尚未达到。这种情况下，投资者根本无法通过企业的融资方式这个信号判断企业价值，企业也就不必担忧发行股票可能导致企业信誉下降，这更加强了其对股权融资的

偏好。

8. 业绩计量方法影响假说

Brav 等 (2000) 认为衡量业绩与回报率的方法不同, 会导致超额收益大小不同, 从而导致检验结果不同^[61]。Eckbo 等 (2000) 认为, SEO 导致公司财务杠杆降低, 公司面对的非预期通胀和违约风险降低, 增发显著增加了股票的流动性, 使流动性风险减少, 股票所要求的回报率也会随之降低, 因此股票预期收益率下降及股价下跌也是在情理之中^[62]。传统研究中采用的业绩基准对照方法没有考虑这些因素, 因而使用了过高的业绩对照基准, 这些研究在控制了 SEO 对负债比率和流动性的影响后, 发现公司的长期业绩并没有恶化。Soucik 等 (2000) 提出, 考察长期业绩首先要定义何为长期, 不同的长期观念下会得出不同的结论。他们发现, SEO 后公司最初几年业绩确实出现下滑现象 (如果长期定义为 5 年, 在这个期间 SEO 公司的业绩确实出现了恶化), 但在第 6 年业绩开始回转, 在 8~12 年 SEO 公司业绩和对照组基本上没有差别。此外, Ritter (1991) 提出研究结果受到所选业绩对照组影响很大, 不同的业绩基准可能导致不同的结论。原红旗 (2002) 对中国上市公司配股研究发现, 如果选用相同行业和规模的公司作为业绩对照基准, 配股公司的长期业绩并没有恶化。但采用市场回报率作为业绩对照基准, 配股公司的业绩会出现显著下滑。

9. 规模效应观点假说

Brav、Geezy 和 Compers (1995) 运用三因素模型研究 SEO 长期业绩, 发现 SEO 公司业绩的恶化主要是小公司引起的, 大公司业绩下滑程度要弱得多。因此, 长期回报率的下降是规模效应引起的, 并不是所有公司都出现业绩下滑。Loughran 和 Ritter (1997)、Spiss 和 Affleck-Graves (1995) 将研究的公司按照规模大小进行分类, 发现规模最小的公司长期业绩下滑的程度最为严重, 但所有公司 SEO 后都出现了经营业绩和股票回报率显著下降的现象, 因而, SEO 公司长期业绩的下滑不能归结为规模效应。原红旗 (2002) 对中国上市公司配股后长期业绩研究却发现了相反的结论: 如果以市场回报率作为业绩计量的基准, 规模最大一组公司的长期回报率业绩要比小公司下滑恶化得多。



（四）国内外研究现状评述

从现有文献看，近年来，国内上市公司 SEO 效率问题，受到学术界和实务界广泛关注，从监管层到普通投资者的各种看法和争论也时时见诸报端，但真正符合学术规范的系统研究成果则几乎没有。

首先，对中国上市公司 SEO 效率问题的系统研究尚处于起步阶段。由于增发出现较晚，目前还没有将上市公司配股、增发加以综合全面考察，比较分析不同 SEO 方式效率的系统研究。同时现有研究或单纯针对配股或增发的一种，或侧重融资前后经营业绩的变化，或单一研究融资前后股价效应，或重点关注融资前后公司的治理状况等。

其次，在较长历史时期或持续融资情况下，对融资效率问题的研究还不够深入。尽管一些学者对 SEO 作了一定研究，但缺乏对 SEO 前后较长时期经营业绩的系统研究，对上市公司股权结构等影响因素与公司业绩关系的实证研究还未能取得一致结论。同时，对国内上市公司 SEO 股价效应的研究，主要单一以 SEO 预案公告日、发行公告日或上市公告日各时点前后短时期为研究时窗，对 SEO 前后不同事件日、不同阶段的超额收益尚未形成比较一致的结论。

再次，以往研究所采用的业绩衡量指标不尽一致，很多研究直接采用单一财务指标，如 ROE 衡量公司业绩，而综合运用财务会计指标对 SEO 公司业绩系统检验还属空白。上市公司偏好 SEO 的行为受到绩效评价指标的强有力驱动，财务指标容易受到人为操纵，难以真正反映公司的长期业绩。欲引导中国上市公司的 SEO 行为，客观评价 SEO 效率，应当拓宽绩效评价视野，转变绩效评价观念。不仅如此，由于中国证券市场的发展历史较短，难以完全达到 EMH 检验所需要的条件，上市公司自身经营成长的发展阶段也不同于成熟市场的公司状况，因而以往研究检验结论的数据支持还有不足，尚需进一步的研究来加以充实和丰富。

最后，尽管目前针对中国上市公司盈余管理的研究为数不少，而就盈余管理与上市公司 SEO 效率关系的系统研究则还没有。盈余管理的一种结果，易将其与“购买独立会计原则”联系起来。就盈余管理与价值效率、价格效率

的关系，以往研究多以盈余管理为因，以 SEO 效率下降为果，其中存在的问题是：只片面看到了表层现象，而没有挖掘到影响 SEO 效率的深层制度因素。

三、研究内容与研究方法

（一）研究内容

贯穿本书的主线是：针对证券市场非理性再融资的现实——以上市公司 SEO 效率相关理论为基础——对上市公司 SEO 效率实证分析——比较检验以往再融资政策对融资行为的影响——分析影响上市公司 SEO 效率的根源——提出改善提高上市公司 SEO 效率的途径。本书拟研究的主要内容：

首先，全面综述和评价上市公司 SEO 效率基础理论——公司融资理论和有效市场理论，阐述 SEO 的委托代理关系导致代理问题的存在，及对上市公司 SEO 效率的影响。在此基础上，建立上市公司 SEO 效率理论分析框架，确立反映公司价值和价格的上市公司价值效率、价格效率为本书主要研究对象。

其次，在实证研究方面，基于股权分置条件，实证分析 1997 ~ 2002 年实施配股、增发上市公司的价值效率、价格效率、盈余管理行为以及 SEO 效率的有关影响因素。

再次，从制度层面、政策层面和证券市场相关主体层面对上市公司 SEO 低效根源作全面分析，深入研究非理性 SEO 的动机、成因及危害。此外，运用合理假设就上市公司定向增发对上市公司、非流通股股东和流通股股东等相关利益体财富的影响作了理论实证分析，并且对 SEO 效率与证券市场非均衡的关系作必要的阐述。

最后，提出改进上市公司 SEO 效率的途径及政策建议。

（二）研究方法



1. 系统分析方法

基于股权分置条件下的中国上市公司 SEO 效率问题，是一个十分复杂的大系统，不仅影响层面多、影响因素广，而且各个层面之间、各个影响因素之间又存在错综复杂的作用关系。因此，对 SEO 效率的研究必须以系统理论为指导，按照 SEO 效率本身的系统性，综合地、系统地、精确地进行考察。

2. 定量研究与定性分析相结合

本书在分析配股、增发融资前后价值效率和股价表现时运用了大量统计数据和经验事实，通过逻辑分析得出重要结论。以包括信息经济学、委托代理理论和不完全契约理论等现代微观经济理论、现代金融学理论、产权经济学理论、行为金融理论和投资理论等为依托，阐述了有效市场理论和公司融资理论，定性分析了中国上市公司 SEO 效率的具体影响因素，并建立 SEO 效率的理论分析框架。

3. 对比分析方法

通过对比分析发现和分析问题是社会科学研究中最常见的研究方法。总体上，对比分析方法贯穿于本书的始终，纵向相关性检验和横向对比分析，能够尽可能反映不同情况下上市公司 SEO 的真实效率情况。如在分析企业融资演变规律、不同融资方式的特点时，采用了横向对比分析法，在分析 SEO 效率时，对不同时期的融资效率则作了纵向对比分析。

4. 规范研究与实证分析相结合

本书在论述股权分置下上市公司股东利益冲突、SEO 行为动机及效率影响因素时运用了规范研究方法。实证方面，利用统计软件进行资料分析，运用事件研究（Event study）、相关分析等方法，并通过建立有关模型，对融资前后 SEO 效率的变化及其相互之间关系，与公司规模、股权结构、成长性等多个变量间的关系进行分析，验证所构建的 SEO 盈余管理、效率因素评价模型的实用性和可操作性。

（三）研究技术路线

本书研究技术路线如图 1-3 所示。

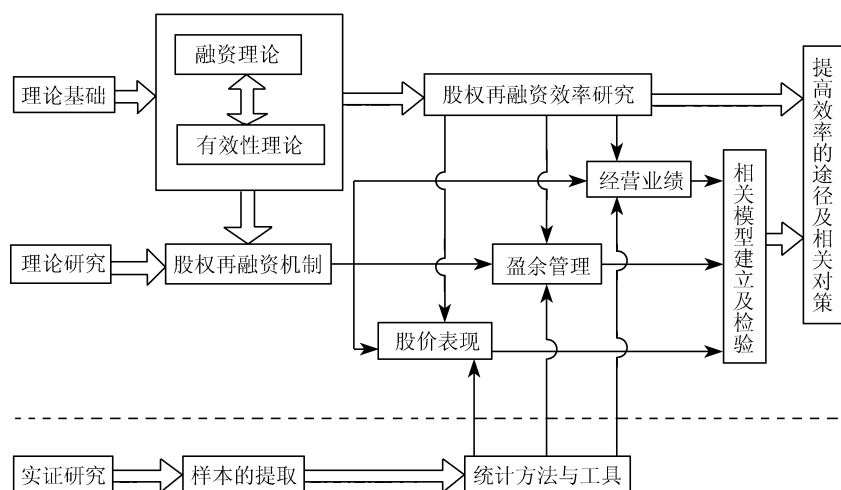


图 1 - 3 研究的技术路线

第2章 股权再融资效率理论

一、公司融资理论

（一）融资范畴及相关概念

1. 融资

一般意义上，融资是指资金由供给者向需求者运动的过程，是资金的双向互动过程。融资过程中，资金供给者融出资金，资金需求者融入资金。从狭义理解，融资主要是指资金的融入，即具体经济组织从自身经济活动现状及资金运用情况出发，根据未来发展需要，经过科学的预测和决策，通过一定渠道，采用一定方式，利用内部积累或向外部筹集资金，以保证经济活动对资金的需要。

国内外学术界对融资内涵的划分，大致可分为四类。一是根据美国经济学家莫里斯·科普兰等在分部门资金流动账户方面的研究成果，把整个经济部门划分为盈余部门、平衡部门和亏绌部门。盈余部门往往是储蓄者，亏绌部门往往是投资者。融资过程的实质就是储蓄向投资转化的过程，这里的储蓄是指国民收入中未用于当前消费的部分，而不是指狭义的居民储蓄存款。这里的投资不是指金融证券投资，而是“一年之内一个国家的建筑物、设备及库存等资本存货的增加部分……投资代表着能够增加未来生产能力的耐用资本品存货的

增多”^[63]。这种概念的划分，比较侧重于宏观经济，无疑显得过于宽泛。二是将融资定义为企业融资，指企业从自身生产经营现状及资金运用情况出发，组织资金的供应，保证企业生产经营需要的一种经济行为^[64]。这一概念实质等同于公司金融（Corporation finance）的范畴，重点研究企业资金的筹集和运用，这无疑将融资范畴片面化了。三是将融资定义为经济主体筹集资金的过程，融资是指为支付超过现金的购货款而采取的货币交易手段，或为取得资产而集资所采取的货币手段^[65]。这一定义把融资问题仅局限于发生在企业或个人之间的微观经济行为，认为融资是经济主体从外部筹集资金，这不但将内源融资排除在融资范畴之外，还将政府部门财政融资排斥在外，这显然窄化了融资范畴^[66]。四是认为融资是通过信用交换形式吸收资金、集中资金和分配使用资金的经济活动^[67]，这一定义重点强调资金的集中与使用过程，将融资效率的内涵舍弃。可见，以上概念对融资范畴的界定都存在一定偏差，完整意义上的融资范畴应包括资金动员能力和利用效率两重含义，融资过程的实质是经济资源的优化配置过程。资金的有效动员能力就是以最低成本为资金需求者提供金融资源的能力，金融资源的利用效率是指将稀缺资本分配给最优化生产性使用的投资者，从而以实现既定的财务目标。

2. 上市公司融资

上市公司融资作为一种资源配置过程，是上市公司从自身生产经营现状及资金运用情况出发，根据上市公司未来经营与发展策略的要求，通过一定的渠道和方式，利用内部积累或向企业的投资者及债权人筹集生产经营所需资金的一种经济活动。企业上市时发行股票，称为首次公开发行股票（Initial public offering, IPO）。一般来说，IPO 是指原来的个体企业或者合伙企业向社会公众持股企业转变的过程，如 SEC 网站上将其定义为公司在一级市场中向公众发售股票，既包括为设立股份有限公司而进行的公开发行股票，也包括已存续企业的首次公开发行股票。企业上市后通过证券市场再次融资称为上市公司再融资，上市公司再融资有广义和狭义两方面的理解。广义的指上市公司在首次向社会公开发行股票并上市之后，再通过各种渠道，采用各种方式获得资金的行为。狭义的则指上市公司在 IPO 后，通过资本市场直接获得资金的行为，一般



有债权融资和股权融资两种。从国际市场来看, 股权再融资 (Seasoned equity offering, SEO) 泛指证券市场中除 IPO 之外的上市公司再次发行权益性证券, 以 SEO 形式进行的公开发行主要有三种。第一, 增加发行 (Additional offering), 是上市公司以原股本为基础, 再次筹集资金增加股本的行为, 类似于我国的增发。自 20 世纪 70 年代以来, 增发已经成为美国上市公司融资的主要方式, 特别是近十几年来, 更是频频发生。据统计, 1991 ~ 1999 年所发生的增发总量已经超过了过去 20 年的总和, 在这期间, 美国共有 5215 家公司增发了新股。第二, 供股发行 (Rights offering), 类似于我国的配股, 指根据现有股票持有人的持有比率, 给予认购股票的权利, 而认购价格一般都比股票的现行市价低。分为非承销配股 (Uninsured rights offering, 即上市公司自己发行, 不通过投资银行) 和承销配股 (Underwritten rights offering, 由投资银行承销)。第三, 配售 (Placing), 是指发行人有选择性地批准某些投资者认购股票, 上市公司 SEO 时通常会配售给独立的第三者或有选择的其他投资者。总体来看, SEO 通常主要采取增加发行形式, 很少采取配股形式。按照发行人是否借助于承销商 (Underwriters) 之努力完成公开发行, 可以分为传统的公开发行和直接公开发行 (Direct public offerings), 前者必须借助于承销商之努力, 后者则由发行人自身直接进行公开发行。非公开发行或称定向增发 (Private offering, Private placement or nonpublic offering) 是与公开发行相对应的概念, 按发行目的可分为: 为筹措资金的增发方式, 又称一级成熟发行 (Primary seasoned offering), 以及发起股东将持有的股份由承销机构认购后向社会公众发售的方式, 又称为二级成熟发行 (Secondary seasoned offering)。按发行对象可分为向现有投资者增发 (Private equity placement to current investor) 和向新投资者增发 (Private equity placement to new investor)。

上市公司融资还具有如下特性: 一是融资的盈利性。上市公司融资是为了满足生产经营的需要, 而生产经营活动的最基本目标主要是获利。资金融出者之所以愿意融出资金给他人从事生产经营活动, 目的就是要获得利息或利润回报, 以实现“价值增值”。二是融资的风险性。由于上市公司生产经营面临许多不确定性, 经营活动具有较大风险, 这对上市公司来说会有一定不利影响,

但对资金融出者的不利影响就更大。企业融资的这种风险性还会扩大到整个经济体系的安全性。三是融资的安全性。上市公司融资的安全性更主要是从资金融出者的角度考虑，融出的资金要长期为资金融出者带来收益，如果是债权性资本则还要求能够做到到期还本。四是融资的社会性。上市公司融资活动虽然是微观经济活动，但涉及整个证券市场。上市公司面向社会发行股票和债券涉及成千上万投资者的利益，一国经济社会化程度越高、金融越发达，企业融资的社会性就越强。从上市公司融资活动对社会经济的影响来讲，以下方面特别值得注意：一是上市公司的经营成本和资本结构与企业融资有直接联系；二是上市公司的融资活动是一个国家广义金融活动的组成部分，对金融体系效益和安全会产生较大影响；三是伴随上市公司融资中的资金转移，会发生权利、利益、责任的再分配，从而决定着企业经理人员、股东和债权人之间的关系；四是由于资金所有权或使用权的让渡，使资金供需双方的风险分布发生了变化，随着风险的传播与扩散会形成国家经济风险；五是上市公司融资活动对整个国民经济中的资源配置具有决定性影响。

此外，一提到融资，人们就很难与“投资”概念割裂开来。融资是投资的重要组成部分，是聚集货币、转化为货币资本的过程。而投资是聚集货币、形成资本的过程。随着经济发展市场化取向的不断深入，投资所需要的资金来源渠道逐步多元化，国家财政拨付的投资资金在许多项目中已退居次要地位，因而，筹集资金的工作显得极其重要。此时，融资已成为投资必不可少的重要前提和准备阶段^[68]。本书认为，融资固然是投资的基础，对投资起着一定约束和支配作用，但融资的范围、融资的方式和筹集资金的期限等，无不对具体投资项目的选择、预期投资收益的获得等起到至关重要的影响。因此，研究上市公司 SEO 效率，并不能单纯关注融资效率，实际上包含了融资后上市公司投资回报率的高低。然而，资本市场上的信息是不对称的，市场参与者之间存在着摩擦，不完备的契约也导致代理冲突，从而使企业的融资行为受到约束。现代财务理论中的许多融资模型显示，给定投资规模，企业能够通过改变其融资方式来改变资本成本及企业整体价值。衡量企业融资方式优劣的标准是企业市场价值最大或资本成本最低，当投资规模作为变量进入融资模型时，就应从



融资方式对企业投资效率如何影响的角度，研究融资选择问题。合理的融资方式应能促使企业投资规模趋向最优存量，SEO 效率无疑成为评价不同股权融资方式有效性的合理标准。

3. 融资方式及演变规律

融资方式是资金由资金盈余部门向资金亏绌部门转化的形式、手段、途径和渠道，即储蓄转化为投资的形式、手段、途径和渠道。Gurley 和 Shaw (1967) 按照融资过程中的资金来源方向或储蓄与投资的联系方式，将融资模式分为内源融资和外源融资^[69]。在储蓄、投资由同一主体完成的情况下，投资主体把自己积累的储蓄用于投资活动，这一过程即为内源融资。在储蓄、投资由不同主体完成的情况下，投资主体可以通过直接或间接过程获取资金，称为外源融资。上市公司内源融资是创办过程中原始资本积累和运行过程中剩余价值的资本化，包括初始投资形成的股本、折旧基金和留存收益。上市公司外源融资是通过一定方式向其他经济主体，以发行股票和债券、借款、商业信用、租赁等筹集资金的经济活动。

按融资中形成的产权关系不同，上市公司融资方式可分为股权融资和债权融资。股权融资是公司向投资者筹集资金并赋予投资者以所有者或股东地位的一种融资方式，其所筹集资金构成了公司所有者权益的主要部分，股东可按持股比例分享公司经营成果，以出资额为限与其他股东一起共同承担公司的债务责任和破产风险。股权融资不但形成了公司的初始资本，也是进一步增资扩股的资金来源，更是公司作为独立法人承担民事责任、享有民事权利、自主经营和自负盈亏的基础。债权融资是公司向投资者筹集资金但不赋予投资者以所有者地位，只是承诺按照融资契约的约定按期归还资金并支付利息。股权融资和债权融资两者最大的不同，是资金盈余单位和赤字单位之间的关系，如盈余单位在向赤字单位融通资金的同时，享有对赤字单位重大经营决策的投票权，并按股份比例享有赤字单位税后利润的分配权，则是股权融资；反之，盈余单位仅享有按约定比例收取固定收益，但不享有对赤字单位重大经营决策的投票权，也不能获得赤字单位税后利润的分配权，则是债权融资。

按照融资活动有无通过中介机构来完成，融资方式可分为直接融资和间接

融资。直接融资是指资金赤字单位或最终借款人直接向资金盈余单位或最终贷款人发行自身的金融要求权，所交易的证券称作初级证券，如股票、股权凭证、债券和商业票据等，其间不需经过任何金融中介机构，或虽有一些中介人提供介绍、咨询、传递和结算等服务，但明确要求权的仍是赤字单位和盈余单位。直接融资通常包括股票融资、债券融资和商业票据融资等，后两者与间接融资中的银行融资属于债权融资。间接融资则指某一金融中介机构集中资金盈余单位的富余资金，其本身充当债务人，然后又寻找资金需求者（即赤字单位）并将资金贷放出去，此时中介机构又变成了债权人。实际上，金融中介机构是以自己的名义发行一种辅助证券，如存单等来换取盈余单位的资金并用来购买赤字单位的初级证券^[70]。间接融资中最典型的中介机构是商业银行。因此，也可以说有无出现“辅助证券”以及金融中介是仅充当服务媒介还是既作债务人又作债权人，是区别直接融资和间接融资的重要标志。尽管间接融资始终是公司融资的主要来源，在西方发达国家的经济发展和公司成长过程中，内源融资往往占有很大比重，如 1983 ~ 1987 年，英国、日本和德国的公司留存收益占资金来源的比例分别为 66%、53% 和 72%^[71]，但因与金融体系的关系最为微弱，并没有成为融资模式研究的主要内容。

如图 2 - 1 所示，以上不同的融资方式分类，都是按某一分类标准进行的，它们之间往往还存在一定的交叉关系。

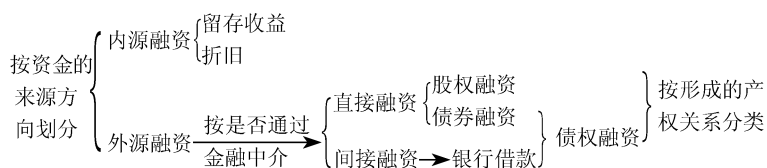


图 2 - 1 融资方式分类

从历史演变来看，企业融资方式呈如下规律：一是融资方式由单一向多种并存的格局发展。在经济发展初期，企业的融资方式比较单一，以内源融资方式为主。随着社会经济的发展，内源融资已难以适应生产飞速发展的客观需



要，由于社会财务资源不断增多，银行等金融机构的迅速发展，以及社会信用活动保障体系的逐步完善，使企业通过获取外源融资加速企业扩张具备了现实可能性。随着股份公司的出现和资本市场的建立与完善，直接融资方式得以快速发展。信息技术的发展与金融市场不确定性增加，以及金融深化与金融创新的推进，多种融资工具不断出现，企业融资方式发展与金融组织及金融市场发展及其规模扩张有直接相关性，金融组织与金融市场的发展既是财务资源形成的过程，又是融资方式转变的条件。二是融资方式受制于融资制度。受经济发展环境、社会制度的影响，在不同国家的证券市场，上市公司 SEO 方式有很大差别，以何种融资模式为主又取决于本国的融资体制。以美国为代表的国家融资行为主要以资本市场为导向，注重提高证券市场在资本配置中的作用，对企业发行股票、债券管制较松。以日本与德国为代表的国家，则注重银行在资源配置中的作用，对企业发行股票与债券要求严格，银行与企业之间形成一种非市场化的融资制度——关系型融资制度。发行取得的资金也远低于通过 IPO 发行取得的资金。三是企业不同生命周期的融资方式不同。随着企业生命的发展，企业融资方式具有内源融资→外源融资→内源融资不断交替变迁的特点。

一种融资模式往往突出以某一种或几种融资方式为主、其他融资方式为辅，形成多种融资方式相互配合共同起作用的格局。国际上目前至少存在两种截然不同的融资模式，一种是以美国、英国为代表的市场主导型的直接融资模式（Equity market-based financial system），一种是以德国、日本为代表的银行主导型的间接融资模式（Bank-led financial system），前者以股票市场作为金融资源配置的基础，后者以商业银行作为融资模式的核心。日本和德国通过国家的宏观货币政策和产业政策扶助其优势产业快速发展。在英国和美国，债券融资成为政府和企业进行再融资的首选。事实上，没有哪种融资模式具有绝对优劣，一国融资方式的选择取决于它所处的经济发展水平、经济发展目标、市场发展程度、法律道德约束和历史文化背景等因素。一国企业融资模式的选择，既应注意研究各国企业融资模式的特点，又要考虑本国社会环境、文化传统与发展阶段的具体情况。

（二）传统融资理论

1. 基于 MM 理论的无关性命题

新古典经济学认为，企业是一个“黑箱”，是按照市场均衡确定的价格，将生产要素组合起来追求利润最大化的生产函数。新古典经济学对企业定义的假设条件的基础是，经济行为主体的理性、充分信息和完全竞争，以及资源的自由流动与同构型假设^[72]。这个定义实质上把企业描述为一个充分有效率、交易成本为零的基本微观经济单位，企业无须考虑采购、销售过程以及货币资本的筹集，经营者所做无非是依据其生产函数，确定最佳产量。1958年，美国学者 Modigliani 和 Miller (1958) 在《美国经济评论》上发表论文指出，如果资本市场是充分竞争、可完全自由套利，市场上替代投资机会的收益率与个人融资成本相同，则在无企业所得税和交易成本的情况下，相同投资所需的资金，无论是采用发行股票方式还是以企业债券融资，在现有股东看来，两种融资方式的成本是相同的，企业股票的市场价值不会因融资方式的不同而存在差异，企业当前的价值就等于投资产生未来所有现金收益流量的现值。换言之，在完全竞争资本市场假定的前提下，企业融资方式及其组合的变化，对投资的现金流量不产生影响，企业投资活动与融资活动不相干，融资方式与投资决策无关联性。这就是著名的 MM 的无关命题。由于不存在企业和个人所得税、没有企业破产风险、资本市场是完全和完善等假设条件与现实相悖，无关命题受到实践的挑战。Modigliani 和 Miller 也意识到其理论的非现实性。随后，他们指出，在存在企业所得税的条件下，由于利息计入成本，负债有利于降低企业的所得税税额，增加股东的税后利润，也即负债的避税效应。在这种情况下，企业投资所需资金应通过负债来筹集，这是合理的融资方式。然而，该理论仍无法解释现实中不存在 100% 负债企业的事实。对此，Baxter (1967) 在融资方式选择的研究中引入破产成本因素，Stiglitz (1972)、Scott (1972)、Kraus 和 Litzenberger (1973) 等学者加以拓展。破产理论认为，当企业经营不善时，如果大量举债，就有可能因资不抵债而破产。在破产情况下，不仅会发生清算费用和信用丧失等直接成本，还会发生资金冻结、财产强制处分等间接成本，这



些成本虽然直接表现为债权人最后获取财产价值的减少，但如果资本市场是完全的，债权人在投资债券时会要求债券利率包含破产成本因素，企业因负债而发生的破产成本最终由股东承担。针对破产成本与避税效应权衡理论，Miller（1977）从个人所得税和企业债券收益率决定的角度分析了负债的企业所得税效应。在个人所得税累进制下，企业债券收益率是由债券市场上债券的总供需均衡决定的，而且单个企业的最优债券需求量和供给量无法确定，如果企业为追求负债的避税效应而增发企业债券，在债券市场均衡的情况下，只有提高债券的收益率才能被投资者接受。而对于企业来说，债券收益率的提高会抵消负债的避税利益，因此负债融资和股权融资也就无差异，融资方式与投资决策无关，这就是 Miller 均衡命题，或称 MM 无关命题的回归。

2. 传统融资理论的特点与局限性

传统融资理论是建立在新古典经济学的企业理论基础上的。主要是以三个问题为研究重点，即融资方式是否影响投资效率，是否存在使投资效率最大化的融资方式，如果存在最优的融资方式，该如何决定。这里将投资效率等同于企业价值。首先，强调负债的避税效应和破产成本的权衡理论，虽然得出企业最佳的负债额取决于避税利益和破产成本间权衡的结论，然而，其研究出发点是为了分析 MM 定理的合理性，从批判 MM 定理的目的出发，权衡理论仍是为了说明 MM 定理最初所要解决的三个问题，而 Miller 的负债市场均衡理论则以个人所得税和负债市场均衡为基础，进一步论证了 MM 无关命题的合理性。其次，以 MM 定理为中心的无关论，以新古典经济学的一般市场均衡方法为框架，全面、系统地论证了融资方式对投资效率的可能影响，这种将新古典经济学的分析方法和分析技术应用到企业财务领域的思路，奠定了现代财务理论的基石。因此，可以说 MM 定理是一种分析方法上的贡献。

传统融资理论认为，企业是一个在一定的生产技术条件下，通过投入资本和劳动要素获取现金收益流量的经济主体，作为股权和债权的金融证券只是表明证券所有者对一企业现金流量的要求权，因此，其分析前提是给定企业净现金流量，或者是给定融资方式与投资的现金流量无关的前提。在此条件下，该理论主要探讨不同证券所有者对这些现金流的分配方式是否影响企业价值。当

然，传统财务理论建立在一系列严格的假设基础上，包括资本市场是完善和完全的，不存在套利机会，所有的债券均可获得稳定、固定的收益率。企业利用债权融资时的利率成本，与个人用股票担保借入资金时的利率成本均为一定且相等。企业投资的现金流量是不确定的，尽管投资的现金流有风险，但在同一风险等级内的任何企业，其发行股票的收益率与同一等级内的企业所发行股票的收益率完全相关，不会发生破产成本，只存在公司所得税税种，所有企业处于相同的风险等级，公司内部人与公司外部人之间的信息是对称的，因而不存在信息成本。企业管理者与股东的利益是一致的，因而不存在代理成本等。现实中满足这些假设的企业几乎不存在，这使得理论分析的结论缺乏实证支持，更无法用来指导实践活动，因而其合理性和正确性不断遭到怀疑。尽管 MM 定理以后的一些命题有实证资料的支撑，但仍没有脱离完全竞争市场、信息完全对称、套利自由等基本假定。

（三）现代融资理论

1. 信息不对称理论

经济学中探讨的信息往往与知识、不确定性、经济决策等相联系。在经济主体发生联系的过程中，有些信息并非所有市场参与者都知道，这种某些人拥有而另一些人并不拥有的信息，就被称为非对称信息。广义的非对称信息可以划分为事前和事后的非对称信息。事前非对称信息导致逆向选择问题（Adverse selection），最为经典的文献是 Akerlof（1970）的“柠檬问题”，后经 Wilson（1980）的概括而形成一般理论形式。事后的非对称信息则被归纳为道德风险问题（Moral hazard）。道德风险又可以进一步划分为隐藏行动的道德风险与隐藏知识的道德风险。在习惯上，隐藏行动的道德风险又通常被称之为委托—代理模型。许多经济学家也从狭义的角度理解非对称信息，非对称信息仅指事前的非对称信息，而将事后的非对称信息称之为委托—代理模型。

资本结构可向资本市场传递私人信息或消化逆向选择效应，按照信息不对称理论假设，公司经理或内部人占有关于公司收入流或投资机会特征的私人信息。一方面公司的资本结构选择会向外部投资人发送内部信息，另一方面资本



结构可以消化由信息不对称引起的公司投资低效率。由于公司和投资人之间存在信息不对称问题，而此时合理的负债水平可以向投资者发送公司的利好信息，因为只有绩效好的公司才会有人愿意投资，某种程度上利用投资群体的“羊群效应”或“跟风”心理来为企业打开融资渠道。

受 Masulis (1980, 1983) 关于企业股权和债权的转换能够向市场传递有关企业价值及其风险状况信息结论的启发，Myers (1984) 认为，当企业内部经营者和现有股东与外部投资者之间存在信息不对称，如果企业内部经营者与现有股东的利益是一致的，投资项目适宜股权融资。当企业股票的实际价值和投资者自己评估的价值存在差异，而且根据内部信息预期的投资收益将大于或等于该差额时，管理者才会实施投资，反之将放弃投资项目。在有效市场假设下，如果外部投资者能预期到内部经营者的上述行为，就会将股票融资看做坏消息，从而会拉低股票价格。因此，在信息不对称的情况下，股权融资可能导致企业股票价格的下降，造成投资不足的非效率性投资现象发生。

当信息不对称仅仅限于新投资项目时，上市公司 SEO 不仅造成投资不足，也有可能产生过度投资，一些净现值为负的项目也可能被实施。因为当可观察信号只是项目是否被实施时，通过项目 NPV 将所有公司进行完全分离是不可能的，形成的市场均衡是包含许多具有不同的以平均价值估价发行股票的净现值项目的混合均衡，项目 NPV 较低的企业可以从发行被高估的股票中获利。上市公司从发行被高估股票中所获得的收益可能会弥补 NPV 小于零的项目所造成的损失，当以 NPV 为依据选择项目时就会存在一个 NPV 为负的间值 (Cut-off)，上市公司将会接受所有 NPV 大于这一值为负数的阈值的投资项目，从而发生投资过度现象。

2. 委托—代理理论

Jensen 和 Meckling (1976) 指出，当管理者为扩大公司规模，通过公开发行人股票对外筹集资金时，就和外部股东形成了委托—代理关系。在代理成本理论下，企业价值取决于代理成本的大小，企业代理成本由外部股票代理成本和债券代理成本共同构成。现代企业代理问题产生的根本原因是所有权和经营权的分离，代理成本的产生是因为契约的制定和强制执行。企业管理方面存在两

类冲突：股东和经理人间利益冲突，基于经理人不能完全占有剩余索取权的考虑；股东和债权人间的利益冲突，基于债务合同使得债权人的风险和收益不能对等而给予股东次优投资的现实动机考虑。根据 Hirshleifer 和 Thaker (1989)、Harris 和 Raviv (1990)、Stulz (1990) 的模型，公司财务杠杆与公司价值正相关，这两个内生因素在外界条件的激发下会同向变化，最后基于此类原因的杠杆上升（下降），将伴随着股价的上涨（下跌）。这是财务杠杆控制在一定范围内时才会有的效应，一旦超过某个阈值（如接近资产负债相等时），债权融资可能会加重经理人的道德风险问题，并进一步加大债务人的风险与收益的不对等程度，从而出现完全负效应。

如果企业利益相关者之间的信息是完全的，则其利益冲突也就不会存在，由股权融资引起的代理问题也就不会发生。从这种意义上讲，股权融资代理成本的发生也是信息不对称的结果。以 Jensen 和 Meckling (1976)、Fama 和 Jensen (1983)、Fama (1980) 为代表的经济学家，在分析信息不对称导致的道德风险时，从金融契约事后的隐藏行动角度进行分析，对信息不对称下的融资行为的分析对象是金融契约事前隐藏信息的逆向选择问题。Jensen 和 Meckling (1976) 认为，当封闭型公司通过上市发行股票变成开放型的公众持股公司后，公司的股东就由原来的创业者或内部经营者和外部投资者构成，内部经营者对企业的剩余索取权也就决定于其持股比例的大小。如果持股比例太小，内部经营者只能获取与其小比例相应的企业剩余索取权并承担相应的风险和费用。由于股份制企业固有的所有权与经营权的分离，使得内部经营者拥有企业主要的日常经营决策控制权。这种内部经营者对企业剩余索取权和经营控制权的比例不对称，加上股东与内部经营者间的信息不对称导致的股东难以观察和监督内部经营者的行为，以及契约不完备导致的内部经营者非金钱效用和利益事前在契约中无法确认、事后无法判断等，均会造成内部经营者为追求个人利益实施非利于外部股东的过度投资和投资不足的道德风险行为。如果内部经营者不持有企业股份，则这些经营者从事道德风险行为的倾向将更加严重。由此，股权融资产生的委托—代理关系会产生代理问题，并进而影响企业的投资效率。当然，股权融资不仅包括新旧股东之间的信息不对称所产生的利益冲



突，还包括引起股东与企业管理者之间的委托—代理冲突，也会造成投资不足。管理者由于不完全拥有公司股权，可能从事满足自己效用的各种道德风险行为。股东与管理者代理问题对融资效率的影响主要表现在：建立个人王国、风险态度不一致的投资不足、短期机会主义、羊群效应、职业安全、顽固守旧、盲目自信和减少股利分配、增加自由现金流等。

由于基本制度的完善和市场公信力恢复需假以时日，我国证券市场的基本功能不可能马上实现。一方面，国有上市公司是我国证券市场的主导部分，截至2005年6月30日，我国共有1378家上市公司，其中国有控股及参股上市公司899家，占有所有公司的65%；上市公司股本总额7356亿股，其中非流通股4694亿股，占股本总额的64%，非流通股中国有股为3474亿股，占非流通股的74%。另一方面，国有股处于绝对控股地位，且大多处于“产权虚置”和“所有者缺位”状态，上市公司普遍存在“内部人”控制问题，未建立实施有效的财产、组织制衡机制，不具备独立人格、独立意志和独立利益。在企业内在机制并未发生实质性变化的情况下，被仓促推向市场，对整个经济的健康发展势必带来隐患。社会资金通过证券市场注入并未真正改制企业中，不少股票缺乏投资价值。在股票不完全流动、公司最终决策权掌握在其实际管理者手中的直接金融市场，为大股东控制的上市公司实施非理性SEO营造了生存的空间。

3. 融资优序理论

融资优序理论（Pecking method）认为，公司融资总是从风险最小、成本最低的融资工具开始选取，对资金的选择顺序是先内源后外源，先债权融资后权益融资（Myers and Majluf, 1984），这被认为是一种“使旧理论（融资结构理论）框架得以复活”的现代筹资结构理论。由于经理层的逆向选择，公司在拥有内部自有资金的情况下，往往首先利用自有资金为其投资项目融资，然后考虑信息成本较低的债权融资，最后才会选择股权融资，最终形成债权融资与股权融资并存的融资结构。企业价值的不对称信息，比风险的不对称信息更主要地决定了企业的资本结构^[73]。但在实际市场中的情况并非如此。Eckbo和Masulis（1992）发现，从20世纪60年代开始，增发已成为美国公司占据主

导地位的再融资方式。日本的公司也有类似的现象。我国债务再融资的顺序也明显排在 SEO 之后,且实施 SEO 的公司数量日渐扩大,上市公司中具备了配股条件的公司一般不会放弃配股机会,力争进行配股,而近年来增发也成为上市公司进行再融资的首选方式^[74]。Frank 和 Goyal (2003) 对资本结构和业绩的关系检验结果表明,两者关系并不确定,正的影响和负的影响同时存在^[75]。我国上市公司偏好 SEO 行为的动机,虽然有深层次的制度和政策背景,已有的研究大都将其直接动因归结为中国上市公司股权融资成本偏低(黄少安和张岗,2001;高晓红,2000)。李向阳(1998)指出,仅考虑现金支出,上市公司除去支付股利和税收之外,基本上不需要付出额外的成本。而且红利水平的高低对上市公司又是无约束力的。易宪容(2001)指出,在我国上市公司股权结构、政府监管法规及充满投机性的股票市场三个约束条件下,上市公司偏好股权融资是符合理性的。王小哈、肖猛和周永强(2002)考察了 1999 ~ 2001 年上市公司配股方案发现,上市公司再融资方式选择上对配股显示出强烈偏好。李翔等(2002)研究表明,我国上市公司融资偏好顺序为股权融资、短期债权融资、长期债权融资和内部融资。刘星等(2004)认为我国上市公司融资顺序首选股权融资,其次选择债权融资,最后选择内部融资;在债权融资顺序中,上市公司更加偏好短期负债融资而非长期负债融资。与前述研究不同,陆正飞和叶康涛(2004)的研究发现,融资成本未必是解释公司融资行为的唯一因素^[76]。张峥等(2004)研究发现,中国上市公司价值内部报酬率偏低,制度环境是造成二级市场股价过高的主要原因,而二元股权结构使上市公司具有内生的过度融资动机^[77]。上市公司股权融资成本平均低于债权融资成本,但这并不能完全解释上市公司股权融资偏好行为。可见,我国学者在股权融资和债权融资优先级上认识已基本一致,即存在强烈股权融资偏好,尽管在内外融资优先级方面还不一致。

4. 控制权理论

控制权理论的逻辑是,普通股股东拥有投票权而债权人没有,经理人可通过改变企业资本结构改变投票权的分布,使经理人拥有的股权份额可以左右投票结果,最终对公司控制权的争夺结果造成实际影响。现实世界中,股东对公



司的控制比正式规章所显示的要弱些，而债券持有者和银行对公司的控制则要强些，这是一个典型的公共物品现象。只有当公司不能履行债券偿还义务时，发行债券才会在控制权上产生巨大损失。因而当公司达到可以容易通过债券来筹资的规模和条件时，就会倾向于采用债券来筹资。控制权转移模型揭示了这样一个基本道理，企业产权包括企业控制权处于“依存状态”，股东只不过是“正常状态下的企业所有者”，企业的控制权是可以转移的，但这种转移是建立在一定的融资结构基础上的，股权融资量的多少可以影响企业控制权的转移。在企业面临清算、破产的状态下，企业控制权就转移到债权人手中。在企业完全是靠内源融资维持生存的状态下，企业控制权就可能被员工所掌握，这样，股权融资量的选择，就是控制权在不同证券持有人之间分配的选择。最优的资产负债率是在该负债水平上，导致企业破产时将控制权从股东转移给债权人是最佳的负债比例。控制权模型假设企业可以产生可证实的货币收益，但企业家拥有不可证实且又不可让渡的在职私人收益，从而导致单纯追求货币利益的资本家，与同时追求货币和私人利益的企业家的利益冲突。为了实现总收益最大化，最佳控制权结构应该是，如果货币收益（或企业家的私人收益）与总收益之间是单调递增关系，那么投资者（或企业家）单边控制总是可以实现社会最优效率。如果货币或私人收益与总收益不存在单调递增关系，控制权的相机配置将是最优解，即企业家在经营状态好时获得控制权，反之投资者获得控制权。不过，哈特等人坚持认为控制权的转移只能以债务人不能还本付息为条件，而不可能根据状态（如收入、利润水平等）相机转移，因为这些状态变量不可证实。证券市场对企业进行监控的三个渠道——外部接管、签订以股票价格为基础的管理合同以及股东的直接干预，对中国上市公司均尚未起到应有作用。于是，上市公司形成了严重的内部人控制现象，管理者偏离股东利益最大化的行为无法受到制约。连建辉和钟惠波（2002）认为，对我国上市公司而言，真正的所有者控制机制缺位与市场经济意义的经营者缺位并存，上市公司控制机制错位，公司治理机制扭曲。在这样的治理机制下，融资成本降低，股利政策也可随意制定，更为严重的是，可把募集资金最大化地转化为自身的控制权收益，这对经营者有着极大的诱惑力^[78]。王素莲（2003）从契约

经济学角度也得出了与此一致的结论^[79]。

5. 利益相关者理论

按照现代企业理论的观点，企业是利益相关者缔结的一系列不完全契约的有机组合。传统的观点认为，利益相关者中只有股东承担剩余风险，必须要求完全享有剩余收益，并实施监督者的功能。然而，当代社会股东至上逻辑逐渐失去了其赖以存在的经济基础。一些学者在批评股东至上逻辑的基础上，提出了公司经理应为公司的利益相关者服务而不仅仅为股东利益服务的观点，即利益相关者理论。利益相关者主要有股东、债权人、经营者、生产工人、供货商、消费者、政府及其他有关利益主体。杨瑞龙和周业安（2001）将利益相关者归为三类：一是凡能影响企业活动或被企业活动所影响的人或团体都是利益相关者；二是凡与企业有直接关系的人或团体才是利益相关者；三是只有在企业中下了“赌注”的人或团体才是利益相关者。以上其实是按利益相关者与企业关系的紧密程度所作的分类，还可按空间范围将利益相关者分为企业内部利益相关者（股东、经营者与生产人员）与企业外部利益相关者（债权人、供货商等）两种。一方面，由于信息不对称和契约不完备等资本市场不完全性的存在，企业各利益相关者之间的利益是不一致甚至是冲突的，这种冲突在企业投资经营中表现为权利和责任不对称、各种道德风险行为的发生，从而影响到企业的融资决策和融资效率。另一方面，融资方会对各利益相关主体产生不同激励，影响企业的投资行为及其效率。由于信息不对称和委托代理问题的存在，企业筹集外部资金而选择的融资方式，不仅仅是企业现金收益的要求权，而且还包含与企业所有权相关的剩余支配权和经营决定权的配置，配置的结果可能推动或阻碍企业利益相关者的冲突和道德风险的发生，从而影响企业的投资行为。根据利益相关者理论，企业在现实经济中的核心问题应该是自身的生存与发展，企业的生命力来自利益相关者之间的合作，绝不是来自股东。这就要求一项制度安排必须平等地对待每个利益相关者的产权权益。利益相关者合作逻辑有利于保持相关主体之间的长期合作关系，有利于企业的长期稳定发展。

此外，融资理论还有投入产出相互作用理论、财务契约理论、激励理论、

信号理论等。结合中国上市公司的发展特点和现状，公司控制理论的说服力在上市公司融资决策中有限，至于代理成本理论，对于中国的上市公司而言，其减少在职经理人铺张浪费的收益有限，在中国更有说服力的解释是存在政府对于上市公司的政策性扶持，即存在一定程度的软约束，所以在债务人的风险不对等的情况下，公司还维持一个高的杠杆比率，只能是因为公司的价值较高，债务人愿意冒这样的风险，或者是结合信息不对称理论，债务人因不能事先察觉和对企业的经营决策参与程度有限难以监督企业绩效，当企业经营不善、资不抵债时不得不接受这样一个高的负债—权益比。借鉴 Myers (1984) 的要义，不论是静态消长理论的债务税收豁免得益与遭遇破产和财务危机成本的权衡，使企业的目标债务—权益比最大化企业的价值，还是融资优序理论的权益内外之分，使企业对债务—权益比的考虑不在优化范围内，这样实际观察到的企业债务—权益比只是外部融资的累积性要求反映^[80]。

20 世纪 70 年代以来，随着企业理论的发展以及信息经济学、委托—代理理论和契约理论等新制度经济学方法在企业财务理论研究中的应用，企业融资理论获得较大发展。从信息不对称、代理问题和不完备契约基础上推演出的涉及企业融资方式选择的研究成果，重点关注企业融资方式为什么影响投资的现金流量、各种融资方式如何影响企业的投资效率、与有效的公司治理机制相适应的融资方式该如何设计和决定，以便使企业投资的现金流量最大化、企业的投资效率最大化等问题。这些成果表明，企业融资方式对企业投资以及投资后的收益流量产生不同的影响，其原因在于融资方式的选择影响了企业利益相关者的行为、激励以及破产概率发生。企业内部经营者与外部投资者在企业的投资收益预期方面存在信息不对称，企业融资方式选择也是公司治理机制的确定过程，正确的融资方式通过治理效应可以有效降低企业的代理冲突，提高投资效率。上市公司为投资而筹集资金的方式，不仅代表对投资收益流量的分配权，而且还包括与企业所有权相关的剩余索取权和剩余控制权的配置，两者配置有效与否直接影响企业各利益相关者的行为包括投资行为，从而影响上市公司的经营效率和企业价值，进而波及上市公司股票价格的市场表现，最终服务于上市公司的财务目标、经营战略的需要。

二、证券市场有效性理论

（一）有效市场理论的起源和发展

1. 早期随机游走模型

作为研究资本市场效率的基本出发点，有效市场假说（Efficient market hypothesis, EMH）是证券市场实现均衡的前提。EMH 有四个假设：一是资本市场是完全竞争的，投资者均具有完全的理性预期，追求投资收益最大化；二是所有信息均可毫无迟滞地反映在价格上；三是信息的获得无须任何成本，且交易中也不存在成本；四是信息在市场中得到及时、全面的反映，以致无人可从中获得超额收益。市场有效的思想，缘起于早期经济学家对证券价格运动规律的研究，即证券价格随机游走现象的发现。早在 1889 年，Gibson 对市场有效性进行过详细描述，1900 年法国人 Bachelier 用几何布朗运动来刻画股票的价格运动规律，提出股票价格随机运动的思想。随后，许多学者对股票价格及其他资产价格进行了时间序列的统计分析。自 20 世纪 50 年代开始，随着计算机技术的发展，学者们开始应用计算机对市场价格数据进行分析，取得了重大进展，其中最具代表性的是 Kendall（1953）关于股票价格研究的“随机游走模型”。此后，Osborne（1959）分析美国股票市场价格运动，发现股票价格的运动过程类似于物质粒子的布朗随机运动。

2. 有效市场假说的建立

Fama（1965）在《股票市场价格的行为》一文总结提出，证券价格是一个鞅过程，所有信息已被市场完全消化，人们不能通过市场上的基本分析及技术分析获得超额收益^[81]。如果证券市场上价格完全反映了所有可获得（利用）的信息，每种证券价格都永远等于其投资价值，那么就称这样的市场为有效市场。根据微观经济学价格理论，在传统的确定性条件下，竞争驱使经济

利润趋于零（经济利润是扣减了资本市场投资报酬率即利息率后计算出来的）。1970年，Fama引用Harry Robert的“有效市场假设”并对其进行了讨论，如图2-2所示，“可提供的信息”分为三大类：一是历史信息，通常指股票历史价格；二是所有公开信息，如红利宣告、股票分割、资产重组等；三是内部信息，指还没有完全反映在市场的内幕信息。Fama还根据信息对证券价格影响的不同程度，将市场有效性分为三类。一是弱式有效市场（Weak-form efficiency），这是证券市场效率的最低程度。如果有关证券的历史资料（如价格、交易量等）对证券价格变动没有任何影响，则证券市场达到弱型效率。任何投资者都不能够利用历史信息制定投资策略进行证券买卖而获得超额收益。在有效市场，与风险水平相当的证券收益率为正常收益率，实际收益率与正常收益率之间的差额为超额收益率。二是半强式有效市场（Semistrong-form efficiency），这是证券市场效率的中等程度。证券价格不仅反映了所有历史信息，且反映了当前所有公开信息。任何人都不可能利用公开信息指导其投资以获取超额收益。三是强式有效市场（Strong-form efficiency），这是证券市场效率最高程度。如果有关证券所有相关信息，包括公开发表的资料以及内幕信息对证券价格变动没有任何影响，即证券价格已经充分、及时反映了与证券有关的信息，则证券市场达到强型效率。

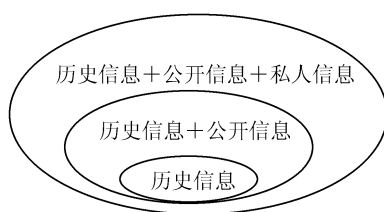


图 2 - 2 证券市场信息层次

3. 有效市场假说的完善

Fama（1970）对EMH的研究作了系统总结，提出研究有效市场完整的理论框架，将EMH概括为一个简单的陈述：证券价格充分反映全部可获得的信

息，并提出用鞅来表述有效市场假设，从而最终把市场有效假说形式化了。他宣称市场是一个鞅，或称为“公平博弈（Fair game）”，即投资者使用可获得信息无法持续实现超常收益信息^[82]。Fama 用如下模型来定义有效市场假说：

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)] p_{j,t} \quad (2-1)$$

上式中， E 是期望符号， $p_{j,t}$ 是证券 j 在 t 时刻的价格， $p_{j,t+1}$ 是其在 $t+1$ 时刻的价格， $r_{j,t+1}$ 是收益率， $r_{j,t+1} = \frac{p_{j,t+1} - p_{j,t}}{p_{j,t}}$ ， Φ_t 是在时刻 t 的信息集， $p_{j,t+1}$ 、 $r_{j,t+1}$ 都为在 t 时刻的随机变量。

$$\text{令：} X_{j,t+1} = p_{j,t+1} - E(p_{j,t+1} | \Phi_t) \quad (2-2)$$

$$\text{有：} E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = 0 \quad (2-3)$$

定义序列 $\{X_{j,t}\}$ 是基于信息集 $\{\Phi_t\}$ 上的公平博弈。

$$\text{等价的，如果定义：} Z_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) \quad (2-4)$$

$$\text{则有：} E(\tilde{Z}_{j,t+1} | \Phi_t) = 0 \quad (2-5)$$

即序列 $\{Z_{j,t}\}$ 同样是基于信息集 $\{\Phi_t\}$ 上的公平博弈。

用预期收益模型来表示市场均衡条件以及在信息集 Φ_t 上形成均衡预期收益有着重要的实证含义，它排除了基于信息集 Φ_t 上的交易系统可以获得超过均衡收益的利润。因此，价格充分反映了可以获得的信息，隐含着交易过程是一个公平博弈，在这个意义上，市场是有效的。

在 $E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)] p_{j,t}$ 中，如果对于所有的 t 和 Φ_t ，均存在以下关系： $E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) \geq p_{j,t}$ ，或者 $E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) \geq 0$ ，就意味着价格序列 $\{p_{j,t}\}$ 遵从基于信息集 Φ_t 的下鞅过程（Submartingale），这意味下一时刻 $t+1$ 的股价，将大于或者等于 t 时刻的股价。特别的，如果：

$$E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t) = 0 \quad (2-6)$$

那么，价格序列 $\{p_{j,t}\}$ 遵从基于信息集 Φ_t 的鞅过程（Martingale）。因此，公平博弈实质是鞅的差分。鞅差分序列表明给定信息集 Φ_t ，条件期望收益为 0。有效市场假说实际上就是鞅假定。



Fama 的这一研究，大大拓展了市场有效的内涵，也对有效市场假说的检验产生重要影响。在这一假定下，有效市场将不再必然意味着价格序列符合随机游走过程，因为随机游走过程仅是鞅过程的特例，并且鞅过程并不要求高阶矩（比如方差）统计上独立，而随机游走过程则不允许时变性的条件方差。因此，如果价格序列满足随机游走过程，则必然满足鞅过程，反之则并不成立，也就是说，随机游走是市场有效的充分条件，但并不是必然条件^[83]。

在 Fama 提出 EMH 后很长一段时间，现代金融学的语境中都将信息效率和资本市场资源配置效率划上等号，大量现代金融文献中，配置效率指的就是资本市场的信息效率。Watts 和 Zimmerman（1986）认为，有效市场本质上是由零利润均衡状态扩展为不确定性情况下竞争市场中的动态均衡价格行为^[84]，它实际上是亚当·斯密“看不见的手”在金融市场的延伸。当市场上存在大量市场参与者时，这些参与者就如同竞争市场中的竞争者，他们在市场上竞争着与价格有关的任何信息，任何人都不能操纵市场。在投机套利驱使下的竞争机制，证券价格会迅速吸收有关信息，使得每一种证券都按公平价格出售，任何企图寻找被错误估价证券的谋略和努力都是徒劳的。在 EMH 产生和发展的同时，Markowitz（1952）结合 Osborne 的期望收益率分布，以其方差作为衡量风险的指针以度量资产组合的风险，得出理性投资者应该选择有效边界上的风险特定水平下的期望收益率最高的投资组合，或特定收益率下风险最小的投资组合，提出“现代资产组合理论（MPT）”。如果说，EMH 理论认为市场不存在超额收益的话，MPT 模型实质上是指出了投资者获得的超额收益是由于承担了额外的风险，因而在一定程度上填补了 EMH 的理论空白和可能的漏洞。随后，Sharpe、Lintner 及 Mossin（1966）提出了“资本资产定价模型（CAPM）”。EMH 和 CAPM 具有内在一致性。在此基础上，Ross（1976）提出“利定价模型（APT）”，Black-Scholes（1973）提出“权定价理论”，这些理论共同构建了现代传统金融理论基石。

（二）信息不对称对 EMH 的挑战

20 世纪 80 年代后，理论界开始放宽了 EMH 的信息和交易假设，从新的

角度对资本市场效率进行考察，这就是非对称信息论和交易费用方法。Grossman 和 Stiglitz (1980) 发现，在真实世界中，运用信息时是要花费成本的，因而对于市场来说要做到信息有效是不可能的。他们运用市场交易中存在非知情的噪声交易者的方法，从而解决了效率与信息之间的悖论。据此发展起来的微观结构理论更加关注市场结构的功能。Stiglitz (1981) 等认为，即使是显著竞争性的和有效的资本市场上，资源的配置也可能不是帕累托有效的。因为金融经济学家们所使用的市场信息有效概念只是全部市场效率的一部分。在 Fama 意义上的信息有效，投资者将没有激励获取信息，“以确信，Fama 和 Jensen 意义上的有效市场将无法实现帕累托最优”^[85]。此后，Merton (1987) 提出了一个在非对称信息下的资本市场均衡模型，假定投资者只了解自己所能得到的相关证券的信息，从而发展了一个两阶段资本市场均衡模型，均衡的资产价格是由于这种特殊的不完全信息形式造成的。该模型重要贡献是对于投资银行和交易商机制的存在提供了理论上的解释，集中用于扩大投资者对企业认知度和增加投资者基数开支的均衡决定上。由于投资者对不同企业认知程度的不同，一些企业要花费一些资源去改善投资者可获得信息的质量和精确度，中小型资本市场的企业“显示度”往往很低，因而需要交易商做出相应的市场营销努力。在该模型中，媒体报道、公共关系和其他投资者的营销行为也是产生持续性的投机泡沫的重要原因，尽管上述行为在该理性模型中非常重要，但是它们并不被作为投融资决策及证券价格的决定因素来看待。

一般来说，包括公司经理层、董事会和控股股东在内的内部人比外部投资者更了解公司过去、现在和未来的现金流和投资机会等信息，这种只有内部人掌握而外部投资者无从获知或很难理解的信息称为私人信息 (Private information)。私人信息的主观性较强、可辨识性和可验证性较差、比较抽象，如公司资产的潜在风险和真实价值、经理层的实际经营能力、公司未来的再融资能力、公司拟投资项目的实际盈利能力和风险估计等都是属于私人信息。相比之下，根据法律规定必须强制披露的非私人信息的可辨识性和可验证性就比较强，如公司的资本结构、股权结构、首席执行官的履历等都是客观存在、有据可查、十分具体的。上市公司依据所掌握的全部信息，包括私人信息和非私人



信息共同确定股票发行价格，非私人信息的客观性使其对股票价格的影响比较直接，有利的非私人信息促使股价上涨，不利的信息则会导致股价下跌，但私人信息的作用相对比较含糊。外部投资者普遍担心公司内部人会利用私人信息的主观性，掩盖或夸大部分私人信息以抬高股票发行价格。受该逻辑推理的影响，理性的投资者所做的理性反应自然就是对股票发行价格进行折扣以维护自身的利益，这就是“逆向选择（Adverse selection）”问题。

除了私人信息，证券市场还担心内部人利用内幕消息操纵股票发行价格，如公司在重大投资项目、并购方案、银行借款或当期财务指针等内幕消息披露之前就发行股票，外部投资者的风险就会骤增。私人信息和内幕消息的存在构成了公司内部人的信息优势和外部投资者的信息劣势，这是造成股票市场逆向选择问题的主要原因，也是挑战有效市场假说的重要论据，而有效市场假说是支持股票市场融资模式的经济学家所秉持的最重要的理论基础。

Fama（1970）将有效市场假说概括为，证券价格充分反映全部可获得的信息。应该指出的是，有效市场是一种理想化的境界，即使是当今发达国家的股票市场也未必能够达到。对于中国股票市场这样一个新兴的市场，更加难言“有效”，在有中国特色的制度性缺陷下，股票市场达到有效状态将是一个奇迹，但不能因此得出中国股市“无效论”。

三、股权再融资盈余管理

（一）盈余管理概念界定

学术界对于盈余管理至今并无统一定义，但无论规范分析还是实证方面都论证了这种行为的存在。代理关系的存在导致了企业不同利益主体之间的利益冲突和信息不对称，这为盈余管理行为的发生提供了必然性和可能性^[86]。最早关于盈余管理实证研究的代表作是 Healy 完成的，Healy（1985）发现在有奖

酬金等激励计划的公司，管理者致力于投机性地操纵会计盈余以使自己奖金最大化，并可通过减少摊销费用、增加应收账款、增加库存和降低应付科目和负债等方法增加会计盈余实现这一目的。Jones (1991)、Murphy 和 Zimmerman (1993)^[87]、Sweeney (1994)、Friedlan (1994)^[88]等发现具有政治动机、债务契约动机、税务动机、管理层变动、股票上市发行等原因的盈余管理现象。Kasznik (1999) 指出，主动公开未来盈利状况预测的公司在实际盈利低于预测目标时，为躲避来自投资者的惩罚和声誉的损失，往往实施盈余管理^[89]。

从狭义理解，盈余管理是会计政策选择具有经济后果的一种具体体现，只要企业管理人员有选择不同会计政策的自由，他们必定会选择使其效用最大化或者市场价值最大化的会计政策 (Scott, 1997)^[90]。广义盈余管理是指“披露管理”，即企业管理人员为获得私人利益而有意对对外报告进行控制 (Katherine Schipper, 1989)。另一个代表性的盈余管理定义是 Healy 和 Wahlen (1999) 所作的，当经理们在财务报告中运用职业判断，并虚设交易、改变财务报告，误导投资者理解有关公司经营绩效方面的信息，或者影响那些依据财务报告会计数据签订的契约的结果时，盈余管理便出现了。Scott (2000) 认为，盈余管理是管理当局利用会计选择权 (包括会计政策选择权和会计估计权) 扩大自己的效用或公司价值的行为。不难发现，西方这些学者都是从动机的角度定义盈余管理的，强调经理人员的主观意识^[91]。因此只有在了解了经理人员的主观思想后，才能对其是否存在盈余管理行为作进一步分析。但实际中很难观测到经理人员的主观思想，无法知道经理人员是否真的怀有某种目的去刻意地粉饰会计报表。现实中运用这一概念时，首先要对企业的实际收益有一个可靠的计量，即在没有任何主观意图下的中立性运作而客观产生的会计数据，这被称为盈余管理“经济收益观”，有一些会计数据被盈余管理所扭曲，需首先确定实际收益，然后将报告盈余与实际收益进行比较来考察盈余管理。由于会计灵活性是应计制会计所固有的特性，盈余管理是难以肃清的。可以这样认为，判断盈余管理的关键在于三点：是否有一定的行为动机；是否在经营报告及经营过程当中偏离了中立性而加入过度主观干预；是否对报告结果产生了影响。



（二）盈余管理的理论解释

1. 盈余管理契约理论解释

根据代理理论，委托人为了激励代理人以最大努力实现其最佳利益，必须根据代理人所付出的劳动及实际成果确定代理人的业绩，以此为依据付给代理人相应的具有激励性的报酬。盈余管理的产生和发展受到委托—代理关系的重大影响。根据现代西方经济学的观点，每个人都是自私的，都会尽力谋求自己的最大利益，每个人都是社会中的人，都会受到其他人的制约。现代企业以所有权与经营权相互分离为特征，以追求股东财富最大化为首要目标。委托人委托代理人管理企业，付给酬金，并根据经营业绩施以奖罚，代理人得到授权经营企业，并得到相应报酬。委托人和代理人共同的利益导向，促使他们联合起来维护共同的利益，运用盈余管理。如为了取得纳税上的利益而尽量递延收入，为了筹集资金而修饰流动比率等。此外，代理人与委托人之间也存在着矛盾，企业的所有者一方面授予代理人管理权，另一方面又担心代理人侵吞企业财产，加之现代企业的股权相当分散，管理当局的影响越来越大，代理人和委托人之间的矛盾也会促使管理当局使用盈余管理，争夺股东的利益。代理人与委托人之间的矛盾导致他们之间为维护各自的利益进行斗争，只要企业有不同利益群体和利益影响，就不能阻止盈余管理出现。

2. 盈余管理产权经济学解释

按照 Jensen 和 Meckling（1976）对于企业的定义，企业作为一种组织只是法律上的一种虚构，其职能是作为个人之间的一组契约充当联结点。或者说企业是“一组契约的联结”^[92]。这一组契约的参与人可能包括企业投资者、债权人、管理者、员工、政府、税收部门、消费者、供应商、社会公众、群众团体等各类利益相关人。不同利益关系人具有不同的行为目标函数，存在着不同的利益驱动。一方面，所有者关心的是自己投入的资本是否能保值、增值；管理者关心的是业绩的增加是否能给自己带来额外的经济收益。另一方面，管理者直接管理着企业，他们对企业的经营运作负直接的责任，因而有着得天独厚的信息优势。由于管理者和所有者目标函数不完全相同，并且管理者的地位较其他利

益主体有独特之处，这就决定了管理者在处置和使用企业资产时，很可能从个人效用最大化的角度去使用这些资产。管理者的这种目标偏离行为及程度主要取决于两个条件。一是管理者事实上拥有企业控制权的大小。由于拥有控制权能给管理者带来大量隐性的货币及非货币收入，因此管理者拥有的实际控制权越大，就越有可能站在个人效用最大化的立场上过度使用企业的资产为个人谋福利，进而损害企业的利益。二是公司控制权内外竞争机制的健全程度及有效性。内部机制包括管理者之间的竞争、董事会的控制功能、大股东的监督。当内部机制无法解决问题时，就要借助接管、收购、代表权竞争等外部机制。

我国上市公司 65% 的第一大股东为国有股，股权高度集中使得大股东利用控股地位几乎完全支配了上市公司的董事会和监事会。而且上市公司中内部董事的平均比例达到了 67%，20.4% 的公司甚至达到 100%，其中董事长兼任总经理的比例达到 47.7%^[93]。在这样的股权结构下，作为大股东代表的管理者事实上拥有了企业的控制权。管理者拥有的实际控制权越大，就越有可能站在个人效用最大化的立场上过度使用企业的资产为个人谋福利，因此上市公司中管理者有着很强的盈余管理动机。同时，在股权分置条件下，占总股本比重较小的流通股在二级市场上的买卖不能或基本上不发生控制权的转移。加之破产机制、兼并机制、经理市场效率残缺，外部股东对企业行为与经理人的约束相对弱化，“用脚投票”机制无法实现，中小股东的利益无法得到有效保证。股权资金的较低资产专用性使得管理者偏好股权融资，而股权融资与会计盈余的高度相关性，使管理者为能够让上市公司达到股权融资的标准产生强烈的盈余管理动机。

3. 盈余管理信息经济学解释

信息在上市公司与投资者之间传递的阻隔和不对称是世界股票市场的普遍特征，是各方在委托代理关系中所处地位不同造成的。管理者对上市公司的真实状况有十分准确的了解，投资者作为委托方，对上市公司只能掌握不完全信息。信息不对称为上市公司管理者实施并掩饰其盈余管理行为提供了便利条件，由于代理人总是比委托人拥有更多的信息，并且这种信息优势往往内涵经济价值，当这种信息为盈余信息时，代理人便有动机采取盈余管理行为，将信



息优势转化为经济优势。

（三）股权再融资盈余管理动机和后果

20 世纪 90 年代后，西方学术界开始从资本市场角度研究盈余管理动机，提出盈余管理资本市场观（Healy 和 Wahlen，1999；Dechow 和 Shinner，2000）。我国上市公司处于大股东超强控制状态，加之监管部门对上市公司 SEO 行为的限制，直接诱发了上市公司的盈余管理行为。为实现“圈钱”目的，大股东具有实施盈余管理的机会主义倾向。为了取得 SEO 资格，上市公司有动机对以前年度的盈余进行操纵。

上市公司 SEO 盈余操纵一直是我国学术界关注的问题。以往研究主要集中在 SEO 盈余管理是否存在、何时发生及其手段等方面。蒋义宏、魏刚（1998）较早关注配股盈余管理，他们发现 ROE 的分布与配股政策具有高度的相关性，上市公司存在通过盈余操纵获取配股资格的现象。许多后续研究都围绕着这一思路展开。孙铮和王跃堂（1999）对 1997 年 773 家上市公司的 ROE 进行了分布检验，发现 ROE 在 10% ~ 11% 区间上共有 215 家，印证了上市公司存在盈余管理，企图挤入 10% 配股资格线的倾向^[94]。陈小悦等（2000）在 Jones 模型基础上引入盈利管理虚拟变量，证明上市公司为了迎合证监会的配股权规定，存在盈余管理行为^[95]。陆宇建（2002）发现，我国上市公司为避免亏损，通过盈余管理将 ROE 维持在略高于零的水平，而为获得配股权，将 ROE 维持在 6% ~ 10% 的区间上。黄新建和张宗益（2004）通过对 242 例中国 A 股上市公司宣布配股信息前后的盈余管理的研究，发现配股公司在宣布配股信息前两年和宣布配股信息当年，存在远高于成熟证券市场和其他新兴证券市场的盈余管理行为，而在宣布配股后第 2 年和第 3 年没有进行盈余管理，上市公司为了取得 SEO 的资格，在配股以前存在强烈向上的盈余管理动机^[96]。刘俏和陆洲（2004）考察了中国上市公司在控制股东谋求自己利益的前提下，上市公司盈余管理和资源“隧道效应”的相关性^[97]。何卫东（2004）认为，上市公司本着为非流通股股东通过其他途径获取利润的目的进行融资，但未能揭示其具体原理^[98]。张详建和郭岚（2005）分析大股东进行盈余操纵的机理，

认为大股东通过调整利润时间分布可以改变投资者对公司盈利能力和投资价值的判断，从而造成 SEP 价格的提升，使大股东获取更多的私人利益^[99]。可见，上市公司 SEO 盈余管理程度及影响因素并未得到足够重视。

盈余管理不仅是会计行为，也是一种管理行为，可能会导致严重的经济后果。一方面，由于盈余管理导致的会计信息失真，使得质量低下、缺乏竞争力的上市公司与真正业绩优良的公司鱼龙混杂、优劣难辨，误导投资者的决策，损害广大投资者的利益，破坏证券市场资源优化配置功能的发挥。另一方面，盈余管理的公司如果股价处于高位而又缺乏实质性的要素支撑，容易产生巨大泡沫，加大市场系统风险，甚至影响投资者对公开披露的会计信息的信任度，危害证券市场的稳定和发展。上市公司配股时既可能正向盈余管理，也可能负向盈余管理。以往在公司融资的实践中，多以正向操纵为主，本书的研究重点也在于此。上市公司实施正向盈余管理主要有两个好处：一是获取 SEO 资格，二是提高 SEO 价格。国外研究证实，上市公司在融资过程中会通过正向盈余管理以提高股价，降低融资成本（Dechow et al.，1996；Rangan，1998；Teoh et al.，1998）。正向盈余管理的不利影响是，虚增盈余的转回可能导致后期盈余水平的大幅下滑。这可能严重损害公司的形象，并制约其后期 SEO 资格的取得和融资能力。并且 SEO 前后业绩水平的巨大反差可能招致过度关注，甚至遭到监管部门的处罚。

四、股权再融资效率理论分析框架

（一）资本市场效率范畴

1. 效率的经济学含义

效率（Efficiency）一直是经济学研究的核心命题。“效率”一般被定义为新古典经济学的“配置效率（Allocation efficiency）”。这是由意大利经济学家

和社会学家维尔弗里多·帕累托 (Vilfredo Pareto) 提出的, 故也称“帕累托效率”。帕累托将“效率”表述为这样一种状态: 对于某种资源配置, 如不存在在其他生产上可行的配置, 使得该经济中的所有人至少和他们在初始时情况一样良好, 而且至少有一个人的情况比初始时严格地来说更好, 那么这个资源配置就是最优的。一种配置之所以被称为帕累托有效, 因其有效利用了社会初始资源和各种技术可能性, 从而不再有其他组织商品生产和分配的方式, 使一部分消费者的福利得以改进, 而不降低其他消费者的福利水平。布坎南 (1985) 认为, 帕累托效率提供着最具综合性的方法, 因为它所具有的内涵, 是以把生产资源的配置方式、生产的组织形式, 以及消费品的分配, 就所有这些因素影响人们处境改善的程度而言——都考虑进来^[100]。从广义上讲, 帕累托效率是一种综合效率, 是完全效率的概念, 实现帕累托最优 (或效率) 的“经典性途径”是完全竞争的市场。在形式化的分析框架下, 可对帕累托效率给出严格的数学定义^[101]:

假设经济中有 I 个消费者 ($i = 1, \dots, I$), J 个厂商 ($j = 1, \dots, J$) 和 L 种商品 ($l = 1, \dots, L$)。在第 i 个消费者的消费集 $X_i \subset R^L$ 中, 消费者对消费束 $x_i = (x_{i1}, \dots, x_{iL})$ 的偏好由效用函数 $u_i(\cdot)$ 表示。经济中每一种商品 $l = 1, \dots, L$ 在最初可获得的总数称作商品 l 的总禀赋, 表示为 $\omega_l \geq 0, l = 1, \dots, L$ 。厂商可利用生产技术将某种商品最初禀赋的一部分转化为其他商品从而增加其他商品的数量, 每一厂商都能做到这点。各种生产可能性由生产集合 $Y_j \subset R^L$ 表示。 Y_j 的基本元素是生产向量 $y_j = (y_{j1}, \dots, y_{jL}) \in R^L$ 。因此, 如果 $(y_1, \dots, y_J) \in R^L$ 是这 J 个公司的生产向量, 则经济中可获得的商品 l 的 (净) 总数为 $\omega_l + \sum_j y_{lj}$ 。可定义一种经济配置 $(x_1, \dots, x_I, y_1, \dots, y_J)$ 是消费向量 $x_i \in X_i, i = 1, \dots, I$ 和生产向量 $y_j \in Y_j, j = 1, \dots, J$ 的一种结合。配置 $(x_1, \dots, x_I, y_1, \dots, y_J)$ 是可行的, 当

$$\sum_{i=1}^I x_{li} \leq \omega_l + \sum_{j=1}^J y_{lj} \quad \text{对于 } l = 1, \dots, L$$

若每种商品的消费总量不超过其可获得的总量, 包括最初禀赋和生产转换所得, 则这种经济配置就是可行的。在上述这样一个经济下, 可给出帕累托最优

(或效率)的正式定义:如果对于所有 $i = 1, \dots, I$ 不存在其他可行配置 $(x'_1, \dots, x'_I, y'_1, \dots, y'_I)$, 使得 $u_i(x'_i) \geq u_i(x_i)$, 并且对于某些 i 不存在 $u_i(x'_i)$ 则可行配置 $(x_1, \dots, x_I, y_1, \dots, y_I)$ 是帕累托最优(或效率)。

在现代金融经济学研究范式下,“效率”有着不同于帕累托效率的特殊含义,而更多与“信息”相联系。曾康霖(1993)较早在国内研究中使用“融资效率”这个概念,他认为采用什么形式融资要着眼于融资的效率和成本,并分析了影响融资效率和成本的七因素。樊纲(1995)对经济效率的定义是,社会利用现有资源进行生产所提供的效用满足程度,也可一般地称为资源的利用效率,它是需要的满足程度与所费资源(成本)的对比关系,不是生产多少产品的简单的物量概念,而是一个效用概念或社会福利概念。宋文兵(1997)指出,经济学中的效率概念指的是成本与收益的关系。融资方式作为一种制度安排包括两个方面:交易效率和配置效率。前者指该种融资以最低成本为投资者提供金融资源的能力,后者是指能将稀缺的资本分配给进行最优化生产性使用的投资者,相当于托宾提出的功能效率^[102]。赵德志等(1999)提出,融资效率包括筹资效率和配置效率。前者指既定融资体制以最低成本为投资者提供资本的能力;后者指该种融资体制能否将稀缺资本投入到使用效率最高的用途上去^[103]。郭茂佳(1999)认为,不能把股票市场效率和股票市场有效性混为一谈,股票市场效率不仅包括有效性理论的定价效率,而且将有关股票市场的各种因素都包括进来,可归纳为对经济效率的贡献。

传统观点认为金融机构和金融市场仅仅起到资源配置的媒介作用。股票市场以价格信号为基础进行金融资源的配置活动,资金总是流向效率最高的部门。这是基于供求关系为分析起点的微观经济理论,局限性在于仅仅将资源配置问题停留在社会储蓄向实际经济部门转移的过程上,而没有进一步深入分析这一转移过程完成之后,金融资源如何真正最有效地转换为投资,并让最初投资者获得回报等问题。在资源稀缺及用途多样性假设下,经济主体面对资源约束做出何种决策以及满足自身效用的决策效果,能否使资源得到最有效的使用,构成了经济学的研究起点。从这一本源分析,效率主要有三层含义:一是狭义上,经济主体以成本与收益的对比关系表示的效用,即“资源运用效率”



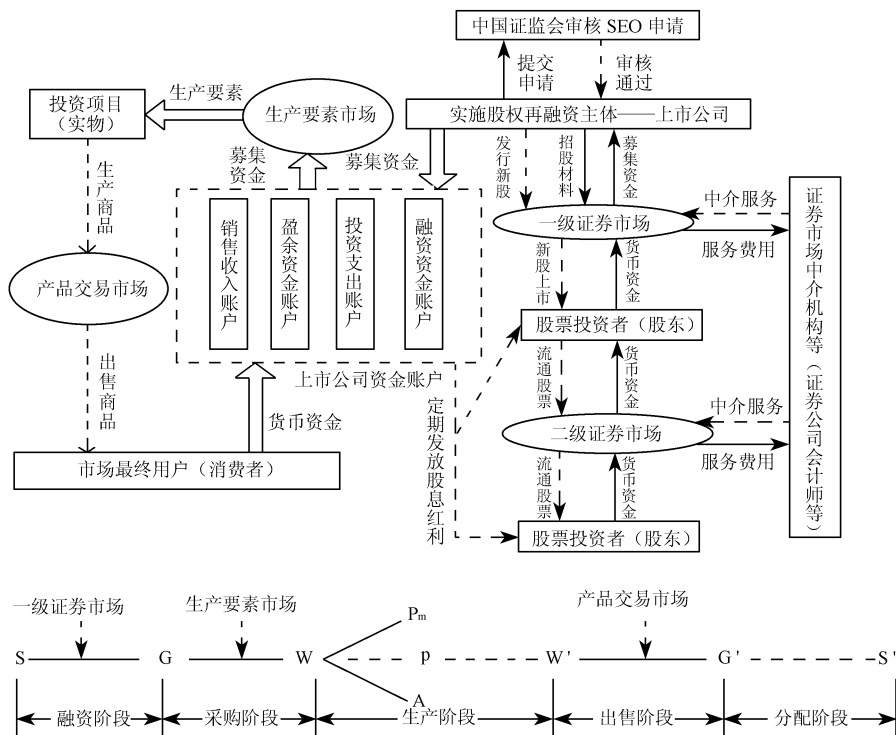
或“生产效率”，也就是一个生产单位、区域或部门如何组织运用自己可支配的稀缺资源，使之发挥出最大作用，用既定生产要素生产出最大量的产出品；二是广义上，经济主体在追求微观效率的同时，是否带来了全社会资源的合理利用，资源是否在不同生产者和生产目的之间得到有效配置，资源配置是否达到了帕累托效率，即“资源配置效率”，也称“经济制度效率”，就是如何在不同生产单位、不同区域或不同行业之间分配有限的经济资源，使每一种资源能够有效地配置于最适宜的使用方面和方向上；三是指引导微观效率向配置效率转化的制度效率，即现有制度安排对微观效率和配置效率的影响，以及在此基础上对经济制度效率的评价。前两种含义既有区别又相联系。区别在于，资源运用效率主要通过改善内部管理方法和提高生产技术来实现，而资源配置效率则是通过外部的生产要素流动，通过制度安排（如经济计划或市场机制）的运行获得的。联系在于，资源配置效率的高低在一定程度上会影响到资金运用效率的状态，总体上的资源配置不当会使微观上一些生产单位或行业的资源利用效率降低。同时，资源运用效率较高就能为社会经济资源总量的增加创造条件，从而为资源配置合理化提供一个前提。

2. 资本市场效率

资本市场效率是资本市场的资源配置效率，即通过资本市场筹集资金，引导资源有效配置，促进社会福利最大化等方面行为过程的特征表现与功能实现程度。《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》将资本市场效率定义为，若资本市场在证券价格形成中充分而准确地反映了全部相关信息，则称其为有效率。资本市场效率包括一级市场效率和二级市场效率两个层次，前者主要指通过证券发行募集资本，从而引起资源在全社会范围内合理流动优化配置的效率，后者指在一定市场条件下，虚拟资本（股票、债券等）价格反映其所代表的真实价值的程度。高效率的一级市场应是虚拟资本价格充分反映了决定其真实价值的全部相关信息的市场。一级市场的高效率有赖于二级市场的高效运作和规范运行，有赖于二级市场的高效率。而二级市场的高效率也是建立在一级市场对证券发行定价合理，发行方式合理有效的基础之上的。两者相互作用、相互影响，并有机结合构成了完整的资本市场效率。

（二）股权再融资资金运动三重性

上市公司 SEO 形成资本的过程，是 SEO 资金运动的过程。为直观说明 SEO 资金运动的特征，可在刘则福（2003）的基础上，利用图 2 - 3 直观地加以分析。



S、S'：SEO 发行新股转让前后股东；G、G'：募集资金、增值资金；W、W'：商品、增值商品； P_m ：生产资料；A：劳动力；P：生产过程。

图 2 - 3 上市公司股权再融资资金运动系统

资源配置是建立股票市场的基本目的，股票市场实现资源配置实际指的是两个相对独立的过程^[104]：投资者在证券价格指引下，通过购买证券或发放贷款，将手中的金融资源转移到资金需求者手中，这是金融资源配置的第一阶段。这一阶段金融资源以货币资本的形式存在，尚未进入实际生产过程与实体



经济结合。第二阶段是指资金需求者通过股票市场的价格反应，评估拟投资项目的价值与重置成本，决定是否进行项目投资，将货币资本转化为产业资本投入实际生产过程，创造有效产出。这一阶段属于金融资源的外部配置，是决定金融资源配置效率的最终环节。按照我国目前证券的发行管理体制，在 SEO 审批阶段，上市公司必须满足有关发行的基本条件，经过中国证监会审核通过，方能获得融资的资格。上市公司在获准发行、向市场募集资金后，SEO 资金便融入公司的经济活动，开始一系列资金运动。

1. 上市公司股权再融资资金运动的三重性

根据马克思主义哲学系统观，任何事物都是系统，整个世界不论是自然界、社会和思维都普遍具有系统性^[105]。上市公司是一个典型意义上的，由客观物质实体组成的系统，它输入的是物资，输出的也是物资，是一个物流系统。作为市场经济组织体系的重要组成部分，上市公司实施 SEO，一方面是使用价值的输入、转换和让渡；另一方面则是价值的投入、创造、转移和实现，后者可表示为：

价值——→上市公司价值流系统——→价值

在所有权与使用权分离的环境，与股票对应的真实资本运动，即上市公司财产实际运营形成的股票内在价值，这是 SEO 资金第一重运动，即募集资金形成实际财产的使用过程。在商品货币经济下，SEO 资金运动又可表示为：

资本(金)——→上市公司资本(金)流系统——→资本(金)

更为清晰地，可用马克思关于资本循环的最一般公式加以表现，即图2-3 下半部分。这是资本(金)运动的总公式，它是从资本(金)的角度对上市公司(主要是制造业公司)生产经营活动所作的系统描述。在 SEO 股票发行阶段，上市公司供给股票，投资者购买股票并支付货币，经过名义上的等价交换，上市公司获得所需的货币资本，投资者获得股票。在消费阶段，上市公司将募集资金投向生产要素市场，购买生产资料和劳动力，为实物性投资作准备。在生产阶段，上市公司创造剩余价值，生产货币增值，并影响到上市公司的形象和持续融资的能力，也直接关系到投资者回报率的高低。在出售阶段，产品进入市场销售，上市公司收回投资获得利润，这是剩余价值实现阶段。在

分配阶段，上市公司按利润分配政策实施分配。

如果把上市公司 SEO 资金运动抽象为信息交换过程，则可以图 2 - 4 表示。SEO 资金运动系统之所以能按预定目的得到控制，就是因为系统内部的各要素之间，以及系统与外界环境之间存在着信息交流和反馈，具体表现为股票价格在不同时刻对 SEO 事件的市场反应上。上市公司实施 SEO 发行股票，使财产所有权的运动形成股票的外在价值，这是上市公司 SEO 资金的第二重运动，即股票价值相对独立运动的过程。股票外在价值的真实代表是股票的市场价格，股票市场供求关系是决定股票价格的关键因素。股票作为虚拟资本商品的运动，实际是所代表的企业财产所有权价值相对独立运动。



图 2 - 4 上市公司股权再融资资金运动信息流系统

按照现代公司融资理论，上市公司 SEO 使资金和股票在存在方式上发生分离，财产所有权的运动及其实现与财产使用权的实际运营相脱离，产权关系及所有关系多元化，SEO 资金对公司治理的影响就是 SEO 资金的第三重运动，这种运动形式可用图 2 - 5 形象体现。公司治理水平，体现上市公司融资方式对企业制度高效运作的作用和影响结果。它影响证券市场有限资金能否得到合理、有效的配置。在融资过程中，伴随着资金的转移会发生权利和义务的变化，各利益相关主体间为确保各自的利益，必然要对与企业资金的使用、收益和控制等相关的权责利关系进行界定，形成一种相对稳定的、有效的均衡态势，从而决定企业股东、债权人和经理人员之间的关系。不同的融资方式，相同融资方式下的不同融资方案，都可能导致企业形成不同的资本结构，进而制约和界定着不同的权、责、利关系。同时，由于企业融资机制的内在差异，直接或间接地影响到企业经营的实际运作效率，也即企业的治理效率有所不同。



图 2-5 上市公司股权再融资资金运动公司治理流系统

从时间来看，上市公司 SEO 资金运动是由过去、现在和未来的资金运动所形成的不断持续的资金流、价值流和信息流。从空间来看，上市公司 SEO 资金运动可看做资金运动的各种存在形态、存在地点及其存在数量等。通过空间的任何点，都可以找到运动着的资金，这是空间三维性的表现。上市公司 SEO 资金运动的三维空间和一维时间的结合，构成了时空概念下资金运动的四维性，呈现出十分复杂多样的状态，会出现立体的网状交叉点。一方面，在每个交叉点上都存在着资金的融入和融出、循环与周转、使用与分配，以及公司所有权的转移和所有权结构的变化等。另一方面，在某一时点上，都可以找到处在某一资金形态上具有一定量的资金。因此，这是一个随着上市公司自身生产经营不断进行、转瞬即变的动态运动系统。

2. 上市公司股权再融资资金运动三重性的目标

SEO 资金运动三重性的有效作用，有助于整体提高上市公司 SEO 效率，建立起科学的经营决策机制。上市公司经营者的前途、命运、成就感、荣誉和私利，由股东的共同利益所控制，直接取决于上市公司财产所有权的增值程度、经营状况、价值效率和发展前景，使上市公司股东追逐利润的动力转化为经营者追逐利润的动力和外部压力。由于我国证券市场股权分置问题的影响深远，使得建立上市公司内部机制还难以发挥应有的作用。随着当前股权分置改革的不断深入和最终全面解决，SEO 资金运动三重性的运行会不断纳入良性轨道。

系统的目的性原则是一切系统普遍适用的原则。上市公司 SEO 资金运动系统为实现预期的效率，必须依据反馈信息不断调节系统行为的秩序。上市公

司 SEO 资金运动系统是一个目的指向性非常明确的系统，这就是在有限资源配置条件下，获得最优的资金、成本、利润指标，公司的股票价格在股票市场上有上乘表现，取得预期的公司治理效率，最终实现 SEO 资金运动的效率整体最优。根据控制论的观点，一切需要反馈调节的行为，都被看做控制系统的有目的行为。上市公司 SEO 资金运动系统作为一个控制系统，具有由反馈来实现调节控制的目的性的特点。同时，这是个开放系统，它要达到一定的目的或者趋于稳定，就要求 SEO 资金运动系统的组成要素符合一定的规律运动。但是，在这个过程中，总是有一定的环境在制约着整个过程。因此，要采取各种控制、协调、反馈的办法，不断实现资金运动系统在一定条件下的优化，通过系统综合优化达到资金运动系统的目的。可见，作为目的指向性非常明确的资金运动系统，其中的各子系统（或要素）都要为该系统整体的目的服务，同时，它又作为不同于其他子系统的一个独立系统，又应实现自身的目的。所以，一定要使各子系统或要素在资金运动系统整体目的的指引下，协调配合、分工合作，在顺次完成子系统目的的过程中，最终实现 SEO 资金运动系统总体目标。

3. 上市公司股权再融资资金运动三重性的联系

上市公司 SEO 效率是考察 SEO 资金运动的主要标准。组成系统的各要素之间，其相互联系和作用不能离开整体去考虑，这点对于上市公司 SEO 资金运动系统也不例外。上市公司 SEO 资金运动三重性本身是一个整体，同时，这个系统又是作为整体的上市公司系统的一个必要组成部分，并不是孤立的系统，而且受到整体企业系统乃至更大系统的制约。上市公司 SEO 资金运动三重性的整体观念要求，在研究 SEO 资金运动系统的运行过程及其规律时，不能从其中任一单独要素得出有关整体的结论。该系统具有独立功能的要素，其中要素之间的相互关系和逻辑分布，必须有机地统一和协调于整体之中。上市公司 SEO 资金运动三重性各要素的目标都必须纳入上市公司整体系统的目标之中，资金运动系统中构成部分的统一，是整体、要素、环境三者的辩证统一，它包含着过程、联系和转化。因此，既要量也要从质的方面来考察，这样才能理解资金运动系统的整体性，从而不断提高上市公司 SEO 资金运动系

统的整体效应。

（三）股权再融资效率分析框架

通过前文对上市公司 SEO 资金运动系统的论述，以及上市公司 SEO 资金运动三重性理论的建立，为形成比较全面的上市公司 SEO 效率分析体系奠定了重要基础。如图 2-6 所示，上市公司 SEO 效率包含制度效率、资源配置效率和资金运用效率，前二者的主要着眼点体现在宏观层面，资金运用效率则相对微观。三者相互作用、相互影响和相互促进，存在紧密的联系，直接关系到微观融资主体（更确切地说应处于比较中观的地位）上市公司的资金运用效率。毫无疑问，从系统论的观点来看，上市公司 SEO 效率也是一个人工系统，它的存在和发展是各子系统存在和发展的前提，各子系统本身的发展就受子系统和其他子系统的制约，这种关系是通过该系统整体相联系的，是实现系统的目的所必需的。制度效率、资源配置效率和资金运用效率均各自成为一个系统，在它们下面的层次，仍然有若干的子系统。

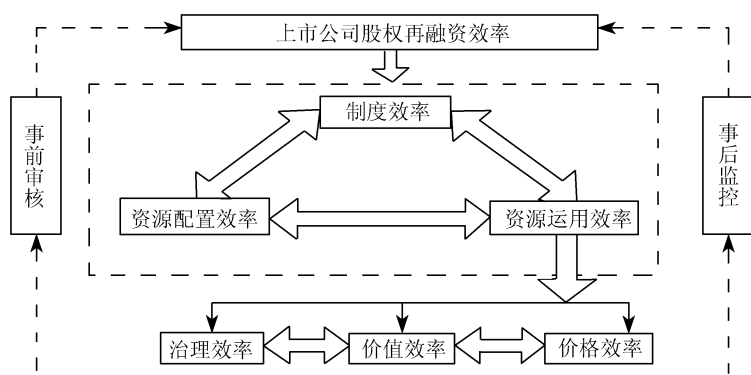


图 2-6 上市公司 SEO 效率要素及互动关系

与上市公司 SEO 资金运动三重性相应，上市公司 SEO 资金运用效率系统在三个层次对上市公司产生影响：公司治理水平（公司治理效率）、经营业绩

（股票价值效率）和股价表现（股票价格效率）。从系统观点来看，这三个子系统同时存在、相互影响并相互制约，而它们之间作用的结果，构建了上市公司 SEO 的资金运用效率。上市公司 SEO 效率系统中各要素在时间上的继起性和空间上的并存性，是受制于上市公司 SEO 资金运动规律的本质特征。上市公司 SEO 价值效率、价格效率和治理效率，在时间上继起，在空间上并存，彼此互为条件、互相依存。作为上市公司 SEO 资金运用效率的任一要素，在系统运行的任何状态上都不能割裂开来，否则上市公司整个系统的运行效率也将同时遭到破坏。例如，价值效率不能及时转化为价格效率，要么信息阻滞、不对称导致股票市场失去效率。再如，假设 SEO 后公司治理状况不良，如内部人控制严重，大股东频繁侵害中小股东权益，SEO 资金运用效率就难以提高，整个系统的并存就会被打破。凡系统都有结构，而结构都是有层次的、有序的。上市公司 SEO 资金运动系统的有序性，是该系统有机联系的反映。上市公司实践中不断催生的再融资创新，促使融资机制的不断健全反作用于公司治理。

宏观来看，上市公司 SEO 微观效率的有机结合，构成证券市场总体资源配置效率。在充分竞争的市场、完善的产权制度、合理的企业治理结构等前提下，上市公司 SEO 效率外在体现为资源配置效率，作为资本资源的使用者和最终产品的提供者，上市公司如果使用资源的成本相对较低，而产出水平相对较高，则会吸引资本资源的大量流入，反之则出现资本资源的净流出，直到资本产出的边际效益相等为止，这是市场条件下资源流动的理想情形。在竞争不完全的市场环境中，由于融资制度的演化是对不同融资方式交易费用最小化选择及各自功能、风险权衡的结果，现行融资方式及金融市场不可避免存在缺陷，这经常使资本资源配置有可能偏离效率的轨道，从而使得资本结构成为市场缺陷反应的必然结果。这种非效率的均衡首先表现为，资本资源的实际使用者可能并不是效率最高的使用者，产出效率低下的生产者很有可能占有了大量的资源，资源缺乏合理流动的市场机制。这样，上市公司个体融资效率与市场对融资方式的效率要求不能完全匹配，个体的融资结构及融资效率理性表现为市场整体的非理性，即资源配置的效率低下。



从融资效率来看，一种融资方式是否能成功推动经济发展，主要看能否保证金融资源投入到效率最高的行业和部门，是否可以保证所投入的金融资源产生投资者所预期的投资回报并向投资者分配收益，是否能够激励金融资源的最终使用者如公司及经理层实现公司的财务目标。根据这一评判标准，上市公司 SEO 效率的内涵，将不仅仅局限于融资主体利用股票市场为经济发展提供金融资源，还包括股票市场提供金融资源的事前依据和融资发生之后的事后监控体系。

卢福财（2000）认为，企业融资效率是指企业融资活动在实现储蓄向投资转化过程中所表现出的能力和功效。具体是某种企业融资方式或融资制度在实现储蓄向投资转化过程中所表现出的能力和功效^[106]。肖劲和马亚军（2004）认为，企业融资过程既是资金的筹集与供给过程，也是资金的重新配给过程。分析金融工具（或过程）的融资效率，应该从该种金融工具（或过程）融通资金的量，以及融通资金的质两个方面进行。在综合两个方面效率状况的基础上，才能归纳出一个企业融资效率的完整定义^[107]。杨兴全（2005）认为，公司融资微观效率主要表现在融资的治理效率和融资政策的选择上^[108]。微观经济主体最关心的是经济活动的收益，由于融资涉及不同利益相关者，收益也有近期和远期收益之分，上市公司 SEO 效率会有不同的表现形式。对上市公司 SEO 效率考察，不仅要按照有效市场假说（EMH），通过虚拟股票价格对信息的反映程度，判定证券市场的定价效率，还要以作为实体经济载体的上市公司为研究对象，考察整个证券市场上市公司 SEO 募集资金的运作效率，也即价值效率。从效率的基本范畴分析，上市公司 SEO 效率是在资源稀缺的前提下，受资源约束的公司在竞争金融资源过程中，微观资源运用效率与宏观资源配置效率的交互作用和相互依存。如果两者相互促进，则表明整个上市公司再融资体制具有效率。从这个意义上讲，上市公司 SEO 效率是一个中观的概念，表现为微观资金运用效率与资源配置效率的交互作用和相互依存，以及微观主体追求效率的结果是否促进了整体资源配置效率的提高。

（四）股权再融资价值效率

SEO 价值效率，主要考察上市公司融入资金过程中的相关成本、收益和风险，即上市公司能否对募集资金有效使用，在形式上则表现为上市公司价值效率的变化，是某种再融资方式以最高成本收益比和最低风险为上市公司提供生产经营所需资金的能力，其核心是经营业绩、资金成本、杠杆效应以及由融资结构决定的最优资本结构。根据公司融资理论和公司财务目标的分析，上市公司实施 SEO 的重要目的是提高价值效率水平，增强自身应对市场变化的能力。设计合理的 SEO 方案，有助于管理者做出合理的投资决策，提高公司价值效率。直观上，上市公司 SEO 的价值效率，表现为上市公司所融通的资金能否得到有效利用，融资后价值效率是否在保持原有水平的基础上得到提升，并且通过 SEO 是否使上市公司财务状况和经营业绩发生预期的变化，是否达到预期的融资目标。上市公司价值效率是证券市场的生命线，证券市场的健康发展，最终取决于上市公司能否获得骄人的经营业绩，给予投资者一定的投资回报。融资成本是为获取资本必须支付的最低价格，上市公司取得的资金能否得到有效利用，投资的项目能否获得最佳效益，直接决定了企业融资成本和融资效率的高低，如果投资收益还不足以补偿融资成本，即使融资成本再低，融资效率无疑是低下的。从整个融资制度角度来看，大量微观主体上市公司的资金使用效率低下，必然无益于资源的有效配置。

SEO 价值效率，包含募集资金的收益性或增值性特征。科学决策的投资项目是上市公司取得良好 SEO 价值效率的基本保障，投资项目决策正确与否，资金使用方向是否适当和投资项目能否按项目进度计划实施和使用资金，以及项目能否顺利投产使用，并生产出令消费者乐于接受的项目产品等，直接决定了上市公司经营业绩的好坏。同时，上市公司募集资金投资项目收益率的大小，不仅决定了上市公司能否获取利润并加以分配，同时又影响到其股票价格和上市公司再融资能力。如果上市公司股票在二级市场表现上乘、有较大需求，上市公司配股或增发就容易取得成功，上市公司运营资本的会增加会使实物投资能力增强。相对于公司治理效率，上市公司 SEO 的价值效率和价格效率



表现得更为直观，股票价值以公司公布的财务报告、评估报告等为基础，参考市场公允价格得到，股票价格围绕股票价值变动。股票的内在价值决定了 SEO 资金的第一重运动，股票真实投资价值与企业每股净资产、ROE、EPS、EBIT 及 ROA 等息息相关。

（五）股权再融资价格效率

SEO 价格效率，即市场上证券的价格是否能根据有关信息做出及时、合理的反映。在一个弱有效性的非完全市场上，资源运用效率的三方面表现形式联系更加紧密，因为信息一定程度上决定股价，资源又是稀缺的，对于有机会和能力获取资金的企业，势必对其经营带来一定影响。上市公司 SEO 效率有效实现的严格条件是，证券价格能够充分反映公司目前的价值和未来投资的信息。证券市场是上市公司融资的平台，市场有效程度决定着上市公司融资效率的高低，上市公司 SEO 效率的提高有赖于证券价格反映信息的充分性、准确性。在市场主导型融资模式中，证券市场是全社会资金筹集和分配的主要渠道，投资资本是一种稀缺资源，证券市场应努力将投资资本引导到效率最高的产业部门，只有真正反映了公司内在价值的证券价格才有可能有效引导投资资本的配置。公允的股票价格能使股东更加重视通过股价的变动来评判经理层的努力程度，从而改善对经理层的监督。由于股票价格不确定性的降低，投资者的投资信心也会增强，有利于公司通过股票融资实现增资扩股的目的。总之，股票价格越精确，整个经济中的资源配置效率就越高。

理论上，证券市场能够对上市公司未来价值做出正确评价，并通过股权资本的自由配置，促使稀缺资本由效率低的部门向效率高的部门流动，但需要满足一定条件：股票价格应基本能够反映上市公司经营状况的信息。首先，直接融资效率取决于证券市场信息功能的完善与否。一方面，从 SEO 的价格效率分析，形成有效的证券市场价格信息，需要一定的成本。投资者收集和处理信息的能力有限，要得到信息必须支付一定的成本，筹资者为了完成筹资目的，必须公开披露关于投资项目风险与收益状况的信息，这也产生一定的成本；另一方面，为减少市场的信息不对称，及由此产生的“逆向选择”问题，需要

建立严格的信息披露制度，要求上市公司详细披露其经营状况。如果融资方披露的信息越详细、越完全，投资者收集和处理信息的能力越强，信息成本就越低，越有利于形成有效的价格信息，有利于证券市场融资效率的提高。其次，证券市场对上市公司的评价与监控的有效性，取决于股票价格的有效性，即价格效率的高低。如果股票价格能在很大程度上反映有关公司真实价值的信息，那么投资者通过证券市场对公司做出的评价也是有效率的，由此做出的干预决策、激励决策、控制权竞争决策等必定能真正实现对公司的有效监控，所以证券市场的监控功能取决于股票价格的信息含量。最后，资源配置功能的发挥也有赖于证券市场的有效性，这实质上是以上两方面的综合。如果股票价格的信息含量较高，投资者根据股票价格信息所做出的投资决策，就会引导资金及资源向真正需要融资的公司流动，并且，投资者也能对融资的公司实行有效监控，以保证所投入资金的使用效率，实现资源的有效配置。SEO 资金的第二重运动受其他两重运动制约，实际资本的运动最终制约着虚拟资本的运动，股票价格的上下波动，在一个相对较长的时期里，围绕着股票的真实价值这个轴心。不管股价如何随机变动，股票的真实价值是客观存在的，而且股价上下波动围绕股票价值进行。

（六）股权再融资治理效率

1. 股权再融资效率的决定性力量

图 2 - 7 反映了上市公司再融资结构与公司治理联系的机制。上市公司运行的各种决策是各利益相关者在这一制度安排下博弈的结果，融资决策是企业运行过程中的重要决策之一。上市公司 SEO 效率以及融资方式、融资结构的选择，始终归结于公司治理问题。Shleifer 和 Vishny（1997）指出，公司治理处理的是公司资本供给者确保自己可以得到投资回报的方法问题^[109]。虽然融资结构的不同选择直接决定了企业控制权在利益相关者之间的分配转移，进而决定了不同的公司治理模式。但在一定公司治理结构框架下，融资决策作为各方利益主体在制度约束下博弈的结果，又会改变现存的融资结构。如果公司治理结构失效或弱化，经理人员就有动机采取有利于自己而损害外部股东利益的

融资政策。公司治理与上市公司 SEO 效率联系起来，最终目的在于保护投资者利益，确保投资者获得回报、约束资金使用者的自利行为等。潜在投资者如商业银行和证券市场中的股票投资者，将根据公司治理机制是否完善做出投资决策。从这个意义理解，公司治理本质上应该作为有效融资模式的重要组成部分^[110]。股权分置长期存在影响公司治理和市场价格形成机制，当前解决股权分置不仅仅是解决市场本身的问题，实际上也是解决公司法人治理结构问题的重要前提。只有真正全面解决股权分置问题，才可能限制控股股东严重失衡的表决权，终止非流通股在再融资方面享有的不合理的特权，使公众股东有话语权。

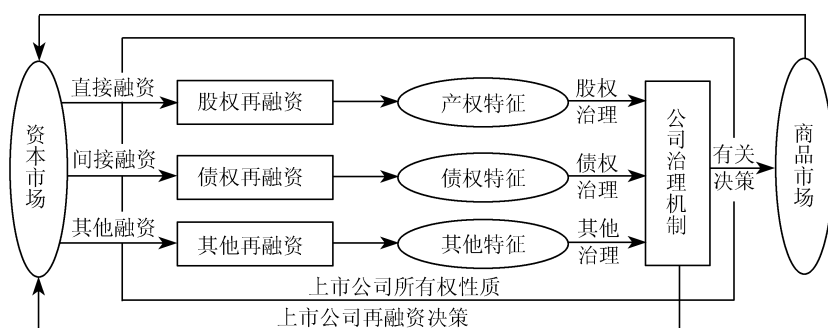


图 2-7 上市公司再融资结构与公司治理联系的机制

2. 股权再融资契约治理机制

融资结构是公司治理的反映，公司治理通过代理成本影响融资结构。由于代理成本的差别，当股东对经营者的制约弱化时，经营者就会积极采取股权融资方式。这样，他们就拥有了更多的自由现金流量，承接新项目，支付股利，或者作为闲置资金，既降低了流动性风险，又可以扩大非货币收入。股东拥有企业剩余索取权和剩余控制权，股权融资的治理效率通过股东对企业的控制来实现。股东对企业的控制有两种形式：一是内部控制，即股东以其所拥有的投票权和表决权，通过投票选择公司董事会，由董事会选择经营管理者，将企业

的日常经营决策委托给经营管理者。内部控制的有效实现取决于三个因素：股权集中程度、股东的性质或身份、股东投票权限的大小。内部控制机制的设计一定程度上就是在信息不对称和不完全监督的条件下所构造的一种契约关系（包括补偿性的激励机制），以对企业的代理关系加以规范。正是由于不完全信息和合同不完全性的存在，这样的机制必然会存在一些固有的缺陷。二是外部控制。外部市场主要是经理市场上的代理人之争和资本市场上的敌意接管。当股权融资契约的内部控制机制不能有效发挥作用时，股东最后的控制就是“退出”，用资本市场上的接管来对经营者施加压力。当企业经营不善时，股价可能下跌并成为资本市场上被接管的对象。外部控制有效发挥作用的前提是，资本市场相对发达、股权相对分散且流动性强。同样，由于信息不完全使所有者并不能总是正确评价现任管理者和竞争者的能力差异。

3. 股权再融资治理效率

股本和债务与其说是融资工具，倒不如说就是控制与治理结构^[111]。企业融资决策的目的就是有效实现融资契约的治理效率，适时运用融资的财务杠杆效应与信息传递效应，降低包括代理成本在内的融资成本和提高企业产品市场的竞争能力等，最终实现企业价值的有效增值。目前，我国上市公司股权融资的治理效率还未有效实现，公司治理结构具有国家股缺位、母子公司难分家、中小股东难有发言权和内部人控制等特征。公司治理模式的缺陷在于股东大会虚设、股东控制权虚置以及董事会与经理层制衡机制扭曲。国有控股上市公司的股东大会代表、董事会、经理层均由政府指派，三者之间相互约束、制衡的关系并不存在。上市公司国有股持有者的身份或特性，不利于有效实现股权融资的治理效率。一方面，股权分置导致非流通股股东不能自由用脚投票，限制了控制权市场的发展；另一方面，一股独大使流通股股东不可能选择用手投票，抑制了流通股股东的监督热情，同时机构投资者发展比较滞后。再有，国有企业的高管由政府组织部门遴选，有效的经理人市场并没有形成，所谓的声誉约束机制不存在。这些因素弱化了股东在公司治理中的作用，强化了经理层控制地位，形成内部人控制的局面。无论是国有还是非国有，持有非流通股的控股股东均有能力给予不持股或少量持股的经理层相应的激励和监督，而流通



股股东不能。

在再融资方式的选择上，内部人控制的国有控股公司首先倾向于经理层利益，董事会所代表的所有者与管理者之间的利益冲突相应减轻。董事会与管理层之间冲突的降低，直接后果会导致其首先考虑的是为所代言的股东服务，而后才是上市公司的利益。董事会与高管层的兼任不利于董事会行使监督权，管理层在缺乏有力监督的情况下更加容易进行盈余管理的操作。SEO 资金的第三重运动受第一、二重运动直接或间接的作用或影响。良好的价值效率和价格效率，对于公司治理的健全和完善，有促进作用。同时，公司治理效率的内涵还包括许多方面。有效的公司治理体系由许多复杂的社会、政治、经济、法律甚至文化因素共同决定。治理效率的重要意义还在于，良好的公司治理环境，为提高公司经营决策的效率、落实科学发展观、完善投资者关系管理、将公司的命运与公司治理各层面紧密维系在一起，提供了基础和保障。

本书以下章节，在以上理论框架基础上，主要研究我国上市公司 SEO 的价值效率和价格效率。而上市公司的公司治理效率比其他两方面的效率难以量化，故本书未更多将精力放到公司治理效率方面，不难理解，通过探讨上市公司 SEO 价值效率和价格效率，能从一侧面回答公司治理效率水平。

五、股权再融资财务目标

公司的目标是一种复杂的综合体系，国内外学术界历来争论颇多，至今也没有达成共识。迄今为止，有五大类常被讨论的目标：利润最大化、管理者效用最大化、股东价值最大化、公司价值最大化和利益相关者（Stake - holder）利益最大化。根据“经济人”的假设，上市公司是行为具有自益性的独立经济实体，追求自身效用最大化。企业价值最大化目标模式的起源是 MM 定理。在一定条件下，企业价值最大化与企业股东财富最大化是等价的，其性质和特征与股东财富最大化基本上相同。因此，企业价值最大化是现代西方企业理论

和财务金融学界公认的企业目标，比利润最大化等目标模式的范围更广泛、更具一般性，是衡量企业融资和决策的合理标准^[112]，是企业在开放、动态的金融市场上开展金融活动时所要追求的目标。

企业价值通常包括了股权价值和债务价值，它反映投资者在企业中的权益所产生的现金流量的现值。在完全竞争的市场条件下，关于企业目标的股东价值最大化假定和企业市场价值最大化的假定可以看做是等价的。由于股东财富最大化是指企业在开放的金融市场环境中，通过正常的生产经营，在考虑货币时间价值和风险的情况下使企业总价值达到最大，进而实现股东财富的最大化，因而企业价值最大化又可称作股东财富最大化。企业价值最大化不仅可以实现与股东的利益一致，而且可以兼顾与公司有利害关系的各种集团的利益：一是企业价值最大化目标是和股东的利益相一致，各类股东有权享有公司的经营成果，享有权益的剩余财产权；二是企业的财务目标还要兼顾与企业有利害关系的各种利益集团，兼顾雇员的利益；三是有利于实现社会财富的最大化；四是在一定程度上兼顾了经营者的利益，有助于约束经营者的行为。将企业价值最大化作为公司目标的出发点，一是按照马柯维茨资产组合理论的分析，投资者投资的目的是为了自身效用最大化，对理性风险厌恶型投资者来讲，追求效用最大化的过程就是权衡风险收益关系的过程，而其最终体现就是股东价值最大化，经营者只有服务于投资者的这一目标，在财务决策中充分运用风险收益原理，才能实现股东价值最大化，这实际上就是对风险收益原理的最好体现和运用；二是在多数发达国家，股东的影响已经主宰了高层管理者的日程；三是以股东为导向的经济体制比其他经济体制的绩效好，其他利益关系人也不会因股东的所为而遭受不幸。

企业拥有众多的利益主体，企业管理目标应该与企业利益主体有关，各个利益主体的目标都可以折中为企业长期稳定发展和企业总价值的不断增长。企业的经营绩效应以最大限度地实现各利益主体的目标为己任，企业绩效评价以企业价值最大化为核心符合现代企业管理方向^[113]。财务管理与公司治理之间的关系是管理系统与环境的关系，财务管理作为企业重要的管理系统，其目标直接反映融资环境的变化，并需要根据环境的变化适当地进行调整。公司治理



的逻辑变了，或者说公司目标变了，公司融资决策的出发点和归宿也要发生相应变化。在股东至上的公司治理逻辑下，融资的目标就是通过合理经营为股东带来最大化的财富。由此决定的股东财富最大化的目标只强调股东的利益，而对其他利益相关者的利益重视不够。在企业利益相关者合作逻辑下，企业是在提供要素的各利益相关主体构成的合力中发展，融资决策的目标由股东利益最大化，向利益相关者利益最大化转变，体现企业所追求的利益是所有契约主体的共同利益，而不仅仅是股东的利益。在利益相关者合作逻辑下，能兼顾各方利益的财务目标是公司有效创值最大化。

中国上市公司独特的股权结构强化了经理层追求增长最大化的倾向，无论是处于内部控制地位的公司管理层，还是外部处于关键控股地位的国有股、法人股持有人都会要求其加快扩张，追求最大的增长。本来约束管理层追求增长最大化的所有者，却与管理层的目标完全一致。以销售最大化或费用最大化为目标追求扩张是国有企业根本的行为特征。国有企业的产权体制决定了其所有者总是处于缺位状态，国有企业的行为主要是由企业管理者和政府主管部门的目标决定。政府作为企业所有者的代表，其目标在中国的官僚等级体系中，经常演化为政府官员追求的目标，即与权利、地位、晋升相联系的政绩目标。当前考核官员政绩最重要的一些指标就是产值、财政收入、就业水平及宏观上的经济增长率水平。为追求这些指标的最大化，要求企业快速扩张就成为一个重要途径。当这种目标和企业管理者的目标一致时，企业追求增长的最大化就成为一种必然的趋势^[114]。

第3章 股权再融资价值效率

一、股权再融资价值效率分析方法

（一）样本数据和研究指标

1. 样本数据选取及说明

本书选取1997~2002年沪深证券交易所实施配股和增发的A股上市公司为研究对象。由于金融类上市公司执行特殊会计制度，故予以剔除。研究期间选择1997~2002年，一是考虑从1997年开始配股公司的家数以及募集资金额大幅增长；二是从1998年开始上市公司增发开始试点，随后规模不断扩大；三是从财务数据和指标的可靠性考虑，上市公司从1998年开始执行《股份有限公司会计制度》。上市公司披露的会计信息开始逐步走向规范。国外关于上市公司SEO经营业绩的研究大多跟踪融资后3~5年，由于我国证券市场起步较晚，本书只对融资前3年、融资当年和融资后3年的价值效率加以分析。

表3-1 研究样本公司基本统计

年度	配 股				增 发			
	家数	一次	多次	募资（亿元）	家数	一次	多次	募资（亿元）
1997	104	60	44	250.78	-	-	-	-
1998	147	69	78	353.8	7	4	3	30.46

续表

年度	配 股				增 发			
	家数	一次	多次	募资 (亿元)	家数	一次	多次	募资 (亿元)
1999	120	84	36	282.51	5	5	0	55.1
2000	166	144	22	508.98	24	21	3	210.88
2001	97	89	8	358.13	23	22	1	210.58
2002	20	20	0	53.71	29	27	2	166.22
合计	654	466	188	1807.91	88	79	9	673.22

资料来源：WIND 资讯。

为研究不同融资机会对上市公司效率的影响，本书将研究样本分为一次融资和多次融资两类。一次融资指在本次融资后 3 年内未实施再次融资（包括配股、增发和可转换债券）的公司，多次融资指在本次融资后 3 年内再次融资的公司。如表 3-1 所示，本书最后确定的样本公司共 742 家，其中配股公司 654 家（一次配股 466 家、多次配股 188 家），增发公司 88 家（一次增发 79 家、多次增发 9 家）。

本书研究样本涵盖多个行业。目前我国和行业分类标准，一是中国证监会 2001 年 4 月公布的《上市公司行业分类指引》（以下简称《指引》）；二是国家统计局的《国民经济行业分类与代码》；三是 MSCI（Morgan Stanley Capital International）和标准普尔（Standard & Poor's）1999 年发布的全球行业分类标准（Global industry classification standard）。前两者的分类大致相同，更符合证券市场的实际情况。本书对上市公司行业分类以《指引》为基础。上市公司一级行业分类有 13 类：A. 农、林、牧、渔业；B. 采掘业；C. 制造业；D. 电力、煤气及水的生产和供应业；E. 建筑业；F. 交通运输、仓储业；G. 信息技术业；H. 批发和零售贸易；I. 金融、保险业；J. 房地产业；K. 社会服务业；L. 传播与文化产业；M. 综合类。由于制造业上市公司较多，进一步采用二级分类将其细分为：食品、饮料业；纺织、服装、皮毛业；造纸、印刷业；石油、化学、塑胶、塑料业；电子业；金属、非金属业；机械、设备、仪表业；医药、生物制品业和其他制造业（含木材、家具）9 个子行业。本书选取

的样本公司分属 21 个行业类别。

本书数据主要来源于 WIND 资讯，以及上海、深圳证券交易所网站公开披露的上市公司定期报告、临时公告。

2. 指标选取及说明

上市公司 SEO 价值效率是评价公司绩效的重要部分，是对一定期间公司经营是否成功地达到公司目标的一种衡量。公司绩效评价是对执行公司目标有效性的评价，是公司经营者合理配置公司内外各种资源，有效达成公司目标的程度或表现，也即一定经营期间的公司经营效益和经营者业绩。公司经营效益水平主要表现在盈利能力、资产营运水平、后续发展能力和偿债能力等方面。公司绩效评价指标的选择问题实际是公司目标的选择问题，反映公司经营绩效的指标主要采用会计利润率和企业价值指标。由于不同学者对公司目标的见解不同，对公司绩效评价指标的选择也各不相同。根据王化成等（2004）的分类^[115]，公司绩效评价模式主要有财务模式、价值模式和平衡模式。财务模式包括综合评价方法、杜邦分析系统和责任中心业绩评价方法等，价值模式以股东价值最大化为导向，主要采用美国 Stern 公司 1991 年提出的经济增加值（Economic value added, EVA）指标进行考核，平衡模式以为利益相关者创造价值为目标，将财务指标与非财务指标相结合，采用多维绩效指标进行考核，其中卡普兰和诺顿（1992）所倡导的平衡计分卡最具代表性。对于企业价值指标，从国内一些研究来看，有的使用托宾 Q 值，有的使用市净率（MBR）。中国证券市场作为一个发展中的市场，上市公司的股票价格远远偏离其价值，公司资产重置价值也难以估算，股票市场真正交易的只是占总股份 40% 左右的股票，在这种情况下，托宾 Q 值和 MBR 并不能真正反映公司的绩效。上市公司主要财务会计信息目前还是以传统财务模式披露，相对于其他评价指标，传统的财务指标在现阶段有其相对成熟和可靠的一面。从股东的角度，用股票收益来衡量当然比账面业绩更为合适，这种方法较直观且与其切身利益最相关，况且，账面业绩只是一种事后衡量，不具有前瞻性，只能在事后根据资产的使用率来衡量现有的而且是有形资产的回报率。

从现有文献来看，关于上市公司经营业绩的研究成果，都是以实证分析的

形式出现的，不论是国内还是国外的相关研究都面临一个共同的问题，即公司业绩替代变量的选择问题。到目前为止，用托宾 Q 值表示公司业绩的占了绝大多数，其次是相关会计指标，如投资收益率、净资产回报率等。两者的主要差别是，从时间角度来看，会计利润率是以历史数据为基础的，因此具有“回顾过去”的意思，而托宾 Q 值包含了市场对未来价值评价，从而有“展望未来”的倾向。与账面收益不同，股票收益是一种事前反映，股价的波动是人们对公司未来盈利能力预测的反映，通过市场价格的波动可以看到公司经理们做出的、不能产生即时效应但能够对未来盈利产生影响的努力。因此，只有将上述两者联系起来，对上市公司 SEO 效率才能有比较全面的认识。由于反映上市公司 SEO 价值效率的财务指标包括很多方面，如股东权益增长、盈利能力增长、市场占有率的提高及现金流是否健康等，而这些指标又都不能全面体现公司的整体经营效率，故本书采用多指标分析 SEO 效率，具体包括：盈利能力、公司价值、成长能力和现金流指标等，具体如表 3-2 所示：

表 3-2 本书研究的财务指标

类别	名称	符号	定义
盈利能力	净资产收益率	ROE	净利润/股东权益合计
	总资产收益率	ROA	净利润/平均资产总额
	主营业务利润率	ZYLRL	主营业务利润/主营业务收入
	每股收益	EPS	净利润/股本总额
	销售毛利率	XSMLL	(销售收入 - 销售成本) / 销售收入净额
	销售净利率	XSJLL	净利润/销售收入净额
	息税前每股收益	EBIT	息税前利润/股本总额
	综合盈利指标	P	因子分析得出的综合盈利指标（详见“本章一、(二)”）
公司价值	Tobin's Q 值	Tobin's Q	公司资产市场价值/公司资产重置成本
偿债能力	流动比率	LDBL	流动资产/流动负债
	速动比率	SDBL	速动资产/流动负债
	资产负债率	ZCFZL	负债总额/资产总额
	产权比率	CQBL	负债总额/所有者权益
	有形净值债务率	YXJZL	负债总额/（所有者权益 - 无形资产净值）
	利息倍数	LXBS	息税前利润/利息费用

续表

类别	名 称	符 号	定 义
成长能力	主营收入增长率	SRZZ	当年和上年主营收入差异/上年主营收入
	主营利润增长率	LRZZ	当年和上年主营利润差异/上年主营利润
	总资产增长率	ZCZZ	(当年总资产 - 上年总资产) / 上年总资产
现金流量	每股现金流	MGXJ	现金净流量/股本总额
	每股经营现金流	MGJYXJ	经营活动现金净流量/股本总额
其他	每股净资产	MGJZC	净资产/股本总额

(1) 盈利能力指标。盈利能力指标包括：净资产收益率 (Return of equity, ROE)，即公司为股东所创造的价值。ROE 一直以来是监管部门衡量上市公司 SEO 标准的最重要财务尺度；每股盈利 (Earning per share, EPS)，是公司每股所占有的盈余利润；资产净利率 (Return of asset, ROA)，反映公司资产利用的综合效果；主营业务利润率，即主营业务边际利润率，反映公司主营业务盈利能力；销售毛利率，衡量公司的经营效果，是初始盈利能力的反映；销售净利率反映公司一元销售收入带来的净利润的数额；息税前每股收益 (EBIT)，反映公司每股占有的息税前利润。应当说明的是，研究期间财政部、证监会对上市公司适用的会计政策进行过多次大大小小的改变，如资产减值准备计提的规范、非经常性损益的界定等，本书所有盈利指标均为调整后的数据，忽略了因政策变更而可能产生的影响。

(2) 公司价值指标。公司价值指标选取托宾 Q 值。1965 年诺贝尔奖得主托宾 (Tobin) 提出了著名的托宾 Q 指标，该指标反映公司市场价值与公司重置成本的比值，常用的计算公式为： $Tobin's\ Q = (MVE + PS + DEBT) / TA$ ，MVE 是公司流通股市值，PS 为优先股的价值，DEBT 是公司负债净值，TA 是公司总资产账面值。股权分置条件下，我们沿用刘志彪 (2004)^[116] 等的权衡方法，将上市公司非流通股价值作为 PS，并以公司净资产表示，由于重置成本难以获取，故采用年末总资产代替，公式中所有数据均为当年年末数。

(3) 其他辅助指标。本书在上述价值效率盈利能力指标的基础上，还选



择了一些辅助指标：反映偿债能力的指标有流动比率、速动比率和资产负债率；反映成长能力的指标有主营业务增长率、主营业务利润增长率和总资产增长率；现金流量指标有每股现金流和每股经营现金流；此外，还有每股净资产。

（二）研究思路、研究假设和变量定义

1. 研究思路

首先，运用财务指标描述性分析实施 SEO 公司的价值效率，对公司实施 SEO 前 3 年、当年和后 3 年价值效率均值和中值进行比较。与邓召明和范伟（2001）对同组数据的有关指标采用均值的方法不同，为避免个别异常数据的影响，更好地反映参与统计的企业的实际情况，我们采用对同组数据同时取均值和中值的方法。其次，运用统计推断方法，考虑行业规模因素和融资方式的影响，将实施一次融资公司融资前 3 年、当年和后 3 年的绩效，分别与匹配公司组和多次融资的公司进行比较，对其差异作相关显著性检验。中值显著性检验方法是两配对样本 Wilcoxon 符号秩检验（Wilcoxon signed-rank test），均值显著性检验方法是独立样本 T 检验。再次，由于 SEO 的募集资金按承诺都要投入具体承诺项目，正常情况下，融资后的上市公司价值效率都会比融资前好，且与融资资金有一定相关性，为揭示上市公司募集资金对经营业绩的影响，试图通过募集资金与经营业绩指标的相关性研究，间接推导上市公司 SEO 募集资金投入项目的真实情况。本书使用非参数方法检验不同行业公司的某指标是否具有显著差异，检验两指标是否显著相关，计算表示不同类型相关关系的是皮尔逊（Pearson）相关系数。最后，建立相关计量模型，分别对样本公司分组回归检验，分析资本结构等因素对 SEO 效率的影响。

作为对比分析的参考基准，国外学者经常设计一组基准公司组。Louehran 和 Ritter（1995）对实施 SEO 和未实施 SEO 的公司经营业绩比较分析指出，只要保证匹配公司市值相当，比较结果就有效。本书在借鉴的同时，根据我国资本市场的特殊性，尽量保证匹配的充分程度。鉴于行业因素和公司规模因素可能对公司绩效产生较大影响，为剔除这些影响，本书为一次融资公司选择了

行业规模组作为参照组，即与 SEO 样本公司具有相同行业类别和相似规模的公司。具体选择规则是，为每年每家实施一次 SEO 公司选取同行业、资产规模和盈利水平以及流通股本比例相似的公司作为匹配公司，且匹配公司在选择当年及随后 3 年内未实施配股、增发或发行可转换公司债券。陈朝龙等（2003）分析表明，上市公司募集资金与使用效率发挥之间存在时滞（1996 年发行新股效率时滞为 4 年）^[117]，而一般两次募集资金的时间差均不大于这个时滞，所以本书研究没有考虑多次募集资金的效率叠加现象。同时，由于 SEO 募集资金的投入需要有一定的时间，真正产生效益一般在一到两年以后，因此对 SEO 效率研究需要针对融资以后两年的数据。

本书运用的分析软件主要是 SPSS 11.5 for windows（Statistical package for social science，社会科学统计分析软件包），以及 Excel 电子表格。

2. 研究假设

我们假设实施 SEO 公司的价值效率在融资后两年高于匹配组，一次融资和多次融资公司总体和行业分类的价值效率有显著差异。

根据融资理论的激励理论和控制权理论，股权融资比例过高不利于公司治理的改进和公司业绩的提高，只有拥有良好经营业绩的公司保持一定比例的负债率，才能进一步提高公司绩效并增加股东财富。由于负债须还本付息，债权融资的收益率若低于应当支付的利息率会降低经营业绩，后果严重将导致债权人对公司治理的介入，并迫使公司进行整改或重组，如果不能改变公司低效经营或亏损的情况，债权人就会启用破产程序。李志文和宋衍蘅（2003）发现上市公司配股前的财务状况可部分解释配股后的业绩变化，股权结构的不同对上市公司筹资决策和筹资以后业绩变化的影响造成了其筹资动机^[118]。只要债权人在公司治理中发挥其应有的硬约束作用，就能发挥其对公司治理绩效的正向效应，较高的负债率意味着较高的价值效率。故提出假设：

H₁：上市公司 SEO 后经营业绩与资产负债率显著正相关。

股权分置条件下，我国上市公司非流通股约占总股份的 2/3，这会导致公司内部经理人远离接管的威胁，流通股股东难以对公司经营状况产生有效监督和激励，必然带来监督不力和预算软约束。上市公司 SEO 超额融资回报所形成的



激励，可能诱使非流通股股东忽视股权融资的潜在风险和成本，凭借其主导地位，充分运用制度安排和公司控制权实施 SEO。由于非流通股股东与流通股股东获取股份成本的巨大差异，两者有较大回报率差异，非流通股股东可接受的投资项目质量范围，远超过流通股股东所能接受的程度，未经审慎考察的拟投入配股项目，在募集资金到位后往往发生变更，这对公司价值效率可能产生负面影响。股权的国有和私有性质会造成国有企业与私有企业在委托代理关系上的差异，进而影响两类企业的治理机制特点，与私有企业相比，股东与内部管理者的矛盾在国有企业中是较为严重的。鉴于国有企业内部人控制的治理特征，可以推测，在投资方面国有控股企业可能更易发生非理性融资现象。故提出假设：

H₂：上市公司 SEO 后经营业绩与股权分置程度显著负相关。

上市公司在实施 SEO 前，为达到标准可能会进行盈余管理。基于会计主体持续经营假设，这类盈余管理的“旧账”，将在融资后一定年度逐渐暴露出来，并导致上市公司经营业绩恶化。上市公司近三年审计意见是否为标准无保留审计意见（指不包括带强调事项段的无保留意见、保留意见及带强调事项段的保留意见、否定意见和无法表示意见四类“非标意见”的任一类），是中国证监会对 SEO 申请材料审核的关注重点。本书以上市公司融资后一定年度非标意见，作为公司融资前涉嫌违规的替代变量，故提出假设：

H₃：上市公司 SEO 后经营业绩与非标意见类型显著负相关。

不同行业上市公司面对的市场结构、增长能力、与宏观经济周期的关联度以及所处行业生命周期阶段等均不同，因而价值效率也显著不同。丁培嵘、马晔华（2004）从行业角度，对中国上市公司 2002 年经营业绩及市场对公司的评价研究表明，不同行业公司经营业绩及市场评价都存在显著差异^[119]。行业因素对上市公司 SEO 后经营业绩有一定影响，关系到国计民生的石油化工、能源、原材料行业上市公司，受到国家政策重点保护，蓄意恶意融资或过度融资的可能性比较小，而对于非保护性行业，情况可能相反。故提出假设：

H₄：垄断行业上市公司 SEO 后长期业绩比非垄断行业的长期业绩好。

3. 变量定义

影响 SEO 行为和绩效的因素包括：上市公司股权再融资政策、上市公司股

权结构、盈余管理行为和公司治理水平等。本书研究设计的分析变量，如表3-3所示。为避免某一年数据异常影响结果的可靠性，采用3年或5年数据的平均值作为变量计算依据，是近年来国内外学术界对实证研究局限性所做出的建设性改进的结果^[120]。因此，本书对有关变量以融资后三年数据的平均值计算。

表3-3 变量定义

类别	名称	符号	定义
因变量	Tobin's Q 值	Tobin's Q	公司资产市场价值/公司资产重置成本
	ROE 增长	ROEZZ	融资后2年的ROE与融资前一年ROE之差
	主营利润增长率	ALRZZ	融资后3年各年主营利润增长率平均
	净资产收益率	ROE	融资后第2年净资产收益率
	总资产收益率	ROA	融资后第2年净利润/平均资产总额
	主营业务利润率	ZYLRL	融资后第2年主营业务利润/主营业务收入
	每股收益	EPS	融资后第2年每股收益
	销售毛利率	XSMLL	融资后第2年销售毛利率
	销售净利率	XSJLL	融资后第2年销售净利率
	息税前每股收益	EBIT	融资后第2年息税前每股收益
	综合盈利指标	P	因子分析得出的综合盈利指标（详见下文）
解释变量	募集资金规模	MJZJE	公司实际募集资金到位金额
	募集资金变更	MJZJBG	哑变量，融资后3年募集资金变更取1，否则0
	平均国有股比例	AGYGBL	融资后3年末各年国有股比例平均
	平均股权集中度	GQJZD	融资后3年各年末前十大股东持股比例合计平均
	平均资产负债率	AVEZCFZL	融资后3年各年末资产负债率算数平均
	总收入增长率	ASRZZ	融资后3年各年收入增长率平均
	审计意见	AUDIT	哑变量，融资后第2年审计意见非标取1，否则0

控制变量	股权转让	GQZR	哑变量，融资后3年内股权转让取1，否则0
	融资后违规	RZHWG	哑变量，融资后3年被监管部门处罚取1，否则0
	行业虚拟变量	HY _i	哑变量，公司属于行业HY _i ，取1，否则0
	融资年度	YEAR _j	哑变量，公司融资若在YEAR _j ，取1，否则0
	总资产	TASSET	总资产的自然对数
	总收入	TSALE	总收入的自然对数
	每股净资产	MGJZC	融资后第2年每股净资产值

4. 因子分析

我们运用主成分分析方法，得到反映盈利能力的指标 P ，作为分析的一个因变量，这里对经营业绩指标的选择及综合得分计算予以说明。将融资后第二年 ROE 等 7 个盈利能力指标分别赋以权重构建综合得分模型，计算出各公司的综合得分，以利于对其作进一步检验。权重的确定有主观法和客观法，前者有较大随意性，后者比较理想的是主成分分析法（Principle components analysis），其核心是对若干指标进行因子分析提取适当多的公共因子，再以每个因子的方差贡献率作为权数，对各个因子的得分进行加权以构造综合得分函数。即：

$$P_i = a_{i1}F_{i1} + a_{i2}F_{i2} + a_{i3}F_{i3} + a_{i4}F_{i4} + a_{i5}F_{i5} + a_{i6}F_{i6} + a_{i7}F_{i7} \quad (3-1)$$

其中 P 是第 i 个公司业绩的综合得分， a_{ij} 是第 i 个公司第 j 个因子的方差贡献率， F_{ij} 是第 i 个公司第 j 个因子的得分。

对 7 个盈利能力指标提取 2 个主成分，用 2 个主成分的因子得分和方差贡献率来构造业绩综合得分函数。以一次配股公司为例，表 3-4 给出了回归法计算出的因子得分函数的系数，据此可得到因子得分函数。

表 3-4 因子分析的因子载荷矩阵

	Component			Component	
	1	2		1	2
EPS (T + 2)	0.962	0.113	XSJLL (T + 2)	0.630	0.253
ZCJLL (T + 2)	0.947	0.163	XSMLL (T + 2)	0.160	0.980
EBIT (T + 2)	0.909	0.104	ZYLRL (T + 2)	0.163	0.978
ROE (T + 2)	0.872	0.126			

$$F_{i1} = 0.962G_{i1} + 0.947G_{i2} + 0.909G_{i3} + 0.872G_{i4} + 0.630G_{i5} + 0.160G_{i6} + 0.163G_{i7} \quad (3-2)$$

$$F_{i2} = 0.113G_{i1} + 0.163G_{i2} + 0.104G_{i3} + 0.126G_{i4} + 0.253G_{i5} + 0.980G_{i6} + 0.978G_{i7} \quad (3-3)$$

SPSS 据因子得分函数自动计算各样本的 2 个因子得分，再据式 3-1 和表 3-5 得出综合得分函数。

表 3-5 因子分析的因子提取

	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4.260	60.861	60.861	4.260	60.861	60.86	3.858	55.119	55.119
2	1.645	23.505	84.365	1.645	23.505	84.37	2.047	29.246	84.365
3	0.623	8.895	93.260						
4	0.311	4.448	97.709						
5	0.115	1.637	99.346						
6	0.026	0.368	99.714						
7	0.020	0.286	100.000						

$$P_i = 0.60861F_{i1} + 0.23505F_{i2} \quad (3-4)$$

同理，据此可得到如下多次配股和一次增发公司综合得分函数：

$$P_i = 0.53493F_{i1} + 0.28048F_{i2} \quad (3-5)$$



$$P_i = 0.64398F_{i1} + 0.22402F_{i2} \quad (3-6)$$

二、股权再融资价值效率描述性分析

（一）证券市场总体情况

1. 上市公司 ROE 变化

由表 3-6 可见, 1995 ~ 2004 年证券市场所有 A 股上市公司 ROE 总体呈逐年下降的趋势。值得注意的是, 1998 年 ROE 分布于 6% ~ 10% 的公司家数占比为 12.05%, 随后至 2004 年各年度一直在 20% 以上, 2000 年甚至达到 34.24%, 此后一直保持在 25% 左右。与此相关, 在此期间 SEO 政策有两次重要调整, 对 ROE 的基本限定就是 6%。此外, ROE 分布于 10% ~ 20% 的公司家数占比, 1993 ~ 1998 年一直在 34.71% 以上, 1997 年甚至达到 54.76%。与此相关, SEO 政策前三次重要规定就是对 ROE 的 10% 限定。ROE 的变化表明公司业绩指标的特征, 与中国证监会有关政策有很强相关性, 反映出上市公司可能存在刻意控制有关财务指标的现象。

表 3-6 1993 ~ 2004 年 A 股上市公司 ROE 统计

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
中值 (%)	13.04	15.92	16.75	15.30	12.77	11.06	10.35	8.78	7.34	6.46	6.17	6.01
<0%	1	2	15	26	36	77	61	76	124	148	131	149
占比%	0.25	0.32	1.88	2.90	3.43	6.97	5.17	6.07	9.21	10.90	9.65	10.97
[0%, 3%)	15	10	48	63	60	79	114	131	158	247	294	292
占比%	3.73	1.62	6.02	7.03	5.71	7.16	9.67	10.45	11.74	18.19	21.65	21.50
[3%, 6%)	13	18	39	42	45	48	61	99	225	196	220	220
占比%	3.23	2.91	4.89	4.69	4.29	4.35	5.17	7.90	16.72	14.43	16.20	16.20



[6% , 10%)	62	76	72	53	57	133	294	429	378	365	343	330
占比%	15.42	12.30	9.02	5.92	5.43	12.05	24.94	34.24	28.08	26.88	25.26	24.30
[10% , 20%)	159	272	277	389	575	573	498	373	306	266	274	265
占比%	39.55	44.01	34.71	43.42	54.76	51.90	42.24	29.77	22.73	19.59	20.18	19.51
[20% , 50%)	72	158	265	294	257	184	140	123	139	117	91	66
占比%	17.91	25.57	33.21	32.81	24.48	16.67	11.87	9.82	10.33	8.62	6.70	4.86
≥50%	11	44	52	28	17	6	10	11	6	6	3	3
占比%	2.74	7.12	6.52	3.13	1.62	0.54	0.85	0.88	0.45	0.44	0.22	0.22
家数合计	402	618	798	896	1050	1104	1179	1253	1346	1358	1358	1358

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

2. 上市公司 ROA 变化

由表 3 - 7 可见，1995 ~ 2004 年证券市场所有 A 股上市公司 ROA 总体呈下降趋势，特别是 1997 年后 ROA 持续下滑。

表 3 - 7 1993 ~ 2004 年 A 股上市公司 ROA 统计

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
中值 (%)	13.35	7.63	5.22	6.19	6.71	6.04	5.95	5.32	4.07	3.30	3.04	2.57
<0%	1	2	15	26	36	80	69	84	133	158	144	173
占比%	0.25	0.32	1.88	2.90	3.43	7.25	5.85	6.70	9.88	11.63	10.60	12.74
[0% , 1%)	1	3	29	51	43	53	79	90	130	177	214	243
占比%	0.25	0.49	3.63	5.69	4.10	4.80	6.70	7.18	9.66	13.03	15.76	17.89
[1% , 3%)	4	18	50	53	55	69	104	141	228	298	313	329
占比%	1.00	2.91	6.27	5.92	5.24	6.25	8.82	11.25	16.94	21.94	23.05	24.23
[3% , 5%)	10	47	58	75	81	113	204	260	318	270	276	245
占比%	2.49	7.61	7.27	8.37	7.71	10.24	17.30	20.75	23.63	19.88	20.32	18.04
[5% , 10%)	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
占比%	12.94	8.41	6.52	5.80	4.95	4.71	4.41	4.15	3.86	3.83	3.83	3.83
[10% , 20%)	98	73	40	99	140	134	194	149	134	107	107	92



占比%	24.38	11.81	5.01	11.05	13.33	12.14	16.45	11.89	9.96	7.88	7.88	6.77
≥20%	38	8	10	13	13	18	29	38	54	17	8	8
占比%	9.45	1.29	1.25	1.45	1.24	1.63	2.46	3.03	4.01	1.25	0.59	0.59
家数合计	402	618	798	896	1050	1104	1179	1253	1346	1358	1358	1358

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

3. 上市公司 EPS 变化

由表 3 - 8 可见，1997 年作为分水岭，上市公司 EPS 在此后基本呈下降的趋势。值得注意的是，1998 年后上市公司亏损面不断增加，亏损公司家数和亏损比例均在 2004 年创下新高。

表 3 - 8 1993 ~ 2004 年全部 A 股上市公司 EPS 统计

年 份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
平均(元)	0.35	0.35	0.34	0.33	0.30	0.24	0.26	0.22	0.17	0.14	0.16	0.11
中值(元)	0.29	0.31	0.31	0.33	0.29	0.27	0.25	0.23	0.20	0.17	0.16	0.14
盈利(家)	304	532	718	852	992	1004	1109	1167	1213	1200	1214	1185
占比%	75.62	86.08	89.97	95.09	94.48	90.94	94.06	93.14	90.12	88.37	89.40	87.26
亏损(家)	1	2	15	26	36	80	69	84	133	158	144	173
占比%	0.25	0.32	1.88	2.90	3.43	7.25	5.85	6.70	9.88	11.63	10.60	12.74
< - 1 元	-	-	-	2	4	12	7	4	18	21	23	36
[- 1 , - 0.1)元	1	1	11	24	27	61	58	74	102	122	101	118
[- 0.1 0)元	-	1	4	-	5	7	4	6	13	15	20	19
[0 0.1)元	21	30	66	82	79	103	145	163	234	311	341	373
[0.1 0.2)元	62	73	114	102	133	151	218	249	304	278	290	271
[0.2 0.3)元	72	142	149	181	280	294	325	341	268	233	198	180
[0.3 0.5)元	91	197	267	326	354	346	321	303	306	263	241	209
[0.5 1)元	45	79	104	145	138	101	95	103	93	105	127	130
≥1 元	13	11	18	16	8	9	5	8	8	10	17	22
总数	402	618	798	896	1050	1104	1179	1253	1346	1358	1358	1358

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

4. 上市公司筹资及派现分析

由表 3 - 9 可见，从证券市场设立截至 2005 年底，A 股上市公司筹资总额为 9205.5 亿元，平均每家公司筹资 6.83 亿元。其中首发、配股、增发和可转债分别筹资 5182.09 亿元、2287.11 亿元、1263.27 亿元和 473.03 亿元。上市公司上市以来派现总额 3473.56 亿元，平均每家公司分红 2.58 亿元。从再融资次数看，上市公司平均配股次数为 0.7 次，而增发和可转债仅有 0.09 次和 0.03 次。可见，多数公司上市后并没有机会持续从证券市场实施再融资，融资金额是分红金额的 2.65 倍，上市公司“索取”远高于对投资者的“回报”。

表 3 - 9 截至 2005 年底 A 股上市公司筹资及派现情况汇总

上市以来筹资额 (亿元)	首 发	增 发	配 股	可转债	合 计
总额	5182.09	1263.27	2287.11	473.03	9205.50
均值	3.84	0.94	1.7	0.35	6.83
上市以来筹资次数	首发	增发	配股	可转债	合计
总额	1323.00	125	950	38	2436.00
均值	0.98	0.09	0.7	0.03	1.81
上市以来派现额 (亿元)	现金分红		可转债付息		合计
总额	3465.60		7.96		3473.56
均值	2.57		0.01		2.58
上市以来派现次数	现金分红		可转债付息		合计
总额	4974.00		73		5047.00
均值	3.69		0.05		3.74

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

5. 股权再融资业绩“变脸”情况分析

由表 3 - 10 可见，上市公司 SEO 后业绩“变脸”情况比较明显，且融资后时间越长，亏损面越高。在融资后第三年，超过 14% 的公司出现了亏损，而当年一次配股公司亏损的则达到 18.24%。与此形成鲜明对比的是，配股前没有一家上市公司出现亏损，表明上市公司在融资后价值效率逐渐下降，融资对上市公司业绩的贡献并不明显。

表 3 - 10 上市公司股权再融资后亏损情况

融资方式	年度	融资家数	T + 1		T + 2		T + 3	
			亏损家数	占比	亏损家数	占比	亏损家数	占比
一次配股	1997	60	4	6.67%	11	18.33%	8	13.33%
	1998	69	9	13.04%	10	14.49%	19	27.54%
	1999	84	6	7.14%	13	15.48%	17	20.24%
	2000	144	13	9.03%	19	13.19%	24	16.67%
	2001	89	9	10.11%	8	8.99%	17	19.10%
	2002	20	-	-	1	5.00%	-	-
	小计	466	41	8.80%	62	13.30%	85	18.24%

续表

融资方式	年度	融资家数	T+1		T+2		T+3	
			亏损家数	占比	亏损家数	占比	亏损家数	占比
多次配股	1997	44	-	-	2	4.55%	2	4.55%
	1998	78	-	-	1	1.28%	9	11.54%
	1999	36	-	-	-	-	0	0.00%
	2000	22	-	-	-	-	0	0.00%
	2001	8	-	-	-	-	0	0.00%
	小计	188	-	-	3	1.60%	11	5.85%
一次增发	1998	4	-	-	1	25.00%	-	-
	1999	5	-	-	1	20.00%	1	20.00%
	2000	21	2	9.52%	4	19.05%	3	14.29%
	2001	22	2	9.09%	3	13.64%	4	18.18%
	2002	27	1	3.70%	3	11.11%	-	-
	小计	79	5	6.33%	12	15.19%	8	10.13%
多次增发		9	-	-	-	-	0	0.00%
	总计	742	46	6.20%	77	10.38%	104	14.02%

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

（二）配股价值效率描述性分析

1. 一次配股

（1）历年 EPS 对比。如表 3 - 11 所示，从一次配股及匹配公司历年 EPS 均值对比来看，越早实施融资的公司，EPS 越是相对不佳。一次配股汇总公司 EPS，在 1999 年以前各年，均比全部 A 股公司高，1999 年以后的情况恰好相反。与匹配公司比较，越晚配股的公司，EPS 越是高于匹配公司。

表 3 - 11 一次配股及匹配公司历年 EPS（均值）对比（元）

年度	一次配股公司						一次配股 汇总	1997 ~ 2002 所有 配股	匹配公司						全部 A 股
	1997 配股	1998 配股	1999 配股	2000 配股	2001 配股	2002 配股			1997 配股	1998 配股	1999 配股	2000 配股	2001 配股	2002 配股	
1994	0.405	0.466	0.611	0.202	0.302	0.625	0.395	0.415	0.404	0.248	0.302	0.344	0.379	0.367	0.351
1995	0.366	0.478	0.612	0.155	0.243	0.784	0.370	0.388	0.272	0.063	0.243	0.223	0.282	0.270	0.340
1996	0.355	0.439	0.556	0.331	0.315	0.692	0.393	0.405	0.225	0.188	0.229	0.223	0.272	0.519	0.334
1997	0.271	0.388	0.489	0.386	0.371	0.472	0.384	0.395	0.275	0.179	0.213	0.257	0.298	0.484	0.299
1998	0.154	0.250	0.412	0.323	0.398	0.338	0.312	0.329	0.082	0.185	0.152	0.171	0.268	0.410	0.241
1999	0.075	0.140	0.228	0.334	0.323	0.331	0.243	0.265	0.141	0.143	0.252	0.226	0.174	0.359	0.262
2000	0.091	0.128	0.169	0.279	0.343	0.364	0.223	0.248	0.150	0.137	0.205	0.270	0.189	0.343	0.222
2001	0.026	-0.006	0.051	0.155	0.220	0.324	0.114	0.144	0.006	0.029	0.046	0.185	0.185	0.260	0.170
2002	0.080	-0.015	0.035	0.123	0.148	0.268	0.092	0.122	-0.000	-0.056	0.109	0.159	0.191	0.274	0.143
2003	0.072	0.098	0.117	0.076	0.189	0.266	0.119	0.149	0.149	0.114	0.133	0.237	0.219	0.292	0.161
2004	0.097	0.101	-0.064	0.012	0.163	0.287	0.067	0.110	0.234	0.286	0.336	0.275	0.191	0.294	0.108

资料来源：根据 WIND 资讯整理。该表数据按整体法计算。

（2）历年 ROE 对比。如表 3 - 12 所示，从一次配股及匹配公司历年 ROE 均值对比看，越早实施融资的公司，ROE 越是相对不佳。一次配股公司汇总 ROE，在 2000 年以前各年，均高于全部 A 股公司，而 2000 年后的情况则相反。与匹配公司相比，除 2001 ~ 2002 年配股公司 ROE 在不同年份高于匹配公司，或与其相差不大外，其他年度都不及匹配公司。

表 3 - 12 一次配股及匹配公司历年 ROE（均值）对比（%）

年度	一次配股公司						一次配股 汇总	1997 ~ 2002 所有 配股	匹配公司						全部 A 股
	1997 配股	1998 配股	1999 配股	2000 配股	2001 配股	2002 配股			1997 配股	1998 配股	1999 配股	2000 配股	2001 配股	2002 配股	
1994	15.119	15.255	19.771	8.67	12.337	16.885	14.565	15.054	14.017	14.184	13.166	14.27	14.606	12.342	13.235
1995	14.403	16.438	20.661	7.087	10.731	27.193	14.337	14.849	10.151	3.44	10.694	9.836	10.932	11.577	9.68
1996	13.592	15.213	18.856	13.498	12.384	22.183	14.655	14.91	8.398	8.731	9.679	9.474	10.379	18.549	9.494
1997	9.337	14.399	16.086	14.087	14.157	18.743	13.704	13.823	10.234	8.037	7.937	9.763	10.737	15.831	9.805

续表

年度	一次配股公司						一次配股 汇总	1997~ 2002 所有 配股	匹配公司						全部 A 股
	1997 配股	1998 配股	1999 配股	2000 配股	2001 配股	2002 配股			1997 配股	1998 配股	1999 配股	2000 配股	2001 配股	2002 配股	
1998	5.899	8.154	14.167	12.191	13.463	13.591	11.087	11.471	3.445	8.042	6.381	6.677	9.605	12.784	7.586
1999	3.104	5.077	7.436	12.54	11.942	11.325	8.852	9.38	6.367	6.561	9.917	8.833	6.872	11.307	8.196
2000	3.846	4.744	5.968	8.534	12.123	11.341	7.708	8.187	7.301	6.446	8.087	9.065	6.789	8.664	7.833
2001	1.127	-0.235	2.035	5.306	6.827	10.001	4.106	4.924	0.29	1.466	1.998	6.583	6.448	7.262	5.745
2002	3.433	-0.6	1.433	4.324	5.01	7.15	3.405	4.217	-1.058	-2.947	4.715	5.679	6.675	7.383	5.809
2003	3.091	3.994	4.505	2.724	6.56	7.309	4.416	5.122	6.997	5.407	5.52	8.22	7.526	7.479	7.5
2004	4.159	4.244	-2.824	0.459	6.046	8.381	2.632	3.985	10.821	12.624	13.527	9.723	6.723	7.646	8.946

资料来源：根据 WIND 资讯整理。该表数据按整体法计算。

(3) 融资前后盈利能力对比。如表 3 - 13 所示，1997 ~ 2002 年一次配股公司融资前后 7 年的盈利能力对比看，ROE、ROA、EPS、EBIT、销售净利率和销售毛利率，均存在程度不同的下滑趋势，主营业务利润率和每股现金流表现比较平稳，而每股经营现金流表现为上升趋势。从样本公司融资前后价值效率指标变化趋势来看，融资当年作为一个分水岭，此前上市公司的各项盈利指标均较好，虽有下滑但比较平稳；在配股当年及接下来的 3 年，各项指标则大幅下降。虽然配股当年上市公司总股份数增加和净资产、总资产大幅提升，导致在计算各项基础指标时分母基数增大，配股当年的各项指标不能完全和前两年做对比，但通过采用加权平均可以消除大部分影响，况且增发后两年的各项指标急剧下降，其指标值根本无法和配股前两年比。这说明配股并未使上市公司业绩有实质改观。

表 3 - 13 一次配股盈利能力现金流量指标

年度	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
	ROE							ROA							EPS						
均值	0.176	0.135	0.129	0.079	0.039	0.012	-0.01	0.088	0.084	0.079	0.055	0.029	0.015	0.002	0.407	0.367	0.348	0.243	0.142	0.094	0.042

续表

年度	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
	ROE							ROA							EPS						
标准差	0.103	0.062	0.052	0.058	0.166	0.197	0.213	0.045	0.052	0.043	0.043	0.076	0.07	0.085	0.213	0.201	0.169	0.222	0.385	0.319	0.392
最小值	0	0.06	0.02	-0.29	-1.55	-1.89	-1.38	0	0.02	0.01	-0.18	-0.89	-0.75	-0.76	0.07	0.09	0.04	-2.54	-4.84	-2.05	-3.31
最大值	0.66	0.46	0.39	0.39	0.35	0.3	0.68	0.3	0.72	0.3	0.33	0.3	0.2	0.28	2.07	1.71	1.6	0.93	1.06	1.37	1.69
1/4分位	0.108	0.102	0.102	0.06	0.026	0.013	0.008	0.06	0.056	0.052	0.033	0.015	0.006	0.003	0.274	0.247	0.238	0.154	0.078	0.03	0.013
2/4分位	0.14	0.115	0.112	0.079	0.065	0.046	0.038	0.08	0.073	0.068	0.053	0.037	0.023	0.017	0.365	0.321	0.31	0.24	0.181	0.124	0.1
3/4分位	0.21	0.151	0.146	0.102	0.101	0.085	0.075	0.104	0.094	0.092	0.074	0.057	0.046	0.038	0.476	0.414	0.414	0.323	0.287	0.23	0.21
	主营业务利润率							销售净利率							销售毛利率						
均值	0.19	0.235	0.249	0.244	0.24	0.224	0.203	0.19	0.193	0.172	0.13	0.061	0.014	-0.05	0.298	0.302	0.302	0.28	0.256	0.24	0.22
标准差	0.173	0.161	0.153	0.151	0.151	0.155	0.176	0.24	0.222	0.15	0.134	0.32	0.342	0.449	0.174	0.164	0.157	0.155	0.157	0.158	0.175
最小值	-1.12	-0.08	-0.05	-0.55	-0.22	-0.72	-1.87	0	0.01	0.01	-0.7	-3.4	-3.19	-3.85	0	0.02	0.03	-0.19	-0.22	-0.27	-1.7
最大值	1.03	0.94	0.82	0.83	0.84	1	0.82	3.81	3.64	1.69	0.7	2.71	3.02	0.85	0.95	0.92	0.89	0.92	0.9	1.08	0.87
1/4分位	0.079	0.117	0.135	0.146	0.142	0.133	0.123	0.086	0.085	0.085	0.057	0.032	0.015	0.008	0.184	0.185	0.193	0.173	0.15	0.145	0.132
2/4分位	0.159	0.202	0.22	0.216	0.211	0.188	0.183	0.145	0.144	0.137	0.105	0.072	0.046	0.029	0.259	0.265	0.263	0.239	0.224	0.199	0.195
3/4分位	0.273	0.311	0.336	0.32	0.314	0.289	0.273	0.237	0.242	0.212	0.184	0.137	0.095	0.077	0.389	0.385	0.383	0.353	0.335	0.313	0.289
	EBIT							每股现金流							每股经营现金流						
均值	0.598	0.498	0.477	0.36	0.262	0.219	0.174	0.304	0.143	0.024	0.518	-0.04	0.032	0.032	0.116	0.161	0.291	0.158	0.182	0.245	0.254
标准差	0.498	0.28	0.224	0.252	0.383	0.369	0.463	0.624	0.531	0.488	0.609	0.449	0.395	0.48	0.465	0.426	0.428	0.528	0.448	0.463	0.507
最小值	0.13	0.09	0.11	-1.91	-3.21	-1.69	-4.01	-1.34	-2.48	-1.68	-3.08	-2.16	-1.39	-2.65	-1.85	-1.11	-1.39	-4.37	-2.11	-2.08	-2.5
最大值	5.84	2.55	2.07	1.42	1.39	2.13	1.97	2.76	2.25	2.99	3.73	3.13	2.52	3.47	1.12	1.87	2.89	2.42	2.29	2.16	3.91
1/4分位	0.369	0.322	0.329	0.237	0.139	0.088	0.051	-0.02	-0.12	-0.19	0.117	-0.25	-0.16	-0.15	-0.08	-0.09	0.047	-0.07	-0.05	0.007	0.039
2/4分位	0.468	0.429	0.431	0.341	0.276	0.224	0.211	0.149	0.085	0.023	0.405	-0.08	-0	0.006	0.145	0.156	0.258	0.157	0.162	0.211	0.206
3/4分位	0.683	0.583	0.573	0.47	0.419	0.377	0.361	0.54	0.347	0.229	0.791	0.155	0.185	0.192	0.371	0.373	0.484	0.394	0.412	0.437	0.456

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

(4) 融资前后偿债能力、成长能力对比。如表 3-14 所示，从 1997~2002 年一次配股公司融资前后 7 年的偿债能力、成长能力指标对比看，流动比率、速动比率和利息倍数 T 年明显增长，随后 3 年则不断下滑，资产负债率、产权比率和有形净值债务率在 T 年明显下降，随后 3 年则呈上升趋势。主营利润增长率和总资产增长率不断下滑，主营收入增长率在融资后第 3 年明显增长。反映成长能力的指标各年均均为正值，说明融资后公司具有一定成长发展能力。

表 3 - 14 一次配股偿债能力、成长能力指标

年度	T-1	T	T+1	T+2	T+3	平均	T-1	T	T+1	T+2	T+3	平均	T-1	T	T+1	T+2	T+3	平均
	流动比率						速动比率						资产负债率					
均值	1.767	2.043	1.736	1.609	1.468	1.602	1.317	1.592	1.322	1.203	1.091	1.202	0.419	0.382	0.42	0.464	0.501	0.461
标准差	1.329	1.395	1.068	1.407	1.041	1.06	1.208	1.088	0.972	1.173	0.928	0.935	0.149	0.147	0.172	0.201	0.258	0.199
最小值	0.12	0.29	0.31	0.14	0.1	0.25	0.11	0.22	0.17	0.09	0.07	0.11	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
最大值	18.64	19.76	11.52	19.35	9.62	13.5	17.98	9.24	10.84	17.69	8.33	12.29	0.88	0.97	1.99	2.36	3.62	2.66
1/4 分位	1.139	1.321	1.127	1.006	0.912	1.05	0.778	0.921	0.755	0.686	0.608	0.705	0.324	0.269	0.312	0.342	0.366	0.341
2/4 分位	1.461	1.678	1.502	1.328	1.221	1.394	1.055	1.274	1.108	0.958	0.859	0.985	0.422	0.387	0.42	0.46	0.504	0.464
3/4 分位	1.956	2.488	2.01	1.77	1.654	1.828	1.453	1.969	1.59	1.364	1.198	1.383	0.52	0.49	0.529	0.59	0.62	0.57
	产权比率						有形净值债务率						利息倍数					
均值	0.918	0.757	0.814	1.111	1.252	1.057	1.025	0.808	1.008	1.253	1.116	1.152	6.379	8.871	3.53	3.443	1.072	3.149
标准差	0.688	0.495	2.426	0.979	1.444	1.095	1.041	0.584	0.901	1.268	3.561	1.76	30.329	30.637	29.141	26.278	35.293	20.482
最小值	0.02	0.02	-4.77	-3.67	-14.52	-3.95	0.02	-1.8	-1.89	-3.67	-4.98	-12.23	-13.8	-10.6	-15.5	-19.8	-50.9	-16.1
最大值	7.3	2.96	8.92	10.18	12.39	7.84	13.51	3.43	8.92	10.72	12.4	26.77	183.54	251.33	248.73	189.97	244.57	148.37
1/4 分位	0.5	0.381	0.469	0.542	0.6	0.561	0.521	0.408	0.493	0.575	0.628	0.59	3.038	2.768	1.052	1.216	-0.013	0.228
2/4 分位	0.751	0.656	0.753	0.888	1.056	0.915	0.792	0.682	0.797	0.988	1.121	0.984	5.993	5.744	4.191	3.137	2.281	3.34
3/4 分位	1.157	1.029	1.194	1.572	1.726	1.466	1.212	1.063	1.319	1.677	1.869	1.616	12.445	12.179	9.118	6.732	5.052	6.943
	主营收入增长率						主营利润增长率						总资产增长率					
均值	0.244	0.212	0.186	0.167	0.226	0.205	0.652	0.365	0.349	0.249	0.237	0.336	0.208	0.399	0.14	0.093	0.082	0.106
标准差	0.384	0.577	0.51	0.516	0.885	0.426	1.861	1.386	1.253	1.275	1.407	0.937	0.306	0.432	0.274	0.21	0.278	0.167
最小值	-0.6	-0.85	-1.18	-0.94	-0.89	-0.69	-3.38	-6.21	-2.98	-3.75	-4.33	-1.86	-0.31	-0.63	-0.64	-0.55	-0.53	-0.4
最大值	2.99	6.04	3.79	6.17	14.69	4.42	29.35	16.6	10.19	12.81	16.99	9.75	3.81	5.38	3.04	1.49	3.82	1.21
1/4 分位	0.002	-0.002	-0.07	-0.071	-0.065	0.02	0	-0.124	-0.125	-0.16	-0.146	-0.023	0.02	0.13	0.04	-0.024	-0.02	0.01
2/4 分位	0.149	0.115	0.099	0.129	0.111	0.134	0.226	0.102	0.097	0.066	0.072	0.138	0.149	0.326	0.081	0.066	0.048	0.078
3/4 分位	0.377	0.299	0.336	0.312	0.297	0.304	0.653	0.418	0.406	0.291	0.277	0.366	0.279	0.528	0.22	0.17	0.163	0.178

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

(5) 按资产规模分组的盈利能力比较。本书按照样本公司的资产规模进行分组，以考察其融资前后的融资能力变化，将总资产 1/4 分位以下的公司划分为小规模组，将高于 3/4 分位以上的公司划分为大规模组。由表 3 - 15 可



见，中值和均值检验的结果说明，不同资产规模的上市公司，其配股前后的业绩有显著差异。总体上，大规模组公司融资后的业绩显著好于小规模组。从具体财务指标来看，两组公司的 EPS 和 EBIT 在融资前后都有显著差异，而其他指标如 ROE 则在融资后有显著差异。

表 3 - 15 按资产规模分组盈利能力比较

	ROE							销售净利率						
大规模组	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
均值	0.1661	0.1419	0.1326	0.0866	0.0596	0.0613	0.0332	0.1933	0.186	0.1684	0.1342	0.0866	0.0553	0.0445
中值	0.1343	0.1174	0.1186	0.0846	0.0688	0.0607	0.0526	0.1393	0.1263	0.1209	0.0923	0.0644	0.042	0.033
标准差	0.08967	0.07029	0.0493	0.0565	0.10296	0.0630	0.1497	0.16369	0.1668	0.1601	0.1253	0.1918	0.2352	0.1660
最小值	0	0.06	0.06	- 0.26	- 0.53	- 0.24	- 1.14	0	0.02	0.02	- 0.08	- 1.27	- 2.2	- 1.14
最大值	0.55	0.43	0.34	0.24	0.35	0.3	0.25	0.81	0.94	1.13	0.7	0.95	0.48	0.5
小规模组														
均值	0.1709	0.1326	0.1219	0.0708	- 0.0057	- 0.041	- 0.035	0.1715	0.198	0.1848	0.1309	0.0223	- 0.0767	- 0.1078
中值	0.1387	0.116	0.1103	0.0768	0.0597	0.029	0.0304	0.1569	0.1737	0.1405	0.1118	0.078	0.05	0.0339
标准差	0.08997	0.05176	0.043	0.0582	0.26742	0.2552	0.2367	0.11463	0.16921	0.18127	0.14328	0.52569	0.47363	0.49524
最小值	0	0.06	0.04	- 0.29	- 1.55	- 1.1	- 1.33	0	0.01	0.01	- 0.4	- 3.4	- 3.19	- 3.34
最大值	0.6	0.38	0.28	0.19	0.19	0.24	0.2	0.57	1.14	1.69	0.6	2.71	1.35	0.5
均值检验	0.226	- 1.109	- 1.744 *	- 2.11 **	- 2.45 **	- 4.2 ***	- 2.42 **	- 1.017	0.53	0.734	- 0.188	- 1.239	- 2.09 ***	- 3.09 ***
中值检验	- 0.107	- 0.89	- 1.86 *	- 1.639	- 1.90 *	- 3.37 ***	- 2.24 **	- 1.042	- 0.988	- 1.017	- 0.303	- 0.198	- 2.29 **	- 2.06 **
大规模组	EPS							主营利润率						
均值	0.4648	0.4096	0.4052	0.3114	0.2215	0.203	0.1511	0.2227	0.2466	0.2523	0.2396	0.2341	0.2209	0.1994
中值	0.4145	0.3475	0.3585	0.284	0.232	0.1725	0.123	0.1803	0.1989	0.214	0.1991	0.2022	0.1868	0.1806
标准差	0.28171	0.24514	0.2037	0.2097	0.2474	0.2163	0.3096	0.17564	0.1612	0.158	0.1461	0.1392	0.13103	0.14251
最小值	0.13	0.17	0.11	- 0.79	- 0.77	- 0.65	- 1.27	0	0	0.02	0.01	- 0.05	0.04	- 0.41
最大值	2.07	1.71	1.6	0.93	0.75	0.9	1	1.03	0.7	0.82	0.83	0.77	0.67	0.65
小规模组														
均值	0.3247	0.3143	0.282	0.1902	0.0521	- 0.0187	- 0.0104	0.1519	0.2211	0.2398	0.2406	0.2422	0.2197	0.2043
中值	0.296	0.275	0.27	0.21	0.14	0.059	0.0553	0.1214	0.1957	0.2011	0.2193	0.2279	0.1934	0.1929
标准差	0.13284	0.1318	0.1063	0.1417	0.38807	0.3660	0.3108	0.1359	0.16952	0.15496	0.1627	0.17167	0.19723	0.2656
最小值	0.07	0.12	0.07	- 0.44	- 2.23	- 1.46	- 1.17	- 0.14	- 0.08	0.02	- 0.55	- 0.22	- 0.72	- 1.87
最大值	0.73	0.84	0.6	0.47	0.54	0.52	0.5	0.63	0.94	0.73	0.74	0.84	1	0.82
均值检验	- 4.74 ***	- 3.67 ***	- 5.78 ***	- 5.15 ***	- 3.95 ***	- 5.68 ***	- 3.89 ***	- 2.82 ***	- 1.137	- 0.61	0.046	0.397	- 0.057	0.171
中值检验	- 5.36 ***	- 3.71 ***	- 5.86 ***	- 5.34 ***	- 4.38 ***	- 5.23 ***	- 3.78 ***	- 3.27 ***	- 1.96 *	- 0.975	- 0.039	- 0.551	- 0.474	- 0.527



续表

大规模组	EBIT							ROA						
均值	0.6622	0.5801	0.5848	0.4758	0.406	0.3996	0.3573	0.0876	0.083	0.0719	0.0533	0.0342	0.0302	0.0199
中值	0.5629	0.5073	0.5504	0.4341	0.3823	0.3368	0.3063	0.0811	0.0662	0.0629	0.0469	0.035	0.023	0.0181
标准差	0.45004	0.34627	0.2617	0.2611	0.3219	0.2997	0.4006	0.04295	0.07232	0.03649	0.0361	0.04479	0.03485	0.04656
最小值	0.19	0.19	0.19	-0.64	-0.68	-0.44	-1.1	0	0.02	0.02	-0.08	-0.16	-0.08	-0.19
最大值	2.68	2.55	2.07	1.17	1.31	1.37	1.59	0.23	0.72	0.19	0.17	0.2	0.2	0.15
小规模组														
均值	0.5307	0.4307	0.3803	0.2801	0.126	0.0618	0.0803	0.0782	0.0807	0.0775	0.0528	0.016	-0.0068	-0.0112
中值	0.4458	0.378	0.3504	0.2836	0.206	0.1187	0.1402	0.078	0.0752	0.0676	0.0531	0.0362	0.0169	0.0156
标准差	0.57696	0.19341	0.149	0.1766	0.3914	0.3632	0.3557	0.03451	0.0379	0.04027	0.04061	0.11209	0.10476	0.10058
最小值	0.15	0.18	0.11	-0.37	-2.2	-1.32	-1.16	0	0.02	0.02	-0.13	-0.89	-0.75	-0.61
最大值	5.77	1.27	0.88	0.72	0.75	0.81	1.27	0.19	0.32	0.26	0.16	0.2	0.1	0.11
均值检验	-1.85*	-4.02***	-7.32***	-6.71***	-5.95***	-7.74***	-5.48***	-1.521	-0.301	1.125	-0.106	-1.631	-3.63***	-2.91***
中值检验	-3.12***	-3.91***	-6.63***	-6.09***	-5.95***	-6.65***	-4.91***	-1.251	-0.181	-1.055	-0.347	-0.185	-2.62***	-1.99**

资料来源：据 WIND 资讯整理。右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著；均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

2. 多次配股

(1) 历年 ROE、EPS 对比。如表 3 - 16 所示，越晚实施融资的公司，ROE、EPS 越是相对全部 A 股公司的要好。特别是多次配股公司汇总的 EPS 在各年均高于全部 A 股公司。多次配股公司汇总的 ROE，在 2003 年以前各年均比全部 A 股公司高。毫无意外的是，各年多次配股公司或多次配股公司汇总的 ROE、EPS，在大多年份都高于所有配股公司。可见，多次配股公司的整体质量超过市场平均水平。

表 3 - 16 多次配股公司 ROE、EPS（均值）比较

年度	ROE								EPS							
	1997 配股	1998 配股	1999 配股	2000 配股	2001 配股	多次 配股 汇总	所有 配股 汇总	全部 A 股	1997 配股	1998 配股	1999 配股	2000 配股	2001 配股	多次 配股 汇总	所有 配股 1997 ~ 2002	全部 A 股
1994	17.861	20.703	14.865	13.966		18.347	15.054	13.235	0.569	0.538	0.402	0.608		0.557	0.415	0.351
1995	18.825	19.959	16.687	12.907		18.830	14.849	9.680	0.566	0.500	0.444	0.467		0.543	0.388	0.340
1996	17.832	16.661	15.133	14.189	14.853	17.110	14.910	9.494	0.538	0.459	0.471	0.453	0.469	0.500	0.405	0.334
1997	16.057	17.334	13.091	15.097	15.540	15.807	13.823	9.805	0.515	0.477	0.426	0.455	0.428	0.477	0.395	0.299
1998	13.407	12.795	14.112	13.598	13.892	13.517	11.471	7.586	0.427	0.410	0.440	0.427	0.391	0.422	0.329	0.241
1999	7.808	11.990	10.156	13.827	12.074	10.450	9.380	8.196	0.266	0.377	0.378	0.426	0.343	0.342	0.265	0.262
2000	7.171	8.895	11.517	9.949	12.469	8.970	8.187	7.833	0.248	0.325	0.393	0.395	0.384	0.315	0.248	0.222
2001	5.636	4.618	9.723	10.285	10.747	6.653	4.924	5.745	0.189	0.162	0.380	0.409	0.363	0.233	0.144	0.170
2002	5.265	5.038	7.178	9.413	10.891	6.155	4.217	5.809	0.175	0.168	0.298	0.382	0.360	0.215	0.122	0.143
2003	6.356	5.584	6.632	9.720	9.598	6.617	5.122	7.500	0.211	0.186	0.262	0.407	0.352	0.232	0.149	0.161
2004	0.342	4.430	7.147	10.306	8.877	4.771	3.985	8.946	0.010	0.142	0.277	0.373	0.274	0.156	0.110	0.108

资料来源：根据 WIND 资讯整理。指标采用整体法计算。

（2）融资前后盈利能力。如表 3 - 17 所示，从 1997 ~ 2001 年多次配股公司融资前后共 7 年的盈利能力指标对比看，ROE、ROA、EPS、EBIT 和销售净利率总体上均存在程度不同的下滑，融资后主营业务利润率和每股经营现金流有明显增长，销售毛利率表现比较平稳，而每股现金流在融资后则先抑后扬。从样本公司融资前后价值效率指标的变化趋势来看，融资当年及之前年度各项指标均表现平稳，配股后 3 年各项指标则明显下降。可见，多次配股上市公司业绩也未有实质改观。

表 3 - 17 1997 ~ 2001 年多次配股盈利能力指标基本统计

年度	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
	ROE							ROA							EPS						
均值	0.229	0.167	0.154	0.116	0.116	0.091	0.055	0.097	0.09	0.093	0.081	0.07	0.056	0.038	0.486	0.429	0.435	0.376	0.367	0.323	0.238
标准差	0.14	0.09	0.059	0.041	0.042	0.047	0.119	0.046	0.044	0.047	0.036	0.035	0.029	0.045	0.331	0.249	0.231	0.189	0.163	0.192	0.295
最小值	0	0.08	0.06	0.04	0.04	-0.26	-1.07	0.02	0.03	0.03	0.02	0.02	-0.08	-0.31	0.16	0.17	0.17	0.13	0.09	-0.79	-1.72

续表

年度	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
	ROE							ROA							EPS						
最大值	0.85	0.75	0.38	0.29	0.33	0.19	0.23	0.23	0.37	0.37	0.22	0.25	0.21	0.15	2.97	2.28	2.07	1.71	1.01	1.03	1.17
1/4 分位	0.13	0.111	0.111	0.095	0.091	0.068	0.041	0.068	0.062	0.063	0.054	0.049	0.04	0.022	0.316	0.291	0.273	0.254	0.248	0.213	0.121
2/4 分位	0.182	0.135	0.141	0.105	0.107	0.088	0.069	0.081	0.085	0.083	0.074	0.063	0.052	0.04	0.4	0.378	0.403	0.337	0.33	0.3	0.232
3/4 分位	0.286	0.184	0.182	0.131	0.131	0.113	0.099	0.123	0.104	0.112	0.096	0.08	0.07	0.057	0.56	0.503	0.519	0.439	0.448	0.403	0.362
	主营业务利润率							销售净利率							销售毛利率						
均值	0.154	0.174	0.192	0.246	0.269	0.264	0.242	0.158	0.16	0.16	0.158	0.143	0.126	0.075	0.292	0.289	0.285	0.291	0.283	0.277	0.255
标准差	0.11	0.121	0.124	0.134	0.127	0.127	0.125	0.104	0.1	0.108	0.107	0.098	0.112	0.16	0.141	0.145	0.135	0.138	0.134	0.132	0.132
最小值	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.06	-0.14	0.04	0.02	0.03	0.02	0.01	-0.17	-1.41	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05	0.06	-0.14
最大值	0.54	0.67	0.53	0.71	0.72	0.82	0.83	0.51	0.64	0.64	0.51	0.47	0.95	0.33	0.77	0.81	0.72	0.77	0.75	0.87	0.88
1/4 分位	0.065	0.077	0.088	0.152	0.177	0.171	0.162	0.074	0.085	0.083	0.078	0.072	0.062	0.036	0.183	0.18	0.189	0.189	0.185	0.181	0.169
2/4 分位	0.127	0.149	0.174	0.227	0.244	0.24	0.217	0.132	0.141	0.128	0.13	0.117	0.099	0.072	0.271	0.262	0.263	0.259	0.259	0.25	0.229
3/4 分位	0.208	0.234	0.259	0.318	0.368	0.347	0.311	0.217	0.202	0.204	0.205	0.192	0.17	0.133	0.363	0.362	0.353	0.38	0.386	0.364	0.327
	EBIT							每股现金流							每股经营现金流						
均值	0.709	0.578	0.58	0.505	0.507	0.476	0.39	0.293	0.156	-0.1	0.369	0.074	0.424	0.232	0.278	0.199	0.275	0.214	0.314	0.378	0.303
标准差	0.508	0.322	0.314	0.256	0.221	0.255	0.364	0.589	0.615	0.468	0.426	0.473	0.637	0.644	0.418	0.291	0.433	0.53	0.522	0.47	0.561
最小值	0.18	0.23	0.2	0.09	0.17	-0.64	-1.64	-0.31	-0.95	-1.4	-1.08	-1.22	-1.1	-1.79	-0.21	-0.68	-0.79	-1.52	-1.91	-0.74	-2.09
最大值	3.94	2.92	2.66	2.18	1.3	1.59	1.68	1.38	2.02	1.24	1.77	3.23	2.79	2.35	0.85	0.88	1.32	3.12	1.6	2.42	2.55
1/4 分位	0.425	0.387	0.373	0.336	0.344	0.315	0.211	-0.09	-0.27	-0.3	0.093	-0.18	0.015	-0.12	-0.06	0.098	0.006	-0.04	0.038	0.078	0.051
2/4 分位	0.591	0.511	0.533	0.455	0.443	0.425	0.387	0.084	0.058	-0.05	0.287	0.016	0.296	0.107	0.162	0.192	0.256	0.17	0.296	0.299	0.295
3/4 分位	0.808	0.67	0.677	0.606	0.637	0.616	0.559	0.782	0.4	0.152	0.613	0.211	0.712	0.499	0.755	0.359	0.531	0.471	0.62	0.629	0.593

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

(3) 融资前后偿债能力、成长能力对比。如表 3 - 18 所示，流动比率、速动比率和利息倍数在 T 年出现明显增长，随后 3 年有所下降但表现平稳，资产负债率、产权比率和有形净值债务率在 T 年出现明显下降，随后 3 年则呈上升趋势；成长能力的 3 个指标在 T 年均明显增长，融资后 3 年主营利润增长率不断下滑，而主营收入增长率和总资产增长率变化趋势并不明显。从成长能力指标看，融资后上市公司具有明显成长发展能力。

表 3 - 18 1997 ~ 2001 年多次配股偿债能力、成长能力指标

年度	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	平均	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	平均	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	平均
	流动比率						速动比率						资产负债率					
均值	1.867	1.983	1.737	1.744	1.778	1.753	1.377	1.459	1.237	1.278	1.272	1.262	0.417	0.414	0.409	0.416	0.432	0.419
标准差	1.303	1.766	0.991	1.118	2.004	1.151	1.201	1.593	0.815	1.014	1.491	0.933	0.157	0.254	0.148	0.153	0.154	0.141
最小值	0.4	0.27	0.44	0.3	0.44	0.46	- 3.48	0.15	0.19	0.26	0.28	0.35	0.04	0.06	0.04	0.06	0.03	0.09
最大值	10.67	18.64	6.81	11.52	19.76	11.28	9.4	17.98	6.02	10.84	17.69	10.45	0.8	3.19	0.73	0.73	0.77	0.74
1/4 分位	1.157	1.242	1.161	1.092	1.071	1.148	0.754	0.784	0.735	0.731	0.663	0.759	0.303	0.286	0.308	0.299	0.323	0.305
2/4 分位	1.446	1.547	1.457	1.475	1.439	1.521	1.092	1.114	1.029	1.055	0.992	1.07	0.414	0.415	0.401	0.417	0.426	0.41
3/4 分位	2.123	2.136	2.043	2.024	1.982	2.014	1.62	1.608	1.539	1.564	1.473	1.53	0.533	0.51	0.527	0.533	0.552	0.527
	产权比率						有形净值债务率						利息倍数					
均值	0.911	0.84	0.877	0.922	0.996	0.932	0.985	0.917	0.951	0.997	1.584	1.177	6.23	12.28	- 16.21	- 14.5	5.76	- 50.3
标准差	0.649	0.61	0.612	0.629	0.686	0.594	0.804	0.811	0.76	0.715	7.039	2.442	136.44	119.2	267.17	2163.1	94.08	726.29
最小值	0.05	0.07	0.05	0.07	0.03	0.11	0.05	0.07	0.05	0.07	0.03	0.11	- 150	- 484.4	- 25.5	- 26.1	- 1037	- 96.2
最大值	4.03	4.13	4.27	3.51	4.1	3.3	6.26	6.85	6.73	4.11	97	33.11	68.05	106.1	852.37	106.1	46.9	32.98
1/4 分位	0.445	0.413	0.451	0.45	0.495	0.488	0.447	0.419	0.484	0.461	0.518	0.496	2.25	2.55	3.62	3.99	2.48	3.12
2/4 分位	0.749	0.72	0.704	0.748	0.808	0.777	0.788	0.748	0.749	0.828	0.863	0.815	7.43	6.42	6.59	6.6	4.89	5.78
3/4 分位	1.179	1.075	1.159	1.249	1.308	1.266	1.214	1.159	1.205	1.309	1.43	1.391	17.87	19.39	16.62	12.42	10.6	11.96
	主营收入增长率						主营利润增长率						总资产增长率					
均值	0.286	0.304	0.342	0.214	0.244	0.267	0.607	1.032	0.663	0.223	0.199	0.362	0.253	0.562	0.279	0.319	0.244	0.281
标准差	0.469	0.469	0.924	0.302	0.492	0.354	1.472	1.659	1.214	0.394	1.048	0.565	0.324	0.788	0.906	0.277	0.235	0.312
最小值	- 0.5	- 0.26	- 0.33	- 0.75	- 0.47	- 0.18	- 0.59	- 0.29	- 0.29	- 0.9	- 1.43	- 0.46	- 0.13	- 0.84	- 0.2	- 0.31	- 0.28	0
最大值	2.58	3.3	12.01	1.37	3.76	4.02	14.69	15.46	10.22	1.8	12.81	4.68	2.24	9.46	11.77	1.6	1.31	3.99
1/4 分位	0	0.018	0.059	0.037	0.014	0.104	0	0.186	0.054	- 0.007	- 0.073	0.108	0.013	0.249	0.071	0.124	0.082	0.161
2/4 分位	0.143	0.193	0.199	0.157	0.148	0.204	0.191	0.514	0.297	0.155	0.097	0.236	0.164	0.401	0.139	0.268	0.208	0.234
3/4 分位	0.413	0.434	0.472	0.356	0.36	0.369	0.763	1.378	0.783	0.427	0.336	0.457	0.348	0.656	0.274	0.448	0.366	0.346

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

3. 配股公司对比分析

(1) 盈利能力简单比较。由图 3 - 1 可见：①一次配股公司 ROE 在 T - 1 年略高于匹配公司，而从融资当年到融资后 3 年，前者均低于后者。多次配股公司融资前后各年 ROE 均高于一次配股及匹配公司。②一次配股公司 ROA 融资前 3 年均高于匹配公司，而从融资当年到融资后 3 年，前者均低于后者。多次配股公司 ROA 在融资前后各年均高于一次配股及匹配公司。③一次配股公

司 EPS 融资前 3 年均高于匹配公司，融资当年到融资后 3 年，前者均低于后者。多次配股公司 ROA 在融资前后各年均明显高于一次配股及匹配公司。④一次配股公司 EBIT 融资前 3 年均高于匹配公司，融资当年两者持平，而从融资后 3 年，前者均低于后者。多次配股公司 EBIT 在融资前后各年均明显高于一次配股及匹配公司。⑤一次配股公司主营业务利润率融资当年和融资前 3 年均高于匹配公司，而融资后 3 年，前者均低于后者。多次配股公司主营业务利润率在融资前 3 年则均低于一次配股及匹配公司，从融资当年到融资后 3 年情况则恰好相反。⑥一次配股公司销售毛利率融资前 3 年均高于匹配公司，融资当年两者持平，融资后 3 年前者均低于后者。多次配股公司销售毛利率除 T-2 年低于一次配股，其他年度均高于一次配股及匹配公司。⑦一次配股公司销售净利率融资前 3 年均高于匹配公司，融资当年到融资后 3 年，前者均低于后者。多次配股公司销售净利率融资前 3 年均低于一次配股，但高于匹配公司，而从融资当年到融资后 3 年则均高于一次配股及匹配公司。⑧一次配股公司每股净资产融资前后各年均不同程度高于匹配公司，而多次配股公司每股净资产在 T-3 和 T 年低于一次配股公司，融资前其他年度相差无几，而融资后 3 年则均高于一次配股及匹配公司。

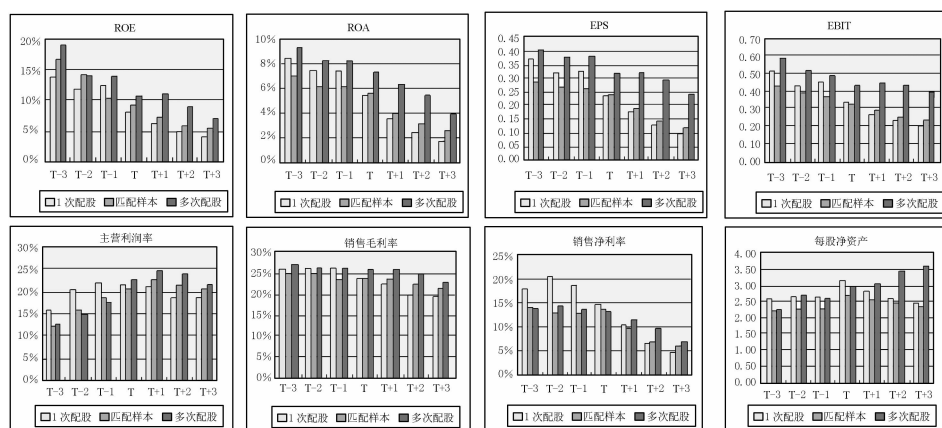


图 3-1 配股及匹配公司盈利能力（中值）比较

综上所述，一次配股公司盈利能力指标在融资前均高于匹配公司，融资后基本低于匹配公司。多次配股公司在融资前后均高于一次配股和匹配公司。

(2) 偿债能力比较。由附图 3-2 可见：①一次配股公司流动比率除 T+2 年低于匹配公司外，T-1 至 T+3 年其他年度及融资后平均水平均与匹配公司接近。多次配股公司流动比率在融资后两年及融资后平均水平均高于一次配股及匹配公司。②一次配股公司速动比率 T-1 至 T+3 年及融资后平均水平，均低于匹配公司。多次配股公司速动比率在融资后两年及融资后平均水平均高于一次配股及匹配公司，在 T 年和 T+1 年低于一次配股公司。③一次配股公司资产负债率 T-1 年和 T 年低于匹配公司，T+1 年两者持平，融资后两年及融资后平均水平均高于匹配及多次配股公司。多次配股公司资产负债率除 T 年高于一次配股及匹配公司外，其他年度均低于一次配股及匹配公司。④一次配股公司产权比率和有形净值债务率，融资后各年及融资后平均水平均高于匹配公司和多次配股公司。多次配股公司产权比率和有形净值债务率，融资后各年及融资后平均水平均低于一次配股及匹配公司。⑤一次配股公司利息倍数除 T+2 年与匹配公司持平，T+3 年低于后者外，其他各年及融资后平均水平均高于匹配公司。多次配股公司利息倍数 T-1 至 T+3 年及融资后平均水平均高于一次配股及匹配公司。

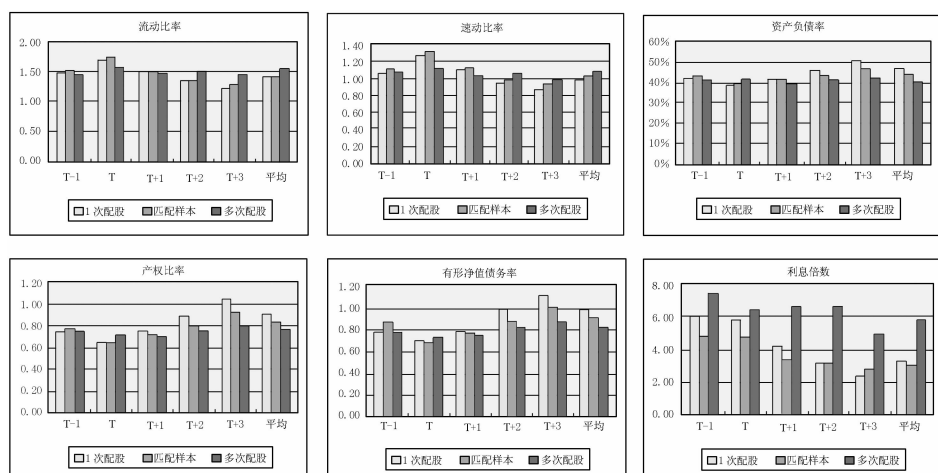


图 3-2 配股及匹配公司偿债能力（中值）比较

综合来看，从融资后3年平均情况看，一次配股公司偿债能力弱于一次匹配和多次配股公司，而多次配股公司优于一次配股和匹配公司。

(3) 成长能力、现金流量指标比较。由图3-3可见：①一次配股公司主营业务收入增长率融资前高于匹配公司，融资后平均水平略高于匹配公司。多次配股公司主营业务收入增长率除T-1年低于一次配股外，其他年度及融资后平均水平均高于一次配股及匹配公司。②一次配股公司主营业务利润增长率除T-1年高于匹配及多次配股公司外，其他年度均低于后两者。多次配股公司主营业务利润增长率T至T+2年明显高于一次配股及匹配公司，T+3年低于匹配公司。③一次配股公司总资产增长率T-1至T+1年高于匹配公司，T+3则低于后者，但两者融资后的平均水平接近。多次配股公司总资产增长率在各年均高于一次配股及匹配公司。④一次配股公司每股经营现金流融资前各年均高于匹配公司，融资后情况则相反。多次配股公司每股经营现金流除T年外，其他各年均高于一次配股及匹配公司。

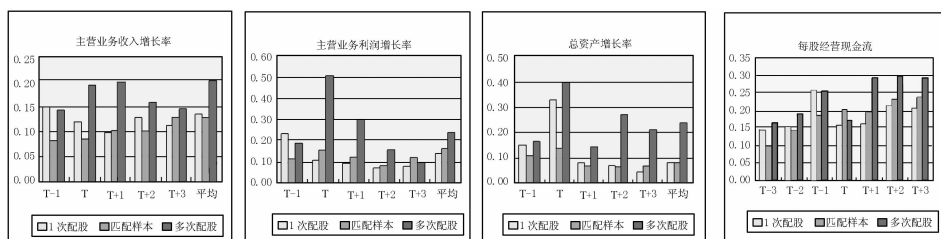


图 3-3 配股及其匹配公司成长能力、现金流量指标中值比较

综上分析，一次配股公司成长能力、现金流量均弱于一次匹配和多次配股公司，而多次配股公司优于一次配股和匹配公司。

4. 配股公司分年度比较

为突出重点，对配股融资分年度考察仅分析有关盈利能力指标。

(1) 一次配股。如图3-4所示：①除1997年、2002年外，其他年度配股上市公司ROE，在T-3至T+3的7个年度呈下降趋势。而1997年配股公司

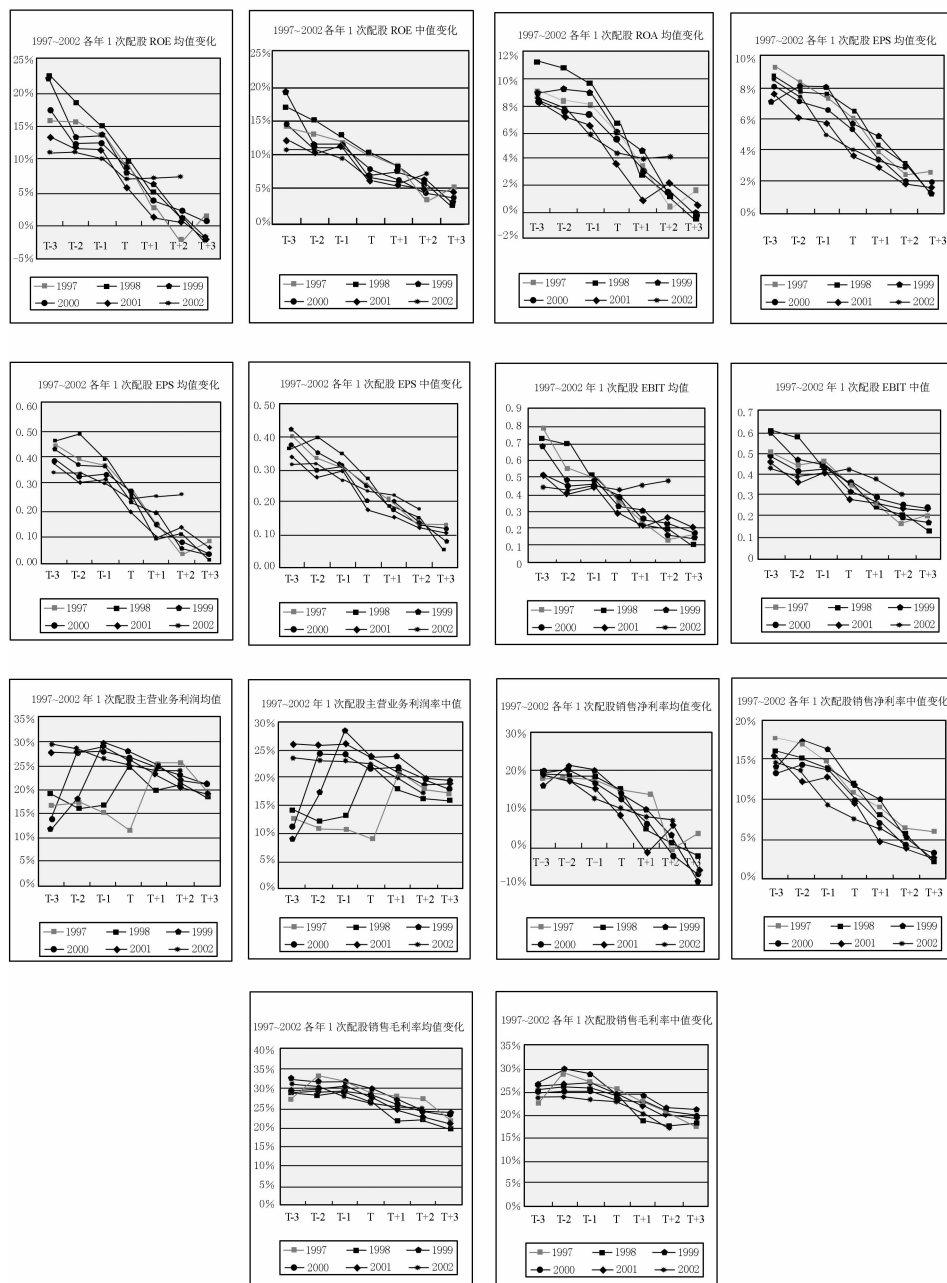


图 3-4 一次配股公司分年度盈利能力指标变化

ROE 在 $T-3$ 到 $T+2$ 年也一直不断下滑，只是在 $T+3$ 年才有所反弹。2002 年配股公司 ROE 在 T 年形成明显下降的拐点后，融资后 2 年表现比较平稳。②总体上，特别是从中值来看，1997 ~ 2002 年配股上市公司 ROA 呈下降趋势。另外，融资前 3 年配股公司 ROA 即便下滑，相对于融资后也表现得比较平稳。1997 年配股公司 ROA 均值在 $T+3$ 年有所反弹，2001 年配股公司 ROA 均值在 $T+2$ 年有所反弹，并随之下降。③总体上，特别是从中值来看，1997 ~ 2002 年配股上市公司 EPS 呈下降趋势。另外，融资前 3 年 EPS 即便下滑，相对于融资后也表现得比较平稳。1997 年配股公司 EPS 均值在 $T+3$ 年有所反弹，2001 年度配股公司 EPS 均值在 $T+2$ 年有所反弹，并随之下降。④1997 ~ 2001 年配股上市公司 EBIT 呈下降趋势。2002 年配股公司 EBIT 均值表现平稳上升趋势，中值在融资后则有所下降，但高于其他年度融资后的水平。⑤1997 ~ 2000 年配股上市公司主营业务利润率在融资前后有较明显的波动；2001 ~ 2002 年配股公司主营业务利润率在融资前后表现相对平稳，而中值显示融资后呈下滑的趋势。⑥从中值来看，1997 ~ 2002 年配股上市公司销售净利率呈下降趋势。另外，融资前 3 年销售净利率即便下滑，相对于融资后也表现得比较平稳。1997 年配股公司销售净利率均值在 $T+3$ 年有所反弹，2001 年配股公司销售净利率均值在 $T+2$ 年有所反弹，并随之下降。⑦1997 ~ 2002 年配股上市公司销售毛利率在融资后呈小幅下降趋势。1998 年配股公司销售毛利率在各年相对高于其他年度配股公司。

(2) 多次配股。如图 3-5 所示：①1997 ~ 2001 年配股上市公司 ROE 融资后出现小幅下降，但融资后 3 年变动不大，尽管 1998 年配股公司在 $T+3$ 年有明显下滑。②1997 ~ 2001 年配股上市公司融资后 ROA 呈下降趋势，而融资前 3 年 ROA 表现得相对比较平稳。③除 1998 年配股公司 EPS 在融资后明显下滑外，其他年度配股公司 EPS 总体上，特别是从中值来看，在融资前后变化并不明显。④除 1998 年配股公司 EBIT 在融资后明显下滑外，其他年度配股公司 EBIT 融资后总体上没有出现明显下降，2000 年、2001 年配股公司 EBIT 呈平稳上升趋势。⑤总体上，1997 ~ 2000 年配股上市公司主营业务利润率在融资前后经历了比较明显的波动，2001 年配股公司主营业务利润率在融资

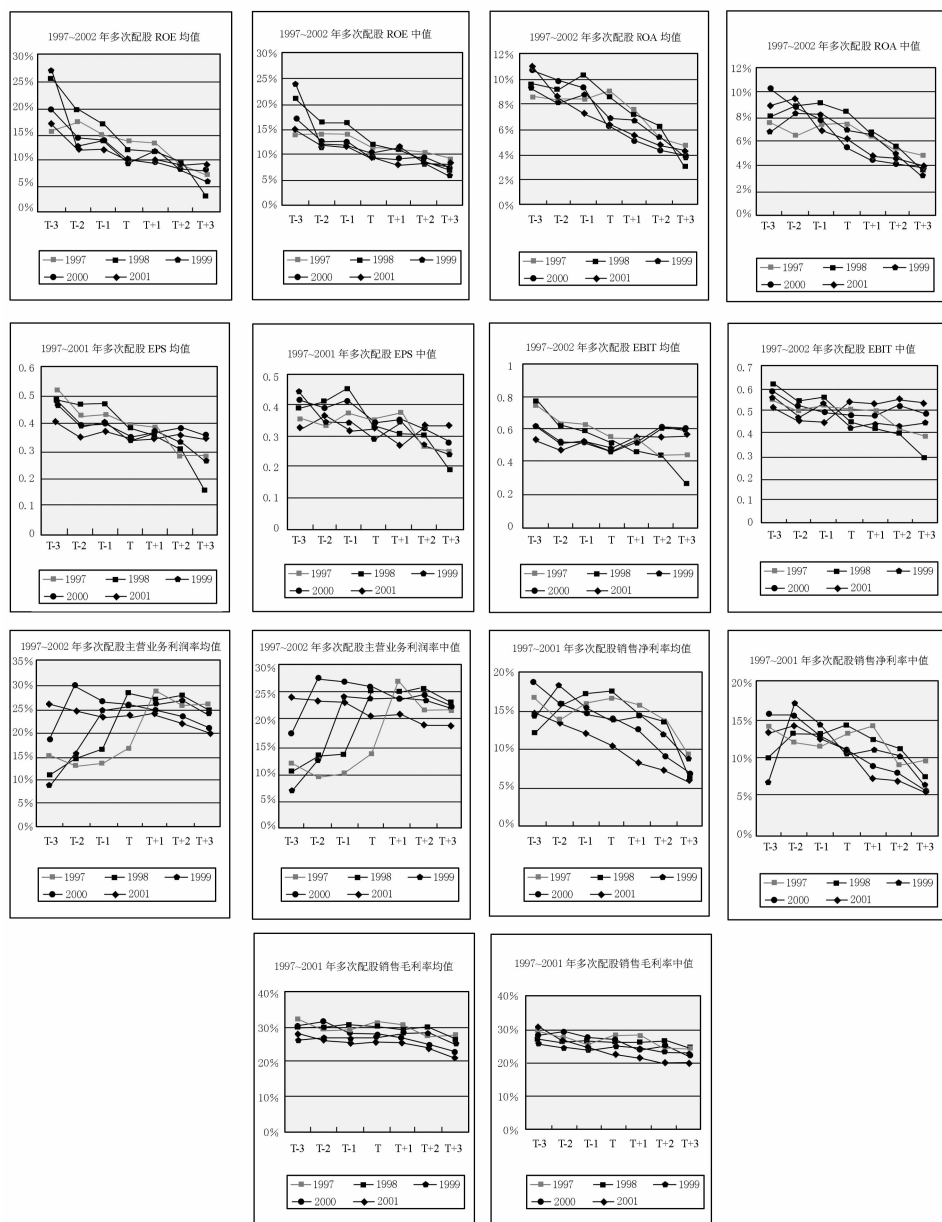


图 3-5 多次配股公司分年度盈利能力指标变化

前后表现相对平稳。⑥1997 ~ 2001 年配股上市公司销售净利率融资后呈下降趋势。⑦1997 ~ 2001 年配股上市公司销售毛利率在融资前后基本保持平稳趋势。

(三) 增发价值效率描述性分析

1. 增发公司纵向比较

下面就一次增发公司进行描述分析：

(1) 历年 ROE 对比。由表 3 - 19 可知，从一次增发及匹配公司历年 ROE 均值对比来看，一次增发汇总公司 ROE 在 1997 ~ 2001 年均比全部 A 股公司高，2002 年以后情况则相反。与匹配公司相比，除 2001 ~ 2002 年增发公司 ROE 在不同年份高于与匹配公司外，其他年度增发公司 ROE 不如匹配公司。

表 3 - 19 一次增发公司及匹配公司 1998 ~ 2002 年 ROE 对比 (%)

年度	一次增发公司					1998 ~ 2002 一次增发	1998 ~ 2002 所有增发	匹配公司					全部 A 股
	1998 增发	1999 增发	2000 增发	2001 增发	2002 增发			1998 增发	1999 增发	2000 增发	2001 增发	2002 增发	
1996	7.205	10.47	8.53	9.509	10.36	9.368	9.386	22.47	6.361	9.45	16.34	12.79	9.494
1997	4.741	14.96	7.243	12.51	12.96	11.16	11.23	25.92	9.177	6.781	15.02	13.92	9.805
1998	11.26	12.9	7.728	13.73	14.84	12.53	12.48	9.96	10.05	10.02	12.42	14.95	7.586
1999	7.465	11.81	9.526	13.23	12.68	11.71	11.66	8.936	11.52	11.86	13.02	13.08	8.196
2000	9.034	9.3	4.847	13.6	16.65	10.56	10.65	7.77	14	8.936	8.712	13.5	7.833
2001	9.505	- 0.56	0.439	9.646	15.21	7.243	7.57	6.48	6.642	5.798	9.172	10.78	5.745
2002	8.415	2.673	0.277	7.756	8.635	5.787	6.133	8.445	- 0.54	4.876	7.473	11.2	5.809
2003	6.706	0.677	3.404	6.64	8.416	5.957	6.332	11.5	6.951	6.539	7.122	12.19	7.5
2004	6.733	7.39	8.339	6.281	9.108	7.639	7.733	10.11	6.604	6.336	7.412	13.87	8.946

资料来源：根据 WIND 资讯整理，数据按整体法计算。

(2) 历年 EPS (均值) 对比。由表 3 - 20 可知，一次增发汇总公司 EPS 在 1996 ~ 2004 年均高于全部 A 股公司，1999 年以后的情况恰好相反。整体来看，各年实施一次增发的公司 EPS 没有显著高于匹配公司。

表 3 - 20 一次增发公司及匹配公司 1998 ~ 2002 年 EPS 对比 (元)

年度	一次增发公司					1998 ~ 2002 一次增发	1998 ~ 2002 所有增发	匹配公司					全部 A 股
	1998	1999	2000	2001	2002			1998	1999	2000	2001	2002	
1996	0.153	0.318	0.183	0.258	0.204	0.217	0.217	0.82	0.189	0.242	0.362	0.353	0.334
1997	0.1	0.485	0.162	0.328	0.34	0.281	0.285	0.479	0.461	0.186	0.411	0.393	0.299
1998	0.396	0.444	0.173	0.352	0.414	0.333	0.334	0.264	0.385	0.318	0.35	0.396	0.241
1999	0.258	0.515	0.233	0.361	0.382	0.342	0.338	0.245	0.378	0.337	0.392	0.386	0.262
2000	0.302	0.394	0.186	0.348	0.459	0.332	0.334	0.216	0.496	0.297	0.345	0.379	0.222
2001	0.313	- 0.021	0.016	0.352	0.449	0.25	0.26	0.173	0.242	0.179	0.332	0.332	0.170
2002	0.296	0.099	0.009	0.281	0.335	0.21	0.222	0.238	- 0.017	0.147	0.269	0.351	0.143
2003	0.275	0.024	0.115	0.241	0.311	0.214	0.229	0.365	0.237	0.204	0.264	0.398	0.161
2004	0.291	0.266	0.283	0.237	0.304	0.272	0.278	0.328	0.232	0.194	0.262	0.445	0.108

资料来源：根据 WIND 资讯整理，数据按整体法计算。

(3) 融资前后盈利能力对比。由表 3 - 21 可知，一次增发公司 ROE、EPS、EBIT、主营业务利润率和销售毛利率均表现出融资前上升、融资后有程度不同下滑的趋势；ROA 和销售净利率在融资前比较平稳，融资后出现下滑趋势；每股现金流融资前均为正值，融资后两年内则为负值，每股经营现金流呈上升趋势。T 年前上市公司的多项指标均呈上升势头，融资后 3 年则呈下滑趋势。说明增发也未使上市公司业绩得到实质改观。

表 3 - 21 1998 ~ 2002 年一次增发盈利能力、现金流量指标统计

年度	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
	ROE							ROA							EPS						
均值	0.109	0.134	0.137	0.077	0.05	0.031	0.003	0.07	0.076	0.07	0.058	0.031	0.018	0.007	0.317	0.351	0.377	0.349	0.237	0.163	0.107
标准差	0.167	0.076	0.088	0.044	0.093	0.127	0.176	0.082	0.048	0.049	0.034	0.04	0.057	0.082	0.292	0.213	0.244	0.207	0.279	0.372	0.52
最小值	- 1.07	0.01	- 0.21	- 0.15	- 0.46	- 0.66	- 0.8	- 0.32	0	- 0.14	- 0.05	- 0.14	- 0.28	- 0.37	- 1.16	0.02	- 0.28	- 0.25	- 1	- 1.63	- 1.85
最大值	0.48	0.42	0.49	0.18	0.18	0.22	0.18	0.51	0.22	0.25	0.21	0.1	0.1	0.17	1.17	0.95	1.26	1.03	1.02	1.13	1.05
1/4 分位	0.072	0.098	0.097	0.059	0.03	0.02	0.01	0.038	0.042	0.046	0.037	0.016	0.009	0.002	0.18	0.213	0.21	0.214	0.12	0.071	0.015
2/4 分位	0.112	0.12	0.125	0.073	0.061	0.061	0.039	0.068	0.07	0.067	0.052	0.035	0.027	0.019	0.29	0.3	0.343	0.31	0.25	0.206	0.14
3/4 分位	0.168	0.163	0.185	0.099	0.099	0.099	0.097	0.095	0.098	0.086	0.075	0.051	0.05	0.045	0.486	0.464	0.5	0.475	0.37	0.345	0.357

续表

年度	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
	主营业务利润率							销售净利率							销售毛利率						
均值	0.214	0.283	0.281	0.266	0.239	0.225	0.227	-0.65	0.176	0.144	0.117	0.057	0.012	-0.02	0.287	0.305	0.302	0.278	0.251	0.238	0.242
标准差	0.229	0.149	0.152	0.111	0.132	0.122	0.129	7.032	0.177	0.116	0.074	0.134	0.219	0.286	0.152	0.143	0.145	0.118	0.139	0.131	0.143
最小值	-1.13	0	-0.19	0.09	-0.24	-0.03	0.05	-6.5	0.01	-0.24	-0.05	-0.84	-1.2	-1.8	-0.35	0.1	0.09	0.1	-0.24	-0.03	0.06
最大值	0.73	0.77	0.79	0.69	0.72	0.6	0.67	0.72	1.07	0.58	0.37	0.31	0.26	0.22	0.75	0.77	0.79	0.69	0.72	0.64	0.72
1/4分位	0.139	0.186	0.18	0.185	0.163	0.133	0.13	0.071	0.073	0.067	0.063	0.03	0.019	0.005	0.178	0.199	0.189	0.188	0.166	0.135	0.134
2/4分位	0.207	0.262	0.266	0.239	0.219	0.205	0.203	0.131	0.132	0.121	0.105	0.06	0.047	0.035	0.266	0.267	0.275	0.255	0.23	0.214	0.206
3/4分位	0.342	0.365	0.376	0.325	0.312	0.293	0.288	0.235	0.21	0.197	0.163	0.124	0.086	0.074	0.379	0.393	0.39	0.337	0.331	0.305	0.316
	EBIT							每股现金流							每股经营现金流						
均值	0.45	0.49	0.546	0.528	0.404	0.312	0.235	0.151	0.083	0.33	1.269	-0.1	-0.14	0.039	0.208	0.275	0.431	0.312	0.214	0.4	0.455
标准差	0.343	0.289	0.32	0.311	0.371	0.587	0.771	0.44	0.563	0.81	1.255	0.713	0.683	0.791	0.492	0.489	0.633	0.551	0.776	0.723	0.616
最小值	-1	0.04	-0.25	-0.08	-0.77	-2.78	-2.97	-1.1	-1.22	-1.75	-0.17	-3.32	-2.12	-2.42	-1.75	-1.52	-0.72	-1.44	-2.09	-1.6	-0.03
最大值	1.42	1.57	1.66	1.59	1.68	1.9	1.78	1.51	3	5.65	7.19	2.17	2.11	3.97	1.11	1.55	3.12	2.15	2.55	3.22	2.54
1/4分位	0.254	0.307	0.285	0.32	0.193	0.125	0.087	-0.04	-0.19	-0.03	0.43	-0.48	-0.44	-0.22	-0.01	0.034	0.08	0.051	-0.04	0.003	0
2/4分位	0.407	0.418	0.499	0.469	0.388	0.313	0.328	0.091	0.002	0.202	1.112	-0.07	-0.04	-0.01	0.174	0.259	0.357	0.322	0.206	0.316	0.344
3/4分位	0.628	0.639	0.74	0.703	0.615	0.587	0.557	0.302	0.253	0.434	1.664	0.165	0.167	0.259	0.502	0.565	0.683	0.578	0.58	0.757	0.773

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

(4) 融资前后偿债能力、成长能力对比。由表 3 - 22 可知，一次增发公司流动比率、速动比率在 T 年明显增长，随后 3 年则有所下降，但融资后平均水平要高于融资前 1 年水平。资产负债率、产权比率和有形净值债务率在 T 年出现明显下降，随后 3 年呈上升趋势；成长能力 3 个指标均在 T 年出现增长随后不断下滑。与一次配股不同，一次增发公司融资后偿债能力有所提高。成长能力各年指标均为正值，反映出融资后公司具有一定的成长和发展能力。

表 3 - 22 1998 ~ 2002 年一次增发偿债能力、成长能力统计

年度	T-1	T	T+1	T+2	T+3	平均	T-1	T	T+1	T+2	T+3	平均	T-1	T	T+1	T+2	T+3	平均
	流动比率						速动比率						资产负债率					
均值	1.434	2.266	1.791	1.580	1.667	1.653	1.046	1.795	1.362	1.161	1.241	1.233	0.473	0.371	0.425	0.451	0.461	0.446
标准差	0.580	1.289	1.112	0.877	1.154	0.909	0.554	1.123	0.921	0.728	1.010	0.770	0.147	0.139	0.144	0.156	0.190	0.150

续表

年度	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	平均	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	平均	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	平均
	流动比率						速动比率						资产负债率					
最小值	0.550	0.500	0.410	0.310	0.270	0.380	0.350	0.270	0.300	0.130	0.060	0.160	0.190	0.090	0.070	0.110	0.090	0.130
最大值	3.180	7.060	8.200	5.470	6.540	5.550	2.790	6.760	5.940	4.250	6.000	4.430	0.760	0.680	0.730	0.800	0.920	0.760
1/4 分位	1.081	1.483	1.232	1.067	1.045	1.139	0.648	1.110	0.807	0.705	0.687	0.750	0.359	0.261	0.319	0.320	0.309	0.331
2/4 分位	1.278	1.937	1.586	1.427	1.381	1.484	0.892	1.492	1.138	0.977	0.960	1.027	0.480	0.372	0.438	0.472	0.502	0.468
3/4 分位	1.738	2.723	2.069	1.839	1.848	1.871	1.330	2.027	1.580	1.377	1.388	1.430	0.589	0.482	0.524	0.571	0.562	0.562
	产权比率						有形净值债务率						利息倍数					
均值	1.175	0.737	0.965	1.132	1.500	1.154	1.437	0.806	1.046	1.266	1.447	1.219	10.1	3.1	34.7	4.0	2.0	20.1
标准差	0.807	0.483	0.616	0.833	2.287	0.939	1.477	0.596	0.744	1.132	1.605	1.016	22.2	37.9	271.3	33.8	27.4	144.5
最小值	0.230	0.100	0.080	0.120	0.100	0.150	0.240	0.120	0.090	0.140	0.100	0.160	- 50.0	- 182.3	- 56.7	- 198.7	- 92.2	- 167.7
最大值	4.270	2.700	2.810	4.330	16.00	6.200	9.090	3.790	4.170	7.370	9.860	5.780	98.0	88.3	2376.3	113.2	99.9	1243.2
1/4 分位	0.600	0.365	0.537	0.496	0.473	0.543	0.659	0.390	0.565	0.570	0.529	0.568	3.9	3.6	1.1	0.9	- 0.2	- 0.7
2/4 分位	0.955	0.653	0.838	1.005	1.113	0.977	0.981	0.698	0.862	1.090	1.130	1.042	6.5	6.3	4.0	4.4	3.3	4.1
3/4 分位	1.543	1.008	1.266	1.436	1.478	1.416	1.621	1.085	1.382	1.570	1.655	1.496	9.9	12.3	8.9	9.6	7.7	8.6
	主营收入增长率						主营利润增长率						总资产增长率					
均值	0.364	0.563	0.289	0.226	0.138	0.241	- 0.360	1.272	0.136	0.197	0.200	0.183	0.220	0.802	0.209	0.078	0.068	0.134
标准差	0.475	0.944	0.767	0.377	0.349	0.406	6.956	4.721	0.602	0.563	0.512	0.369	0.248	0.882	0.410	0.160	0.212	0.219
最小值	- 0.52	- 0.42	- 0.30	- 0.61	- 0.69	- 0.34	- 60.76	- 0.46	- 1.59	- 1.12	- 0.80	- 0.46	- 0.20	0.070	- 0.180	- 0.470	- 0.330	- 0.210
最大值	2.120	6.880	5.70	1.70	1.34	2.91	3.36	29.47	4.29	2.65	1.78	2.16	1.110	4.750	3.100	0.680	0.810	1.490
1/4 分位	0.045	0.116	- 0.01	0.02	- 0.08	0.04	0.05	0.02	- 0.17	- 0.08	- 0.18	- 0.01	0.065	0.360	0.030	- 0.005	- 0.036	0.023
2/4 分位	0.216	0.352	0.167	0.145	0.142	0.182	0.225	0.234	0.115	0.077	0.125	0.126	0.167	0.509	0.126	0.074	0.060	0.102
3/4 分位	0.528	0.692	0.399	0.390	0.329	0.385	0.553	0.641	0.377	0.351	0.492	0.296	0.323	0.907	0.283	0.177	0.143	0.197

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

2. 增发公司横向比较

(1) 盈利能力比较。如图 3 - 6 所示：①一次增发公司 ROE 在 T - 1 年略高于匹配公司，其他年度前者均低于后者。多次增发公司 ROE 融资前 3 年均低于一次增发公司，而从 T 至 T + 3 年均高于一次增发及匹配公司。②一次增发公司 ROA 融资前后各年均低于匹配公司，并且融资后差异更趋明显。多次增发公司 ROA 在 T - 3 至 T 年均低于匹配公司，而在融资后 3 年高于一次增发及匹配公司。③一次增发公司 EPS 在 T - 1 和 T 年高于匹配公司，融资后 3 年

前者均低于后者。多次增发公司 ROA 在融资前 3 年低于匹配公司, 从 T 至 T+3 年则高于一次增发及匹配公司。④一次增发公司 EBIT 在 T-1 和 T 年高于匹配公司, 融资后 3 年前者均低于后者。多次增发公司 EBIT 在融资前 3 年低于或接近匹配公司, 在 T 至 T+3 年则明显高于一次增发及匹配公司。⑤一次增发公司主营业务利润率在 T-2 至 T-3 年均高于匹配公司, 在 T 至 T+3 年则低于后者。多次增发公司主营业务利润率在融资前后各年均低于或接近一次增发及匹配公司。⑥一次增发公司销售毛利率融资前 3 年相比匹配公司互有高低, 从 T 至 T+3 年则均低于后者。多次增发公司销售毛利率除在 T-1 年高于一次增发和匹配公司外, 其他年度均低于后两者。⑦一次增发公司销售净利率在 T-2 至 T-3 年均高于匹配公司, 在 T-1 至 T+3 年则低于后者。多次增发公司销售净利率在融资前后各年均低于匹配公司, 但融资后 3 年内则均高于一次增发。⑧一次增发公司每股净资产融资后各年均高于匹配公司, 多次增发公司每股净资产融资后高于匹配公司, 尽管在 T+1 年低于一次增发公司, 随后两年则高于一次增发公司。

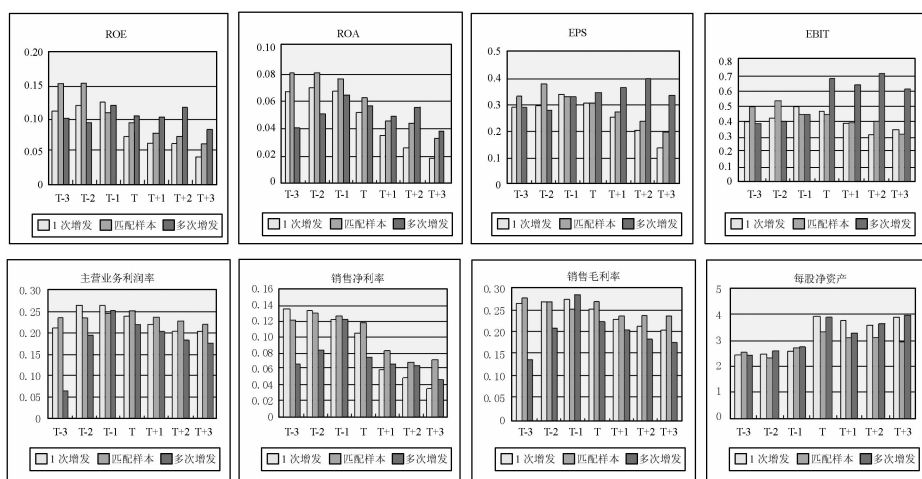


图 3-6 一次增发及匹配、多次增发盈利能力指标中值比较

综合分析，一次增发公司盈利能力指标在融资后均低于匹配公司，而在融资前3年个别年度，前者个别指标还高于匹配公司。尽管多次增发公司 ROE、ROA、EPS、EBIT 等指标在融资前3年低于一次增发或匹配公司，但融资后3年则高于后两者。

(2) 偿债能力比较。如图 3-7 所示：①一次增发公司流动比率除 T 年高于匹配公司外，其他各年及融资后平均水平均低于匹配公司。多次增发公司流动比率除 T+3 年与匹配公司持平，其他各年及融资后平均水平均低于一次增发及匹配公司。②一次增发公司速动比率除 T 年高于匹配公司外，其他各年及融资后平均水平均低于匹配公司。多次增发公司速动比率各年均低于一次增发及匹配公司。③一次增发公司资产负债率各年及融资后平均水平均高于匹配公司。多次增发公司资产负债率各年均高于一次增发及匹配公司。④一次增发公司的产权比率和有形净值债务率，融资后各年均高于匹配公司。多次增发公司产权比率和有形净值债务率各年均高于一次增发及匹配公司。⑤一次增发公司利息倍数各年均低于匹配公司。多次增发公司利息倍数除 T-1 年低于匹配公司外，其他各年均高于一次增发及匹配公司。

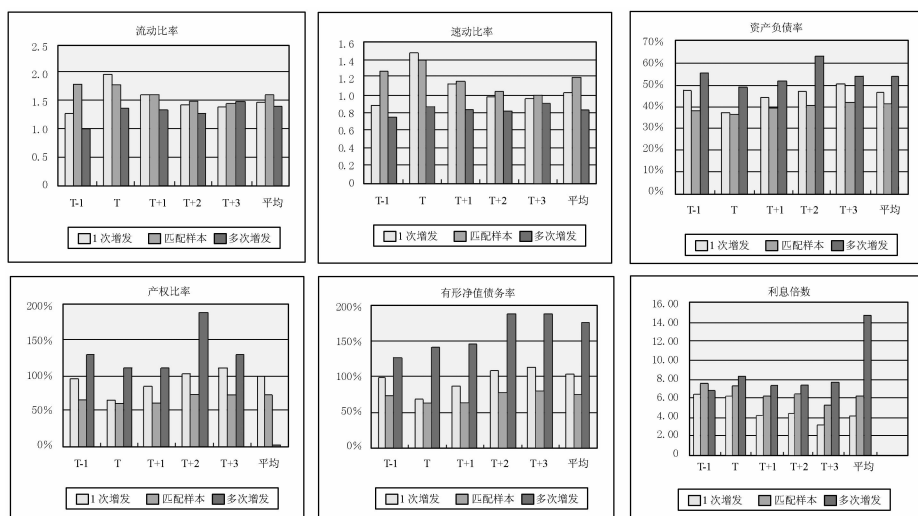


图 3-7 一次增发及匹配、多次增发偿债能力指标中值比较

(3) 成长能力、现金流量指标比较。如图 3-8 所示：①一次增发公司主营业务收入增长率融资前高于匹配公司，融资后各年均低于匹配公司。多次增发公司主营业务收入增长率 T+3 年低于一次增发及匹配公司，其他年度及融资后平均水平高于匹配公司。②一次增发公司主营业务利润增长率 T-1 和 T 年高于匹配公司，融资后各年均低于后者。多次增发公司主营业务利润增长率各年均高于匹配公司。③一次增发公司总资产增长率 T+1 年前高于匹配公司，此后则低于后者。多次增发公司总资产增长率融资后各年均高于一次增发及匹配公司。④一次增发公司每股经营现金流融资前后与匹配公司没有比较一致的变化趋势。多次增发公司每股经营现金流从 T-1 年开始，高于一次增发及匹配公司。

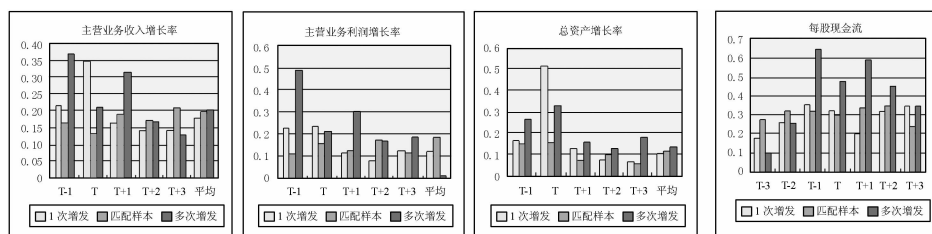


图 3-8 一次增发及匹配、多次增发成长能力现金流量指标中值比较

3. 增发公司分年度比较

下面通过图 3-9，分析 1997~2002 年一次增发公司盈利能力（均值/中值）：①ROE 相对融资前增长的只有 1998 年增发的公司，其他年度增发公司 ROE 基本呈下降趋势，而 2000 年增发公司 ROE 中值在融资后两年表现比较平稳。②ROA 相对融资前增长的只有 1998 年增发公司，其他年度增发公司 ROA 呈下降趋势，2000 年增发公司 ROA 中值融资后两年表现比较平稳。③EPS 相对融资前增长的只有 1998 年增发的公司，其他年度增发公司 EPS 基本呈下降趋势。④EBIT 相对融资前增长的仅有 1998 年增发公司，2000 年和 2001 年增发公司 EBIT 中值在融资后 3 年表现平稳。⑤1998 年、1999 年增发公司主营业务利润率比融资前有所增长，其他年度增发公司 EPS 基本呈下降趋势。⑥尽管融资前各年增发公司销售净利率情况各异，融资后 3 年销售净利率均呈不断

下滑趋势。⑦除 1999 年增发公司销售毛利率融资前后持续上涨外，其他年度增发公司销售毛利率融资后略有下降。

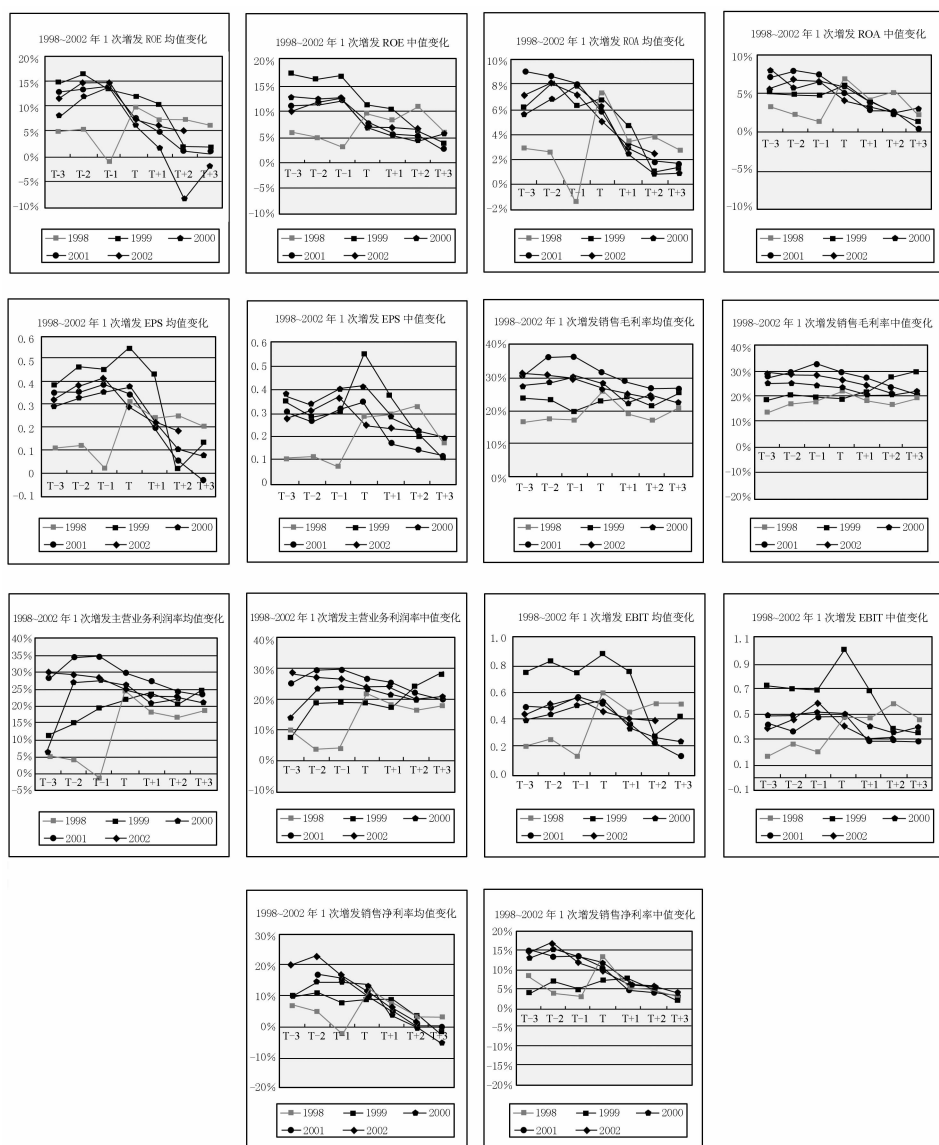


图 3-9 1997~2002 各年实施一次配股上市公司的盈利能力

三、融资前后价值效率显著性检验

(一) 配股价值效率显著性检验

1. 融资前后 3 年价值效率总体比较

如表 3 - 23 统计检验所示，除主营业务利润率外，一次配股公司 ROE 等其他盈利指标中值、均值，在融资后 3 年均显著低于融资前 3 年水平。

表 3 - 23 一次配股公司融资前后经营业绩对比

	EPS (元)	销售净利率	销售毛利率	ROA	主营利润率	ROE	EBIT (元)
融资前 3 年中值	0.341	0.148	0.264	0.076	0.184	0.128	0.465
融资后 3 年中值	0.142	0.054	0.204	0.028	0.192	0.055	0.24
Z	- 3.62 ***	- 3.62 ***	- 3.58 ***	- 3.62 ***	- 0.26	- 3.62 ***	- 3.62 ***
融资前 3 年均值	0.374	0.182	0.301	0.084	0.222	0.144	0.532
融资后 3 年均值	0.108	0.019	0.239	0.018	0.222	0.018	0.237
T	12.56 ***	10.63 ***	9.30 ***	13.89 ***	- 0.2	11.16 ***	8.12 ***

注：右上标*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下检验显著。均值采用T检验，中值为Wilcoxon-Z检验。

如表 3 - 24 统计检验所示，1997 ~ 2001 年多次配股上市公司 ROE 等盈利指标中值和均值，在融资后 3 年均显著低于融资前 3 年水平。

表 3 - 24 多次配股融资前后经营业绩对比

	EPS	销售净利率	销售毛利率	ROA	主营利润率	ROE	EBIT (元)
融资前 3 年中值	0.327	0.106	0.262	0.053	0.249	0.09	0.498



续表

	EPS	销售净利率	销售毛利率	ROA	主营利润率	ROE	EBIT（元）
融资后3年中值	0.297	0.089	0.237	0.049	0.227	0.088	0.455
Z	-3.24***	-2.79***	-3.41***	-3.41***	-2.22***	-3.41***	-2.33***
融资前3年均值	0.433	0.153	0.285	0.093	0.19	0.169	0.593
融资后3年均值	0.327	0.106	0.262	0.053	0.249	0.09	0.498
T	5.30***	4.66***	2.82***	9.53***	-3.34***	6.01***	2.85***

注：右上标*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下检验显著。均值采用T检验，中值为Wilcoxon-Z检验。

2. 按年度分组配股公司盈利能力比较

表3-25反映了一次配股公司与匹配公司、多次配股公司融资前后3年盈利能力指标对比情况，从中不难发现：①一次配股公司ROE在融资前各年与匹配公司差异并不明显，而融资当年及随后3年中值显著低于后者。一次配股公司ROE在融资前各年与多次配股公司均值差异并不显著，而融资后两者无论中值、均值差异均通过了显著性检验。②一次配股公司EPS、销售净利率在融资前各年与匹配公司的差异显著，而融资当年及随后3年则无显著差异。一次配股公司EPS、销售净利率在融资前各年与多次配股差异均不显著。③一次配股公司销售毛利率在融资前3年各年显著高于匹配公司，融资后3年显著低于匹配公司。一次配股公司销售毛利率融资前与多次配股差异不显著，融资后两者差异显著。④一次配股公司ROA、主营业务利润率在融资前3年各年显著高于匹配公司，融资后3年显著低于匹配公司。一次配股公司ROA、主营业务利润率在融资前与多次配股差异并不显著，融资后两者差异显著。⑤一次配股公司EBIT在融资前3年各年显著高于匹配公司，融资后3年两者差异不显著。一次配股公司EBIT在融资前与多次配股差异并不显著，融资后两者差异显著。

表 3 - 25 按年度分组配股融资前后盈利能力对比

		T - 3		T - 2		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
ROE	一次配股	0.176	0.14	0.135	0.115	0.129	0.112	0.079	0.079	0.039	0.065	0.012	0.046	-0.009	0.038
	匹配样本	0.189	0.157	0.147	0.124	0.116	0.104	0.086	0.092	0.05	0.069	0.016	0.061	0.002	0.054
	多次配股	0.229	0.182	0.167	0.135	0.154	0.141	0.116	0.105	0.116	0.107	0.091	0.088	0.055	0.069
	一次匹配 显著性检验	-0.7	-1.35	-0.49	-0.51	1.15	-2.37**	-0.75	-2.37**	-0.23	-1.86*	0.05	-1.86*	0.1	-2.20**
	一次多次 显著性检验	-1.02	-1.75*	-0.5	-2.02**	-1.19	-2.02**	-2.80**	-2.02**	-6.61***	-2.02**	-11.8***	-2.02**	-6.61***	-2.02**
EPS (元)	一次配股	0.407	0.365	0.367	0.321	0.348	0.31	0.243	0.24	0.142	0.181	0.094	0.124	0.042	0.1
	匹配样本	0.294	0.29	0.261	0.28	0.243	0.263	0.242	0.24	0.164	0.193	0.127	0.138	0.115	0.12
	多次配股	0.486	0.4	0.429	0.378	0.435	0.403	0.376	0.337	0.367	0.33	0.323	0.3	0.238	0.232
	一次匹配 显著性检验	-4.31***	-2.20**	-3.12**	-2.37**	-4.70***	-2.37**	-0.04	-0.73	0.37	-1.35	0.54	-1.18	2.03*	-1.57
	一次多次 显著性检验	-2.20**	-0.67	-0.73	-2.02**	-3.12**	-2.02**	-7.24***	-2.02**	-11.3***	-2.02**	-11.3***	-2.02**	-6.48***	-2.02**
XSJLL	一次配股	0.19	0.145	0.193	0.144	0.172	0.137	0.13	0.105	0.061	0.072	0.014	0.046	-0.053	0.029
	匹配样本	0.108	0.107	0.093	0.102	0.108	0.108	0.141	0.109	0.081	0.077	-0.023	0.052	-0.012	0.042
	多次配股	0.158	0.132	0.16	0.141	0.16	0.128	0.158	0.13	0.143	0.117	0.126	0.099	0.075	0.072
	一次匹配 显著性检验	2.56**	-1.86*	5.32***	-2.37**	2.94**	-2.37**	-0.55	-1.35	-0.42	-0.85	1.58	-0.88	-0.51	-1.36
	一次多次 显著性检验	2.62**	-1.48	3.27**	-0.405	2.17*	-2.02**	-0.77	-1.75*	-2.26*	-2.02**	-5.15***	-2.02**	-5.20***	-2.02**
XSMLL	一次配股	0.298	0.259	0.302	0.265	0.302	0.263	0.28	0.239	0.256	0.224	0.24	0.199	0.22	0.195
	匹配样本	0.283	0.248	0.277	0.249	0.268	0.237	0.268	0.24	0.263	0.239	0.255	0.224	0.249	0.215
	多次配股	0.292	0.271	0.289	0.262	0.285	0.263	0.291	0.259	0.283	0.259	0.277	0.25	0.255	0.229
	一次匹配 显著性检验	2.00*	-1.36	2.90**	-2.37**	3.34***	-2.37**	1.43	-0.17	-0.26	-1.86*	-0.57	-2.20**	-2.23*	-2.20**
	一次多次 显著性检验	0.15	-1.48	1.45	-0.67	2.79**	-0.94	-0.08	-1.21	-1.47	-1.75*	-1.73	-1.75*	-2.09*	-2.02**
ROA	一次配股	0.088	0.08	0.084	0.073	0.079	0.068	0.055	0.053	0.029	0.037	0.015	0.023	0.002	0.017
	匹配样本	0.063	0.064	0.052	0.056	0.058	0.061	0.056	0.056	0.036	0.039	0.021	0.029	0.019	0.025
	多次配股	0.097	0.081	0.09	0.085	0.093	0.083	0.081	0.074	0.07	0.063	0.056	0.052	0.038	0.04
	一次匹配 显著性检验	3.12**	-2.37**	4.47***	-2.20**	3.12**	-1.86*	-0.07	-1.86*	-0.85	-1.15	-0.82	-1.86*	-2.08**	-2.21**
	一次多次 显著性检验	-1.09	-0.14	-0.4	-1.21	-1	-1.88*	-2.51**	-2.02**	-4.62***	-2.02**	-11.4***	-2.02**	-7.95***	-2.08**

续表

		T - 3		T - 2		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
ZYRL	一次配股	0.19	0.159	0.235	0.202	0.249	0.22	0.244	0.216	0.24	0.211	0.224	0.188	0.203	0.183
	匹配样本	0.147	0.125	0.174	0.156	0.208	0.183	0.238	0.206	0.248	0.226	0.24	0.216	0.234	0.207
	多次配股	0.154	0.127	0.174	0.149	0.192	0.174	0.246	0.227	0.269	0.244	0.264	0.24	0.242	0.217
	一次匹配 显著性检验	1.17	-1.86*	1.66	-2.37**	1.32	-2.37**	0.26	-0.17	-0.36	-1.09*	-0.7	-2.37**	-2.35*	-2.20**
	一次多次 显著性检验	0.48	-0.67	0.46	-0.67	0.54	-0.67	-0.24	-1.21	-1.72	-1.21	-2.07*	-2.02**	-2.52**	-1.75*
EBIT (元)	一次配股	0.598	0.498	0.498	0.429	0.477	0.431	0.36	0.341	0.262	0.276	0.219	0.224	0.174	0.211
	匹配样本	0.477	0.434	0.409	0.388	0.374	0.366	0.346	0.327	0.282	0.275	0.242	0.229	0.245	0.223
	多次配股	0.709	0.591	0.578	0.511	0.58	0.533	0.505	0.455	0.507	0.443	0.476	0.425	0.39	0.387
	一次匹配 显著性检验	2.14*	-2.03**	1.56	-1.35	4.09***	-2.37**	0.94	-1.86*	-0.16	-0.51	-0.19	-1.52	-1.42	-1.47
	一次多次 显著性检验	-0.33	-1.48	-0.43	-1.21	-3.07**	-2.02**	-6.70***	-2.02**	-12.7***	-2.02**	-7.30***	-2.02**	-4.81***	-2.02**

资料来源：WIND 资讯。右上标*、**和***分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著；均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

3. 按年度分组合股公司偿债能力比较

表 3 - 26 反映了一次配股公司与匹配公司、多次配股公司融资前后 3 年盈利能力指标对比情况。从中不难发现：①一次配股公司流动比率和速动比率在融资 T 和 T + 1 年与多次配股和匹配公司的差异显著。②一次配股公司资产负债率，在融资前 1 年、融资后各年与匹配公司差异均不显著。一次配股公司资产负债率与多次配股的差异仅在融资当年显著。③一次配股公司产权比率在融资后两年与匹配公司的差异显著，而与多次配股的差异仅在融资当年显著。④一次配股公司有形净值债务率在 T + 1 和 T + 3 年与匹配公司的差异显著，而与多次配股的差异仅在融资当年显著。⑤一次配股公司利息倍数在 T - 1、T + 2 和 T + 3 年与匹配公司的差异显著，而与多次配股的差异在融资后各年均显著。

表 3 - 26 按年度分组配股公司偿债能力对比

		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3		平均	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
LDBL	一次配股	1.769	1.4613	2.0425	1.6776	1.7357	1.5016	1.6093	1.3281	1.4678	1.2211	1.6016	1.3996
	匹配样本	1.9561	1.5004	2.2257	1.7077	1.9171	1.5055	1.6443	1.3231	1.5991	1.2646	1.7435	1.3957
	多次配股	1.8674	1.4455	1.9829	1.547	1.7371	1.4572	1.7443	1.4746	1.7779	1.4392	1.7531	1.521
	一次匹配显著性检验	- 1.67	- 1.01	- 1.90 *	- 1.18	- 1.92 *	- 0.34	- 0.3	- 0.51	- 0.89	- 0.94	- 1.53	- 0.34
	一次多次显著性检验	- 0.26	- 0.13	1.41	- 2.02 **	0.9	- 0.94	0.6	- 0.4	- 0.5	- 0.94	0.35	- 0.4
SDBL	一次配股	1.3165	1.0552	1.5924	1.2742	1.3218	1.1075	1.2027	0.9578	1.0908	0.8586	1.2015	0.985
	匹配样本	1.5824	1.1015	1.8006	1.307	1.5007	1.1177	1.3022	1.0009	1.1788	0.9224	1.3521	1.0279
	多次配股	1.3774	1.0915	1.4587	1.1143	1.2369	1.0285	1.2775	1.0549	1.2718	0.9916	1.2621	1.0695
	一次匹配显著性检验	- 1.97 *	- 1.18	- 2.38 **	- 1.52	- 1.94 *	- 1.18	- 1.11	- 1.44	- 0.46	- 1.78 *	- 1.78	- 1.52
	一次多次显著性检验	- 0.05	- 0.67	1.92 *	- 2.02 **	1.26	- 1.21	0.79	- 0.4	0.02	- 0.13	0.72	- 0.13
ZCFZL	一次配股	0.4187	0.422	0.3824	0.387	0.4199	0.4196	0.4636	0.4602	0.5008	0.5042	0.4607	0.4644
	匹配样本	0.4383	0.4388	0.3949	0.3897	0.4226	0.4148	0.4714	0.4366	0.4969	0.4759	0.4625	0.4409
	多次配股	0.4166	0.4137	0.4136	0.4146	0.4091	0.4009	0.4161	0.4169	0.4319	0.4255	0.419	0.4097
	一次匹配显著性检验	- 0.44	- 0.52	- 0.56	- 0.11	- 0.31	- 0.31	- 0.51	- 1.57	- 0.32	- 0.67	- 0.24	- 1.15
	一次多次显著性检验	0.44	- 0.41	- 1.72	- 1.75 *	- 0.05	- 0.14	1	- 0.67	1.79	- 1.21	1.02	- 0.41
CQBL	一次配股	0.9179	0.7509	0.7574	0.6561	0.814	0.7526	1.1112	0.8984	1.2524	1.0556	1.0573	0.9152
	匹配样本	1.1577	0.7741	0.8337	0.6496	1.0366	0.7138	1.3404	0.8145	1.6204	0.9307	1.3437	0.8418
	多次配股	0.9111	0.7487	0.8397	0.7201	0.8774	0.7043	0.9216	0.7477	0.9955	0.808	0.9315	0.777
	一次匹配显著性检验	- 0.87	- 0.31	- 1.06	- 0.52	- 2.56 **	- 0.31	- 2.11 *	- 0.94	- 1.59	- 0.67	- 2.43 **	- 0.94
	一次多次显著性检验	0.47	- 0.41	- 2.12	- 2.02 **	- 0.97	- 0.67	0.75	- 0.41	1.37	- 0.67	0.49	- 0.41
YXJZL	一次配股	1.0248	0.7923	0.8083	0.6923	1.0083	0.797	1.253	0.9879	1.1161	1.1207	1.1517	0.9836
	匹配样本	1.0753	0.8616	0.9508	0.6803	1.1663	0.7619	1.565	0.8802	1.9878	1.0096	2.1162	0.9033
	多次配股	0.9853	0.7884	0.9173	0.7482	0.9512	0.7488	0.9969	0.828	1.5835	0.8632	1.1772	0.8149
	一次匹配显著性检验	- 0.83	- 0.52	- 1.76	- 0.52	- 2.23 **	- 0.31	- 1.43	- 1.15	- 2.34 *	- 0.67	- 1.59	- 0.31
	一次多次显著性检验	0.65	- 0.41	- 2.02 *	- 1.48	0	- 0.14	0.98	- 0.14	- 1	- 0.67	- 0.27	- 0.14
LXBS	一次配股	6.3794	5.9932	8.8714	5.7436	3.5302	4.1914	3.4429	3.1372	1.0717	2.2813	3.1494	3.34
	匹配样本	0.1283	4.7708	2.586	4.8045	2.611	3.4105	4.8078	3.1498	4.4033	2.831	3.0828	3.015
	多次配股	6.2321	7.4253	12.277	6.4218	- 16.205	6.594	- 140.45	6.5953	5.7649	4.8907	- 50.235	5.78
	一次匹配显著性检验	1.53	- 1.78 *	0.32	- 0.11	0.65	- 1.78 *	0.41	- 0.11	- 2.61 **	- 1.21	0.84	- 1.15
	一次多次显著性检验	- 0.14	- 1.75 *	- 0.06	- 0.67	0.5	- 2.02 **	0.94	- 2.02 **	- 0.04	- 2.02 **	1.02	- 2.02 **

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著；均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。



4. 按年度分组配股公司成长能力比较

表 3 - 27 反映了一次配股公司与匹配公司、多次配股公司融资前后 3 年成长能力指标对比情况。从中不难发现：①一次配股公司主营收入增长率 T - 1 和 T + 2 年与匹配公司差异显著，在融资当年及融资后各年与多次配股差异均显著。②一次配股公司主营业务利润增长率在 T + 3 年与匹配公司差异显著，在融资当年及融资后各年与多次配股差异均显著。③一次配股公司总资产增长率在 T - 1 和 T 年与匹配公司差异显著，在融资当年及融资后各年与多次配股差异均显著。

表 3 - 27 按年度分组配股公司成长能力对比

		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3		平均	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
SRZZ	一次配股	0.2442	0.149	0.2117	0.1147	0.1863	0.0989	0.1668	0.1289	0.2262	0.1106	0.2047	0.1335
	匹配样本	0.1885	0.0795	0.2648	0.0854	0.3183	0.0994	0.1438	0.0982	0.2974	0.1274	0.2657	0.128
	多次配股	0.2855	0.1426	0.3043	0.1928	0.3424	0.1986	0.2135	0.1567	0.2444	0.1481	0.2667	0.2039
	一次匹配显著性检验	1.1	- 1.99 **	- 0.1	- 1.15	- 1.16	- 1.57	0.31	- 1.99 ***	- 1.11	- 1.21	- 1.33	- 0.11
	一次多次显著性检验	- 1	- 1.21	- 2.64 ***	- 2.02 **	- 2.18 *	- 2.02 **	- 1.86	- 2.02 **	- 1.01	- 2.02 **	- 3.06 ***	- 2.02 **
LRZZ	一次配股	0.6517	0.2255	0.365	0.1024	0.3494	0.0972	0.2488	0.0661	0.2373	0.0715	0.3356	0.1384
	匹配样本	0.5426	0.1078	0.8947	0.151	0.4586	0.124	0.3414	0.0755	0.5876	0.1149	0.6946	0.1648
	多次配股	0.6074	0.1912	1.032	0.5142	0.663	0.2972	0.2232	0.155	0.1992	0.0972	0.3618	0.2361
	一次匹配显著性检验	- 0.11	- 0.14	- 1.3	- 0.52	- 0.24	- 0.31	- 0.3	- 0.31	- 0.94	- 2.02 **	- 1.15	- 0.73
	一次多次显著性检验	0.17	- 1.1	- 0.8	- 2.02 **	- 0.28	- 2.02 **	0.44	- 1.75 *	0.18	- 2.02 **	0.26	- 2.02 **
ZCZZ	一次配股	0.2082	0.1485	0.3987	0.3264	0.1397	0.0809	0.0926	0.0659	0.0818	0.0476	0.1061	0.0783
	匹配样本	0.2666	0.1039	0.3735	0.1373	0.113	0.0662	0.0976	0.0648	0.111	0.0651	0.1085	0.082
	多次配股	0.2525	0.1635	0.5615	0.4013	0.2793	0.1391	0.3194	0.2683	0.2437	0.2075	0.2808	0.2339
	一次匹配显著性检验	- 0.1	- 2.20 **	0.97	- 2.20 **	0.51	- 0.73	- 0.13	- 0.73	- 1.41	- 0.94	- 0.37	- 1.78 *
	一次多次显著性检验	- 1.18	- 0.94	- 1.79	- 2.02 **	- 1.32	- 2.02 **	- 7.17 ***	- 2.02 **	- 6.10 ***	- 2.02 **	- 6.5 ***	- 2.02 **

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标*、**和***分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著；均值采用 T 检验，中值则为 Wilcoxon-Z 检验。

5. 按年度分组配股公司现金流量比较

由表 3 - 28 可见：①一次配股公司每股现金流在 T - 1、T 和 T + 1 年与匹

配公司差异显著，在 T+3 年与多次配股差异显著。②一次配股公司每股经营现金流在 T-1 和 T+1 年与匹配公司差异显著，在融资当年及融资后 3 年与多次配股差异均显著。

表 3-28 按年度分组合配股公司现金流量每股净资产指标对比 单位：元

	T-3		T-2		T-1		T		T+1		T+2		T+3	
	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
一次配股	0.304	0.149	0.143	0.085	0.024	0.023	0.518	0.405	-0.038	-0.032	0.032	-0.003	0.032	0.006
匹配样本	0.080	0.018	0.200	0.077	0.308	0.092	0.396	0.079	-0.048	-0.017	0.058	0.019	0.031	0.011
多次配股	0.293	0.084	0.156	0.058	-0.102	-0.052	0.369	0.287	0.074	0.016	0.424	0.296	0.232	0.107
一次匹配显著性检验	1.420	-1.600	-1.250	-0.370	-2.17*	-0.410	1.220	-2.20**	0.240	-2.37**	-0.280	-0.510	-0.130	-0.730
一次多次显著性检验			0.520	-1.340	0.220	-1.600	0.360	-1.460	-0.660	-0.140	-2.31*	-1.75*	-3.70***	-1.75*
一次配股	0.116	0.145	0.161	0.156	0.291	0.258	0.158	0.157	0.182	0.162	0.245	0.211	0.254	0.206
匹配样本	0.139	0.095	0.192	0.145	0.206	0.190	0.206	0.204	0.243	0.197	0.286	0.234	0.275	0.239
多次配股	0.278	0.162	0.199	0.192	0.275	0.256	0.214	0.170	0.314	0.296	0.378	0.299	0.303	0.295
一次匹配显著性检验	-0.230	0.000	-0.670	-0.370	1.240	-2.02**	-0.180	-0.730	-1.080	-1.69*	-0.540	-1.010	0.030	-0.110
一次多次显著性检验			-0.820	-1.340	-0.620	-1.070	-1.920	-1.83*	-2.47**	-2.02**	-2.42**	-2.02**	-1.711	-2.02**

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标*、**和***分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著；均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

（二）增发价值效率显著性检验

1. 融资前后 3 年价值效率总体比较

由表 3-29 的统计检验表明，与配股情况有所不同，增发公司 EPS、ROE、ROA 融资后下降通过均值显著性检验，销售净利率、ROE、ROA 融资后下降通过中值显著性检验。而 EBIT、销售毛利率和主营业务利润率未通过显著性检验。



表 3 - 29 一次增发公司融资前后经营业绩对比

	EPS（元）	销售净利率	销售毛利率	ROA	主营业务利润率	ROE	EBIT（元）
融资前 3 年中值	0.282	0.107	0.238	0.056	0.194	0.114	0.458
融资后 3 年中值	0.221	0.048	0.223	0.03	0.213	0.064	0.395
Z	- 1.35	- 2.86 ***	- 0.754	- 2.79 ***	- 1.287	- 2.73 ***	- 1.224
融资前 3 年均值	0.433	0.153	0.285	0.093	0.19	0.169	0.593
融资后 3 年均值	0.327	0.106	0.262	0.053	0.249	0.09	0.498
T	3.04 ***	- 0.53	1.472	4.53 ***	- 0.756	3.46 ***	1.529

注：右上标*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下检验显著。均值采用T检验，中值为Wilcoxon-Z检验。

2. 按年度分组增发公司盈利能力比较

由表 3 - 30 可见：①一次增发公司 ROE 在 T - 3、T - 2、T + 1 和 T + 2 年均显著低于匹配公司。②一次增发公司 EPS 在 T - 2 年和 T 年与匹配公司差异显著，融资后则无显著差异。③一次增发公司 ROA、销售净利率融资后 3 年均显著低于匹配公司。④一次增发公司 EBIT 在 T - 2 年与匹配公司差异显著，融资后则无显著差异。

表 3 - 30 按年度分组增发公司融资前后盈利能力对比

		T - 3		T - 2		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
ROE	一次增发	0.1088	0.1116	0.1338	0.1203	0.1369	0.1246	0.0771	0.0729	0.0496	0.0606	0.0307	0.0606	0.0034	0.0392
	匹配样本	0.1822	0.1528	0.1624	0.1548	0.1054	0.1080	0.1045	0.0919	0.0740	0.0764	0.0556	0.0728	0.0393	0.0603
	多次增发	0.1087	0.1003	0.0948	0.0932	0.1576	0.1195	0.1118	0.1025	0.1168	0.1001	0.1260	0.1176	0.0835	0.0821
	一次匹配显著性检验	- 2.12 *	- 2.02 **	- 1.33	- 2.02 **	0.61	- 0.14	- 1.36	- 1.48	- 0.68	- 2.02 **	- 0.12	- 1.75 *	- 0.85	- 1.46
EPS	一次增发	0.3171	0.2900	0.3506	0.3000	0.3766	0.3430	0.3488	0.3100	0.2365	0.2503	0.1630	0.2060	0.1088	0.1400
	匹配样本	0.3463	0.3310	0.3719	0.3815	0.3472	0.3310	0.3344	0.3024	0.3099	0.2735	0.2735	0.2390	0.1793	0.2009
	多次增发	0.2724	0.2900	0.2491	0.2770	0.4361	0.3300	0.4789	0.3500	0.3943	0.3670	0.4754	0.4060	0.3006	0.3300
	一次匹配显著性检验	- 1.04	- 1.21	- 0.60	- 2.02 **	0.05	- 0.67	0.63	- 1.75 *	- 0.48	- 0.94	- 1.16	- 0.67	0.06	- 0.73

续表

		T - 3		T - 2		T - 1		T		T+1		T+2		T+3	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
XSJLL	一次增发	0.1553	0.1346	0.1757	0.1322	0.1439	0.1207	0.1173	0.1048	0.0574	0.0595	0.0118	0.0469	-0.0221	0.0352
	匹配样本	0.1348	0.1218	-0.0777	0.1310	0.1599	0.1273	0.1749	0.1184	0.0779	0.0841	-0.0049	0.0672	0.0800	0.0717
	多次增发	0.1209	0.0654	0.1268	0.0842	0.1223	0.1220	0.1118	0.0755	0.0936	0.0660	0.0938	0.0638	0.0683	0.0466
	一次匹配 显著性检验	-0.90	-0.37	1.13	-0.67	0.47	-0.94	-1.29	-0.14	0.17	-2.02 **	0.62	-1.75 *	-3.99 ***	-1.88 *
XSMLL	一次增发	0.2866	0.2657	0.3052	0.2688	0.3024	0.2745	0.2779	0.2554	0.2511	0.2296	0.2375	0.2140	0.2422	0.2058
	匹配样本	0.2987	0.2779	0.2671	0.2666	0.2653	0.2554	0.2817	0.2685	0.2570	0.2393	0.2604	0.2384	0.2600	0.2351
	多次增发	0.1695	0.1347	0.2048	0.2093	0.2367	0.2854	0.2215	0.2363	0.2176	0.2044	0.2026	0.1851	0.1784	0.1779
	一次匹配 显著性检验	-0.92	-0.94	0.56	-0.94	0.13	-0.67	-0.31	-0.41	0.10	-0.14	-0.56	-0.67	-0.41	-0.37
ROA	一次增发	0.0702	0.0680	0.0758	0.0696	0.0703	0.0672	0.0575	0.0518	0.0306	0.0352	0.0184	0.0273	0.0070	0.0187
	匹配样本	0.0902	0.0804	0.0846	0.0817	0.0796	0.0767	0.0682	0.0624	0.0519	0.0458	0.0397	0.0439	0.0284	0.0333
	多次增发	0.0523	0.0412	0.0530	0.0517	0.0713	0.0645	0.0597	0.0579	0.0518	0.0497	0.0520	0.0554	0.0411	0.0377
	一次匹配 显著性检验	-1.84	-1.46	-0.25	-0.94	-1.22	-1.21	-1.73	-1.48	-2.45 **	-2.02 **	-1.37	-2.02 **	-1.02	-1.88 *
ZYLRL	一次增发	0.2314	0.2103	0.2826	0.2619	0.2810	0.2664	0.2655	0.2388	0.2392	0.2185	0.2252	0.2052	0.2266	0.2034
	匹配样本	0.2439	0.2360	0.1510	0.2376	0.2456	0.2461	0.2679	0.2539	0.2436	0.2368	0.2462	0.2302	0.2464	0.2210
	多次增发	0.0801	0.0620	0.1602	0.1981	0.2151	0.2522	0.2070	0.2192	0.2019	0.2036	0.1882	0.1841	0.1713	0.1768
	一次匹配 显著性检验	-0.40	-0.37	0.99	-0.14	-0.14	-0.41	-0.29	-0.67	0.13	-0.14	-0.56	-0.67	-0.49	-0.73
EBIT	一次增发	0.4498	0.4065	0.4900	0.4181	0.5460	0.4992	0.5278	0.4694	0.4043	0.3884	0.3514	0.3158	0.2982	0.3325
	匹配样本	0.5740	0.4961	0.6119	0.5395	0.5026	0.4470	0.4730	0.4384	0.4280	0.3944	0.4660	0.3994	0.2766	0.3138
	多次增发	0.3867	0.3828	0.3476	0.4050	0.6915	0.4474	0.7520	0.6925	0.6637	0.6454	0.7161	0.7129	0.5825	0.6131
	一次匹配 显著性检验	-1.41	-1.48	-0.91	-2.02 **	0.27	-0.41	1.52	-1.48	0.48	-0.14	-0.29	-0.67	1.16	-1.46

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标 *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下检验显著。均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

3. 按年度分组增发公司偿债能力比较

由表 3 - 31 可见：①一次增发公司流动比率在 T - 1 年与匹配公司差异显著。②一次增发公司速动比率在 T - 1 年和 T + 2 年与匹配公司差异显著。③一次增发公司资产负债率、产权比率除融资当年，其他各年与匹配公司差异均显

著。④一次增发公司有形净值债务率在融资前后各年与匹配公司的差异均显著。⑤一次增发公司利息倍数在 $T+1$ 年与匹配公司差异显著。

表 3 - 31 按年度分组增发公司融资前后偿债能力对比

		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3		平均	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
LDBL	一次增发	1.4336	1.2778	2.2659	1.9367	1.7907	1.5863	1.5797	1.4265	1.6670	1.3806	1.6528	1.4835
	匹配样本	1.9616	1.7565	2.0661	1.7954	2.4901	1.6048	2.0826	1.4821	1.7565	1.4438	2.1052	1.6056
	多次增发	1.1823	0.9940	1.4849	1.3671	1.4719	1.3216	1.2453	1.2664	1.3064	1.4769	1.3776	1.3829
	一次匹配显著性检验	-4.5 ***	-1.21	-0.16	-0.67	-1.26	-0.67	-1.66	-1.48	-1.62	-1.46	-1.69	-1.75 *
SDBL	一次增发	1.0464	0.8924	1.7950	1.4921	1.3615	1.1384	1.1612	0.9774	1.2410	0.9600	1.2329	1.0265
	匹配样本	1.5429	1.2585	1.6658	1.3979	2.0810	1.1611	1.6729	1.0370	1.3466	1.0024	1.6822	1.2034
	多次增发	0.7593	0.7490	1.0931	0.8700	0.9583	0.8300	0.8577	0.8133	0.9618	0.9131	0.9184	0.8380
	一次匹配显著性检验	-4.2 ***	-1.75 *	-0.40	-0.67	-1.45	-1.21	-1.69	-1.75 *	-1.63	-1.10	-1.68	-1.21
ZCFZL	一次增发	0.4728	0.4804	0.3705	0.3723	0.4250	0.4377	0.4511	0.4718	0.4609	0.5020	0.4461	0.4675
	匹配样本	0.4081	0.3833	0.3657	0.3698	0.3942	0.3954	0.4148	0.4024	0.4176	0.4116	0.4105	0.4102
	多次增发	0.5450	0.5500	0.4997	0.4964	0.5286	0.5097	0.5617	0.6327	0.5174	0.5432	0.4080	0.5391
	一次匹配显著性检验	1.53	-2.02 **	1.31	-0.41	2.04 *	-1.75 *	2.12 *	-2.02 **	2.30 *	-1.83 *	2.29 *	-2.02 **
CQBL	一次增发	1.1754	0.9548	0.7371	0.6533	0.9646	0.8376	1.1317	1.0048	1.5000	1.1125	1.1540	0.9769
	匹配样本	1.1383	0.6422	0.7146	0.6138	0.7731	0.6024	0.9421	0.7179	0.9455	0.7203	0.8979	0.7371
	多次增发	1.6331	1.2833	1.3434	1.1090	1.5024	1.0887	1.6787	1.8730	1.2957	1.2796	0.8561	0.0115
	一次匹配显著性检验	-0.56	-2.02 **	1.40	-0.41	2.25 *	-2.02 **	1.62	-2.02 **	5.35 ***	-1.83 *	2.77 **	-2.02 **
YXZL	一次增发	1.4366	0.9806	0.8059	0.6976	1.0462	0.8618	1.2662	1.0902	1.4469	1.1296	1.2193	1.0422
	匹配样本	1.2212	0.7241	0.7694	0.6253	0.8365	0.6308	1.0094	0.7742	1.0476	0.7895	0.9705	0.7491
	多次增发	1.7445	1.2833	1.4785	1.4159	1.6387	1.4643	1.8414	1.8730	1.4524	1.8727	1.6795	1.7678
	一次匹配显著性检验	-0.40	-2.02 **	1.45	-2.02 **	1.42	-2.02 **	-0.33	-2.02 **	-0.91	-1.83 *	-0.78	-2.02 **
LXBS	一次增发	10.1401	6.4813	3.1138	6.2980	34.6706	4.0349	4.0047	4.3500	2.0260	3.3288	20.0622	4.0500
	匹配样本	219.67	7.4962	0.0285	7.2987	36.2292	6.2071	-33.223	6.4656	3.5836	5.1721	1.4676	6.2600
	多次增发	8.1484	6.7470	9.2976	8.1800	11.3772	7.2500	18.3179	7.3835	167.01	7.8107	54.4078	14.6300
	一次匹配显著性检验	-1.45	-0.41	0.30	-0.67	0.14	-1.75 *	1.61	-0.41	1.16	-0.73	1.48	-0.14

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下检验显著。均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

4. 按年度分组增发公司成长能力比较

由表 3 - 32 可见，一次增发公司主营收入增长率、总资产增长率 T 年和 T + 1 年与匹配公司的差异显著。

表 3 - 32 按年度分组增发公司融资前后成长能力比较

		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3		平均	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
SRZZ	一次增发	0.3642	0.2156	0.5634	0.3520	0.2893	0.1672	0.2264	0.1450	0.1376	0.1424	0.2411	0.1817
	匹配样本	0.2428	0.1632	0.2704	0.1340	0.2245	0.1921	0.1987	0.1685	0.2100	0.2077	0.2152	0.2000
	多次增发	1.0321	0.3724	1.6781	0.2099	0.3087	0.3101	0.2123	0.1683	0.2028	0.1290	0.0882	0.0039
	一次匹配显著性检验	0.95	- 1.21	2.37 *	- 2.02 **	- 0.18	- 2.02 **	0.60	- 0.41	0.15	- 0.73	0.50	- 0.41
LRZZ	一次增发	- 0.3603	0.2246	1.2723	0.2335	0.1357	0.1153	0.1972	0.0766	0.2000	0.1252	0.1834	0.1256
	匹配样本	0.2562	0.1034	0.3182	0.1597	0.1485	0.1265	0.2348	0.1704	0.3206	0.1137	0.2245	0.1900
	多次增发	4.3251	0.9905	7.6843	0.2125	0.2905	0.3056	0.0978	0.1666	0.1377	0.1902	0.0672	0.0042
	一次匹配显著性检验	- 0.87	- 0.94	1.47	- 0.67	- 0.41	- 1.21	- 0.22	- 0.67	0.54	- 1.46	- 0.03	- 0.94
ZCZZ	一次增发	0.2199	0.1674	0.8020	0.5094	0.2086	0.1263	0.0775	0.0744	0.0676	0.0602	0.1339	0.1019
	匹配样本	0.3283	0.1481	0.4184	0.1572	0.0786	0.0713	0.1767	0.1031	0.0964	0.0566	0.1249	0.1088
	多次增发	0.7227	0.2677	0.8728	0.3230	0.1619	0.1584	0.2889	0.1242	0.1732	0.1818	0.2337	0.1381
	一次匹配显著性检验	0.04	- 0.14	1.80	- 2.02 **	2.88 **	- 2.02 **	- 0.59	- 0.67	0.13	- 0.37	0.92	- 0.67

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标 *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平下检验显著。均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

5. 按年度分组增发公司现金流量比较

由表 3 - 33 可见：①一次增发公司每股现金流 T 和 T + 1 年与匹配公司差异显著。②一次增发公司每股经营现金流 T - 1、T + 1 和 T + 3 年与匹配公司差异显著。



表 3 - 33 按年度分组增发公司融资前后现金流量每股净资产对比 单位：元

		T - 3		T - 2		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3	
		均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
MGXJ	一次增发	0.1511	0.0905	0.0826	0.0024	0.3303	0.2021	1.2688	1.112	- 0.096	- 0.069	- 0.139	- 0.039	0.0387	- 0.008
	匹配样本	0.2929	0.0757	0.2516	0.0719	0.5493	0.302	0.2786	0.078	- 0.015	0.0261	0.0871	0.0014	- 0.098	- 0.098
	多次增发	0.1215	0.1215	0.2526	0.0142	0.1262	0.2755	0.8346	0.836	0.1015	0.0249	0.6948	0.2774	0.1728	0.1728
	一次匹配 显著性检验	- 0.23	- 1.34	- 1.8	- 0.54	0.56	- 0.37	2.71 **	- 2.02**	- 0.81	- 2.02**	- 1.02	- 0.14	1.51	- 0.73
MGJYXJ	一次增发	0.2081	0.1742	0.2751	0.2585	0.4309	0.3569	0.3117	0.322	0.2139	0.2055	0.3996	0.316	0.4547	0.3444
	匹配样本	0.3086	0.2774	0.324	0.3187	0.3161	0.3242	0.2428	0.309	0.4341	0.338	0.4493	0.3459	0.3576	0.2401
	多次增发	0.0953	0.0953	0.1322	0.2532	- 0.053	0.6483	- 0.485	0.474	0.5382	0.5969	0.4956	0.453	0.4179	0.35
	一次匹配 显著性检验	- 1.3	- 1.34	- 0.18	- 0.54	1.74	- 1.83*	0.7	- 0.14	- 2.95**	- 1.21	0.75	- 0.94	1.8	- 1.88*

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标*、**和***分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著；均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

四、股权再融资价值效率行业分析

(一) 股权再融资募集资金产业流向

1. 配股募集资金产业流向

由表 3 - 34 配股公司行业分布情况可见，配股公司几乎基本涵盖了所有行业，并主要集中在制造业——机械、设备、仪表，制造业——石油、化学、塑胶、塑料，批发和零售贸易，以及综合类四个行业。

表 3 - 34 配股公司募集资金产业流向行业分布

编号	行业分类	一次配股				多次配股			
		家数	比例	募资 (亿元)	比例	家数	比例	募资 (亿元)	比例
h1	采掘业	5	1.07%	16.94	1.34%				
h2	传播与文化产业	4	0.86%	6.03	0.48%				

续表

编号	行业分类	一次配股				多次配股			
		家数	比例	募资 (亿元)	比例	家数	比例	募资 (亿元)	比例
h3	电力、煤气及水的生产和供应业	24	5.15%	100.52	7.92%	10	5.32%	80.88	15.00%
h4	房地产业	19	4.08%	56.87	4.48%	6	3.19%	17.33	3.21%
h5	建筑业	7	1.50%	18.46	1.45%	3	1.60%	14.44	2.68%
h6	交通运输、仓储业	17	3.65%	65.66	5.18%	4	2.13%	12.19	2.26%
h7	农、林、牧、渔业	10	2.15%	23.24	1.83%	2	1.06%	3.94	0.73%
h8	批发和零售贸易	52	11.16%	124.94	9.85%	22	11.70%	41.16	7.63%
h9	社会服务业	13	2.79%	20.59	1.62%	3	1.60%	4.84	0.90%
h10	信息技术业	24	5.15%	66.36	5.23%	13	6.91%	40.52	7.51%
h11	制造业——电子	11	2.36%	46.89	3.70%	10	5.32%	42.32	7.85%
h12	制造业——纺织、服装、皮毛	16	3.43%	28.36	2.24%	8	4.26%	14.37	2.66%
h13	制造业——机械、设备、仪表	66	14.16%	160.87	12.68%	19	10.11%	46.32	8.59%
h14	制造业——金属、非金属	35	7.51%	98.49	7.76%	16	8.51%	54.33	10.08%
h15	制造业——木材、家具	1	0.21%	1.08	0.09%	1	0.53%	4.78	0.89%
h16	制造业——其他制造业	3	0.64%	38.45	3.03%	1	0.53%	1.09	0.20%
h17	制造业——石油、化学、塑胶、塑料	60	12.88%	134.24	10.58%	31	16.49%	50.42	9.35%
h18	制造业——食品、饮料	26	5.58%	73.84	5.82%	8	4.26%	32.80	6.08%
h19	制造业——医药、生物制品	28	6.01%	71.26	5.62%	14	7.45%	29.44	5.46%
h20	制造业——造纸、印刷	8	1.72%	16.81	1.32%				
h21	综合类	37	7.94%	98.86	7.79%	17	9.04%	48.00	8.90%
合计		466	100.00%	1268.73	100.00%	188	100.00%	539.18	100.00%

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

2. 增发募集资金产业流向

由表 3 - 35 增发公司的行业分布情况可见，增发公司样本涉及了 17 个行业。与配股不同，增发公司除在制造业——机械、设备、仪表行业占比较大外，重点体现在制造业——食品、饮料、纺织业、电子行业与信息技术业等行业。



表 3 - 35 增发公司募集资金产业流向行业分布

编号	行业分类	一次增发				多次增发			
		家数	比例	募资 (亿元)	比例	家数	比例	募资 (亿元)	比例
h1	采掘业	1	1.27%	9.61	1.64%				
h2	传播与文化产业	1	1.27%	15.43	2.63%				
h3	电力、煤气及水的生产和供应业	4	5.06%	36.95	6.30%	1	11.11%	6.89	12.92%
h4	房地产业	2	2.53%	13.47	2.30%	2	22.22%	11.45	21.48%
h7	农、林、牧、渔业	1	1.27%	4.80	0.82%				
h8	批发和零售贸易	1	1.27%	5.11	0.87%				
h9	社会服务业	4	5.06%	22.80	3.89%	1	11.11%	4.65	8.72%
h10	信息技术业	11	13.92%	82.65	14.10%				
h11	制造业——电子	7	8.86%	78.07	13.32%				
h12	制造业——纺织、服装、皮毛	7	8.86%	52.22	8.91%	2	22.22%	9.26	17.37%
h13	制造业——机械、设备、仪表	14	17.72%	106.50	18.16%				
h14	制造业——金属、非金属	5	6.33%	26.64	4.54%	1	11.11%	11.16	20.94%
h17	制造业——石油、化学、塑胶、塑料	6	7.59%	31.80	5.42%				
h18	制造业——食品、饮料	10	12.66%	57.58	9.82%	1	11.11%	7.21	13.53%
h19	制造业——医药、生物制品	0				1	11.11%	2.69	5.04%
h20	制造业——造纸、印刷	1	1.27%	14.24	2.43%				
h21	综合类	4	5.06%	28.43	4.85%				
合计		79	100.00%	586.31	100.00%	9	100.00%	53.30	100.00%

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

（二）分行业配股价值效率比较

1. 行业分组配股价值效率比较

如表 3 - 36 所示，以行业分组对一次配股公司与匹配公司、多次配股公司融资前后 3 年盈利能力指标的对比可见：①一次配股公司 ROE 低于匹配公司的差异在 T、T + 1 和 T + 3 年显著。②一次配股公司 EPS 在融资前各年与匹配公司差异显著，而融资后仅第 3 年显著。③一次配股公司主营业务利润率在融资前两年高于匹配公司，差异显著，而融资后第 2 年则低于匹配公司，差异显著。④一次配股公司 ROA 在融资前各年高于匹配公司，差异显著，而融资后

则是低于匹配公司，差异显著。⑤一次配股公司 EBIT 在融资前各年高于匹配公司，差异显著，而融资后第 3 年低于匹配公司，差异显著。

表 3 - 36 按行业分组合配股融资前后盈利能力对比

	T - 3		T - 2		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3	
ROE	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
一次配股	0.1794	0.1389	0.1406	0.1185	0.1323	0.1229	0.0773	0.0786	0.0357	0.0635	0.0199	0.0495	-0.0152	0.0401
匹配样本	0.1852	0.1667	0.1459	0.1405	0.1172	0.1044	0.0875	0.0922	0.0543	0.0734	0.0197	0.0579	0.0085	0.0528
多次配股	0.2204	0.1904	0.1696	0.1392	0.15	0.1387	0.1113	0.1058	0.1121	0.1094	0.0919	0.0882	0.0588	0.069
一次匹配显著性检验	-0.316	-2.27 **	-0.353	-1.642	1.162	-3.18 ***	-1.662	-3.04 ***	-1.31	-2.48 **	0.01	-1.433	-1.384	-2.55 **
EPS														
一次配股	0.4101	0.3714	0.371	0.3218	0.3576	0.3309	0.2499	0.2358	0.1594	0.1757	0.1091	0.1297	0.0397	0.0977
匹配样本	0.2913	0.2912	0.2647	0.2699	0.2488	0.2632	0.2478	0.2371	0.1745	0.1895	0.1375	0.1397	0.119	0.1161
多次配股	0.4666	0.41	0.4223	0.3805	0.4189	0.3828	0.3638	0.3248	0.3534	0.321	0.3262	0.2985	0.245	0.2429
一次匹配显著性检验	6.82 ***	-3.18 ***	5.93 ***	-2.97 ***	5.28 ***	-3.18 ***	0.167	-0.035	-0.642	-1.363	-1.134	-0.078	-2.56 **	-1.78 *
ROA														
一次配股	0.2239	0.1779	0.2396	0.2011	0.2216	0.1849	0.1586	0.1446	0.0749	0.1028	0.0461	0.0687	-0.0459	0.0467
匹配样本	0.1419	0.1399	0.1154	0.1279	0.1169	0.1302	0.1582	0.1361	0.093	0.0967	0.0127	0.0692	-0.0041	0.0593
多次配股	0.15	0.1384	0.1516	0.1368	0.1569	0.1361	0.1498	0.1312	0.1346	0.1142	0.1173	0.0972	0.0716	0.0702
一次匹配显著性检验	2.34 **	-1.99 **	3.41 ***	-2.55 **	2.45 **	-1.92 *	0.014	-0.734	-0.601	-1.363	0.778	-1.013	-1.204	-1.642
XSMALL														
一次配股	0.331	0.307	0.3439	0.3229	0.3394	0.3056	0.3104	0.3005	0.2846	0.2639	0.2679	0.2499	0.244	0.2233
匹配样本	0.2997	0.2863	0.2956	0.2844	0.2855	0.2745	0.2858	0.2725	0.2817	0.2697	0.2744	0.2703	0.2701	0.2612
多次配股	0.279	0.2528	0.2713	0.251	0.2706	0.2458	0.2748	0.2505	0.2642	0.2544	0.2584	0.2374	0.2381	0.22
一次匹配显著性检验	0.894	-0.734	1.342	-1.468	1.507	-1.293	0.737	-0.734	0.086	-1.503	-0.193	-1.92 *	-0.89	-1.85 *
ROA														
一次配股	0.0914	0.0837	0.0886	0.0739	0.0843	0.0743	0.057	0.0541	0.0329	0.0365	0.0182	0.025	0.0008	0.0178
匹配样本	0.0675	0.0703	0.0572	0.062	0.0587	0.0617	0.0569	0.0556	0.037	0.0406	0.0243	0.0309	0.0202	0.0259
多次配股	0.0981	0.0929	0.0866	0.0814	0.089	0.0822	0.0759	0.0723	0.0663	0.0625	0.0554	0.0543	0.0382	0.0398
一次匹配显著性检验	4.60 ***	-2.69 ***	5.37 ***	-2.06 **	4.15 ***	-1.88 *	0.015	-0.874	-0.926	-1.89 *	-0.982	-1.85 *	-2.61 **	-2.27 **
ZYLRL														
一次配股	0.2265	0.1986	0.2752	0.2545	0.2844	0.2617	0.2726	0.2665	0.2657	0.2497	0.2491	0.2347	0.2251	0.2095
匹配样本	0.1779	0.1801	0.2008	0.1896	0.221	0.2133	0.2503	0.2389	0.2644	0.2516	0.257	0.2568	0.2523	0.2446
多次配股	0.147	0.1341	0.1627	0.1446	0.1833	0.1642	0.2381	0.2254	0.2517	0.2411	0.2481	0.2293	0.2278	0.2135
一次匹配显著性检验	1.399	-0.734	2.07 *	-2.06 **	1.86 *	-1.433	0.724	-0.943	0.043	-1.283	-0.254	-2.06 **	-0.995	-1.85 *

续表

	T - 3		T - 2		T - 1		T		T + 1		T + 2		T + 3	
EBIT	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
一次配股	0.591	0.511	0.4956	0.4274	0.4832	0.454	0.3637	0.3365	0.2773	0.2638	0.233	0.2274	0.1664	0.2013
匹配样本	0.4685	0.4229	0.4086	0.3817	0.3804	0.3635	0.356	0.3294	0.2953	0.2798	0.2628	0.2451	0.2535	0.2315
多次配股	0.6692	0.5832	0.5653	0.5105	0.5488	0.4942	0.4814	0.43	0.4835	0.4395	0.4829	0.422	0.4057	0.3944
一次匹配显著性检验	3.92***	-2.76***	3.38***	-1.99**	4.61***	-2.88***	0.497	-0.35	-0.608	-1.223	-0.851	-1.02	-2.20**	-1.71*

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标*、**和***分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著；均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

2. 配股公司分行业价值效率比较

如表 3 - 37 所示，不同行业公司在配股融资前后业绩与匹配公司中值差异可见：①从融资前后 7 年总体情况看，所有行业与匹配公司不同盈利能力指标有显著差异，而 h3、h8、h18 等 3 个行业的差异尤其明显。②从融资后 3 年的情况看，除 h17 外，其他行业与匹配公司不同盈利能力指标均有显著负差异，而 h3、h8、h12、h18、h19、h0（表中 12 个行业外的其他行业）等 6 个行业在融资后的差异尤其明显。

表 3 - 37 分行业一次配股公司融资前后盈利能力对比

		h3	h4	h6	h8	h10	h12	h13	h14	h17	h18	h19	h21	h0
EPS	配股公司	0.279	0.236	0.266	0.266	0.223	0.187	0.248	0.232	0.224	0.24	0.238	0.231	0.217
	匹配公司	0.249	0.17	0.229	0.227	0.204	0.218	0.208	0.201	0.22	0.242	0.213	0.189	0.228
	融资前检验	-1.09*	-2.07**	-1.014	-1.153	-1.521	-1.521	-1.889*	-1.889*	-0.676	0	-0.677	-2.36**	-0.676
	配股公司	0.217	0.137	0.18	0.18	0.16	0.108	0.164	0.17	0.155	0.15	0.148	0.168	0.139
	匹配公司	0.203	0.116	0.195	0.188	0.16	0.175	0.151	0.161	0.158	0.21	0.168	0.16	0.174
	融资后检验	-0.73	-1.461	-0.73	-0.555	-0.365	-1.886*	-0.73	-0.73	-0.73	-1.886*	-1.841*	-1.886*	-1.886*
XSJLL	配股公司	0.154	0.14	0.273	0.273	0.096	0.084	0.087	0.087	0.085	0.091	0.099	0.127	0.124
	匹配公司	0.199	0.121	0.199	0.039	0.093	0.092	0.079	0.079	0.08	0.111	0.098	0.103	0.116
	融资前检验	-1.09*	-1.183	-1.889*	-2.36**	-0.169	-0.676	-1.101	-0.338	-0.847	-2.08**	-0.169	-0.677	-0.169
	配股公司	0.113	0.078	0.209	0.209	0.051	0.051	0.064	0.053	0.059	0.06	0.067	0.084	0.08
	匹配公司	0.177	0.077	0.181	0.031	0.069	0.075	0.066	0.076	0.06	0.08	0.082	0.101	0.1
	融资后检验	-1.886*	0	-1.095	-1.886*	-1.886*	-1.461	-0.73	-1.461	-0.388	-1.886*	-1.886*	-1.841*	-1.095

续表

		h3	h4	h6	h8	h10	h12	h13	h14	h17	h18	h19	h21	h0
XSMLL	配股公司	0.299	0.319	0.42	0.42	0.217	0.191	0.228	0.227	0.204	0.248	0.33	0.287	0.275
	匹配公司	0.347	0.278	0.477	0.134	0.226	0.174	0.237	0.21	0.189	0.377	0.39	0.239	0.286
	融资前检验	-2.36**	-2.19**	-1.352	-2.36**	-0.507	-0.845	-1.521	-1.439	-2.201**	-2.36**	-2.19**	-1.521	-1.014
	配股公司	0.282	0.287	0.383	0.383	0.18	0.163	0.214	0.21	0.179	0.266	0.324	0.265	0.238
	匹配公司	0.32	0.261	0.463	0.128	0.238	0.179	0.221	0.204	0.167	0.36	0.415	0.259	0.276
	融资后检验	-1.835*	-1.461	-1.461	-1.835*	-1.835*	-0.73	-0.73	0	-1.604	-1.835*	-1.835*	0	-1.835*
ROA	配股公司	0.054	0.046	0.063	0.063	0.051	0.048	0.053	0.048	0.049	0.054	0.048	0.051	0.05
	匹配公司	0.066	0.037	0.06	0.043	0.053	0.056	0.046	0.049	0.05	0.055	0.048	0.036	0.048
	融资前检验	-2.207**	-1.352	0	-2.08**	-0.511	-1.439	-1.997**	-0.105	-0.17	-0.339	-0.169	-2.201**	-0.085
	配股公司	0.038	0.027	0.041	0.041	0.035	0.029	0.035	0.032	0.032	0.032	0.029	0.034	0.029
	匹配公司	0.054	0.02	0.043	0.035	0.041	0.042	0.034	0.041	0.036	0.044	0.038	0.032	0.038
	融资后检验	-1.835*	-1.05	-0.35	-1.05	-1.461	-1.835*	-1.089	-1.461	-1.473	-1.841*	-1.835*	-1.473	-1.835*
zyrl	配股公司	0.278	0.228	0.38	0.38	0.167	0.164	0.192	0.194	0.17	0.219	0.258	0.249	0.231
	匹配公司	0.295	0.207	0.411	0.101	0.183	0.162	0.181	0.19	0.162	0.287	0.314	0.197	0.235
	融资前检验	-1.69*	-0.507	-0.845	-2.36**	-0.734	-0.085	0	-0.424	-0.943	-2.36**	-1.69*	-1.889*	-0.169
	配股公司	0.272	0.219	0.36	0.36	0.173	0.155	0.198	0.196	0.166	0.255	0.295	0.252	0.221
	匹配公司	0.304	0.207	0.437	0.122	0.229	0.172	0.205	0.194	0.159	0.294	0.408	0.234	0.259
	融资后检验	-1.835*	-0.73	-1.461	-1.835*	-1.604	-0.921	-1.461	-0.184	-1.069	-1.835*	-1.835*	-0.73	-1.461
ROE	配股公司	0.099	0.079	0.097	0.097	0.085	0.078	0.092	0.087	0.083	0.087	0.085	0.087	0.081
	匹配公司	0.109	0.08	0.117	0.088	0.093	0.105	0.092	0.099	0.103	0.108	0.104	0.076	0.105
	融资前检验	-1.352	-0.338	-1.352	-0.631	-1.183	-2.197**	-0.931	-2.082**	-1.183	-1.992**	-1.439	-1.183	-2.197**
	配股公司	0.071	0.046	0.064	0.064	0.061	0.045	0.058	0.061	0.057	0.056	0.056	0.065	0.048
	匹配公司	0.083	0.063	0.082	0.071	0.072	0.068	0.06	0.08	0.059	0.067	0.059	0.068	0.066
	融资后检验	-1.835*	-1.461	-1.461	-1.604	-1.461	-1.835*	0	-1.835*	-0.73	-1.604	-0.73	-0.35	-1.835*
EBIT	配股公司	0.382	0.387	0.352	0.352	0.354	0.268	0.364	0.341	0.328	0.377	0.359	0.321	0.314
	匹配公司	0.372	0.266	0.35	0.315	0.317	0.356	0.315	0.303	0.335	0.331	0.331	0.277	0.317
	融资前检验	-0.507	-2.36**	0	-0.169	-0.845	-2.08**	-2.201**	-1.352	-0.845	-1.572	-0.734	-1.183	-0.338
	配股公司	0.329	0.282	0.249	0.249	0.265	0.183	0.253	0.269	0.256	0.291	0.24	0.252	0.225
	匹配公司	0.32	0.214	0.312	0.29	0.291	0.29	0.233	0.266	0.246	0.286	0.266	0.257	0.26
	融资后检验	0	-1.835*	-1.835*	-1.835*	-1.095	-1.835*	-1.473	0	-0.73	-0.535	-1.604	-0.73	-1.835*

资料来源：根据 WIND 资讯整理。右上标*、**分别表示10%、5%水平下检验显著；中值采用

Wilcoxon-Z 检验。



3. 不同行业盈利能力差异检验

利用 SPSS 软件中位数检验方法，对配股融资前后 7 年、融资后 3 年 ROE 等盈利指标在不同行业间的差异情况统计结果表明（见表 3 - 38、3 - 39），在 99% 的置信水平下，只有销售毛利率和主营业务利润率两个指标拒绝行业间无显著差异的原假设，并不能说明不同行业配股公司价值效率有显著差异。

表 3 - 38 融资前后行业差异检验

	EPS2	XSJLL	XSMML	ROA	ZYLRL	ROE	EBIT
N	91	91	91	91	91	91	91
Median	0.242	0.1195	0.2662	0.0548	0.2127	0.0791	0.3326
Chi-Square	1.76	16.705	58.996	1.846	62.425	1.846	1.846
Df	12	12	12	12	12	12	12
Asymp. Sig	1	0.161	0	1	0	1	1

表 3 - 39 融资后行业差异检验

	EPS2	XSJLL	XSMML	ROA	ZYLRL	ROE	EBIT
N	52	52	52	52	52	52	52
Median	0.1513	0.0713	0.2505	0.0344	0.2266	0.0605	0.2638
Chi-Square	6	14	42	4	42	6	10
Df	12	12	12	12	12	12	12
Asymp. Sig	0.916	0.301	0	0.983	0	0.916	0.616

五、股权再融资价值效率相关性分析

在 SPSS 统计软件中，各指标不同年度普通相关系数是利用 Pearson 模型进行双尾检验得出，等级相关系数利用 Spearman 模型双尾检验得出。无论普通相关系数还是等级相关系数的显著性检验，SPSS 中均通过 P 值来体现。如表 3

- 40 所示, 融资后第 2 年 ROE 等 7 个盈利能力指标、每股经营现金流和每股净资产等指标与募集资金规模均显著正相关。本书下面的相关分析及回归分析变量主要以融资后第 2 年为基础, 辅以有关变量融资后 3 年的均值。

表 3 - 40 一次配股募集资金与各指标的相关性

项目	T	T + 1	T + 2	T + 3
EPS	0.177 **	0.097 *	0.188 **	0.139 **
ROA	0.114 *	0.064	0.161 **	0.143 **
ROE	0.079	0.046	0.115 *	0.088
EBIT	0.185 **	0.116 *	0.189 **	0.138 **
XSJLL	0.147 **	0.055	0.130 **	0.117 *
XSMML	0.064	0.082	0.097 *	0.095 *
ZCFZL	- 0.049	- 0.083	- 0.123 **	- 0.122 **
LDBL	0.081	0.041	0.096 *	0.117 *
GYGBL2	0.123 **	0.120 **	0.140 **	0.174 **
MGJZC	0.284 **	0.300 **	0.320 **	0.296 **
MGJYXJ	0.130 **	0.171 **	0.102 *	0.055
ZYLRL	0.108 *	0.084	0.099 *	0.097 *

注 : * 表示 5% 水平显著 ; ** 表示 1% 水平显著。

(一) 盈利能力相关性分析

1. 一次配股

如表 3 - 41 所示 : ①盈利能力指标 (除销售毛利率和主营业务利润增长率) 与反映公司规模和成长能力的每股净资产、总资产平均增长率及主营业务收入增长率均显著相关, 且总资产规模与多数盈利能力指标正相关, 而 Tobin's Q 值与上述指标负相关。②盈利能力指标除销售毛利率和主营业务利润率外, 其他指标与非标准审计意见均显著负相关, Tobin's Q 值与非标准审计意见显著正相关。③盈利能力指标除融资后 ROE 增长率外, 其他指标与融

资规模均显著正相关，Tobin's Q 值与融资规模显著负相关。④盈利能力指标除销售毛利率、主营业务利润率和融资后 ROE 增长率外，其他指标与融资后违规被查处均显著负相关，Tobin's Q 值与融资后违规被查处显著正相关。⑤多数盈利能力指标与每股经营现金流显著正相关，Tobin's Q 值与每股经营现金流显著负相关。⑥销售毛利率、主营业务利润率、ROA 和 Tobin's Q 值与流动比率、速动比率显著正相关。⑦配股价格和配股比率与多数盈利能力指标显著正相关，与 Tobin's Q 值显著负相关。⑧产权比率和有形净值债务率与多数盈利能力指标显著负相关。⑨融资后大股东更换与 ROA 和 EBIT 显著负相关，与 Tobin's Q 值显著正相关。

表 3 - 41 一次配股公司盈利能力相关性分析

	EPS6	XSJLL6	XSMLL6	ZCJLL6	ZYLRL6	ROE6	EBIT6	ROEZZ3	P	TUOBINQ
MGJZC6	0.517 **	0.249 **	0.133 **	0.391 **	0.147 **	0.337 **	0.545 **	0.182 **	0.447 **	- 0.452 **
MGXI6	0.097 *	0.01	- 0.006	0.094 *	0.002	0.135 **	0.126 **	0.008	0.076	- 0.031
MGJYXJ6	0.393 **	0.113 *	0.082	0.285 **	0.09	0.263 **	0.456 **	0.06	0.339 **	- 0.136 **
ALDBL	0.076	0.05	0.110 *	0.118 *	0.109 *	0.077	- 0.03	0.046	0.072	0.196 **
ASDBL	0.058	0.017	0.114 *	0.102 *	0.124 **	0.058	- 0.042	0.028	0.059	0.237 **
ACQBL	- 0.109 *	- 0.248 **	- 0.021	- 0.158 **	0.07	- 0.262 **	0.007	- 0.230 **	- 0.169 **	- 0.075
AYXJZL	- 0.148 **	- 0.146 **	- 0.094 *	- 0.111 *	- 0.084	0.016	- 0.058	- 0.660 **	0.047	- 0.079
ALXBS	0.129 **	0.025	0.033	0.093 *	0.029	0.081	0.153 **	0.034	0.107 *	- 0.113 *
ASRZZ	0.205 **	0.118 *	0.081	0.149 **	0.096 *	0.148 **	0.226 **	0.08	0.189 **	0.034
ALRZZ	- 0.022	- 0.075	0.017	- 0.029	0.023	- 0.053	- 0.017	0.057	- 0.062	0.109 *
AZCZZ	0.399 **	0.210 **	0.104 *	0.375 **	0.131 **	0.317 **	0.427 **	0.124 **	0.379 **	- 0.135 **
AUDIT4	- 0.345 **	- 0.295 **	- 0.05	- 0.335 **	- 0.073	- 0.273 **	- 0.338 **	- 0.183 **	- 0.307 **	0.237 **
PGBL	0.063	0.073	0.100 *	0.071	0.114 *	0.024	0.096 *	0.007	0.088	- 0.228 **
PGJG	0.156 **	0.078	0.056	0.098 *	0.051	0.068	0.185 **	0.029	0.129 **	- 0.179 **
MIZJE	0.188 **	0.130 **	0.097 *	0.161 **	0.099 *	0.115 *	0.189 **	0.034	0.195 **	- 0.253 **
MIZJBG	0.035	0.006	0.001	0.002	0.001	- 0.004	0.001	0.043	0.007	- 0.09
RZHWG	- 0.169 **	- 0.142 **	- 0.056	- 0.207 **	- 0.075	- 0.198 **	- 0.164 **	- 0.024	- 0.178 **	0.191 **
DGDGH	- 0.085	- 0.054	- 0.044	- 0.095 *	- 0.052	- 0.043	- 0.112 *	0.012	- 0.069	0.205 **
ZASSET	0.291 **	0.176 **	0.025	0.235 **	0.033	0.213 **	0.376 **	0.058	0.275 **	- 0.566 **
ZSALE	0.370 **	0.157 **	- 0.238 **	0.275 **	- 0.200 **	0.247 **	0.448 **	0.093 *	0.263 **	- 0.437 **

注：* 表示 5% 水平显著；** 表示 1% 水平显著。

2. 多次配股

如表 3 - 42 所示：①多数盈利能力指标与每股净资产和主营业务收入显著相关，而与 Tobin s Q 值负相关。②多数盈利能力指标与非标准审计意见显著负相关。Tobin s Q 值与非标准审计意见不显著相关。③Tobin s Q 值与融资规模显著负相关，但与一次配股不同，所有盈利能力指标与融资规模均不显著相关。④与一次配股不同，盈利能力指标及 Tobin s Q 值与融资后违规被查处、融资后大股东更换均不显著相关。⑤多数盈利能力指标与每股经营现金流显著正相关，Tobin s Q 值与每股经营现金流显著负相关。⑥多数盈利能力指标和 Tobin s Q 值与流动比率、速动比率显著正相关。⑦配股价格和配股比率与个别盈利能力指标显著正相关，配股比率与 Tobin s Q 值显著负相关。⑧总资产与多数财务会计指标显著相关，总资产与 Tobin s Q 值显著负相关。⑨产权比率与多数盈利能力指标、Tobin s Q 值显著负相关。⑩主营收入增长率和主营利润增长率与多数盈利能力指标显著正相关。

表 3 - 42 多次配股公司盈利能力指标相关性分析

	EPS6	XSJLL6	XSMLL6	ZCJLL6	ZYLRL6	ROE6	EBIT6	PDUO0	TUOBINQ	ROEZ3
MGJZC6	0.571 **	- 0.057	- 0.038	0.145 *	- 0.051	0.014	0.556 **	0.292 **	- 0.308 **	- 0.116
MGXJ6	0.077	- 0.007	0.073	0.015	0.063	- 0.078	0.098	0.041	0.057	- 0.145 *
MGJYXJ6	0.411 **	- 0.092	- 0.012	0.176 *	- 0.005	0.272 **	0.433 **	0.298 **	- 0.192 **	0.134
ALDBL	0.064	0.392 **	0.352 **	0.270 **	0.339 **	- 0.016	- 0.06	0.187 *	0.200 **	- 0.059
ASDBL	0.019	0.350 **	0.369 **	0.258 **	0.371 **	- 0.037	- 0.095	0.160 *	0.233 **	- 0.072
ACQBL	- 0.155 *	- 0.377 **	- 0.277 **	- 0.536 **	- 0.277 **	- 0.129	0.09	- 0.283 **	- 0.364 **	- 0.087
AYXJZL	- 0.07	- 0.101	- 0.101	- 0.168 *	- 0.102	- 0.052	- 0.026	- 0.111	- 0.108	0.028
ALXBS	- 0.099	- 0.191 **	- 0.125	- 0.115	- 0.13	- 0.084	- 0.048	- 0.136	- 0.035	0.041
ASRZZ	0.155 *	0.079	- 0.06	0.05	- 0.061	0.183 *	0.243 **	0.148 *	- 0.059	0.175 *
ALRZZ	0.113	0.254 **	- 0.085	0.062	- 0.096	0.206 **	0.176 *	0.145 *	- 0.113	0.195 **
AZCZZ	0.072	0.146 *	0.018	0.153 *	0.015	0.092	0.074	0.115	0.071	0.017
AUDIT4	- 0.220 **	- 0.061	- 0.131	- 0.168 *	- 0.131	- 0.250 **	- 0.180 *	- 0.235 **	- 0.097	- 0.250 **
PGBL	0.065	0.013	- 0.072	- 0.05	- 0.077	0.038	0.074	0.016	- 0.236 **	0.167 *
PGJG	0.332 **	- 0.033	0.051	0.093	0.051	0.092	0.318 **	0.209 **	- 0.044	- 0.042
MIZJE	0.085	- 0.024	- 0.094	- 0.047	- 0.122	- 0.032	0.092	- 0.004	- 0.322 **	- 0.076

续表

	EPS6	XSJLL6	XSMIL6	ZCJLL6	ZYLRL6	ROE6	EBIT6	PDUO0	TUOBINQ	ROEZ3
MIJZBG	- 0.088	- 0.11	0.021	- 0.085	0.007	- 0.054	- 0.101	- 0.088	0.083	- 0.018
RZHWG	- 0.118	0.026	0.038	- 0.096	0.048	- 0.12	- 0.12	- 0.096	0.087	- 0.138
DGDGH	- 0.099	- 0.034	0.05	- 0.067	0.047	0.006	- 0.07	- 0.048	0.106	0.026
TASSET	0.236 **	- 0.218 **	- 0.243 **	- 0.198 **	- 0.268 **	- 0.022	0.356 **	0.005	- 0.595 **	- 0.157 *
TSALE	0.298 **	- 0.527 **	- 0.486 **	- 0.14	- 0.496 **	0.045	0.412 **	- 0.028	- 0.473 **	- 0.072

注：* 表示 5% 水平显著；** 表示 1% 水平显著。

3. 一次增发

如表 3 - 43 所示：①多数盈利能力指标与每股净资产、总资产及主营业务收入显著相关。②多数盈利能力指标与非标准审计意见显著负相关。③EBIT 与融资规模显著相关。④多数盈利能力指标与融资后违规被查处显著负相关。⑤多数盈利能力指标与每股现金流和每股经营现金流显著正相关。⑥多数盈利能力指标和 Tobin's Q 值与流动比率、速动比率显著正相关。⑦产权比率和有形净值债务率与多数财务会计指标显著负相关。⑧主营收入增长率、主营利润增长率和总资产增长率与多数盈利能力指标显著正相关。⑨发行市盈率和中签率与 Tobin's Q 值显著负相关。

表 3 - 43 一次增发公司盈利能力相关性分析

	EPS6	XSJLL6	XSMIL6	ZCJLL6	ZYLRL6	ROE6	EBIT6	PZF0	Tuobins Q	ROEZ3
MGJZC6	0.431 **	0.249 *	0.107	0.247 *	0.117	0.14	0.432 **	0.304 **	- 0.214	0.240 *
MGXJ6	0.424 **	0.354 **	0.147	0.427 **	0.155	0.317 **	0.433 **	0.263 *	- 0.011	0.399 **
MGJYXJ6	0.376 **	0.212	0.164	0.300 **	0.19	0.290 **	0.504 **	0.371 **	- 0.106	0.141
ALDBL	0.131	0.227 *	0.338 **	0.248 *	0.361 **	0.141	0.01	0.183	0.424 **	0.135
ASDBL	0.155	0.229 *	0.369 **	0.245 *	0.398 **	0.148	0.044	0.222	0.380 **	0.114
ACQBL	- 0.287 *	- 0.370 **	- 0.258 *	- 0.384 **	- 0.280 *	- 0.179	- 0.146	- 0.219	- 0.126	- 0.315 **
AYXJZL	- 0.414 **	- 0.503 **	- 0.247 *	- 0.542 **	- 0.282 *	- 0.296 **	- 0.254 *	- 0.281 *	- 0.074	- 0.507 **
ALXBS	0.156	0.009	- 0.145	0.155	- 0.145	0.138	0.198	0.131	- 0.16	0.042
ASRZZ	0.309 **	0.298 **	0.128	0.356 **	0.153	0.424 **	0.360 **	0.366 **	- 0.185	0.229 *
ALRZZ	0.294 **	0.257 *	0.240 *	0.269 *	0.252 *	0.279 *	0.367 **	0.382 **	- 0.143	0.149

续表

	EPS6	XSJLL6	XSMJLL6	ZCJLL6	ZYLRL6	ROE6	EBIT6	PZF0	Tuobins Q	ROEZ3
AZCZZ	0.359 **	0.329 **	0.233 *	0.379 **	0.257 *	0.424 **	0.405 **	0.390 **	- 0.212	0.281 *
AUDIT4	- 0.386 **	- 0.443 **	- 0.11	- 0.389 **	- 0.124	- 0.225 *	- 0.326 **	- 0.316 **	0.021	- 0.349 **
FXJG	0.156	- 0.003	0.02	0.008	0.036	0.013	0.149	0.142	0.045	- 0.043
FXSYL	0.026	- 0.105	- 0.187	- 0.161	- 0.201	- 0.418	- 0.023	- 0.203	- 0.524 *	0.009
MIJJE	0.198	0.163	- 0.005	0.143	0.009	0.17	0.235 *	0.19	- 0.049	0.034
ZQL	0.059	- 0.006	- 0.077	0.05	- 0.082	0.053	0.077	- 0.014	- 0.255 *	0.086
MIJZBG	- 0.023	0.012	- 0.109	0.035	- 0.105	- 0.008	- 0.061	- 0.143	0.052	0.115
RZHWG	- 0.284 *	- 0.239 *	- 0.14	- 0.295 **	- 0.134	- 0.071	- 0.280 *	- 0.162	- 0.005	- 0.298 **
DGDGH	0.084	0.034	- 0.057	0.029	- 0.079	0.033	0.059	0.004	- 0.162	0.063
TASSET	0.315 **	0.249 *	0.081	0.253 *	0.076	0.166	0.431 **	0.214	- 0.175	0.204
TSALE	0.369 **	0.249 *	- 0.084	0.319 **	- 0.075	0.263 *	0.486 **	0.277 *	- 0.141	0.199

注：* 表示 5% 水平显著；* * 表示 1% 水平显著。

（二）股权结构相关性分析

1. 一次配股

由表 3 - 44 可知：①尽管相关系数不高，流通股比例与每股净资产、产权比率、Tobin s Q 值及资产规模显著正相关，与存货周转率、流通股认购比率显著负相关。②国有股比例与多数盈利能力财务指标、每股净资产、存货周转率、募集资金额及资产收入规模显著正相关，与 Tobin s Q 值、每股现金流、产权比率、主营利润增长率、非标准审计意见、融资后违规被查处、大股东更换显著负相关。③股权集中度与多数反映盈利能力财务指标、配股价格、流通股认购比例显著正相关，与 Tobin s Q 值、产权比率、非标准审计意见、融资后违规被查处显著负相关。④资产负债率与反映盈利能力的指标、流动比率、速动比率、每股净资产、存货周转率、募集资金额和募集资金变更显著负相关，与产权比率、有形净值债务率、资产收入规模以及融资后违规被查处、非标准审计意见显著正相关。⑤融资后股权转让与流动比率、速动比率、非标准审计意见及 Tobin s Q 值显著负相关，与总资产增长率、配股价格、配股比例

和资产规模显著正相关。⑥国有股认购比例与流动比率、速动比率、主营利润增长率、非标准审计意见、募集资金额及 Tobin's Q 值显著正相关，与配股价格、募集资金变更和资产规模显著负相关。如图 3-10 所示，1997~2002 年配股公司国有股股东、法人股股东参与程度整体不高，且大多用既有非现金资产参与配股，即使有现金也多是象征性认购。2001~2002 年国有股股东、法人股股东配股认购比例大幅下降，与政策禁止规定有直接联系。⑦法人股比例与 EPS、ROA、EBIT、销售净利率、每股净资产、每股经营现金流、配股比例、募集资金额、资产收入规模显著负相关，与 Tobin's Q 值、每股现金流、配股价格、非标准审计意见、融资后违规被查处、大股东更换显著正相关。

表 3-44 一次配股公司股权结构相关性分析

	ALTGBL	AGYGBL	AGQJZD	AZCFZL	GQZR	GYGRGBL	FRGBL
EPS6	-0.04	0.131 **	0.136 **	-0.289 **	0.022	0.03	-0.131 **
XSJLL6	-0.042	0.126 **	0.099 *	-0.166 **	0.013	0.065	-0.099 *
XSMML6	0.026	-0.014	-0.012	-0.182 **	0.05	0.059	0.011
ZCJLL6	-0.039	0.156 **	0.121 **	-0.293 **	0.043	0.07	-0.158 **
ZYLRL6	0.049	-0.043	-0.03	-0.186 **	0.055	0.063	0.027
ROE6	-0.043	0.071	0.118 *	-0.225 **	0.058	0.047	-0.055
EBIT6	-0.011	0.103 *	0.107 *	-0.154 **	0.059	-0.006	-0.114 *
MGJZC6	0.074	0.141 **	0.031	-0.430 **	0.022	-0.038	-0.185 **
MGXJ6	0.005	-0.133 **	0.056	0.069	0.011	0.08	0.104 *
MGJYXJ6	0.103 *	0.068	-0.02	-0.051	0.018	-0.001	-0.117 *
ALDBL	-0.085	0.069	0.078	-0.555 **	-0.133 **	0.103 *	-0.016
ASDBL	-0.082	0.068	0.081	-0.536 **	-0.129 **	0.130 *	-0.012
ACQBL	0.116 *	-0.148 **	-0.122 **	0.341 **	0.037	0.008	0.085
AYXJZL	0.083	-0.026	-0.087	0.297 **	0.024	-0.043	-0.012
ZSALE	0.052	0.161 **	0.05	0.141 **	0.044	-0.083	-0.173 **
ALRZZ	0.072	-0.143 **	-0.078	0.08	-0.073	0.145 **	0.068
AZCZZ	0.02	-0.014	0.063	0.007	0.112 *	0.026	-0.032
AUDIT4	0.016	-0.106 *	-0.132 **	0.213 **	-0.101 *	0.199 **	0.107 *
ACHZZL	-0.138 **	0.101 *	0.129 **	-0.131 **	-0.008	0.026	-0.004
PGBL	0.03	0.09	-0.029	0.007	0.119 *	-0.025	-0.113 *
PGJG	0.006	-0.055	0.124 **	-0.02	0.233 **	-0.325 **	0.094 *

续表

	ALTGBL	AGYGBL	AGQJZD	AZCFZL	GQZR	GYGRGBL	FRGBL
MIZJE	0.06	0.143 **	0.004	- 0.117 *	0.076	0.135 **	- 0.155 **
LTGRGBL	- 0.100 *	0.049	0.092 *	- 0.017	0.03	0.042	0.037
MJZJBG	0.041	- 0.01	0.01	- 0.100 *	0.021	- 0.132 *	- 0.035
RZHWG	0.084	- 0.165 **	- 0.157 **	0.166 **	0.025	- 0.005	0.137 **
DGDGH	0.023	- 0.195 **	- 0.044	0.005	0.026	0.083	0.122 **
ROEZZ3	- 0.02	- 0.007	0.026	- 0.219 **	- 0.009	- 0.004	0.015
P	- 0.025	0.097 *	0.115 *	- 0.247 **	0.055	0.056	- 0.088
Tuob Q	0.093 *	- 0.207 **	- 0.136 **	- 0.077	- 0.098 *	0.272 **	0.145 **
ZASSET	0.092 *	0.168 **	- 0.012	0.163 **	0.118 *	- 0.104 *	- 0.194 **

注：* 表示 5% 水平显著；** 表示 1% 水平显著。

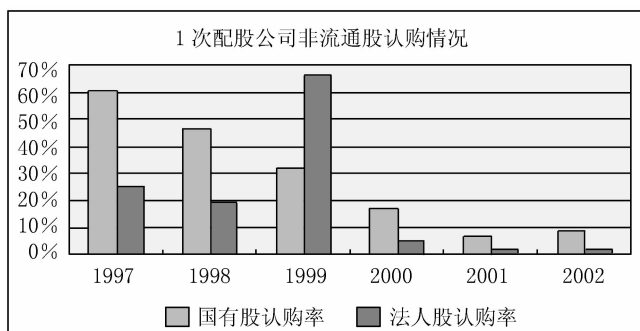


图 3 - 10 一次配股公司非流通股股东认购情况

2. 多次配股

由表 3 - 45 可见：①流通股比例与流通股认购比率、非标准审计意见、募集资金额显著负相关。②国有股比例与配股比例显著正相关，与 Tobin's Q 值、大股东更换显著负相关。与一次配股不同，多次配股公司国有股比例与盈利能力指标不显著相关。③股权集中度与配股价格、Tobin's Q 值、ROE 增长显著负相关，与主营利润增长率、非标准审计意见及融资后违规被查处显著正相关。④资产负债率与多数盈利能力指标、Tobin's Q 值、流动比率、速动比率及每股净资产显著负相关，与产权比率、有形净值债务率、资产收入规模以及



主营业利润增长率显著正相关。⑤股权转让与配股价格、ROE 增长显著正相关。
⑥国有股认购比例与募集资金额显著正相关。⑦法人股比例与配股比例显著负
相关，与 Tobin s Q 值显著正相关。

表 3 - 45 多次配股公司股权结构相关性分析

	ALTGBL	AGYGBL	AGQJZD	AZCFZL	GQZR	GYGRGBL	FRGBL
EPS6	0.056	- 0.01	- 0.046	- 0.138	0.049	0.029	- 0.008
XSJLL6	- 0.03	0.028	0.05	- 0.371 **	- 0.014	0.055	- 0.01
XSMML6	0.139	- 0.122	- 0.037	- 0.291 **	0.051	0.091	0.08
ZCJLL6	- 0.032	- 0.055	0.017	- 0.536 **	- 0.044	0.029	0.096
ZYLRL6	0.138	- 0.112	- 0.033	- 0.282 **	0.037	0.08	0.072
ROE6	0.011	- 0.055	0.012	- 0.081	0.024	- 0.022	0.065
EBIT6	0.106	- 0.044	- 0.052	0.084	0.104	- 0.01	- 0.001
MGJZC6	0.094	0.064	- 0.095	- 0.207 **	0.06	0.095	- 0.114
MGXJ6	0.052	- 0.071	- 0.119	0.154 *	0.016	0.077	0.031
MGJYXJ6	- 0.012	0.025	- 0.087	0.033	0.059	0.01	0.014
ALDBL	0.015	- 0.043	0.077	- 0.559 **	- 0.041	0.077	0.024
ASDBL	0.023	- 0.072	0.066	- 0.573 **	- 0.046	0.099	0.059
ACQBL	0.095	- 0.051	0	0.930 **	- 0.004	- 0.04	- 0.016
AYXJZL	0.068	0.01	- 0.088	0.293 **	0.066	0.118	- 0.067
ALRZZ	0.018	- 0.083	0.248 **	0.240 **	- 0.056	- 0.034	0.047
AZCZZ	0.03	0.001	0.076	- 0.063	- 0.062	- 0.079	- 0.034
AUDIT4	- 0.144 *	- 0.004	0.230 **	0.028	- 0.073	0.097	0.044
ACHZZL	- 0.027	0.023	- 0.004	- 0.069	0.033	0.11	0.051
PGBL	- 0.072	0.255 **	0.032	0.031	- 0.03	- 0.012	- 0.198 **
PGJG	- 0.004	- 0.085	- 0.190 **	- 0.044	0.232 **	- 0.137	0.109
MJZJE	- 0.145 *	0.135	0.131	- 0.065	0.047	0.181 *	- 0.045
LTGRGBL	- 0.234 **	0.042	0.134	- 0.132	- 0.101	0	0.085
MJZJBG	0.021	- 0.016	- 0.047	0.008	0.072	0.117	- 0.005
RZHWG	- 0.057	- 0.093	0.147 *	0.03	- 0.095	0.128	0.087
DGDGH	0.102	- 0.167 *	0.034	0.083	0.07	0.002	0.07
PDUO0	0.061	- 0.062	- 0.019	- 0.270 **	0.04	0.038	0.052
TUOBINQ	0.099	- 0.175 *	- 0.166 *	- 0.362 **	- 0.099	0.078	0.161 *

续表

	ALTGBL	AGYGBL	AGQJZD	AZCFZL	GQZR	GYGRGBL	FRGBL
TASSET	0.047	0.09	0.015	0.339 **	0.125	- 0.012	- 0.119
TSALE	- 0.009	0.079	0.036	0.362 **	0.056	- 0.054	- 0.083
ROEZ3	0.086	0.007	- 0.168 *	- 0.032	0.156 *	- 0.042	0.001

注：* 表示 5% 水平显著；* 表示 1% 水平显著。

3. 一次增发

由表 3 - 46 可见：①流通股比例与每股现金流显著负相关，与 Tobin s Q 值、流动比率、速动比率显著正相关。②国有股比例与资产规模显著正相关。③股权集中度与募集资金变更显著负相关，与资产收入规模显著正相关。④资产负债率与多数反映盈利能力的财务会计指标、Tobin s Q 值、流动比率、速动比率、每股净资产显著负相关，与产权比率、有形净值债务率、主营利润增长率、总资产增长率、非标准审计意见和资产规模显著正相关。⑤股权转让与每股净资产、流动比率、速动比率、Tobin s Q 值显著负相关。⑥法人股比例与资产规模显著负相关。

表 3 - 46 一次增发公司股权结构相关性分析

	ALTGBL	AGYGBL	AGQJZD	AZCFZL	GQZR	FRGBL
EPS6	- 0.078	- 0.049	0.077	- 0.256 *	- 0.162	0.046
XSJLL6	0.003	- 0.096	0.046	- 0.371 **	- 0.19	0.111
XSMML6	0.065	0.053	0.077	- 0.310 **	- 0.039	0.041
ZCJLL6	- 0.053	- 0.112	0.085	- 0.393 **	- 0.161	0.109
ZYLRL6	0.059	0.029	0.057	- 0.344 **	- 0.042	0.062
ROE6	- 0.003	- 0.094	0.03	- 0.222	- 0.063	0.099
EBIT6	- 0.099	0.012	0.089	- 0.099	- 0.094	- 0.021
MGJZC6	0.197	- 0.091	- 0.058	- 0.264 *	- 0.221 *	- 0.05
MGXJ6	- 0.295 **	0.07	0.124	0.002	0.041	- 0.022
MGJYXJ6	0.065	- 0.082	- 0.001	- 0.006	0.039	- 0.036
ALDBL	0.277 *	- 0.176	- 0.208	- 0.739 **	- 0.303 **	0.084
ASDBL	0.230 *	- 0.175	- 0.212	- 0.702 **	- 0.243 *	0.097

续表

	ALTGBL	AGYGBL	AGQJZD	AZCFZL	GQZR	FRGBL
ACQBL	- 0.006	0.098	- 0.05	0.801 **	0.184	- 0.092
AYXJZL	0.006	0.193	0.11	0.805 **	0.127	- 0.115
ALRZZ	- 0.073	0.105	0.149	0.262 *	0.095	0.11
ROEZ3	- 0.09	- 0.078	0.022	- 0.246 *	- 0.126	0.078
AZCZZ	- 0.029	0.015	- 0.011	0.271 *	0.137	0.195
AUDIT4	0.054	0.038	- 0.044	0.313 **	- 0.033	- 0.118
ACHZZL	- 0.194	0.043	0.091	- 0.003	0.157	0.045
AYSKZZ	- 0.165	0.157	0.118	0.051	0.086	- 0.137
AZCZZL	- 0.085	- 0.08	0.181	0.03	0.011	- 0.061
FXJG	0.172	- 0.058	- 0.028	- 0.176	- 0.177	0.022
FXSYL	0.324	0.073	- 0.093	0.022	0.372	- 0.386
MJZJE	0.095	0.136	0.036	- 0.081	- 0.013	- 0.188
ZQL	- 0.193	0.032	0.002	0.045	0.168	- 0.062
MJZJBG	0.052	- 0.181	- 0.266 *	- 0.004	0.118	0.062
RZHWG	- 0.056	- 0.118	0.019	0.204	0.082	0.184
DGDGH	- 0.013	- 0.19	- 0.073	0.054	0.186	- 0.002
PZF0	0.02	- 0.011	0.056	- 0.272 *	- 0.103	0.008
TUOBINQ	0.305 **	- 0.149	- 0.129	- 0.273 *	- 0.227 *	0.003
TASSET	- 0.143	0.348 **	0.327 **	0.273 *	0.089	- 0.305 **
TSALE	- 0.158	0.182	0.369 **	0.181	0.045	- 0.215

注：* 表示 5% 水平显著；* 表示 1% 水平显著。

（三）股权再融资价值效率年度相关性

如表 3 - 47 所示，综合来看，一次配股、多次配股和一次增发公司有关经营业绩指标，融资后与融资前后各年表现出较明显的相关性。说明 ROE 等财务指标，比较适合于在 SEO 前预测融资后可能实现的价值效率。



表 3 - 47 配股、一次增发公司经营业绩年度相关性

	EPS (T)	EPS (T+1)	EPS (T+2)	EPS (T+3)	EBIT (T)	EBIT (T+1)	EBIT (T+2)	EBIT (T+3)	ZYLRL (T)	ZYLRL (T+1)	ZYLRL (T+2)	ZYLRL (T+3)
T - 3	0.389 **	0.200 **	0.158 **	0.088 *	0.203 **	0.126 **	0.104 **	0.068	0.468 **	0.405 **	0.343 **	0.235 **
T - 2	0.462 **	0.243 **	0.177 **	0.091 *	0.474 **	0.262 **	0.143 **	0.073	0.677 **	0.563 **	0.441 **	0.355 **
T - 1	0.567 **	0.295 **	0.250 **	0.140 **	0.620 **	0.357 **	0.258 **	0.138 **	0.780 **	0.621 **	0.490 **	0.362 **
T	1	0.697 **	0.379 **	0.173 **	1	0.681 **	0.456 **	0.235 **	1	0.773 **	0.629 **	0.500 **
T+1	0.697 **	1	0.540 **	0.310 **	0.681 **	1	0.626 **	0.390 **	0.773 **	1	0.801 **	0.575 **
T+2	0.379 **	0.540 **	1	0.515 **	0.456 **	0.626 **	1	0.577 **	0.629 **	0.801 **	1	0.597 **
T+3	0.173 **	0.310 **	0.515 **	1	0.235 **	0.390 **	0.577 **	1	0.500 **	0.575 **	0.597 **	1
	ROA (T)	ROA (T+1)	ROA (T+2)	ROA (T+3)	XSMLL (T)	XSMLL (T+1)	XSMLL (T+2)	XSMLL (T+3)	ROE (T)	ROE (T+1)	ROE (T+2)	ROE (T+3)
T - 3	0.214 **	0.083	0.166 **	0.062	0.738 **	0.643 **	0.562 **	0.516 **	0.167 **	0.106 **	0.065	0.038
T - 2	0.385 **	0.190 **	0.130 **	0.086 *	0.822 **	0.724 **	0.629 **	0.526 **	0.328 **	0.146 **	0.104 **	0.039
T - 1	0.606 **	0.291 **	0.178 **	0.106 **	0.891 **	0.770 **	0.674 **	0.528 **	0.470 **	0.168 **	0.137 **	0.016
T	1	0.589 **	0.339 **	0.168 **	1	0.884 **	0.761 **	0.597 **	1	0.486 **	0.251 **	0.132 **
T+1	0.589 **	1	0.451 **	0.286 **	0.884 **	1	0.819 **	0.600 **	0.486 **	1	0.344 **	0.110 **
T+2	0.339 **	0.451 **	1	0.404 **	0.761 **	0.819 **	1	0.622 **	0.251 **	0.344 **	1	0.198 **
T+3	0.168 **	0.286 **	0.404 **	1	0.597 **	0.600 **	0.622 **	1	0.132 **	0.110 **	0.198 **	1

注：* 表示 5% 水平显著；* * 表示 1% 水平显著。

六、股权再融资价值效率回归分析

（一）模型构建及说明

在前文分析的基础上，本书构建如下多元回归模型：

$$Y = \beta_0 + \beta_1 AZCFZL + \beta_2 GYGBL + \beta_3 AUDIT + \beta_4 MJZJE + \beta_5 MJZJBG + \beta_6 DGDGH + \beta_7 RZHWG + \beta_8 GQZR + \beta_9 MGJZC + \beta_{10} ASRZZ + \sum_{i=1}^{21} \beta_{10+i} HY_i + \varepsilon$$

(3 - 7)

其中, β_0 为截距, $\beta_1 - \beta_{31}$ 为系数, ε 为残差。因变量 Y 包括 Tobin's Q 值、P、ROE、ROA、EPS、EBIT、销售毛利率、销售净利率、主营业务利润率和主营业务利润增长率等。Tobin's Q 值、P 的描述性统计如表 3-48 所示, 其他变量描述性统计参见前文。为控制行业因素对公司价值效率的影响, 将样本公司设置 21 个行业控制变量, 即 hy1 - hy21。

表 3-48 部分因变量描述性统计

		样本数	均值	中值	标准差	最小值	最大值
所有配股一次增发	Tobin's Q 值	733	1.462	1.352	0.429	0.75	4.1
	P	725	0	0.07	0.643	-3.62	2.36
全部配股	Tobin's Q 值	654	1.497	1.388	0.429	0.85	4.1
	P	648	0	0.069	0.638	-3.62	2.36
一次配股及增发	Tobin's Q 值	545	1.46	1.323	0.456	0.75	4.1
	P	537	0	0.083	0.656	-3.03	2.36
一次配股	Tobin's Q 值	466	1.509	1.369	0.461	0.85	4.1
	P	460	0	0.084	0.652	-3.03	2.36
多次配股	Tobin's Q 值	188	1.467	1.437	0.337	0.89	2.93
	P	188	0	-0.025	0.604	-3.62	1.61
一次增发	Tobin's Q 值	79	1.1729	1.1241	0.29419	0.75	2.69
	P	77	0	0.07077	0.68183	-2.624	1.3397

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

下文运用 SPSS 软件逐步回归法进行回归分析^[121], 除特别说明, 模型回归结果都通过了自相关、序列相关检验, F 值在 0.01 以下水平显著, 检验模型的拟合效果较好, 各模型自变量 VIF 值都小于 2, 模型的多重共线性诊断表显示, 条件数均在 15 以下 (条件数大于 15 表明可能存在多重共线性问题, 若大于 30 则表明存在严重的多重共线性), 并且特征值也不都接近 0。结合残差统计结果分析可知, 所有模型均满足多元线性回归的假设条件 (正态分布、同方差性、非多重共线性和序列相关性)。

（二）实证检验及结果

1. 混合样本

混合样本包括所有一次、多次配股和一次增发公司。由表 3 - 49 的回归结果可知：①经营业绩与资本结构的关系。总体上，多数盈利能力指标因变量、Tobin's Q 值与资产负债率显著负相关，EBIT 与资产负债率正相关，EPS、主营业务利润增长率与资产负债率关系不显著。②经营业绩与股权结构的关系。国有股比例与 Tobin's Q 值、主营利润率、销售毛利率及主营业务利润增长率显著负相关，但从相关系数来看，较高的是以 Tobin's Q 值为因变量的 14.2%，其他因变量回归的系数均未超过 10%。③经营业绩与审计意见的关系。值得注意的是，Tobin's Q 值与融资后公司的非标准审计意见类型正相关，而 P、ROE、ROA、EPS、EBIT、销售净利率等均与非标准审计意见类型负相关。④就与融资后公司违规的关系看，Tobin's Q 值与融资后公司违规情况正相关，说明上市公司的问题暴露，使投资者能较为了解公司真实面目。同时，ROE、ROA 和 EBIT 与融资后公司违规负相关。⑤经营业绩与募集资金及变更的关系。募集资金规模与 P 负相关，与 ROA、EPS 正相关。⑥经营业绩与公司成长能力的关系。主营业务收入增长率和每股净资产与 P、ROE、ROA、EPS、EBIT、销售净利率和主营业务利润增长率正相关；每股净资产与 Tobin's Q 值、主营业务利润增长率负相关。⑦资产重组对公司业绩的影响。股权转让行为对 Tobin's Q 值、主营业务利润增长率显著负相关。⑧经营业绩与行业的关系。属于垄断行业的 hy3 和 hy6，与 P、主营业务利润率、销售净利率和销售毛利率显著正相关，而 hy3 对 Tobin's Q 值显著负相关。从与公司价值的关系看，hy10 和 hy19 与 Tobin's Q 值显著正相关，而 hy14 与 Tobin's Q 值显著负相关。与不同盈利能力指标正相关的还有 hy1、hy4、hy9、hy18、hy19 和 hy21，负相关的还有 hy11、hy13 和 hy20。



表 3 - 49 混合样本回归方程结果

解释变量	被解释变量									
变量	TUOBINQ	P	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMLL	EBIT	LRZZ
截距	2.443 ***	- 0.227 **	0.020	0.028 ***	0.254 ***	- 0.186 ***	0.028	0.292 ***	- 0.281 ***	0.656 ***
T 值	37.944	- 2.439	0.791	3.158	10.688	- 7.429	0.627	17.277	- 5.954	7.040
MGJZC6	- 0.497 ***	0.313 ***	0.201 ***	0.200 ***	0.080 **	0.465 ***	0.141 ***		0.536 ***	- 0.149 ***
T 值	- 14.914	9.272	5.672	5.572	2.208	15.032	3.865		17.122	- 4.297
AZCFZL	- 0.345 ***	- 0.162 ***	- 0.139 ***	- 0.198 ***	- 0.166 ***		- 0.106 ***	- 0.184 ***	0.118 ***	
T 值	- 10.395	- 4.896	- 3.960	- 5.689	- 4.558		- 2.905	- 5.478	3.825	
AGYGBL	- 0.142 ***				- 0.095 ***			- 0.070 **		- 0.080 **
T 值	- 4.539				- 2.787			- 2.074		- 2.284
AUDIT4	0.075 ***	- 0.210 ***	- 0.183 ***	- 0.214 ***		- 0.217 ***	- 0.224 ***		- 0.191 ***	
T 值	2.350	- 6.515	- 5.221	- 6.353		- 7.192	- 6.405		- 6.396	
RZHWG	0.095 ***		- 0.105 ***	- 0.097 **					- 0.069 **	
T 值	3.003		- 3.032	- 2.914					- 2.353	
MJZJE		- 0.097 ***		0.072 **		0.086 ***				
T 值		- 2.962		2.192		2.874				
ASRZZ		0.183 ***	0.158 ***	0.123 ***		0.155 ***	0.094 ***		0.185 ***	0.324 ***
T 值		5.731	4.642	3.825		5.272	2.742		6.485	9.313
GQZR	- 0.095 ***									- 0.096 ***
T 值	- 3.105									- 2.765
HY1		0.074 **			0.105 ***	0.059 **		0.104 ***	0.080 ***	
T 值		2.336			3.147	2.013		3.122	2.812	
HY3	- 0.066 **	0.103 ***			0.136 ***		0.072 **	0.135 ***	0.078 ***	
T 值	- 2.151	3.223			4.018		2.124	4.014	2.735	
HY4					0.080 **		0.096 ***	0.115 ***		
T 值					2.368		2.800	3.448		
HY6		0.079 **			0.173 ***		0.073 **	0.185 ***		
T 值		2.460			5.087		2.140	5.508		
HY9					0.205 ***			0.222 ***		
T 值					6.093			6.672		
HY10	0.087 ***									0.077 * *
T 值	2.825									2.228
HY11		- 0.098 ***				- 0.088 ***			- 0.088 ***	
T 值		- 3.083				- 3.002			- 3.080	

续表

解释变量	被解释变量									
变量	TUOBINQ	P	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMLL	EBIT	LRZZ
HY13							- 0. 067 *			
T 值							- 1. 944			
HY14	- 0. 080 ***									
T 值	- 2. 588									
HY18					0. 089 ***			0. 137 ***		
T 值					2. 617			4. 094		
HY19	0. 068 **				0. 256 ***			0. 253 ***		
T 值	2. 225				7. 572			7. 572		
HY20						- 0. 072 **	- 0. 145 ***			
T 值						- 2. 460	- 4. 263			
HY21					0. 120 ***			0. 134 ***		
T 值					3. 494			3. 955		
Adjusted R ²	0. 334	0. 281	0. 181	0. 261	0. 191	0. 383	0. 173	0. 206	0. 419	0. 135
F-statistic	37. 526 ***	29. 248 ***	32. 990 ***	37. 687 ***	15. 311 ***	65. 507 ***	17. 920 ***	16. 741 ***	66. 526 ***	23. 759 ***
Durbin-Watson	1. 476	1. 899	1. 931	1. 894	1. 869	1. 919	1. 896	1. 845	1. 928	1. 782

尽管 10 个回归方程的拟合优度可以接受，但其中 Adj-R² 最高的是 41.9%（被解释变量 EBIT），最小的是 13.5%（被解释变量主营业务利润增长率）。

2. 配股样本

配股样本含一次、多次配股公司。表 3 - 50 回归结果略去了行业检验情况，从中可见：①经营业绩与资本结构、股权结构、审计意见、融资后公司违规、资产重组的关系，与混合样本的结论比较一致。②经营业绩与募集资金及变更的关系，募集资金规模与 P 负相关，与 EPS 正相关，募集资金变更与 P 负相关。③经营业绩与公司成长能力及每股净资产的关系，主营业务收入增长率和每股净资产与 P、ROE、ROA、EPS、EBIT、销售净利率和主营业务利润增长率正相关；每股净资产与 Tobin's Q 值负相关。



表 3 - 50 配股样本回归方程结果

解释变量	被解释变量									
	TUOBINQ	p	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMLL	EBIT	LRZZ
截距	2.447 ***	- 0.219 **	0.007	0.02 **	0.253 ***	- 0.196 ***	0.005	0.297 ***	- 0.304 ***	0.698
T 值	34.779	- 2.143	0.250	2.082	9.76	- 7.516	0.103	16.252	- 6.287	6.81
MGJZC6	- 0.487 ***	0.334 ***	0.223 ***	0.248 ***	0.086 **	0.481 ***	0.145 ***		0.559 ***	- 0.138
T 值	- 13.585	9.146	5.923	6.575	2.223	14.587	3.689		16.834	- 3.721
AZCFZL	- 0.355 ***	- 0.157 ***	- 0.128 ***	- 0.176 ***	- 0.151 ***		- 0.088 **	- 0.181 ***	0.136 ***	
T 值	- 10.018	- 4.483	- 3.452	- 4.762	- 3.868		- 2.261	- 5.064	4.182	
AGYGBL	- 0.153 ***				- 0.11 ***			- 0.087 **		- 0.092 **
T 值	- 4.577				- 3.024			- 2.396		- 2.465
AUDIT4	0.084 **	- 0.211 ***	- 0.184 ***	- 0.204 ***		- 0.196 ***	- 0.211 ***		- 0.176 ***	
T 值	2.469	- 6.143	- 4.997	- 5.723		- 6.162	- 5.659		- 5.598	
RZHWG	0.096 ***		- 0.117 ***	- 0.106 ***					- 0.064 **	
T 值	2.869		- 3.210	- 3.039					- 2.076	
MJZJE		- 0.123 ***				0.071 **				
T 值		- 3.477				2.237				
MJZJBG		- 0.071 **								
T 值		- 2.084								
ASRZZ		0.154 ***	0.129 ***	0.096 ***	0.099 ***	0.137 ***	0.075 **		0.164 ***	0.302 ***
T 值		4.555	3.623	2.819	2.323	4.437	2.06		5.481	8.154
GQZR	- 0.086 ***									- 0.098 ***
T 值	- 2.66									- 2.669
T 值	2.078				3.199			3.7		
Adjusted R ²	0.332	0.279	0.188	0.259	0.186	0.392	0.164	0.199	0.43	0.125
F-statistic	36.870 ***	23.737 ***	30.941 ***	38.990 ***	14.492 ***	70.985 ***	16.887 ***	15.744 ***	62.428 ***	19.614 ***
Durbin-Watson	1.534	1.947	1.928	1.869	1.877	1.921	1.879	1.857	1.946	1.784

总体上，10 个回归方程的拟合优度可以接受。其中 Adj-R² 最高是 43%（被解释变量 EBIT），最小是 12.5%（被解释变量主营业务利润增长率）。

3. 一次配股

由表 3 - 51 回归结果可见：①经营业绩与资本结构、股权结构、非标准审计意见、资产重组的关系，与混合样本的结论比较一致。②经营业绩与融资后公司违规的关系，融资后公司违规情况与 Tobin s Q 值正相关，与 ROE、ROA



负相关。③募集资金变更与 P 负相关。④主营业务收入增长率和每股净资产与多数盈利能力指标正相关，每股净资产与 Tobin s Q 值、主营业务利润增长率负相关，主营业务收入增长率与 Tobin s Q 值正相关。

表 3 - 51 一次配股样本回归方程结果

解释变量	被解释变量									
	TUOBINQ	P	ROE	ROA	ZYLR	EPS	XSJLL	XSMLL	EBIT	LRZZ
截距	2.509 ***	- 0.294 **	- 0.023	0.001	0.228 ***	- 0.219 ***	- 0.100 **	0.241 ***	- 0.333 ***	0.801 ***
T 值	28.415	- 2.511	- 0.621	0.059	12.522	- 6.659	- 2.456	12.993	- 5.501	5.930
MGJZC6	- 0.492 ***	0.359 ***	0.238 ***	0.249 ***		0.441 ***	0.188 ***		0.517 ***	- 0.140 ***
T 值	- 11.167	8.660	5.311	5.313		11.028	4.185		12.277	- 3.108
AZCFZL	- 0.357 ***	- 0.154 ***	- 0.130 ***	- 0.122 ***	- 0.133 ***			- 0.126 ***	0.133 ***	
T 值	- 8.682	- 3.799	- 2.948	- 2.670	- 3.098			- 2.966	3.248	
AGYGBL	- 0.125 ***									- 0.100 **
T 值	- 3.233									- 2.201
AUDIT4	0.111 ***	- 0.205 ***	- 0.172 ***	- 0.208 ***		- 0.195 ***	- 0.229 ***		- 0.190 ***	
T 值	2.830	- 5.042	- 3.890	- 4.763		- 4.876	- 5.076		- 4.887	
RZHWG	0.107 ***		- 0.109 **	- 0.091 **						
T 值	2.801		- 2.506	- 2.158						
MIZJE	- 0.085 **									
T 值	- 2.198									
MIZJBG	- 0.088 **									
T 值	- 2.391									
ASRZZ	0.084 **	0.160 ***	0.126 ***	0.096 **	0.099 **	0.138 ***		0.086 **	0.159 ***	0.251 ***
T 值	2.266	4.050	2.984	2.328	2.323	3.615		2.029	4.310	5.587
GQZR	- 0.079 **									- 0.106 **
T 值	- 2.113									- 2.372
Adjusted R ²	0.394	0.290	0.188	0.228	0.173	0.335	0.087	0.183	0.381	0.102
F-statistic	24.172 ***	38.361 ***	22.301 ***	28.402 ***	11.759 ***	47.572 ***	26.209 ***	12.542 ***	41.656 ***	11.422 ***
Durbin-Watson	1.602	1.823	1.936	1.915	1.9	1.939	1.846	1.885	1.972	1.847

总体上，10 个回归方程拟合优度多数可接受。其中 Adj-R² 最高的是 39.4%（被解释变量 Tobin s Q 值），最小的是 8.7%（被解释变量销售净



利率)。

4. 多次配股

由表 3 - 52 回归结果可知：①经营业绩与资本结构的关系。大多数盈利能力指标、Tobin s Q 值与资产负债率显著负相关。EBIT、主营业务利润增长率与资产负债率正相关。②经营业绩与股权结构的关系。国有股比例变量没有进入模型。③多数盈利能力指标与非标准审计意见类型负相关，与混合样本不同，Tobin s Q 值与非标准审计意见类型不显著相关。④经营业绩与融资后公司违规的关系。融资后公司违规变量没有进入模型。⑤募集资金规模与 Tobin s Q 值、主营业务利润率、销售毛利率负相关，与 P 关系不显著。⑥每股净资产与 P、EPS、EBIT 正相关，与 Tobin s Q 值、销售净利率负相关。主营业务收入增长率与销售净利率、主营业务利润率以外的其他指标变量正相关。⑦资产重组对公司业绩的影响不显著，股权转让变量未进入模型。

表 3 - 52 多次配股回归方程结果汇总

解释变量	被解释变量									
变量	TUOBINQ	p	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMLL	EBIT	LRZZ
截距	2. 328 ***	- 0. 023	0. 085 ***	0. 100 ***	0. 370 ***	- 0. 027	0. 300 ***	0. 390 ***	- 0. 138 **	- 0. 111
T 值	25. 568	- 0. 12	19. 874	18. 398	14. 143	- 0. 763	9. 324	14. 436	- 1. 974	- 1. 106
MGJZC6	- 0. 351 ***	0. 228 ***				0. 575 ***	- 0. 155 **		0. 598 ***	
T 值	- 6. 053	3. 423				10. 161	- 2. 59		10. 412	
AZCFZL	- 0. 451 ***	- 0. 25 ***		- 0. 555 ***	- 0. 287 ***		- 0. 457 ***	- 0. 295 ***	0. 171 ***	0. 124 **
T 值	- 8. 00	- 3. 698		- 9. 345	- 4. 524		- 7. 474	- 4. 704	2. 949	2. 171
AUDIT4		- 0. 21 ***	- 0. 226 ***	- 0. 128 **		- 0. 181 ***		- 0. 125 **	- 0. 154 ***	
T 值		- 3. 214	- 3. 253	- 2. 177		- 3. 205		- 2. 011	- 2. 742	
MIZJE	- 0. 254 ***				- 0. 197 ***			- 0. 155 **		
T 值	- 4. 467				- 2. 957			- 2. 346		
ASRZZ		0. 175 ***	0. 164 **	0. 129 **		0. 125 **	0. 137 **		0. 191 ***	0. 554 ***
T 值		2. 642	2. 377	2. 170		2. 215	2. 278		3. 356	9. 737
Adjusted R ²	0. 432	0. 209	0. 11	0. 36	0. 279	0. 408	0. 358	0. 296	0. 416	0. 412
F-statistic	24. 675 ***	10. 867 ***	8. 685 ***	22. 038 ***	10. 066 ***	26. 794 ***	15. 880 ***	9. 723 ***	27. 658 ***	44. 673 ***
Durbin-Watson	1. 529	2. 166	2. 183	2. 134	2. 038	2. 151	2. 305	2. 073	2. 259	1. 146

总体上, 10 个回归方程的拟合优度多数可接受。其中 Adj- R^2 最高的是 43.2% (被解释变量 Tobin's Q 值), 最小的是 11% (被解释变量 ROE)。

5. 按规模分组的一次配股

与本章第二部分 (二)、(5) 的分组规则一致, 下面考察一次配股不同规模公司的回归情况。如表 3-53 所示, 小规模组公司: ①经营业绩与资本结构的关系。P、Tobin's Q 值和 EPS 与资产负债率显著负相关。②经营业绩与股权结构的关系。国有股比例变量没有进入模型。③经营业绩与审计意见的关系。多数财务会计指标变量与非标准审计意见类型负相关, 与混合样本不同, Tobin's Q 值与非标准审计意见类型不显著相关。④经营业绩与融资后公司违规的关系。融资后公司违规变量没有进入模型。⑤募集资金规模与 Tobin's Q 值、主营业务利润率、销售毛利率负相关, 而与 P 不相关。⑥资产重组对公司业绩的影响不显著, 股权转让变量未进入模型。

表 3-53 小规模组公司回归情况

解释变量	被解释变量									
	TUOBINQ	P	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMML	EBIT	LRZZ
截距	2.911 ***	-0.445	-0.182 ***	-0.084 ***	0.221 ***	-0.092	-0.309 ***	0.221 ***	-0.296 ***	0.189 **
T 值	15.686	-1.319	-3.104	-3.608	11.524	-0.678	-2.744	13.11	-3.837	2
MGJZC6	-0.526 ***	0.341 ***	0.283 ***	0.397 ***		0.38 ***	0.292 ***		0.462 ***	
T 值	-6.109	3.827	3.341	4.871		4.266	3.52		5.791	
AZCFZL	-0.448 ***	-0.203 *				-0.235 ***				
T 值	-5.165	-2.319				-2.678				
AUDIT4		-0.242 ***	-0.169 *	-0.27 ***		-0.184 **	-0.217 **		-0.201 **	
T 值		-2.993	-1.986	-3.306		-2.341	-2.631		-2.493	
ASRZZ	0.311 ***						-0.397 ***		0.158 **	0.373 ***
T 值	4.253						-4.92		2.085	4.409
HY4			-0.309 ***							
T 值			-3.718							
HY9					0.359 ***	-0.206 ***		0.409 ***	-0.18 **	
T 值					4.162	-2.677		4.769	-2.313	
HY10										0.223 ***



续表

解释变量	被解释变量									
变量	TUOBINQ	P	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMML	EBIT	LRZZ
T 值										2. 66
HY17					- 0. 18 **					
T 值					- 2. 089					
HY19										0. 181 **
T 值										2. 157
HY21	0. 276 ***			- 0. 176 **						
T 值	3. 744			- 2. 243						
Adjusted R ²	0. 401	0. 299	0. 257	0. 302	0. 159	0. 386	0. 276	0. 16	0. 355	0. 238
F-statistic	20. 059 ***	16. 888 ***	14. 045 ***	17. 467 ***	11. 806 ***	18. 892 ***	15. 341 ***	22. 741 ***	16. 699 ***	12. 672 ***
Durbin-Watson	1. 979	2	1. 923	2. 082	1. 983	2. 078	1. 921	2. 003	2. 052	1. 863

10 个回归方程的拟合优度多数可接受。其中 Adj-R² 最高的是 40.1%（被解释变量 Tobin s Q 值），最小的是 15.9%（被解释变量主营业务利润率）。

大规模组公司的回归结果如表 3 - 54 所示：①资产负债率与 P、Tobin s Q 值和其他多数盈利能力指标显著负相关。②经营业绩与股权结构的关系。国有股比例变量没有进入模型。③经营业绩与审计意见的关系。非标准审计意见没有进入各个模型，说明业绩与非标准审计意见没有显著关系。④经营业绩与融资后公司违规的关系。融资后公司违规变量没有进入模型。⑤与小规模公司组不同，募集资金规模没有进入模型。⑥资产重组对公司业绩的影响总体不显著，股权转让变量只进入利润增长为因变量的模型。

表 3 - 54 大规模组公司回归情况

解释变量	被解释变量									
变量	TUOBINQ	P	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMML	EBIT	LRZZ
截距	1. 619 ***	0. 502 ***	0. 051 ***	0. 076 ***	0. 309 ***	- 0. 123 *	0. 261 ***	0. 333 ***	0. 086	0. 514 ***
T 值	17. 679	3. 863	7. 982	7. 585	7. 822	- 1. 832	5. 708	7. 994	1. 059	2. 693
MGJZC6	- 0. 436 ***					0. 284 ***	- 0. 108 ***		0. 302 ***	
T 值	- 5. 164					3. 536	- 3. 254		3. 62	



续表

解释变量	被解释变量									
变量	TUOBINQ	P	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMLL	EBIT	LRZZ
AZCFZL	- 0.218 **	- 0.24 ***		- 0.426 ***	- 0.22 ***		- 0.174 ***	- 0.226 ***		
T 值	- 2.587	- 3.037		- 5.411	- 2.717		- 4.853	- 2.811		
AGYGBL						0.237 **				
T 值						2.846				
MJZJE							0.072 **			
T 值							2.106			
ASRZZ		0.221 ***	0.194 **	0.181 **		0.237 ***				0.217 **
T 值		2.858	2.38	2.285		2.846				2.474
DGDGH		- 0.173 **					- 0.089 ***			0.203 **
T 值		- 2.306					- 2.753			2.311
GQZR										- 0.25 ***
T 值										- 2.873
HY3		0.215 ***	0.24 ***	0.228 ***		0.218 ***	0.121 ***		0.231 ***	
T 值		2.857	3.005	2.992		2.716	3.949		2.745	
HY4							0.084 ***			
T 值							2.718			
HY6		0.187 **			0.453 ***		0.147 ***	0.461 ***		
T 值		2.445			5.586		4.712	5.726		
HY10	0.281 ***									
T 值	3.457									
HY13						0.191 **				
T 值						2.306				
HY14									0.167 **	
T 值									1.991	
HY16				0.176 **						
T 值				2.316						
HY20		- 0.374 ***	- 0.401 ***	- 0.207 ***		- 0.257 ***	- 0.88 ***		- 0.225 ***	
T 值		- 4.953	- 4.92	- 2.659		- 3.173	- 29.223		- 2.691	
Adjusted R ²	0.243	0.386	0.27	0.347	0.292	0.284	0.898	0.304	0.206	0.132
F-statistic	13.301 ***	17.699 ***	15.175 ***	13.205 ***	24.721 ***	11.264 ***	127.46 ***	26.095 ***	8.473 ***	6.816 ***
Durbin-Watson	1.927	1.751	1.741	1.778	1.972	1.761	1.892	1.966	1.713	1.848



10 个回归方程的拟合优度较理想。其中 Adj-R² 最高的是 89.8%。

6. 一次增发

由表 3 - 55 回归结果可见：①从经营业绩与资本结构关系看，多数盈利能力指标变量、Tobin s Q 值与资产负债率显著负相关。②经营业绩与股权结构的关系。国有股比例只与主营业务利润增长率显著正相关。③经营业绩与审计意见的关系。与混合样本不同，只有 EPS、销售净利率与非标准审计意见类型负相关。④每股净资产与 P、EPS、EBIT 正相关，与 Tobin s Q 值负相关。主营业务收入增长率与所有财务会计指标变量正相关。⑤融资后股权转让与 Tobin s Q 值、主营业务利润增长率显著负相关。

表 3 - 55 一次增发回归方程结果汇总

解释变量	被解释变量									
变量	TUOBINQ	p	ROE	ROA	ZYLRL	EPS	XSJLL	XSMML	EBIT	LRZZ
截距	1.805 ***	0.03	0.122 ***	0.091 ***	0.325 ***	-0.269 ***	0.221 ***	0.333 ***	-0.49 ***	-0.084 **
T 值	12.77	0.105	3.116	5.62	8.444	-2.762	3.339	7.801	-3.91	-1.887
MGJZC6	-0.36 ***	0.304 ***				0.46 ***			0.627 ***	
T 值	-3.476	3.28				5.132			6.518	
AZCFZL	-0.292 ***	-0.348 ***	-0.341 ***	-0.514 ***	-0.361 ***		-0.354 ***	-0.321 ***		
T 值	-2.847	-3.653	-3.385	-5.519	-3.489		-3.403	-3.029		
AUDIT4						-0.302 ***	-0.264 **			
T 值						-3.3	-2.541			
GQZR	-0.27 **									
T 值	-2.611									
AGYGBL										0.148 **
T 值										2.439
ASRZZ		0.464 ***	0.506 ***	0.445 ***	0.245 **	0.288 ***	0.317 ***	0.214 **	0.401 ***	0.849 ***
T 值		5.005	5.029	4.796	2.396	3.158	3.134	2.038	4.632	14.024
Adjusted R ²	0.284	0.402	0.272	0.371	0.237	0.41	0.317	0.199	0.44	0.719
F-statistic	7.095 ***	11.10 ***	15.21 ***	16.12 ***	6.990 ***	14.213 ***	12.899 ***	5.788 ***	12.947 ***	99.572 ***
Durbin-Watson	1.466	1.769	1.894	1.811	1.675	2.204	1.905	1.706	2.043	2.155

10 个回归方程的拟合优度较理想。其中 Adj-R² 最高的是 71.9%（被解释



变量主营业务利润增长率)，最小的是 19.9%（被解释变量销售毛利率）。

7. 不同年度融资的价值回归分析

为分析不同年度实施融资的公司的价值差异，在上面模型中引入年度控制变量，建立多元回归模型如下：

$$\begin{aligned} \text{Tuobin } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{AZCFZL} + \beta_2 \text{GYGBL} + \beta_3 \text{AUDIT} + \beta_4 \text{MJZJE} + \\ & \beta_5 \text{MJZJBG} + \beta_6 \text{DGDGH} + \beta_7 \text{RZHWG} + \sum_8 \text{GQZR} + \beta_9 \text{MGJZC} + \beta_{10} \text{ASRZZ} + \\ & \sum_{i=1}^{21} \beta_{10+i} \text{HY}_i + \sum_{j=1}^6 \beta_{31+j} \text{year}_j + \varepsilon \end{aligned} \tag{3-8}$$

回归检验结果如表 3 - 56（行业变量略）所示，模型（1）和（2）中 Tobins Q 与 Year 1998 ~ 2000 显著正相关，与 Year 2002 显著负相关，模型（3）Tobins Q 与 Year 1998 ~ 1999 显著正相关，与 Year 2001 ~ 2002 显著负相关，模型（4）Tobins Q 与 Year 1998 ~ 1999 显著正相关，与 Year 2002 显著负相关，模型（5）Tobins Q 与 Year 2000 显著正相关，与 Year 1997 显著负相关，模型（6）Tobins Q 与 Year 2002 显著负相关。以上回归结果基本符合 1997 ~ 2002 年证券市场股价整体走势。总体上，6 个回归方程的拟合优度比较理想。其中 Adj-R² 最高的是 54.7%（被解释变量一次 SEO 公司价值），最小的是 40.2%（被解释变量一次增发公司价值）。

表 3 - 56 增加年度变量回归结果汇总

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	所有配股一次增发	所有配股	一次配股增发	一次配股	多次配股	一次增发
截距	2.289 ***	2.313 ***	2.225 ***	2.291 ***	2.204 ***	1.891 ***
T 值	38.172	35.24	33.743	30.835	25.272	15.126
MGJZC6	- 0.486 ***	- 0.489 **	- 0.459 **	- 0.482 ***	- 0.344 ***	- 0.417 ***
T 值	- 16.051 ***	- 14.738 ***	- 13.944	- 13.082	- 6.448	- 4.459
AZCFZL	- 0.335 ***	- 0.347 ***	- 0.288 ***	- 0.297 ***	- 0.405 ***	- 0.334 ***
T 值	- 11.193	- 10.679	- 8.934	- 8.348	- 7.732	- 3.647
AGYGBL	- 0.16 ***	- 0.166 ***	- 0.165 ***	- 0.165 ***		
T 值	- 5.677	- 5.427	- 5.514	- 5.039		
AUDIT4	0.066	0.074 ***	0.08 **	0.072 **		

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	所有配股一次增发	所有配股	一次配股增发	一次配股	多次配股	一次增发
T 值	2.278 **	2.365	2.578	2.124		
RZHWG	0.067	0.071 **				
T 值	2.319 **	2.303 **				
ASRZZ	0.068	0.079 ***	0.079 ***	0.104 ***		
T 值	2.444 **	2.634	2.679	3.261		
GQZR	- 0.066 **	- 0.061 **				
T 值	- 2.38	- 2.046				
MJZJE					- 0.223 ***	
T 值					- 4.23	
YEAR97					- 0.128 **	
T 值					- 2.46	
YEAR98	0.298 ***	0.313 ***	0.348 ***	0.369 ***		
T 值	9.726	9.441	11.085	10.848		
YEAR99	0.241 ***	0.25 ***	0.211 ***	0.212 ***		
T 值	7.731	7.389	6.699	6.218		
YEAR00	0.149 ***	0.157 ***			0.26 ***	
T 值	4.574	4.476			4.915	
YEAR01			- 0.07 **	- 0.116 ***		
T 值			- 2.215	- 3.344		
YEAR02	- 0.128 ***	- 0.061 **	- 0.168 ***			- 0.528 ***
T 值	- 4.345	- 1.994	- 5.625			- 5.845
Adjusted R ²	0.462	0.441	0.547	0.546	0.521	0.402
F-statistic	45.674 ***	37.703 ***	55.338 ***	51.64 ***	26.417 ***	18.262 ***
Durbin-Watson	1.783	1.79	2.009	2.064	1.832	1.959

8. 不同年度融资的业绩增长回归分析

为分析不同年度融资业绩增长的差异，以融资后第2年ROE相对融资前1年的增长为因变量，建立模型：

$$\begin{aligned}
 ROE_{zz} = & \beta_0 + \beta_1 AZCFZL + \beta_2 GYGBL + \beta_3 AUDIT + \beta_4 MJZJE + \beta_5 MJZJBG \\
 & + \beta_6 DGDGH + \beta_7 RZHWG + \beta_8 GQZR + \beta_9 MGJZC + \beta_{10} ASRZZ + \sum_{i=1}^{21} \beta_{10+i} HY_i +
 \end{aligned}$$



$$\sum_{j=1}^6 \beta_{31+j} year_j + \varepsilon$$

(3 - 9)

由表 3 - 57（略去行业变量）可知，各模型中非标准审计意见与因变量均显著负相关，每股净资产与因变量均显著正相关；模型(1)~(4)中资产负债率与因变量显著负相关，与 Year 2002 显著负相关；模型（5）Year 2001 ~ 2002 与因变量显著负相关。总体上，6 个回归方程的拟合优度不十分理想。其中 Adj-R² 最高的是 25%（被解释变量一次增发公司业绩），最小的是 15.8%（被解释变量所有配股和一次增发公司业绩）。

表 3 - 57 ROE 增长为因变量的回归结果汇总

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	所有配股一次增发	所有配股	一次配股增发	一次配股	多次配股	一次增发
截距	- 0. 006	0. 012	- 0. 017	- 0. 012	0. 017	- 0. 3 ***
T 值	- 0. 048	0. 089	- 0. 106	- 0. 064	1. 152	- 3. 507
MGJZCG	0. 109 ***	0. 101 ***	0. 126 ***	0. 121 ***	- 0. 146 **	0. 27 ***
T 值	3. 038	2. 669	3. 021	2. 659	- 2. 149	2. 665
AZCFZL	- 0. 133 ***	- 0. 124 ***	- 0. 132 ***	- 0. 136 ***		
T 值	- 3. 725	- 3. 312	- 3. 18	- 3. 06		
AUDIT4	- 0. 106 ***	- 0. 107 ***	- 0. 109 ***	- 0. 1 **	- 0. 197 ***	- 0. 35 ***
T 值	- 3. 022	- 2. 889	- 2. 658	- 2. 267	- 2. 936	- 3. 323
ASRZZ	0. 071 **				0. 151 **	0. 214 **
T 值	2. 072				2. 245	2. 093
MJZJBG						0. 238 **
T 值						2. 314
YEAR00					- 0. 172 **	
T 值					- 2. 255	
YEAR01					- 0. 27 ***	
T 值					- 3. 497	
Adjusted R ²	0. 158	0. 165	0. 16	0. 171	0. 179	0. 25
F-statistic	28. 03 ***	33. 064 ***	26. 598 ***	24. 758 ***	7. 817 ***	6. 125 ***
Durbin-Watson	1. 974	1. 97	1. 959	1. 953	2. 097	2. 362



（三）价值效率影响因素总体分析

1. 经营业绩与资本结构

通过前文分析，SEO 后的公司经营业绩与资本结构显著负相关，拒绝了 H_1 。即企业增长机会越多，财务杠杆越低。然而，上市公司 SEO 后经营业绩下降的事实说明，在我国上市公司所有者控制机制缺位与经营者缺位并存的治理机制下，通过再融资获得的资金可最大化地转化为控制权收益，这对经营者有极大诱惑力，股权融资导致的财务杠杆的降低，不会对公司提供应有的激励产生多少影响，财务杠杆降低并不能为公司经营产生应有的激励和监督。

数据显示，总体上上市公司长期价值效率呈下降趋势，而作为对比的匹配公司也呈同样趋势。从衡量资本结构的主要指标资产负债率来看，上市公司历年资产负债率持续增长，1998 年前保持在 60% 以下，1998 ~ 2004 年资产负债率逐年上涨并接近 70%。这期间上市公司再融资总额（尤其是增发，以及可转换债券）也呈上涨的趋势。从财务管理的角度来看，公司应有合理的资本结构，如果负债水平过高，势必加重上市公司的财务风险。从市场监管环境的变化来看，上市公司总体资产负债率不断增加的因素之一是，股权分置改革酝酿和启动之前几年，首次公开发行股票的公司家数受限，上市公司再融资规模萎缩，使公司难以从证券市场吸收到更多的权益资金。从另一方面讲，上市公司 SEO 的规模还十分有限，公司上市后没有充分的机会通过实施 SEO 以平衡和调整资本结构。

如表 3 - 58 所示，融资 3 年后一次配股公司资产负债率较融资前 1 年绝对值增长近 10 个百分点，多次配股及增发则没有明显变化。债权融资往往以股权融资为基础，银行在其风险可控范围内对公司债权融资规模的限制，没有证监会对上市公司股权融资的限制严格，在中国上市公司股权融资面临来自监管机构的限制性政策背景下，上市公司一旦实施非理性 SEO，其债权融资速度将快于股权融资速度，这表现为上市公司资产负债率不断提高且并未趋于某一特定值。考虑到 2003 年以来证券市场融资额相对明显下降的因素，上市公司总体上一直持续进行着较快速的债权融资，负债增长速度快于股东权益增长速



度，上市公司融资行为不再表现为股权融资偏好或最优资本结构。从更宽泛的角度理解，非理性再融资不仅在于上市公司 SEO 非理性，银行贷款增长导致的负债率提高，在没有一个最优资本结构约束的情况下也是非理性行为。实施 SEO 公司的资产负债水平还远没有达到和接近市场平均水平，因此，问题不是给自身条件较好的公司更多的限制，而是应提供更宽松的融资环境。

表 3 - 58 上市公司不同 SEO 方式资产负债率变化

	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
	一次配股					多次配股				
均值	41. 87%	38. 24%	41. 99%	46. 36%	50. 08%	41. 66%	41. 36%	40. 91%	41. 61%	43. 19%
中值	42. 20%	38. 70%	41. 96%	46. 02%	50. 42%	41. 37%	41. 46%	40. 09%	41. 69%	42. 55%
标准差	14. 85%	14. 65%	17. 17%	20. 12%	25. 84%	15. 70%	25. 44%	14. 84%	15. 25%	15. 43%
最小值	2. 00%	2. 00%	2. 00%	2. 00%	2. 00%	4. 00%	6. 00%	4. 00%	6. 00%	3. 00%
最大值	88. 00%	97. 00%	199. 00%	236. 00%	362. 00%	80. 00%	319. 00%	73. 00%	73. 00%	77. 00%
	一次增发					多次增发				
均值	47. 28%	37. 05%	42. 50%	45. 11%	46. 09%	54. 50%	49. 97%	52. 86%	56. 17%	51. 74%
中值	48. 04%	37. 23%	43. 77%	47. 18%	50. 20%	55. 00%	49. 64%	50. 97%	63. 27%	54. 32%
标准差	14. 67%	13. 89%	14. 43%	15. 64%	19. 00%	15. 39%	17. 55%	16. 49%	16. 70%	12. 80%
最小值	19. 00%	9. 00%	7. 00%	11. 00%	9. 00%	33. 00%	17. 00%	17. 00%	16. 00%	32. 00%
最大值	76. 00%	68. 00%	73. 00%	80. 00%	92. 00%	83. 00%	73. 00%	72. 00%	72. 00%	70. 00%

以公司规模分组的一次配股公司为例，如表 3 - 59 所示，不同规模组公司的资产负债率不仅在融资前后有显著差异，大规模组公司也显著高于小规模公司组，但总体上融资后的资产负债率都有不同程度的增加。

表 3 - 59 按公司规模分组的配股公司资产负债率

大规模样本	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	平均
Mean	0. 4789	0. 4423	0. 4884	0. 5175	0. 5371	0. 5143
Median	0. 4858	0. 4575	0. 5066	0. 543	0. 5769	0. 5389
Std. Deviation	0. 1461	0. 13977	0. 14324	0. 15384	0. 15763	0. 146
Minimum	0. 06	0. 06	0. 13	0. 08	0. 12	0. 13

续表

大规模样本	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3	平均
Maximum	0.76	0.73	0.77	0.79	0.82	0.76
小规模样本						
Mean	0.3956	0.345	0.3717	0.4218	0.4656	0.4189
Median	0.3871	0.3356	0.3566	0.3934	0.4543	0.4062
Std. Deviation	0.14458	0.14197	0.16684	0.20002	0.21888	0.18128
Minimum	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
Maximum	0.78	0.71	1.01	1.37	1.84	1.37
均值检验	- 4.371 ***	- 5.271 ***	- 5.725 ***	- 4.092 ***	- 2.793 ***	- 4.422 ***
显著性检验 (Z)	- 4.243 ***	- 4.964 ***	- 5.441 ***	- 4.141 ***	- 3.215 ***	- 4.502 ***

2. 经营业绩与股权结构

股权结构是公司股权融资的结果，是公司治理的重要组成部分，而公司治理又是降低信息不对称和缓解代理冲突的有效途径，因此，股权结构对企业的投融资效率必然产生作用。本书检验结果表明，一次配股、多次配股和一次增发公司流通股比例与融资后盈利能力指标均不存在显著相关关系；一次配股公司国有股比例与融资后盈利能力指标显著正相关，而多次配股和一次增发公司国有股比例与融资后盈利能力指标不显著相关；一次配股公司法人股比例与融资后盈利能力指标显著负相关，而多次配股和一次增发公司法人股比例与融资后盈利能力指标不显著相关。因此， H_2 没有得到证实。由表 3 - 60 可见，无论配股还是增发，SEO 公司国有股比例都明显高于全部 A 股上市公司，最低的多次配股公司国有股比例也达到 39.89%，特别是多次增发公司国有股比例高达 46.75%。政府在上市公司 SEO 中不仅扮演着国有股的代表，还承担着一一定的政治使命。这就使得再融资行为目标的多元化成为可能，SEO 后公司业绩下降也在情理之中。李增泉、余谦和王晓坤（2005）发现，控股股东或地方政府具有支持或掏空上市公司的动机，支持是为了获得配股资格，而掏空则是赤裸裸的利益侵占行为。实际上，在现有的制度环境下，支持的最终目的很可能还是为了掏空，即所谓的“放长线，钓大鱼”^[122]。张峥、孟晓静和刘力

(2004)认为,制度环境是造成二级市场股价过高的主要原因,而二元股权结构使上市公司具有内生的过度融资动机^[123]。即使股权分置改革完成,市场变成全流通的市场,对于大多数处于竞争性行业的公司,流通股权从高度集中到相对分散,也是一个较为漫长的过程,通过长期交易与流通,高度集中的股权才可能逐步化解。股改后二级市场流通股权将高度集中于上市公司大股东。不容置疑,股改后能否进一步完善国有资产管理体制,构造推进结构调整和对建立有效公司治理负责任的主体,对上市公司 SEO 价值效率具有实质性影响。

表 3 - 60 实施 SEO 公司的国有股比例对比

	均值	中值	最大值	最小值
全部 A 股 (1992 - 12 - 31)	33.94%	37.32%	93.95%	0.00%
全部 A 股 (2004 - 12 - 31)	30.17%	30.49%	84.99%	0.00%
一次配股 (1997 ~ 2002)	41.81%	45.48%	86.00%	0.00%
多次配股 (1997 ~ 2001)	39.89%	47.12%	85.00%	0.00%
一次增发 (1998 ~ 2002)	41.59%	49.29%	77.00%	0.00%
多次增发 (1998 ~ 2001)	46.75%	61.43%	84.00%	0.00%

从研究结论来看,股权分置问题也许仅是围绕中国证券市场各种矛盾的一个表面现象,并不是中国上市公司的真正症结所在。而上市公司股东权益不对等,缺乏相应的市场机制,存在便捷的隐性投资收益获取渠道等才是问题的关键。如果这些渠道是畅通的,上市公司就不会有动力通过正常的经营获得投资回报,大股东侵犯小股东利益等不规范现象就会在一定程度上得以遏制。因此,只有根本摒弃制度的弊端和痼疾,才能从本质上提升上市公司的效率和质量,真正维护证券市场的健康发展。

3. 经营业绩与非标准审计意见

值得注意的是, Tobin's Q 值与融资后公司非标准审计意见类型正相关,而 P、ROE、ROA、EPS、EBIT、销售净利率等变量均与非标准审计意见类型



负相关。从财务会计指标变量看， H_3 得以验证，而从公司价值角度看，非标准审计意见的揭示表明公司市场价值得以提升。

4. 行业对公司业绩的影响

本书分析 21 个行业上市公司，有 15 个行业上市公司的类别与经营业绩显著相关。尽管相关系数较小，但这说明中国证券市场上市公司融资后的业绩差异与行业因素不无关系。垄断行业与经营业绩显著正相关， H_4 得到证实。

5. 募集资金与公司业绩的关系

不论是对年度经营增长与募集资金关系的分析，还是对再融资前后 3 年两者关系的分析，均可看出上市公司募集资金规模没有对 SEO 经营业绩效率提升产生显著的积极影响。对募集资金投向草率变更，反映出部分上市公司融资的目的并不完全是为追求企业更快增长或者股东权益最大化。因此，建立在这一特定环境的证券市场，其最终目的的实现——将资金配置到效益最好的项目便失去了现实基础。

第 4 章 股权再融资价格效率

合理的 SEO 股票价格应充分反映融资项目的未来收益和二级市场评价，充分反映上市公司整体的未来收益。SEO 的股票定价受到如下因素的影响：SEO 资金投入项目的价值、二级市场偏好与二级市场态势、公司内在价值、二级市场的有效性、政策性因素等。市场对 SEO 定价的反应是检验上市公司再融资定价效率的核心指标，国外的实证研究发现股票价格会对公司的筹资和投资决策作出调整。本章将对中国股票市场 SEO 预案公告日、股东大会决议公告日和发行公告日 3 个事件日前后的价格效率加以分析。

一、股权再融资价格效率分析方法

（一）研究思路和样本数据

1. 研究思路

本章运用事件研究法（Event study），将事件定义为配股、增发对股票价格的冲击效应。事件研究法通常用来分析某一事件对公司价值的影响，主要是通过计算事件期的超额收益来分析半强式有效的实证方法。在市场参与者理性的假设下，某一事件的影响和效应将被迅速反映到资产的价格变化之上，这样，事件的经济效应就能通过在某一相对较短时期中对资产价格变化的观测来加以度量。事件研究可广泛运用到与上市公司相关的特定事件之中，例如公司

新股发行、公司并购、意外盈余等。事件研究法的要求一般比较严格，假定市场对信息可以做出及时反应，也就是股票市场应该满足 Fama 的弱式有效。除要求投资者对股票市场信息及时做出反应之外，还要求在事件窗口中，不存在重大的影响公司价值的其他事件，或者定义的事件不会引起其他方面的影响公司价值的效应。也即在研究公司价值对某种特定信息的反应时，应尽可能排除其他因素对研究结论的干扰。本书假定上述条件都成立，并尽量采纳较多样本股票，这样也可从中找到某些影响的共同性质。最早运用事件研究法的文献可追溯至 20 世纪 30 年代，Dolly (1933) 通过研究股票分割期名义价格的变化，检验了股票分割对价格的影响。到 20 世纪 60 年代末，事件研究的复杂程度增加了。Myers 和 Bakay (1948)，Baker (1956, 1957, 1958) 和 Ashley (1962) 的研究改进消除了一般股票市场价格移动，分离了容易混淆的事件。Ball 和 Brown (1968)，Fama、Fisher、Jensen 和 Roll (1969) 开创性提出了现在仍在使用的方法。继上述研究之后，学者们对事件研究分析过程中的基本统计假设作了改进，以使模型分析更能适用于实际。这其中对实际分析有着重要指导意义的工作是由 Brown 和 Warner^[124] (1980, 1985) 完成的。赵宇龙 (1998) 采用该模型检验了沪市上市公司会计盈利数据的信息含量；魏刚 (1998)，陈伟、刘星和杨源新 (2000) 采用该模型对中国上市公司股利分配以及股利政策信息的传递效应作了富有成效的研究。张宗新和季雷采用该模型对上市公司再融资定价效率作了研究 (2003)^[125]。原红旗 (2004) 采用该模型检验了我国上市公司配股宣告日的市场反应。刘成彦和王其文 (2005) 采用该模型对我国上市公司可转债发行的公告效应进行了研究^[126]。这些研究表明累计超额收益率 (Cumulative abnormal return, CAR) 方法已为数学者所使用，是合适的检验方法。累计超额收益率方法主要检验发生 SEO 的单个企业或一组企业的普通股收益，是否高于根据市场风险与收益关系所测算的预测值，实际上是衡量公司 SEO 对股票价值的影响，即用股票超额收益率来检验 SEO 对股票投资效率的影响。采用累计超额收益率方法，关键问题是如何衡量超额收益率。首先必须确定计算超额收益率的事件期，其次是计算事件期内各样本公司股票每天的预期正常收益 (Expected normal return)，然后计算超额收益 (即事

件期内样本公司每天实际收益减去预期正常收益的差额，或简单地用事件期内样本公司每天实际收益减去对应交易日市场指数收益率的差额），最后计算累计平均超额收益值，以测量 SEO 事件对公司价值的总体平均影响。总体上，超额收益率的计算可分为两类方式：一是基于资本资产定价模型（CAPM），二是基于股票价格指数。

基于资本资产定价模型（CAPM）的计算模型的计算步骤是：

第一，根据 CAPM，以事件日为起点分两个时间段对股票日收益率 R_{jt} 和大盘指数日收益率 I_t 一元线性回归，得到回归估计参数 α_j 和 β_j 以及 α'_j 和 β'_j ：

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j I_t + \varepsilon_{jt} \quad t = -m, -(m-1), \dots, 0 \quad (4-1)$$

$$R_{jt} = \alpha'_j + \beta'_j I_t + \varepsilon'_{jt} \quad t = 1, \dots, (n-1), n \quad (4-2)$$

第二，计算每只样本股票的期望日收益率：

$$ER_{jt} = y \quad t = -m, -(m-1), \dots, 0 \quad (4-3)$$

$$ER_{jt} = \alpha'_j + \beta'_j I_t \quad t = 1, \dots, (n-1), n \quad (4-4)$$

第三，计算超额收益率 AR_{jt} ：

$$AR_{jt} = R_{jt} - ER_{jt} \quad (4-5)$$

各股票的日收益率为：

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}} \quad (4-6)$$

其中： R_{jt} 代表第 j 家样本公司股票在 t 观察日的日收益率， p_{jt} 代表第 j 家样本公司股票在 t 观察日的收盘价格。上述计算对除权公司股票须按复权后的股票价格计算，并消除观察期间公司分红因素对股票价格的影响。因为样本公司在观察期间发生的配股、送红股、资本公积金转增股本和派发现金股息都会导致股票价格的相应调整（即除权和除息）。

第四，计算平均超额收益率和平均累计超额收益率：

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt} \quad (4-7)$$

$$CAR_T = \sum_{t=-40}^T AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \sum_{t=-40}^T AR_{jt} \quad (4-8)$$

这里 T 为具体的事件窗口； N 为实施 SEO 上市公司的个数。 AAR_t 为实施 SEO 上市公司 t 日平均超额收益率（Average abnormal return, AAR）， CAR_T 则为截止到第 T 日实施 SEO 所有样本上市公司累积平均超额收益率。

基于指数的计算模型的计算过程则不同。由于资本资产定价模型的运用有一系列较严格的假定条件，即便是西方成熟市场也难以完全满足这些假定条件，因此像我国这样发展还很很不规范和不完善的新兴市场，股票投机性较强， α 值与 β 系数一般都很不稳定。因此，本书采用以下基于指数的计算模型。与资本资产定价模型（CAPM）的计算模型相比，该模型不再有前两个步骤，而直接用对应的基准日收益率 I_t 代替 ER_{jt} 。从而有：

$$AR_{jt} = R_{jt} - I_t \quad (4-9)$$

然后，直接计算 AAR_t 和 CAR_T 。

提云涛（2003）通过对 1997～2002 年配股后较长时期异常收益的分析发现，采用不同的累计超额收益检验方式可能有不同的结论。本书定义上海证券交易所综合指数（上证综指）作为主要基准，并选取了两个基准作为参考：一是沿用第 3 章为一次配股和增发上市公司选择的匹配组，以匹配组公司相应日期的平均股价变化作为基准（匹配涨跌）；二是以相应的具体 SEO 样本组的平均股价作为基准（平均涨跌）。因此式 4-9 有三个不同的 I_t 。同期基准指数的日收益率为：

$$I_t = \frac{i_t - i_{t-1}}{i_{t-1}} \quad (4-10)$$

I_t 为同样本公司股票收盘价格观察日 t 相对应的上证综指、匹配涨跌或平均涨跌的日收益率， i_t 为相关观察日的上证综指、匹配涨跌或平均涨跌收盘指数或股价。

根据有效市场理论，如果一个股票市场是有效市场，则意味着市场不应该存在非正常收益或超常收益，即 AAR_t 和 CAR_T 均应为零。由于 CAR_T 总体均值和总体标准差未知，根据数理统计学的有关定理， AAR_t 和 CAR_T 均适用 t 检验。

AAR_t 的检验统计量为：

$$T_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t) / \sqrt{N}} \quad (4-11)$$

$$S^2(AAR_t) = \frac{1}{N-1} \sum_{j=1}^N (AR_{jt} - AAR_t)^2$$

这里, t 为具体的事件窗口。

CAR_T 的检验统计量为:

$$T_{CAR} = \frac{CAR_t}{S(CAR_t) / \sqrt{N}} \quad (4-12)$$

$$S^2(CAR_t) = \frac{1}{N-1} \sum_{j=1}^N (CAR_{jt} - CAR_t)^2$$

这里, t 为具体的事件窗口。

理论上, 通过对累积平均超额收益率 CAR_T 的检验, 可对 SEO 市场效率做出判断。在半强式有效市场中, 当 $t > 0$, 即 SEO 具体事件日之后 CAR_T 值应保持不变。如果 CAR_T 持续上升, 表明市场对公司 SEO 信息并没有迅速做出反应, 买入股票仍可获得超额收益; 如果 CAR_T 下降, 则表明市场对公司 SEO 信息存在过度反应, SEO 事件公告后市场对公司的价值预期重新作出修正, 表现为股票价格出现回落, 此时买入股票不仅已无超额收益, 甚至还会出现亏损。

本章根据上市公司 SEO 预案公告日、股东大会决议公告日和发行公告日等事件日, 定义不同事件窗 (Event window)。实际分析中, 事件日经常扩展为两天, 这样可以较全面地把握事件对股价的影响。当然, 扩展事件窗越大越可以捕捉该事件对股票价格的全部影响, 但这种估计容易受到不相干因素的干扰^[127]。一旦确定正常收益的模型被选定, 必须要利用一串数据 (称为估计窗口的数据) 对模型的参数进行估计。通常情况下, 估计窗口选为事件窗之前的时间区间, 如选择事件前若干天作为估计窗口。事件窗一般不包含在估计窗口中, 以避免事件对估计参数的影响。另外, 在选择估计窗口和事件窗时, 两者最好没有重叠, 以免参数估计受到与事件相关的收益的影响, 从而无论正常收益还是异常收益都会反映事件的影响, 这时事件研究方法就会出现问題。比



如本书发行公告日研究的估计窗在公告日前取 247 日，主要基于避免模型对短期窗口的敏感性，同时估计窗口靠近事件窗，可以减少股票价格波动系统性变化所造成的影响。本书定义的具体事件日、事件窗为：①SEO 预案公告日、股东大会决议公告日和发行公告日等事件日当日，即 $t=0$ ；②SEO 预案公告日前后 30 个交易日，即 $t=-30, -29, \dots, -1, 0, 1, \dots, 30$ ；③SEO 股东大会决议公告日前后 60 个交易日，即 $t=-60, -59, \dots, -1, 0, 1, \dots, 60$ ；④SEO 发行公告日前 247 天以及后 3~5 年，即 $t=-247, -246, \dots, -1, 0, 1, \dots, n$ 。需要说明的是，由于各年融资后截至研究终点的日期并不同，配股 1997~2002 年及汇总的 n 分别为：1217、1196、1194、1191、988、749 和 749，增发 2000~2002 年及汇总的 n 分别为：1190、951、751 和 751。

2. 样本数据的选取及说明

在第 3 章样本的基础上，选取 1997~2002 年沪深交易所实施 SEO 的 A 股上市公司作为本章研究样本。为研究不同融资机会对上市公司效率的影响，仅选取实施 1 次融资的上市公司，如表 4-1 所示，样本公司中配股公司 464 家，增发公司 70 家。

表 4-1 研究样本数量统计

年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	合计
一次配股	59	69	83	144	89	20	464
一次增发	-	-	-	21	18	27	66
合计	59	69	83	165	107	47	530

资料来源：根据 WIND 资讯整理。

（二）研究假设和变量定义

1. 研究假设

在 Miller 和 Rock (1982) 的股利政策模型中，将股票的发行与负股利视为等价，传递了公司未来盈利的负面消息。在 Myers 和 Majluf (1983) 的模型

中,当经理们有更多的信息时,发行新股通常会导致股价的降低。诚如前文所述,中国上市公司 SEO 有着和国外成熟市场不同的制度背景,掌握公司内部信息的控股股东和处于信息劣势地位的中小流通股股东的目标和利益不同,前者具有强烈的“圈钱”的非理性融资动机。由于公司所有权和控制权分离产生的代理问题,即使未来投资项目的净现金流量的现值为负,企业也可能投资,因而发行新股意味着过度投资。在这种假设下,市场会对配股融资做出负面反应,且价格下降的幅度和发行筹集资金规模成正比。从国内外学者的实证结果可以看出,SEO 具有显著的负价格效率。上市公司配股价格通常高出净资产若干倍,SEO 后流通在外总股本增加,会带来公司股价的稀释,当年股价可能下降,而且以后年份仍然可能下跌,甚至跌破配股价。股价的下跌给流通股股东带来财富的损失效应,非流通股股东却由于股价对其影响不大,SEO 后每股净资产增加而获得额外收益,1997 年前上市公司大股东可以放弃或转让配股权,上市公司每股净资产的增加来源于中小股东的财富损失。本书预测市场对 SEO 效率持有消极思想,实施 SEO 预案公告日、股东大会公告日和发行公告日及后期具有负 CAR,故提出假设:

H_1 : 上市公司 SEO 具有显著负价格效率。

由于预案公告日、股东大会决议公告日和发行公告日三个不同事件日对 SEO 的意义不同,本书认为三者价格效率有所差异。故提出假设:

H_2 : SEO 预案公告日、股东大会决议公告日和发行公告日价格效率显著差异。

如第 3 章所述,针对 SEO 存在的各种不规范现象,我国 SEO 政策在 1997~2002 年发生了三次较大的变化。本书假设在 1997 年、1999 年和 2001 年实施 SEO 的上市公司受相应政策影响,投资者对政策的变化应有所反应。故提出假设:

H_3 : 不同政策背景下上市公司 SEO 的价格效率存在显著差别。

根据前文公司融资理论,SEO 改变上市公司资本结构,资本结构的变动会传递企业价值变动的信号。对资本结构变动传递的信息有不同的解释。一种解释认为负债产生的利息费用可以抵减税收,SEO 会导致上市公司负债下降,

失去抵减税收的优势，股价因此做出负面反应。另一种解释是，如果上市公司的市场价值没有改变，SEO 导致债务减少可以降低企业的财务风险，上市公司的价值会在股权投资人和债权人之间重新分配，债权人的价值增加，股权投资人的价值降低，会对 SEO 宣布做出负面反应，而对债权融资产生正面反应。价格的反应程度和融资的规模直接相关。中国上市公司存在明显的股权融资偏好，上市公司资本结构并没有从股东价值最大化的角度考虑，股票价格会对资本结构调整做出负面反应。故提出假设：

H_4 ：实施 SEO 的上市公司的资本结构与股价正相关。

股权分置条件下，非流通股股东与流通股股东获取股份成本的巨大差异，使二者有较大的回报率差异，使上市公司非流通股股东可接受的投资项目质量范围，远超过流通股股东所能接受的程度，特别是未经审慎考察的拟投入配股项目，在募集资金到位后往往发生变更，这对公司经营业绩可能产生负面影响，从而对股价产生消极影响。因此提出假设：

H_5 ：实施 SEO 上市公司 CAR 与国有股比例负相关。

2. 变量选取

本章相关变量如表 4 - 2 所示：

表 4 - 2 变量定义

类别	变量名称	符 号	定 义
因变量	Tobin's Q 值	Tobins Q	公司资产市场价值/公司资产重置成本
	息税前每股收益	EBIT	融资后第 2 年息税前每股收益
解释变量	募集资金规模	MJZJE	公司实际募集资金到位金额
	募集资金变更	MJZJBG	哑变量，融资后 3 年有募集资金变更取 1，否则为 0
	平均国有股比例	AGYGBL	融资后 3 年各年末国有股比例平均
	平均股权集中度	GQJZD	融资后 3 年各年末前十大股东持股比例合计平均
	平均资产负债率	AVEZCFZL	融资后 3 年各年末资产负债率算数平均
盈余管理	审计意见	AUDIT	哑变量，融资后第 2 年审计意见为非标取 1，否则为 0
违规变量	融资后违规	RZHWG	哑变量，融资后 3 年被监管部门处罚取 1，否则为 0

公司规模	公司总资产	TASSET	总资产的自然对数
	公司总收入	TSALE	总收入的自然对数
	总收入增长率	ASRZZ	融资后3年各年收入增长率平均

为研究哪些因素对 SEO 价格效率产生影响及其影响程度，首先要列出可能对 SEO 产生影响的因素，然后再建立适当的模型对其进行识别和分析。国外关于 SEO 对股价的影响及其解释的研究是以股票全流通为基础的，而在股权分置条件下对我国 SEO 价格效率影响因素的分析，除考虑融资规模、资本结构变动外，还需考虑到上市公司特殊的股本结构对股价的影响。影响 SEO 价格效率的因素包括：上市公司股权结构和治理结构的变量，如国家股比例、国有法人股比例、流通股比例、战略投资者持股比例、高管人员持股比例、职工股比例等；公司财务状况变量，如各种盈利能力指标，流动比率、速动比率、应收账款周转率、存货周转率、无形资产占总资产比率、无形资产占净资产比率、资产负债率、净资产、营业收入、研发经费、经营现金流、毛利率、期间费用和税后利润等；市场状况和环境变量：发行价格、发行股数、承销商排名、发行时机、超额认购倍数、申购资金、中签率、发行与上市时间间隔。

二、配股价格效率

（一）描述性分析

对 SEO 前期股价行为的研究，可以验证信息假说是否合理。信息假说的支持者认为管理层倾向于在公司股价处于上升阶段时进行外部筹资，如增发新股，这样所引起的股价下跌相对较小，因为股价前期已经被抬高了。所以不少学者通过对上市公司在增发前期的股价走势进行考察，以判断信息假说能否解释价格效率。例如，Asquith 和 Mullins（1986）计算了样本公司增发前期的股



票累积异常收益，结果为正，支持了信息假说，因为选择这个时候增发新股，暗示了此时股价被高估的信息。

1. 各年度配股公司 CAR 基本情况

我们分别以平均涨跌、匹配涨跌和上证综指为基准，计算了各年配股公司预案公告日、股东大会决议公告日和发行公告日前后的 AAR 和 CAR，各年具体数据和图表略。

1997 年配股公司以上证综指为基准计算的 CAR，在 3 个事件日前均呈增长趋势，在事件日后，短期内明显下降，随后又不断反弹，说明配股事件对公司股价造成了短期负面影响；以匹配涨跌为基准计算的 CAR，在 3 个事件日前均有下降的趋势，并且在事件日后持续下降。说明受配股事件影响，配股公司 CAR 明显不如匹配公司；作为参考，以平均涨跌为基准计算的 CAR，在 3 个事件日前均呈增长的趋势，事件日后短期内明显下降，随后不断反弹。

1998 年配股公司以上证综指为基准计算的 CAR，在 3 个事件日前均呈增长趋势，事件日后短期内明显下降，随后不断反弹，继而下滑，说明配股事件对公司股价造成了短期负面影响；以匹配涨跌、平均涨跌为基准计算的 CAR 变化比较相似，在发行公告日和股东大会决议公告日前均呈下降趋势，发行公告日后，先是徘徊下降，继而有所反弹，股东大会决议公告日后则呈持续下滑趋势。公告日之前股价步入下降通道，主要是因为现阶段资本市场上信息不对称，部分投资者（机构投资者）有更广泛的信息来源，从而引致在公告之前股价便有所反应。而在预案公告日前，CAR 呈上涨趋势，预案公告日后则不断下滑。可见，配股公司 CAR 明显不如匹配公司。

1999 年配股公司以 3 个基准计算的 CAR，在 3 个事件日前均呈增长趋势。在发行公告日后均有明显上涨，在股东大会决议公告日后，短期内下降随后反弹，在预案公告日后，则表现为持续下滑，说明配股事件对公司股价造成了短期负面影响。

2000 年配股公司以上证综指为基准计算的 CAR，在 3 个事件日前均呈增长趋势，发行公告日后短期内明显上涨，随后不断下滑。在股东大会决议公告日后，CAR 表现平稳，在预案公告日后持续上涨，说明配股事件对公司股价

没有造成明显短期负面影响；以匹配涨跌和平均涨跌为基准计算的 CAR 比较相似，在发行公告日、股东大会决议公告日前均呈下降趋势，而在发行公告日后有所上涨，股东大会决议公告日后，先短期上涨继而不断下滑。预案公告日前，CAR 不断上涨，事件日后则略有下降。

2001 年配股公司以上证综指为基准的 CAR，在 3 个事件日前均呈增长趋势，发行公告日后短期内不断上涨，股东大会决议公告日后先表现平稳，继而有所上涨，预案公告日后则有明显下降，说明短期负面影响的存在；以匹配涨跌为基准计算的 CAR，在 3 个事件日前后均有不同程度下跌；以平均涨跌为基准计算的 CAR，发行公告日前有所下降，发行公告日后短期有所上涨，而在股东大会决议公告日和预案公告日前后的情况与以上证综指为基准的情况相似。

2002 年配股公司以上证综指为基准的 CAR，在发行公告日和股东大会决议公告日前均呈上涨趋势，发行公告日后则明显下降，股东大会决议公告日后不断上涨。预案公告日前 CAR 下降，预案公告日后不断上涨，说明配股事件的负面影响在发行公告日表现强烈；以匹配涨跌为基准计算的 CAR，在发行公告日前后均呈下降趋势。股东大会决议公告日前后则呈持续上涨的走势。而在预案公告日前，CAR 呈现下降趋势，预案公告日后则不断上涨；以平均涨跌为基准的 CAR，在发行公告日前后均呈上涨趋势。股东大会决议公告日和预案公告日的情况与以匹配涨跌为基准的情况相似。

综合来看，由图 4 - 1 可知，1997 ~ 2002 年汇总配股公司以上证综指为基准计算的 CAR，在 3 个事件日前均呈上涨趋势。发行公告日后短期上涨，在两年后开始持续下滑，由于上市公司募集资金产生效益的时间，也多在这个时候，说明市场对于上市公司经营业绩并不认可。股东大会决议公告日后短期有所下降，继而不断上涨。预案公告日后振荡下滑。以匹配涨跌为基准计算的 CAR，在发行公告日前呈不断下降的趋势，发行公告日后仍有所下滑。股东大会决议公告日前后则呈持续下降的走势。在预案公告日前，CAR 有所下降但临近该日则比较平稳，预案公告日后则持续下降。以平均涨跌为基准计算的 CAR，在发行公告日前后均呈上涨趋势。股东大会决议公告日和预案公告日前

后则均分别为上涨和下降的趋势。

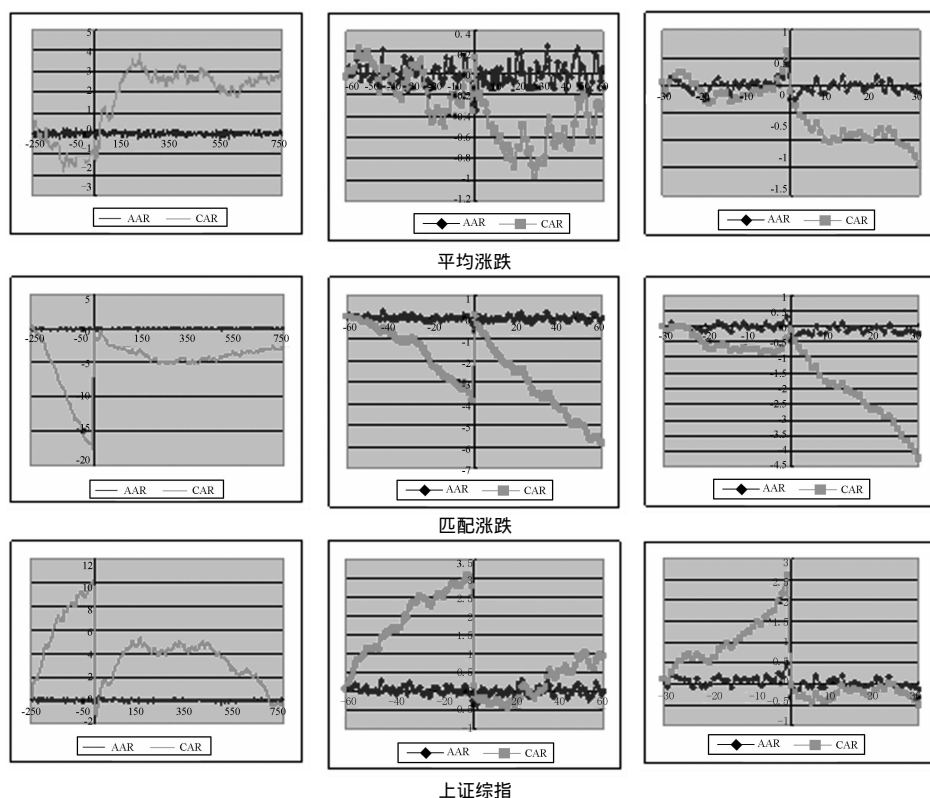


图 4 - 1 1997 ~ 2002 年配股 AAR 和 CAR (%)

上证综指与匹配涨跌和平均涨跌为基准的发行公告日前后 CAR 看似矛盾，对此的解释为，上证综指总体水平要相对弱于匹配涨跌和平均涨跌。特别是 2001 年后，上证综指持续走低，对此也产生了影响。从预案公告日和股东大会决议公告日前后情况看，市场负面反应比较明显。从发行公告日后短期走势可看出市场开始对配股给予了认可，但由于上市公司融资后的业绩状况与预期相差太大，发行后经历一个时期后 CAR 不断下降。综上分析，我国上市公司配股在 3 个事件日前，股价的确有被高估的迹象，这与 Asquith 和 Mullins

(1986) 及 Mikkelsen 和 Partch (1986) 的研究一致, 支持了信息传递假说。

2. 配股公司发行公告日前后 AAR 和 CAR

由表 4-3 检验结果可知, 以上证综指和匹配公司为基准计算的配股发行公告日前 2 日、20 日 CAR, 以及后 2 日 AAR 显著不为零。而且以不同基准计算的检验结果有所不同, 以上证综指为基准计算的显著大于零, 以匹配公司为基准计算的显著小于零, 以平均涨跌为基准计算的配股发行公告日前后各日 AAR、CAR 均不显著。从汇总的情况看, 发行公告日的 AAR 为负。

表 4-3 配股发行公告日 AAR 和 CAR 比较

	1997		1998		1999		2000		2001		2002		汇总		t	
以上证综指为基准																
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
- 20	- 0.00360	0.20360	0.001890	0.042695	0.000118	0.049635	0.000506	0.102535	0.001506	0.070638	- 0.003348	0.032243	0.000049	0.032899	- 0.494	3.96***
- 2	0.00588	0.22099	0.001865	0.072036	- 0.006185	0.048998	- 0.00382	0.101318	- 0.00373	0.075131	- 0.00949	0.045718	- 0.00917	0.039294	- 0.901	4.205***
0	0.009166	0.009166	0.000039	0.000039	- 0.002019	- 0.002019	0.000569	0.000569	- 0.01440	- 0.01440	- 0.00988	- 0.00988	- 0.00884	- 0.00884	- 1.035	- 1.035
2	- 0.00234	0.00573	0.000719	0.000977	- 0.00360	- 0.00025	- 0.00441	- 0.00983	- 0.001795	- 0.00536	0.002013	- 0.02402	- 0.00245	- 0.00302	- 1.95**	- 1.75
20	- 0.00467	0.00739	- 0.00085	0.00548	0.000692	- 0.003722	0.000867	- 0.00804	0.002704	- 0.00836	0.000622	- 0.05523	0.000159	- 0.00485	- 0.072	- 1.543
以匹配公司平均为基准																
- 20	- 0.00408	- 0.40289	0.000391	- 0.13035	0.000599	- 0.022785	- 0.000081	- 0.008451	- 0.000130	- 0.42786	- 0.002221	- 0.055121	- 0.000391	- 0.16579	- 1.391	- 2.838**
- 2	0.003452	- 0.43520	0.002148	- 0.12254	- 0.00312	- 0.02979	- 0.003482	- 0.02699	- 0.00401	- 0.46423	- 0.004038	- 0.055177	- 0.002448	- 0.17554	- 1.577	- 2.811**
0	0.00846	0.00846	- 0.00075	- 0.00075	- 0.00244	- 0.00244	0.000501	0.000501	- 0.01674	- 0.01674	- 0.00233	- 0.00233	- 0.00233	- 0.00233	- 1.118	- 1.118
2	- 0.00173	0.00573	0.000141	- 0.00042	- 0.00368	- 0.00363	- 0.00484	- 0.00464	- 0.00948	- 0.007201	0.00215	- 0.02387	- 0.00234	- 0.00369	- 1.92**	- 2.208
20	- 0.00457	- 0.00919	- 0.00139	- 0.00219	0.001262	- 0.00304	0.000101	- 0.00977	0.001005	- 0.04559	- 0.00005	- 0.04212	- 0.00042	- 0.00740	- 0.947	- 3.516***
以配股组自身平均为基准																
- 20	- 0.00325	- 0.00029	0.001098	- 0.11445	0.001142	0.039150	- 0.00003	- 0.00735	0.000374	0.000005	- 0.00294	0.025504	- 0.001681	- 0.01783	- 0.788	- 0.607
- 2	0.006113	0.010184	0.001704	- 0.09401	- 0.00642	0.036401	- 0.003481	- 0.02672	- 0.003914	- 0.00420	- 0.003038	0.03277	- 0.00286	- 0.01431	- 1.005	- 0.483
0	0.010813	0.010813	0.000154	0.000154	- 0.00227	- 0.00227	0.00050	0.00050	- 0.01129	- 0.01129	- 0.00648	- 0.00648	- 0.001785	- 0.001785	- 0.904	- 0.904
2	- 0.001028	0.01877	0.000374	- 0.00338	- 0.00229	- 0.00947	- 0.004281	- 0.004619	- 0.002014	- 0.00552	0.001766	- 0.02339	- 0.00231	- 0.00558	- 1.908	- 1.609
20	- 0.00397	0.01492	- 0.00079	0.00383	0.001119	- 0.00590	0.000119	- 0.00393	0.00240	- 0.00322	- 0.00029	- 0.03374	0.000149	- 0.00716	- 0.069	- 1.485

资料来源: 根据 WIND 资讯整理。注: 右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。

3. 配股公司股东大会决议公告日前后 AAR 和 CAR

对事件日前后 AAR 和 CAR 作 T 检验, 由表 4-4 可见, 通过显著性检验的是: 以上证综指和匹配公司为基准计算的配股股东大会决议公告日前 2 日

CAR, 但前者显著大于零, 后者显著小于零; 以匹配公司为基准计算的配股股东大会决议公告日前后 20 日 CAR、前 2 日 AAR。总体上, 股东大会决议公告日前 2 日 CAR 通过显著性检验, 股东大会决议公告日 AAR 为正。

表 4-4 配股股东大会决议公告日 AAR 和 CAR 比较

	1997		1998		1999		2000		2001		2002		汇总		t	
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
以上证综指为基准																
- 20	0.00392	0.65755	-0.00023	-0.01577	-0.05108	0.01577	0.00170	0.02864	-0.00822	0.03659	0.04612	-0.01936	-0.00187	0.02670	0.05	1.801
- 2	-0.00587	0.02849	0.03332	-0.00311	-0.02189	0.02046	-0.00463	0.03485	0.00379	0.03281	0.00123	0.05355	-0.00514	0.03352	-0.302	2.99**
0	0.006194	0.006194	-0.00075	-0.00075	-0.00227	-0.00227	0.00325	0.00325	-0.00420	-0.00420	0.00705	0.00705	0.001552	0.001552	1.153	1.153
2	-0.00397	-0.00634	0.00038	-0.00294	-0.00251	-0.00864	0.00304	-0.00406	-0.00196	-0.00462	0.00397	0.01368	-0.00349	-0.00289	0.298	-0.688
20	0.00495	0.00421	-0.00236	0.00865	0.00870	-0.00035	0.00178	-0.00052	0.00125	-0.00073	0.00391	0.00652	0.00395	-0.00348	1.944	-0.23
以匹配公司平均为基准																
- 20	-0.00355	-0.01938	-0.00157	-0.05735	-0.00485	0.00551	0.00041	-0.00732	-0.00309	-0.04461	0.00462	-0.02840	-0.00194	-0.02770	-1.311	-3.013**
- 2	-0.00478	-0.00450	0.001616	-0.03337	-0.00304	0.00419	-0.00150	-0.00308	-0.00331	-0.03449	-0.00456	-0.01459	-0.001744	-0.03540	-2.103*	-2.875**
0	0.007179	0.007179	-0.001201	-0.001201	-0.001973	0.001973	0.005564	0.005564	-0.005248	-0.005248	0.006520	0.006520	0.000076	0.000076	0.903	0.903
2	-0.00390	-0.00152	0.00033	-0.00493	-0.00255	-0.007927	0.00460	-0.00258	-0.00546	-0.00345	0.00213	0.01363	-0.001634	-0.00561	-0.45	-1.322
20	0.00149	-0.04852	-0.00219	-0.02298	0.05114	-0.00810	0.00396	-0.00548	-0.00130	-0.05210	0.00121	0.00650	0.00070	-0.004849	0.863	-2.8**
以配股组自身平均为基准																
- 20	-0.00087	0.00236	-0.00074	-0.04733	-0.004624	0.001744	0.00048	-0.00735	-0.00378	0.01746	0.03719	-0.00317	-0.00396	-0.00491	-0.601	-0.603
- 2	-0.00394	0.02348	0.00107	-0.04466	-0.00183	0.01670	-0.00159	-0.00376	0.00327	0.01433	0.00187	0.00711	-0.00168	-0.00182	-0.75	0.31
0	0.007513	0.007513	-0.002004	-0.002004	-0.001425	-0.001425	0.00594	0.00594	-0.00468	-0.00468	0.003717	0.003717	0.001515	0.001515	1.141	1.141
2	-0.001494	0.00164	0.00154	-0.00561	-0.00288	-0.00556	0.00449	-0.00265	-0.00103	-0.00303	0.007018	0.01331	-0.00360	-0.00225	0.28	-0.573
20	0.00489	-0.00649	-0.00241	-0.00947	0.00548	-0.00521	0.00370	-0.00545	0.00193	-0.01206	0.00399	0.01426	0.00373	-0.00346	1.817	-1.518

资料来源: 根据 WIND 资讯整理。注: 右上标* 和** 分别表示 10% 和 5% 水平下检验显著。

4. 配股公司预案公告日前后 AAR、CAR

对事件日前后 AAR 和 CAR 作 T 检验, 由表 4-5 可见, 以上证综指和匹配公司为基准计算的预案公告日后 2 日 AAR、CAR 显著小于零; 以上证综指和平均涨跌为基准计算的预案公告日后 20 日 AAR 显著大于零; 以匹配公司为基准计算的配股股东大会决议公告日后 20 日 CAR 显著小于零。因此, 总体上, 预案公告日后 2 日 AAR、CAR 通过显著性检验。汇总来看, 预案公告日

的 AAR 为负。

表 4-5 配股预案公告日 AAR 和 CAR 比较

	1997		1998		1999		2000		2001		2002		汇总		t	
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
以上证综指为基准																
-20	0.001	0.01872	-0.0001	-0.0101	0.00221	0.01175	-0.0043	0.00293	0.00123	0.01122	-0.0015	-0.0073	-0.0007	0.00531	-0.388	1.177
-2	0.00414	0.05049	0.00302	0.0011	0.00265	0.02065	6.4E-05	0.02446	-0.0007	0.02092	-0.0018	-0.0252	0.00163	0.02146	1.561	1.847
0	-0.0004	-0.0004	-0.007	-0.007	0.00428	0.00428	-0.0006	-0.0006	0.00013	0.00013	0.00248	0.00248	-0.0003	-0.0003	-0.157	-0.157
2	-0.0048	-0.0089	-7E-05	-0.0114	-0.003	-0.002	-0.0011	0.00105	0.00023	-0.0019	-0.0002	-0.0008	-0.0013	-0.0034	-2.117*	-2.277*
20	0.00355	-0.0061	-0.0007	-0.0072	0.00071	-0.0049	4.9E-05	0.01128	0.00372	-0.0172	0.00331	0.02517	0.00134	-0.0015	2.481**	-0.012
以匹配公司平均为基准																
-20	-0.0023	0.00278	-0.0011	-0.003	0.00185	0.00734	-0.0053	-0.0075	0.0008	-0.0078	-0.0007	-0.0141	-0.0017	-0.0063	-1.376	-1.847
-2	0.00495	0.00491	0.0017	-0.014	0.00352	0.01601	-0.0004	-0.0038	-0.0017	-0.0285	-0.0029	-0.0344	0.00104	-0.007	0.826	-1.419
0	-0.0024	-0.0024	-0.0065	-0.0065	0.00352	0.00352	-0.0013	-0.0013	-0.0015	-0.0015	0.00337	0.00337	-0.0012	-0.0012	-0.663	-0.663
2	-0.0086	-0.0173	-0.001	-0.0145	-0.0034	-0.0031	-0.0016	-0.0002	-0.0006	-0.0075	-0.0003	-0.0004	-0.0024	-0.007	-2.37*	-2.838**
20	-0.001	-0.0496	-0.0013	-0.0332	0.00055	-0.0131	-0.0003	-0.0004	0.00016	-0.0707	0.00171	0.02124	-0.0002	-0.0267	-0.144	-2.125*
以配股组自身平均为基准																
-20	-0.0029	0.00584	-0.0014	-0.0229	0.0017	0.01052	-0.0053	-0.0075	0.0008	0.00516	-0.0003	-0.0107	-0.0019	-0.0009	-1.491	-0.735
-2	0.0041	0.01328	0.00202	-0.0176	0.0037	0.01999	-0.0004	-0.0039	-0.0004	0.0104	-0.0027	-0.0193	0.00128	0.00238	1.186	0.131
0	-0.0021	-0.0021	-0.0068	-0.0068	0.00284	0.00284	-0.0014	-0.0014	-0.0002	-0.0002	0.00242	0.00242	-0.0011	-0.0011	-0.74	-0.74
2	-0.0065	-0.0134	-0.0002	-0.0135	-0.0026	-0.0026	-0.0016	-0.0001	0.00083	-0.0027	4.8E-05	-0.0009	-0.0016	-0.0054	-1.804	-2.567**
20	0.00374	-0.0005	0.00023	-0.0235	0.00086	-0.0051	-0.0004	-0.0004	0.00376	-0.0005	0.00208	0.0287	0.00141	-0.0086	2.771**	-0.836

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 * 和 ** 分别表示 10% 和 5% 水平下检验显著。

综合来看，以上证综指为基准的 CAR，在股东大会决议公告日、发行公告日前 2 日、20 日显著为正，预案公告日前 2 日、20 日则不显著；在股东大会决议公告日、发行公告日后 2 日、20 日则显著，而预案公告日后 2 日、20 日则显著小于零。以匹配公司为基准的 CAR，股东大会决议公告日、发行公告日前后 2 日、20 日 CAR 均显著为负，但预案公告日前 2 日、20 日不显著，预案公告日后 2 日、20 日显著为负。这些现象表明，配股事件对股票价格带来负面冲击。

（二）配股 3 个事件日及其后价格效率

1. 配股 3 个事件日的价格效率

由表 4-6 可见，以 3 个基准计算的预案公告日的 1997 年、1999 年和

2001 年的超额收益均没有通过显著性检验；在股东大会决议公告日，2001 年配股公司以 3 个基准计算的超额收益均通过了显著性检验，其他两年则未通过显著性检验；在发行公告日，1997 年、2001 年配股公司以 3 个基准计算的超额收益均通过显著性检验，1999 年则未通过显著性检验。以上统计表明，市场对配股公司发行公告日的股价反应最为明显，从不同年度市场表现看，1999 年配股公司股价反应最弱，1997 年次之，2001 年最为显著。2001 年股价反应明显的原因，与核准制实施后政策放低 SEO 门槛，上市公司通过 SEO “圈钱”动机加剧，加之 SEO 效率下降有关。由此可以验证本章的假设，即不同政策背景下上市公司 SEO 的价格效率存在显著差别，也说明 3 个不同事件日期的市场反应有所不同。

表 4 - 6 3 个事件日超额收益统计

		年度	家数	均值	中值	标准差	最小值	最大值	t
预案公告日	平均涨跌	1997	59	- 0. 0021	- 0. 0057	0. 04942	- 0. 11	0. 18	- 0. 327
		1999	83	0. 0028	- 0. 0018	0. 03286	- 0. 06	0. 11	0. 787
		2001	89	0. 001	- 0. 0036	0. 03144	- 0. 08	0. 12	0. 286
	匹配涨跌	1997	59	- 0. 0024	- 0. 01	0. 05275	- 0. 11	0. 18	- 0. 35
		1999	83	0. 0035	0. 0009	0. 03334	- 0. 06	0. 11	0. 963
		2001	89	- 0. 0002	- 0. 0041	0. 03318	- 0. 08	0. 11	- 0. 071
	上证综指	1997	59	- 0. 0003	- 0. 0039	0. 05331	- 0. 11	0. 18	- 0. 041
		1999	83	0. 0043	0. 0036	0. 03394	- 0. 06	0. 12	1. 149
		2001	89	0. 0014	- 0. 0026	0. 03187	- 0. 08	0. 12	0. 413
股东大会 决议公告日	平均涨跌	1997	59	0. 0075	- 0. 0018	0. 04494	- 0. 09	0. 1	1. 284
		1999	83	- 0. 0014	- 0. 0063	0. 02957	- 0. 06	0. 09	- 0. 439
		2001	89	- 0. 0052	- 0. 0064	0. 02417	- 0. 06	0. 07	- 2. 029 **
	匹配涨跌	1997	59	0. 0072	- 0. 0015	0. 04496	- 0. 09	0. 1	1. 227
		1999	83	- 0. 002	- 0. 0063	0. 02893	- 0. 06	0. 09	- 0. 621
		2001	89	- 0. 0073	- 0. 0083	0. 02628	- 0. 06	0. 07	- 2. 62 **
	上证综指	1997	59	0. 0067	- 0. 0047	0. 0486	- 0. 11	0. 09	1. 058
		1999	83	- 0. 0022	- 0. 0058	0. 02872	- 0. 05	0. 08	- 0. 706
		2001	89	- 0. 0051	- 0. 0078	0. 02474	- 0. 06	0. 07	- 1. 953 *



续表

		年度	家数	均值	中值	标准差	最小值	最大值	t
发行公告日	平均涨跌	1997	59	0.0108	0.0103	0.03255	-0.05	0.08	2.552 **
		1999	83	-0.0022	-0.0092	0.02735	-0.07	0.08	-0.745
		2001	89	-0.0101	-0.0084	0.02488	-0.09	0.05	-3.844 ***
	匹配涨跌	1997	59	0.0084	0.0088	0.03612	-0.06	0.09	1.794 *
		1999	83	-0.0021	-0.0077	0.02655	-0.07	0.08	-0.736
		2001	89	-0.0108	-0.0074	0.02615	-0.09	0.04	-3.907 ***
	上证综指	1997	59	0.0105	0.0092	0.03367	-0.07	0.1	2.391 **
		1999	83	-0.002	-0.0077	0.02664	-0.08	0.09	-0.69
		2001	89	-0.0105	-0.0069	0.02558	-0.09	0.05	-3.862 ***

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。

运用 Wilcoxon 配对符号秩检验，对各年度 3 个事件日的超额收益差异进行分析，结果如表 4 - 7 所示。3 个年度 AAR 在预案公告日并无显著差异，1997 年和 2001 年配股公司在股东大会决议公告日和发行公告日有显著差异，1997 年和 1999 年配股公司发行公告日有显著差异。

表 4 - 7 3 个事件日超额收益差异显著性检验

	基准 - 平均涨跌			基准 - 匹配涨跌			基准 - 上证综指		
预案日	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	-0.37	-0.808	-0.222	-0.619	-0.589	-0.608	-0.234	-0.566	-0.345
股东大会	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	-1.404	-2.083 **	-0.372	-1.208	-2.234 **	-0.926	-1.253	-1.819 *	-0.118
发行日	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	-1.661 *	-3.744 ***	-1.516	-1.102	-3.163 ***	-1.653 *	-1.683 *	-3.676 ***	-1.548

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。

2. 配股 3 个事件日后 2 日价格效率

由表 4 - 8 可见，预案公告日后 2 日，只有 1997 年配股公司的 CAR 通过

显著性检验；股东大会决议公告日，1999年和2001年配股公司的CAR通过显著性检验；发行公告日，3个年度配股公司CAR通过显著性检验。以上统计表明，市场对配股公司发行公告日的股价反应最为明显，股东大会决议公告日次之，最后是预案公告日。从不同年度的市场表现看，发行公告日和股东大会决议公告日，1999年和2001年配股公司股价反应最明显。2001年股价反应明显的原因，与核准制实施后政策放低SEO门槛，上市公司通过SEO“圈钱”动机加剧，加之SEO效率下降有关。由此进一步验证本章的假设，即不同政策背景下上市公司SEO价格效率存在显著差别，也说明3个事件日的市场反应不同。

表4-8 3个事件日后2日CAR统计

		年度	家数	均值	中值	标准差	最小值	最大值	t
预案公告日	平均涨跌	1997	59	-0.0134	-0.0116	0.05894	-0.14	0.18	-1.752 *
		1999	83	-0.0026	-0.008	0.04901	-0.1	0.18	-0.487
		2001	89	-0.0016	-0.0095	0.04175	-0.08	0.18	-0.356
	匹配涨跌	1997	59	-0.0173	-0.0147	0.0663	-0.15	0.2	-2.009 **
		1999	83	-0.0031	-0.0067	0.04871	-0.11	0.18	-0.584
		2001	89	-0.0062	-0.0132	0.04463	-0.1	0.18	-1.316
	上证综指	1997	59	-0.0074	-0.0087	0.04046	-0.08	0.14	-1.413
		1999	83	-0.002	-0.0046	0.04885	-0.12	0.18	-0.366
		2001	89	-0.0004	-0.0096	0.04402	-0.09	0.19	-0.093
股东大会决议公告日	平均涨跌	1997	59	-0.0064	-0.0168	0.04651	-0.1	0.14	-1.065
		1999	83	-0.0066	-0.0071	0.03573	-0.08	0.11	-1.671 *
		2001	89	-0.0094	-0.0092	0.03276	-0.11	0.1	-2.721 ***
	匹配涨跌	1997	59	-0.0081	-0.0107	0.06855	-0.15	0.2	-0.902
		1999	83	-0.0079	-0.0069	0.03379	-0.08	0.09	-2.137 **
		2001	89	-0.0186	-0.018	0.03778	-0.14	0.1	-4.656 ***
	上证综指	1997	59	0.0003	-0.0057	0.07282	-0.17	0.17	0.036
		1999	83	-0.0085	-0.0094	0.03475	-0.09	0.1	-2.219 * *
		2001	89	-0.01	-0.0094	0.03307	-0.11	0.09	-2.839 ***



续表

		年度	家数	均值	中值	标准差	最小值	最大值	t
发行公告日	平均涨跌	1997	59	0.0119	0.0154	0.0393	-0.08	0.11	2.321 **
		1999	83	-0.0094	-0.0118	0.03896	-0.12	0.09	-2.209 **
		2001	89	-0.0142	-0.0088	0.03459	-0.14	0.08	-3.88 ***
	匹配涨跌	1997	59	0.0058	0.0054	0.04238	-0.09	0.1	1.046
		1999	83	-0.0094	-0.013	0.03795	-0.11	0.09	-2.246 **
		2001	89	-0.0165	-0.0105	0.03633	-0.14	0.07	-4.287 ***
	上证综指	1997	59	0.0096	0.0074	0.0379	-0.08	0.08	1.944 *
		1999	83	-0.0102	-0.0139	0.03868	-0.12	0.1	-2.408 **
		2001	89	-0.0147	-0.0067	0.03614	-0.14	0.08	-3.828 ***

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。

如表 4 - 9 所示，运用 Wilcoxon 配对符号秩检验，对各年度 3 个事件日 CAR 差异分析的结果，3 个年度在预案公告日后 2 日 CAR 并无显著差异，股东大会决议公告日后 2 日，1999 年和 2001 年的 CAR 有显著差异，在发行公告日后 2 日，1997 年和 1999 年、1997 年和 2001 年配股有显著差异。

表 4 - 9 3 个事件日后 2 日 CAR 差异显著性检验

	基准 - 平均涨跌			基准 - 匹配涨跌			基准 - 上证综指		
预案日	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	-0.755	-1.419	-0.154	-1.177	-1.464	-0.554	-0.234	-0.876	-0.195
股东大会	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	-0.008	-0.445	-0.477	-0.075	-1.253	-1.866 *	-0.936	-1.268	-0.1
发行日	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	-2.03 **	-3.306 ***	-1.081	-1.321	-2.823 ***	-1.453	-2.03 **	-3.087 ***	-1.003

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。

3. 配股 3 个事件日后 20 日的价格效率

由表 4 - 10 可见，预案公告日后 20 日，只有 2001 年以 3 个基准计算的 CAR 通过显著性检验，其他两个年度仅有匹配涨跌为基准计算的 CAR 显著；



股东大会决议公告日，3 个年度配股公司以匹配涨跌为基准计算的 CAR 显著，1999 年以上证综指为基准的 CAR 通过显著性检验；发行公告日，2001 年配股公司以 3 个基准计算的超额收益都通过了显著性检验，其他两个年度 CAR 未通过显著性检验。以上统计表明，不同年度的配股公司 3 个事件日的股价均有所反应。从不同年度的市场表现看，2001 年配股公司股价反应仍最为明显。

表 4 - 10 3 个事件日后 20 日 CAR 统计

		年度	家数	均值	中值	标准差	最小值	最大值	t
预案公告日	平均涨跌	1997	59	- 0.0085	- 0.0077	0.10935	- 0.29	0.22	- 0.599
		1999	83	- 0.0051	- 0.0078	0.07993	- 0.18	0.22	- 0.586
		2001	89	- 0.0187	- 0.0293	0.08416	- 0.32	0.24	- 2.099 * *
	匹配涨跌	1997	59	- 0.0496	- 0.0579	0.12368	- 0.41	0.25	- 3.081 ***
		1999	83	- 0.0955	- 0.118	0.38921	- 1.05	0.79	- 2.235 * *
		2001	89	- 0.0687	- 0.082	0.08576	- 0.33	0.19	- 7.562 ***
	上证综指	1997	59	- 0.0066	0.0113	0.11972	- 0.3	0.27	- 0.425
		1999	83	- 0.0049	- 0.0079	0.08214	- 0.15	0.21	- 0.544
		2001	89	- 0.0153	- 0.0327	0.08332	- 0.29	0.24	- 1.732 *
股东大会 决议公告日	平均涨跌	1997	59	- 0.0064	- 0.0385	0.13459	- 0.23	0.4	- 0.366
		1999	83	- 0.0053	- 0.005	0.07246	- 0.17	0.22	- 0.663
		2001	89	- 0.0123	- 0.0232	0.07838	- 0.16	0.44	- 1.486
	匹配涨跌	1997	59	- 0.0482	- 0.0841	0.14333	- 0.32	0.36	- 2.581 * *
		1999	83	- 0.018	- 0.0184	0.06738	- 0.17	0.17	- 2.437 * *
		2001	89	- 0.0628	- 0.0694	0.09076	- 0.26	0.43	- 6.531 ***
	上证综指	1997	59	0.0028	- 0.0034	0.13695	- 0.22	0.46	0.156
		1999	83	- 0.0201	- 0.0287	0.06626	- 0.18	0.14	- 2.769 ***
		2001	89	- 0.0106	- 0.0247	0.07843	- 0.12	0.46	- 1.273
发行公告日	平均涨跌	1997	59	0.015	- 0.0064	0.11144	- 0.16	0.29	1.033
		1999	83	- 0.0159	- 0.0326	0.08979	- 0.17	0.28	- 1.612
		2001	89	- 0.0167	- 0.0264	0.08254	- 0.24	0.34	- 1.909 *
	匹配涨跌	1997	59	- 0.0199	- 0.0341	0.12279	- 0.24	0.28	- 1.246
		1999	83	- 0.0138	- 0.0332	0.08935	- 0.15	0.3	- 1.407
		2001	89	- 0.0394	- 0.0543	0.08873	- 0.25	0.33	- 4.191 ***
	上证综指	1997	59	0.0117	- 0.0097	0.11906	- 0.19	0.33	0.757
		1999	83	- 0.0137	- 0.0303	0.09263	- 0.14	0.3	- 1.35
		2001	89	- 0.0151	- 0.0256	0.0839	- 0.23	0.34	- 1.698 *

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。

运用 Wilcoxon 配对符号秩检验，对各年度 3 个事件日的 CAR 分析如表 4 - 11 所示，3 个年度配股公司在 3 个事件日后 20 日 CAR 的差异，仅在以平均涨跌为基准计算的有关年度通过显著性检验，以上证综指和匹配涨跌为基准计算的则均未通过显著性检验，因此，各年度在 3 个事件日后 20 日 CAR 没有显著性差异。

表 4 - 11 3 个事件日后 20 日累计平均超额收益差异显著性检验

	基准 - 平均涨跌			基准 - 匹配涨跌			基准 - 上证综指		
预案日	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	- 0. 189	- 0. 46	- 0. 536	- 1. 959 *	- 0. 838	- 0. 627	- 0. 242	- 0. 287	- 0. 2
股东大会	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	- 0. 634	- 0. 038	- 0. 513	- 1. 759 *	- 0. 408	- 3. 923 ***	- 1. 072	- 0. 543	- 0. 84
发行日	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999	1999 ~ 1997	2001 ~ 1997	2001 ~ 1999
Z 值	- 1. 645	- 1. 63	- 0. 322	- 0. 513	- 0. 808	- 1. 725 *	- 1. 359	- 1. 313	- 0. 395

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 * 和 *** 分别表示 10% 和 1% 水平下检验显著。

4. 配股 3 个事件日前后 CAR 相关性

由表 4 - 12 可见，发行日前 2 日 CAR 与股东大会决议公告日前 2 日 CAR 显著负相关，而与后 2 日 CAR 显著正相关；发行日前 247 日 CAR 与股东大会决议公告日、预案公告日前 2 日 CAR 显著正相关；股东大会决议公告日前 2 日与后 2 日 CAR 显著负相关；发行公告日前 247 日与后 247 日 CAR 显著负相关；预案公告日前后 2 日 CAR 与前 1 日至后 1 日 CAR 显著正相关。

表 4 - 12 配股各事件日前后 CAR 相关性分析

	[0 2] 发行日	[- 2 0] 发行日	[0 247] 发行日	[- 247 0] 发行日	[- 1 1] 发行日	[0 2] 股东会日	[- 2 0] 股东会日	[- 1 1] 股东会日	[0 2] 预案日	[- 2 0] 预案日	[- 1 1] 预案日
[0 2]发行日	1	- 0. 014	0. 052	0. 031	0. 724 **	0. 001	- 0. 02	0. 021	0. 044	0. 016	0. 055
[- 2 0]发行日	- 0. 014	1	0. 032	0. 004	0. 335 **	0. 117 *	- 0. 121 **	0. 094 *	- 0. 001	0. 039	- 0. 001
[0 247]发行日	0. 052	0. 032	1	- 0. 117 *	0. 026	- 0. 071	- 0. 04	- 0. 074	0. 017	0. 043	0

续表

	[0, 2]	[-2, 0]	[0, 247]	[-247, 0]	[-1, 1]	[0, 2]	[-2, 0]	[-1, 1]	[0, 2]	[-2, 0]	[-1, 1]
	发行日	发行日	发行日	发行日	发行日	股东会日	股东会日	股东会日	预案日	预案日	预案日
[-247, 0] 发行日	0.031	0.004	-0.117 *	1	-0.001	0.084	0.104 *	0.079	0.067	0.162 **	0.055
[-1, 1] 发行日	0.724 **	0.335 **	0.026	-0.001	1	0.091 *	-0.026	0.111 *	0.016	-0.021	0.017
[0, 2] 股东会日	0.001	0.117 *	-0.071	0.084	0.091 *	1	-0.241 **	0.682 **	-0.003	0.04	0.026
[-2, 0] 股东会日	-0.02	-0.121 **	-0.04	0.104 *	-0.026	-0.241 **	1	0.009	-0.034	0.048	0.029
[-1, 1] 股东会日	0.021	0.094 *	-0.074	0.079	0.111 *	0.682 **	0.009	1	0.016	0.049	0.052
[0, 2] 预案日	0.044	-0.001	0.017	0.067	0.016	-0.003	-0.034	0.016	1	-0.021	0.743 **
[0, 2] 预案日	0.016	0.039	0.043	0.162 **	-0.021	0.04	0.048	0.049	-0.021	1	0.265 **
[-1, 1] 预案日	0.055	-0.001	0	0.055	0.017	0.026	0.029	0.052	0.743 **	0.265 **	1

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 * 和 ** 分别表示 10% 和 5% 水平下检验显著。

5. 配股 3 个事件日前后 CAR 差异

如表 4 - 13 所示，同第 3 章的分组标准，按资产规模分组的上市公司价格效率各期间差异显著。以上证综指为基准的发行公告日后 247 日的 CAR，大规模组公司为负，小规模组公司为正。大小规模组公司以上证综指为基准比较的结果是，股东大会决议公告日前 2 日、发行日后 2 日、发行日前后 247 日差异显著；以匹配公司为基准的比较，发行日前 2 日、发行日后 2 日、发行日后 247 日三个期间的差异显著。此外，统计结果明显检验到了小公司现象，小公司对总样本的异常收益贡献要大，比大公司具有更高的超额收益。

表 4 - 13 按资产规模分组的公司股价表现差异

以上证综指为基准								
大规模 样本	发行日 前 2 日	股东大会决议 前 2 日	预案日 前 2 日	发行日 后 2 日	股东大会决议 后 2 日	预案日 后 2 日	发行日 前 247 日	发行日 后 247 日
均值	-0.0003	-0.0059	0.0078	-0.0116	-0.0052	-0.007	0.0357	-0.0021
中值	-0.0044	-0.0081	-0.0013	-0.0084	-0.008	-0.0106	-0.02	-0.004
标准差	0.02649	0.02803	0.03869	0.03656	0.04222	0.0474	0.27164	0.25251
最小值	-0.08	-0.09	-0.06	-0.14	-0.17	-0.13	-0.49	-0.78
最大值	0.14	0.07	0.18	0.1	0.17	0.19	1.33	0.74

续表

小规模样本								
大规模样本	发行日前 2 日	股东大会决议前 2 日	预案日前 2 日	发行日后 2 日	股东大会决议后 2 日	预案日后 2 日	发行日前 247 日	发行日后 247 日
均值	- 0.0038	0.0018	0.001	0.0035	- 0.0021	0.0033	0.1163	0.1595
中值	- 0.0037	- 0.0005	- 0.0001	- 0.0043	- 0.0037	- 0.0052	0.0931	0.0898
标准差	0.02921	0.03434	0.04124	0.03929	0.05149	0.05992	0.29075	0.32064
最小值	- 0.09	- 0.14	- 0.14	- 0.07	- 0.14	- 0.13	- 0.45	- 0.5
最大值	0.09	0.11	0.15	0.11	0.15	0.18	0.94	1.11
t	0.959	- 1.968 *	1.278	- 3.112 ***	- 0.417	- 1.418	- 2.249 **	- 4.281 ***
Z	- 0.961	- 2.215 **	- 0.87	- 2.74 ***	- 0.635	- 0.983	- 2.389 **	- 3.809 ***
以匹配公司为基准								
大规模样本	发行日前 2 日	股东大会决议前 2 日	预案日前 2 日	发行日后 2 日	股东大会决议后 2 日	预案日后 2 日	发行日前 247 日	发行日后 247 日
均值	- 0.0085	- 0.0046	0.0014	- 0.0121	- 0.0072	- 0.0079	- 0.2376	- 0.1886
中值	- 0.0081	- 0.009	- 0.0039	- 0.0088	- 0.0093	- 0.0096	- 0.2543	- 0.2105
标准差	0.03293	0.03044	0.03883	0.04051	0.04372	0.04885	0.36941	0.34325
最小值	- 0.14	- 0.09	- 0.1	- 0.14	- 0.12	- 0.12	- 1.02	- 1.02
最大值	0.09	0.11	0.15	0.08	0.14	0.16	0.73	0.73
小规模样本								
均值	- 0.001	- 0.0046	0.006	0.0016	- 0.0051	- 0.0003	- 0.1842	0.0025
中值	- 0.0039	- 0.0072	0.0057	- 0.0025	- 0.0033	- 0.0048	- 0.1404	- 0.0222
标准差	0.02923	0.03361	0.03358	0.03878	0.04661	0.05953	0.34349	0.34984
最小值	- 0.08	- 0.14	- 0.07	- 0.08	- 0.15	- 0.12	- 1.08	- 0.9
最大值	0.11	0.08	0.14	0.15	0.15	0.2	0.72	1.5
t	- 1.796 *	- 0.017	- 0.93	- 2.603 **	- 0.326	- 1.081	- 1.143	- 4.27 ***
Z	- 0.815	- 0.287	- 1.179	- 1.915 *	- 0.427	- 0.865	- 1.237	- 3.813 ***

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。均值采用 T 检验，中值为 Wilcoxon-Z 检验。

（三）配股价格效率回归分析

本节利用回归分析来检验有关因素与配股 3 个事件日有关期间 CAR 的关系。解释变量见表 4 - 2。建立多元回归模型如下：

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 AZCFZL + \beta_2 GYGBL + \beta_3 AUDIT + \beta_4 MJZJE + \beta_5 MJZJBG + \beta_6 DGDGH + \beta_7 RZHWG + \beta_8 GQJZD + \beta_9 ZASSET + \beta_{10} P + \beta_{11} \text{Tuobin } Q + \varepsilon$$

(4-13)

因变量是以上证综指和匹配涨跌为基准计算的3个事件日有关期间的CAR。解释变量见表4-2,资产负债率、股权集中度、国有股比例、募集资金规模、经营业绩指标P和Tobin's Q值,控制变量公司资产规模,均采用虚拟变量,高于中位数的取值为1,否则为0。

以发行公告日后2日、247日CAR为因变量,采用进入法(Enter)将全部解释变量和控制变量一步引入方程,结果如表4-14所示。以上证综指和匹配涨跌为基准计算的CAR,与股权集中度、国有股比例、募集资金规模、募集资金变更、Tobin's Q值、P及非标准审计意见有比较一致的关系,但显著程度不同。发行公告日后247日CAR,与募集资金规模显著负相关,与P和Tobin's Q值显著正相关。而发行公告日后2日CAR与所有自变量关系均不显著。

表4-14 发行公告日后2日、247日CAR回归结果

变量	预测符号	247日—上证综指	247日—匹配涨跌	2日—上证综指	2日—匹配涨跌
截距	?	0.058	-0.086	-0.003	-0.003
T值		1.219	-1.539	-0.537	-0.488
YGQJZD	-	-0.043	-0.008	-0.042	-0.097*
T值		-0.826	-0.14	-0.754	-1.752
ZCFZL	+	0.054	0.001	-0.055	-0.044
T值		1.161	0.027	-1.129	-0.906
GYGBL	-	0.041	0.068	0.051	0.071
T值		0.773	1.264	0.918	1.278
MJZJE	-	-0.243***	-0.124**	-0.033	-0.041
T值		-4.531	-2.258	-0.588	-0.721
P	+	0.095**	0.101**	0.063	0.022
T值		2.086	2.147	1.301	0.455



TUOBINQ	+	0.152 ***	0.067	0.085	0.058
---------	---	-----------	-------	-------	-------

续表

变量	预测符号	247 日—上证综指	247 日—匹配涨跌	2 日—上证综指	2 日—匹配涨跌
T 值		2.925	1.249	1.547	1.046
ZASSET	-	0.007	- 0.079	- 0.075	- 0.03
T 值		0.119	- 1.358	- 1.241	- 0.493
MJZJBG	-	- 0.053	- 0.1 **	- 0.014	- 0.049
T 值		- 1.188	- 2.166	- 0.293	- 1.027
RZHWG	+	0.04	0.073	- 0.014	0.055
T 值		0.857	1.521	- 0.284	1.12
DGDGH	-	0.047	0.046	- 0.036	- 0.051
T 值		1.002	0.967	- 0.727	- 1.028
AUDIT4	-	- 0.061	- 0.008	- 0.018	- 0.002
T 值		- 1.324	- 0.174	- 0.366	- 0.036
Adjusted R ²		0.107	0.056	0.011	0.005

接下来采用逐步回归法（Stepwise）对多个因变量分别进行回归分析。所有模型的回归结果通过了自相关、序列相关等检验，各模型 F 值都在 0.01 以下水平显著，检验模型的拟合效果较好，各模型自变量 VIF 值都小于 2。各模型的多重共线性的诊断表显示，条件数均在 15 以下，并且特征值也不都接近 0。结合残差统计结果分析可知，所有模型均满足多元线性回归的假设条件。需要说明的是，对发行公告日前后 2 日、247 日和股东大会决议公告日、预案公告日前后 2 日 CAR 均作了回归，表中没有列示的因变量均未进入回归方程。

由表 4 - 15 的检验结果可知，不同期间的 CAR，与各解释变量的显著关系也有很大不同。各回归模型的显著性并不强，最高的 Adj-R² 也只有 10.9%，但高于 Eckbo 和 Masulis（1992）模型的 3.6%、原红旗（2004）模型的 8.16%。Tobin's Q 值与发行公告日后 2 日、247 日 CAR 显著正相关；经营业绩 P 与发行公告日后 2 日 CAR 显著正相关，与股东大会决议公告日前后 2 日

CAR 显著负相关；募集资金规模和募集资金变更与发行公告日后 247 日 CAR 均显著负相关；股权集中度与股东大会决议公告日后 2 日 CAR 显著正相关，与预案公告日后 2 日 CAR 显著负相关；国有股比例与预案公告日后 2 日 CAR 显著负相关；公司资产规模与发行公告日前后 1 日 CAR 显著负相关。而资产负债率未进入各方程，说明资本结构不具有解释 CAR 的能力。

表 4 - 15 3 个事件日前后 CAR 回归结果

变量	发行公告日					股东大会决议公告日			预案公告日	
	[0 247]— 上证综指	[0 247]— 匹配涨跌	[0 2]— 上证综指	[0 2]— 匹配涨跌	[- 1 1]— 上证综指	[0 2]— 上证综指	[0 2]— 匹配涨跌	[- 2 0]— 上证综指	[0 2]— 上证综指	[0 2]— 匹配涨跌
截距	0.077 **	- 0.033	- 0.01 ***	- 0.01 ***	0.001	- 0.004 *	- 0.004	- 0.004 *	0.002	- 0.003
T 值	2.297	- 0.812	- 4.11	- 4.061	0.414	- 1.897	- 1.299	- 1.897	0.616	- 1.203
YTUOBINQ	0.151 ***	0.105 **	0.126 ***	0.097 **						
T 值	3.235	2.172	2.727	2.104						
P	0.089 **						- 0.092 **	- 0.108 **		
T 值	2.034						- 1.998	- 2.33		
MJZJE	- 0.25 ***	- 0.15 ***								
T 值	- 5.272	- 3.149								
MJZJBG		- 0.1 **								
T 值		- 2.19								
GQJZD						0.098 **	0.125 ***			- 0.117 **
T 值						2.118	2.699			- 2.53
GYGBL									- 0.095 **	
T 值									- 2.057	
ZASSET					- 0.13 ***					
T 值					- 2.71					
Adjusted R ²	0.109	0.052	0.014	0.007	0.014	0.007	0.018	0.009	0.007	0.012
F-statistic	19.99 ***	9.485 ***	7.437 ***	4.429 **	7.345 ***	4.486 **	5.25 ***	5.427 **	4.233 **	6.401 **
Durbin-Watson	1.964	1.603	1.853	1.846	1.78	2.078	2.106	2.07	1.977	1.981

三、增发价格效率

（一）描述性分析

1. 各年度增发公司 CAR 基本分析

与配股研究方法一致，本书分别以平均涨跌、匹配涨跌和上证综指为基准，计算了不同年度实施增发的样本公司，在发行公告日、股东大会决议公告日和预案公告日前后的 AAR 和 CAR，考虑到篇幅限制，没有列示增发样本公司在 3 个事件日前后的 AAR 和 CAR。以不同基准计算的相应公司 AAR 和 CAR，各年具体数据和图表略。

2000 年增发公司以上证综指为基准计算的 CAR 发行公告日前有所增长，在该事件日后经历短期波动小幅上涨后即不断下滑，直至 750 日附近后开始反弹；在股东大会决议公告日前呈下滑趋势，该事件日后则不断上涨；在预案公告日前 20 日前后开始不断上涨，该事件日后走势相对平稳。以匹配涨跌为基准计算的 CAR，在 3 个事件日前后均呈下降趋势，说明受增发事件影响，增发公司 CAR 明显不如匹配公司。以平均涨跌为基准计算的 CAR，在发行公告日前呈下降趋势，该日后总体上呈上涨趋势，其他两个事件日前后 CAR 与以上证综指为基准计算的情形相似。

2001 年增发公司以上证综指为基准计算的 CAR：在发行公告日前走势比较稳定，在该事件日后经历短期上涨后即不断下滑；股东大会决议公告日前呈下滑趋势，该事件日后仍有小幅下降；在预案公告日前不断上涨，该日后有所下降。以匹配涨跌为基准计算的 CAR：在发行公告日前呈下降的趋势，该日后短期下降的幅度较大，随后平稳发展；在其他两个事件日前后的 CAR 均呈下降趋势。以平均涨跌为基准计算的 CAR：在发行公告日前变动趋势不明显，该日后总体呈上涨趋势，其他两个事件日前后 CAR 与以上证综指为基准计算

的情形相似。

2002 年增发公司以上证综指为基准计算的 CAR：发行公告日前走势比较稳定，该事件日后经历短期上涨后开始较长时期的下滑；股东大会决议公告日前有下滑的趋势，而在该日后走势比较平稳；预案公告日前后则不断下降。以匹配涨跌为基准计算的 CAR：发行公告日前呈下降的趋势，该日后较长时期振荡下滑随后反弹；其他两个事件日前后 CAR 均呈下降趋势，但股东大会决议公告日后的变动幅度较小。以平均涨跌为基准计算的 CAR：发行公告日前变动不明显，该日后总体呈上涨趋势；股东大会决议公告日前后均小幅下滑；预案公告日前比较平稳，该日后不断下降。

综合来看，由图 4 - 2 可知，2000 ~ 2002 年汇总增发公司以上证综指为基

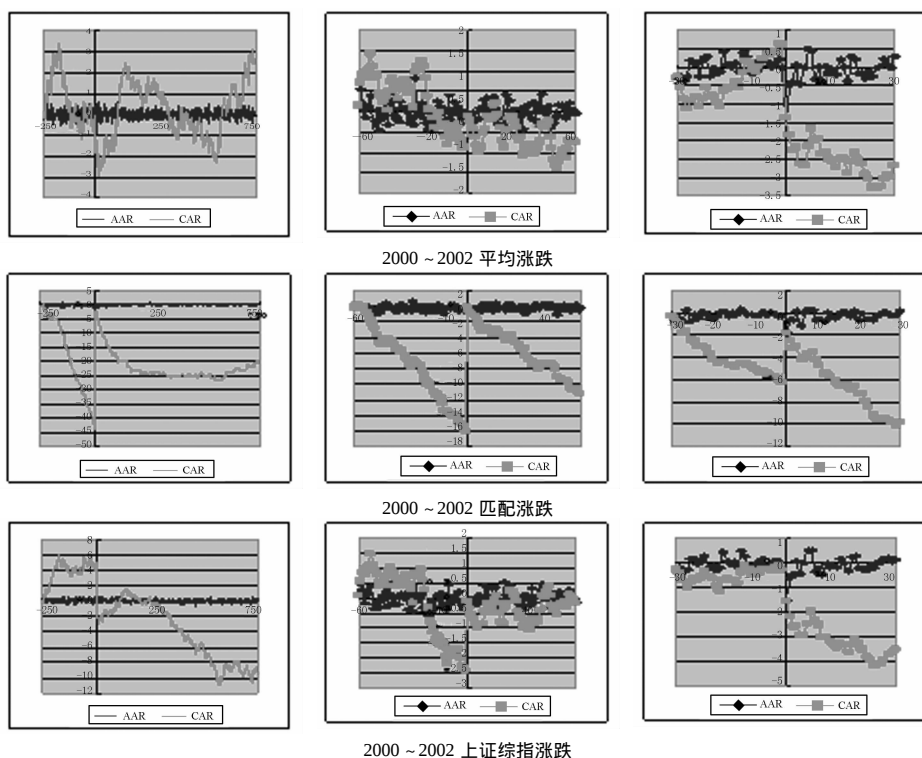


图 4 - 2 2000 ~ 2002 年增发公司 AAR 和 CAR

准计算的 CAR，发行公告日、股东大会决议公告日前后与 2002 年情况相似，预案公告日前表现平稳，该日后则不断下滑。以匹配涨跌为基准计算的 CAR，在发行公告日前不断下降，发行公告日后呈 U 形走势；股东大会决议公告日、预案公告日前后均持续下降。以匹配涨跌为基准计算的 CAR，发行公告日前呈下降趋势，该日后呈 N 形上涨趋势；股东大会决议公告日前后均小幅下降；预案公告日前呈上涨趋势，该日后则恰好相反。

相对而言，总体上，2000～2002 年汇总增发公司与 1997～2002 年汇总配股公司，以匹配涨跌为基准计算的 CAR 变动非常相似，稍有不同的是预案公告日前的情况。而二者以上证综指为基准计算的 CAR 则有很大不同。

2. 增发公司发行公告日前后 AAR 和 CAR

由表 4-16 可见，以 3 个基准计算的发行公告日 AAR 显著为负。以匹配涨跌为基准计算的发行公告日当日、前后 2 日和前后 20 日 CAR 均显著为负。而以上证综指为基准计算的 CAR 在发行公告日前 20 日显著为正。

表 4-16 增发发行公告日 AAR 和 CAR 比较

	2000		2001		2002		汇总		t	
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
以上证综指为基准										
- 20	0.003363	0.098426	0.005601	0.039395	- 0.002426	0.023481	0.001461	0.048683	1.176	3.247 **
- 2	0.009444	0.113814	0.008658	0.067931	0.000427	- 0.005993	0.005221	0.048094	2.892 *	2.255
0	- 0.008840	- 0.008840	- 0.018130	- 0.018130	- 0.027118	- 0.027118	- 0.019671	- 0.019671	- 4.912 **	- 4.912 **
2	- 0.001870	- 0.008668	- 0.000048	- 0.019846	0.000698	- 0.028178	- 0.000195	- 0.020602	- 0.653	- 4.808
20	0.001715	0.009898	- 0.000329	- 0.043904	- 0.000472	- 0.025477	0.000241	- 0.021339	0.578	- 1.809
以匹配公司平均为基准										
- 20	- 0.007674	- 0.322371	- 0.011507	- 0.799525	- 0.002727	- 0.149040	- 0.006615	- 0.384723	- 3.95 **	- 3.002 *
- 2	0.000933	- 0.354230	- 0.002083	- 0.875196	0.000676	- 0.196928	- 0.000071	- 0.436605	- 0.2	- 3.206 **
0	- 0.011403	- 0.011403	- 0.036101	- 0.036101	- 0.026049	- 0.026049	- 0.025174	- 0.025174	- 4.865 **	- 4.865 **
2	- 0.010819	- 0.022896	- 0.000394	- 0.037462	- 0.000078	- 0.028214	- 0.002989	- 0.029548	- 1.426	- 9.813 ***
20	0.000546	- 0.107509	0.000247	- 0.115005	- 0.001965	- 0.039679	- 0.000580	- 0.080473	- 0.779	- 5.031 **
以配股组自身平均为基准										
- 20	0.003951	- 0.042965	0.005686	- 0.001247	- 0.001854	0.022909	0.001894	- 0.000665	1.492	- 0.401

续表

	2000		2001		2002		汇总		t	
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
- 2	0.005384	- 0.037872	0.007489	0.017602	0.000168	- 0.001248	0.003696	- 0.004459	2.704 *	- 0.563
0	- 0.007725	- 0.007725	- 0.017487	- 0.017487	- 0.025405	- 0.025405	- 0.018431	- 0.018431	- 4.747 **	- 4.747 **
2	- 0.002906	- 0.005439	0.000808	- 0.019209	0.001179	- 0.025930	- 0.000002	- 0.018572	- 0.249	- 4.034 **
20	0.000847	0.011108	- 0.000581	- 0.046154	0.000014	- 0.025414	0.000105	- 0.021549	0.329	- 1.732

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。

3. 增发公司股东大会决议公告日前后 AAR 和 CAR

由表 4 - 17 可知，股东大会决议公告日当日、前后 2 日和前后 20 日 AAR 均未通过显著性检验。以 3 个基准计算的股东大会决议公告日后 20 日的 CAR 显著为负。

表 4 - 17 股东大会决议公告日 AAR、CAR 分析

	2000		2001		2002		汇总		t	
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
以上证综指为基准										
- 20	- 0.006858	- 0.013636	0.005178	0.018049	- 0.001020	- 0.024128	- 0.000835	- 0.008506	- 0.36	- 0.786
- 2	0.002920	- 0.023464	- 0.003445	0.014230	- 0.002264	- 0.049486	- 0.001205	- 0.023596	- 0.722	- 1.569
0	- 0.004027	- 0.004027	0.001042	0.001042	- 0.000194	- 0.000194	- 0.000901	- 0.000901	- 0.945	- 0.945
2	- 0.005812	- 0.013210	- 0.001301	- 0.000079	- 0.000581	- 0.003997	- 0.002261	- 0.005474	- 2.145	- 2.067
20	- 0.005738	- 0.012453	0.001199	- 0.005139	0.001271	- 0.008505	- 0.000683	- 0.008751	- 0.6	- 5.828 **
以匹配公司平均为基准										
- 20	- 0.004874	- 0.110199	0.005999	- 0.134303	- 0.000247	- 0.068367	0.000216	- 0.099338	0.123	- 7.535 ***
- 2	0.003098	- 0.162987	- 0.005053	- 0.219365	- 0.000644	- 0.100264	- 0.000835	- 0.152393	- 0.515	- 6.502 ***
0	- 0.004601	- 0.004601	0.000229	0.000229	- 0.001894	- 0.001894	- 0.002061	- 0.002061	- 2.106	- 2.106
2	- 0.005600	- 0.013736	- 0.000682	- 0.007597	- 0.000859	- 0.006168	- 0.002163	- 0.008738	- 2.04	- 5.508 **
20	- 0.015264	- 0.054635	- 0.001960	- 0.088937	0.000757	- 0.007617	- 0.004597	- 0.044285	- 1.501	- 2.92 *
以配股组自身平均为基准										
- 20	- 0.007491	- 0.025340	0.006577	0.023782	- 0.000228	- 0.001308	- 0.000244	0.000480	- 0.121	- 0.059
- 2	0.001848	- 0.041958	- 0.003602	0.020380	- 0.001632	- 0.009930	- 0.001250	- 0.008819	- 1.029	- 0.792



续表

	2000		2001		2002		汇总		t	
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
0	- 0. 004062	- 0. 004062	0. 000975	0. 000975	- 0. 000117	- 0. 000117	- 0. 000882	- 0. 000882	- 0. 944	- 0. 944
2	- 0. 006063	- 0. 013618	- 0. 001271	- 0. 000915	0. 000936	0. 000060	- 0. 001624	- 0. 003973	- 1. 368	- 1. 477
20	- 0. 004777	- 0. 016675	- 0. 001057	- 0. 008120	0. 000057	- 0. 004356	- 0. 001592	- 0. 008827	- 1. 777	- 3. 67 **

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标*、**和***分别表示10%、5%和1%水平下检验显著。

4. 增发公司预案公告日前后 AAR 和 CAR

由表 4 - 18 可知，预案公告日及其后各日 AAR 显著为负。预案公告日当日、后 2 日 AAR 均未通过显著性检验，预案公告日当日、后 2 日、20 日 CAR 显著为负。以匹配涨跌为基准计算的增发预案公告日前后各日 CAR 均显著不为零。

表 4 - 18 预案公告日 AAR、CAR 分析

	2000		2001		2002		汇总		t	
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
以上证综指为基准										
- 20	- 0. 005751	- 0. 032263	0. 004071	0. 012841	- 0. 001182	- 0. 002056	- 0. 000925	- 0. 006112	- 0. 472	- 0. 735
- 2	- 0. 000589	- 0. 004208	0. 004559	0. 031929	- 0. 001351	- 0. 021155	0. 000583	- 0. 001115	0. 609	0. 123
0	- 0. 017961	- 0. 017961	- 0. 016273	- 0. 016273	- 0. 013072	- 0. 013072	- 0. 015594	- 0. 015594	- 15. 50 ***	- 15. 50 ***
2	- 0. 007617	- 0. 040023	- 0. 000689	- 0. 016321	- 0. 004787	- 0. 022548	- 0. 004445	- 0. 025950	- 3. 083 *	- 5. 224 **
20	0. 002799	- 0. 037774	- 0. 002889	- 0. 016926	- 0. 004228	- 0. 038996	- 0. 001944	- 0. 032783	- 1. 024	- 6. 23 ***
以匹配公司平均为基准										
- 20	- 0. 004354	- 0. 051667	- 0. 012700	- 0. 055329	- 0. 001411	- 0. 014364	- 0. 005477	- 0. 036726	- 2. 497 *	- 4. 249 **
- 2	- 0. 007012	- 0. 061704	- 0. 002453	- 0. 080913	- 0. 000981	- 0. 044497	- 0. 003125	- 0. 059818	- 2. 637 *	- 8. 27 ***
0	- 0. 018491	- 0. 018491	- 0. 026143	- 0. 026143	- 0. 014064	- 0. 014064	- 0. 018780	- 0. 018780	- 7. 74 ***	- 7. 74 ***
2	- 0. 007341	- 0. 042917	- 0. 008669	- 0. 033153	- 0. 004424	- 0. 022375	- 0. 006470	- 0. 031323	- 7. 552 ***	- 7. 70 ***
20	0. 003393	- 0. 083584	- 0. 002956	- 0. 102628	- 0. 002751	- 0. 046056	- 0. 001054	- 0. 072942	- 0. 571	- 6. 46 ***
以配股组自身平均为基准										
- 20	- 0. 005753	- 0. 043491	0. 005366	0. 014076	- 0. 000131	- 0. 001597	0. 000017	- 0. 007961	- 0. 055	- 0. 801



续表

	2000		2001		2002		汇总		t	
	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR	AAR	CAR
- 2	- 0. 000222	- 0. 016322	0. 005911	0. 035820	0. 001147	0. 000045	0. 002194	0. 006309	1. 717	0. 594
0	- 0. 019457	- 0. 019457	- 0. 014361	- 0. 014361	- 0. 009968	- 0. 009968	- 0. 013753	- 0. 013753	- 7. 376 ***	- 7. 38 ***
2	- 0. 008030	- 0. 042604	- 0. 002113	- 0. 015988	- 0. 002821	- 0. 015008	- 0. 003978	- 0. 022535	- 3. 204 **	- 3. 748 **
20	0. 001599	- 0. 042365	- 0. 002398	- 0. 017910	- 0. 002904	- 0. 019180	- 0. 001573	- 0. 024887	- 1. 305	- 4. 63 **

资料来源：根据 WIND 资讯整理。注：右上标 *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 水平下检验显著。

综上，增发公司预案公告日及其后股价 CAR 显著为负；股东大会决议公告日前 2 日、20 日，后 2 日 CAR 不显著，但后 20 日显著为负；发行公告日 AAR 显著为负，以匹配涨跌为基准的发行公告日当日、前后 2 日和前后 20 日 CAR 均显著为负，而以上证综指为基准的 CAR 发行公告日前 20 日显著为正。

（二）增发公司价格效率影响因素分析

沿用模型 4 - 13，检验有关因素与增发 3 个事件日期间 CAR 的关系。首先以发行公告日后 2 日、247 日 CAR 为因变量，采用进入法（Enter）将全部解释变量和控制变量一步引入方程。如表 4 - 19 所示，回归结果与配股情况有所不同。以上证综指为基准的融资后 247 日 CAR，与 Tobin s Q 值、P、资产规模、融资后违规被查处显著正相关。以匹配涨跌为基准的发行公告日后 247 日 CAR，与 P 和非标准审计意见关系显著。以上证综指为基准的融资后 2 日 CAR，与资产规模负相关。

表 4 - 19 发行公告日后 2 日、247 日的 CAR 回归结果

变量	预测符号	247 日—上证综指	247 日—匹配涨跌	2 日—上证综指	2 日—匹配涨跌
截距	?	- 0. 158 *	- 0. 21	- 0. 001	0. 01
T 值		- 1. 902	- 1. 491	- 0. 069	0. 412
YGQJZD	-	- 0. 22	- 0. 177	- 0. 028	- 0. 043

续表

变量	预测符号	247 日—上证综指	247 日—匹配涨跌	2 日—上证综指	2 日—匹配涨跌
T 值		- 1.656	- 1.318	- 0.187	- 0.275
ZCFZL	+	0.087	0.077	0.148	0.023
T 值		0.614	0.533	0.93	0.138
GYGBL	-	- 0.116	0.078	- 0.047	- 0.098
T 值		- 0.855	0.564	- 0.307	- 0.612
MJZJE	-	- 0.063	- 0.168	0.13	- 0.01
T 值		- 0.453	- 1.202	0.837	- 0.06
P	+	0.271 **	0.235 *	- 0.097	- 0.048
T 值		2.17	1.864	- 0.695	- 0.326
TUOBINQ	+	0.258 *	- 0.182	0.086	- 0.055
T 值		1.911	- 1.339	0.568	- 0.349
ZASSET	-	0.34 **	0.071	- 0.379 **	- 0.24
T 值		2.099	0.434	- 2.101	- 1.268
MJZJBG	-	0.041	- 0.003	- 0.055	- 0.139
T 值		0.305	- 0.023	- 0.363	- 0.873
RZHWG	+	0.232 *	0.016	- 0.096	- 0.007
T 值		1.75	0.117	- 0.649	- 0.045
DGDGH	-	- 0.027	0.095	- 0.163	- 0.088
T 值		- 0.215	0.761	- 1.178	- 0.604
AUDIT4	-	- 0.264	- 0.366 **	- 0.201	- 0.059
T 值		- 1.858	- 2.556	- 1.269	- 0.356
Adjusted R ²		0.184	0.169	- 0.016	- 0.119

接下来采用逐步回归法（Stepwise）进行分析。表 4 - 20 是回归检验结果。需要说明的是，对发行公告日前后 2 日、247 日，股东大会决议公告日，预案公告日的前后 2 日均作了回归，表中没有列示的因变量均未进入回归方程。从检验结果可见，各回归模型的显著性相对配股的显著性有很大提高，最高的 Adj-R² 为 29%。而不同期间的 CAR，与各解释变量的显著关系有很大不同。

Tobin's Q 值与发行公告日前 247 日 CAR 显著正相关, 与后 247 日的 CAR 显著负相关, 而后者在配股时的情况恰好相反, 说明市场对不同融资方式的反应不同, 这也是市场对增发非理性融资的极端厌恶表现; 经营业绩 P 与发行公告日后 247 日 CAR 显著正相关, 验证了市场对业绩的认可程度; 募集资金规模与股东大会决议公告日前后 1 日, 预案公告日前后 1 日、后 2 日 CAR 均显著负相关, 募集资金变更与预案公告日后 2 日 CAR 均显著正相关, 一方面说明市场对“圈钱”的反感程度, 另一方面说明为了争取实现融资目标, 上市公司融资前可能存在过分夸张募集资金项目的情况; 国有股比例与发行公告日前 247 日显著负相关, 与预案公告日后 2 日 CAR 显著正相关, 后者与配股不同; 公司资产规模与发行公告日前 247 日 CAR 显著正相关, 与后 2 日 CAR 显著负相关。与配股的情况不同之处还有, 增发后违规被查处与发行公告日前后 1 日、前 247 日 CAR 显著正相关; 非标准审计意见与发行公告日前后 2 日、前 247 日, 股东大会决议公告日前 2 日 CAR, 预案公告日前后 1 日 CAR 显著正相关, 与发行公告日后 247 日 CAR 显著负相关。融资前后迥然不同的表现, 说明上市公司存在明显盈余管理动机; 融资后资产负债率与发行公告日前 2 日 CAR 显著负相关, 从而拒绝 H_4 。

表 4-20 3 个事件日前后 CAR 回归结果

变量	发行公告日						股东大会决议公告日				预案公告日		
	[- 247 0] 上证综指	[0 247] 上证综指	[- 2 0] 上证综指	[0 2] 上证综指	[0 247] 匹配涨跌	[- 2 0] 匹配涨跌	[- 2 0] 上证综指	[- 1 1] 上证综指	[- 1 1] 匹配涨跌	[0 2] 上证综指	[0 2] 匹配涨跌	[- 1 1] 上证综指	
截距	- 0. 082	- 0. 103	0. 004	- 0. 006	- 0. 208	0. 009	- 0. 004	- 0. 006	- 0. 016 *	- 0. 025	- 0. 045 ***	- 0. 013 *	
T 值	- 1. 76 *	- 2. 54 **	0. 871	- 0. 701	- 2. 60 **	1. 293	- 1. 367	- 1. 57	- 1. 952	- 3. 131	- 3. 956	- 1. 982	
YUOBINQ	0. 31 ***				- 0. 291 **								
T 值	2. 716				- 2. 546								
P		0. 358 ***			0. 242 **								
T 值		2. 941			2. 082								
MIZJE									- 0. 321 **	- 0. 306	- 0. 312 ***	- 0. 365 ***	
T 值									- 2. 676	- 2. 54	- 2. 711	- 3. 265	
GYGBL	- 0. 25 **									0. 279	0. 318 ***		

续表

变量	发行公告日						股东大会决议公告日			预案公告日		
	[- 247 0] 上证综指	[0 247] 上证综指	[- 2 0] 上证综指	[0 2]- 上证综指	[0 247] 匹配涨跌	[- 2 0] 匹配涨跌	[- 2 0] 上证综指	[- 1 1] 上证综指	[- 1 1] 匹配涨跌	[0 2]- 上证综指	[0 2]- 匹配涨跌	[- 1 1] 上证综指
T 值	- 2. 229									2. 319	2. 702	
ZASSET	0. 40 ***			- 0. 284 **								
T 值	3. 507			- 2. 279								
RZHWG	0. 26 **							0. 255 **				
T 值	2. 159							2. 023				
AUDIT4	0. 30 **		0. 52 ***		- 0. 32 ***	0. 48 ***	0. 309 **		0. 268 **			0. 393 ***
T 值	2. 538		4. 452		- 2. 783	3. 935	2. 499		2. 23			3. 515
YZCFZL			- 0. 324 ***			- 0. 29 **						
T 值			- 2. 771			- 2. 363						
MIZJBG											0. 307 **	
T 值											2. 615	
Adjusted R ²	0. 29	0. 113	0. 252	0. 065	0. 22	0. 201	0. 08	0. 049	0. 080	0. 134	0. 21	0. 250
F-statistic	5. 90 ***	8. 65 ***	11. 08 ***	5. 194 **	6. 64 ***	8. 54 ***	6. 245 **	4. 092 **	5. 81 ***	5. 64 ***	6. 31 ***	9. 77 ***
Durbin-Watson	2. 163	2. 044	1. 623	1. 885	1. 67	1. 575	2. 154	1. 931	2. 493	2. 26	2. 174	2. 429

四、实证研究结论

针对价格效率，国外研究的一般结论是，通常 SEO 公司在融资前及融资时有正超额收益，融资后有长期负超额收益。上市公司 SEO 的目的是为重大投资项目筹集资金，一般来说对股价是利好，事前内部消息的泄露会导致股价上涨，使融资前及融资时有正 CAR，由于重大投资项目的投资期较长，见效期也较长，投资期内增加的费用将摊薄公司的股利，因此事后有长期负超额收益。中国股票市场的情况不同，近年来上市公司 SEO 被视为非理性融资，其目的主要是为了“圈钱”，而不一定有真正好的投资项目，并且投资者倾向于短期炒作而非长期投资。因此，上市公司 SEO 消息的发布会导致股价下跌，



SEO 后负 CAR，是对非理性 SEO 反应的纠正。通过分析，可形成以下结论：

第一，总体上，从市场有效性来看，1997 ~ 2002 年沪深证券市场上市公司配股、增发后均存在 CAR，但与国外市场不完全相同。配股发行后显著正 CAR，增发发行后显著负 CAR，拒绝了半强有效的假设。尽管以不同标准计算的 CAR，其结论有所不同，但总体而言，我国上市公司 SEO 有明显的负价格效率，融资后较长时期处于弱市，验证了 H_1 。相对而言，增发比配股更加受到市场的抵制。虽然以上证综指为基准计算的增发公司 CAR，融资后一定时期呈上涨趋势，但从较长时期看总体上仍处于下降态势。配股发行后以上证综指为基准计算的 CAR 尽管短期呈现下滑的趋势，但随后则逐步上涨。

第二，上市公司 SEO 预案公告日、股东大会决议公告日和发行公告日及相关期间价格效率存在显著差异，验证了 H_2 。以 1997 年、1999 年和 2001 年三年不同政策背景上市公司配股为例，说明不同年度配股公司 CAR 有明显差异，验证了 H_3 ，即中国证券市场目前仍具有明显“政策市”的特征。

第三，从影响因素来看，上市公司的经营业绩、公司价值、融资规模、股权集中度对 SEO 前后 CAR 有显著影响，但对于不同融资方式、不同期间的影响有所不同。在中国股票市场中，会计盈余对股票收益具有显著的解释能力，而且这种影响呈现不断增强的趋势。

第四，没有足够证据表明实施 SEO 的上市公司资本结构与股价正相关，拒绝了 H_4 。从本书的分析看，公司增发后资产负债率与发行公告日前 2 日 CAR 显著负相关，而配股公司资产负债率与有关期间 CAR 不显著相关。

第五，不同基准得到的有关结论并不一致。总体上，2000 ~ 2002 年汇总增发公司与 1997 ~ 2002 年汇总配股公司，以匹配涨跌为基准计算的 CAR 变动非常相似，而以上证综指为基准计算的 CAR 则有很大不同。配股、增发发行公告日前，相对上证综指有较好表现，而对比匹配涨跌的情况则相反。这说明单纯以市场综合情况判断实施 SEO 公司的价格效率，与其所处的具体行业环境有很大差异。

第六，不同融资方式下，SEO 上市公司预案公告日后 CAR 与国有股比例相关关系不同，配股呈负相关而增发呈正相关， H_5 未得到验证。配股公司股



权集中度与股东大会决议公告日后 2 日 CAR 显著正相关，与预案公告日后 2 日 CAR 显著负相关，而增发公司股权集中度与有关期间 CAR 不显著相关。

第七，配股公司募集资金规模和募集资金变更与发行公告日后 247 日 CAR 均显著负相关，说明市场对“圈钱”现象的抵触。

第 5 章 盈余管理对股权再融资效率的解释

由于当前我国上市公司融资渠道较窄，SEO 是公司筹集资金的主要选择。一些上市公司为取得融资权、获得较高 SEO 价格和有利的融资条件，上市公司可能实施盈余管理。本章从配股上市公司盈余管理行为入手，探究盈余管理和 SEO 效率的关系，试图对上市公司 SEO 效率低下现象予以解释。

一、上市公司股权再融资政策演变

(1)上市公司配股政策演变。现有中国上市公司配股政策主要分两类，最多的一类是约束上市公司的配股行为，多为证监会和证券委发布；另一类是约束控股股东行为，多为证监会和国资局联合发布。现有证券监管部门关于配股的文件，基本上是对《公司法》和《证券法》的诠释，本书研究的配股、增发政策都以证券监管部门的文件为准。

表 5 - 1 1990 ~ 2006 年证监会历次配股政策比较

配股政策	相关政策	发布时间	配股程序	财务指标要求	会计期间
无统一政策阶段	《深圳市股份有限公司暂行规定》 [#]	1992 - 2 - 19	当地人民银行审核批准	有稳定的盈利记录	1990 ~ 1993
第 1 次配股政策	《关于上市公司送配股的暂行规定》	1993 - 12 - 17	省市市政府审核	连续两年实现盈利	1993

续表

配股政策	相关政策	发布时间	配股程序	财务指标要求	会计期间
第1、2次之间	《关于做好上市公司送配股复核工作的通知》	1994 - 6 - 16	省市市政府审核	对连续两年盈利的复核，以这两年税后利润是否连续增长为准	1994. 06 ~ 09
第2次配股政策	《关于执行 公司法 规范上市公司配股的通知》	1994 - 9 - 28	中国证监会审核	净资产税后利润率三年平均在 10% 以上	1994 ~ 1995
第3次配股政策	《关于 1996 年上市公司配股工作的通知》	1996 - 1 - 24	中国证监会审核	最近三年净资产税后利润率每年都在 10% 以上	1996 ~ 1998
第4次配股政策	《关于上市公司配股工作有关问题的通知》	1999 - 3 - 27	中国证监会地方派出机构初审，发行审核委员会表决，中国证监会核准	最近 3 个完整会计年度的 ROE 平均在 10% 以上，任何一年的 ROE 不得低于 6%	1999 ~ 2000
第5次配股政策	《关于做好上市公司新股发行工作的通知》	2001 - 3 - 15	中国证监会地方派出机构初审，发行审核委员会表决，中国证监会核准	最近 3 个会计年度 ROE 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 ROE 的计算依据	2001 ~ 2005
第6次配股政策	《上市公司证券发行管理办法》	2006 - 5 - 8	发行审核委员会表决，中国证监会核准	最近三个会计年度连续盈利。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为计算依据	2006

表 5 - 1 比较了 1992 ~ 2006 年历次配股政策的核心特征。配股政策的变迁反映了市场监管部门在不同时期和环境下对配股行为的规范意图。就配股程序而言，配股审核或核准程序越来越透明，独立性越来越强，但程序比较复杂；在配股条件上，配股政策经历了由松到严再逐步放松的演变过程。对相关配股项目的优惠基本反映了当时的宏观政策背景，但业绩符合一定的标准始终是判断是否符合配股资格的最重要条件。

(2) 上市公司增发政策演变。表 5 - 2 总结了各个阶段增发重要政策的演变。增发作为一种更具市场化特点的融资方式，对于扩大上市公司融资规模、促进其快速发展等具有重要作用。我国证券市场增发可追溯到 1994 年上海石化公司对 A 股流通股股东进行增发，不过当时法令和配套措施尚未健全，没有



办法持续发展。后来，为了国有企业改革的需求，增发新股又成为证券市场发展的一项重要重要的融资方式。

表 5 - 2 我国增发新股重要政策演变

年度	法规名称	重要规定
2000	上市公司向社会公开募集股份暂行办法	①对于申请公募增发的上市公司范围加以限制。②公司必须连续三年盈利，且发行完成当年的净资产不低于银行同业存款利率水平。
	关于发布上市公司募股操作指引（试行）的通知	①定价方法可采用市价折扣或市盈率定价法。②新的配售方法出现，包括网下累计投标询价后上网定价发行，以及网上网下同步累计询价的配售方式，而且可以采取回拨机制。③授予主承销商在股票发行上市后一个月内，可以超额配售 15% 的权利。
2001	关于做好上市公司新股发行工作的通知	①最近三个会计年度加权平均 ROE 不低于 6%，且预测发行当年加权平均 ROE 不低于 6%。②若上市公司不符合前项条件，在公司有良好发展前景等条件下仍可发行新股，而当原股东配售或优先认购比例超过 50% 则必须符合前项条件。
	上市公司新股发行管理办法	①信息披露上有较明确要求。②对未达到盈利预测有适当的规定。
2002	关于上市公司增发新股有关条件的通知	①最近三个会计年度加权平均 ROE 平均不低于 10%，且最近一年度加权平均 ROE 不低于 10%。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。③增发新股的股份数超过公司股份总数的 20% 的，其增发提案还须获得出席股东大会的流通股股东所持表决权的半数以上通过。
2006	上市公司证券发行管理办法	①最近三个会计年度加权平均 ROE 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 ROE 的计算依据。②发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。

二、样本选取和研究方法

（一）样本选择

如前文所述，我国上市公司 SEO 政策经历了多次变更，相对于增发，配股

政策的变化更多，大的变化就有六次。鉴于实施配股的历史要远远长于增发，实施配股公司的数量也远远超过增发的公司，本章将主要针对配股公司盈余管理进行分析。以往有关上市公司配股盈余管理的研究，考察的多为第 3、4 次配股政策期间的现象，本章的研究涵盖 1997 ~ 2001 年的政策变化。样本选择上，为便于对前文上市公司 SEO 效率状况进行解释，仍选择 1997 ~ 2002 年配股公司，如表 5 - 3 所示，一次配股公司为 466 家，多次配股公司为 180 家。

表 5 - 3 研究样本数量年度分布

年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	合计
一次配股	60	69	84	144	89	20	466
多次配股	44	78	36	22	-	-	180
合计	104	147	120	166	89	20	646

（二）研究方法

1. 盈余管理模型选取

盈余管理的计量方法主要有三种：应计利润分离法、具体项目法和盈余分布检测法。尽管应计利润分离法争议较大，但用途仍较广泛。而盈余分布检测法和具体项目法在应用上则受到诸多限制，尤其是涉及盈余操纵程度的研究。应计利润分离法，即用回归模型将利润分离为非操纵应计利润和操纵性应计利润，并用操纵应计利润来衡量盈余管理的大小和程度。所谓应计利润是指那些不直接形成当期现金流入或流出，但按照权责发生制和配比原则应计入当期损益的那些收入或费用（或净资产的增加或减少部分），如折旧费用、摊销费用、应收账款增加额等。根据应计利润的易操纵程度，可以将利润区分为操纵性应计利润和非操纵性应计利润。应计利润分离法要解决的便是，如何将应计利润分离为非操纵性应计利润和操纵性应计利润。相关的应计利润分离模型很多，有将总应计利润作为非操纵性应计利润估计值的简单模型，也有通过回归方法将应计利润分离为非操纵性应计利润和操纵性应计利润的复杂模型。常用



的计量模型有：Jones 模型（1991）、修正的 Jones 模型（Dechow、Sloan 和 Sweeney，1995）、行业模型（Dechow、Sloan 和 Sweeney，1995）、截面 Jones 模型（Defond 和 Jiambalvo，1994）、截面修正 Jones 模型（Defond 和 Jiambalvo，1994）。

Dechow 等（1995）在比较了众多模型后，发现修正的 Jones（1991）模型分离出来的操纵性应计利润最能反映公司的盈余操纵行为^[128]。陆宇建（2003）运用修正的 Jones 模型的截面版本，检验了上市公司盈余管理行为对中国证监会 1996 年 1 月与 1999 年 3 月出台的配股政策的反应，发现上市公司的盈余管理行为是政策诱致型的^[129]。夏立军（2003）通过考察各种盈余操纵计量模型分离出的操控性应计利润与公司具有边际 ROE 是否正相关及相关关系的强弱来评价计量模型在我国应用的优劣时发现，修正的 Jones 模型并不比基本 Jones 更好。雷光勇和刘慧龙（2006）根据夏立军的方法，发现许多行业在估计特征参数时，模型回归结果整体上不显著且回归系数也未通过显著性检验^[130]。何问陶、倪全宏（2005）的研究也表明了这点，这样分行业得到的数据未必比按总体得到的数据更可靠^[131]。最近的有关盈余管理的研究也有不少运用修正的 Jones 模型，如支晓强和童盼（2005）考察了独立董事变更与公司盈余管理程度、公司控制权转移之间的关系^[132]，张详建和徐晋（2005）使用横截面修正的模型研究了配股公司盈余管理的时间序列分布特征，并分析了可操纵应计利润与配股后业绩变化的关系。研究结果表明，上市公司在配股前 3 年和配股当年都具有较高的可操纵应计利润，而配股后长期业绩趋于下降，可操纵应计利润与配股后的业绩具有显著的负相关关系^[133]。综合以上研究，本书采用横截面修正的 Jones 模型按总体来估计总体特征参数。

需要说明的是，本书的盈余管理并非指财务欺诈，前者是管理者为使盈利达到令其满意的报告水平，利用会计准则有意图地对盈利进行操纵的一系列行为，后者则是指管理者为了达到某种特定的目的，有意图地违反会计准则的规定，对利润进行操纵。两者的本质区别就在于是否遵守公认会计准则。

2. 盈余管理程度的计量

我们定义盈余管理替代变量是操控性应计利润（Discretionary accruals，

DA)。在应计利润模型中,总应计利润的计算有两种方法,一种是资产负债表法,另一种是现金流量表法。虽然资产负债表法比现金流量表更常用,但是 Collins 和 Hribar (2000) 认为,在某些情况下,用资产负债表法计算总应计利润不如现金流量表法好^[134]。例如,当有些样本公司存在收购兼并、非持续性项目、外币转换等情况时,用资产负债表计算总应计利润时,将这些特殊情况产生的应计利润也包括在其中,并进而被计算为 DA,这样就会使实证研究的结果产生误差。资产负债表法的计算公式如下:

$$TA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta DCL_{i,t} - DEP_{i,t} \quad (5-1)$$

其中, $\Delta CA_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年流动资产的变化额, $\Delta Cash_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年现金及现金等价物的变化额, $\Delta CL_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年流动负债的变化额, $\Delta DCL_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年流动负债中短期借款的变化额, $DEP_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年折旧和摊销费用。

在权责发生制会计模式下,公司的会计盈余(净利润)包括经营现金流量和应计利润额两部分,因此理论上盈余管理可以通过操纵经营现金流量和应计利润两条途径来实现。但由于经营现金流量一般与公司销售和收款政策等密切相关,与会计选择的关系不大,所以经营现金流量的可操控性不强,而应计利润项目相对弹性较大,因此盈余管理主要通过调整应计利润来实现。由于操纵各种应计项目进行盈余管理最为灵活和常见,数据也较容易取得,因而在实证中多以应计项目作为研究盈余管理的对象。鉴于我国上市公司存续时间较短,缺乏足够的时间序列数据来保证参数估计的有效性,因此使用横截面数据对模型进行估计,总应计利润即:

$$TA_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (5-2)$$

其中, $TA_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年的总应计利润, $NI_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年的净利润, $CFO_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年经营现金流量。所有变量都经过 t-1 年年末总资产进行标准化处理,以消除公司规模差异造成的影响。

我国 1998 年以后上市公司的经营现金流可以从现金流量表中直接获得。此前,上市公司提供财务状况变动表,不能从中直接获得经营现金流资料,本书对上市公司 1994~1997 年的经营现金流用间接法调整,计算公式为:

经营现金流量 = 净利润 + 固定资产折旧额 + 无形资产、递延资产及其他资产摊销额 + 固定资产净盘亏额 + 清理固定资产净损失 + 递延税款贷项 + 财务费用 - 投资收益 - (流动资产增加额 - 货币资金增加额 - 短期投资增加额 - 一年内到期的长期债券投资增加额) + (流动负债增加额 - 短期借款增加额 - 未付股利增加额 - 一年内到期的长期负债增加额)

非可操纵应计利润是主营业务收入变动额、应收账款变动额和固定资产的函数, 即:

$$NDA_{i,t} = \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (5-3)$$

其中, $NDA_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年经过 $t-1$ 年末总资产进行标准化处理后的非可操纵应计利润或期望应计利润。 $\Delta REV_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的主营业务收入增加额, 用以解释公司经营业绩和经济环境的变化对应计利润总额的影响。 $\Delta REC_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的应收账款增加额。 $PPE_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年的固定资产, 用来表示公司的资产规模。 $A_{i,t-1}$ 表示 i 公司第 $t-1$ 年末的总资产, 各个变量除以 $A_{i,t-1}$ 是为了消除公司规模的影响。

式 5-3 中的参数 β_1 、 β_2 和 β_3 使用横截面数据通过下式得到:

$$TA_{i,t} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5-4)$$

其中, $TA_{i,t}$ 是 i 公司第 t 年经过 $t-1$ 年末总资产进行标准化处理的总应计利润。 α_1 、 α_2 和 α_3 分别是参数 β_1 、 β_2 和 β_3 的估计值。 $\varepsilon_{i,t}$ 是随机误差项。

用总应计利润减非可操纵应计利润, 可得到代表盈余管理程度的 DA :

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (5-5)$$

本书使用 1997~2002 年与配股样本公司对应年度的上市公司的截面数据对式 5-3 进行 OLS 估计, 估计过程对每个实施配股年度对应的公司融资前后各年相关数据进行一次。

(三) 理论分析与研究假设

1. 价值效率与盈余管理的关系

在前面实证研究和理论分析基础上, 本书认为上市公司 SEO 后效率低下,

与融资前盈余管理有关。根据会计的持续经营假设，上市公司可能通过调整可操纵应计利润从将来转移一部分利润到股票发行前，融资前提高的可操纵应计利润，须通过融资后可操纵应计利润的转回来平衡。故提出假设：

H₁：上市公司配股前盈余管理程度，与融资后业绩负相关。

2. 股票价格与盈余管理的关系

国内外大量研究表明，尽管盈余管理行为倍受关注，投资者更趋向认为会计盈余比现金流量具有更多的信息含量，说明投资者没有认为盈余管理非常严重以至于会计盈利缺乏可信度。Rangan 和 Teoh 等认为，管理者在上市公司 SEO 前会操纵并高估盈利，而投资者并不能发现和甄别盈利管理行为，导致发行后公司股票长期回报业绩下降。研究表明股票发行前的 DA 和发行后的超额收益显著负相关，说明投资者没有能识别上市公司 SEO 时的盈余管理行为。Ball 和 Brown (1968) 发现股票价格变化的方向与盈余变动的方向显著相关。经历正盈余变动的股票具有正价格变化，负的盈余变动与负的价格变化相连。Brown (1970) 对澳大利亚上市公司的研究，得到与 Ball 和 Brown (1968) 相似的结果^[135]。Beaver、Clarke 和 Wright (1979) 扩展 Ball 和 Brown (1968) 的研究，按照年度会计盈余的大小建立 25 个组合来度量股票价格变化的大小结果十分显著，股票收益的变化从 - 17.5% 到 29.2%，盈余变动的敏感性股票收益与盈余变动的关系十分显著，但并非 1: 1 的关系^[136]。Beaver 给出单个证券的这一系数仅为 0.38，而这个数字实际合乎情理，因为影响股票价格的因素或事件未必影响当前盈余的变化，而影响当前盈余的因素也未必都能影响股价变化，另外价格变动的幅度没有盈余的变动大，当前盈余只是股票价格的一个组成部分^[137]。孙爱军和陈小悦 (2002) 基于 1992 ~ 1998 年间中国股市的数据样本，利用 ERC 模型检验会计盈余的信息含量，发现中国股市的信息含量十分显著且逐年增强。故提出假设：

H₂：股票发行前 DA 和发行后的超额收益正相关。

3. 股权结构与盈余管理的关系

我国上市公司“一股独大”的现象非常严重，代理问题主要表现为控股股东与中小股东的利益冲突。La Porta 等 (1998) 认为，控股股东可能以牺牲



小股东利益为代价来追求自身利益^[138]。李东平（2005）认为，中国上市公司盈余管理的基本特征是大股东控制下的盈余管理。控股股东持股比例越高，对公司控制能力越强，受到的制约越少，配股中获取利益的能力就越强，获取的收益也会越多，就更有动力促使上市公司获取 SEO 资格、提高股价，以筹集更多资金^[139]。李增泉等（2005）发现，具有配股动机的上市公司能得到大股东支持，利用并购来提升账面利润以规避监管。李志文、宋衍蘅（2003）发现，在缺乏相应约束机制时，具有绝对控制权的大股东更有可能通过盈余操纵达到配股要求。雷光勇和刘慧龙（2006）发现，控股股东持股比例越高，对上市公司控制能力越强，上市公司正向操纵盈余程度越大，负向操纵盈余程度越小。由于缺乏有效的经理市场，我国上市公司管理者多由大股东委派，行政力量往往高于市场力量，容易使管理者的决策以大股东利益为导向（李志文和宋衍蘅，2003）^[140]。故提出假设：

H₃：股权集中度与上市公司配股前 3 年盈余管理程度正相关。

4. 审计意见与盈余管理的关系

盈余管理的最终结果将反映在财务报告中。作为一种最为直接、有效的外在监督手段，审计从其诞生开始，就对企业的财务报告起着重要的审核作用。有效的外部审计能够通过出示不同的审计意见，对盈余管理起到一定的监督作用，二者之间应该具有一定的相关性。根据《独立审计准则第 7 号——审计报告》，审计意见一般分为无保留意见、保留意见、否定意见和拒绝表示意见四种类型。注册会计师对在审计过程中发现的需要调整的审计差异，应提请被审计单位加以调整。本书所指的非标准审计意见，即带强调事项段无保留审计意见（独立审计具体准则第 7 号修订前为带解释说明段无保留审计意见）、保留意见、否定意见和拒绝表示意见的审计报告。

基于以下假设：注册会计师的审计意见都是客观公正的；被出具了非标准审计意见的上市公司，盈余管理可能性和程度较出具标准审计意见的同行业公司高。Hirst（1994）证明了审计师对于盈余管理是敏感的，不论是通过调高收益的应计利润还是调低收益的应计利润，而且他们能够发现盈余操纵的管理动机^[141]。Francis 和 Krishnan（1999）发现，在其他条件相同的情况下，审计师更

可能向应计利润绝对值高的公司出具非标准审计报告^[142]。故提出假设：

H₄：SEO 上市公司盈余管理程度与融资后被出具非标准审计意见正相关。

三、股权再融资盈余管理实证分析

(一) 盈余管理程度分析

如图 5 - 1 所示，1997 年无论一次还是多次配股公司，融资当年 DA 均值和中值均比较高，一次配股匹配公司 T 年 DA 均值和中值则与配股公司形成强烈的反差。

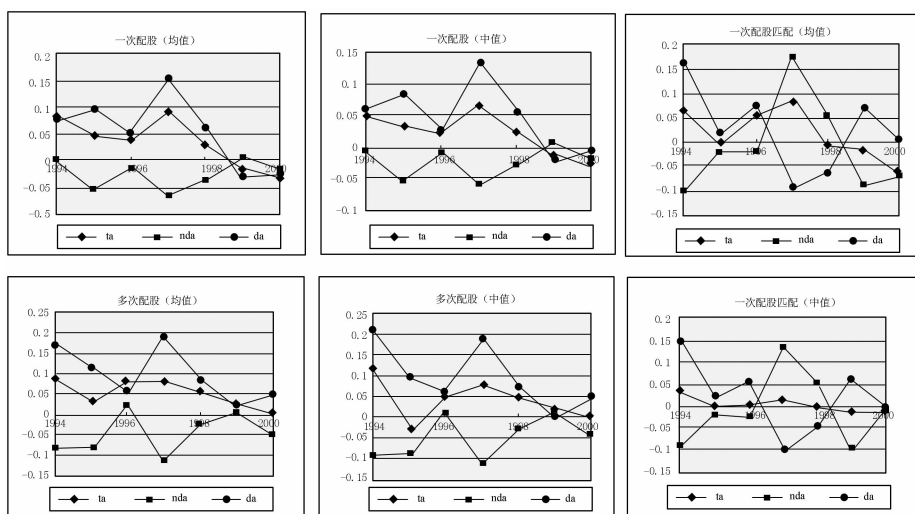


图 5 - 1 1997 年配股公司盈余管理程度

如图 5 - 2 所示，1998 年一次、多次配股公司，融资前 3 年 DA 均值和中值显著高于融资后。匹配公司 DA 在 T 年前后表现，与配股公司有明显差别。

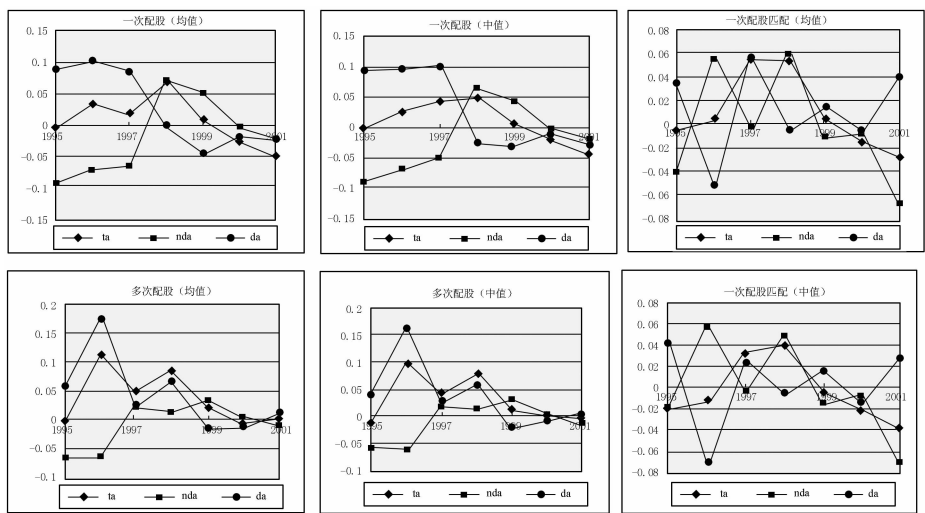


图 5 - 2 1998 年配股公司盈余管理程度

如图 5 - 3 所示，1999 年一次配股公司，融资当年及融资前 3 年 DA 均值和中值均显著高于融资后 3 年；1999 年多次配股公司，融资前第 2 年 DA 均值和中值均显著高于融资前后其他各年，并且融资后 DA 呈下降趋势。相比而言，一次配股匹配公司 T 年前后 DA 均值和中值差异不明显。

如图 5 - 4 所示，2000 年一次配股公司，融资前 3 年 DA 均值和中值显著高于融资后 3 年；2000 年多次配股公司，融资后 2、3 年 DA 均值和中值高于融资前后其他各年，故一次配股匹配公司 T 年前 DA 均值和中值明显高于 T 年后。

如图 5 - 5 所示，2001 年一次配股公司融资前 T - 1、T - 3 年 DA 均值和中值高于融资后 3 年，但程度并不明显。作为对比，匹配公司 T 年前 DA 均值和中值明显高于融资后 3 年。因此，相对 1997 ~ 2000 年配股公司融资前有明显盈余管理倾向而言，2001 年配股公司融资前盈余管理倾向并不明显。

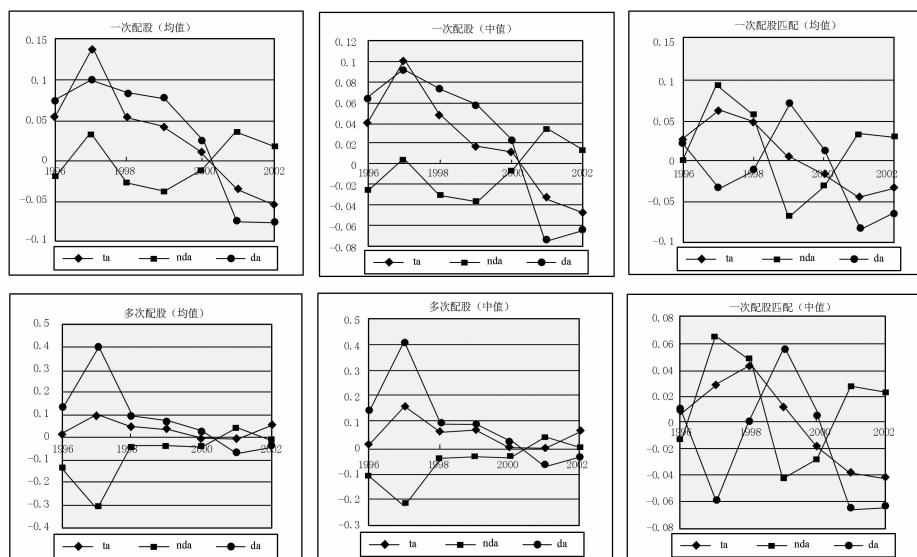


图 5 - 3 1999 年配股公司的盈余管理程度

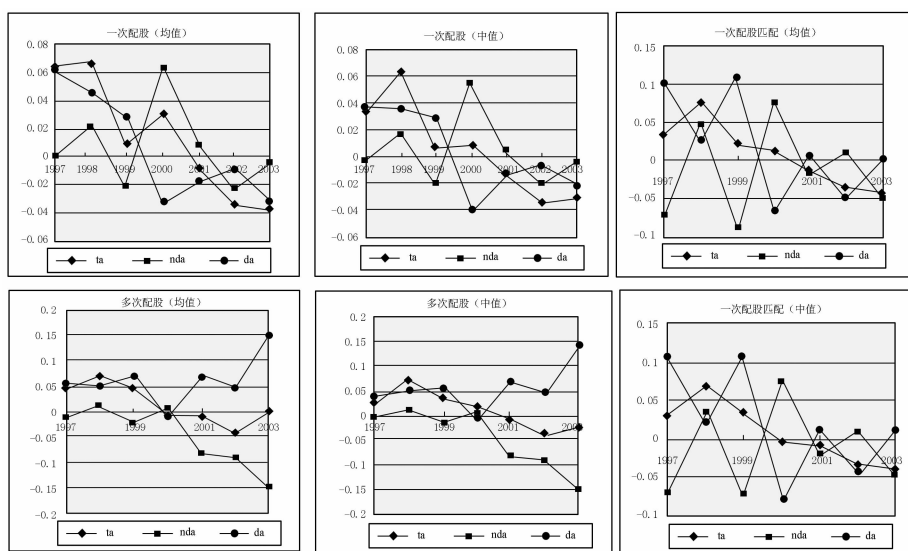


图 5 - 4 2000 年配股公司的盈余管理程度

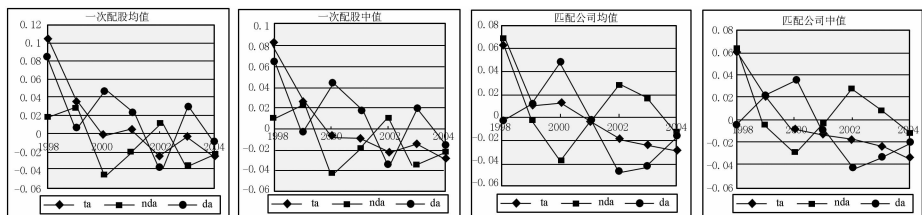


图 5 - 5 2001 年配股公司的盈余管理程度

如图 5 - 6 所示，2002 年一次配股公司，融资前第 2 年 DA 均值和中值高于融资前后各年，但融资后并没有明显下降的趋势。作为对比，匹配公司 T 年前后 DA 均值和中值变化趋势没有明显差异。

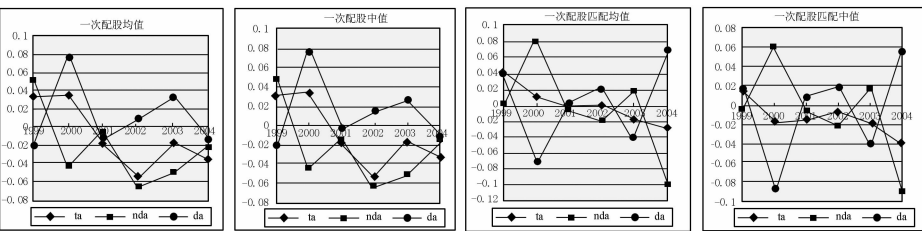


图 5 - 6 2002 年配股公司的盈余管理程度

为从总体上了解各年度实施配股公司的盈余管理程度，对各年配股公司在融资前后 7 年的 DA 中值作了显著性检验。如表 5 - 4 所示，1999 年和 2001 年一次配股公司 DA 与匹配公司有显著性差异，1997 年、1999 年和 2000 年一次、多次配股公司 DA 有显著差异，1997 年和 1999 年多次配股公司与匹配公司 DA 有显著性差异。

表 5 - 4 配股公司 DA 中值显著性检验

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
一次配股	0.049	0.031	0.026	0.004	0.015	0.014
匹配配股	0.023	0.004	- 0.015	0.023	- 0.006	- 0.003

续表

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
多次	0.100	0.039	0.099	0.059	-	-
1次匹配显著性 Z	-0.338	-0.845	-1.69*	-1.014	-1.69*	-0.105
1次、多次显著性 Z	-2.37**	-0.676	-2.37**	-2.20**	-	-
多次匹配显著性 Z	-1.86*	-0.676	-2.37*	-1.352	-	-

注：右上标*和**分别表示10%和5%水平下检验显著。

综上所述，在整个样本期间上市公司的应计利润总额随配股政策变更发生了有规律的变化。1995年6月至1998年6月，我国宏观经济处于低迷时期，上市公司为了达到配股及格线DA总体较高。1999年3月，配股政策有所放宽使DA有所下降。2001年3月，配股政策加强了对非经常损益的监管，使DA进一步下降。因此，上市公司总体上有通过操纵应计利润总额达到配股及格线的倾向。同时，越是后实施配股的公司，盈余管理的程度相对下降，说明随着监管政策的不断调整 and 变化，我国上市公司配股的盈余管理得到了一定的遏制，政策的变化为规范上市公司的SEO行为起到了一定作用。然而，从上市公司的价值效率来看，配股政策条件的不断修改，增加了准则的不稳定性，却并没有实现预期的目标。

（二）可操纵应计利润分布特征

1. 一次配股公司应计利润时间序列分布

表5-5根据修正Jones模型估计结果，计算了配股公司融资前后的总应计利润、非可操纵应计利润和可操纵应计利润的时间序列分布特征，表中数据都经过上年末总资产进行标准化处理。为保证结果的可靠性，对各变量均值和中位数显著性分别进行检验和符号秩检验。T-3到T年配股公司总应计利润保持在较高水平，T-3和T-2年相应T检验和Wilcoxon符号秩检验在统计上显著。融资后3个年度，配股公司总应计利润为负值，且T+2和T+3年相应T检验和Wilcoxon符号秩检验在统计上显著。代表盈余管理程度的可操纵应计



利润与总应计利润的分布特征基本相同，从 T - 3 到 T 年可操纵应计利润的均值（中位数）一直保持在较高的水平，均为正值，融资前 3 年显著大于零，而融资后的可操纵应计利润则迅速下降，到第 3 年均值（中值）下降到 - 0. 0305（0. 0262）。总应计利润与可操纵应计利润的时间序列分布具有一致性，因此总应计利润主要是由可操纵性部分构成的，而非可操纵应计利润并未表现出类似的分布特征，各年度均为负值。

表 5 - 5 一次配股公司应计利润时间序列分布

年度	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
TA							
均值	0. 0560 **	0. 0593 **	0. 01850	0. 0313	- 0. 0003	- 0. 0251 ***	- 0. 0390 ***
T 值	3. 656	3. 568	1. 675	1. 461	- 0. 036	- 5. 107	- 7. 791
中值	0. 0397 **	0. 0478 **	0. 0171	0. 0138	- 0. 0007	- 0. 0236 **	- 0. 0342 **
Z 值	- 1. 992	- 2. 201	- 1. 363	- 0. 734	- 0. 314	- 2. 201	- 2. 023
NDA							
均值	- 0. 0074	- 0. 0147	- 0. 0305 **	- 0. 0090	- 0. 0047	- 0. 0066	- 0. 0089
T 值	- 0. 37	- 0. 778	- 3. 297	- 0. 365	- 0. 32	- 0. 624	- 1. 202
中值	- 0. 0114	- 0. 0198	- 0. 0282 **	- 0. 0102	- 0. 0050	- 0. 0056	- 0. 0099
Z 值	- 0. 524	- 0. 943	- 2. 201	- 0. 314	- 0. 314	- 0. 734	- 1. 483
DA							
均值	0. 0634 **	0. 0734 ***	0. 0490 **	0. 0402	0. 0044	- 0. 0185	- 0. 0305 *
T 值	3. 77	4. 598	3. 291	1. 464	0. 252	- 1. 385	- 2. 712
中值	0. 0521 **	0. 0653 **	0. 0462 **	0. 0289	0. 0054	- 0. 0163	- 0. 0262 **
Z 值	- 1. 992	- 1. 992	- 1. 992	- 0. 734	- 0. 105	- 1. 153	- 2. 023
N	460	465	466	466	466	466	446

注：右上标*、**、***为10%、5%和1%水平下检验显著。均值是T检验，中值是Wilcoxon-Z检验。

2. 一次配股公司按规模分组应计利润时间序列分布

如表 5 - 6 所示，从公司规模分组进一步考察配股公司的盈余管理程度，

分组标准同前面章节。不难发现，无论大规模组还是小规模组的配股公司，在融资前3年及融资当年的DA均显著大于零，融资前的盈余管理表现显著。从中值比较看，小规模组公司盈余管理程度高于大规模组公司。然而，两组公司融资后的DA情况则有所不同：大规模组公司T+1年和T+2年DA不显著，而T+3年的DA显著小于零；小规模组公司T+2年和T+3年DA均显著小于零。

表5-6 一次配股公司按规模分组应计利润时间序列分布

大规模组	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
均 值	0.08791	0.03532	0.05114	0.03646	- 0.00542	0.00398	- 0.02377
中 值	0.06510	0.03294	0.04001	0.00131	0.00070	- 0.00018	- 0.02248
标准差	0.17239	0.16444	0.10440	0.20081	0.08948	0.09223	0.08351
最小值	- 0.40504	- 0.98175	- 0.36575	- 0.23187	- 0.26450	- 0.17613	- 0.23641
最大值	0.74066	0.59355	0.37753	1.56187	0.44301	0.70691	0.36550
显著性检验 (T)	5.445 ***	2.313 **	5.276 ***	1.956 *	- 0.652	0.465	- 2.971 ***
小规模组	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
均值	0.06780	0.06259	0.03728	0.02835	- 0.01092	- 0.03807	- 0.04434
中 值	0.03540	0.05615	0.04153	0.02419	- 0.00210	- 0.03127	- 0.04150
标准差	0.16225	0.21771	0.10617	0.12541	0.12192	0.09854	0.10857
最小值	- 0.28782	- 1.51701	- 0.27415	- 0.22807	- 0.60661	- 0.56276	- 0.58142
最大值	0.65711	0.73672	0.48382	0.60194	0.43205	0.20806	0.31393
显著性检验 (T)	4.461 ***	3.096 ***	3.798 ***	2.445 * *	- 0.969	- 4.179 ***	- 4.38 ***

注：右上标*、**和***为10%、5%和1%水平下检验显著。均值是T检验，中值是Wilcoxon-Z检验。

由表5-7可知，从审计意见来看，大、小规模组公司的非标准审计意见比例在融资后有显著差异，小规模组公司的非标准审计意见比例远高于大规模组的公司，这从另一个角度印证了小规模组公司的盈余管理的程度要高于大规模组公司。



表 5 - 7 一次配股公司非标准审计意见情况

	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
大规模样本					
Mean	10. 00%	9. 89%	9. 62%	7. 76%	3. 67%
Median	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%
Std. Deviation	30. 19%	30. 02%	29. 62%	26. 87%	18. 89%
Minimum	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%
Maximum	100. 00%	100. 00%	100. 00%	100. 00%	100. 00%
小规模样本					
Mean	2. 50%	2. 82%	10. 99%	22. 22%	17. 39%
Median	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%
Std. Deviation	15. 81%	16. 66%	31. 45%	41. 75%	38. 07%
Minimum	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%
Maximum	100. 00%	100. 00%	100. 00%	100. 00%	100. 00%
均值检验	- 1. 786 *	- 1. 903 *	0. 314	3. 147 ***	3. 444 ***
差异显著性检验 (Z)	- 1. 00	- 0. 577	- 0. 577	- 3. 053 ***	- 3. 128 ***

注：右上标 * 和 *** 分别为 10% 和 1% 水平下检验显著。

3. 一次配股、匹配公司应计利润时间序列分布

表 5 - 8 列示一次配股公司和匹配公司应计利润时间序列分布。显然，匹配公司 DA 在 T - 3 到 T 年与一次配股公司有所不同，只有 T - 3 和 T - 1 年 DA 为正值。

表 5 - 8 一次配股匹配公司应计利润时间序列分布

	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
TA							
均值	0. 0379 **	0. 0282 *	0. 0327 **	0. 0253	- 0. 0116 **	- 0. 0275 ***	- 0. 0381 ***
T 值	3. 429	2. 085	3. 307	1. 749	- 3. 312	- 5. 883	- 6. 334
中值	0. 0215	0. 0144	0. 0154	0. 0074	- 0. 0108 **	- 0. 0278 **	- 0. 0324 **
Z 值	- 1. 572	- 0. 943	- 1. 153	- 0. 943	- 2. 201	- 2. 201	- 2. 023

续表

	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
NDA							
均值	- 0.0244 *	0.042	- 0.0157	0.0363	0.0066	- 0.0232	- 0.0333 ***
T 值	2.291	- 0.824	1.047	0.504	- 1.005	- 1.781	- 6.334
中值	- 0.0212	0.0324	- 0.0143	0.0315	0.0058	- 0.0244	- 0.0225
Z 值	- 1.363	- 1.572	- 1.153	- 0.943	- 0.314	- 0.524	- 1.214
DA							
均值	0.0623 *	- 0.0138	0.0483 **	- 0.011	- 0.0183	- 0.0043	- 0.0049
T 值	2.46	- 0.826	2.72	- 0.464	- 1.329	- 0.166	- 0.292
中值	0.0545 **	- 0.022	0.0399 **	- 0.0174	- 0.0139	- 0.0036	- 0.0074
Z 值	- 1.992	- 0.943	- 2.201	- 0.734	- 0.943	- 0.314	- 0.405

注：右上标*、**和***为10%、5%和1%水平下检验显著。均值是T检验，中值是Wilcoxon-Z检验。

4. 多次配股公司应计利润时间序列分布

表5-9描述多次配股公司配股前后TA、NDA和DA的时间序列分布特征。从T-3到T年配股公司TA一直保持在较高的水平且均为正值，T-2至T年相应T检验在统计上显著。而融资后3个年度，配股公司TA不显著。融资前3年DA的均值（中值）一直保持在较高的水平的正值，在统计上显著大于零，而融资后的DA则迅速下降，到第3年均值（中值）下降到-0.0305（0.0262）。TA与DA的时间序列分布较一致，TA主要由可操纵性部分构成，NDA并没有表现出类似的分布特征，各年度均为负值。

根据上文分析，一次配股、多次配股公司在融资前3年存在系统盈余管理行为，上市公司盈余管理在时间上有显著离散性，有明显的时间特征，在一定程度上增加实施SEO的可能，提高了SEO发行价格。控股股东通过调整上市公司收益的时间分布，提高SEO前的报告盈余，扭曲了投资者对公司盈利能力和投资价值的判断。在存在盈余管理成本的情况下，大股东要权衡盈余管理边际收益与边际成本的关系，只要能获取正的净收益，就会实施盈余管理。



表 5 - 9 多次配股公司应计利润时间序列分布

	T - 3	T - 2	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
TA							
均值	0. 0372	0. 0768 **	0. 0585 ***	0. 0500 *	0. 0151	- 0. 0068	0. 0159
T 值	1. 788	4. 314	6. 868	2. 439	0. 911	- 0. 49	1. 155
中值	0. 0376	0. 0743	0. 0504 *	0. 0594 *	0. 0116	- 0. 0038	0. 0081
Z 值	- 1. 095	- 1. 461	- 1. 826	- 1. 826	- 0. 73	- 0. 365	0
NDA							
均值	- 0. 0725 *	- 0. 1108	- 0. 0074	- 0. 0341	- 0. 0279	- 0. 0123	- 0. 0544
T 值	- 2. 925 *	- 1. 636	- 0. 421	- 1. 192	- 1. 224	- 0. 454	- 1. 646
中值	- 0. 0673 *	- 0. 0896	- 0. 0083	- 0. 0318	- 0. 0290	- 0. 0129	- 0. 0531 *
Z 值	- 1. 826	- 1. 461	- 0. 365	- 0. 73	- 1. 461	- 0. 365	- 1. 826
DA							
均值	0. 1097 **	0. 1875 *	0. 0659 **	0. 0840	0. 0430	0. 0001	0. 0477
T 值	3. 762	2. 468	4. 156	2. 036	1. 951	0. 003	1. 262
中值	0. 1088 *	0. 1813 *	0. 0639 *	0. 0860	0. 0406	- 0. 0028	0. 0420
Z 值	- 1. 826	- 1. 826	- 1. 826	- 1. 461	- 1. 461	- 0. 365	- 1. 095
N	176	179	180	180	180	180	180

注：右上标*、**、***为10%、5%和1%水平下检验显著。均值是T检验，中值是Wilcoxon-Z检验。

（三）盈余管理相关性分析

盈余管理对上市公司利润提升的效应通常是短暂的，配股前的可操纵应计利润在配股后将在一定期间发生逆转，通过考察配股前应计利润与配股后业绩的关系，可以检验应计利润对上市公司配股后业绩下降的解释能力。

表 5 - 10 中 DA31、DA0 和 DA13，分别表示 T - 3 至 T - 1 年合计、T 年、T + 1 至 T + 3 年合计的可操纵应计利润。从动态视角看，配股后 T + 1 年 ROA、ROE、EBIT 与 DA31 显著负相关；T + 2 年 EPS、销售净利率、ROA、ROE、EBIT 与 DA31 显著负相关；T + 3 年 EPS、ROA、ROE、EBIT 与 DA31 显著负

相关。与 DA31 的情况截然相反的是，T+3 年 EPS、ROA、ROE、EBIT、主营业务利润率、销售净利率和销售毛利率均与 DA13 显著正相关。同时，P 与 DA31 和 DA13 分别表现为负相关、正相关。可见，配股后公司价值效率下降能通过融资前 DA 解释。

表 5-10 一次配股公司经营业绩与盈余管理相关性分析

	EPS T+1	XSJLL T+1	XSMLL T+1	ROA T+1	ZYLRL T+1	ROE T+1	EBIT T+1
DA31	-0.071	0.009	0.027	-0.117 *	0.013	-0.108 *	-0.091 *
DA0	-0.004	0.029	0.063	-0.031	0.047	-0.005	0.013
DA13	0.348 **	0.226 **	0.128 **	0.371 **	0.154 **	0.305 **	0.323 **
	EPS T+2	XSJLL T+2	XSMLL T+2	ROA T+2	ZYLRL T+2	ROE T+2	EBIT T+2
DA31	-0.184 **	-0.115 *	0.019	-0.164 **	-0.002	-0.118 *	-0.186 **
DA0	-0.067	-0.007	0.055	-0.056	0.034	-0.076	-0.078
DA13	0.355 **	0.272 **	0.119 *	0.384 **	0.157 **	0.277 **	0.301 **
	EPS T+3	XSJLL T+3	XSMLL T+3	ROA T+3	ZYLRL T+3	ROE T+3	EBIT T+3
DA31	-0.172 **	-0.059	-0.037	-0.173 **	-0.062	-0.135 **	-0.175 **
DA0	-0.046	-0.012	0.096 *	-0.025	0.075	-0.017	-0.072
DA13	0.224 **	0.185 **	0.101 *	0.302 **	0.129 **	0.202 **	0.188 * *
	P	TUOBINQ	S247	S0247	P247	P0247	
DA31	-0.135 **	0.075	-0.029	-0.038	0.018	0.075	
DA0	-0.066	0.031	0.047	0.107 *	0.008	-0.077	
DA13	0.308 **	-0.194 **	0.066	0.038	-0.082	-0.111 *	
	AUDIT T-1	AUDIT T	AUDIT T+1	MJZJE	MJZJBG	RZHWG	
DA31	0.133 **	0.129 **	0.125 **	-0.037	0.008	0.096 *	
DA0	0.029	0.121 **	0.091	0.01	-0.003	0.092 *	
DA13	-0.171 **	-0.185 **	-0.145 **	0.123 **	0.012	-0.130 **	

注：右上标*、**分别表示5%和1%水平下检验显著。

以上证综指为基准计算的发行日前247日CAR与D0显著正相关，配股当年盈余管理可以解释上市公司融资前的价格效率，但发行日后247日CAR与



DA 关系不显著。配股后 1~3 年上市公司非标准审计意见与 DA31 显著正相关，与 DA13 显著负相关，说明审计意见能够揭示盈余管理程度。配股后违规被查处与 DA31 显著正相关，而与 DA13 显著负相关。说明融资前实施盈余管理是有一定违规成本的。募集资金规模与 DA31、D0 没有显著关系。

接下来分析多次配股情况，由表 5-11 可见，配股后 T+1 年各盈利能力指标均与 DA31 不显著相关；T+2 年只有 ROE 与 DA31 显著负相关；T+3 年 EPS 和 ROE 与 DA31 显著负相关。P 值与 DA31 关系不显著。同时，配股后第 1~3 年上市公司非标准审计意见，与 DA31 和 DA13 均不显著相关。因此，多次配股后公司价值效率下降，并不能很好地通过 DA 解释。

表 5-11 多次配股公司经营业绩与盈余管理相关性分析

	EPS5	XSJLL5	XSMLL5	ZCJLL5	ZYLRL5	ROE5	EBIT5
DA31	0.09	0.063	0.09	-0.002	0.096	0.008	0.074
DA0	-0.048	0.188 *	0.149 *	0.01	0.164 *	0.007	-0.012
DA13	-0.024	0.207 **	0.168 *	-0.012	0.152 *	-0.039	-0.013
	EPS6	XSJLL6	XSMLL6	ZCJLL6	ZYLRL6	ROE6	EBIT6
DA31	-0.136	0.017	0.053	-0.123	0.053	-0.213 **	-0.108
DA0	-0.037	0.157 *	0.115	0.061	0.125	0.049	-0.051
DA13	0.029	0.246 **	0.181 *	0.009	0.168 *	0.052	0.072
	EPS7	XSJLL7	XSMLL7	ZCJLL7	ZYLRL7	ROE7	EBIT7
DA31	-0.149 *	-0.06	0.032	-0.138	0.03	-0.184 *	-0.132
DA0	-0.068	-0.045	0.073	-0.087	0.069	-0.088	-0.083
DA13	0.125	0.147 *	0.136	0.126	0.117	0.118	0.142
	PDUO0	TUOBINQ	AUDIT3	AUDIT4	AUDIT5	MJZJE	MJZJBG
DA31	-0.126	0.002	-0.097	0.03	0.14	0.087	-0.144
DA0	0.052	0.041	-0.007	-0.115	0.057	0.021	-0.005
DA13	0.109	-0.215 **	-0.052	0.112	0.076	0.121	-0.225 **

注：右上标*、**分别表示5%和1%水平下检验显著。

(四) 盈余管理回归分析

下面运用逐步回归法进行回归分析, 检验 DA 与有关因素的关系。解释变量同前文。在理论分析的基础上, 构建如下多元回归模型:

$$DA = \beta_0 + \beta_1 ZCFZL + \beta_2 GYGBL + \beta_3 GQJZD + \beta_4 MJZJE + \beta_5 P + \beta_6 \text{Tuobin } Q + \beta_7 \text{ASSET} + \beta_8 \text{AUDIT}_{T+2} + \beta_9 \text{AUDIT}_{T+3} + \beta_{10} \text{MJZJBG} + \beta_{11} \text{DGDGH} + \beta_{12} \text{RZHWG} + \sum_{i=1}^{21} \beta_{12+i} \text{HY}_i + \sum_{j=1}^6 \beta_{33+j} \text{year}_j + \varepsilon \quad (5-6)$$

其中, β_0 为截距, $\beta_1 \sim \beta_{39}$ 为系数, ε 为残差。因变量 DA 有 5 个, 包括融资当年和前 3 年各年的 DA, 以及前 3 年 DA 合计。为了控制行业因素对公司经营业绩的影响, 将样本公司设置 21 个行业控制变量, 即 hy1 ~ hy21。为了控制年度因素, 将样本公司设置 1997 ~ 2002 年 6 个年度控制变量, 即 year1 ~ year6。

解释变量资产负债率、股权集中度、国有股比例、募集资金规模、经营业绩指标 P 和 Tobin's Q 值, 控制变量公司资产规模, 均采用虚拟变量, 对于高于中位数的指标取值为 1, 否则取 0。所有模型的回归结果, 都通过了自相关、序列相关等检验。各模型的 F 值都在 0.01 以下水平显著, 检验模型的拟合效果较好, 各模型自变量 VIF 值都小于 2。各模型的多重共线性的诊断表显示, 条件数均在 15 以下, 并且特征值也不都接近 0。同时, 结合残差统计结果分析可知, 所有模型均满足多元线性回归的假设条件。

由表 5-12 回归结果可见, 各模型的回归情况并不理想, Adj-R^2 均比较小。融资前 3 年合计 DA, 与 Tobin's Q 值、T+3 年非标准审计意见、资产规模正相关, 与经营业绩、hy6 (交通运输、仓储业)、hy17 (石油、化学、塑胶、塑料) 负相关。而 hu6、hy17 均为垄断行业, 且自身盈利能力有保障, 说明此类公司没有明显的盈余管理冲动。融资前 T-3 年 DA, 与 T+2 年非标准审计意见正相关, 与 hy6、hy9 (社会服务业) 负相关; 融资前 T-2 年 DA, 与 2000 年和 2001 年实施融资、hy17 负相关, 说明 2000 年和 2001 年配股公司在 T-2 年盈余管理的程度不高; 融资前 T-1 年 DA, 与 T+3 年非标准审计意



见、募集资金规模、hy7 正相关；与 2000 年和 2001 年实施融资负相关。一方面说明当年盈余管理程度越高，T + 3 年被出具非标准审计意见的可能越大，并且获取的募集资金规模也越大，这也是盈余管理目标实现的一种表现。另一方面 2000 年和 2001 年配股公司在 T - 1 年盈余管理的程度并不高，结合 T - 2 年的情况，说明这两年实施配股的公司相对其他年度盈余管理的动机明显较弱。融资当年 DA 与资产规模，融资后违规被查处，1997 年、1999 年和 2001 年实施融资，hy4 正相关，同时，1997 年、1999 年和 2001 年配股公司在融资当年的盈余管理有“临时抱佛脚”的嫌疑。从回归结果看，有 3 个模型都表明融资后非标准审计意见与盈余管理程度正相关，验证了 H₄。可见，非标准审计意见是揭示盈余管理的一种事后监督手段。

表 5 - 12 一次配股回归检验结果

变量	[- 3 , 1]	T - 3	T - 2	T - 1	T
截距	0. 128 * * *	0. 072 * * *	0. 111 * * *	0. 055 * * *	- 0. 050 * * *
T 值	3. 715	6. 361	9. 072	5. 304	- 4. 034
YTUOBINQ	0. 200 * * *				
T 值	3. 852				
YP	- 0. 128 * * *				
T 值	- 2. 756				
AUDIT T + 2		0. 094 * *			
T 值		1. 997			
AUDIT T + 3	0. 097 * *			0. 117 * *	
T 值	2. 089			2. 518	
YZASSET	0. 150 * * *				0. 092 * *
T 值	2. 882				2. 077
MIZJE				0. 105 * *	
T 值				2. 201	
RZHWG					0. 136 * * *
T 值					3. 189
YEAR97					0. 388 * * *



续表

变量	[- 3 , 1]	T - 3	T - 2	T - 1	T
T 值					8.507
YEAR99					0.284 ***
T 值					6.216
YEAR00			- 0.139 ***	- 0.205 ***	
T 值			- 2.823	- 4.07	
YEAR01			- 0.224 ***	- 0.133 ***	0.104 **
T 值			- 4.536	- 2.632	2.277
Adjusted R ²	0.075	0.031	0.055	0.063	0.204
F-statistic	7.042 ***	5.656 ***	9.584 ***	6.996 ***	20.063 ***
Durbin-Watson	2.026	1.958	1.902	1.981	1.995

尽管从单一年度回归结果看，经营业绩未进入模型，但总体上，融资前3年DA与经营业绩显著负相关，验证了H₁。配股公司DA能够在很大程度上解释配股后的业绩下降，这与配股公司故意提升报告盈余的机会主义行为是一致的。上市公司配股前通过调整应计利润提升了报告盈余，配股后的净利润将受到新的应计利润影响，因此DA的逆转是导致配股后净利润下降的直接原因。上市公司配股后的业绩滑坡也表明公司本身缺乏核心能力和运营效率，上市公司不惜利用盈余管理获得配股资格，而没有致力于提高公司资本配置效率和企业价值，从而造成了对投资者决策行为的误导。

与假设有很大差异的是，股权集中度未进入模型，拒绝了H₃。同时，将发行日后2日、247日CAR作为解释变量引入上面模型，二者均不显著，拒绝了H₂。SEO股价对上市公司融资前的盈余管理行为并不明显相关，这说明我国证券市场对此类信息的敏感程度较低，或者可能是影响滞后。中国股市有着利润驱动的特性，利润驱动更广泛地可称为会计信息的驱动。与利润驱动相对应的另一种模式是价值驱动，两者在一定条件下完全等同。在确定的环境中，利润与价值可互相替代。在不确定性的环境中，二者的等同或者说价值驱动模式的成立，需要强式市场效率这一条件。Grossman和Stiglitz(1978)^[143]从



理论上证明了强式市场的不可实现性。从严格的理论上判断，价值驱动是不存在的。即使在半强式市场中，如果市场能够完全解读会计信息，能够透视所披露的会计信息背后的股票价值，尽量减少内部信息造成价值评估的偏差，价值驱动也可认为基本成立。从盈余管理行为的普遍存在，股票价格对于名义盈余指标十分敏感可以说明，中国股市现状尚且达不到价值驱动的要求。

作为对比，对多次配股公司盈余管理回归分析，具体模型同上。如表 5 - 13 所示，多次配股公司 Adj-R² 明显高于一次配股。与假设一致，股权集中度进入了回归模型，与 T - 3 年 DA 正相关，验证了 H₃。融资后第 3 年非标准审计意见也进入了模型，且与 D31 正相关，从而验证了假设 H₄。但融资后第 3 年非标准审计意见却与 DA0 显著负相关。而业绩变量、公司价值变量、募集资金规模和资产规模等变量均没有进入各模型，说明多次配股公司的盈余管理，并不能作为解释上市公司业绩下降的原因。并且 T 年 DA 与 1998 ~ 2000 年度变量均显著负相关，说明这些年度配股在 T 年盈余管理程度低。尽管注册会计师的审计意见可以对盈余管理进行揭示，但毕竟是时过境迁的事情，而在融资当年对盈余管理的事前控制则是当前需要着力解决的问题。

表 5 - 13 多次配股回归检验结果

变量	[- 3 , 1]	T - 3	T - 2	T - 1	T
截距	0. 241 * * *	0. 178 * * *	0. 096 * * *	0. 047 * * *	0. 214 * * *
T 值	9. 397	6. 684	3. 873	2. 78	11. 834
GYGBL		- 0. 19 * * *		0. 145 * *	
T 值		- 2. 687		1. 982	
GQJZD		0. 143 * *			
T 值		2. 013			
AUDIT T + 2					- 0. 194 * * *
T 值					- 2. 99
AUDIT T + 3	0. 149 * *				
T 值	2. 322				
YEAR98		- 0. 184 * *			- 0. 536 * * *



续表

变量	[- 3 , 1]	T - 3	T - 2	T - 1	T
T 值		- 2. 512			- 7. 186
YEAR99	0. 449 * * *		0. 531 * * *		- 0. 385 * * *
T 值	7. 036		7. 238		- 4. 934
YEAR00		- 0. 212 * * *	0. 173 * *	- 0. 204 * * *	- 0. 503 * * *
T 值		- 2. 819	2. 354	- 2. 864	- 6. 216
Adjusted R ²	0. 28	0. 167	0. 223	0. 093	0. 264
F-statistic	14. 95 * * *	6. 834 * * *	26. 573 * * *	5. 579 * * *	13. 851 * * *
Durbin-Watson	2. 108	1. 969	2. 226	2. 062	1. 77

第 6 章 上市公司股权再融资低效 根源及对策

由于经济中一般均衡的条件尚不存在，我国证券市场体制和结构中存在严重缺陷，证券市场主体秩序、行为秩序和监管秩序均不完善，使得证券市场的价格形成机制缺失，无法有效引导社会资源向边际效率高的项目有序流动，从而弱化了证券市场的资源配置功能。国外行之有效的 SEO 方式，在我国则带有鲜明的非理性色彩。前文分析表明，中国证券市场还是一个有着诸多缺陷的市场。要促成中国证券市场充分实现其优化资本资源配置这一核心功能，提高市场运营效率，需要从整个资本市场体系建设和完善的高度，借鉴成熟市场的成功经验，加以弥补和矫正。提高上市公司 SEO 效率是一项复杂的系统工程，涉及资本市场运作机制、交易制度、产权制度、市场体系的完善，以及投资者理性投资观念的形成和资本市场、货币市场调控政策的协调。

一、股权再融资低效原因制度解析

（一）证券市场功能定位缺陷

中国是当今世界唯一在转轨时期没有采取大规模私有化措施，而比较成功地引入证券市场的国家。证券市场是在改革开放后，管理层采取渐进式市场经济体制模式为导向的大背景下产生的，产生的基础存在制度性的先天缺陷。证

券市场发展至今只有十六年，证券市场中股权分置矛盾突出，投资群体的理性程度整体偏低，法制环境还不完备，国际化进程刚刚起步。在这种条件下的证券市场功能定位，事实上片面强调单一的筹资功能，而且单一定位在国有企业资金筹集，更多地是为了解决国有企业在经济体制改革中面临的困境，相对忽视了最为根本的企业产权制度改革和现代企业治理结构完善，而监管方面的缺陷则加剧了股市低效配置资源的过程，这是造成 SEO 效率低下的制度根源。

事实上，无论是在证券市场的发展进程中，还是在对市场行为的监管过程中，计划经济和行政手段的印记都比较明显，并且短期内难以从根本上弱化，从而忽视了市场经济的核心机制——竞争机制的存在和作用。由于缺乏竞争机制及其强制作用所引发的危机意识、风险意识、进取意识和创新意识，证券市场积极向上的激情和活力不足，进而抑制了资源配置功能。林毅夫（2003）认为，金融结构的有效性取决于金融结构资金配置的有效性。最有效的配置是将资金配置到国民经济中最有竞争力、最有成长潜力的产业部门，而不是说要将资金配置到最大、最现代化、最高科技的企业^[144]。16年来，作为金融市场发展重点的证券市场重视了筹资，却忽视了资本配置。上市公司数量不断增加，筹资规模总量在增长，而资本配置效率却一直在低位徘徊。以换手率为例，股市的换手率一直是其他成熟证券市场的 20 ~ 30 倍^[145]，极高的换手率表明投资者不注重公司业绩，极少介入公司的经营管理，降低了股市的资本配置功能^[146]。

中国证券市场严重的结构缺陷主要表现在市场分割和股权分置。就市场分割而言，突出表现在将股票按照投资者不同划分为 A 股和 B 股，这两种股份的认购者范围又有着严格的区别，同一市场内 A 股与 B 股的持有者之间不能交易，不仅造成同股不同价，还影响了股票的流动性。市场分割的另一个突出表现是投资者不能通过一个账户同时进行两个证券交易所的交易，使市场的组织效率大为降低，难以形成统一的市场。从股权分置来看，中国证券市场存在着独特的股权结构，这就是根据经济成分将股权划分为国家股、法人股和个人股，其中国家股和法人股不能上市流通转让。

随着中国证券市场的逐步发展壮大，起步阶段回避大规模产权改革的制度



设计导致的路径依赖，已成为抑制中国股市经济功能正常发挥的制度性因素，成为干扰中国股市均衡运行的重要原因之一。从实际情况看，证券市场在整个经济运行中的作用十分有限，尽管筹资功能得到了一定的发挥，但在相当程度上仍是计划性的。证券市场上还不具备发达市场经济国家股市所具有的反映宏观经济运行态势、优化产业结构、改善企业经营管理、提高经营效益等方面的功能，在承担中国特定经济金融环境所要求的经济功能时，也显得力不从心。企业改制的过程和上市后的运作中，官本位、地方政府保护、软预算约束等并没有根本性改变。扩张性冲动是上市公司普遍具有的属性，非理性 SEO 的产生具有深厚的体制原因，上市公司对资金的需求无边际地扩大，而并不考虑有无实际能力来运营如此巨大的资本，一旦募集资金到手，却不知如何合理使用。

（二）股票发行制度不尽合理

中国证券市场诞生在计划经济向市场经济转轨时期，许多制度留有浓重的计划经济烙印。在股票发行审批制条件下，公司股票发行和上市的决定权掌握在各级行政部门手中，行政权力通过行政方式使一级市场的股票变成稀缺资源，直接导致企业上市，乃至上市后的 SEO 不是市场竞争的结果，因而在对市场负责、对投资者负责和对行政部门负责的选择中自然就会倾向于后者。理论上，应该根据市场供求状况采取公开竞价的方式来确定发行价格，但中国证券市场与审批制这种计划发行方式相对应的就是股票发行定价的计划特征。在很长一段时间内，所采取的是由市盈率乘以每股税后利润来确定新股发行价格。这种僵硬的定价方式实际上是一种计划价格，致使新股的发行价格不能根据市场情况做出灵活、有效的调整，发行市场在一种低效率的基础上运转。1999 年 7 月，中国证监会出台的《关于进一步完善股票发行方式的通知》，将更多的自主权下放到发行人手中，从而打破了原有的单一定价模式。从 2001 年 3 月 17 日起证券发行核准制走上历史舞台，意味着计划发行股票方式的结束，市场化发行股票方式的开始。在核准制下，行政审批权力相对弱化，发行过程的透明度相对提高，股票的发行价格由市场决定。但实际的执行情况并没

有克服以往市场中存在的种种缺陷，SEO 后的各种矛盾依然层出不穷。顺应市场化、国际化发展的需要，2004 年保荐制度推出，市场对此给予了很大的期盼。

（三）股权再融资政策的缺陷

以《上市公司新股发行管理办法》、《上市公司发行可转换公司债券实施办法》及相关配套文件为主的上市公司再融资制度，自 2001 年 3 月颁布实施，已历时 5 年多。随着证券市场环境 and 宏观经济政策不断变化，再融资政策暴露出的问题严重制约了市场的发展^[147]。

1. 股权分置下融资制衡机制薄弱

股权分置条件下，中国上市公司控股股东利益与二级市场缺乏关联、上市公司具有“圈钱”倾向和控股股东“提款”偏好等痼疾。国有股东在上市公司中总体上处于绝对控股地位，即使个别公司国有股东相对控股，但由于公众投资者非常分散，致使在人数上占绝对多数的公众投资者难以取得对上市公司的控制权，无法真正参与决策，管理层的决策并不代表大多数流通股股东的权益。由于 SEO 的溢价发行，通过融资老股东权益增长很快，对新股东而言是权益的摊薄。控股股东通过股权融资可获得额外权益增长，拥有决策权的控股股东进行股权融资的意愿极强。再者，上市公司控股股东的“隧道效应”严重侵害了上市公司 SEO 效率。流通股股东和非流通股股东在 SEO 上承担的风险和获取的收益显然是不对称的。流通股类别股东大会和网上表决机制，对于保护中小股东有着积极作用，但在流通股股东参加股东大会热情不高、投票率极低的情况下，把过多的议案提交流通股股东进行类别表决，将可能导致股东大会结果容易被操控、侵害控股股东利益的情况。

2. 刚性条件为主的 SEO 门槛过高、过僵

2006 年 5 月以前，中国证监会规定，决定 SEO 资格的主要指标是 ROE，要求满足 SEO 的 ROE 不低于 6% 或 10%，这明显过于僵化。由于未考虑到企业行业和国民经济整体发展情况，导致部分上市公司很难达到 SEO 条件，致使年报 ROE “6%、10% 现象”频繁出现。配股条件满足 ROE10% 指标出现之



初，银行贷款利率也在这个指标的上下，而目前利率水平已大幅降低，再设置很高的 SEO 门槛，将不利于上市公司利用财务杠杆的效应，实现股东权益的最大化，特别对于资产负债率较低、财务安全度较高的公司更是如此。实践中运用 ROE 这一标准产生的问题也越来越多：一是操纵利润指标，粉饰财务报表的现象突出；二是轻视主营业务的盈利能力，重视投资收益等非经常性收益的增加；三是出现一方面现金分红，另一方面高价增发圈钱的矛盾现象；四是重视经营结果，忽视经营管理过程，造成公司成长后劲不足。

就 ROE 指标的计算来看，也存在诸多局限。一是 ROE 指标不利于企业的横向比较。由于企业负债率的差别，如某些企业负债畸高，导致某些微利企业 ROE 却偏高，甚至达到了配股要求，而有的公司尽管效益不错，但由于财务结构合理，负债较低，ROE 较低，反而达不到 SEO 要求。二是由于各企业负债比重的差别，也使 ROE 不一定能反映资金利用效果。这一点可从 ROE 与负债比率的关系上看出来。在总资产收益率一定的情况下，负债比重越高的企业，ROE 越高，这难免带来一些副作用。三是以 ROE 作为考核指标也不利于对企业进行纵向比较分析，企业可通过诸如以负债回购股权的方式提高 EPS 和 ROE，进而掩盖其经济效益和资金利用效果不佳的真实情况。四是通过一些手段很容易操纵 ROE，如以“超派现”减少净资产来实现 SEO 达标等。

SEO 政策的基本约束有硬性指标和各种实质法律条件构成的硬性约束，由各种软性条件所明确指向的市场约束。通过过高硬性指标和过多的实质条件去约束上市公司的行为，显然有悖于市场化基本原则，以“一刀切”的方式实质抹煞了上市公司在行业、规模、未来成长性上的诸多区别。由于 SEO 门槛过高，一些公司受客观条件所限，难以达到 SEO 的标准。如早期改制的上市公司，出于为国企脱困的目的，自身负担较重，上市伊始从未达到 6%。再如，有的公司主营业务单一、生产经营周期性明显、受行业调整的影响较重，在连续三年的一定时期，某一年度财务指标达不到刚性的标准（比如出现政策性亏损）。还有的公司经营贡献更多体现在社会效益上，受行业特点所限，毛利率有限，在竞争的市场条件下，与国内外对手进行招标等的过程中，若保 SEO 资格，就会失去商机。郑祖玄（2005）实证表明，证监会对股权融资实

行的限制性政策虽然可以缓解过度股权融资的危害，但并不能有效地校正这种偏差。尽管《管理办法》对财务指标进行较大放松，但真正市场化融资还有很长的路要走。

3. 股权再融资审核缺乏科学性

提出 SEO 申请的公司，一般在形式上都达到了现有制度的基本要求。问题在于目前监管审核部门对具体 SEO 公司的审核重点缺乏科学性。针对公司的 SEO 申请，现有规则下，审核中考核主体更多集中于公司主体而非项目主体、考核着眼点较多集中于历史而非未来。拥有好项目、真正需要资金的公司，往往因为公司既往 ROE 达不到要求而被迫放弃，错失发展良机。为上市公司出具可研报告的中介机构缺少监督，从一些项目的实际效益来看，一些可研机构不够勤勉尽责，提供的项目预期收益数据水分很大，严重误导市场。此外，目前 SEO 较首发设置了更高的盈利能力指标，SEO 审核与 IPO 审核相比，程序一样复杂，审核周期较长，这对一些项目的进度产生了一定影响，难以对募集资金项目进行有效把握和控制。

4. 股权再融资事后处罚手段乏力

由于 SEO 事后惩戒措施和处罚手段有限，导致违规成本较低，助长了部分公司盲目圈钱，弱化了市场融资的功能。对于募集资金变更和承诺项目未达到预期计划的情况，现行规则没有有效的约束机制，筹资计划与募集资金项目的资金需要及实施周期往往不匹配，投资项目缺乏充分的论证，公司不问是否真正需要资金，盲目拼凑项目“圈钱”。投资需求与融资手段是一种辨证的关系，只有投资的必要性和融资的可能性相结合，才能产生较好的投资效果。多数公司通常按照政策所规定的上限进行融资，不是根据投资需求测定融资额，把能筹集到尽可能多的资金作为选择 SEO 方式及制定发行方案的重要目标，融资额往往超过实际资金需求。对募集资金使用的后续监管大多集中在对程序和信息披露的要求上，难以形成对上市公司有效的约束力。



（四）股权再融资新政策评价

1. 新《证券法》对股权再融资的影响

与原有规定相比，公开发行新股的条件主要有以下几点变化：①关于再融资的条件。新《证券法》不再有“前一次发行的股份已募足，并间隔一年以上”的规定，有利于公司根据自身实际情况灵活选择，尤其是高成长性且急需融资的公司。在原有规定框架下，实际操作中公司前次发行后必须间隔一个完整的会计年度后方可再次提出发行申请，而从提出申请到获核准再到发行亦有一定的时间间隔，从而导致公司有好的项目却无法及时融资而错失商机，且当募股资金到位后市场环境早已时过境迁。当然，原有募股资金间隔限制规定的取消也并不意味着公司可以无限制地反复融资，公司再融资仍需满足其他法定及证券监督管理部门根据法律授权所制定的相关规定。②关于连续三年盈利的要求。与原《公司法》中“公司在最近三年内连续盈利，并可向股东支付股利”以及“公司预期利润率可达同期银行存款利率”的强制性规定相比，新《证券法》强调“具有持续经营能力、财务状况良好”，不再有硬性指标的要求。

2. 《管理办法》对证券市场的影响

新《管理办法》在淡化财务指标约束的同时，重点突出了上市公司证券发行的市场化约束机制。一是改变以往增发的折价发行方式，采用平价或溢价增发的市场化定价原则。向不特定对象公开募集股份时，发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日股票均价或前一个交易日的均价。此前增发往往以招股意向书公告前若干个交易日均价 80% ~ 90% 作为价格区间。二是对可转换公司债权转股价格作了不得低于市价的规定，无论初始转股价格还是修正后的转股价格，都不应低于基准日前二十个交易日的均价和前一交易日的均价。三是按新《证券法》规定，配股以代销方式发行，引入发行失败制度。代销期限届满，原股东认购股票数量未达拟配售数量 70%，发行人应按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。四是根据新《证券法》的规定，取消了上市公司两次发行新股融资间隔的限制，融资的时间安排由上

上市公司自主决定，发行人获得发行核准后，可在六个月内自行选择发行时机。并且不再适用流通股股东分类表决程序，发行证券议案经出席股东大会股东所持表决权三分之二以上通过即可生效。五是按照新《证券法》，在非公开发行股票的过程中，允许发行人和特定投资者双向自主选择，发行人可不经承销商承销，自行配售股份。

(1)理性看待 SEO “门槛”变化。《管理办法》赋予上市公司 SEO 更多的自主权，是为了进一步完善 SEO 市场化运作机制，提高融资效率。从表面看，确实降低了财务指标要求，但增加了对今后持续经营能力的考量，更加注重融资主体的自身整体质量和风险状况，实际上对上市公司的综合要求并没有降低。从这个意义上讲，《管理办法》的变化并不意味着 SEO “门槛”的降低，以及 SEO 规模将会大幅扩大。相对于股权分置下财务指标的硬约束，在全流通市场环境下，上市公司面对的是全新的市场化、组合化 SEO 规则，上市公司置身于全新市场环境下的 SEO 难度增加了。只有能够被资本市场认可的公司，能够根据资本市场情况和公司自身经营特点而设计符合现实的融资计划的公司，才能更高效地完成 SEO。《管理办法》强化了上市公司证券发行的市场价格约束机制，将大大提高增发的难度，加大主承销商的包销压力，遏制上市公司盲目的 SEO 行为。

(2)市场化运作机制可望提高资源配置效率。证券市场最重要的功能是资源配置，由于制度因素和体制环境的影响，我国证券市场历史上资源始终处于非有效配置状态。实施强化市场约束机制和放宽财务指标硬性要求的松紧搭配政策，既可为真正具有发展潜力、经得起市场检验的公司通过资本市场融资做大做强提供契机，同时也可有效防范大量公司一哄而上过度融资的情形。财务指标和价格约束出现此消彼长的变化，政策的出发点就是要强化市场在 SEO 问题上的话语权。对上市公司来说，SEO 的决定因素不再是账面反映的历史，而是价格预期的未来。

随着市场化、国际化、多元化融资结构的建立，《管理办法》倡导的市场化发行精神，将推动更多优质公司以合理的价格发行股票，会提升上市公司的 SEO 效率，市场资源可得以有效配置。以前，无论是配股还是增发，定价一



般都比当时市场价低一点。1999 年以前一般要低 30% 左右，这以后两者的差距有所缩小，但通常也在 10% 左右。另外，由于 SEO 的对象并不局限于老股东，高价增发也有利于维护老股东利益，并且为公司引入新的战略投资者。但在境内市场中，由于融资本位的问题一直解决不了，SEO 往往成为“圈钱”的手段，因此并不受市场欢迎。而多数 SEO 又是以老股东为主要对象的，所以只能是折价进行。

根据《管理办法》，大股东也就很难在提出计划的同时自己却不参加，还约束了以往上市公司折扣增发不断摊薄公众投资者利益的行为，对保护公司既有股东特别是中小股东的利益具有积极作用。整体上看，上市公司的融资行为最终由股东来说话，这种股东导向显示出上市公司证券发行进一步市场化。由于配股引入发行失败机制，以市场手段调控 SEO，真实反映市场需求，会改变曾经的“强卖”现象，有利于促进上市公司在实施配股时理性决策，相对限制了大股东圈钱行为。当然，将增发和转股价格底线锁定为二级市场价格，尽管有利于保护投资者利益，但一定程度上打破了一级和二级市场的博弈均衡，二级市场的高估将摆脱一级市场的约束，而因受制于股价，具有较好项目支撑的 SEO 则可能无法进行。从操作层面看，上市公司要顺利增发，必须使增发认购当日的二级市场价格高于增发价，否则投资者将选择从二级市场直接购买。但由于增发价格以前期二级价格为底线，这使得拟增发公司在公布增发意向书和实际认购这段时间内必须维持股价的上升态势，从而有了操纵股价的冲动。

(3) 非公开发行对市场发展的积极意义。以往上市公司 SEO 基本上是在老股东内进行的，这固然有其特殊的原因，但事实上弊端也不少，并且也不符合国际规则。非公开发行的优势在于一方面可以改善企业的股东结构，提高机构投资者比例，还可以为包括亏损上市公司在内的所有公司引入新的战略股东、注入新的优质资产、进行收购兼并等提供新的工具和渠道，有利于提高上市公司质量，促进上市公司的结构调整。另一方面有助于减少上市公司融资对市场的压力，解决了老股东在 SEO 过程中可能会发生的资金困难，缓和了老股东与企业的矛盾。非公开发行的引入还将带来上市公司的重新定位，使其超

越大股东融资窗口的职能而扮演起资产证券化平台的角色。

在股权分置时代，上市公司通过增发、配股取得融资，收购大股东资产的案例并不鲜见，但随着收购的完成，大股东在上市公司中的权益被摊薄、利益被弱化，因此，投资者不得不面临收购资产盈利能力逐年下滑的风险。同时，股权分置使大股东出售的资产以净资产为定价中枢，中小股东和大股东在收购过程中都存在一定的缺憾。在全流通环境下，随着非公开发行范围的扩大，大股东流动性较差的实物资产可择机出售，注入上市公司的资产持续盈利能力将影响到大股东的实际变现收益。对于大股东，这种非公开发行意味着所注入的资产可以不囿于净资产定价思路，那些净资产不大但盈利能力较强的资产也可在二级市场估值水平的基础上经适度折扣注入上市公司。应当注意的是，作为股份的买方和资产卖方的大股东在收购环节中会有粉饰业绩、抬高收购价格的动机。因此，应该制定科学、合理的定价制度，制约大股东资产高价进入上市公司，以损害其他股东利益的行为。由于定向融资是高价进行的，不但在一级市场上挖掘了公司的合理定价，而且还能够提高公司的净资产，真正做到老股东与新股东，参与 SEO 的股东与放弃 SEO 的股东之间的双赢。其实最近几年，作为 SEO 的创新，境内上市公司已经出现了定向增发的案例，由于增发的股票是非流通股，所以其市场意义并不大。目前由于股权分置问题的逐步解决，过去影响定向增发的障碍事实上被克服，这就为 SEO 的进行提供了较好的条件。

(4) 中介机构定位发生较大变化。根据《管理办法》，上市公司一旦被出具保留意见、否定意见或无法表示意见类型的审计报告，没有纠正后申请公开发行的机会。注册会计师在出具非标准审计意见的同时，无疑给公司下达了三年不予公开发行的判决书。在目前并不成熟的市场环境下，以及监管力量不断加强的形势下，我国会计师突然面临的执业压力可想而知。为提高《管理办法》的政策效率，更好发挥好会计师的执业水平，维护其自身的道德准则，需要包括监管部门、市场各方主体的共同努力和支持。就投资银行来说，《管理办法》既增加了难度，也创造了机会，今后的市场份额将取决于配售能力、定价能力和创新能力，更多地将体现在综合实力的竞争上。由于对券商产品创



新能力要求的提高，在市场化、国际化的背景下，不可能像以前那样得到项目就能成功，因为要根据上市公司不同的资本结构来设计方案，很难有完全通用的方案可供选择。

（五）股权再融资政策博弈

针对中国证监会以 ROE 作为评判 SEO 的硬性标准，现有文献普遍认为，上市公司在披露信息指标过程中操纵了 ROE，从而产生这种业绩异常分布。众多对中国股市的研究（陈小悦等，2000；阎达五等，2001；陆宇建，2002）表明，当证监会设定再融资的强制性业绩标准时，上市公司公布的 ROE 存在“10%、6%现象”。汪德华、刘志彪（2004）分析发现，2001 年、2002 年上海、深圳股票交易所公布的 A 股 ROE 指标异常集中于 6%~8% 区间内。平新乔和李自然（2003）以此为基础通过分析上市公司和中介机构的博弈过程，认为虚假信息披露事件是上市公司本身质量在某一特定区间内的产物。吴文锋等（2005）从我国上市公司增发、配股后的长期市场业绩和会计经营业绩角度进行实证研究表明，设置再发行门槛无法保证历史“绩优”公司拥有未来的“绩优”项目，门槛筛选的“绩优”公司在融资后经营业绩普遍大幅度下滑，即使门槛不同，公司融资后长期业绩也无显著差异。下面借鉴汪德华、刘志彪（2004）以及刘浩（2005）的研究成果^[148]，分析当前 SEO 政策的效率，为以 ROE 作为 SEO 审核标准过程建立博弈模型。

1. 模型基本结构

证券市场实施 SEO 主要涉及四个行为主体：监管部门（证监会）、上市公司、中介机构与投资者。假定上市公司的质量以 ROE 表示，中介机构是会计师事务所和作为承销商的投资银行。考虑两类参与主体：拟实施 SEO 的上市公司和作为监管部门的证监会。前者的行动即是否选择申请 SEO，证监会的行动则是决定上市公司 SEO 申请是否获得通过。假定证监会、上市公司都是风险中立者。假设博弈内容及顺序为：质量为 θ 的上市公司真实 ROE 为 s^T ， $s^T \geq 0$ 。证监会确定符合 SEO 效率，用于区分优劣公司的 ROE 为 s_0 ， $s_0 \geq 0$ 。上市公司在提交 SEO 申请时报告 ROE 为 s^R ，如果 $s^R \geq s^T$ ，上市公司可能支付虚

报成本。 $s^R = s^T + \Delta s$, Δs 是操纵的业绩, $\Delta s > 0$ 。在信息不对称条件下, 证监会只能观察到 s^R , 不能完全识别其质量高低; 证监会参考 s_0 , 制定政策公布 SEO 的标准为 s_1 , $s_1 \geq s_0$, 希望的分离均衡是: 好公司选择 SEO, 劣公司不选择 SEO, 同时证监会能够批准好公司的申请, 拒绝劣公司的申请; 在信息不对称条件下, 上市公司不知道 s_0 ; 中介机构按照重要性水平, 以及可以承受的风险, 确定可接受的上市公司报告 ROE 为 s_2 ; 上市公司根据 s_1 , 做出是否进行 SEO 的决策, 确定披露 ROE 为 s^R 。假设上市公司第一期增长率为 $g_1 = f(s^R, \theta) \geq 0$, 要求:

$$\frac{\partial g_1}{\partial s^R} < 0, \frac{\partial^2 g_1}{\partial (s^R)^2} < 0, \frac{\partial^2 g_1}{\partial s^R \partial \theta} > 0$$

这意味追求一定增长率时, 质量高的公司可牺牲较少的业绩。这是信号博弈中的分离条件或斯宾塞—莫里斯 (Spence-Mirrlees) 条件。不同质量的公司追求同一增长率目标牺牲的业绩不同, 业绩指标就可能成为传递公司质量的信号。满足这些要求的一个具体函数形式:

$$g_1 = K - \frac{(s^T)^2}{\theta}, \quad \text{其中 } K \text{ 为一常数}$$

设定在两时期内可加分, 且不考虑度量单位问题的管理层效用函数:

$$\mu_i = U(g_1 + g_2) = F(T, s^R, \theta) = T + K - \frac{(s^R)^2}{\theta}, \quad \text{其中 } T \text{ 代表未来增长}$$

由隐函数定理可得:

$$\frac{\partial T}{\partial s^T} > 0, \frac{\partial^2 T}{\partial (s^T)^2} > 0, \frac{\partial^2 T}{\partial s^T \partial \theta} < 0$$

这意味上市公司质量越低, 其无差异曲线就越陡峭。低质量公司管理层的无差异曲线, 处处陡于高质量公司管理层的无差异曲线, 两条属于不同质量公司管理层的无差异曲线只有一个交点。

2. 典型上市公司业绩操纵对均衡的影响

有业绩操纵行为, 披露 ROE 是 s^R 的上市公司 i 在 SEO 决策的支付函数:

$$U_i^c(s^R) = \mu_i(s^R | A = YA)p(s^T \geq s_0 | s^R) - \text{um}\omega_i(s^T, s^R) \quad (6-1)$$

$p(s^T \geq s_0 | s^R)$, 是公司经证监会审核通过的概率, 忽略其他政策约束条



件的 Bayes 概率形式为：

$$p(s^T \geq s_0 | s^R) = \begin{cases} 1, & s^R \geq s_1 \\ 0, & s^R < s_1 \end{cases} \quad (6-2)$$

$\mu_i(s^R | A = YA)$ 是公司 i 申请 SEO 募集资金额，其具体表达式为：

$$\mu_i(s^R | A = YA) = \begin{cases} T + K - \frac{(s^T)^2}{\theta} & A = YA \\ 0 & A = NA \end{cases} \quad (6-3)$$

其中 $T = \alpha s^T$ ， α 为融资系数。

$\omega_i(s^T, s^R)$ 是上市公司支付成本，具体表达式为：

$$\omega_i(s^T, s^R) = \begin{cases} (1-d)b\theta(s^R - s^T)^2 & s^T < s^R \\ 0 & s^T \geq s^R \end{cases} \quad (6-4)$$

b 为得益系数，反映上市公司实施 SEO 获得的额外收入系数。上式得益系数满足 Spence-Mirrlees 分离条件，对于同样的 s^R 而言，好公司比劣公司将支付更少的成本。 d 为上市公司分给中介机构（承销商、会计师、律师和评估师等）的费用提成比例。公司作假被发现的概率为 u 。同样虚报业绩，质量越高的公司遭受的损失越大，这是因为高质量公司虚报导致其未来声誉的损失更大。公司对于想要公布的盈利水平 s^R 有两种途径获得：操纵业绩或牺牲增长率提高盈利水平，公司在比较这两种途径成本大小后决定 Δs 大小。对于质量太差的公司，很难承担巨大报告成本，中介机构也很难承担过高风险，质量很好的公司也不见得会愿意付出过高成本购买独立会计原则。为研究方便，本书不考虑粉饰报表的另外一种情况，即上市公司出于一定目的隐藏业绩的情形。

3. 最优披露 ROE 的确定

上市公司与证监会的博弈过程中的均衡是：证监会制定的审核标准，是其所采取的行动中获得的最大支付。将式 6-2、6-3 和 6-4 代入 6-1：

$$U_i^c(s^R) = N(\alpha + s^R) - (1-d)b(s^R - s^T)^2 \quad (6-5)$$

对上式求一阶导数，得到最优 ROE：

$$s^{R*} = s^T + \frac{N}{2b(1-d)} \quad (6-6)$$

最优 ROE 下支付为：

$$U_i^c(s^R) = N(\alpha + s^T) + \frac{N^2}{4b(1-d)} \quad (6-7)$$

式 6-6 中得到的值大于零，说明上市公司为获取更多利益，最优行为存在客观虚报动机。

4. 操纵公司 ROE 的选择

业绩操纵的公司面临以下最优化问题：

$$\max[U_i^c(s^R)] = T + K - \frac{(s^R - \Delta s)^2}{\theta} - um\theta(1-d)b(\Delta s)^2 \quad (6-8)$$

$$s.t. \quad T = \alpha s^R; \quad s^R \geq s_1; \quad s^R \geq \Delta s; \quad \Delta s \geq 0$$

设立拉格朗日函数：

$$L(s^R, \Delta s) = \alpha s^R + K - \frac{(s^R - \Delta s)^2}{\theta} - um\theta(1-d)b(\Delta s)^2 + \lambda_1(s^R - s_1) + \lambda_2(s^R - \Delta s) \quad (6-9)$$

可验证目标函数为凹函数，则最优解存在的库恩—塔克条件如下：

$$\frac{\partial L}{\partial s^R} = \alpha - \frac{2(s^R - \Delta s)}{\theta} + \lambda_1 + \lambda_2 = 0 \quad (6-10)$$

$$\Delta s \frac{\partial L}{\partial \Delta s} = \Delta s \left[\frac{2(s^R - \Delta s)}{\theta} - 2um\theta(1-d)b\Delta s - \lambda_2 \right] = 0, \quad \frac{\partial L}{\partial \Delta s} \leq 0 \quad (6-11)$$

$$\lambda_1 \frac{\partial L}{\partial \lambda_1} = \lambda_1(s^R - s_1) = 0, \quad \lambda_1 \geq 0, \quad \frac{\partial L}{\partial \lambda_1} = s^R - s_1 \geq 0 \quad (6-12)$$

$$\lambda_2 \frac{\partial L}{\partial \lambda_2} = \lambda_2(s^R - \Delta s) = 0, \quad \lambda_2 \geq 0, \quad \frac{\partial L}{\partial \lambda_2} = s^R - \Delta s \geq 0 \quad (6-13)$$

区分情况讨论如下：

(1) $s^R, \Delta s > 0, s^R - s_1 > 0$ ，有 $\lambda_1 = 0, \lambda_2 = 0$ 。结合式 6-10、6-11 得：

$$s^R - \Delta s = \frac{\alpha\theta}{2} \quad (6-14)$$

$$\Delta s = \frac{\alpha}{2um\theta(1-d)b} \quad (6-15)$$



(2) $s^R, \Delta s > 0, s^R - s_1 = 0$, 有 $\lambda_1 \geq 0, \lambda_2 \geq 0$ 。由式 6-11 解得:

$$\Delta s = \frac{s_1}{1 + pm\theta^2} \quad (6-16)$$

(3) 由 $U(0, 0) = U(\alpha s_1, s_1)$ 找出边界公司, 将式 6-16 代入解得:

$$\theta = \frac{s_1}{2} \pm \sqrt{\frac{s_1^2}{4\alpha^2} - \frac{1}{um(1-d)b}} \quad (6-17)$$

可见, 在信息不对称条件下, 公司存在操纵业绩情况如下:

$\theta \in \left[0, \frac{s_1}{\alpha} - \sqrt{\frac{s_1^2}{\alpha^2} - \frac{1}{um(1-d)b}} \right] \cup \left[\frac{s_1}{\alpha} + \sqrt{\frac{s_1^2}{\alpha^2} - \frac{1}{um(1-d)b}}, \right]$ 的公司将公布高于 SEO 标准的业绩水平;

$$\theta \in \left[\frac{s_1}{2\alpha} - \sqrt{\frac{s_1^2}{4\alpha^2} - \frac{1}{um(1-d)b}}, \frac{s_1}{2\alpha} + \sqrt{\frac{s_1^2}{4\alpha^2} - \frac{1}{um(1-d)b}} \right] \text{ 的公司将公}$$

布为零业绩; 其他公司的业绩水平为 s_1 。

投资者关注上市公司过往业绩水平, 导致管理层用它发送公司质量的信号以获得再融资资格, 说明由证监会决定 SEO 资格时, 低质量公司将追求与高质量公司同样的业绩。设置 SEO 门槛并不能减轻投资者在再发行中的信息弱势。有效的政策至少需满足三个条件: 一是可操作性强, 有良好的分离鉴别能力; 二是要有合理的成本效益比; 三是要有稳定性或连续性。无论对于配股还是增发, 上市公司 SEO 标准, 证监会主要以 ROE 这把尺子来加以“裁剪”, 实践证明, 自身的特性决定了 ROE 作为标准的种种弊端, 无论上市公司在准备申请材料时, 还是证监会对其是否符合发行条件的审核上, 都带有主观性。《管理办法》对配股门槛的进一步大幅放松, 实际上就是市场和政策博弈的结果。

二、证券市场相关主体运作不规范

（一）上市公司

公司治理结构不完善、运作不规范是上市公司 SEO 效率不佳的重要原因。1999 年以前上市的绝大部分公司是由指标制下国有企业改造而来，由于行政机制的介入与市场机制的缺失，上市公司普遍存在转轨不转制的现象，在法人治理结构方面存在如国有产权虚置、无法真正对企业的经营负责、出资人不到位、内部人控制下的“一股独大”等问题。民营控股的上市公司有些是由家族公司转变而来，也存在法人治理结构方面的问题。加之控股股东法人股不能流通，公司控制权牢牢地被把握在控股股东手里，市场难以形成有效的约束机制。从国有企业改变为股份制的上市公司，非流通股占较大比重，股权结构无法有效制约经理层，“内部人控制”现象使企业无法进行有效的融资决策，上市公司不但可以在上市时按高溢价募集巨额社会资金，而且只要能保住 SEO 资格，就可以不断从证券市场“圈钱”，至于股东的利益和对股东的回报，则被搁置一边，这严重地制约了上市公司的规范治理和业绩提升，使股价政策和股利信号失灵，无法刺激企业融资绩效的提高。同时，公司治理结构的不完善使投资者无法对融资进行有效的监控。由于企业内部没有形成一个有效抵制经理层道德风险和逆向选择的融资决策和监控机制，外部没有营造一个激励与约束并存的融资环境，导致一些上市公司重筹资轻使用，募集资金贪多求大，没有充分考虑募集资金与公司财务结构、资产规模、股本扩张、发展目标、管理能力、项目周期及市场前景等方面的关系。在“一股独大”的法人治理结构中，作为国有资产的代理人，上市公司管理层往往由地方政府任命，他们更愿意服从大股东的利益，加上大多数上市公司的监事会“形同虚设”，产生了一系列侵占和损害中小股东权益的现象，如信息披露不规范、短期行为、过度圈钱和过度投资等。由于对“内部人”缺乏有效的激励机制，企业经营好坏与他们自身的经济利益不挂钩，导致不少上市公司管理层对责任和诚信义务的意识淡薄，甚至在管理与经营上存在过失行为，很容易产生代理人道德风险，并导致他们与股东间产生矛盾和利益冲突。由此可见，上市公司 SEO 效率的根本问题还在于产权改革不到位。



（二）政府监管部门

中国上市公司 SEO 效率低下，除受一些经济因素影响之外，与政府政策的影响也不无关系。从前文的分析看，直接影响上市公司融资偏好的是管理层决策，政策变化直接导致上市公司再融资工具的重新选择。从证券市场建立到 1998 年，股票一级市场一直实行发行审批制度，由监管机构取代市场的直接后果是监管机构必须对发行成功负责。为确保发行成功，控制发行价格和发行规模是两个有效的方式。从供给方控制上市规模造成了上市公司“壳”资源的稀缺，客观上形成了供不应求的状态。发行规模控制体现了国家对上市资源的垄断，二级市场的价格中则必须包含这部分垄断租金。1998 年以后，中国证监会开始行使集中统一的监管职能，但未能根本改变监管乏力的状况。政府对股市态度的变化往往成为股市起落的最重要原因，股价指数的高低常常成为调控市场的方向和力度的最主要指标，而政策的组合方式和力度又成为调控的最基本手段。也就是说，中国证券市场运行所基于的政策因素过多，以至于市场一直都有“政策市”、“消息市”之说。

在中国证券市场发展的历史中，政策一直有强大的刺激作用，政策市几乎是证券市场的最佳写照，股市的涨跌与政策的变化紧密相关。1994 年的三大政策出台，1996 年的特约评论员文章，1997 年的监管力度加大，1998 年的资金清查都促使沪深股市暴涨暴跌，而 1999 年的暴涨，2000 年的单边上升，2001 年下半年至 2005 年底的暴跌，也全都与政策息息相关。客观上，证券市场处于计划经济向市场经济转轨的过程当中，相关法律法规体系仍处于不断健全过程中，加之我国加入世界贸易组织后，市场开放的政策不断出台，各项政策的陆续出台对证券市场的走势将不可避免地产生重大影响。主观上，政府将证券市场定位为深化国有企业改革服务，一旦证券市场走势持续低迷，国有企业上市融资将受阻，同时由于内地证券市场机构与银行体系资金联系紧密，证券市场风险实际上已经体现为整个金融经济体系的风险，因而就政府监管部门而言，虽明知股市有泡沫，但又不可能坐看股市持续低迷，虽欲走市场化、国际化道路，树立不干预股指的形象，但关键时刻又不得不出来救市。如果一个

市场基于的经济因素过少，则难以谈得上公平、公正与合理。对于经济因素，市场参与者可以利用其共享的经济信息进行预测，而非经济因素，尤其是政策，并非普通市场参与者所能把握的，人们只能对此进行猜测。因此，证券市场运行与政府政策的这种强相关性，在很大程度上加剧了市场的脆弱性，一有风吹草动，特别是政策消息、传言等，股价就会出现大幅波动，降低市场的定价效率和资源配置效率。

（三）机构投资者

1997 年以来，由于国家政策的支持和鼓励，中国股票市场的机构投资者正以超常规的速度发展，包括证券公司、基金公司、保险公司、大型投资机构在内的国有机构以及以私募基金为主体的民间投资机构已成为我国股票市场的主导力量，各种迹象和有关数据表明，中国的股票市场正逐渐从散户时代向机构时代演化。特别是开放式基金的推出、社会保障基金的入市以及保险基金的全面入市，中国证券市场将全面过渡到机构时代。尽管我国的机构投资者以超常规的速度发展，但是在超常规的发展过程中也逐渐暴露出一些问题，如基金公司稳定市场、引导市场的作用不仅没有发挥，部分基金公司还存在一些违法违规操作行为，助涨助跌，以炒作为主，部分私募基金由于没有明确的身份和明确的法律约束，操纵市场的行为时有发生。机构投资者利用拥有的资金优势、信息优势和人才优势，进行不当投资行为，演化为机构投机者。机构投资者不仅难以起到稳定股市的作用，而且在市场化进程这几年，所谓的战略投资者更是名不符实。在这种情形下，机构越多泡沫越多，难以引领证券市场走上成熟的道路，还有可能极大地损害中小投资者的利益。

（四）中介机构

证券市场上专业化的中介机构主要包括：作为承销商的投资银行、提供财务信息审计服务的会计师事务所、提供资产价值评估的资产评估事务所和保证各种文件合法性的律师事务所。历史地看，中国中介机构与证券市场同样比较年轻，还处于发展中，由于相对不成熟，自身素质有待提高。与此同时，在特



殊的经济条件和法律制度背景下，中介机构执业受到诸多因素的影响，承担了各种超出自身承受范围的压力，有的中介机构执业的公正性因此令人怀疑，如不顾职业道德、诚信原则和牺牲广大投资者的利益来获取非法收益。市场上频频爆出的上市公司及其大股东肆无忌惮的造假行为，都与中介机构的参与有着直接的关系，有些甚至是与中介机构相互勾结、共同合谋的结果。证券投资咨询机构也是一类中介机构。专业性的证券投资研究人员对于信息的收集、处理、分析存在知识上和时间上的优势，因而其研究结论有助于一般投资者理解股市信息，把握投资决策方向。当然，这需要建立在咨询机构保持公正、客观的立场基础之上。由于体制问题，中国大部分证券研究机构附属于投资银行，没有严格执行研究部门与投资银行业务相分离的“防火墙”制度，证券分析师的收入与投资银行的业绩相关，从而造成分析师唱好股市的动机。在现有法律框架下，承销商借其研究报告造市获利恰属于灰色地带。在市场巨额利润与职业自律之间，一些分析师充当“庄家”的“股托”。

三、基于代理权的非理性股权再融资

在有中国特色的制度背景和公司治理环境下，满足融资基本条件的上市公司，不轻易放弃实施 SEO 的机会；不具备条件的上市公司，通过盈余管理或造假的手段，“创造”条件，“争取”实施 SEO 机会，结果导致机会主义盛行。

（一）股权再融资代理成本

1. 股东与经理的代理成本

张维迎（1995）认为，国有企业的委托—代理关系是一种多层次的委托代理，而初始委托人的最优监督积极性和最终代理人受监督下的最优工作努力，都随共同体规模的扩大而严格递减^[149]。管理者从控制企业的活动中取得的收益，不仅包括薪酬等金钱方面的收益，还包括各种非金钱的效用满足。在

信息完全的理想状态下，外部股东可以无偏地预料到管理者的上述行为，并据此设计涵盖所有情况的激励合同来规范管理者的行为。但由于取得信息需要花费成本，且某些签约人为了个人私利还会故意隐藏信息，使得获取完全信息几乎成为不可能或者变得极不经济，因此必然存在某些签约人拥有而另一些签约人并不拥有的信息。合同不完全性的存在决定了即使信息是完全的，双方不可能事先设计一个包含所有情况，且为所有各方正确理解和执行的合同，来保证代理人不会利用他的信息优势损害委托人的利益。不可避免地，代理人的决策与使委托人福利最大化的决策之间会存在某些偏差。所有者通过机制设计对管理者进行适当的激励，以及通过承担用来约束管理者越轨活动的监督费用，可以使这种利益偏差保持在有限的范围内，由于委托人的监督费用相比之下也是一种额外支出，因此也应归于外部股权的代理成本之内。在另外的情形下，由管理者支付费用来保证他不会利用信息优势损害所有者的利益，但这种保证支出同时也增加了代理成本，通过利益权衡制定的最佳监督水平和保证支出不可能使管理者的决策偏差为零，所有者的福利势必将要遭到一定程度的损失，即剩余损失。

Jensen 和 Meekling (1976) 通过建立模型分析了管理者非货币性消费导致的代理成本。如图 6 - 1 所示，当管理者非货币性消费支出为零时，企业在一定生产规模水平的市场价值达到最大。随着管理者非货币性消费逐渐增加，企业价值随之下降，当管理者拥有 100% 股份时，非货币性消费与企业价值的变化速度相同。代表股东兼管理者获取企业价值与非货币性收益的 VF 约束线斜率为 - 1， U_1 、 U_2 代表股东兼管理者对企业价值和非货币性收入偏好的无差异曲线，这些无差异曲线凸向原点，非货币性收益与企业价值的边际替代率递减。 U_2 与 VF 相切于 D 点，由此确定的企业价值为 V^* 、非货币性收益为 F^* 。当股东兼管理者售出所有股票而仍保留管理者地位时，若购买股票的外部股东能将管理者的非货币性收益仍控制在 F^* 水平而不支付额外成本， V^* 就是外部股东愿意支付的股票价格。当管理者将部分股份出售给外部股东时，不再承担用于非货币性收益而支出的全部成本。假定管理者出售 $(1 - \alpha)$ 股份，自己仍持有 α 的股份。如果外部股东相信管理者出售 $(1 - \alpha)$ 股份后用于非货币性

的支出不变，他们将愿意支付 $(1 - \alpha) V^*$ 的价格购买。管理者出售股份后，支出 1 美元非货币性消费自己只承担 α 美元的成本，VF 线将变为 V_1P_1 线，其斜率为 $-\alpha$ ，管理者非货币性收益大于其享有的企业价值损失。 V_1P_1 必将经过 D 点，如果管理者出售股份后仍保持非货币性消费支出不变，其财富仍可达到 V^* 。但管理者为弥补变为部分所有者而享有企业价值的损失，必然会提高非货币性收益， V_1P_1 与 U_1 相切于 A 点， U_1 代表一个更高的效用水平，A 点所对应的管理者非货币性支出 F^0 大于原来的 F^* 。整个企业价值相应从原来 V^* 下降到 V^0 。如果投资者是理性的，会意识到一旦管理者股份减少，会增加非货币性消费，将不愿支付 $(1 - \alpha)V^*$ ，股票的价格就会降低。后果是企业价值小于管理者作为完全所有者时的价值，二者差额就是股权融资代理成本。

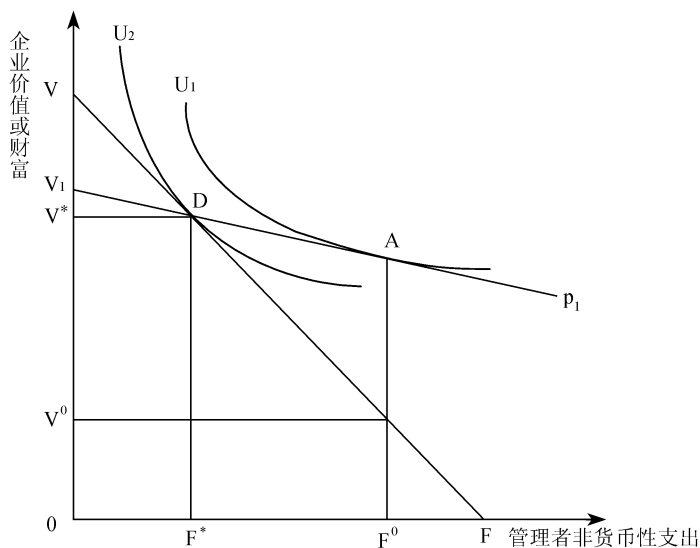


图 6 - 1 管理者非货币消费的股权融资代理成本

2. 控股股东与小股东的代理成本

控股股东和小股东之间的利益冲突，是导致上市公司融资行为非理性，偏离公司价值最大化目标，经营业绩下降，从而导致 SEO 效率不佳的主要原因。

控股股东具有投票权优势,出于自身利益考虑,能够较好地承担监督职责,从而减少经理人员的机会主义行为,保证公司经营的良性发展,有利于降低股东与经理人员之间的代理成本。小股东出于收益与成本的对比,往往不愿意付出监督努力而搭乘控股股东的“便车”。股权集中型的所有权结构中,面临的负面问题即控股股东与小股东之间的冲突,或者更确切地说,是控股股东对小股东利益的侵占。近20年,在不同股东之间的利益冲突以及该冲突对公司股利分配和资本结构等方面影响的研究逐渐增多。对控股股东和小股东之间的利益冲突,是导致公司融资行为偏离公司价值最大化目标的主要原因形成了比较一致的结论。在控股股东和小股东利益冲突研究方面, Demsetz (1985)、La Porta et al. (1997 ~ 1999)、McConnell 和 Servaes (1990)、Mikkelson 和 Partch (1989)、Morck 等 (1988) 认为控股股东和小股东之间经常出现严重的利益冲突,控股股东可能以牺牲小股东的利益为代价来追求自身利益^{[150][151]}。Claessens、Djankov、Fan 和 Lang (1999) 的研究表明,东亚国家公司治理的主要问题是控股股东对小股东的掠夺行为。在股东结构对隧道效应的分摊影响方面, Pagano 和 Roel (1998), Bennedsen 和 Wolfenzon (1999), Henrik、Cronqvist 和 Mattias (2001) 研究了多个大股东的存在对于抑制资产掏空等侵害行为的作用,认为多个大股东的存在可以起到互相监督的作用,从而有效地限制控股股东的侵害行为。Shleifer 和 Vishny (1997) 以及 Pagano 和 Roel (1998) 指出,控股股东可以利用小股东无法分享的控制权,通过侵害小股东利益来获取私利^{[152][153]}。这种控股股东利用自己的控制权谋取私人利益而使小股东利益受到损害所导致的利益冲突,也会产生相应的代理成本。La Porta 等 (2000) 将控制性股东与经理人员共同视为公司的“内部人”,并且指出在很大程度上,公司治理是关于如何保护外部投资者权益免受“内部人”侵占的机制安排^[154]。可以认为,控股股东不仅侵占小股东的利益,其行为的失控对公司整体价值也有负面影响。Johnson 等 (2000) 把控股股东利用金字塔式的股权结构,将底层公司的资金通过证券回购、资产转移、利用转移定价进行内部交易等方式转移到控股股东手中,从而使底层公司小股东利益受到侵害的行为称为“隧道效应”(Tunneling)。股权集中会造成控股股东与中小股东之



间的严重代理问题，控股股东倾向于利用手中的控制权，通过一种“隧道”的方式从上市公司中转移资产和利润，从而造成对中小股东利益的侵害^[155]。

国内学者对上市公司控股股东侵害小股东行为的研究表明，上市公司控股股东对公司价值的影响，更多地反映为利益侵害效应，控股股东控制权共享收益小于控制权私人收益。控股股东与小股东的利益是冲突的，控股股东有动力、也有可能侵害公司的利益。余明桂和夏新平（2004）对中国上市公司1999～2001年的关联交易的实证检验结果发现，由控股股东控制的公司，其关联交易显著高于无控股股东控制的公司。控股股东担任高级管理者的公司，其关联交易显著高于控股股东不担任高级管理者的公司。控股股东持股比例和控股股东在董事会中的席位比例越高，关联交易越多，这意味着控股股东确实能够借助关联交易转移公司资源、侵占小股东利益^[156]。刘峰、贺建刚和魏明海（2004）通过五粮液的案例分析表明，由于缺乏对小股东利益加以保护的法律机制，加之相应约束大股东的市场机制尚未建立，大股东控制更多地导致了侵害小股东利益的利益输送现象^[157]。林彬（2005）发现上市公司在再融资方式的选择上，流通股股东和非流通股股东的利益不同。管理者无法同时兼顾两类股东利益，管理者行为符合持有非流通股的控股股东利益最大化原则，再融资选择有利于控股股东。在控股股东对管理者失去控制的情况下，上市公司被管理者控制，从自身利益最大化原则出发，再融资选择倾向使管理者控制更多的资源，而不是两类股东的利益^[158]。郑祖玄（2005）指出控股股东可以通过上市公司股权融资获得股权增值收益^[159]。中国上市公司再融资方式的选择实际上由中国股权分置、公司治理模式所决定。

（二）非理性股权再融资动机分析

1. 信息不对称下非理性股权再融资动机

在我国上市公司特有的股权结构和制度背景下，SEO受到严重的行政干预。上市公司在投资行为上并没有完全摆脱利用国有银行资金进行投资扩张的“投资饥渴症”的影响，导致“资金饥渴症”的出现。上市公司实施SEO的目的可能是利用现有的融资机会保留资金储备，也可能是随机的，或是为了公

司某种特殊利益需求。一些推动上市公司实施 SEO 的控股股东，真正目的是将上市公司募集来的资金为己所用。控股股东利用既没有还债压力又不会使控制权受到威胁的权益融资途径，无疑是获得资金的最佳选择。而在公司利润相对稳定、缺少良好的投资机会情况下，股权相对分散的公司就缺乏 SEO 动机。但如果公司预期其未来的获利能力要下降，而且这种下降将影响其未来的权益融资资格，就会考虑充分利用现有的融资资格，以减少未来净利润下降带来的融资风险，并保持一定的资金储备。这时 SEO 动机可能就是时机性圈钱动机，即充分利用现有的而以后可能会失去的融资资格。尽管上市公司 SEO 资金配置方面存在着用股权融资资金偿还银行贷款、存放银行获取利息、委托金融机构投资等行为，但从实践来看，资金的使用更多地投入于各种效益并非理想的新投资项目，甚至将资金投入一些企业原本不熟悉，与企业主营业务范围无关的领域，以扩大企业规模。同时，上市公司仍沿袭原国有企业的投资行为模式，进行大规模的过度投资扩张行为。陈清泰（2002）认为，股权融资成本的软约束使上市公司的融资成本很低，因而对投资项目评价时，折现率的要求也很低，企业有无限动力通过股权融资进行大规模的过度投资。可以认为，多数上市公司 SEO 从局部利益看是上市公司及其股东的“理性”选择，但从全局来看，这些行为动机导致的是非理性 SEO，更进一步讲是一种破坏整个市场融资功能的融资。

我国资本市场还处于发展中，市场上投资者与上市公司在投资项目收益方面的信息不对称问题，要比发达国家成熟的资本市场严重得多，上市企业虚报投资项目的投资收益、更改募股说明书的情况时有发生，在上市公司股权融资过程中，外部中小投资者与上市公司在有关企业资产价值和投资项目收益方面的信息不对称是存在的，信息不对称的程度越高，上市公司为实施投资项目所发行的股权融资证券，在资本市场上被高估的可能性越大，这就更易招致非理性融资行为。拉纳亚南（Narayanan, 1988）^[160]、赫因克尔和泽奇纳（Heinkel and Zechner, 1990）等^[161]认为，当信息不对称仅仅只限于新投资项目的价值时，有可能发生过度投资的情况。也就是说，部分净现值为负的项目也可能被实施。原因在于，当新项目是否被实施作为唯一可观测的信号时，用项目的



净现值将企业完全区分开来是不可能的。均衡中包含了许多具有不同的以平均价值定价发行股票的净现值项目。项目净现值低的企业将从高估权益出售中获利，其获利可能会超过补偿负净现值项目的损失。因此，存在一个负的投资决策点净现值，所有高于该净现值的项目都会被实施。从股权结构的角度看，不能自由流通的国有股股东与个人股股东存在目标差异，前者更倾向于追求国有资产的增值，后者则更关注于股权投资的资本利得，由于企业股票的市场价值在个人股股东追求资本利得的利益驱动下被高估，企业就能够以较高的市场价格发行股票，并获得新股发行的溢价收益，由于溢价收益在企业投资中所产生的价值被所有股东共同分享，从而原有股东事后分配的企业资产价值较其本应得到的部分增加，当上市公司从新股发行中得到的溢价收益大于新投资项目所发生的投资亏损时，代表国有股股东利益的经营管理者仍会实施投资项目，非理性 SEO 现象得以发生。

在信息不对称情况下，绩差公司常常能够取得融资机会，而绩优公司不一定能得到融资的机会，这绝非偶然。用一句经济学的术语就是“劣币驱逐良币”。简单来讲，市场中有绩优公司甲和绩差公司乙（尽管较差，但至少也要符合融资基本条件），共同争取有限的融资份额。乙自知实力不如甲，渴望融资动力和“积极”程度的攻势就格外强烈，而甲虽然也非常偏好融资，但由于自恃实力声誉，追求起来就会内敛些。实际上，融资资源的供给方（投资者）和资源控制方（监管部门），偏好甲要远胜于乙，但由于信息不对称——供给方和控制方不能肯定甲是否也格外需要资金，加之有限的资源是由政府监管层控制的，需方市场的自尊心理作怪，通常会显得比较“傲慢”。最后的结果就很可能是乙“幸运”地获得理想的资金，而投资者其实很无奈地看着资金投资没有得到预期的回报。

2. 非理性股权再融资的制度环境

在我国证券市场存在缺陷、市场监管体系不够完善的情况下，造成非理性 SEO 的原因是多方面的。证券市场二元股权结构使上市公司具有内生的非理性融资动机。在股权分置条件下，股权融资通过高溢价资本收益为非流通股股东带来超额融资回报，由此形成的激励诱使非流通股股东忽视股权融资的潜在

风险和成本，凭借其在股权结构中的主导地位，充分运用制度安排和公司控制权实施 SEO。上市公司股权结构中 2/3 是非流通股，投资者愿意为流通性而付出多余的“成本”，二级市场上的股价含有流通权的价格。一级市场上监管部门的发行价控制，使发行价没有充分揭示流通权的价值。缺乏卖空机制下的市场过度投机，使得二级市场的信息浑浊，以及缺乏对中小投资者的保护，使价格操纵与财务欺诈盛行，在一定程度上驱逐了长期投资者。掌握着公司的控制权的非流通股股东持有的股票没有二级市场价格，对他们来讲权益资本收益往往是以账面价值而不是流通股市场价值计算的，所看到的项目投资收益要高于流通股股东。融资决策时，非流通股股东观察到的融资成本要低于流通股股东，这种扭曲的判断直接影响到上市公司的投资决策，即使按照流通股市场价格计算的投资收益率很低，只要按照净资产计算的投资收益率可以达到一定的水平，掌握决策权的非流通股股东就可以做出进行投资的决策，这使得上市公司接受项目的“门槛”降低，并积极发行股票承担新的项目。另外，由于实施 SEO 发行流通股时的价格，是以流通股当时的市价为依据，在流通股市价高于公司每股净资产时，按照市场价格融资可以提高每股净资产的价值，从而提高非流通股的每股价值。这种状况进一步强化了非流通股股东不顾项目的实际投资收益和融资成本，通过 SEO 来投资新项目的动力。更为重要的是，政府机构的某些非理性决策助长了上市公司非理性 SEO。比如，由于许多上市公司的国有性质，证券市场或多或少承担了为国有企业融资服务的一些职能；融资成本较低，又没有硬性现金分红的约束，使融资成本成为一种软约束而带来的软成本，都归因于政府关于股利的制度缺陷和会计制度的不严格；还有一些地方政企不分，上市公司成了政府融资渠道之一。各地方政府每年做资金计划，资金来源除了吸引外资和银行贷款外，部分落实在当地上市公司，能募集多少资金成为评价企业管理者的一项标准。

受特殊股权结构和社会制度、经济发展环境影响，上市公司的股权融资成本是很低的。虽然从显性成本和隐性成本两个角度来考察，配股、增发的融资成本存在着差异，但相比成功融资给上市公司尤其是控股股东和公司经理层带来的巨大收益，融资成本显然微不足道。上市公司在选择再融资工具时，关注



的是使用哪种工具能够成功融资，而不是哪种成本更低。分析统计数据不难发现，上市公司阶段性地表现出对某一种再融资工具的偏好，往往是直接源于证券发行监管审核制度的调整。张五常认为，一种制度安排，尽管在他人看来是那样地无效率，但它却是其当事人在约束条件下最优选择的结果。尽管中国上市公司 SEO 从表面上看是金融资产配置过程中一种制度性的无效率现象，但在转轨经济中的中国，它又不是一个单纯的数量概念，而是当事人各方在其过程中获得自身的既得利益的工具，即是有关利益各方之间的利益冲突与妥协所导致的一种行为均衡，是利益各方动态博弈的结果^[162]。上市公司股权融资偏好下非理性 SEO 虽在理论上可以得到解释，但在实际中，公司募集资金若真正投入到所实施的项目中，并获得较高收益，SEO 效率得到保证，这时，SEO 应是上市公司融资方式的合理选择。

3. 非理性股权再融资的危害

上市公司非理性 SEO，对微观个体和市场宏观全局有着重要的影响。一方面，对于有机会实施融资的公司，非理性 SEO 或许会带来短暂的好处和利益，如致使上市公司现金流充裕、财务压力降低等，但从长期来看，没有审慎分析决策的融资计划，对公司不会带来预期的价值增长，投资者难以获取可观的回报。上市公司在不同的融资动机下，募集资金的用途和使用效果存在很大差异，表现为融资后会出现不同的业绩表现、股价效用和公司治理效率。非理性 SEO 会出现 Jensen（1986）所描述的自由现金流问题，公司可能会滥用资产，将之投入到减少公司价值的行为中，如净现值为负的项目。这种滥用资产的表现可能包括收购控股股东的资产、高价采购关联公司的产品、与控股股东合作开发与公司主营业务相去甚远且投资金额大、回收期长的项目、直接为关联公司提供资金、增加与公司管理相关且伸缩性较强的开支如管理费用、销售费用等。如果上市公司外部权益融资动机是时机性圈钱，融资以后募集资金不会有明显的转移倾向。但由于 SEO 增加了管理者可以支配使用的资金数量，可能同样存在自由现金流问题。由于公司充分利用现有融资资格的原因是预期未来的融资资格受到威胁，并没有经过慎重研究的可投入项目，融资后不会对业绩有根本改观。当然，公司本身经营周期和外部环境的变化也是融资后业绩变化

的主要可能原因。另一方面,对于具备条件或者不具备条件,而没有机会实施融资的上市公司而言,一部分是或许原本就没有打算融资的公司,姑且撇开不谈,而另一部分对资金十分饥渴的公司,其丧失的则是融资的机会成本。从对宏观经济的影响看,在现有 SEO 政策的约束下,融资的非市场化特征明显,市场面临“僧多粥少”的资金供给局面。如果获取资金的上市公司,募集资金使用效率普遍不高,就会造成整个证券市场融资功能没有得到有效发挥,合理资源配置的作用没有得到体现。

(三) 控股股东影响股权再融资效率行为分析

1. 控股股东影响股权再融资效率的倾向

股权分置下,我国上市公司控股股东与其他股东在利益获取上存在差异,管理者利益与控股股东利益基本一致,管理者有可能为控股股东输送利益。如果公司股权结构较为集中,控股股东对公司拥有绝对的控制权,此类决策就很容易通过。下面参考郑祖玄(2005)的模型^[163],分析控股股东侵害 SEO 效率的倾向。

第一,全流通下控股股东侵害上市公司 SEO 效率分析:

假设 1: A_0 是上市公司总资产, V_0 是股票的市场价值, D 是无风险负债, q_1 是流通股市净率,存在下式:

$$q_1(A_0 - D) = V_0 \quad (6-18)$$

假设 2: SEO 效率被控股股东侵害后,上市公司股票市场价值的损失将通过市净率而放大。控股股东侵害上市公司 SEO 效率的行为比较复杂,出于定量研究目的,假设控股股东损害公司 SEO 效率以数量化形式的 A 表示, m 为侵害系数,即侵害资金占全部资产之比; V 是股东损失额, n 为损失系数,即股东损失占全部股票市值之比。当公司资产被控股股东侵害后,并不改变市场对公司剩余资产的评价,故:

$$q_1[A_0(1 - m) - D] = V_0(1 - n) \quad (6-19)$$

假设 3: 控股股东持有上市公司股权比例为 α , $0 < \alpha < 1$, 并自行决定侵害公司的资产额。由于存在被证券监管当局查处的可能,存在其他股东通过法



律手段对控股股东进行法律诉讼的可能，控股股东侵害公司资产的成本受到三方面的影响：一是侵害系数 m ，侵害的 SEO 效率越大，控股股东被查处或被小股东起诉的可能性越大，控股股东被查处和惩罚的可能性会迅速提高，被惩罚的力度也会很快提高，这说明控股股东侵害公司资产成本具有边际递增性质；二是损失系数 n ，控股股东侵害公司资产的额外成本也具有边际递增性质，随着 n 提高，控股股东可能面临上市公司失血过多，不能为其“持续圈钱”；三是其他影响成本因素为向量 y 。控股股东侵害公司 SEO 效率的成本为：

$$C = c(m, n, y); \quad \frac{\partial C}{\partial m} > 0, \quad \frac{\partial^2 C}{\partial m^2} > 0, \quad \frac{\partial C}{\partial n} > 0, \quad \frac{\partial^2 C}{\partial n^2} > 0, \quad \frac{\partial^2 C}{\partial m \partial n} > 0 \quad (6-20)$$

根据以上的假设，控股股东侵害公司 SEO 效率的收益函数：

$$R = \alpha(V_0 - V - D) + A - C \quad (6-21)$$

将式 6-18、6-19、6-20 代入式 6-21 可得：

$$R = \alpha q_1 A_0 - \alpha q_1 D - \alpha q_1 A + A - c(m, n, y) \quad (6-22)$$

对于控股股东来说，收益函数的最大化问题即：

$$\max \alpha q_1 A_0 - \alpha q_1 D - \alpha q_1 A + A - c(m, n, y) \quad (6-23)$$

$$s. t. m \geq 0$$

根据假设 3 中侵害资产的成本函数 $c(m, n, y)$ 所具的性质，可以通过一阶条件求解此最优化。求解此最优化可得控股股东侵害资产的最优规模。

当 $1 - q_1 \alpha \leq 0$ 时，取得角点解，此时最优 $A^* = 0$ ，即控股股东不会侵害公司资产。由于 $0 < \alpha < 1$ ， $1 - q_1 \alpha \leq 0$ 相当于 $q_1 \geq 1/\alpha$ ，即公司要具备较高的市净率，在此市净率下，控股股东侵害公司的资产将导致市值的重大损失，控股股东侵害的资产不足以弥补其持有股份在股价下跌方面的损失。

当 $1 - q_1 \alpha > 0$ ，即 $q_1 < 1/\alpha$ 时，此时控股股东会侵害公司资产。最优化的—阶条件为：

$$1 - \alpha q_1 - \frac{\partial C}{\partial A} - \frac{1}{A_0} \cdot \frac{\partial C}{\partial m} = 0 \quad (6-24)$$

因为侵害资产的成本函数是以式 3-20 所示的一般函数形式给出的，所以

式 3 - 24 并未能直接给出最优的侵害资产规模。可以对最优的侵害资产规模作比较静态分析。对式 3 - 24 全微分可得：

$$-q_1 d\alpha - \alpha dq_1 - \left\{ \left[\frac{\partial^2 C}{\partial A^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial A \partial m} \frac{1}{A_0} \right] + \frac{1}{A_0} \left[\frac{\partial^2 C}{\partial C \partial m} + \frac{\partial^2 C}{\partial m^2} \frac{1}{A_0} \right] \right\} dA \\ + \left[\frac{\partial^2 C}{\partial A \partial m} \frac{A}{A_0^2} + \frac{1}{A_0^2} \frac{\partial C}{\partial m} + \frac{A}{A_0^3} \frac{\partial^2 C}{\partial m^2} \right] dA_0 = 0 \quad (6-25)$$

依据比较静态分析的一般方法，分别视其他参数不变情况下，看最优的资产侵害水平与各个参数的关系。可求得：

$$\frac{dA}{d\alpha} = - \frac{q_1}{\left\{ \left[\frac{\partial^2 C}{\partial A^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial A \partial m} \frac{1}{A_0} \right] + \frac{1}{A_0} \left[\frac{\partial^2 C}{\partial C \partial m} + \frac{\partial^2 C}{\partial m^2} \frac{1}{A_0} \right] \right\}} < 0 \quad (6-26)$$

$$\frac{dA}{dq_1} = - \frac{\alpha}{\left\{ \left[\frac{\partial^2 C}{\partial A^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial A \partial m} \frac{1}{A_0} \right] + \frac{1}{A_0} \left[\frac{\partial^2 C}{\partial C \partial m} + \frac{\partial^2 C}{\partial m^2} \frac{1}{A_0} \right] \right\}} < 0 \quad (6-27)$$

$$\frac{\partial A}{\partial A_0} = - \frac{\left\{ \left[\frac{\partial^2 C}{\partial A^2} + \frac{\partial^2 C}{\partial A \partial m} \frac{1}{A_0} \right] + \frac{1}{A_0} \left[\frac{\partial^2 C}{\partial C \partial m} + \frac{\partial^2 C}{\partial m^2} \frac{1}{A_0} \right] \right\}}{\left[\frac{\partial^2 C}{\partial A \partial m} \frac{A}{A_0^2} + \frac{1}{A_0^2} \frac{\partial C}{\partial m} + \frac{A}{A_0^3} \frac{\partial^2 C}{\partial m^2} \right]} > 0 \quad (6-28)$$

据式 6 - 26、6 - 27 及 6 - 28 可得静态分析结论：①控股股东所持有的股份越少，则控股股东越倾向于侵害上市公司 SEO 效率；②公司股票市净率越小，控股股东越倾向于侵害公司 SEO 效率；③公司的融资规模越大，控股股东越倾向于侵害公司 SEO 效率。

第二，股权分置下控股股东侵害 SEO 效率分析：

假设 4：非流通股市净率（非流通股协议转让价格除以每股净资产）要低于流通股市净率 q_1 ，非流通股市净率为 q_2 ，且 $q_2 \ll q_1$ 。依据该假设，可以得到持有非流通股的控股股东的利润最大化目标函数为：

$$R = \alpha q_2 (A_0 - D - A) + A - c(m, p, y) \quad (6-29)$$

同样，当 $1 - q_2 \alpha \leq 0$ 时，最优的 $A^* = 0$ ，即控股股东不会侵害公司资产。对于我国上市公司来说，在 $q_2 = 1.07$ 的条件下，只有当 $\alpha \geq 0.93$ 时， $1 - q_2 \alpha \leq 0$ 才能



成立，但此时社会公众股所占比例小于 15%，不符合上市条件。目前的现实情况是 $\alpha = 0.42$ （根据赵涛）， $1 - q_2\alpha = 0.55$ ，显然 $1 - q_2\alpha \leq 0$ 在我国不成立， $A^* = 0$ 并不存在。相反，我国上市公司存在最优解的条件。

使用同样的方法，可以得到：

$$1 - \alpha q_2 - \frac{\partial C}{\partial A} - \frac{1}{A_0} \cdot \frac{\partial C}{\partial m} = 0 \quad (6-30)$$

对式 6-30 作静态比较分析，同样可以得出式 6-26、6-27 及 6-28 的结论，但此时的条件已经发生变化。在股权分置的情况下由于 $q_2 \ll q_1$ ，使得即使侵害资产的成本与股权分置无关，仅仅因为股权分置本身，即会造成控股股东更多地侵害公司 SEO 效率。

2. 控股股东侵害股权再融资效率的敏感程度

参考 Filatotchev 和 Mickiewicz (2001) 的效用函数模型^[164]，分析我国上市公司 SEO 中控股股东侵害的 SEO 效率。假定上市公司 i 在 $t=0$ 拟为实现 E 的 SEO 效率，而实施规模为 M 的股权融资；与融资有关的发行费用、支付红利等相关融资成本的费率为 f ，且 $0 \leq f < 1$ 。在未来所有时期，公司将产生净现金流 $M^b - fM$ ， b 为产出系数， $0 < b < 1$ 。设主观折扣率为 β ， $0 < \beta < 1$ 。公司价值最大化条件为：

$$\text{Max}U = \int_0^{\infty} (M^b - fM)e^{-\beta t} dt = \frac{1}{\beta} (M^b - fM) \quad (6-31)$$

对上式求导得到最优 SEO 规模：

$$E^* = M^* = \left(\frac{d}{f} \right)^{1/(1-\beta)} \quad (6-32)$$

这是控股股东没有对上市公司 SEO 效率进行侵害时的最优融资规模。

接下来分析控股股东通过“隧道行为”侵害上市公司 SEO 效率的情况。与上节假设相同，持有上市公司股权比例为 α ($0 < \alpha < 1$) 的控股股东如果侵害上市公司的 SEO 效率为 A ，则 E 不再等同于 M ，而是 $E = M - A$ 。随着对上市公司 SEO 效率侵害的加大，控股股东被查处或被小股东起诉的可能性越大，控股股东被查处和惩罚的可能性会迅速提高，被惩罚的力度也会很快提高，设控股股东被查处的概率为 p 。考虑一般情况，控股股东存在下面最优化问题：

$$\begin{aligned} \text{Max} Q &= A - pc(A) + \alpha U = A - pc(M - A) + \alpha \int_0^{\infty} (M^b - fM)e^{-\beta t} dt \\ &= A - pc(A) + \frac{\alpha(M - A)^b}{\beta} - \frac{\alpha fM}{\beta} \end{aligned} \quad (6-33)$$

$$s. t. fM - (M - A)^b \leq 0$$

则最优解存在的库恩—塔克条件如下：

$$\frac{\alpha b(M - A)^{b-1}}{\beta} - \frac{\alpha f}{\beta} - \mu f + \mu b(M - A)^{b-1} = 0 \quad (6-34a)$$

$$-\frac{\alpha b(M - A)^{b-1}}{\beta} + 1 - pc_A(A) - \mu b(M - A)^{b-1} = 0 \quad (6-34b)$$

$$\mu[fM - (M - A)^b] = 0 \quad (6-34c)$$

$$fM - (M - A)^b \leq 0 \quad (6-34d)$$

据式 3-34a、3-34b 得到均衡解：

$$C_A(A^*) = \frac{1}{p\beta}(\beta - \alpha f) \quad (6-35)$$

据此得到：

$$A_{\alpha}^* = -\frac{f}{p\beta c_{AA}(A^*)} < 0 \quad (6-36)$$

$$A_f^* = -\frac{\alpha}{p\beta c_{AA}(A^*)} < 0 \quad (6-37)$$

$$A_{\beta}^* = -\frac{\alpha f}{p\beta^2 c_{AA}(A^*)} > 0 \quad (6-38)$$

$$A_p^* = -\frac{\beta - \alpha f}{p^2 \beta c_{AA}(A^*)} < 0 \quad (6-39)$$

显然，控股股东侵害上市公司 SEO 效率随控股权的集中、融资成本加大或监管力度加大而降低，随主观折现率增加而提高，因为主观折现率可能因为所有者身份而存在差异，一般认为控股股东的折现率应比外部投资者的要高。

控股股东的最优融资规模为：

$$M^{**} = \left(\frac{d}{f}\right)^{1/(1-b)} + A^* = E^* + A^* \quad (6-40)$$

可见，控股股东为侵害上市公司 SEO 效率，倾向于采取超出上市公司实



际融资效率的策略，这意味着本应该由上市公司享有的融资效率，被大股东凭借对上市公司的控股能力“窃取”了，而承担风险的其他股东，特别是小股东没有控制权，无力阻止这种侵害行为^[165]。证监会利用 ROE 指标限制绩差公司的融资行为的依据是，高 ROE 公司资产运作效率也相对较高，在减少市场融资总量的同时将市场资金集中流向那些 ROE 高的公司，将提高上市公司募集资金的使用效率，有利于整个市场的发展。但在控股股东可以通过“隧道效应”从非理性 SEO 中获利的情况下，融资限制性政策在微观层面将丧失效果。此时上市公司将尽最大可能去满足融资限制性政策所规定的条件，质量越差的上市公司越有动力操纵融资前一年的 ROE，以便满足再融资条件。

宏观上，在目前产权制度和经济体制下，国家控制型融资制度引发金融资源逆向配置，资本低效配置致使现实经济增长低于潜在经济增长。国家金融控制是我国转轨经济中融资制度的重要特征。证券市场的金融资源配置不是遵循市场经济要求的效率性原则，在很大程度上按“所有制原则”，明显向国有企业倾斜^[166]。由于企业上市后，国有企业改革不到位，投资饥渴和预算软约束的问题依然存在，这样就使得大量稀缺资本被低效使用，社会资源的帕累托改进无法得到有效实现，直接制约了上市公司的持续发展能力，致使其现实经济增长低于潜在经济增长。

（四）增发对相关利益体财富影响分析

1. 研究步骤和基本假设

定向增发涉及的相关利益体（上市公司 SEO 至少对包括债权人、公司管理层等相关利益体会造成一定影响，下文未考虑 SEO 对这些利益体的影响）主要包括发行人即上市公司、非流通股股东、原流通股股东、增发产生的新流通股股东。本节分两步研究定向增发对这些利益体财富的影响。首先，分析无定向增发的普通股增发方式对相关利益体财富的影响。其次，加入定向增发因素推导各利益体财富的变化情况。设 S_f 为增发前非流通股数量， P_f 为增发前非流通股价格； S_l 为增发前流通股数量， P_l 为增发前流通股价格； S_x 为无定向增发情况下向新流通股股东增发数量，定向增发情况下向新流通股股东增发

数量为 S'_x , S'_l 为无定向增发情况下原流通股股东优先认购或通过其他方式申购的增发数量, S'_f 为定向增发下原流通股股东优先认购或通过其他方式申购的增发数量, S'_f 为向非流通股股东定向增发数量, ΔS 为无定向增发情况下增发量, $\Delta S'$ 为定向增发情况下增发量; P_p 为各种情况下的增发股价, P_f 为无定向增发情况下增发后非流通股价格, P'_f 为定向增发情况下非流通股价格, P'_l 为无定向增发情况下增发股份上市后流通股股价, P'_l 为定向增发情况下增发股份上市后流通股股价; R 、 R' 分别为无定向增发情况下增发前后的发行人财富, R_l 、 R'_l 分别为发行人定向增发情况下增发前后财富, ΔR 为无定向增发情况下发行人财富增量, $\Delta R'$ 为定向增发情况下发行人财富增量; 增发前非流通股占总股本比例为 r' , 无定向增发情况下向除原流通股股东外社会公众增发的比例为 r_l , 定向增发情况下向非流通股股东定向增发量占全部增发量比例为 r , 原流通股股东优先配售和其他形式申购量占全部增发量比例为 r'' 。M 为发行人增发前账面净资产。

基本假设: 非流通股和流通股具有非同质性。借鉴王珠林等 (2002) 的假设, 利用无套利假定思想, 假定公司财富加性可分, 包括非流通股内部加性可分、流通股股权市场加性可分及非流通股股权市场与流通股股权市场间的加性可分; 增发价格不高于增发时的流通股股价, 且向非流通股股东定向增发的价格与向原流通股股东和社会公众增发的价格一致; 探讨增发对相关利益体财富的影响, 应从股价和净资产两个方面去考虑, 假定非流通股价格为每股净资产。对流通股分别以股票市价和每股净资产分析; 不考虑时间价值因素, 忽略其他因素影响, 并仅针对融资前后瞬时流通股市值变化。

2. 根据流通股市值分析各利益体财富变化

当不向非流通股股东定向增发时, 增发前发行人财富:

$$R = S_f P_f + S_l P_l \quad (6-41)$$

非流通股股东财富 $S_f P_f$, 流通股股东财富 $S_l P_l$ 。

增发后各发行人财富:

$$R' = S_f P'_f + (S_l + \Delta S) P'_l = S_f P'_f + S_l P'_l + S'_l P'_l + S'_x P'_l \quad (6-42)$$

非流通股东财富为 $S_f P_f'$ ；原流通股东财富为 $S_l P_l' + S_l' P_l'$ ；新流通股东财富为 $S_x P_l'$ 。

$$\text{由于 } P_f = \frac{M}{S_f + S_l}, P_f' = \frac{P_f (S_f + S_l) + \Delta S P_p}{S_f + S_l + \Delta S}, P_l' = \frac{S_l P_l + \Delta S P_p}{S_l + \Delta S}$$

增发后发行人财富变化：

$$\Delta R = S_f (P_f' - P_f) + S_l (P_l' - P_l) + (S_l' + S_x) (P_l' - P_p) \quad (6-43)$$

增发后发行人财富构成：

$$\text{i. 非流通股股东财富变化: } S_f (P_f' - P_f) = \frac{S_f \Delta S (P_p - P_f)}{S_f + S_l + \Delta S} \quad (6-44)$$

$$\text{ii. 原流通股股东原股份财富变化: } S_l (P_l' - P_l) = \frac{S_l \Delta S (P_p - P_l)}{S_l + \Delta S} \quad (6-45)$$

$$\text{iii. 原流通股股东增发股份财富变化: } S_l' (P_l' - P_p) = \frac{S_l' S_l (P_l - P_p)}{S_l + \Delta S} \quad (6-46)$$

$$\text{iv. 新流通股股东增发后财富变化: } S_x (P_l' - P_p) = \frac{S_x S_l (P_l - P_p)}{S_l + \Delta S} \quad (6-47)$$

$$\text{原流通股股东财富变化合计: } \frac{S_x S_l (P_p - P_l)}{S_l + \Delta S} \quad (6-48)$$

显然，式6-44，式6-46，式6-47 > 0；式6-48，式6-45 < 0；式6-47 + 式6-48 = 0。

推论1：非流通股股东财富增加，原流通股股东原股份财富减少。原流通股股东参与增发部分，以及新流通股股东增发后财富均增加。新旧流通股股东财富未发生变化，但财富结构发生改变。原流通股股东原股份市值减少，是原流通股股东参与增发增加部分，及新流通股股东参与增发后财富增加之和。增发价格越高，非流通股股东财富增值越大。低折扣率增发更能照顾非流通股股东、原流通股股东和增发新股三者之间利益均衡。

当向非流通股股东定向增发时，易得：

$$P_f'' = \frac{P_f (S_f + S_l) + \Delta S' P_p}{S_f + S_l + \Delta S'}, P_l'' = \frac{S_l P_l + (S_l' + S_x') P_p}{S_l + (S_l' + S_x')}$$

增发前发行人财富同式 6 - 41。增发后发行人财富：

$$R_1' = (S_f + S_f')P_f'' + (S_l + S_l'' + S_x')P_l'' \quad (6 - 49)$$

其中，非流通股东财富为 $(S_f + S_f')P_f''$ ；原流通股东财富为 $S_lP_l'' + S_l'P_l''$ ；新流通股东财富为 $S_x'P_l''$ 。

考虑增发前后相关利益体财富变化，发行人财富变化：

$$\Delta R_1' = S_f(P_f'' - P_f) + S_f'(P_f'' - P_p) + S_l(P_l'' - P_l) + (S_l'' + S_x')(P_l'' - P_p) \quad (6 - 50)$$

增发后发行人财富构成：

$$\text{i. 非流通股股东原股份财富变化} : S_f(P_f'' - P_f) = \frac{S_f \Delta S' (P_p - P_f)}{S_f + S_l + \Delta S'} \quad (6 - 51)$$

$$\text{ii. 非流通股股东增发股份财富变化} : S_f'(P_f'' - P_p) = \frac{S_f'(S_f + S_l)(P_f - P_p)}{S_f + S_l + \Delta S'} \quad (6 - 52)$$

$$\text{iii. 原流通股股东原股份财富变化} : S_l(P_l'' - P_l) = \frac{S_l(P_p - P_l)(S_l'' + S_x')}{S_l + (S_l'' + S_x')} \quad (6 - 53)$$

$$\text{iv. 原流通股股东增发股份财富变化} : S_l''(P_l'' - P_p) = \frac{S_l'' S_l (P_l - P_p)}{S_l + (S_l'' + S_x')} \quad (6 - 54)$$

$$\text{v. 新流通股股东增发后财富变化} : S_x'(P_l'' - P_p) = \frac{S_x' S_l (P_l - P_p)}{S_l + (S_l'' + S_x')} \quad (6 - 55)$$

$$\text{非流通股股东财富变化合计为} : \frac{(P_p - P_f) \Delta S' (S_f + S_l)(r' - r)}{S_f + S_l + \Delta S'} \quad (6 - 56)$$

推论 2：由于 $P_p > P_f$ ，式 6 - 56 值正负取决于 $(r - r')$ 的大小，非流通股股东财富增加与否，取决于向非流通股股东定向增发量占全部增发量比例，是否低于增发前非流通股占总股本比例。

3. 根据账面净资产静态分析各利益体财富变化

不向非流通股股东定向增发时，增发前发行人财富同式 6 - 41。

增发后各利益体财富，发行人财富为：

$$R' = (S_f + S_l + S'_l + S_x)P'_f \quad (6-57)$$

非流通股股东财富为 $S_f P'_f$ ；原流通股股东财富为 $(S_l + S'_l) P'_f$ ；新流通股股东财富为 $S_x P'_f$ 。

增发后发行人财富增量：

$$\Delta R = (S_f + S_l)(P'_f - P_f) + (S'_l + S_x)(P'_f - P_p) \quad (6-58)$$

增发后发行人财富构成：

$$\text{i. 非流通股股东财富变化} : S_f(P'_f - P_f) = \frac{S_f \Delta S (P_p - P_f)}{S_f + S_l + \Delta S} \quad (6-59)$$

$$\text{ii. 原流通股股东原股份财富变化} : S_l(P'_f - P_f) = \frac{S_l \Delta S (P_p - P_f)}{S_f + S_l + \Delta S} \quad (6-60)$$

$$\text{iii. 原流通股股东增发股份财富变化} : S'_l(P'_f - P_p) = \frac{S'_l (S_f + S_l)(P_f - P_p)}{S_f + S_l + \Delta S} \quad (6-61)$$

$$\text{iv. 新流通股股东增发后财富变化} : S_x(P'_f - P_p) = \frac{S_x (S_f + S_l)(P_f - P_p)}{S_f + S_l + \Delta S} \quad (6-62)$$

$$\text{原流通股股东财富总变化} : \frac{(S_f + S_l) \Delta S (r_1 - r') (P_p - P_f)}{S_f + S_l + \Delta S} \quad (6-63)$$

推论3：非流通股股东财富增加，原流通股股东原股份财富增加，原流通股股东增发股份财富减少，新流通股股东增发后财富减少。增发产生的非流通股股东和原流通股股东原股份财富的增加，来源于原流通股增发和新流通股增发的股票溢价导致的净资产增加；由于 $P_p > P_f$ ，式6-63值正负取决于 $(r_1 - r')$ 的大小，即原流通股股东财富的增减，由向除原流通股股东外的社会公众增发比例，是否高于增发前非流通股股东持股比例所决定。

考虑向非流通股定向增发情况时，增发前各利益体财富：

发行人财富同式6-41。增发后发行人财富：

$$R'_1 = (S_f + S'_f + S_l + S'_l + S_x)P'_f \quad (6-64)$$

其中，非流通股股东财富为 $(S_f + S'_f) P'_f$ ；原流通股股东财富为 $(S_l + S'_l)$

P_f'' ；新流通股股东财富为 $S_x'P_f''$ 。

$$\text{发行人财富增值: } \Delta R' = (S_f + S_l)(P_f'' - P_f) + (S_f' + S_l' + S_x')(P_f'' - P_p) \quad (6-65)$$

非流通股股东原股份财富变化同式 6-51，增发股份财富变化同式 6-52。

原流通股股东财富变化：

$$(S_l + S_l'')P_f'' - S_lP_f - S_l'P_p = \frac{(P_p - P_f)\Delta S'(S_f + S_l)[(1 - r') - r'']}{S_f + S_l + \Delta S'} \quad (6-66)$$

新流通股股东财富变化：

$$S_x'(P_f'' - P_p) = \frac{(P_f - P_p)S_x'(S_f + S_l)}{S_f + S_l + \Delta S'} \quad (6-67)$$

$$\text{流通股股东财富总变化: } \frac{(P_f - P_p)\Delta S'(S_f + S_l)(r' - r)}{S_f + S_l + \Delta S'} \quad (6-68)$$

推论 4：由于 $P_p > P_f$ ，式 6-68 值正负取决于 $(r' - r)$ 的大小，原流通股股东财富增减，取决于向非流通股股东定向增发的比例，以及增发前的股权结构。因式 6-56 与式 6-68 之和为零，非流通股股东财富的增减即为流通股财富增减；在定向增发量占全部增发量比例高于增发前非流通股股东比例的前提下，增发价格折扣率越低，非流通股股东财富增值越大，相应地，流通股股东财富遭受损失越大，反之亦然；由式 6-66 可知，原流通股股东财富是否增加，取决于增发前原流通股持股比例是否大于原流通股股东参与增发（包括优先配售和其他方式申购）的比例。由式 6-67 可知，新流通股股东财富减少。

以上分析表明，没有定向增发，无论增发定价是高是低、增发是否向原股东配售，配售比例是大是小，都将导致公司原流通股股东的财富损失。作为理性的流通股股东，为避免损失采取的措施只有“用脚投票”。而定向增发在非流通股股东与流通股股东博弈的过程中，非流通股股东在一定程度上将作出“牺牲”，流通股股东的利益损害的情况将有所减弱。定向增发的比例高低，是非流通股股东和原流通股股东及新流通股股东利益博弈和平衡的结果。



四、股权再融资效率与证券市场非均衡

均衡在经济学中最常见的含义是供给与需求相等，这一含义被 Alfred Marshall 和 Walras L. 等新古典主义者使用。当各个市场之间存在相互影响时所实现的均衡为一般均衡，即 Walras 一般均衡，这种以供给与需求相等为基础的均衡被称为狭义均衡。与此相应，经济系统中相互作用的变量值经调整，使该系统不存在继续变动的趋势，经济处于稳定状态^[167]，此为广义上均衡。市场处于广义均衡时，市场供需并不一定相等，但各变量值经过调整后均处于既定状态。狭义均衡是一种非均衡状态，就系统处于稳定状态而言，它又是一种广义上的均衡，这种状态被称为非瓦尔拉斯均衡。

（一）政府对证券市场监管导致的非均衡

如果控制股票价格，供给与需求可以改变。如图 6-2 所示， P^* 为均衡价格， Q^* 为均衡规模。当证监会将发行价格控制在水平 P^2 ，会出现超额需求。此时若供给增加，供给曲线移至 $S'(p)$ ；若需求减少，需求曲线移至 $D'(p)$ 。若供给增加，同时需求减少，则可以消除非均衡；如果控制股票供给与需求量，价格可以改变。若需求被控制小于 Q_1 ，供给被控制大于 Q_1 ，则尽管此时价格可以变动并导致需求与供给变化，非均衡仍无法消除，此时只有当供给与需求相等才能达到均衡。若需求被控制小于 Q_1 ，供给被控制大于 Q_2 ，同时价

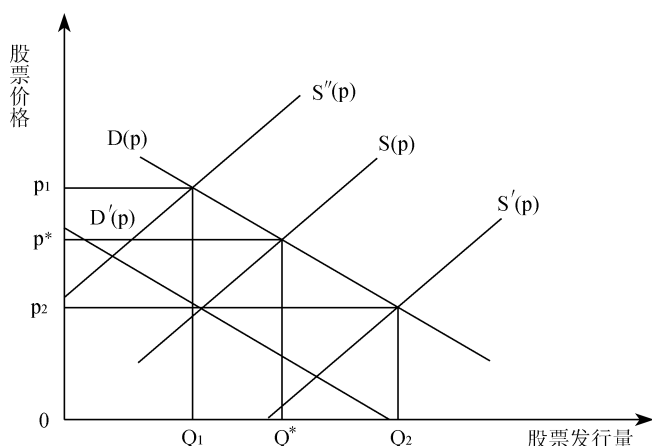


图 6-2 股票价格和数量决定的非均衡

格可变化并导致需求与供给变化，则可消除非均衡；如果控制股票供给量，需求量与交易价格可以改变。若供给量总是被控制在 Q_1 而不变，同时初始价格为 p_2 ，则出现超额需求 ($Q_2 - Q_1$)。若价格能自由调整，则需求随价格上升而减少至 Q_1 ，从而非均衡消失；如果股票价格与供给量均被控制，需求量可以改变，当供给数量总被控制在 Q_1 而不变，价格总是被控制在 p_2 ，出现超额需求 ($Q_2 - Q_1$)。此时，若需求减少、需求曲线向左下移至 $D'(p)$ ，可消除非均衡；如果股票价格、供给与需求量均被控制，且价格总为 p_2 ，供给总为 Q_1 ，需求总为 Q_2 ，则非均衡总存在。

可见，当价格与数量均被控制时，也可能出现均衡，价格与数量可能被恰好控制在均衡水平，但这种情况出现的可能性一般很低。供给、需求、价格三个变量中被同时控制的变量越少，出现均衡的可能性越高。所以，政府管制下均衡的可能性，比带来非均衡的可能性要小得多，目前证券市场的非市场均衡即是明证，而且通过理论也可证明这一点。均衡理论要求市场依赖于一个掌握市场供需完全信息的“拍卖人”的存在，在市场经济条件下，市场本身即是可能的最合格的“拍卖人”，除此并无更合格者，它必须对市场上的供给量与需求量了如指掌，并及时报出不同供求关系下的价格，这样一位能力非凡的“拍卖者”在现实中几乎是不可能的^[168]。在政府管制下，政策制定者代替了



“拍卖人”行事，能力非凡的政策制定者同样不可能存在。

证监会为上市公司制定的 SEO “门槛”，是非市场化证券市场最典型的行政干预措施。市场准入标准、供需规模、定价标准、融资方式等，无不成为监管部门实施政府行为所限制的对象。政府管理的成效，并未从上市公司 SEO 实践看到太多积极意义，反而是 SEO 政策经常被修修补补。同时，建立在政府监管和干预之上的证券市场，并没有因为监管力度的加大，以及审核标准的规范，使得实施 SEO 的上市公司的总体效率得到提升，融资没有体现应有的效果。这些无疑加剧了证券市场非均衡的态势，使资源配置功能得不到应有的实现。这时，应正视一个现实，在中国这样有着转轨经济特征的证券市场，非均衡从广义上讲还是一种动态的均衡，是发展中的均衡，是在经历从非均衡走向均衡的过程。

（二）上市公司多元化经营目标导致的非均衡

非市场经济条件下更容易出现非均衡的另一原因是，企业可能不以价值最大化或利润最大化为目标。由于作为实际控制者和决策者的管理者并不是公司所有者，得不到剩余利润，新古典利润最大化假设并不适用于我国上市公司的 SEO 行为。一种替代的假设是，管理者具有“建造帝国”的偏好，追求扩大投资、管理更大公司等目标。如 Baumol（1958）销售最大化假说、Williamson（1974）支出最大化假说、Marris（1963）增长最大化假说，以及 Jensen（1986）自有现金流量假说。Marris（1963）增长最大化假说是管理者“建造帝国”偏好的动态表现形式，管理者总是愿意企业资产得到扩张，规模不断扩大。但是其追求增长的行为受到两方面的约束：需求约束和供给约束。企业为克服需求方面的约束而采用的诸如较高的广告支出、较低的定价等手段一般会降低利润率。Parke（1964）、Holl（1975）等人的经验研究表明增长和利润率之间就存在着此消彼长的关系。从供给方面，高增长必须获得更多资金的支持。

瓦尔拉斯均衡存在性条件表明，超额需求（净需求）的值为零是一般均衡的必要条件^[169]。交易者通过利润最大化或成本最小化为目标的竞争可以达

到此条件。假设市场仅有两个商品生产企业 i 、 j ，如图 6-3 所示，它们使用资本 K 、劳动力 L 两种资源，二者价格分别为 p_K 、 p_L ，生产函数分别为 $f_i(K, L)$ 、 $f_j(K, L)$ ，作为交易者，它们进行生产所需的资本与劳动力通过市场交换获得，可供交易的资本与劳动力总量分别为 $\bar{K}$ 、 $\bar{L}$ 。A 点为初始禀赋点。 L^* 、 K^* 分别为均衡时 i 的劳动力与资本数量，均衡时 j 的劳动力与资本数量分别为 $(\bar{L} - L^*)$ 、 $(\bar{K} - K^*)$ ，此时不存在超额需求或供给。经过 A、E 点的直线是两交易者等产量曲线斜率为 $-p^*_L/p^*_K$ 的共同切线， p^*_K 、 p^*_L 是使市场达到均衡的资本价格与劳动力价格。E 点超额需求为 0，达到帕累托有效配置，这时 i 、 j 产量均达到最大值。当 $f_i(K, L)$ 、 $f_j(K, L)$ 均为凸状时，均衡点 E 是唯一的，有：

$$\frac{p^*_L}{p^*_K} = \frac{\frac{\partial f_i(L^*, K^*)}{\partial L}}{\frac{\partial f_i(L^*, K^*)}{\partial K}} = \frac{\frac{\partial f_j(\bar{L} - L^*, \bar{K} - K^*)}{\partial L}}{\frac{\partial f_j(\bar{L} - L^*, \bar{K} - K^*)}{\partial K}}$$

除非企业 i 、 j 以成本最小化或利润最大化为目标，才可达到均衡点 E，易秋霖 (2004) 对此作了具体证明。

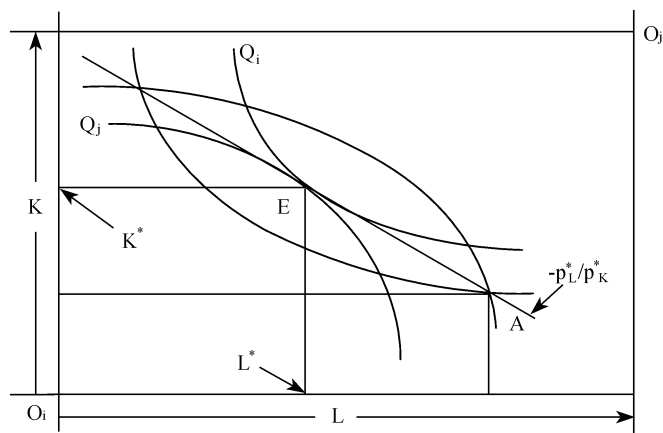


图 6-3 瓦尔拉斯一般均衡与资源配置效率



在非市场化政府高度管制下的证券市场，国有股份高度集中、国有股权严重缺位，上市公司难以称为真正追求利润最大化的主体，因而具有计划经济时企业负盈不负亏的烙印，处于预算软约束的状态，导致其不能真正以利润最大化或企业价值最大化为唯一经营目标，造成证券市场的非均衡，证券市场资源配置功能得不到有效发挥。由此带来的一个严重后果是，上市公司 SEO 功能失效。希望取得融资机会的上市公司的资金需求，与政府约束下有限的市场资金形成强烈反差，资金最终并不一定会流向政府和政策希望的目标，难以达到合理优化配置资源的目标；微观上看，个体公司为获得融资资格，与政府的政策和监管博弈而取得募集资金的公司，其业绩也并不一定因此会得到改善。

证券市场竞争均衡的条件是完全市场假设和制度规则假设，这些假设的社会经济基础，是明晰的财产权和依此形成的“契约原则”。然而市场结构并不完全竞争，股票市场的失灵决定了竞争均衡不可能实现，市场渴望达到的是一种次优均衡，即制度矫正均衡。我国证券市场并未达到这种次优均衡状态。市场宏观资源配置功能失效，带来上市公司 SEO 效率低下。而政府监管部门制定的选拔政策无效率，从许多取得融资资格公司融资后的效率说明，它们并不是政府通过行政审批和干预真正希望选择的对象。上市公司与监管政策博弈的后果是，滋生一批利用盈余管理甚至业绩造假以获取融资资格的公司，这些公司不以利润最大化或企业价值最大化作为经营目标。控股股东幕后左右着上市公司的行为，通过“隧道效应”侵占上市公司资产，侵害其他股东利益，进而损害了上市公司 SEO 后的效率。再者，基于二元股权结构、国有股权缺位，以及管理者内部人控制的道德风险等诸多现实，加之缺乏有效的外部经理人市场，管理者通常由控股股东委派，人才提拔的行政力量往往高于市场力量，易使管理者决策以控股股东利益为出发点，导致上市公司形成多元化经营目标格局。

五、提高上市公司股权再融资效率的对策

（一）政策创新

尽管在证券市场发展初期，政府控制有利于证券市场的稳定发展，但监管机构长期计划化、行政化管理模式会造成证券市场的过度管制，提高交易费用。在成熟证券市场上，证券监管机构的主要职能在于制定标准和规则、促进法规和政策体系的完善，并以此维护市场的公平、透明、高效和有序。因此，按照市场化原则，我国证券市场监管机构应逐步减少对市场主体自主行为的行政干预，由审批、分配额度为主的行政化管理方式，向审核、强制性信息披露和加强查处、打击违规案件的市场式监管模式过渡。

上市公司 SEO 效率低下，除与公司主观因素和市场环境有关外，受相关政策的影响和制约极大。传统基于财务报表的绩效评价制度，离不开对财务指标的分析，只能发现问题而不能提供解决问题的思路，只能做出评价而难以改善企业的状况。滞后指标不能及时捕捉企业经理人行为的破坏性影响。对于为创造未来财务绩效而采取的行动，财务绩效评价不能提供充分的指导，非财务因素难以进入财务报表并进行可靠的财务绩效评价，对于经理人的短期行为，难以全面评价企业的价值效率。上市公司 SEO 政策，之所以成为上市公司 SEO 中盈余管理的诱发因素，原因就在于市场监管沿用了计划行政型的管理体制，要清除这些政策因素的影响，就必须创新监管理念和手段。

1. 规范和加强有效监管

为真正使社会资金按照市场规则配置，必须保证不同的市场主体能够享受同等待遇，市场真实信息能够顺畅流动，违法违规行能够及时、有效的制裁。这就要求政府监管部门调整和修正管理市场方面的一些不当做法，集中力量强化对市场秩序的监管，大力打击各种证券欺诈、操纵市场、内幕交易等



违法违规行为。强化有效监管的最为重要的方面就是加强对信息披露的监管，建立动态化的信息披露及其监管机制。上市公司的信息披露是股票市场不可分割的组成部分，是股票市场实现其有效性的关键环节之一。中国上市公司信息披露质量不高是显而易见的，其原因主要在于上市公司信息披露制度不完善、公司治理结构不完善、会计制度和会计准则不完善，以及会计信息不真实。因此，要改进信息披露的质量，需要从源头上着手。除了公司制度改革以外，建立完善的信息披露制度是至关重要的。完善的信息披露制度的核心是建立一种动态的信息披露机制，消除目前上市公司信息披露中存在的各种问题。监管部门要改进监管的方式、方法，对上市公司所披露信息的有效性和真实性定期进行监管和跟踪核查，提高监管的有效性。监管部门要通过对中介机构从业资格的监管，建立起其进入和退出机制、信誉机制、利益机制，约束和规范其行为。

2. 推进政策的市场化取向

一是树立市场化的监管理念。监管机构就 SEO 政策而言，尽管进行了数次改革，诱发盈余管理的问题有所减轻，但政策的制定理念并无改变，仍以 ROE 作为主要依据，这难以根除公司盈余管理的动机，解决这一问题的关键还在于政策的市场化。二是根据需要及时调整监管政策。一方面，监管政策中的具体财务指标需要根据经济环境的变化及时做出调整，因为经济景气年份的公司盈余水平，一般整体上好于经济萧条年份。若不区别对待，固守标准反而不利于监管政策发挥作用。另一方面，监管部门应根据国家经济形势和改革趋势及时调整监管政策，以适应产业结构调整和经济改革。三是监管机构应端正自身的角色。我国证监会不仅审批的权力太大，把其他国家需用律师事务所、会计师事务所、投资银行的信誉才能承担的风险全部接受下来，并且监督的权力太小，香港证监会可以发传票，可以进银行查账，而内地却不可以（新《证券法》已对此有重大突破）。证监会若要正确履行监管职责，就应该缩小审批权力，扩大监督权力。四是建立防止政府干预上市公司经营活动的机制。市场经济中政府应致力于创造“公开、公平、公正”的市场环境和建设完善的社会保障制度。五是建立科学的政绩评价机制。政府的职责是为社会公众利

益服务，对政府官员政绩评价应以社会公众利益的实现程度作为基础，而不能简单地以经济增长指标作为评价依据。六是建立合理的国有企业管理者激励机制。只有割断国有企业管理者的业绩同其政治待遇的联系，才能消除国有控股上市公司经营中“政治挂钩”色彩，消除盈余管理的政治动因，真正提高SEO效率的本来面目。

3. 改革融资制度，提高审核效率

在现有法律法规框架下，应对具有较强的自主创新能力、较好的盈利能力和成长性，并符合发行上市条件的科技型中小企业，建立高效、快捷的融资机制，尽可能简化审核程序，提供更快捷的融资便利。对上市公司再融资的资格审批应更加公开透明，在对申请再融资的公司财务审计上严格把关，对“寻租”和财务会计报表造假加大打击力度。SEO申请材料应要求上市公司向公众揭示投资风险，由市场自主选择，实现投资风险“买者自负”的监管目的。审核的重点是关注公司日常运作的规范情况、信息披露义务的履行情况，审核公司所披露信息的形式和内容对投资者的有效性，避免重复、冗杂。创新再融资审核程序，提高审核效率可从以下几方面逐步完善：首先，保荐制下应简化再融资审核程序，有选择地试行备案制，适当放宽对再融资公司发行节奏的控制。改革发行人内部审批程序，由股东大会授权董事会在一定范围内，自行决定发行数量。其次，再融资审核遵循严进宽待原则，符合首发条件的公司当然具有再融资资格。对于已经上市的优质科技型中小企业，再融资审核实行备案制。再次，再融资公司的申请材料应与首发有所区别，避免重复披露。第四，发行程序的创新，如根据实际情况实行一次审批多次发行、小额发行的简易程序。发行方式上，鼓励金融产品创新，可考虑定向发行、超额配售权、认股权证等。定价方式上，综合考虑市场环境、公司规模、投资者成熟度等，考虑多种定价方式并举。为优质科技型中小企业提供包括企业债券、可转换债券、权证在内的多种融资方式，支持优质科技型中小企业利用资本市场加快发展、做优做强。最后，理顺中国证监会、派出机构和交易所对公司再融资的监管职责，加强对公司融资行为的持续性规范和监管，对有“污点”的公司重点关注。



4. 完善股权再融资的遴选标准

一是增加总资产收益率指标的考核。仅从单项指标的考核来看，ROE 并不是最优的选择。计算 ROE 的分子是净利润，分母是净资产，上市公司的净利润并非仅是净资产所产生的，因而分子、分母的计算口径并不一致。并且 ROE 可以反映上市公司净资产（股权资金）的收益水平，但并不能全面反映上市公司的资金运用能力。全面反映一个上市公司资金运作的整体效果的指标，应当是 ROA。因此，建议再融资的标准应增加对 ROA 的考核，ROA 具体的资格线不应低于一年期的银行存款利率。一个上市公司的 ROA 低于银行存款利率，从宏观方面来讲，意味着社会资源的损失和浪费。从微观方面来讲，意味着既不可能给投资者应有的回报，也不能补偿起码的资金成本^[170]，因而对其 SEO 行为必须加以限制。

二是增加资产负债率指标的要求。从上市公司 SEO 实践来看，一些资产负债率较低的公司也同样发行新股。显然，较低的资产负债率在财务结构上缺乏合理性，没有充分利用财务杠杆的作用，而且资料表明资产负债率与经营业绩负相关^[171]。因此在考虑不同行业的差异情况下，还可以设定增发后的资产负债率不得低于增发前资产负债率的 30% 比例。从国外来看，增发后资产负债率下降幅度一般不超过发行前的 30% 左右。这既有效限制了融资规模，也使公司资产负债率保持在合理水平。

三是增加上市公司 SEO 项目收益率指标要求。我国证券监管当局现行对上市公司 SEO 新股的资格审查中，重点关注上市公司现有的财务效益指标，以往的经营业绩达到净资产收益率标准就可以获得增发资格，而不是以新的投资项目的收益率预期或承诺为据，这易导致增发项目的编造和缺乏真正的可行性和盈利能力。增加上市公司增发项目收益率指标，能够促使上市公司慎重对待募集资金投向变更、压缩募集资金产出效益的周期、提高募集资金投资项目的未来成长性及降低项目投资风险。

四是明确强制支付股利的规定。上市公司稳定的现金分红是投资者最好的投资回报，投资者只有取得高于其他投资的回报率，才乐于再投资。由于现有政策没有规定具体的分红比例，上市公司实际进行分红派现的数额仍然微乎其

微。因此，建议实施 SEO 的上市公司，必须满足最近 3 年加权现金分红比例不低于净利润 10% 的条件。这样，增加了上市公司的责任和义务，能给予市场投资者以稳定的投资回报，形成 SEO 的良性循环。

五是增加持续业绩指标要求。从持续监管的角度考虑，对上市公司发行新股考核期内业绩的监管要持续增长，SEO 后 3 年内，下年度业绩较上年度下降幅度不得超过 20%。同时，上市公司增发应有净资产的“扩容”规模限制，从循序渐进出发，可以考虑一般情况下，上市公司的再融资筹资额应该控制在原有净资产的 50% 以内。

六是强化对融资主体盈利预测的规范。《管理办法》对各种融资工具均没有规定再融资主体需做盈利预测。本书以为，在将募集资金项目视为会计主体进行考核的同时，应重点关注新项目实施是否有助于公司股东权益最大化目标的实现。SEO 的上市公司，有必要对盈利预测更加重视，原则上应要求申请再融资的公司，提交经过注册会计师审核的盈利预测报告。盈利预测的披露有助于降低新股发行溢价，有助于降低一级市场的信息不对称，有利于投资者进行分析判断并据此作出合理的投资决策，提高证券市场的有效性，缩小利用垄断信息进行内幕交易获取非正常市场利润、损害其他投资者利益的空间和时间范围，提高证券市场配置资源的效率；有利于扼制以往出现的“圈钱”现象。在相应惩戒措施配套的基础上，盈利预测还能促使管理层在经营目标的激励和约束下，努力加强经营管理，提高投资者的投资报酬率。

七是尽可能明确确定性判断标准及依据。与以往规则相似，《管理办法》对一些难以量化的融资标准作了定性规定。如第七条第二款、第六款，“业务和盈利来源相对稳定，不存在严重依赖于控股股东、实际控制人的情形”，“不存在可能严重影响公司持续经营的担保、诉讼、仲裁或其他重大事项”中的“严重”。再如该条第三至五款，“现有主营业务或投资方向能够可持续发展，经营模式和投资计划稳健，主要产品或服务的市场前景良好，行业经营环境和市场需求不存在现实或可预见的重大不利变化；高级管理人员和核心技术人员稳定，最近十二个月内未发生重大不利变化；公司重要资产、核心技术或其他重大权益的取得合法，能够持续使用，不存在现实或可预见的重大不利变化”



中的“重大”。再如第八条第三款，“不良资产不足以对公司财务状况造成重大不利影响”的“重大”。不同市场主体可能会对这类标准的理解有所偏差，为避免歧义，提高政策效率，应对类似定性判断标准及依据予以明确。

最后，应扶持优质上市公司实施 SEO，并在政策上向市场形象优良、经营业绩上乘的上市公司有所倾斜。

5. 加强募集资金使用监管

现行对于上市公司变更募集资金投资项目的信息披露要求，由于得不到实体法的有力支持而流于形式，监管很难向纵深发展，尚需不断完善实体法，以改变目前监管无力的局面。为此建议，对募集资金变更幅度超过 50% 的公司，或实际业绩低于盈利预测 50% 的公司，给予公司和有关中介机构公开批评，在随后的三年内不受理其再融资申请，并追究公司、中介机构的责任；在年度报告中，增加注册会计师对募集资金使用情况的审核意见，以便投资者对公司募集资金使用情况有相对可信、持续的了解；募集资金项目实施进度较承诺推迟 6 个月以上，或公司可预测募集资金项目的盈利水平较承诺发生 20% 以上变化的，保荐人、中介机构需出具意见，公司应召开董事会，就推迟或盈利变化原因、对募集资金项目当期盈利造成的影响、新的计划或盈利情况作出决议并予公告；严格要求募集资金专户专用，以便分清效益、留下去向、便于以后追踪监管和查处有关违法违规问题；发挥保荐制度和市场的作用，辅助解决募集资金及其使用问题。

对于改投项目的监管，应加强监管部门直接或纳入中介机构尽职调查的范围，通过表达对项目改投意见并予以披露的方式间接监管。上市公司应当对拟投资项目（募集资金投资项目）的决策程序作更详尽的说明，如项目提出及论证过程、董事会及股东大会决策过程、根据投资计划暂时闲置的募集资金使用计划，尤其是董事会对募集资金投资项目作分项说明等。

证监会地方派出机构可以采取实地抽查和召集上市公司汇报相结合的方式，一旦发现上市公司没有按照信息披露中所承诺的那样使用资金，而且又不能提出充分的说明理由的话，要取消其同一项目的后续融资行为，如果存在违规操作行为和虚假披露信息行为，将对其进行更为严厉的处罚，比如采取取

消其三年内的再融资资格等措施。建立诚信档案，掌握历史上融资的公司 SEO 效率水平的发挥程度，对效率高的公司，应当优先提供融资机会。

6. 完善上市公司信息披露制度

完善上市公司信息披露有利于实现证券市场的透明和规范，降低管理层与投资者之间的信息不对称，抑制管理层的造假行为。当前，可从以下三个方面加强信息披露的监管：一是对股票发行和上市公告、年度报告、中期报告、季度报告以及各种临时性报告的信息披露，制定详尽的具有可操作性的规定；改进信息披露内容，增加能够有效反映企业真实盈利状况的内容。二是完善司法调查、证券监管、违规预警、行业自律、媒体监督、群众举报等全方位的信息披露监管体系。三是对信息披露的违规违法行为严加制裁，从制度上提高信息披露违规违法行为的成本。

（二）制度创新

证券市场融资制度创新，是由政府与市场双方力量共同推动的结果。西方国家的融资制度，是在市场经济的基础性制度安排高度成熟的环境下逐步发展起来的，政府对融资制度发展与变迁的作用程度较低，只有随市场复杂性和系统风险性的加剧以至于危及到公共利益与损害经济运行效率时，才加大对融资制度的干预。而在中国，政府作为制度创新的“第一（初级）行动集团”，使中国融资制度创新呈现以下特点：政府供给主导型的制度创新，而不是市场自然演进形成的制度变迁；制度创新的路径上，政府推动与市场增进相结合；经过制度实施、反馈与修正，形成新的制度均衡^[172]。经济转轨期国家控制型融资制度安排，充分动员国民储蓄有力支撑了国民经济的高速增长，但很大程度上造成融资效率损耗。因此，要实现中国经济持续性发展，必须进行融资制度模式的创新，建立与市场经济体制相适应、能够有效促进经济增长的融资体系，以此按照市场化和效率化原则充分动员和配置资本。

1. 调整证券市场的功能定位

中国证券市场自诞生以来就负有国有企业解困的使命，定位错位不仅降低了金融资源配置效率，也是证券市场一系列混乱的症结所在。这种状况不仅



造成证券市场发展目标的多元化和发展方向不清，而且也带来了政策取向的矛盾性。为了保证资本市场的健康发展，有必要对其发展目标和核心、功能作出准确定位。资本市场的发展必须始终以优化资源配置作为核心功能，消除上市公司的所有制歧视，为各类企业提供平等的融资环境。证券市场应服务于各种所有制类型的企业，把资本支持作为原动力，着力培育一批业绩优良、具有高成长潜力和较强国际竞争力的公司，增强经济持续发展的后劲；同时，有效发挥资本市场催生和发展新兴产业，促进产业结构升级的作用，推动产业结构的调整和科技创新。当前，随着股权分置改革不断推进，主要任务是进一步改革股票上市发行制度，积极创造条件真正实现市场化的股票发行。核准制乃至保荐制并没有完全摆脱行政手段的影响。中国股票市场发行制度应以注册制为实现目标，从发行价格确定方式入手，逐步引入市场机制，使得股票发行的核心从主管部门审批和额度分配过渡到发行价格的确定上，形成以竞价方式为主的股票发行定价机制。应该淡化证券市场单纯的筹资功能，发挥证券市场风险定价、产权重组、优化资源配置的组合功能。今后的发展目标应立足于功能性拓展，不断健全市场的各项功能，开发新的金融产品，拓展市场的深度和广度。

证券市场最基本的功能是实现资源的最优配置，融资功能是通过判断融资项目的投资回报和公司自由现金流的价值，公开向市场询价（估值），最终市场参与者的博弈结果是好公司和好项目的定价高，能够融得更多的资金，创造更大的投资回报，反映在二级市场上表现为股价的不断上涨，绩差公司和“烧钱”项目的定价低，长期表现为股价不断下跌，最终退市，丧失融资功能。股票市场通过不断筛选出绩优公司，淘汰绩差公司，形成优胜劣汰的机制，股票指数作为市场组合必然反映为一个长期上涨的趋势，从而形成全社会资源的最优配置。本书认为，SEO本身并不是上市公司价值效率下降的直接原因，融资不是“罪过”，关键的是要真正将募集资金“好钢用到刀刃上”。《管理办法》颁布后，客观地说，市场对上市公司再融资以及发行新股是有所担心的，但是只要在相关方案中能够有效克服过去再融资方案的弊端，同时充分体现出股改的成果，那么有序进行的再融资与发行新股，就不会成为股市发展的阻力。

2. 切实解决股权分置矛盾

解决股权分置不仅仅是解决市场本身的问题，实际上也是为解决公司法人治理结构问题的重要前提。只有解决了股权分置问题，使股权相对分散化，才能使得公众股东有话语权，能维护自身的权益。在股权分置下，采用市场化的融资规模决定方式，将造成上市公司更大规模的过度融资。中国股市比较明显的融资规模市场化改革发生在 2000 ~ 2003 年首次发行、新股增发和可转债中，结果反而对中国股市造成了较大的伤害。市场化改革的得失反映出中国非流通股这一制度安排对中国股市自我调节机制的破坏，未解决股权分置时不宜实施融资规模市场化改革。只有将控股股东利益和流通股股价完全结合起来，才可解决上市公司 SEO 效率问题。所有类型非流通股都实现全流通才能真正实现同股同权，所有股东的根本利益才能基本一致，股东的主动监管和被动监管才能发挥作用，上市公司行为才能遵循公司价值最大化目标。股改完成后，在全流通的体制下提高上市公司 SEO 效率，首先要提高上市公司融资的治理效率，降低公司代理成本，通过最佳融资结构的选择降低公司的融资成本，根据公司产品市场竞争选择融资政策，提高公司产品竞争力或降低竞争风险，通过选择最佳负债结构降低公司风险；其次，公司的融资决策应建立在可行投资项目的基础上，避免融入资金闲置，或进行变更募集资金低回报使用，如将募集资金投资于短期项目或委托理财，从而有利于降低资本的机会成本，达到提高价值效率的目的；最后，从整个证券市场的高度来重视上市公司 SEO 效率的发挥。规范的市场法制和经营环境，有效的信息传递机制和市场化的融资制度，为有效市场的形成创造了基础条件，这无疑会促进上市公司 SEO 价格效率的提升。

3. 加快产权制度改革进程

毋庸置疑，上市公司 SEO 效率低下的症结，很大程度上缘于上市公司主观的缺陷。而上市公司缺陷的根源又在于产权制度改革不到位，现代企业制度未能真正有效建立。现代企业制度是股票市场对上市公司制度的内在的本质要求。要提高中国股票市场的效率，避免股市陷入困境的根本出路是加速推进产权制度改革进程，建立以“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”为



基本特征的现代企业制度。要按照现代企业制度的要求，健全并完善上市公司治理结构，彻底改变国有企业的经营机制，解开国企和各级政府的裙带关系，使国有上市公司真正成为面向市场、重视市场、处在资本市场机制完全监督下的市场型法人实体。保证今后的新上市企业都是真正优秀的企业，使股票市场真正建立在高质量的上市公司这一基石之上。规范的公司治理结构的建立是一个漫长的过程，需要政府、监管机构、投资者和管理者的共同努力，应通过优化股权结构，在上市公司内部建立有效的制衡、激励与约束机制，培育有效的公司外部治理市场，完善有关的法律法规来完成。国有股“一股独大”是目前导致我国上市公司内部治理机制失衡的关键。国有股比例过大导致上市公司内部难以建立起有效的制衡与约束机制，无法对控股股东进行有效监督。但从我国的市场发育程度及有关法律法规的完善程度及执行力度看，英、美公司过于分散的股权结构对我国上市公司而言不一定是最合理的，单纯依靠外部力量对公司进行监督的方法我国在今后相当长的一段时间内还不具备。我国的市场发育程度及法律法规的不完善决定了股东监督对上市公司的重要性。因此，我国上市公司股权结构合理化的目标应强调股权的适度集中，充分发挥股东对公司经营层的监督作用。由于我国有关控制大股东侵害中小股东利益的制度安排还远未完善，股权又不能过分集中，造成“一股独大”的局面。今后很长的一段时间内，我国上市公司理想的股权结构应该是股权相对集中、前几名大股东持股比例相当的格局。

4. 规范市场主体行为

第一，健全公司治理结构，形成抑制盈余管理内部约束机制。西方学者提供的证据表明，治理结构比较薄弱的公司更容易实施盈余管理。新《证券法》将“具备健全且运行良好的组织机构”作为公司公开发行新股的法定条件之一，这也是原《公司法》及其他法律中所没有提及的，充分说明了国内证券市场在经历了10多年的发展后，有关各方就健全的公司治理对证券市场发展的重要性已经形成了共识，这必将有利于提高发行新股公司的整体质量。完善的股权结构促使股东追求资本收益最大化，形成其与公司管理层之间经济上的契约关系，进而形成真实财务报告的需求主体，强化其对上市公司财务报告的

监控。对于我国上市公司股权现状而言，主要问题在于国有股股东实际缺位和股权的过分集中，相应地，应建立国有资产管理有效运作机制。设立市场化的国有资产管理机构，是解决上市公司国有股股东实际缺位问题的有效途径。建议建立市场化运作的国有资产管理公司或者控股公司。该机构的性质是拥有众多国有企业股份的股东，本身不直接从事具体的经营活动，而依靠投资获得的法律认可股权对上市公司享有监督权、收益权，通过行使国有股股东表决权对上市公司的财务报告实施监督。在这种情况下，政府的工作重点是建立有效的监管体系和科学的评价体系。上市公司融资结构优化的目标，应该是实现企业价值最大化。

由于现行政策约束力还比较有限，在上市公司法人治理结构尚未完成、对于上市公司行为缺乏约束的时候，SEO 并没有真正按照市场化的原则来进行。正是由于目前上市公司的内部、外部缺乏相应的制约机制，导致部分上市公司在融资和用资的过程中存在相当大的随意性。这一问题得不到有效的解决，上市公司 SEO 不但难以发挥证券市场资源优化配置功能，反而可能给公司正常经营带来难以控制的风险。为此，上市公司必须进一步完善治理结构，形成有效的选聘、激励和监督管理者机制，使公司管理者以公司价值最大化作为最优融资决策的依据。

第二，要超常规发展机构投资者并规范其行为。机构投资者在稳定市场、减少投机、降低交易成本、提高规模投资效益、培育市场理性投资观念等方面所起的作用是非常明确的。以优惠的税收政策发展企业年金等机构投资者，是目前迫切要做的事。QFII 的资格条件要进一步放宽，额度则要成倍地增加。中国的实际情况表明，由于体制的漏洞和管理的欠缺，在市场上推动投机气氛、呼风唤雨的往往又是这些资金实力雄厚的机构投资者。因此，在发展机构投资者的同时，更重要的是要注意对它们的规范与监管。新颁布的《管理办法》体现了价值投资的基本原则，投资者能按照上市公司的内在价值来判断股票是否具有可投资性。以往市场频闻谈再融资色变，投资者之所以产生再融资恐惧，主要是对上市公司诚信及其业绩的忧虑。一些上市公司造假案频频发生，为“圈钱”目的将再融资项目描绘得天花乱坠，蒙骗监管部门和投资者。



结果募集资金到位后便推说市场形势发生变化，暂缓投资或改变投资方向而立即“变脸”。也有些上市公司考虑到再融资的门槛较高，只要达到融资条件，申请融资的额度几倍于实际所需数量。从而出现屡见不鲜的募集资金被挪用和闲置现象。随着股权分置改革的完成，股东的利益基础趋于一致，以价格信号为导向的市场资源配置功能将逐步发挥作用。在新的市场环境下，使上述“圈钱”、“造假”现象产生的根源有可能得到根本改善。随着监管的日益完善，在价值投资理念逐渐代替早期以内幕消息炒作为主的投机后，对于投资者而言，理性分辨再融资的利弊，也是保证其作出正确投资判断的重要前提。

Wurgler (2000) 的研究表明，一个国家或市场对中小投资者保护的力度越大，其资本配置的效率也越高。这是因为在对投资者保护较好的国家，中小投资者能够有途径限制公司对衰退行业的投资而支持公司的管理者把资金投向高成长性的行业。对中小投资者利益的保护要更多依赖法律。在这方面，过去的几年中，政府及市场的管理者做出了很多努力，并取得了很大成效。但目前我国的法律法规对中小投资者利益的保护措施主要集中在上市公司信息的虚假披露、与大股东的关联交易等方面，在决定上市公司的资金投向方面，还应该给予中小投资者更多权利。

第三，规范中介机构的行为。完善中介机构的自律机制要做到，在现有基础上，强化中介机构行业管理的职能，使行业协会在制定行业竞争规则、确定执业范围和收费标准等方面发挥积极作用，并在法律许可范围内对中介机构进行奖惩；重视中介机构内部规章制度的建设，以防范和控制内部人员的不法行为，改进中介机构的经营管理，增强它们抵御风险的能力；加强对中介机构员工的教育和培训，提高他们的自身修养、执业操守和业务水平。保荐人制度要求主承销商除了推荐承销上市股票外，还要进一步肩负起督导发行人依法履行义务的职责。同时，保荐人有责任协助公司健全法人治理结构，尽快过渡成为一个规范运作的上市公司，这在一定程度上起到稳定市场、降低投资者投资风险的作用。这个制度迫使券商不得不提高投资银行人员的整体业务素质，如果保荐人不能证明自己勤勉，就必须对上市公司运作中出现的违法违规行为担负连带责任，这在根源上保证了上市公司的质量，对 SEO 效率的提高有保证作

用。值得注意的是，新修订《证券法》的实施对保荐人如何评价发行人“具有持续经营能力”提出了更高的要求。在原《公司法》的框架内，规定了公司发行前三年连续盈利的要求，而未关注公司的持续经营能力，导致上市公司上市后屡屡出现“一年盈利、两年保平、三年亏损”甚至上市当年即亏损的严重情况。上市公司上市前连续盈利而上市后连续亏损不得不退市，造成投资者的严重损失，甚至引发了对证券市场的信任危机。而新《证券法》更强调了公司未来的持续经营能力，这就要求保荐人在评价公司是否具备发行新股条件时，不仅需要了解公司过去的经营情况，更需要关注公司治理结构、市场前景、技术水平、经营团队乃至公司文化等影响公司持续经营的因素。

5. 逐步放松证券市场监管

完全竞争的证券市场能够实现资本的帕累托最优配置，因而是最有效率的。但符合完全竞争条件的证券市场只是理想模式。在现实经济中，鉴于证券市场的特殊地位和自由经济理论的缺陷，证券市场一直处于各国政府的严格控制和保护之中，并在有关领域设置了市场准入障碍。证券市场从来都不是一个充分竞争的市场。在市场竞争中占据有利地位的势力为了追求高额垄断收益，不会要求营造一个公平、具有合作气氛、能实现非零和增长的经营环境，更不会努力消除竞争体系中的不平等现象。相反，他们很可能会反对旨在消除不公平竞争的改革措施，在制度变革和创新方面起制约作用。我国证券市场存在严重的差别待遇，同质的资本受到不平等的待遇，导致证券市场成为社会分配不公平的加速器，把为数众多的普通投资者置于危如累卵的不公平竞争游戏之中，严重损害了普通投资者的根本利益。由于证券市场缺乏有效竞争，使得证券市场主体的竞争力越来越弱，资产质量普遍下降，在整个金融体系中有被边缘化的趋势。可以说，我国证券市场的低效率和资源配置功能弱化都与缺乏公平的竞争机制密切相关。充分而有序的竞争秩序是证券市场效率不断提高的重要前提。从长远发展目标来看，应逐步解除管制，消除垄断，形成充分竞争的市场态势，为提升市场效率创造空间，最终建立一个充分且有效竞争的证券市场，切实维护普通投资者的合法权益。

逐步放松市场监管，最终目标应当彻底放弃以行政调控融资节奏和发行价



格来影响股指走向的想法，实行市场化发行。在今天机构投资者决定价格的市场上，股指的中长期走势不是用行政调控的融资节奏和价格所能影响得了的。全流通下的《管理办法》，在市场化发行上已经迈出了重要的一步，但胆子应该更大一些，要向香港、境外成熟市场学习，实行更彻底的市场化发行，使证券市场的融资（包括收购兼并）既便捷又受到市场的约束，具有可预期性，使证券市场成为非常有利于公司成长、壮大的市场。只有这样，才能提高中国证券市场的国际竞争力，才能对优质上市公司和机构投资者具有强大的吸引力，才能让市场选择公司，真正提高中国上市公司的质量。

在市场化改革的同时，仍然应当不失时机地进行对外开放。对外开放具有重要意义，任何一个国家要发展，孤立起来、闭关自守是不可能的；不加强国际交往，不引进发达国家的先进经验、先进科学技术和资金，是不可能的。对内开放就是改革^[173]。中国证券市场自2001年6月进入调整以来，政府监管部门、上市公司、证券机构和从业人员都付出了很大的代价，现在终于面临一个前所未有的发展机遇，但同时又有海外市场蓬勃发展带来的竞争压力。市场的优势会导致进一步的优势，一旦建立，极难扭转；但有竞争又是一件好事，可以迫使我们加快把自己的事情做好。所以，必须继续加快市场化的改革和开放，充分发挥本土市场优势，使得中国的证券市场充满竞争力，为经济发展和金融安全作出更大的贡献。当前应该有一个新的加快开放的总体规划，最好由比证监会更高层次的机构发布。不加快开放，许多改革就改不动，中介机构的能力提升就会很慢。中国证券市场长期存在中介机构激励约束机制不健全、创新能力差、风险控制水平低的问题，极大地限制了证券市场为经济发展服务的潜力。不抓住中国经济高速增长、国际机构普遍看好的大好时机，大胆开放以提高证券市场的服务能力，就会贻误良机。

6. 加快金融创新步伐

（1）适时引入衍生金融产品。证券市场金融品种的创新应从以下几方面考虑：股票品种创新、债券品种创新、基金品种创新、衍生品种创新和 SEO 模式选择的创新。在继续稳步扩大市场的规模、增强市场的流动性的基础上，应适时引入股指期货等衍生金融产品。研究表明，市场规模越大，流动性越

强，股票价格作为资源配置信号的功能也越强。这是因为，一方面，在规模大、流动性强的市场上，投资者进行套利活动更容易，成本更低，从而使股票价值被严重低估或严重高估的可能性要比规模小、流动性差的市场低得多，而套利机制的建立需要以股指期货等衍生产品为基础；另一方面，规模大、流动性强的市场还使那些掌握有私人信息的投资者的交易活动更为隐蔽，掌握有私人信息所获得的投资回报就会比较高，投资者就更有动机通过研究挖掘私人信息，进而更有利于股价的合理定位。同时，由于我国市场在一定程度上是有效的，那么，市场规模越大，其对提高整个社会资本配置效率所发挥的作用也将会越大。另外，《管理办法》明确 SEO 中可引入认股权证。将优先向老流通股股东配售新股改为向老流通股股东配送认股权证，这可实现以下五个目标：使募集资金根据使用需要分步到位，有效防止资金的闲置浪费或被上市公司用来进行高风险的投资；是否引入认股权证本身也具有甄别作用，使得高质量和真正需要资金的上市公司与其他上市公司得以区别开来，提升上市公司的市场价值；通过对老流通股股东进行充分补偿，可减少甚至消除增发消息对市场的冲击；认股权证可有效增加对上市公司及其大股东的事后约束与激励；上市公司可以以更高的价格发售新股，并达到“一次核准，分次发行”的效果，减少公司的融资成本。

(2) 发展多层次资本市场体系。2006 年 2 月 9 日发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006～2020 年）》要求“积极推进创业板市场建设，建立加速科技产业化的多层次资本市场体系。鼓励有条件的高科技企业在国内主板和中小企业板上市。”国务院关于《实施 国家中长期科学和技术发展规划纲要 的若干配套政策》明确提出：“建立支持自主创新的多层次资本市场。支持有条件的高新技术企业在国内主板和中小企业板上市。大力推进中小企业板制度创新，缩短公开上市辅导期，简化核准程序，加快科技型中小企业上市进程。适时推出创业板。”资本市场是市场经济的重要组成部分，在提高上市公司融资效率中起着基础作用，只有完善和发展多层次的资本市场体系，才能有效实现资本市场的资源配置功能。

一是进一步发展和完善股票市场。股票市场在推进我国市场经济体制和现



代企业制度建设中功不可没，但与国外成熟市场国家相比规模偏小，上市公司数量和参与股市的人数占全国人口的比例都远不及西方发达国家，应进一步发展股票市场规模，充分挖掘股票市场的资本运作能力。

二是大力发展公司债券市场。我国资本市场的重要缺陷之一，就是股票市场与债券市场发展的严重非均衡，企业直接融资主要来源于股票市场，公司债券市场的发展严重滞后。实践中对债权人在公司治理中的作用的忽视，导致上市公司高负债与低绩效、高绩效与低负债并存从而负债融资的公司治理效应弱化与恶化的不合理现象，以及债权人面临严重代理成本和损失的问题。现代经济中，间接融资在公司融资结构中仍占相当重要的地位，负债融资在公司融资结构中仍占有绝对优势。20世纪80年代中期以来，债券已成为发达国家融资的主要手段。美国1970~1985年股票市场融资在公司外源融资中只占2.1%的份额，而企业从债券市场上融资的数额平均为股票市场的10倍。1979~1985年间，日本公司的负债率均在80%以上，德国在60%以上，英国在80%以上，只有美国稍低一些，负债率保持在34%~41%之间。由于中国市场经济尚不发达，即使股票市场发展迅速，在相当长的时期内银行贷款融资相对于发达国家来说仍显得更为重要。公司利用负债融资不仅获得一定资金来源，还能降低因股权融资而导致的股东与经理人员之间的代理成本。但负债对公司治理正面效应的获得必须以债权人治理机制的完善为前提。

三是加快建立创业板市场和场外市场的步伐。随着修订后《公司法》和《证券法》的实施以及股权分置改革的深入，推出创业板的条件和时机逐渐成熟。在做大、做强中小企业板的前提下，可根据不同类型、不同成长阶段的科技型、创新型企业的不同特点和风险特性，制定相应的发行上市条件，早日进行创业板试点，构建以中小企业板为核心的创业板市场体系，满足不同类型、不同成长阶段科技企业多样化的融资需求。同时，我国各地经济、技术、资源和生产力差别较大，企业经营和发展具有多样性，仅靠证券交易所的股票市场很难满足多层次生产力和多梯级经济的发展要求。发展多层次交易市场主要是满足中小企业、高科技企业的融资需求。

(3) 积极研究交易所公司化和上市道路。中国的交易所既不是会员制，

也不是公司制，而是从属于监管部门的一个行政机构。这大大限制了交易所产品创新和市场开拓的能动性，不利于形成一个充满活力的证券市场。在现代电子科技条件下，交易所的业务本质上是企业性质的商业业务。在实行比较市场化的 IPO 和再融资后，中国交易所公司化改革和上市的条件就已经成熟，应提上议事日程。这样才能加强市场的力量，对监管部门形成一个市场制约。

（三）法制创新

1. 加强证券市场立法

证券市场由于其内生的特殊性，单凭市场机制无法完成资源的最佳配置，也无法保证证券市场有序的状态正常运作。要从根本上改变我国目前证券市场监管不力、行为不规范等方面的问题，必须按照国际惯例和中国市场经济发展的实际情况，加快立法步伐，建立证券市场的法律体系，使之尽可能地适应迅速发展的证券市场的需要。要尽快改变那种先发展后规范的做法，充分发挥法律引导，推进和保障证券市场健康发展的作用。我们应充分享用证券法制建设方面的后发性利益。这里所谓的后发性利益，主要是指中国作为在证券法制建设上刚刚起步的国度，不必再重复发达国家在早期证券法制建设上因为探索而付出巨大成本和遭受挫折的老路，而是通过比较研究，直接借鉴和引用各国（地区）已经建立的切实可行的证券法律法规和长期积累的管理经验，尤其注重证券法制的国际化发展趋势，来加快自身证券法制建设步伐，从而达到减少相应成本、尽快建立起具有中国特色的完善的社会主义证券法律体系的目的。因此，应本着建立全方位和多层次的法律体系，对政府行为、企业行为、个人行为和市场行为进行全面规范的原则，修改那些不合时宜的法律法规，完善各种配套法规，建立全方位和多角度的监管架构，规范会计师事务所、律师事务所、证券公司和咨询机构的行为方式与行为机制，形成自律与他律、市场与社会相结合的立体的监管体系和监管网络，从而使证券市场真正成为高度透明和公正、公平、公开的市场，从体制上和制度上提升市场的凝聚力、辐射力和运行效率。



2. 加强证券市场执法

在加快立法的同时，不应忽视证券监管机构的行政执法以及司法机关的司法活动执法的效率和作用。一方面，针对我国证券监管机构执法权限不足的现状，应该考虑修订相关法律，扩大证券监管机构的执法权限和处罚手段。目前，我国证券监管机构的处罚手段主要包括：对造假的上市公司和会计师事务所实行罚款、发布行政禁令限制侵害行为、发布要求公司纠正违规行为的整顿命令以及作出禁止不法行为人士担当上市公司高级管理人员和董事会成员的裁定等四类。因为各种处罚手段都有其特点和所适用的违规行为，证券监管机构应针对不同的违法事实，充分并灵活运用现有处罚手段，加大监管力度。另一方面，监管部门还应采取有效措施提高监管效率。比如，采用先进的监管技术，充分运用网络手段和电子手段，改进监管方式，加强事前的动态监控，尽量把各种违法违规事件扼杀在萌芽状态中。提高监管的透明度，加强对监管人员的再监督，防止腐败现象的发生。

3. 加强证券市场违法惩处力度

一方面，引入民事赔偿机制和相应民事诉讼机制。民事赔偿既可以使因造假而蒙受损失的投资者得到补偿，又能给造假者形成确实的经济压力，抑制其违法冲动。从另一角度看，民事赔偿还具有调动有关利害关系人起诉的积极性，提高对财务报告粉饰者的威慑力等方面的优势。目前，要充分发挥民事赔偿制度的作用，必须解决好两个问题：一是引入国外的“信赖假定制度”，即假定原告在进行投资决策时，已经信赖了被告提供的虚假陈述；二是完善集体诉讼制度，这是由于个别投资者利益有限，怠于起诉上市公司。另一方面，加大造假行为的刑事责任。根据各国经验，虽然加大对造假公司和会计师事务所的行政和民事处罚的力度，有利于对财务造假形成威慑，但尚不能从根本上阻止财务造假。因此，加强对相关责任人的刑事惩罚应当成为重要选择。对于造假案件，证券监管机构应该代表投资者利益对相关责任人提起刑事诉讼并加强同司法机关的充分协作，以形成对造假行为的威慑。

参 考 文 献

[1] 中国证券监督管理委员会. 中国证券期货统计年鉴. 百家出版社, 2004:13

[2] Hansen, RS and C. Crutchley. Corporate financings and earnings :An empirical analysis. Journal of Business. 1990 ,63 :347-371

[3] Loughran ,T. ,J. Ritter. The new issue puzzle. Journal of Finance. 1995 ,50 :23-52

[4] Loughran ,Tim. Jay Ritter. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. Journal of Finance. 1997 ,52 :1823-1850

[5] Hei Wai Lee. Post Offering Earnings Performance of Firms that Issue Seasoned Equity :The Role of Growth. The Quarterly Review of Economics and Finance. 1997 ,37 (Spring) :97-114

[6] McLaughlin , R. , Vasudevan , G. , Safieddine , A. The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers : Free Cash Flow and Post-issue Performance. Financial Management. 1996 ,25 :41-53

[7] McLaughlin , R. , Safieddine , A. , & Vasudevan , G. K. The information content of corporate offerings of seasoned securities : An empirical analysis. Financial Management. 1998 ,27 :31-45

[8] 王跃堂,罗慧. 盈余管理的资本市场观及其对我国的启示. 外国经济与管理,2001,(12):26~29

[9] Jeanneret ,P. Use of the proceeds and long-term performance of French SEO firms. European Financial Management Association Congress. Athens. 2000



[10] Michel Dubois, Pierre Jeanneret. The Long-run Performance of Seasoned Equity Offerings with Rights :Evidence from the Swiss Market. Working Paper. 2000 :
<http://papers.ssrn.com/sol3/papers>

[11] 施东晖. 上市公司资本结构与融资行为实证研究. 证券市场导报, 2000, (7): 31~35

[12] 谢百三, 陈霆. 我国上市公司增发新股现象剖析, 2001, (10): 47~50

[13] 于长秋. 中国融资方式选择与证券市场定位. 投资研究, 2002, (4): 23~26

[14] 谭峻, 吴林祥. 中国证券市场前沿理论问题研究——新股增发效应实证分析. 深圳证券交易所综合研究所研究成果发表专辑第二辑, 2004: 1~12

[15] 廖理, 朱正芹. 中国上市公司股权融资与债权融资成本实证研究. 中国工业经济, 2003, (6): 63~69

[16] 原红旗. 上市公司配股行为与经济后果研究. 中国财政经济出版社, 2004: 21~78

[17] 张坤英. 上市公司增发后经营业绩研究. 中国经济问题, 2004, (2): 43~47

[18] 李心愉. 中国上市公司配股资金使用效率的统计分析. 财贸经济, 2004, (3): 13~17

[19] 汪德华, 刘志彪. 再融资政策、上市公司增长冲动与业绩异常分布. 世界经济, 2004, (7): 55~63

[20] Eugene F. Fama. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. Journal of Financial Economics. 1998, 49 (3): 283-306

[21] Masulis, R. W., & Korwar, A. N. Seasoned equity offerings :An empirical investigation. Journal of Financial Economics. 1986, 15 :91-118

[22] Asquith, P., D. Mullins. Equity issues and offering dilution. Journal of Financial Economics. 1986, 15 (4): 61-89

[23] Spiess, D., J. Affleck-Graves. Underperformance in the long-run stock

returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. 1995 , 28 :243-268

[24] Loughran , T. , J. Ritter. The new issue puzzle. *Journal of Finance*. 1995 , 50 :23-52

[25] Loughran , Tim , and Jay Ritter. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings , *Journal of Finance*. 1997 , 52 (4) :1823-1850

[26] Jegadeesh , N. Long-term performance of seasoned equity offerings : Benchmark errors and biases in expectations. *Financial Management*. 2000 , 29 : 5-30

[27] Bayless , Mark and Jay , Nancy R. An Examination of the Performance of SEOs Using A Comparison Period Approach. *Journal of Economics and Business*. 2001 , 53 :359-386

[28] Jonathan Clarke , Craig Dunbar , Kathleen M. Kahle. The Long-Run Performance of Secondary Equity Issues : A Test of the Windows of Opportunity Hypothesis. Working Paper. 2002

[29] Mikkelson , W. H. , Partch , M. M. , Shah , K. Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of Financial Economics*. 1997 , 44 : 281-307

[30] Hertzel , Michael , Michael Lemmon , James Linck , and Lynn Rees. Long-run performance following private placements of equity. Working Paper. University of Georgia. 2001

[31] Victor Soucik , and David E. Allen , Long Run UnderPerformance of Seasoned Equity Offerings : Fact or an Illusion ? [http : //www. sirca. org. au/Papers/1999031. pdf](http://www.sirca.org.au/Papers/1999031.pdf)

[32] Traill , Marcus and Vos , Ed. Do Seasoned Equity Offerings Really Underperformed in the Long Run ? Evidence from Newzealand . Working Paper. 1998

[33] Cai , J. The long-run performance following Japanese rights issues. *Applied Financial Economics*. 1998 , (8) :419-434



[34] Kang , J. K. , Kim , Y. C. , and Stulz , R. M. The Underreaction Hypthesis and the New Issue Puzzle : Evidence from Japan. *The Review of Financial Studies*. 1999 , 12 : 519-534

[35] 吴文锋,胡戈游,吴冲锋,芮萌. 从长期业绩看设置再发行“门槛”的合理性. *管理世界*, 2005, (5): 127 ~ 134

[36] 李梦军,陆静. 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, (7): 52 ~ 55

[37] 陆满平. 上市公司增发新股的国际比较与借鉴. *宏观经济研究*, 2002, (5): 29 ~ 33

[38] 胡乃武,阎衍,张海峰. 增发融资的价格效率与市场前景. *金融研究*, 2002, (5): 32 ~ 38

[39] 沈洪涛,沈艺峰,杨熠. 新股增发:自由现金流量假说还是优序融资假说. *世界经济*, 2003, (3): 53 ~ 61

[40] 刘力,王汀汀,王震. 中国 A 股上市公司增发公告的负价格效应. *金融研究*, 2003, (8): 60 ~ 71

[41] 李康,杨兴君,杨雄. 配股和增发的相关者利益分析和政策研究. *经济研究*, 2003, (3): 79 ~ 87

[42] 提云涛. 我国上市公司股权融资偏好研究. 复旦大学博士学位论文, 2003: 53 ~ 69

[43] 张人骥,刘春江. 基于政策监管下的新股增发与股市波动研究. *财经研究*, 2005, (6): 120 ~ 130

[44] Scholes , Myron S. The Market for Securities : Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. *Journal of Business*. 1972 , 45 (2) : 179-211

[45] Healy , Paul and Krishna G. Palepu. Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants. *Journal of Accounting and Economics*. 1990 , 12 : 97-124

[46] Jensen , M. C. Agency costs of free cash flow , corporate finance , and takeovers. *American Economic Review*. 1986 , 76 : 323-329

- [47] Hei Wei Lee. A free cash flow explanation for the wealth effect of seasoned equity offerings. *American Business Review*. 1998 , (7) : 100-108
- [48] Mark Bayless , Susan Chaplinsky. Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance ? *Journal of Finance*. 1996 , 51 : 253-278
- [49] Baker , M. and J. Wurgler. Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*. 2002 , 57 (1) : 1-32
- [50] Jean Helwege and J. Nellie Liang , Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2004 , 39 : (3) : 102-126
- [51] Pastor , L. and P. Veronesi. Rational IPO waves. *Journal of Financial Economics*. 2004 , forthcoming
- [52] Oya Altinkilic , Robert S. Hansen. Discounting and underpricing in seasoned equity offers. *Journal of Financial Economics*. 2003 , 69 : 285-323
- [53] Teoh , S. H. , I. Welch and T. J. Wong. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. 1998 , 50 (10) : 63-99
- [54] Srinivasan Rangan. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. 1998 , 50 : 101-122
- [55] Siew Hong Teoh , Ivo Welch & T. J. Wong. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*. 1998 , 58 : 63-99
- [56] Soon Suk Yoon , Gary Miller. Earnings management of seasoned equity offering firms in Korea . *The International Journal of Accounting*. 2002 , 37 : 57-78
- [57] Larry L. Ducharme , Paul H. Malatesta , Stephan E. Sefcik. Earnings management , stock issues , and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics*. 2004 , 71 : 27-49
- [58] Ross , Stephen A. . The Determination of Financial Structure : The Incentive Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*. 1977 , 8 : 23-40



[59] Seland , Hayne E. , and Pyle , David H. . Informational Asymmetries , Financial Structure , and Financial Intermediation. The Journal of Finance. 1977 , 32 (2)

[60] Ivo Welch. Equity Offerings following the IPO Theory and Evidence. Journal of Corporate Finance. 1996 , (2) : 227-259

[61] Brav , A. , C. Geczy , & P. Gompers. Is the abnormal return following equity issuances anomalous ? Journal of Financial Economics. 2000 , 56 : 209-249

[62] Eckbo , B. E. , Masulis , R. W. , & Norli , O. Seasoned equity offerings : Resolution of the new issues puzzle. Journal of Financial Economics. 2000 , 56 : 251-291

[63] 保罗·A. 萨缪尔森, 威廉·D. 诺德豪斯. 经济学. 中国发展出版社, 1992 : 778

[64] 方晓霞. 中国企业融资: 制度变迁与行为分析. 北京大学出版社, 1999 : 8

[65] 新帕尔格雷夫经济学大辞典. 经济科学出版社, 1996 : 360

[66] 张宗新. 中国融资制度创新研究. 中国金融出版社, 2003 : 2

[67] 马洪. 什么是社会主义市场经济. 中国发展出版社, 1993 : 84

[68] 刘则福. 证券投融资机制论. 中国财政经济出版社, 2003 : 18 ~ 45 , 89 ~ 94

[69] 陈享光. 融资均衡论. 中国金融出版社, 1997 : 211

[70] 胡庆康. 现代货币银行学教程. 复旦大学出版社, 1996 : 59

[71] Borio , C. Leverage and Financing of Non-Financial Companies : An International Perspective. Economic Policy. Basel : Bank for International Settlements. 1990 , 27

[72] 杨瑞龙, 周业安. 企业共同治理的经济学分析. 经济科学出版社, 2001 : 149

[73] Myers SC , Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics.

1984, 13 : 187-221.

[74] 杨云红, 周春生. 非有效证券市场中公司的最优股权再融资策略. 管理世界, 2005, (3) : 23 ~ 28

[75] Frank, M. Z. and V. K. Goyal. Testing the pecking order theory of capital structure. Journal of Financial Economics. 2003, 67 : 217-248

[76] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?. 经济研究, 2004, (4) : 50 ~ 59

[77] 张峥, 孟晓静, 刘力. A 股上市公司的综合资本成本与投资回报——从内部报酬率的视角观察. 经济研究, 2004, (8) : 74 ~ 84

[78] 连建辉, 钟惠波. 我国上市公司融资偏好悖论: 提出与解读. 福建师范大学福清分校学报, 2002, (1) : 44 ~ 52

[79] 王素莲. 我国上市公司融资偏好悖论的经济学思考. 山西大学学报 (哲学社会科学版), 2003, (12) : 25 ~ 28

[80] 常健. 我国上市公司业绩决定机制实证分析. 管理世界, 2003, (5) : 109 ~ 110

[81] 龙小波, 吴敏文. 证券市场有效性理论与中国证券市场有效性实证研究. 金融研究, 1999, (3) : 53 ~ 58

[82] Fama, E. Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance. 1970, (May) : 263

[83] 赵林贤. 中国证券市场新股发行 (IPO) 效率研究. 浙江大学博士学位论文, 2005 : 25 ~ 40

[84] Ross L. Watts, Jerold L. Zimmerman, Positive Accounting Theory (中译本). 东北财经大学出版社, 1986 : 19-36

[85] Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weis. Credit Rationing in Market with Imperfect Information. American Economic Review. 1981, 71, (3) : 393-409

[86] 李维安, 王新汉, 王威. 盈余管理与审计意见关系的实证研究——基于非经营性收益的分析. 财经研究, 2004, (11) : 126 ~ 135

[87] Jones, J. Earnings management during import relief investigations. Jour-



nal of Accounting Research. 1991 , (3) :193-228

[88] Friedlan , J. M. Accounting choices of issuers of initial public offerings. Contemporary Accounting Research. 1994 , (3) :1-31

[89] Kasznik , R. On the association between voluntary disclosure and earnings management. Journal of Accounting Research. 1999 , 37 :57-81

[90] Scott , W. R. Financial Accounting Theory. Prentice Hall. 1997

[91] 陈小悦,孙爱军. CAPM 在中国股市的有效性检验. 北京大学学报(哲学社会科学版),2000 ,(4) :28 ~37

[92] Jensen , M , Meckling , W. Theory of the firm : managerial behavior , agency costs , and capital structure. Journal of Financial Economics. 1976 , (3) :305-360

[93] 傅蕴英. 盈余管理与公司治理. 重庆大学博士学位论文,2004 :88-90

[94] 孙铮,王跃堂. 资源配置与盈余操纵的实证研究. 财经研究,1999 ,(4) :32 ~36

[95] 陈小悦,肖星,过晓艳. 配股权与上市公司利润操纵. 经济研究,2000 ,(1) :16 ~23

[96] 黄新建,张宗益. 中国上市公司宣布配股信息前后的盈余管理. 重庆大学学报,2004 ,(6) :140 ~143

[97] 刘俏,陆洲. 公司资源的“隧道效应”——来自中国上市公司的证据. 经济学,2004 ,(1) :33 ~38

[98] 何卫东. 非流通股股东“自利”行为、流动性价差和流通股东的利益保护. 深圳证券交易所综合研究所研究报告,2004 :19 ~28

[99] 张详建,郭岚. 大股东控制下的股权再融资与盈余操纵研究. 数量经济技术经济研究,2005 ,(3) :119 ~126

[100] 布坎南. 伦理学、效率与市场. 中国社会科学出版社,1991 :12 ~20

[101] Mas-Colell , A. , M. Whinston and J. Green. Microeconomic Theory.

Oxford. Oxford University Press. 1995

[102] 宋文兵. 对当前融资形式的理性思考. 改革与战略, 1997, (6): 30 ~ 35

[103] 赵德志, 李国疆, 周好文. 中国融资制度改革. 中国经济出版社, 1999: 148

[104] 苑德军, 李文军. 中国上市公司资源配置效率的实证分析. 经济研究资料, 2002, (8): 3 ~ 9

[105] 王凤洲, 缪鲁萍. 企业资金运动系统的哲学观. 系统辩证学学报, 2001, (1): 58 ~ 62

[106] 卢福财. 企业融资效率分析. 中国社科院研究生院博士学位论文, 2000: 23 ~ 29

[107] 肖劲, 马亚军. 企业融资效率及理论分析框架. 财经科学, 2004, (5): 337 ~ 340

[108] 杨兴全. 上市公司融资效率问题研究. 中国财政经济出版社, 2005: 29 ~ 45

[109] Shleifer, Andrei, Robert W. Vishny. A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance. 1997, 111 (2): 737-783

[110] 张涌. 市场主导型融资模式研究. 复旦大学博士学位论文, 2002: 26 ~ 39

[111] Williamson, Oliver. Corporate Finance and Corporate Governance. Journal of Finance. 1988, 43: 567-591

[112] 方晓霞. 中国企业融资制度变迁与行为分析. 北京大学出版社, 1999: 34 ~ 36

[113] 陆庆平. 以企业价值最大化为导向的企业绩效评价体系. 会计研究, 2006, (3): 56 ~ 62

[114] 刘小玄. 中国转轨过程中的企业行为和市场均衡. 中国社会科学, 2003, (2): 61 ~ 71

[115] 王化成, 刘俊勇. 企业业绩评价模式研究——兼论中国企业业绩评



价模式选择. 管理世界, 2004, (4): 82 ~ 91

[116] 刘志彪等. 上市公司资本结构与业绩研究. 中国财政经济出版社, 2004: 92 ~ 95

[117] 陈朝龙, 史本山, 李健, 何旭强, 吴水亭, 冯天鉴, 魏向东. 上市公司募集资金使用效率及其影响因素分析. 上海证券交易所联合研究课题, 2003

[118] 李志文, 宋衍衡. 股权结构会影响筹资决策吗? ——来自中国赛格系公司的案例. 管理世界, 2003, (6): 128 ~ 138

[119] 丁培嵘, 马晔华. 经营业绩与市场评价: 基于上市公司行业特征的实证研究数学的实践与认识. 数学的实践与认识, 2004, (12): 36 ~ 40

[120] Gerald R. Jensen, Donald P Solberg, Thomas S. Zorn. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1998, 127 (2): 1-23

[121] 王苏斌, 郑海涛, 邵谦谦等. SPSS 统计分析. 机械工业出版社, 2003, (6): 282 ~ 292

[122] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据. 经济研究, 2005, (1): 40 ~ 46

[123] 张峥, 孟晓静, 刘力. A 股上市公司的综合资本成本与投资回报——从内部报酬率的视角观察. 经济研究, 2004, (8): 74 ~ 84

[124] John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A. Craig Mackinlay. The Econometrics of Financial Markets. Princeton University Press. 1997

[125] 张宗新, 季雷. 上市公司再融资定价效率的实证分析. 证券市场导报, 2003, (2): 53 ~ 57

[126] 刘成彦, 王其文. 中国上市公司可转换债券发行的公告效应研究. 经济科学, 2005, (4): 99 ~ 108

[127] Boehmer E., J. Musumeci, Anisette B. Poulsen. Event study methodology under conditions of event induced variance. Journal of Financial Economics. 1991, 30: 253-272

[128] Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. Detecting earnings man-

agement. The Accounting Review. 1995 , 70 : 193-225

[129] 陆宇建. 上市公司盈余管理行为对配股政策反应的实证研究. 中国软科学, 2003, (6): 29 ~ 36

[130] 雷光勇, 刘慧龙. 大股东控制、融资规模与盈余操纵程度. 管理世界, 2006, (1): 129 ~ 136

[131] 何问陶, 倪全宏. 中国上市公司 MBO 前一年盈余管理实证研究. 会计研究, 2005, (6): 25

[132] 支晓强, 童盼. 盈余管理、控制权转移与独立董事变更. 管理世界, 2005, (11): 137 ~ 144

[133] 张详建, 徐晋. 盈余管理、配股融资与上市公司业绩滑坡. 经济科学, 2005, (1): 56 ~ 65

[134] Collins, D., Hribar, P. Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. Working Paper. University of Iowa. 2000, (1)

[135] Brown, P. The impact of the annual net profit report on the stock market. The Australian Accountant. 1970, (2): 277-283

[136] Beaver, W., R. Clarke, W. Wright. The association between unsystematic security returns and the magnitude of the earnings forecast error. Journal of Accounting Research. 1979, (3): 316-340

[137] 孙爱军, 陈小悦. 关于会计盈余的信息含量的研究——兼论中国股市的利润驱动特性. 北京大学学报, 2002, (1): 15 ~ 27

[138] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. StBleder, R. Vishny. Law and Finance. Journal of Political Economy. 1998, 106: 1113-1155

[139] 李东平. 大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡. 中国财政经济出版社, 2005: 19 ~ 28

[140] 李志文, 宋衍衡. 影响中国上市公司配股决策的因素分析. 经济科学, 2003, (3): 59 ~ 69

[141] Hirst, D. E. Auditor sensitivity to earnings management. Contemporary Accounting Research. 1994, 11: 405-422



- [142] Francis, J., Schipper, K. Have Financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*. 1999, 37 : 319-352
- [143] Grossman, S. J., Stiglitz, J. Information and competitive price system. *American Economic Review*. 1976, (5) : 246-253
- [144] 林毅夫. 专家学者把脉中国银行业. *中华工商时报*, 2003 - 4 - 18
- [145] 韩立岩, 熊菲, 蔡红艳. 基于股市行业市盈率的资本配置评价研究. *管理世界*, 2003, (1) : 43 ~ 49
- [146] 李庆峰, 杨义群, 蔡飞萍. 中国证券市场“效率悖论”求解. *管理世界*, 2003, (1) : 25 ~ 33
- [147] 周勤业, 刘宇. 论完善上市公司再融资制度. *投资研究*, 2005, (12) : 20 ~ 22
- [148] 刘浩. 会计盈余选拔功能失灵的制度解释——及对中国会计准则制订的启示. 上海财经大学博士论文, 2005 : 15 ~ 36
- [149] 张维迎. 公有制经济中的委托人—代理人关系: 理论分析和政策含义. *经济研究*, 1995 (4)
- [150] McConnell, J., H. Servaes. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27
- [151] Mikkelsen, W. W., M. M. Partch. Managers voting rights and corporate control. *Journal of Financial Economics*. 1989, 25
- [152] Shleifer, A., Vishny, R. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 1997, 52 : 737-783
- [153] Pagano, Marco, and Alisa Roel. The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public. *Quarterly Journal of Economics*. 1998, 113 : 187-226
- [154] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*. 1999, 54
- [155] Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Tunneling. *American Economic Review (Papers and Proceedings)*. 2000, 90 : 22-27

[156] 余明桂, 夏新平. 控股股东、代理问题与关联交易: 对中国上市公司的实证研究. 南开管理评论, 2004, (6): 33 ~ 38

[157] 刘峰, 魏明海, 贺建刚. 控制权、业绩与利益输送——基于五粮液的案例研究. 管理世界, 2004, (9)

[158] 林彬. 经济理论与经济管理. 三种再融资方式下两类股东收益率比较, 2005, (1): 31 ~ 34

[159] 郑祖玄. 股权分置与上市公司股权融资行为. 复旦大学博士论文, 2005: 45 ~ 60

[160] Narayanan, M. Debt vs Equity under Asymmetric Information. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1988, 23

[161] Heinkel, R. J. Zechner. The Role of Debt and Preferred Stock as A Solution to Adverse Investment Incentives. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1990, 25

[162] 宋光辉, 李沫含. 政策制定与中国上市公司再融资趋势. 南方金融, 2005, (1): 52 ~ 54

[163] 赵涛. 股权分置背景下的隧道效应与过度融资. 深交所优秀论文, 2005

[164] Filatotchev, I., Mickiewicz, T. Ownership Concentration, Private Benefits of Control and Debt Financing. SSRN Working Paper, Birkbeck College/UCL, 2001, (12)

[165] 张详建, 徐晋. 股权再融资与大股东控制的“隧道效应”. 管理世界, 2005, (11): 127 ~ 136

[166] 张宗新. 经济转轨期融资制度的模式重构与创新. 经济评论, 2005, (2): 93 ~ 97

[167] 袁志刚. 非瓦尔拉斯均衡理论及其在中国经济中的应用. 上海三联书店, 上海人民出版社, 1997

[168] 易秋霖. 中国的非均衡金融. 经济管理出版社, 2004: 29 ~ 39

[169] 哈尔·瓦里安 (Hal R Varian). 微观经济学. 经济科学出版社,



1997 :340

[170] 向德伟. 对上市公司再融资考核的思考. 财会月刊, 2005, (3) :17

[171] 陆满平. 上市公司增发新股及其监管. 深圳证券交易所综合研究所——2002 研究报告, 2002

[172] 张宗新, 侯金华. 证券市场融资制度创新. 财经科学, 2002, (4) :
12 ~ 17

[173] 邓小平. 邓小平文选 (第三卷). 人民出版社, 1994 :117

后 记

本书是在我博士学位论文的基础上修改而成的。

选择中国上市公司股权再融资效率作为博士学位论文研究内容，有一定的前瞻性，也极富挑战性。一方面，中国证券市场是一个处于不断探索和发展中的新生市场，上市公司的融资活动乃至公司治理水平和信息披露行为等，均有明显不同于成熟市场的特征，而此前国内相关的可资借鉴的专门研究十分有限。另一方面，在一个法规制度不断更替的环境中，如何客观衡量和评价上市公司股权再融资前后若干年的效率状况，并深入探究其影响因素，的确有相当的难度。或许正是预感到可能会面对诸多的困难，才激发了我迎接挑战的斗志。

博士论文写作是个艰辛的过程，论文本身又是个遗憾的项目。从选题、开题到研究工作的不断深入，以至撰写、修改和最终定稿，论文历时两年半有余，在此期间我投入了大量精力阅读国内外相关文献，进行数据收集和处理。尽管我竭力按照原有设想，将研究工作做得比较规范和细致，但事实上本书存在的若干缺陷，的确是心有余而力不足的现实写照，这些缺憾均文责自负，恳请行家不吝赐正。

抚今追昔，自己已不再懵懂无知，时常感伤曾经虚掷的年华。光阴如白驹过隙，十年前，我怀揣无比的喜悦获得硕士学位，十年后，则满怀感恩之情，悄然告别了博士研究生学习生涯。在取得博士学位的瞬间，我才深深地意识到，自己学业之路才刚刚处于一个起点，学海无涯，前途待征。

在完成学业的道路上，我有幸得到许多良师益友给予的关怀和勉励，否则，我不可能如愿以偿获得学位。在此，由衷地向他们表达感激之意：



首先感谢导师王雅林教授的指导，论文每一点一滴成绩的取得，无不倾注着王老师大量的心血。王老师渊博的学识、敏锐的思维、对新生事物超强的接受能力和对学术前沿深邃的理解，深深感染和启发着我。王老师科学、严谨、求真、务实的治学态度，严于律己、宽以待人的为人之道是我学之不尽的楷模。

感谢副导师周勤业教授的指导。在论文选题、写作的整个过程中，周老师对论文提出了许多富有启发性的意见，并细致通读全文，指出了诸多疏漏之处，论文字里行间均蕴涵周老师辛勤汗水的付出。周老师对证券市场理论的精深和对具体实务的独到见解，以及谦逊超然的处事风范将使我毕生受益。

感谢硕士研究生导师仇玮教授，正是攻读硕士学位期间仇老师对我学业的严格要求、学术上的悉心指导，才使我的理论和业务水平得到了很快提高，为今后的工作、学习奠定了有益的基础。

感谢刘玉山老师在我攻读博士学位期间给予的巨大关怀和帮助。

感谢哈尔滨工业大学管理学院王要武教授、胡运权教授、惠晓峰教授、田金信教授、王福胜教授、鞠晓峰教授、李忠富教授，老师们严谨、求实的工作作风令我受益匪浅。

感谢复旦大学李若山教授、上海财经大学孙铮教授、中国海洋大学王竹泉教授以及其他两位匿名老师在论文评议中给予的精到指点。

感谢管理学院同门徐奉臻教授、姜明辉博士、马涛博士、王海伟博士、夏芳博士等。感谢好友哈宁博士、高印朝博士、张红军博士、杨槐博士。感谢同事袁怀中博士、赵英杰博士、张小义博士、顾斌博士、王啸博士、李维友博士、程建宏先生、王建春博士。他们所给予的无私帮助，为论文的顺利完成提供了便利条件，和他们的探讨拓宽了视野，开阔了思路，增强了我战胜困难的决心。

感谢父母多年来给我提供的巨大的精神鼓励和物质支持，是他们的殷切期望，使我坚定了追求理想的信心。而我却无力回报他们一二。感谢岳父母在我学习期间，无怨无悔默默承担了大量家务，使我得以全身心地投入到学业中。感谢夫人刘杰，她除精心照顾家庭之外，还为我分担了大量数据、资料的收集、整理等工作。小儿睿泽乖巧、可爱，所憾读书期间牺牲了不少本应属于和

他在一起的快乐，希望他未来健康成长、德才兼备，有益于社会。

感谢哈尔滨工业大学提供的优良学习氛围，这一人生经历是我弥足珍贵的精神财富。感谢青岛理工大学以及众多老师在我求学之路上给予的关心和帮助。

感谢经济管理出版社的领导和责任编辑常亚波女士，常亚波女士为本书的出版付出了辛勤的劳动，在此谨表谢意。

最后，感谢所有在我成长过程中，给予关爱的师长、同学和亲友！

刘宇于上海浦东
二〇〇六年十一月