

# 融资受限、大股东“圈钱”与再发行募集资金滥用<sup>①</sup>

朱云<sup>1</sup>, 吴文锋<sup>1</sup>, 吴冲锋<sup>1</sup>, 芮萌<sup>2</sup>

(1 上海交通大学安泰经济与管理学院, 上海 200052; 2 香港中文大学商学院, 中国香港)

**摘要:** 中国上市公司再发行后业绩恶化与其投资行为不当有关, 文章分析了股权结构、大股东圈钱、融资受限等因素对投资不当行为的影响. 以 1998—2001 年配股样本进行实证检验, 结果发现再发行前的资金储备程度越高, 大股东参与再发行程度越低, 募集资金滥用的可能性也越大, 而大股东持股比例、股权制衡因素则对资金滥用可能性的影响不显著. 这表明由于融资受限引起的资金储备动机和大股东圈钱动机是影响中国上市公司募集资金滥用的主要原因. 文中的政策意义在于, 再发行审批时应把再发行前的资金储备比例作为一个审批指标, 并要求大股东积极参与再发行, 以减少上市公司的再发行圈钱行为.

**关键词:** 再发行; 圈钱; 融资受限; 募集资金滥用

**中图分类号:** F830 91   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1007-9807(2009)05-0100-10

## 0 引言

上市公司在再发行后出现长期业绩下降已经在各个证券市场都得到了不同程度的证实. 文献 [1~4] 等发现, 上市公司在再发行后的市场业绩和会计业绩都出现下滑现象. 对长期业绩恶化的传统解释包括“市场择时”、“盈余管理”等理论, 它们认为公司通过盈余管理以增加再发行前的利润, 导致股价的高估, 从而吸引投资者的认购, 这导致了再发行后由于盈余调整引起的利润减少和股价下跌<sup>[4 5]</sup>.

另外, 学者们还从公司投资角度去解释再发行后的业绩下降问题. Richardson and Sloan<sup>[6]</sup> 和 Titman 等<sup>[7]</sup> 等认为由于公司投资与收益率之间存在负相关关系, 再发行公司的过度投资是导致再发行后市场业绩下降的主要原因. 一种解释是, 公司往往在拥有许多低风险项目时进行过度投资, 而这降低了经营风险, 从而也降低了未来收益率. 另一种解释则认为公司会过度投资于高净现

值项目, 而这意味着未来的低资本成本, 即低的收益率. 但是 Lyandres 等<sup>[8]</sup> 在加入一个投资率因素后, 则发现再发行公司的市场业绩下降就不显著. 而且他们还发现, 公司投资与股价收益率之间的负相关关系在投资者保护更好的公司却更加明显, 这与过度投资理论不一致, 也说明再发行业绩下降与代理问题无关.

对于中国市场, 吴文锋等<sup>[9]</sup> 对 1998—2001 年间 509 个再发行样本的实证结果发现, 中国上市公司在再发行后的市场业绩和会计业绩都出现显著恶化. 另外, 中国证监会要求上市公司在年报中公布募集资金使用情况给学者研究上市公司如何使用募集资金提供了一个条件. 刘少波和戴文慧<sup>[10]</sup> 以 2000 年度发行股票融资的公司为样本, 将募集资金变向分为显性变更和隐性变更, 发现我国上市公司普遍且较大程度地变更募集资金投向. 刘勤等<sup>[11]</sup>、朱武祥<sup>[12]</sup>、张为国和翟春燕<sup>[13]</sup> 发现变更募集资金投资方向的概率与公司规模、长期投资、公司持有的关联交

① 收稿日期: 2006-05-17; 修订日期: 2009-07-05.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目 (70202005).

作者简介: 朱云 (1976—), 女, 陕西西安人, 博士. Email: zhuzhu\_b ox@ sina.com

易、闲置资金与股权集中度等因素有关。但他们只考虑了进行披露的变更, 而正如刘少波和戴文慧<sup>[10]</sup>中提到的, 除了这种明确披露的显性变更, 还存在大量的没有披露但实际上却闲置资金的隐性变更。

朱云等<sup>[14]</sup>从募集资金使用角度解释了中国上市公司再发行后的长期业绩恶化。结果发现, 传统的规模效应、市场择时、盈余管理等理论无法解释中国上市公司的长期业绩恶化, 而通过募集资金使用状况对业绩影响的实证研究证实, 再发行后长期业绩恶化主要是那些募集资金滥用的公司引起的, 正常使用募集资金的公司并没有出现业绩恶化现象。这个结论说明我国再发行后的长期业绩恶化也与公司投资有关。但与 Richardson and Sban<sup>[6]</sup>和 Timan 等<sup>[7]</sup>等所发现的国外情况不一样的是, 我国再发行公司并不是过度投资, 而是投资不当。这可能与上市公司管理层及其大股东的代理问题有关。

因此, 本文研究再发行资金的滥用是否与股权结构、大股东掠夺等代理问题有关。Wang<sup>[15]</sup>分析了股权结构对中国上市公司 IPO 后业绩的影响, 结果发现, 国有股比例和股权集中度对 IPO 之后的业绩下降没有显著影响。他们认为, 这可能是国有股东的掠夺效应以及国有股带来的好处相互抵消造成的。Cheung 等<sup>[16]</sup>、Lee and Xiao<sup>[17]</sup>等发现中国上市公司的大股东通过关联交易、派发红利等手段掠夺中小股东利益。Cull and Colin<sup>[18]</sup>则通过问卷调查分析了中国法律制度与融资受限对公司再投资的影响情况, 结果发现, 当前中国法律制度和融资受限都会影响公司的再投资; 另外公司的私有股权越大, 其再投资的积极性也越高。本文把股权结构、大股东掠夺、融资受限问题等纳入公司投融资决策分析中, 阐述中国再发行公司的投资不当问题。

首先从再发行中大股东圈钱的出发点、动机、行为及其后果阐释了圈钱论, 与正常融资不同, 圈钱的出发点是为了占用资金, 其动机包括资金储备和大股东获取私有收益的需要, 圈钱的行为就表现为募集资金的滥用, 后果则是再发行后公司业绩的恶化。然后, 采用 1998—2001 年的 439 个配股样本, 从实证上把动机与行为联系起来, 即圈

钱的动机是否决定了圈钱行为。通过年报获取上市公司在再发行后 3 年的募集资金使用状况, 通过单变量分析和 Logit 回归资金储备程度、大股东参与配股比例和股权结构对募集资金滥用程度的影响, 并控制了公司规模、融资规模、成长性、审批等待时间等因素的影响。

实证结果发现, 作为大股东通过再发行掠夺中小股东利益的一个指标, 大股东参与配股程度越低的公司, 其募集资金滥用的可能性也越大。本文的结论表明, 除了 Cheung 等<sup>[16]</sup>、Lee and Xiao<sup>[17]</sup>等发现的关联交易、派发红利等掠夺手段外, 再发行也是大股东掠夺中小股东利益的一个手段。这与 Lyandres 等<sup>[8]</sup>认为再发行业绩下降与代理问题无关的结论不同。另外还发现, 大股东持股比例, 对大股东的制衡等股权结构因素并无法解释募集资金滥用行为, 这与 Wang<sup>[15]</sup>的结论一样, 即股权结构由于好处和坏处的综合而对再发行行为的影响反而不显著。或者说, 大股东通过再发行侵占中小股东利益并没有与股权结构有直接关系, 并不是大股东比例越高, 其侵占程度就越厉害, 关键是看再发行前它是否认可这一融资决策行为, 其信号就是大股东参与配股比例。

而且, 配股前资金储备越多的公司, 其募集资金滥用的可能性也越大。这个结论与 Cull and Colin<sup>[18]</sup>相一致的地方是融资机会影响了公司的投资行为。本文还进一步补充了融资机会对公司融资行为的影响, 上市公司可能因为受到融资限制而在没有良好融资项目情况下囤积资金。其后果则是募集资金的滥用, 导致再发行后业绩的下降。这说明由于监管引起的融资受限成为公司投资不当行为的一个诱因。

## 1 再发行圈钱论与研究设计

### 1.1 再发行“圈钱”论的阐释

“圈钱”的出处可能与“圈地”一词有关。15 世纪末叶至 19 世纪中叶的欧洲“圈地运动”指新兴资产阶级和新封建贵族使用暴力剥夺农民土地的过程。引申到上市公司的再发行“圈钱”行为, 本文认为, 再发行“圈钱”指上市公司通过增发配

股等再发行手段掠夺流通股东资金的行为。虽然没有“圈地运动”的硬暴力,但圈钱却存在软暴力<sup>②</sup>,即由于投资者不参与再发行要比参与再发行遭受更多的损失而不得不接受上市公司的圈钱<sup>[19]</sup>。

“圈钱”强调的是掠夺资金行为,其在动机、行为以及后果上都与正常融资存在区别。从动机看,正常融资是为了提高公司经营业绩,实现股东利益的最大化,而圈钱的动机则不是从股东利益最大化角度考虑的,至少不是为了流通股利益的最大化。在我国特殊的制度背景下,再发行圈钱的动机主要是为了资金储备的需要和大股东通过再发行获取私有利益(下节将作详细论述)。不同的动机导致出发点也不同,正常融资的出发点是

表 1 正常融资与圈钱的区别

Table 1 The difference between the normal financing and expropriation through SEOs

	正常融资	圈钱
动机	提高经营业绩,实现股东利益最大化	资金储备、大股东获取私有利益
行为	按照承诺正常使用募集资金	募集资金滥用
后果	再发行后业绩不会出现恶化	再发行后长期业绩恶化

对于圈钱论的从动机、行为到后果的因果链,可从两个方面进行论证。一方面则是从圈钱行为到后果的论证,即是否由于圈钱行为而导致了再发行后公司业绩的恶化<sup>[14]</sup>。另一方面则是从圈钱动机到圈钱行为的联系,即是否圈钱动机导致了圈钱行为,这是本文的研究内容,下一节将进行详细论证。

## 1.2 研究假设

再发行圈钱在一定程度上是由于中国特殊的制度背景造成的<sup>③</sup>。一方面,融资渠道受限和股权融资的“门槛”监管政策,使得上市公司普遍产生“先融资再找项目”的资金储备心理;另一方面,股权分置下大股东与流通股股东的利益不一致,造成大股东萌发通过再发行获取私有利益的动机。因此,本文提出如下两个研究假设。

假设 1 闲置资金越多,募集资金滥用的可能性就越大。

因为有了一个好的投资项目,而圈钱的出发点就是为了占有资金,而不管有没有好的投资项目。不同的动机和不同的出发点影响了募集资金的使用行为。对于正常融资来说,由于拥有好的投资项目,募集资金一般会按照再发行公告书中的承诺正常使用,而为了圈钱的再发行则不会按照承诺正常使用募集资金,要么随意取消或缩减原来投资项目而去投资新的项目,要么闲置资金存放银行补充流动资金,或者委托理财等。这种募集资金的不同使用状况也决定了两者在再发行后的业绩的差别,即两者后果的不同。如果是圈钱行为,则再发行后长期业绩出现恶化,而正常融资的再发行后长期业绩一般不会出现恶化。表 1 对正常融资与圈钱的差异进行了总结。

这是与圈钱的资金储备动机联系在一起的。上市公司即使没有好的融资项目也要进行配股的圈钱动机主要是由于:(1)融资监管造成了上市公司的资金饥渴症。中国上市公司的融资渠道主要包括银行贷款、债券融资和股权融资,但这些融资渠道都要受到政府的监管<sup>④</sup>,所以为了应付未来的资金不时之需,上市公司倾向于先储备资金。(2)相比于银行贷款和债券融资,股权融资不存在资金返还压力,而募集资金使用的外部监管与内部控制还不到位,使得上市公司更愿意通过股权融资进行资金储备。(3)上市公司的股权融资存在门槛限制,只有前三年的经营业绩满足一定的条件,才能进行配股与增发。在这种情况下,如果满足了股权融资条件,那么上市公司首先考虑的是进行资金储备而不是有否好的融资项目,以避免以后由于没有满足融资股权条件而无法获取资金。

② 直到 2004 年底中国证监会出台分类表决制度后,流通股东才有权否决上市公司的再发行提案,随后很多公司的再发行提案被流通股股东的分类表决制投票否决。

③ 李志文和宋衍衡<sup>[20]</sup>在分析上市公司配股决策的影响因素时,通过对满足证监会配股条件的上市公司是否提出配股的 Logit 回归,提出了资金储备和回报个别利益集团的圈钱动机。

④ 在中国,公司债券的发行要通过国家发展与改革委员会的审批,也受到额度的控制,所以往往只有与政府关系密切或受到政府积极支持的公司才有可能发行债券。而银行贷款的审批也受政策性和与政府的关系是否密切等因素影响。

在资金储备动机下,上市公司滥用募集资金的可能性就与公司的闲置资金有关。如果再发行前的闲置资金越多,则公司进行配股的目的则更可能是为了进行资金储备。而由此,上市公司的募集资金就更有可能更改投资方向,或者进行委托理财或者充当流动资金,所以就更有可能被滥用。

假设 2 大股东参与配股的程度越低,募集资金滥用的可能性就越大。

这是与大股东通过配股获取私有利益的动机联系在一起的。中国股票市场特有的股权分置结构,即拥有公司控制权的大股东持有的股份无法上市流通<sup>⑤</sup>,因此流通股份与非流通股份获得资本回报的方式也不同。由于无法通过股价的涨跌获得资本利得,非流通股东更可能通过其他方式获得回报,比如现金股利、占用上市公司资金、关联交易等方式。而利用这些方式的一个前提是上市公司拥有足够的资金。配股就是上市公司获得资金的一个重要方式。

而从配股募集资金角度看,如果投资项目具有良好的盈利预期,那么大股东就会更愿意参与配股以享受未来的利润。相反,如果没有一个良好的投资项目,配股纯粹是为了圈钱,那么大股东更可能放弃参与配股。所以,大股东参与配股的程度越低,募集资金滥用的可能性也越大。

## 2 数据样本和研究方法

### 2.1 数据样本和来源

鉴于中国证监会从 1998 年才开始要求上市公司在年度报告中公布募集资金的使用情况(证监上字[1997]114号),而募集资金使用情况的界定需要配股后 3 年的信息,所以本文选择的样本区间为 1998—2001 年,一共有 439 个配股样本。募集资金使用情况的界定来自上海和深圳两个交易所网站下载的各个公司的年报,股价和财务数据来自深圳国泰安公司的 CSMAR 数据库。

### 2.2 研究变量

结合刘勤等<sup>[11]</sup>、朱武祥<sup>[12]</sup>、张为国和翟春燕<sup>[13]</sup>、李志文和宋衍衡<sup>[20]</sup>等的研究结论,并考虑

了募集资金滥用的其他影响因素,研究变量主要包括如下:

**股本结构:**如前文所述,大股东通过配股获取私有利益是上市公司配股的一个重要动机,张为国和翟春燕<sup>[13]</sup>、李志文和宋衍衡<sup>[20]</sup>都提到股权集中度与上市公司的配股决策和更改募集资金投向密切相关。这里采用的股本结构变量包括:第一大股东持股比例、非流通股比例、前 5 大股东的持股比例、第一大股东与第二、三大股东之间的制衡等。

**公司成长性:**一般认为,成长性好的公司,为了扩张的需要更可能去再发行募集资金。所以,考虑了公司成长性对募集资金使用的影响,用公司前三年的主营业务收入平均增长率衡量。

**再融资的审批等待时间:**刘勤等<sup>[11]</sup>、朱武祥<sup>[12]</sup>认为变更募集资金投向与上市公司的决策有关。由于再融资审批时间过长,使得上市公司不得不随着经济环境的变化而调整投资方向。

**公司规模、融资规模:**张为国和翟春燕<sup>[13]</sup>、李志文和宋衍衡<sup>[20]</sup>认为公司规模会影响配股的决策以及资金投向变更。另外,如果上市公司为了圈钱,那么融资过量的上市公司很可能会闲置资金或者重新设立投资方向。所以,融资规模也作为一个影响因素。

具体变量含义与计算方法参见表 2

### 2.3 研究方法

#### 2.3.1 募集资金滥用的界定

根据上市公司年报中“董事会报告”一节中“投资情况”下的“募集资金使用情况”中的说明,本文将募集资金变更分为显性变更和隐性变更。如果公司按照规定在年报中说明了这部分未履行配股说明书承诺的投资资金的现有状态,则称其为显性变更;如果将此种资金闲置而未表明其现有状态的则称其为隐性变更<sup>⑥</sup>。在数据收集时,本文采用至少配股后 3 年的资金使用情况来界定是否存在显性还是隐性变更。

对于显性变更,可用“募集资金投向变更比例”来衡量其变更的幅度,计算如下:

变更比例 = 募集资金累计变更数 / 实际可投入的货币募集资金数

⑤ 直至 2005 年 5 月份中国上市公司才开始进行股权分置改革,允许非流通股份在一定期限后上市流通。

⑥ 可参考刘少波和戴文慧<sup>[10]</sup>对募集资金投向显性和隐性变更的定义。

表 2 变量含义与计算方法

Table 2 Definition and calculation of variables

变量含义	变量名称	计算方法
资金储备	Slack	配股前一年的[(现金 + 短期投资) / 总资产 + 未使用的负债能力]; 其中未使用的负债能力 = $\text{Max}(0, \text{同行业的平均负债比率} - \text{公司负债比率})$ ; 负债比率 = 负债 / 总资产
大股东参与配股程度 (BigTake)	BigTake	大股东参与配股的比例, 即大股东认购股数占此次实际配股总数的比例
	Cash_bigtake	大股东采用现金参与配股的股数占本次公司实际配股总数的比例
股权结构 (Share Structure)	C1, Lc1	第一大股东持股比例. 由于这个数值是有界的, 按照 Demsetz 和 Lehn <sup>[21]</sup> 的方法对其进行了对数转换, 采用 Lc1 变量, $Lc1 = \text{Log}(c1 / (1 - c1))$
	Non, Lnon	非流通股比例. 原因同上, 进行对数转换, $Lnon = \text{Log}(Non / (1 - Non))$
	C5, Lc5	前 5 大股东持股比例和. 原因同上, 进行对数转换, $Lc5 = \text{Log}(c5 / (1 - c5))$
	Constraint	(第二大股东持股比例 + 第三大股东持股比例) / 第一大股东持股比例
	Dconstraint	虚拟变量, 如果 $\text{constraint} > 0.8$ 则为 1, 否则为 0
公司成长性	Growth	公司成长性, 用前三年的主营业务收入的平均增长率表示
审批等待时间	Wait	从发布配股预案公告到发布配股公告书的时间, 采用 $\text{log}(\text{天数})$ 衡量
公司规模	Size	$\text{Log}(\text{总资产})$
融资规模	SecSize	$\text{Log}(\text{实际募集资金})$

其中: 募集资金累计变更数 = 所有变更项目的原计划资金数目 - 实际投入资金数目

实际可投入的货币募集资金数 = 募集资金总数 - 相关费用 - 投入的非货币资金 (扣除以实物资产配股的情况)。

考虑到市场情况的变化, 本文认为在一定范围内剩余一定募集资金是合理的, 而超出这一范围就界定为募集资金滥用. 在本文中, 进行显性变更, 或者隐性变更中闲置资金占募集资金的比例超过 20% 即为募集资金滥用. 如果把闲置比例的范围限定在 10% 或 30% 时, 也得到了类似结论.

### 2.3.2 单变量分析和 Logit 回归模型

尽管统计出了显性变更的变更比例和隐性变

更的闲置资金比例, 但考虑到还有将近一半的募集资金未滥用样本其变更或闲置比例为 0, 所以本文没有直接把变更比例或闲置资金比例作为变量进行回归分析, 而将配股样本分为两组, 一组为募集资金滥用组 ( $Abuse = 1$ ), 另外一组则为未滥用组 ( $Abuse = 0$ ) 进行 Logit 回归. 先对这两组样本进行单变量分析, 从均值和中位数检验两组样本的各个变量之间是否存在显著差异. 然后采用 Logit 回归模型来验证研究假设. 具体回归模型如下

$$Abuse_i = \alpha + b_1 Slack_i + b_2 Bigtake(Cash\_bigtake)_i + b_3 Share\_Structure_i + b_4 Growth_i + b_5 Wait_i + b_6 Size_i +$$

$$b_7 \text{Seo}size_i + e_i \quad (1)$$

其中  $Abuse_i$  为第  $i$  个样本公司是否募集资金滥用 (滥用为 1, 未滥用为 0),  $Share\_Structure$  指代表股权结构的各个变量,  $e_i$  为回归误差项, 其他变量含义可参见表 2

### 3 实证结果

#### 3.1 募集资金滥用情况

如表 3 所示, 在 439 个样本中, 有 49.4% 公司公开披露了募集资金的投向变更 (以下简称为变更), 而有 50.6% 的公司未披露变更。在显性变更

的 217 家公司中, 以变更幅度在 20% ~ 50% 之间为最多 (86 家), 而变更程度在 80% 以上的也有 24 家。在 222 家隐性变更中, 有 191 家的闲置资金比例在 20% 以下。

按照本文对滥用募集资金的界定, 191 家隐性变更 (闲置资金比例小于 20%) 的公司属于“未滥用募集资金组”, 其他 248 家都属于“滥用募集资金组”。在这些滥用组公司中, 平均显性变更程度为 41.7%, 而隐性变更的闲置资金比例达到 50.4%。总体上看, 配股公司的募集资金投向变更, 无论是显性还是隐性都令人堪忧。这在一定程度上也反映了中国上市公司再发行圈钱行为的严重程度。

表 3 募集资金滥用情况

Table 3 The abuse of raised fund through SEOs

Panel A: 募集资金变更投向变更: 公开披露变更 (显性变更)			未公开披露变更 (隐性变更)		
变更比例	样本数	占总样本比例	闲置资金比例	样本数	占总样本比例
20% 以下	62	14.1%	20% 以下	191	43.5%
21% ~ 50%	86	19.6%	21% ~ 50%	17	3.9%
51% ~ 80%	45	10.3%	51% ~ 80%	10	2.3%
81% ~ 100%	24	5.5%	81% ~ 100%	4	0.9%
合计	217	49.4%	合计	222	50.6%
Panel B 滥用募集资金情况:					
滥用募集资金	248	56.5%	滥用资金组	样本数	变更 (闲置) 比例
未滥用募集资金	191	43.5%	显性变更	217	41.7%
合计	439	100.0%	隐性变更	31	42.8%

#### 3.2 单变量分析结果

表 4 给出了募集资金滥用组与未滥用组之间各个变量的均值和中位数情况。从表中看, 未滥用组的资金储备量  $Slack$  平均为 20.5%, 而滥用组平均值则为 25.2%, 滥用组要显著高于未滥用组。两组样本中位数的检验也给出了同样结果。这与研究假设 1 相一致, 即如果公司的资金储备量越高, 那么公司就越可能是为了应对未来不时之需而去配股融资, 募集资金滥用的可能性就越大。对于大股东参与配股比例  $Bigtake$ , 未滥用组的参与程度平均 25.5%, 而滥用组

仅为 18.0%, 两者之间存在显著不同, 中位数的检验结果相同。这样的结果说明, 如果大股东对项目有良好的预期, 积极参与配股认购, 那么配股后募集资金被滥用的可能性就要小一些。这对应于研究假设二。而从大股东现金参与配股程度看, 均值检验在 10% 水平下显著, 但中位数检验不显著。这说明影响募集资金滥用的一个关键因素在于大股东的参与程度, 而不在于是否现金参与<sup>⑦</sup>。

而其他变量, 包括股本结构变量,  $Lck$ ,  $Lnon$ ,  $Lc5$ ,  $Constraint$  和  $Dconstraint$ , 公司成长性变量

⑦ 当然, 大股东也可能通过高估实物资产参与配股来获取私有利益, 但这不体现为配股后的募集资金滥用行为。

growth, 配股审批等待时间、融资规模等的结果显示, 两组样本之间没有显著差异. 从公司规模 Size

看, 未滥用组的公司规模平均值要显著大于滥用组, 但中位数检验不显著.

表 4 单变量分析

Table 4 The univariate analysis

Variables	均值				中位数			
	未滥用组	滥用组	两者之差	T检验 P值	未滥用组	滥用组	两者之差	Z检验 P值
Slack	0.205	0.252	-0.047 <sup>**</sup>	(0.001)	0.165	0.217	-0.052 <sup>***</sup>	(0.003)
BigTake	0.255	0.179	0.076 <sup>**</sup>	(0.001)	0.197	0.109	0.088 <sup>**</sup>	(0.018)
Cash_bigtake	0.099	0.067	0.032 <sup>*</sup>	(0.090)	0.000	0.001	-0.001	(0.175)
Lc1	0.638	0.353	0.285	(0.257)	1.072	0.847	0.225	(0.544)
Ln on	0.498	0.536	-0.039	(0.427)	0.556	0.598	-0.042	(0.304)
Lc5	0.402	0.430	-0.028	(0.649)	0.474	0.501	-0.028	(0.464)
Constraint	0.343	0.305	0.039	(0.298)	0.180	0.152	0.029	(0.416)
Dconstraint	0.147	0.118	0.029	(0.379)	0.000	0.000	0.000	(0.371)
Growth	0.275	0.323	-0.048	(0.330)	0.199	0.171	0.028	(0.230)
Log(Wait)	5.237	5.262	-0.025	(0.521)	5.204	5.210	-0.006	(0.879)
Log(Size)	21.228	21.069	0.159 <sup>**</sup>	(0.025)	21.196	21.050	0.147	(0.164)
Log(SeoSize)	19.256	19.172	0.084	(0.214)	19.201	19.154	0.047	(0.670)

注: ① 各个变量的含义请参见表 1

② 为了阅读方便, 如果滥用组与未滥用组的均值差 (或中位数差) 存在显著差异, 在右上方给出\*\*\*、\*\*、\* 标志, 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著.

### 3.3 Logit回归结果

表 5 给出了多变量的 Logit 回归结果, 一共给出了分别考虑不同变量组合的 12 个回归模型的结果. 不管是模型 1 单独考虑 Slack 因素, 还是在其他模型中, Slack 的系数都显著为正, 即表明募集资金滥用的可能性与公司配股前的闲置资金成正比, 闲置资金越多, 圈钱动机越明显, 募集资金滥用的可能性就越大, 即圈钱行为就越显著. 这证实了研究假设 1 的成立.

另外一个显著因素就是大股东参与配股的比例 Bigtake. 该系数在各个模型中都显著为负, 这表明大股东参与配股的比例与募集资金滥用负相关, 即大股东参与配股比例越高, 那么募集资金滥用的可能性就越小, 即研究假设 2 而大股东现金参与配股的比例在模型 3 与 Bigtake 一起回归时不显著. 这与单变量分析的结果一致.

而股权结构变量对募集资金滥用没有显著影响. 在李志文和宋衍衡<sup>[20]</sup>一文中, 大股东占绝对优势的公司具有更强的配股动机, 股权结构变量中的 Dconstraint 对公司是否提出配股具有显著的影响. 但在考虑从圈钱动机到圈钱行为的联系时, 发现这些股权结构因素并没有显著影响. 这表明在是否进行配股决策时, 股东之间的相互制约影响了公司的配股决策. 但配股决策完成之后, 股权因素对募集资金使用的影响减弱, 募集资金是否滥用的关键更多地在于配股时的大股东参与程度和配股前的资金储备程度<sup>⑧</sup>.

公司规模在 10% 水平下负显著, 即公司的规模越大, 其募集资金滥用的可能性就越小. 而其他因素, 包括公司成长性、融资规模、配股审批等待时间等因素对募集资金滥用没有显著影响.

⑧ 本文中股权集中度对变更募集资金投向没有显著影响, 而张为国等<sup>[13]</sup>却有显著影响的原因可能在于张为国等<sup>[13]</sup>的变更募集资金投向样本仅仅考虑显性变更而没有考虑隐性变更.

## 4 结 论

国内外有大量文献研究再发行后长期业绩下降问题,最近学者们从公司投资角度来解释为什么长期业绩会下降.他们认为,由于投资与收益率之间存在负相关关系,再发行公司都存在过度投资问题,从而导致再发行后的市场业绩下降.而且,在投资者保护越好的公司,投资与收益率之间的负相关关系更显著.在中国市场,再发行后长期业绩下降也与公司投资有关,但不是过度投资问题,而是投资不当问题,即募集到资金后随意变更投资项目或者不投资.本文研究了这种投资不当是否与股权结构、大股东代理问题与融资受限等制度问题有关.

本文构造了一个再发行中大股东圈钱的动机、行为和后果的因果链:为了应对不时之需的资金储备和大股东通过再发行获取私有利益是再发行圈钱的两个动机,而圈钱的行为就表现为对募集资金的滥用.随意取消或缩减原来投资项目而去投资新的项目,或者闲置资金而不按照公告书承诺正常使用.圈钱行为导致的后果就是再发行后的长期业绩的恶化.通过1998—2001年439个配股样本实证检验了再发行圈钱动机与圈钱行为之间的联系.在综合考虑了公司规模、融资规模、配股审批时间等可能影响募集资金滥用的因素后,结果发现,配股前的资金储备比例越高,配股后募集资金滥用的可能性就越大,而大股东参与配股程度越低,配股后募集资金滥用的可能性也越大.这印证了圈钱动机和行为的理论联系.

本文的结论说明中国再发行后长期业绩下降

与代理问题密切相关.再发行也成为大股东掠夺中小投资者利益的一种手段.这补充了文献Cheung等<sup>[16]</sup>、Lee and Xiao<sup>[17]</sup>等发现的关联交易、派发红利等之外的另外掠夺手段.而且,尽管大股东掠夺与上市公司的国有股权集中等股权结构因素有关,但本文发现股权结构对投资不当行为的影响并不显著,这个结论与Wang<sup>[15]</sup>所发现的股权结构没有显著影响IPO后的长期业绩结论相一致.这说明大股东在再发行中的掠夺行为主要通过其是否参与配股来体现,而不是直接通过股权比例来体现.大股东主导的上市公司配股行为是否有利于提高公司价值的一个信号就是看大股东参与配股的比例大小.

另一方面,与Cull and Colin<sup>[18]</sup>通过调查得出的融资机会也会影响公司再投资的结论一致的是,本文也发现由于中国融资监管制度引起的融资受限也会影响公司的投资和融资行为.上市公司在没有良好投资项目支持下也可能通过再发行进行资金储备.所以,本文的结论还进一步补充了他们的观点,即融资受限不仅可能压缩公司的再投资,而且还可能造成公司为了避免未来的融资受限而采取囤积资金的行为.这在一定程度上说明融资监管政策造成的危害不仅是公司因为缺乏资金进行再投资而失去发展机会,而且还破坏了整个市场的资源配置功能.所以,本文的政策意义在于中国证监会可以考虑取消上市公司的再融资监管而代之以市场化发行.当然,退一步如果仍要继续进行再发行的审批工作,那么应把再发行前的资金储备比例作为一个审批指标,并要求大股东积极参与再发行.这将有助于减少上市公司的再发行圈钱行为,从而促进证券市场发挥正常的融资功能.

## 参 考 文 献:

- [1] Jung K, Kim Y C, Stulz R M. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 10: 159—185.
- [2] Linpaphayom B, Ngamwutikul A. Ownership structure and post issue operating performance of firms[J]. *Journal of Economics and Finance*, 2004, 28(3): 307—332.
- [3] Loughran T, Ritter J R. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings[J]. *Journal of Finance*, 1997, 12: 1823—1850.
- [4] Spiss K D, Affleck-Graves J. Underperformance in long run stock return following seasoned equity offerings[J]. *Journal of*

- Financial Economics 1995, 38: 243—267.
- [5] Teh S H, Welch I, Wong T J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics 1998, 50: 63—99.
- [6] Richardson S A, Sban R G. External Financing, Capital Investment, and Future Stock Returns[R]. Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2003.
- [7] Titman S, Wei K C J, Xie Feixue. Capital investments and stock returns[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis 2004, 39: 677—700.
- [8] Lyandres E, Sun L, Zhang L. Investment Based Underperformance Following Seasoned Equity Offerings[R]. Working Paper, University of Michigan, 2005.
- [9] 吴文锋, 胡戈游, 吴冲锋, 等. 从长期业绩看设置再发行“门槛”的合理性[J]. 管理世界, 2005, (5): 127—134.  
Wu Wen-feng, Hu Ge-you, Wu Chong-feng, et al. Is setting the threshold of the seasoned equity offerings effective? Evidence from the long-run performance of SEOs[J]. Management World, 2005, (5): 127—134. (in Chinese)
- [10] 刘少波, 戴文慧. 我国上市公司募集资金投向变更研究[J]. 经济研究, 2004, (5): 88—97.  
Liu Shaobo, Dai Wenhui. The study of change of raised funds purpose of China listed firms[J]. Economic Research, 2004, (5): 88—97. (in Chinese)
- [11] 刘 勤, 陆满平, 寻晓青, 等. 变更募集资金投向及其监管研究[J]. 证券市场导报, 2002, (1): 35—40.  
Liu Qin, Lu Man-ping, Xun Xiaqing, et al. Change of raised funds purpose and its regulation[J]. Securities Market Herald, 2002, (1): 35—40. (in Chinese)
- [12] 朱武祥. 上市公司募集资金投向决策分析[J]. 证券市场导报, 2002, (4): 49—53.  
Zhu Wuxiang. The analysis of decision of raised funds purpose of China listed firms[J]. Securities Market Herald, 2002, (4): 49—53. (in Chinese)
- [13] 张为国, 翟春燕. 上市公司变更募集资金投向动因研究[J]. 会计研究, 2005, (7): 19—24.  
Zhang Weiguang, Zhai Chunyan. The motivation of change of raised funds purpose[J]. Accounting Research, 2005, (7): 19—24. (in Chinese)
- [14] 朱 云, 吴文锋, 吴冲锋, 等. 圈钱行为与后果: 募集资金滥用与再发行长期业绩恶化[J]. 上海交通大学学报(自然科学版), 2007, 41(7): 1087—1091.  
Zhu Yun, Wu Wen-feng, Wu Chong-feng, et al. The behavior and consequence of expropriation through SEO: Evidence from abuse of raised fund and underperformance[J]. Journal of Shanghai Jiao Tong University (Natural Science Edition), 2007, 41(7): 1087—1091. (in Chinese)
- [15] Wang C Y. Ownership and operating performance of Chinese IPOs[J]. Journal of Banking & Finance, 2005, 29(7): 1835—1856.
- [16] Cheung Y L, Jin L, Rau R, Stouraitis A. Guanxi: Political Connections and Expropriation: The Dark Side of State Ownership in Chinese Listed Companies[R]. Mimeo, 2005.
- [17] Lee C W J, Xiao X. Tunneling Dividends[R]. Mimeo, 2004.
- [18] Cull R, Xu L C. Institutions, ownership and finance: The determinants of profit reinvestment among Chinese firms[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 117—146.
- [19] 李 康, 等. 配股和增发的相关利益主体分析与政策研究[J]. 经济研究, 2003, (3): 79—87.  
Li Kang, et al. Study on interest of parties to share placement & additional issue and policy recommendations[J]. Economic Research, 2003, (3): 79—87. (in Chinese)
- [20] 李志文, 宋衍衡. 影响中国上市公司配股决策的影响因素[J]. 经济科学, 2003, (3): 59—69.  
Li Zhiwen, Song Yanheng. The determinants of rights offering decision of Chinese listed firms[J]. Economic Science, 2003, (3): 59—69. (in Chinese)
- [21] Demsetz H, Lehn K. The structure of corporate ownership: Cause and consequences[J]. Journal of Political Economy, 1985, 93: 1155—1177.

key in this paper we discuss insurers of two and more risk types with respect to a policy holder action. An insurance contract model with low initial compensation is established. It puts forward that this low compensation period can be used to screen policy holders' risk types. Insurance contracts with low compensation time means that during the start of the signing the contract, if the policy holder runs into risk, the insurance company will give low compensation. On the other hand, if no claims are made during this period, then, until the end of the insured time, the insurance company will provide a fully insured contract. In this condition of partial insurance, it is shown that during the low compensation period the probability of obtaining low compensation is larger if a high risk policy holder accepts the insurance contract and vice versa. This results in high risk policy holders tending to give up the contract. An example is given to show this condition existed in reality and we demonstrate a Pareto improvement to the traditional partial insurance contract.

**Key words** insurance contract; adverse selection; asymmetric information; Pareto improvement; partial insurance

(上转第 109 页)

## Financing constraints, expropriation of minor shareholders, and abuse of SEO proceeds

ZHU Yun<sup>1</sup>, WU Wenfeng<sup>1</sup>, WU Chongfeng<sup>1</sup>, Oliver M. RUI<sup>2</sup>

1. Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200052, China

2. The Faculty of Business and Administration, The Chinese University of Hong Kong, Hong Kong, China

**Abstract** This paper analyzes the effect of ownership structures, expropriation of minor shareholders and financing constraints on the misinvestment of SEO proceeds. Using 439 rights offering samples from 1998 to 2001 in China stock market, we find that the higher the financial slack before SEO, the more likely the abuse of the raised fund. And the lower the subscription ratio of large shareholders, the more likely the abuse of the raised fund. However, the concentration of ownership doesn't significantly affect the misinvestment behavior. Our results show that financing constraints and expropriation of minor shareholders are two key factors affecting the misinvestment behavior.

**Key words** seasoned equity offering; expropriation; financing constraints; abuse of SEO proceed