

# 股权再融资认购选择与承诺续扩行为研究

唐 洋(博士) 李 伟

(天津商业大学商学院 天津 300134)

**【摘要】** 本文基于我国的制度背景,在代理理论框架下,就上市公司大股东的股权再融资认购选择对承诺续扩行为的影响进行了研究。研究表明:无论大股东是否参加股权再融资认购,上市公司都有承诺续扩的可能。但是,与大股东参加股权再融资认购相比,大股东放弃认购更容易导致承诺续扩行为的发生与恶化。

**【关键词】** 股权再融资 认购选择 承诺续扩

对于企业的资本投资项目而言,通常情况下,因其投资额大、持续时间长常常被分为若干阶段,企业因此会面临前期已投入大量资本,而在当前条件下完成项目并实现预期目标的可能性很小,需要做出继续投资或放弃项目的再决策。国外大量研究(Staw,1976;Ross和Staw,1993;Harrison和Harrel,1993;Chow,2000;Montealegre和Keil,2000)表明,决策者在此时常会做出继续投资甚至加大投资的决策,这种现象被称为承诺续扩(或恶性增资)。

事实上,承诺续扩行为随处可见,不仅仅是在经济领域,如小到“是否继续听一出不喜欢的歌剧”(Arkes和Blumer,1985),大到美国越战,都涉及承诺续扩问题。在信贷管理中,是否对未偿还贷款的债务人追加贷款(Ruchala,1996);在人力资源管理中,是否对一个曾极力推荐的人员继续给出好的绩效评语(Schoorman,1988),也都会碰到同样的问题。但是,最典型的承诺续扩行为发生在企业的资本投资领域。一项针对国外企业的调查结果表明,约有75%的决策者在后续决策时会选择承诺续扩(Conlon和Parks,1987);一项针对中国企业的调查结果表明,有93%的经理人承认自己的企业中存在一定程度的承诺续扩现象,其中56%的经理人认为承诺续扩现象广泛存在。

承诺续扩行为明显违背了传统的经济理性原则,它将给企业乃至整个国家造成巨大的资源浪费。同时其可能使企业决策者目光向后,陷于过去的错误决策不能自拔,失去捕捉新的市场机会的动机和能力,这对企业的损害比直接的资源浪费还要大。在当前资源短缺、企业间竞争激烈的大环境下,研究承诺续扩行为的产生原因,对于企业及企业主管部门制定承诺续扩控制措施具有重要的意义。

目前,对承诺续扩行为产生原因的研究主要是基于市场经济体制下的西方企业展开的,而专门针对转轨经济体制下的中国企业的研究还很少。同时,目前多数研究是从决策者心理、认知偏差等非理性视角进行的,从决策者理性视角出发所开展的研究还比较少。最早提出并对承诺续扩行为进行研究的是心理学家,目前国外从事该领域研究的仍有半数是心理

学家或行为经济学家,并且他们主要来自于发达的市场经济体制国家。

不可否认,从非理性视角研究承诺续扩有着重要的意义,但是对于我国来说,理性因素同样重要。原因在于,与发达的市场经济体制国家相比,我国上市公司的治理结构、内外部监管体制均不健全,决策者选择利己的投资行为的成本较低。可见,仅基于发达的市场经济体制国家的企业展开研究是不全面的。因此,本文基于转轨经济体制下的我国制度背景,从决策者理性视角出发,研究承诺续扩行为的产生原因。

## 一、股权再融资制度背景

融资决策决定了企业融资成本的高低,进而影响企业随后的投资成本和投资行为。因此,在研究企业投资行为时我们必然要对企业的融资行为加以关注,而对于股权集中的现代企业,我们必然要对大股东融资行为加以关注。

上市公司首次上市后,股权再融资是其可选择的主要融资方式之一。上市公司股权再融资的基本方式有配股、增发、可转债、认股权证、供股发行、分拆发行六种。1998年以前,配股是我国上市公司唯一的股权再融资方式,增发出现后,增发和配股成为我国上市公司最主要的两大融资方式。截至2006年底,上市公司采用配股方式融资合计达2 284.23亿元,占A股股权融资总量的25.98%;采用增发方式融资合计达2 044.05亿元,占A股股权融资总量的23.25%。

众所周知,我国上市公司具有极强的股权再融资偏好,孙铮和王跃堂(1999)、陈小悦(2000)、蒋义宏(2003)均发现上市公司净资产收益率非常集中地分布在配股生命线(10%)右侧。而当证监会将净资产收益率的标准改为6%后,蒋义宏(2003)发现,净资产收益率在(6%,7%)区间内的公司数量十分密集。Yu等(2006)也发现,1999~2000年间上市公司净资产收益率大多分布在6%或10%附近。这些都充分表明上市公司有着极强的股权再融资偏好。

然而令人诧异的是,上市公司在获得融资资格后,其大股东在真正融资时却普遍放弃股权再融资的认购权。尽管证监会规定“公司一次配股发行股份总数,原则上不超过前次发行

并募足股份后股本总额的30%，如具有实际控制权的股东全额认购所配售的股份，可不受此限制”，但是上市公司大股东还是普遍放弃了增发或配股的认购权。表1和表2分别是截至2007年底沪深两市发生过增发或配股的上市公司大股东的认购选择情况，并对大股东全部放弃认购和全部参加认购的两组公司数量进行了Wilcoxon检验。表1、表2中的数据来自CCER数据库，并运用SPSS13.0软件进行了处理。

表1 截至2007年底发生增发的上市公司大股东的认购选择

	公司总数	全部放弃		部分放弃		全部参加		不能确定	
		数量	占比(%)	数量	占比(%)	数量	占比(%)	数量	占比(%)
1999年	12	6	50	0	0	2	16.67	4	33.33
2000年	23	23	100	0	0	0	0	0	0
2001年	13	13	100	0	0	0	0	0	0
2002年	31	29	93.54	0	0	1	3.23	1	3.23
2003年	15	12	80	0	0	2	13.33	1	6.67
2004年	12	7	58.33	5	41.67	0	0	0	0
2005年	3	0	0	3	100	0	0	0	0
2006年	54	19	35.19	19	35.19	4	7.40	12	22.22
2007年	171	5	2.92	16	9.36	14	8.19	136	79.53

注：全部放弃组与全部参加组公司数量的Wilcoxon检验： $Z=-2.10$ ,  $Sig.=0.036^{**}$ 。 \*\*表示在5%的水平上显著。

表2 截至2007年底发生配股的上市公司大股东的认购选择

	公司总数	全部放弃		部分放弃		全部参加		不能确定	
		数量	占比(%)	数量	占比(%)	数量	占比(%)	数量	占比(%)
1999年	121	27	22.32	75	61.98	17	14.05	2	1.65
2000年	182	60	32.97	105	57.69	10	5.49	7	3.85
2001年	84	43	51.19	37	44.05	4	4.76	0	0
2002年	20	7	35	12	60	1	5	0	0
2003年	24	15	62.5	5	20.84	2	8.33	2	8.33
2004年	21	16	76.19	5	23.81	0	0	0	0
2005年	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2006年	13	6	46.15	7	53.85	0	0	0	0
2007年	7	0	0	0	0	4	57.14	3	42.86

注：全部放弃组与全部参加组公司数量的Wilcoxon检验： $Z=-2.380$ ,  $Sig.=0.017^{**}$ 。 \*\*表示在5%的水平上显著。

从表1中可以看出，对于增发而言，大股东全部放弃认购的公司数量显著大于全部参加认购的公司数量，通过了显著性水平为5%的检验。同样，对于配股而言，全部放弃认购的公司数量显著大于全部参加认购的公司数量，并通过了显著性水平为5%的检验。因此，总体来看，我国上市公司大股东在进行股权再融资决策时普遍放弃认购。

但是笔者认为，大股东不会在任何情况下都放弃股权再融资认购。当放弃认购将使其持股比例下降并影响其在公司的控制地位时，他们就会参加认购。为了证实这一猜想，本文对此进行了进一步检验。表3是截至2007年底大股东全部放弃、部分放弃和全部参加认购的公司第一大股东持股比例的

均值及其差异检验。从表3中可以看出，无论是增发还是配股，全部放弃组的公司第一大股东持股比例均值较高，部分放弃组次之，全部参加组最低。这说明，当大股东持股比例较高、放弃认购不会影响其控制地位时，他们就会放弃认购；反之，当大股东持股比例较低、放弃认购将影响其控制地位时，他们就会参加认购。

表3 不同认购选择下第一大股东持股比例的均值及其差异检验

大股东的认购选择	第一大股东平均持股比例(配股)	第一大股东平均持股比例(增发)
全部放弃	44.77%	42.33%
部分放弃	42.42%	39.29%
全部参加	32.23%	32.51%
Kruskal Wallis检验	$\chi^2=5.549$ $Sig.=0.062^{**}$	$\chi^2=9.474$ $Sig.=0.009^{***}$

注：\*\*、\*\*\*分别表示在5%和1%的水平上显著。

可见，我国上市公司大股东对待股权再融资认购的态度是：在不影响其在公司的控制地位时普遍放弃认购。

### 二、股权再融资认购选择对承诺续扩的影响

本文并不关注上市公司的股权再融资方案是如何通过的，本文关注的是：上市公司已经采用增发或配股方式筹集到了资金，并且在融资过程中大股东放弃了认购，同时，对于股权集中的现代企业而言，公司的投资决策权掌握在大股东手中，在此种背景下，与大股东参加股权再融资认购相比，放弃认购会对公司随后的投资行为产生何种影响？

1. 大股东参加股权再融资认购与承诺续扩行为。众所周知，某一利益集团从一个资本投资项目中所获得的净收益等于该利益集团从该项目中所获得的投资收入与投资成本之差。与初始决策相比，再决策的投资成本除了包括项目需要投入的再投资额，还包括项目立刻清算的清算价值。

在大股东参与融资的情况下，大股东的投资成本与小股东相同，都是由再投资额和项目清算价值组成。但是他们的收益不同，通常大股东因掌握着公司的控制权而具有额外的控制权收益，而小股东最多只能按其持股比例获得相应的剩余索取权收益。也就是说，大股东的收益除了包括按其持股比例获得的剩余索取权收益，还包括控制权收益。

由此笔者定义：净剩余索取权收益等于剩余索取权收益与再投资额和项目清算价值之差。

值得注意的是，本文的研究对象是在再决策中具有亏损迹象的项目，对于小股东来说，继续该项目的剩余索取权收益不足以弥补其投资成本，净剩余索取权收益为负，即：

$$\text{净剩余索取权收益} = [\text{剩余索取权收益} - (\text{再投资额} + \text{清算价值})] < 0$$

因此，对于小股东而言，应该放弃项目。

在大股东参与融资时，同小股东一样，大股东的净剩余索取权收益也为负，但是与小股东相比，大股东收入中可能多了一项控制权收益。即：

$$\text{净剩余索取权收益} = [\text{剩余索取权收益} - (\text{再投资额} + \text{清算$$

价值) $<0$ ,控制权收益 $\geq 0$

总收益=净剩余索取权收益+控制权收益

对于大股东而言,继续该项目的总收益不一定为负。当继续该项目的控制权收益能够弥补其净剩余索取权损失时,即总收益为正时,大股东就会继续投资,而此时对于小股东来说继续投资是亏损的,因此承诺续扩现象就发生了。反之,当继续该项目的控制权收益不能够弥补其净剩余索取权损失时,即总收益为负时,大股东就会放弃该项目,承诺续扩现象就不会发生。也就是说,大股东参加股权再融资认购时,承诺续扩现象也可能发生。

2. 大股东放弃股权再融资认购与承诺续扩行为。如果大股东放弃股权再融资认购,那么投资于该项目的资金均来源于小股东,这些资金一旦投入公司,就成为大股东和小股东的共有财产,大股东按其持股比例享有其中的份额。项目投资越多,大股东无偿享有的绝对数越大。因此,大股东放弃认购时的投资成本只是按其持股比例确定的项目清算价值,这将大大降低大股东的投资成本,导致在同一个项目中大股东的投资成本远低于小股东的投资成本。

大股东放弃认购时,对于小股东而言:

净剩余索取权收益=[剩余索取权收益-(再投资额+清算价值)] $<0$

对于小股东来说,应该放弃该项目。

大股东放弃认购时,对于大股东而言:

净剩余索取权收益=剩余索取权收益-清算价值

此时大股东的净剩余索取权收益可能为正,即使为负,与大股东参加认购相比,其绝对数也将大大降低。而:控制权收益 $\geq 0$ ,因此:

总收益=净剩余索取权收益+控制权收益

大股东放弃认购时,其总收益为正的将大大提高,这就导致大股东在再决策时更易继续该项目。也就是说,与参加认购相比,大股东放弃认购更容易导致承诺续扩行为的发生与恶化。

### 三、小结

承诺续扩行为将给企业乃至整个国家造成巨大的资源浪费。本文基于我国上市公司大股东普遍放弃股权再融资认购的现实背景下,对上市公司大股东的股权再融资认购选择对承诺续扩的影响进行了研究。研究结果表明:无论大股东是否参加股权再融资认购,上市公司都有承诺续扩的可能。但是,与大股东参加认购相比,大股东放弃认购更容易导致承诺续扩行为的发生与恶化。该结论为管理层规范上市公司的投、融

资行为提供了理论依据,能够为理解大股东的股权再融资认购选择的经济后果提供有益启示,是从决策者理性视角研究承诺续扩行为的阶段性成果。

由此可知,上市公司大股东放弃股权再融资认购将极大地降低其投资成本,扭曲上市公司的投资行为,造成承诺续扩行为的发生与恶化。因此,规范上市公司大股东的融资行为,对于提高企业的投资效率、避免承诺续扩行为的发生与恶化具有重要的意义。笔者认为可以从以下两方面采取措施:一是建立相关的法律规章制度,用法律手段限制大股东放弃股权再融资认购的行为;二是建立一系列保护中小股东利益的内外外部监管机制,使上市公司的投资决策透明化,置于小股东的有效监督之下。

【注】本文系天津市哲学社会科学规划项目(编号:TJYY07-1043)、中国注册会计师协会研究课题“金融危机引发的思考——企业再投资项目中恶性增资行为研究”(文件号:中总协[2009]25)的阶段性研究成果。

### 主要参考文献

1. Staw, B. M. Knee-Deep in the big muddy: A study of escalating commitment to a chosen course of action. *Organizational Behavior and Human Performance*, 1976; 16
2. Harrison, P. D., Harrel. Impact of "adverse selection" on managers project evaluation decisions. *Academy of Management Journal*, 1993; 36
3. Chow, C. W., Wright, P. Haddad. Increasing the effectiveness of hotels management: how to avoid throwing good money after bad. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 2000; 10
4. Montealegre, R., M. Keil. De-escalating information technology projects: lessons from the denver international airport. *MIS Quarterly*, 2000; 24
5. Salter, S., Sharp, D. Agency theory and escalation of commitment: Do small national culture difference matter? *The International Journal of Accounting*, 2001; 36
6. Shleifer, A., R. Vishny. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 1997; 5
7. La Port, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 1999; 5
8. 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