

# 股权分置改革与上市公司配股融资的公告效应

宋献中 李诗田 魏立江\*

**摘要:** 在总结国内外研究文献的基础上,根据股权再融资理论和我国股权分置改革的制度背景,选取2004年1月至2008年8月之间在沪、深两市A股实施配股的上市公司数据,用均值检验法、分组检验法、回归分析法分别对中国上市公司股权分置与上市公司配股融资的公告效应进行了实证分析。研究结果表明,股权分置改革对配股融资公告效应有显著的正面影响。根据研究结论,最后提出了相关建议。

**关键词:** 股权分置改革 配股融资 累计超额回报 公告效应

## 一、引言

由于历史原因,中国绝大多数上市公司股权结构存在流通股和非流通股权利分割——流通股和非流通股同股不同权现象,即被称为股权分置问题。2005年4月29日,证监会颁布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,标志着股权分置改革工作的正式启动。至2006年年末,已经有93%的上市公司基本完成股权分置改革,从制度上解决了长期以来我国上市公司非流通股和流通股同股不同权的问题。在股权分置改革之前,配股是我国上市公司主要的股权再融资方式之一。据中国证券监督管理委员会的统计数据,1991-2005年间,我国上市公司通过公开的证券市场配股融资的总额高达2279.91亿元,占股权再融资总额的65.57%(不包括可转换债券)。配股,指向公司原有股东按比例增发新股票的一种融资方式。在流通股和非流通股利益不一致的情况下,配股再融资方式涉及到利益如何在流通股股东和非流通股股东之间分配的问题,因此中国股票市场对上市公司配股行为的反应可能具有一定的特殊性。中国股票市场对上市公司配股行为的反应如何?在股权分置改革后,配股融资的市场反应是否发生了显著变化?股权分置改革的正面效应是否显现?本文用累计超额回报衡量配股融资的公告效应,针对上述问题进行实证研究。

## 二、相关文献回顾

国外学者对配股融资问题进行了大量研究,配股融资与公司价值的关系是研究的切入点。实证研究方面,White和Lusztig(1980)、Hansen(1988)利用美国上市公司的数据研究发现股票市场对配股的宣告有负反应,这一结果与公开增发的研究相近。对于配股市场反应的理论研究方面,大多数学者沿用一般的股权再融资(SEO)理论对其进行解释。Myers和Majluf(1984)等基于事前信息不对称的信号传递模型认为,管理者拥有公司市场价值的私人信息,发行新的股票将向市场传递股票价值被高估的信息(如企业现金流出问

\* 宋献中,暨南大学管理学院会计系,邮政编码:510630,电子信箱:tsxz@jnu.edu.cn;李诗田,暨南大学管理学院会计系,邮政编码:510630,电子信箱:shitianli2005@tom.com;魏立江,暨南大学管理学院会计系,邮政编码:510630,电子信箱:wljmas@163.com。

本文得到国家自然科学基金项目“基于可持续发展的公司社会责任报告模式研究”(课题号:70772099)、广东省教育厅人文社会科学研究创新团队项目“公司社会责任与公司价值研究”(课题号:07JDTDXM63003)的资助。作者感谢编辑部老师和匿名审稿人的中肯意见。

题),在投资者完全预期管理者这种行为的情况下,股票的市场价值将随着公告的发布而下降。Jensen和Meckling(1976, 1986)的代理成本理论从事后信息不对称的角度对其进行解释,当管理层不认购配股和增发股份时,外部股东股份的增加会引发内部管理层不努力工作、推卸责任等道德风险行为,且配股融资不能约束管理层对自由现金流的任意开支,这些因素最终降低公司价值。应该说信号理论和代理理论都能够从各自的角度对配股融资公告的负反应进行解释。近期的国外文献主要研究哪些具体因素影响了配股融资的市场反应。如Bohren和Michasen(1997)对市场配股融资的公告效应进行了研究,认为其与配股融资规模、配股价格呈负相关关系。而Brennan和Franks(1997)则认为配股融资的公告效应与公司内部人的股票认购数量正相关。这些研究进一步为信号理论或代理理论提供了实证依据。

对上述研究进行总结,国外关于上市公司配股融资公告效应及其影响因素的研究结论基本一致。国内关于配股融资公告效应的影响因素的研究结论也是基本一致的,主要包括两个方面:即配股折价率对公告效应有正的影响,大股东或内部人是否认购对公告效应有正的影响。但是,国内对配股融资公告效应的研究尚未达成一致的结论,一些研究认为累计超额回报显著为负(原红旗,2003;朱武祥、蒋殿春和张新,2003),一些研究认为累计超额回报不显著(沈艺峰和肖珉,2001;管征、卞志村和范从来,2007)。

综上,对于配股公告效应的影响因素研究,国内外结论基本一致,配股折价率对公告效应有负的影响,大股东或内部人是否认购对公告效应影响为正;对于配股事件公告效应的研究,国外理论和实证研究结论都认为配股融资的公告效应为负,而国内研究结论则趋向于累计超额回报显著为负或不显著两种,尚未达成一致的结论。国内研究结论不一致的原因可能在于:(1)事件研究方法处理不够精细,事件窗口日的选择欠缺更科学的考虑。(2)对我国特殊制度背景下配股融资的公告效应的分析不够深入,只有唐国正(2006)用博弈论的方法对股权分置下的配股对股权价值影响的理论研究,未见其他关于我国股权分置特殊制度背景下的配股公告效应实证研究文献。基于上述原因,本文将选择2004年1月至2008年8月之间实施配股融资的42家A股上市公司为研究样本,以配股说明书公告日为时间窗口,研究股权分置改革背景下的配股融资的公告效应。

### 三、实证分析

#### (一)研究假设

按一般权益再融资理论,配股融资公告效应为负,而中国特殊制度背景更加强化这一现象。转型时期中国资本市场不够完善,无论是外部监管制度,还是内部治理机制均存在缺陷,上市公司利用再融资机会圈钱动机非常明显,中小投资者不可避免对配股融资有抵触情绪。理论上,资本市场应充分发挥资源配置的功能,激励上市公司管理和技术创新,配股融资只是其中的手段。而实践上,上市公司大股东、管理层处于绝对强势地位,在缺乏有力保障中小股东的外部制度的情况下,“投资资金需求-再融资-高效率投资”这一路径已经不复存在,配股融资是其获取私人利益的手段。因此,没有投资资金需求的上市公司想尽办法再融资,而再融资募集资金使用效率低下的现象极为普遍。如根据中国《上市公司新股发行管理办法》规定,上市公司申请配股,公司最近3年加权平均净资产收益率不得低于6%,中国上市公司为获取配股资格,存在大量通过操纵净利润提升报告赢余的现象。又如配股融资过程中,存在变更募集资金投向问题。股权分置改革有利于上述制度环境的变化,有利于上市公司治理机制的优化,但是最理想结果也只是与国外一般的再融资理论相符。所以,本文综合一般股权再融资理论和中国特殊制度背景提出如下假设:

假设1:中国上市公司配股融资公告效应为负。

股权分置状态下,非流通股股东与流通股股东利益是分割的,非流通股股东一般是掌握信息、知识、资源优势的大股东,流通股股东则为处于弱势地位的中小股东。上市公司配股公告宣布后,非流通股股东和流通股股东都有两种策略可以选择:认购和不认购股份,而非流通股股东对投资项目好坏具有私人信息。在投资项目不好的情况下,非流通股股东选择不认购股份是占优策略;流通股股东即使知道项目不好,配股有损公

---

本文综述部分已经论述。

张祥建、徐晋:《盈余管理、配股融资与上市公司业绩滑坡》,载《经济科学》,2005(1)。

李心愉:《中国上市公司配股资金使用效率的统计分析》,载《财贸经济》,2004(3)。

司价值,但是如果不认购股份,只要发行成功,配股除权之后股票价值会更低,“搭便车现象”决定股权登记日在册的流通股股东的占优策略是认购股份。因此,非流通股股东预期到这一均衡结果之后,会不顾忌项目的好坏进行配股融资,而配股公告发布后,流通股股东预期到这一均衡结果之后,会通过抛售股票“逃权”,对配股公告做出负面反应。股权分置改革后,非流通股股东取得流通权,大股东与中小股东利益在某种程度上趋于一致,如果投资项目不好,“搭便车现象”决定小股东的占优策略是认购股份,大股东如果不认购,在除权折价后其股票流通市值会降低,大股东最终被逼迫选择认购。因此大股东预期到这一均衡结果之后,会尽量选择更好的项目进行融资,中小股东对配股公告负面反应会减弱。基于此,本文提出如下假设:

假设 2:股权分置改革对中国上市公司配股融资公告效应有正的影响。

## (二)研究方法

本文以事件研究法研究上市公司配股公告的市场反应,用分组检验和回归分析法研究股权分置改革与市场反应之间的关系。

配股整个过程分别经过董事会预案公告日、股东大会决议公告日、配股说明书公告日、配股上市公告日四个公告日。因为董事会预案公告日、股东大会决议公告日往往伴随着上市公司其他事项,存在干扰因素,不适合事件研究法,而配股上市公告日实际已经标志配股的基本完成,配股各项细节已经确定,研究意义不大。配股说明书公告日确定配股价格、规模等事项,且基本无其他事项干扰,因此本文选取配股说明书公告日作为事件窗口。

本文用累计超额收益(CAR)衡量市场反应。计算累计超额回报的步骤如下:(1)用市场模型  $R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \epsilon_{jt}$  估计正常收益( $R_{jt}$ 为公司  $j$ 在时间  $t$ 的收益率, $R_{mt}$ 为  $t$ 时刻的市场收益率)。(2)在事件窗内用个股实际收益减去正常收益,得到超额收益(AR)。(3)用公式  $CAR_j = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{jt}$  计算累计超额回报,其中( $T_1, T_2$ )为事件窗口区间。一方面,投资者对说明书详细内容理解需要一定时间,且后 5天一般不存在其他干扰事件,故将窗口日固定在说明书公告日发布后的第 5天。另一方面,配股说明书日公告存在提前预期或泄漏的可能,且提前日期各个公司可能不一样,因此为了研究的稳健性,本文对事件窗口分别前推 1、2、3、4、5天予以考虑。所以计算累计超额回报的事件窗口区间为( $-t, 5$ ),其中  $t=5, 4, 3, 2, 1$ 。

## (三)变量定义

在多元回归分析中,本文以( $-t, 5$ )(其中  $t=5, 4, 3, 2, 1$ )窗口内的累计超额回报为被解释变量,以配股事件中是否完成股权分置改革、配股比率、配股折价率、大股东是否认购为解释变量。借鉴 Fama - French (1996)三因子模型的结果,引入公司规模与市净率作为影响累计超额回报的控制变量。变量具体定义如表 1。

表 1 变量定义

代码	变量性质	说明
$CAR(-t, 5)$	累计超额收益	$CAR_j = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{jt}$
$dumm y_1$	股权分置改革哑变量	1表示已经完成股权分置改革; 0表示未完成
$Ratio$	配股比率	配股新发行股份数 / 原有股份数
$Dr$	配股折价率	(说明书公告当日收盘价 - 配股价格) / 说明书公告当日收盘价
$Dumm y_2$	大股东是否认购哑变量	1表示大股东认购; 0表示未认购
$M/B$	市净率	说明书公告当日收盘价 / 公告日最近一年年报的每股净资产
$lnsize$	公司规模	公告日最近一年年报总资产自然对数

## (四)样本选择

本文选取 2004年 1月至 2008年 8月沪、深两市 A股实施配股的 42家上市公司作为研究样本,其中股权分置改革之前实施配股有 25家,之后有 17家,具体见表 2。计算累计超额回报有关数据和其他财务数据来源于 CSMAR 数据库,2008年的相关数据来源于股票行情大智慧(DZH)软件。

因为信息不对称等客观原因,大股东与中小股东代理问题客观存在,利益不可能完全一致。

表 2

配股公司情况

证券代码	公司名称	配股说明书公告日期	证券代码	公司名称	配股说明书公告日期
000031	中粮 A1配	2007 - 08 - 08	600085	同仁堂配	2004 - 09 - 15
000088	盐田 A1配	2004 - 01 - 08	600089	特变配股	2004 - 09 - 21
000099	海直 A1配	2003 - 11 - 27	600118	中国卫星	2007 - 12 - 18
000401	冀东 A1配	2004 - 01 - 15	600280	中商配股	2004 - 09 - 18
000422	宜化 A1配	2004 - 10 - 15	600302	标准配股	2004 - 12 - 25
000528	柳工 A1配	2004 - 05 - 21	600398	凯诺配股	2003 - 12 - 19
000599	双星 A1配	2004 - 12 - 24	600509	天富配股	2007 - 11 - 30
000601	韶能 A1配	2004 - 06 - 04	600540	新赛股份	2008 - 02 - 25
000680	山推 A1配	2004 - 05 - 29	600556	北生配股	2004 - 09 - 09
000680	山推股份	2008 - 02 - 18	600601	方正科技	2006 - 12 - 19
000759	武汉中百	2008 - 01 - 08	600628	世界配股	2004 - 04 - 03
000850	华茂 A1配	2004 - 07 - 22	600717	津港配售	2004 - 02 - 28
000860	顺鑫 A1配	2004 - 03 - 26	600720	祁连配股	2004 - 01 - 31
000888	峨眉 A1配	2004 - 09 - 25	600756	浪潮配股	2004 - 11 - 25
000898	鞍钢 A1配	2007 - 09 - 29	600824	益民配股	2006 - 11 - 28
000911	南糖 A1配	2004 - 10 - 08	600858	银座配股	2007 - 10 - 12
000970	中科 A1配	2004 - 03 - 06	600880	博瑞配股	2007 - 10 - 31
000973	佛塑 A1配	2004 - 03 - 20	600886	国投配股	2007 - 09 - 04
600050	联通配股	2004 - 06 - 29	600325	华发股份	2008 - 05 - 07
600058	五矿发展	2008 - 02 - 29	600820	隧道股份	2008 - 04 - 28
600079	人福配股	2006 - 07 - 20	600895	张江高科	2008 - 08 - 04

### (五) 检验结果

#### 1. 我国上市公司配股融资公告总体效应检验

本文运用 SPSS15.0 软件进行研究, 2004年 1月至 2008年 8月之间实施配股的上市公司配股说明书公告效应均值检验见表 3。

表 3

均值检验

	CAR (- 5, 5)	CAR (- 4, 5)	CAR (- 3, 5)	CAR (- 2, 5)	CAR (- 1, 5)
累计超额收益	0 00930	0 00881	0 008362	0 00185	0 00444
P值	0 604	0 617	0 619	0 915	0 789

由表 3可知, 配股说明书公告效应的累计超额收益 CAR (- 5, 5)、CAR (- 4, 5)、CAR (- 3, 5)、CAR (- 2, 5)、CAR (- 1, 5)为正, 即所有实施配股的样本公司的 CAR的平均值为正, 但统计结果不显著。这说明不考虑股权分置改革前后的差异, 配股融资的公告效应不显著, 投资者对配股行为评价已经比较中性, 研究结论与本文假设 1不符。

#### 2 股权分置改革与配股融资公告效应检验

##### (1) 分组检验

考虑股权分置改革影响的情况下, 用 SPSS15.0 统计软件对股权分置前后累计超额回报的差异进行分组检验, 结果见表 4。

表 4

股权分置改革前后超额收益的变化

变量名称	改革前 (N = 25)	改革后 (N = 17)	均值差	P值
CAR (- 5, 5)	- 0 02550	0 06049	0 08599	0 000***
CAR (- 4, 5)	- 0 02673	0 06109	0 08782	0 000***
CAR (- 3, 5)	- 0 02979	0 06447	0 09427	0 000***
CAR (- 2, 5)	- 0 02770	0 04530	0 07300	0 000***
CAR (- 1, 5)	- 0 022260	0 04370	0 06596	0 000***

注: \*\*\*表示 0 01显著水平显著。

由表 4可知, 股权分置改革后, 累计超额回报 CAR (- 5, 5)、CAR (- 4, 5)、CAR (- 3, 5)、CAR (- 2, 5)、CAR (- 1, 5)都显著增加, 即改革后实施配股的上市公司 CAR均值大于改革前实施配股的上市公司, 说明股权分置改革对我国上市公司配股融资公告效应的影响是正面的, 假设 2得到验证。

##### (2) 多元回归检验

下面用多元回归分析法进一步验证假设 2。在之前先进行相关性分析, 本文表 1拟采用的解释变量两

两相关系数表如表 5。

表 5 自变量两两相关系数表

	<i>dumm</i> $y_1$	<i>Ratio</i>	<i>Dr</i>	<i>M/B</i>	<i>lnsize</i>	<i>dumm</i> $y_2$
<i>dumm</i> $y_1$	1					
<i>Ratio</i>	- 0.319** (0.040)	1				
<i>Dr</i>	0.739*** (0.000)	- 0.223 (0.156)	1			
<i>M/B</i>	0.180 (0.253)	- 0.090 (0.568)	0.397*** (0.009)	1		
<i>lnsize</i>	0.316** (0.041)	- 0.243 (0.121)	0.008 (0.959)	0.235 (0.134)	1	
<i>dumm</i> $y_2$	0.768*** (0.000)	- 0.148 (0.350)	0.590*** (0.000)	0.177 (0.114)	0.279* (0.073)	1

注: \*\*\*表示 0.01 显著水平显著, \*\*表示 0.05 显著水平显著, \*表示 0.1 显著水平显著, 括号中为 *P* 值。

表 5 可知, 哑变量是否完成股权分置改革 (*dumm*  $y_1$ ) 与配股折价率 (*Dr*) 在 0.01 显著性水平正相关, 且相关系数为 0.739; *dumm*  $y_1$  与哑变量大股东是否认购 (*dumm*  $y_2$ ) 在 0.01 显著性水平正相关, 相关系数为 0.768。一方面, 根据经验, 如果相关系数都大于 0.7, 不能排除自变量之间存在严重多重共线性问题; 另一方面, 这些相关系数具有经济意义, 表示股权分置改革后, 大股东选择认购配股股份的积极性更高, 配股价格定价更低 (配股折价率更高), 也说明大股东是否认购与配股折价率是由股权分置改革内生决定的, 与本文假设 2 的论证结论相吻合; 因此, 在多元回归分析中, 把 *Dr*、*dumm*  $y_2$  排除在多元回归模型之外。

以 *Dumm*  $y_1$  作为解释变量, 配股比率 (*Ratio*)、市净率 (*M/B*)、公司规模 (*lnsize*) 作为控制变量, 用 Eviews5.0 软件进行多元回归分析, 结果如表 6。

表 6 回归结果

	<i>CAR</i> (- 5, 5)	<i>CAR</i> (- 4, 5)	<i>CAR</i> (- 3, 5)	<i>CAR</i> (- 2, 5)	<i>CAR</i> (- 1, 5)
常数项	- 0.07916 (0.3472)	- 0.06614 (0.4301)	- 0.070194 (0.3589)	- 0.04930 (0.5565)	- 0.04299 (0.5883)
<i>Dumm</i> $y_1$	0.12172*** (0.0011)	0.12495*** (0.0008)	0.13368*** (0.0001)	0.11113*** (0.0025)	0.10499*** (0.0026)
<i>Ratio</i>	0.27987 (0.2948)	0.24513 (0.3566)	0.25690 (0.2900)	0.19797 (0.4566)	0.19797 (0.4323)
<i>M/B</i>	0.00146 (0.2957)	0.00013 (0.9233)	- 0.00043 (0.7358)	- 0.00072 (0.6063)	- 0.00029 (0.8229)
<i>lnsize</i>	- 0.00172*** (0.0070)	- 0.00156*** (0.0133)	- 0.00153*** (0.0082)	- 0.00152** (0.0159)	- 0.00167*** (0.0057)
<i>Adj R</i> <sup>2</sup>	0.25844	0.23726	0.30585	0.20119	0.22462
模型 <i>F</i> 值	4.57229	4.18837	5.51619	3.58156	3.96936
<i>D.W.</i> 值	1.97508	2.04642	1.93810	1.95619	1.88406
样本量	42	42	42	42	42

注: \*\*\*表示 0.01 显著水平显著, \*\*表示 0.05 显著水平显著, \*表示 0.1 显著水平显著, 括号中为 *P* 值。

由表 6 可知, 分别以 *CAR* (- 5, 5)、*CAR* (- 4, 5)、*CAR* (- 3, 5)、*CAR* (- 2, 5)、*CAR* (- 1, 5) 作为被解释变量的计量模型, 哑变量 *dumm*  $y_1$  的系数皆为正, 且统计结果都在 1% 显著性水平显著。说明股权分置改革对我国上市公司配股融资公告效应有正的影响, 投资者对配股融资反应比改革前更积极一些, 假设 2 得到验证。*Ratio* 的系数都不显著, 原因可能是投资者在董事会预案公告日已经对配股比率的高低有所反应, 而配股说明书公布的配股比率一般与之前的公告相比差异不大。对于控制变量 *M/B*、*lnsize*, 其中 *M/B* 系数不显著, 未发现价值股的收益高于成长股的收益; *lnsize* 系数显著为负, 发现我国股票市场存在规模效应, 即小盘股的收益高于大盘股的收益。

#### (六) 实证结果解释

本文对样本公司分组检验、多元回归分析结果表明, 股权分置改革对我国上市公司配股融资效应有正面影响, 验证了假设 2。均值检验结果表明, 股权分置改革对我国上市公司配股融资总体效应不显著, 与假设 1 的论证不符。出现偏差的原因可能是: 对于股权分置改革后的配股融资样本, 投资者正面反应较强, 相应抵消了改革之前配股融资样本的负效应, 最终使配股融资全样本的统计结果不显著。出现偏差的理论方面的原因可能是: 股权分置改革后, 虽然公司治理制度环境得到优化, 但随之又出现一些与西方股权再融资理论

不同的情况。即股权分置改革之前,股票市场处于熊市,上市公司股权融资环境恶劣,尤其是公开增发很难被投资者接受,而配股融资具有强制性,因此其取代公开增发成为大多数上市公司的选择。随着股权分置改革逐步推进,我国股票市场逐渐进入新一轮的牛市,上市公司股权再融资环境改善,被大股东掌握的上市公司更愿意向投资者公开发售被高估的股票,只有在投资项目特别好的情况下,才向包括大股东自身在内的老股东配股。因此,在我国股权分置改革之后牛市的大背景下,配股融资可能向市场传递更好的信息,投资者正面反应较强,我国上市公司配股融资总体效应不显著。本文相关性检验结果表明,股权分置改革后,大股东选择认购配股股份的积极性更高,配股折价率更高(配股价格定价更低),这体现了改革后大股东与小股东利益的一致性,从另一个角度佐证了股权分置改革的积极意义。

#### 四、研究结论和建议

本文对我国上市公司配股融资公告的总体效应,以及股权分置改革前后公告效应的变化进行了检验和分析。主要结论是:股权分置改革对我国上市公司配股融资效应有正面影响,股权分置改革一定程度上解决了大股东与中小股东利益不一致问题,上市公司治理得到改善,改革后我国上市公司配股融资公告具有较强的正面效应。当然,股权分置改革只是在法律意义上完成任务,大股东与中小股东利益不一致问题还未完全解决,改革的后续问题不容忽视。例如2006-2008年,股票市场起伏过大,2006年股票市场步入牛市,市场投机炒作严重,2007年下半年之后,非流通股开始大规模解禁,给股票市场带来了巨大冲击,股票市场表现低迷,中小股东利益损失很大。

根据研究结论,本文认为,为了优化股权再融资环境,发挥股票市场资源配置作用,应积极巩固股权分置改革的成果,使大股东与中小股东利益不一致问题得到根本解决。首先,应肯定股权分置改革的积极意义,确定股票市场改革为中小股东利益服务的正确方向。其次,应积极采取相关措施解决股权分置改革带来的后续问题,如对非流通股股东的减持行为进行合理规范,可以减少非流通股对股票市场的负面影响;打击内幕交易等措施,可以避免二级市场过分炒作,最终使股权分置改革顺利完成历史使命。

#### 参考文献:

1. 管征、卞志村、范从来:《增发还是配股?上市公司股权再融资方式选择研究》,载《管理世界》,2008(1)。
2. 李康、杨兴君、杨熊:《配股与增发的相关者利益分析和政策研究》,载《经济研究》,2003(3)。
3. 沈艺峰、肖珉:《证券市场上市公司配股行为反应的实证检验》,载《证券市场导报》,2001(3)。
4. 唐国正:《股权二元结构下配股对股权价值的影响》,载《经济学季刊》,2006(1)。
5. 原红旗:《股权再融资之“谜”及其理论解释》,载《会计研究》,2003(5)。
6. 原红旗:《上市公司配股的长期业绩》,载《中国会计与财务研究》,2003(5)。
7. 朱武祥、蒋殿春、张新:《股票市场对配股的反应及其影响因素实证》,载《中国公司金融学》,2005(12)。
8. Bohren, O. and Michasen, D., 1997. "Why Underwrite Rights Offerings? Some New Evidence." *Journal of Financial Economics*, Vol 46, pp. 223 - 261.
9. Brennan, M. and Franks, J., 1997. "Undepricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK." *Journal of Financial Economics*, Vol 45, pp. 291 - 341.
10. Fama, E. and French, K. R., 1996. "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies." *Journal of Finance*, Vol 51, pp. 55 - 84.
11. Hansen, R. S., 1988. "The Demise of the Right Issues." *Review of Financial Studies*, Vol 3, pp. 289 - 309.
12. Jensen, M. and Meckling, W., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol 3, pp. 156 - 174.
13. Jensen, M. C., 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review*, pp. 323 - 329.
14. Leland, H. and Pyle, D., 1977. "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *Journal of Finance*, Vol 44, pp. 371 - 388.
15. Myers, S. C. and Majluf, N. S., 1984. "Corporate Financing and Investment Divisions when Firm Have Information the Investor Do not Have." *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp. 187 - 221.
16. White, R. W. and Lusztig, P. A., 1980. "Price Effect of Right Offering." *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol 15, pp. 25 - 40.

(责任编辑:邢宏洋)