

我国上市公司定向增发的长期业绩实证研究

耿建新¹, 吕跃金¹, 邹小平²

(1. 中国人民大学商学院, 北京 100872; 2. 审计署审计科研所, 北京 100086)

[摘要] 考察公司定向增发后的长期回报率业绩和长期经营业绩后发现, 经市场调整、行业调整和规模调整的定向增发公司长期经营业绩和长期回报率均呈现下滑态势; 长期回报率下滑并不是市场对定向增发公告时市场过度反应的修正, 而是投资者对成长机会不确定的投资项目过分乐观, 定向增发后公司并没有实现良好的经营业绩, 投资者对公司预期盈利能力失望的结果。

[关键词] 定向增发; 长期回报; 长期回报率业绩; 长期经营业绩; 上市公司

[中图分类号] F230 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2011)06-0052-07

一、引言

定向增发是股权再融资(简称 SEO)的重要组成部分。定向增发的支持者认为监控假说、信息不对称假说以及防御假说能够较好地解释定向增发公告时的积极市场反应, 并且在监控假说的推理下, 定向增发公司的长期回报也应有正效应。Wruck(里克)等在 2009 年分析定向增发的投资者和发行者之间的关系后发现, 当定向增发股份的认购者发挥公司监督和治理作用时, 定向增发行为可以提升公司价值^[1]。该结论是通过定向增发短期公告效应的研究来实现的, 但是作者并没有将监督和治理作用对公司价值的影响通过长期回报来验证。然而, 现实情况是定向增发不同于公开权益发行, 公开权益发行公司的股票短期和长期超额回报率均为负, 定向增发公司的股票短期超额回报率为正, 而长期超额回报率为负^[2]。这一“异象”引起了国内外学者的广泛关注。定向增发长期回报率为负的代表性观点主要有以下几种: 其一, 投资者过度乐观假说。Marciuikaityte(马修凯蒂)等发现, 定向增发公司的股票长期回报率表现不佳, 原因在于投资者对存在高度不确定性的投资项目抱有过分乐观的预期^[3]。Chou(乔)等从公司成长机会的角度研究公司定向增发的长期业绩后发现, 托宾 Q 较高的定向增发公司不仅长期回报率较低, 而且经营业绩也较差。他们进一步从管理层过度投资、投资者偏好和投资者对盈余预期过度乐观三个方面对这种关系予以解释, 实证结果发现投资者对高成长性公司的盈余预期过分乐观是导致高托宾 Q 与低长期回报正相关的原因^[4]。其二, 机会窗口假说。Hertzel(赫茨尔)等研究发现, 投资者对定向增发公告的反应为正, 而公告后相当长的时期内股价反应显著为负, 并且与公开权益融资的公司相比, 定向增发公司的长期经营业绩更差。他们认为上市公司利

[收稿日期] 2010-12-26

[基金项目] 教育部人文社会科学研究规划基金项目(10YJA630041)

[作者简介] 耿建新(1954—), 男, 河北定州人, 中国人民大学商学院教授, 博士生导师, 从事上市公司会计与审计研究; 吕跃金(1979—), 男, 浙江金华人, 中国人民大学博士研究生, 从事财务会计研究; 邹小平(1979—), 女, 河南信阳人, 中南财经政法大学博士研究生, 从事会计与审计研究。

用了投资者的乐观情绪,在企业价值高估时定向增发^[2]。其三,其他观点。Chen(陈)等将定向增发公司较差的长期回报率和长期经营业绩归结为定向增发前公司使用盈余管理的反转^{[5]①}。

自2006年5月以来,定向增发在我国权益再融资中独占鳌头,成为市场关注的焦点。国内文献围绕定向增发的短期股价效应和发行定价等进行了一定的研究,已有研究表明定向增发短期股价效应显著为正^[6-8]。定向增发定价方面的研究主要有利益输送观和投资者情绪观^②。无论是投资者的过度乐观反应,还是利益输送抑或其他都需要时间的检验,最终必然会反映在长期经营业绩和长期回报率两个方面。何丽梅、蔡宁发现2006年定向增发的41家公司在增发后24个月的股价表现不佳,郑琦也证实了这一观点^[9-10]。后者将其归因于投资者对发行公告时过度乐观反应的修正;前者从控股股东的角度,将定向增发后较差的股价表现归因于非理性融资和股权融资偏好。

总之,国内已有研究成果仅局限于长期回报率及其原因的探析,没有探寻长期经营业绩。吴冲锋等认为任何单个金融产品都是资产变化链上的一个环节,而资产定价是资产变化链上不同产品之间的价值关系,仅研究某一环节本身必然会产生理论所无法解释的各种异象。因此,研究定向增发公司的长期业绩有必要全面考虑长期回报率和长期经营业绩。在定向增发前后公司业绩保持稳定或持续增长的情况下,回报不佳可能是由于对定向增发短期公告效应的修正;否则难以从根本上予以解释。非理性融资和股权融资偏好的解释最终仍需回归到公司经营业绩上来。本文首先研究定向增发公司的长期回报率和长期经营业绩,然后探究长期业绩下滑的原因。

本文的贡献主要在于以下两个方面:其一,从长期回报率和长期经营业绩回报两个方面研究定向增发公司的长期回报,为我国定向增发公司的长期回报提供新证据;其二,探究了定向增发长期回报下滑的深层次原因。本文研究发现,在我国并不支持长期回报率下滑是对公告过度反应修正的假说,定向增发公司自身盈利能力不高的原因在于长期经营业绩下滑。此外,本文的研究还有助于考察定向增发是否实现了资源的有效配置以及对投资者制定正确的投资策略提供帮助和建议。

二、样本与研究方法

(一) 样本选择

本文以2006年5月至2007年12月沪深两市A股定向增发公司为样本,研究公司定向增发后的长期业绩。研究期间的选择是基于如下考虑,一方面是2006年5月8日起开始实施《上市公司证券发行管理办法》,该办法规定可以使用定向增发的方式进行股权再融资;另一方面是本文研究定向增发公司长期业绩需要延伸到定向增发后2年的业绩表现。本文所需要的财务数据和市场回报率数据均来自CSMAR。为了避免重复计算同一公司的长期回报,样本选择中对于同一年度内连续两次定向增发的公司,本文将其视为一次性定向增发,同时将同一公司在研究期间内不同年度定向增发视为多次增发,并选取第一次定向增发作为研究对象。在样本选择中,我们剔除了数据缺失的公司,最终得到2006年、2007年样本量分别为44家和119家定向增发公司。由于本文研究期间仅涉及两个会计年度,共163家定向增发公司,研究期间内两次定向增发的公司较少,我们没有进一步考虑多次定向增发公司的长期回报情况。

(二) 研究方法

何丽梅、蔡宁以同行业为对照组研究长期业绩的市场回报率,并假定同行业的市场回报率是相似的^[9]。本文选择如下两个参照系:其一,相同行业内规模相近的未定向增发公司。对照组选取的

①盈余管理反转是指公司各期的操纵性应计之和为零,应计操纵具有转回的特性,以前年度利用应计项目管理将限制以后期间选择类似操纵的空间,因此前期提高经营业绩的应计盈余管理会在以后期间降低公司经营业绩。

②利益输送观是指控股股东借助定向增发之际,侵占中小股东财富;投资者情绪观认为高折扣率与投资者在二级市场过度乐观的情绪有关。

具体方法是,首先对所有样本公司分行业分年度进行分类,要求配对公司在规模上比发行公司略大^[2]。若该公司在行业内资产规模是最大的,则选择同行业中规模比该公司小,但与其规模最为接近的公司。其二,市场回报率。将市场作为一个投资组合,研究定向增发公司相对于整个市场业绩的变化。

三、研究指标的衡量

有效市场下长期经营业绩和长期回报率是一致的,回报率是公司经营业绩的市场表现。市场有效性程度存在不确定性,为了探析长期回报率状况不佳的深层次原因,本文拟从上述两个方面衡量定向增发公司的长期业绩。

(一) 长期回报率指标衡量

计量个股的长期超额回报时存在的争议主要集中在期望收益度量和超额收益度量的选择两个方面,其中前者已在研究方法部分的参照系选择中予以确定,已有文献认为后者有累积(超额)回报率 CR(CAR) 和购入持有(超额)回报率 BHR(BHAR)。累积(超额)回报率的计算公式如下所示:

$$CR = \sum R_{i,t} \quad (1)$$

$$AR_i = R_{i,t} - R_{benchmark,t} \quad (2)$$

$$CAR = \sum AR_i \quad (3)$$

$$BHR_{i,t} = \prod_{t=1}^T [1 + R_{i,t}] - 1 \quad (4)$$

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^T [1 + R_{i,t}] - \prod_{t=1}^T (1 + R_{benchmark,t}) \quad (5)$$

以上公式中, $R_{i,t}$ 是公司*i*在*t*月的月回报率, $R_{benchmark,t}$ 是基准(配对)公司在*t*月的月期望回报率,本文使用两种比较基准。

(二) 长期经营业绩指标衡量

资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)是两个常用的经营业绩指标。由于资本结构和税收政策会对净利润的可比性产生影响,为此我们在使用 ROA 指标时,用利息和税前资产收益率来表示。为了避免因应计操纵引起的公司间 ROA 和 ROE 指标缺乏可比性,本文还使用资产现金回收率(CFOA)作为衡量指标。本文将公司定向增发前1年、定向增发当年以及定向增发后2年的经营业绩与参照系的经营业绩进行比较。

四、定向增发公司的长期回报分析

(一) 长期回报率分析

图1是定向增发公司的累积回报率、经行业和规模调整以及经市场调整的累积超额回报率。增发后未被调整的回报率呈现波动状态,第7个月开始下降,到第10个月累积回报率达到最低点,然后呈现上升趋势。定向增发两年后的回报率可以

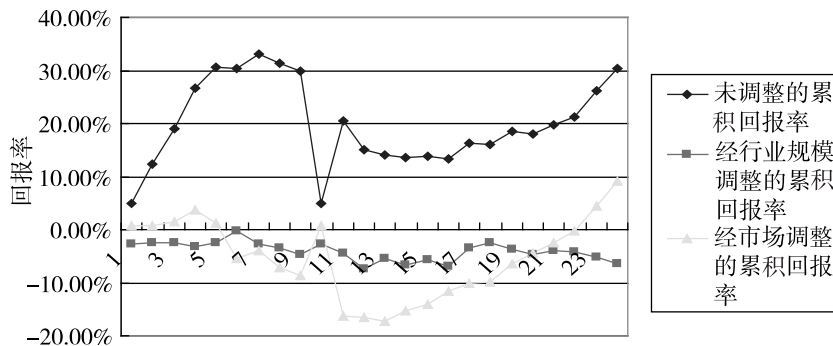


图1 定向增发后24个月累积回报率

达到 30% ,高于同期银行存款利率。经市场调整的超额回报率在增发两年后约为 9% ,但在样本研究期间,长期处于负超额回报状态。而经行业和规模调整的累积超额回报一直为负,这说明投资于定向增发公司给投资者带来的业绩并不会高于投资同行业、规模类似的其他非定向增发公司。

表 1 报告了累积回报率 (CR) 和购入持有回报率 (BHR) 法下,定向增发公司与行业 and 规模对照组、市场之间 6 个月、12 个月、18 个月以及 24 个月的长期回报业绩比较。两种不同方法计算得到的结果基本一致,投资于定向增发公司可以带来超过同期银行存款利率的报酬,但并不能带来超额市场回报。

表 1 公司长期累积回报率 (CR) 和购入持有回报率 (BHR)

		累积回报率 (CR)		购入持有回报率 (BHR)	
		均值 (%)	中值 (%)	均值 (%)	中值 (%)
6 个月	市场	36.02	40.11	47.98	42.75
	行业和规模参照组	30.65	26.54	37.45	18.85
	定向增发组	30.32	27.60	38.40	22.54
	与参照组差异的显著性 T(Z) 检验	0.05	0.16	-0.12	0.04
12 个月	市场	38.92	60.10	80.87	64.11
	行业和规模参照组	22.38	10.90	51.99	-10.09
	定向增发组	15.04	2.77	38.73	-14.74
	与参照组差异的显著性 T(Z) 检验	0.68	0.52	0.83	0.45
18 个月	市场	28.46	5.14	54.17	-11.98
	行业和规模参照组	18.59	2.16	16.42	-30.84
	定向增发组	16.13	3.08	16.01	-29.45
	与参照组差异的显著性 T(Z) 检验	0.28	0.11	0.03	-0.01
24 个月	市场	27.81	17.87	15.55	-6.96
	行业和规模参照组	36.83	34.21	-1.54	-11.39
	定向增发组	30.41	20.61	-3.34	-22.50
	与参照组差异的显著性 T(Z) 检验	1.13	1.52	0.30	1.59

(二) 长期经营业绩分析

定向增发能否为上市公司带来真正的持续性发展关键看定向增发本身是否符合上市公司的良性融资需求。从下页图 2 可以看到,第一,定向增发前 1 年。定向增发组的 ROA 的中位数为 6.98% ,高于对照组的 4.60% 和市场的 4.63% ;ROE 的中位数为 10.49% ,对照组和市场分别为 6.73% 和 5.71% ;CFOA 的中位数为 6.02% ,对照组和市场分别为 5.19% 和 5.50% ,并且上述指标中 ROA 和 ROE 在 1% 水平上具有显著差异,而 CFOA 在 10% 水平上没有发现显著差异。这意味着在定向增发前,定向增发公司的盈利能力显著好于对照组,而现金生成能力并没有显著差异。第二,定向增发当年。定向增发公司的经营业绩继续显著高于行业和规模参照组与市场,定向增发组、配对组 and 市场的 ROE 分别为 10.20% 、7.46% 和 6.88% ;ROA 分别为 7.36% 、5.31% 和 5.59% ;CFOA 分别为 4.69% 、4.79% 和 5.33% 。从上述指标可以看到,定向增发公司在定向增发当年的盈利能力较配对公司 and 市场有更好的表现,现金生成能力偏低。第三,定向增发后第一年。定向增发公司的经营业绩仍显著高于对照组 and 市场,定向增发组、配对组 and 市场的 ROE 分别为 9.02% 、6.72% 和 6.69% ;ROA 分别为 6.47% 、5.06% 和 5.45% ;CFOA 分别为 4.99% 、5.20% 和 5.05% 。从上述指标可以看到,定向增发公司在增发当年的盈利能力较配对公司 and 市场有更好的表现,但是现金生成能力偏低。第四,定向增发后第二年。定向增发公司的盈利能力高于配对公司 and 市场,定向增发组、配对组 and 市场 ROE 的中值均为 0;ROA 分别为 5.42% 、4.24% 和 4.78% ;CFOA 分别为 5.70% 、3.88% 和 5.31% 。

尽管在定向增发前后,定向增发公司的盈利能力一直显著高于配对组 and 市场,但是 ROA 和 ROE 的差额分别从 2.38% 下降到 1.18% ,3.76% 下降到 0。相对于配对公司而言,CFOA 在定向增发当年 and 随后的第一年出现恶化,即差额分别为 -0.10% 和 -0.21% ,随后又得到恢复,在定向增发前 and 增发后第二年在 10% 水平上存在显著差异,其他两年不存在显著性差异。总体看来,定向增发公司在

增发前经营业绩显著高于配对公司,但在定向增发后经营业绩出现下滑。

五、定向增发公司长期回报率下滑的原因分析

(一) 研究假设

国外研究文献认为,长期回报率下滑的原因如下:其一,机会窗口理论和优序融资理论认为,企业会在其股价高于内在价值时,选择权益融资(定向增发)。长期回报下滑是对定向增发公告时市场过度反应的修正。其二,定向增发公告效应的投资者过度自信假说认为,投资者对定向增发公司未来高度不确定的成长机会持过度乐观的态度。我国证券市场效率不高,在本研究期间定向增发受各类投资主体追捧,有一增就“灵”的市场效应。在我国特殊的市场环境下,长期回报率下滑究竟是对前期过度反应的修正,

还是对定向增发公司未来成长机会的盲目乐观是值得进一步深究的。上述三种理论均认为定向增发时的股价偏离了公司内在价值,根据价格和价值的关系可知,定向增发公司的长期回报率必然下降。

本文使用定向增发上市公司公告发表日作为衡量定向增发公告效应短期窗口的基准点($t=0$),选择 $(-3,5)$ 作为事件窗计算CAR,研究CAR $(-3,5)$ 与长期回报率之间的关系,以探究长期回报率下滑是否是对定向增发公告效应过度反应的修正。也就是说,长期回报率的恶化是对定向增发公告效应的回转,CAR越大,长期回报率越差。

本文同时从定向增发前公司成长机会的角度研究公司成长机会与长期回报率之间的关系。本文使用证券之星网站提供的财务风向标数据中的成长能力衡量公司成长机会。有较多投资机会的公司更容易将筹集到的资金进行过度投资,这样会使公司的边际回报下降,而投资者对公司实际资产收益率下降会感到失望,由此会引起公司股价波动和回报率下降。由此本文提出如下研究假设。

假设1:公司定向增发的短期公告效应越大,长期回报率反转越大。

假设2:预期成长机会越高的公司,长期回报率越差。

(二) 长期回报率下滑原因的分析结果

由于增加的后续数据存在缺失,本部分研究数据在前面163个观测量的基础上,删至138个观测量。本文分别以CAR和成长能力(GROWTH)的中值作为分界线,将样本分为两组,小于CAR

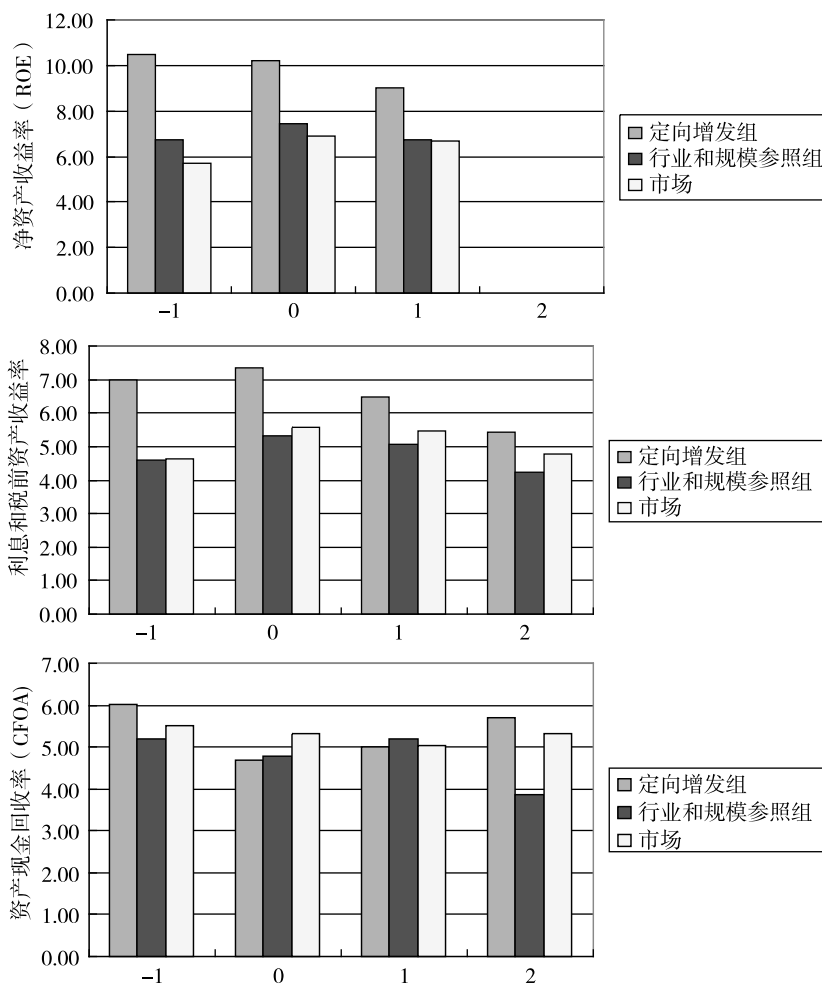


图2 定向增发公司和对照组、整个市场定向增发前后经营业绩的变化

(GROWTH)中值的一组称之为公告反应适度组(成长机会较低组),大于CAR(GROWTH)中值的一组称之为公告反应激进组(成长机会较高组)^①。本部分使用参数和非参数检验的方法予以验证,检验结果如表2所示。

从表2可以看到,以CAR为分类标准,两个子样本的均值和中值有一定差别,但不显著。这意味着定向增发公司长期回报下滑并不是对定向增发公告时市场过

表2 定向增发公司长期回报下滑的原因分析

	CAR			GROWTH			
	24个月购入持有超额回报率	公告反应适度组	公告反应激进组	T(Z)值	成长机会较低组	成长机会较高组	T(Z)值
均值		5.67%	1.07%	0.52	10.75%	-4.01%	1.67*
中值		-6.22%	-1.32%	-0.015	1.05%	-11.49%	2.51**

注:*表示10%显著水平,**表示5%显著水平,***表示1%显著水平(双尾)。

度反应的修正。从直觉上,任何商品的价格始终围绕着价值上下波动,前期股价过度上扬之后,必然会向内在价值回落。该命题成立的前提条件是商品的内在价值保持不变。在证券市场上,股价是企业价值的外在表现形式,随企业价值而发生变化,而企业价值受到企业盈利能力等各方面因素的影响。因此,事件窗内的CAR并不是定向增发公司长期回报下滑的内在原因。

表2以GROWTH为分类标准,两个子样本的均值和中值均存在显著差别,成长机会较低组的长期购入持有回报率均值和中值分别在10%和5%水平上显著高于成长机会较高组。这与乔等2009年的研究结论相一致,说明我国定向增发公司的资金使用效率不高^[4]。此外,有效市场理论认为,股价是投资者拥有信息的如实反映,以财务报表为核心的会计信息是投资者获取信息的主要来源。因此,定向增发后,企业较高的ROE会带来较高的回报率。这一研究结论与前文发现的定向增发公司长期经营业绩下滑结论相互印证。

六、研究结论与启示

本文采用两种业绩对照基准和两种经典回报率计算方法,系统研究了公司定向增发后的长期回报,考察定向增发公司的长期回报率和长期经营业绩。研究发现相对于定向增发前的公司经营业绩,经行业和规模调整与经市场调整后的经营业绩均出现下滑;同时,定向增发后的长期回报率也出现了恶化,并且两种业绩具有一定的同步性。长期回报下滑的原因不是对定向增发公告过度反应的修正,而是定向增发公司未能在定向增发后实现预期的盈利目标所引起的股价的下跌和回报率的下降。作为一种权益融资方式,定向增发势必要求使用该种融资方式的公司保护已有持股股东和新认购股东的合法权益。监管机构需要对当前上市公司利用定向增发融资损害投资者利益的行为进行适度的管制,以实现资源配置的效率,这既是对投资者合法权益的保护,也有利于定向增发融资方式的健康发展。

本文的不足之处在于以下几个方面:第一,在分析定向增发公司长期业绩下滑的原因时,仅从定向增发公告时的累积超额回报率和成长能力两个角度进行配对比较分析。定向增发公司长期回报下滑可能还会受到其他因素的影响,本文并没有探究业绩下滑的全部原因,未来研究可以进一步探索更为全面的影响因素。第二,定向增发在我国权益融资中时间较短,这限制了本文可以获得的样本数量与长期业绩时间范围。随着定向增发融资方式在我国的使用,这方面的不足可以得到弥补。第三,长期经营业绩可能会受到行业生命周期、宏观经济政策等因素的影响,长期回报率可能会受到股市周期的影响,本文研究并没有考虑这些因素的影响,而是将不同时间段的样本做混合横截面进行分析。

^①将它们分为三组,研究最低组和最高组之间的24个月购入持有回报率,也得到同样的结果。本部分使用的是24个月购入持有回报率,使用18个月、12个月及6个月也得到同样的研究结论。

参考文献:

- [1] Wruck H, Wu Yi lin. Relationships, corporate governance and performance: evidence from private placements of common stock[J]. Journal of Corporate Finance, 2009, 15(1): 30 - 47.
- [2] Hertz M, Lemmon M, Linck J, et al. Long-run performance following private placements of equity[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(6): 2595 - 2606.
- [3] Marciukaityte D, Szewczyk S, Varma R. Investor over-optimism and private equity placements[J]. The Journal of Financial Research, 2005, 28(4): 591 - 608.
- [4] Chou D, Gombola M, Liu Feng ying. Long-run underperformance following private equity placements: the role of growth opportunities[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2009, 49(3): 1113 - 1128.
- [5] Chen An sing, Cheng Lee young, Cheng Kuang fu, et al. Earnings management, market discounts and the performance of private equity placements[J]. Journal of Banking & Finance, 2010, 34(8): 1922 - 1932.
- [6] 章卫东. 定向增发新股、投资者类别与公司股价短期表现的实证研究[J]. 管理世界, 2008(4): 179 - 180.
- [7] 彭韶兵, 赵根. 定向增发股票的公告效应: 资产流动性需要和股权集中度稀释[J]. 财政研究, 2009(7): 78 - 81.
- [8] 魏立江, 纳超洪. 定向增发与预案公告市场反应及其影响因素研究——基于深圳证券交易所上市公司数据的分析[J]. 审计与经济研究, 2008(5): 86 - 90.
- [9] 何丽梅, 蔡宁. 我国上市公司定向增发长期股价效应的实证研究[J]. 北京工商大学学报: 社会科学版, 2009(6): 59 - 72.
- [10] 郑琦. 定向增发折价与发行后的股价表现研究[J]. 统计教育, 2009(10): 19 - 24.

[责任编辑: 马志娟]

An Empirical Study on the Long-Term Return Performance of Private Placements of Listed Companies in China

GENG Jianxin¹, LV Yuejin¹, ZOU Xiaoping²

(1. School of Business, Renmin University of China, Beijing 100872, China;

2. Audit Research Institute of China, Audit Office of PRC, Beijing 100086, China)

Abstract: This paper examines both the long-run return performance and long-term accounting performance of listed companies following private placements issues. This study has found that the long-run return performance and long-term accounting performance of listed companies following private placements issues are no better than those of the matched firms. The paper has also found that long-run underperformance is not because of the amendment market overreaction of the private placements issuing announcement, but because of investors' uncertainty on the investment growth opportunities due to being over-optimistic. The company has not achieved a good operating performance and investors' expected profitability of the company which results in long-run underperformance in stock returns following private placements.

Key Words: private placements issues; long-term return; long-term return performance; long-term accounting performance; listed companies