

# 定向增发模式下 整体上市企业财务绩效分析

郭兰英 纪磊磊 侯增杰

(北方工业大学经济管理学院 北京 100144)

**【摘要】** 股权分置改革后,通过定向增发实现整体上市已经成为企业常用的方式。本文运用我国证券市场定向增发模式实现整体上市的最新财务数据,对定向增发模式下实现企业整体上市的财务绩效分行业进行分析,得出了企业采用定向增发模式实现整体上市在大部分行业中能够产生一定的正财富效应的结论。

**【关键词】** 定向增发 整体上市 财务绩效 正财富效应

近年来,随着整体上市鼓励政策的陆续出台,通过资产重组实现整体上市的企业越来越多。而定向增发则是当前我国上市企业实现整体上市的重要模式之一,也是近年来我国证券市场上比较常见的一种运作模式。

那么,定向增发模式下实现企业整体上市能否提升企业的财务绩效呢?这已成为各界特别是广大投资者十分关注的问题,也是值得理论界研究的重要课题。本文结合我国证券市场中的实例,专对此做些分析。

## 一、定向增发模式下整体上市的内涵和优势

整体上市是指集团公司企业的实际控制人(集团公司母公司)通过一定的方式将其全部或主要经营资产置于其控制

的上市公司旗下,并通过上市公司打包,将其注入资产全部实现证券化。整体上市是相对于分拆上市而言的,由于经济体制、经济结构等方面的特殊原因和扶持国有企业“扭亏脱困”的需要,我国多数企业上市时较多地采用了资产分拆上市的方式。虽然分拆上市有利于企业尽快实现上市,但也产生了公司规模较小、治理机制不完善、关联方交易内部操纵严重等诸多问题。而通过资本市场实现整体上市,一定程度上可以避免分拆上市带来的种种问题,正因为如此,近年来通过这种方式来实现企业集团整体上市为大部分企业所采用。

目前,我国企业整体上市的模式主要有定向增发、公开募股、借壳上市,以及吸收合并或新设企业上市等。其中,定向增

3. 提高执业人员职业判断能力和专业水平,合理使用估价方法。如前所述,目前我国投资性房地产公允价值确定的方法多种多样,企业运用不同的确定方法得出的公允价值不具有可比性。为规范企业采用公允价值计量投资性房地产的行为,中国资产评估协会发布了《投资性房地产评估指导意见(试行)》,并于2010年7月1日起实施。其明确采用公允价值计量模式时,应主要运用市场比较法和收益法两种方法。其中市场比较法是指通过收集足够的同类或者类似房地产的交易案例,并对所收集的信息及其来源进行分析,确定待估房地产在公开市场上最可能的成交价(即待估房地产的公开市场价)。收益法,具体说是指预测估计对象的未来收益,然后将其转换为现值来求取估价对象价值的方法。要正确运用这些方法,执业人员不仅需要有专业技术,而且应具备良好的职业判断能力。如运用市场比较法进行估值时,在获得足够的比较交易实例后,执业人员除了要严格遵循资产评估的程序,对交易的情况、日期以及其他一些影响因素作出修正,还得结合自己积累的工作经验进行合理而准确的判断,这样才能得出客观公正的评估结果。而运用收益法评估时,注册资产评估师应合理确定折现率,为能科学地进行折现率选择,执业人员应当根据评估基准日类似地区同类投资性房地产平均回报水平和

评估对象的特定风险进行专业判断。而提高执业人员的职业判断能力有助于我们更合理地运用公允价值。

4. 健全资产评估机构,加强对公允价值计量的监管。现行会计准则不允许企业私自进行投资性房地产价值的评估,企业应聘请独立的评估师或评估机构对投资性房地产进行评估。但我国目前还缺乏权威性的房地产价值评估机构和专业人才,因此有关部门应当加强对评估机构的建设,培养一支具有专业胜任能力并有一定规模的注册资产评估师队伍。同时,国家各监管部门或行业协会应着力建立一套严格的资产评估机制,内容包括评估机构和评估师资质的准入条件、评估工作程序、评估标准、估价技术等,完善资产评估的行业规范,促进市场和社会公众对公允价值评估结果的认可度。此外,相关部门应严格监督和控制企业的会计操作,要求企业增加公允价值的信息披露,明确舞弊者的法律责任和对其惩罚机制,减少企业利用公允价值计量模式操纵利润的可能性。

## 主要参考文献

1. 袁宗舜,夏炎.投资性房地产为什么不愿采用公允价值后续计量模式.金融与经济,2007;12
2. 武玉清,宋丽娟.上市公司投资性房地产采用公允价值计量模式的现状分析及对策探讨.中国管理信息化,2009;1

发整体上市是指集团公司所属上市企业通过向大股东定向增发股份收购大股东资产的方式来实现企业集团的整体上市,这种向特定投资人增发股份用以并购其非上市优良资产的模式是实现企业整体上市的主要手段。

由于定向增发模式是向大股东定向增发股份来实现集团公司全部或主业资产整体上市的,所以比较适用于主营业务较为突出、实力比较雄厚且信誉良好的企业集团。这种模式因不涉及向资本市场中流通股股东募集资金而受到了欢迎。从实践看,定向增发模式主要有以下优势:①此模式便于企业集团实施统一管理,有利于理顺企业集团产业链之间的关系,同时也便于实施资产整合以提高企业集团的整体业绩。②通过企业集团向上市企业注入全部或主业优良资产,也使得上市企业的资产质量得以提升、核心竞争力和盈利能力进一步增强,可以达到企业做大做强的目的。③将相近业务的资产进行并购和整合上市,有利于投资者对上市企业进行正确分析和合理定价,从而为企业价值的发现创造了条件。

## 二、样本的选取和说明

近几年,定向增发模式下实现整体上市的企业数量不断增多,遍布各行各业,本文按照年度先后顺序选取从2006~2009年通过定向增发模式实施整体上市的47家企业(见表1,这些样本企业已经完成了整体上市信息的披露)来分析定向增发模式下实现企业整体上市的发展趋势。

表1 2006~2009年通过定向增发实现整体上市的企业

年份	整体上市企业股票简称				
2006	新湖中宝	驰宏锌锗	上海汽车		
2007	中铁二局	株冶集团	京能置业	南山铝业	冠城大通
	包钢股份	中国船舶	江西水泥	美克股份	新钢股份
2008	东方电气	长航油运	白云机场	深圳能源	莱茵置业
	首开股份	美都控股	西飞国际	国金证券	泛海建设
	科力远	美罗药业	安凯客车	中山公用	城投控股
2009	中天城投	海印股份	ST重实	外高桥	
	西南证券	华域汽车	顺发恒业	盘江股份	攀钢钢钒
	华孚色纺	金岭矿业	西南合成	徐工机械	轴研科技
	酒钢宏兴	华侨城A	长江电力	国投电力	金牛能源

注:数据来源于Wind资讯网。

通过对样本的统计和分析,定向增发模式下实现整体上市企业的数量在近几年中呈现出如下特征:

1. 数量不断增多。从2006~2009年整体上市企业的数量变化看,通过定向增发实现企业整体上市的模式经过近几年的摸索,由2006年的3家企业逐步增加到2007年的15家、2008年的14家以及2009年的15家,在2007年之后通过定向增发模式实现整体上市的企业数量较2006年实现了大幅增加,并且在后两年中趋于稳定。可见,定向增发模式得到了大多数企业的认可和资本市场的肯定。

2. 行业分布广。随着我国资本市场的快速发展,企业整体上市不断推进,通过定向增发模式实现整体上市的企业已经分布到各行各业。表2为2006~2009年采用定向增发模式

实现整体上市企业的行业统计数据。表2数据显示,通过定向增发模式实现整体上市企业的行业覆盖比率达到了70%,其所属行业又以制造业和房地产业为主,比率分别为53.19%和14.89%。另外,此模式在电力煤气及水的生产和供应、建筑、金融、保险、社会服务业及综合类企业中也都涉及。这反映出定向增发模式在各行业中的适用性均较好,尤其在制造业和房地产业中的应用更为普遍。

表2 2006~2009年通过定向增发实现整体上市的企业所属行业

行 业	家数	占比(%)
A 农、林、牧、渔业	0	0.00
B 采掘业	2	4.26
C 制造业	25	53.19
D 电力、煤气及水的生产和供应业	5	10.63
E 建筑业	1	2.12
F 交通运输、仓储业	2	4.25
G 信息技术业	1	2.12
H 批发和零售贸易	0	0.00
I 金融、保险业	2	4.25
J 房地产业	7	14.89
K 社会服务业	1	2.12
L 传播与文化产业	0	0.00
M 综合类	1	2.12
总计	33	100

注:数据来源于Wind资讯网。

## 三、样本企业的财务绩效分析

随着定向增发整体上市企业的不断增加,这一资本运作模式引起了市场的广泛关注,其给企业带来的财务绩效尤其受到关注。本文选取每股收益(EPS)和净资产收益率(ROE)两个具有代表性的财务绩效指标来进行研究,这两个指标具有很强的适用性,大多数投资者偏好借助这两个指标来衡量企业的财务绩效,得出的结果也容易理解。

样本数据的时间跨度,选取通过定向增发模式实现整体上市企业公告前一年至后一年,假设企业上市公告年度为T,则需要研究(T-1,T+1)年整体上市企业的财务数据。为避免行业差异对分析结果造成的影响,样本数据按不同行业进行分类(其中制造业分类至二级行业),通过整理后的数据对比,分析不同行业企业运用定向增发模式实现整体上市后财务绩效的变化。本文选择2006~2008年实现整体上市样本的数据进行分析(见表3、表4)。表4反映出10类行业样本企业(T-1,T+1)年内每股收益的平均值,可以看出这些行业企业财务绩效有如下特点:

1. 制造业和房地产业以及建筑业、采掘业、综合类企业定向增发整体上市后的EPS和ROE均值都呈现上涨趋势。特别是采掘业企业通过资产整合、整体上市,形成了明显的规模经济效益,该行业的EPS上涨比例在T年和T+1年分别达到549%和1%,ROE上涨比例分别达到145%和3%。另外,房地产业EPS上涨比例在T年和T+1年分别达到6%和30%,

表3 样本企业的每股收益和净资产收益率

股票简称	所属行业	EPS(元)			ROE(%)		
		T-1	T	T+1	T-1	T	T+1
上海汽车	制造业——机械、设备、仪表	0.34	0.21	0.71	9.48	4.5	12.4
冠城大通		0.49	0.43	0.28	18.13	20.91	10.86
中国船舶		4.64	4.22	6.28	21.72	31.17	28.56
东方电气		4.6	2.44	0.2	33.01	66.16	50.24
西飞国际		0.15	0.35	0.29	4.43	3.44	5.11
安凯客车		0.08	0.08	0.33	3.549	2.25	4.55
株冶集团		0.98	0.15	0.04	33.3	3.07	4.27
南山铝业	制造业——金属、非金属	0.29	0.87	0.48	6.18	14.9	7.21
包钢股份		0.2	0.27	0.14	8.36	12.41	8.54
江西水泥		0.03	0.08	0.12	2.13	3.44	3.71
新钢股份		0.29	0.18	0.5	15.6	3.61	8.5
海印股份	1.21	0.35	1.27	10.73	7.47	15.66	
新湖中宝	制造业——其他制造业	0.03	0.16	0.24	1.13	11.88	11.05
美克股份		0.43	0.38	0.12	4.26	8.25	3.68
科力远		0.41	0.13	0.51	7.72	5.81	9.11
美罗药业		0.3	0.23	0.27	3.73	2.52	4.66
京能置业	房地产业——房地产开发与经营	0.69	0.48	0.24	8.59	18.64	17.64
莱茵置业		0.77	0.93	0.28	7.09	28.39	13.76
首开股份		0.64	1.22	0.7	0.93	8.78	-1.59
美都控股		0.16	0.34	0.17	3.45	13.19	2.8
泛海建设		0.88	0.09	0.89	16.16	12.73	23.11
ST重实		0.95	0.42	0.57			
外高桥	0.26	0.24	0.59	0.67	-0.34	0.25	
中山公用	社会服务业	5.1	0.91	2.44	8.01	5.458	5.49
长航油运	交通运输	0.46	0.41	0.37	11.74	8.66	10.47
白云机场	仓储业	0.29	0.31	0.42	6.99	6.49	6.54
中铁二局	建筑业——土木工程建筑业	0.11	0.41	0.32	5.48	10.54	7.91
深圳能源	电力煤气及水的生产和供应业	1.15	0.73	0.47	17.01	14.2	8.09
城投控股		0.41	0.55	0.98	7.33	6.57	9.18
驰宏锌锗	采掘业——有色金属矿采选业	0.82	5.32	3.38	18.13	44.34	42.95
中天城投	综合类	0.37	0.54	0.57	27.47	21.58	29.36

注:数据来源于 www.finance.google.cn。

ROE 上涨比例分别达到 129%和5%;综合类企业EPS 上涨比例在 T 年和 T+1 年分别达到 46%和 6%,ROE 分别达到 21%和 36%;建筑类企业 EPS 上涨比例在 T 年和 T+1 年分别达到 272%和-21%,ROE 上涨比例分别达到 92%和 12%。

2. 社会服务业、电力煤气及水的生产和供应业、交通运输仓储业在整体上市当年的 EPS 和 ROE 虽出现下滑,但在公告后一年较公告当年又开始平稳增长。由表 3、表 4 可以看出,样本中 81.82%的企业整体上市后财务绩效表现良好,并能够在上市第二年实现稳定上涨;只有 18.18%的企业在实现整体上市的当年 EPS 和 ROE 指标出现下滑,但在公告后一年较公告当年又开始平稳增长。

表4 样本企业的每股收益和净资产收益率平均值

所属行业	EPS(元)			ROE(%)		
	T-1	T	T+1	T-1	T	T+1
制造业——机械、设备、仪表	0.56	1.29	1.35	15.05	21.41	24.62
制造业——金属、非金属	0.50	0.32	0.43	12.72	7.48	7.98
制造业——其他制造业	0.29	0.23	0.29	4.21	7.12	7.13
房地产业	0.62	0.66	0.69	6.15	13.56	14.33
社会服务业	5.10	0.91	2.44	8.01	5.46	5.49
交通运输仓储业	0.38	0.36	0.40	9.37	7.58	8.51
建筑业	0.11	0.41	0.32	5.48	10.54	11.91
电力煤气及水的生产和供应业	0.78	0.64	0.73	12.17	10.39	8.64
采掘业	0.82	5.32	5.38	18.13	44.34	44.95
综合类	0.37	0.54	0.57	27.47	21.58	29.36

#### 四、结论

本文通过对我国证券市场 2006~2009 年 47 家以定向增发模式实现整体上市企业的实证分析,结果表明,以定向增发模式实现整体上市企业的财务绩效总体上有所改善,在整体上市之后其盈利能力能够实现持续稳定增长,且在所涉及的大部分行业中均能产生正财富效应;企业整体上市之后盈利能力总体水平在持续稳定增长;整体上市对优化企业产品结构、提升企业盈利能力、改善企业治理水平有一定效果,能进一步提升上市公司的企业价值。同时,也间接验证了注入上市企业的部分集团公司资产从总体水平来说是优质的。

定向增发整体上市这种模式也得到了政府和证监会的广泛关注和支持,对鼓励资本市场中优质资源向上市企业集中和整合产生了积极影响,一定程度上避免了分拆上市下公司规模较小、治理机制不完善、关联方交易内部操纵严重等诸多问题,从而推动了资本市场的发展。

当然,定向增发整体上市模式的应用,关键是看集团公司企业及下属上市子公司企业的具体情况,要根据自身不同需求来选择上市的方式。不同的企业所属行业情况不同,最适合自身的模式也就不同。随着实施整体上市企业数量的不断增加,以及已经实现整体上市企业的若干年经营,对整体上市企业财务绩效研究的样本将会得到补充,评价体系和评价指标也将得到进一步应用。

【注】本文系北京市优秀教学团队“会计学专业系列课程教学团队”(PHR200907203)和北京市特色专业建设点“北方工业大学会计学专业”的建设成果之一。

#### 主要参考文献

1. 戴欣苗.定向增发与整体上市的利益路径分析.证券市场,2009;2
2. 李子白,王宇.整体上市模式对企业治理影响的比较.证券天地,2008;5
3. 尹筑嘉,黄建欢.中国企业整体上市的模式比较与策略选择.金融与经济,2008;5
4. 章卫东.定向增发新股、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究.会计研究,2007;12