

大股东参与上市公司定向增发的效率分析

梁尔昂

(北京物资学院 北京 101149)

【摘要】 本文以 2007 年大股东参与定向增发的 66 家上市公司为研究样本,采用因子分析研究方法,通过分析 66 家样本公司在定向增发新股前后的因子分析综合得分在 1 353 家 A 股上市公司中的排名变化情况,研究探讨了大股东参与上市公司定向增发的效率性。实证研究结果表明,在我国资本市场上,控股大股东参与上市公司的定向增发并没有对公司业绩的改善产生积极的推动作用,总体而言效率低下。

【关键词】 定向增发 因子分析 效率

一、定向增发的优劣势分析

众所周知,我国上市公司存在明显的股权融资偏好。股权分置时代,上市公司的股权再融资方式主要是配股和公开增发新股。随着股权分置改革的完成,定向增发新股由于具有手续简便、成本低、发行周期短等优点而得到上市公司的青睐和市场的追捧,2005-2007 年我国上市公司通过定向增发方式融资的总金额达 3 620.15 亿元,几乎接近前 10 年证券市场配股、公开增发新股融资金额的总和。定向增发逐渐成为全流通时代我国上市公司股权再融资的主要方式。

定向增发之所以受到监管部门和市场的推崇,是因为其具有其他再融资方式不可比拟的优势。首先,定向增发的对象主要是公司大股东和机构投资者,不涉及中小股东,避免了市场对上市公司圈钱的担忧。其次,定向增发的股份有较长时间的锁定期,在锁定期内认购新股的投资者不得出售新增股份,不会增加市场即期扩容压力,可以减小对二级市场股票价格的冲击。更为重要的是,大股东如果以相关优质资产认购增发股份,实现优质资产注入,对上市公司的净资产和每股收益会有明显的增厚作用,从而提升上市公司的盈利水平和资产回报率。此外,定向增发还有利于上市公司引入战略投资者和机构投资者,改善公司的经营和治理。因此,从总体上而言,定向增发这一融资方式的推出对于资本市场的发展具有积极的意义。

尽管定向增发有诸多优势,但作为股权分置改革之后在我国资本市场上出现的全新融资方式,相关的监管政策、法规还不完善,具体操作过程中存在诸多不规范行为。市场上存在通过定向增发向大股东进行利益输送的现象,这势必对中小股东的利益造成损害,同时影响定向增发的效率。

二、定向增发研究文献回顾

上市公司股权再融资问题一直是财务、金融理论界与实务界关注和研究的热点。国内学者对我国上市公司股权再融资偏好的深层次原因及其效率进行了较为充分的研究,而定向增发是股权分置改革后出现的全新融资方式,理论界及实务界对它的研究尚较为缺乏。

目前,国内针对定向增发的研究主要集中在配股、公开发行新股、定向增发三种股权再融资方式政策规定的不同和宣告效应的区别,增发过程中是否存在利益输送行为以及利益输送的方式,定向增发中针对不同投资者的区别定价问题以及对不同投资者定向增发的效率差异等几个方面。

朱红军、何贤杰、陈信元(2008)以案例研究的形式揭示了上市公司在对大股东定向增发的过程中可能存在的各种利益输送行为。他们认为,大股东可能通过控制定价基准日、盈余管理、提前释放利空消息等多种手段影响增发股票的定价,并在增发完成后不久通过高额分红的方式最终实现资产高价套现。

陈亮(2008)详细分析了上市公司在定向增发过程中对大股东进行利益输送的各种操作手段。他认为,低价增持股份、高估注入资产价值以及通过增发实施资产套现是几种常用的向大股东进行利益输送的方式,并针对各种利益输送方式提出了相应的监管政策建议。

郑琦(2008)利用 2006 年 6 月至 2007 年 10 月实施定向增发的 157 个样本点,研究了定向增发对象和发行价格间的关系。研究表明,完全针对大股东定向增发的发行相对价格最低,完全针对机构投资者定向增发的发行相对价格最高,同时向大股东和机构投资者定向增发的发行相对价格居于两者中间。机构投资者的参与显著提高了发行相对价格,并且机构投资者对于发行定价的影响力比大股东要大。这一结论表明,当只有大股东参加定向增发时,公司可能制定不公正的发行价格,以向大股东输送利益。

章卫东(2009)通过对 2005 年 5 月至 2007 年 12 月期间我国上市公司配股、公开增发新股和定向增发新股的宣告效应进行比较研究,发现上市公司定向增发的宣告效应要显著好于配股和公开增发新股的宣告效应。在[-30,5]的窗口内,宣告定向增发新股的累积超额收益率为 13.2%,作者认为定向增发新股能够增加上市公司价值。

李菊(2009)对 2006 年实施定向增发的上市公司在增发

前后的业绩进行了分类对比研究。实证研究结果表明:对大股东实施的定向增发对公司业绩的提升有较为明显的正面作用;对机构投资者进行定向增发的上市公司,其增发前后的业绩变化不明显,原因可能是多数定向增发的公司募集资金投向的项目在短期内没有建成,还没有发挥作用。

何丽梅、蔡宁(2009)通过对2006年进行定向增发的41家上市公司的数据进行回归分析发现,定向增发上市公司股票的长期持有收益率将出现长期恶化趋势,关联股东和控股股东是否参与增发对增发后的股价没有显著影响。

总的来说,目前我国学者对上市公司定向增发问题的研究比较集中于规范分析,或者通过个别案例分析来说明上市公司实施定向增发对公司业绩的正负面影响,对大股东参与上市公司定向增发的效率实证研究较少,而且没有取得一致的结论。

三、实证研究

1. 研究方法及数据收集。本文选取2007年大股东参与认购定向增发股份的上市公司为研究对象,通过因子分析和非参数检验的方法,分析上市公司增发前后的因子分析综合得分在A股上市公司中的排名变化情况,进而研究分析大股东参与上市公司定向增发的效率。

以往对上市公司股权再融资效率的研究,大多是直接比较分析再融资前后公司财务指标的变化,但此种研究方式容易受到研究窗口期内对公司业绩造成影响的其他事件的干扰,导致研究结论不准确。2006~2008年间,我国证券市场环境发生了较大变化。2007年上市公司开始采用新企业会计准则与2008年爆发的金融危机均对证券市场的环境造成巨大的影响,进而影响到上市公司的经营业绩。因子分析方法能够有效规避市场环境变化对不同上市公司经营业绩造成的影响,保证实证分析结果的准确性。

2007年共有128家上市公司实施了定向增发融资,其中有71家公司的大股东参与了认购增发新股。剔除相关数据无法获得的5家公司,本文以66家大股东参与定向增发的上市公司的资产报酬率、总资产净利润率、成本费用利润率、营业收入增长率、总资产增长率、应收账款周转率等六项财务指标作为研究变量,分析这66家公司的因子综合得分在1353家A股上市公司中的排名变化情况。本文所采用的原始数据均来自国泰安金融数据库。

2. 样本公司定向增发前一年(即2006年)财务指标因子分析。对2006年1353家A股上市公司的六项财务指标进行因子分析,结果如表1、表2、表3所示。

表1 KMO和球形Bartlett检验表1

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0.626
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	4 910.734
	df	15.000
	Sig.	0.000

由表1KMO检验值(0.626>0.5)和Bartlett检验值可知,样本数据适合进行因子分析。

表2 因子方差贡献率表1

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.458	40.966	40.966	2.445	40.747	40.747
2	1.004	16.734	57.700	1.010	16.838	57.585
3	1.001	16.683	74.383	1.008	16.798	74.383
4	0.955	15.910	90.293			
5	0.563	9.378	99.670			
6	0.020	0.330	100.000			

表3 旋转后因子载荷矩阵表1

	Component		
	1	2	3
资产报酬率	0.959		
总资产净利润率	0.953		
成本费用利润率	0.750		
营业收入增长率		0.967	
总资产增长率	0.224	0.566	0.231
应收账款周转率			0.975

由表3可知,因子F1在资产报酬率、总资产净利润率、成本费用利润率这三个变量上有较大载荷,因此可将F1命名为盈利能力因子;因子F2在营业收入增长率、总资产增长率变量上有较大载荷,因此可将F2命名为发展能力因子;因子F3在应收账款周转率变量上有较大载荷,因此可将F3命名为营运能力因子。

由表2可得,旋转后三个公因子的方差贡献率分别为0.407 47、0.168 38、0.167 98,进而得出因子分析综合得分公式:

$$F=0.407 47F_1+0.168 38F_2+0.167 98F_3$$

3. 样本公司定向增发后一年(即2008年)财务指标因子分析。对2008年1353家A股上市公司的六项财务指标进行因子分析,结果如表4、表5、表6所示。

表4 KMO和球形Bartlett检验表2

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0.682
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	5 889.926
	df	15.000
	Sig.	0.000

由表4KMO检验值(0.682>0.5)和Bartlett检验值可知,样本数据适合进行因子分析。与2006年的分析类似,可将公因子F1、F2、F3分别命名为盈利能力因子、发展能力因子、营运能力因子。

由表5可得,旋转后三个公因子方差贡献率分别为0.407 09、

0.186 70、0.166 68,进而得出因子分析综合得分公式:

$$F=0.407\ 09F_1+0.186\ 70F_2+0.166\ 68F_3$$

表 5 因子方差贡献率表 2

Component	Initial Eigenvalues			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.454	40.893	40.893	2.443	40.709	40.709
2	1.109	18.486	59.379	1.120	18.670	59.379
3	1.000	16.668	76.047	1.000	16.668	76.047
4	0.880	14.664	90.711			
5	0.548	9.127	99.839			
6	0.010	0.161	100.000			

表 6 旋转后因子载荷矩阵表 2

	Component		
	1	2	3
总资产净利润率	0.965		
资产报酬率	0.962		
成本费用利润率	0.760		
营业收入增长率		0.760	
总资产增长率		0.733	
应收账款周转率			1.000

4. 样本公司定向增发前后因子分析综合得分排名分析。

表 7 样本公司增发前后因子分析综合得分排名描述性统计

年份	最小值	最大值	平均数	标准差	样本个数
2006	7	1 338	498.7	350.007	66
2008	18	1 265	522.2	344.924	66

根据表 7 可知,样本公司定向增发前一年(即 2006 年)经营业绩平均排名为 498.7,定向增发后一年(即 2008 年)经营业绩平均排名为 522.2,即大股东参与定向增发的上市公司,其增发后经营业绩的平均排名下降了。

对样本公司定向增发前后因子分析综合得分的排名进行非参数检验。

表 8 Wilcoxon 符号秩检验表

	Negative Ranks	N	Mean Rank	Sum of Ranks
2008 年得分排名-2006 年得分排名	Ranks	30(a)	34.42	1 032.50
	Positive Ranks	36(b)	32.74	1 178.50
	Ties	0(c)		
	Total	66		

注:a:2008年得分排名<2006年得分排名,b:2008年得分排名>2006年得分排名,c:2008年得分排名=2006年得分排名。

表 9 Wilcoxon 符号秩检验结果

	2008年得分排名-2006年得分排名	
Z	-0.466(a)	(a Based on negative ranks. b Wilcoxon Signed Ranks Test)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.641	

由表 8 可知,实施定向增发前后,样本公司中排名上升的公司有 30 家,排名下降的公司有 36 家,说明大股东参与上市公司的定向增发并没有对公司的经营业绩产生积极的推动作用,反而使得上市公司的整体业绩呈现下降趋势。同时根据表 9 显示的显著性水平双尾检验结果(0.641>0.05)可知,增发前后样本公司的业绩差异并不显著。

四、研究结论

本文对 2007 年大股东参与定向增发的 66 家上市公司增发前后的六种财务指标数据进行了因子分析。根据因子实证分析的结果可知,大股东参与上市公司定向增发对公司的经营业绩并没有明显的正面推动作用,而是在一定程度上导致公司的经营业绩发生相对下滑,这说明在我国证券市场上控股大股东参与上市公司定向增发缺乏效率。

导致大股东参与上市公司定向增发效率低下的原因包括以下几个方面:①上市公司非理性融资导致所融资金使用效率低下。我国上市公司不按照公司经营实际需要量从证券市场融资,导致募集资金过剩。②大股东高估注入资产价值,或使用劣质不相关资产认购增发股份,损害上市公司利益,导致上市公司经营业绩不佳。③上市公司定向增发所融资金在短时间内没有充分发挥作用,资金使用效率不高。

现阶段,资本市场在我国经济社会发展中的作用日益显著,应对金融危机、增加居民财产性收入均需要充分发挥资本市场这一直接投融资渠道的作用。因此,加强对定向增发这一上市公司主要再融资渠道的监管,提高上市公司治理水平,切实保护中小投资者利益,增强投资者对资本市场的信心,对我国经济社会的可持续发展意义重大。

主要参考文献

1. 章卫东.上市公司定向增发新股理论与实证研究.北京:经济科学出版社,2009
2. 李菊.定向增发类型对上市公司业绩影响的实证研究.东北财经大学学报,2009;3
3. 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.北京工商大学学报,2009;11
4. 钟逸斐,刁彩林.定向增发市场反应的实证研究.经济论坛,2007;3
5. 刘敏,赵鹏.我国上市公司股权再融资的聚集效应及其成因研究.财务与金融,2009;6