

定向增发的长期股东财富效应实证研究

冷莹

(重庆工商大学会计学院 重庆 400067)

【摘要】 本文选取2006年5月8日到2009年6月30日我国实施定向增发的291家上市公司为样本,对定向增发的长期股东财富效应进行研究。研究结果表明:我国上市公司定向增发产生正的长期股东财富效应,从长远来看定向增发有利于公司发展;大股东参与定向增发的长期股东财富效应要好于非大股东参与,说明大股东参与定向增发有利于完善公司治理结构,降低经营者的代理成本;大股东以非现金方式认购定向增发股份的长期股东财富效应要好于大股东以现金认购,说明大股东通过定向增发向上市公司注入资产,更有利于抬高股票价格。

【关键词】 定向增发 大股东 上市公司 长期股东财富效应

自2006年5月8日证监会颁布了《上市公司证券发行管理办法》后,至2012年6月30日我国上市公司共进行了807次定向增发,募集金额达到15 768.16亿元。定向增发发行次数和募集资金规模均在2011年达到最高点,分别为178次和3 639亿元。至此,定向增发已经成为了上市公司再融资时的首要选择。

中国资本市场中的上市公司定向增发不同于其他融资方式,不仅对发行对象选择有特殊规定,而且认购方式多样化,支付手段包括现金、非现金资产和债权。目前国内学者研究定向增发的长期股东财富效应的较少。究竟定向增发的长期股东财富效应是积极的还是消极的,发行对象和认购方式对上市公司长期股东财富效应是否有不同影响等问题需要深入研究。

一、文献综述及研究假设

美国市场的研究显示,定向增发后从长期来看公司的股价会下跌。何丽梅、蔡宁(2009)以41家上市公司为样本,研究发现定向增发之后公司投资者的长期回报率出现了长期恶化趋势。邓路、王化成、李思飞(2011)验证了中国上市公司实施定向增发后2年内其市值总体上表现强势特征,其研究样本数量更多,研究结论更可靠。由于锁定期的安排,参与定向增发的机构投资者在认购之前会更加谨慎决策,只有当他们认为公司的未来价值会确定增长时才会参与认购。并且机构投资者在认购之后将加强监督公司的管理人员,从而降低管理人员的代理成本,促进定向增发的上市公司发展。因此定向增发将有利于上市公司未来发展,产生正的长期股东财富效应。

Leland和Pyle(1977)的研究表明关联投资者、内部人参与私募发行的投资可以看做是对公司价值的证明。Krishnamurthy、Srinivasan(2005)也发现私募发行给关联投资者的

长期超额收益率都要明显高于那些只发行给无关联投资者的私募发行。由此可见,私募发行认购的投资者类别与公司股价表现有关。当上市公司大股东参与定向增发时,向证券市场传递了公司的股价被低估或者新投资的项目有着很好的盈利预期、公司未来的业绩会增长的信号。并且大股东认购定向增发的股份在三年内是不得转让,投资的风险较大,就使得大股东在制定公司的长期战略和经营决策时会更多地考虑公司长远价值提升。因此,大股东参与认购定向增发股份后,公司的业绩会得到提升,进而促使定向增发公司的股票价格长期上涨。

章卫东、李海川(2010)发现投资者获得的长期持有超额收益率与资产注入类型显著相关。当大股东用现金认购定向增发股份,管理层募集到资金后,因为缺乏相应的监督机制,很有可能将募集到的资金投入到低风险项目,或挪为己用,这与股东的利益相冲突,导致企业定向增发后经营业绩表现不佳。大股东以资产来认购定向增发股份时,将原来不能流通的资产通过定向增发的形式获得了更多的股份,加强了控股权,同时获得流通权,使这部分资产增值。一般投入的资产与上市公司的产业链紧密联系,能大大提高企业的产能,从而使上市公司形成完整的产业链。因此当大股东通过向上市公司注入资产来参与定向增发时,更能提升公司业绩,有利于上市公司长期股票价格上升。

基于上述研究成果,本文提出如下假设:

假设1:中国上市公司定向增发后产生正的长期股东财富效应。

假设2:大股东参与定向增发的长期股东财富效应要好于非大股东参与。

假设3:大股东以非现金方式认购定向增发股份的长期股东财富效应要好于大股东以现金认购。

二、样本选取及研究设计

1. 样本选取及数据来源。大股东或关联股东认购的定向增发股票解禁期为36个月,因此本文采用36个月的股票持有期累积超额收益率衡量定向增发的长期股东财富效应。本文选取2006年5月8日到2009年6月30日我国预案宣告定向增发的A股上市公司为研究样本。

通过WIND资讯和CSMAR数据库手工收集和整理样本公司的发行数据、收盘价格、财务信息以及证券市场的收盘指数。

为了研究需要,笔者对样本进行筛选:①剔除金融类上市公司的样本,因为金融类上市公司的财务报表和经营范围与其他上市公司相比差异很大;②剔除ST、SST类上市公司;③剔除B股公司增发A股,A股公司增发H股以及H股公司增发A股的样本;④剔除定向增发后有重大事件发生的样本,重大事件是指股东大会、董事会公告、年报披露、分红方案披露等;⑤剔除财务数据和金融交易数据无法获得的样本。

经筛选后,得到符合标准的定向增发的样本公司共291家,具体的样本情况如表1所示:

表1 定向增发样本分类

非大股东参与	大股东参与		最终样本数
	非现金认购	现金认购	
137	92	92	291

2. 变量定义与模型构建。本文构建的回归模型如下:

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 Object + \alpha_2 ROA + \alpha_3 Size + \alpha_4 EPS + \alpha_5 Lev + \varepsilon$$

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 Subscription + \alpha_2 ROA + \alpha_3 Size + \alpha_4 EPS + \alpha_5 Lev + \varepsilon$$

表2 变量定义及描述

变量符号	变量名称	变量定义
CAR	累积超额收益率	上市公司定向增发后[1,36]股票的累计超额收益率
Object	发行对象	虚拟变量,若发行对象包括大股东时,则取值为1,否则为0
Subscription	认购方式	虚拟变量,若大股东的认购方式为非现金认购时,则取值为1,否则为0
ROA	总资产收益率	增发前一年末上市公司净利润/总资产
Size	公司规模	增发前一年末上市公司总资产的自然对数
EPS	每股收益	增发前一年末上市公司税后利润/股本总数
Lev	资产负债率	增发前一年末上市公司总负债/总资产

为了更加深入研究定向增发的长期股东财富效应,一方面从全样本考察不同发行对象的长期股东财富效应,另外一方面从大股东参与样本考察认购方式对长期股东财富效应的影响。

如表2所示,除了发行对象(Object)和认购方式(Subscription)两个解释变量外,根据相关文献还设置了一些控制

变量:总资产收益率(ROA)、公司规模(Size)、每股收益(EPS)和资产负债率(Lev)。

本文采用CAR方法来计算股票价格的长期超额收益,反映长期股东财富效应。对于在上海和深圳证券交易所上市的股票,分别选用上证综合指数和深圳成分指数作为可比基准(Benchmark)计算各自的市场收益率。

三、实证分析

1. 描述性统计。表3是累计超额收益的描述性统计,Panel A、Panel B和Panel C分别是定向增发后12个月、24个月及36个月累积超额收益率的描述统计。从表中可发现,不论是全样本,还是各细分的样本,CAR(1,12)、CAR(1,24)和CAR(1,36)的均值均为正值。定向增发全部样本12个月、24个月及36个月的累积超额收益率的均值(中位数)分别为11%、22%和29%(4%、9%和18%),说明中国的上市公司定向增发后长期市场表现较好。

从12个月、24个月及36个月的累积超额收益率均值来看,大股东参与样本均高于非大股东参与样本,非现金认购样本均高于现金认购样本。

表3 累积超额收益CAR的描述性统计

Panel A: CAR(1,12)						
	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
全样本	291	0.11	0.04	1.08	-1.11	12.99
非大股东参与	137	0.01	-0.03	0.86	-1.08	8.26
大股东参与	154	0.19	0.06	1.24	-1.11	12.99
非现金认购	92	0.36	0.10	1.55	-0.66	12.99
现金认购	62	0.06	0.11	0.42	-1.11	1.08
Panel B: CAR(1,24)						
	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
全样本	291	0.22	0.09	1.10	-1.03	12.82
非大股东参与	137	0.12	0.03	0.92	-1.03	8.50
大股东参与	154	0.31	0.19	1.24	-0.88	12.82
非现金认购	92	0.45	0.24	1.54	-0.60	12.82
现金认购	62	0.09	0.07	0.48	-0.88	1.35
Panel C: CAR(1,36)						
	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
全样本	291	0.29	0.18	1.15	-1.52	12.82
非大股东参与	137	0.24	0.17	0.97	-1.52	8.74
大股东参与	154	0.34	0.19	1.28	-0.98	12.82
非现金认购	93	0.50	0.29	1.59	-0.76	12.82
现金认购	62	0.11	0.11	0.51	-0.98	1.43

表4是主要变量的描述性统计。其中,Panel A为全样本主要变量的描述统计,发行对象(Object)的均值为0.52,说明全部样本中52%的上市公司定向增发的发行对象包含了大股东。Panel B为大股东参与样本主要变量的描述统计,认购方式(Subscription)的均值为0.6,说明60%的上市公司大股东是用非现金的方式认购定向增发股票。

表 4 主要变量的描述性统计

Panel A: 全样本						
	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Object	291	0.52	1	0.50	0	1
ROA	291	0.29	0.05	3.80	-0.62	64.75
Size	291	21.45	21.47	1.26	14.11	24.70
EPS	291	0.38	0.31	0.40	-0.72	2.90
Lev	291	0.96	0.58	4.92	0.03	82.56
Panel B: 大股东参与样本						
	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Subscription	154	0.60	1	0.49	0	1
ROA	154	0.50	0.05	5.22	-0.08	64.75
Size	154	21.63	21.65	1.27	14.48	24.70
EPS	154	0.39	0.32	0.39	-0.72	1.89
Lev	154	1.18	0.60	6.67	0.09	82.56

表 5 全样本窗口[1,36]的AAR和CAAR值

事件窗口	AAR	P 值	CAAR	P 值	事件窗口	AAR	P 值	CAAR	P 值
1	0.004 1	(0.700)	0.004 1	(0.700)	19	0.018 1**	(0.012)	0.161 8**	(0.011)
2	0.040 9	(0.382)	0.045	(0.347)	20	-0.004 2	(0.560)	0.157 7**	(0.013)
3	0.052 0	(0.162)	0.097	(0.112)	21	0.007 4	(0.303)	0.165***	(0.007)
4	0.010 8	(0.497)	0.107 8*	(0.085)	22	0.008 9	(0.223)	0.173 9***	(0.002)
5	0.002 0	(0.850)	0.109 8*	(0.080)	23	0.024 0***	(0.003)	0.197 9***	(0.001)
6	-0.009 1	(0.361)	0.100 7	(0.110)	24	0.020 5***	(0.003)	0.218 4***	(0.001)
7	0.012 2	(0.241)	0.113*	(0.075)	25	0.005 7	(0.419)	0.224 1***	(0.000)
8	-0.005 9	(0.482)	0.107 1*	(0.090)	26	0.017 6**	(0.024)	0.241 7***	(0.000)
9	0.001 2	(0.892)	0.108 3*	(0.087)	27	0.014 1*	(0.079)	0.255 8***	(0.000)
10	0.002 8	(0.756)	0.111 1*	(0.080)	28	0.013 5*	(0.063)	0.269 3***	(0.000)
11	0.000 2	(0.980)	0.111 3*	(0.080)	29	-0.000 6	(0.934)	0.268 7***	(0.000)
12	-0.002 7	(0.762)	0.108 6*	(0.087)	30	0.002 5	(0.718)	0.271 2***	(0.000)
13	0.008 8	(0.299)	0.117 4*	(0.067)	31	0.012 6*	(0.071)	0.283 8***	(0.000)
14	0.008 1	(0.381)	0.125 5*	(0.052)	32	0.003 4	(0.612)	0.287 2***	(0.000)
15	0.006 3	(0.476)	0.131 7**	(0.042)	33	0.015 0**	(0.022)	0.302 2***	(0.000)
16	-0.014 8	(0.114)	0.116 9*	(0.069)	34	-0.003 7	(0.654)	0.298 5***	(0.000)
17	0.012 8	(0.134)	0.129 7**	(0.044)	35	-0.004 7	(0.437)	0.293 9***	(0.000)
18	0.014 0*	(0.080)	0.143 7**	(0.024)	36	-0.003 6	(0.602)	0.290 3***	(0.000)

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平下显著,下同。

2. 全样本定向增发的长期股东财富效应分析。表 5 是上市公司定向增发后 36 个月的平均超额收益率(AAR)和累积超额收益率(CAAR)的变化情况。

在事件窗口内,第 6 个月、第 8 个月、第 12 个月、第 16 个月、第 20 个月、第 29 个月和最后 3 个月的平均超额收益(AAR)显著为负值以外,其他月份的月平均超额收益均为正值。并且定向增发的累积超额收益率的均值均为正值,CAAR

[1,36]为 29.03%。说明定向增发对上市公司长期股价有正面的影响,显著大于零的长期累积超额收益对股东财富带来正的效应。检验结果支持了假设 1,上市公司定向增发后产生正的长期股东财富效应。

3. 不同样本定向增发的长期股东财富效应分析。表 6 是对不同样本的累积超额收益进行统计分析。

(1)Panel A 为不同样本的定向增发长期累积超额收益。在[1,12]、[1,24]和[1,36]这 3 个窗口期内,除了现金认购样本中[1,12]的累积超额收益为负值外,其余的均为正值,进一步说明了上市公司定向增发后获取了正的股东财富效应。

从各样本来看:当大股东以非现金方式认购定向增发股票时,长期股东财富效应最大,其中[1,36]的累计超额收益为 49.37%;而当大股东以现金认购定向增发股票时,长期股东财富效应最小,其中[1,36]的累计超额收益为 10.87%。

(2)Panel B 为非大股东参与样本和大股东参与样本、非现金认购样本和现金认购样本 CAR 的差异检验。

在窗口[1,12]、[1,24]和[1,36]内,向大股东定向增发样本的累积超额收益率分别要高出向非大股东定向增发样本 17.93%、19.21%和 10.29%,说明大股东参与定向增发的长期股价表现更好。大股东认购定向增发股份,其对价可以是资产、债权等非现金。

在窗口[1,12]、[1,24]和[1,36]内,当大股东以非现金的方式认购定向增发股票时,其累计超额收益分别要高出以现金认购的 42.21%、35.58%和 38.50%,并且在 10%的水平上差异显著。说明大股东参与定向增发的长期股价表现要优于非大股东参与定向增发,大股东以非现金方式认购定向增发股票时,其长期股价表现要优于以现金认购。

检验结果支持了本文的假设 2 和假设 3,大股东参与定向增发的长期股东财富效应要好于非大股东参与,大股东以非现金方式认购定向增发

股份的长期股东财富效应要好于大股东以现金认购。

4. 回归检验。由于单因素分析没有考虑其他因素的影响,因此加入控制变量,通过多元回归分析进一步检验发行对象、大股东认购方式与上市公司定向增发股票后长期股东财富之间的关系。

表 7 为多元回归分析的结果,均用 CAR(1,36)来衡量长期股东财富效应。

表 6 不同样本累积超额收益的单变量检验

Panel A: 不同样本的累积超额收益							
窗口期	[1,12]		[1,24]		[1,36]		
	N	CAR	P值	CAR	P值	CAR	P值
全样本	291	0.108 6*	(0.087)	0.218 4***	(0.001)	0.290 3***	(0.000)
非大股东参与	137	0.013 7	(0.852)	0.116 7	(0.139)	0.235 8***	(0.005)
大股东参与	154	0.193 0*	(0.056)	0.308 8***	(0.002)	0.338 7***	(0.001)
非现金认购	92	0.362 9**	(0.027)	0.453 3***	(0.006)	0.493 7***	(0.004)
现金认购	62	-0.059 2	(0.274)	0.094 5	(0.127)	0.108 7*	(0.097)

Panel B: 均值差异检验				
	均值差异(大股东/非大股东)		均值差异(现金/非现金)	
	差异	P值	差异	P值
[1,12]	0.179 3	(0.158)	0.422 1**	(0.038)
[1,24]	0.192 1	(0.135)	0.358 8*	(0.077)
[1,36]	0.102 9	(0.445)	0.385 0*	(0.067)

表 7 不同发行对象、认购方式下定向增发的长期股东财富效应回归结果

	模型 1		模型 2	
	CAR(1,36)		CAR(1,36)	
	系数	P值	系数	P值
Constant	6.953***	(0.000)	8.656***	(0.000)
Object	0.234**	(0.046)		
Subscription			0.299*	(0.094)
ROA	0.015	(0.864)	0.217	(0.215)
Size	-0.317***	(0.000)	-0.390***	(0.000)
EPS	0.097	(0.559)	0.170	(0.513)
Lev	-0.030	(0.666)	-0.199	(0.153)
N	291		154	
Adjusted R Square	0.083		0.094	
F-value	6.239	(0.000)	4.171***	(0.001)

表7中,模型1为全样本的回归,共有291个观测值。回归结果显示,发行对象(Object)的系数为0.234,并且在5%的水平上显著,表明大股东参与定向增发对上市公司长期股东财富效应有正面影响,验证了假设2的结论。模型2为大股东参与定向增发样本的回归,观测值有154个,其结果显示认购方式系数为0.299,在10%的水平上通过了显著性检验,说明大股东以非现金资产认购定向增发股份的长期股东财富效应更好,支持了假设3的结论。

四、研究结论

根据以上的实证分析,得出以下结论:

1. 中国上市公司定向增发的长期股东财富效应为正,说

明在我国定向增发能向市场传递一个好的信号。因此对监管部门来说,应当积极推动上市公司通过定向增发来融资。上市公司通过定向增发可以引入战略投资者、实现集团的整体上市,实现财务重组等。由于定向增发在我国资本市场出现时间短,仍存在不完善的地方,建议相关部门加强上市公司与控股股东关联方交易的监管和定向增发的信息披露。

2. 大股东参与定向增发的长期股东财富效应要好于非大股东参与。说明向大股东定向增发有利于完善公司的治理结构,降低经营者的代理成本,降低信息不对称。当上市公司实施定向增发时,建议控股股东参与认购,一方面可以巩固自身的控股权,另一方面大股东及其关联股东参与认购,可带来正向的长期股东财富效应。

3. 大股东以非现金方式认购定向增发股份的长期股东财富效应要好于大股东以现金认购。说明大股东通过资产注入参与定向增发,其长期股价表现更好。建议大股东以资产认购定向增发股份,不仅减轻了大股东现金流的压力,并可促进上市公司未来股票价格上涨。

主要参考文献

- 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;6
- 邓路,王化成,李思飞.上市公司定向增发长期市场表现:过度乐观还是反应不足.中国软科学,2011;6
- Leland, H. and Pyle, D. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. Journal of Finance, 1997;4
- Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam, and T. Woidtke. Does investor identity matter in equity issues? Evidence from private placements. Journal of Financial Int, 2004
- 章卫东,邹斌,周子剑等.上市公司定向增发新股:资产注入与利益输送研究.北京:经济科学出版社,2011
- 赵灿.上市公司大股东参与定向增发的长期市场反应研究——来自中国证券出场的经验数据.北京:北京工商大学,2010
- 梁尔昂.大股东参与上市公司定向增发的效率分析.财会月刊,2010;36
- 郭兰英,纪磊磊,侯增杰.定向增发模式下整体上市企业财务绩效分析.财会月刊,2010;35
- 倪燕,毛小松.上市公司定向增发的长期财务绩效实证研究.财会月刊,2012;29
- 王德武,戈玉娥.上市公司定向增发中存在内幕交易的实证检验.财会月刊,2011;9