

股权再融资业绩之“谜”:基于过度融资的证据

李小军¹(副教授), 陈雪¹, 孙舒仪²

(1.云南财经大学会计学院, 昆明 650221; 2.武汉大学经济与管理学院, 武汉 430072)

【摘要】本文以2001~2010年期间实施过股权再融资的中国上市公司为样本,实证检验了中国上市公司再融资后的经营业绩变化及其影响因素。实证结果表明:中国上市公司实施股权再融资后的经营业绩普遍下降;但与正常融资公司相比,过度融资公司的经营业绩更差。进一步的实证结果发现,在控制了其他可能影响企业经营业绩的因素后,过度股权再融资是导致企业再融资后经营业绩下滑的主要原因,且企业过度再融资程度越严重,再融资后经营业绩下滑越严重。本文的研究为解释中国上市公司再融资长期业绩之“谜”提供了新的视角和证据。

【关键词】股权再融资; 过度融资; 经营业绩

一、引言

国外大量研究文献表明,企业再融资后不仅股票价格业绩表现不佳,而且公司的经营业绩持续下滑,即存在所谓的再融资长期业绩之“谜”。为什么企业再融资后经营业绩或股票价格持续下滑呢?国外学者对于SEO公司的长期业绩之“谜”提出了多种理论解释。事实上,中国上市公司也存在再融资后业绩下降的现象。

国内很多学者对中国上市公司的再融资研究发现,中国上市公司股权再融资后存在两个显著特征:其一,中国上市公司平均股权再融资量快速上升,而再融资后公司业绩却不断滑坡,即存在“一年绩优,两年绩平,三年亏损”之说。其二,中国上市公司平均股权再融资量快速上升,但很多上市公司募集资金后不是按计划将募集资金投入融资项目,而是频繁变更募集资金投向,将募集资金用于委托理财或闲置,表现为典型的过度融资。中国上市公司的这种融资行为极大地损害了公司价值和股东利益,同时也降低了资本市场的资金配置效率,影响到资本市场的健康发展,以至于中国证券业广泛使用“圈钱”一词来形容上市公司的融资行为。

本文关注的问题是:中国上市公司再融资后经营业绩是否下滑?中国上市公司再融资业绩下滑的主要原因是什么?是否与企业再融资后频繁变更募集资金投向,将募集资金用于委托理财或闲置有关?或者说,企业再融资后经营业绩下滑是否是由过度融资所引起的?

二、文献回顾及研究假说

(一)文献回顾

国外学者在对国外市场的研究发现:企业再融资后普遍存在业绩下滑现象,对此现象的理论解释包括机会之窗观点、盈余管理观点和信号观点。

1. “机会之窗”观点。Loughran和Ritter(1995)率先研究了美国公司SEO后的长期回报率业绩,他们发现公司SEO后,持有5年的回报率为33.4%,远低于同期没有SEO公司的92.8%,这一结论被Spiss、Affleck-Graves(1995)的研究进一步证实。他们将这种现象称之为股票新发之“谜”,并把产生这种现象的原因归结为“机会之窗”。即公司在自身股票价格被高估时会选择通过发行股票来获得超额收益,而股票价格被高估只是暂时现象,必然存在价值回归过程,这就造成股票发行后股票持有收益率的下降。Kang、Kim和Stulz(1999)对日本上市公司SEO的长期业绩进行了研究发现,在日本由于私募发行时公司向投资者提供足够的信息,以便投资者做出决策,认购私募股份的投资者一般能够辨别公司的价值是否被高估,因此公司很难利用“机会之窗”来发行新股票,但是在日本,这些私募发行股票的长期业绩也出现了下滑现象。“机会之窗”似乎难以解析日本市场的新股发行之“谜”。

2. 盈余管理观点。这个观点是由Teoh、Welch、Wong(1998)和Rangan(1998)提出的,他们的研究认为,SEO公司为了提高发行价格,在SEO前会通过提高非正常应计项目的方式进行利润操纵,这些进行利润操纵的公司未来业绩的恶化导致了SEO后业绩的下滑,未来经营业绩的下滑导致了未来股票回报率的下滑。而且非正常应计项目程度越高,未来经营业绩和股票回报率的下滑程度越大。

3. “信号”观点。该观点由Leland、Pyle(1977)提出。他们认为相对于外部人员,管理者拥有更多的企业经营状况的信息,当企业未来具有较好的发展前景时,企业更倾向于通过借款筹集资金,当企业未来处于经营不利的状况时,他们更倾向于通过发行权益资本筹集资金,这样的

行为使企业 SEO 后经营业绩在一段时期内会出现下降。因此,市场会把公司宣告 SEO 作为长期利差的信号,从而对 SEO 做出长期负面的反应。

(二)研究假说

国内学者对中国上市公司 SEO 后的经营业绩研究发现,中国的上市公司在 SEO 后的经营业绩总体也出现下降趋势(刘忠生,2009)。章卫东(2010)和李增福等(2011)把出现这种现象的原因归结为上市公司的盈余管理行为;杜沔和王良成(2006)主要从自由现金流假说来解释中国上市公司配股后长期业绩下滑现象。笔者认为,由于国内外的资本市场条件并不完全相同,上市公司再融资动机也不一致,不同的动机将导致不同的行为。借用国外现有的理论难以对中国上市公司的再融资行为进行合理解释。

对于正常融资的企业来说,由于拥有好的投资项目,募集资金一般会按照再发行公告书中的承诺正常使用,而过度融资企业在融资前并没有好的投资项目,因而再融资后无法按照再发行公告书中的承诺正常使用募集资金,要么随意取消或改变原来投资项目而去投资新的项目,要么将闲置资金存放银行、补充流动资金,或者委托理财等。这两种不同的募集资金使用状况也决定了两者在再发行后的业绩差别。过度融资后由于没有好的投资项目,其长期业绩必然出现恶化;而正常融资后长期业绩一般不会出现恶化,即使业绩下滑也会好于过度融资。基于以上理论分析,本文提出以下待检验假设:

假设 1: 过度融资企业再融资后长期经营业绩显著差于正常融资企业。

假设 2: 企业再融资后长期业绩与过度再融资程度负相关。

三、研究设计、样本选择和方法

(一)研究设计

本文对过度融资的定义是:如果一个项目并不能给公司带来正的净现值,那么为这个项目进行的股权融资即被视为过度融资。这个定义非常简洁也符合经典的财务理论,但在经验分析时却缺乏可操作性。因为企业在进行项目投资分析时,几乎所有项目的可行性分析都表明了该项目具有正的净现值,因而具有投资价值。即使考虑该投资项目实施后的净现值,也存在不能直接度量的问题。因为所有上市公司的公开财务数据都不会披露某一个项目的盈利情况,从而很难有数据表明某个投资项目净现值为正或负。更为重要的是,即使某个项目实施后的实际净现值为负,也不能说明企业在融资决策时具有过度股权融资倾向。因为在进行融资决策时由于信息的不对称和未来环境的不确定性,可能出现决策时认为为正净现值的项目在实施后出现负净现值的情况,此时净现值为负,成为过度股权融资的一个后果而不是动因。因

此,如何精确界定上市公司过度融资成为本文的重点和难点。

一般说来,上市公司在成功进行再融资后应该按照招(配)股说明书的有关承诺进行投资,然而在中国,很多上市公司在募集资金后并没有按照承诺进行投资,很大部分上市公司通过变更资金投向将募集所得资金转而投向其他项目。本文认为,从募集资金到项目实施期间,由于经营环境和公司状况的变化,原来计划的投资项目可能发生变化,公司有必要为了股东利益调整投资计划。而那些既不变更资金用途,也未将资金用于承诺项目的资金则完全闲置,本文认为这部分闲置资金就构成了过度融资。考虑到上市公司从募集资金到位到项目开工客观上会存在一个滞后期,本文对闲置资金的界定是:公司实施融资募集资金两年后(不含两年),既没有按照计划将募集资金全额如期投入招(配)股说明书承诺的投资项目中,也没有转而投向其他项目中的资金。

本文用以下方法来度量过度融资程度:公司在第 t 年通过增发新股或配股等股权融资方式所募集的资金中,完全闲置不用的资金额占募集资金总额的比例,代表公司在第 t 年的过度融资程度(Overfin),即:

$$\text{Overfin} = (\text{募集资金净额} - \text{两年内已按承诺投资或变更资金投向的投资总额}) / \text{募集资金净额}$$

(二)样本选择与数据来源

本文的研究要求公司再融资前后 3 年的财务数据,基于数据的可比性,本文选择 2001 ~ 2010 年在上交所和深交所成功实施配股和非定向增发的 A 股主板非金融类上市公司作为研究样本(以此次配股或增发上市流通日期为准),数据来源于 CSMAR 数据库。

2001 ~ 2010 年期间共有 171 家公司实施了 183 次配股(其中 9 家公司实施了两次配股,2 家公司实施了 3 次配股),133 家上市公司实施了 143 次增发(其中 6 家公司实施了两次增发,2 家公司实施了 3 次增发)。考虑多次股权融资时,后一次再融资可能对前一次再融资后的经营业绩产生叠加效应,本文剔除了 2001 ~ 2010 年期间实施了两次及两次以上股权再融资样本公司,这样一共得到 292 家增发和配股初选样本(其中增发样本 125 家,配股样本 159 家)。

在得到 284 个初选样本的基础上,本文按照前文对过度融资的界定方法,依据新浪财经网(<http://finance.sina.com.cn/stock/>)公布的相关数据,手工对每次增发配股后募集资金投向进行分析整理,以确定每次融资后资金投入或改投情况,结果发现一共有 97 家上市公司存在不同程度的资金闲置,即过度融资。本文将这 97 家样本公司的闲置资金分年度进行比较,结果如表 1 所示。

表 1 显示:中国上市公司的过度融资行为相当普遍,样本期间有近百分之三十的上市公司在再融资时存在不

同程度的过度融资行为。**284**家股权再融资公司的融资规模平均高达**16.95**亿元,其中涉及过度融资的金额平均达到**30 757.21**万元,平均有**19.79%**的再融资金额被闲置,过度融资程度相当严重。**2000~2010**年,过度再融资公司数目逐年减少,过度融资程度逐渐缓解,但由于再融资金额逐年增加,导致再融资后被闲置的资金金额有逐年增加的趋势。

表 1 上市公司闲置资金分年度比较

| 年度 | 再融资公司数目(1) | 过度融资公司数目(2) | 过度融资公司比例(1)/(2) | 再融资均值(万元) | 过度融资均值(万元) | Overfin 均值 |
|------|------------|-------------|-----------------|-----------|------------|------------|
| 2001 | 89 | 36 | 0.404 494 | 49 548.72 | 14 914.16 | 0.301 |
| 2002 | 42 | 16 | 0.380 952 | 39 406.6 | 10 363.94 | 0.263 |
| 2003 | 36 | 14 | 0.388 889 | 39 658.6 | 8 883.526 | 0.224 |
| 2004 | 27 | 10 | 0.370 37 | 84 709.44 | 17 704.27 | 0.209 |
| 2005 | 4 | 1 | 0.25 | 668 123.7 | 129 616 | 0.194 |
| 2006 | 4 | 1 | 0.25 | 77 762.37 | 13 608.41 | 0.175 |
| 2007 | 22 | 7 | 0.318 182 | 217 677 | 35 481.35 | 0.163 |
| 2008 | 29 | 7 | 0.241 379 | 184 069.9 | 28 162.69 | 0.153 |
| 2009 | 16 | 3 | 0.187 5 | 110 485.8 | 17 125.3 | 0.155 |
| 2010 | 15 | 2 | 0.133 333 | 223 327 | 31 712.43 | 0.142 |
| 均值 | 28.4 | 9.7 | 0.292 51 | 169 476.9 | 30 757.21 | 0.197 9 |

(三)研究方法

一般来说,考察公司的经营业绩主要包括市场业绩和会计业绩两个方面,但考虑到中国资本市场仅仅是弱式有效,股票价格并不能很好地反映公司业绩,因此,本文选用会计业绩来衡量公司的经营业绩,选取总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)两个指标,计算公式如下:

$$ROA = \text{净利润} / \text{年末总资产}$$

$$ROE = \text{净利润} / \text{年末净资产}$$

考虑到中国上市公司普遍存在利润操纵行为,而一般认为经营性净现金流不易被操纵,所以增加指标经营性净资产收益率(CE),计算公式如下:

$$CE = \text{经营性现金流量净额} / \text{年末净资产} = CFO / \text{Equity}$$

为了考察企业再融资行为对经营业绩的影响,本文将以上**2001~2010**年间曾进行过股权再融资的**284**家样本公司分为两组:过度融资组和正常融资组。通过比较两组公司在再融资前后会计业绩的变化来考察企业融资行为对经营业绩的影响。

对照公司的选取标准是:本文首先从CSMAR数据库中选取**2000**年以前上市,**2000**年后没有进行过股权再融资的**A**股上市公司**622**家,再根据行业优先的原则为**284**家样本公司选取配对公司,即本文首先保证对照公司与样本公司是同一行业(行业分类按《上市公司行业分类指引》中的大类进行匹配),最后选择与样本公司规模相当的上市公司作为对照样本。

公司规模的配对原则:尽可能满足对照公司的总资产与样本公司再融资前一年年末的总资产在同一数量级。

四、实证结果及分析

本文首先比较过度融资组和正常融资组两组公司在再融资前后之间未经调整的ROA均值、通过市场调整的ROA均值(扣除整个市场影响的业绩)和通过对照公司调整的ROA均值(扣除行业和公司规模影响的业绩),结果如表2所示。

表2中对“未调整的ROA均值”分析的结果显示:无论是过度融资组还是正常融资组,其ROA均值在再融资前3年到再融资后3年这7年间都呈现明显的下降趋势,但是,过度融资组公司的ROA下降的速度明显比正常融资组快。过度融资组的ROA从再融资前3年的**7.69%**下降到再融资后3年的**-2.83%**,正常融资组的ROA从再融资前3年的**7.28%**下降到再融资后3年的**1.95%**。比较过度融资组与正常融资组之间ROA均值的差异发现,再融资前3年及当年的ROA,两者在统计上没有显著差异。但从配股后的第一年开始,过度融资组公司的ROA都显著小于正常融资组。

对“采用市场调整的ROA”和“采用对照公司调整ROA”的分析结果显示:扣除了市场、行业和规模的影响后,无论是过度融资公司还是正常融资公司,其ROA均值在再融资前3年到再融资后3年这7年间的变化趋势不

表 2 过度融资组与正常融资组的ROA均值比较

| 距再融资时间 | 未调整的ROA均值 | | | 采用市场调整的ROA均值 | | | 采用对照公司调整的ROA均值 | | |
|--------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 过度融资 | 正常融资 | 均值差 | 过度融资 | 正常融资 | 均值差 | 过度融资 | 正常融资 | 均值差 |
| 前3年 | 0.075 432 8*** | 0.072 778 8*** | 0.004 126 0 | 0.024 193 7*** | 0.020 916 4*** | 0.003 277 3 | 0.027 132 4*** | 0.021 334 7*** | 0.005 797 7 |
| 前2年 | 0.070 235 5*** | 0.069 782 4*** | 0.004 425 1 | 0.040 939 6*** | 0.037 986 9*** | 0.002 952 7 | 0.041 762 5*** | 0.039 506 4*** | 0.002 256 1 |
| 前1年 | 0.067 421 6*** | 0.064 682 9*** | 0.002 266 9 | 0.042 841 9*** | 0.042 631 6*** | 0.000 210 3 | 0.043 274 3*** | 0.042 461 1*** | 0.000 813 2 |
| 当年 | 0.031 247 8*** | 0.044 735 2*** | -0.004 902 6 | 0.033 322 8*** | 0.042 084 5*** | -0.008 761 7** | 0.034 323 5*** | 0.040 064 4*** | -0.005 741 *** |
| 后1年 | 0.021 098 5*** | 0.032 181 2*** | -0.011 547 1** | 0.033 191 2*** | 0.046 504 0*** | -0.013 312 9** | 0.033 426 3*** | 0.038 133 3*** | -0.004 707** |
| 后2年 | 0.000 828 6 | 0.025 410 0*** | -0.024 570 4*** | 0.010 497 4 | 0.035 233 5*** | -0.024 736 1*** | 0.011 978 3*** | 0.035 163 3 | -0.023 185*** |
| 后3年 | -0.021 368 5** | 0.019 466 8*** | -0.047 850 3*** | 0.010 608 8 | 0.024 004 9 | -0.013 396 0 | 0.010 662 6 | 0.023 932 9*** | -0.013 27* |

再是逐步下降,而是先升后降。但是比较过度融资组与正常融资组之间均值的差异发现,与“未调整的ROA均值”结果十分相似,都是再融资前,过度融资公司的ROA均值大于正常融资公司;但是再融资后,情况发生了逆转,从融资当年开始,正常融资公司ROA均值都大于过度融资公司,且统计上显著。

以上统计结果显示:尽管正常融资公司和过度融资公司的经营业绩(ROA)在股权再融资后都持续下降,但是与正常融资公司相比,过度融资公司的经营业绩下降幅度更快,而且,比较两组公司的ROA均值发现,再融资当年及以后的3年间,过度融资公司的经营业绩都显著小于正常融资公司。

接下来本文继续比较过度融资组和正常融资组两家公司在再融资前后之间未经调整的ROE均值、通过市场调整的ROE均值(扣除整个市场影响的业绩)和通过对照公司调整的ROE均值(扣除行业和公司规模影响的业绩),结果如表3所示。

比较表2和表3,可以发现两者之间的结果除了过度融资组和正常融资组ROE从再融资前3年到再融资后3年的变化趋势不再是单调递减外,其他结果非常相似,两者之间的均值差都是再融资前过度融资组ROE均值大于正常融资组;融资后正常融资组大于过度融资组。

考虑到用ROA和ROE来度量公司的会计业绩存在上市公司为了取得增发和配股资格而进行盈余管理的可能性,本文采用一个不易被操纵的指标——经营性净资

产收益率(CE)来衡量企业的会计业绩,重新进行以上的检验过程,结果如表4所示。

与表2和表3相比,表4有明显的区别,无论是未经调整的CE均值、采用市场调整的CE均值和采用对照公司调整的CE均值,过度融资组和正常融资组的CE均值随着时间的变化都是融资前上升,融资当年后开始下降。更为明显的变化是,表4中,无论是融资前还是融资后,过度融资组的CE均值都小于正常融资组。

通过以上实证检验可以发现:无论采用哪一种业绩计量方法,过度融资企业再融资后长期经营业绩都显著差于正常融资企业,假设1得到验证。同时,表2、表3和表4的结果也表明,无论是正常融资组还是过度融资组,实施过股权再融资的公司长期经营业绩都存在不同程度的下滑,这也从另一个侧面反映了我国绝大多数上市公司为了达到证监会对配股和增发资格的要求,存在不同程度的盈余管理行为。

为了进一步验证企业股权再融资行为对长期经营业绩的影响,本文分别以284家实施过股权再融资企业和97家存在过度再融资企业为样本,选取再融资后3年的平均会计业绩作为因变量,对企业长期经营业绩的影响因素进行回归分析。计量经济模型分别如下:

$$Perfor_i = \alpha + \beta_1 dumFin_i + \beta_2 LnAsset_i + \beta_3 LnIssue_i + \beta_4 Growth_i + \beta_5 DA_i \quad (模型1)$$

$$Perfor_i = \alpha + \beta_1 Overfin_i + \beta_2 LnAsset_i + \beta_3 LnIssue_i + \beta_4 Growth_i + \beta_5 DA_i \quad (模型2)$$

表3 过度融资组与正常融资组的ROE均值比较

| 距再融资时间 | 未调整的ROE均值 | | | 采用市场调整的ROE均值 | | | 采用对照公司调整的ROE均值 | | |
|--------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|--------------|---------------|
| | 过度融资 | 正常融资 | 均值差 | 过度融资组 | 正常融资 | 均值差 | 过度融资 | 正常融资 | 均值差 |
| 前3年 | 0.129 005 9*** | 0.118 319 4*** | 0.010 686 5 | 0.070 352 5*** | 0.059 213 5*** | 0.011 139 0 | 0.070 633 9*** | 0.059 569*** | 0.011 065 1 |
| 前2年 | 0.127 465 1*** | 0.119 834 0*** | 0.007 631 1 | 0.078 506 5*** | 0.067 241 7*** | 0.011 264 8 | 0.075 994 3*** | 0.067 578*** | 0.008 416 4 |
| 前1年 | 0.121 240 8*** | 0.117 597 3*** | 0.003 643 5 | 0.070 036 6*** | 0.068 384 5*** | 0.001 652 1 | 0.070 092 6*** | 0.068 815*** | 0.001 277 3 |
| 当年 | 0.066 968 2*** | 0.076 460 4*** | -0.009 492 2 | 0.026 710 2*** | 0.042 127 4*** | -0.015 417 1** | 0.029 701 7*** | 0.042 043*** | -0.012 341*** |
| 后1年 | 0.032 104 5*** | 0.063 066 6*** | -0.030 962 1** | -0.043 889 1*** | -0.002 292 3 | -0.041 596 9*** | -0.042 263*** | -0.003 29*** | -0.038 973** |
| 后2年 | 0.000 724 7 | 0.066 937 9*** | -0.066 213 3*** | -0.212 475 4* | -0.017 727 5 | -0.194 747 9* | -0.185 704** | -0.030 54 | -0.155 159* |
| 后3年 | 0.005 982 5 | 0.027 704 6 | -0.021 722 1*** | 0.010 608 8 | 0.024 004 9 | -0.013 396 0 | 0.016 273 9 | 0.024 581* | -0.008 307** |

表4 过度融资组与正常融资组的CE均值比较

| 距再融资时间 | 未调整的CE均值 | | | 采用市场调整的CE均值 | | | 采用对照公司调整的CE均值 | | |
|--------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| | 过度融资 | 正常融资 | 均值差 | 过度融资 | 正常融资 | 均值差 | 过度融资 | 正常融资 | 均值差 |
| 前3年 | 0.030 017 6*** | 0.043 017 2*** | -0.012 999 6 | 0.000 599 3 | 0.012 195 3* | -0.011 596 0 | 0.001 642 2*** | 0.012 134 1** | -0.010 492 1 |
| 前2年 | 0.050 074 6*** | 0.049 319 5*** | 0.000 755 1 | 0.017 534 3*** | 0.015 723 0*** | 0.001 811 3 | 0.016 184 3*** | 0.017 343 3** | -0.027 834 5 |
| 前1年 | 0.059 458 0*** | 0.067 474 8*** | -0.008 016 8 | 0.018 519 8*** | 0.026 380 1*** | -0.007 860 3 | 0.017 723 1*** | 0.024 296 2*** | -0.025 454 1 |
| 当年 | 0.035 915 5*** | 0.043 737 4*** | -0.007 821 9 | -0.006 840 7 | 0.000 695 5 | -0.007 536 2 | -0.006 352 3*** | 0.000 882 6* | -0.007 454 9* |
| 后1年 | 0.033 822 6*** | 0.051 474 8*** | -0.017 652 3** | -0.010 921 4** | 0.006 535 1 | -0.017 456 5** | -0.010 534 4*** | 0.007 176 5*** | -0.014 405 5** |
| 后2年 | 0.034 601 1*** | 0.052 517 8*** | -0.017 916 7** | -0.011 180 7** | 0.006 968 1 | -0.018 148 9*** | -0.011 045 6*** | 0.007 317 1*** | -0.025 020 5*** |
| 后3年 | 0.023 712 1*** | 0.050 818 6*** | -0.027 106 5*** | -0.020 919 9*** | 0.005 834 2 | -0.026 754 2*** | -0.020 183 2*** | 0.006 085 6*** | -0.024 437 1** |

其中,模型1以284家实施过股权再融资的公司为样本;模型2以97家存在过度再融资的公司为样本。

解释变量Perfor是再融资后3年的平均会计业绩,分别采用未经调整的ROA均值、采用市场调整的ROA均值、采用对照公司调整的ROA均值、未经调整的CE均值、采用市场调整的CE均值及采用对照公司调整的CE均值来表示。

模型1中,Fin是解释变量,当样本公司不存在过度融资时,Fin=1;当样本公司存在过度融资时,Fin=0;模型2中,Overfin是解释变量,表示公司过度融资程度,变量LnAsset、LnIssue、Growth和DA是控制变量,分别表示样本公司总资产的自然对数、再融资规模的自然对数、公司成长性和资产负债率。回归结果如表5和表6所示。

表5 模型1的回归结果(全部样本公司)

| | ROA | | | CE | | |
|-------------------------|-----------|----------|------------|-----------|----------|-----------|
| | 未调整 | 市场调整 | 对照公司调整 | 未调整 | 市场调整 | 对照公司调整 |
| α | 3.67* | 2.89** | 2.63 | 4.25 | 3.93** | 1.86** |
| dumFin | 2.11** | 1.63* | 1.32*** | 3.25** | 2.64** | 2.76*** |
| LnAsset | 0.0941** | 0.0854 | 0.0874** | 0.0575 | 0.0792** | 0.0634* |
| LnIssue | -0.0843** | -0.0726 | -0.0532*** | -0.0356** | -0.0853 | -0.0368** |
| Growth | 1.53*** | 1.25 | 0.943** | 1.13** | 0.456*** | 0.478 |
| DA | 0.674** | 0.546** | 0.843 | 0.456** | 0.657 | 0.652** |
| F值 | 15.34*** | 13.45*** | 11.65*** | 14.25*** | 9.56*** | 10.43*** |
| Adjusted R ² | 0.142 | 0.136 | 0.174 | 0.201 | 0.231 | 0.257 |

表6 模型2的回归结果(过度融资样本公司)

| | ROA | | | CE | | |
|-------------------------|-----------|----------|-----------|------------|------------|-----------|
| | 未调整 | 市场调整 | 对照公司调整 | 未调整 | 市场调整 | 对照公司调整 |
| α | 1.56* | 0.953** | 2.35 | 1.78*** | 1.12** | 2.32** |
| Overfin | -0.673** | -0.852** | -1.04*** | -1.53** | -0.782** | -0.975*** |
| LnAsset | 0.0435** | 0.0674** | 1.034 | 1.153 | 0.945** | 0.863** |
| LnIssue | -0.0435** | -0.0863 | -0.0654** | -0.0451*** | -0.0146*** | -0.0092 |
| Growth | 0.934** | 0.745 | 0.463*** | 0.873** | 1.145 | 1.026** |
| DA | 0.234 | 0.454** | 0.321 | 0.653** | 0.587** | 0.834** |
| F值 | 12.45*** | 11.85*** | 15.34*** | 13.76*** | 10.46*** | 12.57*** |
| Adjusted R ² | 0.157 | 0.164 | 0.186 | 0.214 | 0.208 | 0.226 |

表5的结果显示,在控制了企业规模、再融资规模、公司成长能力和负债水平等可能影响公司长期业绩的因素后,无论是以ROA还是CE作为因变量,也无论企业的会计业绩调整与否,dumFin的回归系数都显著大于零。这表明:是否存在过度融资是影响企业再融资后长期经营业绩的关键因素,这一回归结果与以上实证检验结果类似,假设1得到验证。

表6的结果显示,在对可能影响企业经营业绩的因素加以控制的情况下,无论是以ROA还是CE作为因变量,

而且,因变量无论是未作调整,还是以市场或对照公司作了调整后的会计业绩,解释变量Overfin的系数显著为负,即过度融资企业的长期会计业绩与企业过度融资程度显著负相关,这说明:过度融资程度越严重的公司,其融资后的经营业绩越差,假设2得到验证。

五、结论

不同的融资动机必将导致企业再融资后不同的财务行为和经营后果。本文从上市公司再融资后对募集资金的使用这一事后结果来观察其对公司经营业绩的影响,不仅可以丰富现有关于上市公司再融资长期业绩之“谜”的相关研究文献,而且为合理解释中国上市公司长期业绩之“谜”提供了一个新的视角。

与现有大多数研究不同,本文采用了多种度量方法对企业经营业绩进行了相对客观和可靠的度量,以增加研究结论的可靠性和严谨性。对2001~2010年中国上市公司的股权再融资经营效果分析表明:总的说来,中国上市公司再融资后的经营业绩持续下降,部分公司甚至在再融资的当年就出现经营亏损;但是与正常融资公司相比,过度融资公司的经营业绩更差。进一步的分析发现,在控制了其他可能影响企业经营业绩因素后,企业过度融资程度越严重,再融资后经营业绩下滑越严重。同时,本文的实证结果也表明:无论是正常融资还是过度融资,中国大部分上市公司为了达到证监会的再融资要求,存在再融资前盈余管理的行为。

主要参考文献

Loughran T., Ritter J. R.. The new issues puzzle[J]. Journal of Finance, 1995(3).

Spieß D. Katherine, John Affleck- Graves. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings[J]. Journal of financial economics, 1995(38).

Kang J. K., Y. C. Kim, R. M. Stulz. The underreaction hypothesis and the new issue puzzle: evidence from Japan[J]. The review of financial studies, 1999(12).

Teoh S. H., Welch I., Wong T. j.. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings [J]. Journal of Financial Economics, 1998(50).

刘忠生.上市公司股权再融资与业绩变化[J].管理科学, 2009(3).

【基金项目】教育部人文社会科学研究一般项目——规划基金项目(编号:11YJA630050);云南省科技计划——基础研究面上项目(编号:2010ZC099);云南财经大学引进人才“科研启动费”项目(编号:YC09D008)