

# 轻资产类上市公司定增并购后长期业绩表现

——昙花一现还是细水长流？

颜淑姬(副教授), 许永斌(博士生导师)

**【摘要】**定增并购作为并购重组的一种特殊方式,其双重定价的公允性中所蕴含的利益输送空间备受社会诟病,引起人们对定增并购后长期业绩表现的担忧和质疑,尤其是影视网游等轻资产类公司并购存在高估值、高溢价问题。基于此,以文化创意产业及互联网金融等公司在2013~2016年间成功实施定增并购的80个公司为样本,观察其在定增并购后的长期业绩表现,通过事件前后业绩改善的纵向比较并计算定增并购净效应进行配对样本横向比较,均发现样本公司绩效确实较事件前有改善,但长期来看表现乏力,后期下滑明显,并购后整合不力。标的资产高溢价显著影响长期业绩,主并方大股东参与定增并购的样本公司定向增发高折价也显著影响长期业绩,股份支付相对有利于长期业绩表现。跨界并购和借壳上市都不利于主并公司并购后的长期业绩改善。业绩承诺制度的实施有利于定增并购后主并方长期业绩的改善,但效果不明显。

**【关键词】**轻资产; 定增并购; 长期业绩; 双价格偏离; 业绩承诺

**【中图分类号】**F832.5; F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)11-0043-10

## 一、研究问题及制度背景

如果说2013年以前的并购重组主要是整体上市与借壳上市,那么2013年以后,并购市场全面繁荣,转型并购更是独领风骚。融资作为并购交易最重要的诉求之一,随着2014年证监会对并购募集配套资金政策的进一步放开以及二级市场持续的牛市行情,使得2014年以来定增并购案例数及金额呈不断上升之势。

随着国企改革推进,产业结构升级需要通过资本市场并购的手段实现行业的快速提升,而通过定增的方式可以满足其大量的资金需求,以实现产业链上下游企业的收购。理论上而言,许多被收购资产均为拟上市企业,由于IPO受阻,这些拟上市企业迫于企业的融资压力和行业发展压力,不得不接受

以较低的价格被上市公司收购,而上市公司也乐于通过定增重组来低价收购这些优质资产,从而对股价的超额收益产生显著的提升作用。但是,根据安信证券对2007~2014年的定增收购事项的研究,发现并购完成后业绩出现下滑的上市公司比重增加,并购完成后业绩大幅增长的上市公司比重下降,并购交易定价非理性繁荣,与预期并不一致。由此不得不思考,定增并购到底是上市公司提升公司价值的驱动结果,还是真的演变成为特定投资者“开小灶”的不道德交易行为?定增并购作为并购交易的一种,在交易规模、定价方式、收购程序、政策风险等方面与常规并购往往存在较大差异,它的二阶段定价属性导致的价格偏离与经济后果可能较一般形式的并购存在一定的特殊性,它扩大了利益输送的空间,低折价、高溢价导致价格偏离加剧了利益输送的嫌

**【基金项目】**浙江省自然科学基金青年项目(项目编号:LQ17G020001);浙江省社会科学基金项目(项目编号:17NDJC217YB)

疑,因此是否真的影响定增并购后的长期业绩表现值得深入研究。

轻资产类上市公司如大文化、互联网金融等新兴产业成为上市公司热门并购标的,主要原因在于:一是在消费升级的大背景下,新兴产业企业获得了快速发展,行业日趋成熟,大公司开始通过兼并重组实现涵盖产业链上下游的集团化运作。二是大量传统行业企业在发展陷入困境的情况下开始寻求产业转型,大文化、互联网金融等行业由于其较高的景气度获得了更多转型企业的青睐。

党的十八届三中全会明确鼓励文化企业并购重组以提高其规模化、产业化、专业化水平。在该政策的推动下,以及文化产业本身的高附加值、高科技含量等特点,使得文化企业成为了并购市场的香饽饽以及企业追逐政策红利的典型行业,促使文化企业在资本市场上掀起了并购热潮。

作为文化创意产业重要组成部分的游戏行业,其资产证券化诉求强烈,根据广证恒生移动游戏深度报告预测,国内移动游戏潜在规模约为1981.86亿元,仍有较大的增长空间。在网络游戏类公司IPO信息披露准则不明确的情况下,游戏类资产IPO前景不明,而通过更市场化、审核难度较低的并购重组方式登陆A股成为可预期性较强的选择。而互联网金融行业,自2013年余额宝成立以来一直是资本市场关注的焦点。万科、乐视网、苏宁云商等非金融类上市公司也相继涉及互联网金融。2017年该行业进入集中整治阶段,行业洗牌加速,平台通过合并的方式实现优势互补,通过“抱团取暖”渡过行业危机,这也是行业未来发展的一大趋势。

上述行业具有特殊的轻资产经营模式,核心是内容创新而非产品制造,很难用传统的估值方法判断其估值的合理性,其本身存在估值基础、成本计量等难以核算等诸多问题。同时,由于其代表着新兴经济、消费升级的方向,二级市场往往趋之若鹜,估值泡沫不断发酵膨胀,并购标的的“高溢价”成为其显著特征。加上频现的业绩承诺,这些容易成为并购后企业的财务掣肘并滋生盈余操纵等非理性行为,影响定增并购后企业的持续盈利能力以及股东回报能力。因此,本文选取2013~2016年间该类型企业成功实施定增并购的80起案例为样本,观察主并公司定增并购后2~3年的长期业绩表现,结合信息不对称理论、激励理论等分析关键因素对长期业绩表现的影响。

## 二、理论分析及研究假设

上市公司并购一直是国内外学术界关注的热点话题,现有文献主要聚焦于并购动机、并购方式、并购整合、并购与资本市场发展、公司治理特征与并购等方面。近年来对并购绩效的关注逐渐增多,并购能否增加企业价值,增加的是主并公司价值还是标的公司价值,价值增长是否具有可持续性,这都是并购需要回答的重要问题。对并购绩效的研究,国外基本上已达成共识,认为并购能够提高标的公司价值,但对主并公司的价值提升作用有限。而国内研究结论尚不一致,有学者认为能够提升主并公司的价值,也有持反面观点的。短期来看,主要是基于市场绩效的研究,认为主并公司的短期绩效得到了改善;长期来看,主要是基于财务绩效的分析,相关文献不充分,但基本认为长期业绩呈下滑趋势。

近年来,通过定向增发的方式进行并购重组越来越受上市公司的青睐。作为一种股权融资方式,定向增发的认购方可以以股份或现金及其他资产进行认购,在增发完成时即完成并购之目的,可谓“一石二鸟”。但已有研究往往将定增与并购割裂开来,将两者进行有机整合、放在同一框架下研究的文献不多<sup>[1-3]</sup>,且基本都是基于上市公司的全样本分析,具体地进行分行业分析的研究较缺乏。由于文化创意及互联网金融行业的轻资产特征,其标的资产的高估值、并购高溢价、高承诺,涉及特征资产交易的定增发行折价、大股东参与及交易溢价率对定增定价的影响等,为我们分析该类企业定增并购后的长期业绩表现提供了新的着眼点和契机。

### (一)定向增发价格与长期业绩表现

在任何交易行为中,价格变量始终是衡量其公允度的核心要素<sup>[3]</sup>。在定增并购中,存在相互牵制的二维价格体系——定增价格和并购价格。2017年2月17日证监会对《上市公司非公开发行股票细则》进行了修改,并发布了《发行监管问答》以规范上市公司再融资(以下简称“217再融资新规”)。在217再融资新规出台之前,定价基准日可以是董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期首日中择其一,而绝大多数公司都选择董事会决议公告日作为定价基准日,其与发行期首日相隔甚远,期间由于停牌、大股东择时等因素<sup>[4,5]</sup>,往往相较于增发时的市场价格存在较高的折价率<sup>[6]</sup>。虽然高折价可以被视为流动性受限的补偿,但无法解释定增后长期绩效

下降的现象,容易引发定增行为涉嫌利益输送的质疑<sup>[7,8]</sup>。即使在217再融资新规之后以发行期首日为定价基准日,停牌操控、市场择时等利益输送手段仍能帮助大股东们实现低价认购<sup>[9]</sup>。大股东是否参与认购<sup>[10]</sup>以及认购比例<sup>[11]</sup>、认购方式<sup>[12,13]</sup>,也都会影响定向增发折价率及公司业绩。

宋鑫等<sup>[14]</sup>研究发现,大股东参与的定向增发中,定价存在两次偏离,发行前定价显著负向偏离股票内在价值,发行后市场价格显著正向偏离定向增发定价。那么在本类样本公司中,大股东参与是否会影响增发定价及注入资产质量,进而影响并购绩效值得我们深入研究。涉及资产交易的定向增发会影响二级市场反应,使得增发公告前一日收盘价更高,从而影响增发折价<sup>[15]</sup>。另外,涉及资产交易的定向增发,其发行对象往往是资产的卖方或公司大股东,其在资产认购的增发价格往往比现金认购时的价格高<sup>[15]</sup>,因此资产认购也会影响折价率。那么轻资产标的公司的高溢价、多资产认购特征是否会对增发折价的影响更为显著,尤其值得关注。因此,本文提出如下假设:

H1:定增折价率与主并公司并购后长期业绩表现负相关,大股东参与会加剧此负向关系,股份认购会减缓此负向关系。

## (二)并购价格与长期业绩表现

一般而言,并购作为企业资源整合或获取战略型资源的有效渠道,溢价往往是其主流模式,但高溢价会削减并购的净现值,从而影响并购效果,该观点得到了较多文献的支持<sup>[16,17]</sup>。而轻资产类上市公司的定增并购中高溢价又是一个普遍现象,估值合理性也成为监管问询的重点之一。并购溢价是指并购中主并方支付的高于被并企业资产账面价值的部分,具体可以表示为:并购溢价=并购价格-被并资产账面价值<sup>[17]</sup>。轻资产类企业以创意为核心的资产具有无形性,很难在现行的资产负债表中量化反映,给资产评估带来了困难和挑战。无形资产会计确认准则的不完善以及以未来收益折现的评估方法的运用推高了标的资产评估的溢价水平,宏观政策的推动以及行业内的激烈竞争更是提升了并购溢价水平。如2016年的完美环球并购完美世界时溢价竟高达410.9倍,即使剔除该极端例子,样本公司历年平均的溢价率也高达15.03倍。并购溢价会影响并购双方的利益分配格局,在并购后整合阶段,协同效应一定的情况下,过高的溢价会增加并购成本,削减并购

净现值,从而影响并购效果。过高的并购溢价转化为企业的商誉,巨额商誉如何消化处理也会给并购后的企业提出新的挑战。

在大股东参与的定增并购中,其进行利益输送的工具更为多元化,他们可通过做高资产价格或操纵标的资产估值从而损害公司价值及中小股东利益<sup>[18,19]</sup>。在轻资产类定增并购中,轻资产的属性更是为资产评估提供了自由裁量空间,容易为大股东操纵从而推高并购溢价,形成高额商誉,如果没有后续的真实业绩支撑,将会导致后期的大额商誉减值,从而影响长期业绩。因此,本文做出如下假设:

H2:并购溢价率与主并公司并购后长期业绩表现负相关,且大股东参与下的样本公司中该种关系更为显著。

## (三)双价格偏离对长期业绩表现的交互影响

定增并购的双重定价安排会加剧代理问题,扩大大股东利益输送的空间,这得到了很多文献的支持<sup>[16]</sup>,而增发定价与并购定价之间本身也存在着交互影响,却鲜有文献论及。并购价格对定增价格存在一定的牵制影响。并购高溢价意味着主并公司的高成本,对主并公司大股东最为不利。基于自身利益最大化原则,大股东参与的定增并购可能会通过抬高增发价格,从而以较少的股份购买标的资产<sup>[15]</sup>。即并购溢价与定增价格正相关,根据定增折价率公式:定增折价率=|(增发价格-定增公告前一日收盘价)/公告前一日收盘价|,则意味着并购溢价与定增折价率负相关。根据投资者情绪理论及信号传递理论推断,并购溢价越高,二级市场的投资者对标的资产可能更为乐观,进而推高股价,使得定增公告前一日收盘价可能更高<sup>[15]</sup>。根据上述折价率公式,并购溢价也可能与定增折价率正相关。因此,并购溢价率与定增折价率的交乘项到底是加强还是抵消对主并公司并购后的长期业绩表现有待实证检验,本文提出如下假设:

H3:双价格偏离对主并公司并购后长期业绩表现存在显著影响,但方向不明确。

## (四)业绩承诺与长期业绩表现

对于主并公司而言,并购的净效应=并购的协同效应-并购溢价<sup>[17]</sup>,能否带来业绩改善取决于并购协同效应与并购溢价对绩效影响的净差额。

业绩承诺对上市公司的业绩会产生影响,谢海东等<sup>[20]</sup>研究发现业绩承诺具有强烈的短期市场效应,交易完成三年后也发挥着积极的促进作用。但饶



茜等<sup>[21]</sup>从业绩承诺到期视角研究得出了相反的结论,他们发现承诺期后,上市公司经营业绩会下滑。到底是促进还是抑制,通过不同的样本、不同的研究期间得出的结论并不一致。那么,对于轻资产类公司定增并购中的业绩承诺到底对业绩改善起到什么作用?值得我们深入探究。

业绩承诺对并购协同效应的作用机理主要存在于它的信号传递功能以及激励约束功能<sup>[17]</sup>。业绩承诺作为一种信号,传达的是目标公司未来经营良好的积极信号,具体分为单向和双向承诺。饶艳超等<sup>[22]</sup>研究表明,双向承诺比单向承诺激励的效果更为显著。但实施双向承诺的并购样本不多,主要还是标的公司的单向承诺。目标公司管理层就未来1~3年的盈利情况做出承诺,如未完成,需要补偿相应的对价,如果补偿成本足够高,将形成有效的约束机制,构成可信承诺。而管理层只有对未来的经营管理有足够信心时才会做出较高的承诺,从而给主并方提供积极信号,降低并购交易成本,提升并购协同效应。

高业绩承诺同时也会给标的公司管理层以激励作用<sup>[23]</sup>,激励他们更积极地参与并购后的整合过程,降低道德风险及代理成本,从而提升并购价值。理论上而言,承诺期越长,越有利于约束管理层的短视行为,着眼于公司的长期发展,更有利于长期绩效的改善。但过高的标杆也会给标的公司过高的压力,当承诺业绩无法达成时会增加标的公司进行盈余操纵的动机。这种明股实债的政策规定,难免出现监管套利,有损公司长期业绩表现。

业绩承诺对并购溢价的影响主要存在于:根据信号传递理论,主并方因接受标的公司释放的经营预期良好的信号而愿意接受高的并购溢价;从风险承担的角度而言,业绩承诺在一定程度上减轻了因并购整合失败导致的业绩下滑给主并公司带来的价值毁损,如果标的公司业绩不达标,主并方可以获得相应的利润补偿,从而将部分风险转移给了标的方,因此愿意接受更高的并购溢价。

综上,总体而言业绩承诺有助于提高并购的协同效应,但同时也会提高并购溢价,对主并公司而言,两种作用相互抵消,到底是提升还是减损主并公司的业绩取决于两者对业绩影响的净效应,这有待进一步的实证检验。因此,本文提出如下假设:

H4:定增并购中业绩承诺制度的引入会影响主并公司的长期业绩,但方向不明确。

假如业绩承诺的信号传递作用确实存在,理论

上而言,信息不对称程度越高,信号作用将越明显。对相关并购与非相关并购的协同效应哪个更高的研究结论尚不一致,但学者一致认为非相关并购中的信息不对称程度显然更高<sup>[24]</sup>。在借壳上市及跨界并购中,并购双方的行业往往差异较大,主并方公司承担的信息风险将更高,标的公司的业绩承诺将更大程度地降低因信息不对称所带来的交易成本,帮助主并公司筛选出更高质量的标的公司,从而提升并购协同效应<sup>[24]</sup>。因此,本文提出如下假设:

H4a:在借壳上市及跨界并购中,业绩承诺对长期绩效的影响更显著。

### 三、数据分析

#### (一)数据来源和样本选取

1. 样本和数据。受观察长期绩效的时间区间限制,本文选取2013~2016年文化创意及互联网金融领域成功实施定增并购的80个主并公司为样本(涉及113个标的公司),其中:①剔除传统金融保险类上市公司,因为该类上市公司的财务数据与其他行业差异较大,缺乏可比性;②剔除定增对象与并购对象不一致的样本。最终获得样本2013年有9个,2014年有28个,2015年有25个,2016年有18个,共计80。数据来源于国泰安数据库及相关文献资料的不完全统计,财务数据一部分来源于国泰安数据库,其余来自对上交所、深交所披露公告的手工整理。

#### 2. 变量定义。

(1)因变量。

ROA:主并公司净利润/主并公司总资产。

ROE:主并公司净利润/主并公司净资产。

EVA:参考已有研究<sup>[25]</sup>的做法,用EVA作为并购创造价值的代表变量,EVA的本质就是税后净营运利润减去投入资本的机会成本后的所得,可以有效度量股东价值的实现程度和公司的真实业绩。由于EVA不鼓励企业以牺牲长期利益夸大短期效果,要求经营者着眼于企业的长远发展,用其评价企业长期并购绩效尤为合适。为控制规模因素的影响,本文取每股EVA值。

上述因变量都取变化值,即采用定增并购当年及后3年业绩均值减去前3年均值的差额,由于时间所限,2015年样本定增并购后只能取两年,而2016年样本定增并购后只能取一年。

(2)解释变量、控制变量的说明如表1所示。

3. 模型设计。为检验H1~H3,本文构建如下回

表 1 变量定义

类型	符号	指标名称	变量说明
解释变量	DPP	定增折价率	定增折价率=(增发价格-公告前一日收盘价)/公告前一日收盘价
	APR	并购溢价率	并购溢价=并购估值-净资产账面价值/净资产账面价值
	DPP×APR	交乘项	折价率与溢价率的交乘项
	Promise	业绩承诺	有为1,无为0
	Promiseyear	业绩承诺期限	标的公司给出业绩承诺的年份
	Realization	业绩承诺实现度	实际业绩/承诺业绩
定增并购特征控制变量	Shell	是否借壳	是为1,否为0
	Cross	是否跨界	是为1,否为0
	Way	对价支付方式	“股份+现金”模式为1,纯股份为0
主并公司特征控制变量	Lev	资产负债率	负债/总资产
	Size	公司规模	总资产的自然对数
	Stock	股权集中度	控股股东持股比例
	Soe	产权性质	国有为1,民营为0
其他	Year	年份	定增并购完成的年份

归模型,主要观察系数 $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$ ,尤其是 $\alpha_3$ 对长期绩效的影响。

$$ROA/ROE/每股EVA = \alpha_0 + \alpha_1 DPP + \alpha_2 APR + \alpha_3 DPP \times APR + \alpha \sum Control + \varepsilon \quad (1)$$

为检验H4,构建如下回归模型,主要观察 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ 系数对长期绩效改善的影响。

$$ROA/ROE/每股EVA = \beta_0 + \beta_1 Promise + \beta_2 Promiseyear + \beta_3 Realization + \beta_4 Correlation - promise + \beta \sum Control + \varepsilon \quad (2)$$

### (二)长期业绩表现

1. 定增并购前后业绩改善的纵向分析。根据选取的文化创意产业及互联网金融上市公司在2013~2016年期间成功实施定增并购的80起案例为样本,以总资产报酬率(ROA)、归母净资产收益率(ROE)及每股EVA<sup>[11]</sup>作为衡量定增并购长期业绩改善的代表变量,由于受观察长期业绩的时间区间限制,2013年、2014年样本均取事件当年及后三年

均值与前三年均值的差值作为ROA、ROE、每股EVA的度量,而2015年用当年及后两年均值与前三年均值的差额作为度量,2016年只能用当年与后一年的均值与前三年均值的差额作为度量。

如表2所示,从整体来看,定增并购后业绩表现都要优于定增并购前,且ROA、ROE、每股EVA的均值差分别在0.05、0.05和0.01的水平上显著。但从图1分析,各指标定增并购后各年的业绩都有不同程度的下降,而每股EVA下降尤为明显,虽在定增并购后第一年有短暂上升外,后持续下降,在一定程度上说明定增并购的协同效应并未有效体现,发展后劲不足,短期的业绩上升也可能是由于题材炒作等原因所致,而非真正经营改善,不具有可持续性。

表 2 总样本定增并购前后业绩变化

变量	-3	-2	-1	0	1	2	3	业绩改善
ROA	0.048	0.0384	0.0603	0.0834	0.0829	0.0745	0.0538	0.025**
ROE	0.0622	0.0698	0.0752	0.1718	0.1241	0.1153	0.0664	0.1017**
每股EVA	0.0215	0.0318	0.0564	0.1706	0.2059	0.1572	0.0219	0.1094***

注:\*、\*\*、\*\*\*分别表示在0.1、0.05和0.01的水平上显著,下同。

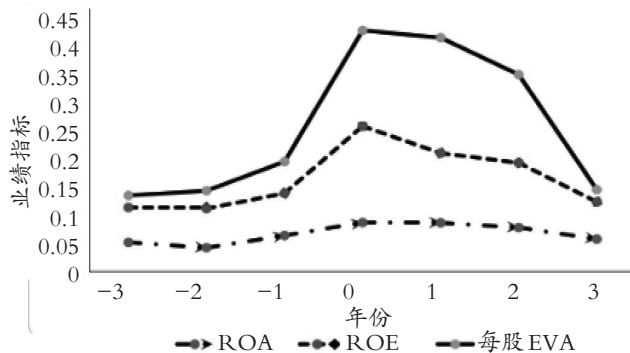


图 1 总样本定增并购前后业绩变化

为保证数据区间的对称性和完整性,另以数据相对完整的2013年和2014年样本做单独分析,结果如表3和图2所示。与总样本基本相似,三个指标定增并购后比定增并购前均有不同程度的改善,只是受样本数量所限,显著性程度不如总样本,ROA、ROE、每股EVA分别在0.1、0.05和0.05的水平上显著。与总样本相比,短期业绩改善、长期下滑的趋势更为明显,其中尤以每股EVA指标震荡较为剧烈。与总样本不同的是,2013年和2014年的样本公司在事件前三年业绩呈现逐年下降趋势,而在事件当年却急剧上升,后又急速回落,过山车似的业绩增减变动难免使人怀疑该年份样本在事件前存在负向的盈余管理,而在事件后进行反向盈余管理,造成是定增

并购带来业绩改善的假象,但仍难以掩饰长期增长乏力的现实窘境。这与2016年之前并购重组监管政策相对宽松,很多企业盲目跨界炒概念、追逐热点炒题材不无关系。

表3 2013年、2014年样本定增并购前后业绩变化

变量	-3	-2	-1	0	1	2	3	业绩改善
ROA	0.068	0.0571	0.0495	0.0936	0.0885	0.0801	0.054	0.0778*
ROE	0.121	0.0889	0.0457	0.2379	0.1326	0.1241	0.0664	0.06**
每股EVA	0.1269	0.1059	0.0689	0.2071	0.2374	0.1990	0.0219	0.1524**

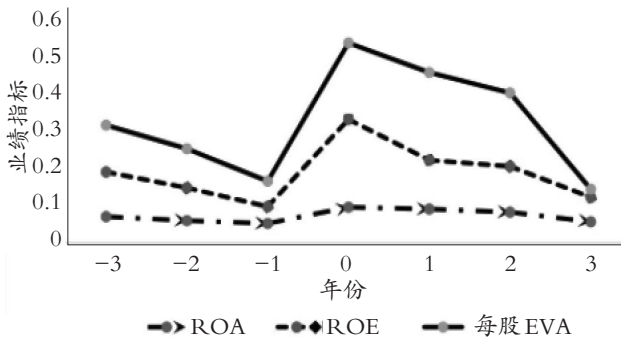


图2 2013年、2014年样本定增并购前后业绩变化

2. 配对样本比较。本文基于DID双重差分原理计算定增并购的净效应:①在定增并购样本组基础上选择配对样本组,配对样本选择标准是同行业中规模最接近但在研究期间未进行过定增并购且财务

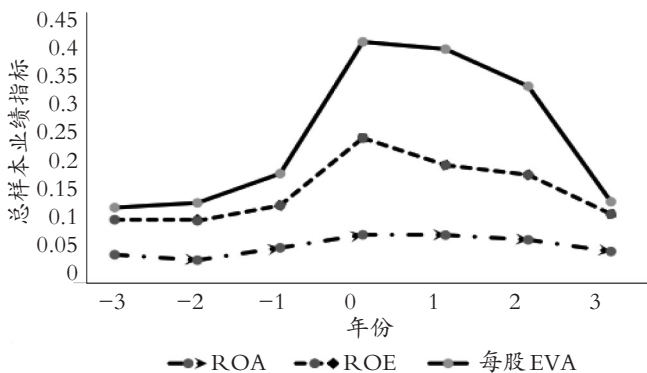


图3 总样本与配对样本定增并购前后业绩变化

表4 总样本定增并购前后业绩变化

变量	样本公司			配对公司			净效应
	前	后	D <sub>样</sub>	前	后	D <sub>配</sub>	
ROA	0.0482	0.0764	0.025**	0.0621	0.0405*	-0.0216*	0.0466***
ROE	0.0232	0.1248	0.1017**	0.0393	0.0294	-0.0099	0.1116**
EVA	0.0416	0.1544	0.1094***	0.0941	0.0166*	-0.0774*	0.1868***

表5 2013年、2014年样本定增并购前后业绩变化

变量	样本公司			配对公司			净效应
	前	后	D <sub>样</sub>	前	后	D <sub>配</sub>	
ROA	0.0597	0.0790	0.0193*	0.0838	0.0431	-0.0407**	0.06**
ROE	0.0878	0.1403	0.0554*	0.0115	-0.0108	-0.0224*	0.0778*
EVA	0.1041	0.1664	0.0547*	0.1717	0.074	-0.0977**	0.1524**

数据完整的上市公司;②分别计算样本组及配对组公司在定增并购事件前后的业绩改善程度D<sub>样</sub>、D<sub>配</sub>,通过比较两组的业绩改善程度可以得到定增并购事件的净效应DD=D<sub>样</sub>-D<sub>配</sub>。从表4可知,样本公司定增并购后比事件前的业绩得到了明显改善,而配对公司在研究期间的业绩却呈下降趋势,而且ROA和每股EVA的值还在0.1的水平上显著。两者的差值显著为正,说明轻资产上市公司定增并购确实改善了公司业绩,但从图3可知,长期表现乏力,协同效应并未有效体现,并购后整合有待完善和加强。

同样地,为了数据在事件前后的匹配性,另取

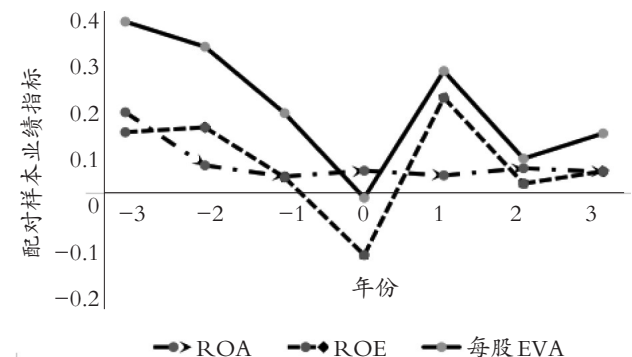
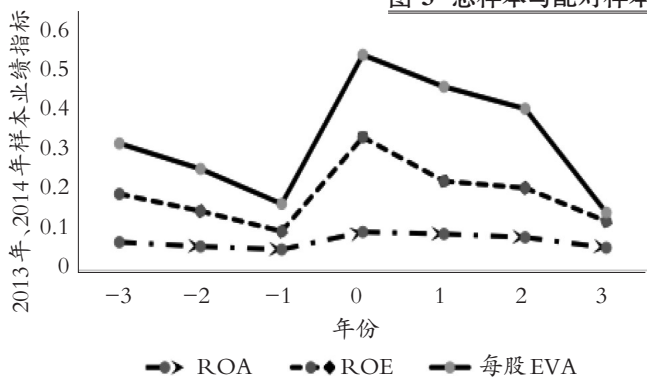
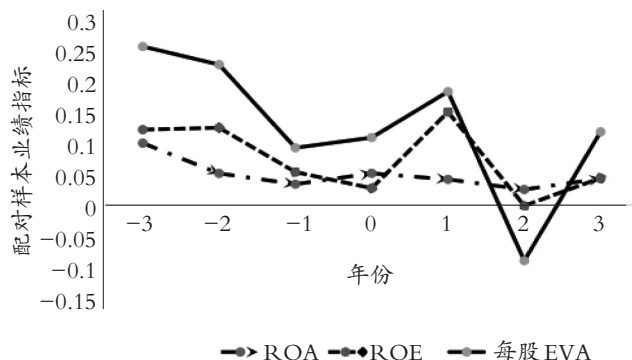


图4 2013年、2014年样本与配对样本定增并购前后业绩变化



2013年、2014年的样本做单独分析。根据表5可知, 样本公司定增并购后比事件前业绩确实得到了改善, 但改善程度没有总样本显著, 只在0.1的水平上显著, 而且从图4可知, 整体趋势与总样本一致, 后续持续下降。而配对公司在研究期间业绩并未得到改善, 而且业绩显著下降, 基本都在0.05的水平上显著。

无论是总样本还是全数据样本, 与配对样本比较均显示定增并购使样本公司短期业绩得到了改善, 长期业绩呈现下降趋势, 可能的原因是并购后整合不理想, 难以发挥并购协同效应; 也可能是标的资产轻资产的属性导致高估值、高溢价、高商誉, 后期又由于经营不善导致并购标的业绩不达标或并购标的业绩亏损带来商誉减值, 从而影响到主并公司的业绩表现。

### (三) 关键变量描述性统计

表6列示了一些主要变量的描述性统计。可以看出, 无论是ROA、ROE、还是每股EVA, 从均值来看, 业绩都有所改善, 且都在1%的水平上显著。这表明, 轻资产类公司定增并购确实给主并公司带来了较长期的业绩改善。定增并购中普遍存在高折价, 而且在1%的水平上显著。剔除完美环球超高溢价率412.02, 平均溢价率也达到15.03, 说明轻资产类上市公司定增并购中标的公司资产高溢价确实是存在的。而业绩承诺的实现率从均值来看, 不到1, 而且在1%的水平上显著, 说明总体而言标的公司业绩承诺并未很好地实现。另外, 在进行了Pearson、Spearman相关性系数检验(见表7、表8)后可知, 解释变量之间并不存在多重共线性问题。

表6 描述性统计

变量	最小值	最大值	平均值	标准误差
ROA	-0.1157	0.4166	0.0249***	0.089
ROE	-0.2161	0.742	0.0465***	0.137
每股EVA	-0.8678	1.2027	0.1157***	0.364
DPP	-0.2164	3.9477	1.0829***	1.0919
APR	0.7	412.02	20.64***	47.6
Realization	0.2006	1.7872	0.9994***	0.2683

表7 连续型解释变量 Pearson 相关系数

变量	DPP	APR	Realization	Lev	Size
DPP	1				
APR	-0.037	1			
Realization	0	-0.093	1		
Lev	-0.002	0.094	0.111	1	
Size	-0.225**	0.226**	-0.071	0.287**	1

表8 非连续型解释变量 Spearman 相关系数

变量	Shell	Cross	Way	Promise	Promiseyear	Soe
Shell	1					
Cross	0.315***	1				
Way	-0.41***	-0.288**	1			
Promise	0.06	0.191	-0.115	1		
Promiseyear	-0.07	-0.022	-0.019	0.396***	1	
Soe	0.005	-0.19	-0.181	-0.097	0	1

## 四、实证结果分析

### (一) 回归结果

表9列示了定增折价率、并购溢价率以及双价格偏离对样本公司长期业绩的影响, 总样本回归结果显示, 定增折价率与并购溢价率均与长期业绩负相关, 且除了每股EVA指标外, 并购溢价率对长期业绩的负向影响在5%的水平上显著, 两者的交乘项也在0.05的水平上显著, 这说明过高的并购溢价不利于样本公司的长期业绩表现, 高折价也不利于长期业绩, 只是在统计上不显著。H1、H2、H3都基本得到了验证。但是将大股东参与定增并购的样本单独回归后发现, 高折价有损样本公司ROA, 而且在0.1的水平上显著, 可能的原因在于大股东参与的定增并购更易于通过停牌、择时等手段来操纵增发定价, 进而影响二级市场反应, 波及定增公告前一日的收盘价, 两者共同作用影响了增发折价率, 从而损害了主并公司的长期业绩。而支付方式与长期业绩表现负相关, 但只在0.1的水平上显著。可能原因是股权支付相对定价较高, 使得折价率相对较低, 减缓了负向关系, 效果比混合支付或纯现金支付好。H1进一步得到了验证。

从控制变量回归结果分析, 借壳上市对长期业绩表现有显著的负向影响, 而且基本都在1%的水平上显著, 可能借壳并不能代表真正意义的并购重组, 只是给拟上市公司提供一个便捷通道, 为少数人提供“暴富”机会, 不创造实际价值, 扭曲了市场价值导向。因此, 严控借壳上市作为证监会加强并购重组监管的五大方向之一也是现实所需。

跨界并购对长期业绩也有显著的负向影响, 基本都在0.05或0.1的水平上显著, 该类并购往往打着“多元化经营、跨界发展”的旗号, 实质上多是“傍热点、炒题材”。推高上市公司股价, 从而方便大股东减持, 损害上市公司业绩。因此, 证监会叫停影视、手游、互联网金融、VR等4个行业的定向增发、并购重

表 9

双价格偏离与定增并购长期绩效的回归结果

变 量	ROA		ROE		每股 EVA	
	总样本	大股东参与	总样本	大股东参与	总样本	大股东参与
DPP	-0.011	-0.039*	-0.02	-0.051	-0.032	-0.075
APR	-0.002**	-0.003*	-0.003**	-0.003	-0.0015	-0.004
DPP×APR	0.002**	0.003**	0.003**	0.003	0.0015	0.004
Shell	-0.175***	-0.172***	-0.252***	-0.218***	-0.352**	-0.479*
Cross	-0.039**	-0.067**	-0.039*	-0.093*	-0.133*	-0.285
Way	-0.017*	-0.028	-0.033*	-0.044	-0.284**	-0.281***
Lev	0.001	-0.008	0.116	0.262*	0.051	0.348
Size	-0.008	-0.014	-0.012	-0.022	-0.006	-0.065
Soe	-0.02	-0.034	-0.064*	-0.056	-0.21*	-0.202
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.563	0.59	0.566	0.574	0.381	0.372
F	11.588***	11.662***	11.731***	10.954***	6.066***	5.377***

组和再融资也是事出有因,在一定程度上有利于行业健康稳定发展。

表 10 列示了业绩承诺对样本公司长期业绩改善的作用,回归结果显示,业绩承诺的实施有利于长期业绩表现。承诺期限越长,长期绩效表现越良好,说明对标的公司管理层的约束限制相对较长久,企业更会倾力于并购后的整合,着眼于公司长远发展,从而提升公司业绩。承诺实现度越高,主并公司的业绩表现也越好。除了承诺实施、承诺期限对 ROA 的影响在 0.1 的水平上显著外,其他变量在统计上并不显著。H4 基本得到验证。

另外,业绩承诺与并购双方相关性的交乘项回归系数表明,实施过业绩承诺的借壳上市及跨界并购样本对主并公司长期业绩的影响基本都在 0.01 或 0.05 的水平上显著,显著性明显高于总样本。由于业绩承诺对长期业绩的提升作用及借壳与跨界对长期业绩的减损作用在一定程度上相互抵消,使得交乘项对长期业绩的回归效果存在一定程度的减弱,并非如预期的进一步提升并购绩效,因此 H4a 部分得到验证。

## (二)稳健性检验

1. 长期业绩指标。前文检验采用了样本公司 ROA、ROE、每股 EVA 在定增并购当年及后三年均值与前三年均值的差作为长期业绩改善的代表变量,为了更好地度量定增并购事件对样本公司绩效的影响,本文采用双重差分模型(DID)计算的 ROA、ROE、每股 EVA 的净效应 DD 作为替换重新进行回归检验,结果与前文基本一致。定增折价与并

表 10 业绩承诺与定增并购长期绩效的回归结果

变量	ROA	ROE	每股 EVA
Promise	0.108*	0.118	0.076
Promiseyear	0.023*	0.026*	0.057
Realization	0.022	0.035	0.059
Shell	-0.192***	-0.287***	-0.534***
Cross	-0.052***	-0.062**	-0.191**
Correlation-promise	0.052***	0.062**	0.193**
Lev	0.018	0.151*	0.021
Size	-0.009	-0.018	-0.028
Soe	-0.025	-0.056*	-0.162
Year	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.537	0.498	0.32
F	12.752***	11.048***	5.782***

购溢价较高的企业长期业绩表现普遍较差,业绩承诺能在一定程度上改善长期业绩,承诺期越长,越有利于业绩改善,标的公司承诺实现度越高,主并公司业绩表现越好。

2. 分样本。由于 2015 年和 2016 年的样本在定增并购后分别只能取到 2 年和 1 年的数据,分析数据在事件前后不对称,在一定程度上影响了结论的可靠性。因此,本文取 2013 年、2014 年的样本重复 H1 到 H4 的检验,数据前后三年相对完整匹配,以增强结论的可靠性及说服力。模型(1)回归结果如表 11 所示,拟合优度均好于总样本,系数显著性与总样本基本类似,而差异在于支付方式,其对长期绩效的影响显著为负,且均在 0.01 的水平上显著。说明纯现金或现金加股份支付方式比纯股份支付更不利于主



表 11

2013年、2014年样本双价格偏离与定增并购长期绩效的回归结果

变量	ROA		ROE		每股EVA	
	2013年、2014年样本	大股东参与	2013年、2014年样本	大股东参与	2013年、2014年样本	大股东参与
DPP	-0.008	-0.01	-0.034	-0.034	-0.074	-0.077
APR	-0.001*	-0.001	-0.009*	-0.0097	-0.004	-0.004
DPP×APR	0.002*	0.002	0.004**	0.004*	0.008	0.008
Shell	-0.081**	-0.087*	-0.195**	-0.195**	-0.2*	-0.208
Cross	-0.08***	-0.079***	-0.077**	-0.077**	-0.371***	-0.371***
Way	-0.074***	-0.073***	-0.122***	-0.122***	-0.473***	-0.472***
Lev	0.051	0.048	0.063	0.063	0.265	0.262
Size	-0.001	-0.002	-0.003	-0.003	-0.01	-0.009
Soe	-0.001	-0.003	-0.06	-0.06	-0.17	-0.166
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.73	0.725	0.719	0.707	0.598	0.58
F	10.615***	9.426***	10.111***	8.705***	6.283***	5.416***

并公司长期绩效改善,与葛结根<sup>[13]</sup>的研究结论一致。可能的原因是现金或混合支付限制了并购规模,不利于产生经营协同效应并降低交易成本,而股份支付由于改善了股权制衡度、控股股东持股比例等公司治理结构,提高治理效率的同时也改善了经营绩效。

关于业绩承诺与定增并购长期绩效的关系与总样本回归结果基本类似,不再重复列示回归结果。只是模型拟合优度略低于总样本,但也都在0.01的水平上显著。

## 五、研究结论及建议

本文通过对文化创意产业及互联网金融等轻资产类上市公司在2013~2016年成功实施定增并购的80个样本实证检验发现,该类定增并购普遍存在高折价、高溢价及业绩承诺的现象。通过对样本公司ROA、ROE及每股EVA在定增前后的纵向比较以及与配对样本公司横向比较后发现,主并公司定增并购后的业绩确实优于定增并购之前,短期来看上升显著,但长期来看下滑明显,发展后劲不足,说明盈利不具有可持续性,并购整合需要进一步加强。

通过对长期绩效的关键影响因素价格变量进行深入分析后发现,标的资产的高溢价会显著影响定增并购后的长期业绩表现;对大股东参与定增并购的样本公司另行回归后发现,定向增发股份的高折价也会显著影响长期业绩表现。另外,借壳上市、跨界并购对长期绩效有显著的负向影响。股份支付比

混合支付或纯现金支付的效果好。业绩承诺的实施有利于长期业绩改善,承诺期限越长,实现度越高,业绩越理想,但统计上不显著。

并购整合是产业趋势,更应注重产业内整合,而应避免追热点、炒概念式的盲目跨界及借壳。对于跨界并购也并非一定要一刀切式的叫停,而应严控监管,对正在实施或即将实施双主业的公司,要理清项目所处的阶段及公司性质,去伪存真,尽量引导股市资金“脱虚向实”。还应加强并购后的有效整合,使得并购的协同效应具有可持续性,使得长期业绩得以稳定改善。业绩承诺制度应避免流于形式,要加强贯彻实施及监管,避免出现更改承诺等一系列问题,使其发挥应有的约束和激励作用。

本文将定增并购放在同一框架下进行研究,聚焦于轻资产类企业,关注该类定增并购双重定价公允性的核心问题,丰富了关于轻资产类企业定增并购长期业绩表现大样本研究的实证文献,对现有文献具有一定的增量贡献,对该类企业定增并购后长期业绩的改善具有一定的启发作用。但由于受研究样本所限,该类行业成功实施定增并购的样本数量并不多,加上事件后能观察到的期限有限,导致实证检验的结果不是很明显,从而影响到结论的准确性与可靠性,因此后续研究可以跟进和补充。对于大股东如何利用定增折价及并购溢价之间的联动调整来进行利益输送,该类行业的定增并购如何消化高溢价,如何改善业绩承诺制度的具体实施标准和方法以防范大股东在公司盈利达不到承诺值时可能采取的操纵行为(如大额分红),以及承诺到期后业绩是

否会出现断崖式下滑等问题,都有待后续研究的深入和细化。

#### 主要参考文献:

- [1] 刘娥平,关静怡. 股价高估、定增并购价格偏离与市场绩效[J]. 中央财经大学学报,2018(8):62~75.
- [2] 杜依倩,费一文. 业绩承诺制度能否解决大股东利益输送问题?[J]. 投资研究,2017(7):79~90.
- [3] 李彬. 文化企业并购高溢价之谜:结构解析、绩效反应与消化机制[J]. 广东社会科学,2015(4):37~43.
- [4] 郭思永,刘春江. 市场时机、定向增发与财富转移[J]. 经济与管理研究,2013(2):27~34.
- [5] 吴育辉,魏志华,吴世农. 时机选择、停牌操控与控股股东掏空:来自中国上市公司定向增发的证据[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版),2013(1):46~55.
- [6] 彭韶兵,赵根. 定向增发:低价发行的偏好分析[J]. 财贸经济,2009(4):52~58.
- [7] 王浩,刘碧波. 定向增发:大股东支持还是利益输送[J]. 中国工业经济,2011(10):119~129.
- [8] 张丽丽. 定向增发并购中大股东的角色:支持还是利益输送[J]. 山西财经大学学报,2018(7):82~97.
- [9] 黄叶苞,赵远榕,刘莉亚. 定价基准日选择、市场择时与定向增发中的大股东利益输送[J]. 经济管理,2017(8):177~193.
- [10] 徐寿福. 大股东认购与定向增发折价——来自中国市场的证据[J]. 经济管理,2009(9):129~135.
- [11] 章卫东,赵兴欣,李斯蕾. 定向增发注入资产相关性与大股东认购比例及其公司绩效[J]. 当代财经,2017(2):114~121.
- [12] 佟岩,奥西特,张贲. 定向增发整体上市、认购方

- 式与现金股利[J]. 郑州航空工业管理学院学报,2016(12):75~83.
  - [13] 葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究[J]. 会计研究,2015(9):74~81.
  - [14] 宋鑫,阮永平,郑凯. 大股东参与、盈余管理与定向增发价格偏离[J]. 财贸研究,2017(10):86~97.
  - [15] 沈华玉. 增发目的、交易溢价率与定向增发折价率[J]. 中国经济问题,2018(1):120~135.
  - [16] 瞿进步. 并购双重定价安排、声誉约束与利益输送[J]. 管理评论,2018(6):212~226.
  - [17] 吕长江,韩慧博. 盈利预测补偿协议、协同效应与并购收益分配[J]. 审计与经济研究,2014(6):3~13.
  - [18] 程凤朝,刘家鹏. 上市公司并购重组定价问题研究[J]. 会计研究,2011(11):40~46.
  - [19] 王竞达,瞿卫菁. 上市公司并购价值评估方法选择比较研究[J]. 会计研究,2012(10):57~64.
  - [20] 谢海东,谭琦颖. A股借壳上市公司的业绩承诺、盈余管理与公司绩效[J]. 河南社会科学,2018(9):34~39.
  - [21] 饶茜,侯席培. 并购重组业绩承诺与上市公司经营业绩[J]. 商业研究,2017(4):89~96.
  - [22] 饶艳超,段良晓,朱秀丽. 并购业绩承诺方式的激励效应研究[J]. 外国经济与管理,2018(7):73~83.
  - [23] 杨洋. 并购业绩补偿承诺的激励效应研究[D]. 济南:山东大学,2016.
  - [24] 张金鑫,刘岩. 并购相关性假说研究综述[J]. 北京交通大学学报(社会科学版),2010(1):52~58.
  - [25] 周小春,李善民. 并购价值创造的影响因素研究[J]. 管理世界,2008(5):134~143.
- 作者单位:浙江工商大学财务与会计学院,杭州310018