

外延式扩张比内涵式增长更好吗？

——基于定向增发募集资金投向的视角

刘娥平 关静怡

(中山大学管理学院, 广东 广州 510275)

摘要: 上市公司定增募集资金的用途大致可以分为两类: 外延式扩张和内涵式增长。本文以A股2012~2016年含现金认购的定向增发为研究样本, 研究股权收购与项目投资两类资金投向对定向增发折价与绩效的影响。研究发现, 股权收购型定向增发的折价程度显著低于项目投资型, 且进行股权收购的定向增发公司无论是短期市场绩效、长期市场绩效还是长期财务绩效都显著优于项目投资的公司。

关键词: 定向增发; 资金投向; 增发折价; 增发绩效

Abstract: The uses of listed companies fund raising activities can be roughly divided into two categories: epitaxial expansion and endogenous growth. Using A-shares listed companies that implemented private placement with cash subscription from 2012 to 2016 as samples, this paper tests the influence of two types of committed investment project, share acquisition and project finance, on private placement discount and post issue long-run stock and operating performance. Results show that discount of the share acquisition type is significantly lower than that of the project financing type. Moreover, all of short-run stock performance, long-run stock performance and operating performance of companies with share acquisition are significantly better than that of the project financing companies.

Key words: private placement, committed investment project, fund raising discount, fund raising performance

作者简介: 刘娥平, 女, 管理学博士, 中山大学管理学院教授、博士生导师, 中山大学金融投资研究中心主任, 研究方向: 公司财务、项目评估和证券投资等。关静怡, 女, 中山大学管理学院博士生。研究方向: 公司财务与投资。

中图分类号: F275 **文献标识码:** A

引言

自2006年起, 我国A股市场的定增规模呈现逐年增长的趋势, 因其较低的发行门槛、较低的发行成本和较高的发行效率等优点, 在我国资本市场发展迅速并占据重要地位, 目前已成为我国上市公司进行再融资的首选方式。根据Wind数据统计, 2012年定向增发募资总额为3611亿元, 2016年这一数据达到18092亿元, 平均年增长率接近50%。

上市公司定增募集资金的用途通常包括补充流动资金、项目融资、引入战略投资者、实际控制人资产注入、融资收购其他资产、配套融资、壳资源重组、集

团整体上市、公司间资产置换重组等, 可以大致分为两类: 一类是内涵式增长, 即资金用于生产经营活动, 如补充流动资金, 项目融资等; 另一类是外延式扩张, 即资金用于并购、资产重组等资本运作活动, 如壳资源重组、融资收购其他资产、实际控制人资产注入等。这两类资金投向对上市公司的意义截然不同: 以制造业企业为例, 将资金用于内涵式增长, 企业需要从原材料购置、设备采购、生产线建设、人员招募等环节开始, 投资回收期较长; 而如果直接收购其他企业, 可以直接注入获利能力强的优质资产, 原材料、设备、生产线、人员等几乎都是现成的, 相当于以金钱换时间, 迅速实现横向或纵向整合, 加快产业转型升级进程。此外, 定向

增发可以实现集团整体上市,将母公司一部分流动性差的资产实现证券化;可以引入战略投资者,发挥其独有的资源优势和管理经验,改善公司治理结构,提高融资能力;还能注入大股东资产,提升其对管理层的监督作用。显然,这两类不同的资金投向对上市公司的影响不可同日而语。既然企业进行定向增发不仅仅为了内涵式增长,还要寻求整体上市、资产置换、壳资源重组和兼并收购等外延式扩张,那么这两类募集资金投向所带来的经济后果是否存在差异?本文尝试对这一问题进行深入探究。

相关研究评述

定增折价代表上市公司的融资成本,也意味着发行对象的投资成本,折扣率越高则投资者通过认购定增获得股权的成本越低。关于定增折价的成因,国外学者主要从财富转移(Baek et al., 2006)^[3]以及对投资者某种成本的补偿等角度解释,这些成本包括投资者提供监督服务和专业意见(Wruck, 1989)^[15]、流动性限制(Silber, 1991)^[14]、信息不对称条件下为评估公司价值而发生的信息搜集成本(Hertzel and Smith, 1993)^[8]、股价高估造成发行后股价下跌(Hertzel et al., 2002)^[6]; (Krishnamurthy et al., 2005)^[9]等。

从国内研究来看,影响中国上市公司定向增发折价的因素与外国存在较大差异。国内学者主要从利益输送的角度研究定增折价,发现向大股东发行的折价率更高。大股东通过多种方式对上市公司进行了掏空,比如打压基准日股价提高折价幅度(王志强等, 2010)^[31]、在基准价格确定后调整发行价与基准价之比(徐寿福和徐龙炳, 2011)^[34]、对定向增发的时机进行选择以及发行前停牌操纵(吴育辉等, 2013)^[33]。相反地,也有学者发现向大股东发行的折价更低,这是由于信息不对称使得拥有良好投资机会、股价被低估的公司不被外部投资者所识别,只有掌握更多内部信息的大股东才愿意高价参与定增(章卫东和李德忠, 2008)^[36]。王浩和刘碧波(2011)^[27]也验证了大股东高折价参与定向增发不是利益输送而是支持效应的表征。吴井峰(2015)^[32]进一步发现,信息不对称提高了价格折扣率,而机构投资者和证券分析师则有助于缓解这一作用。

关于定向增发的绩效问题,国外学者Wruck(1989)^[15]

发现定向增发比公开增发能带来更高的超额收益率,认为这是由于定向增发能引入外部投资者加强监督、降低代理成本,被市场理解为利好消息。此后,国外众多学者从不同的角度对定增后公司绩效进行研究,发现向关联方增发(Krishnamurthy et al., 2005)^[9]、向业主经理和非执行董事发行(Shiu and Wei, 2013)^[13]、与定增对象建立更多的联系(Wruck and Wu, 2009)^[16]、以项目投资为目的进行融资(Autore et al., 2009)^[2]的公司绩效都更好。Brown and Floros(2012)^[4]发现企业通过定向增发来维持高研发投入,说明定向增发对推动公司和整个经济领域创新的关键资本投入具有重要影响。从发行方自身来看,不仅优质公司定向增发的公告效应为正(Liang and Jang, 2013)^[10],连处于财务困境中的公司宣告定向增发也会引起2~3%的超额收益率(Normazia et al., 2013)^[12]。相反地, Hertzel et al.(2002)^[7]发现定向增发后股价下滑,说明投资者对定向增发的公司前景过于乐观,实际上公司通常选择在经营绩效较差的时期进行定向增发。对于造成发行后绩效下滑的原因,学者解释为折价发行传递了公司质量不佳的信号(Anderson et al., 2004)^[11]、公司在发行前进行了激进的盈余管理(Chen et al., 2010)^[5]以及分析师过度乐观的预测误导了投资者的判断(Lin et al., 2013)^[11]。

国内学者也研究发现定向增发具有正的公告效应(马晓逵等, 2012)^[26],对定向增发进一步细分后,发现整体上市型定向增发具有正的公告效应(王志彬和周子剑, 2008)^[30];资产注入型定向增发会带来正向的市场反应,且只有大股东注入资产类型与上市公司主业相关联时,才会给投资者带来更高的回报(杜勇和周小敬, 2014)^[20]。

尽管国内学者关于定向增发短期绩效的研究结论较为一致,却未能就定向增发实施后的长期绩效变化取得共识。邹斌等(2011)^[23]发现定向增发后两年股东获得的长期超额收益率为正。王莉婕和马妍妍(2014)^[28]发现大股东、机构投资者的认购比例均与长期绩效显著正相关,说明两者起到了较好的支持作用和监督作用。也有研究得到了相反的结论,提出定向增发会导致长期绩效下滑(黄晓薇等, 2014)^[22]。进一步的研究表明,定向增发后长期绩效恶化的原因在于投资者对盈利能力不及预期的公司感到悲观失望(耿建新等, 2011)^[21]、发行前的真实活动盈余管理(李增福等, 2012)^[24]、投资者异质信

念(邓路和王化成, 2014)^[19]以及公司过度投资(章卫东等, 2017)^[18]。王振山和王秉阳(2017)^[29]指出, 尽管择时融资以及大股东参与使得定向增发实施后经营业绩下滑, 但如果募集资金被用于并购, 那么择时融资不会对经营业绩产生显著影响。

已有研究较为深入地探讨了定向增发的成因和绩效, 但也存在一定不足。首先, 对折价的衡量没有考虑公告后的涨幅问题, 以致计算所得的定增折价可能受到定增公告效应的影响; 其次, 定增折价和绩效的影响因素研究主要集中于定增对象、盈余管理等角度, 缺乏对募集资金投向的考虑, 这可能是定向增发领域内类似角度研究得到截然相反结论的重要原因; 第三, 对发行后绩效的讨论不够深入, 尤其是对财务绩效的衡量存在一定偏误, 没有考虑到涉及再融资的情况下ROE或ROA无法刻画财务绩效的真实变化。有鉴于此, 本文尝试剔除公告后的股价涨幅以修正定增折价的衡量方法, 并采用更为合理的复权EPS指标衡量财务绩效, 比较不同资金投向下定增折价的差异, 探究募集资金投向对定增公告效应、发行后市场绩效与财务绩效的影响, 为深入理解两类定向增发的经济后果提供实证支持。

研究假设及模型构建

从成本角度分析, 股权收购型定向增发的调查成本、监督成本较项目投资型定增更低, 折价应当更低。这是由于项目投资型定向增发在后期具体投资标的和实施过程较难监督, 实质效果难以衡量, 且项目落地见效的周期较长, 对投资者的吸引力没有股权收购那么强, 需要提供更高的折价才能吸引投资者认购。而股权收购型定向增发受到市场更高度的关注与监督, 信息披露更加透明, 投资者的调查成本和监督成本相对更小, 因此愿意以更高的价格认购此类定增。

从投资者预期角度分析, 定增折价反映了投资者站在认购的时点对公司未来发展情况和价值提升的预期和想象。显然内涵式增长和外延式扩张给投资者带来的想象空间是天差地别的, 理性的投资者并不愿为了未来业绩提升空间有限的公司支付更高的认购价格, 而股权收购对企业的影响是持续性的, 涉及公司治理、财务规划、日常运营等方方面面, 会深刻影响甚至会改变公

司的经营模式和核心竞争力, 使公司价值提升的弹性更大, 因此投资者愿意为此付出更高的认购成本, 低折价甚至溢价认购。

据此, 本文提出:

假设1: 募集资金用于股权收购的定向增发折价更低。

从短期来看, 定向增发的公告反应主要取决于市场的认可程度。理论上, 股权收购型定向增发较项目投资型定向增发更容易获得市场的认同, 原因可能在于外延式扩张能使经济效益在短时间内实现, 而内涵式增长存在建设周期的问题, 也更可能发生在产能过剩、景气度低迷的行业, 投产周期能否与市场需求相匹配都成问题, 因此总体而言投资回收期相对较长。相比之下, 股权收购更容易被投资者理解为利好消息, 从而提振投资者对公司未来发展的信心, 促使股价上涨。

从长期来看, 定向增发的绩效主要取决于募投项目对公司估值的重构程度。如果通过定增注入优质资产扭转经营困局, 或者跨界进军高增长行业, 可能使公司商业模式、治理结构、投融资决策等方面发生颠覆性变更, 从而更快、更有效地提升企业绩效。此外, 通过定增实现集团整体上市, 能使得母公司不易变现的资产实现证券化, 增强资产流动性; 通过定增引入具有资金、技术、管理优势的战略投资者, 有助于增强企业核心竞争力和创新能力, 这些对企业的影响都是更为深刻和长远的。而如果仅为了某个建设项目进行融资, 或者通过定向增发调整资本结构、补充营运资本, 那么公司盈利模式没有发生实质变化, 业绩难以实现跨越式增长。由于建设期的存在, 项目完工投产需要更久的时间, 项目投资型定向增发的盈利速度整体会上滞后于股权收购型定向增发。

据此, 本文提出:

假设2: 募集资金用于股权收购的定向增发绩效更好。

研究设计

一、募集资金投向

上市公司公告中披露的募集资金用途包括项目融资、补充流动资金、配套融资、融资收购其他资产、引入战略投资者、实际控制人资产注入、集团公司整体上市、壳资源重组等八种, 大致上可以被分为两类: 一类

是项目投资，即主要基于财务融资的目的而发行股票，所募集的资金将被投向具体的项目建设、产业链升级、生产线搭建和改造、产品研发和推广以及偿还借款、补充资本金等日常经营活动；另一类是股权收购，涉及资产购买、资产置换、借壳上市等资本运作。具体地，本文将涉及股权收购的观测值划分为股权收购，其他观测值划分为项目投资。

二、定增折价

已有研究主要采用发行价格相对某种基准价格的偏差作为定增折价，基准价格通常选取发行前收盘价或是发行前多个交易日的均价，因此本文也顺应采用发行前收盘价与发行价格之差相对发行前收盘价之比衡量定增折价discount1。考虑到二级市场股价对不同募投项目的反应可能是不一样的，通常股权收购型定向增发公告后股价短时间内涨势迅猛，而项目投资型定增由于不像并购重组那样能给市场带来强烈的预期，股价涨幅相对平缓得多，因此，为了避免公告后股票价格涨幅不同对定增折价造成影响，本文还剔除了定增预案公告至发行前的股价涨幅重新计算定增折价discount2，即公告前收盘价与发行价格之差相对公告前收盘价之比(考虑到公告至发行这段时间可能发生分红派息，因此股价向前复权)。

三、短期市场绩效的衡量

本文运用事件研究法来衡量定增的短期市场绩效。为了尽量客观地反映上市公司股票收益率与市场收益率之间的关系，排除提前走漏并购消息造成股价非正常上涨的因素影响，本文选取[-120, -31]作为清洁期。通过对清洁期内上市公司的每日收益率与市场收益率进行回归分析，得到上市公司每日收益率R与市场收益率R_m之间的关系式。再将[-10, +20]期间的每日市场收益率代入关系式得到在没有定增并购事件影响时股票每日预期正常收益率E(R)，[-10, +20]期间股票每日实际收益率减去预期正常收益率就得到每日超额收益率AR，然后计算出累计超额收益率CAR，从而得到定增的短期市场绩效。

四、长期市场绩效的衡量

借鉴Chen et al.(2010)^[5]和Lin et al.(2013)^[11]的研究，本文采用购买持有期间超额收益(Buy-and-hold abnormal returns, BHAR)来衡量股票长期绩效，选择同期市场指数涨跌幅作为基准，则BHAR为^[a, b]期间样本公司的涨跌幅

与同期市场指数的涨跌幅之差，即：

$$BHAR_{i,ab} = \left[\prod_{t=a}^b (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=a}^b (1 + R_{market,t}) \right] \times 100 \quad (1)$$

五、长期财务绩效的衡量

已有研究主要通过每股收益EPS、净资产收益率ROE和总资产报酬率ROA来衡量财务绩效(邓路和王化成, 2014)^[19]。在涉及再融资情况下，融资后净资产和总资产的大幅增加将导致ROE和ROA下降，但这并不意味着绩效下降，因为将原账面净资产和以市场价格增发的净资产简单相加作为增发后净资产来计算ROE是非常不合理的。显然，每股收益EPS指标就不存在s这样的问题，相对ROE和ROA是刻画财务绩效变化更合理的指标。但是EPS亦存在内在缺陷——公司送转股会使得EPS等比例下降，但这并不意味着财务绩效的真实下滑，因此，直接采用公告中披露的EPS也难以反映公司财务绩效的真实变化。为此，本文根据送转股数据对EPS进行复权处理，以复权EPS相对于发行当年的增量作为长期财务绩效的代理变量。

六、回归模型与变量定义

对于假设1，本文采用模型(2)进行研究。

$$discount = \alpha_0 + \alpha_1 type + \beta control + \varepsilon \quad (2)$$

其中，因变量discount为定增折价，自变量type为募集资金投向类型，控制变量参考章卫东和李德忠(2008)^[36]和卢闯和李志华(2011)^[25]的研究，选用发行规模rsize、锁定期locktime、大股东认购比例major，公告前一年末成长机会tobinq、负债率lev、公司规模lnta、第一大股东持股比例first以及行业和年度虚拟变量。

对于假设2，本文采用模型(3)、(4)进行研究。

$$m_performance = \alpha_0 + \alpha_1 type + \beta control + \varepsilon \quad (3)$$

$$f_performance = \alpha_0 + \alpha_1 type + \beta control + \varepsilon \quad (4)$$

模型(3)中，m_performance为市场绩效，采用[-10,+20]窗口超额收益率(car20)以及发行后6个月、12个月、24个月和36个月的购买持有期超额收益(bhar6、bhar12、bhar24、bhar36)作为代理变量，自变量为募集资金投向type，控制变量参考章卫东和李海川(2010)^[37]和邓路和王化成(2014)^[19]的研究，选用发行规模rsize、大股东认购比例major、成长机会tobinq、负债率lev、公司规模lnta、第一大股东持股比例first、产权性质soe以及行业和年度虚拟变量。

模型(4)中, $f_performance$ 表示财务绩效, 采用发行后一年、两年和三年每股收益的增量($\Delta eps1$ 、 $\Delta eps2$ 、 $\Delta eps3$)作为代理变量, 自变量为募集资金投向 $type$, 控制变量参考张雯等(2013)^[35]和陈仕华等(2013)^[17]的研究, 选用成长机会 $tobinq$, 负债率 lev , 公司规模 $lnta$, 产权性质 soe , 增发前一年末高管过度自信 $overcon$ 、公司治理水平 $outdir$ 、每股经营现金流量净额 $opcash$ 以及行业和年度虚拟变量。

以上模型涉及的变量定义如表1所示。

实证结果与分析

一、样本选择与数据来源

本文以A股2012~2016年含现金认购的定向增发为研究样本, 选择该区间的理由是, 募集资金用于股权收购的定增事件主要从2012年开始兴起, 2012年之前此类样

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
	$type$	募集资金投向的虚拟变量	募集资金用于收购股权则赋值1, 否则赋值0
定增折价	$discount1$	定增折价1	$\frac{\text{发行前收盘价}-\text{发行价格}}{\text{发行前收盘价}}$
	$discount2$	定增折价2	$\frac{\text{公告前收盘价}-\text{发行价格}}{\text{公告前收盘价}}$
市场绩效	$car20$	短期市场绩效	如前文所述, [-10, +20]区间累计超额收益率
	$bhar6$	增发后6个月市场绩效	如前文所述, 购买持有区间为发行日至发行日后6个月, 选择万得全A指数作为基准
	$bhar12$	增发后12个月市场绩效	如前文所述, 购买持有区间为发行日至发行日后12个月, 选择万得全A指数作为基准
	$bhar24$	增发后24个月市场绩效	如前文所述, 购买持有区间为发行日至发行日后24个月, 选择万得全A指数作为基准
	$bhar36$	增发后36个月市场绩效	如前文所述, 购买持有区间为发行日至发行日后36个月, 选择万得全A指数作为基准
财务绩效	$\Delta eps1$	发行后一年每股收益的增量	发行后第一年每股收益-发行前一年每股收益
	$\Delta eps2$	发行后两年每股收益的增量	发行后第二年每股收益-发行前一年每股收益
	$\Delta eps3$	发行后三年每股收益的增量	发行后第三年每股收益-发行前一年每股收益
定向增发控制变量	$locktime$	锁定期	定向增发股份的锁定月数
	$rsize$	募集资金规模	定向增发募集资金总额(单位:亿元)
	$major$	大股东认购比例	$\frac{\text{大股东认购金额}}{\text{定向增发募集资金总额}}$
公司特征控制变量	lev	资产负债率	$\frac{\text{总负债}}{\text{总资产}}$
	$tobinq$	成长机会	$\frac{\text{股权的市场价值}+\text{债务的账面价值}}{\text{股权的账面价值}+\text{债务的账面价值}}$
	$lnta$	公司规模	总资产的自然对数
	$first$	股权集中度	$\frac{\text{第一大股东的持股数}}{\text{总股本}}$
	soe	产权性质的虚拟变量	发行方为国企则赋值1, 否则赋值0
	$overcon$	管理层过度自信	$\frac{\text{薪酬最高的前三名高管薪酬之和}}{\text{所有高管的薪酬之和}}$
	$outdir$	公司治理	$\frac{\text{独立董事人数}}{\text{董事会人数}}$
	$opcash$	经营现金流量	每股经营活动产生的现金流量净额

本较少。本文剔除了同一天多次公告定向增发以及数据缺失的观测值, 最终得到1723个观测值。本文数据来源于Wind资讯金融终端和上市公司公告, 采用Stata 14.0软件进行数据处理, 对连续变量进行了上下1%分位的Winsor处理。

二、描述性统计

表2报告了描述性统计结果, 从表中可以看出, 定增发行价格相对发行前收盘价存在23%的折价, 最高者接近90%; 扣除公告后的股价涨幅, 定增折价的平均值为7%。 $Type$ 的均值为0.26, 说明在数量上项目投资型定增约为股权收购型定增的三倍。绩效方面, 定增公告的短期市场反应平均为12%, 发行后长期市场绩效先增后减, 每股收益呈现增长趋势, 但涨幅逐渐减小。

表3报告了样本在各个年度的分布和分组描述性统计结果, 从Panel A可以看出, 股权收购型定增在2012年只有区区5项, 此后逐年增加, 在2016年有所回落, 而项目投资型定增的数量则一直保持增长趋势。Panel B对两类定增进行分组统计, 发现股权收购型的定增折价($discount1$)显著更高, 但扣除公告日后股价涨幅的定增折

表2 描述性统计结果

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
$discount1$	1,723	0.226	0.232	-1.029	0.893
$discount2$	1,723	0.068	0.226	-0.245	1.295
$Type$	1,723	0.258	0.438	0.000	1.000
$car20$	1,723	11.978	32.102	-69.373	119.741
$bhar6$	1,718	0.951	29.615	-60.327	137.016
$bhar12$	1,413	2.773	41.973	-87.578	165.275
$bhar24$	837	1.153	62.328	-108.696	231.071
$bhar36$	416	-4.532	93.007	-148.804	376.031
$\Delta eps1$	1,165	0.223	0.943	-2.920	3.900
$\Delta eps2$	607	0.182	0.971	-2.394	4.131
$\Delta eps3$	298	0.137	1.077	-2.760	6.423
$Rsize$	1,723	14.533	19.376	0.500	120.000
$locktime$	1,723	21.778	11.796	12.000	36.000
$Major$	1,723	0.174	0.306	0.000	1.000
$tobinq$	1,723	2.516	1.825	0.548	11.586
Lev	1,723	0.478	0.214	0.068	0.947
$Lnta$	1,723	21.853	1.243	19.309	25.827
$First$	1,723	0.350	0.150	0.085	0.753
Soe	1,723	0.294	0.456	0.000	1.000
$overcon$	1,723	0.402	0.124	0.110	1.000
$outdir$	1,723	0.374	0.055	0.250	0.714
$opcash$	1,723	0.381	2.332	-16.345	66.355

表3 样本分布和分组描述性统计

Panel A: 样本分布统计					
年度	项目投资	占比	股权收购	占比	合计
2012	89	94.681%	5	5.319%	94
2013	185	90.686%	19	9.314%	204
2014	231	74.516%	79	25.484%	310
2015	374	67.025%	184	32.975%	558
2016	404	71.758%	159	28.242%	563
合计	1283	74.205%	446	25.795%	1729

Panel B: 分组描述性统计

变量	项目投资		股权收购		差异
	观测值	均值	观测值	均值	
discount1	1278	0.209	445	0.273	-0.064***
discount2	1278	0.074	445	0.051	0.023**
car20	1278	9.873	445	18.023	-8.150***
bhar6	1273	-0.625	445	5.460	-6.085***
bhar12	1048	1.062	365	7.687	-6.625**
bhar24	662	-1.487	175	11.142	-12.629**
bhar36	366	-3.434	50	-12.567	9.133
Δ eps1	878	0.117	287	0.546	-0.428***
Δ eps2	504	0.078	103	0.690	-0.612***
Δ eps3	274	0.138	24	0.129	0.008

Panel C: Bootstrap抽样1000次

变量	系数	Std. Err.	z	P> z	95%置信区间	
discount1	-5.068	1.080	-4.690	0.000***	-7.185	-2.952
discount2	1.840	0.736	2.500	0.012**	0.398	3.283
car20	-4.578	1.181	-3.88	0.000***	-6.893	-2.263
bhar6	-3.811	1.060	-3.60	0.000***	-5.889	-1.734
bhar12	-2.651	1.062	-2.50	0.013**	-4.733	-0.569
bhar24	-2.411	1.046	-2.31	0.021**	-4.460	-0.362
bhar36	0.651	1.192	0.55	0.585	-1.685	2.986
Δ eps1	-6.812	1.172	-5.81	0.000***	-9.110	-4.514
Δ eps2	-6.001	1.223	-4.91	0.000***	-8.398	-3.604
Δ eps3	0.037	0.819	0.04	0.964	-1.568	1.642

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

价(discount2)显著更低,说明两类定增公告后的股价涨幅不同,且对定增折价造成了影响;绩效方面,股权收购型定增发行两年内的市场绩效和财务绩效都有更好的表现,第三年则没有明显差异。考虑到两种类型定向增发的样本量相差较大,可能对两类定增的比较造成影响,Panel C采用Bootstrap方法抽样1000次,得到项目投资型定增与股权收购型定增的折价和发行后绩效之差的分布,可以发现,在控制了样本量差异后,无论是市场绩效还是财务绩效,项目收购型定增都显著更差。

三、实证结果

表4报告了定向增发的募集资金投向与定增折价的回

表4 募集资金投向与定增折价的回归结果

	(1)	(2)
	discount1	discount2
Type	0.021* (1.931)	-0.042*** (-3.242)
Rsize	-0.000 (-0.598)	-0.000 (-1.290)
locktime	0.010*** (21.943)	0.000 (0.214)
Major	-0.061*** (-3.590)	-0.027 (-1.334)
Tobinq	0.002 (0.727)	-0.001 (-0.323)
Lev	-0.039 (-1.509)	-0.019 (-0.620)
Lnta	0.003 (0.668)	0.002 (0.399)
First	-0.001 (-0.043)	-0.038 (-1.044)
_cons	-0.265** (-2.048)	0.136 (0.889)
行业	已控制	已控制
年度	已控制	已控制
N	1723	1723
Adj_R ²	0.346	0.049
F	31.381	3.972

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数据为T值。下同。

归结果,回归(1)的因变量是以发行前收盘价为基准计算的定增折价discount1,回归(2)的因变量是扣除公告日后涨幅的定增折价discount2。discount1的系数显著为正,而discount2的系数显著为负,表明type与discount1正相关是因为两类定增公告后的涨幅存在较大差异,扣除公告至发行这段时间的股价涨幅后,type与discount2在1%水平上显著为负,说明股权收购类定增的折价更小,发行价格相对更高,从而验证了假设1。

表5报告了模型3的回归结果,其中回归(1)的因变量为[-10,+20]区间的超额收益率car20,回归(2)-(5)的因变量分别为发行后6个月、12个月、24个月和36个月的涨跌幅,从表中可以看出,除了回归(5)以外,type的回归系数均在5%水平以上显著为正,表明募集资金投向对公告后的短期市场绩效以及发行后两年内的长期市场绩效皆存在显著的正向影响,股权收购型定向增发的市场绩效显著优于项目投资型定向增发。

表6报告了模型4的回归结果,回归(1)-(3)的因变量分别为发行后一年、两年、三年每股收益相对发行前一年的增量(Δ eps1、Δ eps2、Δ eps3),从表中可以看出,回归(1)和(2)type的回归系数均在1%水平以上显著为正,回

表5 募集资金投向与市场绩效的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	car20	bhar6	bhar12	bhar24	bhar36
Type	8.196*** (4.373)	5.027*** (2.949)	6.827** (2.547)	12.564** (2.185)	2.499 (0.165)
Rsize	0.051 (1.184)	-0.120*** (-3.053)	-0.239*** (-3.814)	-0.473*** (-3.544)	-0.476* (-1.707)
Major	6.881*** (2.704)	5.367** (2.320)	7.872** (2.295)	9.751 (1.485)	3.957 (0.279)
Tobinq	0.235 (0.482)	-0.515 (-1.153)	-0.884 (-1.184)	0.434 (0.292)	1.888 (0.549)
Lev	-1.948 (-0.446)	1.228 (0.309)	1.638 (0.267)	-2.714 (-0.228)	33.031 (1.326)
Lnta	-0.600 (-0.744)	-0.432 (-0.587)	-0.927 (-0.818)	1.266 (0.570)	-3.017 (-0.648)
First	5.604 (1.069)	-3.904 (-0.818)	-3.051 (-0.414)	-14.420 (-0.983)	-29.216 (-0.964)
Soe	-0.032 (-0.018)	-5.323*** (-3.234)	-9.494*** (-3.761)	-20.247*** (-4.294)	-31.695*** (-3.310)
_cons	30.113 (1.381)	7.425 (0.373)	25.580 (0.862)	38.138 (0.705)	99.682 (0.930)
行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	1723	1718	1413	837	416
Adj_R ²	0.027	0.055	0.073	0.051	0.052
F	2.595	4.334	4.705	2.597	1.872

表6 募集资金投向与财务绩效的回归结果

	(1)	(2)	(3)
	Δeps_1	Δeps_2	Δeps_3
Type	0.381*** (5.549)	0.479*** (4.305)	-0.010 (-0.043)
Tobinq	-0.000 (-0.020)	-0.005 (-0.163)	-0.007 (-0.129)
Lev	-0.148 (-0.974)	-0.046 (-0.219)	-0.185 (-0.517)
Lnta	0.012 (0.442)	-0.008 (-0.202)	-0.042 (-0.646)
Soe	-0.141** (-2.284)	-0.248*** (-2.985)	-0.124 (-0.938)
overcon	0.242 (1.083)	0.187 (0.585)	0.993* (1.864)
Outdir	-0.860 (-1.642)	1.299* (1.703)	1.445 (1.209)
opcash	-0.009 (-0.905)	0.008 (0.401)	-0.028 (-0.586)
_cons	0.011 (0.014)	-0.147 (-0.149)	0.321 (0.201)
行业	已控制	已控制	已控制
年度	已控制	已控制	已控制
N	1165	607	298
Adj_R ²	0.049	0.088	0.039
F	3.155	3.166	1.546

归(3)type的系数不显著,说明募集资金的不同投向使得定向增发后两年内的财务绩效存在明显差异,股权收购型定向增发的财务绩效显著优于项目投资的财务绩效,但在更长的区间里,每股收益的增量不存在显著差异。

稳健性检验

为确保市场绩效的研究结果具有稳健性,本文以[-5,+15]区间内的超额累计收益率car15衡量短期市场绩效,并采用样本所在市场的指数(上证指数、深圳成指、创业板指和中小板指)作为基准重新计算长期市场绩效(bhar_6、bhar_12、bhar_24)进行回归,重新检验募集资金投向与市场绩效的关系,回归结果如表7所示,除回归(4)以外,type的回归系数与前文基本一致,印证了股权收购型定向增发的市场绩效更好。

为确保财务绩效的研究结果具有稳健性,本文进行了以下检验:(1)以发行后一年、两年每股收益相对发行当年的增量(Δeps_1 、 Δeps_2)作为因变量进行回归,重新检验募集资金投向对财务绩效的影响,结果如表8(1)-(2)列。(2)借鉴双重差分模型的思想,构建了模型(5)、(6)进行检验,其中after1、after2分别为发行后一年和两年的虚拟变量,回归结果如表8(3)-(4)列所示。为了避免遗漏变量等问题,进一步设计了模型(7)进行安慰剂测试(Placebo Test),即假定定向增发发行时间推迟了一年,检验募集资金投向与每股收益之间的关系,其中f1_after为假定定向增发推迟一年后发行后一年的虚拟变量,回

表7 募集资金投向与市场绩效的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	car15	bhar_6	bhar_12	bhar_24
Type	7.470*** (4.329)	4.401** (2.395)	5.923** (1.965)	6.295 (0.931)
Rsize	0.061 (1.538)	-0.118*** (-2.780)	-0.256*** (-3.625)	-0.567*** (-3.698)
Major	6.120*** (2.612)	6.084** (2.438)	11.670*** (3.025)	13.274* (1.731)
Tobinq	0.161 (0.359)	-0.599 (-1.243)	-0.717 (-0.854)	0.514 (0.299)
Lev	0.424 (0.106)	1.028 (0.240)	3.348 (0.486)	-10.031 (-0.728)
Lnta	-0.774 (-1.042)	-0.658 (-0.829)	-1.253 (-0.983)	1.244 (0.483)
First	5.097 (1.056)	-0.973 (-0.189)	-4.557 (-0.550)	-17.346 (-1.014)
Soe	-0.927 (-0.558)	-6.160*** (-3.470)	-9.567*** (-3.370)	-21.588*** (-3.936)
_cons	37.427* (1.865)	11.021 (0.514)	33.485 (1.004)	43.332 (0.634)
行业	已控制	已控制	已控制	已控制
年度	已控制	已控制	已控制	已控制
N	1723	1718	1413	837
Adj_R ²	0.037	0.031	0.049	0.053
F	3.234	2.829	3.451	2.557

归结果如表8(5)列所示。(3)在上述稳健性检验(2)的基础上,采用毛利率gpm(即营业收入与营业成本之差除以营业收入)作为财务绩效的代理变量,替换eps进行回归,结果如表8(6)–(8)列。采用毛利率而非净利率作为财务绩效的代理变量,是由于毛利率能更好地反映经营业绩的变动,而计算净利率所需的净利润指标除了反映经营业绩,还反映了营业外收支、利息费用、汇兑损益等非经营业务所带来的经济利益和损失。

$$eps = \alpha_0 + \alpha_1 type + \alpha_2 after1 + \alpha_3 type \times after1 + \beta control + \varepsilon \quad (5)$$

$$eps = \alpha_0 + \alpha_1 type + \alpha_2 after2 + \alpha_3 type \times after2 + \beta control + \varepsilon \quad (6)$$

$$eps = \alpha_0 + \alpha_1 type + \alpha_2 f1_after + \alpha_3 type \times f1_after + \beta control + \varepsilon \quad (7)$$

表8中(1)、(2)列type的系数在5%水平以上显著为正,(3)、(4)列交乘项的系数显著为正,表明股权收购提高了定向增发后的财务绩效,而(5)列安慰剂测试的交乘项不显著,并且在(6)–(8)列采用毛利率作为财务绩效的代理

变量后,交乘项的符号仍然保持不变,进一步确认了确实是由于募集资金投向的差异造成了发行后财务绩效的差异,说明本文研究结果具有较好的稳健性。

最后,考虑到两类定增样本量相差较大,可能是由于两类公司本身的性质存在差异,即财务绩效较好的公司更容易进行并购,财务绩效较差的公司更容易受到标的公司的抵制,为了控制这一内生性问题,本文比较了两类公司的财务绩效之差在定增前后的变化。如表9所示。从表9中可以看出,增发前一年,项目投资型定增公司的eps与股权收购型定增公司的eps差距较小,仅相差0.124,在10%水平上显著,而发行后一年和两年这一数值分别扩大至0.474和0.628,均在1%水平上显著,可见,实施了股权收购的定增公司在发行后财务绩效得到更显著的改善。

研究结论与建议

本文以A股2012~2016年含现金认购的定向增发为研究样本,研究募集资金投向对定向增发折价与绩效的影响。研究发现,募集资金投向对定增折价存在显著影响,股权收购型定增的折价程度显著低于项目投资型定增的折价程度。绩效方面,我国定增市场整体上存在显著为正的宣告效应,对定增样本[-10,+20]窗口内短期

表8 募集资金投向与财务绩效的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Δeps_1	Δeps_2	eps	eps	eps	gpm	gpm	gpm
type	0.283*** (4.070)	0.230** (2.070)	0.058 (0.699)	0.042 (0.484)	0.355*** (3.920)	0.006 (0.653)	0.006 (0.648)	0.024** (2.280)
after1			-0.261*** (-4.050)			-0.016** (-2.471)		
type_after1			0.233* (1.843)			0.023* (1.736)		
after2				-0.412*** (-4.955)			-0.039*** (-4.675)	
type_after2				0.392** (2.142)			0.038** (2.105)	
f1_after					-0.188*** (-2.595)			-0.031*** (-3.746)
type_f1_after					0.153 (0.956)			0.019 (1.040)
tobinq	-0.020 (-1.049)	-0.040 (-1.442)	0.000 (0.294)	0.000 (0.018)	0.017*** (2.640)	0.000 (1.613)	0.000 (1.340)	0.003*** (3.606)
lev	-0.124 (-0.808)	-0.034 (-0.160)	-0.531*** (-5.359)	-0.464*** (-4.327)	-1.142*** (-6.128)	-0.104*** (-10.208)	-0.094*** (-8.814)	-0.256*** (-11.944)
Inta	0.016 (0.578)	-0.013 (-0.340)	0.092*** (3.674)	0.079*** (2.683)	0.193*** (6.233)	-0.027*** (-10.376)	-0.027*** (-9.251)	-0.007* (-1.888)
soe	-0.049 (-0.787)	-0.147* (-1.767)	-0.509*** (-7.900)	-0.502*** (-6.823)	-0.484*** (-7.111)	-0.035*** (-5.348)	-0.040*** (-5.418)	-0.034*** (-4.362)
overcon	0.089 (0.392)	0.057 (0.180)	0.013 (0.059)	-0.059 (-0.226)	-0.086 (-0.346)	-0.023 (-0.978)	-0.023 (-0.887)	-0.014 (-0.499)
outdir	-0.832 (-1.570)	0.910 (1.198)	0.264 (0.529)	1.010* (1.753)	-0.277 (-0.479)	0.022 (0.430)	0.015 (0.264)	-0.033 (-0.501)
opcash	-0.013 (-1.289)	0.025 (1.202)	0.012 (1.446)	0.051*** (3.308)	0.002 (0.276)	0.001 (0.681)	0.002 (1.618)	0.000 (0.161)
_cons	0.150 (0.195)	0.381 (0.387)	-1.009 (-1.397)	-0.942 (-1.153)	-2.713*** (-3.468)	0.900*** (12.126)	0.922*** (11.311)	0.572*** (6.358)
行业	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
N	1165	607	2888	2330	1772	2888	2330	1772
Adj_R ²	0.013	0.023	0.113	0.109	0.140	0.238	0.231	0.255
F	1.555	1.518	12.478	9.942	10.572	29.249	22.887	21.191

表9 财务绩效的DID检验

	项目	收购	差异	项目	收购	差异	DID
	发行前一年			发行后一年			
Eps	0.692	0.817	0.124	0.703	1.301	0.598	0.474
Std. Error	0.035	0.059	0.069	0.042	0.074	0.085	0.11
T	19.77	2.78	1.8	0.94	7.22	5.68	4.32
P>t	0	0	0.072*	0	0	0.000***	0.000***
观测值	1283	446		879	287		
	发行前一年			发行后两年			
Eps	0.692	0.817	0.124	0.569	1.322	0.753	0.628
Std. Error	0.035	0.059	0.069	0.055	0.123	0.135	0.151
T	19.9	2.8	1.81	-1.53	5.81	4.79	4.16
P>t	0	0	0.070*	0	0	0.000***	0.000***
观测值	1283	446		505	103		
	发行前一年			发行后三年			
Eps	0.692	0.817	0.124	0.642	0.679	0.037	-0.087
Std. Error	0.034	0.058	0.068	0.075	0.252	0.263	0.271
T	20.09	2.82	1.83	0.02	0.42	-0.21	-0.32
P>t	0	0	0.067*	0	0.007	0.888	0.748
观测值	1283	446		274	24		

超额收益率以及6~36个月的购买至持有期间超额收益进行回归分析,发现募集资金投向对公告后的短期市场绩效和发行后两年内的长期市场绩效皆存在显著的正向影响,股权收购型定向增发的市场绩效显著优于项目投资型定向增发。此外,股权收购型定向增发的财务绩效也显著优于项目投资的财务绩效。在稳健性检验中,更改变量的衡量方法、进行双重差分模型检验,回归结果没有实质性变化,表明本文研究结果具有稳健性。

结合本文研究结果,机构投资者参与定增时需要关注定增事件募集资金的用途,广大二级市场投资者需要意识到内涵式增长与外延式扩张对公司的意义截然不同,但也不能盲目追逐并购重组概念,而是着重考察并购重组事件能否为公司注入优质资产、带来资源协同发展。对于监管方,本文建议强化信息披露机制,严格监督定增资金的实际使用情况和募投项目的变更情况,打击利用定增事件进行内幕交易的行为,加强对发行后业绩的考核,对发行后出现业绩大幅变脸的情况严查严处。

尽管本文从理论分析和实证分析两个角度均验证了

研究假设,但仍然存在以下不足:首先,本文把募集资金同时用于股权收购和项目投资的观测值划分为股权收购,且没有对募投项目发生变更的情况加以追踪,可能在募集资金投向这一定义上存在一定瑕疵,并且,随着定增逐步发展成熟,今后以借壳上市、引入战略投资者、整体上市等为目的的定增可能会越来越多,届时将有必要把这些资金用途单独进行分类。其次,对项目投资型和股权收购型定向增发均用1~3年来考察长期财务绩效,未考虑不同项目可能存在不同的建设周期,某些行业建设周期较长的项目盈利能力可能要在3年后才开始体现,可能在一定程度上影响两种类型财务绩效的可比性。最后,定增方案至少需要通过监管方审批通过才能实施,在某些时期,监管方可能会限制特定类型的定增事件,这在一定程度上可能会造成样本自选择问题。这些问题都可以在今后的研究中进一步解决。 ■

[基金项目:本文感谢国家自然科学基金项目“定增并购中的价格偏离及其经济后果研究——基于股票错误定价与对赌协议的视角”(71672202),广东省自然科学基金项目“风险投资对企业非效率投资的双向治理及其溢出效应研究”(2016A030313304)的资助]

参考文献:

- [1] Anderson H D, Rose L C, Cahan S F. Differential Shareholder Wealth Effects of Private Equity Placements in New Zealand[J]. 2004.
- [2] Autore D M, Bray D E, Peterson D R. Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers[J]. Journal of Corporate Finance. 2009, 15(3): 358-367.
- [3] Baek J S, Kang J K, Lee I. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols[J]. Journal of Finance. 2006, 61(5): 2415-2449.
- [4] Brown J R, Floros I V. Access to private equity and real firm activity: Evidence from PIPEs[J]. Journal of Corporate Finance. 2012, 18(1): 151-165.
- [5] Chen A, Cheng L, Cheng K, Chih S. Earnings management, market discounts and the performance of private equity placements[J]. JOURNAL OF BANKING & FINANCE. 2010, 34(8SI): 1922-1932.
- [6] Hertznel M, Lemmon M, Linck J S, Rees L. Long-run performance following private placements of equity[J]. JOURNAL OF FINANCE. 2002, 57(6): 2595-2617.
- [7] Hertznel M, Lemmon M, Linck J S, Rees L. Long-run performance following private placements of equity[J]. Journal of Finance. 2002, 57(6): 2595-2617.
- [8] Hertznel M, Smith R L. Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately[J]. The Journal of Finance. 1993, 48(2): 459-485.
- [9] Krishnamurthy S, Spindt P, Subramaniam V, Woidtke T. Does investor identity matter in equity issues? Evidence from private placements[J]. JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION. 2005, 14(2): 210-238.
- [10] Liang H, Jang W. Information asymmetry and monitoring in equity private placements[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance. 2013, 53(4): 460-475.
- [11] Lin W, Chang S, Chen S, Liao T. The over-optimism of financial analysts and the long-run performance of firms following private placements of equity[J]. Finance Research Letters. 2013, 10(2): 82-92.
- [12] Normazia M, Hassan T, Ariff M, Shamsheer M. Private placement, share prices, volume and financial crisis: An emerging market study[J]. Global Finance Journal. 2013, 24(3): 203-221.
- [13] Shiu C, Wei H. Do Private Placements Turn Around Firms? Evidence from Taiwan[J]. FINANCIAL MANAGEMENT. 2013, 42(4): 875-899.
- [14] Silber W L. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices[J]. Financial Analysts Journal. 1991, 47(4): 60-64.
- [15] Wruck K H. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings[J]. Journal of Financial Economics. 1989, 23(1): 3-28.
- [16] Wruck K H, Wu Y. Relationships, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock[J]. Journal of Corporate Finance. 2009, 15(1): 30-47.
- [17] 陈仕华, 姜广省, 卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界. 2013, (12): 117-132.
- [18] 章卫东, 汪芸倩, 刘若梦. 上市公司增发新股类型与过度投资关系——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 经济评论. 2017, (01): 68-79.
- [19] 邓路, 王化成. 投资者异质信念与定向增发股价长期市场表现[J]. 会计研究. 2014, (11): 38-45.

(下转第39页)