

定向增发、股权结构与经营绩效

张萍, 俞静(副教授)

(河海大学商学院, 南京 211100)

【摘要】 本文以我国2009~2010年沪深两市A股定向增发的上市公司为研究对象,采用因子分析法计算经营绩效的综合得分,比较定向增发前后股权结构的变化,分析上市公司定向增发前后股权结构的变化对经营绩效的影响。实证研究表明,实施定向增发当年经营绩效明显上升,增发实施后经营绩效持续下滑;股权集中度和股权制衡度明显与经营绩效呈相同趋势,增发当年上升,随后连续下降。因此,本文就股权结构的变化对经营绩效的变化进行截面回归分析,发现股权集中度的变化与经营绩效有显著的正相关关系;股权制衡度的变化与经营业绩负相关但不具有显著性,高管持股比例对经营绩效影响不显著。

【关键词】 定向增发; 股权结构; 经营绩效; 公司治理

自2006年5月8日证监会开始推行《上市公司证券发行管理办法》以来,定向增发受到热捧,从新生事物变得日渐成熟。定向增发相比于其他的融资方式有其自身的优势,融资门槛低是受到上市公司青睐的重要原因。定向增发受到实务界的追捧,理论界对定向增发的关注明显不足。

众多融资方式都表现出融资后公司业绩下滑的问题,这严重影响了资本市场的健康发展。定向增发对经营绩效有怎样的影响?已经有不少学者进行了分析。那么,从股权结构的角度出发经营绩效的变化又如何呢?本文拟对此展开分析。

一、理论分析与研究假设

(一)定向增发对经营绩效的影响

我国资本市场日渐完善,投资者也越来越理性,不再盲目地跟风投资;监管部门的存在使得上市公司再融资行为更加合理化,所以上市公司实施融资后经营绩效会有所改观。不管哪种融资方式都是为上市公司带来新的资金,改善上市公司的财务状况,使得公司拥有更多的投资机会,不会因为缺少资金而浪费好的发展机会。所以良好的融资有利于公司绩效的提高。理论上来说,投资就是为了获得报酬,只有净现值大于零的项目才有必要进行投资。

从国外大多数研究结果看,定向增发后经营绩效在长期来看没有得到改善,意味着融资没有被有效利用。而我国存在严重的股权再融资倾向,为了达到再融资的条件上市公司甚至会操纵财务数据。然而,没有好的投资项目就造成了募集资金的过剩,或者不能有效地利用募集资金,使得投资项目收益小于投入。可见,融资的目的以

及融资是否有效利用都会影响经营绩效。那么,定向增发后经营绩效会如何变化呢?

整体上市是部分上市公司实施定向增发的目的之一。整体上市能如此受欢迎,是有其自身优势的。为了达到相关条件,顺利实现整体上市,大股东会向上市公司注入资产。这种资产注入行为可以减少两者的关联交易,内化市场交易费用,进而降低上市公司的外部交易成本,提升企业业绩。如果注入的资产与上市公司产业紧密相关,通过与上市公司原有的资产整合就能够产生一系列的协同效应,做强做大上市公司,实现规模经济,降低经营成本,从而提高上市公司业绩。但是资产注入中最为关键的是注入资产的质量及定价的公允性。我国上市公司股权集中度很高,大股东控股是普遍现象,大小股东之间存在信息不对称的冲突。大股东在注入资产时,他们可能注入劣质资产或者虚增注入资产价值获取私利,从而侵害上市公司的利益,影响上市公司的业绩。

综上所述,定向增发的目的和方式不同,对上市公司的业绩影响也就不同。据此提出以下假设:

H1:定向增发对公司绩效有影响。

(二)股权结构与经营绩效

股权结构作为公司治理的核心要素,对公司的经营激励、并购、代理权竞争、监督等诸方面都有较大影响,会直接影响上市公司的治理水平及公司经营业绩。

1. 股权集中度与经营绩效。定向增发的对象不同于其他融资方式,针对特定对象的增发使得增发后股权更加集中,股权的集中使得大股东与公司利益更加一致。根据代理理论,大股东会为了自身利益,对管理者进行监督,控制其不利于公司发展的私利行为,减少管理者的机

会主义行为,从而降低代理成本。同时大股东的绝对优势地位使得他们对管理者有着绝对的控制权,对管理者施加压力,迫使其为了自己的利益努力工作,这样有利于提高公司绩效水平。

股权的过度集中,势必使大股东在公司形成垄断地位,他们很容易导致独断专行的局面。相比其他中小股东的优势地位,大股东很可能实施隧道行为,在定向增发过程中做出侵害中小股东利益的行为,进行利益输送。“一股独大”的局面有可能造成控股公司与上市公司之间进行不正当的关联交易,大股东长期占用上市公司的资金,从而损害上市公司的利益。同时,过于稳定的控制权使得公司缺乏流动性和竞争性,进而影响公司业绩的提升。股权集中有利有弊,但是定向增发使得股权更加集中。由此我们可以提出以下假设:

H2:定向增发过程中股权集中度与公司绩效存在一定的相关性。

2. 股权制衡与经营绩效。股权的过度集中使得控股股东处于绝对地位,其他股东难以对其形成有效的制约。对于控股股东的隧道行为,中小股东只能是“用脚投票”任由他们进行利益侵害。定向增发势必使得机构投资者或者其他股东股权比例相应增加,这样就会增加他们对控股股东的制衡。同时,大股东之间的相互制衡也在一定程度上抑制了控股股东的垄断性,减少了其侵占公司利益和损害中小股东利益的行为。股权制衡的有效性也提高了中小股东的地位,他们更加积极地行使其权利,避免了中小股东“搭便车”的现象,进而提高了公司经营绩效。但是股权制衡度越高,相对于控股股东的其他股东持股比例也相应提高,他们也可能对公司进行内部交易等。同时股东之间的交易摩擦会增加,不利于公司的健康发展。据此我们提出如下假设:

H3:定向增发过程中股权制衡度的增加与经营绩效之间存在一定的关系。

3. 高管持股比例与经营绩效。高管持股比例对经营业绩会带来怎样的影响,目前还没有一致的结论。高管持股比例增加,使得高管自身利益与公司利益趋于一致。从代理理论的角度出发,高管会更加卖力地工作,不仅公司业绩上升可以给予其更高的报酬而且公司业绩的良好发展势必增加其股权收益;同时高管持股比例的增加也是一种减轻上市公司信息不对称的方法,降低了代理成本,也减少了股东为监督管理者所付出的代价,从而有利于公司业绩的提升。相反的观点认为高管持股比例的增加,高管作为股东也可能是公司的交易对象,这样有利于其利用所掌握的公司信息与公司进行交易,产生不正当的相关交易。同时高管持股的优势不能抵抗控股股东的绝对地位,控股股东有更换管理者的权利,从而迫使高管做出妥协,成为控股股东操控上市公司的工具。在我国,高

管持股比例非常低,他们持股比例的变化不足以对公司业绩产生影响,尤其是在一股独大的公司。因此提出如下假设:

H4:高管持股比例的变化对经营业绩不会有影响。

二、数据来源和设计

(一)数据来源及样本选择

本文的数据来源于国泰安数据库。本文以2009~2010年实施定向增发的上市公司为研究样本,剔除以下样本:①金融类上市公司样本;②定向增发前后一年既进行定向增发又进行公开增发的样本;③2008~2013年进行多次定向增发的公司样本;④财务状况异常,被标记ST的公司样本;⑤数据不完全的公司样本。最后确定的样本为2009年87家、2010年122家。

(二)定义变量与模型假设

1. 被解释变量。因子分析的经营绩效得分。

2. 解释变量。①高管持股比例;②第一大股东的持股比例CR1;③前五大股东的持股比例CR5;④Z指数,即公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值;⑤Herfindahl指数,指公司前n位大股东的持股比例的平方和,本文选取前五大股东的持股比例的平方和,用H5表示。

3. 控制变量。①财务杠杆系数(DFL):反映实施定向增发公司的财务风险,用普通股每股利润变动率与息税前利润变动率的比例来表示。②经营杠杆系数(DOL):反映实施定向增发公司的经营风险,用息税前利润变动率与销售额变动率的比例来表示。③公司规模(ASS):反映实施定向增发公司的资产规模,通常使用企业资产总额表示,并为了消除基数差异,我们对资产总额取自然对数。

表1 变量设计及描述

变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	ΔF	因子分子综合得分的经营绩效变化
解释变量	$\Delta \text{MANAGER}$	高管持股比例的变化
	ΔCR1	第一大股东的持股比例变化
	ΔCR5	前五大股东的持股比例变化
	ΔZ	Z指数的变化
控制变量	ΔH5	前五大股东持股比例平方和的变化
	ΔDFL	财务杠杆系数的变化
	ΔDOL	经营杠杆系数变化
	ΔASS	总资产的变化

4. 建立模型。本文以2009年和2010年实施定向增发的上市公司为样本进行研究,首先分析定向增发前一年、增发当年和增发后三年内的经营绩效的变化,以此来证明H1;然后分析定向增发过程股权结构的变化,进一步分析股权结构的变化对经营绩效的影响,以证明H2、H3、H4。为此本文建立了以下的多元回归模型:

$$\Delta F = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{MANAGER} + \beta_2 \Delta \text{CR1} + \beta_3 \Delta \text{CR5} +$$

$$\beta_4 \Delta Z + \beta_5 \Delta H_5 + \beta_6 \Delta DFL + \beta_7 \Delta DOL + \beta_8 \Delta ASS$$

(三)研究方法

本文采用因子分析法计算综合得分,这样可以有效地消除不同的样本间客观因素的影响,从而比较上市公司增发前后绩效的变化。这种降维的思想,以少数因子代替原有的多项指标,可以避免指标之间的相关性。与直接比较定向增发前后财务比率的变化相比,该方法更综合、更全面。为了全面反映企业业绩,本文将从五个方面选择13个指标来构造因子分析体系。具体见表2:

指标类型	变量	指标名称	指标类型	变量	指标名称
营运能力	X ₁	股东权益周转率	发展能力	X ₇	总资产增长率
	X ₂	流动资产周转率		X ₈	资本积累率
	X ₃	总资产周转率		X ₉	营业总收入增长率
盈利能力	X ₄	总资产净利率	偿债能力	X ₁₀	流动比率
	X ₅	净资产收益率		X ₁₁	速动比率
	X ₆	每股收益	现金流量能力	X ₁₂	每股经营活动现金净流量
				X ₁₃	每股现金净流量

1. 指标趋同化处理。在公司经营业绩进行评价的因子分析过程中,涉及的财务指标可以分为三类:正向性指标、适度性指标和逆向性指标。在本文的13个财务指标中,流动比率和速动比率是适度性指标。为了消除因子得分中因正向性指标和逆向性指标效果的加总抵消作用,因此,在进行因子分析时应该将其转化为正向指标。根据陈军才(2005)对适度指标处理的方法,其公式是:

$$X_1^A = \frac{1}{1 + |k - X_1|}$$

其中, X₁^A表示正向化处理后的指标,k为该指标行业的适度值,一般认为流动比率、速动比率的平均行业适度值分别为2和1。

2. 适度性检验。本文对因子分析的适用性检验采取的是SPSS软件中的KMO和Bartlett球形检验方法,结果显示Bartlett相伴概率值为0。2009年增发的连续5个会计年度KMO值分别为0.504、0.481、0.511、0.521、0.497;2010年增发的连续5个会计年度KMO值分别为0.614、0.578、0.496、0.473、0.547。大部分值大于0.5,个别值在0.5附近。一般来讲,KMO值大于0.5,Bartlett相伴概率值小于显著水平0.005时,意味着可以运用因子分析法,因此本文认为该样本适用因子分析法。

根据分析结果得出综合得分函数,如表3所示:

表3 2009年、2010年定向增发前后综合得分函数形式

年份	会计年度	综合得分函数
2009	N-1	F ₁ =0.216Z ₁₁ +0.204Z ₂₁ +0.165Z ₃₁ +0.153Z ₄₁ +0.109Z ₅₁
	N	F ₁ =0.217Z ₁₁ +0.188Z ₂₁ +0.151Z ₃₁ +0.125Z ₄₁ +0.117Z ₅₁
	N+1	F ₁ =0.213Z ₁₁ +0.188Z ₂₁ +0.152Z ₃₁ +0.118Z ₄₁ +0.097Z ₅₁
	N+2	F ₁ =0.211Z ₁₁ +0.146Z ₂₁ +0.140Z ₃₁ +0.125Z ₄₁ +0.113Z ₅₁
	N+3	F ₁ =0.212Z ₁₁ +0.185Z ₂₁ +0.172Z ₃₁ +0.153Z ₄₁ +0.108Z ₅₁
2010	N-1	F ₁ =0.224Z ₁₁ +0.217Z ₂₁ +0.186Z ₃₁ +0.107Z ₄₁ +0.104Z ₅₁
	N	F ₁ =0.237Z ₁₁ +0.189Z ₂₁ +0.186Z ₃₁ +0.11Z ₄₁ +0.105Z ₅₁
	N+1	F ₁ =0.206Z ₁₁ +0.204Z ₂₁ +0.175Z ₃₁ +0.121Z ₄₁ +0.109Z ₅₁
	N+2	F ₁ =0.268Z ₁₁ +0.192Z ₂₁ +0.119Z ₃₁ +0.102Z ₄₁ +0.009Z ₅₁
	N+3	F ₁ =0.249Z ₁₁ +0.198Z ₂₁ +0.127Z ₃₁ +0.098Z ₄₁ +0.109Z ₅₁

三、实证分析

1. 描述分析。本文对定向增发前一年、当年及增发后三年股权结构及经营绩效进行比较,定向增发当年为N,前一年为N-1年,后三年分别为N+1、N+2、N+3年。分析结果如表4所示:

表4 定向增发前后经营绩效与股权结构的比较分析

变量	N-1		N		N+1		N+2		N+3	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
F值	0.512 8	0.402 4	0.574 0	0.479 9	0.489 9	0.484 9	0.343 4	0.3111 7	0.325 7	0.283 5
MANAGER	2.520 7	0.000 28	2.414 6	0.000 47	1.804 6	0.000 21	1.52 2	0.000 23	1.437 2	0.000 31
CR1	0.380 9	0.372 4	0.383 0	0.361 6	0.368 8	0.343 6	0.369 3	0.346 5	0.366 2	0.344 8
CR5	0.534 1	0.535 8	0.534 7	0.517 8	0.522 7	0.513 6	0.519 3	0.508 1	0.510 9	0.501 7
Z指数	14.345 9	5.602 9	15.879 5	5.963 2	14.718 7	5.709 5	16.846 7	0.022 2	15.625 7	5.805 3
H5	0.183 1	0.156 9	0.186 5	0.153 9	0.173 9	0.140 1	0.174 8	0.141 5	0.171 4	0.135 7

从表4可知,经营绩效的均值连续五年分别为0.512 8、0.574 0、0.489 9、0.494 9、0.325 7。可见,经营业绩在增发当年经营绩效明显上升,但增发后连续三年经营业绩都是下滑趋势,甚至都低于增发前一年的经营业绩。这说明定向增发后公司业绩下降,从而证明了H1。

分析股权结构方面,高管持股比例连续五年都在下降,而且通过均值和中位数可以看出高管持股比例非常低,这说明我国的上市公司中高管持股对公司发展没有太大的影响,而且下降的趋势也是因为定向增发的特定增发对象,增发后股本基数增大,稀释了高管持股比例。

从股权集中度方面分析,第一大股东持股比例、前五大股东持股比例在增发当年确实上升了,但是增发后三年连续下降,这说明定向增发使得股权集中度上升,但后三年集中度下降。同时H5指数跟这两个指标变化几乎一致,当年上升,增发后三年大致是下降趋势。通过均值和中位数我们可知第一大股东持股比例很高,说明一股独大的现象普遍存在。

从股权制衡度进行分析,Z指数在增发当年增大,接下来三年下降,但是后三年的指数明显比增发前一年要高,这说明因为定向增发第二大股东对第一大股东的制衡作用有所增强。

2. 回归分析。表5为股权结构变化对经营业绩变化的回归结果。模型1到模型4中 $\Delta\text{MANAGER}$ 对 ΔF 没有显著影响,说明高管持股比例的变化对经营绩效没有显著影响,这与H4是相符的。这是因为我国的上市公司高管持股比例非常低,不足以对公司的经营业绩产生影响。同时定向增发后高管持股比例呈下降趋势,更加削弱了高管持股比例的影响力。从 ΔCR1 、 ΔCR5 、 ΔH5 与 ΔF 的回归分析结果可以看出,第一大股东的持股比例、第五大股东的持股比例、H5指数的变化对经营绩效的影响显著为正,这说明股权集中度的提高有利于提升公司的经营绩效,从而验证了H2。

表5 股权结构衡量经营业绩的回归结果

变量	ΔF			
	模型1	模型2	模型3	模型4
Constant	0.047 (1.167)	-0.089** (-2.383)	-0.224*** (-5.184)	-2.73*** (-6.266)
$\Delta\text{MANAGER}$	-0.011 (-0.679)	-0.005 (-0.567)	-0.007 (-1.216)	-0.002 (-0.399)
ΔCR1	0.803* (0.16)	0.141*** (5.477)	0.036 (1.699)	0.65*** (3.217)
ΔCR5	1.668** (2.093)	1.637** (0.042)	1.227** (2.481)	1.591** (2.033)
ΔZ 指数	-0.001 (-1.211)	-0.001 (-1.401)	-0.002 (-1.072)	-0.002** (-2.088)
ΔH5	4.484** (2.234)	19.271*** (6.244)	7.7** (2.872)	8.487*** (3.660)
ΔDFL	0.002 (0.152)	-2.571E-5 (-0.122)	0.017 (0.853)	-0.002 (-0.205)
ΔDOL	-0.9218E-8 (-0.006)	0.034 (1.429)	0.001 (0.013)	0.018 (0.777)
ΔASS	8.296E-14 (0.025)	2.01E-12 (0.668)	1.166E-12 (0.605)	1.544E-12 (1.288)
N	209	209	209	209
R ²	0.239	0.283	0.378	0.391
F	7.86	8.47	8.49	9.02

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著;括号内为计算的t值。

通过数据分析我们可以看到,股权集中有利于公司发展,这是因为股权集中使得股东与上市公司利益趋于一致。从代理理论的角度看,股东为了维护自己的利益,会减少同上市公司进行关联交易或者利用公司信息赚取利益的行为。同时从监督理论的角度看,控股股东也会对管理者进行监督,促使管理者努力工作,同时不得做出不利于上市公司发展的私利行为。 ΔZ 与 ΔF 的回归分析结果显示股权制衡度对经营绩效没有显著影响,这是因为

我国的上市公司股权高度集中是普遍现象,这样股权制衡度在定向增发后即使有小幅度的增加,也不会对经营业绩产生影响。同时股权制衡度的增加也带来了股东之间的摩擦,这就使得制衡增加带来的有利影响被摩擦的负面影响所抵消,最终的结果就是股权制衡对经营绩效没有影响。 ΔDFL 、 ΔDOL 、 ΔASS 对 ΔF 都不显著。

四、研究结论及建议

本文比较分析了定向增发前后股权结构及经营绩效的变化,发现定向增发当年相比增发前一年经营绩效有所提高,但是增发后绩效随之下滑,股权集中度等也呈相同趋势。这就反映了有的公司为了达到增发的条件在增发当年努力提高经营业绩,但是实施增发融资后业绩下滑,并没有合理地利用融资金,或者融资所投资项目并没有带来正的收益。同时还发现第一大股东持股比例大约在40%左右,一股独大的现象普遍存在。

定向增发相比较其他的融资方式而言,实施的条件比较简单,使得有些公司没有好的项目也进行融资。监管部门应该针对这种现象制定一定的措施,提高实施定向增发公司的审查力度,确保定向增发的质量,促进资本市场的健康发展。

从实施定向增发的公司在增发过程中股权结构的变化对经营绩效影响的角度分析发现,股权集中度与经营绩效显著正相关,我国第一大股东持股比例比较大,绝对的控股地位使得控股股东为了维护自身利益减少内部交易,同时有动力监督管理者,从而提升公司业绩。股权制衡没有发挥其作用,高管持股比例变化对经营绩效也没有影响,一股独大使得其他股东无法与第一大股东相抗衡,也就无法发挥制衡第一大股东的的作用。高管持股比例太低,对经营绩效没有影响力,同时也不能对高管产生激励作用。因此,应完善股权结构,形成适度集中、能够发挥股权制衡的股权结构,适度打破一股独大的局面,吸引多元投资主体;提高其他股东的积极性,这样也有利于保护中小股东的利益;应提高高管持股比例,对其形成激励作用,同时也可降低代理成本。

主要参考文献

- 顾馨,李双杰.定向增发对我国上市公司经营绩效的影响[J].企业经济,2012(3).
- 徐寿福,龚仰树.定向增发与上市公司长期业绩下滑[J].投资研究,2011(10).
- 张卫东.定向增发新股与盈余管理[J].管理世界,2010(10).

【基金项目】教育部人文社会科学规划基金项目“投资者情绪、盈余管理与定向增发效应研究”(编号:12YJA630179);河海大学中央高校基本科研业务费项目“非对称信息视角下小微企业信用风险评估研究”(编号:2013B33114)