

# 项目融资型定向增发 对公司业绩的影响探微

王珂<sup>1</sup>, 郭晓曦<sup>2</sup>(副教授)

**【摘要】**定向增发是我国股权融资的重要方式,项目融资型定向增发已成为定向增发中最主要的类型,因其具有项目建设周期长、与实体经济联系密切的特点,同其他类型的定向增发有一定区别。本文选取2009~2010年进行项目融资型定向增发的153家企业进行研究,采用因子分析法对每个企业定向增发前两年至定向增发后四年的财务数据进行分析,归纳出项目融资型定向增发影响公司业绩的四个特点,并提出对策建议。

**【关键词】**定向增发; 公司业绩; 因子分析

**【中图分类号】** F832

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)26-0090-5

## 一、前言

2006年证监会颁布《上市公司证券发行管理办法》,第一次以法规的形式确立了定向增发是上市公司可采用的再融资手段之一,自此,定向增发在我国进入高速发展阶段。wind数据库统计显示,2012~2014年实施定向增发的公司数量分别为113家、281家、487家,定向增发融资额分别为2474亿元、3528.19亿元、6907.59亿元,其中2014年定向增发总额占股权融资总额的89.14%。截至2015年3月,我国实施定向增发的公司总数为1872家,其中项目融资型定向增发为809家,占比43.22%,可见项目融资型定向增发是定向增发的主要类型。

我国有关定向增发的研究尚不成熟,定向增发不仅是融资手段,更会对股权结构、内部控制、公司治理等方面产生影响,进而表现在对公司业绩的影响上,而关于定向增发对业绩的影响并未受到太多关注,尤其是细分到项目融资型定向增发对公司业绩的影响研究更是少之又少。

## 二、文献概述

对于定向增发的研究,目前主要集中于定向增发中的利益输送、定向增发动机、定向增发折价等几个问题,而不同类型定向增发对公司业绩的影响并不一致。李菊(2009)选取2006年实施定向增发的上市公司作为研究样本,通过定向增发前一年与后一年平均经营业绩排名的变化,研究了定向增发对公司经营业绩的影响。结果表明:在认购过程中,大多数股东是以质量较高的资产进行认购,有效地防止了关联交易和同业竞争,因此对控股股东实施定向增发的上市公司,其业绩提升效果显著;对机构投资者实施定向增发的上市公司,其业绩的提升不显著,可能是募集资金的投资项目尚在

建设期,没有产生收益。总体来说,定向增发对公司的经营绩效有一定的提升作用。郭兰英等(2010)单独选取2006~2009年以定向增发方式实现整体上市的公司作为样本,对比分析增发前后三年样本公司在净资产收益率和每股收益上的变化,结果发现,总体而言,通过定向增发实现整体上市的公司经营绩效有所改观。悦燕、毛小松(2012)以2007~2008年的147家成功实施了定向增发的上市公司为研究样本,进行t检验时对定向增发前一年至定向增发后第三年的财务绩效指标均值进行研究,统计效果并不显著,因此他们认为定向增发实施前后公司长期业绩并未得到显著改善。

## 三、定向增发对公司业绩影响的理论分析

### (一)信息不对称理论与成长能力分析

信息不对称是指在市场经济活动中,公司内部人与外部投资者之间、外部机构投资者与中小投资者之间都存在获取与分析信息的能力差异,掌握信息比较充分的人员与信息贫乏的人员相对地分别处于比较有利的地位和比较不利的地位。Hertzel和Simth认为定向增发就是机构投资者对公司价值的认证,由于存在公司内部人和外部投资者之间的信息不对称,外部投资者只有在认为公司存在良好的投资机会时才会注入资金,必然带来公司业绩的提升。在我国资本市场中,机构投资者有着丰富的资本市场运作经验以及专业的分析团队,能够相对准确地判断公司的价值,确定其未来发展前景,进而做出有利于自身的投资规模与投资方式决策。当外部投资者无法获知公司估值状况与项目发展前景时,其出于谨慎性原则的考虑,一般也只会接受估值相对稳定、项目市场前景明确的公司定向增发。根据wind数据库统计,在我国2006~2014年资本市场742家项目融资型定向增发中,只有

43家的定向增发对象未包含机构投资者。综上分析,94.2%的项目融资型定向增发是在有机构投资者参与的情况下进行的,通常向外部市场投放了公司能够在未来获利、有着良好的发展前景等信息,进而对公司的成长能力产生有利影响。

### (二) 监督假说理论与营运、盈利能力分析

公司经营无创新、项目运行效率低、大股东恣意妄为等行为能够发生的原因之一是公司治理不完善,大股东股权集中且一股独大,监督流于形式。Wruck和Yi-Lin Wu认为,股权集中度将直接影响公司的价值,定向增发引入监督机制,有能力对公司的经营管理进行监督的投资者将减少现有管理层对股东权益的损害,有利于提升公司业绩。根据前文,94.2%的项目融资型定向增发对象包含机构投资者,机构投资者可以利用信息渠道丰富等优势积极参与公司运营管理,使大股东一股独大的状况在一定程度上得到缓解,这对于完善公司治理方式与提高营运能力都有着重要作用。定向增发的锁定期规定,向控股股东、战略投资者等发行需锁定36个月,其余情况需锁定12个月,机构投资者为了自身利益也将对公司项目的经营进行必要且有效率的监督,以提高项目的盈利能力。向大股东或者大股东关联方进行的定向增发相比于公开增发更容易提高大股东的股权集中度,不利于加强对公司的监督管理,将会降低项目的运营能力,缩减公司业绩空间。综上所述,项目融资型定向增发的增发对象不同,其对公司项目的监督能力、参与公司治理程度也将不同,进而就会给项目带来不同的营运与盈利能力,影响公司长期业绩。

### (三) 最优资本结构假说理论与偿债能力分析

MM理论、净收益理论和权衡理论等早期资本结构理论都是最优资本结构假说的基础,考虑税收后的修正MM理论得出,公司的价值与上市公司负债比例成正比,公司价值最大时公司负债比例为100%。美国学者Kraus、Scott等提出了权衡理论,即公司的最佳资本结构存在于公司负债所引起的公司价值增加与因公司负债上升所引起的公司风险成本和各项费用相等时的平衡点上,此时的公司价值最大;最优资本结构假说理论认为,筹措资本的加权平均资本成本最低时,公司价值最大化。Myers认为,高成长性公司较低成长性公司对将来投资具有更多的选择权,具有更多成长机会的公司应使用权益融资以避免错过正的净现值项目;DeAngelo和Masulis认为,当公司融资行为向着目标资本结构改进时,公司价值会增加。当公司有前景较好的项目需要资金而进行融资时,定向增发属于股权融资方式,会带来公司资本结构的变化,进而影响加权平均资本成本,有利于达到最优

资本结构;同时定向增发不需大量举借外债,降低了债务成本,公司偿债能力更有保障。

## 四、项目融资型定向增发对公司业绩影响的实证分析

### (一) 样本来源

为了更好地对比公司业绩在项目融资型定向增发前后的变化,本次研究以2009~2010年153家实施项目融资型定向增发的上市公司为研究对象,研究范围涉及每个企业定向增发前两年至定向增发后四年的财务数据与财务比率,数据主要来自于wind数据库与上海、深圳证券交易所披露的企业年报。

### (二) 指标选取

研究重点考虑了代表企业偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力的13个指标,设置情况为:x1净利润、x2基本每股收益、x3流动比率、x4速动比率、x5资产负债率、x6应收账款周转率、x7存货周转率、x8流动资产周转率、x9总资产周转率、x10净资产收益率加权、x11投入资本回报率、x12长期资本收益率、x13营业毛利率。

### (三) 采用因子分析法评价公司业绩

本文在研究公司业绩时并未对各个指标进行权重赋值,因此在诸多的公司业绩评价方法中选定了具有客观赋权的因子分析法,它能够多个指标通过降维的方式归结出几个相互独立且包含原有指标信息的综合指标,在没有取舍原始指标与主观因素影响的基础上,根据科学的数据分析来确定权数、简化数据。

对2009~2010年153家实施项目融资型定向增发的上市公司进行总体研究后,又根据定向增发的对象将项目融资型定向增发分为三大类进行研究,分别是:以大股东及大股东关联方为增发对象的6家公司;以大股东、大股东关联方及机构投资者为定向增发对象的46家公司;仅以机构投资者作为主要的定向增发对象的101家公司。

表1 自变量描述性统计

	均值	中值	标准差	极小值	极大值
x1	725618426.5647	80690902.1400	3545753785.0754	-3871227843.0000	46650000000.0000
x2	0.3688	0.2700	0.5092	-2.4300	4.2200
x3	1.5379	1.3100	1.2326	0.0000	20.1100
x4	1.1449	0.9300	1.0630	0.0000	16.8300
x5	0.4846	0.5000	0.1893	0.0000	1.1400
x6	423.5507	6.5400	9448.9828	0.0000	292762.7700
x7	35.1005	3.7700	663.3453	0.0000	21440.7000
x8	1.4688	1.1200	2.1900	0.0000	49.7000
x9	0.6843	0.5500	0.9899	0.0000	15.4500
x10	8.1055	8.5300	20.3673	-334.7700	157.7200
x11	0.0607	0.0557	0.1062	-0.6637	2.7999
x12	0.0998	0.0973	0.2414	-4.0643	2.2793
x13	0.2240	0.1936	0.1704	-0.5612	1.0000

□ 金融·保险

通过表1对指标的描述性统计可以看出,x1净利润、x6应收账款周转率、x7存货周转率、x10净资产收益率加权的标准差较大,说明这些指标分布比较分散,各个企业的指标差距较大。而其他数据的标准差较小,说明各个企业之间不存在较大差距。

**表2 KMO和Bartlett检验**

取样足够度的 Kaiser-Meyer-Olkin 度量	0.596	
Bartlett 球形度检验	近似卡方	6155.581
	df	78
	Sig.	0.000

通过表2可以看出,经过KMO和Bartlett检验,Sig数值小于0.05,并且Kaiser-Meyer-Olkin数值大于0.5,说明本次选取的数据适合进行因子分析。

**表3 解释的总方差**

成分	初始特征值			提取平方和载入			旋转平方和载入		
	合计	方差的%	累积%	合计	方差的%	累积%	合计	方差的%	累积%
1	2.558	19.679	19.679	2.558	19.679	19.679	2.265	17.427	17.427
2	2.003	15.404	35.083	2.003	15.404	35.083	1.942	14.937	32.364
3	1.797	13.826	48.909	1.797	13.826	48.909	1.662	12.783	45.147
4	1.361	10.467	59.376	1.361	10.467	59.376	1.570	12.073	57.221
5	1.111	8.548	67.924	1.111	8.548	67.924	1.386	10.663	67.883
6	1.001	7.697	75.621	1.001	7.697	75.621	1.006	7.738	75.621
7	0.997	7.669	83.290						
8	0.774	5.954	89.244						
9	0.560	4.306	93.550						
10	0.463	3.565	97.115						
11	0.202	1.551	98.667						
12	0.132	1.015	99.682						
13	0.041	0.318	100.000						

提取方法:主成分分析法

通过表3可以看出,本次有效提取的六个公因子,具有较高的解释率(高达75.62%),说明本样本75%以上的数据变化趋势都能被这六个因子所涵盖,该六个主因子的权重数值为:w1=19.679÷75.621=0.260;w2=15.404÷75.621=0.204;w3=13.826÷75.621=0.183;w4=10.467÷75.621=0.138;w5=8.548÷75.621=0.113;w6=7.697÷75.621=0.102。

由此可以得出综合得分模型为:

$$F=0.260f_1+0.204f_2+0.183f_3+0.138f_4+0.113f_5+0.102f_6$$

通过分析成分矩阵,各个财务数据与财务比率在公因子中的载荷系数可以划分到不同的公因子。x3流动比率、x4速动比率、x5资产负债率归纳为第一个公因子——偿债能力;x2基本每股收益、x10净资产收益率加权可以归纳为第二个

**表4 成分矩阵**

	成分					
	1	2	3	4	5	6
x1	0.093	0.528	-0.276	0.165	-0.636	-0.109
x2	0.358	0.727	-0.1	0.412	-0.044	-0.018
x3	0.776	-0.292	0.471	-0.036	-0.085	-0.001
x4	0.769	-0.303	0.476	-0.037	-0.122	0.002
x5	-0.654	0.001	-0.066	-0.074	0.303	-0.035
x6	0.075	-0.005	0.086	-0.015	-0.091	-0.604
x7	-0.012	0.023	0.034	0.014	-0.21	0.785
x8	-0.471	0.306	0.761	0.053	-0.006	0.001
x9	-0.403	0.311	0.81	0.053	-0.007	-0.012
x10	0.316	0.622	-0.027	-0.561	0.104	0.019
x11	0.249	0.391	0.065	0.639	0.373	0.054
x12	0.188	0.533	0.024	-0.649	0.129	0.035
x13	0.461	0.057	-0.1	0.071	0.61	0.039

提取方法:主成分分析法;已提取6个成分

公因子——盈利能力;x8流动资产周转率、x9总资产周转率可归纳为第三个公因子——资产类营运能力;x11投入资本回报率、x12长期资本收益率可归纳为第四个公因子——资本回报;x1净利润、x13营业毛利率可归纳为第五个公因子——成长能力;x6应收账款周转率、x7存货周转率可归纳为第六个公因子——营销类营运能力。

通过具有 Kaiser 标准化的正交旋转法,得出上述各个财务比率与公因子的系数,各个公因子的计算系数为:

$$f_1=0.0021x_1-0.004x_2+\dots-0.020x_{13}$$

$$f_2=-0.026x_1+0.028x_2+\dots-0.141x_{13}$$

$$f_3=-0.025x_1+0.026x_2+\dots-0.127x_{13}$$

$$f_4=-0.081x_1+0.390x_2+\dots+0.391x_{13}$$

$$f_5=0.662x_1+0.307x_2+\dots-0.391x_{13}$$

$$f_6=-0.047x_1-0.007x_2+\dots-0.016x_{13}$$

通过以上分析构建出F值计算模型,将模型代入2009~2010年进行项目融资型定向增发的153家公司,计算每个企业定向增发前两年至定向增发后四年的财务数据因子得分与业绩综合得分。

1. 选取七年来各个年份排序累计数值较小的企业,即七年综合绩效排名前十位的企业作为趋势分析对象进行研究。

从表6和图1可以看出,在进行项目融资型定向增发后的几年内因子得分前十名的公司中,浦发银行在定向增发后公司业绩持续增长;上海物贸、鱼跃医药、晋西车轴在定向增发后出现了业绩先下降后上升的趋势;海信电器、江中药业、天士力在定向增发后出现了业绩先增长后下降再增长的趋势;南洋股份、传化股份出现了定向增发后公司业绩的持续下降,但可以看出下降幅度明显变缓。

表 5 成分得分系数矩阵

	成分					
	1	2	3	4	5	6
x1	0.021	-0.026	-0.025	-0.081	0.662	-0.047
x2	-0.004	0.028	0.026	0.390	0.307	-0.007
x3	0.425	0.057	-0.011	-0.031	-0.057	-0.019
x4	0.433	0.061	-0.020	-0.052	-0.035	-0.013
x5	-0.290	0.056	0.026	0.021	-0.234	-0.048
x6	0.046	0.034	-0.022	-0.065	0.107	-0.596
x7	0.075	0.030	-0.010	-0.057	0.084	0.797
x8	0.010	0.487	0.010	0.022	-0.014	-0.001
x9	0.044	0.500	0.017	0.030	-0.015	-0.015
x10	-0.007	-0.006	0.539	-0.024	-0.007	0.001
x11	-0.041	0.065	-0.140	0.596	-0.065	0.031
x12	-0.026	0.020	0.551	-0.091	-0.073	0.015
x13	-0.020	-0.141	0.127	0.391	-0.391	-0.016

提取方法:主成分分析法;旋转法:具有 Kaiser 标准化的正交旋转法

表 6 七年绩效排序前十的企业绩效变化情况

	前两年	前一年	当年	后一年	后两年	后三年	后四年
上海物贸	3.97	2.66	2.14	1.46	1.22	0.44	1.03
鱼跃医疗	1.41	0.57	0.79	0.68	0.90	0.85	0.83
浦发银行 (2009)	0.56	0.37	0.43	0.51	0.69	0.87	1.02
晋西车轴	0.58	0.25	2.07	0.98	0.43	0.21	0.45
南洋股份	1.16	0.39	0.71	1.13	0.29	0.31	0.03
海信电器	0.23	0.32	0.44	0.40	0.67	0.43	0.44
传化股份	0.26	0.40	0.91	0.31	0.24	0.32	0.27
江中药业	0.10	0.40	0.44	0.40	0.48	0.73	0.50
浦发银行 (2010)	-0.03	0.56	0.37	0.43	0.51	0.69	0.87
天士力	0.13	0.24	0.37	0.48	0.52	0.35	0.38

2. 将F值计算模型应用于2009~2010年实施项目融资型定向增发的153家企业,对其定向增发前两年至定向增发后四年的公司业绩进行加总平均评分,综合公司业绩得分趋势如图2所示。

从图2可以看出,在项目融资型定向增发的当年公司业绩达到顶峰,定向增发后三年公司业绩出现下滑,这与项目融资型定向增发相关项目在定向增发后一定时期仍处于投入与建设中有较大关系,定向增发后第四年定向增发项目陆续开始产生收益后,公司业绩得分出现了增长态势。

3. 根据项目融资型定向增发的对象将项目融资型定向增发分为三大类进行研究,将不同定向增发对象下各个公司进行因子分析后的得分加总平均,具体如图3所示。

从图3中可以看出,以大股东及大股东关联方为增发对

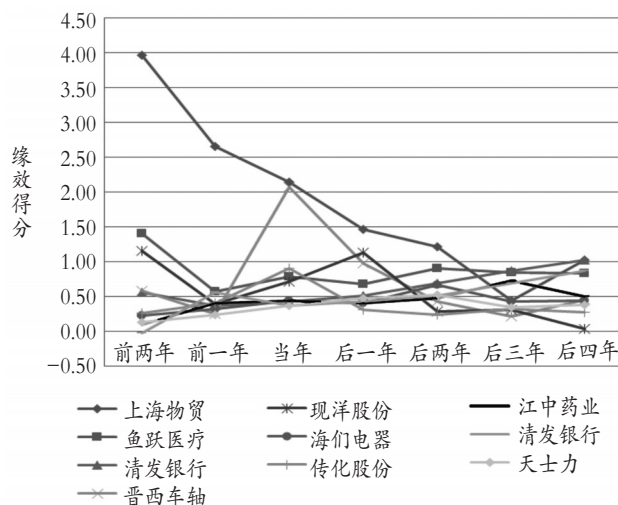


图 1 七年绩效排序前十的企业各个年份绩效变化趋势

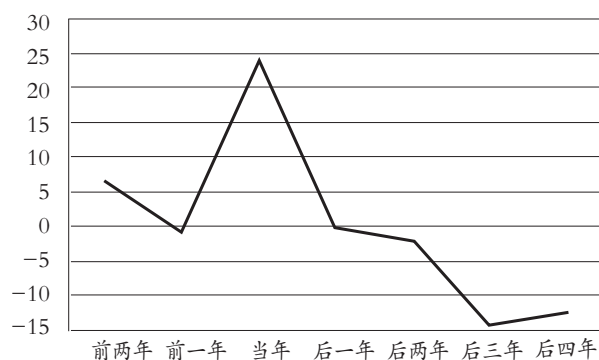


图 2 项目融资型定向增发公司业绩趋势

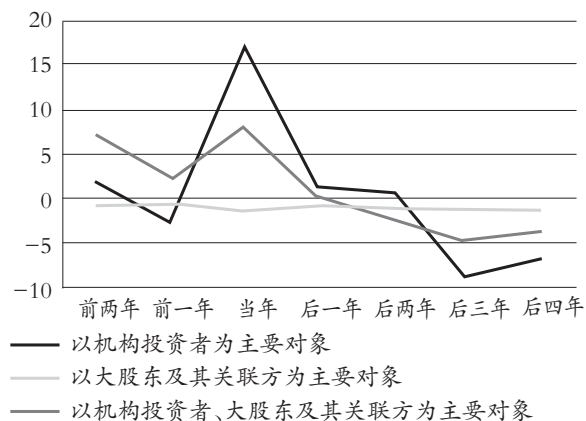


图 3 不同项目融资型定向增发对象下公司业绩趋势

象的6家公司,在定向增发前后业绩变化不大,但出现了持续小幅下降;以大股东、大股东关联方及机构投资者为定向增发对象的46家公司以及仅以机构投资者作为主要的定向增发对象的101家公司在定向增发后业绩出现了先下降后上升的趋势。除定向增发前后业绩变化不同外,在图3中也可以看出选择不同项目融资型定向增发对象的企业在选择定向增发的时间点,公司业绩有着明显区别。以大股东及大股东关联方为增发对象的6家公司普遍在定向增发当年业绩最差;

以大股东、大股东关联方及机构投资者为定向增发对象的46家公司和仅以机构投资者作为主要的定向增发对象的101家公司普遍在定向增发当年业绩最佳。

## 五、实证结论与政策建议

### (一) 实证结论

1. 项目融资型定向增发实施后的公司业绩与定向增发涉及的项目运行阶段有着密切的联系。项目建设一般具有周期长、投资规模大、投资回收期长的特点,观察项目融资型定向增发前后上市公司业绩的变化,结果显示,在项目融资型定向增发完成后的第一年到第三年,公司的综合业绩呈逐年下降的趋势,但下降幅度出现放缓态势,这与项目融资型定向增发涉及的融资项目多处于投入与建设阶段密切相关,项目建设中固定资产的大量投入、新增固定资产折旧导致未来经营业绩风险的加大、科技创新等研发支出的增多、产品结构调整可能带来的毛利率下降、人力资源等管理费用支出的增多等都会带来公司业绩的下降;定向增发完成后的第三年到第四年,融资项目陆续进入完工阶段,各方面的完善在降低成本的同时提升了市场占有率和资金周转效率,实现了营业收入与利润的增长,进而带来公司业绩的上升。

2. 以大股东、大股东关联方为增发对象的项目融资型定向增发,其长期业绩表现优于机构投资者参与的情况,业绩下滑不如后者严重。相比于机构投资者参与的项目融资型定向增发在增发后公司业绩的大幅下降,以大股东及大股东关联方为定向增发对象的公司项目融资型定向增发前后业绩变化不大,虽然出现了小幅下降,但因子分析评价公司业绩截至定向增发后第四年整体得分高于机构投资者参与的项目融资型定向增发。定向增发后业绩下降可以印证大股东及大股东关联方参与项目融资型定向增发提高了大股东股权集中度,不利于监管与运营能力的提升,这与监督假说理论相符。从整体业绩优于机构投资者参与的情况可以看出,掌握信息比较充分的企业内部人在定向增发中处于有利地位,这与信息不对称理论相符。

3. 以大股东、大股东关联方、机构投资者为定向增发对象以及仅以机构投资者作为主要的定向增发对象的企业在项目融资型定向增发后公司业绩出现了先下降后上升的趋势,下降幅度较大,但在增发后的第四年业绩均出现上升,且仅以机构投资者作为主要定向增发对象的企业业绩上升得更为明显,可以看出机构投资者更加关注企业长期业绩的提升,而非注重短期利益。

4. 选择不同的项目融资型定向增发对象的企业,其定向增发当年公司业绩有着明显区别。仅以机构投资者作为主要定向增发对象的公司普遍存在定向增发当年业绩最佳,以大股东、大股东关联方、机构投资者为定向增发对象的公司定向增发当年业绩次之,以大股东及大股东关联方为增发对象的公司定向增发当年业绩最差。可以看出公司决策层在进行

定向增发时点选择时充分考虑了发行对象的不同,当大股东、大股东关联方等企业内部人参与定向增发时,选择公司业绩差时进行,内部人可以较低的成本参与定向增发;而有机构投资者等企业外部人参与定向增发时,选择公司业绩最佳时进行,外部人需以较高的成本参与定向增发,并且只有公司业绩佳、项目发展前景良好的公司才更容易吸引机构投资者参与其项目融资型定向增发。

### (二) 政策建议

1. 监管部门要加强对定向增发资金使用的监管。虽然某些公司在定向增发过程中存在利益输送问题,损害了中小股东利益,但不能以偏概全地全盘否定定向增发给公司带来的新的发展机会,尤其项目融资型定向增发会涉及发展前景广阔又与实体经济密切联系的项目。因此,监管部门应当加强对定向增发资金使用的监管,对于上市公司真正的融资需求、资金流向和发行后的财务信息披露等行为都要进行更为严格的监控,避免大股东及关联方损害中小股东利益,同时完善有关资金使用监管的法律法规,对不当行为予以惩处,真正做到有法可依、执法必严、违法必究。

2. 鼓励符合公司发展目标的项目融资型定向增发。对于上市公司,实施符合公司发展目标的良好项目是提升公司业绩的关键之一,这类项目有利于公司业务完善、技术领先、成本降低和产业链完备,只有公司有信心在实施项目后能够获得,才会积极推进项目融资型定向增发。所以,建议相关审核部门关注项目融资型定向增发所涉项目的可行性报告,并参与其合理合规性审核,审核通过后给予相应优惠政策以鼓励项目融资型定向增发。

3. 关注定向增发后公司的持续盈利能力。定向增发的正公告效应已普遍被大家接受,但定向增发后的持续盈利能力并未被广泛关注。以项目融资型定向增发为例,相关项目一般属于消耗资金量较大、建设工期较长的持续性项目,因此在项目未完工前极有可能造成公司业绩的下降,而项目完工产生收益后又带来了公司业绩的上升。大多研究者并未分开考虑项目的建设期与完工产生收益期,因此,本文建议无论是监管机构还是股东,都应更加关注定向增发后公司的持续盈利能力,避免短期投机行为,优化资本市场的发展。

### 主要参考文献:

李菊. 定向增发类型对上市公司业绩影响的实证研究[J]. 东北财经大学学报, 2009(3).

郭兰英, 纪磊磊, 侯增杰. 定向增发模式下整体上市公司财务绩效分析[J]. 财会月刊, 2010(35).

悦燕, 毛小松. 上市公司定向增发的长期财务绩效实证研究[J]. 财会月刊, 2012(29).

作者单位: 1. 浙江工业职业技术学院, 浙江绍兴 312000; 2. 云南财经大学会计学院, 昆明 650221