

择时融资会恶化公司的经营业绩吗？

王振山, 王秉阳

(东北财经大学金融学院, 辽宁 大连 116025)

内容提要:本文以2007—2012年我国沪深A股市场的定向增发公司为样本,通过双重差分法考察了择时融资对企业经营业绩的影响。研究发现,定向增发会导致企业经营业绩下滑,而择时融资企业的下滑更加明显;大股东行为会影响择时融资与经营业绩之间的作用关系,对于大股东参与认购的定向增发公司来说,择时融资对经营业绩的负面影响更加突出;如果募集资金被用于并购,那么择时融资将不会对经营业绩产生显著影响。本文的研究说明,只有强化对募集资金使用的内部控制,实体经济才能从资本市场的繁荣中获益。

关键词:择时融资;经营业绩;大股东参与;双重差分法

中图分类号:F275.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)07—0183—16

一、引言

定向增发能够帮助企业积聚资本,把握发展机遇,是近年来我国上市公司募集长期资金的重要手段。市场择时理论认为,上市公司会借助股价高估的时机发行股票,以获取更大的融资收益(Ritter & Loughran, 1995; Baker & Wurgler, 2000; 王正位等, 2007)。由于我国长期执行发行核准制度,上市公司需要等待较长的审核期才能实施再融资。因此,这可能会造成市场条件与实际融资时机的错配。但对于定向增发来说,其定价时点一般会选择在股东大会或董事会决议日,而不是审核通过日,这意味着,上市公司仍然有能力把握有利的融资时机。根据Wind资讯的统计,在“牛市”行情之下,我国上市公司2015年共实施定向增发793次,较前一年增长了63.5%,这一现象表明,我国上市公司确实存在着融资时机的选择。然而,目前关于择时融资的研究大多集中于上市公司的行为决策,并未深入地探讨择时行为可能产生的经济后果。特别是在我国经济步入新常态的大背景下,资本市场服务于实体经济显得尤为重要,那么择时融资究竟会对企业的经营业绩造成何种影响呢?

国内外资本市场的实践已经表明,上市公司在股权再融资后往往会出现市场回报与经营业绩的中长期下滑,这一现象也被称为“SEO业绩之谜”(Spiess & Affleck-Graves, 1995; 倪敏、张耀中, 2012; 许致维、李少育, 2014)。再融资对经营业绩的短期冲击源于资产扩张造成的业绩稀释,对于中长期业绩的滑坡,学术界则主要归结为事前的盈余管理和募集资金使用的无效率(Teoh等, 1998; 宋衍衡, 2008)。

相较于一般的股权再融资,择时融资在融资目的、权益成本以及资金规模等方面都具有特殊性,这可能会加剧它对经营业绩的负面影响。一方面,择时融资利用股票错误定价提高了募集资金的规模,这对管理者统筹规划与市场把控的能力提出了更高的要求,在短期投资机会有限的情况下,极易造成边际收益的递减;另一方面,企业急于把握短暂的融资时机,事前的投资规划往往缺乏足够的科学性和审慎性,这一行为违背了“量出为入”的融资原则,大大提高了投资项目选择的主观性与随意性。可见,在择时融资的背景之下,资金的归集与使用往往难以实现有效均衡,这将进一步降低资金使用效率,导致企业经营业绩出现更为严重的恶化。

收稿日期:2017-01-06

作者简介:王振山(1964-),男,吉林白城人,教授,博士生导师,金融学博士,研究领域是公司金融, E-mail: wangzhenshan@dufe.edu.cn; 王秉阳(1988-),男,山东郓城人,博士研究生,研究领域是公司金融, E-mail: coolergo2@163.com。通讯作者: 王振山。

对于定向增发来说,上市公司大股东是重要的决策者和参与者。参与认购的大股东会更加关注公司的经营成果,积极地对经理人实施监督。因此,上市公司往往会提供一定的发行折价作为对大股东支持行为的补偿(Wruck,1989)。在择时融资的情况下,虽然发行价格较高,但部分大股东为了增强机构投资者信心,避免定向增发计划流产,也会选择参与认购。此时,大股东的监督成本得不到有效补偿,其参与公司经营、支持企业发展的热情降低。另外,过高的支付对价也会提高大股东的流动性压力,强化他们的机会主义动机。虽然募集资金的使用具有严格的监管限制,但控制性大股东仍然可以通过“掏空”行为转移其他流动资金,然后再通过变更募集资金用途来弥补缺口。高股价扭曲了大股东的行为动机,因此,大股东参与行为可能会对择时融资与经营业绩之间的作用关系产生重要影响。

本文以2007—2012年沪深A股市场的定向增发公司为样本,通过双重差分法(Difference in difference, DID)考察择时融资对企业经营绩效的特殊影响,并依据大股东的参与行为进行分组比较。实证结果表明,定向增发后,企业的经营业绩会出现下滑,而择时融资企业的下滑更加严重;在大股东参与认购的情况下,择时融资对经营业绩的负面影响更加显著。进一步研究发现,资金的使用方式也会影响业绩变化,进行并购的定向增发企业并不会出现明显的业绩滑坡。本文的研究表明,资本市场的活跃并不意味着实体经济的繁荣,只有不断完善市场定价机制,强化上市公司的内部控制,金融活动才能更好地为经济发展提供服务与支持。

本文的创新之处在于:首先,通过对企业经营绩效的考察,将择时融资的研究进一步扩展到经济后果的分析上,对当前的文献进行了补充和完善;其次,实证过程使用了双重差分法来对比择时融资与非择时融资公司在定向增发前后的业绩变化,同时,还通过分组匹配法对未融资企业施加了控制,这样,能够减少不可观测因素对事件研究的干扰,提高结论的可靠性;最后,本文立足于我国资本市场股权相对集中、信息透明度较低的现实背景,从大股东行为动机和资金使用方式的角度出发,更加全面细致地考察了择时融资行为与经营业绩之间的作用机制。

二、文献回顾与研究假设

1. 文献回顾

(1)择时融资。对于上市公司的融资决策,市场择时理论在经典资本结构理论的基础上放松了市场有效假定,指出投资者的理性是有限度的,股票市场中普遍存在着错误定价。公司管理者会选择在股价高估时融资,在股价低估时回购,以此来获取更大的融资收益(Ritter & Loughran,1995;Stein,1996)。

大量的实证研究对市场择时理论进行了验证。Baker & Wurgler(2000)设计了外部融资加权市账比指标,以此来衡量上市公司过去的融资择时行为,研究发现,这一指标与公司的财务杠杆负相关,说明择时融资对资本机构具有持续性影响;Graham & Harvey(2001)对公司高管进行了问卷调查,结果表明,超过60%的CFO会在融资决策时考虑股票的近期市场表现,他们会更倾向于在股价高估时发行股票;Kayhan & Titman(2004)以及Alti(2006)则指出,市账比指标包含了公司的成长性,并不能很好地反映股票估值水平,在更换指标后他们发现,择时融资对资本结构的影响并不具有持续性。国内学者也对这一问题进行了验证,刘澜飏、李贡敏(2005)以及王正位等(2007)均发现,在严格的发行监管之下,我国资本市场并不支持Baker & Wurgler(2000)的结论,择时融资对资本结构只有短期影响;束景虹(2010)发现,我国股权再融资存在明显的周期性热潮,股价高估的“机会窗口”是造成这一现象的重要原因;罗琦、付世俊(2014)以盈余管理作为择时指标,发现控制性大股东会主动地抬高股票价格,市场时机与再融资行为之间存在双向因果关系。

(2)股权再融资与业绩下滑。股权再融资除了会产生短期的负面公告效应以外,往往还会导致长期的业绩下滑,这一现象也被称为“SEO业绩之谜”。Ritter & Loughran(1995)研究了美国上市公司20年的股票数据,发现再融资公司的五年长期市场收益仅为未融资公司的一半;类似地,Spiess & Affleck-Graves(1995)在控制了行业、资产规模以及估值水平等因素后也发现,实施股权再融资的公司长期市场回报偏低;Lough-

ran & Ritter(1997)的研究则表明,在实施股权再融资之后,公司的长期经营业绩同样也存在着明显的下降趋势。

对于再融资公司业绩下滑的原因,Teoh等(1998)认为,大股东和管理者为了谋取私利,会通过粉饰业绩数据的方式来推高股票发行价格,一旦投资者了解了公司的真实经营状况,股票价格就会随之大幅下降。国内学者也大多是从盈余管理的角度展开分析,对我国再融资公司的业绩变化进行了检验,基本上支持了Teoh等(1998)的结论(徐寿福、龚仰树,2011;李增幅等,2011)。Loughran & Ritter(1997)以及Cai(1998)则将其归结为募集资金使用的无效率,他们认为,获得融资的企业会在乐观情绪的作用下挥霍资金,最终导致长期经营业绩不佳;我国上市公司内部控制不够完善,募集资金使用效率低下的问题更加突出,朱云等(2007)认为,我国公司的再融资行为具有“圈钱”性质,募集资金闲置和使用方式变更的现象十分普遍;宋衍蘅(2008)也发现,募集资金使用的方式与效率是影响公司长期经营业绩的关键因素。

(3)文献总结。本文关注了股权再融资中的两个重要问题,即融资过程中的市场择时以及融资实施后的业绩下滑。通过回顾以上文献可以发现,对于择时融资的研究大多只是关注了上市公司的决策过程及其对资本结构的影响,而关于“SEO业绩之谜”的讨论则较少考虑市场环境和发行价格因素。本文试图以我国的定向增发公司为样本,将择时行为与“SEO业绩之谜”的分析进行有机结合,将市场择时理论的相关研究由行为决策进一步拓展到经济影响上,从而为资本市场更好地服务于实体经济提供证据支持。

2. 假设提出

上市公司实施定向增发的目的是为了谋求发展,因此,合理有效地使用资金是一切融资活动的出发点与落脚点。企业的投融资活动作为一个有机的整体,共同决定了资本市场的资金配置效率。单纯从融资的角度上来讲,择时融资有助于企业降低权益成本、扩大融资规模,是管理者在非理性市场行情下做出的理性选择。但是,这些资金如果想要真正发挥作用,还需要企业进行科学的经营规划,并对整个投资决策流程实施严格的内部控制。否则,在资金使用效率低下的情况下,择时融资非但不会推动企业发展,反而会拉低企业经营活动的边际收益。

许多学者都发现,上市公司在股权再融资之后会出现中长期业绩的恶化,这一现象也被称为“SEO业绩之谜”。根据投资产出的一般框架,这种业绩下滑即意味着资金的使用缺乏效率。现实证据也表明,融资企业普遍存在着盲目扩大投资的问题。相较于一般的股权再融资,择时融资的权益成本更低,同时,融资规模也相对更大,这会加剧资金的挥霍浪费问题,导致经营业绩出现更为严重的恶化。具体来说,择时融资可能会从以下两个方面强化企业经营绩效的下滑趋势:

第一,择时融资提高了募集资金的规模。这虽然为企业发展提供了更加丰富的资源,但也会对管理者的投资决策能力提出更高的要求。管理者的教育背景、经验履历以及企业家精神直接决定了其对市场形势的把控能力,因此,能够在相当程度上影响投资项目可能产生的回报(张敦力、江新峰,2015)。募集的资金规模越大,就越容易触及到管理者决策能力的“天花板”,投资失误的风险不断放大。另外,短期内投资机会往往相对有限,过大的融资规模可能会超出实际的资金需求,造成部分资金的投资等待时间过长。融资企业的现金持有水平提高,虽然有助于企业在长期内进行更加有效的投资安排,但资金的闲置会产生大量的机会成本。同时,也会给管理者和大股东的私利行为创造更大的空间(Jensen & Meckling,1976; Jensen,1986)。在这种情况下,择时融资所带来的过量融资反而可能会成为企业经营业绩恶化的重要原因。

第二,择时融资扭曲了定向增发行为的目的。在股价快速上涨的情况下,管理者为了把握短暂的“机会窗口”而急于实施融资,事前的投资计划可能缺乏长期科学的论证。这种融资行为更多地考虑了价格因素而不是真实的资金需求,违背了“量出为入”的融资原则。因此,资金使用的主观性和随意性大大提高,不可避免地会出现非效率投资的问题。与此同时,管理者为了谋取个人利益也有动机进行过度投资,以此来构建商业帝国(Baker等,2002;罗琦、贺娟,2015)。在有限的投资空间之下,过度的投资扩张会降低资金的边际回报,进而拉低了经营活动的平均绩效。

可见,定向增发企业尽管通过择时融资扩大了融资规模,但难以在短时间内充分地消化和利用。相较于一般的定向增发,择时融资企业无论是选择留存资金还是过度投资,经营业绩的恶化都会更加严重。因此,本文提出如下假设:

H₁:企业的经营业绩会在定向增发后出现下滑,而择时融资企业的下滑会更加严重。

与配股和公开增发不同,定向增发是面对少数投资者的非公开发行。在这一过程中,上市公司的大股东既是融资决策的制定者,同时,也是发行认购的重要参与者。我国资本市场发展起步较晚,上市公司大多是由国有企业或家族企业转化而来,一股独大的问题仍然十分突出。在这一背景下,大股东参与认购的行为动机可能会对企业的资金使用和长期绩效产生重要影响。

上市公司的经营状况与大股东的利益密切相关,因此,大股东参与认购的一个目的可能是为公司发展提供支持。Friedman 等(2003)的大股东支持理论认为,在市场环境不佳的情况下,大股东会主动帮助公司解决发展困境,以期在企业长期经营中获得稳定回报;章卫东、李海川(2010)发现,大股东通过定向增发向上市公司注入优质资产,能够有效地推动经营效率的提升。另外,参与定向增发还能够强化大股东与公司的利益一致性,使其更加积极地对经理人实施监督,提高了企业经营管理的整体效率。需要注意的是,在股权高度集中、投资者保护制度不够完善的情况下,大股东也会有利用定向增发追求短期利益的冲动。代理理论指出,如果大股东的行为缺乏有效的监督约束,他们就会对小股东的利益进行掠夺和侵占(La Porta 等,1999)。大股东能够凭借控制权优势对融资决策过程施加重要影响,因此,定向增发极有可能成为他们利益输送的工具。总而言之,大股东在选择参与认购时,往往会在公司长期经营回报与短期个人利益之间进行权衡,支持动机与私利动机往往是共同存在、相互混合的。

从理论上讲,理性的大股东会选择在股价较低的时点参与定向增发。然而,在上市公司进行择时融资之后,过高的股价往往导致其难以找到足够的交易对手,大股东为了提振外部投资者信心,避免定向增发计划流产,往往不得不进行兜底式的认购。此时,大股东参与行为和上市公司的择时融资之间存在着一定的结合,这将显著地改变大股东的参与动机和行为策略,进而对募集资金的使用效率和公司经营业绩产生重要影响。

首先,在择时融资的情况下,大股东的支持行为难以得到合理补偿。在参与认购之后,出于支持目的的大股东不仅会更加关注公司的经营效率,强化对经理人的监督管理,还会从生产技术、社会资源等方面继续为企业提供帮助。因此,上市公司往往会提供一定的发行折价作为大股东监督成本和支持行为的补偿(Wruck,1989;Hertzel & Smith,1993)。然而,在择时融资的背景下,即便存在着一定的折扣,实际的发行价格仍然可能会超出股票的内在价值。此时,大股东的支持行为非但得不到补偿,反而可能会由于溢价认购遭受短期利益的损失,这将削弱大股东持续支持公司发展的动力。另外,大股东对经理人进行监督约束需要付出一定的信息与人力成本,过高的认购价格也会降低大股东参与公司经营、强化内部治理的热情。如果大股东监督失位,经理人的过度投资倾向将缺乏有效约束。在投资项目实施过程内部控制不足的情况下,资金使用效率低下的问题会更加突出,经营业绩也将面临更为严重的下滑。

其次,过高的支付对价会提高大股东的短期资金压力,强化其机会主义的私利动机。定向增发从少数投资者手中筹集巨额资金,如果采用现金的方式进行支付,那么参与认购的大股东将会面临较大的短期资金压力。择时融资行为提高了发行认购价格,将进一步扩大大股东的流动性缺口。即便通过股权质押等方式提高了财务杠杆,大股东仍然会面临较大的还本付息压力。这种情况下,大股东的短期私利动机会得到强化,因此,他们会更多地通过“隧道”行为来掏空上市公司,以此来满足自身的资金需求。赵玉芳等(2011)发现,在投资者保护制度不完善的情况下,现金分红会异化为利益输送的工具。大股东在参与定向增发之后,会迫使上市公司扩大现金分红,以降低其实际认购成本,缓解资金压力。除此之外,大股东也会通过关联交易占款等方式挪用上市公司资金。虽然目前我国规定募集资金的使用应当由上市公司、主办券商和存管银行实施三方监管^①,但在现实中,大股东往往可以先通过关联交易占用公司的其他流动资金,然后再更

^①见2016年发布的《挂牌公司股票发行常见问答(三)》。

改募集资金的使用方向,来弥补公司的流动性缺口。近年来,定向增发企业将资金使用方式由投资变更为补充营运资本的现象屡见不鲜,可见大股东仍然存在挪用募集资金的可能。

综上所述,在大股东参与行为和市场择时相结合的情况下,过高的认购价格会降低大股东支持动机,同时,也会强化其机会主义行为。因此,募集资金的使用效率会进一步下滑。因此,本文提出如下假设:

H₂:对于大股东参与认购的公司,择时融资带来的业绩下滑更加显著。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文以2007—2012年我国沪深A股市场中实施定向增发的上市公司为研究样本,考察择时融资对企业经营绩效的影响。由于研究过程中需要使用定向增发前两年和后三年的数据来对比经营业绩的变化,因此,最终回归样本的时间区间为2005—2015年。为了避免连续融资形成的观察期交叉对实证结果造成干扰,对于样本期内实施两次或两次以上定向增发及其他形式再融资的公司,本文仅保留了第一次的数据。遵照相关研究的惯例,本文还剔除了:(1)金融与保险行业的样本;(2)发行可转换债券的样本;(3)数据缺失的样本。最终,本文得到了543次定向增发事件,共计3258个公司年度数据。另外,为了控制行业周期等因素对经营业绩的影响,本文还选取了6745个未融资样本,通过分组匹配的方法对定向增发公司的业绩进行调整。对于这些匹配数据,本文要求其在之前三年和之后三年都没有发生过股权再融资,这样可以保证不会受到融资滞后效应的影响。所有数据均来自于国泰安CSMAR数据库,其中,连续数据都经过双侧5%的Winsorize处理,消除了异常值。回归分析过程采用了STATA12,而经营业绩的匹配调整过程则是通过Vba程序实现。

2. 变量的定义与计算

本文试图通过择时融资与非择时融资公司在定向增发前后的业绩对比,考察择时融资对企业经营业绩的长期影响。在此基础上,本文还根据大股东是否参与认购以及参与程度进行了分组比较。

(1)经营业绩。本文选取总资产收益率ROA和净资产收益率ROE作为经营业绩的指标,这两个变量代表了上市公司或股东拥有的每一元资产所能产生的回报,因此,能够更好地反映定向增发企业对募集资金的使用效率。需要注意的是,由于受到行业环境和生命周期等因素影响,样本公司即便在没有实施定向增发的情况下,也会存在着经营业绩的变化。为了控制这种内在的变化趋势,更加准确地考察定向增发对经营业绩的外生冲击,本文借鉴Baber & Lyon(1996)的思路,为定向增发企业选取了控制组样本。具体地,将未融资的公司年度数据按如下标准与样本企业进行匹配:(1)行业相同;(2)资产规模处于样本企业的70%~130%之间;(3)经营业绩ROA处于样本企业的90%~110%之间。如果没有数据全部满足以上三个条件,则去掉业绩条件,只进行行业与资产的匹配。如果仍然无法获得匹配数据,就将所有同行业企业作为控制组样本。匹配完成之后,将定向增发企业的经营业绩减去控制组样本的业绩中值,就得到了调整的总资产收益率AROA和净资产收益率AROE。

(2)择时融资。以往的研究通常采用市账比或者是加权平均的市账比作为择时融资的判断标准,而Ali(2006)则认为,市账比还包含了公司的基本面信息和成长性因素,并不能很好地反映股价是否高估。鉴于此,本文通过回归方法剔除市账比中的基本面因素,提取出错误定价成分,模型具体设定如下:

$$MB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 CON_{i,t} + \beta_4 HFD_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \beta_6 SOE_{i,t} + \beta_7 ADT_{i,t} + \beta_8 DUAL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

这一模型的主要思想是通过回归方法估计出股票的理论价格,从而识别出真实价格中被错误定价的部分。回归样本包含了所有融资与未融资的公司,这样可以避免单纯使用融资样本而产生自选择偏误。其中,*i*和*t*代表第*i*家公司第*t*年的数据。被解释变量*MB*为市账比,而解释变量则涵盖了财务状况和股权结构等基本面因素,具体定义如表1所示。为了使计算结果更加可靠,对于定向增发的定价年份,本文没有直

接使用市账比的年末值,而是根据实际融资价格对 MB 进行了重新计算^①。回归的残差项代表了不能被公开信息解释的错误定价 MP , 本文根据错误定价的严重程度, 设定了两个虚拟变量 $MT1$ 和 $MT2$, 衡量定向增发企业是否进行了择时。当发行价格中的 MP 大于定向增发样本的 75% 分位数时, $MT1$ 取 1, 否则取 0; 当发行价格中的 MP 大于全部定向增发与未融资样本的 75% 分位数时, $MT2$ 取 1, 否则取 0。

(3) 大股东参与。反映大股东参与认购的虚拟变量 BUY , 在大股东认购时取 1, 反之取 0。需要注意的是, 当大股东认购水平低于外部投资者时, 大股东的持股比例反而会下降, 这可能会影响大股东与上市公司的利益一致性, 进而影响其参与认购的行为动机。因此, 本文还建立了衡量大股东认购程度的虚拟变量 INC , 当大股东参与认购并且持股比例上升时取 1, 否则取 0。

实证过程所使用的其他变量如表 1 所示。

变量	定义
经营业绩	$AROA$ 经过行业、资产和业绩调整的总资产收益率
	$AROE$ 经过行业、资产和业绩调整的净资产收益率
市场择时	$MT1$ 错误定价超出定增样本的 75% 分位数时取 1, 否则取 0
	$MT2$ 错误定价超出定增与未融资样本的 75% 分位数时取 1, 否则取 0
定向增发	RF 定向增发之前取 0, 定增当年和后三年取 1
大股东参与	BUY 大股东参与认购时取 1, 否则取 0
	INC 大股东参与认购且持股比例上升时取 1, 否则取 0
控制变量	$SIZE$ 总资产的自然对数
	LEV 资产负债率
	CON 第一大股东持股比例
	HFD 赫芬达尔指数, 为前五大股东持股比例的平方和
	$GROWTH$ 销售收入的增长率
	SOE 所有权性质, 国有上市公司取 1, 否则取 0
	$DUAL$ 董事长和总经理兼任时取 1, 否则取 0
ADT 审计师, 聘用四大会计师事务所审计时取 1, 否则取 0	

资料来源: 本文整理

3. 模型设计

双重差分法能够考察处理组和对照组样本在特定事件前后的变化, 同时, 可以有效地控制遗漏变量和不可观测因素造成的回归结果偏误, 因此, 被广泛地应用于事件研究和政策效果分析中(黄晓薇、郭敏, 2014)。本文的研究事件为定向增发, 控制组和对照组样本分别为择时融资与非择时融资企业, 具体的模型设定如下:

$$AROA_{i,t} \text{ (or } AROE_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 MT_i + \alpha_2 RF_{i,t} + \alpha_3 DID_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, 被解释变量 $AROA$ 和 $AROE$ 为经过调整的经营业绩; 解释变量 MT 为市场择时虚拟变量; RF 为定增事件虚拟变量, 而 $Control$ 则包含了代表公司特征的控制变量; DID 为 MT 与 RF 的交乘项, 代表了择时融资与非择时融资、定向增发之前与之后的双重差分, 它的系数能够反映出择时融资对经营业绩的特殊影响。根据假设 H_1 , 择时融资企业在定向增发之后业绩下滑会更加严重, 因此, 本文推测 DID 的系数符号显著为负。

四、实证结果

1. 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计结果。从表 2 中可以看到, $AROA$ 和 $AROE$ 的标准差较大, 但均值接近于

^① 由于我国企业定向增发需要经过证监会审核, 发行定价与最终的发行上市往往要间隔较长的时间, 有时甚至需要跨年。鉴于此, 本文在计算 MP 时使用了定价年份的数据, 而在经营业绩的分析中则是以发行年份作为定向增发前后的划分标准。

0,这可能是由于样本企业的经营业绩在融资前后发生了变化,但平均来看,与未融资企业并无明显差异。本文将定向增发企业中错误定价最高的四分之一定义为择时融资,因此,MT1 和 MT2 的均值十分接近,分别为 0.237 和 0.265^①。虚拟变量 BUY 和 INC 的均值表明,定向增发样本中,大股东参与认购的约有 48.0%,而大股东持股比例上升的约占 31.3%。在控制变量中,LEV 的均值为 0.512,但最小值仅为 0.182,可见,许多仍然具有负债空间的企业也选择了定向增发。SOE 的均值为 0.364,表明民营企业可能面临着一定的债务融资约束,因此,实施定向增发的动机更强。

表 2 描述性统计

变量	均值	中值	最大值	最小值	标准差
AROA	-0.002	-0.007	0.081	-0.066	0.036
AROE	0.003	-0.001	0.150	-0.139	0.070
MT1	0.237	0	1	0	0.425
MT2	0.265	0	1	0	0.441
BUY	0.480	0	1	0	0.499
INC	0.313	0	1	0	0.463
SIZE	22.175	22.041	24.432	20.390	1.087
LEV	0.512	0.523	0.797	0.182	0.175
CON	0.378	0.363	0.653	0.157	0.144
HFD	0.180	0.154	0.430	0.036	0.112
GROWTH	0.241	0.162	1.348	-0.274	0.379
SOE	0.364	0	1	0	0.481
ADT	0.061	0	1	0	0.239
DUAL	0.163	0	1	0	0.369

资料来源:本文整理

表 3 通过分年度的均值比较,初步考察了择时融资与非择时融资企业经营业绩变化的差异。其中,t 年为定向增发当年,Mean1 为定向增发前(t-2 和 t-1 年)的业绩均值,Mean2 为定向增发后(t 年到 t+3 年)的业绩均值,diff 为均值差异。可以看到,择时融资企业的 AROA 和 AROE 在定向增发前后都为正数,且显著地高于非择时融资企业,这可能是由于这些企业为了创造融资时机而进行了盈余管理。需要注意的是,两类企业在定向增发之后都出现了经营业绩的下降,且择时融资企业的下降幅度更大。以 AROA 为例,定向增发前 Mean1 的差异为 0.038,在定向增发之后 Mean2 的差异减小为 0.024,缺口缩小了 0.013。这一结果表明,择时融资会导致经营业绩出现更为严重的下滑,初步证实了本文的假设 H₁。

表 3 分年度均值比较

时间	AROA			AROE		
	非择时	择时	diff	非择时	择时	diff
t-2	-0.009	0.019	0.028***	-0.022	0.021	0.043**
t-1	-0.005	0.039	0.044***	0.035	0.073	0.037*
t	-0.007	0.021	0.028***	-0.007	0.020	0.027***
t+1	-0.008	0.021	0.029***	-0.057	0.018	0.073**
t+2	-0.011	0.012	0.023***	-0.017	0.015	0.032***
t+3	-0.013	0.003	0.017***	-0.019	0.001	0.020**
Mean1	-0.008	0.029	0.038***	0.006	0.047	0.040*
Mean2	-0.009	0.014	0.024***	-0.025	0.013	0.038***
Diff-mean	-0.001	-0.014	-0.013**	-0.032***	-0.035**	-0.003

注: *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

^①二者的差异是由于设定标准的基础样本不同。

2. 择时融资与经营业绩的双重差分回归分析

在分年度描述性统计的基础上,本文进一步通过双重差分法来考察择时融资对经营业绩的影响。双重差分法需要样本满足“自然实验”的假设条件,但由于在公司金融的事件研究中分组过程通常难以实现随机抽样,因此,需要进行实验前检验。陈林、伍海军(2015)指出,在分组不满足随机抽样的情况下,要保证回归残差的分组条件期望接近于0。经检验,本文中各回归方程全部满足这一条件。另外,本文借鉴了郑新业等(2011)的思路,比较了事件发生前处理组与控制组的业绩变化趋势。图 1A 和图 1B 反映了定向增发前后的经营业绩变化情况,其中,择时融资与非择时融资的划分标准为 *MT1*。可以看出,在时间 *t* 之前择时融资组和非择时融资组基本上保持着相同的变化趋势,因此,可以认为,本文的分组是恰当的,可以使用双差分模型进行回归。

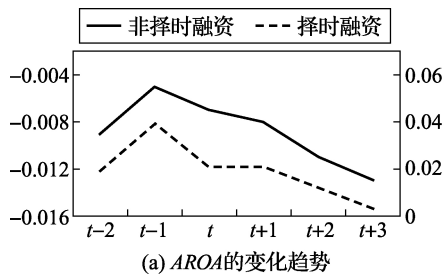


图 1A AROA 的变化趋势
资料来源:本文绘制

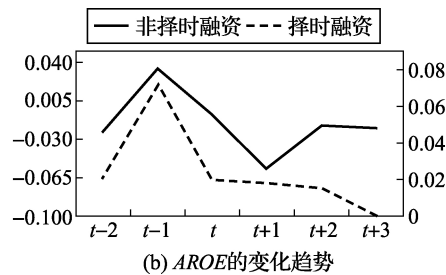


图 1B AROE 的变化趋势
资料来源:本文绘制

相较于常见的事件研究,定向增发的时间并不统一,这意味着,单独使用定向增发事件虚拟变量 *RF* 可能无法完全控制时间固定效应。Wooldridge 检验的结果也表明,样本数据存在一定的序列相关性,因此,本文在双重差分模型中加入了年度虚拟变量。另外,考虑到定向增发对不同行业的影响可能存在差异,为了保证结论的稳健性,回归方程还控制了行业固定效应。

表 4 为双重差分模型的回归结果。首先,可以看到 *RF* 的系数为负,在 *AROA* 的回归中不显著,在 *AROE* 的回归中在 1% 的水平上显著。这一结果表明,即便不进行择时融资,定向增发也会引起业绩下滑,我国资本市场确实存在着“SEO 业绩之谜”。择时融资变量 *MT1* 和 *MT2* 的系数显著为正,而双重差分变量 *DID* 的系数则始终显著为负,这意味着,择时融资企业虽然具有更好的经营业绩,但在定向增发之后业绩的下滑幅度也更大。这一结论与描述性统计一致,支持了本文的假设 H_1 ,即择时融资会导致经营业绩进一步恶化。在控制变量中,*CON* 的系数显著为负,而 *HFD* 的系数为正,说明股权结构与经营业绩的关系是相对混合的。另外,*SIZE*、*LEV* 以及 *SOE* 的回归系数也都十分显著,规模更大、杠杆更低的民营企业经营绩效更加突出。

表 4 择时融资与经营业绩

变量	AROA		AROE	
	<i>RF</i>	-0.002 (-1.01)	-0.002 (-1.05)	-0.012*** (-3.69)
<i>MT1</i>	0.014*** (6.97)		0.031*** (6.95)	
<i>DID1</i>	-0.004** (-2.26)		-0.008*** (-2.85)	
<i>MT2</i>		0.013*** (6.53)		0.028*** (6.66)
<i>DID2</i>		-0.003** (-2.32)		-0.007** (-2.36)
<i>SIZE</i>	0.005*** (7.28)	0.005*** (7.42)	0.013*** (8.83)	0.013*** (8.93)

变量	AROA		AROE	
<i>LEV</i>	-0.097 *** (-25.95)	-0.098 *** (-26.13)	-0.050 *** (-6.40)	-0.052 *** (-6.56)
<i>CON</i>	-0.049 *** (-3.11)	-0.048 *** (-3.09)	-0.076 ** (-2.31)	-0.075 ** (-2.28)
<i>HFD</i>	0.111 *** (5.43)	0.111 *** (5.43)	0.203 *** (4.72)	0.203 *** (4.72)
<i>GROWTH</i>	0.020 *** (14.47)	0.020 *** (14.48)	0.046 *** (15.52)	0.047 *** (15.54)
<i>SOE</i>	-0.007 *** (-6.16)	-0.007 *** (-6.25)	-0.014 *** (-5.41)	-0.014 *** (-5.51)
<i>ADT</i>	-4e-4 (-0.16)	-4e-4 (-0.16)	-0.001 (-0.22)	-0.001 (-0.22)
<i>DUAL</i>	0.002 (1.33)	0.002 (1.38)	0.002 (0.82)	0.002 (0.87)
<i>C</i>	-0.078 *** (-5.22)	-0.080 *** (-5.33)	-0.282 *** (-8.94)	-0.284 *** (-9.02)
<i>IND/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3258	3258	3258	3258
<i>R²</i>	0.353	0.351	0.252	0.252

注:括号中为 *t* 值;*、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

3. 大股东参与行为的分组分析

根据本文的假设 H_2 , 大股东参与行为与择时融资可能存在着一一定的结合, 在较高的发行价格之下, 大股东行为动机的变化会对公司的经营业绩产生影响。因此, 本文分别根据大股东参与行为和参与程度进行分组, 通过回归结果的对比来考察大股东行为对择时融资作用机制的影响。

在表 5 的 Panel A 中, 本文按照大股东是否参与进行分组回归, 大股东不参与组和参与组(此后简称为不参与组和参与组)的样本规模分别为 1692 和 1566。定向增发虚拟变量 *RF* 的系数全部为负, 但仅在不参与组的 *AROE* 回归中显著, 再次说明未择时融资企业在定向增发之后也会出现经营业绩的滑坡。择时融资变量 *MT1* 和 *MT2* 的系数均显著为正, 与此前的描述性统计和回归结果一致, 表明择时融资企业平均来看具有更高的业绩水平。对于本文所关注的双重差分变量 *DID1* 和 *DID2*, 其系数在不参与组中并不显著, 而在参与组中则全部显著为负。在大股东参与的情况下, 上市公司的择时融资行为提高了认购成本。这一方面意味着, 大股东的监督成本得不到合理补偿, 支持动机下降; 另一方面则会导致其短期资金压力上升, 私利动机增强。这种情况下, 募集资金的使用效率会进一步下滑, 经营业绩也会出现更为严重的恶化。这一结论支持了本文的假设 H_2 , 即对于大股东参与认购的公司来说, 择时融资对经营业绩的负面影响更加明显。

除了大股东是否参与认购以外, 参与的程度也会对择时融资与经营业绩之间的作用关系产生影响。当大股东参与程度较高、认购水平超出外部投资者时, 其持股比例会出现上升。因此, 表 5 的 Panel B 按照大股东持股比例是否上升进行了分组回归。其中, 大股东持股比例不上升组和上升组(此后简称为不上升组和上升组)的样本规模分别为 2238 和 1020。可以看到, *RF* 的系数在不上升组中显著为负, 而在上升组中则并不显著。择时融资变量 *MT1* 和 *MT2* 的系数均显著为正, 与此前一致。与 Panel A 的结果近似, *DID1* 和 *DID2* 的系数均为负, 但仅在上升组显著。大股东认购比例越高, 择时融资对其认购成本的影响就越大。在巨大的短期资金压力下, 大股东的私利动机更强, 因此, 公司经营业绩的下滑更加显著。这一结果再次支持了本文的假设 H_2 。

表 5 基于大股东参与的分组回归

Panel A: 大股东是否参与								
变量	大股东不参与				大股东参与			
	AROA		AROE		AROA		AROE	
<i>RF</i>	-0.002 (-0.79)	-0.002 (-0.96)	-0.014 *** (-3.17)	-0.015 *** (-3.28)	-4e-4 (-0.16)	-3e-4 (-0.14)	-0.008 (-1.62)	-0.008 (-1.63)
<i>MT1</i>	0.015 *** (5.57)		0.030 *** (5.28)		0.012 *** (3.97)		0.029 *** (4.20)	
<i>DID1</i>	8e-4 (0.24)		0.003 (0.55)		-0.011 *** (-2.95)		-0.024 *** (-2.91)	
<i>MT2</i>		0.014 *** (5.38)		0.029 *** (-5.18)		0.010 *** (3.48)		0.025 *** (-3.86)
<i>DID2</i>		0.001 (0.49)		0.004 (-0.69)		-0.010 *** (-2.83)		-0.020 *** (-2.63)
<i>CONTROL</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1692	1692	1692	1692	1566	1566	1566	1566
<i>R</i> ²	0.405	0.405	0.333	0.333	0.386	0.384	0.272	0.270

Panel B: 大股东参与程度								
变量	大股东持股比例不上升				大股东持股比例上升			
	AROA		AROE		AROA		AROE	
<i>RF</i>	-0.003 * (-1.70)	-0.003 ** (-2.01)	-0.016 *** (-4.37)	-0.018 *** (-4.64)	0.002 (0.83)	0.003 (1.09)	-0.002 (-0.31)	-8e-4 (-0.11)
<i>MT1</i>	0.016 *** (6.38)		0.033 *** (6.40)		0.014 *** (3.72)		0.030 *** (3.55)	
<i>DID1</i>	-0.003 (-0.99)		-0.005 (-0.81)		-0.009 ** (-1.98)		-0.019 * (-1.84)	
<i>MT2</i>		0.015 *** (6.14)		0.032 *** (6.50)		0.013 *** (3.65)		0.028 *** (3.41)
<i>DID2</i>		-0.001 (-0.42)		-0.002 (-0.35)		-0.011 *** (-2.60)		-0.022 ** (-2.29)
<i>CONTROL</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>IND/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2238	2238	2238	2238	1020	1020	1020	1020
<i>R</i> ²	0.392	0.393	0.307	0.312	0.369	0.367	0.275	0.273

注:括号中为 *t* 值; *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

4. 进一步讨论:募集资金的使用方式

本文的理论分析认为,上市公司虽然可以通过市场择时融资募集巨额的资金,但难以进行充分有效的利用,因此,经营业绩会出现持续的滑坡。需要注意的是,这一推论的基础是募集资金被用于项目投资,而现实中募集资金具有不同的用途,这可能会对择时融资与经营业绩之间的作用机制产生影响。如果定向增发的目的是为了进行资产或股权的并购,那么择时融资行为对业绩的冲击可能会显著降低。首先,买入的

企业或子公司能够直接产生回报,不存在项目建设周期的问题,对经营业绩的稀释性影响降低。其次,并购行为往往会在定向增发同一时间或之后的短时间内完成,减小了大股东通过改变资金使用方式谋取私利的空间。同时,投资周期的缩短也会提高资金的整体使用效率。最后,被并购的标的公司为了增强并购方的信心,提高自身估值,往往会进行业绩承诺,这样就大大降低了业绩下滑的可能性。

为了考察募集资金使用方式对业绩变化的影响,本文将定向增发样本划分为并购组与非并购组。其中,并购组包含了资金使用方向为股权和资产收购的样本,其余样本则划入非并购组。表6为分组回归结果,并购组和非并购组的样本规模分别为1146和2112。可以看到,RF的系数在非并购组中显著为负,在并购组中为正,但仅在AROA的回归中显著。这一结果表明,将募集资金用于并购的定向增发企业并不会出现明显的业绩滑坡。择时融资变量MT1和MT2的系数全部显著为正,与之前一致。双重差分变量DID1和DID2的系数均为负,但仅在非并购组中显著。这说明,择时融资对经营业绩的负面影响主要是集中在非并购样本中,对定向增发并购企业的作用并不明显,资金使用方式确实会影响择时融资的作用机制。需要注意的是,这一结果并不意味着并购企业在资金使用上不存在问题。择时融资上市公司的乐观情绪可能会导致其并购报价过高,同时,近年来标的公司业绩承诺无法兑现的现象也屡见不鲜。因此,择时融资企业在实施并购时仍然要保持足够的审慎性,以避免失败的并购对长期经营业绩造成不利影响。

表6 基于资金使用方式的分组回归

变量	非并购				并购			
	AROA		AROE		AROA		AROE	
RF	-0.006*** (-3.46)	-0.006*** (-3.66)	-0.021*** (-5.47)	-0.022*** (-5.71)	0.007** (2.20)	0.007** (2.46)	0.001 (0.24)	0.003 (0.56)
MT1	0.014*** (5.92)		0.030*** (5.80)		0.017*** (4.30)		0.037*** (4.36)	
DID1	-0.005* (-1.89)		-0.011* (-1.91)		-0.003 (-0.76)		-0.005 (-0.58)	
MT2		0.012*** (5.32)		0.026*** (5.22)		0.016*** (4.38)		0.038*** (4.73)
DID2		-0.004** (-2.42)		-0.007** (-2.28)		-0.005 (-1.23)		-0.010 (-1.11)
CONTROL	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND/YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2112	2112	2112	2112	1146	1146	1146	1146
R ²	0.379	0.377	0.280	0.279	0.394	0.391	0.282	0.282

注:括号中为t值;*、**、***分别代表10%、5%和1%的显著性水平

资料来源:本文整理

5. 内生性与得分倾向匹配

本文通过双重差分法对比了择时融资与非择时融资企业的业绩变化,以此来考察择时融资对经营业绩的影响。需要注意的是,样本中的择时融资与非择时融资企业可能存在着一些特征差异,这会导致双重差分模型无法完全控制处理组样本的内在趋势,进而产生内生性偏误。为了解决这一问题,本文通过得分倾向匹配法(Propensity Score Matching, PSM)为择时融资企业选取了更加接近的对照组样本,在此基础上,再次进行了双重差分回归。具体地,首先以SIZE、LEV、CON以及HFD作为匹配变量对择时融资虚拟变量MT1(MT2)进行Probit回归,估计出择时融资的倾向分数;然后再按照得分最为接近的原则,以1:2的比例在非

择时融资企业中选取择时融资企业的对照样本^①。平衡性检验结果表明,四个匹配变量在处理组和对照组之间不存在明显差异,因此,得分匹配的过程是有效的。

表7列示了得分倾向匹配基础上的双重差分模型回归结果,其中,第1列和第2列以及第3列和第4列分别按照MT1和MT2进行匹配。从中可以看出,除了AROA回归中的定向增发虚拟变量RF之外,其余主要变量的系数全部显著,特别是DID的系数仍然显著为负,与前文一致。这表明,在通过得分倾向匹配法控制了内生偏误之后,研究结果仍然发现,择时融资能够加剧经营业绩的下滑,可见,本文的主要结论是稳健的。

表7 PSM + DID 的回归结果

变量	MT1 匹配		MT2 匹配	
	AROA	AROE	AROA	AROE
RF	-0.001 (-0.53)	-0.014 *** (-2.82)	-4e-4 (-0.16)	-0.011 ** (-2.30)
MT1	0.015 *** (5.70)	0.031 *** (5.74)		
DID1	-0.004 ** (-2.36)	-0.009 ** (-2.48)		
MT2			0.014 *** (5.76)	0.032 *** (6.00)
DID2			-0.004 ** (-2.43)	-0.009 ** (-2.44)
CONTROL	控制	控制	控制	控制
IND/YEAR	控制	控制	控制	控制
N	1831	1831	1982	1982
R ²	0.381	0.285	0.379	0.280

注:括号中为t值;*、**、***分别代表10%、5%和1%的显著性水平

资料来源:本文整理

6. 稳健性检验

为了进一步验证研究结论的稳健性,本文从以下几个方面对模型设定进行了调整,表8为主要变量的回归结果。

表8 稳健性检验

Panel A: 调整时间窗口				
变量	AROA		AROE	
RF	-0.002 (-1.47)	-0.014 *** (-4.02)	-0.003 (-1.54)	-0.014 *** (-4.06)
MT1	0.014 *** (6.97)	0.032 *** (7.11)		
DID1	-0.003 * (-1.94)	-0.005 * (-1.91)		

^①受限于总体样本规模,并非所有处理组样本都可以匹配到两个近似样本。同时,对照组样本中还存在着一定的交叉。因此,最终匹配样本规模为2328和2520。

Panel A: 调整时间窗口

<i>MT2</i>			0.013 *** (6.54)	0.029 *** (6.81)
<i>DID2</i>			-0.002 * (-1.95)	-0.004 ** (-2.02)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制
<i>IND/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2715	2715	2715	2715
<i>R</i> ²	0.357	0.250	0.355	0.249

Panel B: 调整择时虚拟变量

变量	<i>AROA</i>		<i>AROE</i>	
<i>RF</i>	-0.001 (-0.65)	-0.002 (-1.33)	-0.012 *** (-3.77)	-0.014 *** (-4.42)
<i>MB1</i>	0.018 *** (8.48)		0.033 *** (7.36)	
<i>DID1</i>	-0.008 *** (-3.19)		-0.010 ** (-1.97)	
<i>MB2</i>		0.018 *** (8.33)		0.033 *** (7.01)
<i>DID2</i>		-0.006 ** (-2.26)		-0.006 (-1.09)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制
<i>IND/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3258	3258	3258	3258
<i>R</i> ²	0.355	0.358	0.251	0.253

Panel C: 调整回归方法

变量	<i>AROA</i>		<i>AROE</i>	
<i>RF</i>	-0.003 * (-1.72)	-7e-4 (-0.48)	-0.014 *** (-4.63)	-0.010 *** (-3.60)
<i>MP1</i>	0.006 *** (8.51)		0.013 *** (8.34)	
<i>RF * MP1</i>	-0.002 * (-1.73)		-0.003 ** (-2.00)	
<i>MP2</i>		0.008 *** (10.61)		0.017 *** (10.06)
<i>RF * MP2</i>		0.004 *** (4.16)		0.006 *** (2.90)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制
<i>IND/YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3258	3258	3258	3258
<i>R</i> ²	0.363	0.405	0.260	0.296

注: 括号中为 *t* 值; *、**、*** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源: 本文整理

首先, 本文以定向增发为研究事件, 样本时间区间设定为定向增发前两年到后三年。本文将时间窗口

缩小为定向增发前后各两年,检验择时融资对经营业绩的影响在短期内是否仍然存在。从表 8 的 Panel A 可以看出,双重差分变量 *DID* 的系数为负,尽管显著性有所下降,但仍然能够满足 10% 置信水平的要求。这一结果表明,本文的假设 H_1 在短期之内也是成立的。

其次,借鉴相关研究的方法,直接采用市账比 *MB* 的高低来确定定向增发企业是否进行了择时融资,替代此前使用的错误定价 *MP*。类似地,本文分别按照定向增发样本和全部样本 *MB* 的 75% 分位数进行划分,得出两个择时融资虚拟变量 *MB1* 和 *MB2*。在 Panel B 的回归结果中,除了第 4 列以外,*DID* 的系数都显著为负,证明本文的主要结论是稳健的。

最后,不再采用双重差分法进行回归,将虚拟变量 *MT1* 和 *MT2* 替换为连续变量 *MP1* 和 *MP2*。其中,*MP1* 为定向增发价格中的错误定价成分,这一变量不会随时间发生变化,而 *MP2* 则代表了各年收盘价中实际存在的错误定价。Panel C 的第 1 列和第 3 列回归结果与前文一致,而第 2 列和第 4 列的交乘项系数则显著为正。这可能是由于 *MP2* 的回归过程反映的是当年的错误定价与经营绩效之间的关系,业绩对股票价格的反向影响导致二者呈现出正相关性。

除此之外,本文还将被解释变量替换为原始的 *ROA* 和 *ROE*,再次进行了回归,主要结果仍然支持本文的假设。由于篇幅的限制,详细结果就不再一一列示。

五、结论

本文以公司经营业绩为切入点,选取 2007—2012 年我国沪深两市 A 股的定向增发公司为研究样本,通过双重差分模型来考察择时融资对企业经营业绩的影响。研究发现,定向增发会导致企业经营业绩下滑,而择时融资企业的下滑更加明显。为了进一步分析大股东行为对择时融资与经营业绩之间作用机制的影响,本文按照大股东是否参与认购以及参与程度对研究样本进行了分组回归。择时融资对经营业绩的负面影响在大股东参与组和大股东持股比例上升组中更加显著。这说明,过高的认购价格在削弱大股东的支持热情的同时,也提高了其私利动机,降低了企业的长期经营绩效。进一步的分析表明,在募集资金被用于股权和资产并购的情况下,择时融资企业并不会出现显著的业绩下滑。

以往的研究认为,择时融资有助于企业降低融资成本,获得融资收益。但本文的研究却表明,募集资金并没有产生合理的经营收益,过高的股票价格扭曲了资本市场的资金配置效率。基于本文的研究成果,我国的资本市场需要在以下方面进一步完善,从而更好地推动实体经济的发展。一方面,应当进一步强化投资者教育和对违法交易行为的监管,真正树立价值投资理念,充分发挥市场的价值发现功能,以免错误的市场定价扰乱资本市场的资金配置;另一方面,需要加强上市公司募集资金使用的内部控制和外部监督,提高投资规划的科学性和审慎性,避免资金的流失和浪费,使定向增发真正成为企业发展的助力。

本文的研究仍然存在一些不足之处。首先,本文认为,资金的使用效率是择时融资企业经营业绩下滑的原因,但并未详细地验证其中的作用机理。其次,除了大股东的参与行为之外,企业内外部的治理机制也会对定向增发与经营业绩的关系产生影响,本文并未将这一因素纳入到分析框架之中。这些问题需要在未来的研究中进行更加深入的分析。

参考文献:

- [1] Altı A. How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure? [J]. *Journal of Finance*, 2006, 61, (4): 1681 - 1710.
- [2] Baker M, Stein J, Wurgler J. When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms [J]. *Nber Working Papers*, 2002, (118): 969 - 1005.
- [3] Barber B, Lyon J. Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, (41): 359 - 399.
- [4] Baker M, Wurgler J. Market Timing and Capital Structure [J]. *Journal of Finance*, 2000, 57, (1): 1 - 32.
- [5] Cai J. The Long-run Performance Following Japanese Rights Issues [J]. *Applied Financial Economics*, 1998, 8, (4): 419 - 434.
- [6] Friedman E, Johnson S, Mitton T. Propping and Tunneling [J]. *Nber Working Papers*, 2003, 31, (4): 732 - 750.

- [7] Graham J R, Harvey C R. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60, (2): 187 – 243.
- [8] Hertz M, Smith R L. Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately[J]. The Journal of Finance, 1993, 48, (2): 459 – 485.
- [9] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3, (4): 305 – 360.
- [10] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76, (2): 654 – 665.
- [11] Kayhan A, Titman S. Firms' Histories and Their Capital Structures[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 83, (1): 1 – 32.
- [12] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership Around the World[J]. Journal of Finance, 1999, 54, (2): 471 – 517.
- [13] Loughran T, Ritter J R. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings[J]. Journal of Finance, 1997, 52, (5): 1823 – 1850.
- [14] Ritter J R, Loughran T. The New Issues Puzzle[J]. Journal of Finance, 1995, 50, (1): 23 – 51.
- [15] Spiess D K, Affleck-Graves J. Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38, (3): 243 – 267.
- [16] Stein J C. Rational Capital Budgeting in an Irrational World[J]. Social Science Electronic Publishing, 1996, 69, (4): 429 – 455.
- [17] Teoh S H, Welch I, Wong T J. Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 50, (1): 63 – 99.
- [18] Wruck K H. Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23, (1): 3 – 28.
- [19] 陈林, 伍海军. 国内双重差分法的研究现状与潜在问题[J]. 北京: 数量经济技术经济研究, 2015, (7).
- [20] 黄晓薇, 郭敏. 股权再融资门槛变迁与政策诱导型盈余管理——基于双重差分法的经验研究[J]. 北京: 中国软科学, 2014, (8).
- [21] 刘澜飏, 李贡敏. 市场择时理论的中国适用性——基于1998—2003年上市公司的实证分析[J]. 上海: 财经研究, 2005, (11).
- [22] 李增福, 郑友环, 连玉君. 股权再融资、盈余管理与上市公司业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式下的研究[J]. 北京: 中国管理科学, 2011, (2).
- [23] 罗琦, 贺娟. 股票市场错误定价与控股股东投融资决策[J]. 北京: 经济管理, 2015, (1).
- [24] 罗琦, 付世俊. 控股股东市场择时行为研究[J]. 北京: 中国软科学, 2014, (2).
- [25] 倪敏, 张耀中. 我国上市公司配股后的业绩下降之谜——基于信息不对称及委托代理理论的分析[J]. 太原: 山西财经大学学报, 2012, (10).
- [26] 宋衍蘅. 权益再融资金使用方式与再融资以后的经营业绩[J]. 北京: 会计研究, 2008, (5).
- [27] 束景虹. 机会窗口、逆向选择成本与股权融资偏好[J]. 北京: 金融研究, 2010, (4).
- [28] 王正位, 朱武祥, 赵冬青. 发行管制条件下的股权再融资市场时机行为及其对资本结构的影响[J]. 天津: 南开管理评论, 2007, (6).
- [29] 徐寿福, 龚仰树. 定向增发与上市公司长期业绩下滑[J]. 北京: 投资研究, 2011, (10).
- [30] 许致维, 李少育. 投资者异质信念、股权融资现金流与企业过度投资——来自中国A股的经验证据[J]. 上海: 财经研究, 2014, (7).
- [31] 朱云, 吴文锋, 吴冲锋, 芮萌. 圈钱行为与后果——募集资金滥用与再发行长期业绩恶化[J]. 上海交通大学学报, 2007, (7).
- [32] 张敦力, 江新峰. 管理者能力与企业投资羊群行为: 基于薪酬公平的调节作用[J]. 北京: 会计研究, 2015, (8).
- [33] 章卫东, 李海川. 定向增发新股、资产注入类型与上市公司绩效的关系——来自中国证券市场的经验证据[J]. 北京: 会计研究, 2010, (3).
- [34] 赵玉芳, 余志勇, 夏新平, 汪宜霞. 定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据[J]. 北京: 金融研究, 2011, (11).
- [35] 郑新业, 王晗, 赵益卓. “省直管县”能促进经济增长吗? ——双重差分方法[J]. 北京: 管理世界, 2011, (8).

Does Market Timing of Refinancing Deteriorate Firms' Operating Performance?

WANG Zhen-shan, WANG Bing-yang

(School of Finance, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian, Liaoning, 116025, China)

Abstract: Listed companies can raise long-term funds through the capital market, to grasp the opportunity of development. The market timing theory points out that, listed companies prefer to make use of the opportunity of overvalued share price to issue stocks, through which they can obtain greater financing benefits. Although China has carried out the strict issuance approval system for a long time, listed companies can still lock the issue price before the examination and approval process through private placement, which is a refinancing method becoming popular in recent years. This means that Chinese listed companies have the ability of market timing. The market timing theory has been fully verified in the recent bull market of China. In the context that China's economy has entered the new normal, the prosperity of the financial market should benefit the development of enterprises. Therefore, the relationship between firms' market timing behavior and its operating performance has become the focus of this paper.

The practice of capital market both at home and abroad has shown that listed companies' market return and operating performance often decline in a long-term after equity refinancing. This phenomenon is also called "SEO performance puzzle". Compared with the normal equity refinancing, the market timing behavior is specific in financing purpose, equity cost and the size of raised funds, which may exacerbate its negative impact on operating performance. On the one hand, the market timing behavior improves the size of the raised fund through the misprice of stock. It will put forward higher requirements on the ability of management planning and market estimation of company managers. Therefore, it is easy to cause the decreasing marginal revenue when the short-term investment opportunity is limited. On the other hand, some enterprises are eager to grasp the short timing of refinancing, causing that the investment plan is often not scientific and prudent enough. This violates the principle that "financing comes from the investment demand", and will increase the subjectivity and arbitrariness of investment project selection greatly.

For private placement, major shareholders of listed companies are both important policy makers and participants. The major shareholders who participate in the subscription of private placement will pay more attention to the results of company's operation, and supervise the managers more actively. Therefore, the listed companies usually offer an issue price discount as the compensation for the support behavior of major shareholders. However, in the case of market timing, excessive issue price limits the compensation received by major shareholders, resulting in lower enthusiasm for participating in the company's operation and supporting the development of enterprises. In addition, the excessive payment will increase the liquidity pressure of major shareholders and strengthen their opportunistic motivation. Altogether, the behavior that large shareholders participate in the subscription of private placement may strengthen the negative relationship between market timing and operating performance.

With the data of firms implementing private placement in Shanghai and Shenzhen A-share market from 2007 to 2012 as a sample, this paper use the difference in difference method to investigate the influence of market timing on operating performance. The results show that, private placement will lead to a decline in operating performance, while the performance of market timing firms decline more obviously. Major shareholders' behavior can affect the relationship between market timing and operating performance. When major shareholders participate in the subscription of private placement, the negative impact of market timing on operating performance is more prominent. If raised funds are used for mergers and acquisitions, market timing will not have a significant impact on operating performance. Our research shows that the active capital market does not mean the prosperity of real economy. Only by strengthening the internal control on the use of funds, can the real economy benefit from the coordinated development of enterprise and capital market.

Key Words: market timing; operating performance; major shareholders' participation; difference in difference method

(责任编辑:月 才)