

定向增发中的机构投资者： 别具慧眼还是虚张声势^{*}

范洪辰 李思飞

〔摘要〕机构投资者是资本市场的重要参与者,国内外学术界对其投资能力一直存在争议。通过对定向增发后长期市场表现进行分析,是研究机构投资者的投资能力的一个准确而有效的方法。本文选取2006—2012年7年间我国资本市场实施定向增发的A股上市公司为研究样本,通过分组检验和回归分析,对机构投资者在定向增发领域的投资表现进行了实证研究。结果表明,我国上市公司定向增发后的长期市场表现与市场平均水平持平,但是机构增持股票的市场表现比减持股票差,说明机构投资者并不具有强于其他投资者的投资能力,甚至略逊于其他投资者。此外,研究还表明投资者情绪和大股东是否参与增发是影响机构投资者投资决策的重要因素。

关键词:机构投资者 定向增发 长期表现

JEL 分类号:G02 G14 G32

一、引言

在20世纪早期,“机构投资者”还是资本市场中并不重要的角色。然而,随着世界金融市场的不断发展,投资工具和需求的不断扩张,投资专业化的要求也越来越高,机构化也成为了一种趋势。目前,机构投资者已经成为金融市场不可或缺的组成部分。机构投资者动辄耗资百万搜集、分析股票信息,并且利用其较强的择券能力作为卖点,从散户投资者手中吸引大量资金,对资本市场具有较大的影响力。但是,他们是否真的如他们宣传的那样具有高人一等的投资能力呢?这个问题引起了学术界对于机构投资者投资能力的关注。Carhart(1997)指出公募基金的持久表现都是大势行情的功劳,与其能力相关性小。当然,持相反观点的学者也不在少数。Field et al.(2009)的研究结果认为机构投资者具有较好的择券能力,所选股票往往具有良好表现。我国学者对于这一问题也有不小的争议(史永东和王谨乐,2014;陈国进等,2010;陈小林和孔东民,2012)。

正是“机构投资者”的蓬勃发展才推动了私募融资的发展。因为在私募股份的认购者中,机构投资者占有绝对重要的地位。在私募发行(定向增发)领域,机构投资者的投资表现如何呢?国外学者对于私募融资领域机构投资者投资能力的研究已有探索,代表性的文献是Hertzel et al.(2006),他们指出在私募发行中机构投资者的择券能力比其他投资者略胜一筹。在我国,虽然对机构投资者投资能力的研究比较丰富,但是关于机构投资者在定向增发领域的投资能力的研究却还鲜有为之。在我国定向增发领域,是否和国外研究结论一致,机构投资者能够利用特殊途径获得信息,并在定向增发事件中表现出比其他投资者更胜一筹的投资能力?这是一个值得我国学术界进

^{*} 范洪辰,吉林大学经济学院,博士研究生;李思飞,北京外国语大学国际商学院,副教授。本文是国家自然科学基金“反向收购整体上市的动力、路径与经济后果”(项目批准号:71372015)和“创新驱动型并购的影响因素与经济后果研究”(项目批准号:71672007)的阶段性研究成果。

行系统论证和研究的问题,也正是本文需要探索的内容。有鉴于此,本文力求拓展中国学术界在该领域的研究范畴,为日后学者的研究奠定基础。

与现有研究成果不同,本文改变目前以模型量化为主的研究投资能力的方法,而利用股价的市场表现——一种天然的检验机构投资者投资能力的方法。同时,把对机构投资者投资能力研究放在定向增发这个特定的环境之中,提高研究的精准度。此外,对机构投资者选择定向增发股票的投资行为进行分析,探索能够影响其选择的重要因素。

二、文献综述与研究假设

学术界对于机构投资者投资能力的观点分歧较大。Carhart(1997)发现公募基金的持久表现都是大势行情的功劳,与其能力相关性小。我国学者杨捷和叶琴(2008)采用 Treynor-Mazuy 模型和 Heriksson-Merton 模型对 17 只开放式基金进行了研究,结果显示:在择股能力方面,只有少数证券投资基金具备择股能力;而在择时能力方面,所有的证券投资基金样本都不具备择时能力。与此研究结果类似,牛鸿和詹俊义(2004),马超群等(2005)都认为机构投资者并不具备优于市场的择券或择时能力。但是反对声也是不绝于耳,如 Field and Lowry(2009)和 Huang and Wang(2014)发现,机构投资者确实具有较好的判断股票价值的能力,其所选股票往往具有良好表现。徐琼等(2008)在研究如何科学评价基金经理的投资行为时,提出了“投资行为度”的概念,从行为金融学的角度进行分析,认为任职更久的基金经理具有更加丰富的投资经验和知识积累,这些基金经理对于信息的敏感度和理解力更强,减小了投资决策失误的可能性。我国的一些学者也支持这样的观点,认为机构投资者的择券择时能力超过其他投资者,可以获得较高投资收益(如晏艳阳等,2003;陈浪南等,2014)。

在私募发行领域,关于机构投资者投资能力的研究并不多,国外代表性的文献是 Hertz et al.(2006),其指出在私募发行中机构投资者的择券能力比其他投资者略胜一筹。Brophy et al.(2009)在研究了投资者身份与私募发行表现的关系后也有类似的观点。对于这种情况,Gibson et al.(2004)提出了“内部人”假说。他们认为,股票发行时,公司要尽可能地将其未来的前景展现给潜在投资者,所以股票发行会在短时间内披露大量信息。公司也会直接将一大部分的股票营销给机构投资者,这些营销活动使机构有机会获得比一般投资者更多的信息,以便选择更加优良的股票。因此,Gibson et al.(2004)认为机构投资者利用这种信息优势,使其选择投资那些具有更加美好前景的股票。

在我国资本市场是否也存在相同的情况?部分市场参与者认为,公司的相关信息对每个参与其中的投资者都是公平的。但是,事实上,大量披露信息仍然需要进一步处理和分析才能得到可用的信息,而机构投资者拥有强大的信息处理能力,他们还可以通过与承销商的特殊关系获得更多有价值的信息(史永东和王谨乐,2014)。对于机构投资者认为前景较好的股票,只要该股票的价格低于其认可的价值,就可以通过二级市场大量增持。在这种情况下,定向增发后的股票价格就体现了机构投资者对该公司价值的判断,也反映了机构投资者对定向增发后公司价值提升的判断。因而通过对比定向增发当期价格与定向增发后的实际长期股价表现,就可判断机构投资者在定向增发领域的投资能力如何,或者说,在定向增发领域,机构投资者是别具慧眼的价值发现者,还是虚张声势的噪声交易者。鉴于上述分析,提出假设 H1:

H1:机构投资者具有超过其他投资者的投资能力。机构投资者看好的股票,其定向增发后的长期市场表现比机构投资者不看好的股票更优异。

通过梳理定向增发后长期市场表现的相关研究,不难发现,西方学术界对私募发行后长期股价表现不佳的现象具有较为一致的观点。Hertz et al.(2002)指出,公司在私募发行后存在长期股价

表现不佳的情况。此外, Marciukaityte et al. (2005) 和 Chou et al. (2009) 也都证实了私募发行后长期股价表现欠佳现象的存在。我国上市公司定向增发后的长期市场表现是否与国外情况相一致, 存在长期弱势的表现? 鉴于上述分析, 提出假设 H2:

H2: 我国资本市场上, 上市公司定向增发后长期市场表现欠佳。

有研究表明, 市场情绪越高涨, 定向增发后的正宣告效应越大 (Chung et al., 2012)。机构投资者看重短期投资表现时, 则会倾向选择增持这类特征的股票, 以谋求在短期内获得更好的投资表现。邓路和王化成 (2014) 的研究也发现, 机构投资者的参与会影响定向增发过程中投资者异质信念与股价长期表现的关系。鉴于上述分析, 提出假设 H3:

H3: 投资者情绪与机构投资者的增持决策概率呈正相关关系。

在我国证券市场, 是由上市公司的董事会作出定向增发的再融资决策及相关具体细节, 但是大股东有权决定是否参与定向增发认购。在信息不对称的情况下, 大股东放弃参与定向增发认购时, 市场参与者往往会对公司价值作出更高的预期 (Myers and Majluf, 1984; Krishnamurthy et al., 2005), 机构投资者也在其中。因此, 机构投资者会倾向于增持大股东不参与的定向增发股票。鉴于上述分析, 提出假设 H4:

H4: 当大股东放弃参与定向增发时, 机构投资者选择增持该类定向增发股票的概率更大。

三、样本选取与研究设计

(一) 样本选取

由于实证研究的需要, 上市公司定向增发后需要有三年以上完整的股票市场交易数据, 同时考虑到相关数据的可获得性, 本文选取 2006-2012 年七年间在中国资本市场实施定向增发的 A 股上市公司为研究样本, 共计 878 次。为了实证需要, 本文对上述定向增发样本进行了如下处理: (1) 为了避免低价股票的潜在问题, 剔除定向增发时股价低于 2 元的股票; (2) 剔除金融类样本; (3) 剔除 2006-2012 年期间实施过两次以上定向增发的样本; (4) 剔除连续三个月缺失股票市场交易数据或财务数据的样本; (5) 剔除公布定向增发前后一个季度没有机构持股量数据的样本; (6) 为控制极端值的影响, 本文运用 Winsorization 的方法对样本进行处理, 对于所有小于 1% 分位数以及大于 99% 分位数的样本, 令其值分别等于 1% 分位数和 99% 分位数。经过严格筛选, 本文得到符合要求的样本观测值为 460 个。本文的所有相关数据均来自 Wind 数据库, 并应用 SPSS 统计软件进行数据分析。

本文将具有机构投资数据的定向增发样本分为两个子样本, 这一划分是按照定向增发前后一个季度机构持有股票比例变化得来的, 机构持股比例上升的归为机构持股比例上升组, 比例下降的归为机构持股比例下降组。在本文中, 将两个子样本简称为: 上升组 (251 次), 下降组 (209 次)。

表 1 中总结了两个子样本中上市公司的相关情况, 包括行业分布情况及样本公司财务特征情况。Panel A 中所用行业分类为 Wind 提供的一、二级行业分类 (房地产为二级分类)。从 Panel A 中可以看到, 两个子样本中定向增发样本的所处行业分布较为广泛, 且两个子样本的行业分布基本相似。Panel B 说明了两个子样本中的上市公司财务特征并无显著性差异。比如, 上升组和下降组的平均募集资金 (中位数) 分别是 13.93 (6.81) 亿元和 16.57 (7.05) 亿元, p 值为 0.254; 两组的账面市值比 (B/M 值) 分别为 1.1 和 0.93, p 值为 0.165。针对 Panel B 中 5 个变量进行的独立样本均值 t 检验显示, 两组子样本不存在显著差异。这说明两个子样本在规模、账面市价比和行业方面没有重大差别, 为后续实证奠定基础。

表1 定向增发样本特征的描述性统计

Panel A: 定向增发样本的行业分布情况 (Wind 行业分类)						
	上升组		下降组		总计	
材料	54		46		100	
工业	50		46		96	
公用事业	16		13		29	
可选消费	43		29		72	
能源	9		4		13	
日常消费	25		18		43	
信息技术	17		27		44	
医疗保健	10		9		19	
房地产业	27		17		44	
总计	251		209		460	

Panel B: 定向增发样本相关特征对比						
	上升组		下降组		均值差异	
	平均值	中位数	平均值	中位数	差值	p 值
募集资金(亿元)	13.93	6.81	16.57	7.05	-2.64	0.254
增发量占 A 股发行量比例(定向增发后)	21.67%	16.67%	21.28%	15.80%	0.39	0.809
股权价值(百万元)	1908.21	920.22	2632.31	991.89	-724.1	0.125
B/M 值(定向增发前)	1.10	0.77	0.93	0.62	0.17	0.165

表2 是两个子样本的机构持股及其变化情况。从定向增发公布的前一季度和后一季度持股比例变化来看,上升组上升 12.01%,下降组下降 5.66%。两组机构持股比例变化的差异在 1% 的水平显著。

表2 机构持股水平及其变化的描述性统计

Panel A: 机构持股水平 (%)				
		季度		
		-1	0	1
上升组	平均值	30.07	37.29	42.08
	中位数	28.48	35.82	41.59
下降组	平均值	36.14	34.48	30.48
	中位数	32.26	32.64	25.49

Panel B: 机构持股比例(平均值)的变化(%)				
		季度之间		
		(-1,0)	(0,1)	(-1,1)
上升组		7.22	4.79	12.01
下降组		-1.66	-4.00	-5.66
差异		8.88	8.79	17.67
p 值		[0.000]***	[0.001]***	[0.000]***

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

(二) 模型设计与变量界定

本文计量的上市公司定向增发后长期表现分为长期股价表现和长期经营绩效表现。其中,计量长期股价表现的方法是购买并持有超额收益率法(BHAR)(Barber and Lyon,1997),计量定向增发后长期经营绩效表现所用指标是总资产收益率(ROA)。

1. 买入并持有超额收益率(BHAR)

目标公司*i*在*T*个月内的买入并持有超额收益率(BHAR)计算公式为

$$BHAR_i(t,T) = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{B,t}) \quad (1)$$

其中, $BHAR_i$ 代表定向增发样本在特定期限内的买入并持有收益率, $R_{i,t}$ 代表定向增发样本在第*t*月的月收益率, $R_{B,t}$ 代表定向增发样本对应的可比标准在第*t*月的月收益率。

样本中*N*个公司的平均买入并持有收益率(BHAR)为

$$BHAR_N = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{i=N} BHAR_i \quad (2)$$

其中,*N*代表定向增发样本的数量。

本文选择 Wind 三级行业指数作为定向增发样本的可比标准,用于计算 BHAR。并且,在分析中,本文采用定向增发后 36 个月的数据计算 BHAR。

2. 中国投资者情绪指数(CISI)

通过对现有投资者情绪量化文献的梳理,本文作者在之前的研究过程中通过改进 B-W 经典量化模型(Baker and Wurgler,2006),选取了 5 个认可度较高的且符合我国实际的投资者情绪量化指标,构建了中国投资者情绪指标,并根据我国资本市场特点加以修正,最终获得了中国投资者情绪指数(CISI),并通过消除宏观经济影响等理性因素,获得更具有说服力的剔除经济环境因素的纯投资者情绪指标(NCISI)。因此,选择中国投资者情绪指数(CISI)作为投资者情绪的代理变量。

3. 定向增发领域机构投资者投资决策的影响因素模型

由于机构投资者在进行投资决策时,选择增持定向增发股票还是减持定向增发股票是一个二分类虚拟变量,因此选用 Logistic 回归模型分析检验影响机构投资者投资决策的影响因素。被解释变量为机构投资者投资决策的虚拟变量 Buy,如果机构投资者增持定向增发股票,则 Buy 取为 1,否则取为 0。根据以往研究成果,选取具备较强潜在影响作用的因素作为模型的解释变量:定向增发前两年的买入并持有超额收益率(buy-and-hold abnormal return, BHAR)、中国投资者情绪指数(CISI)、总资产收益率(return of asset, ROA)、资产负债率(the debt-to-asset ratio, DAR)、样本规模(LnA)、定增比例(Rsize)、第一大股东持股比例(SH1)、发行对象(ID)、大股东出资方式(Payment)、样本行业(IND)和增发年份(Year)。因而建立下列待检验模型,

$$\begin{aligned} \text{Logit}P(\text{Buy}) = & \alpha_0 + \alpha_1 BHAR + \alpha_2 CISI + \alpha_3 ROA + \alpha_4 DAR + \alpha_5 LnA + \alpha_6 Rsize + \alpha_7 SH1 \\ & + \alpha_8 ID + \alpha_9 Payment + \sum_{j=10}^{16} \alpha_j Year + \sum_{j=17}^{25} \alpha_j Ind + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

以上变量的界定见表 3。

四、实证结果

(一) 定向增发后长期市场表现分析

本文选用买入并持有收益法(BHAR)计算定向增发的长期市场表现,且将考察窗口期限设为定增后 1 年、2 年和 3 年,其可比标准选取为 Wind 三级行业分类指数。表 4 报告的是样本公司在定向增发公告后一年至三年的买入并持有超额收益(BHAR)的描述性分析结果,其可比标准选取

为 Wind 三级行业分类指数。可以看出,从定向增发后一年至三年,无论是全样本、上升组还是下降组,其 BHAR 均为负数。

表 3 变量的界定

变量名称	变量缩写	变量界定
机构投资者投资决策	Buy	机构投资者增持 Buy = 1, 否则 Buy = 0
买入并持有收益率	BHAR	上市公司定向增发前 24 个月超额收益率
中国投资者情绪指数	CISI	定增当月中国投资者情绪指数值
资产负债率	DAR	增发上一年末样本总负债和总资产之比
总资产收益率	ROA	增发上一年末样本净利润和总资产之比
样本规模	LnA	增发上一年末样本总资产的对数
定增比例	Rsize	增发股数与定增上一年末总股本之比
第一大股东持股比例	SH1	增发上一年末第一大股东持股比例
发行对象	ID	大股东参与 ID 为 1, 否则为 0
出资方式	Payment	大股东非现金认购 Payment 为 1, 否则为 0
样本行业	IND	哑变量
增发年份	Year	哑变量

表 4 定向增发后一至三年买入并持有超额收益率(BHAR)——描述性统计

Panel A: 定向增发后一年 BHAR				
重要分组	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
上升组	251	-10.15%	0.431	0.027
下降组	209	-4.13%	0.361	0.025
全部样本	460	-7.42%	0.401	0.019
Panel B: 定向增发后二年 BHAR				
重要分组	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
上升组	251	-7.82%	0.464	0.029
下降组	209	-5.46%	0.381	0.026
全部样本	460	-6.75%	0.428	0.020
Panel C: 定向增发后三年 BHAR				
重要分组	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
上升组	251	-6.28%	0.618	0.039
下降组	209	-1.30%	0.701	0.049
全部样本	460	-4.02%	0.657	0.031

表 5 是全样本和两个子样本的显著性检验结果。结果显示,全部样本、上升组和下降组的平均 BHAR 为 -4.02%、-6.28%、-1.30%,均不显著区别于 0。这说明在定向增发后,全部样本公司的整体水平与市场平均水平相当。因此,假设 H2 不能成立,即在我国资本市场上,上市公司定向增发后的长期市场表现并未表现为欠佳,而是持平于市场平均水平。

表 5 中还对两组样本进行了独立样本检验。实证结果显示,上升组和下降组的平均 BHAR 并不具有显著差异。下降组比上升组的定向增发后三年 BHAR 高出 4.98%,可以基本判断,下降组上市公司的市场表现要比上升组公司好一些,虽然这种优势并不明显。因此,假设 H1 不能够成立,即机构投资者并不具有超过其他投资者的投资能力,甚至略逊于其他投资者。机构投资者看好的股票,其定向增发后的长期市场表现比机构投资者不看好的股票更差。

表 5 全样本不同窗口期定向增发长期表现(BHAR)分析结果

窗口期	N	[0,12]		[0,24]		[0,36]	
		BHAR	P 值	BHAR	P 值	BHAR	P 值
全样本	460	-7.42% ***	0.000	-6.75% ***	0.001	-4.02%	0.190
上升组	251	-10.15% ***	0.000	-7.82% ***	0.008	-6.28%	0.109
下降组	209	-4.13% *	0.100	-5.46% **	0.040	-1.30%	0.789
均值差异	/	-6.02%	0.104	-2.36%	0.555	-4.98%	0.419

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

(二)定向增发前长期市场表现分析

前面所得出的实证结论对可比标准或者风险调整项的选择比较敏感。尽管研究样本比较大,但是也不能排除上升组和下降组之间的差异性是由于某些未发现的隐含风险因素所导致的。而且,一旦这些未被发现的隐含因素与机构投资者的投资决策有关的话,那么这将是一个比较严重的问题。为了消除这一潜在问题,本文必须对已选择窗口期之外的时期进行实证研究,同样计算其买入并持有超额收益率(BHAR),进行补充研究。因此,本文选取定向增发前两年为窗口期,分别计算上升组和下降组的 BHAR 及其差异性。

表 6 报告的是样本公司在定向增发公告前 24 个月的买入并持有超额收益(BHAR),其可比标准仍然选取为 Wind 三级行业分类指数。Panel A 报告的是上升组和下降组样本在定向增发公告前两年 BHAR 的描述性统计信息。Panel B 则是两个子样本的显著性检验结果。结果显示,两组子样本的平均 BHAR 均为正,分别为 44.96% 和 53.31%,且其显著性都达到 1% 的水平,这说明两个子样本组合的市场表现都超过市场平均水平,属于市场认可度较高的上市公司。很显然,这与前面所做的定向增发后长期市场表现的实证结果截然不同。另外,从平均值角度,下降组的买入并持有超额收益率(BHAR)比上升组高出 8.35%。根据横断面数据的 t 检验结果显示,两者之间并不存在统计学意义上的显著性差异。定增前后,两组的 BHAR 都不存在显著差异,这说明机构投资者的选股能力并不比其他投资者强。

由此我们可以基本认定,定向增发后两组样本的表现并不是定向增发前已经存在的某些隐含风险因素所导致。此外,从定向增发前和定向增发后两方面实证结果对比来看,上市公司在实施定向增发后并没有提高公司的市场表现,反而出现了股价的长期表现恶化的现象,这就与前人的研究结论出现了契合(Hertzel et al.,2002; Marciukaityte et al.,2005; Krishnamurthy et al.,2005; Barclay et al.,2007; 徐寿福和龚仰树,2011; 许肖肖等,2015)。

表 6 定向增发前两年买入并持有超额收益率(BHAR)

Panel A:定向增发前两年 BHAR - 描述性统计				
分组	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
上升组	251	44.96%	1.240	0.078
下降组	209	53.31%	1.404	0.097
Panel B:定向增发前两年 BHAR - 统计结果				
	上升组		下降组	差异
平均值	44.96% ***		53.31% ***	-8.35%
t-统计量	5.745		5.487	-0.676
自由度	250		208	458
p 值	0.000		0.000	0.499

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

(三)定向增发事件中机构投资者投资决策的影响因素分析

1. 描述性分析

表7是计量模型中主要变量的描述性统计分析结果。Panel A是全样本的描述性分析结果。Panel B和Panel C是上升组和下降组的描述性分析结果。Panel D是两组之间的差异性检验分析

表7 主要变量的描述性分析结果

Panel A:全部样本描述性分析结果						
变量	N	均值	标准差	最小值	最大值	
BHAR	460	0.479	1.220	-2.641	5.728	
CISI	460	-0.191	1.992	-2.853	4.146	
ROA	460	5.544	6.938	-27.805	26.899	
DAR	460	0.559	0.212	0.093	1.376	
LnA	460	21.641	1.116	18.851	24.911	
Rsize	460	0.376	0.567	0.015	3.500	
SH1	460	37.747	14.759	11.140	75.900	
Panel B:上升组描述性分析结果						
变量	N	均值	标准差	最小值	最大值	
BHAR	251	0.439	1.157	-2.641	5.728	
CISI	251	-0.003	2.021	-2.853	4.146	
ROA	251	5.476	6.265	-27.805	26.899	
DAR	251	0.560	0.197	0.093	1.376	
LnA	251	21.602	1.048	18.851	24.911	
Rsize	251	0.396	0.626	0.015	3.500	
SH1	251	38.170	15.176	11.140	75.900	
Panel C:下降组描述性分析结果						
变量	N	均值	标准差	最小值	最大值	
BHAR	209	0.526	1.293	-2.641	5.728	
CISI	209	-0.417	1.938	-2.853	4.146	
ROA	209	5.625	7.683	-27.805	26.899	
DAR	209	0.558	0.228	0.093	1.376	
LnA	209	21.688	1.195	18.851	24.911	
Rsize	209	0.351	0.486	0.015	3.500	
SH1	209	37.239	14.262	11.140	75.900	
Panel D:上升组与下降组的样本差异检验结果						
变量	上升组		下降组		差异	P值
	N	均值	N	均值		
BHAR	251	0.439	209	0.526	-0.087	0.445
CISI	251	-0.003	209	-0.417	0.414**	0.026
ROA	251	5.476	209	5.625	-0.149	0.818
DAR	251	0.560	209	0.558	0.002	0.925
LnA	251	21.602	209	21.688	-0.086	0.417
Rsize	251	0.396	209	0.351	0.045	0.391
SH1	251	38.170	209	37.239	0.931	0.501

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。

结果。根据分析结果,上升组和下降组样本的投资者情绪(CISI)存在差异,且在5%的水平下显著。而两组样本的其他变量,如BHAR、ROA、DAR、LnA、Rsize和SH1等,都不存在显著差异。这说明两组样本的差异集中在投资者情绪这一变量之上,为后续研究奠定分析基础。

2. 回归分析

在前述研究的基础上,对定向增发中机构投资者投资决策的影响因素进行多元回归分析。表8是回归分析的结果。根据表8的数据,模型在基于样本进行预测时,对机构投资者增持行为的251个样本的预测准确率为74.1%,即251个样本中能够准确预测186个;对机构投资者减持行为的209个样本的预测准确率为38.8%,即209个样本中能够准确预测81个。可以看出,该模型对于机构投资者增持行为的预测效果较好。也就是说该模型对于机构投资者增持行为的解释能力更强。

分析结果显示,CISI的模型偏回归系数是0.103,在5%的水平上显著,说明机构投资者在资本市场的投资者情绪高涨时选择增持定向增发股票的概率更大。因此,该结论验证了本文的假设H3,即市场情绪越高涨,定向增发后的正宣告效应越大。机构投资者看重短期投资表现,因而会倾向选择增持投资者情绪高涨时增发的股票,以谋求在短期内获得更好的投资表现。

ID的模型偏回归系数是-0.396,在10%的水平上显著,说明大股东不参与定向增发时,机构投资者选择增持定向增发股票的概率越大。因此,该结论验证了本文的假设H4。在信息不对称的情况下,大股东放弃参与定向增发认购时,机构投资者往往会对此类公司的价值作出更高的预期,因此机构投资者会倾向于增持大股东不参与的定向增发股票。

表8 定向增发中机构投资者投资决策影响因素的回归分析结果

变量	全样本	
	偏回归系数	P值
常量	0.593	0.765
BHAR	-0.040	0.611
CISI	0.103**	0.034
ROA	-0.003	0.847
DAR	-0.073	0.890
LnA	-0.017	0.863
Rsize	0.300	0.137
SH1	0.006	0.365
ID	-0.396*	0.097
Payment	-0.279	0.303
Year		control
IND		control
样本量		460
预测概率	上升组	186/251
	下降组	81/209
F test	15.230*	0.085

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。

(四) 稳健性检验

1. NCISI 替代 CISI 的回归分析

出于稳健性考虑,本文用剔除经济环境因素的纯投资者情绪指数(NCISI)替换中国投资者情绪指数(CISI),重新进行 Logistic 模型的回归分析,与原分析数据比较,各个解释变量的模型偏回归系数并没有发生实质性的改变,分析结果与之前一致。具体回归数据见表 9。

表 9 定向增发中机构投资者投资决策影响因素的回归分析结果

变量	全样本	
	系数	P 值
常量	0.640	0.748
BHAR	-0.039	0.626
CISI	0.110 **	0.025
ROA	-0.003	0.853
DAR	-0.080	0.879
LnA	-0.018	0.853
Rsize	0.296	0.142
SH1	0.006	0.369
ID	-0.395 *	0.098
Payment	-0.281	0.299
Year		control
IND		control
样本量		460
预测概率	上升组	185/251 73.7%
	下降组	82/209 39.2%
F test	15.727 *	0.073

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

2. 上市公司定向增发后短期累计超额收益率(CAR)的分析

为增强实证研究的稳健性,本文对定向增发后短期累计超额收益率(CAR)进行了分析,进一步研究了机构投资者在定向增发当时对上市公司价值的判断情况。表 10 是分析结果。结果表明:在机构看好并增持的定增事件后,定增当月至定增后第一个月的 CAR 为 -0.543%,但不显著;定增当月至定增后第二个月的 CAR 为 -0.303%,也不显著。这说明机构投资者认为定增当月的价格反映了股票应有的价值,因此,机构投资者坚持在此价位接盘,进行增持操作。

相反,机构不看好的并减持的定增事件,定增当月至定增后第一个月的 CAR 为 -1.931%,在 1%的水平显著;定增当月至定增后第二个月的 CAR 为 -2.103%,在 5%的水平显著。这说明机构认为定增当月的价格被高估,股票不应有如此高的价格,进而抛售股票降低持股比例,此时其他投资者接盘。然而定增后 36 个月的 BHAR 为 -1.300%,不显著,说明定增当月公司的价值是比较合理的,即说明机构投资者减持的投资行为判断有误,低估了定增的预期收益,减持策略失败。

综上所述,机构投资者在做出增持或减持判断时,增持判断较为准确,但是减持判断存在失误,

而且增持的结果是机构平均获得 -6.28% 的超额收益,减持的结果是其他投资者平均获得 -1.30% 的超额收益,这说明机构投资者把更好的投资机会让给了其他投资者。因此,机构投资者并不具备想象中明显的超过其他投资者的投资者能力,甚至有时做出错误的判断。这进一步验证了假设 H1 不成立。

表 10 定向增发后短期累计超额收益(CAR)分析结果

窗口期	全样本			机构持股上升组			机构持股下降组			差异分析	
	N	均值 (%)	P 值	N	均值 (%)	P 值	N	均值 (%)	P 值	均值差值 (%)	P 值
[-2, -1]	454	2.456***	0.000	246	2.715	0.000	208	2.151	0.005	0.564	0.587
[-1, 0]	454	0.609	0.254	246	1.061	0.140	208	0.073	0.927	0.988	0.356
[0, 1]	454	-1.179	0.011	246	-0.543	0.428	208	-1.931	0.002	1.388	0.128
[-1, 1]	454	-0.488	0.487	246	0.566	0.567	208	-1.734	0.079	2.300	0.102
[-1, 2]	454	-0.352	0.693	246	0.907	0.469	208	-1.840	0.145	2.747	0.125
[0, 2]	454	-1.127	0.136	246	-0.303	0.785	208	-2.103	0.036	1.800	0.227
[0, 36]	460	-4.020	0.190	251	-6.280	0.109	209	-1.300	0.789	-4.980	0.419

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

五、上市公司定向增发前后长期经营绩效的进一步检验

前文研究结果表明,我国资本市场中上市公司在定向增发后的长期市场表现与市场持平,同时,机构投资者增持的股票长期表现并非更好。那么,我国上市公司的长期经营绩效是否与其长期市场表现相一致呢?机构投资者增持股票的长期经营绩效依然没有更出色的表现吗?根据以往的研究方法,本文选用总资产收益率(ROA)作为上市公司长期经营绩效表现的代理变量,同时选择 Wind 三级行业分类指数的平均 ROA 作为衡量基准,进而获得行业调整 ROA 数据,考察上市公司定向增发后的长期经营绩效情况。本文所采用的公司 ROA 和行业 ROA 数据均来自 Wind 数据库。

与前文的研究方法类似,对全部的样本按照机构投资者增持和减持决策进行分组,进一步检验其差异性程度。表 11 中呈现的是经 Wind 三级行业指数调整后的样本总资产收益率(ROA)的对比分析情况。分三个年度(定向增发前两年、定向增发当年、定向增发后三年)对定向增发前后的 ROA 数据进行分析。从 Panel A 中可以看出,公布定向增发前,上升组和下降组的经营业绩与市场平均水平基本持平,同时,上升组与下降组在整体业绩上差距并不显著(p 值 > 0.1)。

从 Panel B 和 Panel C 可以看出,上升组和下降组的经营业绩均呈下降趋势。定向增发公告当年,上升组与下降组公司的经营业绩显著超过市场水平;在定向增发后的三年里,经营状况明显变差,上升组和下降组的行业调整 ROA 从定向增发当年的 1.117% 和 1.563% 下降到 -1.387% 和 -1.322%。但是,上升组和下降组之间的差异性并没有太大变化,仍然不显著。这说明两组公司的经营能力基本处于同一水平,这再一次证明假设 H1,即在定向增发市场上机构投资者并没有超过其他投资者的投资能力,也没有他们所宣传得那样优秀。

表 11 定向增发前后五年行业调整总资产收益率(ROA)分析(机构持股变化分组)

Panel A:定向增发前两年行业调整 ROA——统计结果								
ROA, -2								
	全样本	上升组	下降组	差异				
平均值(%)	1.235 *	0.372	2.271	-1.899				
t-统计量	1.667	0.771	1.491	-1.189				
自由度	459	250	208	249.7				
p 值	0.096	0.441	0.137	0.236				
Panel B:定向增发当年行业调整 ROA——统计结果								
ROA,0								
	全样本	上升组	下降组	差异				
平均值(%)	1.320 ***	1.117 **	1.563 ***	-0.446				
t-统计量	3.751	2.213	3.240	-0.630				
自由度	459	250	208	458				
p 值	0.000	0.028	0.001	0.529				
Panel C:定向增发后三年行业调整 ROA——统计结果								
ROA,3								
	全样本	上升组	下降组	差异				
平均值(%)	-1.357 ***	-1.387 ***	-1.322 ***	-0.065				
t-统计量	-4.712	-3.677	-2.973	-0.112				
自由度	459	250	208	458				
p 值	0.000	0.000	0.003	0.911				
Panel D:定向增发前后五年行业调整 ROA——汇总(平均值)								
年份	上升组			下降组			差异	
	N	ROA(%)	p 值	N	ROA(%)	p 值	ROA(%)	p 值
-2	250	0.372	0.441	208	2.271	0.137	-1.899	0.236
0	250	1.117 **	0.028	208	1.563 ***	0.001	-0.446	0.529
3	250	-1.387 ***	0.000	208	-1.322 ***	0.003	-0.065	0.911

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

从表 12 我们可以更清晰地看到上升组和下降组经营能力的跨年度变化情况。从三组跨年度数据(跨三年、跨四年和跨六年)中可以发现,公告增发前,无论是上升组还是下降组,其跨年度行业

表 12 定向增发前后行业调整总资产收益率变化(Δ ROA)分析(平均值)

年份	上升组			下降组			差异	
	N	Δ ROA(%)	p 值	N	Δ ROA(%)	p 值	Δ ROA(%)	p 值
(-2,0)	251	0.745	0.257	209	-0.708	0.643	1.453	0.382
(0,3)	251	-2.504 ***	0.000	209	-2.885 ***	0.000	0.381	0.593
(-2,3)	251	-1.759 ***	0.003	209	-3.593 **	0.024	1.834	0.277

注: *、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

调整 ROA 都波动不大;在定向增发公告后,两组的行业调整 ROA 都显著下降,显著水平都在 5% 以下。就上升组和下降组之间比较而言,机构投资者所看重的上升组的行业调整 ROA 下降幅度稍小于下降组,但差异并不显著($p > 0.27$)。

综上所述,从经营业绩指标“行业调整 ROA”的角度来看,机构投资者在定向增发领域的择券能力并不比其他投资者能力强。

六、研究结论

机构投资者是资本市场的重要参与者,国内外学术界对它的投资能力一直存在争议。对定向增发后长期市场表现进行分析,是研究机构投资者投资能力的一个准确而有效的方法。本文选取 2006-2012 年间我国资本市场实施定向增发的 A 股上市公司为研究样本,通过分组检验和回归分析,对机构投资者在定向增发领域的投资表现进行了实证研究。结果表明,我国上市公司定向增发后的长期市场表现与市场平均水平持平,但是机构增持股票的市场表现比减持股票差,说明机构投资者并不具有超过其他投资者的投资能力,甚至略逊于其他投资者。此外,研究还表明投资者情绪和大股东是否参与增发是影响机构投资者投资决策的重要因素。

从定向增发股票的长期市场表现和长期经营绩效来看,上市公司在实施定向增发后并没有提高公司的市场表现,反而从“表现出众”下滑为“表现平平”。出现此类现象,一种合理的解释就是上市公司在定向增发后未能如期实现预期盈利目标。这一解释也曾得到其他学者的认同(Hertzel et al.,2002;耿建新等,2011)。Hertzel et al.(2002)曾撰文指出定向增发后资本性支出显著下降,代表上市公司并没有将筹集的资金进行规定的运用,进而无法实现预期盈利目标。

机构投资者所看重的定向增发股票的长期表现也不能令人满意,这与前人的研究结论相符,机构投资者并不能利用更多的信息和更强的信息处理能力来挑选出更加优秀的定向增发投资标的,甚至从长期经营绩效指标来看,机构投资者看好的股票反而下降更加严重,因此可以说机构投资者在定向增发股票的选择方面并不具备优于其他投资者的投资能力,甚至有时做出明显错误的投资决策。本文从一个全新的角度(在定向增发领域)进一步验证了我国其他学者提出的关于机构投资者投资能力弱势的研究结论(张新和杜书明,2002;史永东和王谨乐,2014;陈国进等,2010;陈小林和孔东民,2012)。

本文认为对于机构投资者在定向增发领域的投资能力较差可以进一步给出以下两个解释:

第一,对于机构投资者增持的定向增发股票的长期市场表现差于其减持股票的解释:机构投资者的积极参与认购,会促使二级市场对定向增发股票的短期需求大幅上升,导致股价短期内向上波动压力较大,推升股价。但随着定向增发信息逐渐披露,市场参与者调整预期收益,股价回归价值常态,这就产生了机构投资者明显增持的定向增发股票长期市场表现比其减持股票要差的现象。

第二,对于机构投资者增持的定向增发股票的长期经营绩效表现不佳的解释:本文所言的机构投资者的投资能力,究其实质是指机构投资者的长期投资能力或者价值投资能力,但我国机构投资者更加注重短期投资利益,他们更擅长利用短期股市波动(如投资者情绪高涨)和炒作股市获得利益,因此他们的认购行为可能只是一种假象。如果他们在利用重大事件情况下的股市波动,在二级市场获得利益,那么尽管他们在一级市场投资失利,也仍然是最终的胜利者。所以他们并不关注定向增发项目到底如何,他们更加关注哪个定向增发项目会带来更大的二级市场波动或者更易炒作。

参考文献

- 陈国进、张贻军、刘淳(2010):《机构投资者是股市暴涨暴跌的助推器吗?——来自上海A股市场的经验证据》,《金融研究》,第11期。
- 陈浪南、朱杰、熊伟(2014):《时变贝塔条件下的基金多市场择时能力研究》,《管理科学学报》,第2期。
- 陈小林、孔东民(2012):《机构投资者信息搜寻、公开信息透明度与私有信息套利》,《南开管理评论》,第1期。
- 邓路、王化成(2014):《投资者异质信念与定向增发股价长期市场表现》,《会计研究》,第11期。
- 耿建新、吕跃金、邹小平(2011):《我国上市公司定向增发的长期业绩实证研究》,《审计与经济研究》,第6期。
- 马超群、傅安里、杨晓光(2005):《中国投资基金波动择时能力的实证研究》,《中国管理科学》,第2期。
- 牛鸿、詹俊义(2004):《中国证券投资基金市场择时能力的非参数检验》,《管理世界》,第10期。
- 史永东、王谨乐(2014):《中国机构投资者真的稳定市场了吗?》,《经济研究》,第12期。
- 徐琼、赵旭(2008):《我国基金经理投资行为实证研究》,《金融研究》,第8期。
- 许肖肖、杨玉凤、王若琳(2015):《定向增发对上市公司经营绩效影响的实证检验》,《财会月刊》,第23期。
- 徐寿福、龚仰树(2011):《定向增发与上市公司长期业绩下滑》,《投资研究》,第10期。
- 张新、杜书明(2002):《中国证券投资基金能否战胜市场?》,《金融研究》,第1期。
- Baker, M. and J. Wurgler (2006): "Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Finance*, 60, 1645-1680.
- Barclay, M., C. Holderness and D. Sheehan (2007): "Private Placements and Managerial Entrenchment", *Journal of Corporate Finance*, 13, 61-484.
- Brophy, D., P. Ouimet and C. Sialm (2009): "Hedge Funds as Investors of Last Resort", *Review of Financial Studies*, 22, 541-574.
- Carhart, M. (1997): "On the Persistence in Mutual Fund Performance", *Journal of Finance*, 1, 57-82.
- Chou, D., M. Gombola and F. Liu (2009): "Long-run Underperformance Following Private Equity Placements: The Role of Growth Opportunities", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1113-1128.
- Chung, S., C. Hung and C. Yeh (2012): "When Does Investor Sentiment Predict Stock Returns?", *Journal of Empirical Finance*, 19, 217-240.
- Field, L. and M. Lowry (2009): "Institutional Versus Individual Investment in IPOs: The Importance of Firm Fundamentals", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 489-516.
- Gibson, S., A. Saeddine and R. Sonti (2004): "Smart Investments by Smart Money: Evidence from Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 1, 581-604.
- Hertzel, M., M. Lemmon, J. Linck and L. Rees (2002): "Long-Run Performance Following Private Placements of Equity", *Journal of Finance*, 57, 2595-2617.
- Hertzel, M., J. Linck and M. Wintoki (2006): "Institutional Investors and the Long-Run Performance of Private Placements", *Financial Management Association Meetings*, 10, 1-27.
- Huang, J. and Y. Wang (2014): "Timing Ability of Government Bond Fund Manager: Evidence from Portfolio Holdings", *Management Science*, 1, 2091-2109.
- Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam and T. Woidtke (2005): "Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements", *Journal of Financial Intermediation*, 14, 210-238.
- Marcukaityte, D., S. Szewczyk and R. Varma (2005): "Investor Over-optimism and Private Equity Placements", *Journal of Financial Research*, 28, 591-608.
- Myers, S. and N. Majluf (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

(责任编辑:马辰)