

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17520071154175

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司定向增发折价发行  
与长期绩效变化研究

The Issue Discount and Long-Run Operating Performance  
of Equity Private Placement in Chinese Market

谌 云

指导教师姓名: 苏新龙教授

专业名称: 会计学

论文提交时间: 2010年4月

论文答辩日期: 2010年6月

学位授予日期: 2010年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010年4月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

2006年5月8日证监会颁布实施《上市公司证券发行管理办法》后，定向增发股票逐渐成为上市公司再融资的主要渠道，也是上市公司引入战略投资者、进行资产并购重组、换购优质资产、实现整体上市等目的的有效方式，一时间定向增发席卷整个资本市场。但由于我国定向增发兴起较晚，相关的法律法规尚未完善，定向增发过程中也暴露出了一些问题。本文主要针对定向增发中两个核心问题展开研究：第一，定向增发的折价发行问题；第二，定向增发后企业绩效变化。

本文收集2006年5月8日到2009年6月30日实施定向增发上市公司的数据，通过对比定向增发发行价格与定向增发前二十个交易日股票市场交易均价来描述定向增发折价现象，并通过设计大股东利益输送替代变量、信息不对称的替代变量、市场风险的替代变量建立回归模型，试图探讨我国上市公司定向增发折价发行的形成原因。同时选取2006年和2007年期间实施定向增发的样本数据，通过选择反映公司盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力、现金流量能力五个方面的14项指标，构建因子综合得分模型，通过综合绩效得分来比较定向增发前后企业绩效的变化。

通过实证分析，本文认为影响我国上市公司定向增发折价发行的因素主要有大股东利益输送行为、信息不对称以及公司成长性因素。大股东利益输送动机越大，折价率越高；公司规模越小，信息不对称性越严重，定向增发折价率越高；公司的成长性越好，定向增发的折价率越小。通过对不同类型投资者、以及不同折价水平企业绩效变化进行分类研究，发现机构投资者参与定向增发有助于改善企业绩效，而大股东参与定向增发的上市公司绩效则发生下降。同时，高折价发行的上市公司定向增发后企业绩效明显变差；低折价发行的上市公司，定向增发后企业绩效得到提升，低折价发行以及中间折价发行的公司绩效改善程度明显优于高折价发行的上市公司，进一步说明了投资者对企业质量具有较强的判断能力。

**关键词：**定向增发；折价率；长期绩效

## Abstract

Since the China Securities Regulatory Commission Issued “the issuance of securities of listed Companies management approach” on May 8, 2006, Private placements developed rapidly, and became to be the most used channels of financing. It is also used to attract strategy investors, stimulate mergers and acquisitions, re-organize companies and so on. Because the short history of private placements, there are still some problems in the private placements markets. This article aims to analyze two key problems in private placements, one is why the issue price of private placements is much lower than the price of secondary market, the other is whether private placements can improve the operating performance or not.

This article collected the data of listed companies form May 8, 2006 to June 30, 2009, and defines the selling discount of private placements as the issue price compare with the secondary market price 20 days before the issue day. By setting regression equation to verify the reasons of high discounts in private placements. At the same time, Select the financial data of 2006 and 2007, and establish a financial index system to see whether the operating performance has been improved or not.

Through empirical analysis, we believe the transfer of wealth、information effects and the growth potential of the companies can explain the selling discounts. The selling discount is in direct proportion to the interests of leading shareholders; smaller companies tended to issue at larger discounts; the companies with good growth potential tend to issue at smaller discounts. Institutional investors participated in the private placements can improve the operating performance, while those sell their private stocks to the leading shareholders have their operating performance declined. The companies sell at larger discounts faced declined operating performance compared to the companies sold at smaller discounts, and it illustrated that investors can differentiate the quality of the companies.

**Key word:** Private Placements; Discount; Longer operating performance

# 目 录

<b>第 1 章 总论</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 研究背景及意义</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 文献综述</b> .....	<b>2</b>
1.2.1 国外定向增发研究文献综述.....	2
1.2.2 国内定向增发文献综述.....	8
<b>1.3 研究思路与框架</b> .....	<b>12</b>
<b>第 2 章 定向增发相关制度与实践</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1 我国定向增发制度</b> .....	<b>14</b>
2.1.1 定向增发的界定.....	14
2.1.2 我国上市公司定向增发制度规定.....	14
<b>2.2 其他国家及地区私募制度</b> .....	<b>16</b>
2.2.1 美国私募制度.....	16
2.2.2 新加坡私募制度.....	18
2.2.3 我国台湾地区私募制度.....	19
<b>2.3 我国上市公司对定向增发的运用以及出现的问题</b> .....	<b>20</b>
2.3.1 我国上市公司的定向增发策略及其运用.....	20
2.3.2 我国定向增发过程中存在的问题.....	21
<b>第 3 章 定向增发折价发行影响因素研究</b> .....	<b>24</b>
<b>3.1 关于定向增发折价发行的相关理论</b> .....	<b>24</b>
3.1.1 信息不对称假说.....	24
3.1.2 监督假说.....	25
3.1.3 管理层防御行为假说.....	26
3.1.4 利益输送动机假说.....	26
<b>3.2 研究设计</b> .....	<b>28</b>
3.2.1 对利益输送假说的验证.....	29
3.2.2 对信息不对称假说进行验证.....	30
3.2.3 外部影响因素.....	30
<b>3.3 变量及模型部分</b> .....	<b>31</b>

3.3.1 数据的选取 .....	31
3.3.2 变量及模型 .....	31
<b>3.4 实证结果及分析 .....</b>	<b>32</b>
3.4.1 描述性统计 .....	32
3.4.2 实证运行结果 .....	33
3.4.3 指标符号异常情况分析 .....	35
3.4.4 实证结果分析 .....	37
<b>第 4 章 定向增发长期绩效变化研究 .....</b>	<b>39</b>
<b>4.1 研究设计 .....</b>	<b>39</b>
<b>4.2 数据与模型部分 .....</b>	<b>40</b>
4.2.1 样本与数据 .....	40
4.2.2 综合得分模型指标选取及构建 .....	40
<b>4.3 实证结果及分析 .....</b>	<b>42</b>
4.3.1 因子分析法综合模型结果 .....	42
4.3.2 定向增发前后综合绩效得分的描述性统计 .....	45
4.3.3 不同投资者类型下综合绩效得分变化 .....	46
4.3.4 不同折价率水平下综合绩效得分变化 .....	50
4.3.5 实证结果分析 .....	51
<b>第 5 章 结论及政策建议 .....</b>	<b>53</b>
<b>5.1 研究结论 .....</b>	<b>53</b>
<b>5.2 完善我国上市公司定向增发的建议 .....</b>	<b>53</b>
<b>5.3 局限性和后续研究展望 .....</b>	<b>56</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>57</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>61</b>



## Table of Contents

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Background and meanings of the research</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Literature review</b> .....	<b>2</b>
1.2.1 The research of private placements in foreign countries .....	2
1.2.2 The research of private placements in our country.....	8
<b>1.3 Method and structure of the research</b> .....	<b>12</b>
<b>Chapter2 Rules and practice of private placements</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1 The regulations of private placements in our country</b> .....	<b>14</b>
2.1.1 The definition of private placements.....	14
2.1.2 Rules of private placements in our country.....	14
<b>2.2 The regulations of private placements in other countries</b> .....	<b>16</b>
2.2.1 Private placements in America .....	16
2.2.2 Private placements in singapore.....	18
2.2.3 Private placements in Taiwan .....	19
<b>2.3 Private placements in our country</b> .....	<b>20</b>
2.3.1 Different kinds of private placements in our country.....	20
2.3.2 Problems in private placements .....	21
<b>Chapter 3 The discounts of private placements empirical study</b> .....	<b>24</b>
<b>3.1 Theoretical Hypotheses</b> .....	<b>24</b>
3.1.1 The information hypotheses.....	24
3.1.2 The ownership structure hypotheses .....	25
3.1.3 Managerment entrenchment hypotheses .....	26
3.1.4 Wealth Tunneling hypotheses .....	26
<b>3.2 The Reseach design</b> .....	<b>28</b>
3.2.1 Test on the Wealth Tunneling hypotheses .....	29
3.2.2 Test on the The information hypotheses .....	30
3.3.4 Test on external factors .....	30

<b>3.3 Data and model</b> .....	<b>31</b>
3.3.1 Resources of data.....	31
3.3.2 Data and model.....	31
<b>3.4 Results and analysis</b> .....	<b>33</b>
3.4.1 Descriptive statistics.....	33
3.4.2 Empirical study results.....	33
3.4.3 Analysis of abnormal situation.....	35
3.4.4 Analysis of empirical study results.....	37
<b>Chapter 4 The operating performance empirical study</b> .....	<b>39</b>
<b>4.1 Research design</b> .....	<b>39</b>
<b>4.2 Data and model</b> .....	<b>40</b>
4.2.1 Data.....	40
4.2.2 Establish financial index system.....	40
<b>4.3 Results and analysis</b> .....	<b>42</b>
4.3.1 The results of financial index model.....	42
4.3.2 The descriptive of operating performance before and after private placements.....	45
4.3.3 Different operating performance between different investors.....	47
4.3.4 Different operating performance between different discounts.....	50
4.3.5 Analysis of empirical study results.....	51
<b>Chapter 5 Results and Recommendations</b> .....	<b>53</b>
<b>5.1 Results</b> .....	<b>53</b>
<b>5.2 Polish the regulations of private placements</b> .....	<b>54</b>
<b>5.3 Deficiency and research improvements</b> .....	<b>56</b>
<b>Reference</b> .....	<b>57</b>
<b>Acknowledgement</b> .....	<b>61</b>

## 第1章 总论

### 1.1 研究背景及意义

定向增发是指上市公司采用非公开发行方式，向特定对象发行股票的行为。由于定向增发对公司绩效没有要求，操作流程便捷，成本较低，并且有助于上市公司引入战略投资者，大股东向上市公司注入优质资产实现整体上市等优点，股权分置改革后定向增发迅速成为我国资本市场募集资金的主流方式。2006年5月8日到2009年12月31日，我国A股资本市场共实施定向增发423项，总增发股份约1034.93亿股，筹集资金金额达7972.61亿元。而同期公开增发项目数为79项，总增发股份约82.9亿股，筹集资金金额为1557.26亿元。<sup>①</sup>可见，定向增发规模已经远远超过公开增发规模，成为我国上市公司主要融资渠道。

但是，由于定向增发在我国实施历史不长，相关制度并未完善，定向增发监管过程中也出现一些难题，定向增发发行价格的确定便是其中之一，其中涉及到多方利益博弈。由于价值是不可观察的，我们不能判断定向增发价格是否是企业价值的真正体现，或者说是根据其较差的流动性给予一定补偿后的结果（定向增发股票有一年或三年的限售期）。但是通过对比二级市场上股票价格，很多学者都发现定向增发价格存在高折价发行的现象，而这高折价现象背后的原因究竟是什么？本文试图对这一现象进行分析并提出相关建议。

除了筹集资金目的，定向增发还是上市公司引入战略投资者、资产重组、实现企业集团整体上市等目的的重要渠道。定向增发对股票市场来说是一种利好消息，曹立竣、夏新平（2009）研究结果表明我国A股市场定向增发预案具有显著的正向反应<sup>②</sup>，刘立学（2008）研究结果也表明定向增发公告具有显著的正效应<sup>③</sup>。因此，在市场对定向增发一致看好的情况下，通过实证分析定向增发前后企业绩效的变化情况，不仅有助于验证定向增发对企业绩效的影响，也有助于我们正确认识定向增发，具有一定的实用价值和现实意义。

本文希望通过对上述问题进行研究，为投资者投资决策提供一定的参考，并

<sup>①</sup> 数据来源：WIND数据库

<sup>②</sup> 曹立竣、夏新平. 定向增发发行特征对其公告效应影响实证研究[J]. 武汉理工大学学报, 2009, (31): 333-337.

<sup>③</sup> 刘立学. 中国上市公司定向增发公告股价效应的实证研究[J]. 科技创业, 2008, (10): 39-42.

对上市公司定向增发监管制度的完善贡献绵薄之力。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 国外定向增发研究文献综述

欧美市场对定向增发的研究自上世纪 80 年代起就不断成熟。随后新加坡、香港、台湾等地的学者也逐步展开对定向增发的研究。目前关于定向增发的研究主要涉及定向增发的动机、定向增发的折价发行、定向增发的短期及长期效应、盈余管理动机、定向增发对股东财富的影响等等。本文主要试图研究定向增发折价发行的形成原因，并分析定向增发后公司的绩效是否能够有所改善。因此本文的文献综述部分主要是关于定向增发折价发行以及定向增发对公司绩效的影响。

#### 1.2.1.1 定向增发折价发行文献综述

Wruck (1989)<sup>[1]</sup>采用标准事件研究法，通过对定向增发前 59 天至后 20 天进行分析，试图验证定向增发公司股权集中度与市场价值的关系。Wruck 在文章中将定向增发与公开增发对比分析，实证分析的结果显示定向增发公告的超额收益率为 4.5%，高于公开增发的-3%。Wruck 提出了监督假说来解释这一现象，他认为定向增发将带来公司股权结构的变化，使得管理层利益和公司利益更加一致，增量股权的外部监督促使公司管理层通过投资改善公司绩效，进而带来公司价值的增加。Wruck 进一步指出当股权集中度水平为低或者高时，提高股权集中度将带来超额收益率的增加；当股权集中度处于中间水平时，提高股权集中度将带来超额收益率的减少。针对美国市场上存在的定向增发折价现象，Wruck 认为是对投资者监督成本和提供专业意见的补偿，而二级市场的超额收益则反映了定向增发后公司绩效的改善。

Hertzel and Smith (1993)<sup>[2]</sup>以美国市场定向增发股票为样本研究了定向增发股票折价发行和增发后股东财富变化的问题。他们扩展了 Myers and Majluf (1984)的模型<sup>①</sup>，分别验证了信息不对称假说和监控假说。他们的研究结果显示，定向增发折价反映了定向增发投资者评估企业价值所需要的成本，定向增发宣告效应反映了公司的价值。他们认为分析折价的信息应建立在如下假设基础上：当

<sup>①</sup> Myers S.C, Majluf N.S. Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984, working paper No.1396.

公司的价值更难评估时，以及更需要认真评估时，投资者为此需要更多的资源来评价企业的价值时，折价程度越高。他们的研究显示，定向增发出售的同时产生了信息效应，这是通过对定向增发的折价、股价效应的横截面数据分析得出的，并且通过对投资者性质以及定向增发收入的分析得到加强。作者通过对样本数据中 64 家公司定向增发收入用处的披露，其中 44 家披露了定向增发是用来投资于公司资产，13 家用来调整资本结构，7 家既用来购买资产又用来调整资本结构，分析结果表明定向增发收入用来购买资产的公司定向增发后股价以及超额收益表现较好。

Hertzel and Smith 在文章中同时也考虑了监督假说的影响。他们使用和 Wruck (1989)<sup>[1]</sup>一样的方法，通过选取投资者特征、以及股权结构变化这两个变量来验证监督假说理论，主要关注定向增发发生时公司股权集中度的变化，如果股权集中度变化带来更多有效的管理层监控行为，则是增加价值创造的接管行为；当股权集中度增加降低接管行为的可能性、或者助长通过盈余管理不恰当分配公司资源的行为时，则会减少公司价值。因此，股权集中度变化带来公司价值的变化取决于上述两种影响因素哪种占领上风地位。与 Wruck (1989)<sup>[1]</sup>研究结论不同，Hertzel and Smith (1993)<sup>[2]</sup>的研究结果显示，定向增发折价率、超额收益率和所有权集中度的关系都未通过统计显著性检验，监督假说并不能很好解释定向增发折价现象。

Barclay, Holdemess and sheehan (2007)<sup>[3]</sup>从一个新的角度对定向增发折价进行解释，这就是管理层防御行为。其实管理层防御行为早在 Dann and DeAngelo (1983)<sup>[4]</sup>和 Wruck (1989)<sup>[1]</sup>的文章中都有提出，这两篇文章都有发现管理层防御行为的证据，但是他们都没有试图回答定向增发在多大程度上受到管理层防御行为影响。Barclay et al (2007)<sup>[3]</sup>通过选择比以往学者更大的样本量（共594个样本量），是 Wruck (1989)<sup>[1]</sup>、Hertzel and Smith (1993)<sup>[2]</sup>样本量的数倍，从而提升实证研究的精确性。Barclay 等人在其文章中否定了监控假说和信息不对称假说中关于投资者类型的假设，Wruck (1989)<sup>[1]</sup>假设定向增发都是积极型投资者（即能够影响公司管理决策的投资者）所认购，他们能保证公司资源更有效的使用；信息不对称假说下 Hertzel and Smith (1993)<sup>[2]</sup>也默认定向增发都是被认可

<sup>①</sup> Dann, L., and DeAngelo. Standstill Agreements, Private Negotiated Stock Repurchases, and the market for Corporate control[J] Journal of Financial Economics,1983,(11):275-200.

公司价值的大宗股票购买者所认购。Barclay等人则发现这些定向增发认购者并非都是积极型投资者，也存在消极投资者。为了验证不同类型投资者对定向增发的影响，作者对整体样本进行分组检验，分成向积极投资者（即将会在公司治理中发挥积极作用的投资者）定向增发、向消极投资者定向增发、向中间型投资者定向增发三组。通过对定向增发折价率以及股票市场的反应进行分析，作者发现正的市场超额收益率和投资者的类型有极强的关系，积极型投资者会带来市场较大的正向反应。而且从长期来看，针对积极型投资者定向增发公司的长期超额收益并没有下跌，这和以往学者研究得出的定向增发长期超额收益都会下降的结论不同。由于针对积极投资者进行定向增发的公司只占到定向增发市场份额的12%，所以从样本整体来看，长期超额收益还是下降的。根据不同投资者类型市场份额的不同，作者发现管理层倾向于向消极投资者定向增发，并且伴随较高的定向增发折价，这是管理层对这些消极投资者不干预公司管理的补偿。

Heinkel and Schwartz (1986)<sup>[4]</sup>从投资者和发行公司之间信息不对称的角度来研究增发时的价格折价现象，研究发现增发价格反映了公司的质量，折扣程度越高（发行价与现行市价之比）向市场传递的负面信号越多。Anderson and Rose (2006)<sup>[5]</sup>选取新西兰1990年到2002年55家公司的70项定向增发的数据进行研究，研究结果和Heinkel and Schwartz (1986)<sup>[4]</sup>得出的定向增发定价反映公司治理的假说一致。Anderson、Rose在文章中提出两大发现：第一，定向增发的折价率与定向增发公告时的超额收益率存在很强的关系；第二，定向增发的折价率和反映公司风险程度以及盈利情况的指标显著相关。文章中通过显著性检验的指标分别是：股东权益收益率，与折价率负相关，说明公司收益越好，折价程度越低；公司负债与市场权益价值的变量MDE，与折价率正相关，说明现有负债水平越高，财务风险越高，折价发行的程度越高；定向增发前股票收益的方差VAR，衡量整体风险，结果表明风险越大，购买者要求的折扣越大。除了上述指标外，作者还选取了定向增发规模、公司资产账面价值与市场价值的比率（作为公司价值被低估的替代指数）等。值得关注的是，上述影响定向增发价格的信息在定向增发之前都能够获得。

Anderson、Rose (2006)<sup>[5]</sup>文章中的两个发现都说明了管理层只有在相信公司被过高定价时才选择折价发行，定向增发的折价则反映了公司的真实价值，并

且这种定向增发的价格只有在没有管制的市场才能反映公司的真实价值。因此文章建议取消对定向增发的管制，包括取消定向增发的价格管制、限售期规定等，进而提高股票市场的信息流动质量。但是有趣的是，新西兰市场在2003年之前并没有对定向增发进行管制，但是2003年之后，为了保护少数股东的利益，新西兰证券市场也开始对定向增发进行管制。

Hamish, Lawrence, Steven (2006)<sup>[6]</sup>对新西兰资本市场定向增发公告前后的交易活动和股价变动情况进行实证研究。他们发现溢价发行的定向增发股票，在发行后能够带来客观的、永久的财富增加。但是折价发行的定向增发股票在宣告日后的30个交易日内依然带来负的财富效应。与Heinkel and Schwartz (1986)<sup>[4]</sup>的研究结论一致，Hamish, Lawrence, Steven认为，公司的质量决定定向增发的发行价格，质量高的公司选择溢价发行，而低质量的公司则通过折价发行。

Jae-Seung Beak et al (2006)<sup>[7]</sup>分析了韩国企业1989年至2000年期间私人证券发行市场的发行价格以及估值情况，认为广泛存在交叉持股特征的韩国财团中，控股股东具有强烈的利益转移动机。作者发现财团发行者在集团内部的交易中将定向增发的价格定位在有利于控股股东的价位上，不论定向增发发行价格是溢价还是折价，控股股东都能获得超额收益。当定向增发折价发行时，控股股东通过购买定向增发股票的比例大于增发前持股比例达到利益输送的目的；当定向增发溢价发行时，控股股东通过购买定向增发股票的比例小于定向增发前持股比例达到利益输送的目的。财团发行者定向增发时实现比其他类型的企业高出8.8%的超额收益，控股股东在发行时获得正的超额收益，这些都证明了财团企业存在利益输送行为。

### 1.2.1.2 定向增发后公司绩效变化文献综述

关于上市公司筹资后绩效的变化研究最早主要集中在IPO、SEO市场。Loughran and Ritter (1995)<sup>①</sup>以及Loughran and Ritter (1997)<sup>②</sup>发现公司IPO之后存在较差的表现，并且同时存在公开增发后公司较差的运营表现。Spiess et al (1995)也发现公开增发之后股价存在较差表现。后来学者开始研究定向增发后公司绩效的变化。

<sup>①</sup> Loughran, T, Ritter, J. The new issues puzzle[J]. Journal of Finance, 1995, (50): 23-51.

<sup>②</sup>以及 Loughran, T., & Ritter, J. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings[J]. Journal of Finance, 1997, (52): 1823-1850.

Hertzel, Lemmon, Linck, and Rees (2002)<sup>[8]</sup>发现定向增发后公司的股价、运营表现和公开增发一样,都出现了变差的现象。他们分析了美国1980年-1996年952家定向增发公司的长期表现,通过对定向增发公告时股价效应,增发后的股价表现、以及长期绩效进行实证分析,结果发现公告当日存在正的超额累积收益,但是三年持有期超额累积收益率则为负。同时参照同行业来说,公司的长期绩效并没有得到改善,增发后三年的超常总资产收益率分别为-11.06%, -10.48%, -9.06%。作者认为导致定向增发后绩效变差的原因是公司管理层和特定投资者对定向增发后公司的投资机会和项目发展前景过于乐观。

Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam, and Woidtke (2005)<sup>[9]</sup>发现定向增发后较差的表现与认购者的身份有关,将处于财务困境的公司排除在样本之外,作者发现向关联企业定向增发的公司,定向增发之后长期股票市场出现正的收益。

从经验累积中得来的定向增发后股价和运营表现都将变差的证据激励了后来学者对此的研究。Li, Livdan, and Zhang (2009)<sup>[10]</sup>、Barberis and Huang (2008)<sup>[11]</sup>等学者试图研究定向增发后市场表现变差的原因。Li et al (2009)<sup>[10]</sup>利用托宾Q模型,通过实证分析认为出售证券的收入用来投资实物资产会导致定向增发之后实物资产收益率的降低。他们发现有较高成长性的公司会更倾向于将定向增发收入用于投资实物资产,而不是调整公司资本结构,经理对资产的过度投资可能导致较高成长性公司在定向增发之后较差的市场表现。

Barberis and Huang (2008)<sup>[11]</sup>通过建立在预期理论上的模型,得出投资者对溢价发行的证券有较大的偏好的结论,因为这预期着更大的收益。投资者对溢价发行证券的偏好会导致对证券的过高定价,以及定向增发之后负的收益。同时,文章中指出有较好成长性的公司,尤其是那些本期盈利和现金流量都很少,而预期将会有巨额正收益的公司容易受到投资者的青睐,往往溢价发行,投资者对这种公司证券的偏好会导致过高定价。因此,伴随定向增发之后的就是这些高成长性公司较差的市场表现。

Hertzel, Lillck and Wintoki (2006)<sup>[12]</sup>对监督假说进行了进一步的验证。作者认为机构投资者能够利用自己信息获取能力和分析能力对定向增发公司进行有效监督。作者通过对定向增发前后公司机构投资者持股比例的变化,发现机构投资者持股比例上升的公司无论是在长期股价表现上还是在长期绩效表现上都明



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库