
Research on the Private Placement,
Ownership Structure and Investment Efficiency

定向增发、股权结构与投资效率研究

王晓亮 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本著作依托基金项目：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”（NO：12YJA630179）

定向增发、股权结构与 投资效率研究

Research on the private placement,
ownership structure and
investment efficiency

王晓亮 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

定向增发、股权结构与投资效率研究/王晓亮著. —北京:
经济科学出版社, 2015. 9

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6025 - 3

I. ①定… II. ①王… III. ①上市公司 - 股权结构 -
研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 206215 号

责任编辑: 柳 敏 段小青
责任校对: 杨晓莹
版式设计: 齐 杰
责任印制: 李 鹏

定向增发、股权结构与投资效率研究

王晓亮 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京京鲁数码快印有限责任公司印装

710 × 1000 16 开 16. 25 印张 270000 字

2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6025 - 3 定价: 40. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

序 言

党的十八届三中全会提出要发展混合所有制经济，允许不同经济类型企业相互参股，国企民企相互融合成为新一轮国资国企改革的重头戏。如何发展混合所有制经济？定向增发无疑迎合了当前混合所有制改革的要求，而《定向增发、股权结构与投资效率研究》这本书，非常切合我国当前的实际情况，我应邀为该书作序，很想谈谈自己的看法及建议。

该书研究角度新颖、研究方法多样，有一定的实用价值。第一，研究角度新颖。我国上市公司股权结构如何优化是具有现实意义的一个重大课题，而定向增发作为我国上市公司股权再融资主流方式，对于优化股权结构非常重要，作者立足于当前实际情况，在国内外学者研究现状基础上，以定向增发为研究基础，通过股权结构这一中介变量，多角度、全面的对定向增发投资效率进行综合分析，在研究视角方面做了创新性探索。第二，研究方法多样。对于该书的研究方式与研究路径，在理论分析部分采用逻辑演绎法，在实证分析部分，通过定向增发公司与非定向增发公司大样本数据，采用比较与回归模型分析方法，以此证实定向增发、股权结构与投资效率之间的关系，这对于优化上市公司股权结构，提高投资效率有非常重要的意义。另外，该书结合我国定向增发公司案例，将该研究放在一个现实背景中，从基本原理、形成条件、存在问题与原因与对策几个方面就案例进行分析，拓宽了研究视野。从而起到理论联系实际的目的，使研究更具有现实意义。

纵观全书，作者对定向增发、股权结构与投资效率作了深入

细致的研究，随着我国资本市场不断成熟与完善，希望作者在今后学术道路上，在会计学规范研究和实证研究两个方面继续前进，不断探索新领域，启发新思想，提出更具有理论价值与实践价值的研究观点。

于玉林

2015年6月30日

前 言

本书依托的基金项目是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》(项目编号:12YJA630179)的研究成果。从2006年5月始,定向增发作为一种融资方式登上历史舞台,逐步取代公开发行与配股,目前已经成为我国上市公司股权再融资的主流,占据股权再融资的80%以上,上市公司之所以热衷于定向增发,是由于定向增发有“一简三低”的特性,一简就是审核程序简单;三低就是发行成本低、信息披露要求低以及发行人资格要求低,如果采用公开发行,审核程序比较复杂,时间也比较长,而且必须向社会公开披露信息。虽然定向增发能够在一定程度上带动上市公司发展,但定向增发很容易转变为大股东进行利益输送的工具,当向大股东和关联股东增发,增发之后上市公司股权会更加集中,集中股权结构下大股东出于自身私利动机进行利益输送侵害中小投资者利益,本书研究为我国定向增发公司优化股权结构,减少信息不对称与代理成本,提高投资效率具有重要理论与实践意义。

本书基于定向增发的视角,从投资规模、投资多元化与募集资金投向变更角度度量投资效率,对股权结构与投资效率关系进行研究,为定向增发、股权结构与投资效率研究构建一个分析框架。

本书采用理论研究、实证研究与案例研究相结合的方法。首先,在理论部分对定向增发之后股权结构变化,股权结构变化对投资效率影响进行逻辑演绎推导,为本书进一步研究提供理论支撑;其次,实证部分分别从投资规模、投资结构与募集资金投向

变更三个方面度量投资效率，进行实证研究，从而对理论研究提供进一步的证据；最后，实证部分是大样本数据，证明了上市公司普遍存在的问题。为了使理论与实践结合更加紧密，本书针对个别上市公司进行进一步的深入挖掘，通过对我国上市公司目前定向增发、投资效率存在的问题进行个案分析，为理论研究提供了现实证据。

本书的研究特色在于，关于定向增发利益输送问题研究，学者们分别从盈余管理、增发之后大量减持股票、高额分红、关联交易等进行了分析，然而在两权高度分离下是否存在大股东非效率投资进行利益输送的现象，本书转移视角，对定向增发投资效率问题进行分析；投资效率具有综合性和层次性，是在最短时间内把握投资方向，决定合理投资规模，确定有效投资结构，实现公司跨越式发展，本书从投资规模、投资方向与投资结构三方面度量投资效率。

本书是在天津财经大学田昆儒教授精心指导下完成的，在此表示衷心感谢，另外，对给予本书支持和帮助的调研企业和政府机关致以衷心的感谢。

本书在研究过程中由于时间仓促，难免有不妥之处，恳请各位专家同仁批评指正。

王晓亮

于山西财经大学

2015年4月

内 容 提 要

定向增发在国外也称为“私募”，是向特定投资者增发股票的一种方式。定向增发之后股权结构变化，决定了公司控制权在出资者与经营者之间的变化，从而对公司的目标和行为产生影响；投资决策是公司财务决策的起点，是公司成长的动因和财富增加的重要基础，将直接影响公司的融资行为和股利政策，进而影响公司的经营风险和盈利能力。本书围绕定向增发这一事件，从投资规模、投资多元化与募集资金投向变更角度度量投资效率，对股权结构与投资效率关系进行研究，为定向增发、股权结构与投资效率研究构建一个分析框架。

本书主要采用规范与实证相结合的方法，运用规范的方法在文献综述、相关基础理论和研究现状的基础上，理论分析定向增发之后股权结构变化以及股权结构对投资效率影响的作用机理，运用上市公司的数据进行实证分析两权分离度、机构投资者持股比例和股权制衡度对投资效率的影响，最后得出结论。具体研究逻辑可分为以下部分：

第一部分：主要包括国内外相关文献综述、主要涉及的基础理论、背景现状与问题。

第二部分：理论分析。从股权结构变化的三条路线出发，详细分析对投资效率的影响。第一条路线：向大股东和关联股东增发后，上市公司股权会更加集中，控股股东与中小股东的代理冲突增加，而控股股东实现“侵占的成本”却越低，在此情况下，控股股东有进行利益输送的动机，致投资效率降低。第二条路线：与非定向增发公司相比，定向增发公司机构投资者持股比例明显增加，其所发挥的公司治理作用将比非定向增发公司明显增强，其对大股东的利益输送行为将发挥监督作用，致投资效率增加。第三条路线：与非定向增发公司相比，定向增发之后，上市公司股权制衡度明显增强，其能够抑制大股东控制下的利益输送行为，同时，股东之间摩擦也增多，使得上市公司决策行为缺乏效率，削弱了其他股东对上

市公司治理效果，综合考虑股权制衡度对公司治理有正反两方面效应，股权制衡对于公司治理作用并不显著。

第三部分：实证分析。主要从四个方面来分析：第一，定向增发、股权结构与过度投资研究。利用理查德森（Richardson，2006）模型计算投资效率，理论上通过动态模型方法，实证上采用平衡面板随机效应模型，对定向增发公司与非定向增发公司进行对比分析。比较定向增发公司与非定向增发公司股权结构对过度投资的影响。第二，定向增发、股权结构与投资多元化研究。从投资结构上来度量投资效率，采用基于分行业收入的赫芬德尔（Herfindahl）、熵（Entropy）指数来度量投资多元化程度。对定向增发与非定向增发公司股权结构与投资多元化关系进行对比分析，比较定向增发公司与非定向增发公司股权结构对投资多元化的影响。第三，定向增发与投资效率问题研究。运用理查德森（2006）残差度量模型对定向增发前后三年的投资效率进行比较分析，并对定向增发之后三年不同增发对象进行比较，分析其是否存在显著差异以及差异的原因。第四，定向增发、股权结构与募集资金投向变更研究。采用募集资金投向变更程度度量投资效率，分析股权结构对募集资金投向变更程度的影响。

第四部分：案例分析。主要对定向增发、股权结构与投资效率相关案例进行分析，从重庆百货定向增发大股东利益输送案例、宁波建工定向增发大股东利益输送案例、蓝星新材过度投资案例、春兰空调投资多元化案例、九芝堂募集资金投向变更案例进行分析，从不同角度揭示了大股东主导下的利益输送行为。

本书在国内外学者研究现状的基础上，在研究视角方面做了创新性探索。第一，国内外学者从整个市场研究股权结构对投资效率的影响，对定向增发公司治理问题研究甚少，这对于优化上市公司股权结构，抑制大股东利益输送行为具有重要意义。第二，关于定向增发利益输送问题研究，国内外研究主要集中在盈余管理、增发之后大量减持股票、高额分红、关联交易等进行分析，对定向增发公司非效率投资尚未研究，由于投资效率与上市公司业绩、股东财富紧密相连，因此，多角度、全面的对定向增发投资效率研究至关重要。第三，投资效率目标具有多层次性和综合性，国内外学者基于整个市场对投资效率进行实证研究，主要是从投资规模的角度度量投资过度还是投资不足，具有片面性，本书从投资规模、投资结构与投资方向三方面结合起来更全面地对该问题进行综合分析。

本书的研究从理论上能为我们提供股权结构与公司投资对应关系的内

部机理，并为建立有效的公司治理结构提供合理依据；另外，将股权结构与投资行为紧密结合起来，引导公司投资决策更规范、更科学。从实践上，本书的研究为我国定向增发公司优化股权结构，减少信息不对称与代理成本，提高投资效率提供一个切实可行的路径和措施；另外，研究成果对于政策主管部门制定相关政策，完善上市公司投资决策提供政策支持，也为监管部门监管上市公司投资行为，保护中小投资者的利益提供政策指引。

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究目的与意义	1
1.2 基本概念界定	3
1.3 研究思路与主要内容	11
1.4 研究方法与技术路线	15
1.5 研究的创新与不足	17
第 2 章 定向增发、股权结构与投资效率文献述评	22
2.1 定向增发相关问题研究文献述评	22
2.2 投资研究文献述评	33
2.3 投资效率测度文献述评	40
2.4 股权结构对投资效率影响文献述评	55
第 3 章 定向增发、股权结构与投资效率基础理论	66
3.1 投资行为理论	66
3.2 投资多元化理论	70
3.3 委托代理理论	72
3.4 信息不对称理论	76
3.5 公司治理理论	79
3.6 控制权理论	82
第 4 章 定向增发、股权结构与投资效率现状与问题	85
4.1 定向增发背景、现状与问题	85
4.2 股权结构现状与问题	90

4.3	我国投资背景、现状与问题	101
第5章	定向增发、股权结构与投资效率理论分析	115
5.1	投资效率的影响因素	115
5.2	定向增发的股权结构对投资效率影响理论分析	118
第6章	定向增发、股权结构与过度投资研究	123
6.1	文献回顾	123
6.2	理论模型与研究假设	128
6.3	数据来源及研究设计	131
6.4	实证检验	135
6.5	稳健性检验	141
6.6	研究结论与政策建议	142
第7章	定向增发、股权结构与投资多元化研究	144
7.1	理论分析与研究假设	145
7.2	数据来源及研究设计	150
7.3	实证检验	153
7.4	稳健性检验	158
7.5	研究结论与政策建议	159
第8章	定向增发与投资效率问题研究	161
8.1	理论分析与研究假设	161
8.2	数据来源及研究设计	165
8.3	实证检验	168
8.4	稳健性检验	173
8.5	研究结论与展望	174
第9章	定向增发、股权结构与募集资金投向变更研究	175
9.1	文献回顾与研究假设	176
9.2	数据来源和研究设计	184
9.3	实证检验	187
9.4	稳健性检验	192

9.5 研究结论与政策建议	193
第 10 章 定向增发、股权结构与投资效率相关案例	195
10.1 重庆百货定向增发大股东利益输送案例	195
10.2 宁波建工大股东利益输送案例	201
10.3 蓝星新材过度投资案例	207
10.4 春兰空调投资多元化案例分析	213
10.5 九芝堂募集资金投向变更案例分析	218
第 11 章 研究总结与进一步研究方向	224
11.1 主要研究结论与政策建议	224
11.2 进一步研究方向	227
参考文献	229

第 1 章

导 论

1.1 研究目的与意义

1.1.1 研究目的

公司三大财务决策包括融资决策、投资决策和股利决策，其中，投资决策处于核心地位；一方面，投资决策决定公司融资行为；另一方面，投资决策又对公司股利分配起着至关重要的影响。就宏观层面上而言，研究公司层面投资行为也是揭示宏观经济运行内在规律的微观基础。

理论研究目的：我国上市公司股权集中度比较高，股权结构不合理，由此所导致的信息不对称和代理问题在我国上市公司中普遍存在，管理者和大股东为了自身利益不以公司价值最大化为标准，把资金投向低效率项目或者是与公司核心业务无关业务，出现非效率投资现象。本书分析股权结构对投资效率影响的内在机理，对建立有效的股权结构形式，减少上市公司代理成本和信息不对称，提高上市公司投资决策科学化、规范化提供一定的理论依据。

实践应用目的：定向增发在国外也称为“私募”，是向特定投资者增发股票的一种方式。监管部门之所以推出定向增发融资方式，是想通过定向增发引进战略投资者，优化股权结构，增厚上市公司财富，实现大小股东的双赢。本书基于定向增发视角，就股权结构对投资效率的影响进行实证分析，对监管部门所制定政策效果给予经验验证，为政策管理部门制定相关政策

提供参考；另外，本书研究为我国定向增发公司优化股权结构，减少信息不对称与代理成本，提高投资效率提供一个切实可行的路径和措施。

1.1.2 研究意义

1. 理论意义

本书围绕定向增发这一事件，从投资规模、投资多元化与投资方向角度度量投资效率，对股权结构与投资效率关系进行研究，为定向增发、股权结构与投资效率研究构建一个分析框架。

本书的理论意义如下：第一，定向增发之后股权结构变化，决定了公司控制权在出资者与经营者之间的变化，从而对公司的目标和行为产生影响；投资决策是公司财务决策的起点，是公司成长的动因和财富增加的重要基础，将直接影响公司的融资行为和股利政策，进而影响公司的经营风险和盈利能力。第二，能为我们提供股权结构与公司投资对应关系的内部机理，并为建立有效的公司治理结构提供合理依据。第三，将股权结构与投资行为紧密结合起来，从理论上引导公司投资决策更规范、更科学。

2. 实践意义

对定向增发公司的意义：良好的公司治理结构有助于规范上市公司投资行为，提高上市公司投资效率，而股权结构是公司治理的主要内容，本书研究为我国定向增发公司优化股权结构，减少信息不对称与代理成本，提高投资效率提供一个切实可行的路径和措施。

对政策监管部门的意义：政策主管部门推出定向增发初衷，是想通过定向增发引进战略股东，完善上市公司的治理结构，从而保护中小投资者的利益，实现公司价值提高；定向增发新股实现整体上市，可以降低集团公司及其关联企业与上市公司的关联交易，巩固大股东控制权，从而提高上市公司业绩。政策主管部门是否实现了初衷？大股东是否发挥了对上市公司监督作用？本书研究成果对于政策主管部门制定相关政策，完善上市公司投资决策提供政策支持；也为监管部门监管上市公司投资行为，保护中小投资者的利益提供政策指引。

1.2 基本概念界定

1.2.1 定向增发

从法律角度来看,定向增发是一种私募性质的、面向少数特定投资人发行证券的股权再融资方式。定向增发是以 2006 年《上市公司证券发行管理办法》的颁布与实行为标志,从那时开始,定向增发以合法的形式正式登上舞台,并逐步成为我国上市公司股权再融资的主流。配股、公开发行新股、定向增发新股是中国上市公司股权再融资的主要方式。我国股权再融资方式经历了由配股向公开增发新股,再到定向增发新股的转变。

与其他股权再融资方式相比,定向增发是符合市场化原则和国际潮流的一种融资方式,具有以下优势:(1) 财务指标优势。与其他融资方式相比,上市公司进行定向增发条件比较宽松,证监会没有很明确的盈利要求,甚至亏损企业也可以定向增发再融资。(2) 发行对象优势。定向增发对特定的投资者或投资机构增发,只要认购方愿意认购,定向增发就可以成功。(3) 融资规模优势。定向增发没有要求,只要认购方愿意认购,上市公司可以根据融资需求进行增发,而可转换债券和配股却有比较高的要求。(4) 锁定期限优势。定向增发新股对象有三种:大股东或关联股东;机构投资者;大股东和机构投资者。当向机构投资者增发时,其发行的股票在 12 个月内不得转让;当向大股东和关联股东增发时,其股票在 36 个月内不得转让。定向增发锁定期规定有利于更好保护中小投资者的利益,抑制大股东利益输送行为。(5) 时间和审核成本优势。定向增发整个发行流程审核程序简单、成本低、信息披露要求低、发行人资格要求低等特点。

定向增发对于上市公司的作用如下:(1) 定向增发有利于公司财富增加。定向增发是在公司原有股权的基础上增加发行一定的股份,公司在增发之后注入了全新的资金和资产,使得上市公司财富增加;(2) 定向增发有利于引进新的战略投资者。战略投资者购买股票不仅可以为上市公司提

供资金，还可以提供先进管理经验、技术、品牌，开拓公司海外市场，这对于改善治理结构，提高公司业绩，具有重要作用。(3) 定向增发有利于股权结构的完善。定向增发引进了新的股东，使得原有股东股份被稀释，新股东对大股东监督作用得到强化，促使上市公司治理结构完善。(4) 定向增发有利于股东利益平衡。定向增发引进了一批敢于承担风险的、有一定发言权的大股东，其会从公司利益出发来维护公司的合法权益，提高了对大股东的制约和制衡作用。

1.2.2 股权结构

股权结构“Equity Ownership Structure”又称所有权结构，是指上市公司控制权与所有权分布及其相互协调，也指股票投资主体持有上市公司股票种类和数量的分布结构，表现为以财产所有权为基础的各投资主体之间力量对比。另外，从性质上看，股权结构指上市公司总股份中，不同性质股东所占上市公司总股份比例及其相互关系。股权结构是公司治理结构的基础与决定因素，公司治理结构则是股权结构的具体运行方式。不同股权结构决定了不同的公司组织结构，从而形成不同的公司治理制度。股权结构决定了上市公司控制权的构成，其通过股东大会对董事会构成产生显著影响，董事会构成不同对管理人员监督和控制力度也不一样，最终会影响到公司的行为和绩效，因此，股权结构对公司类型、发展以及治理结构的形成都具有重大意义。

股权结构是一个动态的可塑结构，科学技术的发展与生产方式的变化使得股权结构发生相应的变化，股权结构动态变化会导致公司组织结构、治理结构和管理方式发生变化，因此，公司实际上是一个具有不断变化的、弹性和柔性组织。一般意义上说，股权结构具有两个方面的含义：

第一方面含义是股权集中度。就股权集中度而言，根据大股东持股份额将上市公司划分为三种类型，第一种类型是股权高度集中，这种股权结构类型特点是绝对控股股东持有上市公司股份比例在 50% 以上，对上市公司拥有绝对控制权；第二种类型是股权高度分散，这种股权结构类型特点是上市公司所有权与经营权发生明显分离，上市公司没有绝对控股股东，每个股东持有公司股份比例相对比较平均，其持股比例一般小于 10%。第三种类型股权相对比较集中，这种股权结构介于股权高度