

上市公司 定向增发问题研究

毕金玲 © 著

中国社会科学出版社

上市公司 定向增发问题研究

毕金玲 ◎ 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司定向增发问题研究/毕金玲著. —北京: 中国社会科学出版社, 2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5161 - 9054 - 8

I. ①上… II. ①毕… III. ①上市公司—融资—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 237600 号

出 版 人 赵剑英

责任编辑 卢小生

责任校对 周晓东

责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)

发 行 部 010 - 84083685

门 市 部 010 - 84029450

经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司

装 订 廊坊市广阳区广增装订厂

版 次 2016 年 12 月第 1 版

印 次 2016 年 12 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 11

插 页 2

字 数 162 千字

定 价 45.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本书得到辽宁省教育厅专项基地课题
“股权再融资、社会责任与效率评价”(ZJ2015011)项目资助

前 言

上市公司股权再融资指的是公司在首次公开发行（IPO）以后，通过资本市场以配股、公开增发、定向增发等方式，向投资者再次筹集资金的行为。公司股权再融资问题是财务管理研究的重要内容，其不仅关系到公司自身的资本结构、控制权配置等问题，也关系到资本市场的资金配置效率和投资者利益。从我国上市公司股权再融资发展的脉络来看，2006 年以前，上市公司主要采用配股和公开增发方式进行股权再融资，2006 年以后，随着股权分置改革的完成，监管层推出定向增发，由于其诸多优势的存在，越来越多的上市公司转而采用定向增发方式进行股权再融资。因此，2006 年以后，关于股权再融资的文献研究主要针对定向增发问题，本书主要研究定向增发这一股权再融资形式。

通过国内外的文献梳理，可以发现，国外研究基本立足于国外资本市场和上市公司特征而展开，国内外定向增发的研究有共性也有各自特点，如都关注定向增发公告效应和业绩表现的研究，这说明对于国内外上市公司而言，定向增发的最终目的均离不开提升公司价值这一永恒的主题。另外，都关注定向增发的折价问题，但由于监管、市场环境及公司治理结构的不同，内在机理分析的侧重点不同，国内更多关注大股东掏空，而国外更多地从市场环境和治理结构切入研究，目前来看，立足于我国经济转型以及资本市场改革的实际去探讨定向增发问题显得更有意义。在这种背景下，本书系统地研究了上市公司定向增发。全书分为八章，各章的内容大致如下：

第一章在数据统计分析基础上介绍股权再融资发展的概况。第二章是关于国内外定向增发的文献梳理，在前人研究的基础之上，提出

了本书的研究视角和研究内容。第三章介绍定向增发前的公司行为，即定向增发与盈余管理。第四章是定向增发后的公司行为，即定向增发与投资效率。第五章介绍定向增发公司的长短期业绩表现。与前人不同的是，本书采用倾向得分匹配的方法对定向增发业绩表现进行研究以克服样本选择的偏误。另外，由于上市公司和投资者都非常关注定向增发公司的价值，所以，本书在第六章和第七章分别研究了对定向增发公司价值影响较大的两个因素，即机构投资者和社会责任履行。第八章将定向增发与公开增发公司价值进行了比较。本书研究结论显示，第一，上市公司在定向增发前会进行盈余操控（包括应计项目和真实活动），具体操控方式与定向增发的对象有关，而这种操控又会导致定向增发公司短期和长期业绩下降。第二，定向增发后公司的非效率投资更严重，定向增发没能如预期那样提高公司的投资效率，而且大股东参与定向增发会导致更大程度的非效率投资。第三，定向增发短期可能存在正公告效应，但长期业绩表现呈下降趋势。第四，机构投资者认购定向增发股票，主要偏向追求短期获利，并没能发挥在公司治理中的积极作用，不利于公司价值的提升；但是履行社会责任的定向增发公司，其公司价值较高，总的来说，定向增发的公司价值并没有显著高于公开增发公司。

本书不同于以往文献的创新之处主要体现在以下几个方面：

(1) 前期文献在研究定向增发时只孤立地研究某一方面的内容，实际上定向增发作为企业的一种行为，其涉及事前、事中、事后等各个环节，而全过程的研究更有利于把握问题的整体，本书不仅研究了定向增发后的业绩表现，而且还研究了定向增发前的公司行为，试图从全方位去观察和了解定向增发，同时结合中国公司的股权结构特征，关注大股东在定向增发中的作用，旨在对未来监管层监管政策的调整及上市公司定向增发的选择提供方向。

(2) 在关于定向增发后的业绩表现中，不局限于研究其公告效应和经营业绩表现，而是引入“投资效率”，研究定向增发公司的投资效率表现。另外，由于不同产权性质的公司在组织结构、公司治理、融资约束、投资效率等方面均存在差异，产权性质对于股权融资的影

响是值得研究的问题，因此，本书在研究定向增发效率表现时将产权性质引入研究当中；关注国有上市公司和非国有上市公司是否有不同表现。

（3）前期很多文献特别是研究定向增发公司业绩的文献，谈到不足之处都提到“受限于时间，未能进行更长期的观测”，通过查阅发现大部分文献研究的样本期间都在 2006—2009 年这段时间，而目前时间优势为我们的研究提供了良好的契机，本书进行了更长期的业绩观测。

目 录

第一章 股权再融资发展概况	1
第一节 配股	1
一 配股募集资金总额及公司数量变动	2
二 配股政策变动	4
第二节 公开增发	6
一 公开增发募集资金总额及公司数量变动	7
二 公开增发政策变动	9
第三节 定向增发	13
一 定向增发募集资金总额及公司数量变动	14
二 定向增发基本流程	15
三 定向增发政策变动	16
第二章 定向增发文献梳理	19
第一节 国外研究回顾	19
一 定向增发折价研究	19
二 定向增发公告效应研究	19
三 定向增发后的业绩表现研究	21
第二节 国内研究回顾	23
一 定向增发中大股东的掏空行为	23
二 定向增发后的业绩表现	25
三 定向增发的扩展研究	26

第三章 定向增发与盈余管理	28
第一节 理论分析与假设提出	29
一 理论分析	29
二 假设提出	32
第二节 研究设计与样本选择	33
一 研究设计	33
二 样本选择及变量定义	36
第三节 实证过程	40
一 定向增发公司盈余管理的初步结论	40
二 匹配效果检验	42
三 平均处理效应	45
四 回归分析	46
五 稳健性检验	49
第四节 总结	49
第四章 定向增发与投资效率	50
第一节 理论分析与假设提出	51
一 理论分析	51
二 假设提出	54
第二节 研究设计	56
一 投资效率估计	56
二 变量定义	58
三 数据来源与样本选择	59
第三节 实证过程	60
一 描述性统计	60
二 定向增发前后的投资效率表现	61
三 大股东是否参与定向增发对投资效率的影响	63
四 定向增发公司产权性质对投资效率的影响	65
五 稳健性检验	67

第四节	总结	67
第五章	定向增发公司业绩表现	69
第一节	定向增发公告效应	69
一	样本选取	69
二	平均超额收益率	70
三	累计平均超额收益率和公告效应	72
四	不同窗口公告效应比较	72
第二节	定向增发长期业绩表现	74
一	理论分析与假设提出	76
二	研究方法	77
三	样本选择及实证过程	81
第三节	总结	90
第六章	机构投资者对定向增发公司价值的影响	91
第一节	文献回顾与理论分析	92
第二节	市场概况与案例简介	95
第三节	案例分析	98
一	累计超额收益率分析	99
二	公司价值分析	100
三	销售收入增长率分析	101
四	净资产收益率分析	102
五	每股指标分析	103
六	应计额分析	105
第四节	持股期及限售期后机构投资者的行为分析	105
第五节	总结	108
第七章	社会责任履行对定向增发公司价值的影响	110
第一节	文献综述与假设提出	111
一	社会责任与公司价值	111

二	定向增发与公司价值	112
三	假设提出	113
第二节	研究方法	115
第三节	样本选择及实证结果分析	117
一	数据分析	117
二	平衡性检测	119
三	倾向得分匹配结果分析	122
第四节	总结	123
第八章 定向增发与公开增发价值效应比较		
——	社会责任视角	124
第一节	文献回顾与研究假设	125
一	关于社会责任	125
二	关于再融资公司业绩表现	126
三	假设提出	127
第二节	数据来源与样本选择	130
一	数据来源	130
二	样本选择	130
三	关于研究方法	131
第三节	实证分析	132
一	样本公司市场绩效检验	132
二	经营业绩表现统计分析	134
三	变量描述	137
四	变量正态检验	140
五	回归结果分析	141
六	稳健性检验	146
第四节	总结	147
参考文献		149
后 记		160

表目录

表 1-1	1998—2014 年配股募集资金总额、公司数量及占比	3
表 1-2	配股融资情况与配股政策变动对照	5
表 1-3	1998—2014 年公开增发募集资金总额、公司数量 及占比	8
表 1-4	公开增发融资情况与增发政策变动对照	9
表 1-5	2006—2014 年定向增发募集资金总额、公司数量 及占比	15
表 3-1	是否实施定向增发的影响因素	35
表 3-2	回归模型变量及符号	40
表 3-3	匹配变量均值对比（匹配前）——面向控股股东	41
表 3-4	匹配变量均值对比（匹配前）——面向非控股股东	41
表 3-5	匹配变量均值对比（匹配前）	41
表 3-6	匹配变量均值对比（匹配后）——面向控股股东	43
表 3-7	匹配变量均值对比（匹配后）——面向非控股股东	44
表 3-8	平均处理效应输出结果	45
表 3-9	回归分析结果——面向控股股东	47
表 3-10	回归分析结果——面向非控股股东	47
表 4-1	变量定义（投资效率估计模型）	57
表 4-2	变量定义（假设检验模型）	58
表 4-3	样本公司年度分布	60
表 4-4	描述性统计	60
表 4-5	单变量分析——定向增发前后的投资效率表现	61
表 4-6	回归结果——定向增发前后的投资效率表现	62

表 4-7	大股东是否参与定向增发对投资效率的影响	63
表 4-8	定向增发公司产权性质对投资效率的影响	65
表 5-1	定向增发样本市场及年度分布	70
表 5-2	定向增发公司平均超额收益率 (AR_t) 及其 统计检验	70
表 5-3	定向增发公司公告效应描述性统计	72
表 5-4	定向增发公司不同窗口 CAR_t 及其统计值	73
表 5-5	是否实施定向增发的影响因素	79
表 5-6	样本筛选过程	81
表 5-7	样本公司年度分布	81
表 5-8	样本公司行业分布	81
表 5-9	主要变量的描述性统计	82
表 5-10	匹配变量均值对比结果 (匹配前)	83
表 5-11	匹配变量的平衡性检测结果 (匹配后)	84
表 5-12	倾向得分匹配的处理效应 (持有期收益)	85
表 5-13	倾向得分匹配的处理效应 (经营业绩)	87
表 5-14	分组样本输出结果	89
表 5-15	分组样本输出结果	89
表 6-1	2006—2014 年定向增发发行对象统计	96
表 6-2	鑫科材料增发机构投资者认购数量及认缴金额	98
表 6-3	鑫科材料定向增发后和股份解锁后前十大股东 名单及持股比例	106
表 6-4	机构投资者减持所获收益估计	108
表 7-1	社会责任报告披露的影响因素	116
表 7-2	样本公司年度分布	118
表 7-3	主要变量描述性统计	118
表 7-4	披露组与未披露组基于特征变量的 对比 (匹配前)	119
表 7-5	匹配有效性检测结果 (核匹配—匹配后)	120
表 7-6	倾向得分匹配的处理效应分析	122

表 7-7	分组输出结果	122
表 8-1	公开增发样本市场及年度分布	130
表 8-2	样本公司平均异常收益率及其 T 检验和累计异常 收益率	132
表 8-3	增发前后上市公司经营业绩变化 (ROA, ROE, CFP)	134
表 8-4	分组样本经营业绩表现比较	135
表 8-5	分组样本经营业绩表现变动趋势	136
表 8-6	变量定义	137
表 8-7	变量描述性统计	139
表 8-8	变量正态检验	140
表 8-9	模型 (8.1) 和模型 (8.2) 回归结果	141
表 8-10	模型 (8.3) 和模型 (8.4) 回归结果	143
表 8-11	模型 (8.5) 和模型 (8.6) 回归结果	145
表 8-12	稳健性检验结果	146

图目录

图 1-1	1998—2014 年配股募集资金总额及公司数量 变动趋势	2
图 1-2	1998—2014 年公开增发募集资金总额及公司 数量变动趋势	8
图 1-3	2006—2014 年定向增发募集资金总额及公司 数量变动趋势	14
图 1-4	定向增发基本流程	16
图 3-1	匹配前后的核密度——面向控股股东	44
图 3-2	匹配前后的核密度——面向非控股股东	45
图 4-1	定向增发中大股东攫取利益的方式和路径	54
图 5-1	定向增发公司平均超额收益率 (AR_t) 变化趋势	71
图 5-2	定向增发公司累计超额收益率 (CAR_t) 变化趋势	72
图 5-3	2007—2014 年定向增发公司数量	75
图 5-4	2007—2014 年定向增发募集资金总额	75
图 5-5	匹配前后的核密度	85
图 6-1	机构投资者治理效应解析	95
图 6-2	鑫科材料定向增发进展时间表	97
图 6-3	2011 年 12 月至 2014 年 12 月鑫科材料累计超额 收益率 (CAR) 与市场累计超额收益率 (CAR) 比较及鑫科材料股价走势	100
图 6-4	鑫科材料托宾 Q 值与行业托宾 Q 值比较	101
图 6-5	2011—2014 年鑫科材料销售收入增长率与行业 销售收入增长率对比	102

图 6-6	2011—2014 年鑫科材料净资产收益率与行业 净资产收益率对比	103
图 6-7	2011—2014 年鑫科材料每股收益与行业每股 收益对比	104
图 6-8	2011—2014 年鑫科材料每股经营活动现金流量与 行业每股经营活动现金流量对比	104
图 6-9	2011—2014 年鑫科材料应计额与行业应计额对比	105
图 7-1	核匹配前后倾向值分布对比	121
图 8-1	文献脉络	127
图 8-2	样本公司平均异常收益率 (AAR_t) 和累计异常 收益率 (CAR_t) 变动趋势	133
图 8-3	分组样本 ROA 和 ROE 变动	136
图 8-4	CAR 与 Offer 正态检验 P—P 示意	141

第一章 股权再融资发展概况

融资是公司财务管理的重要内容，上市公司能否筹集到经营所需要的资金，对自身发展至关重要。按资金的来源途径，融资可以分为内源融资和外源融资，其中外源融资又可分为债权融资和股权融资两类。大量研究表明，我国上市公司存在股权融资偏好，而公司股权融资行为影响公司的资本成本、资本结构和控制权配置，甚至关系到整体资本市场的资金配置效率和广大投资者的利益，因此上市公司股权融资问题是一个值得研究的问题。纵观我国上市公司股权再融资发展的历史，基本包括配股、公开增发和定向增发三种形式。

第一节 配股

配股是指上市公司按照股东持股比例向现有股东发行股份的融资行为，具体是指上市公司根据自身发展需要，依据有关规定和相应程序，向现有股东进一步发行新股融资。根据股东身份的不同，可以分为向社会公众股东、法人股东和国家股东的配售，由于所有股东都是按相同的比例认购，所以配股后股东所持股份所占公司总股本的比例不变，大股东的地位不受影响。参与配股的资产可以是现金、实物或无形资产，社会公众股东一般以现金认购，法人或国家股东则可以采取不同的资产形式进行认购。配股方式是我国上市公司最早采用的融资方式，在1998年5月以前，也是我国上市公司唯一的股权再融资方式，该方式面向老股东，不涉及新老股东之间