

■ 王莉婕/著

定向增发定价及经济后果研究

DINGXIANG ZENGFA DINGJIA JI JINGJI HOUGUO YANJIU

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

本书系作者在对外经济贸易大学博士后研究工作的主要研究成果，感谢对外经济贸易大学学术著作出版基金、国家社会科学基金重点项目（13AZD002）与大信审计教育研究基金对本研究的资助

定向增发定价及 经济后果研究

Research on pricing and economic
consequences of Private Placement

王莉婕 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

定向增发定价及经济后果研究/王莉婕著. —北京:
经济科学出版社, 2017. 2

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7796 - 1

I. ①定… II. ①王… 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 (2017) 第 040054 号

责任编辑: 庞丽佳

责任校对: 隗立娜

责任印制: 邱 天

定向增发定价及经济后果研究

王莉婕 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)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 7. 25 印张 200000 字

2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7796 - 1 定价: 30. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(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))

前 言

定向增发作为我国资本市场股权再融资的一种方式，在股权分置改革之前，受政策及制度的束缚，并未在我国上市公司股权再融资领域占有一席之地。2006 年资本市场再融资功能重新开启，定向增发以法律的形式确定出来。定向增发伴随股权分置改革开始兴起，并在后股权分置时代日渐成熟。股权分置改革成功实施后，定向增发为上市公司所青睐，迅速成为我国资本市场股权再融资的主要途径。

定向增发一经推出便得到资本市场的认可与其出现时机有着密不可分的关系，我国大力推行股权分置改革目的就在于通过解决非流通股的流通受限性，降低非流通股股东通过利益输送、关联交易的方式对上市公司进行利益侵占，减少大小股东利益冲突，增强对管理层的监督。股权分置改革的推行，为定向增发的顺利实施提供了绝佳的条件；其次，定向增发具有其他融资方式无法比拟的优势，严格锁定期的制度约束，成为一个缓冲池，给二级市场减缓了压力；而且大股东以优质资产注入形式参与定向增发，可以给上市公司带来新的活力，可以最大限度上避免重复投资，提高资产使用效率；定向增发还是一种绝佳的引入战略投资者的方式，可以提升企业的核心竞争力，改善公司的治理环境，增强外部投资者的投资信心。整体而言，定向增发这一新型股权再融资方式的推出对于我国资本市场的发展与完善具有积极的意义。

从 2006 ~ 2013 年资本市场经历了从牛市到熊市的大起大落，为研究提供了不可多得的契机。如果说在 2006 年、2007 年资本市场投资者情绪高涨的情况下，上市公司可以很轻易通过定向增发获取增发收益，但在金融危机及后金融危机时代，定向增发仍然是上市公司股权再融资的首选，而且在股市低迷期以至于 IPO 停发期仍旧能获得认购收益，说明定向增发的确具备独特的优势。增发现象纷繁复杂，认真

研究上市公司选择定向增发作为股权再融资主要方式的原因、动机与目的有很强的现实意义。

综观当前的整个资本市场,在形式多样、令人眼花缭乱的定向增发现象背后是否真的能与监管部门的初衷一致,可以使大小股东的目标利益趋同,实现上市公司及资本市场的可持续发展是值得深入探讨的课题。定向增发中最具争议的问题是:(1)定向增发定价的合理公平性,因为,定向增发定价将直接关系到增发方案,决定公司利益如何在获得增发权的股东和无法参与定向增发的原有股东之间的重新分配;(2)定向增发后的长短期市场反应及实施定向增发公司的长期业绩表现,具体来说就是在定向增发公告日前后的长短期市场反应,即市场对上市公司定向增发的接受程度,定向增发是利好还是利空消息;对于实施定向增发的上市公司而言,定向增发对公司长期业绩的作用如何,受到哪些因素的影响与制约。归根结底不论定向增发定价如何繁杂,长期而言成功的定向增发行为总会被资本市场所证明,同样动机不纯的增发行为也定会为市场所识别。

本书从定向增发制度背景开始梳理定向增发在我国的发展脉络;从定向增发中大股东、机构投资者及中小股东利益均衡视角出发,分析在利益相关者共同作用下的定向增发定价机制,并在此基础上找出影响定价选择的核心因素,以揭示定价机制的公平性,为监管层进一步规范增发定价提供理论支持;基于代理理论和信息不对称理论分析大股东和机构投资者在定向增发中的不同作用,解释二者对上市公司定向增发经济后果的影响,以发现受市场欢迎的成功的定向增发模式,使定价向增发经济后果的研究视角更为全面。

为了使研究脉络更清晰,在实证研究部分将样本范围缩小细分,只保留了大股东和机构投资者这两类认购对象,并排列组合将其划分为三种类型。低价发行既是机构投资者、大股东监督或者合谋行为的补偿,也可以是大股东支持或者侵占的证据,同时根据风险补偿理论又可以被视为未来风险收益的补偿。而定向增发中大股东或机构投资者在定价环节获取折价收益只是增发收益的一小部分,仅研究定向增发的起点——折扣率,不探究定向增发后的短期宣告效应、长期业绩、长期收益率与认购对象及折扣率的关联,研究结论会略显单薄。因此,本书从定向增发认购者视角出发,对大股东、机构投资者在定向增发

中的监督与合谋效应，大股东对上市公司的支持与侵占作用分别进行分析，使研究过程更完整。

不论是定价影响因素研究，还是短期宣告效应与长期收益率相关关系的研究以及长期业绩表现研究，本书始终围绕机构投资者、大股东与管理层的监督与共谋，大股东的支持与侵占效应展开论证，从折扣率、折扣率与长期收益率、长期绩效的关系等方面探究定向增发中大股东是否具有支持和侵占效应，机构投资者、大股东是否具有监督合谋效应，且得到了较为显著的结论。丰富了定向增发发行对象研究，从代理理论和信息不对称角度解释定价及市场反应，便于监管机构更好的监督约束大股东在定向增发中的行为，引导机构投资者发挥积极的监督作用，以更好地保护中小投资者利益，规范上市公司定向增发的实施。

王莉婕

2017年6月

目 录

第 1 章	导论	1
1.1	选题背景	1
1.2	研究意义	3
1.3	研究思路	5
1.4	研究的主要内容与框架	5
1.5	研究的创新与特色	8
1.6	研究过程中遇到的困难以及解决的措施	9
1.7	研究方法	9
第 2 章	文献回顾	10
2.1	定向增发定价文献回顾	10
2.2	定向增发市场反应研究综述	13
2.3	定向增发长期收益、长期绩效研究综述	14
2.4	监督与合谋理论对定向增发经济后果的解释	15
2.5	支持与侵占理论对定向增发经济后果的解释	16
2.6	文献述评	17
第 3 章	定向增发的制度背景	19
3.1	我国资本市场再融资的历史沿革	19
3.2	定向增发兴起的成因分析	20
3.3	定向增发发行现状分析	24
3.4	定向增发政策及分类	27
3.5	本章小结	28
第 4 章	上市公司定向增发定价研究	30
4.1	定向增发定价选择理论分析及研究假设	30
4.2	研究变量选择和模型设计	35

4.3	实证分析	38
4.4	稳健性检验	40
4.5	本章小结	40
第5章	上市公司定向增发的市场反应研究	42
5.1	定向增发市场反应的理论分析及研究假设	42
5.2	研究变量选择和模型设计	46
5.3	实证分析	56
5.4	本章小结	66
第6章	上市公司定向增发的经营绩效研究	69
6.1	定向增发的长期绩效理论分析及研究假设	69
6.2	研究变量选择和模型设计	71
6.3	实证分析	76
6.4	稳健性检验	86
6.5	本章小结	87
第7章	主要研究结论及政策建议	88
7.1	主要结论	88
7.2	政策建议	90
7.3	研究局限及展望	91
主要参考文献		93
后记		105

第 1 章

导 论

1.1 选题背景

定向增发是指“上市公司采用非公开的形式，向特定对象发行股票募集资金的融资行为”。^①通过定向增发募集资金并非始自 2006 年，而是伴随着我国资本市场的发展而发展而亦步亦趋的逐渐成长着，但因为制度缺陷，在股权分置改革之前，只是零星的散见于资本市场，并没有成为我国上市公司股权再融资的主流方式。转机出现于 2006 年，这一年资本市场再融资功能重新开启，证监会颁布了《上市公司证券发行条例》，首次对定向增发的范畴、实施条件及具体细则做出了详尽的规定，至此定向增发终于以法律的形式确定下来。2007 年深交所和上交所也相继出台了非公开发行业务指引，至此，基本完成了定向增发所需的制度构建。政策出台当年通过定向增发募集的资金多达 936.6 亿元，次年就迅速上升至 2634.49 亿元^②，几乎占据了 2006 ~ 2007 年整个资本市场股权再融资额的九成以上。此后一路攀升，于 2011 年达到顶峰，募集资金高达 3529.69 亿元。即使之后的两年 IPO 停发的背景下，定向增发依然保持强劲的姿态，始终是股权再融资的主力军，截至 2013 年 12 月上市公司通过定向增发累计募集资金 21395.61 亿元。

从以上制度建设的沿革可以看出，股权分置改革为定向增发的顺利实施奠定了良好的制度基础，扫清了障碍；而定向增发又为股权分置的推行保驾护航。一经推出，就迅速超越其他的再融资方式，成为资本市场股权再融资领域的主流。定向增发这一新型股权再融资方式的推出对于我国资本市场的发展与完善具有积极的意义。

① 参见 2006 年中国证监会颁布并实施的《上市公司证券发行管理办法》。

② 数据来源：Wind 金融数据库、中国上市公司资讯网。

虽然 A 股 IPO 暂停,但机构投资者对定向增发热情并没有丝毫的减弱。自 2012 年 11 月后短短 5 个月的时间里,已有 133 家上市公司实施定向增发方案。定向增发受到各路资金的争相追捧,其欢迎程度可见一斑。从 2006 ~ 2013 年资本市场经历了从牛市到熊市的大起大落,为本书的研究提供了不可多得的契机。如果说在 2006 年、2007 年资本市场投资者情绪高涨的情况下,上市公司可以很轻易通过定向增发获取增发收益,但在金融危机及后金融危机时代,仍然为上市公司、公募、私募、PE 等各路资金机构所青睐,而且在股市低迷期以至于 IPO 停发期仍旧能获得认购收益,说明定向增发的确具有其无可比拟的优势。

定向增发一经推出便得到市场的认可与其出现时机有着密不可分的作用关系,在股权分置时代非流通股股东与流通股股东目标利益不仅不一致,还背道而驰,大股东以关联交易进行利益输送,侵占上市公司利益的现象层出不穷。另外,国企上市之初所遗留的分拆上市祸根,导致上市公司成为集团公司的利益输送器,关联交易频繁,上市公司苦不堪言,不论是集团公司还是政府都希望实现整体上市彻底摆脱当初分拆上市的桎梏。而定向增发的资产注入方式,成为集团公司实现整体上市的不二选择。

其次,定向增发具有其他融资方式无法比拟的优势,严格的锁定期的制度约束,成为一个缓冲池,给二级市场减缓了压力;而且大股东以优质资产注入形式参与定向增发,可以给上市公司带来新的活力,可以最大程度上避免重复投资,提高资产使用效率;定向增发还是一种绝佳的引入战略投资者的方式,可以提升企业的核心竞争力,改善公司的治理环境。

整体而言,定向增发这一新型的股权再融资方式的推出对于我国资本市场的发展与完善具有积极的意义。然而,综观当前的整个资本市场,在形式多样、令人眼花缭乱的定向增发现象的背后是否真如监管机构的初衷一致,可以使大小股东的目标利益趋同,实现上市公司及资本市场的可持续发展。定向增发中最具争议的问题:首先是定向增发定价的合理公平性。因为,定向增发定价将直接关系到增发方案,决定上市公司在此次增发中的利益分配格局,即增发利益如何在获得增发权的参与者与未能参与认购的原股东之间的重新分配。其次就是定向增发后上市公司的市场表现,具体而言指定向增发公告日前后的长短期市场反应,市场对上市公司定向增发的接受程度,定向增发是利好还是利空消息;就增发公司而言,定向增发对上市公司长期经营绩效是否起到了促进作用。本书从定向增发的定价与经济后果两个方面展开论述,希望可以辅助监管层和中小投资者解读定向增发背后的经济内涵,尤其是定向增发的定价机制所体现的股东利益取向,上市公司实施定向增发后所产生的经济后果。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

在股权分置时期,因大股东与中小股东目标利益迥异,大股东对上市公司的利益侵占问题是研究的焦点,但股权分置改革之后,大小股东的目标利益日渐趋同,共同关注上市公司的长远发展和市场表现。当上市公司面对绝佳的投资机会、广阔的市场前景急需资金时,希望通过注入优质资产实现整体上市,定向增发其因得天独厚的优势成为上市公司的股权再融资首选。因此大股东在定向增发中的作用不能用股权分置时代的利益侵占一概而论,因定向增发对大股东认购股份锁定期的限制,大股东认购本身亦存在较大的流动性风险,因此需要进一步细分发行对象、发行动机、发行规模对纷繁复杂的定向增发进行研究,解读定价背后所隐含的相关利益主体在增发中的支持或侵占行为。已有文献对认购对象的分类较为笼统,大体分为控股股东认购和非关联股东认购(何丽梅,2010)、大股东认购和大股东不参与认购(张鸣,郭思永,2009;徐寿福,2009)等分类方法,来研究认购对象不同时对定向增发定价的影响。为更充分展现定向增发主要的相关利益主体在增发行为中的作用,本书的研究内容之一在于将主要的认购对象机构投资者明确纳入研究范畴以完善投资者类别,并将认购对象进一步细分为大股东及大股东关联方认购(以下简称大股东认购)、机构投资者认购、大股东和机构投资者同时参与认购,从利益均衡角度分析定向增发再融资活动中的相关利益主体行为。分类分析在不同的利益取向中大股东、机构投资者及中小股东的利益均衡的过程,探讨从机构投资者参与定向增发过程与大股东形成的监督或共谋关系的研究,可以更加清楚地体现大股东的认购动机,上市公司定向增发的意图以及增发后的长短期经济后果,丰富了定向增发中发行对象的研究,便于从理论层面上更为清晰地分类解释定向增发中的各种市场反应,及其背后深层次大股东的侵占与支持行为,大股东与机构投资者的合谋、制衡关系,从而较为客观地反映出我国上市公司定向增发定价形成的全貌。

已有文献提出众多控股股东获取利益的途径,拉·波尔塔(LaPorta,2000)指出控股股东可以通过偷取利润、关联交易、贱卖公司资产等手段获得控制权私利。而且股权分置改革以后,在定向增发融资市场上又出现了新的获利途径——定价手段即股份增发定价和注入资产交易定价。国内外已有研究基于代理理论、信息不对称等方面对非公开发行中的折价现象进行剖析。其中信息不对称理论在

上市公司定向增发行为中体现为监督成本假说和信息搜寻成本假说,管理者机会主义体现为管理层防御假说,赫茨尔和史密斯(Hertzel and Smith, 1993)的研究还指出信息不对称对定向增发的解释要优于利益协同效应的解释。信息确认成本补偿效应无法解释大股东的低价,但与监督补偿成本(Wruck, 1989)是否一致,折价发行后的短期市场反应如何,事件日前的内幕交易程度、短期公告效应又对上市公司的长期收益会产生怎样的影响还很少有较为系统的研究。由于定价中大股东影响力有限,定价必须以市场为基础、以投资者为依托,因此以操纵为目的的定价更加复杂而隐蔽。2006年以来证监会先后出台了许多配套制度来规范定向增发行为,其核心问题是规范定价,在《上市公司证券发行管理办法》中明确规定“定向增发的发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的90%”。不低于均价90%的比例是确定的,但定价基准日的选择上却有些任意性,不同的上市公司定价基准日的选择也不同,显然这一规定过于模糊,给实施定向增发公司留出了一定的操控定价空间,会造成定向增发定价机制的天然“失衡”,进而影响中小股东的利益。然而折价收益是大股东增发收益中无法割舍的一部分,对定价机制及其低价认购的分析可以很好地揭示大股东对中小股东的支持、侵占程度及其发行动机。国内已有的研究大都集中于折价因素分析、短期市场反应及收益研究,较少从长期考察短期公告效应与长期收益的关系、折价率与长期绩效的相关性以探究定向增发后上市公司的长期表现。本书通过对定向增发的折扣率、短期公告效应与长期市场反应、增发后的长期绩效分析,研究大股东及机构投资者参与认购对实施定向增发的上市公司是否存在监督或合谋作用,对上市公司的经营业绩是否存在支持或侵占效应;而折扣率作为定价的关键环节,是否是大股东利益侵占的手段,当分享到增发利益后监督动力会有所减弱。

1.2.2 现实意义

综上所述,本书围绕定向增发定价及经济后果这两大研究主线,用2006年以来成功实施定向增发的全样本数据,对上市公司定向增发行为进行深入剖析,其研究意义如下:从定向增发中大股东、机构投资者及中小股本利益均衡视角出发,分析在利益相关者共同作用下的定向增发定价机制,并在此基础上找出影响定价选择的核心因素,以揭示定价机制的公平性,为监管层进一步规范增发定价提供理论支持;基于代理理论和信息不对称理论分析大股东和机构投资者在定向增发中的不同作用,解释二者对上市公司定向增发经济后果的影响,以发现最受市场欢迎的成功的定向增发模式,使定向增发经济后果的研究视角更为全面;通过对上市公司定向增发后的短期公告效应、长期市场反应及二者相关关系的研

究,找出定向增发市场反应背后的关键影响因素;最后,通过研究定向增发后上市公司的长期经营绩效,并分别比较大股东、机构投资者参与认购时长期业绩指标的差异,以找出认购对象、认购方式等对长期经营绩效的影响,以使定向增发能更好的改善公司治理结构、提高增发后长期业绩、规范监管部门的监管制度,加大监管力度等提供理论与实证依据。

1.3 研究思路

为使论证充分,推理严密,本书采用理论分析与实证分析相结合的研究方法。全书共分为四个主要部分:(1)定向增发制度背景和分类。(2)从大股东、机构投资者及中小股东利益均衡视角,分析三者共同作用下的定向增发定价机制。从“股东利益均衡”的视角,探讨定向增发过程中发行价格的确定机制即增发折价问题,并分析影响增发定价的核心因素。(3)从增发折扣率、认购对象、认购方式等因素对定向增发后的短期市场反应、长期收益、长期绩效的影响分析,探究在定向增发中,大股东是否具有侵占支持效应,机构投资者参与认购是否存在监督合谋效应。(4)定向增发的经济后果研究,具体分为定向增发对长短期收益与长期业绩的影响。

1.4 研究的主要内容与框架

本书从股东权益均衡视角研究定向增发的定价选择,从认购对象角度分别研究大股东、机构投资者对长短期收益率及长期绩效的影响,希望能从定向增发的定价、增发后长短期市场反应、财务绩效方面发现大股东、机构投资者在定向增发过程中的监督合谋、支持侵占作用。研究框架如图1-1所示。

本书共分为7章。第一部分是研究背景、研究框架与思路、贡献(包含第1、2、3章)。第1章介绍了选题背景、研究动机、研究框架与贡献。第2章主要对当前国内外文献中对定向增发研究进行归纳,发现现有研究基于代理理论和信息不对称理论解释了定向增发的低价发行、长短期市场反应(即财富效应)以及财务效应。定向增发中大股东或机构投资者在定价环节获取折价收益只是增发收益的一小部分,仅研究定向增发的起点——折扣率,不探究折扣率、不同的认购对象即(大股东或机构投资者)与定向增发后的经济后果的关联,研究结论会略显单薄,因此纵向上应从定向增发认购者视角出发,对大股东、机构投资者在定向增发中的监督与合谋作用,大股东对上市公司的支持与侵占作用分别进行分

析,使研究视角更全面。第3章梳理了定向增发在我国的发展脉络,分别论述了我国资本市场再融资的历史沿革、定向增发兴起的成因,对定向增发政策及分类进行简要分析,并大致描述了我国上市公司定向增发推行八年来的定向增发定价的基本现状以及对其分类进行了分析和描述,以发行对象、行业分布为标准对定向增发定价情形进行分类描述;从发行对象和发行条件、认购方式、定价制度、锁定期限制等方面对定向增发的相关政策规定进行描述。

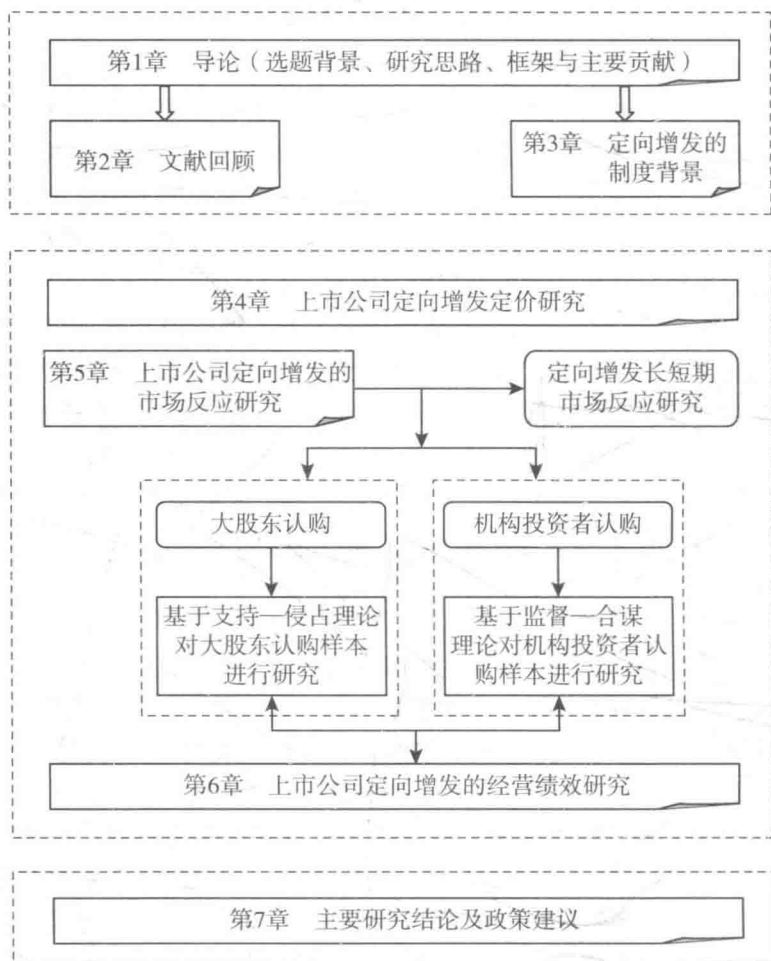


图 1-1 研究框架

第三部分包括第4章至第6章,是文章的主体部分,包括基于股东利益均衡视角分析定向增发定价策略以及定向增发的经济后果。主要实现以下几个目的:

(1) 基于股东利益均衡视角,研究定向增发定价中大股东对定价的影响程度,以

及通过定价时机、定价策略的选择对中小股东造成的间接利益侵占。(2) 定向增发事件短期市场反应以及长期收益是否具有持续性。这部分的行文安排如下:第4章从股东利益均衡视角出发研究定向增发定价偏好问题。从定向增发中大股东、机构投资者及中小股资利益均衡数理分析角度探讨三者共同作用下的定向增发定价中大股东获得增发收益的条件。定向增发定价的实质是原股东与参与增发股东的利益分配问题。但归根到底还是在大股东主导下依据双方的实力制定出利于双方的发行价,因双方目标利益不同,在均衡过程中会有一定程度的折中。第5章研究定向增发的经济后果之一:市场反应。运用事件研究法分析定向增发的长短期市场反应,研究定向增发的预案公告前后、增发公告前后的短期宣告效应、长期市场反应以及短期市场反应与长期收益的相关关系。分别验证了长期收益率与认购对象、折扣率的相关关系以探究大股东与机构投资者在定向增发中的支持侵占、监督合谋效应。第6章研究定向增发的经济后果之二:财务效应。对定向增发后上市公司长期业绩的影响进行实证分析,检验公司长期业绩与公司定向增发前大股东持股比例、认购比例、机构投资者认购比例、注入资产类型、定向增发前上市公司的资产负债率、成长性等指标的相关性,并结合实际剖析这些关联的现实意义。为增强研究结论的精准性,在部分实证设计中进一步将样本按认购对象缩减定位至大股东认购、机构投资者认购以及两者同时认购这三种类型,以充分揭示认购对象不同对增发定价及长短期收益和长期绩效的影响。同时在研究过程中又将精简后的研究样本按注入资产类型细分为现金认购样本和资产认购样本,以便从大股东或机构投资者监督或合谋、支持或侵占等行为角度研究不同认购对象对定向增发长期经济后果的影响。

第四部分,得出研究结论,提出政策建议,总结创新点、研究局限和未来可能的研究方向。

总而言之,从2006年起我国资本市场经历了从牛市到熊市的大幅震荡,但定向增发以其不可比拟的优势,从出现之日起就始终是上市公司最为青睐的股权再融资方式,是资本市场制度日益健全的必然结果,同时定向增发的出现对资本市场的健康发展也发挥着极大的促进作用。定向增发作为一种新的股权再融资方式在我国出现较晚,仍有诸多亟待规范之处。从已有的文献来看,定向增发定价及短期市场反应研究虽多,但是限于样本量的局限,从股东权益均衡视角分析增发定价,并将认购对象进一步缩小细分为大股东认购、机构投资者认购以及两者同时参与认购这三种类型,研究认购对象不同时对定向增发长短期收益及长期绩效影响的文献却比较少。本书采用细分后的样本研究预案公告前后、增发公告后的宣告效应以及短期宣告效应与长期收益率的关系,以探究不同认购对象对定向增发的公告效应、长期业绩的影响;从折扣率、大股东认购、机构投资者认购与长期收益率的相关关系的实证分析中,研究大股东、机构投资者认购行为对定向

增发公司的监督合谋、支持侵占效应。

1.5 研究的创新与特色

本书的主要创新与学术贡献如下：

(1) 从定向增发中大股东、机构投资者及中小股东利益均衡视角出发，分析在利益相关者共同作用下的定向增发定价机制，并在此基础上找出影响定价选择的核心因素。低价发行既是机构投资者、大股东监督或者合谋行为的补偿，也可以是大股东支持或者侵占的证据。而定向增发中大股东或机构投资者在定价环节获取折价收益只是增发收益的一小部分，仅研究定向增发的起点——折扣率，不探究定向增发后的短期宣告效应、长期业绩、长期收益率与认购对象及折扣率的关联，研究结论会略显单薄。因此，纵向上应从定向增发认购者视角出发，对大股东、机构投资者在定向增发中的监督与合谋效应，大股东对上市公司的支持与侵占作用分别进行分析，使研究过程更完整。

(2) 早前对于定向增发经济后果的研究中，限于研究年限和样本量的束缚，鲜有对其长期收益和长期绩效进行研究，即使在已有文献里为数不多的针对定向增发长期市场表现的研究中，对定向增发的认购对象，认购方式的分类也较为笼统，无法识别出大股东和机构投资者在定向增发中的作用。为保证研究样本的纯净度，以便清晰准确地揭示大股东与机构投资者在定向增发中的不同作用及由此引致的一系列的长短期经济后果，本书研究中对定向增发认购对象选择上剔除了大股东和机构投资者之外的认购对象，并将认购对象进一步细分为大股东认购、机构投资者认购以及两者同时参与认购这三种类型，按照不同的认购对象和认购方式将样本分组对比研究认购对象不同时对增发短期市场反应的影响，运用购买持有超额收益方法检验定向增发的长期市场表现，可以较为清晰的看出大股东、机构投资者认购对上市公司长短期市场反应的影响，丰富了中国资本市场公司股权再融资领域的研究成果。

(3) 采用多种长期绩效指标研究不同的认购对象对长期业绩的影响，反映定向增发后的长期业绩与定向增发前大股东持股比例、大股东认购比例、机构投资者认购比例、发行规模、发行前资产负债率、公司成长性的相关关系。理论上进一步丰富定向增发研究的文献积累，实践上可以明确定向增发长期绩效与增发制度、定价机制、公司治理结构之间的关系，为完善定向增发审核机制、加大监管力度、规范监管规则、提高上市公司经营业绩并促使集团企业以定向增发方式实现整体上市提供理论和经验证据。

1.6 研究过程中遇到的困难以及解决的措施

第一,定向增发中部分样本既现金认购又选择资产认购,本书为对该类样本进行研究,主要在于现金认购和资产认购的预案公告日相同,而发行公告日不同。一般而言,现金认购的公告日在资产认购之前。但是两个不同的公告日期,有些股票的两个公告日期相差2个月,这样无法确定适用哪一个公告日来计算其长期收益率和长期超额收益率。

第二,定向增发中以现金认购的外部投资者除机构投资者之外,还包括个人投资者以及一些非金融结构的公司。本书未将后两种单独列示,统一将其视为外部投资者进行分类研究。

第三,由于本书的研究时间跨度长达八年,定向增发情况也较复杂,有的公司预案公告后,除周末及法定节假日外,由于各种原因长时间停牌,事件研究中计算内幕交易和公告效应时为保证样本的完整性,找预案公告、增发公告后的第一天开盘日用了穷尽的方法,发现有些公司从预案公告日至公告后开盘的时间间隔较长,可能会影响公告效应,但此部分公司数量不大,不会影响结论的准确性。

第四,从预案公告发布至正式发行,短则一月,长则一年之久,时间间隔长,但这也能从侧面佐证了证监会应尽量缩短审批期,以尽可能降低内幕交易发生的可能性。

1.7 研究方法

本书主要研究方法包括事件研究方法和回归分析方法。事件研究方法主要用以计算预案公告日及增发公告日前后的超额收益率CAR,增发后的长期收益率采用BHAR计算,持有期收益率采用BHR计算。回归分析方法主要采用多元回归模型。在统计软件上,选择STATA, Eviews和Excel软件对样本进行分析。