

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第3卷 第1辑, 2011年3月

Volume 3 Number 1, March 2011

主 编 李维安
副 主 编 李建标
武立东



经济科学出版社
Economic Science Press



1505059

公司治理评论

REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE

第3卷 第1辑

主 编 李维安
副主编 李建标 武立东



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理评论. 第3卷. 第1辑/李维安主编. —北京:
经济科学出版社, 2012. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2030 - 1

I. ①公… II. ①李… III. ①公司 - 企业管理 - 文集
IV. ①F276. 6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 130478 号

责任编辑: 柳 敏 宋 涛

责任校对: 杨 海

版式设计: 代小卫

责任印制: 邱 天

公司治理评论 (第3卷 第1辑)

主 编 李维安

副主编 李建标 武立东

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

总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191537

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

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

北京汉德鼎印刷厂印刷

三河市华玉装订厂装订

787 × 1092 16 开 12.75 印张 250000 字

2012 年 3 月第 1 版 2012 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2030 - 1 定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

目 录

全流通下上市公司定向增发长期绩效实证研究	苏新龙 谌 云 1
股权结构、私人收益与并购决策	
——基于第二类代理理论的并购模型	张 佳 韩立岩 19
跨国经营治理模式变迁与路径选择	方 刚 崔胜朝 周 建 33
上市公司年报预披露行为研究	
——基于信号传递模型	杜雯翠 高明华 刘常魁 41
我国上市公司并购、重组对目标公司价值的影响	
	余 娟 白仲发 杨 磊 57
中国上市公司股利集中现象分析	夏 宁 李鹏嵩 66
中国上市公司存在治理溢价吗?	
——来自沪深两市 2002~2005 年的经验数据	郝 臣 74
董事会、企业声誉与绩效	万燕鸣 张英杰 95
股权分置改革对上市公司的股权结构与治理效应的影响研究	万丛颖 110
国有上市公司行政型治理指数研究	张立党 127
控股股东行为选择及影响因素研究	
——来自资产注入型定向增发的经验证据	颜淑姬 许永斌 149
其他综合收益列报对盈余管理影响的实证研究	王 林 门 榕 164
我国企业内部控制现状、成因与完善策略探讨	陈文军 陈雪娇 174
公司内外部治理机制简析	樊俊涛 阿布里克木 邹博清 190

CONTENTS

An Empirical Study on the Long-Run Operating Performance of Equity Private Placement under Complete Circulation in China	<i>Su Xinlong Chen Yun</i>	18
Equity Structure, Private Benefit and M&A Decision: A Model Based on Agency Theory II	<i>Zhang Jia Han Liyan</i>	32
Transnational Operation, Corporate Governance Transfer and Path Choice	<i>Fang Gang Cui Shengchao Zhou Jian</i>	40
The Choice of Scheduled Disclosure Date —Based on Signaling Model	<i>Du Wencui Gao Minghua Liu Changkui</i>	56
The Impact of the Target Company's Value after M&A in China	<i>Yu Juan Bai Zhongfa Yang Lei</i>	65
Dividend Concentration Phenomenon Analysis of China Listed Company	<i>Xia Ning Li Pengsong</i>	73
Does Corporate Governance Premium Exist? —2002 – 2005 Data from China's Stock Markets	<i>Hao Chen</i>	94
Board Corporate Reputation and Performance	<i>Wan Yanming Zhang Yingjie</i>	109
Equity Structure and Equity Governance Effect of Chinese Listed Companies —Empirical Evidence Based on the Equity Structure Reform	<i>Wan Congying</i>	126
Indexing Research on Administrative Governance of State-owned Listed Companies in China	<i>Zhang Lidang</i>	148
Research on Majority Shareholders' Behavior Choices and Influencing Factors —From the Assets Injecting of Private Placement's Empirical Evidence	<i>Yan Shuji Xu Yongbin</i>	163
The Empirical Study on the Impacts of Other Comprehensive Income Disclosures on Earnings Management	<i>Wang Lin Men Rong</i>	173

The Discussions of the Enterprise Internal Control's Present Situation, Causes and Perfect Strategy	Chen Wenjun Chen Xuejiao	189
Simple Analysis of Governance Mechanism of Internal and External of Companies	Fan Juntao Abulikemu Zou Boqing	197

全流通下上市公司定向 增发长期绩效实证研究

苏新龙 湛云*

【摘要】 本文选取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,构建因子分析模型,通过综合绩效得分来比较定向增发前后长期经营绩效的变化。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长期经营绩效则发生下降。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

引言

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。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,定向增发股票成为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,并且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,已成为全流通下我国资本市场募集资金的主流方式。自2006年5月8日至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1 034.93亿股,筹集资金金额达7 972.61亿元。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1 557.26亿元(数据来自WIND数据库)。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。本文旨在研究全流

* 厦门大学重大横向课题(批准号:0143-K82033)。

苏新龙(1964~),男,福建南安人,厦门大学管理学院与会计发展研究中心教授,研究方向:资本市场与财务会计、公司治理。湛云(1986~),女,河南信阳人,中华人民共和国铁道部,研究方向:资本市场与财务会计。

通下中国上市公司定向增发前后公司的长期业绩是否得到改善。

一、文献综述

国外有关上市公司筹资后绩效的变化的研究最早主要集中在 IPO、SEO 市场,而后才研究定向增发后公司绩效的变化。何泽尔、莱蒙、林科和里斯 (Hertzel, Lemmon, Linck and Rees, 2002) 分析了美国 1980 ~ 1996 年 952 家定向增发公司的长期表现,通过对定向增发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,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。克利希尔纳穆尔蒂、斯宾科、苏布拉马尼亚姆和温克特 (Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam, and Woidtke, 2005) 发现定向增发后较差的表现与认购者的身份有关,向关联企业定向增发的公司,定向增发之后长期股票市场可以实现正的收益。

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。李等人 (Li et al., 2009) 利用托宾 Q 模型,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。巴尔贝里斯和黄 (Barberis and Huang, 2008) 通过建立在预期理论上的模型,发现投资者对溢价发行证券的偏好会导致对证券的过高定价,定向增发之后产生负的收益。何泽尔、林科和温特基 (Hertzel, Lillck and Wintoki, 2006) 对监督假说进行了进一步的验证,认为机构投资者能够利用自己的信息获取能力和分析能力对定向增发公司进行有效监督。弗鲁克和吴 (Wruck and Wu, 2008) 分析了定向增发的合同、发行者与投资者之间的关系,以及这些关系对公司治理与运营的影响,认为当定向增发带来控制权的增加并改善治理结构时,能带来公司价值的增加。何泽尔等 (Hertzel et al., 2002) 通过对整体样本数据的运营表现进行分析,进而解释定向增发公告正的效应和定向增发后负的效应,而没有区分高 Q 值 (高成长性) 和低 Q 值 (低成长性) 来进行分类分析。而周、贡博洛和刘 (Chou, Gombola, liu, 2009) 则选取 1980 ~ 2000 年期间 371 个定向增发样本,研究公司成长机会、定向增发后的长期股价以及运营表现,研究结果表明高成长性的公司定向增发之后有较差的市场反应和运营表现,而低成长性的公司则没有出现这样的结果。

马希尔·库利 (Maher Kooli, 2009) 通过对加拿大市场 1996 ~ 2005 年 434 家定向增发的公司进行研究,从盈余管理的角度检验了定向增发之后股票市场和运营绩效的表现:不管是从日历时间基础上还是从事件时间基础上,定向增发之后公司运营绩效都将变差;盈余管理处于最激进四分之一的公司比最稳健四分之一的公司定向增发的规模大;盈余管理现象最严重的公司在

增发之后长期绩效表现最差。

张荷君(2009)探讨了定向增发对台湾企业经营绩效的影响。作者从投资者类型角度分析了定向增发对企业绩效的影响,分别验证了五种类型的认购者对企业绩效的影响,其中包括战略投资者、内部投资者、积极型投资者、消极型投资者等。作者分别选择运营现金流量报酬率、资产报酬率、股东权益报酬率、公司价值作为绩效指标进行回归分析,结果显示,认购者类型对定向增发后经营绩效改善产生显著影响。当定向增发认购者为战略投资者、内部投资者、积极投资者或者单一投资者时,公司定向增发后一年的经营绩效比定向增发前一年好,而当认购者为消极投资者时,定向增发则对公司营运现金流量会造成负面的影响。李菊(2009)以2006年实施定向增发的公司为样本,探讨了不同类型的定向增发对公司绩效的影响。实证结果显示,定向增发对上市公司的绩效提升有积极作用,其中向控股股东定向增发对上市公司的绩效提升作用显著。作者分析认为一方面多数上市公司的大股东向上市公司注入的都是优质资产,资产注入对于公司绩效的增长有立竿见影的效果;另一方面资产注入有助于减少同业竞争和关联交易、改善公司业务结构等,从而提升公司绩效。同时作者发现向机构投资者定向增发对公司绩效并没有显著的影响,作者认为这是因为面向机构投资者定向增发募集的资金大多投向新建设的项目,由于存在建设期,绩效的改善需要一段时间后才能表现出来。刘娜(2009)分别从制度、上市公司两个方面指出目前定向增发的定价和竞争机制不完善,存在着一系列问题:定向增发定价基准日具有可操纵性、董事会的融资权限过大给大股东和管理层提供寻租机会、定向增发门槛过低、注入资产的质量评价难等。作者认为如果定向增发引入的资产并非优质,盈利能力低于或大大低于上市公司原有资产水平,则必然导致上市公司资产收益率、净资产收益率、每股收益等盈利指标下降,上市公司绩效必然下滑,从而侵害其他股东利益。章卫东、李海川(2010)对中国上市公司2006~2007年间不同类型定向增发资产注入的短期宣告效应和长期持有超额收益率进行比较研究后发现,其短期累积超额收益率无显著差异,但投资者获得的长期持有超额收益率与资产注入类型显著相关。由此可见,国内关于定向增发的研究领域主要是定向增发折价以及定向增发公告效应等方面,针对定向增发前后长期绩效的比较研究较少。

二、研究设计

我国《上市公司非公开发行股票实施细则》明确规定上市公司非公开发行股票,应当有利于提高资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力。因此,定向增发后企业的绩效是否能够改善也是我们关注的一个重点。

定向增发在我国的运用主要分为以下几个类型:财务型定向增发、引入

战略投资者型定向增发、资产重组型定向增发、财务重组型定向增发。财务型定向增发能为上市公司发展新的项目提供资金,培育新的利润增长点;引入战略投资者类型的定向增发不仅能为上市公司带来强大的战略合作伙伴,也为其带来雄厚的资金支持及技术资源等;而资产重组型定向增发可使上市公司获得优质资产或者实现整体上市目的,并且能够减少关联交易;财务重组型定向增发有利于上市公司换取优质资产,提升主营业务盈利能力等。根据对不同类型的定向增发进行分析都表明定向增发后企业绩效能够得到改善。

定向增发根据投资者类型不同,分为向大股东定向增发、向机构投资者定向增发、向大股东和机构投资者混合增发,不同的增发对象对企业绩效也具有不同的影响。当上市公司向大股东进行定向增发时,大股东作为内部人对公司经营发展有更清楚的认识,而且大股东认购的定向增发股份限售期为3年,为了实现价值的增值,大股东具有较强的动机提升公司价值。而针对机构投资者的财务型定向增发,不仅能为公司带来充足的现金流,而且在一定程度上可以改善公司的治理结构,公司可以分享机构投资者的管理经验、专业知识等,有利于公司未来的发展。混合增发则兼具向机构投资者和向大股东定向增发的优势。因此,从不同认购者类型对上市公司的影响来看,定向增发企业绩效能够得到改善。

综上所述,提出本文的假设1:定向增发后企业的绩效有所改善。

在监督假说下,定向增发引入了积极型的投资者,这些投资者将为公司带来更强的监控服务,并提供相关的专业意见,而定向增发的折价就是对这些投资者预期专业服务成本的补偿。因此在该假说下,折价率越高,表明投资者预期将给公司带来的服务质量越高,公司价值增加幅度也就越大。

据此提出假设2:高折价发行的公司定向增发后绩效改善程度强于低折价发行的公司。

三、数据与模型部分

1. 样本与数据

我们选取从2006年5月8日到2007年12月31日实施定向增发的公司,剔除其中金融类上市公司、非正常上市、重复定向增发的样本,最后样本规模为98。

本文选取定向增发前一年、定向增发当年和定向增发后两年,也即为2005年、2006年、2007年、2008年、2009年年度的数据。其中,2005年、2006年选取的是已根据新准则调整后的数据,所以不影响样本研究结果。

2. 综合得分模型指标选取及构建

本文借鉴冯根福、吴林江(2001)衡量企业绩效的方法^①,选取若干财务指标通过因子分析法构建衡量企业综合绩效得分的函数,计算实施定向增发的上市公司在定向增发前后各年度的综合绩效得分。为了避免单个分析工具的缺陷,我们采用多指标分析方法,分别从盈利能力、营运能力、现金流量、发展能力等五个方面选取各项指标来构建企业综合绩效得分评价模型。

(1) 指标体系设计。

- ①盈利能力指标:净资产收益率、每股收益 EPS、总资产收益率;
- ②现金流量指标:营业收入现金比率、每股经营活动现金净流量;
- ③偿债能力:速动比率、流动比率、已获利息倍数;
- ④运营能力指标:流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率;
- ⑤发展能力指标:每股净资产增长率、总资产增长率、归属母公司股东权益增长率。

(2) 综合得分模型的构建。

本文针对所选的14项财务指标利用因子分析法建立综合绩效得分评价模型,按照特征贡献值大于1的原则提取公因子,再以每个因子旋转后方差贡献率与因子得分相乘得到综合得分模型,用公式表示如下:

$$V_i = A_1 \times F_{i1} + A_2 \times F_{i2} + A_3 \times F_{i3} + A_4 \times F_{i4} + A_5 \times F_{i5}^{②}$$

其中, V_i 为第*i*家公司的综合得分, A_i 表示各因子的方差贡献率,一般采用旋转后的方差贡献率来进行计算, F_{ij} 表示第*i*家公司第*j*个因子的得分。

(3) 因子分析法适用性分析。

因子分析是通过显在变量测评潜在变量,通过具体指标测评抽象因子的分析方法,它的出发点是用较少的、相互独立的因子变量来代替原来变量中的大部分信息。同时因子分析要求原有变量之间存在较强的相关性,如果没有较强的相关性,则无法从中综合得出反映变量共同特征的少数公共因子变量,因此我们首先进行KMO和Bartlett检验。其中KMO检验主要观测变量之间的偏相关是否很小,Bartlett检验主要检测相关矩阵是否为单位矩阵,从而检测因子模型是否合适。本文对定向增发前一年、定向增发当年和定向增发后两年的样本分别进行检验,检验结果如表1所示:

一般来说,KMO值越接近1效果越好,但是由于样本规模只有98个,可能导致KMO值过小,但是定向增发前后四年的KMO值都处于0.6附近,另外*p*值为 $0.000 < 0.001$,即相关矩阵不是一个单位矩阵,这两项指标都说明因子分析法是适用的。

① 冯根福、吴林江:《我国上市公司并购绩效的实证研究》,载于《经济研究》2001年第1期。

② 根据因子分析回归结果显示,特征值大于1的共有5个变量,并且这5个变量能解释原变量的绝大部分信息。

表 1

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		T = -1	T = 0	T = 1	T = 2
		0.604	0.594	0.606	0.589
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	806.824	756.123	756.123	793.910
	df	91	91	91	91
	Sig.	0.000	0.000	0.000	0.000

注: T = -1, 0, 1, 2 分别表示定向增发前一年、定向增发当年、定向增发后第一年、定向增发后第二年。

四、实证结果及分析

1. 因子分析法综合模型结果

表 2 ~ 表 5 分别为定向增发前一年、定向增发当年、定向增发后第一年、定向增发后第二年的特征值与方差贡献表, 我们根据特征值大于 1 的原则选择公共因子。从表 2 中我们可以看出, 前五个指标的特征值均大于 1, 并且前五个因子的累积方差贡献率均达到 75% 左右, 说明提取出的这五个因子能够解释原变量的绝大部分信息。

表 2

定向增发前一年的特征值与方差贡献表

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3.445	24.606	24.606	3.445	24.606	24.606	3.199	22.853	22.853
2	2.903	20.739	45.345	2.903	20.739	45.345	2.702	19.303	42.156
3	1.609	11.496	56.841	1.609	11.496	56.841	1.899	13.561	55.717
4	1.390	9.926	66.767	1.390	9.926	66.767	1.393	9.953	65.669
5	1.165	8.323	75.090	1.165	8.323	75.090	1.319	9.421	75.090
6	1.076	7.685	82.775						
7	0.776	5.546	88.321						
8	0.605	4.320	92.641						
9	0.350	2.503	95.145						
10	0.198	1.418	96.563						
11	0.188	1.342	97.905						
12	0.123	0.877	98.781						
13	0.102	0.726	99.508						
14	0.069	0.492	100.000						

表3 定向增发当年的特征值与方差贡献表

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3.263	23.305	23.305	3.263	23.305	23.305	2.637	18.834	18.834
2	2.692	19.227	42.532	2.692	19.227	42.532	2.480	17.711	36.545
3	1.762	12.585	55.117	1.762	12.585	55.117	2.174	15.526	52.070
4	1.490	10.645	65.761	1.490	10.645	65.761	1.854	13.246	65.317
5	1.137	8.125	73.886	1.137	8.125	73.886	1.200	8.569	73.886
6	0.942	6.728	80.614						
7	0.881	6.293	86.907						
8	0.558	3.987	90.894						
9	0.413	2.949	93.844						
10	0.291	2.076	95.920						
11	0.229	1.633	97.553						
12	0.187	1.334	98.886						
13	0.095	0.675	99.561						
14	0.061	0.439	100.000						

表4 定向增发后第一年的特征值与方差贡献表

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3.813	27.236	27.236	3.813	27.236	27.236	3.648	26.057	26.057
2	2.575	18.395	45.631	2.575	18.395	45.631	1.875	13.391	39.447
3	1.556	11.117	56.749	1.556	11.117	56.749	1.708	12.199	51.647
4	1.213	8.665	65.414	1.213	8.665	65.414	1.631	11.653	63.300
5	1.081	7.722	73.136	1.081	7.722	73.136	1.377	9.836	73.136
6	0.927	6.623	79.759						
7	0.886	6.330	86.089						
8	0.716	5.118	91.207						
9	0.430	3.069	94.276						
10	0.330	2.354	96.630						
11	0.170	1.216	97.846						
12	0.134	0.957	98.803						
13	0.100	0.714	99.517						
14	0.068	0.483	100.000						

表 5 定向增发后第二年的特征值与方差贡献表

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3.733	26.667	26.667	3.733	26.667	26.667	2.809	20.066	20.066
2	2.659	18.996	45.662	2.659	18.996	45.662	2.261	16.147	36.213
3	1.758	12.557	58.219	1.758	12.557	58.219	2.131	15.223	51.436
4	1.353	9.662	67.881	1.353	9.662	67.881	1.953	13.950	65.386
5	1.111	7.934	75.816	1.111	7.934	75.816	1.460	10.430	75.816
6	0.927	6.621	82.437						
7	0.804	5.746	88.182						
8	0.529	3.776	91.958						
9	0.418	2.982	94.941						
10	0.219	1.564	96.505						
11	0.189	1.348	97.853						
12	0.126	0.899	98.752						
13	0.094	0.668	99.420						
14	0.081	0.580	100.000						

从上述定向增发前后企业综合绩效得分特征值和方差贡献表,可以得出每一企业定向增发前后续效的综合得分模型。我们定义定向增发前一年的综合得分为 Value - 1, 定向增发当年的综合得分为 Value0, 定向增发后两年的绩效分别为 Value1、Value2, 五个共同因子变量分别用 F_{1i} 、 F_{2i} 、 F_{3i} 、 F_{4i} 、 F_{5i} 表示, 根据 SPSS 输出结果得到:

$$\text{Value} - 1 = F_{1i} \times 0.22853 + F_{2i} \times 0.19303 + F_{3i} \times 0.13561 + F_{4i} \times 0.09953 + F_{5i} \times 0.09421$$

$$\text{Value} 0 = F_{1i} \times 0.18834 + F_{2i} \times 0.17711 + F_{3i} \times 0.15526 + F_{4i} \times 0.13246 + F_{5i} \times 0.08569$$

$$\text{Value} 1 = F_{1i} \times 0.26057 + F_{2i} \times 0.13391 + F_{3i} \times 0.12199 + F_{4i} \times 0.11653 + F_{5i} \times 0.09836$$

$$\text{Value} 2 = F_{1i} \times 0.20066 + F_{2i} \times 0.16147 + F_{3i} \times 0.15233 + F_{4i} \times 0.1395 + F_{5i} \times 0.1043$$

2. 定向增发前后综合绩效得分的描述性统计

表 6 描述了定向增发前后企业综合绩效得分均值的变化, 通过每年综合绩效得分均值的变化, 我们可以看出定向增发当年和定向增发后一年企业综合得分不断下降, 但在定向增发后第二年综合得分有所上升, 并且高于定向增发当年水平。鉴于平均值容易受到极大值和极小值的影响, 我们还选取了

中位数指标来进行辅助判断。从中位数值变化来看，定向增发前一年到定向增发后两年企业的绩效得分是不断提高的。但是通过综合绩效得分变化配对检验结果（Sig 值均为 1），定向增发前后各年度综合绩效得分指标之间并不存在明显的差异，也就是说定向增发前后公司绩效水平并没有明显变化，本文的假设 1 不成立（见表 7）。

表 6 综合绩效得分描述性统计

	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Deviation
value - 1	98	-0.5523	1.7203	1.19802E - 16	-0.0675	0.3558909
value 0	98	-0.7011	1.4170	2.15E - 17	-0.053	0.3403439
value1	98	-1.0854	0.9122	-2E - 16	-0.0117	0.3520854
value2	98	-1.1023	1.4039	1.02E - 16	-0.0164	0.3461932

表 7 综合绩效得分变化配对 T 检验

		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	Sig. (2-tailed)
					Lower	Upper		
Pair 1	Value 0 - Value - 1	...	0.42697	0.04313	-0.08560	0.08560	0.000	1.000
Pair 2	Value1 - Value 0	...	0.34513	0.03486	-0.06919	0.06919	0.000	1.000
Pair 3	Value2 - Value1	...	0.32533	0.03286	-0.06523	0.06523	0.000	1.000
Pair 1	Value2 - Value - 1	...	0.456	0.0464	-0.09213	-0.09213	0.000	1.000

为了更好地研究企业绩效变化，我们对整体样本进行了分类，分别根据投资者类型，以及增发折价水平的不同，探索面向不同类型投资者，以及不同折价率水平下定向增发前后企业绩效的变化。

3. 不同投资者类型下综合绩效得分变化

我们根据定向增发的认购对象类型进行分组，将上述样本分成三组，分别为：针对大股东定向增发、针对机构投资者定向增发、针对机构投资者和大股东混合定向增发。并采用变量 objective 表示投资者类型，当参与认购的对象只有机构投资者时，我们定义 objective = 1，当只有大股东参与认购时 objective = 0，当针对大股东和机构投资者混合发行时 objective = 0.5，分别检验每组定向增发前后综合绩效得分的变化。

从表 8 中可以看出，当定向增发对象为机构投资者时，上市公司定向增发后综合绩效得分均值逐年增加；而当定向增发对象为大股东时，上市公司定向增发后综合绩效得分均值下降较大；而当针对大股东和机构投资者混合增发时，上市公司定向增发后的绩效也有所下降，但是没有仅仅针对大股东定向增发时下降幅度大。

表 8 不同认购对象上市公司定向增发综合绩效得分变化

	objective	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
value - 1	1	51	-0.051987	0.2954804	0.0413755
	0.5	30	0.011349	0.4599797	0.0839804
	0	17	0.135932	0.2881791	0.0698937
value0	1	51	0.003877	0.2631199	0.0368442
	0.5	30	-0.036463	0.3893597	0.0710870
	0	17	0.052715	0.4534570	0.1099795
value1	1	51	0.009205	0.3365596	0.0471278
	0.5	30	-0.045126	0.3533606	0.0645145
	0	17	0.052019	0.4053114	0.0983025
value2	1	51	0.056332	0.3710793	0.0519615
	0.5	30	-0.079806	0.3478725	0.0635125
	0	17	-0.028163	0.2324584	0.0563794

注：Objective = 1、0.5、0 分别表示机构投资者组、混合发行组、大股东组。

在定向增发之前，针对不同类型投资者进行定向增发的综合绩效得分排列顺序依次为：大股东组、大股东和机构投资者混合发行组、机构投资者组，并且综合绩效得分相差较大。

我们主要从长时间区间考察企业综合绩效得分的变化趋势。因此，我们分别计算出一年期综合绩效得分变化值，两年期综合绩效得分变化值和三年期综合绩效得分变化值。其中，我们定义定向增发当年综合绩效得分减去定向增发前一年综合绩效得分值为 Δvalue0 ，定向增发后第一年减去定向增发前一年综合得分值为 Δvalue1 ，定向增发后第二年与定向增发前一年综合绩效得分变化值为 Δvalue2 ，分别判断每组企业绩效的变化情况。

表 9 为不同投资者类型下企业综合绩效得分的变化值及均值 T 检验。机构投资者组下的 Δvalue0 、 Δvalue1 都没有通过显著性检验，说明在一年期时间长度及两年期时间长度内，机构投资组绩效并没有明显变化， Δvalue2 通过了 10% 水平下的显著性检验，并且其值为正数，说明在三年期时间长度内企业绩效得到明显改善。混合发行组的综合绩效得分虽然一直在下降，但是并没有通过显著性检验，说明定向增发前后企业绩效并没有明显变化。大股东组在定向增发一年期及两年期时间长度内，企业绩效并没有变化，但是三年期时间长度内绩效明显下降，表现为 Δvalue2 为负数，并通过 10% 显著性水平检验。因此，我们可以判断出，机构投资者组在定向增发后企业绩效得到改善，而大股东组绩效则有所下降。

表9 不同投资者类型下综合绩效得分变化值及显著性检验

	objective	N	Mean	Sig. (2 - tailed)	Std. Deviation	Std. Error Mean
Δvalue (0)	1	51	0.055863	0.134	0.2617727	0.0366555
	0.5	30	-0.047811	0.654	0.5786209	0.1056412
	0	17	-0.083217	0.513	0.5124798	0.1242946
Δvalue (1)	1	51	0.061192	0.196	0.3333970	0.0466849
	0.5	30	-0.056475	0.542	0.5879674	0.1073477
	0	17	-0.083913	0.603	0.5546602	0.1345249
Δvalue (2)	1	51	0.108319 *	0.062	0.4046886	0.0566677
	0.5	30	-0.091155	0.381	0.5611989	0.1024604
	0	17	-0.164095 *	0.064	0.3405833	0.0826036

注：Objective = 1、0.5、0 分别表示机构投资者组、混合发行组、大股东组。* 表示在双尾检验下通过 10% 水平。

(1) 大股东组和机构投资者组绩效变化比较。

我们对两组综合绩效得分变化值进行了显著性检验，表 10 即为机构投资者和大股东组综合绩效得分变化值的 T 检验。通过观察双尾检验下的 Sig 值，ΔValue 0、ΔValue1 都没有通过显著性检验，说明在一年期时间长度以及两年期时间长度内，机构投资者绩效变化与大股东组绩效变化之间不存在明显差异。ΔValue2 通过了显著性检验，表现为 Sig 值等于 0.015，远小于 5%，并且机构投资者组与大股东组综合绩效得分变化值之差一直为正数，说明在三年期时间长度内，机构投资者组的绩效改善程度明显强于大股东组。一般来说，定向增发后，企业绩效需要一段时间才能得到改善，因此，实证结果也与实际情况相符。

表 10 大股东组和机构投资者组综合得分变化均值 T 检验

	t	Sig. (2 - tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	upper
Δvalue 0 (机构投资者 - 大股东)	1.073	0.297	0.1390805	0.1295869	-0.1322859	1.073
Δvalue 1 (机构投资者 - 大股东)	1.300	0.198	0.1451054	0.1115975	-0.0777062	1.300
Δvalue 2 (机构投资者 - 大股东)	2.493	0.015	0.2724141 **	0.1092545	0.0542806	2.493

注：** 表示在双尾检验下通过 5% 水平。

(2) 机构投资者组和混合发行组绩效变化比较。

从表 11 混合发行组和机构投资者指标均值之间显著性检验来看，两组之间的 ΔValue 0 与 ΔValue1 并没有通过显著性检验，说明在一年期时间长度及两年期时间长度内，机构投资者绩效变化与混合发行组绩效变化之间不存在明显差异。ΔValue2 通过显著性水平检验，表现为 Sig 指标为 0.068，通过