

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: X2013156095

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

机构投资者参与上市公司定向增发研究

Research on Institutional Investors Participating in the
Private Placement of Listed Companies

李超昊

指导教师姓名: 李常青 教授

专业名称: 工商管理(EMBA)

论文提交日期: 2017年3月

论文答辩日期: 2017年月

学位授予日期: 2017年月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2017年3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

自 2006 年，随着中国证券市场股权分置改革取得阶段性成果，市场融资功能得以恢复，同年 5 月 9 日，证监会颁布《上市公司证券发行管理办法》引入定向增发，对于拓宽上市公司的再融资渠道、收购资产、吸收合并、引入战略投资者及资产重组具有重要的战略意义和作用。

目前，我国相关的法律法规、证监会的规定中没有对定向增发的含义有明确的界定，简单来说就是上市公司对特定对象非公开发行股票，募集资金的行为。对定向增发的操作比照的是非公开发行的规定，但是从实践操作来说，两者还是有一定的区别，非公开发行是向 10 家以下的对象发行，一般为机构投资者，融资的目的比较强，而定向增发是向特定的机构，一般为战略投资者，大多与重组有关。

基于此，本文以研究我国上市公司定向增发现状为切入点，在广泛取样 A 股上市公司定向增发案例以及充分分析各类研究和历史数据的基础上，从机构投资者的视角下，全面研究机构投资者参与上市公司的定向增发。本文主要由七个主体部分构成：第一部分介绍了我国上市公司定向增发的现状，从理论角度分析我国上市公司定向增发的定义与条件、定价及认购机制、分类、与其他融资方式的比较，明确了上市公司定向增发的爆发与政策支持有着密不可分的关系；第二部分是从机构投资者的视角下分析机构投资者参与上市公司定向增发的目的，包括获取参与定向增发的收益及超额收益，增加机构投资者的市场影响力，中长期投资者以相对便宜的成本取得股票，在此基础上综合折价率、市场波动率（ β ）和个股成长性收益（ α ）等要素分析机构投资者参与上市公司定向增发的收益对比；第三部分主要是分析机构投资者参与上市公司定向增发的形式，资金来源和选股策略，从实务操作层面全面了解机构投资者参与上市公司定向增发的方式方法；第四部分是通过三个不同的典型案例分析机构投资者参与上市公司定向增发的多重效应分析，进行趋势性的价值投资，快速成长，实现组合投资，分散风险，但是也要权衡参与时机，还要谨慎使用杠杆；第五部分是分析机构投资者参与上市公司定向增发所遇到的问题，包括投资阶

段遇到的问题，投后管理阶段遇到的问题和税收问题，同时，机构投资者参与上市公司定向增发还要面临监管层的各种政策变化；第六部分是从投资定位、合理的资金运用措施、科学的投资方法、投资创新、投资管理、投资减持六个方向给予机构投资者参与上市公司定向增发提出笔者的建议，以更加精准、丰富的差异化投资策略开展基于定向增发市场的投资业务；第七部分是结论，积极鼓励机构投资者参与上市公司定向增发，拓宽上市公司融资渠道，以充分发挥再融资的价值，实现无形资本和实体经济的有序对接，促使机构投资者与上市公司共同成长，促进再融资市场的良性发展。经过本文的实务研究后认为现阶段上市公司定向增发的投资是适合机构投资者的投资活动，机构投资者参与上市公司定向增发获取收益的关键在于折价、择时、择股。

关键词：机构投资者；定向增发；收益分析

Abstract

Since 2006, with the China equity securities market reform achievements, to market financing function, the same year in May 9th, the Commission issued "the issuance of securities of listed companies management approach" the introduction of private placement of listed companies to broaden the financing channels, to purchase assets, has strategic significance and function of merger, the introduction of strategic investors and asset restructuring.

At present, the provisions of laws and regulations, the Commission of China related to the meaning of the private placement have clearly defined, is simply a listed company on the specific non-public offering of shares to raise funds behavior. The placement of the operation is the provisions of the non-public offering of CF, but in practice, they still have some differences, the non-public offering is issued to 10 or less, generally for institutional investors, the purpose of financing is relatively strong, and directed to specific institutions, generally for strategic investors most of the reorganization.

Based on this, in order to study the private placement of Listed Companies in China from the current situation, the extensive sampling of A shares of Listed Companies in the case of private placement and analyzing all kinds of research and historical data, from the perspective of institutional investors, institutional investors to participate in a comprehensive study of directional issuance of listed companies. This paper consists of seven main parts: the first part introduces the present situation of private placement of Listed Companies in China, analysis of China's Listed Companies in the private placement definition and conditions, and the subscription pricing mechanism, classification, and other means of financing the comparison from the perspective of theory, clear the outbreak and policy support, the private placement of a a close relationship; the second part is the analysis of institutional investors to participate in the private placement of listed companies from the perspective of institutional investors, including the acquisition of private placement and participation in income excess returns, increase institutional investors market influence, long-term investors in the relatively cheap cost of stock, on the basis of

comprehensive discount rate, market the volatility of growth stocks (beta) and income (alpha) factors of institutional investors participating in the private placement of listed companies received Benefit comparison; the third part is the analysis of institutional investors to participate in the private placement of Listed Companies in the form of the source of funds and stock selection strategy, from practice to fully understand the institutional investors to participate in the private placement of listed companies; the fourth part is the analysis of multiple effects through three typical case analysis of different institutional investors to participate in the private placement of listed companies. The value of investment, the trend of rapid growth, the investment portfolio risk diversification, but also to weigh in time, but the prudent use of leverage; the fifth part is the analysis of institutional investors to participate in the private placement of listed companies encountered problems, including investment problems, and problems and tax issues encountered after the investment management stage and institutional investors to participate in the private placement of listed companies also face various regulators Policy change; the sixth part is from the investment orientation, rational use of funds measures, scientific investment method, investment in innovation, investment management, investment holdings of the six directions of institutional investors to participate in the private placement of listed companies and puts forward the advice to the difference, more precise and rich investment strategy to carry out the private placement market investment business based on; the seventh part is the conclusion, to encourage institutional investors to participate in the private placement of listed companies, listed companies to broaden the financing channels, to give full play to the value of re financing, intangible capital and the real economy through orderly docking, promote institutional investors and listed companies to grow together, to promote the healthy development of refinancing market. Through our research that at this stage of the private placement of listed company's investment is suitable for institutional investors investing in key private placement of listed companies to gain access to institutional investors is discounted, market timing and stock picking.

Key words: institutional investors; private placement; benefits analysis

目录

第 1 章绪论	1
1.1 选题背景及研究意义	1
1.1.1 选题背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 研究框架	2
1.3 研究方法	2
1.3.1 案例研究法.....	2
1.3.2 比较分析法.....	3
1.3.3 演绎归纳法.....	3
第 2 章 我国定向增发市场的现状	4
2.1 上市公司定向增发的定义与条件	4
2.2 上市公司定向增发的定价及认购机制	5
2.3 上市公司定向增发的分类	5
2.4 上市公司定向增发与其他融资方式的比较	7
2.5 定向增发的爆发与政策密不可分	8
2.6 机构投资者是定向增发最主要的投资主体	10
第 3 章机构投资者参与上市公司定向增发的原因	12
3.1 机构投资者	12
3.1.1 趋势投资型.....	12
3.1.2 价值投资型.....	13
3.1.3 风险控制型.....	13
3.2 机构投资者参与上市公司定向增发的主要目的	13
3.2.1 获取参与定向增发的收益及超额收益.....	13
3.2.2 增加机构投资者的市场影响力.....	14
3.2.3 中长期投资者以相对便宜的成本取得股票.....	16
3.3 机构投资者参与上市公司定向增发的收益分析	17
3.3.1 折价率.....	17
3.3.2 市场波动率 (β)	18

3.3.3 个股成长性收益 (α)	20
第 4 章机构投资者参与上市公司定向增发的方式	21
4.1 机构投资者参与上市公司定向增发的形式分析	21
4.1.1 直接形式	21
4.1.2 间接形式	21
4.2 机构投资者参与上市公司定向增发的资金来源	22
4.3 机构投资者参与上市公司定向增发的选股策略	23
第 5 章机构投资者参与上市公司定向增发的典型案例	28
5.1 价值投资型机构投资者的成功案例	28
5.2 风险控制型机构投资者的成功案例	30
5.3 参与时机需权衡、杠杆使用需谨慎	33
第 6 章机构投资者参与上市公司定向增发遇到的问题	36
6.1 投资阶段遇到的问题	36
6.1.1 盲目报价	36
6.1.2 打白条报价	37
6.2 投后管理阶段遇到的问题	37
6.2.1 持有期跌破定向增发发行价	37
6.2.2 解禁后的及时止盈止损	38
6.3 税收	39
6.3.1 营业税	39
6.3.2 企业所得税	39
6.3.3 印花税	40
6.3.4 税务筹划	40
6.4 机构投资者参与上市公司定向增发遇到政策变化	41
第 7 章机构投资者参与上市公司定向增发的建议	44
第 8 章研究结论	47
8.1 机构投资者参与上市公司定向增发获取收益的关键在于择时、折价、择股	47
8.2 机构投资者应持续参与上市公司定向增发	47
参考文献	49

第 1 章绪论

1.1 选题背景及研究意义

1.1.1 选题背景

自证监会于 1993 年 12 月 17 日首次发布《关于上市公司送配股的暂行规定》到 2007 年 9 月 17 日中国证监会颁布《上市公司非公开发行股票实施细则》，再到 2014 年 3 月 7 日国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场的意见(国发【2014】14 号)》，使得上市公司积极地进行定向增发，从而拓宽了上市公司本身再融资的途径，这一阶段能够参与到上市公司定向增发的既有自然人投资者、机构投资者、也有上市公司大股东等等，从实务研究的角度，参与上市公司定向增发的机构投资者既是证券投资不断专业化、组织化、社会化的产物，也是金融行业不断发展成熟的重要成果。机构投资者对于将零星的储蓄客户向证券投资转化、优化上市公司治理结构及有效地促进资本市场的功能不断健全、完善等方面起着至关重要的作用，伴随着市场化的推进及机构投资者数量的不断扩大、入市规模的逐步放宽，机构投资者正成为参与中国证券市场的主力军，因此探讨机构投资者参与上市公司定向增发更具有实务研究价值。基于此，对于机构投资者如何选择合适的投资标的，采取何种形式参与上市公司的定向增发暨主要运作模式，在定向增发实施后对于上市公司和机构投资者的价值分析，以及机构投资者参与上市公司定向增发报价阶段、持有期跌破定向增发发行价、解禁后退出、税务筹划和政策变化等方面的问题，成为时下机构投资者研究上市公司定向增发的主要课题。

1.1.2 研究意义

由于我国上市公司定向增发尚处于不断完善的过程中，缺乏比较系统的研究和理论指导，随着上市公司定向增发规模的迅速增长，研究机构投资者如何参与上市公司定向增发，如何对机构投资者参与上市公司定向增发进行价值分析及面临哪些问题的理论深化和实务案例分析显得尤为重要。通过本课题的研

究也在最大程度上给予作为机构投资者的我们参与上市公司定向增发更多的实务操作经验。

1.2 研究框架

本文的写作思路是通过探讨我国机构投资者参与上市公司定向增发现状为切入点，广泛取样 A 股机构投资者参与上市公司定向增发案例的基础上，从机构投资者的视角下，全面研究机构投资者参与上市公司的定向增发。文章介绍了我国上市公司定向增发的现状，从理论角度分析我国上市公司定向增发的演进定向增发的条件、定价规则及认购机制、分类和政策导向等；同时，从机构投资者的视角下分析机构投资者参与上市公司定向增发的目的、选股策略研究、形式分析、资金来源、收益分析和选股策略研究；文章筛选不同的典型案例样本分析机构投资者参与上市公司定向增发的多重效应；虽然机构投资者参与上市公司定向增发遇到了包括监管盲区、投资风险以及税收等方面的问题，但是本文研究后认为宏观经济环境仍将有利于机构投资者持续发展定向增发投资业务，上市公司定向增发的投资是适合机构投资者的投资活动，应当积极鼓励机构投资者参与上市公司定向增发，拓宽上市公司融资渠道，以充分发挥再融资的价值，实现资本和实体经济的有序对接，促使机构投资者与上市公司的共同成长，促进再融资市场的良性发展。

1.3 研究方法

1.3.1 案例研究法

本文主要采用案例分析方法，利用大量的案例进行分析，并在案例基础上形成数据信息来研究机构投资者参与上市公司定向增发。通过这些案例可以更加直观的了解机构投资者参与上市公司定向增发的实务。案例分析方法是对有代表性的事物(现象)深入地进行周密而仔细的研究，它可以通过精选案例、案例取舍、案例应用及案例延伸更好地揭示事物的更深一层次的规律，帮助人们

提高和掌握运用规律的能力，适用于本次论文的研究中，可以更有助于了解机构投资者参与上市公司定向增发实务研究的全貌。

1.3.2 比较分析法

文章通过两个或两个以上有针对有联系的事物进行对比观察，对比其相同点不同点，总结出其规律的普通性和特殊性的一种方法。通过运用历史分析与比较研究相结合的方法，进而从发展历史逻辑的角度出发，将机构投资者参与上市公司定向增发的实务研究进行梳理整合、对比分析。通过对信息的收集、传递、加工和整理对比获得机构投资者参与上市公司定向增发的主要模式以及案例分析，并应用于实践，以实现研究本课题的实务性。

1.3.3 演绎归纳法

本文通过演绎归纳的方法，探索 A 股上市公司定向增发的现状、机构投资者参与上市公司定向增发的模式和价值分析，结合当前实例，分析机构投资者参与上市公司定向增发的实务操作，归纳总结研究结论并针对机构投资者参与上市公司定向增发提出相应的建议和意见。

第 2 章 我国定向增发市场的现状

2006 年 5 月 8 日，中国证监会发布了《上市公司证券发行管理办法》，2007 年 9 月 17 日，发布了《上市公司非公开发行股票实施细则》，建立了上市公司非公开发行股票的市场运行机制。

2.1 上市公司定向增发的定义与条件

定向增发是指上市公司采用非公开方式向特定投资者发行股票的行为，也叫非公开发行股票。

根据《上市公司证券发行管理办法》的相关规定，上市公司定向增发需满足如下要求：

- 1、发行对象不超过 10 名，特定对象符合股东大会决议规定的条件；
- 2、发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票均价的 90%；
- 3、股份发行结束之日起 12 个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购股份，36 个月内不得转让。

2014 年 5 月 14 日，证监会公布实施《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》，其中对于定向增发规定：“发行对象不超过 5 名；发行价格不低于发行期首日前一个交易日公司股票的均价，发行股份自发行结束之日起可上市交易；发行价格低于发行期首日前 20 个交易日公司股票均价但不低于 90%，或者发行价格低于发行期首日前一个交易日公司股票均价但不低于 90%的，发行股份自发行结束之日起 12 月内不得上市交易；公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联方以及董事会引入的境内外战略投资者，以不低于董事会作出非公开发行股票决议公告日前 20 个交易日或者前一个交易日公司股票均价的 90%认购的，发行股份自发行结束之日起 36 个月内不得上市交易。”

2.2 上市公司定向增发的定价及认购机制

上市公司定向增发，其交易标的是上市公司新发行的限售流通股，由上市公司选定的证券公司担任保荐人、承销商，负责组织、簿记，协调机构投资者和个人投资者参与。

根据《上市公司证券发行管理办法》的相关规定，定向增发新股的发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票均价的 90%。定价基准日是指计算发行底价基准日的基准日，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日，一般情况下会选择董事会决议公告日为定价基准日。2016 年初，监管部门对 A 股定增确实进行了窗口指导：鼓励一年期定增再融资项目按照发行期首日作为定价基准日，审核从宽；要求三年期项目增加“七折底价”条款，尤其价差大的项目审核一律从严，但重大资产重组配套融资暂不涉及。“七折底价”条款是指发行定价环节增加了“不低于发行首日前 20 个交易日公司股票交易均价的 70%”条款。

董事会预案没有确定投资者的（一般为一年期），投资者通过在特定时间内场外竞价而确定发行价格、中标者及其所得股份数量；董事会预案中确定投资者的（一般为三年期），投资者根据确定的发行价格及认购份额进行认购并获得相应的新股。

2.3 上市公司定向增发的分类

上市公司定向增发最核心的诉求是募资，对于上市公司而言，定向增发可以解决上市公司存量项目或新增投资项目的日常资金需求，有助于实现资产注入及整体上市、引入战略投资者、完成并购重组等多重目标，是一种创新、高效、便捷的再融资工具。

1、按照上市公司定向增发的对象、交易结构，可分为资产并购型、财务型、增发与资产收购相结合、优质公司通过定向增发并购其他公司等四类。

(1) 资产并购型定向增发

这种模式主要用于整体上市的公司。整体上市目前仍受到市场比较热烈的认同，其优势主要有：整体上市能够提升盈利能力，提高上市公司业绩，同时可减少不必要的关联交易与同业竞争等不规范行为，加强公司业务与经营的透明度，降低了控股股东与上市公司的利益冲突，有助于提升公司内在价值。

（2）财务型定向增发

主要体现为通过定向增发实现外资并购，或引入战略投资者。财务型定向增发的意义是多方面的，首先是有利于上市公司更快更高效地实现增发事项，抓住有利的产业投资机会；其次，定向增发成为引进战略投资者，实现收购兼并的重要手段；此外，对于一些资本收益率比较稳定而资本需求比较大的行业，如银行等，定向增发由于方便、快捷、成本低，同时容易得到战略投资者认可。

（3）增发与资产收购相结合

上市公司在获得资金的同时反向收购控股股东优质资产，这将是比较普遍的一种增发行为。对于整体上市存在明显的困难，但是控股股东又拥有一定的优质资产，同时控股股东财务又存在一定变现要求的上市公司，这种增发行为既可以快速收购集团的优质资产，又可以改善上市公司业绩指标或挖掘公司持续发展潜力，因此在一定程度上构成对公司发展的利好。但是具体利好程度而言，则要考虑发行价格与资产收购的价格。

（4）优质公司通过定向增发并购其他公司

与现金收购相比，定向增发作为并购手段能大大减轻并购后的现金流压力。同时，定向增发更有利于发挥龙头公司的估值优势，能够真正起到扶优扶强的效果，因而，这种方式对龙头公司是颇具吸引力的。

2、按照上市公司目的和价值取向不同，可分为资产并购重组型、引入战略投资者型和财务投资者型。

（1）资产并购重组型

主要通过向特定对象增发股份来收购其所持有的资产，而且多为非现金资产，比如股权、债权、实物等，而该特定对象多为上市公司控股股东或其他关联方。通过将主营业务整体上市而进行的定向增发便是该类型的代表，资产并购后能有效地解决上市公司与控股股东及关联方的关联交易和同业竞争问题，

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 for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库