

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：17620121151231

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

定向增发中机构投资者投资决策研究
——基于信息不对称观视角

Research on Institutional Investors Decision-making in Private
Placement: Based on the Perspective of Information Asymmetry

张蓉蓉

指导教师：吴晓晖 教授

专业名称：企业管理

论文提交日期：2015年4月

论文答辩日期：2015年5月

学位授予日期：2015年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2015年 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

摘要

在我国，定向增发是一种发展历史较短，但是却非常热门的股权再融资方式。在定向增发过程中，尤其是项目型融资的定向增发过程中，机构投资者是非常重要的参与主体。因此，对定向增发中机构投资者投资决策的考察，不仅可以在理论上丰富现有的关于定向增发投资者身份的研究，同时对上市公司和机构投资者而言也有具有重要的现实意义。

本文关注上市公司定向增发时由于推出募投项目带来的短期信息不对称水平增长的影响，以2006年5月8日至2013年12月31日的622个项目融资型定向增发为样本，从信息不对称观视角，实证分析定向增发过程中机构投资者的投资决策。经过对文献的梳理，本文发现定向增发过程的信息不对称可以划分为两类：公司层面的信息不对称以及项目层面的信息不对称。在本文的实证研究中，首先运用主成分分析法，计算公司层面的信息不对称水平，并探讨其与项目层面信息不对称水平之间的关系，研究结果发现，信息不对称水平高的上市公司更倾向于推出信息不对称水平低的募投项目；其次考察项目层面的信息不对称水平对机构投资者投资决策的影响，同时也引入折价这一变量来深入探索二者的关系。本文关于定向增发中机构投资者的投资决策是从机构投资者是否认购、认购比例、参与认购的家数三个层次进行分析，同时为了进一步认识不同机构投资者的决策差异，本文还将机构投资者按信息不对称程度高低进行划分为两类。本文实证结果表明，当项目层面的信息不对称水平更低时，机构投资者的认购意愿更强，信息不对称程度低的机构投资者尤其是如此；当考虑折价的影响时，两类机构投资者表现出不同的行为：信息不对称程度低的机构投资者不会因折价而降低对信息不对称水平低的募投项目的偏好，然而，对信息不对称程度高的机构投资者而言，随着折价的提高，项目层面的信息不对称水平与其认购意愿的负相关关系减弱。除了以上结果，本文还发现机构投资者更加青睐盈利能力更强、系统性风险较高、企业性质为非国有的上市公司。

关键词：定向增发；机构投资者；信息不对称

Abstract

Though the private placement has a short history in China, it is a surprisingly popular method of SEO. During the process of private placement, especially the kind of project-based financing, institutional investors play an important role. Therefore, the study of the investment decisions of institutional investors in private placement can not only enrich the existing research on the identity of the private placement investors, but also bring practical significance for listed companies and institutional investors.

From the perspective of asymmetric information, this paper chose 622 project-based financing private placement samples from May 8, 2006 to December 31, 2013 to analysis the investment decision-making process of institutional investors. After combing the current literatures, we find that information asymmetry in placement process can be divided into two categories: company-level information asymmetry and project-level information asymmetry. In the part of empirical study, firstly, the principal component analysis method is used to calculate the company-level information asymmetry and then investigate the relationship between project-level information asymmetry and company-level information asymmetry. The empirical results show that listed companies that have high company-level asymmetric information are more inclined to introduce lower information asymmetry projects. Secondly, study the impact of project-level information asymmetry on investment decisions of institutional investors, and then introduce the variable of discount to further explore this kind of impact. The variables that used to measure the investment decisions of institutional investors in this paper are as follows: whether the subscription is from institutional investors, the subscription ratio, the number of institutional investors. In order to further understand the differences of investment decisions among institutional investors, this paper divide the institutional investors into two categories according to their level of information asymmetry. Empirical results show that the lower project-level information asymmetry, the stronger willingness of institutional investors to subscribe, especially true for lower level information asymmetry institutional investors. When considering the impact of the discount, the two types of institutional investors exhibit different behavior: low level Information asymmetry institutional investors will not weaken their preference for low level information asymmetry projects even the discount is high ,however, for high level information asymmetry institutional investors, with the improvement of the discount rate, the negative correlation between the level of project-level information asymmetry and its willingness to

subscribe will decline. In addition to the above results, we also found that institutional investors are more favored the companies that are characterized by more profitable, higher systemic risk and non-state-owned.

Key words: Private Placement ; Institutional Investors; Information Asymmetry

厦门大学博硕士学位论文摘要库

1	引言	1
1.1	研究背景与意义	1
1.2	研究内容	2
1.3	研究方法	3
1.4	主要概念界定	4
1.4.1	定向增发	4
1.4.2	机构投资者	4
2	文献综述	5
2.1	国外整体研究综述	5
2.1.1	折价	5
2.1.2	公告效应	7
2.1.3	长期业绩	8
2.1.4	实施动机	10
2.2	国内整体研究综述	11
2.2.1	折价及其影响因素	11
2.2.2	公告效应	12
2.2.3	定向增发是否存在利益输送问题及其方式	13
2.3	定向增发信息不对称理论	15
2.4	定向增发投资者研究综述	17
3	定向增发的历史和现状	20
3.1	定向增发的发展历程	20
3.1.1	制度障碍的扫除——股权分置改革	20
3.1.2	法律地位的承认——《上市公司证券发行管理办法》颁布	20
3.2	定向增发的现状	21
3.2.1	实施流程	21
3.2.2	定向增发融资规模统计	22

3.2.3 定向增发上市公司行业统计	24
3.2.4 定向增发募集资金用途统计	26
3.2.5 定向增发投资者统计	28
4 研究假设与设计	31
4.1 研究思路	31
4.2 研究假设	32
4.3 样本选择与数据来源	35
4.4 变量设计	35
4.4.1 因变量	35
4.4.2 自变量	37
4.4.3 控制变量	38
4.5 研究模型构建	41
5 实证结果分析	46
5.1 变量描述性统计	46
5.2 变量相关性分析	50
5.3 多重共线性检验及异方差问题处理	50
5.4 公司层面信息不对称水平与项目层面信息不对称水平的关系实证结果	51
5.4.1 公司层面信息不对称水平 AI 指数的构造	51
5.4.2 公司层面信息不对称对项目层面信息不对称的实证结果	54
5.5 项目层面信息不对称、折价对机构投资者投资决策的实证结果	56
5.5.1 项目层面信息不对称、折价对机构投资者是否认购的回归结果	56
5.5.2 项目层面信息不对称、折价对机构投资者认购比例的回归结果	58
5.5.3 项目层面信息不对称、折价对机构投资者家数的回归结果	60
5.6 项目层面信息不对称、折价对不同信息不对称程度的机构投资者投资决策的实证结果	61
5.6.1 不同信息不对称程度的机构投资者是否认购的回归结果	61
5.6.2 不同信息不对称程度的机构投资者认购比例的回归结果	64

5.6.3 不同信息不对称程度的机构投资者家数的回归结果.....	65
5.7 稳健性检验.....	68
5.7.1 将自然人从机构投资者中剔除.....	68
5.7.2 删去 2008-2009 年的样本.....	77
6 研究结论与未来研究方向.....	78
6.1 研究结论.....	78
6.2 主要贡献.....	79
6.3 研究局限.....	80
6.4 未来研究方向.....	80
参考文献.....	81
致 谢.....	86

Contents

1	Introduction	1
1.1	Research Background and Significance	1
1.2	Research Contents	2
1.3	Research Method	3
1.4	Definition of Related Concepts	4
1.4.1	Private Placement	4
1.4.2	Institutional Investors	4
2	Literature Review	5
2.1	Overall Foreign Study Review	5
2.1.1	Discounts	5
2.1.2	Announcement Effect	7
2.1.3	Long-run Performance	8
2.1.4	Motivation	10
2.2	Overall Domestic Study Review	11
2.2.1	Discounts	11
2.2.2	Announcement Effect	12
2.2.3	Transfer of Benefits	13
2.3	Theory of Asymmetric Information	15
2.4	Review of Investor Identity in Private Placement	17
3	The History and Status Quo of Private Placement	20
3.1	The History of Private Placement	20
3.1.1	Non-tradable Shares Reform	20
3.1.2	Measures for the Administration of Listed Companies Issuing Securities	20
3.2	Development Quo of Private Placement	21
3.2.1	Implementation Process	21
3.2.2	Financing Scale of Private Placement	22
3.2.3	Industrial Distribution of Private Placement Companies	24
3.2.4	Use of Proceeds Description	26
3.2.5	Investors Identity Description	28
4	Research Hypotheses and Design	31

4.1 Research Ideas	31
4.2 Research Hypotheses	32
4.3 Samples and Data Source	35
4.4 Variable Design	35
4.4.1 Dependent Variables	35
4.4.2 Independent Variables.....	37
4.4.3 Control Variables	38
4.5 Construction of Research Models	41
5 Empirical Analysis	46
5.1 Descriptive Statistics	46
5.2 Correlation Analysis	50
5.3 Testing Multicollinearity and Heteroscedasticity	50
5.4 The Empirical Analysis of Relationship of Information Asymmetry between Company-level and Project-level	51
5.4.1 Principal Component Analysis.....	51
5.4.2 Logit Regression Analysis	54
5.5 Impact of Project-level Information Asymmetry and Discount on Institutional Investors Decision	56
5.5.1 Impact of Project-level Information Asymmetry and Discount on Whether Institutional Investors are to Subscribe	56
5.5.2 Impact of Project-level Information Asymmetry and Discount on Institutional Investors Subscription Ratio	58
5.5.3 Impact of Project -level Information Asymmetry and Discount on the Number of Institutional Investors	60
5.6 Impact of Project-level Information Asymmetry and Discount on Different Degree of Information Asymmetry Institutional Investors Decision	61
5.6.1 Impact of Project-level Information Asymmetry and Discount on Whether Different Degree of Information Asymmetry Institutional Investors are to Subscribe..	61
5.6.2 Impact of Project-level Information Asymmetry and Discount on Different Degree of Information Asymmetry Institutional Investors Subscription Ratio	64
5.6.3 Impact of Project -level Information Asymmetry and Discount on the Number of	

Different Degree of Information Asymmetry Institutional Investors	65
5.7 Robust Test	68
5.7.1 Not Longer Take Natural Person as Institutional Investors	68
5.7.2 Delete the Samples of 2008 and 2009	77
6 Conclusion and Future Research Direction	78
6.1 Conclusion	78
6.2 Main Contribution	79
6.3 Research Limitations	80
6.4 Future Reasearch Direction	80
References	81
Acknowledgements	88

图表目录

图 1-1 研究框架.....	3
图 3-1 2006-2013 年增发与配股上市公司家数对比（单位：家）.....	23
表 3-1 募集资金具体投向统计.....	27
图 3-2 2006-2013 年增发与配股募集金额对比（单位：亿元）.....	23
表 3-2 不同用途定向增发的发行对象比较.....	29
图 3-3 2006-2013 年我国各省市上市公司累计定向增发募资总额（单位：亿元）.....	24
图 3-4 不同行业上市公司定向增发次数分布（单位：次）.....	25
图 3-5 不同行业上市公司定向增发融资总额分布（单位：亿元）.....	25
图 3-6 上市公司定向增发资金拟投入项目个数统计（单位：个）.....	27
图 3-7 定向增发投资者统计（单位：个）.....	29
表 4-1 变量定义表.....	39
表 4-2 假设内容与对应模型.....	45
表 5-1 各变量的描述性统计结果.....	46
表 5-2 各变量 pearson 相关系数矩阵.....	48
表 5-3 多重共线性检验.....	51
表 5-4 KMO 和 Bartlett 检验.....	52
表 5-5 公司信息不对称指标因子分析解释的总方差.....	52
表 5-6 因子载荷表.....	53
表 5-7 各主成分系数矩阵.....	53
表 5-8 公司层面信息不对称对项目层面信息不对称的回归结果.....	55
表 5-9 项目层面信息不对称、折价对机构投资者是否认购的回归结果.....	56
表 5-10 项目层面信息不对称、折价对机构投资者认购比例的回归结果.....	58
表 5-11 项目层面信息不对称、折价对机构投资者家数的回归结果.....	60
表 5-12 不同信息不对称程度的机构投资者是否认购的回归结果.....	62
表 5-13 不同信息不对称程度的机构投资者认购比例的回归结果.....	64
表 5-14 不同信息不对称程度的机构投资者家数的回归结果.....	67

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.

廈門大學博碩士論文摘要庫