

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 17520121151121

UDC \_\_\_\_\_

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

# 定向增发一级市场投资回报的影响因素研究

A Study on Determinants of Investment Return of Private  
Placements in the Primary Market

赵妍琰

指导教师姓名: 于 李 胜 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 6 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2015 年 5 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）：

2015年05月23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）：  
2015年05月23日

## 摘要

近年来，我国定向增发发展势猛，不仅成为上市公司广泛采用的股权再融资方式，也成为广大投资者日益青睐的投资热点。而投资者除了可以利用公告效应在二级市场买卖股票进行套利之外，还可以直接在一级市场参与定向增发股份认购。但以往针对定向增发投资价值的研究主要是从二级市场投资者的角度出发，探讨定向增发的短期公告效应和长期股价反应，本文则站在一级市场投资者的视角，对定向增发解禁时的投资回报问题进行了探讨，试图为一级市场投资者的认购决策提供一定的意见，也为企业如何通过定向增发来实现股权价值最大化提供一定的思路。

本文利用 2006~2013 年之间进行定向增发并已解禁的上市公司为样本，从定向增发特点、发行公司特点、股市牛熊周期 3 个方面分析了影响定向增发一级市场投资回报的主要因素。结果发现：尽管一级市场认购需要承担禁售期的非流动性风险，但数据统计显示，若认购者于解禁当日在二级市场售出认购股票，平均会得到 30% 以上的超额投资回报率（相较于大盘指数回报率），可以说投资收益非常可观。而定向增发解禁时的投资回报率与大股东认购比例、增发折扣率、增发比例、发行前的账面市值比显著正相关，与募资规模、发行前的净资产收益率显著负相关。此外，资产收购/置换重组型和整体上市/财务重组型的超额投资回报优于项目融资/补足资金型，新兴行业优于传统行业，国企优于民企，熊市优于牛市和震荡市。对有意愿有能力参与定向增发股份认购的一级市场投资者而言，可以参照上述结果对定向增发进行筛选，择优投资；对采用定向增发进行股权再融资的上市公司而言，则可以通过鼓励大股东注入优质资产、积极参与认购、实现整体上市等措施提升公司未来股权价值。

关键词：定向增发；一级市场；投资回报

## Abstract

In recent years, the private placement has developed rapidly, which has become not only the most important refinancing way among listed companies but also a popular investment choice in capital market. While the previous studies on the investment value of private placement were mainly from the perspective of investors in secondary market to discuss the announcement effect and long-term stock price reaction of private placement, this article is based on the perspective of investors in primary market and is aimed to discuss the investment return at the end of lock-up period and find out how the placement characters, company characters and market environments influence the investment return.

This article makes both descriptive and empirical analysis using the data of private placements of listed companies from 2006 to 2013. This leads to the following conclusions: despite the risk of illiquidity in lock-up period, the average investment return in primary market has been very impressive; involvement of major shareholder, discount rate, proportion of issuance, B/M ratio before the placement has a remarkably positive influence on the investment return; fund-raising scale, Roe before the placement has a remarkably negative influence on it. Apart from this, the private placements which are aimed on asset acquisition or holistic listing always have a better return than that aimed on project financing; companies in emerging industries always have a better return than those in traditional industries; state-owned enterprises always have a better return than private enterprises; and the bear market always has a better return than bull market. The above conclusions can provide some advice on investment-decision-making for the investors who are willing to participate in the private placement in primary market. Besides, the conclusions can also help the listed companies which adopt private placement to refinance to enhance the future value of the company shares.

Key words: private placement; primary market; investment return

# 目录

摘要.....	I
Abstract.....	II
<b>第 1 章 导论 .....</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景与目的 .....	1
1.2 国内外文献综述 .....	3
1.2.1 国外研究成果综述.....	3
1.2.2 国内研究成果综述.....	6
1.2.3 小结与评价.....	10
1.3 研究方法与内容 .....	11
1.3.1 研究方法.....	11
1.3.2 研究内容.....	12
<b>第 2 章 理论基础与现状分析 .....</b>	<b>14</b>
2.1 定向增发的含义及制度背景 .....	14
2.2 定向增发的相关理论 .....	15
2.2.1 委托代理理论.....	15
2.2.2 信息不对称理论.....	17
2.2.3 投资者情绪理论.....	18
2.3 我国上市公司定向增发的现状特点 .....	19
2.3.1 时间分布情况.....	19
2.3.1 行业分布情况.....	20
2.3.1 发行目的情况.....	22
2.3.1 认购对象情况.....	23
<b>第 3 章 假设发展与模型设定 .....</b>	<b>25</b>
3.1 假设发展 .....	25
3.1.1 定向增发特点与一级市场投资回报.....	25
3.1.2 发行公司特点与一级市场投资回报.....	27
3.1.3 股市牛熊周期与一级市场投资回报.....	29

3.2 变量定义 .....	29
3.2.1 被解释变量.....	29
3.2.1 解释变量.....	30
3.2.1 控制变量.....	31
3.3 模型设定 .....	33
<b>第 4 章 实证研究 .....</b>	<b>34</b>
4.1 样本选择 .....	34
4.2 单变量分析 .....	34
4.2.1 被解释变量的描述性统计.....	34
4.2.2 解释变量的描述性统计.....	37
4.2.3 相关性分析.....	38
4.3 多变量回归分析 .....	39
4.4 敏感性测试 .....	42
4.4.1 按认购对象分组回归.....	43
4.4.2 按增发目的分组回归.....	44
4.5 稳健性检验 .....	44
<b>第 5 章 研究结论与未来展望 .....</b>	<b>46</b>
5.1 研究结论 .....	46
5.2 未来展望 .....	47
<b>附录：可操纵盈余的计算过程 .....</b>	<b>48</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>49</b>
<b>致谢.....</b>	<b>52</b>

## Contents

<b>Abstract.....</b>	<b>I</b>
<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background and Purpose .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Literature Review .....</b>	<b>3</b>
1.2.1 Foreign Literature Review .....	3
1.2.2 Domestic Literature Review .....	6
1.2.3 Summary and Comments.....	10
<b>1.3 Research Methods and Contents .....</b>	<b>11</b>
1.3.1 Research Methods .....	11
1.3.2 Research Contents.....	12
<b>Chapter 2 Theories and Practice of Private Placement.....</b>	<b>14</b>
<b>2.1 Concepts and Institutional Background .....</b>	<b>14</b>
<b>2.2 Theories of Private Placement .....</b>	<b>15</b>
2.2.1 Principal-agent Theory.....	15
2.2.2 Asymmetric Information Theory .....	17
2.2.3 Investors' Sentiment Theory .....	18
<b>2.3 Practice of Private Placement .....</b>	<b>19</b>
2.3.1 Time Distribution .....	19
2.3.1 Sectoral distribution .....	20
2.3.1 Purposes of Private Placement.....	22
2.3.1 Buyers of Private Placement.....	23
<b>Chapter 3 Hypothesis Development and Model Design.....</b>	<b>25</b>
<b>3.1 Hypothesis Development .....</b>	<b>25</b>
3.1.1 Placement Characteristics and Investment Return.....	25
3.1.2 Companies Characteristics and Investment Return .....	27
3.1.3 Market Characteristics and Investment Return.....	29
<b>3.2 Variables Definition .....</b>	<b>29</b>
3.2.1 Explained Variable .....	29
3.2.1 Explanatory Variables .....	30
3.2.1 Control Variables .....	31
<b>3.3 Model Design .....</b>	<b>33</b>



<b>Chapter 4 Empirical Research .....</b>	<b>34</b>
<b>4.1 Sample Selection .....</b>	<b>34</b>
<b>4.2 Univariate analysis.....</b>	<b>34</b>
4.2.1 Descriptive Statistics of Explained Variable.....	34
4.2.2 Descriptive Statistics of Explanatory Variables .....	37
4.2.3 Correlation Analysis.....	38
<b>4.3 Multivariate Regression Analysis .....</b>	<b>39</b>
<b>4.4 Sensitivity Test.....</b>	<b>42</b>
4.4.1 Regression Analysis According to Buyers .....	43
4.4.2 Regression Analysis According to Purposes.....	44
<b>4.5 Robustness Test .....</b>	<b>44</b>
<b>Chapter 5 Conclusions and Future Research Directions .....</b>	<b>46</b>
<b>5.1 Conclusions.....</b>	<b>46</b>
<b>5.2 Future Research Directions.....</b>	<b>47</b>
<b>Appendix: Calculations of Discretionary Accruals .....</b>	<b>48</b>
<b>References .....</b>	<b>49</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>52</b>

## 第 1 章 导论

### 1.1 研究背景与目的

自上世纪 90 年代初上海、深圳两大证券交易所成立以来，我国证券市场历经 20 多年的跨越式发展，硕果累累，截至 2014 年末，我国境内上市公司共有 2,687 家，股票总市值达 41.52 万亿元，占 GDP 的比重达到 65.25%。随着资本市场的蓬勃发展，我国上市公司的融资需求也日益旺盛。资金是企业发展的命脉所在，而除了首次公开发行募股之外，上市公司还可以通过增发、配股、发行可转换债券等方式进行股权再融资，以满足企业发展壮大的迫切需要。与国外私募盛行已久的状况不同，在 2006 年以前，我国上市公司的主要再融资手段是公开发行的方式，但公开增发、配股以及发行可转债等对盈利指标和利润分配有较高的要求，比如“最近 3 个会计年度连续盈利”以及“最近 3 年以现金/股票方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 20%”等等，而证监会 2006 年出台的《上市公司证券发行管理办法》却明确规定了定向增发无需受到这些硬性指标的约束，这就为上市公司的股权再融资打开了一扇新的大门，随着《发行管理办法》的落实和股权分置改革的推进，定向增发开始逐渐受到广大上市公司的青睐与采用。

表 1: 我国上市公司 2006-2014 年间股权再融资次数统计

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	合计
定向增发	48	145	107	118	153	176	153	267	476	1,643
配股	3	7	8	10	21	12	8	13	14	96
公开增发	7	24	34	14	10	10	5	6	1	111
合计	58	176	149	142	184	198	166	286	491	1,850

资料来源：“国泰安数据库”和“wind 数据库”，手工整理所得。

从表 1 可以看出，2006~2014 年间，我国上市公司共进行了 1,850 次股权再融资，其中有 1,643 次是以定向增发的方式，占比高达 88.81%，2007 年以后每年增发次数都在 100 次以上，2013 年和 2014 年又分别突破了 200 和 400 的大关。从历年变化来看，除了 2008 年和 2012 年较上年略有减少之外，定向增发的次数

基本上呈逐年增加的趋势,2013年和2014年两年的增长速度甚至高达70%以上。而与之相对的,每年通过配股募资的公司不超过20家,公开增发的公司数更是逐年减少,2014年只有1家公司通过公开增发来进行股权再融资。由此可见,定向增发已经超越公开发行逐渐成我国为上市公司最为欢迎的再融资方式。

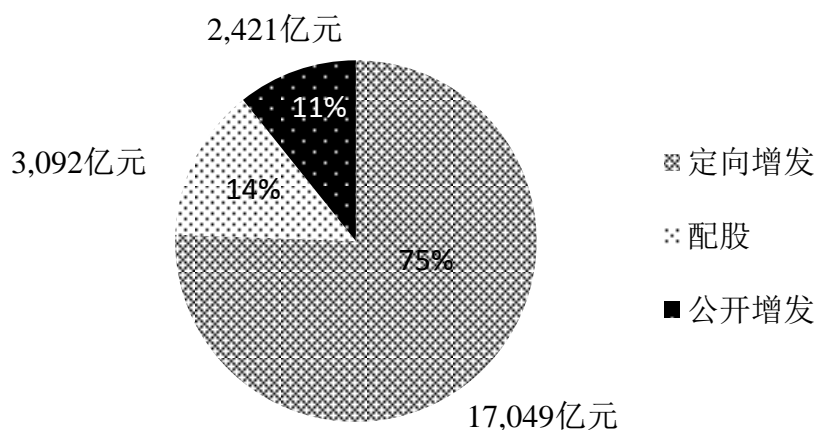


图 1: 我国上市公司 2006-2014 年间股权再融资募资规模统计

而结合图 1, 从各融资方式 2006~2014 年间的募资规模来看, 定向增发以 17,049 亿元的金额占了募资总规模的 75% 以上, 远远超过配股和公开增发, 可见定向增发在解决上市公司再融资需求方面着实有着举足轻重的作用。换个角度来看, 定向增发除了受到发行者的热烈欢迎之外, 还受到了投资者的广泛认可, 近年来已成为资本市场上的一大投资热点, 投资者不仅可以利用增发公告效应在二级市场买卖相关股票赚取短期差价, 还可以直接在一级市场上参与定向增发认购, 待禁售期满再售出股票获取收益。而除了公司自身大股东或其关联方之外, 还有越来越多的外部机构投资者加入其中, 同时随着私募基金、集合理财、信托计划等的迅速发展, 很多个人投资者也可以间接参与到定向增发的认购中来。那么, 究竟投资于何种定向增发能够在解禁时获得较好的投资回报? 投资回报率和定向增发的各要素有何关系? 和发行公司的基本面有何关系? 和大盘的整体走势又有何关系? 这些疑惑是每个投资者都面临且关心的现实问题。本文的主要研究目的就是为了回答上述问题, 通过对历史数据的实证分析, 挖掘定向增发一级市场投资回报的影响因素, 为投资者的认购决策提供一定的意见; 除此之外, 本文在对投资收益的研究中也分析了定向增发对上市公司长远价值的影响作用, 因而,

相关结论也可以为企业如何通过定向增发来实现股权价值最大化提供一定的思路。

## 1.2 国内外文献综述

### 1.2.1 国外研究成果综述

国外学者对定向增发的研究主要可归纳为以下4个方面，即：动机研究、折价问题研究、公告效应研究、对公司长期股价和经营绩效的影响研究。

#### (1) 定向增发的动机

归纳起来，国外学者对定向增发动机的研究主要是从所有权/控制权角度和信息不对称角度进行考虑的。Wruck (1989)<sup>[1]</sup>认为企业通过私募发行可以引入有监管动机和监管能力的投资者，提高股权集中度，改善公司治理。Hertzel, RL Smith (1993)<sup>[2]</sup>以纳斯达克上市公司为样本，发现私募发行一方面可以解决投资不足问题，另一方面可以传递公司价值被低估的信息；私募发行到底是以解决信息不对称为主还是以产生管理激励为主，主要取决于公司规模，对于规模较小的公司来说，信息效应比所有权效应更重要。Ji-Chai Lin et al. (2011)<sup>[3]</sup>认为当公司收益增长的不确定性达到一个高点时，企业就会产生私募发行的动机，因为这会使得他们能以较高的估值来出售股份。Henrik Cronqvist (2005)<sup>[4]</sup>通过嵌套的Logit模型，同样发现当公司价值的信息不对称程度处于最高点时，企业就会选择私募股权融资；而家族控制的企业会尽量避免稀释其控制权、或者使其受到更多监管的发行方式。

#### (2) 定向增发的折价问题

因美国市场的私募发行最为成熟完备，故针对美国市场私募发行折价问题的研究也最为丰富。Barclay et al. (2007)<sup>[5]</sup>发现私募发行通常向消极投资者实施，这些消极投资者极少参与公司事务，避免与管理层的公开冲突，在发行后也很少购入公司股份，这就有利于管理层固化其对公司的控制权；因购买者的消极行为以及管理层对控制权的把控，导致了消极的股票回报，而发行中的折价则可视为是对消极购买者的一种赔偿。Jaiho Chung et al. (2010)<sup>[6]</sup>探讨了私募股权发行的最优定价和分配机制，他们的模型显示，对发行前收到利好消息的公司来说，无

论是信息获取成本还是信息价值本身都会影响报价的折扣；但是，对于收到不利信息的企业，只有信息获取成本才是打折背后的驱动力；此外，和公开发行相比，信息价值对私募发行折价水平的影响更大，信息获取成本对私募发行折价水平的影响则更低。Charmaine Glegg et al. (2012)<sup>[7]</sup>发现私募股票发行的价格折扣通常很大，并且公司股价的高估程度越大，私募发行价格的折扣就越大。

除了上述以美国私募发行为对象的研究之外，一些学者也开始关注其他有着不同制度背景的国家地区的私募发行折价问题。Hamish D. Anderson (2006)<sup>[8]</sup>将其研究对象指向了新西兰，因为在新西兰宽松的私募发行政策和信息披露要求下，私募股权购买者可以立即出售折价购入的股票，这样似乎就可以得到“免费的午餐”；然而实证结果表明，在新西兰，发行折扣率越高的企业，同时也有较高的风险、较低的回报，以及更高的与评估公司价值相关的成本，因此，高折价可能只是对私募股权发行中的购买者承担的额外风险和额外成本的适当补偿。Elizabeth Maynes, Ari Pandes (2009)<sup>[9]</sup>利用自然实验在加拿大市场研究转售限制变化对私募发行折价率的影响，结果发现，缩短了转售限制期的私募发行公司通常都有着较低的信息不对称水平，类似公开募股，提供较小的价格折扣，说明市场流动性对私募发行价格有重要影响。Tai Ma, Ching Yi Yeh (2009)<sup>[10]</sup>以台湾市场的私募发行为样本，探讨了私人利益（控制权与现金流权）和私募股权发行折价之间的关系，他们发现，在私募股权发行之后，尽管第一大股东的所有权有所增加，但他们的控制权降低了，这表明第一大股东在私募发行中愿意放弃一些控制权，而发行折价就是对其放弃行为的一种补偿；此外，发行动机和投资者类型对私募价格折扣也有显著影响。Hsiao-Chen Liang, Woan-Yuh Jang (2013)<sup>[11]</sup>同样以台湾企业为样本，并将样本分为在交易所上市的公司和在场外交易市场交易的公司，结果发现：对场外交易市场交易的公司来说，折扣是为了弥补投资者评估公司的成本；而对交易所上市的公司，折扣则是对评估成本和日后监控成本的双重补偿。

### (3) 定向增发的公告效应

国外大部分学者通过实证检验都认为私募发行在公告期的超额收益优于其他股权募资方式，如 Johan Molin (1996)<sup>[12]</sup>发现私募股权发行的公告效应显著为正，配股的公告效应则不显著；Wruck (2002)<sup>[13]</sup>发现公开发行公告通常伴随

负的超额收益，而私募股权发行公告平均有着 4.5% 的超额回报。对于公告效应的影响因素，学者们则主要从认购对象性质、注入资产类型、募集资金用途、经济发展周期等角度做出了解释。

从发行认购对象的性质出发，YiLin Wu (2000)<sup>[14]</sup>发现向知情投资者实行的私募融资，能够显著提升公司股价；如果私募发行购买者是事前知情投资者，他们可以通过信息优势和议价能力来获取严格为正的超额收益。Wruck, YiLin Wu (2005)<sup>[15]</sup>发现以关系投资者（特别是管理层和关键商业伙伴）为主要发行对象的私募发行往往有着更高的公告期回报、更好的发行后盈利以及更小的价格折扣；假设价格折扣反映了公司的真实价值的信息，高质量的公司更愿意和关系方交易，而不是和外部投资者交易。

从注入资产类型、募集资金用途、经济发展周期等角度出发，Brooks, J. Edward Graham (2005)<sup>[16]</sup>发现流动资产注入型的私募股权融资会产生财富增强效应；规模更小、近期绩效表现更好的公司有着更高的公告期股票回报；投资者看重私募股权购买者向公司提供的额外的流动性，并将这种流动性的提高视作公司未来绩效提升的信号。M. Normazia (2013)<sup>[17]</sup>专门研究了新兴市场上的私募股权发行，发现公告期股价反应在不同的经济时期会有不同表现：在金融危机时期，以偿还债务为目的的私募发行会有正向股价反应，而以资产投资为目的的私募发行则有负向股价反应，对此可能的解释是，考虑到金融危机的大背景，债务偿还预示着企业在金融危机中能够保持生存，因而会有正向的股价反应；此外，一些公司层面因素也和超额收益相关，如账面市值比和股权集中度的增加程度，都和超额收益成反比。

#### (4) 定向增发对公司长期股价和经营业绩的影响

尽管国外大多数学者的研究结果都表明私募发行有着积极的公告效应，但从长期来看，发行企业往往会陷入股价走低和业绩下滑的困境。对此现象，学者们主要从发行认购对象、发行公司特征（规模、成长性等）、盈余管理行为以及分析师的过度乐观等方面做出了解释。

从发行认购对象的性质来看，Hertzel et al. (2006)<sup>[18]</sup>发现只有在私募发行中减少机构持股的公司才会出现这种长期绩差；考虑到无论是机构持股比例增加还是降低，公司的治理水平在发行前后都未发生显著变化，长期绩效走低更适合

用“聪明的钱”来解释，即机构能够更好地识别卓越的私募发行，并在发行时增加对这些公司的持股比例。Wruck, YiLin Wu (2008)<sup>[15]</sup>直接从私募合同中获取了大量的独特数据，发现单纯向外部投资者发行的、和只向已有重要关系人的私募发行均会导致消极的业绩表现；私募发行形成的新关系（通常与公司治理相关）则对发行后的绩效有积极影响，说明关系投资者带来了更高的治理价值；此外，由于处在新经济行业以及有着较高特定风险的发行人，会比其他发行人给予关系投资者更大的治理权力，因而有着更好的业绩表现。Cheng-Yi Shiu, Hui-Shan We (2013)<sup>[19]</sup>以台湾公司为样本，发现向所有者、经理、非执行董事进行私募发行的公司在发行后有着更好的股价和经营表现，内部人持股的增加能够促进经理人激励、加强内部人监控；相反，向外部投资者发行则不太可能扭转发行公司的股价和经营情况。

从发行公司自身的特征来看，De-Wai Chou (2008)<sup>[20]</sup>认为私募股权发行后的长期绩效表现和公司成长机会相关：托宾 Q 值高的公司，发行后的长期绩效（包括市场和经营两方面）明显走低；托宾 Q 值低的公司则没有这种现象；进一步探究发现投资者对高成长企业前景过于乐观是这一现象背后的原因。Sheng-Syan Chen (2011)<sup>[21]</sup>以新加坡公司为研究对象，得出了略有不同的结论，他发现规模偏小和有着较高账面市场比的发行公司会在发行后面临更为严重的股价走低现象，且长期市场表现和股权集中程度的增强呈正相关关系。

此外，一些学者还对其他可能存在的影响因素做出了探讨。An-Sing Chen (2010)<sup>[22]</sup>发现，发行前的盈余管理是影响私募发行公司长期绩效表现的关键决定因素，在发行后的股价表现和公司绩效表现方面，实施正向盈余管理的公司不如实施负向盈余管理的公司。Wen-Chun Lin (2013)<sup>[23]</sup>发现过于乐观的分析师会对私募发行公司的后续长期业绩产生负面影响，分析师们会在公司私募发行时作出过于乐观的预测，继而引导投资者对公司价值做出错误的高估，而随着时间的推移，投资者会陆续修正其估值，导致股价和业绩的走低。

### 1.2.2 国内研究成果综述

与国外学者有所不同，国内学者并未就定向增发的动机问题做出太多探讨，而是主要围绕定向增发中的折价现象、盈余管理、股市反应以及对公司经营绩效的影响等问题开展研究，其中定向增发的股市反应又可分为短期公告效应、长期

财富效应以及解禁期的市场表现。

### (1) 定向增发的折价问题

大多数学者从定向增发认购对象的种类及其认购行为出发,来研究发行价格的折扣问题。郑琦(2008)<sup>[24]</sup>将在 2006~2007 年之间宣告定向增发的公司分成 3 组:只有大股东参与的定增、只有机构投资者参与的定增,以及大股东与机构投资者同时参与的定增。结果发现,在只有大股东参与的情况下,发行价格最为低廉,机构投资者的认购比例越高,发行价格也就越高。刘白兰、朱臻、孙进军(2012)<sup>[25]</sup>将样本的年度范围扩展到 2010 年,亦得出了相同的研究结论,大股东通过低价发行对中小股东进行利益侵占,这种侵占行为在公司规模偏小、发行规模偏大的情况下尤甚。徐寿福(2009)<sup>[26]</sup>以 2006~2008 年实施定向增发的 A 股上市公司为样本,探讨大股东的认购行为如何影响定向增发折价率,结果发现:折价率与大股东的认购比例和大股东认购前后持股比例变动显著正相关,此外,大股东以资产认购会比以现金、债务认购产生更高的折价率。对于不同认购对象、不同认购方式会导致不同增发折价率的原因,陈耿、杜烽(2012)<sup>[27]</sup>以及王莉、陈耿(2014)<sup>[28]</sup>分别从控股股东隧道效应和内外投资者信息不对称的角度做出了解释,而吴育辉、魏志华、吴世农(2013)<sup>[29]</sup>则通过实证研究发现控股股东对增发的时机选择和停牌操控是致使不同认购对象之间价格折扣率差别的主要原因。

此外,还有一些学者从“投资者情绪”的角度出发,探寻股票市场行情与定向增发折价率之间的关系。俞静、徐斌(2010)<sup>[30]</sup>以 2006~2008 年成功进行定向增发的上市公司为样本,发现牛市下的折扣率远大于熊市下的折扣率。卢闯、李志华(2011)<sup>[31]</sup>利用 2006~2010 年的定向增发事件作为研究样本,发现投资者情绪会加剧市场的错误定价,进而影响定向增发的价格折扣;投资者情绪越乐观,定向增发的相对价格越低。

### (2) 定向增发与盈余管理

类似于对定向增发折价问题的研究,大多数学者对定向增发盈余管理现象的探讨也是以认购对象的种类及其认购行为为出发点的。其中,部分学者着重关注定向增发前的盈余管理行为。章卫东(2010)<sup>[32]</sup>以 2006~2007 年进行定向增发



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫