

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2015.05.008

上市公司定向增发新股研究综述与展望

俞 军,杨学春,巫绪芬,汤 静

(合肥学院 管理系,安徽 合肥 230601)

摘要:定向增发新股已经成为我国全流通时代背景下上市公司股权再融资的最主要方式。文章回顾和梳理了国内外文献关于定向增发新股折扣动因、定向增发股东财富效应、定向增发公司经营业绩、定向增发利益输送、定向增发与整体上市等方面的研究成果,并探讨了该研究领域未来进一步思考的方向。

关键词:定向增发新股;市场折扣;股东财富;利益输送;整体上市

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2015)05-0058-06

一、前言

定向增发新股由于具有发行门槛和发行成本较低、定价机制较为灵活、增发手续简便快捷、发行周期较短、增发规模不受限制、认购方式多种多样、盈利能力和利润分配限制条件较少等优点,定向增发融资方式迅速得到发行公司的青睐和追捧。根据万德(WIND)数据库统计所得,2006~2014年参与定向增发新股再融资的上市公司数量分别为51、147、107、117、153、176、155、266、427家,占到整个股权再融资总体的比重分别为85.00%、79.89%、74.83%、82.98%、83.15%、88.89%、90.64%、92.36%、96.39%。2006—2014年扣除融资费用后的上市公司定向增发新股实际融资额分别为936.60、2,670.05、1,646.12、2,674.11、3,079.16、3,545.20、3,373.79、3,521.62、6,690.26亿元,占整个股权再融资总额的比重分别为89.16%、74.63%、71.45%、87.91%、63.03%、83.40%、84.12%、82.45%、97.82%。从上述数据不难发现,定向增发新股已经成为全流通时代背景下上市公司股权再融

资的最主要方式,在我国股权再融资市场中扮演着极其重要的角色,这引起学者们的广泛关注。

二、上市公司定向增发新股研究内容

(一)定向增发新股折扣研究

1. 监督效应假说。上市公司定向增发新股后,由于禁售期的限制和公司股权的更加集中,控股股东及其关联方与公司的目标函数会趋于一致,更有动机和压力去监督公司的管理层,从而降低管理层的逆向选择风险。Wruck认为,由于投资者认购定向增发股份后会为公司提供决策建议或者监督服务,从而促进公司管理层改善经营状况和提高经营成果,定向增发新股折价成为对认购者付出监督成本的一种补偿。^[1]定向增发新股折扣是市场对由于所有权结构的变化所导致的经营管理层将更加努力地工作,从而公司经营业绩将会改善的一种预期。

2. 信息不对称假说。由于信息来源渠道、专业知识、数据研判、投资经验和政策分析等方面的差异,机构投资者可以对定向增发公司及项目的内在

收稿日期:2015-07-29

基金项目:安徽省软科学项目(1502052054);安徽省哲学社科规划项目(AHSKQ2014057);省级精品资源共享课项目(2012gxxk091);卓越会计人才教育培养计划(2013zjjh032);安徽省优秀青年人才基金重点项目(2013SQRW0622D)

作者简介:俞军(1975-),男,安徽巢湖人,合肥学院副教授,管理学博士,主要从事公司财务与行为金融研究;杨学春(1972-),男,安徽合肥人,合肥学院教授,管理学博士,主要从事物流管理与财务研究;巫绪芬(1966-),女,安徽合肥人,合肥学院副教授,主要从事公司财务与成本控制研究;汤静(1981-),女,安徽淮南人,合肥学院讲师,主要从事公司财务与治理研究。

价值做出合理的预测和评估,而中小投资者对定向增发公司及项目的未来收益情况却难以做出科学客观准确的预测与研判。因此,在定向增发定价决策时,增发定价折扣是对机构投资者等参与认购主体前期所付出的、挖掘公司价值信息成本的一种补偿。Hertzel 等研究发现,定向增发新股折价与认购对象所获取公司内在价值信息的成本及预期收益呈显著的正相关关系。^[2]当公司的内在价值难以测量时,认购对象会耗费更多的成本和时间去估计和测算其内在真实价值,这就要求增发公司在发行时给予更大的折价,说明定向增发新股折价是对其认购者评估公司价值引致的一种成本补偿。Wruck 和 Wu 以美国私募市场为研究对象,研究发现增发市场折扣与认购对象和发行公司之间的业务密切程度是呈显著负相关关系;当老股东及其关联方参与认购定向增发股份时,非公开发行市场折价程度会有所下降,这是因为公司原股东或关联方参与定向增发新股的认购是在向资本市场传递着增发公司未来发展前景的信息,降低了潜在投资者的信息挖掘成本,进一步证明了信息不对称假说解释力。^[3]邓路和王化成采用评定模型,以增发比例和公司规模两个指标作为信息不对称的代理变量,考察了信息不对称对中国上市公司增发方式选择的影响。该实证结果表明,信息不对称程度越高,上市公司管理层就越倾向于选择定向增发再融资,大股东认购股份比例就越大,增发折价率也会越高。^[4]

3. 管理壕沟假说。Chris S.以美国私募发行数据为样本,研究发现被动的认购者经常受到公司管理者的青睐,因为其在购买公司定向增发股份后,很少会进入管理层去干预公司的经营政策和财务政策。^[5]通过向此类投资者非公开发行,管理者可以巩固其在公司的控制权,这样管理者便回报被动投资者以较大幅度的市场折价。与其他认购者相比,美国的养老基金、风险投资基金等机构投资者有强烈的意愿去监督管理层,这类定向增发新股的市场折扣也比较低。王志强、张玮婷和林丽芳认为,在控股股东的利益转移动机越强的情况下,定向增发新股的定价折扣值就越大,此时样本公司会表现出大股东和小股东的利益冲突、壕沟效应;在大小股东之间的利益协同程度越高的情况下,定向增发新股的市场定价折扣就越低;在样本公司实际控制人类型不同的情况下,尤其是国有企业与民营企业之

间,未发现其定价折扣存在显著实质性的差异。^[6]

4. 流动性假说。绝大多数国家对上市公司定向增发股份都有一定的禁售期要求。《上市公司证券发行管理办法》要求,上市公司的境内外战略投资者、控股股东、实际控制人及一致行动人等认购的定向增发股份自非公开发行结束之日起三年内不得转让流通,而其他认购者被要求一年内不得转让。流动性假说认为,由于受到流动性限制,定向增发股份认购者在锁定期内可能要承担持有风险。为弥补其可能出现的限售风险与损失,认购者要求获得一定发行折价。Silber 是较早将定向增发新股折价归因于流动性限制方面的学者之一。他研究发现定向增发股份的受限程度越低,市场流动性越强,认购者所要求的发行折价程度就会越低;反之禁售期限越长,市场流动性越弱,认购者所要求的发行折价程度可能就会越高。^[7]徐斌和俞静以我国证券市场为研究背景,研究发现由于定向增发股票的限售期限存在,投资者认购股份的流动性受限、持股风险上升,迫使认购者要以股票的内在价值进行投资,^[8]即发行折价就是对大股东、机构投资者等所认购股份禁售风险的补偿。

5. 控股股东财富转移假说。委托代理理论认为,在现代公司治理结构中大股东与中小股东之间由于利益目标函数的不一致性,存在新型的委托代理关系和较严重的利害冲突,大股东有可能追求自身利益的最大化是以选择牺牲中小股东的利益为代价。在定向增发新股发行和流通过程中,会涉及公司原有股份持有者与新增发股份认购者之间利益需要重新分割的问题,此时公司原有大股东有可能在定向增发定价决策中利用其决策“话语权”实现向自我利益输送和掏空上市公司。Baek 等以韩国家族式企业定向增发新股数据为研究对象,发现此类企业控股股东通过影响增发股份的基准价格借以向自己控制的企业采用较高折价率增发、将业绩差的公司股份以非公开高价发行给集团内其他绩效优良的企业以实现利益隐形转移。^[9]控股股东存在通过市场时机选择、停牌操控以及与机构投资者合谋等方式打压定向增发新股的发行价格,从而将增发股份公司的财富从没有获得认购机会的中小股东向控股股东的自身公司进行隐蔽转移。吴育辉、魏志华和吴世农认为上市公司控股股东通过选择合适的定向增发新股时机和停牌操控共同导致不

同增发对象发行折价率差异,进而证明定向增发新股过程中确实存在控股股东的掏空输送行为。^[10]马德芳、叶陈刚和徐伟认为大股东掏空动机是影响折价水平的重要因素之一,他们以2006年1月到2011年12月沪深两市成功实施定向增发新股的653个有效样本为研究对象,在牛市、熊市和震荡市的三种市场行情下,分别对大股东财富转移动机和定向增发新股折价之间内在关系进行分组回归检验。^[11]研究发现,大股东掏空动机越强烈,定向增发新股的市场折价水平就越高;在牛市环境下,上市公司大股东的财富转移与掏空动机对增发折价有显著的影响,而在震荡市和熊市环境下影响并不显著。这说明大股东在定向增发新股发行定价环节上掌握着较强的控制权和话语权,对上市公司有强烈的掏空动机。

(二)定向增发股东财富效应研究

1. 短期股东财富效应。国内外文献分析定向增发新股宣告之后对股东财富的影响多采用事件研究法。衡量短期股东财富变化的指标主要以市场调整法、市场模型法和均值调整法等为基础计算的累计超额收益率(CAR)、平均超额收益率(AAR)和累积平均超额收益率(CAAR),所形成的结论基本上也认同定向增发股票后投资者可以获得短期正向的股东财富,Wruck发现,1979—1985年的美国证券市场中99例非公开发行样本在(-3,0)伴随着4.41%的累计平均超额收益率。^[12]Gupta A.研究结论也发现印度的定向增发新股二级市场上都存在着较为显著和正向的股东财富效应。^[13]但也有部分国家的定向增发新股市场上存在负的股东财富效应,如Chen等考察了新加坡1988—1993年实施定向增发新股的53家样本公司,发现其定向增发新股公告当日的平均超常收益率为-0.84%,公告日(-1,0)期间的平均超常收益率为-0.89%。^[13]

在我国,章卫东实证检验了2005年5月到2007年3月样本公司宣告定向增发新股的短期市场反应。发现在(-20,5)、(-10,5)、(-5,5)三个窗口期内上市公司定向增发新股宣告后的累计超额收益率的平均值分别为11.87%、8.59%和7.19%,并且均在1%的水平下高度显著;通过对定向增发新股实现整体上市与非整体上市宣告累计异常回报率单变量分析,企业集团整体上市的股东财富效应均值分别为13.83%、12.74%和13.95%,且分别在5%

和1%水平下呈显著正相关。^[14]国内其他学者也基本都认同我国定向增发新股市场上存在显著积极的股东财富效应的观点。

2. 长期股东财富效应。国内外学者对定向增发新股长期市场表现的衡量指标不尽相同。一种采用定向增发新股预案公告日前后一段时间的投资者“买入—持有”这一投资策略来考察长期投资增值能力,通过平均购买持有超额收益方法(BHAR)来测量上市公司定向增发新股融资宣告后的长期市场表现。另一种借鉴Jegadeesh和Titman重叠抽样计算不同形成期和持有期交叉组合的情况下各种策略的收益特征,构造Fama-French的SMB和HML因子,计算超额市场回报($R_m - R_f$),从而构建出一个日历时间序列回归模型,再利用回归估计的截距项作为衡量公司股票的平均超额收益,即通过日历时间组合方法来衡量上市公司发行股票的长期市场表现。也有学者继续用累计超额收益率来加以衡量。三种方法在统计上各有利弊。

Marciukaiyte等基于平均购买持有超额收益方法(BHAR),研究发现样本公司在非公开增发新股后,三年期和五年期的长期累积超额收益分别达到-32.8%和-58.8%,^[15]说明投资者在长期内只能获得显著负的股东财富效应。Chen等以新加坡证券市场上进行私募股权融资样本为研究对象,研究结果表明,定向增发新股后公司的长期累积超额收益表现不理想,尤其是小规模公司和高账面市值比公司。^[16]在研究定向增发新股预案宣告后公司股价长期变动趋势的过程中,学者们发现虽然定向增发新股宣告当天其公告效应是正面的,即市场反应是积极的,但是在定向增发新股宣告后的多个连续会计年度内,公司的市场表现却呈现恶化趋势,尤其是那些机构持股比例下降的增发公司。

由于定向增发新股自2006年才正式予以制度化,样本大量出现的时间仍相对较短,我国定向增发股东财富效应主要集中于短期内,而对其长期股票市场走势实证研究较少。章卫东和赵安琪选取2006年1月到2008年6月已非公开发行新股的197家上市公司为研究样本,发现在一年和两年的窗口期内,定向增发新股的长期累积超额收益率的均值(中位数)分别为15.8%和63.5%(13.2%和65.7%),且在1%水平下显著,^[16]说明我国定向增发新股市场上存在正的长期股东财富效应,且认购对

象为控股股东及其关联方时的样本公司长期股东财富效应要明显好于向其他认购者的增发。

(三)定向增发公司经营业绩研究

国内外部分学者认为,上市公司大股东参与认购非公开发行新股不但未能对样本公司的经营成果起到显著的正面提升作用,反而在一定程度上导致公司的经营成果和财务状况的相对下滑,大股东参与定向增发股份的认购行为是缺乏效率的。

Hertzel 等以美国私募发行新股公司为研究对象,研究结果表明,样本公司的经行业调整后的总资产报酬率指标在非公开发行之后六年内始终为负值,且呈现持续下降的趋势。^[19]徐寿福和龚仰树选取已实施非公开发行的 A 股公司为研究对象,采用资产报酬率(ROA)、每股收益(EPS)等会计收益指标来测量非公开发行公司的长期经营成果状况,^[17]研究结果表明,非公开发行前的样本公司长期经营业绩处于不断上升的通道中,非公开发行新股当年达到顶点,增发完毕后样本公司的经营业绩开始出现不断下滑的态势,特别是定向增发新股融资后一年内的下降幅度尤为明显,在统计上显著为负。

(四)定向增发利益输送研究

1. 控股股东支持观。这种观点认为,通过非公开发行股票可以获得各种优质资源、改善公司治理结构从而支持上市公司的健康发展。Folta 和 Janney 的研究结论表明,非公开发行股票能够为公司带来具有战略意义的商业伙伴、研发伙伴和优质资本等多种资源,同时增发后管理层的道德风险和逆向选择逐渐弱化也有助于公司长期经营业绩的提升。^[18]定向增发新股可以是公司获得战略资源的一种最直接的方式。章卫东研究发现,那些通过非现金资产认购增发股份以实现集团整体上市的样本公司股票市场反应要显著好于其他类型的定向增发新股事件。^[14]究其原因,主要是因为集团公司向上市公司注入优质资产和战略资源以换取增发股份后实现整体上市,这样有利于减少两者之间原先存在的同业竞争和非公允关联交易问题,进而实现集团公司整体价值的最大化。

2. 控股股东掏空观。这种观点认为,与以往再融资后直接偷取利润、贱卖公司资产等方法不同,定向增发新股使控股股东攫取上市公司利益的手段变得更加隐蔽而难以观察。Baek 等选取韩国的家族式企业为研究对象,发现非公开发行股票方式成为家

族式集团公司“隧道挖掘”受控制上市公司的重要工具,^[9]在此过程中通过发行定价、稀释中小股东权益、转移财产、业绩较差公司以虚增价值转移至业绩较好公司等方式进行利益输送,致使家族控股公司从中获取收益。朱红军、何贤杰和陈信元细致深入地研究了驰宏锌锗(600497)增发新股个案中的控股股东云南冶金集团和中小股东之间利益冲突问题。^[19]由于保护小股东权益法规制度的不健全,定向增发方案审核、披露等监管制度有待完备,驰宏锌锗控股股东通过长达两个月的停牌操控等手段,打压二级市场股价,选择增发时机以及美其名曰“协同效应”实为摊薄原有股东所拥有的优质矿产资源,高额分红派息收回股权成本等方式以实现中小股东价值的毁损。王志强、张玮婷和林丽芳实证结果表明,当定向增发新股对象仅为大股东及其关联方时,大股东会操控打压样本公司定价基准日前二十个交易日的股票均价,导致发行价格降低和将中小股东财富向大股东及关联方进行转移的经济后果。^[6]定向增发新股中引入的其他机构投资者不但没有改善公司的外部监管,反而可能和大股东合谋,共同获取私人利益。

3. 其他观点。王浩和刘碧波认为在多期假设下,定向增发新股过程中同时存在大股东的利益输送预期效应和支持效应。^[20]定向增发新股的正向股东财富效应是两者之间对比的净效果,前者只能解释其 2.5% 的反应波动,而后者能够解释其 19.5% 的反应波动。还有学者认为,定向增发新股过程中不存在正向抑或反向的利益输送。邓路考察了大股东与非大股东参与样本、资产与现金认购样本的经营业绩差异情况,在大股东参与情况下非公开发行的样本公司经营业绩会差于非大股东参与样本,但在统计上并不显著。^[21]文中并没有发现大股东通过定向增发新股方式来“隧道挖掘”上市公司利益的经验证据。

(五)定向增发与整体上市

由于我国特殊的规制背景,在股权分置改革之前,监管部门对股票发行实行额度管理制度,导致许多大型企业集团不能将全部资产或产业“打包”上市,只能在公司经营性资产中划转出部分盈利能力较强、具有很强发展前景的资产“分拆上市”。而定向增发整体上市有利于规范上市公司运作,延长上市公司的上下游产业链条,减少集团公司及其关

联企业与上市公司之间的非公允关联交易,降低交易成本,产生规模效应。贾钢和李婉丽以定向增发整体上市的样本公司为考察对象,利用事件研究法发现,定向增发整体上市事件的宣告效应在短期内是显著正向的;在较高的信息不对称环境下,仅有控股股东参与认购的整体上市事件会比配比样本带来更大的短期宣告效应;控股股东认购股份比重越高,整体上市事件的宣告效应就越强。^[2]

三、上市公司定向增发新股研究:评析与展望

(一)研究局限

第一,研究结论和方法不一致。定向增发新股折扣动因解释可谓百家争鸣,彼此之间出现了冲突和矛盾;研究宣告效应所选用的事件窗口期混乱;定价折扣率度量标准不一;定向增发新股事件的长期市场反应呈现弱势和强势两种不同特征;定向增发新股融资的公司实际经营绩效存在上升和下滑两种不同态势;控股股东参与定向增发新股的经济后果存在“支持”抑或“掏空”的不同观点;事件时间法和日历时间组合法度量长期股东财富等各有利弊,采用不同研究方法会部分导致研究结论存在差异性。第二,制度背景分析不深入。国内学者主要检验西方定向增发新股理论或者假说在中国证券市场的适应性,欠缺对审核部门的“父爱主义”、上市公司政治关联影响等中国特殊的资本市场环境和制度背景系统性分析。在对世界各国定向增发新股融资方式比较研究中对其规制背景探讨仍不够系统深入。第三,研究视角的局限性。当前国内大多数定向增发新股研究都是基于现代财务理论的视角,以理性经济人假设为分析框架,鲜有基于行为金融视角研究定向增发新股非理性融资动机、非理性定价行为、非理性投资决策、短期和长期市场非理性反应等问题。

(二)未来的可能方向

其一,研究视角的创新。行为科学发现,不仅投资者存在非理性行为,而且管理者也存在非理性行为。投资者/管理者在决策过程中经常受到经济环境复杂性、未来不确定性、信息不完全性以及人类认识能力有限性等诸多因素的影响,无法简单地追求效用或财富的最大化,同时定向增发新股市场存在反应过度 and 反应不足等无法用现代财务理论解释的异常现象。这些无疑对传统的公司财务理论和投

资理论产生巨大的挑战。因此,越来越多的学者开始尝试从心理学的角度来研究公司财务问题,将人类心理与行为纳入金融的研究便悄然兴起,行为金融可能为定向增发新股研究提供了一个新的思考方向。基于投资者情绪、过度自信、各种认知偏差、锚定与调整启发、异质信念、噪音交易等行为金融理论来探讨国内上市公司定向增发新股存在的各类市场表象与各类参与人员心理、行为之间的关系将成为一个新兴的课题。

其二,研究领域的拓展。主要包括:(1)定向增发政治关联效应研究。上市公司管理层的政治背景、政府的干预水平、司法体系的完善程度、管制环境、地区金融发展水平、政府的腐败程度、企业所处的行业等是否会影响中国上市公司股权再融资方式选择?具有政治关联的上市公司其定向增发新股的折扣率与宣告效应是否与非政治关联公司存在显著差异?从政治关联视角研究上市公司定向增发新股行为将是未来的一个研究方向。(2)定向增发新股承销商作用研究。承销商是定向增发新股策划、中间联系、定价、推介的重要中间人。其在定价时间(二级市场走势的判断)、研究报告估值(故意推高估值)、联系投资者共同参与等工作中起到较大的作用,这必然影响到定向增发新股定价效率。(3)定向增发新股长期经营绩效和市场反应。时间的推移和研究样本的逐渐积累为研究定向增发新股长期经营绩效和市场表现提供了条件。对定向增发新股后公司股价的长期市场态势及公司长期经营业绩变化的检验可以进一步丰富中国资本市场股权再融资领域的研究成果。(4)探讨不同定向增发新股决策主体非完全理性行为之间的互动效应。上市公司定向增发新股融资涉及证券监管部门、公司大股东、管理者、机构投资者等众多利益主体之间的相互博弈。通过控制住其他影响因素来单独考察投资者、管理者或机构投资者的非完全理性行为,可能造成研究结论有失偏颇。未来研究可以考虑在更贴近现实的动态博弈框架下,更全面地分析定向增发新股各参与主体之间互动效应及其经济后果。(5)其他一些研究领域。定向增发新股失败案例(已获得批文,最终未实现增发成功)研究、定向增发新股破发现象研究、定向增发新股信息渲染效应研究等。

参考文献:

- [1] Wruck, K.H. Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, (1): 3-38.
- [2] Hertz, M., Lemmon, M., Linck, J. S., Rees, L. Long-run Performance Following Private Placements of Equity [J]. *Journal of Finance*, 2002, (6): 2595-2617.
- [3] Wruck, K. H., Yi Lin Wu. Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placements of Common Stock [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, (2): 30-47.
- [4] 邓路, 王化成. 控制权结构、信息不对称与定向增发[J]. *财贸经济*, 2012, (4): 66-74.
- [5] Stout Chris. Private Placement Insurance: Retirement Planning with Taxes in Mind [J]. *Journal of the Tennessee Medical Association*, 2013, (2): 20-33.
- [6] 王志强, 张玮婷, 林丽芳. 上市公司定向增发中的利益输送行为研究[J]. *南开管理评论*, 2010, (3): 109-116.
- [7] Silber, W. L. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices [J]. *Financial Analysts Journal*, 1991, (8): 60-64.
- [8] 徐斌, 俞静. 究竟是大股东利益输送抑或投资者乐观情绪推高了定向增发折扣[J]. *财贸经济*, 2010, (4): 40-46.
- [9] Baek, Jae-seung, Jun-koo Kang, Inmoo Lee. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols [J]. *Journal of Finance*, 2006, (5): 2415-2449.
- [10] 吴育辉, 魏志华, 吴世农. 定向增发的时机选择、停牌操控与控股股东掏空[J]. *厦门大学学报(哲学社会科学版)*, 2013, (1): 46-55.
- [11] 马德芳, 叶陈刚, 徐伟. 大股东掏空动机、市场行情与定向增发折价[J]. *现代管理科学*, 2014, (2): 6-8.
- [12] Gupta, Amitabh, Amitabh. Shareholder Gains from Private Equity Placements in India [J]. *Journal of Applied Finance*, 2012, (2): 37-47.
- [13] Sheng-Syan Chen, Kim Wai Ho, Cheng-few Lee, Gillian H.H. Yeo. Wealth Effects of Private Equity Placements: Evidence from Singapore [J]. *The Financial Review*, 2002, (37): 165-183.
- [14] 章卫东. 定向增发新股、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究[J]. *会计研究*, 2007, (12): 63-69.
- [15] Marciukaiyte D., Szewczyk S.H., Varma R., Investor Over-optimism and Private Equity Placements [J]. *Journal of Financial Research*, 2005, (4): 591-608.
- [16] 章卫东, 赵安琪. 定向增发新股长期股东财富效应的实证研究[J]. *上海经济研究*, 2012, (1): 42-52.
- [17] 徐寿福, 龚仰树. 定向增发与上市公司长期业绩下滑[J]. *投资研究*, 2011, (10): 98-111.
- [18] Timothy B. Folta, Jay. J. Janney. Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements [J]. *Strategic Management Journal*, 2004, (25): 223-242.
- [19] 朱红军, 何贤杰, 陈信元. 定向增发“盛宴”背后的利益输送: 现象, 理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究[J]. *管理世界*, 2008, (6): 136-147.
- [20] 王浩, 刘碧波. 定向增发: 大股东支持还是利益输送[J]. *中国工业经济*, 2011, (10): 119-129.
- [21] 邓路. 上市公司定向增发融资行为研究——全流通时代中国资本市场的经验证据[D]. 北京: 中国人民大学博士论文, 2010.
- [22] 贾钢, 李婉丽. 控股股东整体上市与定向增发的短期财富效应[J]. *山西财经大学学报*, 2009, (3): 70-76.

(责任编辑: 刘同清)

Review and Prospect of Private Placement Research in the Listed Companies

YU Jun, YANG Xue-chun, WU Xu-feng, TANG Jing

(Department of Management, Hefei University, Anhui Hefei 230601, China)

Abstract: The private placement has become the main way of equity refinancing in the Chinese listed companies after the reform of non-tradable shares. This paper reviews the reasons, shareholder wealth, the operating performance, tunneling and overall listing conditions of the private placement in the sample companies. It then explores some new direction in the field of the private placement research.

Key words: private placement; market discount; shareholder wealth; tunneling; overall listing