

摘要

随着 2020 年再融资新规中定增发行条件的进一步宽松，定向增发越来越受到上市公司的青睐。定向增发可为企业带来大量资金流，缓解融资压力，支持业务扩张、项目投建、并购重组等行为，并引入成熟、专业的机构投资者，利用其投资经验与资源为企业的长期经营发展提供有建设性的建议和帮助。与此同时，企业定增后也可能出现过度投资、项目失败等情况给企业带来负面影响，使得企业绩效变差。因此，定向增发对企业绩效的影响究竟如何，仍然存在争议。

为了研究定向增发对企业绩效影响，本文选取 2010-2021 年 A 股上市公司的样本数据，通过对上市公司定向增发的年度数据的分析，构建线性回归模型，以深入探讨定向增发对企业绩效的影响效果及机理；通过查阅文献，本文选取管理者能力和融资约束作为中介变量，来进一步解释定增对企业绩效的影响机理，并采用逐步分析法进行实证检验；此外，采用分组回归的方式，进行了异质性分析；最后，采用工具变量法检验内生性问题，用替换变量法做稳健性检验，以保证结论的可靠性。

研究发现，定向增发对企业绩效具有正向促进作用，并且实际募资规模越大，这种正向促进作用越明显，但随着时间推移，定向增发对公司绩效的促进效果呈下降趋势；就增发目的的异质性来看，相比于以补充流动资金为目的的定增，以项目融资为目的的定增对企业绩效的促进作用更为显著；而在增发对象的异质性上，有机构投资者参与的定增，相比于没有机构投资者参与，其促进企业绩效提升的作用更为显著；最后，对产权性质的比较表明，非国企的定增发行更能促进企业绩效的提升。同时本文分别以管理者能力和融资约束为中介变量就定增对企业绩效的影响机制进行了研究，结果显示管理者能力和融资约束的中介效应都显著，即实证表明定向增发可以通过提高管理者能力、缓解融资约束来提升企业绩效。

关键词：定向增发，企业绩效，因子分析，中介效应，工具变量

ABSTRACT

With the further relaxation of the conditions for fixed issue in the new refinancing regulations in 2020, targeted issuance is increasingly favored by listed companies. Directed issue can bring a large amount of capital flow for enterprises, relieve financing pressure, support business expansion, project investment and construction, mergers and acquisitions and restructuring, and introduce mature and professional institutional investors, who can provide constructive suggestions and help for the long-term business development of enterprises with their investment experience and resources. At the same time, there may be excessive investment and project failure after a fixed issue, which may bring negative impact to the enterprise and make the enterprise performance worse. Therefore, it is still controversial how the impact of targeted issuance on corporate performance.

In order to study the impact of targeted issuance on corporate performance, this paper selects the sample data of A-share listed companies from 2010-2021, and constructs a linear regression model by analyzing the annual data of targeted issuance of listed companies in order to deeply explore the effect and mechanism of targeted issuance on corporate performance; by reviewing the literature, this paper selects managerial capacity and financing constraints as mediating variables to further explain the effect of targeted issuance. The heterogeneity analysis was conducted by using group regression; finally, the instrumental variables method was used to test the endogeneity issue and the robustness test was done by using the replacement variables method to ensure the reliability of the findings.

It is found that targeted issuance has a positive promoting effect on corporate performance, and the larger the actual fundraising scale, the more obvious this positive promoting effect is, but the promoting effect of targeted issuance on corporate performance tends to decline over time; in terms of the heterogeneity of the purpose of issuance, compared with the fixed issuance for the purpose of replenishing working capital, the promoting effect of the fixed issuance for the purpose of project financing on corporate performance is more significant; and In terms of the heterogeneity of the issuance targets, the promotion of corporate performance is more significant for fixed issues with the participation of

institutional investors compared to those without the participation of institutional investors; finally, the comparison of the nature of ownership shows that the fixed issues of non-SOEs are more likely to promote the improvement of corporate performance. The results show that the mediating effects of managerial competence and financing constraints are significant, i.e., the empirical evidence suggests that targeted issuance can improve corporate performance by improving managerial competence and alleviating financing constraints.

Keywords: private placement , enterprise performance , factor analysis, intermediate effect, instrumental variable.

目录

摘 要.....	I
ABSTRACT.....	II
目录.....	IV
第 1 章 导论.....	- 1 -
1.1 选题背景与选题意义.....	- 1 -
1.2 研究目的与方法.....	- 3 -
1.3 研究框架.....	- 4 -
1.4 创新和不足.....	- 5 -
第 2 章 定向增发的政策与现状.....	- 7 -
2.1 定向增发相关概念.....	- 7 -
2.2 定向增发的发展历程.....	- 7 -
2.3 定向增发的特点.....	- 8 -
2.4 定向增发的分类.....	- 9 -
第 3 章 文献综述.....	- 12 -
3.1 定增目的及动机.....	- 12 -
3.2 定向增发折价及原因分析.....	- 13 -
3.3 大股东利益输送行为.....	- 14 -
3.4 有关定向增发对公司业绩影响的研究.....	- 15 -
3.5 定向增发对业绩的影响机制的相关研究.....	- 21 -
3.6 现有文献评述.....	- 24 -
第 4 章 理论分析与研究假设.....	- 25 -
4.1 定向增发与公司绩效.....	- 25 -
4.2 增发目的与公司绩效.....	- 25 -
4.3 增发对象与公司绩效.....	- 25 -
4.4 产权性质与公司绩效.....	- 27 -
4.5 定向增发的中介效应.....	- 27 -
第 5 章 实证研究设计.....	- 29 -

5.1 样本选取与数据来源	- 29 -
5.2 构建综合绩效得分	- 29 -
5.3 变量选择与设计	- 33 -
5.4 模型构建	- 34 -
第 6 章 实证结果分析	- 35 -
6.1 描述性统计及相关性分析	- 35 -
6.2 多元回归分析	- 38 -
6.3 异质性分析	- 40 -
6.4 定向增发对公司业绩影响的内在机制分析	- 43 -
6.5 稳健性检验	- 47 -
6.6 内生性检验	- 50 -
第 7 章 研究结论及政策建议	- 52 -
7.1 研究的结论	- 52 -
7.2 政策建议	- 53 -
参考文献	- 55 -
致 谢	- 60 -

第 1 章 导论

1.1 选题背景与选题意义

1.1.1 选题背景

近年来，定向增发这一融资工具在资本市场得到了很大的市场关注度，现已成为上市企业再融资最主要的方式。定向增发的优点在于，它的操作成本较低，涉及条目少而灵活性丰富，运作简便，企业能够自由选定发行对象。对于投资者来说，定向增发是一种“低风险、高效率”投资方式，它能够让投资人在短时间内获得巨大的利润，而且只要求半年的锁定期就能够上市流通，因而，它也得到了投资者的强烈追捧。

2018 年至今，发行定增的公司家数逐年增加，定增募资规模也不断增大，在 2022 年受到 A 股市场表现低迷的影响，定增规模有所下滑，整体来说呈上升趋势，如下图 1.1 所示。

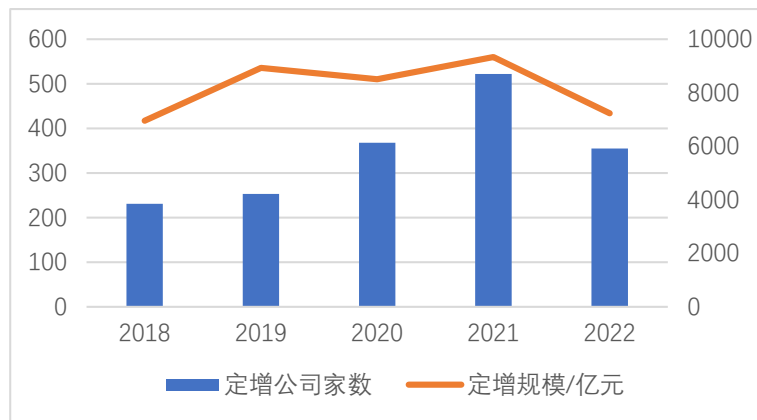


图 1.1 定增规模变化

随着定向增发在资本市场的热度日益增加，学者们也不断在研究定向增发的有关课题。定向增发的进场门槛要求较低，不要求企业必须满足特定的业绩指标。但操作程序简单，信息不对称等特点，也为企业的管理层带来了可乘之机，从而造成各类问题的出现，尤其是那些持股数占有比较优势的股东，采用高折价的方法认购定向增发股票，扩大股权占比，从而给投资者带来了极大的风险和损害。定向增发是一种常见的资本市场操作模式，然而，定向增

发对企业的业绩的影响尚不清楚，因此，我们必须进一步研究它对企业经营绩效的作用。中国学者们的重点基本上放到了讨论大股东通过定向增发的利润输送、折价率及其宣告效应等方面，但是关于各类定增模式对上市公司经营绩效的影响的研究仍然相对较少。

本文在国内外学者的研究成果上，基于委托代理、股权制衡等理论，从我国资本市场的实际情况出发，研究了定向增发是否对企业绩效具有正向促进效应，并且分析了其影响机制。同时考虑到不同企业定增的差异，进行了异质性分析，考虑了增发目的、增发对象、产权性质不同的影响；此外，创新性的引入管理者能力这一中介变量，深入分析了管理者能力和融资约束在定向增发与企业绩效中发挥的中介效应。为了使研究结论更具有可靠性，本文利用替换变量进行回归分析，又引入了工具变量进行了内生性检验，并通过了稳健性检验，最终的实证研究结论支持本文的最初假设。同时，本文综合考虑了研究成果、现有机制和监管部门相关背景，对定向增发流程中可能出现的与投资者、上市公司以及政府有关的问题提出了有效的解决方案和建议。

1.1.2 选题意义

（1）理论意义

过去二十多年来，我国资本市场有了很大的发展和进步，取得了一些成绩。但是，与西方发达国家相比，我国资本市场仍然存在很多问题。法律和制度不完善，市场监管不力，投资者的专业水平不如西方国家，投机行为也层出不穷。2006年，我国开始实施了新型融资方式——定向增发，随着逐渐成熟，上市公司对此热情日渐浓厚。但是，仍然有很多需要完善的地方，因此学者们还学需要对其进行进一步研究。考虑到国情差异，国外理论对我国来说并没有特别大作用。所以要想使我们的资本市场融资效率提升，对定向增发进行深入分析便显得十分重要。

国外研究者在定向增发领域的研究主要集中在动机、价格效应（短期和长期）和大股东利益输送的分析上。相比之下，中国在这一领域的研究者主要集中在内部利润转移和公告效应（短期和长期）的研究，而对定向增发后对上市公司经营业绩的影响则很少。所以，这是一个值得深入研究的领域，在本文中我们将会重点研究定向增发对上市公司的业绩表现的影响，同时探究定向

增发对公司业绩影响的作用机制。

(2) 实践意义

通过募集资金收购资产，上市公司可以有效地利用闲置资产，发挥规模经济优势，同时引入机构投资者对公进行有效的监督和帮助，进而提升公司的盈利和效率。然而，在中国，一些研究者指出，大股东可以利用他们的优势来创造不正当的利润。因此，考察上市公司在定向增发前后的经营业绩是否发生了变化，并进行实证分析就显得尤为重要。监管部门在定向增发方面还处在一个探索期，存在很多问题要不断去弥补，特别是大家关注的利益冲突问题也必须要引以为戒。因此，通过对我国上市公司定向增发行为情况以及对应影响的相关性分析将能够为我国相关部门、学者、市场投资者带来一些有建设性的参考意义。

1.2 研究目的与方法

1.2.1 研究目的

本文对过去十年，我国上市公司的定增事件作实证分析，以完成以下研究目标：

- (1) 探究定向增发这一股权再融资形式能否提升公司业绩。
- (2) 探究不同上市公司定向增发的异质性对业绩的影响
- (3) 探究定向增发如何影响公司的绩效，及其作用机制是什么
- (4) 通过回归结果分析，为市场投资者、经营者和金融监管机构提供有效的建议。

1.2.2 主要研究方法

本文主要采用了两种常用的研究方法：理论分析和实证分析法。

(1) 理论分析法：本文首先对定增的相关研究背景进行分析，从而推导出研究的理论和现实意义；整理国内外关于定向增发的成果；分析定向增发的发展历程、特征及当前情况；将理论与当下的最新研究有机结合，提出本文的假设。

(2) 实证分析法：本文基于计量经济学的理论框架，使用因子分析法构

造综合业绩评价指标，将其确定为被解释变量，确定定增实际募资规模为解释变量，建立回归模型，以验证本文的研究假设。本文选定中国上市公司 2010-2021 年的年报数据为研究对象，分析定向增发对企业绩效的影响。首先通过 CSMAR 数据库，整理出上市公司定向增发相关的年度数据，建立回归模型进行实证研究。其次，为检验上市公司定向增发如何促进企业绩效提升，本文将管理者能力和融资约束视为中介变量，并使用逐步分析法进行实证检验。此外，为了更深入地探究异质性对定向增发与企业绩效之间关系的影响，本文还使用了分组回归方法；最后，使用工具变量法来检验内生性问题，替代变量法做稳健性测试，以保证结论的可信度。本文使用 STATA 计量软件对实证回归模型提供有效的统计分析。

1.3 研究框架

本文分为七个章节。

第一章，导论。介绍本文的研究背景、理论和意义，并阐述方法和总体构架。最后，总结本文的创新和不足之处。

第二章，定向增发的政策与现状。介绍了定向增发的政策变化、定增发行的特点及现状。

第三章，文献综述。阐述了定增的基本概念，对国内外研究成果的文献回顾和自身理解的基础上，总结了定向增发对上市公司的影响及影响因素，从而为进一步的实证研究奠定了基础。

第四章，理论分析与研究假设。根据已有的理论、假说，结合中国市场的特点，提出合理的假设。

第五章，实证研究设计。基于理论基础及本文的假设，整理数据，选择合适的模型，并对相关变量作了定义和解释。

第六章，实证结果分析。根据前一章的实证设计思路，进行基准模型回归、动态模型回归分析、异质性分析和中介效应作用机制分析以及内生性、稳健性检验。

第七章，研究结论和政策建议。根据上一章的实证结果，做结论总结，最后根据结论，从投资者、上市公司和政府三个角度提出相应的建议。



图 1.2 研究框架

1.4 创新和不足

1.4.1 本文创新点

现有的文献集中于对公司定增后的股价表现做研究，对于业绩表现的研究较少。在对业绩影响的研究中普遍集中于短期、小样本的研究，导致研究结论差别较大，且对于定增事件异质性的影响，以及定增对业绩影响的作用机制研究不足。本文的创新点主要有：

- (1) 采用大样本动态考察定增对公司绩效的影响；
- (2) 对异质性的分析更为全面，包括了定增目的、定增对象、产权性质；
- (3) 定增对公司业绩影响的机制分析中引入管理者能力这一中介变量，可以更好的解释定增对公司业绩的影响机制。

1.4.2 本文的不足

本文经过规范论述和研究，探讨了公司定向增发对公司业绩的影响，并深入地剖析了定向增发目的、定向增发对象、产权性质等因素对公司业绩的影响，以及融资约束和管理者能力对公司业绩的中介效应。由于作者能力有限，仍存在以下不足：

第一，本文对增发目的的比较不够充分，没有纳入资产收购等增发目的进行对比，增发对象的对比也只考虑了机构投资者这一个对象，没有纳入大股东进行对比。

第二，对于中介效应考虑的不够全面，可能还存在其他中介效应也会影响定增和企业绩效的关系，这里值得进一步深入探究。

第 2 章 定向增发的政策与现状

2.1 定向增发相关概念

定向增发是一种高效的再融资手段，也叫非公开发行，即上市公司面向特定投资者发行新股。在美国被称为私募发行（PIPE），兴起于上个世纪 80 年代，现已十分成熟。而我国的定增开始时间较晚，2006 年才开始推出，但发展迅速，上市公司纷纷加入，截止 2021 年，定增募资规模已经到达了 9000 亿/年。

定增的发行流程比较简便，一般包括：

- （1）公司内部拟定初步方案，与监管机构进行沟通，获得初步认可；
- （2）公司召开董事会，向主要股东汇报增发预案，经投票通过后提交股东大会审议；
- （3）公司召开股东大会，向全体股东公布增发方案，股东大会通过后向交易所审核中心提起申报流程；
- （4）交易所审核中心受理审核，通过后提交证监会批复
- （5）证监会进一步审核，同意注册批复后，公司即可择日发行；
- （6）公司正式发行，向市场公告发行情况、股份变动情况。

定增一般只面对机构发行，认购对象一般为基金、信托、券商自营等金融机构，普通投资者可通过上述金融机构发行的金融产品间接参与。

2.2 定向增发的发展历程

定向增发在我国的发展历史不长，相较于国外成熟的资本市场，我国的定增发行市场还有很大发展空间。十余年来，我国定向增发的政策演变主要经历了四个阶段：

2006 年至 2011 年是定向增发的初始阶段，股权分置改革是中国资本市场的转折点，为了完善市场体系，非公开发行开始被认可和实施，证监会也出台了相关规定。2007 年至 2011 年期间，上市公司每年定向增发次数达到 130 次左右，募集资金规模在 2700 亿元左右。

2012-2016年是快速发展阶段，证监会完善了定向增发法规，使得定向增发成为了股权再融资的主要方式。2015年7月A股市场IPO的全面暂停，也给了这一发展机会；发行定增的公司从160家到上升到800多家；募资总额从2012年0.3万亿到2016年1.78万亿。募集量已占到75%的比例，定增发行市场迎来了春天。

从2017年到2019年，证监会发布了一系列重大政策，对定向增发的规则进行了全面调整，取消了定价过程中存在的高价差，并且增加了投资者持有股票的锁定期限，以确保市场的稳定性和公平性。在过去的三年里，定向增发市场的发行数量显著减少，仅有三百三十家左右，募集金额也大幅度下降至七千八百亿元。显然，相关政策的收紧明显抑制了上市公司对定向增发的兴趣，上市公司和投资者也都开始退避三舍。

2020年，受定向增发收紧措施实行的影响，上市公司再融资受到了相当深度的影响，市场资源配置效率也有所下降，给实体经济带来了不小的冲击。为了缓解这一影响，定向增发政策再次放宽，新规定从发行对象等多个维度做出了调节，以期加大市场直接融资的比例，让企业重新燃起希望。

2.3 定向增发的特点

2.3.1 定向增发条件较为宽松

定向增发的发行条件较为宽松，2020年再融资新规后，发行条件进一步降低。发行对象由不超过10名增加到不超过35名；定价基准由不低于前20个交易日的90%调整为80%；新规将确定发行对象的定增锁定期由36个月降低到18个月，而未确定具体发行对象的锁定期由12个月调整为6个月，进一步提高定增股份的流动性，从而提高投资者参与热情；在融资规模方面也作了调整，最大发行规模由不超过总股本的20%上升到不超过30%。

定向增发的发行门槛很低，几乎没有任何财务数据要求，而其他股权融资方式则必须满足一定的财务标准。在配股时，公司必须连续获利三个财务年份，而在公布上市时，净资产收益率的三年加权平均值不得低于6%。并且，即使公司出现亏本，也可以通过定向增发筹集资金，只要公司的经营是合规的，并且没有企图规避监管。因此，定向增发是已经成为了上市公司扩大经营

规模，改善资金状况的有力途径。

2.3.2 发行对象为特定的投资者

定向增发的发行对象限制在 35 人以内，只有大股东、战略投资者以及机构投资者才能参与定向增发，中小股东无权限，但是可以通过金融机构出售的产品来间接参与。定向增发过程中，上市公司内部进行交易，考虑了交易双方的需求，但会对中小股东利益造成影响。

2.3.3 定向增发操作程序简便

定向增发的参与者数量有限，因此操作程序相对简单，但是大多数是中小股东参与其中，证监会对信息披露、发程序以及中小股东利益都有严格的要求；在实施定向增发之前，必须先完成招股说明书，并获得承销机构的认可，最后由监管机构进行审核。而定向增发则不用通过承销机构，但要事先得到证监会的同意；此外，不同的融资方式佣金存在很大差异；因此定向增发能够减少时间、手续以及一些相应的成本。

2.3.4 定向增发新股定价方式较为灵活

根据监管部门的规定，公开募股不允许出现折价行为，但定向增发则没有这方面的硬性规定。定向增发时，不仅可以进行折价发行，而且在选择基准日上也未作明确规定。因此，定向增发的新股定价方式要比公开发行的新股要灵活得多；上市公司也因此有了将利益最大化的余地。

2.4 定向增发的分类

2.4.1 基于增发目的分类

(1) 项目融资

上市公司如果有好的项目但缺少资金，那么就会选择定向增发再融资方式。定向增发具备许多优势，如市场门槛低、批准快、有效率、成本低，而且还可以提供多种形式的流动性资金，以确保项目的正常运行。当投资者将募集到的资金投资于有潜力的项目时，不仅可以提升其价值，还能够确保定向

增发新股投资者的利益得到有效保障。

（2）并购重组

未上市的公司通过参与定向增发获得上市公司的全部控制权，从而实现“借壳上市”的目标。我国资本市场尚未完全发展，为了促进长期稳定高效的发展，企业间必须优化资源配置。一些已上市公司由于经营不善而处在困境中，存在退市风险；但也有部分公司表现出强劲的盈利能力却无法通过严格的上市手续。而定向增发则是一个很好的出路：既能使已上市公司通过对价收买优质的新股来整体上市，也能使正在申请上市但遭遇障碍的公司得以成功。因此，并购重组形式的定向增发已成为当前中国证券市场比较常见的现象。

（3）补充流动资金

补充流动资金类定增是指上市公司为增加营运资金和偿还债务而定向发行新股。这种类型的发行主要是为了财务目的，不会对公司的未来的经营产生重大影响。但是，当上市公司面对财务困境的时候，这种类型的定增可以大大降低其财务成本，从而对公司的盈利能力产生直接影响。此外，这类定增如果有大股东参与，那么外界会普遍认为其对公司前景充满了信心。

2.4.2 基于发行对象分类

（1）大股东及关联方

大股东及关联方认购的定向增发新股是非流通股份，明确规定了三年的限售期，在此期间不能卖出或转让他人，另外公司外部投资者通过定增认购股份获得公司的实际控制权的也属于关联投资者，同样有三年的禁售期。

（2）机构投资者

机构投资者可以分为财务投资者和战略投资者。财务投资者通常考虑的是短期收益，并且对参与定增的时机非常看重，他们通常不会在公司股价较高时参与。财务投资者具有以下特征：这类投资人一般具有强大的财务实力，持有时间较短，主要目的是获取短期投机性收益。他们与被投资公司的关系较弱，不会积极参加日常运营管理或公司治理。没有同行竞争，相对独立。

战略投资者的投资不仅具有长期的战略意义，而且能够为企业带来先进的技术、管理和国际市场发展平台等优良人力资本，进而达到合作双赢的格

局。他们的股份有三年锁定期，注重公司长期利益，能够有效地降低代理成本和促进公司水平。倾向于与能够实现长期战略合作的企业合作而不是出于短期利差目的。

第3章 文献综述

3.1 定增目的及动机

3.1.1 信息不对称程度

Myers 和 Majluf (1984) 的观点认为, 在信息不对称存在的前提下, 公司采取非公开股权融资容易导致逆向选择, 而投资者则会把非公开募股行为视为负面消息, 因此, 只有当上市公司股价被高估时, 公司高层才会在此时选择发行定增。Hertzel 和 Smith (1993) 将上市公司股权再融资的选择与信息不对称因素紧密结合起来。Chemmanur 和 Fulghieri (1999) 则通过构造实证模型, 检验了 Hertzal 和 Smith 的观点, 其结果表明, 信息不对称程度越高时, 企业定向增发动机越大, 而信披透明、完善的公司通常选择公开募股。根据郭思永 (2021) 的研究, 上市公司处于优越的地理位置可以有效减少“软信息”传输的障碍, 从而降低投资者信息搜集和传输的成本, 并且可以约束投资者的职业判断和价值评估, 这种情况与定向增发的认购数量呈现出负相关的特点, 进而对定向增发募集资金的选择倾向产生重要影响。

3.1.2 委托代理成本与股东控制权

Wruck (1989) 认为上市公司优先考虑定向增发是为了降低委托代理成本, 同时也能吸引积极投资者参与企业管理, 并有效地监控管理者。然而, 实际情况可能会出现两种情况: 一是引入积极投资者参与企业管理, 另一种则是为了获得对企业的控制权而引入消极投资者, 以防止他们介入企业各项事务。Barclay (2007) 提出, 私募发行不仅可以有效防止投资者干预企业的日常运营和管理, 还能够保护管理者和大股东的利益, 从而确保大股东拥有控制权和投票权。此外, 为了避免委托代理问题, 股东对企业的控制权也成为定向增发的重要考虑因素。股权集中度越高, 企业实际控制人就越不愿意通过定向增发的形式来实现股票再融资, 因为这样会损害了他们的权益。

3.1.3 金融监管力度

定向增发是一种更加灵活的再融资方式，它不仅比配股和可转债更具有宽松的约束性，而且发行条件也更加规范，上市程序也更加简单，没有明确规定预定增企业需要达到的盈利标准，这使得它具有其他再融资方式所不具备的优势，约束性较少，上市也更加容易，因而为企业选择定向增发筹资提供了动力。根据章卫东（2008）的研究，定向增发在金融监管较为宽松的环境下是一种更加合理的再融资方式，企业的定增动机也与监管当局的监管政策息息相关。所以，在比较公开发行业和定向增发时，应当加以考虑。

3.2 定向增发折价及原因分析

毫无疑问，全球市场上上市公司定增发行的折价率都非常高。根据 1971 年美国证监会的报告，美国定增折价率约为 28%，而朱红军（2008）的研究发现，中国定增折价率更高，达到了 38%。研究人员试图通过监督成本补偿、信息流动性补偿、信息不对称、管理层机会主义和效益补贴等理论来解释折价率过高的现象，以期获得更准确的结论。

Wruck(1989)认为，定向增发的折扣实际上是对承销商监督成本的补偿，因为参与新股承销的投资者必须支付一定的成本和补偿，以行使其监督管理和使用所筹集资金的义务。Elizabeth（2010）发现，定增后企业股份的流动性越好，折价率就会越高，因为企业股份的锁定期越短，流动性就会更强。这一发现为定增提供了一种新的思路，可以帮助投资者更好地理解定增的折价问题。

Hertzel 和 Smith（1993）认为，由于信息不对称，参与定增新股发行的投资者必须通过公开的消息来获取公司的基本信息以及定增的真实信息，并支付一定的成本，定增的折价是信息传播成本的价格，他们认为这样对折价的解释比 Wruck（1989）更合理。

根据朱红军（2008）的研究结果，我国公司信息不对称程度越高，定向增发的折价也会相应增加，从而影响其股价表现。Barclay 等人（2007）发现，上市公司的管理者被动地向投资者和受益投资者发行股票，以进一步加强对公司的控制。Hertzel 和 Smith（2002）以及 Hertzel 等人（2002）认为，参与

承销的投资者认为公司的价值被高估了，在定向增发后会出现一段时间的业绩不佳，而折价是对这种业绩不佳的补偿。

还有许多研究者从大股东的利润转移、证券承销商的声誉、投资者的理性和制度安排等方面解释了中国的高折价发行问题。徐寿富（2009）系统研究了大股东参与承销、承销比例和承销方式对定向增发折价率的影响，发现大股东承销比例与初始参与比例正相关，大股东参与承销和承销其资产时，定向增发折价率较高。

根据曾劲松（2009）的研究，由于公司机构投资者数量的增加，会使定向增发的折价率更高。此外，如果承销商来自 TOP10，折价率也会更高。徐寿福和徐龙秉（2011）深入研究了 2007 年 9 月《企业非公开发行股票实施细则》出台前后，企业向大股东发行新股的折扣情况。研究表明，在新规定出台之前，企业以较低的价格向大股东发行新股，但由于新规定的出台，大股东的机会主义行为受到了严格的限制，从而使其不得不采取更加谨慎的投资策略。

研究结果表明，投资人心态对定向增发折价有重要作用。卢闯和李志华（2011）认为，当投资人心态较乐观时，定增折价率会更高。俞静和徐斌（2010）通过对 2006 年至 2008 年成功发行定增的公司开展研究，发现定增发行的折价是由二级交易市场溢价驱动的，而并非一级市场压价所致。这说明，投资人心理因素是导致定增发行折价的原因，并且否定了大企业机会主义现象的存在。俞静和徐斌（2015）指出，定增的折价主要受到二级市场投资者心态的作用，而并非大股东利润转移的原因。

3.3 大股东利益输送行为

定向增发后，会出现大股东利益输送问题，即大股东对中小股东财富的侵占，损害其权益，从而达到自身利益的需求。根据 Wruck（1989）的研究发现，定增发行后，企业的控制权会聚集在大股东手中，他们会利用这种优势来转让企业资产，以此来侵占中小股东的权利，进而保护自己的地位和权利。大股东利益输送的方式也有多种形式：

第一，定向增发时，选择发行对象。研究表明，当企业面向控股股东、大股东及其关联方发售股票时，会出现明显的价格压低和利益输送的现象，这

一现象由王志强（2010）的研究得到了证实。

第二，定向增发虽然简单易行，但也可能会导致发行价格的变动，以及发行基准日的变更，从而给大股东及其关联方带来不可估量的利益收益。黄建中（2007）指出定向增发存在多项非规范行为，而熊发礼（2021）指出在注册制下，财富转移与溢价发行普遍关联，因此必须加强监管和约束。

第三，大股东的利益输送行为可能会受到“隧道效应”中关于信息不对称的理论影响，即他们会利用自身的地位和优势来谋取私利。张丽丽（2018）指出，大股东可能会采取关联交易、买入劣质资产等手段来侵占公司利益。

第四，利润分配形式上，赵玉芳（2011）发现定向增发的公司派发的证券股利比没有定向增发的公司高，而阮永平（2017）则发现，大股东及其关联方参与定增的公司派发的证券股利远超平均值，而且定向增发后短期内会带动股价上涨，从而实现利益输送。

3.4 有关定向增发对公司业绩影响的研究

3.4.1 定向增发对经营业绩的影响

对于定向增发的研究，目前大部分学者侧重于定增后的股价表现上，而对于公司经营绩效方面的研究相对较少。

国外的一些研究发现，美国股票市场对上市公司定增的公告短期表现出积极的反应，并持乐观态度。但投资者普遍认为公司长期业绩不确定性较大，持怀疑态度。Chou D 等（2009）提出了一种新的解释方式来说明投资人过分乐观期待和管理者过分投机的问题，但是尚未得出统一的结论。Kato & Schallheim（1993）和 Wu et al.（2005）在对日本和香港上市公司的研究中发现，定向增发后，公司股价普遍表现良好，而 Chen et al.（2002）则发现不同的结论，在研究新加坡市场时，得到了相反的结论。

对于中国上市公司在定增发行后的表现，中国的研究者们意见不一，徐守福和龚阳书（2011）指出，过度投资和自我服务的管理行为是导致长期业绩不佳的原因，而耿建新、卢跃进和邹小平（2011）将其归结为投资者的过度乐观主义。肖万和宋光辉（2013）发现定向增发三年后业绩无法提升，吴璇、田高良和李玥婷（2017）发现发行当年会导致经营业绩下降，邓路、王化成、李

思飞（2011）发现发行两年后经营业绩良好。张梦媛和暴克琦（2011）发现定增发行有利于资本管理，陈一晓（2013）认为定增没有使公司创造价值，但改善了财务业绩。

对文献作进一步梳理，Wruck 和 Wu（2008）发现，新的外部投资者参与定增时，公司的业绩会比只有内部股东参与时更好。王莉婕（2015）研究表明，随着机构投资者认购增发股份数量的增加，他们对监督治理的意愿也会增强。这有助于企业重新配置资源，并带来更好的财富效益。He et al.（2019）研究发现，机构投资者持股数量越多，定增新股发行后对企业绩效的积极影响就越大。机构投资者掌握更多的私人信息，可以有效地阻止大股东滥用公司资源，从而提高企业的价值。

3.4.2 增发类别与公司业绩

（1）项目融资

近年来，学者们关注的热点之一，就是募集项目资金的定向增发对上市公司的经营绩效是否会产生影响，因为定向增发有助于改善上市公司的资金状况，但是同时也会增加公司的负债水平，从而影响公司的经营能力。因此，有关定向增发的研究，除了要关注定向增发本身的影响，还应该考虑定向增发所带来的经营绩效。

定向增发可以用于不同的目的，其带来的影响也不尽相同。为此，需要从定向增发不同用途之间的差异性出发，进行深入的比较分析，以获取宏观上的结论，帮助企业更好地进行投资决策。在新的再融资规定的背景下，丁畅（2020）对定向增发公司的整体效益做了比较。研究结果表明，以项目筹资为目的的增发可能会带来负面影响，而用于购买资产则可能会带来正面影响。此外，不同的发行对象也会影响公司的经营绩效，机构投资者参与的增发可能会产生积极作用。

通过分析项目融资型定向增发，可以发现认购发行的主体会影响公司的经营绩效。王珂（2016）将样本分为机构投资者和大股东及其关联方，发现短期业绩表现均存在负面冲击，但随着时间的推移，大股东及其关联方的长期表现要优于机构投资者。从定向增发的第四年开始，业绩显著改善，这一现象凸显出定向增发在融资领域的重要性，也证明了它的独特性。

项目融资类定向增发的特殊性与投资项目的特征有关。由于项目建设中必须投放巨量资金和劳动力，以及项目之间的差异性，因此在定增后短期内这些都会对上市公司的经营业绩产生负面影响，甚至可能会拖累其发展前景。根据刘晓旭（2012）的研究结果，定向增发实施后的第4年，绩效才会发生显著提升，这表明，在评估定向增发对项目融资的影响时，时间范围的选择是至关重要的，而且它与项目本身的特性也有着密切的联系。

（2）资产注入

定向增发也是大股东注入资产的一种方式，但它也可能导致利益输送问题。根据颜淑姬（2012）的研究，这种办法并不像现金认购那么明显，而是以某些更隐秘的办法实现，可能会对企业造成损失，甚至是一个掏空行动。

定向增发可能会导致大股东攫取利益，这会影响企业的发展，并且可能会破坏企业治理结构和机制，大大降低企业优化企业分配的力量。大股东通过定向增发投入资源可能会导致利益输送的存在，从而干扰他们在融资后的决定行动，进而导致非有效融资。尹筑嘉（2010）在分析我国的定向增发时认为，这种定向增发方式存在明显的利益输送现象，主要表现为以便宜的价格发售股份。他也进一步研究了投入财产的性质，认为财产的品质与企业大小有关，通常来讲，体量越大，投入财产的品质就越高。因此，在评价企业经营业绩时，应根据情况进行全面考虑。

定向增发后企业的绩效水平受制于注入资产的类型，因此必须进行详细的分类。由于没有统一的准则来评价企业的质量，因此难以做出全面的评价。但是，注入企业必须与公司的业务密切相关，甚至要与公司的上下游产业密切相关。根据章卫东（2010）的研究，定向增发对短期和长久收益率的影响程度有所区别。尽管短期的超额回报表现相似，但从长久超额回报来看，会受到定向增发类型不同的影响。章卫东（2017）进而指出，通过认购动机提升大股东持股比例这一角度，将定向增发与大股东认购比例结合起来，当资产相匹配度较高时，大股东的认购意向会更明显，从而导致持股数量的增多。通过投入固定资产，企业能够大幅减少代理成本，提升公司的经营业绩。

（3）整体与借壳上市

定向增发可以作为一种有效的方式来实现整体上市或借壳上市，它可以在短期内提高公司的效益和投资效率，但是从长期来看，它是否能够带来实

质性的改善仍然是一个未知数。尹筑嘉等（2013）指出，定向增发虽然可以在短期内实现企业规模的扩大，并获得一定的超额收益，但是这种收益不足以支撑公司长期发展，也无法显著提高投资效率。因此，从长期来看，定向增发并不能为公司带来预期的收益。根据肖万等（2013）的研究结果，定向增发对上市公司的长期发展没有显著的积极影响。

佟岩（2016）提出，定向增发实现整体上市时，注入的资产质量会影响投资效率。如果是优质资产，就会对公司内部资源进行有效整合，提高投资效率；而如果是不良资产，则会降低投资效率。此外，机构投资者的参与也能促进投资效率的改善。总而言之，以整体上市为目的的定向增发可以有效提升企业的投资效率。

根据陈蓉（2011）的研究，定向增发借壳上市可以满足企业融资需求，并且募集资金可以用于优化企业内部机制，进而提升资金利用效率，促进企业的可持续发展。张璞（2015）也指出，定向增发借壳上市可以显著提升公司的绩效，进而改善投资效率。然而，借壳上市可能会导致信息泄露和内幕交易，这会降低投资效率。王冰（2017）的研究表明，信息泄露会提高借壳上市的成本，影响公司壳资源价值，增加其投资成本，造成低效率现象。

3.4.3 机构投资者对公司业绩影响

机构投资者参与定增后如何影响公司业绩，取决于他们在公司治理上的发挥作用。由于所有权和控制权的分离，代理问题可能会导致低效的运营和资源分配。因此，监督成为解决这一问题的最有效方式。机构投资者比散户更具专业性和灵敏度，凭借其专业性参与到公司的监督治理中，从而最大化公司的价值。

根据有效监督理论，机构投资人的参与可以构建一个有效的外部治理机制，以促进企业的发展。通过对管理层的监督、加强内部控制、优化所有权结构、抑制过度管理等措施，机构投资者可以充分发挥其作用，从而提高企业的业绩。机构投资者能够通过公开或私下的行动更好地监督和约束管理层，并能更好地确保他们所投资的公司治理结构得到改善。通过加强对股东的监督，机构投资者可以有效地提高企业的效率，减少代理成本费用，进而提高企业的绩效。这一点已经得到了 DeAngelo、Skinner（1998）等人的研究证实。Co

McConnell 等人（2007）指出，当机构投资者成为上市公司的股东时，他们会对管理层施加压力，要求他们为股东利益而行动。研究人员发现，机构持股比例对公司价值有重大影响，并且是正相关的。机构持股大可以增加管理层的激励强度，并使三方的利益一致，以实现公司价值最大化（McConnell & Servaes, 1990; 林树、陈浩, 2013）。强化外部监管可以产生积极的效果，同时也会对内部不良行为起到警示作用，对破坏公司长远发展的行为产生抑制作用，增加对公司的监督意愿，达到双赢的效果。赵国宇、翟秋玲（2020）的结论与此类似。

另一种观点，Daily et al.（1996）认为机构投资者的持股比例，与 ROE 等指标衡量的公司绩效之间的关系并不显著。Holderness 和 Sheehan（1988）认为，由于机构投资者在公司的股份占比不够大，缺少话语权，很多时候他们的意见并不能被管理层重视。而 Graves（1990）指出，当下公司普遍重视短期利益，这不利于机构投资者的长期投资。Robert、Matthias 和 Roddy（2003）对机构投资者在监督公司治理和合规性方面的作用提出质疑，因为他们可能会受到来自管理层的压力而无法独立的发挥监督职能。Mitsuru Mizuno（2010）通过发现，机构投资者对企业绩效的提升并没有明显的作用，因为他们通常会选择基本面本身就很好的公司投资，机构投资者并不需要参与这些公司的监督治理。

有些研究者认为，机构投资者的投资理念和专业性存在差异，因此他们对公司业绩的影响是不可预测的，这种情况不能被完全忽视。范海峰、胡玉明、石水平（2009）研究发现，在压力敏感的机构投资者中，他们对公司业绩的影响较小，因此他们通常不会参与公司的治理。相反，他们更倾向于进行短期财务投资，并担心长期投资的不确定性。David 等人（1988）对此进行了深入研究，他们的研究表明，很少有机构投资者会积极参与监管，这可能是由于他们所处的商业环境所导致的。研究表明，只有当长期独立机构投资者集中持股时，业绩才会显著提升（徐寿福和李志军，2013）。这些机构坚持长期投资理念，不会受股票价格变化的干扰，只是当企业基本面出现变化时，他们才会选择退出投资，以确保长期收益。李争光等（2014）的研究表明，只保持稳定股份的机构投资人才能更有力量去监管公司的管理和日常运营。

3.4.4 产权性质对公司治理的影响

在我国，产权性质的差异会影响企业的行为，特别是影响公司治理机制，从而间接影响公司的经营绩效。国有和非国有的控制股东及高层在公司治理中具有显著差异，他们在决策过程中充当的重要角色和贡献程度也大相径庭。比如说，国有企业的控股股东会将国家利益放在首位，而非国有企业的控股股东则会重视经济效益。这种差异更为明显地体现在企业的绩效管理上，国有企业更注重长期绩效管控，而非国有企业更倾向于获取短期收益。

在我国的国民经济中，国有企业具有特殊性质，发挥着独特的作用，而这类企业的领导往往由政府部门决定，具有一定的“政治色彩”。当一个人扮演多个重要角色时，他必须在各方权益中间进行平衡，以达到最优化效果。陈仕华等（2014）认为，中国国企高级管理人员不仅要尽力提高自己的政界领导地位，还要考虑经济性，以实现最好的结果。因此，他们在就职时期会对公司革新活动形成重大影响。他们会努力实现政治工作目标，并与上级建立良好关系，以此来提高绩效考核标准。但同时，他们也会注重公司长期价值的提高，而不是短期内利益。国企高级管理人员在投入项目时，除了考虑上级政策或指示外，还要精心分析项目的可能性和必要性，以确保投入的有效性。对于创新型项目，他们会更加谨慎，不会盲目投入，也不会忽视其发展前景而放弃投入。此外，国企也有负责承担社会责任的使命，不仅要为企业带来经济效益，实现国家资产保值增值，还应为经济社会发展做出贡献，以最大限制地减轻社会就业压力，保护生态环境，坚决反腐败等。企业的发展理念应该以经济社会公益性为重点，而不是仅仅为了经济利益。因此，国企领导人会主动推动具有经济社会公益特性的项目，而轻视企业的创新力。Hu 和 Jefferson（2008）的研究也表明，国企缺少技术创新力量，导致中小企业技术创新水准较低，从而影响企业的业绩表现。

非国有企业的目标是全力提高经济效益和竞争力，但由于当前资本市场对企业产权属性的偏见，使得非国企融资困难、成本高昂，资金匮乏，不但限制了创新的发展，也限制了公司业绩的提高。此外，企业创新活动的本质是高风险和长期性的，企业很可能无法承受失败的风险。定向增发引入战略投资者是一种有效的解决非国有企业融资约束、促进企业创新活动、优化企业治

理结构以及提升企业绩效的方式。战略投资者具有领先的信息技术、市场优势和经验，可以帮助企业分担风险，并发挥股权制衡作用，从而推动企业发展，提升企业绩效。

3.5 定向增发对业绩的影响机制的相关研究

3.5.1 融资约束影响

由于信息不对称问题的存在，加上我国资本市场建设尚不完善，上市公司的投融资活动受到较大的限制，融资约束是很多上市公司面临的问题。世界银行曾经有一项研究显示，中国 70%的非金融类上市公司都不同程度的受到了融资约束的影响。

当下，中国企业融资途径和方法仍然受到很多的限制，尤其是中小企业，融资约束已成为国内中小企业发展的一个重要挑战。Song 等（2011）指出，中小企业的发展离不开便捷的融资方式的推动，而与自身经营能力的大小关系不大。定向增发具有许多优势，其中最重要的是发行条件宽松，不要求达到严苛的财务标准，甚至亏损公司也能够实现定增再融资。这些优势使得定向增发受到金融监管机构和企业的关注。扩大融资路径可以有效地提升企业的资产流动性，从而减轻企业的投融资资金问题。在股权再融资市场中，80%的资本经过定向增发被投入上市，这不仅大大增加了企业的自主资金流，也有助于解决企业的其他投资要求，从而减轻企业的投融资压力。

随着定增这一便捷的融资途径的出现，中小企业可能会通过定增过分扩张，从而导致融资约束的加剧。魏志华等（2015）的研究表明，受融资束缚的投资活动受到了更大的抑制，而在政府资金支持的刺激下，企业投资扩张的热情也会更加强烈。研究表明，尽管产业政策的出台可以让中小企业更容易获得银行贷款，但这种方式并不能满足企业扩张的需求。邓可斌和曾海舰（2014）发现，获得银行授信会导致中小企业追求快速扩张，从而加剧融资限制。方军雄认为，我国企业投资存在“羊群效应”，定向增发公司受到羊群效应的影响，更容易产生投融资饥渴和资金冲击的情况。此外，控股股东也可能利用非效率投资方式来损害中小投资者的权益，进而给投资人造成不良影响。管理者可能会为了寻求个人利润而不择手段地扩大企业体量，这种行为既可

能是出于资本的非理性考虑，也可能是由于控制权分离导致的代理利益冲突，进而导致企业在定增之后寻求迅速扩大，但是募集资金量却不能适应客户投资管理需要，进而增加了融资约束束缚，影响其发展。

信息不对称是影响企业融资条件的一个重要因素，它可能会加剧市场摩擦和融资困难。尽管大股东和机构投资者积极参与定向增发可能意味着公司价值被低估，并且未来前景较好，但在我国，这种做法可能会传递出负面信号。因此，我们需要采取措施来改善信息不对称性，以促进企业融资条件的有效改善。根据 Normazia 等人（2013）的研究发现，信息不对称水平越高的企业更有可能选择定向增发，而且这种再融资模式会导致企业业绩的下降。因此，企业应该谨慎考虑定向增发的可行性，以确保其可持续发展。Otsubo et al.（2017）的研究发现，经营业绩较差的公司可能会寻求定向增发来缓解财务危机。然而，由于未来收益是外部投资者最关注的因素，因此，公司的业绩下滑可能会使其更难获得外部资金。

定向增发中，大股东的掏空行为，也会向市场传递负面信号。在我国，大股东的利益输送现象十分普遍，他们不仅会通过盈余管理来降低自己参与认购的成本，还会通过注入劣质资产的方式来实现利益输送，从而使公司的财务状况受到严重的影响。这些掏空行为会给公司带来严重的后果，会使得公司的信誉度下降，进而使公司的融资渠道受阻（张祥建和郭岚，2006）。在我国，大股东的“隧道效应”十分严重，这主要归因于我国上市公司股权高度集中的特点。同时，这种效应也会加重信息不对称和融资约束的程度。

刘超（2019）的研究发现，企业定向增发后，反而会出现融资约束加剧的情况，并且民营企业的情况更严峻。但当有机构投资者参与时，这种现象会得到缓解。出现这种现象的原因在于民营企业的融资规模低，并且定向增发后其信贷融资能力有所削弱，而国有企业本身有政府信用背书，其信贷融资能力不会出现明显变化。

3.5.2 管理者能力

关于对管理者能力的度量，经过了一个漫长的过程。管理者能力这一概念本身较为抽象和复杂，难以用既定的指标去衡量，但管理者能力会最终表现在企业的经营状况及投入产出等方面，因此在研究中，学者们选择管理者

能力在企业经营发展过程中的市场表现来间接度量管理者能力，例如：C. Edward Fee 等（2003）利用历史回报率来度量，如根据股票回报率，即盈利除以投入的平均数字来判断管理者的能力；Tervio（2008）利用管理者薪酬来推测管理者能力；Francis（2013）用媒体报道数量来衡量 CEO 能力，认为 CEO 能力与媒体报道数量呈正相关，报道次数越多，CEO 能力越强。但以上这些方法都存在一定不足，无法全面衡量管理者能力。直到 2012 年 Demerjian 提出了 DEA-Tobit 二阶段模型，在第一阶段，该模型利用数据包络分析计算出企业运营的全效率，而企业的全效率由企业自身产生的效率和管理者产生的效率两部分组成，该模型的第二阶段就是采用 Tobit 回归模型将两种效率分离，将管理者产生的那部分效率定义为管理者能力。该模型准确地将管理者能力从公司效率中分离出来，对管理者能力的衡量更加准确，也得到了学术界的广泛认可，在会计领域中广泛应用。本文也将采用这种方法对管理者能力进行度量。

马歇尔在 1890 年发表的《经济学原理》主张，企业家的能力是企业发展的基础，而管理者能力则是企业最核心、最重要的人力资源，他们将为企业未来的发展提供强大的支撑，起到至关重要的作用。“顶层理论”提出了一种新的观点，即截然不同的管理人员在能力、信仰和价值理念方面存在差异，他们对某些信息的评价也会有所不同。因此，这种差别可能会对公司的战略决策和最终绩效产生重要影响。

基于这一理论，国内外学者开始深入探究不同管理者的年龄、任期、学历和社会背景等因素对企业管理和经营绩效的影响差异，以及它们之间的关系。Francis（2013）发现，尽管管理者的个人特征可能会影响公司的行为，但是他们的管理能力更能够影响公司的绩效。Demerjian（2012）等人通过数据包络分析法发现，管理者的能力与企业绩效之间存在着显著的正相关性，这一发现为企业提供了重要的参考依据。参考 Demerjian（2012）的做法，张铁铸和沙曼（2014）发现管理者能力越高的人，他们的在职消费越低，并且能够减少避税行为，缓解融资约束，改善公司业绩（何威风和刘巍，2015）。

此外，管理能力还具有“管理效应”。一方面，管理者的能力是其自身的努力和积累达成的，从而获得公司内部和外界的认可，他们会试图维护自己的声誉，约束自己的行为，减少自私消费（张铁铸和沙曼，2014；Sun，2016），

降低企业不必要的费用支出，精简成本，依靠企业的业绩提升来获得相应激励。另一方面，有能力的管理层，除了对自己的严格要求外，还将帮助公司遵守严格的公司治理要求，改善公司治理，减轻委托-代理问题的负面影响（张路，2019）。研究人员还发现，越有能力的管理者越能有效地减少公司内部的信息不对称，降低财务欺诈的可能性。因此，我们可以得出结论，管理者能力与公司绩效具有正相关关系。

3.6 现有文献评述

定向增发作为一种高效的融资方式，得到了企业的关注，并引发了越来越多的研究和探索。对上述文献总结发现，对于定向增发后企业的股价表现和业绩表现，国内外的研究都没有得到统一的结论。由于时代、地区、指标选择以及金融监管措施的不同，可获取的数据也有所差别，得出的结论差异较大。在国外，投资者市场成熟，可以通过股票价格来反映公司业绩，而在中国，由于证券交易尚未完善，市值与公司价值之间存有很大差距，因此学者们更偏向于采用其他综合指标来评估公司业绩。这其中包括 ROE、ROA 等财务指标，或者根据诸多财务指标用因子分析法，提取因子得分来表征公司绩效。不同的衡量指标，得到的结果也不尽相同，很难用对错来评价他们的研究结果，需要具体理论具体分析。

定向增发受到信息不对称、股东利益输送和委托代理问题的影响，这些现实问题又会影响企业后期的经营。因此，本文基于以上理论，结合我国资本市场实情，重点研究增发目的、增发对象、产权性质等因素与企业绩效的关系，为该领域的研究做一点补充。

第4章 理论分析与研究假设

4.1 定向增发与公司绩效

定向增发是一种有效的融资方式，它可以帮助企业扩大总股本，降低资产负债率，减少财务杠杆，降低财务风险，进而改进企业的经营业绩。王莉婕（2015）的研究表明，随着机构投资者认购增发股份数量的增加，他们对监督治理的意愿也会增强，这有助于企业重新配置资源，并带来更好的财富效益。此外，定向增发还能够缓解企业流动资金短缺问题，扩大生产和盈利，进而达到提高企业绩效的目的。所以，定向增发的实施可以显著改变企业的经营绩效。因此，本文提出：

假设 1：定向增发对上市公司绩效具有正向促进作用。

4.2 增发目的与公司绩效

本文将定向增发分为两类：一种是用于建设项目投资的，另一种是用于补充流动资金的。在实际情况中，上市公司因为补充流动资金而进行定向增发的比例较少。以补充流动资金为目的的发行定增的企业会向市场传递出其财务困难的信号，而且，即便有机构投资者进行了认购，他们对于参与企业未来经营的意愿也相对较差，从而导致定增对企业业绩的改善作用不太明显。而以项目建设投资为目的的定增，其募集资金投入通常是明确的。虽然会由于证券市场条件的发生变化、信息技术的不完善和期望回报率发生变化等因素，有时也会出现筹集资金投入使用方式随时发生变化的情形，但相较于补充流动资金而言，项目融资企业的定增更容易让投资者看到积极的信号，双方能够形成相互的正向激励，从而有利于企业绩效的提升。因此，综上分析提出：

假设 2：以项目融资为目的的定向增发，对公司绩效的提升效果更大。

4.3 增发对象与公司绩效

当机构投资人认购上市公司定增股份并成为其主要股东后，他们的利益

基本上是一致的。他们有意愿积极参与企业管理，能够限制企业管理人员的自私行为，为企业提供建议和支持，从而减轻部分代理问题。当机构投资者购买定向增发股份时使用的是募集资金而不是自有资金时，他们同时也成为了委托人。这种双重身份带来的压力使得机构投资者会尽最大可能的履行好自身的职责，扮演好监督者的角色，同时对企业经营发展中遇到的问题提供专业的帮助。

根据监督理论，定向增发可以吸引外部投资人来监督企业管理人员，进而解决代理难题。Wruck（1989）指出，定向增发可以激励新投资人对中小企业经营活动进行控制，并将定向增发的折价作为激励机制。这个原理后来也成为了许多学者深入研究定向增发的重要依据。如果定向增发面向机构投资者，并且他们认购的股票较多，他们可以像内部人员一样知道企业的经营状况、业绩和盈利能力。当这些机构投资人数量增加时，他们将拥有较大的话语权，并且可以在适当限度上对企业进行控制。定向增发的大股东和机构投资者存在着 1-3 年的股权锁定期，这使他们不得不更加重视上市公司的长期发展，他们比普通投资人更加关注企业的财务状况和未来发展趋势，以及企业的可持续性。

一般研究认为，大股东积极认购定向增发股份，可能表明他们对企业未来发展前景持乐观态度。然而，根据过去学者的研究成果，大股东参与上市公司定向增发可能会导致企业资金流失，并在解禁期间卖出股票套现，变更募集资金的使用，出现侵占中小股东的权益等有损企业市场价值的现象。机构投资者的参与可以有效抑制这一现象，通过积极参与企业定向增发，机构投资人能够有效地抑制大股东不利于企业市场价值的活动，从而实现外部人对内的有效制约。此外，机构投资者还能够以较低的成本获得企业的利益分配，从而获得更多的收益。定向增发后，机构投资者将面临至少一年的禁止抛售期，这一期间，他们将与上市公司保持密切合作，以便更好地监督企业的运作，并参与中小企业股东代表大会等活动，从而有效地提高企业管理水平，最终促进企业绩效的提高。基于此，本文提出：

假设 3：通过引入机构投资者，能够有效地更能改善公司治理，进而提升公司绩效。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/628063070101006026>