上市公司股票非公开发行类型和市场绩效的关系

陈华妹　朱冠良

（暨南大学管理学院　广州　510000　广东岭南职业技术学院电子信息工程学院　广州　510663）

【摘要】本文以2006年6月至2012年3月成功进行非公开发行的A股上市公司为样本，实证研究中国股票非公开发行购买类型和发行后长期市场绩效之间的关系。结果表明：资产注入型非公开发行公司发行后的长期市场绩效比现金购买型非公开发行的低；非公开发行股票中存在明显的大股东侵占利益的行为。

【关键词】非公开发行股票　购买类型　累计超额收益率

一、引言

自证监会2006年5月6日发布《上市公司证券发行管理办法》以来，非公开发行股票由于门槛低、操作简单，逐渐成为中国上市公司的重要融资方式之一，并逐渐取代了公开增发和配股的地位，成了中国上市公司股权再融资的一种主要方式。截至2012年3月31日，已有约663家A股上市公司采用了非公开发行方式，募集了超过1.474 7万亿元的资金。因此，研究中国上市公司非公开发行股票问题成为研究中国上市公司股权再融资问题的一项重要课题。

在笔者研究收集的2006年5月到2012年3月的663家非公开发行股票样本中，有377家公司的大股东参与了购买，占总样本的56.86%，因此中国上市公司非公开发行股票本质上成了大股东参与的关联方交易行为。而且经笔者统计，进行非公开发行股票的上市公司第一大股东的持股比例高达近38%。另外，笔者在研究过程中发现中国股票非公开发行制度还存在一些漏洞，对大股东侵占利益形成有利条件，而且非公开发行制度对中小投资者的利益缺乏有效的保护。根据LLSV的研究结论，在股权集中度较高而且资本市场缺乏约束大股东行为的机制、无法对中小股东进行有效保护的情况下，大股东可能会牺牲小股东的利益来实现控制权私有收益。

鉴于中国股票非公开发行在上市公司股权再融资中的重要地位和目前国内学者对这块领域的研究并不多的现状，笔者认为有必要结合中国特色的非公开发行制度来研究中国非公开发行制度下不同购买者对发行公司市场绩效的影响。本文的研究扩展了大股东侵占利益的研究领域，意图为后续研究者提供研究该类问题的方法和思路，并且为政府主管部门完善非公开发行制度提供实证证据支持。

二、文献回顾

利益侵占问题研究由来已久，其根源在于公司所有权和经营权分离产生的第二类代理问题，即大股东和中小股东之间的代理问题。大股东会利用手中的控制权，通过隧道挖掘方式从上市公司转移资源。可见，公司治理中的主要矛盾是大股东和中小股东之间的代理问题而非管理者与股东的矛盾冲突（La Potra，1999；La Potra et al.，2002；Claessens，2002）。

Grossman和Hart（1983）认为，如果公司存在着持股比例较高的大股东，那么就会产生大股东的控制权收益。Shleifer和Vishny（1997）发现，大股东通过使用手中的控制权谋取控制权私利，损害其他股东的利益。这种做法导致了公司价值的降低，形成大股东侵害效应。Johnson等人（2000）首次提出利益侵占（tunneling）一词，他们认为，股权集中会造成大股东与中小股东之间的严重代理问题。学者们纷纷找到了对这一理论的实证支持。如La Porta等（2000）指出，控股股东会使用很多手段（如窃取公司利润、和公司进行关联方交易以及贱卖公司资产等）来获取控制权私利。Reese和Weisbach（2002）发现大股东通过交叉持股、发行新股和金字塔控股结构等多种方式获取实质控制权，并对中小股东进行利益侵占。

在外部股东类型多元化、股权集中度较高且国家或地区（如亚洲地区）制度不完善的情况下，大股东更有可能牺牲其他股东的利益来追求自身利益。Baek、Kang和Kim（2002）使用韩国的数据研究发现，集团公司并购造成了中小股东的并购损失，公司选择私募融资的真正目的是控股股东转移利益。Claessens等（2002）使用东亚8个国家和地区的上市公司为样本进行研究，发现大股东控制私有收益的本质是大股东对中小股东利益的掠夺。而且控股股东的控制权越大，其对中小股东利益侵占的程度就越大。Bertrand，Methta和Mullainathan（2002）使用1989～1999年间18600个印度公司来研究集团公司金字塔结构的利益输送问题，结果表明，处于金字塔最上端的所有者有强烈的动机从下端公司攫取利益。

Floros和Sapp（2011）以及Parrino（2010）证明了近年来私募发行在美国资本市场上出现了连年显著增长的趋势，甚至

融资总额超过了公开增发(SEO)。因此对私募的研究一直是国外资本市场研究的重要组成部分。国外学者研究发现,私募发行的一个显著特点是发行后公司的长期绩效为负,对此,国外学术界主要有以下几种解释:

1. 投资者过度乐观。Hertzel、Lemmon、Linck 和 Rees(1992)使用1980~1996年的619家私募公司数据研究发现,尽管私募公司在发行时获得了正的宣传效应,然而在发行后2年股票表现显著变差,购买并持有累计超额收益率(BHAR)为-23.78%。和公开增发相比,私募增发公司的长期经营业绩更差。这表明投资者在购买时对私募发行公司的前景过度乐观了。Kasim 和 Donald(1993)研究美国私募公司发行时发现,私募发行在短期内出现了显著为正的市场效应,然而两年后购买并持有累计超额收益率显著为负。这表明投资者在发行时对发行公司的质量过度充满了信心。Krishnamurthy、Spindt、Subramaniam 和 Woidtke (2005) 使用了1983~1992年的美国私募公司为研究样本,发现私募发行后3年的购买并持有累计超额收益率为-38.39%。那些没有参与私募的股东因此遭受了损失,而参与股东由于当时发行时的高折价率则获取了正收益。Dai(2007)使用1995~2003年美国私募公司样本进行实证研究,结果发现投资者身份对私募发行长期收益率有显著影响。风险投资基金投资的私募发行12个月的购买并持有累计超额收益率为7.6%,而保险基金投资的私募发行在发行后12个月的购买并持有累计超额收益率为-5.7%。这可能是由于保险基金投资者的过度乐观而导致的。Chou(2009)使用1980~2000年的371家美国私募公司数据进行研究,发现发行后3年的购买并持有累计超额收益率为-16.52%,且在0.01的水平上显著为负。而且 Tobing's Q 值与购买并持有累计超额收益率显著负相关。这表明投资者对私募公司发行的盈余预测过度乐观。Glegg,Harris,Madura 和 Ngo(2012)使用BHAR 法研究2000~2008年间美国私募公司长期绩效,发现其12个月的BHAR 为-11.62%,并且和发行折价率显著负相关。这表明私募发行的折价率越高,其市场的长期绩效就越低,而公开增发的长期绩效显著为正。其原因是私募公司发行时公司价值被过度高估了。

笔者认为,投资者过度乐观解释有着自身的缺陷,原因有两点:①根据美国的相关法律,公司只能对合格的机构投资者(QIBs)或者获许投资者(accredited investors)私募发行。这些私募投资者可以说是一群具有丰富资产管理经验的投资者,不应该出现过度乐观的情况,否则他们就不是合格的机构投资者或者获许投资者了(Brophy, Ouimet 和 Sialm,2009)。②私募发行对象中亦包括公司的大股东,大股东由于具有私人信息渠道,对公司未来的判断误差应该比机构投资者的偏差要小,若投资者过度乐观解释成立,那么面向大股东的私募发行长期市场绩效应该比面向机构投资者的好。然而研究者们并没有发现面向大股东的私募发行和面向合格机构投资者的私募发行都出现了长期绩效显著不同的状况。

2. 利益侵占。Barclay(2007)使用1979~1997年间594家美国私募发行公司数据进行研究,发现在发行后的120天购买并持有累计超额收益率为-9.4%。其中向消极投资者私募增发的累计超额收益率为-13.2%。这表明私募公司管理层为了私有收益,向消极投资者进行了增发,并提高发行折价率,导致公司的长期绩效下滑,损害了公司股东的利益。Baek,Kang 和 Lee(2006)使用韩国1989~2000年的财阀集团私募发行作为研究样本,发现该集团公司私募发行后480天内总体长期累计超额收益率为-42.87%。而且公司长期市场绩效随着发行对象不同而显著不同,当面向控股股东财阀集团下面成员公司发行时,长期市场绩效显著低于面向非财阀集团成员公司发行;当面向财阀集团内部成员发行且控股股东持有的发行方股权少于持有财阀集团成员公司并购方的股权时,财阀集团私募发行公司便会向财阀集团内部购买方公司折价发行。当面向财阀集团成员公司发行且控股股东持有的发行方股权少于购买方股权时,购买并持有长期累计超额收益率为-62.03%;当面向财阀集团成员公司发行且控股股东持有的发行方股权大于购买方股权时,购买并持有长期累计超额收益率相对提高了一些,为-35.56%。这说明控股股东的利益侵占损害了企业的持续健康发展。

笔者认为,利益侵占理论适合解释中国非公开发行私募长期绩效为负的情况。因为中国非公开发行公司大股东的股权比例很大,且非公开发行更多的是和大股东之间的关联方交易在上市公司股权集中度较高和公司治理制度不完善背景下进行的,其非公开发行存在不少漏洞,因此更容易发生大股东侵占利益问题,导致发行公司长期绩效下降。

3. 盈余管理解释。Chen,Cheng, Cheng 和 Chih(2010)使用美国1997~2003年私募发行公司样本数据进行研究,发现发行后1年、2年和3年购买并持有累计超额收益率分别为-11.87%、-22.06%和-33.39%。笔者研究发现,一些公司在发行前一季度进行了正的盈余管理,按照盈余管理程度可将其分为保守型公司和激进型公司。其中保守型公司发行后1年、2年和3年购买并持有累计超额收益率分别为-18.66%、-13.49%和-16.72%;激进型公司发行后1年、2年和3年购买并持有累计超额收益率分别为-18.66%、-34.24%和-68.03%,即激进型公司购买并持有累计超额收益率显著低于保守型公司。这表明私募公司发行前后对盈余管理进行了反向操作,以致长期回报率下降。然而,投资者并不能识别发行前正的盈余管理,因此并没有要求相应的折扣率。Brown 和 Floros(2012)使用美国1995~2008年的私募公司作为研究样本,发现私募发行公司往往都是一些规模较小的高新技术企业,外部融资困难,所以更加喜欢私募发行股票。为了吸引投资者购买其私募股票,这些公司使用了真实盈余管理来提高发行前的盈余,而发行结束后的盈余管理反转使得公司绩效下降。

用盈余管理可解释中国非公开发行股票的长期绩效问题。因为中国上市公司大股东持股比例一般都比较高,往往拥

有公司的控制权，在高管任命以及上市公司业务往来等方面都具有较大影响力，容易与管理层串谋在发行前一年进行向下的盈余管理，以影响市场股价，获取较低的折价率。

三、研究假设

目前，国内学术界仅有几篇文章得出了中国股票非公开发行长期市场绩效显著为负的结论。这是因为相比国外的股票发行，中国的非公开发行制度起步较晚，从非公开发行制度正式形成至今只有短短不到7年的时间，实践的不足限制了我国学者对非公开发行长期市场绩效的研究，因此缺乏这方面的实证结论也就不足为奇了。

何丽梅和蔡宁（2009）以 2006 年非公开发行的 41 家上市公司为研究样本，结果发现，这些公司在发行后24个月的长期市场绩效显著为负，且与控股股东认购比例显著负相关。他们认为融资非理性和股权融资偏好是非公开发行长期回报率出现下降的原因，并且控股股东的利益侵占程度显著地影响了非公开发行股票的长期市场回报率。

章卫东和李海川（2010）对2006～2007年间非公开发行公司的长期市场绩效进行研究，将非公开发行注入的资产划分为相关资产和不相关资产，发现投资者购买并持有长期累计超额收益率与资产注入类型显著相关；注入相关资产的非公开发行获得的长期绩效显著高于注入非相关资产的长期绩效。不过，其对相关资产和不相关资产的划分标准全凭直观确定，难免带有片面性，影响了结论的可靠性。

耿建新等（2011）发现经行业调整和规模调整的非公开发行长期市场绩效和长期财务绩效都出现了下滑，这表明不是市场对非公开发行公告过度反应的修正，而是投资者对非公开发行投资项目过分乐观。然而非公开发行后公司财务业绩并没有如投资者所预期的良好，因此长期市场绩效为负是投资者对非公开发行公司盈利能力失望的结果。他们的分析比较详细，可是缺乏对样本的分组，因此未必能揭示面向大股东和面向其他投资者的非公开发行长期绩效的差异。

邓路、王化成和李思飞（2011）使用2006～2007年的非公开发行公司数据研究发现，中国上市公司实施非公开发行后2年内购买并持有累计超额收益率显著为正，这与美国私募发行后公司长期市场绩效显著为负的结论相反。这表明在中国资本市场上投资者对非公开发行信息反应不足。但是他们只使用了2006～2007年不到两年的数据来做2年的BHAR购买并持有累计超额收益方法，以致结论可靠性不足。

中国资本市场是在为国有企业改革脱困的大背景下建立起来的，上市公司股权结构的重要特征之一便是控股股东拥有较高的控制权，对上市公司具有较强的影响力，因此大股东利益侵占理论在中国更加具有现实基础。笔者研究发现，中国非公开发行过程中大股东往往喜欢以资产注入的方式作为支付对价（在2006～2012年间大股东参与的429次非公开发行中，有214次是以资产注入的形式来购买非公开发行股票的，比例接近50%）。贺建刚和刘峰（2005）研究发现，大股东热衷于资产注入型关联方交易的原因之一是该类资产的真实价值难以评估，其公允价值难以取得，因此监督相关交易公允性会受阻，导致大股东注入劣质资产的机会变大。

学者们对非公开发行中的利益侵占研究还发现了大股东注入劣质资产的实证支持。黄建欢和尹筑嘉（2008）从大股东资产注入来研究非公开发行中的利益输送问题，研究结果表明，样本公司的非公开发行和资产注入过程中，发行价普遍低于每股内在价值，大股东很可能侵占了中小股东的利益。张祥建和郭岚（2008）通过建立模型进行理论推导并结合沪深A股市场实证数据得出结论，在定向增发资产注入活动中，控股股东存在强烈的动机虚增注入资产的价值，控股股东虚增注入资产价值行为实现了对中小股东的利益掠夺。

唐洋和孙文（2012）检验了我国上市公司非公开发行过程中大股东的不同认购方式与公司绩效的关系，发现大股东以资产认购与公司绩效呈负相关关系，资产注入的评估增值率与公司绩效呈明显的负相关关系。

由于大股东资产的信息不对称性，我们很难得知该资产的公允价值，所以只能采取事后研究的方法来反推注入资产的质量。如果大股东注入的资产是优质资产，那么该资产进入上市公司后，应该会使得上市公司的盈利能力增强。因此注入优质资产型非公开发行的实施不仅可以减少和大股东的关联方交易，而且可以促使公司业绩的增长，同时会对中小股东的权益产生有利影响，并且促进公司长期绩效上升；反之，若非公开发行中大股东注入了劣质资产，那么势必会导致该公司的盈利能力出现滑坡，造成对其他股东权益的侵害，并且造成股票市场上的长期累计超额收益率下降。

综上，提出本文假设：资产注入型非公开发行公司发行后的长期市场绩效比现金购买型非公开发行的低。

四、样本来源与研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文以2006年6月至2012年3月这一期间沪深两市非公开发行的A股上市公司为研究样本，而且剔除以下样本公司：①金融行业上市公司。因为金融类上市公司的财务报表结构、现金特征和应计利润等与非金融类上市公司存在明显的差异。②剔除财务数据缺失的样本公司。最后得到663家非公开发行股票样本公司。

本文非公开发行相关初始数据来源于锐思金融数据库和来自 CSMAR 数据库，其中购买方式数据由笔者搜索巨潮资讯网所公布的上市公司《非公开发行股票的发行情况报告书暨上市公告书》和《非公开发行股票预案》及沪深两市公开信息资料手工整理而得。

（二）模型设计

根据前述假设，本文建立如下模型：

$$BHAR_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1 bytype_i+\alpha_2 LEV_{i,t-1}+\alpha_3 BM_{i,t-1}+\alpha_4 lnsize_{i,t-1}+\alpha_5\sum_{t=1}^{6-i}YEAR_t+\sum_{p=1}^{20}IND_p+\varepsilon_{i,t}$$

模型中的的变量解释如下：

1. 被解释变量。

$BHAR_{i,t}$：购买并持有累计超额收益率。根据下面计算公式，本文分别计算1－36个月BHAR，并且使用BHAR12、BHAR24和BHAR36来对模型进行回归。计算公式为：

$$BHAR_{it}=\prod_{t=1}^{36}(1+R_{it})-\prod_{t=1}^{36}(1+R_{pt})$$

式中：$BHAR_{it}$表示i公司在t期购买并持有非公开发行股票的回报率，t代表发行后相应的月份，即t=1，2，……，36；R_{it}表示i公司在t月的实际月收益率；R_{pt}代表对应股票组合的月份回报率。

2. 解释变量。

bytype：购买方式虚拟变量。根据证监会2011年8月4日发布的《股票非公开发行实施细则》的规定，大股东购买非公开发行股票的方式可以是现金购买，也可以是非现金购买。而机构投资者只能用现金购买。因此本文将非公开发行购买方式划分为两种，即现金购买和资产注入（非现金购买）。当购买方式是现金购买时，bytype取值为0；当购买方式是资产注入时，bytype取值为1。根据本文假设，资产注入型非公开发行公司长期绩效比现金购买型的低，因此其预计符号为负。

3. 控制变量。

LEV：资产负债率。控制公司杠杆水平对长期市场绩效和长期财务绩效的影响。研究发现，在法律保护较弱的东南亚地区，资产负债率水平与公司治理具有替代作用，资产负债率高的公司治理水平相对较低，更有可能发生大股东侵占小股东利益的行为，因此长期市场累计超额收益和长期调整财务绩效会下降。因此其预计符号为负。

BM：市账比。根据Fama和French（1993）的三因素模型，BM值越高，则股票收益率就越高。朱宝宪（2002）和吴世农（2004）的研究也发现，中国上市公司的市账比对上市公司股票收益率具有较强的解释力，因此预计符号为正。

Lnsize：公司总资产的自然对数。它用以控制公司规模对长期绩效的影响。

YEAR：年度虚拟变量。由于本研究的样本是2006～2012年间预案并成功实施非公开发行的公司，因此研究发行后1年的长期绩效应引进5个年度虚拟变量，研究发行后2年的长期绩效应引进4个年度虚拟变量，以此类推。

IND：行业虚拟变量。本文在样本选择过程中剔除了金融类公司，考虑到制造业企业比较多，因而将制造业企业按照行业编码对前两位行业进行细分，并且将公司较少的行业进行了合并处理，因此引入了20个行业虚拟变量。

五、实证结果及分析

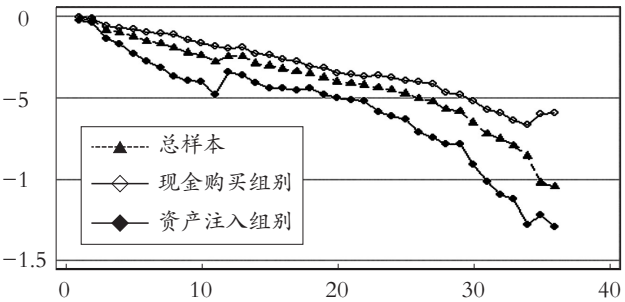
（一）描述性统计及单变量分析

表1列出了本文模型中主要变量的数值描述性统计结果。从表1可以看出，BHAR12、BHAR24、BHAR36的均值和中位数都小于0，而且彼此都比较接近，表明这三个变量都服从正态分布。模型中的其他主要变量的均值和中位数相差不远，表明这些变量也都服从正态分布。

表1　　主要变量的描述性统计

变 量	均 值	中位数	方 差	最小值	1/4分位数	3/4分位数	最大值
BHAR12	−0.299	−0.192	0.753	−4.31	−0.457	0.027	1.507
BHAR24	−0.461	−0.335	0.87	−3.766	−0.706	−0.037	1.711
BHAR36	−0.849	−0.512	1.435	−7.76	−1.087	−0.099	1.387
bytype	0.323	0	0.468	0	0	1	1
LEV0	0.565	0.561	0.197	0.119	0.435	0.683	1.359
BM0	0.337	0.287	0.195	0.057	0.196	0.428	1.024
lnsize0	21.714	21.566	1.223	19.023	20.907	22.376	25.274
LEV1	0.527	0.536	0.17	0.11	0.414	0.65	0.868
BM1	0.734	0.743	0.267	0.168	0.525	0.947	1.351
lnsize1	22.458	22.257	1.155	20.237	21.636	23.06	25.877
LEV2	0.537	0.545	0.172	0.095	0.422	0.665	0.853
BM2	0.73	0.726	0.252	0.191	0.533	0.917	1.351
lnsize2	22.598	22.453	1.146	20.255	21.768	23.294	25.658

为了更直观地观察非公开发行公司购买并持有累计超额收益率的趋势，本文在统计数值的基础上进一步将BHAR1到BHAR36的趋势描绘成图像，如下图所示：



非公开发行公司在发行后36个月的BHAR趋势图

从上图可以看出，非公开发行总样本购买并持有累计超额收益率从发行后的第1个月开始出现下滑，而且大股东组下滑的幅度最大，累计购买并持有样本的1～36个月的累计超额收益率都明显比其他组别的要低得多。机构投资者组和混合组的累计超额收益率比总样本的要好，这说明这两个组别在操作中比较好地规避了风险，同时说明总样本的累计超额收益率下滑更多地来源于大股东组。

表2列出了非公开发行购买并持有累计超额收益率的单变量分析结果。从表中可以看出，BHAR12、BHAR24和BHAR36都显著为负值。

进一步对样本进行分组发现，无论是现金购买型非公开发行公司还是资产注入型非公开发行公司均值都显著为负值，但资产注入型非公开发行公司的均值和中位数都明显比现金购买型非公开发行公司要低得多，并且在0.05的水平上通过了t检验和中位数检验。这表明无论是现金购买还是资产注入，1年期、2年期和3年期购买并持有累计超额收益率都表现较差，而且资产注入型非公开发行公司比现金购买型非

公开发行公司的长期市场绩效表现更差。因此本文提出的假设得到了初步的验证。

表 2　购买并持有累计超额收益率的单变量分析

变量	总样本		现金购买		资产注入		现金样本-非现金样本		
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	t值	中位数之差	Z值
BHAR12	−0.3***	−0.3	−0.26***	−0.26	−0.38***	−0.38	1.5993	0.12	3.773***
BHAR24	−0.46***	−0.34	−0.38***	−0.32	−0.62***	−0.39	2.3515***	0.07	2.481**
BHAR36	−0.85***	−0.51	−0.67***	−0.51	−1.24***	−0.46	2.7218***	−0.05	3.413***

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著，下同。

（二）多元回归分析结果

对模型各变量的回归结果如表3所示。在被解释变量分别为BHAR12、BHAR24和BHAR36的三个模型中，解释变量bytype的系数都显著为负，这表明在控制了其他因素影响的情况下，资产注入型非公开发行公司的长期市场绩效与现金注入型非公开发行公司的长期市场绩效相比，1年期、2年期和3年期的购买并持有累计超额收益率前者分别少于后者16.1%、16.2%和41%，而且这种差额有逐步递增趋势。因此本文假设得以成立，即资产注入型非公开发行公司的长期市场绩效比现金购买型非公开发行公司的长期市场累计绩效低。

总之，从回归结果我们可以得出两个结论：①资产注入型的非公开发行公司1-3年期的购买并持有累计超额收益率比现金购买型非公开发行公司的长期市场累计绩效低；②资产注入型非公开发行公司1-3年期的购买并持有累计超额收益率出现连年下滑趋势。

表 3　多元回归结果

	BHAR12	BHAR24	BHAR36
bytype	−0.161** (−2.252)	−0.162* (−1.667)	−0.410** (−2.147)
LEV	−0.549*** (−3.081)	−0.252 (−0.782)	−0.764 (−1.278)
BM	−0.421** (−1.718)	−1.079*** (−4.192)	−1.926*** (−4.032)
lnsize	0.066** (2.175)	0.226*** (4.568)	0.476*** (4.535)
cons	−1.077 (−1.633)	−4.696*** (−4.450)	−10.043*** (−4.428)
YEAR	yes	yes	yes
IND	yes	yes	yes
N	464	322	217
R^2	0.231	0.368	0.444
Adj−R^2	0.182	0.310	0.368
F	4.675	6.337	5.845

（三）稳健性检验

为了进行稳健性检验，本文借鉴章卫东等（2010）的做法，当上市公司在研究期间进行了多次股票非公开发行时，仅选择最早的一次非公开发行股票作为研究对象，以消除同一公司多次非公开发行对研究结果造成的影响。

表4列出了模型的稳健性检验回归结果。可以看出模型1和模型3解释变量bytype的系数都显著为负。这验证了本文的假设，即资产注入型非公开发行公司长期市场绩效比现金购买型非公开发行公司的长期市场累计绩效低。

表 4　模型（6-1）稳健性检验回归结果

	BHAR12	BHAR24	BHAR36
bytype	−0.338** (−2.562)	−0.166 (−1.529)	−0.426** (−2.053)
LEV	−1.308*** (−4.012)	−0.175 (−0.484)	−0.963 (−1.492)
BM	−0.734 (−1.556)	−1.305*** (−4.541)	−2.167*** (−4.168)
lnsize	0.167*** (2.902)	0.252*** (4.477)	0.570*** (4.9)
cons	−4.303*** (−3.436)	−6.442*** (−5.368)	−11.827*** (−4.709)
YEAR	yes	yes	yes
IND	yes	yes	yes
N	408	297	212
R^2	0.224	0.385	0.45
Adj−R^2	0.166	0.323	0.372
F	3.899	6.233	5.81

六、总结

本文实证研究了中国股票非公开发行购买类型及其与发行后长期市场绩效之间的关系，结果表明：中国股票非公开发行分为资产注入型非公开发行和现金购买型非公开发行；资产注入型非公开发行1-3年期的购买并持有累计超额收益率比现金购买型非公开发行的长期市场累计绩效低；而且资产注入型非公开发行1-3年期的购买并持有这种超额收益率出现连年下滑的趋势。笔者认为，出现累计结果有两个方面的原因：从餐因看是企业受到了全球金融危机的不利影响；从内因看是我国股票非公开发行中大股东为了侵占中小股东的利益而在购买资产中注入了劣质资产。

主要参考文献

1. Bae，Kee-Hong，Jun-Koo Kang，Jin-MoKim. Tunneling or value added? Evidence form mergers by Korean business groups，Journal of Finance，2002；57

2. Barclay Michael J.，Clifford G. Holdrness，Denis P. Sheehan. Private placement and managerial entrenchment，Journal of coporate finance，2007；13

3. Hertzel M.，Lemmon. M.，Linck J.，Rees L. Long - run performance following private placements of equity. Journal of Finance，2002；57

4. 张鸣，郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移. 会计研究，2009；5

5. 耿建新，吕跃金，邹小平. 我国上市公司定向增发的长期业绩实证研究. 审计与经济研究，2011；11