

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^{*}

章卫东

(武汉大学经济与管理学院 430072)

【摘要】定向增发新股成为股权分置改革之后中国上市公司股权再融资的主要工具，本文从理论上解释这种现象，并运用中国证券市场定向增发新股、整体上市的数据，对宣告定向增发新股、定向增发新股实现集团公司整体上市的公司股票价格的短期市场表现进行了实证研究。实证研究结果表明，上市公司宣告定向增发新股和宣告定向增发新股实现集团公司整体上市都有正的财富效应，并且上市公司通过向控股股东或控股股东的关联企业定向增发新股实现集团公司整体上市的宣告效应要好于其他类型的定向增发新股的宣告效应。

【关键词】增发新股 定向增发新股 整体上市 市场表现

一、引言

私募发行是美国、欧盟、日本和东南亚等国家和地区上市公司常见的一种增发新股融资方式。国外私募发行的对象包括：外部投资者和内部投资者。有三个理论解释了国外的私募发行现象：（1）监控假说。Wruck（1989）认为上市公司通过私募发行方式引入了一个有动机和监控能力去监控发行公司管理层的积极投资者，从而可以降低经理人的代理成本。（2）信息不对称假说。Myers and Majluf（1984）逆向选择假说认为，只有在管理层认为公司股票价格被高估时，才愿意发行新股。Hertzel and Smith（1993）在前者的基础上进行了扩展，认为当公司的不对称信息程度高的时候，公司会选择私募发行方式，因为私募发行的投资者有能力发现或花一定代价获知真实的公司价值，而且可以从不错的发行折扣中得到补偿。同时，有好的投资机会但资金短缺的被低估的公司会选择向内部投资者私募发行来解决投资不足问题。（3）防御假说。Barclay等（2007）认为管理层在公司需要通过发行股票筹资时，会选择私募发行给消极投资者来防御其对公司管理的干涉，达到不影响大股东的投票权和管理者利益的目的。并且在公司价值被低估的情况下，管理者也会购买私募发行的股票。

许多学者研究发现，在美国上市公司宣告私募发行时，短期内上市公司的股价会有正面效应（例如Wruck，1989）。但在美国以外的上市公司定向增发新股的绩效却相反，Chen等（2002）研究表明，由于新加坡股票发行制度中规定，股票不能够出售给公司的董事和原有股东，这就意味着在发行后原有股东的股权就稀释了，原有股东和经营者的持股比例降低向市场传递了一个消极的信号，因此，新加坡股票的私募发行导致了负面的财富效应。同样Kato and Schallheim（1993）研究发现日本公司私募发行宣告日当天的超额收益为4.98%，而宣告日后市场效应则呈下降趋势。从以上分析可见，在不同的市场背景下上市公司私募发行新股的宣告效应是不同的。

定向增发新股成为股权分置改革之后中国上市公司股权再融资的主要工具。中国上市公司定向增发新股类似于国外的私募发行，中国证监会对上市公司定向增发新股无明确盈利要求，这就意味着一些业绩平

^{*} 本文是章卫东教授主持的第41批中国博士后科学基金面上资助项目（20070410965）研究的阶段性成果。

平,甚至业绩较差的公司也可以进行定向增发新股,相对于公开增发新股有严格的业绩要求而言,上市公司定向增发新股的标准要低得多。并且无论是中小投资者还是机构投资者参与认购公开增发新股的股票都没有限售期的规定,而参与定向增发新股却有限售期的规定。为什么机构投资者愿意参与这些业绩平平甚至业绩较差,而且所认购股票有限售期规定的定向增发新股呢?田艺等(2006)把这一现象的原因归结于在股权分置改革完成之后,由于非流通股大股东的利益和流通股股东的利益趋于一致,大股东通过定向增发新股实现集团公司整体上市后,使集团公司的资产得到合理的定价。他们还认为上市公司通过向战略投资者定向增发新股可以解决公司治理问题。周勤业、刘宇(2005)认为定向增发新股这种融资创新不仅提升了企业的业绩,而且解决了大型国有企业整体上市的融资问题。

从国内外学者的研究来看,国外学者有关定向增发新股的研究将中国排除在外,而国内学者的研究缺乏系统的理论分析,并且有关上市公司定向增发新股绩效的实证研究较少。田艺等(2006)虽然对中国上市公司定向增发新股宣告效应进行了实证研究,但他们选取实证研究的样本较少,也没有对定向增发新股的宣告效应进行比较研究。为了认识中国上市公司定向增发新股的财富效应,以便为监管部门更好地制定监管政策,帮助投资者进行科学的投资决策,以及为上市公司进行科学的融资决策提供理论依据,有必要对中国上市公司定向增发新股的绩效进行深入的研究。

因此,本文将致力于解决以下问题:(1)为什么在股权分置改革完成后,上市公司多采用定向增发新股的方式融资,而很少采用公开增发新股的方式融资?(2)为什么上市公司定向增发新股及通过定向增发新股实现集团公司整体上市会受到市场的青睐?

二、理论分析及研究假设

国外学者从不同角度解释了上市公司进行定向增发新股的原因。Leland and Pyle(1977)认为当公司有好的盈利项目时,公司会放弃公开增发新股而采用定向增发新股。这是因为持有大量股权的内部人担心公开增发新股会降低他们的持股比例,从而影响他们的收益;而采用定向增发新股时,如果项目赢利情况好,老股东将会参与认购,其持股比例将进一步增加,其收益也会增加。Myers and Majluf(1984)则认为在一般情况下,企业公开发行新股的决定可能是一个关于公司的资产被高估的负面信号;而当公司的资产被低估时,持有大量股权的内部人往往会采用定向增发新股。

股权分置改革之前我国上市公司在证券市场融资的目的主要是“圈钱”(黄少安、张岗,2001;陆正飞、叶康涛,2004),股权分置改革之后,大股东的利益与中小股东的利益趋于一致,大股东决定在证券市场融资的目的不再是“圈钱”,因为只有当机构投资者看好公司的投资项目时才愿意出钱参与定向增发新股;特别是如果原有大股东参与定向增发新股,往往是因为公司确实有好的项目需要融资,也说明大股东看好公司未来的发展前景。此外,向机构投资者定向增发新股引入了一个有动机和监控能力去监控发行公司管理层的大股东,将会降低经理人的代理成本(Wruck,1989)。当公司定向增发新股的信息传递到市场时,被投资者理解为积极的信号;而在我国,公开增发新股往往原有大股东不参与增发,当上市公司公开增发新股的信息传递到市场时,被投资者理解为消极的信号。因此,上市公司宣告定向增发新股有正面的财富效应,而上市公司宣告公开增发新股却有负面的财富效应(刘力等,2003)。

根据上面的分析,本文提出理论假设1:

假设1:上市公司宣告定向增发新股有正的财富效应,并且上市公司定向增发新股的宣告效应要好于公开增发新股的宣告效应。

由于股票发行给关联投资者有着更低的信息采集成本,并且关联投资者对于公司未来现金流和真实的公司价值有着更明智的看法,因而,一个关联投资者的投资可以看作是对公司价值的证明;股票发行中内部人参与是公司减轻“逆向选择”问题的一个途径,也是一个减少代理问题的暗示(Leland and Pyle,1977);Wruck(1989)也认为发行股票给关联投资者会降低代理成本,市场将关联投资者参与发行看作是一个公司拥有更高质量的信号。

中国上市公司股权分置改革之后,大股东与中小股东的利益趋于一致,当上市公司通过向控股股东或控股股东的关联企业定向增发新股实现集团公司整体上市时,由于控股股东或控股股东的关联企业参与定向增

发新股的股票在三年后可以上市流通, 为了实现大股东财富最大化, 大股东有动机来保持上市公司的可持续增长, 不断提升上市公司的价值。并且集团公司整体上市后, 有利于对集团公司非上市的资产进行合理的定价, 因此, 集团公司会将集团公司未上市的优质资产或者好的项目通过定向增发新股的形式注入上市公司, 同时, 集团公司整体上市还可以节约集团公司内部交易成本, 从而提高上市公司的盈利能力。另外, 在集团公司整体上市后, 控股股东的持股比例也会增加, 这将会促使其强化对上市公司经理层的监管, 有利于完善公司治理结构, 降低经营者的代理成本。而且, 集团公司整体上市后, 还解决了上市公司与控股公司或关联公司之间的关联交易问题, 优化了上市公司的产业链, 进而缓解了上市公司与控股股东的代理问题, 有利于提高上市公司的业绩。因此, 与其他类型的定向增发新股相比较, 实现集团公司整体上市的定向增发新股更受市场的青睐。

根据上面的分析, 本文提出理论假设 2:

假设 2: 上市公司通过向控股股东或控股股东的关联企业定向增发新股实现集团公司整体上市的宣告效应要好于其他类型的定向增发新股的宣告效应。

三、研究设计

(一) 样本的选取及数据来源

本文以 2005 年 5 月 1 日到 2007 年 3 月 31 日有定向增发新股预案公告的 A 股公司为研究样本, 这些数据均来自于万得信息服务有限公司 (WIND)。为了研究的需要, 本文对研究的样本公司进行了筛选: (1) 剔除 B 股公司增发 A 股, A 股公司增发 H 股以及 H 股公司增发 A 股的样本。共剔除样本 2 家。(2) 剔除金融类上市公司宣告定向增发新股的样本。因为金融类上市公司与非金融类上市公司的经营范围不一样。

共剔除样本 2 家。(3) 剔除定向增发新股宣告期间有重大事件发生的样本^①。因为公司重大事件的公告会影响 CAR。共剔除样本 23 家。(4) 剔除当年同时进行过配股、发行可转换债券和公开增发新股的样本^②。因为重复的股权再融资会影响公司的股价。共剔除样本 2 家;(5) 剔除财务数据和金融交易数据无法获得的样本。经过筛选后, 得到符合标准的定向增发新股的样本公司共 231 家, 公开增发新股的样本公司共 30 家。

(二) 方程设定和变量定义

本文使用的回归模型如下:

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 Rsize_i + \beta_2 Debratio_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 Tobin - Q_i + \beta_5 DUM(dxzf)_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 Rsize_i + \beta_2 Debratio_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 Tobin - Q_i + \beta_5 DUM(ztss)_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中, 各个变量的含义如下:

CAR: 定向增发新股累计异常回报率。本文使用市场调整法来计算累计异常回报率。

Rsize: 定向增发新股的发行规模。本文采用发行金额与公司市场价值之比来度量定向增发新股的发行规模, 其中: 公司市场价值 = 总股本 × 计算窗口内平均股价 + 长期债券, 为度量信息释放假说的指标 (Hertzel and Smith, 1993)。

Debratio: 定向增发新股前一年年末公司的资产负债率, 为衡量公司质量的重要指标 (Jensen and Meckling, 1976)。

LNsize: 度量公司规模指标。考虑到数量级的关系, 用发行前公司总股本的自然对数表示, 为衡量信息不对称的一个重要指标 (Blazenko, 1987)。

Tobin - Q: 公司市场价值与公司重置成本的比值, 其中, 重置成本用总资产表示。该指标用来度量公

① 指在此期间无股东大会、董事会公告, 也无年报的披露、分红方案的披露等。

② 在进行定向增发新股与公开增发新股宣告效应比较研究时, 要采用公开增发新股的数据。但同一年同时进行过配股、发行可转换债券和公开增发新股的样本剔除。

表 1 样本公司统计描述

	深圳证券交易所	上海证券交易所	合 计	占比例
定向增发	93	138	231	86%
其中: 整体上市	14	14	28	12%
非整体上市	79	124	203	88%
公开增发	9	21	30	14%
合计	102	159	261	100%

司的成长性 (Jensen and Meckling, 1976)。

DUM (ztss): 表示定向增发新股是否用来整体上市的虚拟变量。若为整体上市,则取值为1,否则为0。

DUM (dxzf): 用来度量发行方式是否为定向增发新股的虚拟变量。若为定向增发新股,则取值为1,否则为0。

ε_i : 随机扰动项。

四、上市公司定向增发新股宣告效应的实证分析

(1) 单变量检验结果

表2 定向增发新股与公开增发新股宣告的累计异常回报率单变量检验结果

计算窗口		t 检验		K-S 检验	
		均值	t 值	中位数	Z 值
定向增发	[-20, +5]	11.870%	6.222***	8.699%	2.198***
	[-10, +5]	8.592%	8.237***	7.581%	1.228*
	[-5, +5]	7.199%	7.199***	4.041%	1.647***
公开增发	[-20, +5]	0.167%	0.090	-1.689%	0.649
	[-10, +5]	0.738%	0.459	-0.665%	0.869
	[-5, +5]	0.751%	0.554	-1.337%	0.786
定向增发-增发公开	[-20, +5]	11.703%	4.399***	10.39%	-2.671***
	[-10, +5]	7.854%	4.098***	8.25%	-3.057***
	[-5, +5]	6.448%	3.825***	5.38%	-2.365**

注:***, **, * 分别表示在1%, 5%和10%的水平上显著。

单变量检验结果显示(见表2),在本文选取的三个计算窗口[-20, +5]、[-10, +5]、[-5, +5]内,定向增发新股宣告的累计异常回报率都为正,累计异常回报率的平均值分别为11.870%、8.592%和7.199%,并且均在0.01的水平上高度显著。而在本文选取的三个窗口内,公开增发新股的累计异常回报率分别只有0.167%、0.738%、0.751%,并且不显著。本文还进行了定向增发与公开增发新股宣告累计异常回报率的单变量检验的比较分析,结果显示,在上述三个窗口内,定向增发新股比公开增发新股宣告累计异常回报率要分别高出11.703%、7.854%和6.448%。这说明定向增发新股宣告的累计异常回报率要高于公开增发新股的累计异常回报率。本文在考虑累计异常回报率的中位数时,得到了类似的研究结论。这初步验证了本文的研究假设1。

(2) 多变量回归分析

加入控制变量后的多元回归检验结果显示(见表3),在董事会宣告增发新股的前后[-5, +5]内,定向增发新股宣告的累计异常回报率要比公开增发新股宣告的累计异常回报率高4.9%,并且在0.10水平上显著;而且,增发新股的相对发行规模每增加1%,定向增发新股宣告的累计异常回报率比公开增发新股宣告的累计异常回报率要增加1.2%,且在0.05的水平上显著;增发新股的公司规模每增加1%,定向增发新股宣告的累计异常回报率比公开增发新股宣告的累计异常回报率要增加2.6%,并且在0.05的水平上显著;增发新股公司的Tobin-Q每增加1%,定向增发新股宣告的累计异常回报率比公开增发新股宣告的累计异常回报率要高1.7%,并且在0.01的水平上显著。上述

表3 定向增发新股与公开增发新股宣告的累计异常回报率的多元回归检验结果

回归统计量	回归1	回归2
常数	-0.568 (-2.378)**	-0.537 (-2.251)**
Debratio	0.050 (0.851)	0.055 (0.932)
Rsize	0.012 (1.959)*	0.012 (1.971)**
Tobin-Q	0.018 (1.861)*	0.017 (1.665)*
LNsize	0.030 (2.502)**	0.026 (2.147)**
DUM (dxzf)		0.049 (1.732)*
样本数	261	261
Adj. R2 (回归模型调整 R2)	0.035	0.042
FValue (模型 F 值)	3.353***	3.303***

注:***, **, * 分别表示1%, 5%和10%的显著性水平,括号中内为t值。回归1和回归2中的被解释变量均为样本公司[-5, +5]内的累计异常回报率。回归1是控制变量的回归结果;回归2是加入是否定向增发虚拟变量后的回归结果。

多元回归检验的结果进一步说明定向增发新股的宣告效应要好于公开增发新股的宣告效应。这些结论解释了为什么我国上市公司倾向于采用定向增发新股的融资方式,而尽量不采用公开增发新股的融资方式。从而进一步验证了本文提出的假设1。

五、上市公司定向增发新股实现整体上市宣告效应的实证分析

(1) 单变量检验结果

单变量检验结果表明(见表4),当上市公司宣告通过定向增发新股实现集团公司整体上市时,在本文选取的三个窗口 $[-20, +5]$ 、 $[-10, +5]$ 、 $[-5, +5]$ 的累计异常回报率都为正,分别为13.830%、12.748%和13.959%,并且分别在0.05和0.01水平上显著。而在本文选取的三个窗口内,上市公司宣告向其它股东定向增发新股的累计异常回报率分别为11.703%、8.019%和6.267%,要低于上市公司宣告通过定向增发新股实现集团公司整体上市的累计异常回报率。本文还进行了定向增发新股实现集团公司整体上市与定向增发新股非整体上市宣告的累计异常回报率的比较分析,结果显示,在上述三个窗口内,定向增发新股实现集团公司整体上市比定向增发新股非整体上市宣告的累计异常回报率要分别高出2.127%、4.729%和7.692%,但不显著。这初步验证了本文的研究假设2。

表4 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的单变量分析

计算窗口		t 检验		K-S 检验	
		均值	t 值	中位数	Z 值
整体上市	$[-20, +5]$	13.830	2.404 **	7.896%	1.232 *
	$[-10, +5]$	12.748	3.245 ***	8.679%	1.135
	$[-5, +5]$	13.959	2.830 ***	6.035%	1.320 *
非整体上市	$[-20, +5]$	11.703%	5.785 ***	8.791%	2.010 ***
	$[-10, +5]$	8.019%	7.604 ***	6.944%	0.894
	$[-5, +5]$	6.267%	6.956 ***	3.961%	1.284 *
整体上市-非整体上市	$[-20, +5]$	2.127%	0.364	-0.895%	-0.039
	$[-10, +5]$	4.729%	1.483	1.735%	-0.676
	$[-5, +5]$	7.692%	1.534	2.074%	-1.195

注:***, **, * 分别表示在1%, 5%和10%的水平上显著

(2) 多元回归分析

多元回归结果显示(见表5),在董事会宣告定向增发新股实现集团公司整体上市的区间 $[-5, +5]$ 内,定向增发新股实现集团公司整体上市宣告的累计异常回报率要比宣告向其它股东定向增发新股的累计异常回报率高出6.9%,并且在0.05的水平上显著。而且,定向增发新股公司的相对发行规模每增加1%,定向增发新股实现集团公司整体上市宣告的累计异常回报率要高于宣告向其它股东定向增发新股累计异常回报率1.2%,且在0.01的水平上显著。资产负债率、Tobin-Q和定向增发新股公司的规模对定向增发新股实现集团公司整体上市宣告的累计异常回报率都有正面的影响,但不显著。这一结论解释了为什么定向增发新股实现集团公司整体上市会受到市场的青睐。从而进一步验证了本文提出的假设2。

六、结论及政策建议

本文通过对2005年5月1日到2007年3月31日期间上市公司定向增发新股及其定向增发新股实现集团公司整体上市宣告效应的实证研究,我们发现:

表5 定向增发新股实现整体上市与非整体上市累计异常回报率的多变量回归结果

回归统计量	回归1	回归2
常数	-0.501 (-1.894) *	-0.370 (-1.374)
Debt ratio	0.056 (0.871)	0.067 (1.059)
Rsize	0.012 (1.897) *	0.012 (1.835) *
Tobin-Q	0.015 (1.446)	0.017 (1.574)
LNsize	0.026 (2.031) **	0.019 (1.414)
DUM (ztss)		0.069 (2.197) **
样本数	231	231
Adj. R2 (回归模型调整 R2)	0.024	0.049
FValue (模型 F 值)	2.429 **	2.942 **

注:***, **, * 分别表示1%, 5%和10%的显著性水平,括号中内为t值。

(1) 上市公司宣告定向增发新股有正的财富效应, 并且上市公司宣告定向增发新股的累计异常回报率要好于宣告公开增发新股的累计异常回报率。这一结论与美国市场 (例如 Wruck, 1989)、日本市场 (Kato and Schallheim, 1993) 的短期宣告效应相一致, 而与新加坡市场的短期宣告效应则恰好相反 (Chen 等, 2002)。这说明, 相对于公开增发新股而言, 上市公司宣告定向增发新股更受投资者的欢迎。这一结论也解释了中国上市公司在股权分置改革完成之后, 上市公司多采用定向增发新股的方式融资, 而很少采用公开增发新股方式融资的现象。

(2) 上市公司通过向控股股东及其关联股东定向增发新股实现集团公司整体上市的宣告效应要好于向其它股东定向增发新股的宣告效应。这说明上市公司在向控股股东及其关联股东定向增发新股实现集团公司整体上市的过程中, 的确有集团公司向上市公司注入优质资产和好的项目的动机, 同时, 集团公司整体上市减少了上市公司与集团公司的关联交易、同业竞争等问题, 有利于实现集团公司整体价值的最大化。这一结论解释了为什么上市公司定向增发新股实现集团公司整体上市会受到市场青睐的现象。

本文研究结论的政策意义在于:

(1) 在上市公司股权分置改革之后, 大股东不再把股权再融资作为“圈钱”的工具, 而是当上市公司确有好的项目需要融资时才进行增发新股。定向增发新股解决了一些目前业绩较差, 但有好的项目需要融资的上市公司的融资问题。并且机构投资者的引入有利于强化上市公司的监管, 完善上市公司的治理结构, 提升了上市公司的价值。因此, 有关部门应当鼓励上市公司采用定向增发新股的方式进行融资。

(2) 上市公司通过向控股股东及其关联股东定向增发新股实现集团公司整体上市, 使上市公司的资产得到进一步优化, 也减少了上市公司与集团公司的关联交易、同业竞争等问题, 解决了分拆上市带来的诸多弊端, 有利于完善上市公司的治理结构, 实现集团公司整体价值的最大化。因此, 有关部门应当积极推进有条件的上市公司实现集团公司整体上市。

本文的不足之处在于: 由于我国上市公司定向增发新股和上市公司通过向控股股东及其关联股东定向增发新股实现集团公司整体上市, 是股权分置改革开始后出现的新生事物, 本文可取得的定向增发新股的样本偏少, 在一定程度上可能造成研究结论的偏差。

主要参考文献

- 陆正飞, 叶康涛. 2004. 中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗? 经济研究, 4: 50 ~ 59
- 黄少安, 张岗. 2001. 中国上市公司股权再融资偏好分析. 经济研究, 11: 12 ~ 20
- 田艺, 王蕴珏, 杨伟聪. 2006. 定向增发创造投资新机遇. 证券导刊, 16: 12 ~ 14
- 周勤业, 刘宇. 2005. 上市公司股权再融资创新的比较与分析. 证券市场导报, 9: 21 ~ 23
- Barclay M. J. Holderness C. G. Sheehan D. P. 2007. Private placements and managerial entrenchment. Journal of Corporate Finance, 13: 461 ~ 484
- Blazenko G. W. 1987. Managerial preference, asymmetric information and financial structure. Journal of Finance 42: 839 ~ 869
- Chen S. Ho K. W. Lee C. Yeo G. 2002. Wealth effects of private equity placements: evidence from Singapore. The Financial Review, 37: 165 ~ 184.
- Hertzel M. Smith R. L. 1993. Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately. Journal of Finance 48: 56 ~ 65
- Jensen M. Meckling W. H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial economics, 3: 305 ~ 360
- Kato K. Schallheim J. S. 1993. Private equity financing in Japan and corporate grouping. Pacific - Basin Finance Journal 1: 287 ~ 307
- Leland H. Pyle D. 1977. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. Journal of Finance, 44: 371 ~ 388
- Myers S. C. Majluf N. S. 1984. Corporate financing and investment divisions when firm have information the Investor do not have. Journal of Financial Economic, 13: 187 ~ 221
- Wruck K. H. 1989. Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings. Journal of Financial Economics, 25: 71 ~ 78

ronment complicated index. Second, we document that, for those listed companies locate in the area where the financial ecological environment is relatively good, the positive relation between financial leverage and the probability of debt restructuring is weaker than that of others which locate in the area where the financial ecological environment is relatively bad. We also document that the probability of debt restructuring is significantly negatively correlated with the existence of institution investors, the percentage of shares held by top management, independence of the board of directors, and company size, and significantly positive with the listing age of listed companies. Our findings suggest that China should improve financial ecological environment, enhance the operating independence and the ability to control credit risk, enable company debt to work effectively as an governance mechanism, make institution investors develop more rapidly, adequately heighten executives' equity incentive, strengthen the independence of the board of directors, and improve the institutional arrangement regarding the quality review of IPO firms.

Over-speed Growth, Financial Crisis and Risk Forecasting

Cui Xuegang et al.

This article utilizes the sustain-growth financial theory to analyze the influence of over-speed growth to financial crisis based on the definition of firm over-speed growth and financial crisis. The result shows that over-speed growth greatly enhances the probability of financial crisis, and it turns to be positive relations. Otherwise, the non-over-speed growth has no evident correlation with the probability of financial crisis. Therefore the theoretical hypothesis turns to be verified. It shows that the firm value doesn't necessarily increase at the same time with the firm growth; The inner resource and efficiency determines the growing speed of the firm; Dynamic adjustment and efficient supply of management has great influence on financial crisis brought by the over-speed growth of the firm.

The Short-run Performance of Private Investment in Public Equity and Complete Listing

Zhang Weidong

Private investment in public equity have been the main financing tool of listed firms after split share structure reform, and some firms use private investment in public equity to achieve complete listing. We give the interpretations for the two phenomena in this paper. Using a sample of private investment in public equity from May 2005 to March 2007, we find that the short-run performance of private investment in public equity and the private investment in public equity for complete listing are both positive and statistical significance.

The Working Capital Management Survey of Chinese Listed Companies: 1997—2006

Wang Zhuquan et al.

Abstract: This paper makes a survey on the trend of efficiency of working capital management of Chinese Listed Companies from 1997 to 2006. It also analyzes the efficiency of working capital management of Chinese Listed Companies of 2006. The result shows: after economic fluctuation from 1997 to 1999, the days of working capital of each industry is declining in recent ten years, which indicates the efficiency of working capital management is improving. At the same time, there exists large difference and interaction among industries, improving supply chain management and channel relationship management is an important approach to improve efficiency of working capital management. As an achievement of this survey, we release the 2006 ranking of efficiency of working capital management of Chinese Listed Companies, which use days of working capital as an indicator.

Behavioral Study on Corporate Investment: A Survey

Ye Bei & Yuan Jianguo

The emerging behavioral finance takes management and investor irrationality into account and brings the classical investment theories closer to reality. The paper summarizes recent studies related to the effects of managerial overconfidence, herding behavior and investor sentiment on corporate investment. It explains the major contributions, key issues and policy implications of this branch of study so as to help better understand corporate investment behavior, promote investment efficiency and improve corporate governance.

Property Rights Protection, "Three District" Order and Reality of Auditing Information

Wu Zhongxin & Cao Yue

The paper considers that reality of auditing information is the combination of rationality of outcome and procedural rationality. Then, it constructs a "Property Rights District" concept and the "Three Districts" mechanism as a new analysis way. We find that auditing information distortion includes two sides: innate distortion and real distortion. Above all, the variation between audit district order and property rights order is basic cause of innate distortion. In addition, there are three divisions about real auditing information distortion. Among them, the difference between auditing standards and audit district order, which makes auditing information unreal caused by rules, is a major cause of real auditing information distortion. Last but not least, in order to govern auditing information distortion, we put forward different methods matching different causes.