

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 东北制药定向增发引入战略投资者绩效研究

研究生姓名: 罗璇

指导教师姓名、职称: 马建威 教授 李宗义 正高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的科研成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 罗璇 签字日期： 2022.6.5

导师签名： 李建威 签字日期： 2022.6.9

导师(校外)签名： 李学飞 签字日期： 2022-6-10

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 罗璇 签字日期： 2022.6.5

导师签名： 李建威 签字日期： 2022.6.9

导师(校外)签名： 李学飞 签字日期： 2022-6-10

Research on the Performance of Strategic Investors Introduced by Northeast Pharmaceutical's Targeted Additional Offering

Candidate : Luo Xuan

Supervisor: Ma Jianwei Li Zongyi

摘 要

在双循环背景下,国有企业进行混合所有制改革的重要性、必要性有目共睹。继党的十八届三中全会提出:积极发展国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济,十九大强调深化改革以来,国资国企改革已驶入快车道,不断取得新的进展。通过引入不同性质的战略投资者,能够改变国企股权结构,激活微观主体活力,建立现代化市场机制、监管机制,焕发新的生命力。定向增发融资成本低、手续简便,以此方式引入战略投资者,能够吸引优质资本,降低融资成本,助力企业发展。

在制药行业曾创造多个辉煌记录的东北制药,自2010年以来连年亏损,2018年东北制药定向增发引入战略投资者辽宁方大进行改革,能否再次崛起,创造辉煌?本文展开研究讨论。

本文在研究国内外相关文献的基础上,首先,从宏观政策、医药制造业行业竞争、经营发展需要这几个方面分析东北制药定向增发引入辽宁方大的动因,其次,利用事件研究法分析短期市场效应,结果表明带来了短期正向财富效应;利用AHP和EVA对企业长期绩效和企业价值进行评估,研究发现,引入战略投资者能够缓解企业资金压力,优化企业管理,提升长期财务绩效、提高企业价值,同时股东回报明显提高;从非财务绩效角度而言,通过改革,东北制药更加注重创新研发、人才质量。建立市场化激励机制,提高员工福利待遇。积极履行企业社会责任,体现大爱精神。最后提出如下建议:其他拟引入战略投资者进行改革的企业,要根据自己的实际情况选择恰当的引入方式,其也应该选择合适的、积极的战略投资者,共享资源,实现协同发展。

关键词: 定向增发 战略投资者 绩效 东北制药

Abstract

In the context of dual circulation, the importance and necessity of mixed ownership reform in state-owned enterprises are obvious to all. Following the proposal at the Third Plenary Session of the 18th Central Committee of the Communist Party of China to actively develop a mixed-ownership economy with cross-shareholding and mutual integration of state-owned capital, collective capital, and non-public capital, keep making new progress. By introducing strategic investors of different natures, it is possible to change the equity structure of state-owned enterprises, activate the vitality of micro-subjects, establish a modern market mechanism and regulatory mechanism, and revive new vitality. Private placements have low financing costs and simple procedures. Introducing strategic investors in this way can attract high-quality capital, reduce financing costs, and help enterprises develop.

Northeast Pharmaceutical, which has created many brilliant records in the pharmaceutical industry, has been losing money year after year since 2010. In 2018, Northeast Pharmaceuticals introduced strategic investor Liaoning Fangda to carry out reform through private placement. Can it rise again and create brilliance? This paper will start the research discussion.

Based on the study of relevant domestic and foreign literatures, this paper firstly analyzes the reasons for the introduction of Liaoning Fangda into Liaoning Fangda from the aspects of macro policy, pharmaceutical manufacturing industry competition, and business development needs. Second, it uses event research to analyze short-term Market effect, the results show that it has brought a short-term positive wealth effect; using AHP and EVA to evaluate the long-term performance and enterprise value of enterprises, the study found that the introduction of strategic investors can ease the financial pressure of enterprises, optimize enterprise management, improve long-term financial performance, Improve corporate value and significantly improve shareholder returns; from the perspective of non-financial performance, through reforms, Northeast Pharmaceuticals pays more attention to innovative R&D and talent quality. Establish a market-based incentive mechanism to improve employee benefits. Actively fulfill corporate social responsibility and reflect the spirit of great love. Finally, the following suggestions are put forward: other companies that plan to introduce strategic investors for reform should choose an appropriate introduction method according to their actual situation, and at the same time, they should also choose appropriate and active strategic investors, share resources, and achieve coordinated development.

Keywords: Private placement ; Strategic investor; Performance;

Northeast Pharmaceutical

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 国内外研究现状.....	2
1.2.1 定向增发相关研究.....	2
1.2.2 战略投资者相关研究.....	3
1.2.3 定向增发引入战略投资者绩效研究.....	4
1.2.4 文献述评.....	6
1.3 研究内容与方法.....	6
1.3.1 研究内容.....	6
1.3.2 研究方法.....	9
2 概念界定与理论基础	10
2.1 概念界定.....	10
2.1.1 定向增发.....	10
2.1.2 战略投资者.....	10
2.1.3 企业绩效.....	11
2.2 理论基础.....	11
2.2.1 产权理论.....	11
2.2.2 利益相关者理论.....	12
2.2.3 协同效应理论.....	12
3 东北制药定向增发引入战略投资者过程及动因	13
3.1 案例公司简介.....	13
3.1.1 东北制药简介.....	13
3.1.2 辽宁方大简介.....	13
3.2 定向增发过程.....	13

3.2.1 发行批准.....	14
3.2.2 认购与增持股票.....	14
3.3 动因分析.....	15
3.3.1 外部动因.....	16
3.3.2 内部动因.....	18
4 东北制药定向增发引入战略投资者短期绩效分析.....	22
4.1 短期市场效应分析.....	22
4.1.1 样本选择.....	22
4.1.2 超额收益率和累计超额收益率计算.....	23
4.1.3 结果分析与检验.....	25
4.2 股价波动分析.....	27
5 东北制药定向增发引入战略投资者长期绩效分析.....	28
5.1 财务绩效分析.....	28
5.1.1 基于 AHP 财务绩效评价.....	28
5.1.2 基于 EVA 企业价值评估.....	42
5.1.3 股东回报分析.....	48
5.2 非财务绩效分析.....	49
5.2.1 创新能力.....	50
5.2.2 薪酬激励机制.....	51
5.2.3 企业社会责任.....	53
6 结论与建议.....	55
6.1 结论.....	55
6.2 建议.....	56
参考文献.....	57
后记.....	63
附录 东北制药绩效评价指标相对重要性调查问卷.....	64

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

国有企业对于实现共同富裕、共建共治共享至关重要，党和政府为推动国有企业高质量发展，推出一系列改革举措，经历多阶段发展后，国家在十八届三中全会中提到要推动相互融合的混合所有制经济，为下一步国企改革提供指示，点明方向。十九大工作报告也明确指出要进一步深化改革，至此混合所有制经济成为国企改革的重要方式，解放生产力的关键。

引入战略投资者作为国企改革的重要举措，通过定向增发引入战略投资者，效率高、手续简便，可以给企业提供生产经营所需的资金。2006年，中国证监会出台《上市公司证券发行管理办法》，有力促进定向增发进一步发展。2020年3月证监会又对定向增发引入战略投资者的具体事项做了更明确的规定，旨在通过双方的协作互补，提升公司治理。在防止国有资本流失的前提下，国有企业通过定向增发引入战略投资者，能够吸引不同性质的资本、优化股权结构、提高公司治理和内部质量、对于破解国有企业的沉疴旧疾具有深远而重大的意义（沈红波等，2019）。

随着市场的不断完善，药品的竞争逐渐加剧。东北制药作为一家以化学合成为主、生产多种产品的医药企业，由于管理体制不完善、制度不规范等问题，市场竞争力被严重削弱，企业经营不佳、利润大幅降低。2018年，东北制药积极响应国家号召，引入战略投资者进行改革，旨在为了改善公司经营情况、增强核心竞争力。本文全面探析东北制药定向增发的动因、引入战略投资者短期绩效和长期绩效的变化，以期给其他企业提供借鉴和参考。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

西方已形成系统的定向增发理论,而我国对定向增发领域的研究较为滞后且多集中于金融行业,因此对非金融行业公司进行分析能够丰富有关定向增发的研究。本文以东北制药作为单个案例,探析其定向增发引入战略投资者的短期绩效,长期绩效,总结经验与不足,拓展了国有企业混改的研究内容。

(2) 实践意义:

本文以定向增发引入战略投资者为视角,探究战略投资者如何助力东北制药增强发展动力,提升绩效,创造企业价值,为战略投资者和企业绩效之间的关系提供线索,有利于本企业优化管理、提高生产效率,推动企业健康持续发展。同时探析东北制药引入战略投资者的动因、绩效变化,进而提供一些实例资料和实践依据,拓宽有关战略投资者治理效应的案例分析,为其他企业提供参考和意见。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 定向增发相关研究

在全流通时代,定向增发融资方式备受理论界与学术界的关注,在国外称为私募发行,是公司所采取的一种战略融资手段,以期将这种机会转化为现实资产(Carlson, 2006)。定向增发只面向特定的投资者,证券管理部门对其发行条件较低,即使亏损的公司也能进行融资(章卫东, 2010),成本低、效率高、资金有保障等优势使得定向增发逐渐受到众多上市公司的青睐。

关于上市公司定向增发的动机,国内外学者提出监控、信息不对称、管理层控制和股东控制权等理论。(1) 监控理论:投资者购买公司的股票后,负有监督责任(Wruck, 1989),定向增发引入外部投资者,可以降低管理层代理成本。但是Barclay(2007)则认为,只有选择积极的投资者定向增发,才能达到这种效果。(2) 信息不对称理论:在信息不对称较强的情况下,上市公司更有可能选择私募融资,以达到降低融资信息成本的目的(Chemmanur, 1999),资金短缺或价值被低估会增加倾向程度,定向增发的折扣额则成为风险报酬的补偿(Hertzel and Smith, 1993),与此同时定向增发对象多集中于公司大股东(邓路和王化成, 2012)。(3) 管理层控制理论:通过向目前的管理层或者相对较消极的投资者增发,进而巩固管理层的权益,并且公司管理层防御水平的提高,会

增加企业选择定向增发进行融资的可能性 (Barclay et al., 2007; 简冠群, 2019)

(4) 股东控制权理论: 股东控制权会影响企业的融资方式, 通过定向增发引入新的股东, 在一定程度上会分散家族控制权, 因此那些家族控制企业更倾向于向控制家族自身进行定向增发, 进而实现自身经济资源的转移 (Baek et al., 2006)、提升大股东控制效应, 突显其在公司治理中的重要地位 (肖万, 2012; 郭巧莉, 2013)。

通过定向增发能为公司募集现金、带来优质资产、协助企业整体上市、并购、引入机构投资者等, 以期提高企业核心竞争力、改善公司治理。但是目前我国众多学者认为控股股东对定向增发新股的价格、对象等具有较大的话语权, 有关定向增发的研究主要集中于折价发行和大股东“掏空”行为, 进而实现利益输送 (朱红军, 2008; 章卫东等, 2019), 比如通过增加定向增发后的关联交易量 (王志强, 2010), 派发更多的现金股利 (赵玉芳, 2011) 等方式, 此外也会通过盈余管理方式侵占其他股东利益 (章卫东, 2010); 提高定向增发后的“高送转”频率, 损害资本市场的资源配置效率 (崔宸瑜, 2017)。这些学者主要以机构投资者与定向增发公司控股股东“结盟”后所产生的的消极作用为出发点进行研究, 然而也有部分学者认为并非如此, 他们注意到, 机构投资者认购的金额远远超过大股东, 同时定向增发新股存在较长的锁定期限, 可以避免短期投资动机, 因此机构投资者会积极投身于公司治理中, 反而能给企业带来积极的影响 (徐斌, 2010; 俞静等, 2013; 郑云鹰等, 2016; 邓路和王化成, 2011)。

1.2.2 战略投资者相关研究

机构投资者参与上市公司治理, 能够缓解搭便车问题 (Shleifer & Vishny, 1986), 有效降低公司代理成本、运行成本 (李维安和李滨, 2008)。同时通过制衡大股东行为、提名董事、提议罢免董事、完善激励约束机制等方面提升公司治理水平 (李维安, 2013)。同时为了能够获得更多利益, 机构投资者会关注企业长期发展能力 (David, 1996; Chen, 2007), 主动参与公司治理 (唐松莲, 2011)、发挥监督作用 (Gompers et al., 2003), 降低期望顺差的负向影响 (关键, 2020)。相较财务投资者而言, 战略投资者还带来先进的技术、人才、管理等非财务资源, 提供决策意见, 对于提高企业核心竞争力具有重要的意义。

针对战略投资者的研究，学者们更多的关注商业银行领域，总的来说，引入不同优质的战略投资者，能够创新企业管理模式、激发内生动力、提高企业绩效，增强国际竞争力（Bergeretal., 2009；朱盈盈，2008；杨跃和刘哲，2010）。同时战略投资者的引入能够减少行业垄断现象，有利于调整市场竞争结构（王曙光，2017）。具体来说：（1）从“引资”角度看，战略投资者资金实力强，对于被投资企业而言可以满足资金需求，降低企业风险（李懿行，2021）。（2）从“引制”角度看，能够形成多元化的股权结构，有效改善公司治理（宋增基，2010；葛永盛，2013），同时对于国有企业而言，形成有效制衡关系，制约一股独大，加强监管能力（王昶，2009）。（3）从“引智”角度而言，可以学习先进的文化理念，从而提升经营效率，提高企业的风险控制能力。郭晔（2020）研究发现中资银行引进境外投资者能够提高经营效率，提升在国际市场的影响力。Zhu & Yang（2016）研究发现战略投资者能够改善银行的风险管理。廖继胜（2014）认为引进境外战略投资者，能够提高银行的信息披露，从而提高抗风险能力。姜凌（2013）认为引进战略投资者能够降低银行的不良贷款率，从而提升风险管理水平。（4）从“引品牌”角度而言，引进战略投资者能够提高企业知名度，提升国际竞争力（李世华，2012）。

国有企业在内部管理体制僵化、负债端压力较大的情况下，引入外部战略投资者具有深远的意义。首先国企改革吸引不同资本，能够改变股权结构，在一定程度上弱化国有企业的政治属性，也能够减少地方政府对国企经营活动的干预，降低政策性负担，提高企业经营绩效和经济利润（陈林和唐杨柳，2014；张辉，2016；杨兴全和任小毅，2020；陈林和陈焕然，2021）。其次，战略投资者基于资本逐利，会实施强有力的监督机制，缓解委托代理问题，同时也会参与公司经营，改善公司治理（杨兴全，2020）。最后能为企业注入新鲜的血液，提升经营效率（郝阳和龚六堂，2017；郝云宏和汪茜，2015；张继德和刘素含，2018）。此外也有学者认为战略投资者的引入能够推进国有企业改革，扩大国有经济的影响力（巩娜，2018）。

1.2.3 定向增发引入战略投资者绩效研究

定向增发引入战略投资者能否提高企业的绩效，目前没有统一的答案。中国

证监会 2006 年作出规定：战略投资者参与定向增发，具有较长时间的锁定期，可以避免短期投机动机（郑云鹰，2016），2017 年又对其退出机制做出严格的限制，这些措施能够促使其积极承担责任，参与公司经营，发挥监督作用，进而提高企业价值（章卫东，2020），实现长期合作，互利共赢。因此，大多数学者对此保持积极态度。

因定向增发所引起的短期市场反应，能够反映市场对其看好程度。大多数研究表明，定向增发一般具有较好的短期市场效应（Wruck, 1989; Hertzels&Smith, 1993; 邓路，2011）。此外对于折价发行的定向增发股票，投资者一般较为看好（徐斌，2010），如章卫东和李德忠（2008）研究结果证明上市公司定向增发新股的折扣率越低，短期市场反应会更好，并且信息不对称的存在会使这种现象更为明显。但是同时也认为定向增发短期市场效应与投资者类别有关，向非关联股东进行定向增发所产生的累计超额收益率相对较低（章卫东，2008）。然而也有学者持不同的观点，如 Chen（2002）研究发现新加坡定向增发反而带来负面的短期市场效应。机构投资者的异质性特征会影响研究结论（Mccaheryetal., 2016）。

战略投资者治理效应最终要在定向增发公司的长期财务绩效上反映，战略投资者购买定向增发公司的新股后，较长时间的锁定期会促使其更关心公司的长期绩效，因此会积极参与公司治理，促进长期绩效的提高，如 Wruck（2009）将发行对象扩大到外部投资者，研究发现企业在定向增发后绩效有所提高。Jin（2013）研究也认为能够提高企业绩效。刘春燕（2017）通过研究发现，徐工机械定向增发后实现了产业链融合，经营业绩明显提高。黄玲（2020）同样以案例研究发现，战略投资者的加入使云天化找到新的营业增长点，进而实现自身发展。章卫东等（2020）从理论和实证两个方面研究也发现，国有企业引入战略投资者，不仅能帮助企业进行有效投资，还能改善国有企业治理弱化的现象，进而提高企业绩效。此外，稳定的战略投资者不会频繁参与交易，作为公司的内部监督者，能够积极地“用手投票”来参与公司经营（牛建波，2013）。然而也有研究表明企业在定向增发引入战略投资者后，长期绩效反而有所下降，如 Hertzels（2002）认为战略投资者对定向发行的股票过度乐观，会导致企业业绩下降，具体到单个案例，毕金玲（2017）以鑫科材料为研究对象，结果表明，该公司定向增发引入战略投资者并没有提升公司绩效，邓路和王化成（2014）认为投资者异质信念就会引发

此现象。

1.2.4 文献述评

通过对文献梳理发现，通过定向增发能够筹集资金、整体上市、并购、引入机构投资者等。引进战略投资者能够满足资金需要，形成相互制衡的股权结构，学习先进的文化和管理理念，提高企业活力。国有企业引进民营企业，还有望能够弱化国有企业的政治属性，降低政策性负担。针对定向增发引进战略投资者的绩效，目前还没有形成统一的结论，大多研究认为能够提高企业短期绩效和长期绩效。

综上所述，本文发现：（1）针对战略投资者的研究，学者们多以实证方法为主，在某种程度上忽视了个体的差异性。（2）通过定向增发引入战略投资者能否提高企业绩效，学者们看法不一。因此，本文以东北制药为案例，结合相关文献进行研究讨论。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

第一部分：绪论。这一部分主要以国有企业混改为研究背景，论述以东北制药为案例展开研究的意义、整理总结相关参考文献、阐述本文的研究内容和研究方法的选择。

第二部分：概念界定与理论基础。首先对相关概念进行界定，同时针对本文所涉及的理论基础进行解释，主要包括产权理论、利益相关者理论、协同效应理论。

第三部分：东北制药定向增发引入战略投资者过程及动因。在介绍东北制药和辽宁方大公司概况的基础上，对实施方案、过程和动因进行详细地阐述，其中，定向增发过程可分为东北制药进行申请并获得授权、在此基础上辽宁方大进行认购以及增持。外部动因包括国家政策号召，行业竞争加剧。内部动因包括东北制药突破自身发展瓶颈、改善资本结构、满足流动资金需求。

第四部分：东北制药定向增发引入战略投资者短期绩效分析。运用事件研究

法，得到窗口期累计超额收益率，结合股价对短期绩效进行分析。

第五部分：东北制药定向增发引入战略投资者长期绩效分析。选取部分财务指标，利用层次分析法对长期绩效进行评价，同时为了说明绩效变动与战略投资者的相关性，引入仟源医药和哈药股份对比分析，又利用经济增加值对企业价值进行评估，最后从创新能力、薪酬激励机制、企业社会责任三个方面对非财务绩效进行分析。

第六部分：结论和建议。本部分主要是研究所得结论，并对其他拟进行混改的国有企业提供建议。

论文框架图如图 1.1 所示：

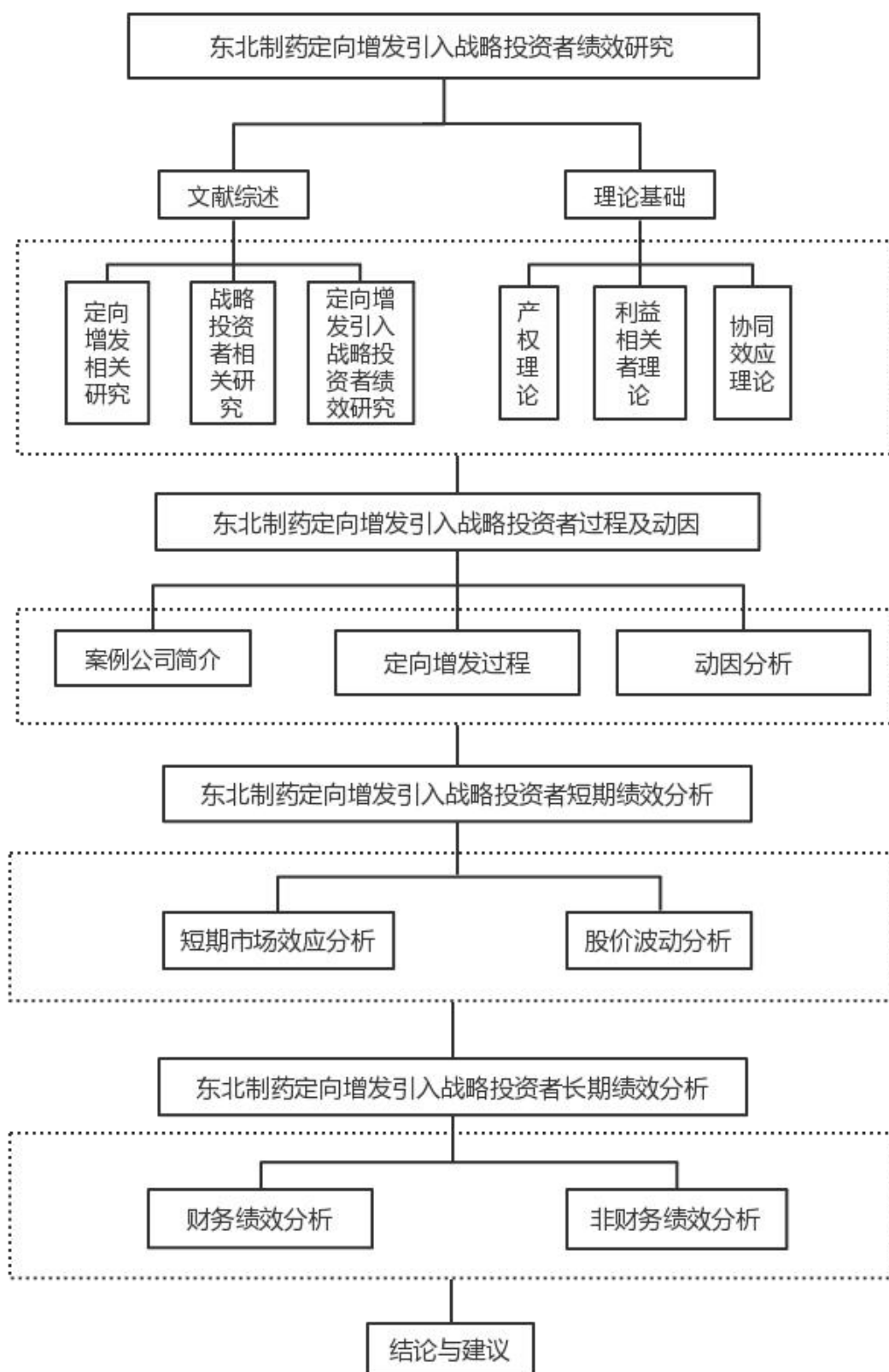


图 1.1 论文框架图

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

通过搜集整理有关国有企业混改资料、文献，了解其现状；重点研读定向增发、战略投资者的相关文献，理解其概念、分类、特点等，同时对国有企业引入战略投资者有了深入了解，在此基础上梳理和总结相关理论研究，为后文的展开提供帮助。

(2) 案例分析法

本文选取东北制药为研究对象，经过详细的信息及数据的收集，分析其定向增发的动因，以及引入辽宁方大后的短期绩效和长期绩效变化。目的在于从单个案例出发，分析其优点和缺点，以期为其他企业提供一定的参考价值。

2 概念界定与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 定向增发

(1) 定向增发概念

定向增发是指私下向少数特定的投资者发行债券或股票，目前已成为主要融资方式。2020年中国证监会对于定向增发有关内容做了新的如下规定：发行对象不能超过35人，认购股份具有相应的锁定期，这可在一定程度上避免短期投资动机，此外定向增发募集的资金要在合规范围内使用。

(2) 定向增发分类

根据定向增发的目的不同，可将其分为以下几种类型：（1）项目融资的定向增发。因定向增发审核程序简单、融资成本低，当企业具有好的融资项目，但资金匮乏时，可以选择此方法进行项目融资。（2）注入资产的定向增发。通过吸引优质资产，扩大企业规模，进而实现企业目的，一般而言，这种类型大股东参与程度较高。（3）引入战略投资者的定向增发。通过引入外部战略投资者，形成协同效应、优化企业管理，降低代理问题。一般而言，定向增发对于增发对象具有较大的自主选择权，进而可以选择与自己志同道合的合作伙伴，学习先进的管理理念，使企业更好的发展。另一方面，战略投资者持股比例高且具有较长时间的锁定期，因此会积极参与公司治理，协同企业提高绩效。

2.1.2 战略投资者

(1) 战略投资者概念

1997年中国证监会首次提出战略投资者概念，指具有合作关系或合作意向和潜力，同时有意长期持有被投资企业股票的法人，2020年3月中国证监会在《监管问答》中做了更明确的要求和规定，首先战略投资者应当拥有较高的发展战略资源、并且愿意谋求共同发展，其次应积极发挥监督作用，参与公司决策，发挥自身优势，实现利益共享，达到“1+1>2”的协同效应。

（2）战略投资者特点

一般而言，战略投资者具有以下特点：（1）信誉良好、资质条件高。战略投资者资金雄厚、技术和文化理念较为先进，以期对被投资企业提供支持和帮助，实现共同的利益。（2）业务相关。选择具有协同效应的战略投资者，能够弥补企业短板、实现资源整合，推动被投资企业的发展。（3）长期持股且比例较高。中国证监会明确规定，战略投资者购买定向增发公司的新股后，具有较长时间的锁定期，因此，战略投资者会关注企业长期发展。此外，战略投资者发挥作用的前提是具有相应的决策权，只有持有被投资企业较高的股份，才能具有较高的话语权。（4）参与公司治理。为了实现长期利益，战略投资者购买公司股票后会发挥重大作用，通过加入董事会成员组织，参与公司决策，监督公司运行、提供良好建议、实现互利共赢。

2.1.3 企业绩效

企业绩效可通过财务指标和非财务指标进行评价。财务指标可通过盈利、营运、偿债和发展能力四个层面评价。非财务指标是指其他影响企业绩效的因素，无法具体用数字衡量，比如公司潜在发展能力、创新能力、市场份额等。通过客观评价企业绩效，可以帮助企业了解自身发展状况，加强管理，同时也能为社会公众提供有用信息，从而帮助投资者做出更理性地判断。目前，企业绩效评价方法主要有财务指标法、事件研究法、杜邦分析法、平衡计分卡、因子分析法、层次分析法等。对于东北制药定向增发引入战略投资者的绩效评价，本文采用的方法为事件研究法和层次分析法。

2.2 理论基础

2.2.1 产权理论

经济学家普遍认为该理论创始人为科斯，其形成可分为两个阶段：（1）上世纪30年代，科斯提出制度创新在某种程度上能够减轻市场机制存在的交易摩擦，降低成本。（2）50年代末，科斯明确提出产权的经济作用，即消除外在性，同时引入市场价格机制，降低社会成本，提高资源的合理配置。该理论说明制度

安排不同，资源配置效率也会有所差异。产权理论为国有企业的产权市场化改革提供了方向，国企引入民营战略投资者，能够创新管理模式，激发企业活力。同时非国有资本投资者对企业的经营活动进行监督，推动企业提高资源配置效率，提高经营绩效。

2.2.2 利益相关者理论

利益相关者理论解释了利益相关者对于企业决策、经营活动的影响，企业除了关注自身发展，还必须考虑整体利益。根据该理论，企业与各利益相关者保持一个良好的关系是企业长期发展的前提。国有企业在改革的进程中引入利益相关者参与公司的经营决策，同时对企业活动进行监督，有利于推动企业所有权与经营权的分离，并且利益相关者也承担了较大风险，所以要充分保障他们的权益。本文案例公司东北制药定向增发引入战略合作伙伴，以期实现自身与利益相关者的战略目标。

2.2.3 协同效应理论

协同效应包括内部和外部两种形式，内部协同是指企业对内部要素进行整合，从而实现一种整体效应。外部协同是由两个或者两个以上的企业通过并购重组，互通资源、进而取得更好的成绩，提高企业核心竞争力。协同效应可进一步分为三类：（1）经营协同效应。主要表现为企业通过协同改善生产经营活动，实现资源互补。（2）管理协同效应。针对企业经营而言，能够降低管理成本、减少支出。（3）财务协同效应。主要针对财务方面，能够帮助企业提高资金链，降低财务风险。东北制药通过定向增发引入辽宁方大，进行资源、管理等方面的整合，实现外部协同效应，推动企业长期可持续发展。并且拓宽资金来源，降低筹资成本，扩大投资机会。

3 东北制药定向增发引入战略投资者过程及动因

3.1 案例公司简介

3.1.1 东北制药简介

东北制药集团股份有限公司（以下简称为东北制药）的前身是成立于 1946 年的东北制药总厂，作为综合性制药企业，东北制药拥有全球最大的单条维生素 C 生产线，在产品成本和供应链等方面形成了综合竞争优势。目前，公司主导的产品已远销多个国家和地区，在国内外医药行业具有较大影响力，2020 年营业收入构成如表 3.1 所示：

表 3.1 2020 年东北制药营业收入构成

项目	金额	占营业收入比重
营业收入合计	7384354375.59	100%
医药制造	4055929172.90	54.93%
医药商业	3161303769.66	42.81%
其他	167121433.03	2.26%

资料来源：东北制药年报

3.1.2 辽宁方大简介

辽宁方大集团实业有限公司（简称为：辽宁方大）2000 年 4 月 24 日在沈阳成立，实体总部位于北京，作为大型民营企业集团，行业分布广泛，产业结构多元。坚持“诚信为先，以人为本”的企业理念，在竞争加剧的市场环境中，乘风破浪，披荆斩棘，立志成为知名的国际化大型企业集团。

3.2 定向增发过程

东北制药定向增发数次，比如 2014 年就通过定向增发募集资金，且认购数量最多的为东北制药集团。本文研究的是 2017 年企业制定定向增发方案，并于 2018 正式引入战略投资者辽宁方大这一事件。

3.2.1 发行批准

2017年3月31日，东北制药召开会议，通过了定向增发的相关议案。公司初步拟定，定向增发筹集的资金主要用于项目搬迁和智能化升级，此外发行股份的数量不能超过9493.10万股。同时沈阳盛京金控投资集团有限公司（下文简称盛京金控）作为公司关联方，也可参与本次活动，并与该公司签署相关的认购协议。

2017年4月24日，辽宁省国有资产监督管理委员会通过了东北制药定向增发的相关事宜。2017年9月19日，公司第十一次会议审议通过了关于定向增发以及与筹集资金使用的有关报告等相关议案。2017年9月28日，中国证监会审核通过了公司定向增发的申请，并于2017年11月23日下发文件，批准东北制药定向增发不超过94931013股新股。

3.2.2 认购与增持股票

（1）认购股票

在取得批准与相应授权后，东北制药开始启动相应定向增发程序，发行面值1元/股的普通股股票94931013股，发行价格为8.96元/股。公司于2018年4月19日向130家特定对象发出《认购邀请书》及《申购报价单》等相关认购文件。在申购时间内，仅收到辽宁方大的申购报价单，即确定本次定向增发对象为两家，分别为辽宁方大与盛京金控，具体配售结果如下表3.2所示：

表 3.2 东北制药定向增发配售结果

序号	发行对象	配售股数（股）	配售金额（元）	占发行总量比例	锁定期（年）
1	辽宁方大集团实业有限公司	75099924	67289531904	79.11%	1
2	沈阳盛京金控投资集团有限公司	19831089	177686557.4	20.89%	3
合计		94931013	67467218461	100%	

资料来源：巨潮资讯网

从表3.2可以看出，本次定向增发，辽宁方大配售金额约为6.73亿元，2018

年4月25日，辽宁方大将认购的资金全部转入指定账户，持有股份比例达到13.20%，成为东北制药第二股东。

(2) 增持股票

辽宁方大并没有停止前进的步伐，由于长期看好医药行业，同时认为东北制药具有较好的投资价值，有望深化彼此的合作，辽宁方大又通过集中竞价交易，多次购买股份，提高所持东北制药股份的占比，以期提高在公司的控制权和话语权，具体增持情况见下表3.3。

表 3.3 辽宁方大增持情况

增持时间	增持方式	增持均价（元/股）	增持股份数量（股）	增持比例	增持后持股
2018-05-28 至 2018-06-01	集中竞价交易	11.24	28496220	5%	18.20%
2018-06-08 至 2018-06-12	集中竞价交易	12.61	16078440	2.82%	21.02%
2018-06-25 至 2018-07-02	集中竞价交易	13.01	13808728	2.42%	23.44%
2018-07-24 至 2018-08-08	集中竞价交易	13.05	14670561	2.58%	26.02%

资料来源：整理东北制药公告

如表3.3所示：在2018年6月8日至2018年6月12日这期间发生增持后，辽宁方大持股比例达到21.02%，一跃成为公司第一大股东，为巩固和坐稳这一身份，辽宁方大继续参与集中竞价交易，继续投入大量资金，增持2.42%、2.58%，最终持股比例高达26.02%。东北制药通过定向增发引入辽宁方大，由原来国资委管控的国有企业变为民营控股企业，使得公司股权更加多元化。辽宁方大对医疗行业持续看好，入驻东北制药，是其重大战略投资，希望为公司今后的发展提供支持，推动企业更好地走向市场化和国际化。

3.3 动因分析

改革开放以来，医药行业由垄断逐渐向市场竞争格局转变，同时随着医疗服务需求增加，医药行业市场规模扩大，行业竞争加剧。作为老牌国企的东北制药也未能独善其身，市场竞争力被严重削弱。此外，由于体制机制僵硬，经营效率低下，东北制药曾连年亏损，引入战略投资者激发企业动力显得尤为重要。东北制药引入战略投资者的动因错综复杂，本文主要从外部动因和内部动因两个层面

进行分析，其中外部动因分为国家政策号召，行业竞争加剧，内部动因从企业突破自身发展瓶颈、改善资本结构、满足流动资金需求这几个方面展开。

3.3.1 外部动因

(1) 国家政策号召

国有企业是促进经济发展的重要保障。总体来说，国有企业依旧是我国经济的核心力量。然而国有企业在发展过程中也存在一定弊端，股权集中度较高、治理机制不完善等，同时在宏观经济下滑的背景下，国有企业杠杆率不断提高（纪洋和王旭，2018），这在某种程度上凸显了国有企业活力不足。为了有效实现国资委“管资产”向“管资本”的转变，同时优化国有企业结构、增加动力，提高创新力，十八届三中全会提出发展多资本交叉持股的混合所有制经济。2017年政策正式落地实施，政府工作报告明确提出要展开实质性步伐，将改革推向高潮期。

随着新一轮改革的火热进行，沈阳市委、市政府各级干部积极响应国家政策，并且按照中央提出的相关要求，确定了市场导向的改革方向，为进一步推进国企改革提供指导和支持。东北制药作为沈阳市医药行业的龙头企业，具有较大影响力，优先被纳入混改试点范围。2018年东北制药引入辽宁方大，身先士卒进行改革，同时沈阳市委、市政府也在其混改的进程中给予充分的支持，推进企业形成市场化的经营体制，实现混改重大突破，为国家和社会创造财富和价值。

(2) 行业竞争加剧

医药制造业对于保障人民身体健康发挥着重要的作用。随着医药市场的扩大，该行业队伍也随之壮大，甚至许多跨国企业也加入其中，导致市场竞争日益激烈。如图 3.1 所示：2011 年医药制造业的企业个数为 5926，而在 2017 年，已经达到 7532，增加了 1606 个企业，增速高达 27.1%，大家都想在这个行业争得一席之地，分得一杯羹。同时我国药品市场，公立医院所占市场份额较大，其实是医院买方垄断市场，医院对上游制药商具有绝对控制力，医疗行业的利润会受到影响（李凯和丁正良，2017；刘旭宁和臧旭恒，2012），这样势必会加大行业竞争。

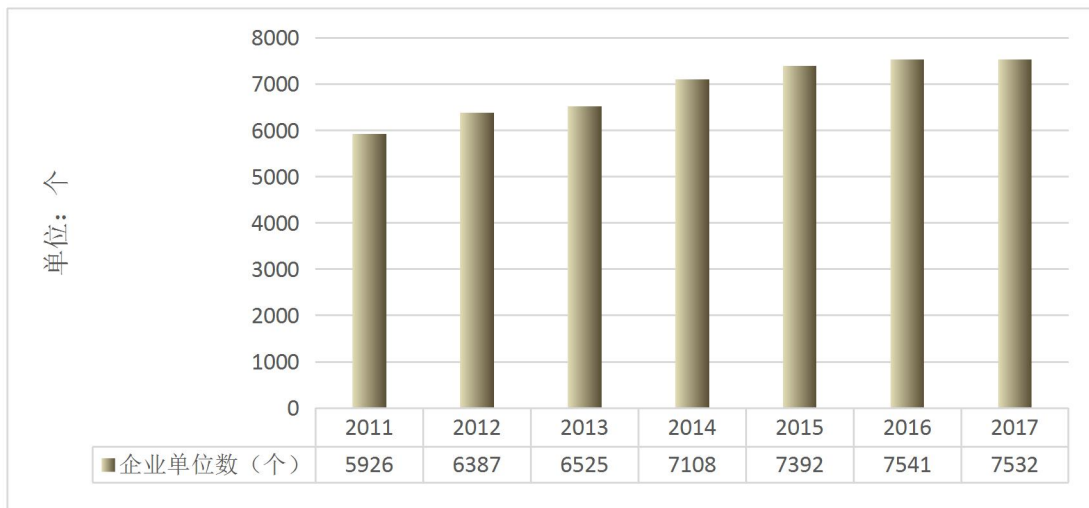


图 3.1 医药制造业企业个数

资料来源：国家统计局

此外，分析此行业发展情况，如图 3.2、3.3 所示：规模以上医药制造业企业的主营业务收入总体呈上升趋势，2011 年至 2016 年年均增幅在 3000 亿元左右，2017 降低 1089.54 亿元，然而，主营业务收入同比增长率却一直在下降，2011 年增长率为 59.40%，到 2016 年已经下降到 9.63%，2017 年则是负增长。与此同时，医药制造业利润总额也在小幅度增长，同比增长率则不太稳定，总体呈下降趋势，特别是在 2017 年，增速降至 6.74%。



图 3.2 医药制造业主营业务收入及同比增长率

资料来源：国家统计局



图 3.3 医药制造业利润总额及同比增长率

资料来源：国家统计局

究其原因，这一趋势与医疗改革有关，从公立医院改革、两票制等政策的实施、再到降低药价，都对医药企业产生影响。医疗改革有效解决了药品价格过高的问题，同时也使得医药行业利润率整体下降，行业进入艰难转型期，市场竞争更加剧烈。此外，随着雾霾频发、环境污染加剧，国家对环保等方面的监管不断加大。政策倒逼下，企业需产业升级、改善管理模式、打造新的盈利增长点。

另一方面，国有企业的利润及利润额同比增长率都低于私有企业，主要由于国有企业活力不足、经营效率低。通过定向增发引入战略投资者可以引入私营企业管理制度和灵活的市场化机制，加强企业发展动力。沈阳市委、市政府对东北制药寄予厚望，希望其抓住机遇窗口，坚持市场导向，聚焦专业领域，通过混改实现大的转身，振兴产业。

3.3.2 内部动因

(1) 突破自身发展瓶颈

一直以来，东北制药都朝着国际化创新型企业发展，然而在 2018 年之前，企业经营状况不稳定，如表 3.4 所示：2014 年，营业收入有了小幅度提升，企业扭亏为盈，到了 2015 年，由于维生素 C 产品价格下降，营业收入大幅降低，净利润下降至负值。2016 公司提出三年倍增的工作方针，力图扭转局面，这一

年销售收入达到 481440.17 万元，同比增长 25.56%，2017 年增长速度有所缓和，于此相对应，企业总成本逐年提高，利润依旧不太乐观，且忽高忽低。总的来看，企业盈利状况不稳定，成本控制力不高。因此，企业希望通过改革提升盈利能力。

表 3.4 营业总收入、营业总成本及净利润变化及增长率

	2013	2014	2015	2016	2017
营业总收入（万元）	387059.12	433332.16	383443.20	481440.17	567635.16
营业总收入同比增长率	0.15%	11.96%	-11.51%	25.56%	17.90%
营业总成本（万元）	407347.52	432747.77	423999.44	481562.84	561049.94
营业总成本同比增长率	-2.94%	6.24%	-2.02%	13.58%	16.51%
净利润（万元）	-16520.03	8382.06	-39215.01	2634.52	9205.77
净利润同比增长率	-3143.88%	150.74%	-567.84%	106.72%	249.43%

资料来源：整理东北制药公告

另一方面，维生素 C 作为东北制药的核心产品，对企业的盈利能力至关重要，然而，维生素 C 属于普药，准入门槛低。2011 年以来，维生素 C 系列产品的价格持续走低，降低了企业利润。因此，企业应该以市场为导向，提升盈利能力，加速推进企业复兴进程。首先，企业应该增加研发投入，利用技术水平形成垄断优势，增强产品定价能力，形成价格主导权。其次，企业可以对 VC 和左卡等重点产品，形成层级销售，实现差异化竞争模式。最后，企业应该扩大营销渠道，增加市场占有率，同时结合不同的产品，优化团队，增加收入。而通过定向增发引入民营资本，可以为企业提高研发能力保驾护航，同时可以依靠战略投资者的背景扩大销售渠道，因此，东北制药欲和辽宁方大成为合作伙伴，实现协同发展，从而能够持续输出价值，增加企业竞争能力。

（2）改善资本结构

资本结构作为一项重要的财务指标，能够决定企业偿还债务的能力，合理的资本结构，可以降低企业风险，利用财务杠杆的作用，增强企业盈利能力。

随着搬迁工程推进，生产规模扩大，投资业务增多，东北制药难免会遇到资金短缺问题，此时企业需要通过大量借款满足资金需求，从图 3.4 可以看出

2014-2017 医药制造业资产负债率稳定在 60%，而东北制药较高且持续上升，2016 年、2017 年分别高达 75.14%、75.95%。可见，公司的筹资风险、财务风险较高。同时公司的固定资产投资规模迅速增加，其折旧也在增加，企业面临费用增加，而利润下滑的窘迫。通过定向增发引入辽宁方大，可以吸引优质资本，增强抗风险能力。

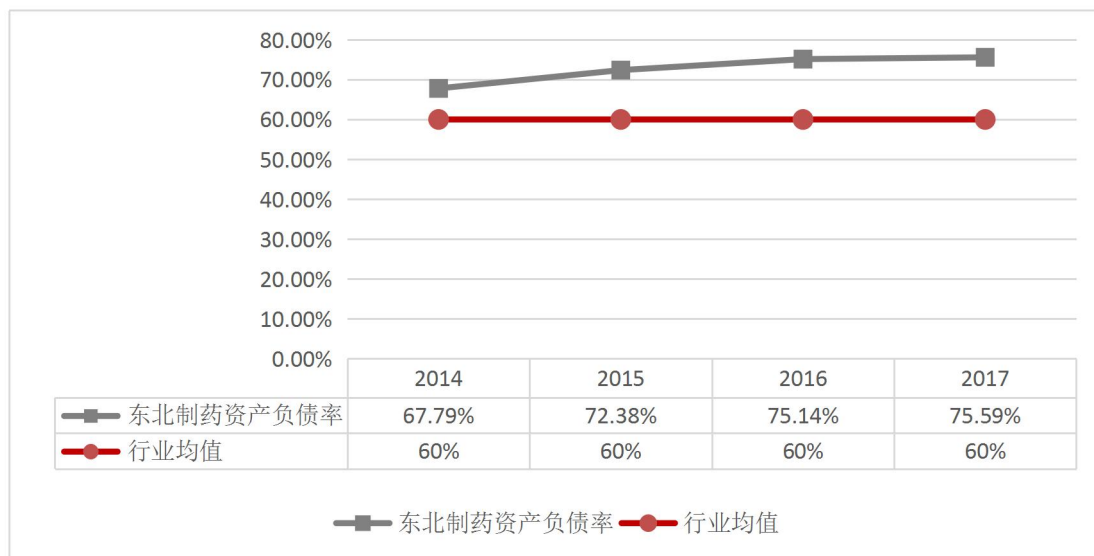


图 3.4 医药制造业、东北制药资产负债率

资料来源：《企业绩效评价标准值》、东北制药年报

(3) 满足流动资金需求

维生素 C 是东北制药的支柱产业，其生产线的正常运行和智能化升级对于公司的生存发展至关重要。随着城市建设的快速发展，东北制药原来的维生素 C 生产厂址已处于市中心地带，此时，生产线安全距离已经不符合正常的安全法规，搬迁工作刻不容缓。其次，节能减排已成为新常态，制药企业生产过程中难免会产生易燃易爆和有毒危险品，做好安全和环保排放工作是企业长期健康发展的基础。而企业原有的生产线及设备已经不能满足监管的要求。打造智能、环保、绿色、高效的维生素 C 生产线、完成智能升级成为必然选择。

东北制药本次所募集的资金主要用于建设新的维生素生产厂房、购置专业设备、完成自动化控制系统，实现生产、运营等过程智能化管理，降低经营成本，提高技术、优化生产流程、提升管理效率，具体投资规划如表 3.5 所示：

表 3.5 东北制药项目投资规划

序号	项目名称	投资总额（万元）	使用募集资金投入金额（万元）
1	工程费用	142359.44	140000.00
2	其它费用	4200.00	0.00
3	预备费	7000.00	0.00
4	流动资金	6000.00	0.00
合计		159559.44	140000.00

资料来源：东北制药年报

从表 3.5 可以看出，此项目工程预计需要 159559.44 万元，投资金额庞大，企业的资产负债率本身就很高，此时需要外来的资金投入，解决企业的资金缺口。而通过引入辽宁方大刚好募集大量资金，进而顺利完成生产线搬迁和项目升级，助力企业实现智能化管理，降低成本，提高企业绩效。

总的来说，VC 是东北制药的命脉产业，之前的生产厂址处于市中心地带，其搬迁和升级迫在眉睫。此外企业之前的经营不佳，入不敷出，且面临的财务风险较高，这种情况下引入战略投资者可谓是大势所趋，而辽宁方大对医疗行业持续看好，先后布局多家医院，因此入驻东北制药，是辽宁方大可持续发展的战略投资手段之一，通过协调发展，促进彼此发展。

4 东北制药定向增发引入战略投资者短期绩效分析

引入战略投资者能够吸引不同性质的资本,改变企业的股权结构,同时发挥股东资源的整合效应,实现互利共赢(郑云鹰和曹丽梅,2016),另一方面,还能使国企改进治理机制,激发企业活力,提高企业绩效(王斌,2021),那么东北制药定向增发引入辽宁方大能否提高企业短期绩效,本部分展开分析。

4.1 短期市场效应分析

事件研究法作为一种重要的研究方法,指某特定事件发生后,根据样本在事件发生前后关键变量的变化程度,进而解释特定事件对样本所造成的影响(邹文理等,2021)。根据市场有效性,本文试图借助短期窗口反应迅速的特点,通过计算和比较累计超额收益率,探索东北制药发布定向增发引入战略投资者所引发的市场反应,进而衡量企业的短期绩效。

4.1.1 样本选择

(1) 事件日

2017年4月6日,该公司发布有关定向增发预案,其后多次对预案内容进行修订,经过长达一年多的时间,东北制药成功引入辽宁方大,同时对外公开其具体过程与结果。为了更准确地捕捉到该公司定向增发引入战略投资者的微观经济后果,本文选取2018年5月9日公告日作为事件日,同时记为 T_0 。

(2) 窗口期

作为事件发生产生影响的范围期,窗口期应该包含事件日 T_0 ,本文选择事件发生前后6天($T=-6$ 到 $T=6$)作为窗口期,由于休息日股票市场不交易,因此将2018年4月27日—2018年5月17日作为窗口期。

(3) 估计窗口期

根据估计窗口期的数据,可以建立深圳指数收益率与公司股票收益率之间的关系,进而得出事件对股市波动的影响。需要注意的是,应合理选定窗口期时间,因为太长可能掺杂其他事件的影响,太短又会导致回归方程偏差较大(肖争艳等,2019)。此外,为了避免事件发生对预期收益率的影响,窗口期与估计窗口期要

错开。基于此，本文选取 130 天作为估计窗口期，并且把时间定为 $T=[-50, -180]$ 。

4.1.2 超额收益率和累计超额收益率计算

(1) 实际收益率

1. 个股实际收益率

个股实际收益率是东北制药今日股票收盘价与前一天收盘价做差，再用差值除以前一天的收盘价，公式如下：

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (\text{公式 4.1})$$

其中， R_{it} 代表的是东北制药在 t 日的实际收益率， P_{it} 代表的是东北制药在 t 日的收盘价， P_{it-1} 表示前一日的收盘价。

2. 市场收益率

东北制药在深圳证券交易所主板上市，因此选取深圳指数成分股作为市场收益率。市场收益率为深圳成指今日股票的收盘价与前一天收盘价做差，再用差值除以前一天的收盘价，公式如下：

$$R_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1} \quad (\text{公式 4.2})$$

其中， R_{mt} 代表的是市场在 t 日的实际收益率， P_{mt} 代表的是深圳成指在 t 日的收盘价， P_{mt-1} 表示前一日的收盘价。

窗口期内东北制药个股实际收益率与市场实际收益率如表 4.1 所示：

表 4.1 窗口期内东北制药的实际收益率和市场收益率

日期	R_{it}	R_{mt}	日期	R_{it}	R_{mt}
T=-6	-0.002991027	0.003142987	T=1	0.035137702	0.003807066
T=-5	0.023	0.001780043	T=2	-0.018348624	-0.008897305
T=-4	0.024437928	0.011193824	T=3	-0.005607477	0.003494165
T=-3	0.008587786	-0.003101173	T=4	0.010338346	0.007171935
T=-2	0.014191107	0.019213254	T=5	0	-0.004342206
T=-1	-0.004664179	0.007650208	T=6	-0.011162791	-0.006151015
T=0	-0.0131209	-0.001749378	---	---	---

数据来源：国泰安数据库

(2) 预期收益率

根据资本资产定价模型，个股收益率与市场收益率相关，因此可以通过两者之间的关系建立模型，计算预期收益率，公式如下：

$$R_{it} = \alpha + \beta * R_{mt} \quad (\text{公式 4.3})$$

根据公式 4.3，应该先算出 α 和 β 的值。将估计窗口期 130 天的 R_{it} 和 R_{mt} 代入上述公式中，利用 SPSS.25 软件进行回归分析，确定 α 和 β 的值，如表 4.2 所示：

表 4.2 回归结果

模型		未标准化系数		标准化系数	t	显著性
		B	标准错误	Beta		
1	(常量)	-0.002	0.001		-1.393	0.166
	R_{mt}	1.003	0.135	0.547	7.423	0.000

a. 因变量： R_{it}

通过回归结果可知， α 的值为-0.02， β 的值为 1.003，即 $R_{it} = -0.02 + 1.003 * R_{mt}$ ，将窗口期内的市场收益率代入，可得到东北制药在该时期的预期收益率 ER_{it} ，表 4.3 为窗口期内东北制药预期收益率。

表 4.3 窗口期内东北制药预期收益率

日期	ER_{it}	日期	ER_{it}
T=-6	-0.016847584	T=1	-0.016181513
T=-5	-0.018214617	T=2	-0.028923997
T=-4	-0.008772594	T=3	-0.016495352
T=-3	-0.023110477	T=4	-0.012806549
T=-2	-0.000729106	T=5	-0.024355233
T=-1	-0.012326842	T=6	-0.026169468
T=0	-0.021754626	---	---

数据来源：国泰安数据库

(3) 超额收益率和累计超额收益率

超额收益率 AR_{it} 反映了东北制药定向增发引入战略投资者该事件对股价产生的影响，确定窗口期 $[-6, 6]$ 的超额收益率，通过累计求和，就可以得到累计超额收益率 CAR_{it} ，计算公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it} \quad (\text{公式 4.4})$$

$$CAR_{it} = \sum_t^n AR_{it} \quad (\text{公式 4.5})$$

具体结果如表 4.4 所示：

表 4.4 窗口期内超额收益率和累计超额收益率

日期	R_{it}	ER_{it}	AR_{it}	CAR_{it}
T=-6	-0.002991027	-0.016847584	0.013856557	0.013856557
T=-5	0.023	-0.018214617	0.041214617	0.055071174
T=-4	0.024437928	-0.008772594	0.033210522	0.088281696
T=-3	0.008587786	-0.023110477	0.031698263	0.119979959
T=-2	0.014191107	-0.000729106	0.014920213	0.134900172
T=-1	-0.004664179	-0.012326842	0.007662663	0.142562834
T=0	-0.0131209	-0.021754626	0.008633727	0.151196561
T=1	0.035137702	-0.016181513	0.051319215	0.202515776
T=2	-0.018348624	-0.028923997	0.010575373	0.213091149
T=3	-0.005607477	-0.016495352	0.010887876	0.223979025
T=4	0.010338346	-0.012806549	0.023144895	0.24712392
T=5	0	-0.024355233	0.024355233	0.271479153
T=6	-0.011162791	-0.026169468	0.015006678	0.28648583

数据来源：国泰安数据库

根据上述计算得到窗口期的超额收益率和累计超额收益率，下面进行具体分析以及结果检验。

4.1.3 结果分析与检验

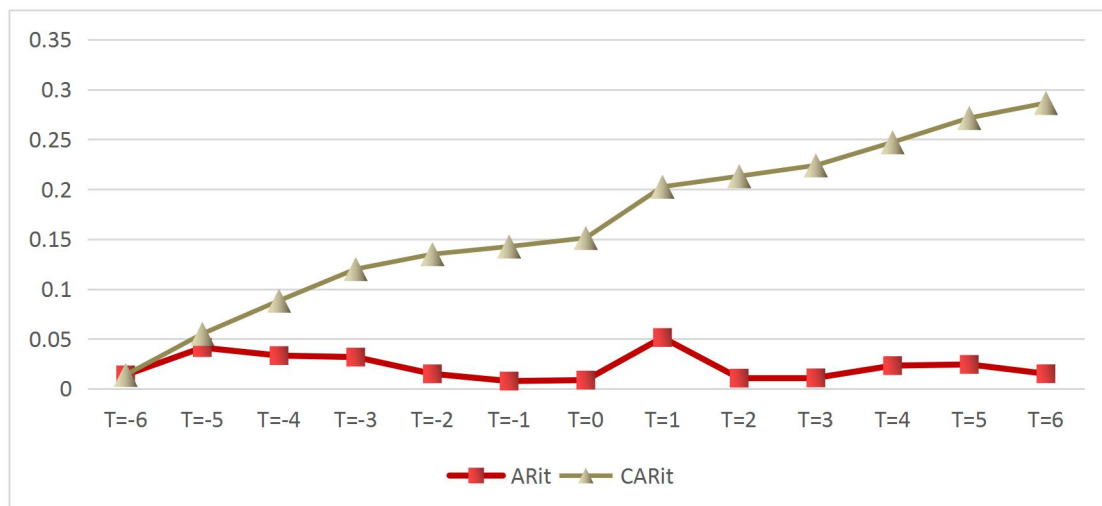


图 4.1 超额收益率和累计超额收益率

从图 4.1 可以看出，在公告之前， AR_{it} 处于下降的状态，公告之前的三天， CAR_{it} 趋于平稳，而到公告发布的第二天， AR_{it} 增加到 0.051319215，达到窗口期的峰值， CAR_{it} 也增加到 0.202515776，高于之前的数据，说明市场对于东北制药定向增发引入战略投资者的事件反应迅速，同时投资者对于此次事件保持积极态度，给东北制药带来短期的正向财富。然而这一天过后， AR_{it} 开始保持小幅度增长， CAR_{it} 也保持同样的趋势，说明持续时间较短，投资者也趋于理性，但总的来说， CAR_{it} 一直在增长，短期内也获得一定超额收益。

为验证窗口期内累计超额收益率的变动与东北制药宣告引入战略投资者存在相关性，本文借助单样本 T 检验分析窗口期内 $[-6, 6]$ 的累计超额收益率，结果见表 4.5。

表 4.5 回归结果

单样本检验					
检验值 = 0					
t	自由度	Sig. (双尾)	平均值差值	差值 95% 置信区间 下限	置信区间 上限
CAR _{it}	4.655	12	0.001	0.045312439	0.024101346 0.066523533

数据来源：国泰安数据库

根据检验结果可知： $\text{Sig} = 0.001$ ，小于 0.05，即在 5% 的水平下显著相关。说明东北制药窗口期内超额收益率变动与宣告定向增发引入战略投资者存在显著相关性。

4.2 股价波动分析

如图 4.2 所示：在定向增发之前的几天，股价在缓慢上升，当天和前一天有所下降，而到了定向增发的后一天，股价大幅度上升，并增加到了前后 6 天的最高值，达到 12 元/股，对市场数据进行分析发现，这一天的股价相比前一天而言仅仅有大幅度提高，因此可以认为东北制药股价上升是由于定向增发引入辽宁方大所引起的，之后的几天趋于平稳状态，投资者趋于理性，促进作用较为短暂。

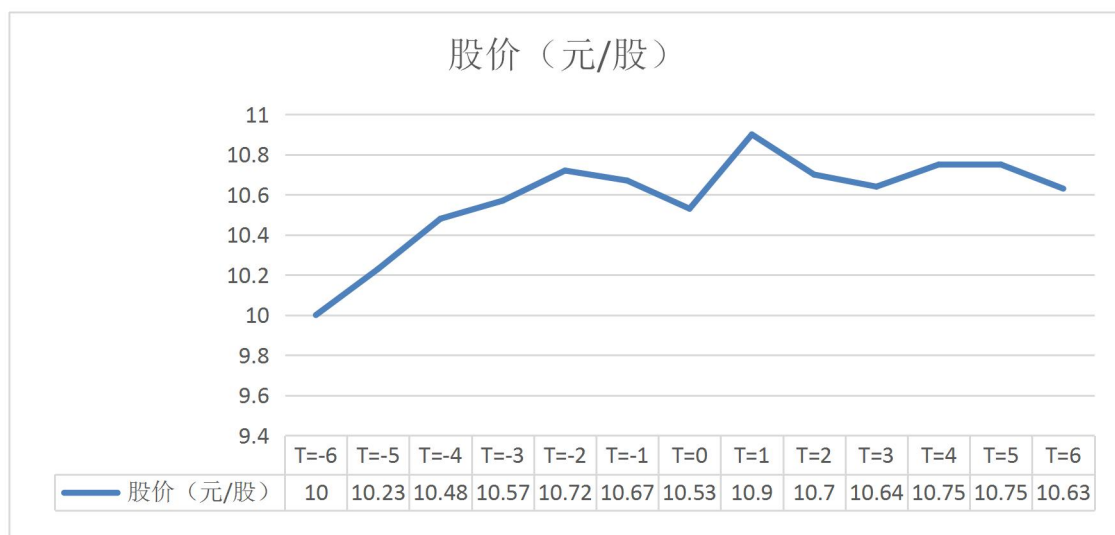


图 4.2 股价分析

资料来源：国泰安数据库

通过以上分析可知，东北制药定向增发引入辽宁方大，促进短期绩效小幅度提升，那么长期绩效如何？下文对长期绩效进行分析。

5 东北制药定向增发引入战略投资者长期绩效分析

5.1 财务绩效分析

5.1.1 基于 AHP 财务绩效评价

AHP 即为层次分析法：指的是把不同的指标分为由上到下的层级，并将指标用数据量化，通过打分、构建判断矩阵、从而进行定性和定量结合分析的一种决策方法。本文选取部分代表性的财务指标，对企业长期财务绩效进行评价。

(1) 建立层次结构模型

建立评价模型需要对评价的各个财务指标进行量化处理，以定量的方式对其进行分析，本文设计的东北制药财务指标评价体系如图 5.1 所示。



图 5.1 东北制药财务绩效评价层次图

为了研究需要,选取东北制药 2016-2020 年的财务数据作为研究对象,具体见表 5.1:

表 5.1 东北制药财务绩效评价指标体系

目标层	准则层	指标层	2016	2017	2018	2019	2020
东北制 药财务 绩效评 价	盈利能力	营业利润率	0.0003	0.0202	0.0102	0.0255	0.0207
		净资产收益率	0.0103	0.0489	5.6200	0.0457	0.0031
		资产报酬率	0.2063	0.2149	0.2247	0.1981	0.2252
	营运能力	总资产周转率	0.5210	0.5570	0.6693	0.6777	0.5978
		存货周转率	3.3727	2.8068	3.3361	3.6305	3.5417
		应收账款周转率	5.3134	4.5482	4.5727	4.4832	4.1786
	成长能力	主营业务收入增长率	0.2556	0.1790	0.3154	0.1009	-0.1017
		净资产增长率	0.0137	0.0468	0.4101	0.0905	0.0522
		总资产增长率	0.1262	0.0820	0.1063	0.0701	0.0522
	偿债能力	流动比率	1.0216	0.9223	0.8409	0.7443	0.7590
		速动比率	0.8001	0.6983	0.6498	0.5818	0.5877
		资产负债率	0.7514	0.7595	0.6934	0.6876	0.6612

资料来源:新浪财经网

值得注意的是,本文所选取的指标中,流动比率、速动比率、资产负债率为逆向指标,而其他指标为正向指标。正向指标数值越大,说明企业经营越佳,绩效越好,而逆向指标却恰恰相反,所以不能直接用表 5.1 里边的指标数据进行分析,为了计算统一口径,本文借助极值化的方法,对数据进行无量纲的处理。具体处理过程为。

正向指标的计算公式为: $Y = (X - X_{\min}) / (X_{\max} - X_{\min})$ (公式 5.1)

逆向指标的计算公式为: $Y = (X_{\max} - X) / (X_{\max} - X_{\min})$ (公式 5.2)

其中 X 为原始数据, Y 为处理后的数据。

根据公式 5.1、5.2 对上表中的指标数据进行处理,得到以下结果,如表 5.2 所示:

表 5.2 处理后的东北制药财务绩效评价指标体系

目标层	准则层	指标层	2016	2017	2018	2019	2020
东北制药 财务 绩效 评价	盈利能力	营业利润率	0.0000	0.7897	0.3929	1.0000	0.8095
		净资产收益率	0.0013	0.0082	1.0000	0.0076	0.0000
		资产报酬率	0.3026	0.6199	0.9815	0.0000	1.0000
	营运能力	总资产周转率	0.0000	0.2297	0.9464	1.0000	0.4901
		存货周转率	0.6870	0.0000	0.6426	1.0000	0.8922
		应收账款周转率	1.0000	0.3257	0.3473	0.2684	0.0000
	成长能力	主营业务收入增长率	0.8566	0.6730	1.0000	0.4857	0.0000
		净资产增长率	0.0000	0.0835	1.0000	0.1937	0.0971
		总资产增长率	1.0000	0.4027	0.7311	0.2419	0.0000
	偿债能力	流动比率	0.0000	0.3581	0.6516	1.0000	0.9470
		速动比率	0.0000	0.4663	0.6885	1.0000	0.9730
		资产负债率	0.0824	0.0000	0.6724	0.7314	1.0000

资料来源：新浪财经网

(2) 确定各层要素对应权重

1.构造判断矩阵

东北制药财务绩效与盈利能力、营运能力、成长能力、偿债能力有关，针对目标层东北制药财务绩效，对准则层要素进行两两比较，并根据其重要性程度，邀请专家按照“1-9 标度法”进行打分。同理，针对准则层，也需要对指标层进行打分，进而构造对比矩阵。

2.确定权重

第一步：对判断矩阵列向量进行归一化处理，

$$\bar{A} = \frac{a_{ij}}{\sum_{i=1}^n a_{ij}} \quad (i=1、2、3\dots n, j=1、2、3\dots n) \quad (\text{公式 } 5.3)$$

第二步：对行进行汇总，

$$A = \sum_{i=1}^n \bar{A}_{ij} \quad (i=1、2、3\dots n, j=1、2、3\dots n) \quad (\text{公式 } 5.4)$$

第三步：再次对行进行归一化得到特征向量。

$$A_w = \frac{\bar{A}_{ij}}{A} \quad (i=1、2、3\dots n, j=1、2、3\dots n) \quad (\text{公式 } 5.5)$$

自此即得到最大特征向量 $AW=[A1、A2、A3、\dots、An]T$

第四步：求各指标的比例权重，

$$W = \frac{A_i}{\sum_{i=1}^n A_i} \quad (i=1、2、3\dots n) \quad \text{(公式 5.6)}$$

第五步：计算最大特征值 λ_{\max}

$$\lambda_{\max} = \frac{\sum_{i=1}^n (AW)_i}{nW_i} \quad (i=1、2、3\dots n) \quad \text{(公式 5.7)}$$

3.一致性检验

判断矩阵根据各因素的相对重要程度建立，存在一定的误差，因此，需要进一步进行检验，其方法如下所示：

$$CI = (\lambda_{\max} - n) / (n - 1) \quad \text{(公式 5.8)}$$

一致性比率 $CR = CI/RI$ ，其中 RI 为随机一致性指标，具体值如表 5.3 所示，当 $CR < 0.1$ 时，表明通过检验，否则需要重新调整数值。

表 5.3 随机一致性指标 RI 值

阶数 n	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
RI	0	0	0.58	0.90	1.12	1.24	1.32	1.41	1.45	1.49

4.制定指标权重表

本文通过向兰州财经大学、兰州理工大学的同学以及医药行业的相关人员发放问卷，收集意见，共发放 80 份问卷，收回 78 份问卷，有效问卷为 78 份，按照问卷结果对所选取财务指标进行分析，并对相关数据进行汇总，分别构造判断矩阵，并计算权重、进行一致性检验，统计情况如下：

表 5.4 准则层判断矩阵及权重

准则层	盈利能力	营运能力	成长能力	偿债能力	W
盈利能力	1	2	3	2	0.4168
营运能力	1/2	1	2	2	0.2695
成长能力	1/3	1/2	1	1/2	0.1209
偿债能力	1/2	1/2	2	1	0.1928
$\lambda = 4.0002$ $CI = 0.0000666$ $CR = 0.0000748 < 0.1$					一致性检验通过

资料来源：问卷调查

表 5.5 指标层(盈利能力)判断矩阵及权重

指标层	营业利润率	净资产收益率	资产报酬率	W
营业利润率	1	1/5	1/2	0.1179
净资产收益率	5	1	4	0.6806
资产报酬率	2	1/4	1	0.2014
$\lambda = 3.0003$ CI = 0.00015 CR = 0.000258621 < 0.1 一致性检验通过				

资料来源：问卷调查

表 5.6 指标层(营运能力)判断矩阵及权重

指标层	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	W
总资产周转率	1	1/5	4	0.2830
存货周转率	5	1	2	0.5580
应收账款周转率	1/4	1/2	1	0.1590
$\lambda = 3.000066667$ CI = 0.00003333 CR = 0.00005747 < 0.1 一致性检验通过				

资料来源：问卷调查

表 5.7 指标层(成长能力)判断矩阵及权重

指标层	主营业务收入增长率	净资产增长率	总资产增长率	W
主营业务收入增长率	1	1/5	1/4	0.0833
净资产增长率	5	1	2	0.6667
总资产增长率	4	1/2	1	0.3333
$\lambda = 3.00033333$ CI = 0.000016665 CR = 0.00002873 < 0.1 一致性检验通过				

资料来源：问卷调查

表 5.8 指标层(偿债能力)判断矩阵及权重

指标层	流动比率	速动比率	资产负债率	W
流动比率	1	3	5	0.6194
速动比率	1/3	1	4	0.2842
资产负债率	1/5	1/4	1	0.0964
$\lambda = 3.0004$ CI = 0.0002 CR = 0.000344828 < 0.1 一致性检验通过				

资料来源：问卷调查

通过上述计算，得到准则层、指标层权重值，进一步对两者数据相乘，即可得到综合权重值，如表 5.9 所示：

表 5.9 准则层和指标层的权重汇总表

目标层 A	准则层及其权重 B	指标层及其权重 C	组合权重
东北制药财务绩效评价	盈利能力 (0.4168)	营业利润率 (0.1179)	0.0492
		净资产收益率 (0.6806)	0.2837
		资产报酬率 (0.2014)	0.0839
	营运能力 (0.2695)	总资产周转率 (0.2830)	0.0763
		存货周转率 (0.5580)	0.1504
		应收账款周转率 (0.1590)	0.0428
	成长能力 (0.1209)	主营业务收入增长率 (0.0833)	0.0101
		净资产增长率 (0.6667)	0.0806
		总资产增长率 (0.3333)	0.0403
	偿债能力 (0.1928)	流动比率 (0.6194)	0.1194
		速动比率 (2824)	0.0548
资产负债率 (0.0964)		0.0186	

资料来源：新浪财经网

通过上述步骤已经得到了综合权重值，接下来计算综合得分。

(3) 汇总评价结果

利用计算出的综合权重值，带入表 5.2 处理后的数据，最终得到东北制药 2016-2020 绩效得分，如表 5.10 所示：

表 5.10 2016-2020 东北制药综合绩效评价表

目标层	准则层	指标层	2016	2017	2018	2019	2020
东北制药财务绩效评价	盈利能力 (0.4168)	营业利润率 (0.1429)	0.8070	0.9594	0.8828	1.0000	0.9632
		净资产收益率 (0.5714)	0.0308	0.0375	1.0000	0.0369	0.0295
		资产报酬率 (0.2857)	0.7070	0.8403	0.9922	0.5798	1.0000
	营运能力 (0.2695)	总资产周转率 (0.2495)	0.3289	0.4831	0.9640	1.0000	0.6578
		存货周转率 (0.4818)	0.6870	0.0000	0.6426	1.0000	0.8922
		应收账款周转率 (0.2687)	1.0000	0.3257	0.3473	0.2684	0.0000

续表 5.10 2016-2020 东北制药综合绩效评价表

目标层	准则层	指标层	2016	2017	2018	2019	2020
东北制 药财务 绩效评 价	成长能力 (0.1209)	主营业务收入增长率 (0.0833)	0.8611	0.6832	1.0000	0.5017	0.0311
		净资产增长率 -0.6667	0.7892	0.9704	2.9600	1.2097	1.0000
	偿债能力 (0.1928)	总资产增长率 -0.3333	1.0000	0.6061	0.8226	0.5000	0.3405
		流动比率 -0.6194	0.0000	0.3581	0.6516	1.0000	0.9470
		速动比率 -0.2842	0.0000	0.4663	0.6885	1.0000	0.9730
		资产负债率 -0.0964	0.0824	0.0000	0.6724	0.7314	1.0000
综合得 分			0.2224	0.2227	0.8173	0.5075	0.4881

资料来源：新浪财经网

由上表可知，东北制药在 2018 年定向增发引入民营企业辽宁方大后，综合绩效大幅提升，由 2016 年的 0.2224 上升到 2018 年 0.8173，增长了约 2.7 倍。2019、2020 年综合绩效分别为 0.5075、0.4881，相比 2018 年有所下降，通过研究发现 2019 年公司摊销股权激励大幅度增加，2020 年疫情持续爆发，使企业销售活动受阻，经营状况受到一定冲击，从而使综合绩效得分下降。但是我们也看到这两年的综合得分依旧远远高于 16、17 年，因此，总的来说，战略投资的加入使企业绩效提高，经营情况有所改善。那么具体是哪些准则层数据变化，引起绩效提升？下面将对其具体展开分析。同时为了说明绩效变化与战略投资者加入有关系，选取医药制造行业中规模与东北制药接近的仟源医药、哈药股份进行横向对比分析。

1. 盈利能力角度分析，长期以来东北制药营业利润处于较低的水平，2018 年引入辽宁方大之后，营业利润率缓慢上升。如图 5.2 所示，2019 年达到了近几年的最高值 2.55%。横向对比来看，2016、2017 年东北制药营业利润率均低于仟源医药、哈药股份，2018-2020 年其他两家公司一路下滑，仟源医药 2020 年甚至下降到-37.16%，哈药股份 2020 年也下降到-8.73%，而东北制药保持相对稳定，并没有出现大幅度下降，甚至在 2019 年达到峰值 2.55%，说明战略投资者

的加入，推动企业销售收入提高，扩大了市场份额。东北制药 2018 年与辽宁方大建立合作关系后，组织员工深入方大进行实践学习，在销售方面，制定增产促销，优化宣传方式，调整产品结构，增加与终端市场客户的交流，提供更加针对性、个性化服务，进而提高销售收入、增加利润，充分发挥协同效应。

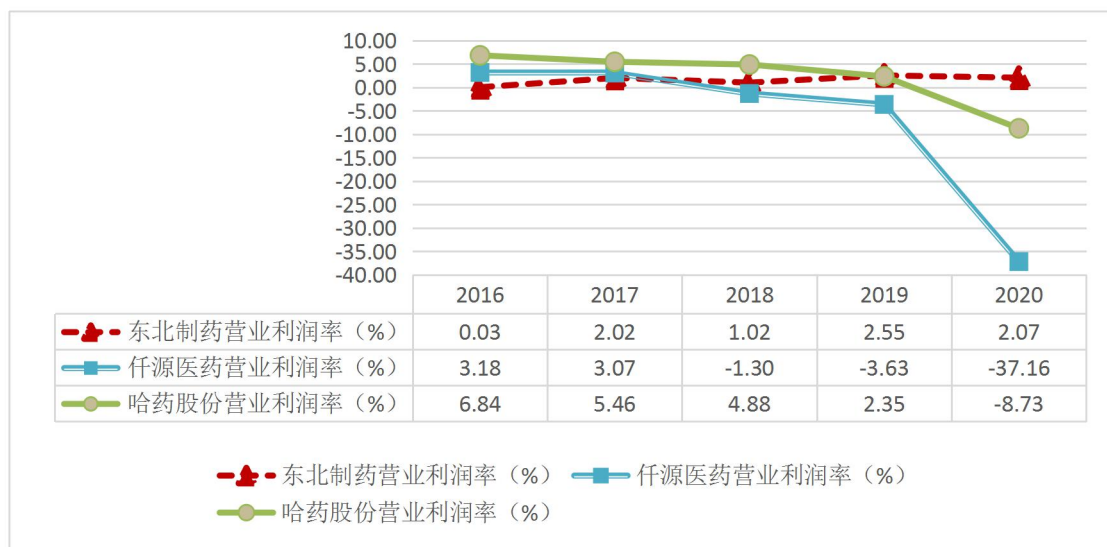


图 5.2 指标层一营业利润率

资料来源：新浪财经网

与此同时，在行业背景不景气和新冠肺炎疫情的双重冲击下，仟源医药和哈药股份净资产收益率和资产报酬率 2019、2020 年持续走低，2020 年净资产收益率直接跌为负值，如图 5.3、5.4 所示，东北制药在如此艰难的环境下，2020 年净资产收益率下降到 0.31%，研究表明，公司积极参与新冠疫情防控工作，2020 年捐赠支出累计 6732.35 万元，使企业利润总额减少。而资产报酬率没有出现大幅度下降，甚至在 2020 年资产报酬率达到峰值 22.52%，说明企业资产的获利能力增强。由此可见，辽宁方大的加入提升了东北制药盈利能力和抗风险能力。整体而言，东北制药积极学习辽宁方大的经营管理理念，通过深入交流、学习、总结问题，并进行不断攻克，转变公司氛围、强化结果导向，使企业进入市场化发展的新征程。同时制定差异化的营销策略，扩大销售业务，增加销售额，增强企业核心竞争力。

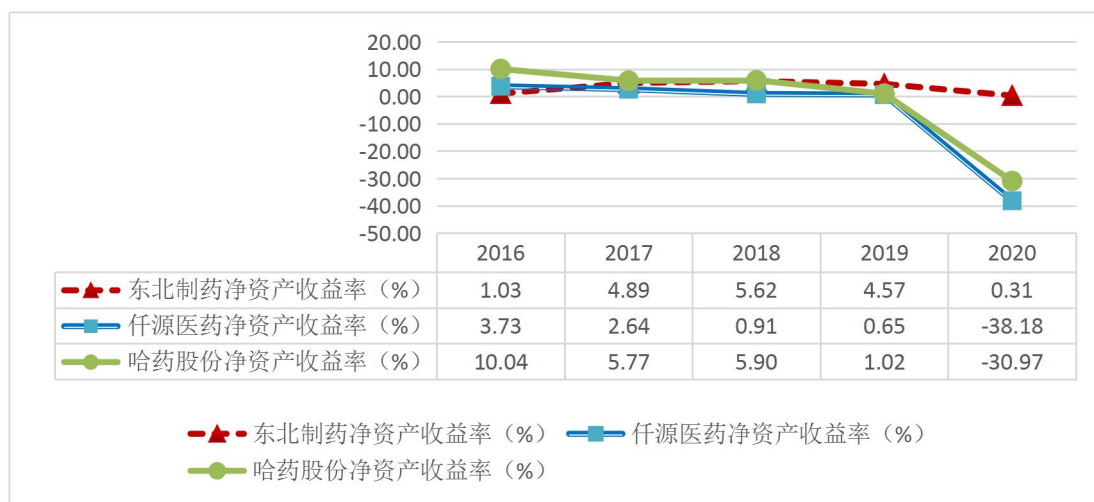


图 5.3 指标层—净资产收益率

资料来源：新浪财经网

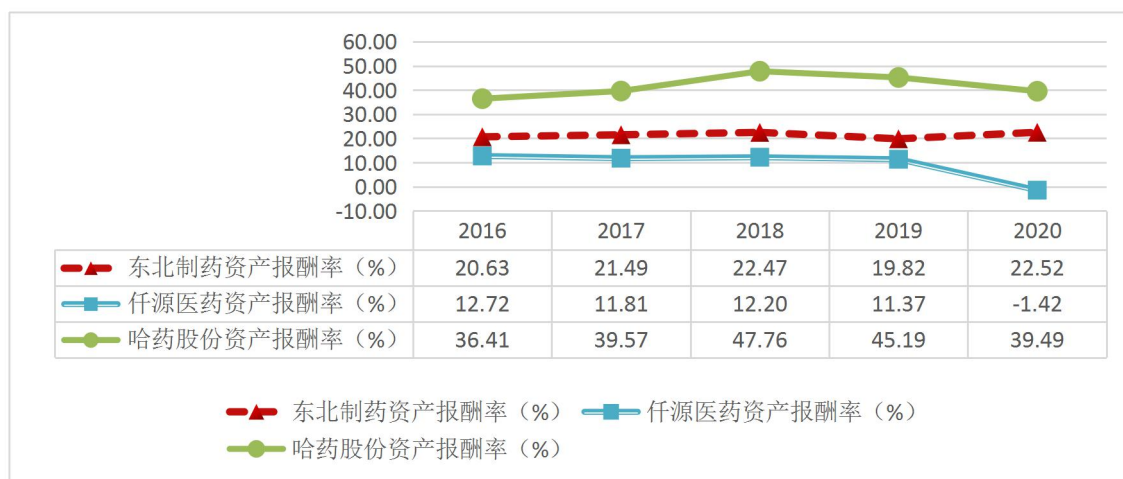


图 5.4 指标层—资产报酬率率

资料来源：新浪财经网

2. 营运能力角度分析，如下图 5.5、5.6 所示。2016、2017 年，东北制药总资产周转率分别为 0.52 次、0.56 次，2016 年存货周转率为 3.37 次，2017 年下降到 2.81 次。2018 年引入辽宁方大之后两项指标均有了提高，特别是存货周转率保持稳定上升，说明企业提高了存货管理效率，辽宁方大对于企业提高运行效率功不可没。而仟源医药、哈药股份总资产周转率呈现幅度变化趋势，2020 年下降幅度较大，特别是仟源医药 2020 年总资产周转率下降到 0.47 次。与此同时，存货周转率也降低，仟源医药 2018 年下降至 2.07 次，存货周转的周期变长，

哈药股份也从 2016 年的 5.23 次下降至 2018 年 4.61 次。通过研究发现，2018 年东北制药引入辽宁方大后，多次组织召开会议，制定以产定销、增产促销的工作方案，充分释放产能，优化企业管理。

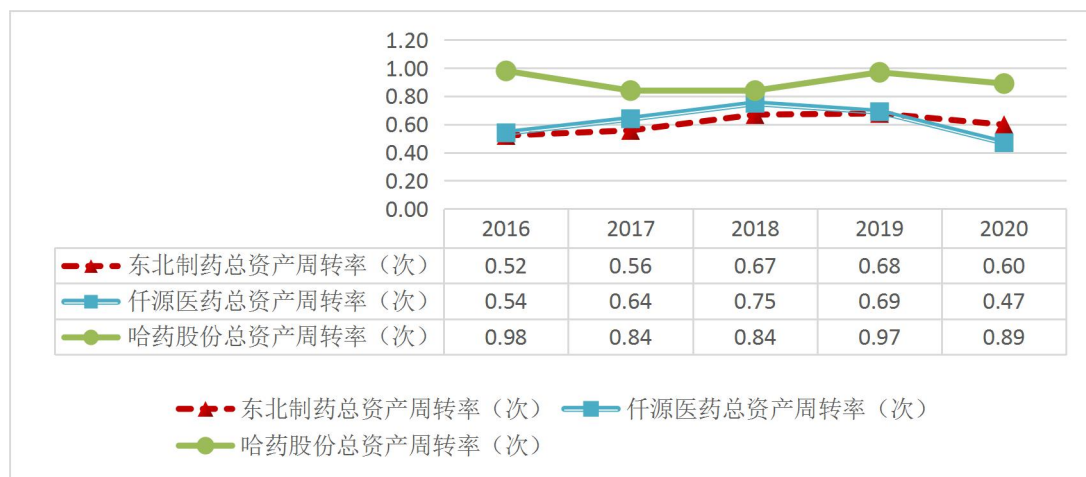


图 5.5 指标层一总资产周转率

资料来源：新浪财经网

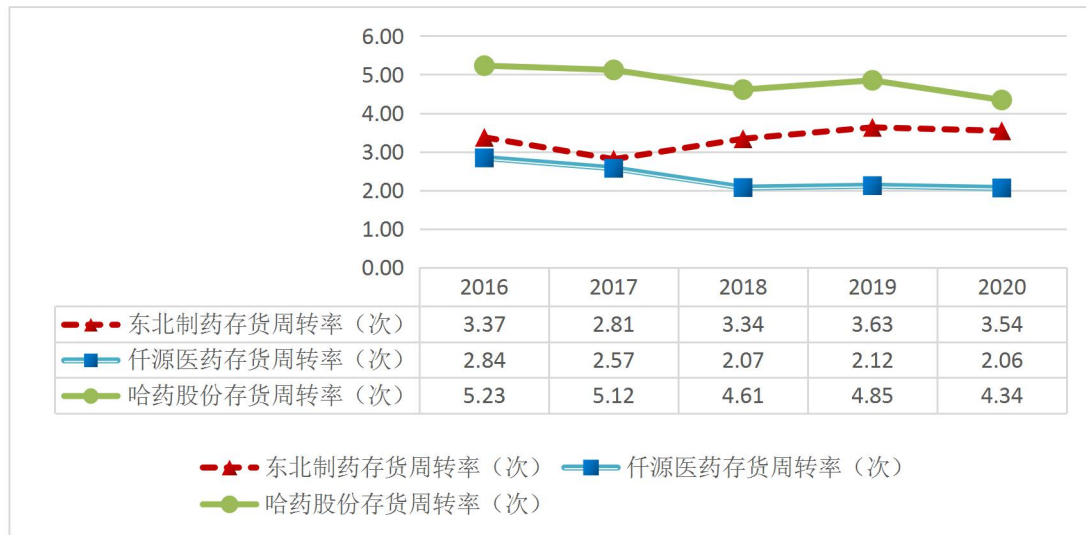


图 5.6 指标层一存货周转率

资料来源：新浪财经网

投资者的加入，为企业注入新鲜血液，2019 年企业持续推动智能化管理，从而提高了企业的销售能力，增强了营运能力。同时我们也看到，在企业应收帐款的管理上，东北制药表现并不佳，如图 5.7 所示，2016 年该公司应收账款周

转率为 5.31 次，2017 年下降到 4.55 次，2018 年引入辽宁方大，也没有较好改善，资产流动依然较慢，2020 年由于外在环境影响，企业收账期更长，坏账也增多，应收账款周转率进一步下降至 4.18 次。横向对比来看，仟源医药和哈药股份同样面临这样的困境，资金回笼周期长，特别是哈药股份，下降趋势明显。因此辽宁方大的加入，并没有较好地改善企业应收账款的管理，东北制药还应加强对应收账款的管理，完善相关制度，缩短应收账款的回收周期，减少坏账损失，规避财务风险和经营风险。

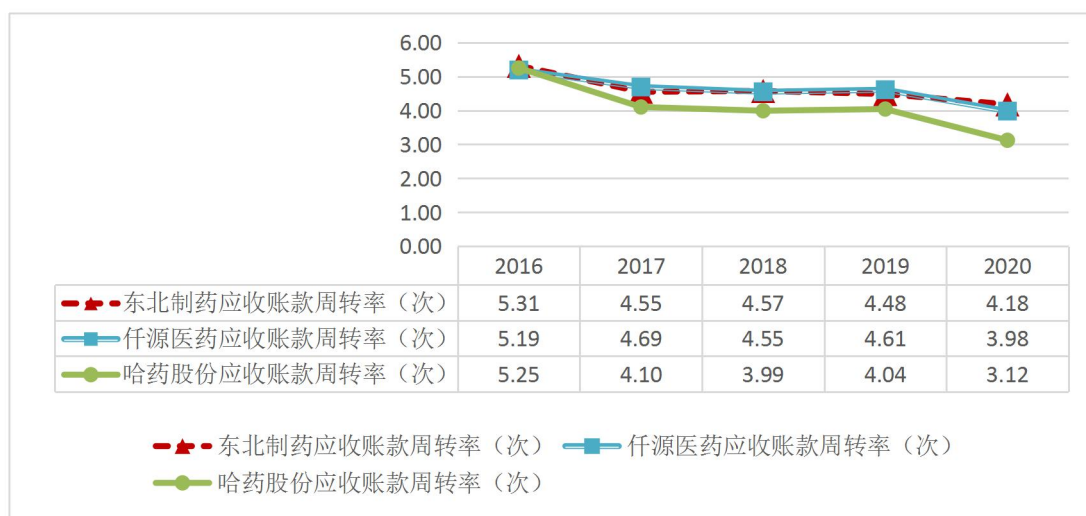


图 5.7 指标层一应收账款周转率

资料来源：新浪财经网

3. 成长能力角度分析，如图 5.8、5.9、5.10 所示，与 2016 年相比，东北制药 2017 年主营业务收入、净资产、总资产均有所下降，而在引入辽宁方大的当年 2018 年，三项指标均明显提高，主营业务收入增长 31.54%，创下历史新高。而仟源医药和哈药股份主营业务收入增长率、净资产增长率几乎与 2017 年持平，甚至略有下降，2018 年仟源医药、哈药股份总资产均变为负向增长，下降明显。通过分析可知辽宁方大的加入使该公司拓宽了企业销售市场，增加了产品收入，同时不断降低成本，进而提高企业利润。2019 年该公司各项增长率有所降低，但是依旧大于 0，实现正向增长，而哈药股份净资产和仟源医药主营业务收入均为负增长。2020 年，疫情持续爆发，使公司各种市场销售活动难以开展，导致公司销售收入减少，三家公司都未能幸免，经营状况受到影响，收入不佳。因此

总的来说，引入战略投资者的当年，营业收入有所提升，长期的效果还需要继续关注后续增长的态势。

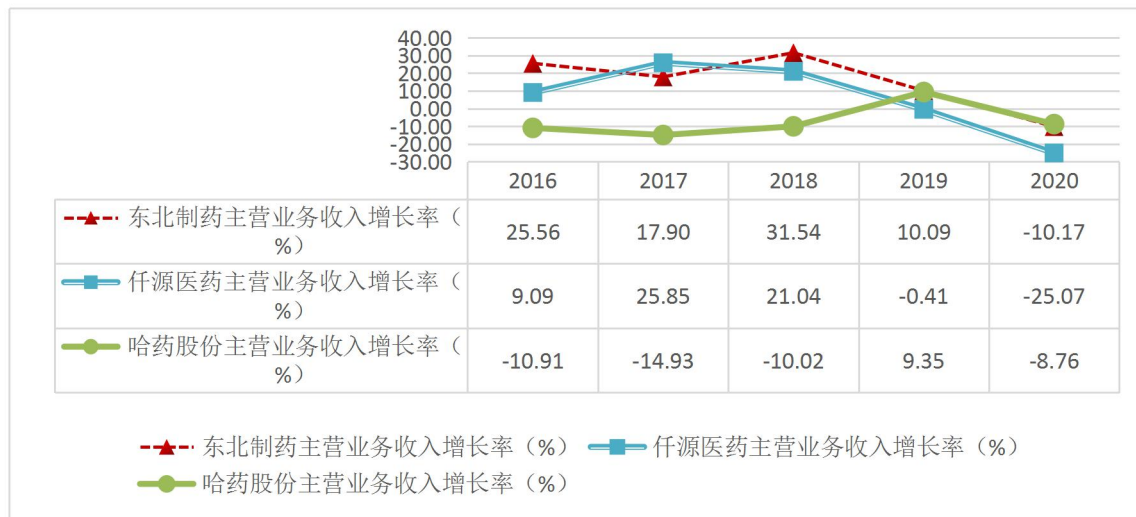


图 5.8 指标层一主营业务收入增长率

资料来源：新浪财经网

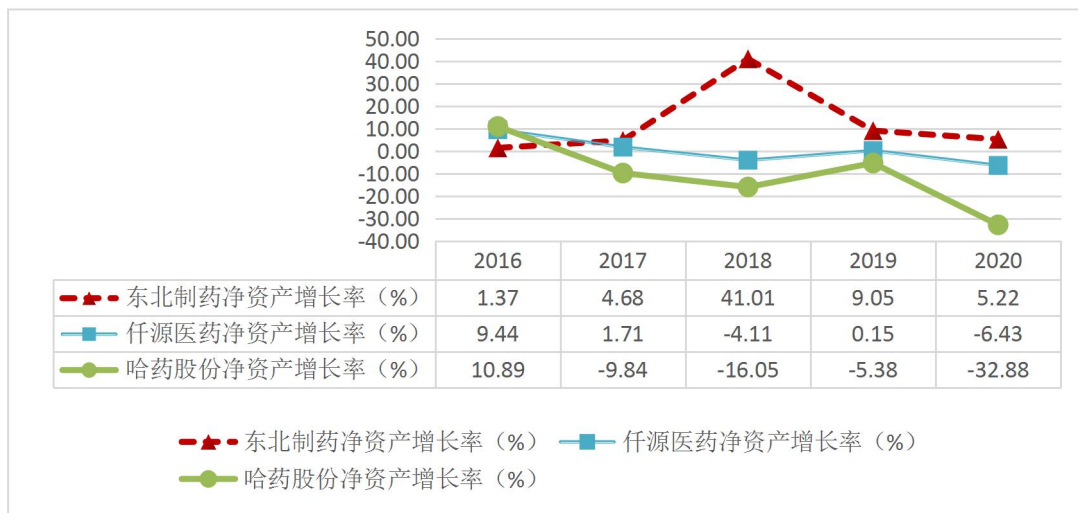


图 5.9 指标层一净资产增长率

资料来源：新浪财经网

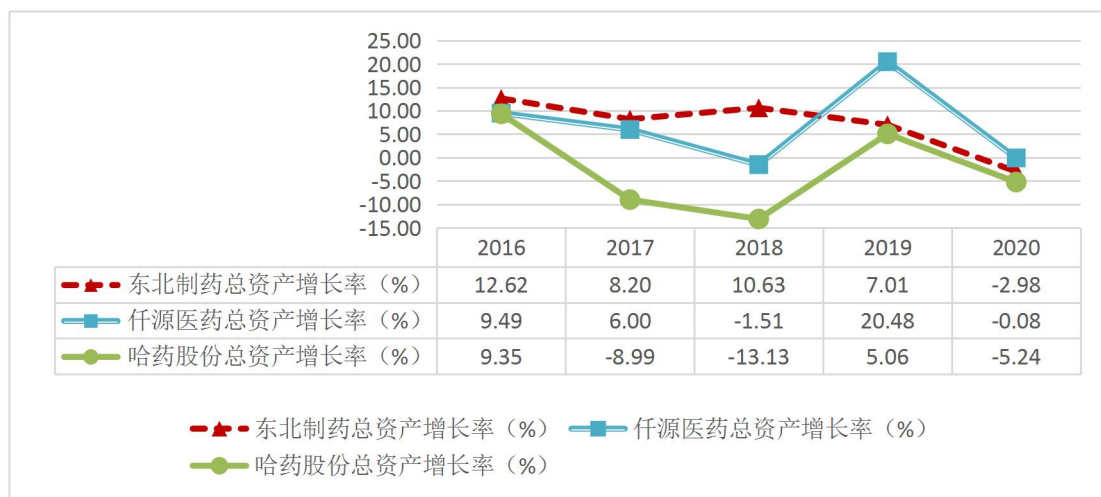


图 5.10 指标层—总资产增长率

资料来源：新浪财经网

4. 从偿债能力角度分析,如图 5.11、5.12 所示,2016 年公司流动比率为 1.02, 2018 年下降到 0.84, 之后继续下降, 2020 年降低到 0.76, 与 2016 年相比下降比达到 25.49%。而速动比率也由 2016 年的 0.80 下降至 2020 年的 0.59。横向对比, 哈药股份在 2016-2020 年这两个指标也有所下降, 而仟源医药 2018、2019 年反而大幅度上升。

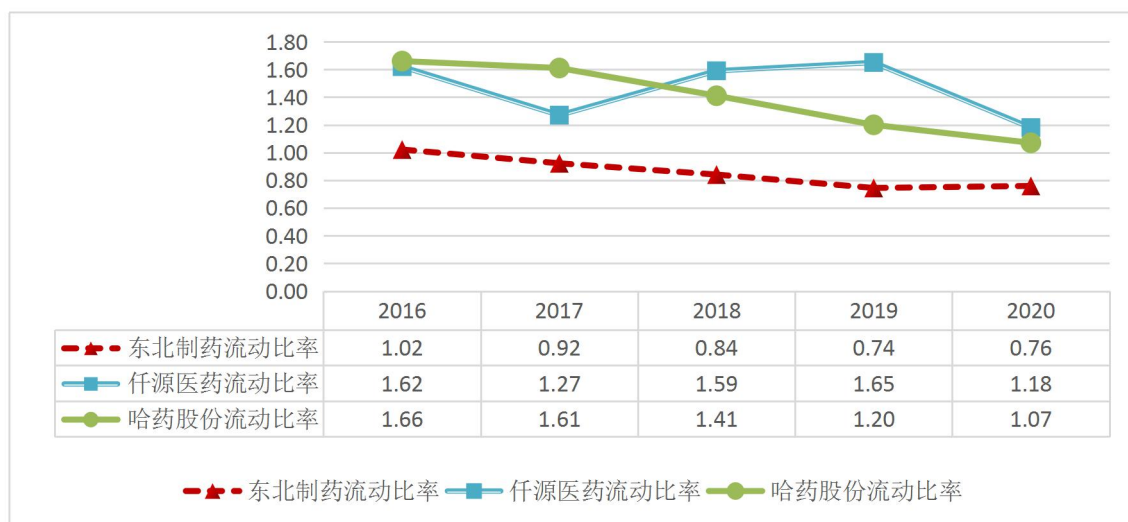


图 5.11 指标层—流动比率

资料来源：新浪财经网

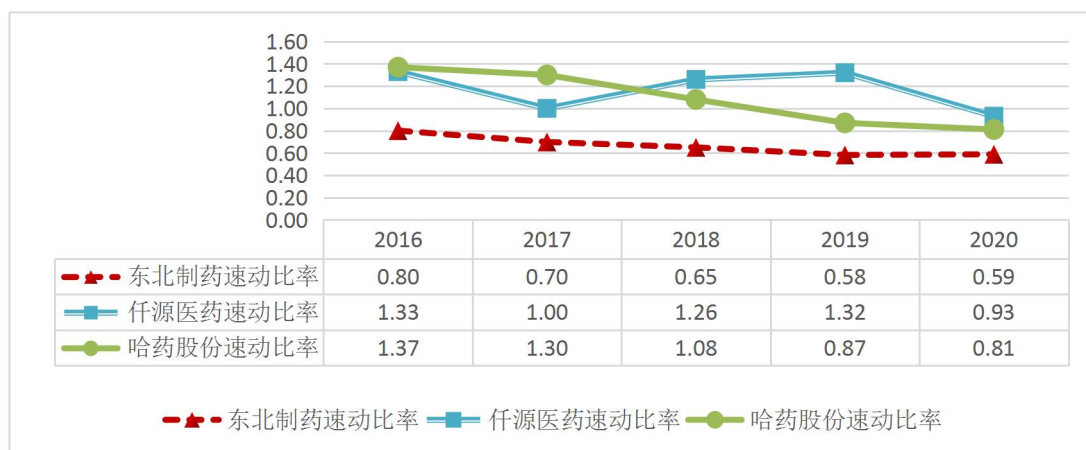


图 5.12 指标层一速动比率

资料来源：新浪财经网

与此同时，资产负债率也持续下降，如图 5.13 所示，2016 年、2017 年分别为 75.14%，75.95%，定向增发引入战略投资者以后，18 年当年便下降到 69.34%，之后持续走低，2020 年下降到 66.12%，相比 2016 年，下降了 9 个百分点左右。横向对比其他两家企业，2016-2020 年哈药股份资产负债率逐年上升，而仟源医药 2016-2019 年三项指标均持续上升，这足以说明引入战略投资者后，东北制药偿债能力增强，经营效率提升，究其原因，主要是融得大量资金，一方面满足项目资金需求，另一方面，偿还公司债务，降低了财务风险，特别是在新冠疫情持续爆发的情况下，能够增强抗风险能力，提高经营效率。但是我们也看到，虽然资产负债率有所下降，但是企业偿债能力依然不足，财务风险较高。



图 5.13 指标层一资产负债率

资料来源：新浪财经

通过以上分析可知，东北制药定向增发引入辽宁方大，提高销售能力，扩大销售额，同时提高偿债能力，增强抗风险能力，进而提高了企业绩效，那么能否提高企业价值？本文采用 EVA 进行企业价值评估。

5.1.2 基于 EVA 企业价值评估

EVA 即为经济增加值，由美国学者约尔·斯腾恩提出。计算公式为 $EVA = NOPAT + TC * WACC$ ，其中 NOPAT 代表税后净营业利润、TC 代表资本总额、WACC 代表加权平均资本成本。从公式中可以看出，只有资本成本低于税后净营业利润，才说明企业的经营业绩较好，为股东创造了一定价值。

(1) 项目调整

为了作出准确恰当的评价，需要对一些会计报表项目进行调整，在本文研究中，基于 EVA 经济增加值的调整原则，结合医药行业及东北制药自身经营方面的特点，将对如下项目进行调整。

1. 税后净利润调整

为了降低利息费用和所得税费用的影响，需对税后净利润进行调整。

2. 研发费用的调整

经济增加值认为研究开发费用有利于提高企业研发能力和经营业绩，对于企业而言属于长期投资，若按会计准则规定，将这些支出全部费用化，会影响企业当期的利润，因此研发费用应作为利润的一部分。本文参照李国范（2001）提出的方法，即剔除摊销部分对研究开发费用进行调整。

3. 营业外收支的调整

经济增加值认为，营业外收支与企业经营活动无关，也不能持续给企业带来价值，因此在核算经济增加值时，要剔除其影响。

4. 资产减值准备的调整

基于谨慎性原则地考虑，企业要对将要发生的损失确认损益，即提前对某些资产计提减值准备。然而这些损失并没有真正在当期发生，也没有对企业现金流造成影响。损失具体有多大，只是一种估计，同时具有主观性，反而会影响企业资本与当期利润。因此要对资产减值准备调整，真实反映企业的盈利能力。

5. 递延税项的调整

在计算所得税时，因会计准则和税法要求的纳税基础不同，由此形成递延税项。但是其并不能反映实际支付的税款情况，因此需要进行调整。

6.在建工程的调整

在建工程是指还在建设当中的项目，也没有投入使用，对于公司的经济效益并没有产生影响。因此，在实施业绩评价时，应在资本总额中剔除在建工程项目，确保计算结果的可靠性，真实反映企业的经营水平。

(2) 税后净营业利润

税后净营业利润是指企业在经营中获得的税后投资收益，计算公式为：

税后净营业利润=息前税后利润+研发支出费用化+资产减值准备+营业外支出×(1-T)-营业外收入×(1-T)+递延所得税负债增加-递延所得税资产增加。

其中，息前税后利润=(税后净利润+所得税费用+利息支出)×(1-T)；
T指的是所得税税率。根据计算公式，对东北制药的相应科目调整，得到东北制药2016-2020年的税后净营业利润，如表5.11所示：

表 5.11 东北制药 2016-2020 年税后净营业利润

年份	2016	2017	2018	2019	2020
税后净利润	26345157.4	92057730.81	201369060.7	170440411.1	10827500.52
+所得税费用	11082836.28	10115143.57	12367256.03	53805077.99	81010503.83
+利息支出	157312495.7	148448614.2	154624597.7	125582067.6	120867371.3
=息税前利润	194740489.3	250621488.6	368360914.4	349827556.7	212705375.7
息前税后利润	165529415.9	213028265.3	313106777.2	297353423.2	180799569.3
+研发支出费用化	30900210.97	57657137.61	144670294.9	63937861.19	74180812.52
+资产减值准备	72865339.46	101855577.9	259289401.2	138806785.2	78621191.86
+营业外支出×(1-15%)	7992740.91	11166546.96	6150067.56	1101621.522	64284504.71
-营业外收入×(1-15%)	38448865.91	661378.5995	123259015.9	13247572.46	12169385.64
+递延所得税负债增加	-136758.12	-136758.12	-136758.12	-136758.12	-136758.12
-递延所得税资产增加	5880909.05	15136846.92	20422199.92	753100.69	-1476975.6
税后净营业利润	232821174.2	367772544.2	579398566.9	487062259.8	387056910.3

资料来源：东北制药年报

通过表 5.11 发现, 2018 年东北制药税后净利润大幅度提高, 相应的税后净营业利润也大幅提高, 自引入战略投资者以来, 公司通过走访等方式与辽宁方大进行交流学习, 总结经验, 不断创新, 销售额、利润额均取得不斐成绩。2019 年税后净营业利润相比 2018 年稍微有所下降, 2020 年下降幅度明显, 主要受疫情影响, 市场活动难以开展, 销售额下降明显, 同时也发现, 公司在这一年第四季度销售情况较为乐观, 净利润增长明显, 期望公司能够面对逆境不断开拓创新, 再创佳绩。

(3) 资本总额

资本总额是指企业现实拥有的所有资本, 不仅包括投资者投入的资本, 还包括债务资本。其中债务资本主要是企业的负债, 包括借款、债券等。权益资本需对有关项目进行调整, 计算公式为: 权益资本=所有者权益合计+资产减值准备+研发支出费用化-在建工程+营业外支出×(1-T)-营业外收入×(1-T)+递延所得税负债-递延所得税资产

具体计算过程如下表 5.12—表 5.14 所示:

表 5.12 东北制药 2016-2020 年债务资本

年份	2016	2017	2018	2019	2020
短期借款	2806047200.00	3103165298.16	3003798785.35	2875000000.00	2400000000.00
长期借款	600000000.00	235000000.00	0.00	150000000.00	200000000.00
一年内到期的非流动负债	6581091.03	480381091.03	41781091.03	909526246.73	909526246.73
应付债券	0	0	0	0	0
债务资本	3412628291.03	3818546389.19	3045579876.38	3934526246.73	3509526246.73

资料来源: 东北制药年报

表 5.13 东北制药 2016-2020 年权益资本

年份	2016	2017	2018	2019	2020
所有者权益合计	2434009229.23	2548015156.37	3592837914.30	3917828400.92	4122206078.03
+资产减值准备	72865339.46	101855577.93	259289401.20	138806785.15	78621191.86
+研发支出费用化	30900210.97	57657137.61	144670294.89	63937861.19	74180812.52
- 在建工程	412162459.73	634592002.62	1867611314.27	1932380703.56	733220156.61

续表 5.13 东北制药 2016-2020 年权益资本

年份	2016	2017	2018	2019	2020
+ 营业外支出× (1-15%)	7992740.91	11166546.96	6150067.56	1101621.52	64284504.71
- 营业外收入× (1-15%)	38448865.91	661378.60	123259015.89	13247572.46	12169385.64
+ 递延所得税负债	6108529.85	5971771.73	5835013.61	5698255.49	5561497.37
- 递延所得税资产	51196946.22	66333793.14	86755993.06	90466865.50	88989889.90
权益资本	2050067778.56	2023079016.24	1931156368.34	2091277782.76	3510474652.34

资料来源：东北制药年报

表 5.14 东北制药 2016-2020 年资本总额

年份	2016	2017	2018	2019	2020
债务资本	3412628291.03	3818546389.19	3045579876.38	3934526246.73	3509526246.73
权益资本	2050067778.56	2023079016.24	1931156368.34	2091277782.76	3510474652.34
资本总额	5462696069.59	5841625405.43	4976736244.72	6025804029.49	7020000899.07

资料来源：东北制药年报

通过表 5.12—表 5.14 可知，2018 年企业引入辽宁方大以后，长期借款下降至为 0，债务资本降低到最低值，相应资本总额有所下降，2018-2020 年企业所有者权益资本持续上升，2020 年资本总额达到峰值，说明企业规模扩大。

(4) 加权平均资本成本

加权平均资本成本是对资本成本进行加权计算后得到的结果，计算公式为：

加权平均资本成本=税后债务资本成本×债务资本比例+权益资本成本×权益资本比例

其中，税后债务资本成本=税前债务资本成本×(1-T)

本文依据资本资产定价模型测算权益资本成本，公式为 $R = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ 。R_f 代表无风险利率；β 代表风险系数；R_m-R_f 代表市场组合的风险溢价。

1. 资本比重

债务资本以及权益资本所占比重如下表 5.15 所示：

表 5.15 东北制药 2016-2020 年资本比重

项目	2016	2017	2018	2019	2020
债务资本	3412628291.03	3818546389.19	3045579876.38	3934526246.73	3509526246.73
权益资本	2050067778.56	2023079016.24	1931156368.34	2091277782.76	3510474652.34
资本总额	5462696069.59	5841625405.43	4976736244.72	6025804029.49	7020000899.07
债务资本比例	62.47%	65.37%	61.20%	65.29%	49.99%
权益资本比例	37.53%	34.63%	38.80%	34.71%	50.01%

资料来源：东北制药年报

2. 债务资本成本

债务资本成本是企业承担负债的利息费用，通过东北制药 2016-2020 年的年报数据可发现，借款总额中东北制药 2018 年短期借款比例高达 100%，2016 年比例为 82.38%，其他年份短期借款都占到总借款的 90% 多，由于公司的债务资金大部分来自于银行贷款，因此税前债务资本成本选用央行披露的一年期贷款利率作为税前债务资本成本，计算如下表 5.16 所示：

表 5.16 东北制药 2016-2020 年债务资本成本

年份	2016	2017	2018	2019	2020
税前债务资本成本	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
所得税税率	15%	15%	15%	15%	15%
税后债务资本成本	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%

资料来源：东北制药年报

3. 权益资本成本

权益资本成本是股东所要求的必要收益率， $R = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ 中， R_f 采用五年期的国债收益率表示， β 值通过同花顺数据库获取， $R_m - R_f$ 选取我国 GDP 增长率代替。权益资本计算如下表 5.17 所示：

表 5.17 东北制药 2016-2020 年权益资本成本率

年份	2016	2017	2018	2019	2020
RM-RF	6.80%	6.90%	6.70%	6.00%	2.30%
RF	2.65%	3.48%	3.44%	3.02%	2.63%

续表 5.17 东北制药 2016-2020 年权益资本成本率

年份	2016	2017	2018	2019	2020
β	1	1.01	1.01	1.09	0.99
权益资本成本率	9.45%	10.45%	10.21%	9.56%	4.91%

资料来源：东北制药年报、同花顺数据库、中国债券信息网、国家统计局

通过上述计算，最终可得到加权平均资本成本，计算过程如下表 5.18 所示：

表 5.18 东北制药 2016-2020 年加权平均资本成本

年份	2016	2017	2018	2019	2020
债务资本成本	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
权益资本成本	9.45%	10.45%	10.21%	9.56%	4.91%
债务资本比例	62.47%	65.37%	61.20%	65.29%	49.99%
权益资本比例	37.53%	34.63%	38.80%	34.71%	50.01%
加权平均资本成本	5.51%	5.67%	5.88%	5.37%	4.03%

资料来源：东北制药年报

通过表 5.15-表 5.18 可知，2016-2019 年企业债务资本占比较高，加权平均资本成本保持稳定，2020 年两者占比趋向平衡。2020 年疫情持续不断，再加上其他因素的影响，国债收益率和 GDP 增长率大幅度下降，使得 2020 年权益资本成本率降低明显，仅为 4.91%，加权平均资本成本也降低为 4.03%。

(5) 经济增加值评估

通过上述得到的数据和计算公式 $EVA = NOPAT + TC * WACC$ ，计算东北制药 2016-2020 年的经济增加值，具体过程如表 5.19 所示：

表 5.19 东北制药 2016-2020 年经济增加值

年份	2016	2017	2018	2019	2020
税后净营业利润	232821174.19	367772544.17	579398566.93	487062259.79	387056910.25
资本总额	5462696069.59	5841625405.43	4976736244.72	6025804029.49	7020000899.07
加权资本成本	0.06	0.06	0.06	0.05	0.04
经济增加值	-68164872.28	36368877.93	286566667.87	163478861.98	104497896.03

资料来源：东北制药年报

并根据经济增加值最后结果得到图 5.14。

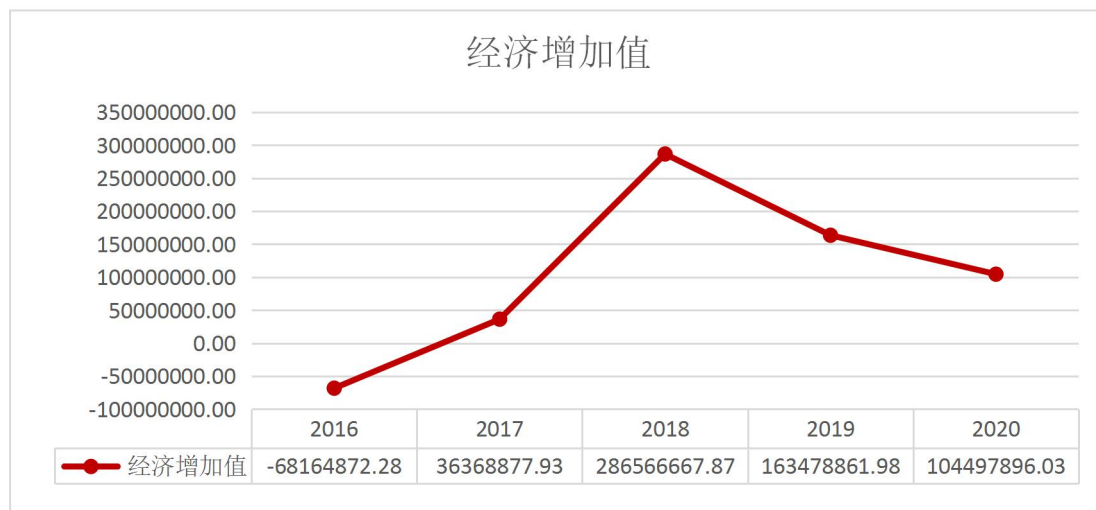


图 5.14 经济增加值

根据表 5.19 和图 5.14 所知,东北制药 2016 年经济增加值为-68164872.28,2017 年由负转正,有了小幅度提升,2018 年引入辽宁方大,经济增加值实现跨越式增长,达到峰值,辽宁方大提供资金支持,2018 年公司长期借款直接降为 0,降低了融资成本,另一方面形成市场化机制的配套设计,促使决策体系更加科学,制度更为灵活。通过对标学习,引入先进的管理经验;制定赛马项目,不断降低成本,调整销售方案,提高销售额;同时提高员工福利和待遇,激发工作热情。2018 年营业总收入、利润总额等都有了明显提升,税后净营业利润相比 2017 年增长了 57.54%,2019 年、2020 年受到外部环境和新冠肺炎疫情的双重影响,税后净营业利润有所下滑,经济增加值也持续下降,但是我们也看到依旧远远高于 2016、2017 年,总的来说,辽宁方大的助力,满足东北制药资金需求,健全管理机制、全面提升企业活力、实现精细化管理。

5.1.3 股东回报分析

现金股利发放,能够降低现金流代理成本,吸引了更多的投资者。目前我国国有企业现金流代理成本较高,应加强现金管理。

表 5.20 2016-2020 年东北制药股东回报分析

报告期	分配方案	现金分红总额
2016 年 12 月 31 日	不分配不转增	
2017 年 12 月 31 日	不分配不转增	
2018 年 12 月 31 日	不分配不转增	
2019 年 12 月 31 日	10 股转增 4.9 股	
2020 年 12 月 31 日	10 股转增 4.9 股	
2020 年 12 月 31 日	10 股派 0.08 元(含税)	10805619.81

资料来源：国泰安数据库

由表 5.20 可以看出，在 2016 年-2018 年，东北制药实行的股利分配政策是不分配不转增。引入战略投资者辽宁方大以后，公司重视对于投资者的回报，制定了三年股东回报规划，目的就是加大投资者的信心，大家齐心协力，共同创造战绩。根据公司的实际情况，2019 年公司向全体股东转增股利，2020 年企业采取的是现金分红的方式，在保证正常生产经营的前提下，向全体股东发放现金红利。一般来说，定向增发引入战略投资者会稀释股东权益，可能会导致股东回报降低。然而东北制药在 2019 年，2020 年股票分红、现金分红比例大幅提升，不可否认引入战略投资者带来的巨额现金，是其现金分红的有力支撑，同时也是公司降低代理成本，增加企业价值的重要体现。

5.2 非财务绩效分析

非财务绩效相对于财务绩效而言，更多的是用长远的眼光对企业价值进行客观分析。医药企业要想提高企业绩效，增强核心竞争力，必须投入大量资金开展研发活动，此外，在竞争越来越激烈的行业背景下，提高员工满意度、增强团队精神、培养公共责任情怀，是企业长期稳定发展的基础。那么东北制药引入民企辽宁方大前后，研发能力能否提高？薪酬激励机制是否更加完善？企业社会责任提高？本部分进行具体分析。

5.2.1 创新能力

医药企业要提高市场份额，必须进行创新活动，开发新产品、提高企业核心竞争力。而研发活动又需要大量的资金支持，东北制药定向增发引入辽宁方大，一定程度上拓宽了资金来源渠道，为企业心无旁骛持续进行创新保驾护航，为了研究战略投资者的引入对于其创新研发能力的影响，本文通过以下几个方面进行分析。

(1) 研发人员

对于医药企业而言，要不断创新，开发新品。而研发人员是企业创新发展的动力源泉，能够对新产品的研发起保驾护航作用，进而助力企业赢得先机、出类拔萃、抢占市场份额，增强企业核心竞争力，东北制药 2016-2020 年研发人员数量变化如下表 5.21 所示：

表 5.21 2016-2020 年东北制药研发人员

项目	2016	2017	2018	2019	2020
研发人员数量（人）	864	886	877	930	866
研发人员数量占比	11.68%	9.96%	11.45%	8.86%	11.44%
硕士以上员工人工数量	222	246	238	247	239
硕士以上员工数量占比	2.69%	3.03%	3.11%	3.16%	3.16%

资料来源：东北制药年报

由以上数据可知，2018 年研发人员数量为 877 人，相较 2017 年下降了 9 人，但是研发人员数量占总员工的比例在上升，2019 年研发人员数量继续保持增长趋势，并且达到最大值 930 人，说明公司对产品研发十分重视。并且 2018 年后，研发人员学历为硕士以上的比例也实现了进一步提升，2018 年为 3.11%，2019、2020 年都上升到 3.16%。说明该公司引入战略投资者使得公司更加注重生产研发和人才的培养，也可以进一步说明，东北制药在近些年的发展中，不仅着力提升了研发人员的数量，也更加重视聘请的人员质量，凸显了其着力发展创新的企业战略。

(2) 研发投入

表 5.22 2016-2020 年东北制药研发投入及其研发投入资本化变化

项目	2016	2017	2018	2019	2020
研发投入金额（元）	78692266	123699634	203565813	140280705	125824717
变动比例	6.61%	57.19%	64.56%	13.94%	-10.31%
研发投入占营业收入比例	1.63%	2.18%	2.73%	1.71%	1.70%
变动比例	-0.30%	0.55%	0.55%	0.06%	-0.01%
研发投入资本化的金额（元）	22126456	52657361	90889469	88513369	85391750
变动比例	348.01%	10.33%	72.61%	55.26%	-3.53%
资本化研发投入占研发投入的比例	60.65%	42.57%	44.65%	63.10%	67.87%
变动比例	60.65%	-18.08%	2.08%	16.79%	4.77%

资料来源：东北制药年报

从表 5.22 可以看出，从 2017 年-2019 年，研发投入持续在增加，与此同时，研发投入资本化的金额也在增加，特别是 2018 年，同比上年增加 70% 多，资本化研发投入比例从 2016 年开始就在向好的方向发展，2018 年，有了辽宁方大的助力，更是锦上添花。2020 年由于疫情的发生，企业受到一定冲击，研发投入相比 2019 年有所下降，但资本化研发投入比例却在上升，甚至超过 2018 年，2019 年，说明企业更加重视投资效率。

总体而言，引入战略投资者完成混改后，东北制药更加注重人才的拓展，同时加大资本化研发投入比例，注重研发效率，以期通过新产品研发、加速市场拓展，实现精细化、标准化和流程化转型。

5.2.2 薪酬激励机制

奖励和考核是企业对员工进行鼓励的两种重要方式。东北制药定向增发引入辽宁方大后，保留原有福利政策的同时，额外实施多项福利政策，给员工配备新手机、发放孝敬父母金、惠及家庭亲人的医疗资助福利、子女励志奖学金福利、重大节日福利等，可以看出公司更加关心员工生活、关注员工发展，不断增强其获得感、幸福感。同时公司不断完善薪酬激励机制，做到“前有金山，后有老虎”，在鼓励管理人员、员工内增动力的同时，施加外力，有效激发工作积极性和动力。

2018年，东北制药打破了传统的论资排辈观念，借鉴辽宁方大先进的管理体制，形成良好的用人机制。

在员工工资方面，东北制药在定向增发引入辽宁方大后，员工的收入随着企业效益提高也提高。如表 5.23 所示，员工薪酬在 2018 年以后有明显的提升。技术人员、财务人员、行政人员 2016 年人均年工资为 28881 元，2018 年达到 37176 元，而到了 2020 年提高到 52267 元，与 2016 年相比较，上升了 23386 元。销售人员工资 2016 年为 72444.12 元，到了 19 年提高到 319896.34 元，而 2018 年、2020 年都高于 10 万，由此可见，辽宁方大注入后，实施各种福利政策，提高员工工资，同时建立“宽带薪酬”体系，以合理的制度激励人才，为员工职业晋升提供更广阔的空间。

表 5.23 2016-2020 年东北制药员工薪酬

项目	2016	2017	2018	2019	2020
员工总人数	8265	8106	7659	7826	7567
管理费用—职工薪酬（元）	175941037.41	188461021.53	201160930.04	287878603.05	282553856.43
技术、财务、行政人员总数	6092	5792	5411	6224	5406.00
人均薪酬（元/人）	28881	32538	37176	46253	52267
销售—职工薪酬（元）	94829361.28	117317641.92	144896809.12	214970343.26	218326124.70
销售人员总数	1309	1437	1371	672	1295
人均薪酬(元/人)	72444.12626	81640.66939	105686.9505	319896.3441	168591.6021

资料来源：东北制药年报

不仅仅公司普通员工福利待遇提高，东北制药高管的薪酬待遇也更为丰厚。2018 年辽宁方大成为公司大股东后，积极参与公司治理，全方位推动体制机制改革。为了进一步增强团队精神，激发管理人员内生动力，2018 年 10 月底，公司出台新的薪酬制度，真正做到践行“变、干、实”，激发工作积极性。2018 年 11 月，东北制药又制定了限制性股票激励计划，激励对象高达 254 人，限制性股票总量为 3761.30 万股。在各种举措下，公司高管薪酬总额有了较大幅度提升，如下图 5.15 所示：2016 年、2017 年高管薪酬分别为 597.66 万元、415.24 万元，2018 年辽宁方大入驻东北制药后，当年高管薪酬高达 760.49 万元，同比增加 345.25 万元，2019、2020 年依旧维持较高的水平，分别为 738.88 万元和

671.85 万元。

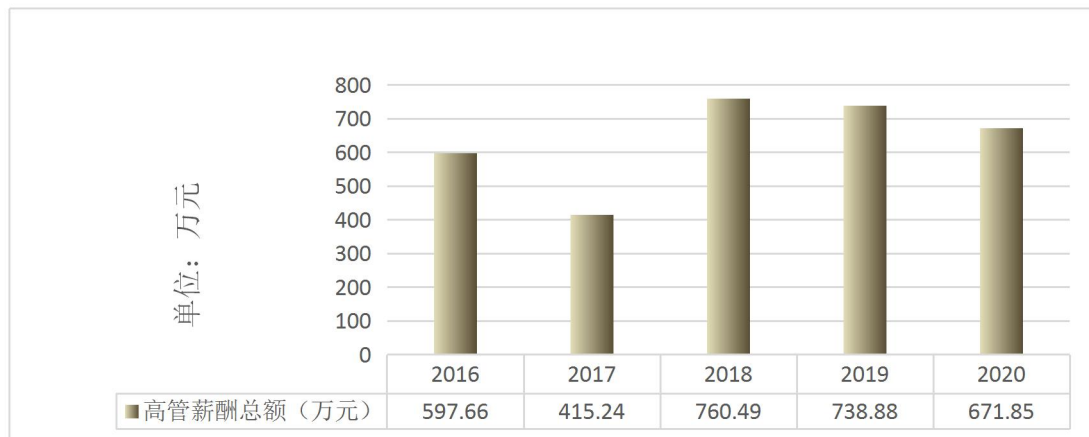


图 5.15 2016-2020 年东北制药高管薪酬

资料来源：东北制药年报

通过以上分析可以看出，东北制药定向增发引入民企辽宁方大后，各种考核和激励办法更加明确，更加注重通过创造经济效益来分析效益，实施各种福利政策，授予多股限制性股票，提升员工薪酬和高管薪酬，建立市场化的激励约束机制。辽宁方大将其现代化的管理体系和管理思维注入东北制药，助力企业释放高管、员工内在的活力与动力，增强团队凝聚力，为公司业绩提升、增强潜在发展能力保驾护航。

5.2.3 企业社会责任

在社会需要帮助时，企业对外捐赠回馈社会，能够履行社会责任，体现大爱精神。2019 年底，突发新冠肺炎疫情，对经济发展带来巨大影响。为打赢此次疫情防控攻坚战，有社会责任感的众多企业通过多种方式助力疫情防控。东北制药也果断承担起社会责任，多次捐献物资，助力抗疫胜利。疫情发生不久，东北制药拿出维生素 C 咀嚼片，并紧急采购医用红区防护服，进口大量防疫医用口罩，防护服捐赠给医生护士。东北制药不仅在疫情中贡献自己的力量，更是积极参与抢险救灾活动。如表 5.24 所示，2020 年公司对外捐赠支出累计 6732.35 万元。2021 年 8 月河南发生洪涝灾害，东北制药又一次体现大爱精神，捐赠灾区亟需药品支持防汛救灾工作。捐献爱的脚步并没有停止，2021 年 10 月份山西省又遭

遇特大暴雨侵袭，东北制药主动担当，第一时间向灾区捐赠亟需的药品，用于河南省、山西省的防汛救灾金额累计 1604.76 万元，东北制药用实际行动诠释了企业所承担的社会责任。

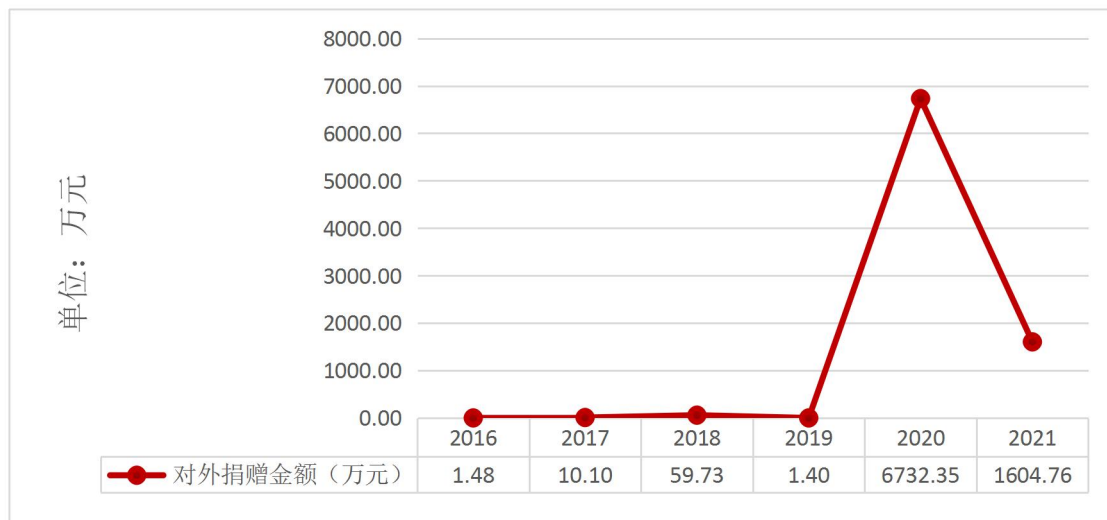


图 5.16 2020-2021 年东北制药对外捐赠支出

资料来源：东北制药年报

战略投资者辽宁方大更是具有担当和作为，不仅捐赠 2 亿元和大量物资进行抗击疫情，更是派出 7 名医护人员奔赴在抗疫前线。面对自然灾害，辽宁方大也没有袖手旁观，捐赠数亿元支持河南、山西防汛救灾。同时我们也发现，企业在 2016-2019 年对外捐赠金额比较小，引入战略投资者后，东北制药借鉴辽宁方大的经营管理理念，不仅关注自身成长，更加关心社会发展情况。在辽宁方大的带领下，东北制药践行回报社会的宗旨，面对疫情和自然灾害，踊跃捐款，爱不止步，以实际行动体现了新时代企业社会责任与担当。有了辽宁方大的助力，东北制药不仅致力于自身发展，也增强了社会责任心。由此可见，东北制药在引入辽宁方大以后，企业积极履行社会责任，提升公司潜在发展能力。

6 结论与建议

6.1 结论

本文在梳理、研究国内外相关文献后，以产权、利益相关者、协同效应作为理论基础，探究东北制药定向增发引入辽宁方大动因、并从短期绩效、长期绩效两个层面评价，得出如下结论：

(1) 东北制药定向增发引入战略投资者的动因可分为内外两个层面。其中，外部动因为响应国家政策号召，在行业竞争加剧情况下振兴产业、实现大的转身。内部动因为突破自身发展瓶颈，改善资本结构、满足流动资金需求。

(2) 就短期绩效而言，借助事件研究法探究结果表明，在事件日的第二天，超额收益率、累计超额收益率有了明显提高，且并非是市场正常的股价波动引发，即投资者对于东北制药定向增发引入战略投资者保持积极的态度，但是这种趋势维持时间较短，企业只有在短期内获得一定超额收益。

(3) 就长期绩效而言，第一借助层次分析法对财务绩效进行评价，研究表明，引入战略投资者的当年，综合绩效得分大幅度提高，几乎是 2016、2017 年的四倍，但是 2019、2020 年相较 2018 年有所下降，即便如此，依旧是 2016、2017 年的两倍多。具体而言，首先优化资本结构，提升偿债能力。再次，盈利能力也增强，2018、2019 年销售收入逐年递增，2020 年受疫情因素，市场销售活动难以开展，有些盈利指标有所下降。第二基于经济增加值对企业价值进行评估，2016 年企业经济增加值为负值，2018 年增幅明显，虽然 2019、2020 年有下滑趋势，但依旧远远高于 2016、2017 年。因此，总体而言，东北制药长期绩效表现良好。第三基于非财务绩效的视角，首先公司更加注重研发投入，创新能力有了小幅度提升，其次，公司在 2019 年，2020 年股票分红、现金分红比例大幅提升，治理机制更加完善，股东回报率上升。最后公司潜在发展能力提高，表现为薪酬机制更加完善，辽宁方大入驻东北制药后，无论是公司普通员工、还是公司高管，薪资待遇都有所提升，各种福利政策和薪酬激励计划，帮助公司创造出内生动力，使得公司治理更加完善，同时也表现在企业社会责任感增加，在面对

2020年突发的公共危机新冠疫情及2021年河南和山西的洪涝灾害、东北制药都第一时间捐献物资，履行社会责任，积极回馈社会。

总的来说，辽宁方大的加入，为企业带来大量的资金，解决燃眉之急；提升了企业获利能力，增强了核心竞争力，实现健康发展的长远目标。

6.2 建议

根据研究结论，本文对其他拟引入战略投资者进行改革的企业提出如下建议：

(1) 选择恰当的引入方式。除了定向增发，企业还可以通过其他方式引入战略投资者，比如公开发行。定向增发和公开发行都能为公司融得资金，增加公司股本。相较而言，定向增发融资进程快，成本低，发行简单，能够很好改善企业的融资困境，但是不可否认也存在折价发行，利益输送等问题。公开发行通过向非特定公众发售证券，虽然融资门槛高，但是公开的市场能够更加明确财产归属，亦能扩大股东范围，提高企业知名度。每种引入方式都有各自特点，企业应结合实际情况确定适合自己的引资方式。

(2) 结合自身发展选择合适的战略投资者。国有企业联合不同性质的资本，能够稀释国有股权，促进多元化，提高经济决策、管理效率、治理水平，然而要达到既定目标，毋庸置疑首先要选择合适的战略投资者，实现资本融合、优势互补，释放企业发展潜能。其次，企业要选择参与公司治理、积极的战略投资者，因此有必要对引入的战略投资者做一个全面深入的调查，争取能够长期合作，真正意义上实现整合，实现共同协同发展，开启发展新蓝图。

参考文献

- [1]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, v61, (5): 2415-2449.
- [2]Barclay, Michael J.,Clifford G. Holderness and Denis P. Sheehan, Private placements and managerial entrenchment[J]. Journal of Corporate Finance, 2007(13):461-484
- [3] Berger, A.N., Hasan, I. and Zhou, M.M. Bank ownership and efficiency in China: What will happen in the world's largest nation?[J]. Journal of Banking & Finance, 2009, 33(1): 113-130
- [4]Carlson, M., Fisher, A., Giammarino, R.. Corporate Investment and Asset Price Dynamics:Implications for SEO Event Studies and Long-run Performance[J]. Journal of Finance, 2006, 61(3): 1009-1034.
- [5]Chemmanur T J, Fulghieri P.A theory of the going-public decision[J]. The Review of Financial Studies, 1999,12(2): 249-279.
- [6]Chen X, Harford J, Li K.Monitoring:Which Institutions Matter?[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86, (2): 279-305.
- [7]David P , Kochhar R . Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implications for theory and practice[J]. European Management Journal, 1996, 14(5): 457-466.
- [8]Gompers P. , Ishii J. , Metrick A. Corporate Governance and Equity Prices[J]. Quarterly Journal of Economics, 2003,118(1): 107—155.
- [9]Hertzel, M. and Smith, R.L. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately[J]. Journal of Finance, 1993, 48(2): 459-485
- [10]Hertzel, M., Lemmon, M., Linck, J.S., Rees, L. Long - run performance following private placements of equity[J]. Journal of Finance, 2002,57(6): 2595-2617.
- [11]Jin J., Ryoo J.. How Do Foreign Investors Affect Corporate Policy? Evidence

- from Korea[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2013, 25: 52-65.
- [12]Mccahery J. A., Sautner Z., Starks L. T.. Behind the Scenes:The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors[J]. *Journal of Finance*, 2016, 71(6): 2905-2932.
- [13]Shleifer A., Vishny R.W.Large Shareholders and Corporate Control[J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94, (3): 461-488.
- [14]Wruck K H . Equity Ownership Concentration and Firm Value[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 23(1): 3-28.
- [15]Wruck, K.H., Wu Yi Lin. Relationships, corporate governance and performance: Evidence from private placements of common stock[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15(1): 30-47
- [16] A W Z , B J Y . State ownership, cross-border acquisition, and risk-taking: Evidence from China's banking industry[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2016, 71: 133-153.
- [17]毕金玲, 于得水, 刘越. 机构投资者角色定位:旁观者还是监督者?——基于鑫科材料公司定向增发的案例研究 [J]. *辽宁大学学报(哲学社会科学版)*, 2017, 45(03): 89-97.
- [18]陈林, 唐杨柳. 混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J]. *经济学家*, 2014(11): 13-23.
- [19]崔宸瑜, 陈运森, 郑登津. 定向增发与股利分配动机异化:基于“高送转”现象的证据[J]. *会计研究*, 2017(07): 62-68+97.
- [20]邓路, 王化成, 李思飞. 上市公司定向增发长期市场表现:过度乐观还是反应不足?[J]. *中国软科学*, 2011(06): 167-177.
- [21]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(04): 66-74.
- [22]邓路, 王化成. 投资者异质信念与定向增发股价长期市场表现[J]. *会计研究*, 2014(11): 38-45+96.
- [23]葛永盛, 张鹏程. 家族企业资源约束、外部投资者与合同剩余[J]. *南开管理评论*, 2013, 16(03): 57-68.

- [24] 巩娜. 国有企业深化改革的主要实践模式与完善对策[J]. 经济纵横, 2018(08):80-88.
- [25] 关键, 阙弋. 绩效反馈、机构投资者持股与企业环境绩效关系研究[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2020, 26(04):124-138.
- [26] 郭巧莉, 张心灵, 杨艳艳. 上市公司定向增发融资偏好分析[J]. 财经理论与实践, 2013, 34(06):50-53.
- [27] 郭晔, 黄振, 姚若琪. 战略投资者选择与银行效率——来自城商行的经验证据[J]. 经济研究, 2020, 55(01):181-197.
- [28] 郝阳, 龚六堂. 国有、民营混合参股与公司绩效改进[J]. 经济研究, 2017, 52(03):122-135.
- [29] 郝云宏. 混合所有制企业股权制衡机制研究——基于“鄂武商控制权之争”的案例解析[J]. 中国工业经济, 2015(03):148-160.
- [30] 黄玲. 企业定向增发引入战略投资者的经济后果分析[J]. 财会通讯, 2020(08):103-106.
- [31] 简冠群. 终极控制权配置与再融资方式选择:管理防御还是利益侵占[J]. 广东财经大学学报, 2019, 34(06):50-63.
- [32] 纪洋, 王旭, 谭语嫣, 黄益平. 经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化[J]. 经济学(季刊), 2018, 17(02):449-470. 究, 2021(05):78-84.
- [33] 姜凌, 曹瑜强. 引进境外战略投资者对中资银行的影响研究[J]. 统计与决策, 2013(14):158-163.
- [34] 李世华, 尹应凯. 我国银行业引进境外战略投资者的福利效应分析[J]. 管理世界, 2012(09):168-169.
- [35] 李国范. 国资委 EVA 视角的研究开发费用调整浅探[J]. 财会研究, 2010(18):35-36.
- [36] 李懿行, 梁万泉. 引入境内战略投资者对我国城商行风险承担的影响研究[J]. 金融理论与实践, 2021(06):64-73.
- [37] 李凯, 丁正良, 于冠一. 买方势力对医药产业利润的空间溢出效应[J]. 产经评论, 2017, 8(06):81-96.
- [38] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI~(NK)

- 的经验研究[J]. 南开管理评论, 2008(01):4-14.
- [39]李维安. 机构投资者与上市公司治理有效性[J]. 中国金融, 2013(22):65-67.
- [40]廖继胜, 刘志虹. 基于公司治理视角的我国上市银行风险控制能力实证分析[J]. 企业经济, 2014(03):181-184.
- [41]刘春燕, 许肖肖, 袁少茹. 定向增发对上市公司经营绩效的影响——基于徐工机械两次定向增发的案例[J]. 财会通讯, 2017(23):101-104.
- [42]刘旭宁, 臧旭恒, 林平. 公立医院买方垄断对制药产业研发投入的影响——基于博弈模型的理论分析和实证检验[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版), 2012(06):47-53.
- [43]牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论, 2013, 25(3):48-59
- [44]沈红波, 张金清, 张广婷. 国有企业混合所有制改革中的控制权安排——基于云南白药混改的案例研究[J]. 管理世界, 2019, 35(10):206-217. DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2019.0142.
- [45]唐松莲, 胡奕明. 机构投资者关注上市公司的信息透明度吗?——基于不同类型机构投资者选股能力视角[J]. 管理评论, 2011, 23(06):31-40+48.
- [46]王斌. 股东资源理论与国有企业混合所有制改革:基于中国联通的案例[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2021, 36(05):1-13
- [47]王昶, 焦娟妮. 国际战略投资者引进对国有企业绩效影响的评价与实证研究[J]. 南开管理评论, 2009, 12(02):11-19.
- [48]王曙光, 杨敏, 徐余江. 制度势能的实现机制及绩效:金融业混合所有制构建与战略投资者引入[J]. 社会科学战线, 2017(01):33-42.
- [49]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, 13(03):109-116+149.
- [50]肖万. 定向增发、控制权变动及其信号传递效应[J]. 南方经济, 2012(02):50-61.
- [51]肖争艳, 黄源, 王兆瑞. 央行沟通的股票市场稳定效应研究——基于事件研究法的分析[J]. 经济学动态, 2019(07):80-93.
- [52]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——来自中国证券市场的证据[J]. 财贸经济, 2010(04):40-46.
- [53]杨兴全,任小毅,杨征. 国企混改优化了多元化经营行为吗?[J]. 会计研究, 2020(04):58-75.
- [54]杨跃,刘哲. 境外战略投资者对我国商业银行绩效影响及作用机制研究[J]. 现代管理科学, 2010(11):76-78.
- [55]俞静,徐斌,吴娟. 定向增发市场异象的制度背景分析及改革路径探讨[J]. 中央财经大学学报, 2013(03):90-96.
- [56]张辉,黄昊,闫强明. 混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于1999—2007年工业企业数据库的实证研究[J]. 经济学家, 2016(09):32-41.
- [57]张继德,刘素含. 从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择[J]. 会计研究, 2018(07):28-34.
- [58]张宗益,宋增基. 境外战略投资者持股中国上市银行的效果研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(06):106-114.
- [59]章卫东,李德忠. 定向增发新股折扣率的影响因素及其与公司短期股价关系的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2008(09):73-80+96.
- [60]章卫东,李浩然,鄢翔,罗希. 定向增发机构投资者异质性与公司绩效——来自中国上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2020(02):89-100.
- [61]章卫东,罗希,王玉龙,李浩然. 定向增发新股投资者类别对公司治理的影响研究[J]. 国际金融研究, 2019(08):87-96.
- [62]章卫东. 定向增发新股、投资者类别与公司股价短期表现的实证研究[J]. 管理世界, 2008(04):179-180.
- [63]章卫东. 定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理世界, 2010(01):54-63+73.
- [64]赵玉芳,余志勇,夏新平,汪宜霞. 定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(11):153-166.
- [65]郑云鹰,曹丽梅. 机构投资者的定向增发偏好研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2016, 56(02):198-208.
- [66]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(06):136-147+188.

[67]朱盈盈, 曾勇, 李平, 何佳. 中资银行引进境外战略投资者:背景、争论及评述[J]. 管理世界, 2008(01):22-37+56.

[68]邹文理, 王曦, 谢小平. 中央银行沟通的金融市场响应——基于股票市场的事件研究[J]. 金融研究, 2020(02):34-50. 报(社会科学版), 2021, 36(05):1-13.

后记

流光容易把人抛，行文至此，三年的学习生涯已然奏响了结尾曲。目之所及，皆是回忆；过往时光，皆为序章。遥想 2019 年那个夏末，空气里弥漫着青春的气息。初至兰财，意气风发，踌躇满志，意欲中流击水，一腔热情投入学术。行于及此时，历经三年的孤独和磨练，所幸依然不忘初心，铭记当初的追求和理想，不惧踽踽独行，并为之努力奋斗。

初心如磐，栉风沐雨不曾改；饮流怀源，学其成时念吾师。首先感谢我的导师马建威老师，不辞劳苦，诲人不倦，无数次的解疑答惑，无数次的谆谆教诲，使我顺利完成论文撰写，他精益求精的治学精神，更教会了我如何去做学术。同时，亦感谢所有的老师，春风化雨，润物无声，故余虽愚，卒获有所闻。

哀哀父母，生我劬劳。其次，借此机会，我要感谢我的父母，育吾兄妹，艰辛备历，殚竭心力为子女。你们的悉心关怀，是我前行的精神力量；你们的全身心付出，是我前行的脚下垫石；你们的殷切期望，是我前行的导航灯塔。在爱的氛围中，让我坚强勇敢，不怕困难。

海内存知己，天涯若比邻。最后，感谢我的室友马丽、杨莹、王洋洋、何思锐以及师门陈梦婷、何丽同学，陪我走过几番风雨，跨过几度春秋，怀念我们执手共话，共剪窗烛的温馨岁月。感谢遇到的每一位同学，同窗三年，互帮互助、互道心声、团结友爱、倍感荣幸，感激之情无以言表，愿我们历经千帆，归来仍是少年。

前路浩浩荡荡，万事尽可期待，愿我们所求皆如所愿，所行皆是坦途。

附录 东北制药绩效评价指标相对重要性调查问卷

尊敬的老师/同学：

您好！本人目前正在撰写论文《东北制药定向增发引入战略投资者绩效研究》，在论文中我将使用层次分析法评价东北制药的财务绩效，为了使得到的结果更加科学合理，开展了此次调查问卷活动，非常感谢您能帮忙填写问卷，帮助我顺利完成论文撰写。

下表 2—表 6 中的指标是我所选取的财务绩效评价指标，本问卷主要是对所选取的指标两两比较、按照表 1 “1—9 标度法” 进行打分，具体标度及含义如下表所示：

表 1 1-9 标度法

标度	判断标准
1	重要性相同
3	前者比后者稍重要
5	前者比后者明显重要
7	前者比后者强烈重要
9	前者比后者极端重要
2、4、6、8	中间值

若因素 i 与引入 j 的重要性为 a_{ij} ，那么因素 j 与因素 i 的重要性为 $a_{ji} = 1/a_{ij}$

举例：如下表所示，对于准则层来说，A 比稍微重要，则填“3”，相应的 B 与 A 做比较，则应为 3 的倒数 1/3。

准则层	A	B
A	1	3
B	1/3	1

请根据以上说明完成下面表 2—表 6。

表 2 准则层判断矩阵及权重

准则层	盈利能力	营运能力	成长能力	偿债能力
盈利能力	1			
营运能力		1		
成长能力			1	
偿债能力				1

表 3 指标层(盈利能力)判断矩阵及权重

指标层	营业利润率	净资产收益率	资产报酬率
营业利润率	1		
净资产收益率		1	
资产报酬率			1

表 4 指标层(营运能力)判断矩阵及权重

指标层	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率
总资产周转率	1		
存货周转率		1	
应收账款周转率			1

表 5 指标层(成长能力)判断矩阵及权重

指标层	主营业务收入增长率	净资产增长率	总资产增长率
主营业务收入增长率	1		
净资产增长率		1	
总资产增长率			1

表 6 指标层(偿债能力)判断矩阵及权重

指标层	流动比率	速动比率	资产负债率
流动比率	1		
速动比率		1	
资产负债率			1

问卷到此结束，感谢您的参与！