

上市公司定向增发行为 与效应研究

俞 军 著

中国科学技术大学出版社

内容简介

上市公司定向增发行为 与效应研究

俞 军 著



中国科学技术大学出版社

内 容 简 介

本书认为我国上市公司管理层在确定定向增发定价折扣率时普遍存在着明显的“锚定与启发调整”的行为偏差。由于投资者情绪渲染和异质预期偏差的交互作用,定向增发新股宣告后普遍能产生不同的长短期股东财富效应。过度自信心理偏差是驱动上市公司管理者选择定向增发整体上市的主要动因之一,通过定向增发整体上市这种资产重组行为并没有改善增发公司的经营绩效,反而有损于其价值。

本书摒弃理性经济人的假设,基于投资者与管理者非完全理性分析框架,来对中国上市公司定向增发股权再融资过程中各参与主体的实际决策行为和市场运行状况加以分析和解释,拓宽了定向增发的研究视野,也为行为金融理论在我国定向增发领域找到了若干新的直接证据。

图书在版编目(CIP)数据

上市公司定向增发行为与效应研究/俞军著. —合肥:中国科学技术大学出版社, 2016.5

ISBN 978-7-312-03907-2

I. 上… II. 俞… III. 上市公司—融资—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 037656 号

出版 中国科学技术大学出版社

安徽省合肥市金寨路 96 号, 230026

<http://press.ustc.edu.cn>

印刷 合肥市宏基印刷有限公司

发行 中国科学技术大学出版社

经销 全国新华书店

开本 710 mm×1000 mm 1/16

印张 9.75

字数 160 千

版次 2016 年 5 月第 1 版

印次 2016 年 5 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

前 言

2006年5月8日,中国证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》首次明确地将定向增发这一“新鲜”的股权再融资方式纳入法规约束层面。由于定向增发融资方式具有发行门槛较低和发行成本较低、定价机制较为灵活、增发手续简便快捷、发行周期较短、增发规模不受限制、认购方式多种多样、盈利能力和利润分配限制条件较少等优点,迅速得到发行公司的青睐和追捧。根据万德数据库(WIND)统计,2006~2014年中国上市公司仅通过定向增发融资额就达到28139.75亿元,占整个股权再融资总额的平均比重为89.16%。毫无疑问,定向增发新股已经成为全流通时代背景下上市公司股权再融资的最主要方式,在中国股权再融资市场中扮演着极其重要的角色。但目前中国上市公司定向增发改革实践还处于起步探索阶段,新情况、新问题不断涌现,有必要加强对中国上市公司定向增发问题的研究。

现有文献对定向增发股权再融资方式的研究主要是基于理性投资者和理性管理者假设为前提,运用信息不对称、代理理论、市场时机理论、管理者堑壕假说、监督效应假说等传统经济与金融理论来解释定向增发新股行为。但由于中国资本市场非完全有效、经济环境复杂性、未来不确定性、信息不完全性以及人类认识能力有限性等因素的影响,上市公司定向增发新股各参与主体无法做出精确的判断与决策,导致传统经济与金融理论对定向增发新股行为的解释显得乏力而苍白。因此,引入更加贴近现实世界的行为金融理论来研究定向增发行为具有重要的理论意义。

首先,本书通过对国内外定向增发新股相关文献进行梳理和总结,引出认知偏差行为和心理偏差行为等行为金融理论。其次,结合中国特殊的市场环境和制度背景,将定向增发新股与其他股权再融资方式进行对比分析,找出中国上市公司偏好于定向增发股权再融资方式的内在逻辑。再次,在中国证券市场特殊环境下,运用行为金融学中锚定效应理论探讨上市公司定向增发新股的定价效率,基于投资者情绪和异质预期理论探讨两者与定向增发新股宣告后的股东财富效应之间的内

在联系,基于过度自信理论考察管理者过度自信对定向增发模式选择和整体上市后公司价值变化的影响,旨在深化定向增发行为各个参与主体对这种新的股权再融资方式的理解,为证券监管部门更好地制定和完善相关监管政策提供理论依据。

在充分借鉴前人研究成果的基础上,本书主要在以下方面做出了一点补充和创新:

(1) 本书摒弃理性经济人的假设,另辟蹊径,基于投资者和管理者非完全理性分析框架,运用行为金融学中锚定与调整启发、投资者情绪、异质预期和管理者过度自信等认知偏差和心理偏差行为理论,来对中国上市公司定向增发股权再融资过程中各参与主体的实际决策行为和市场运行状况加以分析和解释,拓宽了定向增发新股的研究视野,也为行为金融理论在中国定向增发领域找到了若干新的直接证据。

(2) 在中国复杂不确定的经济环境中,上市公司管理层会以外部锚启动范式和内部锚启动范式对定向增发定价进行判断和决策,存在明显的“锚定和调整”行为偏差,是一种非完全理性的经济决策行为。由于投资者情绪的渲染和异质预期偏差的作用,上市公司定向增发新股题材宣告后普遍能产生正向的短期股东财富效应和负向的中长期股东财富效应。在短期内,投资者情绪低落情况下的定向增发股东财富效应低于投资者情绪高涨情况下的股东财富效应,而在中长期内正好相反。当投资者情绪与异质预期交互作用的时候,定向增发新股的股东财富效应变化会表现得更为强烈。过度自信心理偏差是驱动上市公司管理者通过定向增发实现集团资产整体上市的重要动因之一,而通过定向增发整体上市这种资产重组行为并没有改善定向增发公司的经营绩效,给上市公司带来价值增值,反而有损于增发公司的价值。

本书受到 2016 年高校优秀青年人才支持计划重点项目(gxyqZD2016266)、安徽省精品资源共享课“高级财务管理”(2012gxxk091)、安徽省卓越会计师人才教育培养计划(2013zjjh032)、合肥学院人文社科重点项目“基于行为金融视角下上市公司定向增发研究”(14KY08ZD)、安徽省哲学社科规划青年项目“安徽省地方政府融资平台风险的实证评估及其治理路径”(AHSKQ2014057)、安徽省 2015 年科技计划项目“安徽省地方政府融资平台债务风险的测量、预警与防范研究”(1502052054)的资助。

作者

2015 年 12 月

目 录

前言	(i)
第 1 章 绪论	(1)
1.1 研究背景与意义	(1)
1.1.1 研究背景	(1)
1.1.2 研究意义	(6)
1.2 文献综述	(8)
1.2.1 定向增发定价	(8)
1.2.2 定向增发股东财富效应	(13)
1.2.3 定向增发公司经营业绩	(16)
1.2.4 定向增发利益输送	(17)
1.2.5 定向增发整体上市	(19)
1.3 研究内容和研究方法	(20)
1.3.1 基本概念界定	(20)
1.3.2 研究内容	(21)
1.3.3 研究方法	(23)
第 2 章 制度背景与理论基础	(25)
2.1 中国上市公司定向增发政策的演进历程	(25)
2.2 定向增发与其他股权再融资方式的政策比较	(28)
2.3 行为金融理论	(33)
2.3.1 认知偏差	(33)
2.3.2 心理偏差行为与金融市场	(39)

第3章 中国上市公司定向增发现状描述与分析	(47)
3.1 中国上市公司定向增发的现状与特征	(47)
3.1.1 定向增发融资的基本情况	(47)
3.1.2 按行业分类的定向增发融资状况	(52)
3.1.3 定向增发中大股东参与认购状况	(54)
3.2 定向增发实施程序	(55)
3.3 定向增发主要运作模式	(58)
3.3.1 项目融资型定向增发	(58)
3.3.2 引入战略投资者型定向增发	(62)
3.3.3 纾解财务困境型定向增发	(65)
3.3.4 整体上市型定向增发	(66)
第4章 上市公司定向增发定价中的锚定效应	(70)
4.1 资料来源与研究设计	(71)
4.1.1 样本选取与数据来源	(71)
4.1.2 定向增发折扣率定义和锚定值度量	(71)
4.1.3 研究程序与模型构建	(73)
4.2 锚定效应实证检验与分析	(75)
4.2.1 折扣率锚的形成过程	(75)
4.2.2 折扣率锚定效应的检验与分析	(77)
4.2.3 折扣率锚定效应强弱的检验与分析	(79)
4.3 稳健性检验	(85)
4.3.1 实施两次以上定向增发的定价锚定效应检验	(85)
4.3.2 定向增发折扣率为 D_0 时锚定效应的强弱检验	(86)
第5章 投资者情绪、异质预期与定向增发股东财富效应	(88)
5.1 文献回顾与研究假设	(89)
5.1.1 投资者情绪与股东财富效应	(89)
5.1.2 投资者异质预期与股东财富效应	(91)
5.1.3 投资者情绪与异质预期交互作用下的股东财富效应	(92)
5.2 研究设计	(93)

5.2.1 样本选择和数据来源	(93)
5.2.2 模型设计和主要研究变量界定	(94)
5.3 实证检验结果与分析	(99)
5.3.1 描述性统计与单变量分析	(99)
5.3.2 多元回归分析	(101)
5.3.3 稳健性测试	(109)
第6章 管理者过度自信、定向增发整体上市与公司价值	(111)
6.1 理论分析与研究假设	(112)
6.2 研究设计	(114)
6.2.1 样本选择和数据来源	(114)
6.2.2 模型设计和主要研究变量界定	(115)
6.3 实证检验结果与分析	(118)
6.3.1 主要变量描述性统计	(118)
6.3.2 差异检验	(122)
6.3.3 主要变量的相关系数矩阵	(122)
6.3.4 多元回归检验	(124)
6.3.5 稳健性检验	(125)
第7章 研究结论	(132)
参考文献	(136)

第 1 章 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

在中国,定向增发是指上市公司采用非公开发行方式向少数特定对象增发股份以募集资金的行为,属于一种新的股权再融资方式。2006 年 5 月 8 日,中国证券监督管理委员会颁布了《上市公司证券发行管理办法》,该办法首次为定向增发股权再融资方式提供了明确的法律规范。此后定向增发融资方式在中国得到迅速发展,很快成为资本市场的新宠儿。

从表 1.1 和表 1.2 可以看出,在 1993~1997 年期间,股权再融资方式中配股方式“一统天下”,但融资额度相对较小,市场比较狭窄,5 年内仅有 336 家公司参与配股融资,共获得 508.88 亿元的资金。从 1998 年开始,证券市场增加了公开增发再融资方式,配股从刚开始占据主导地位逐渐被公开增发所替代。进入 2006 年后,股权再融资市场呈现多元化局面,定向增发新股逐渐在资本市场上占据主导地位,其融资金额远远超过公开增发、配股等其他股权再融资方式。如表 1.1 所示,2006~2013 年这 8 年参与定向增发的公司数量分别为 51、147、107、117、153、176、155、266 家,总计 1 172 家。在此时间窗口期内,定向增发新股公司数量占到股权再融资总体(配股、公开增发和定向增发)的比重分别为 85%、79.89%、74.83%、82.98%、83.15%、88.89%、90.64%、92.36%,总体平均占比为 85.61%。再从表 1.2 可以看出,2006~2013 年这 8 年扣除融资费

表 1.1 1993~2013 年中国股权再融资的上市公司数量统计

年份	全部 公司数量	配股		公开增发		定向增发	
		公司 数量	比重 (%)	公司 数量	比重 (%)	公司 数量	比重 (%)
1993	60	60	100	0	0	0	0
1994	56	56	100	0	0	0	0
1995	71	71	100	0	0	0	0
1996	42	42	100	0	0	0	0
1997	107	107	100	0	0	0	0
1998	154	147	95.45	7	4.55	0	0
1999	124	120	96.77	4	3.23	0	0
2000	182	161	88.46	21	11.54	0	0
2001	116	96	82.76	20	17.24	0	0
2002	48	20	41.67	28	58.33	0	0
2003	40	24	60	16	40	0	0
2004	33	22	66.67	11	33.33	0	0
2005	5	1	20	4	80	0	0
2006	60	3	5	6	10	51	85
2007	184	7	3.8	30	16.3	147	79.89
2008	143	8	5.59	28	19.58	107	74.83
2009	141	10	7.09	14	9.93	117	82.98
2010	184	21	11.41	10	5.43	153	83.15
2011	198	12	6.06	10	5.05	176	88.89
2012	171	7	4.09	9	5.26	155	90.64
2013	288	16	5.56	6	2.08	266	92.36
2006 年后总计	1 369	84	6.14	113	8.25	1 172	85.61

表 1.2 1993~2013 年中国上市公司股权再融资筹资金额统计

年份	全部	配股		公开增发		定向增发	
	金额 (亿元)	金额 (亿元)	比重 (%)	金额 (亿元)	比重 (%)	金额 (亿元)	比重 (%)
1993	72.63	72.63	100	0	0	0	0
1994	47.76	47.76	100	0	0	0	0
1995	55.96	55.96	100	0	0	0	0
1996	73.92	73.92	100	0	0	0	0
1997	258.61	258.61	100	0	0	0	0
1998	384.28	353.81	92.07	30.47	7.93	0	0
1999	335.58	285.06	84.95	50.52	15.05	0	0
2000	712.63	513.43	72.05	199.2	27.95	0	0
2001	542.86	356.24	65.62	186.62	34.38	0	0
2002	217.88	53.69	24.64	164.19	75.36	0	0
2003	177.1	62.51	35.3	114.59	64.7	0	0
2004	261.21	102.85	39.37	158.36	60.63	0	0
2005	271.22	1.42	0.52	269.8	99.48	0	0
2006	923.01	11.52	1.25	102.3	11.08	809.19	87.67
2007	3 577.62	232.54	6.5	675.03	18.87	2 670.05	74.63
2008	2 303.84	139.49	6.05	518.23	22.49	1 646.12	71.45
2009	3 041.82	105.98	3.48	261.69	8.6	2 674.15	87.91
2010	4 894.56	1 438.25	29.38	377.15	7.71	3 079.16	62.91
2011	4 034.32	421.96	10.46	132.05	3.27	3 480.31	86.27
2012	3 884.16	121	3.12	104.74	2.7	3 658.42	94.19
2013	4 181.79	669.28	16	80.42	1.92	3 432.09	82.07
2006 年后总计	26 841.12	3 140.02	11.7	2 251.61	8.39	21 449.49	79.91

数据来源:根据万德(WIND)数据库数据统计整理。

用后定向增发实际融资额分别为 936. 6、2 670. 05、1 646. 12、2 674. 11、3 079. 16、3 545. 20、3 373. 79、3 521. 62 亿元,在证券市场上总计筹集到 21 449. 49 亿元。在此时间窗口期内,定向增发融资额占到股权再融资总额的量还是从筹集资金总额,无论是从每一年度还是从这 8 年总体数量来观察,在中国股票市场全流通时代的背景下,定向增发新股毋庸置疑已成为上市公司股权再融资的主流形式。这里引出本书问题一:中国上市公司在进行股权再融资方式抉择时,为什么会偏好定向增发新股,而非配股和公开增发?内在的机理何在?由于可转换公司债券同时具有债权融资和股权融资双重性质,并且在发行之初更多地体现为债权融资动机,所以本书在统计股权再融资数量与金额时并没有将其纳入分析范畴。

随着上市公司管理者对定向增发融资的偏好和投资者对增发新股认购的狂热,定向增发问题已经成为学者们研究的热点问题之一。当前,国内外学者 Smith & Hertzfel(1993),Barclay et al. (2007), Chen et al. (2010),Chakraborty & Gantchev(2013),章卫东(2007),张鸣和郭思永(2009),吴育辉、魏志华和吴世农(2013)主要是基于信息不对称理论、委托代理理论、市场时机选择、监督成本补偿、管理者堑壕、期限流动性补偿、控制权补偿、公司财富转移等理论和假说解释了上市公司定向增发新股过程中的利益输送行为和长短期市场态势等问题^[1-7]。但这些文献主要是基于传统经济和金融理论的视角,以理性经济人假设和贝叶斯学习法则为分析框架,定向增发新股行为各方参与主体的目标是追求自身效用的最大化,这在一定范围内对中国上市公司定向增发市场行为和现象具有一定的解释力度。

但传统金融学理论存在两个明显的不足之处:

(1) 它未能充分考虑到人类自身认识能力的有限性、现实经济环境的复杂性和未来事件的不可预知性等因素对公司投融资决策过程的影响,只是简单地把投资者和管理者的决策行为看作为暗箱作业,理性地追求自身目标函数最大化。

(2) 现实金融市场中出现诸如股权溢价之谜、反应过度和反应不足、过度波动、规模效应、日历效应、新股 IPO(首次公开募股)过度反应、价值效应或账面市值比效应、封闭式基金折价之谜等众多无法用传统金融理论解释的市场异象。

传统的金融理论越来越受到学者们激烈的质疑与批评。因此,越来越多的学者开始尝试从实验心理的角度来探究经济行为问题,将人类的心理与行为纳入金融学的研究范畴,行为金融理论(Behavioral Finance Theory)便应运而生。行为金融理论打破了已有传统金融理论研究的窠臼,在心理学和社会学研究成果的基础上,从投资者和管理者的实际经济决策时的心理特征入手,重新审视和研究金融市场中行为人的非完全理性因素对资本市场产生的影响。行为金融理论促使人们将研究的重心由原来的“应该怎么做决策”向“实际是怎样做决策”转变,强调投资者和管理者的心理因素在经济决策行为以及市场定价中的作用和地位,从而使相关研究更接“地气”。行为金融的兴起及其对传统金融理论的挑战为定向增发股权再融资决策问题的研究提供了新的方向。

国外学者发现,除新加坡和新西兰等少数国家以外,绝大多数国家存在上市公司定向增发新股的发行价相对于其二级市场价格有较高的市场折扣。与国外大多数学者的研究成果一致,章卫东和李德忠(2008),张鸣和郭思永(2009),邓路和廖明情(2013),郭思永(2013)等也发现中国上市公司定向增发新股的发行价格相比较于定价基准日前 20 个交易日的股票均价也存在较高的市场折价^[6,8-10]。通过 8 年的统计数据发现,中国定向增发融资过程中的市场折价现象依然明显。在 2006 年 5 月和 6 月,最初 5 家样本公司的定向增发市场折扣率均值为 0.290,而此后所有的 564 家样本上市公司的定向增发折扣率的均值为 0.279,两者之间的差异仅为 3.79%。在上市公司定向增发两次以上中,其首次定向增发折扣率均值为 0.299,而此后的多次定向增发折扣率均值为 0.292,两者之间的差异也仅为 2.34%。在此,提出本书问题二:上述市场“异象”是因为管理者的时机选择、监督补偿、流动性补偿、代理成本补偿、掏空与支持等行为所形成的一次数字上的巧合还是因为管理者内在的一致性认知偏差而形成的?中国上市公司定向增发定价折扣的依据是什么?管理者进行定价决策是否受到市场上前期已增发上市的公司定价信息的影响?

在行为金融视角下,证券的市场价格并不仅仅由其内在价值所决定,在很大程度上还受到市场参与主体的情感、心理与行为认知等因素的影响。根据行为金融学中的心理偏差理论,投资决策是投资者的一种心理上的风险与收益计量,不完全理性的投资者对证券市场信息错误地认知和感受,将通过其决策行为表现出来,反馈于市场价格中,形成互动关系。对于尚处于摸索阶段的中国

定向增发市场而言,各类投资者必然也受到包括自身情绪和异质预期在内的各种心理认知的冲击,影响其投资决策行为,进而影响定向增发市场上的股东财富及未来态势。在此,提出本书问题三:投资者认购上市公司定向增发新股后的长短期股东财富效应如何?投资者的各种心理认知偏差是否影响到定向增发投资决策行为及其财富效应?投资者的各种心理认知偏差之间的交互叠加或冲抵会将定向增发市场导入哪个方向?

国内外学者 Cooper et al. (1988), Landier et al. (2004), Malmendier et al. (2005), 郝颖、刘星和林朝南(2005), 姜付秀等(2009), 余明桂、李文贵和潘红波(2013)研究发现,普遍存在的管理者过度自信确实会对公司投资(投资不足和过度投资)、融资(融资结构和公司价值)和股利政策等公司的财务决策行为施加了影响^[11-16]。中国证监会在 2006 年先后颁布了《上市公司证券发行管理办法》《上市公司收购管理办法》等文件,文中明确了上市公司可以选择非公开发行股份作为对价支付方式,使定向增发新股迅速成为控股股东资产注入和集团整体上市的重要方式。从并购视角来看,定向增发整体上市的实质是上市公司作为主并公司,以集团公司经营性未上市资产为目标资产,以定向增发新股作为支付方式的并购重组行为,是一项重要的金融创新。在此,提出本书问题四:在中国,定向增发整体上市的过程中公司管理者也存在过度自信的非理性现象吗?管理者的过度自信是否是驱动增发公司选择整体上市的重要动因?过度自信管理者所在的公司通过定向增发实现整体上市后公司价值得到了增值吗?

1.1.2 研究意义

为了回答上述四个问题,本书借鉴行为金融的相关理论,结合中国证券市场的特殊环境和制度背景,从理论上推理出上市公司偏好于定向增发股权再融资方式的内在逻辑,从数据上寻找具体的经验证据,检验上市公司定向增发新股的定价效率,分析投资者情绪和异质预期及其交互叠加作用与定向增发新股宣告后的股东财富效应之间的关系,考察管理者过度自信对定向增发模式选择和整体上市后公司价值变化的影响,以深化定向增发各类参与主体对这种新的股权再融资方式的理解,进而为投资者进行科学、合理的决策提供帮助,为管理者更加理性地选择股权再融资方式和科学地融资定价献言、献策,为证券监管

部门更好地制定和完善相关监管政策提供理论依据。具体而言,本书的研究意义主要包括:

(1) 通过梳理中国定向增发政策的演进历程,并与公开增发、配股等股权再融资相关政策进行对比分析,厘清中国股权再融资方式由配股向公开增发转变,再到股权分置改革之后向定向增发新股转变的内在机理。

(2) 已有行为金融文献中的经验证据主要来源于首次公开发行新股、公开增发和配股等融资领域。通过把定向增发再融资方式系统地纳入行为金融的研究范畴,用以证实定向增发市场中投资者和管理者同样存在非完全理性行为,从而在定向增发领域为行为金融理论找到了若干新的直接证据。

(3) 通过理论分析和实证检验投资者情绪高低、异质预期大小的不同状态及其两者交互作用对上市公司定向增发二级市场的股东长短期财富的影响,有助于正确刻画各类投资者心理和行为特性,进而帮助投资者对定向增发新股行为做出更加客观科学的决策。

(4) 通过对上市公司管理者的锚定与调整启发、首因效应和近因效应、心理账户、过度自信等心理偏差对定向增发定价决策、定向增发运作模式的选择以及对定向增发整体上市后公司价值的影响等进行理论分析和实证检验,有助于更加深入地认识管理者的非完全理性行为在公司投融资决策及其经济后果中所发挥的作用。

(5) 通过对上市公司定向增发法规 and 政策的梳理与总结,在中国特殊的市场环境和制度背景下,探讨定向增发各参与主体的认知偏差和心理偏差行为对非公开发行新股伊始的定价决策行为、增发宣告后的短期市场反应和长期市场态势、定向增发运作模式选择等产生的影响,形成若干有价值的结论,有助于证券监管部门合理研判定向增发市场上投资者和管理者的非完全理性行为可能引致的不良经济后果,从而调整和完善定向增发相关政策,合理予以引导,促进中国证券市场的规范运作。

1.2 文献综述

通过国内外相关文献的梳理,当前学者对定向增发股权再融资方式的研究成果主要集中于定向增发的市场折扣、定向增发与盈余管理、定向增发公司经营业绩、定向增发市场效应、定向增发经济后果、定向增发与其他股权再融资方式比较等方面。本书仅对与本课题研究内容紧密相关的若干文献进行综述和梳理。

1.2.1 定向增发定价

1.2.1.1 从定向增发一级市场的角度

(1) 信息不对称假说。在信息不对称条件下,参与定向增发认购的投资者需要花费一定的成本和费用去搜寻或调查增发公司的内在价值、募集资金用途、发展前景等核心信息。公司信息不对称程度越大,对其内在价值、募集资金用途等核心信息的判断就越困难,投资者需要花费的搜寻或调查成本就越大。

由于信息来源渠道、专业知识、数据研判、投资经验和政策分析等方面存在明显的差异,机构投资者可以凭借自身的专业知识和数据研判能力对定向增发公司及项目的内在价值做出合理的预测和评估,而中、小投资者对定向增发公司及项目的未来收益情况却难以做出客观、科学、准确的预测与研判。因此,在定向增发定价决策时,增发定价折扣是对机构投资者等参与认购主体前期所付出的、挖掘公司价值信息成本的一种补偿。

Hertzel & Smith(1993)以 1980~1987 年美国 106 家实施定向增发的公司为样本,研究发现,定向增发新股折价与认购对象所获取公司内在价值信息的成本及预期收益呈显著的正相关关系。当公司的内在价值难以测量时,认购对象会耗费更多的成本和时间去估计和测算其内在的真实价值,这就要求增发公司在发行时给予更大的折价,这说明定向增发折价是对其认购者评估公司价值引致的一种成本补偿^[1]。

Andersona, Roseb & Cahanc(2006)以新西兰的定向增发公司为样本,研究发现,较少被证券分析师关注到的公司,其股票市场交易显得较为冷清,此时定向增发认购者实际上承担着承销商与投资银行的双重角色,会付出更高的成本用以估算公司的内在价值^[17]。

Wruck & Wu(2009)以美国私募市场为研究对象,进一步研究发现,增发市场折扣与认购对象和发行公司之间的业务密切程度是负相关的,当两者业务关系疏远时相应市场折扣比较高,反之较低;当老股东或关联方参与定向增发新股的认购时,市场折价程度会有所下降,这是由于公司原股东或关联方参与定向增发新股的认购是在向资本市场传递着增发公司未来良好发展前景的信息,有利于降低非公开发行市场的信息不对称性程度和信息挖掘成本,进一步证明了信息不对称假说的解释力^[18]。

Wu, Wang & Yao(2005)以1989~1997年在香港证券交易所非公开发行股票的公司为样本,研究结果表明,定向增发事件的宣告效应与公司未来成长机会在5%水平下呈显著的正相关关系^[19]。

朱红军(2008)等通过分析中国上市公司定向增发折价现象,发现大股东机会主义行为和信息不对称是定向增发折价的主要原因,定向增发折价最终体现为利益输送^[20]。

邓路和王化成(2012)通过选取2006~2010年年间的定向增发公司为样本,采用Logit模型,以增发比例(Fraction)和公司规模(Size)两个指标作为信息不对称的代理变量,考察了信息不对称对中国上市公司增发方式选择的影响。该实证结果表明,大股东控制能力越弱、信息不对称性程度越大,上市公司管理者就越倾向于选择定向增发新股方式进行再融资,而且信息不对称程度越高,大股东认购比例就越大,增发折价率也会越高^[21]。

(2) 监督效应假说。上市公司定向增发新股后,由于禁售期的限制和公司股权的更加集中,控股股东及其关联方与公司的目标函数会趋于一致,控股股东及其关联方会更有动力和压力去监督公司的管理层,从而降低管理层的逆向选择风险。Wruck(1989)认为,由于投资者认购定向增发股份后会为公司提供决策建议或者监督服务,那些认购非公开发行股票的外部监督可以有效地促使公司管理层改善经营状况、提升经营业绩,定向增发折价成为对认购者付出监督成本的一种补偿^[22]。Hertzel & Smith(1993)认为,定向增发折扣是市场对