

大股东认购、 投资者情绪与定向增发折价

Subscription of Large Shareholders, Investor Sentiment and
Discount of Private Placement

马德芳 著



经济科学出版社
Economic Science Press

大股东认购、投资者情绪与 定向增发折价

Subscription of Large Shareholders, Investor Sentiment and
Discount of Private Placement

马德芳 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

大股东认购、投资者情绪与定向增发折价/马德芳著. —北京:
经济科学出版社, 2013. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4177 - 1

I. ①大… II. ①马… III. ①上市公司 - 融资 - 研究 -
中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 311499 号

责任编辑: 刘 茜 黎子民

责任校对: 苏小昭

责任印制: 邱 天

大股东认购、投资者情绪与定向增发折价

马德芳 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 11.75 印张 150000 字

2014 年 2 月第 1 版 2014 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4177 - 1 定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

定向增发是指上市公司采用非公开方式向少数几个特定对象增发股份筹集资金的行为，证监会于 2006 年颁布实施了《上市公司证券发行管理办法》，之后定向增发才在我国正式成为上市公司的再融资方式之一。由于定向增发程序简单、费用低等特点，其被很多上市公司所欢迎。整体来讲，我国定向增发的折价率普遍较高，特别是在牛市行情下折价率远高于英美发达国家水平；在认购方式上，大股东注入资产的评估增值率也都比较高。在我国上市公司股权相对集中的情况下，大股东参与认购的定向增发不排除有为之进行利益输送的可能。自 2006 年以来，我国股市经历了大起大落，由牛市行情到熊市行情，之后再转为震荡市行情，不同市场行情下投资者情绪的波动也会影响到定向增发折价水平。

因此，本书就是从大股东认购和投资者情绪两大视角出发对定向增发折价问题进行全面研究的，本书认为，上市公司的折价水平的高低主要受到两个层面的影响，一个层面是一级市场发行价偏低，另一个层面是二级市场价格偏高。一级市场发行价偏低的主要原因可能在于大股东有可能利用自身的控制地位通过多种方式压低发行价；同时，在支付方式上注入虚增资产或劣质资产来达到侵占中小股东利益目的。而在二级市场上，上市公司的股价可能会受到投资者情绪的影响，进而会影响到上市公司定向增发折价水平。

本书采用理论分析与实证检验研究方法对定向增发折价问题进行深入分析。从理论意义上讲,本书不但可以揭示出我国定向增发高折价存在机理及其主要影响因素,丰富定向增发折价的理论解释;而且还可以拓展和深化我国上市公司大股东与中小股东代理理论的研究,同时也可以完善我国上市公司股权再融资理论。从现实意义上讲,本书的研究对于促进我国证券市场的健康发展,与国际证券市场并轨,防范当前证券市场风险具有很强的实践指导意义,以期有利于完善定向增发相关发行制度和优化证券市场的资源配置功能。

本书包括八个章节,第一章主要阐述本书的研究缘起,简要介绍本书的基本情况。第二章主要把国内外研究文献进行全方位的回顾和评述。第三章主要介绍本书的研究基础,包括制度背景与理论基础;第四章在以往文献研究与制度背景的基础上,利用代理理论、信息不对称理论、投资者情绪等理论,在一定程度上借用数理模型对定向增发折价问题进行逻辑演绎和归纳总结;第五章利用收集整理的2006~2011年实施定向增发的上市公司较大样本数据,通过发行对象与定向增发折价的实证检验来发现大股东在参与认购时是否为自己制定比较低的发行价,通过对大股东机会主义动机与定向增发折价的检验,来发现大股东的机会主义动机大小对定向增发折价的影响程度;第六章以大股东资产注入认购方式作为研究对象,分别通过把大股东认购方式与资产评估增值率作为解释变量来研究大股东认购方式对这折价的影响程度。同时,通过不同市场行情下的资产注入方式对折价的影响来发现大股东自利行为;第七章通过四个投资者情绪的四个代理变量:股票指数对数、IPO上市首日收益率、封闭式基金折价、牛市—非牛市行情等来考察投资者情绪与定向增发折价的影响程度,通过实证检验来发现,投资者情绪在定向增发折价中的作用大小,同时,为了考察一级市场和二级市场各主要因素对定向增发折价的影响程度,该章选取相关

变量同时对定向增发折价影响进行回归检验，以比较研究各个影响因素之间是否发生相互挤出效应，同时来验证相关结论的稳健性。第八章总结了本书结论和提出了政策建议。

本书最终得出以下重要结论：

第一，定向增发折价原因主要存在于两方面，一方面，大股东采取一定的手段来压低定向增发价格，另一方面可能受到二级市场投资者情绪的影响。大股东之所以能够采取一定的措施成功进行利益输送，一个比较重要的原因在于当前的定向增发制度给予其一定的操作空间。

第二，上市公司定向增发中，大股东参与增发能够获取更高的折价，大股东掏空动机明显。在牛市环境下，大股东更容易获得更高的折价，而在熊市和震荡市环境下，大股东获得的更大折扣并不容易。大股东的认购机会主义动机越强烈，大小股东之间的利益分离程度越大，定向增发折价越高。无论市场行情如何，上市公司在向大股东增发时发行价偏低，而向机构投资者发行时，发行价会明显偏高。大股东参与定向增发时，在发行定价时拥有充足的控制权，而不受投资者情绪的影响。

第三，在认购方式上，当大股东以非现金资产认购时，其容易通过提高资产评估增值率来实施掏空行为，从而侵害中小股东的利益。在熊市中，大股东有强烈的虚增资产提高其评估增值率的动机。只有在牛市行情下资产认购方式对定向增发折价会产生正向作用。大股东注入资产的评估增值率越高，定向增发折价程度越低。在震荡市行情下，以非现金资产认购时，大股东更愿意采用更低的发行价溢价率。

第四，当投资者情绪比较高时，定向增发折价程度比较大，当投资者情绪比较低时，定向增发折价程度比较小。投资者情绪比较高时，上市公司发行价相对于发行底价来说的溢价率就会比较高，说明上市公司可以以一个比较高的溢价率进行发行，上市公司用同样的股份可以筹集到更多

的资金或资产；在机构投资者认购下，投资者情绪对发行价溢价率的影响比较大，上市公司在单独向大股东定向增发的情况下，投资者情绪对大股东认购时发行价溢价率的影响很有限。

本书研究的创新性主要在于以下几个方面：（1）利用代理理论、信息不对称理论和投资者情绪等理论分别从一级市场大股东认购和二级市场投资者情绪二维视角来深入研究定向增发折价问题，通过大股东机会主义动机理论模型来分析大股东的机会主义行为发生的内在动因，通过定向增发相关制度的分析来发现大股东机会主义行为动机发生的制度空间；（2）通过对大股东认购动机与定向增发折价的实证研究，来发现大股东认购的行为是否是掏空行为，通过对大股东认购动机对发行价相对于基准价的溢价率的影响来看，大股东在定价环节是否有低价认购偏好，通过在不同市场行情下的相关样本对比分析，来发现大股东认购行为的变化；（3）以资产评估增值率视角来研究大股东资产认购与定向增发折价的实证研究来发现大股东的资产注入质量和大股东的自利行为。通过不同市场行情的对比分析，来发现大股东在资产注入环节的行为变化；（4）利用股票指数对数、IPO 上市首日收益率、封闭式基金折价、牛市—非牛市行情这四种代理变量来研究二级市场投资者情绪对定向增发折价的影响程度。

目 录

第一章 导论	(1)
一、研究背景与意义	(1)
二、研究内容、框架与方法	(7)
三、研究创新	(10)
第二章 文献综述	(12)
一、国外文献综述	(12)
二、国内文献综述	(18)
三、本章小结	(24)
第三章 制度背景与理论基础	(25)
一、制度背景	(25)
二、理论基础	(40)
三、本章小结	(50)
第四章 大股东认购、投资者情绪与定向增发折价：理论分析	(51)
一、定向增发折价的内涵与计量	(51)

二、大股东认购动机与定向增发折价	(54)
三、大股东认购方式与定向增发折价	(60)
四、投资者情绪与定向增发折价	(63)
五、本章小结	(67)
第五章 大股东认购动机与定向增发折价实证检验	(68)
一、研究假设	(68)
二、研究设计	(71)
三、实证结果与分析	(77)
四、稳健性检验	(100)
五、本章小结	(103)
第六章 大股东认购方式与定向增发折价实证检验	(106)
一、研究假设	(106)
二、研究设计	(110)
三、实证结果与分析	(113)
四、稳健性检验	(127)
五、本章小结	(129)
第七章 投资者情绪与定向增发折价实证检验	(131)
一、研究假设	(131)
二、研究设计	(133)
三、实证结果与分析	(138)
四、大股东认购与投资者情绪进一步回归检验	(148)
五、本章小结	(154)

第八章 研究结论与政策建议	(156)
一、研究结论	(156)
二、政策建议	(159)
三、研究局限与未来研究方向	(162)
参考文献	(165)

第一章 导 论

一、研究背景与意义

（一）研究背景

定向增发^①（Private Placement），在国外称为私募，在国内也称非公开发行，它是指上市公司采用非公开方式向少数几个特定对象增发股份筹集资金的行为，可以发挥证券市场优化资源配置功能。在 20 世纪 90 年代以后，通过定向增发进行筹集资金已经称为英、美等发达国家上市公司一种比较流行的融资方式，由于定向增发程序简单、费用低等特点使之被很多上市公司所欢迎，所以定向增发经常被称为“闪电配售”。但在我国资本市场，定向增发出现的时间比较晚，自从 2005 年我国股权分置改革以来，为了完善我国证券市场融资功能，证监会在 2006 年 5 月颁布实施了《上市公司证券发行管理办法》，对上市公司以定向增发作为再融资方式的条件给予一定明确的规定，之后定向增发才在我国正式成为上市公司的再融资方式之一。

^① 定向增发英文为“Private Placement 或 Private Offering”，是与公开发行（Public Placement 或 Public Offering）相对应一种募资方式。

表 1-1 1998~2011 年上市公司股权再融资概况统计表

年度	定向增发		公开增发		配股		总和 (亿元)
	金额(亿元)	比重(%)	金额(亿元)	比重(%)	金额(亿元)	比重(%)	
1998	0	0	30.463	8.56	325.527	91.44	355.99
1999	0	0	50.525	14.76	291.88	85.24	342.405
2000	0	0	190.52	22.18	668.408	77.82	858.928
2001	0	0	186.614	53.85	159.934	46.15	346.548
2002	0	0	164.181	66.29	83.473	33.71	247.654
2003	0	0	114.592	73.11	42.15	26.89	156.742
2004	0	0	158.349	74.58	53.975	25.42	212.324
2005	0	0	269.81	100	0	0	269.81
2006	938.38	89.03	111.325	10.56	4.319	0.41	1054.024
2007	2670.94	74.73	675.034	18.89	227.675	6.37	3573.649
2008	1653.65	71.17	518.227	22.3	151.57	6.52	2323.447
2009	2749.89	88.54	250.04	8.05	105.969	3.41	3105.899
2010	3394.61	68.6	115.696	2.34	1438.217	29.06	4948.523
2011	3291.65	76.56	585.593	13.62	421.958	9.81	4299.201
合计	14699.12	66.53	3420.969	15.48	3975.055	17.99	22094.14

资料来源：根据 Wind 数据库整理。

表 1-1 列出了 1998 年以来上市公司几种股权再融资方式的融资规模及其比重情况。可以看出，2006 年以前，我国再融资方式中主要有公开增发和配股，从 1998 年以来，配股筹资的比重逐步下降，而公开增发的比重逐步上升。2006 年以后，上市公司利用定向增发方式筹集的资金平均每年达到 2450 亿元人民币，所占股权再融资方式比重平均达到 78% 左右，定向增发筹资开始成为主流的再融资方式。

关于定向增发的发行对象，证监会规定一般包括两大类：一类是大股

东及其关联方；另一类是机构投资者^①。针对大股东及其关联方定向增发时，一般增发目的是收购大股东或关联方资产或筹集资金；而针对机构投资者定向增发时，增发目的主要是筹集资金。在上市公司定向增发过程中，影响买卖双方利益的关键因素就是发行价格，当发行对象为外部投资者时，对上市公司来说，发行价越高越好，因为发行价越高，上市公司就可以用同样的增发股份获得更多的资金注入，也可以说，在筹集一定量资金的情况下可以少发行股份，这样对原有股东的股权稀释效应就会大大减少。而当增发对象为大股东或其关联方时（以下统一称为“大股东”），增发价格的高低就会受到大股东控制的影响，虽然高的发行价有利于上市公司的整体利益，但不符合大股东的私人利益，大股东可能会为了自身利益利用其在上市公司控制地位在定向增发中压低发行价。

现实的情况是，我国定向增发的折价率普遍较高，本书据 Wind 数据库计算，从 2006 ~ 2011 年定向增发的折价幅度平均在 26% 左右^②，美国学者对美国上市公司实施私募折扣的研究结果大多集中在 15% ~ 20%。特别是在牛市行情下，个别公司的定向增发折价率能达到 89% 左右，平均折价率能达到 38% 左右。在认购方式上，大股东以资产认购时，资产评估增值率都比较高，从 2006 年定向增发实施以来，上市公司被注入的大股东资产评估增值率平均达到 158% 左右，最高增值率甚至能够达到 2760%，而最低值仅为 -0.33%。在我国上市公司股权相对集中的情况下，大股东参与认购的定向增发不排除有为之进行利益输送的可能，大股东有动机压低发行价进而有可能通过定向增发来增加自己的财富，从而侵害中小股东的利益，而定向增发高折价可能是大股东这一目的的表现；另一方面，如图 1-1 所

① 机构投资者包括基金、证券、保险公司积极从事实业投资的法人投资者、境内自然人和境外机构投资者等。

② 折价的计算方法多种多样，本书以发行日为基准计算，第四章将有详细论述。



示，从2006年以来，我国股市经历了大起大落，从2006年1月到2007年10月，上证综指从1200点稳步上升到6100点左右，处于明显的牛市行情，从2007年11月到2008年10月，上证综指开始持续下跌，处于明显的熊市行情，之后，中国股市长期处于震荡行情。理论上讲，不同市场行情下投资者情绪会有不同，经历过牛市、熊市和震荡市等市场行情形态，投资者情绪的波动是否对定向增发折价起到决定性的作用，都值得深入研究。

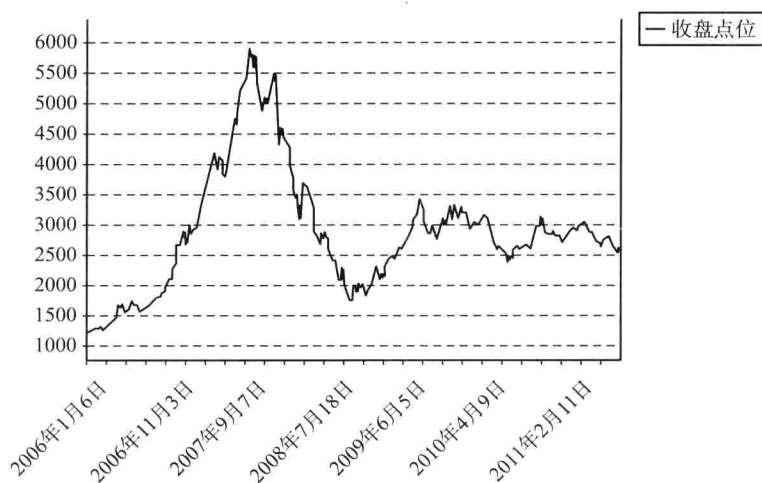


图 1-1 2006 ~ 2011 年上证综指走势图 (周)

资料来源: Wind 资讯。

在国外，相关研究已经证实定向增发中确实存在大股东通过高折价来达到自身利益最大化的目的，从而侵害中小股东利益输送行为 (Baek, Kang, Lee, 2006)。在我国，这个问题可能更严重。当前，我国的上市公司股权结构中大股东所占比例依然比较高，虽然股权分置改革后，大股东比例有所下降，据本书统计，2005 ~ 2011 年第一大股东持股比例平均达到 34.4% (股改前 43.87%)；相对于中小股东来说，上市公司内部治理落

后，大股东控制作用依然比较明显^①。大量研究表明，在上市公司股权比较集中的国家和地区中，上市公司就会产生新的代理问题，主要的代理冲突是控股股东与中小股东之间的利益冲突问题，而非传统的股东与管理层之间的代理问题。上市公司在大股东控制下，容易发生“掏空”行为（Tunneling），上市公司的控制者为了自身利益将企业的资产和利润等利益转移出去输送给自己或关联方（Johnson，2000）。已有研究表明，我国的上市公司大股东掏空现象比较普遍，大股东侵占中小股东利益的程度远高于英、美等国（唐宗明等，2002；张屹山，2005；饶静，2005；黄建欢等，2008；柳建华等，2010）。

另一方面，定向增发虽然在我国已经实施六年，但仍然可以被认为是一项证券市场的新生事物，缺乏完善而又可行的监管政策或经验。当前的定向增发制度存在一定的局限性，为大股东进行利益输送可能会提供一定的空间，例如，定向增发发行制度在上市公司的选择上并没有盈利能力的要求，这可能使得质量低下的上市公司仍然可以通过定向增发进行筹资，在发行价定价基准日的选择上，要求在董事会决议公告日、股东大会决议公告日和发行期首日这三个日期中选其一，选择的多样化就会为大股东的利益输送行为提供一定的弹性空间。另外，在资产注入的质量上也无法进行有效的衡量和监管，大股东也有可能注入劣质资产或虚增资产。

因此，在我国，定向增发的高折价根源在哪里？上市公司大股东的认购行为是否会利用高折价来侵害中小股东利益呢？证券市场投资者情绪如何影响定向增发折价？大股东行为在不同市场行情下有什么变化？本书正是以这些定向增发折价相关问题作为研究出发点的，上市公司的折价水平

^① 证监会在2008年发布的《中国资本市场发展报告》中指出：“上市公司治理水平有待提高，部分上市公司的公司治理‘形似而神不至’，‘三会’（股东大会、董事会和监事会）运作流于形式。”

的高低主要受到两个层面的影响，一个层面是一级市场发行价偏低，另一个层面是二级市场价格偏高。一级市场发行价偏低的主要原因可能在于大股东的机会主义行为，一方面，大股东有可能利用自身的控制地位针对不同的发行对象制定不同程度的发行价，通过多种方式压低发行价；另一方面，在支付方式上注入虚增资产或劣质资产来达到侵占中小股东利益目的。而在二级市场上，上市公司的股价可能会受到投资者情绪的影响，投资者情绪高涨时，会推高上市公司股价，投资者情绪低落时，会压低上市公司股价，进而影响到上市公司定向增发的发行价。因此，本书就是以考察大股东认购行为和投资者情绪对定向增发折价的影响来作为主要研究内容的。

（二）研究意义

1. 理论意义

当前我国对上市公司定向增发高折价的原因解释还存在争议，主要分为两大类，一类学者认为定向增发高折价是大股东的一种利益输送行为，即“掏空”行为，这最终侵害了中小股东的利益（王明旭，2006；朱红军，2007；张鸣，2009；吴辉，2009；章卫东，2010；王志强等，2010；徐寿福等，2011）；另一类学者认为定向增发高折价是对大股东参与认购获得的股份三年锁定期的一种合理补偿，大股东参与认购定向增发对上市公司来说是一种支持行为（田艺等，2006；俞静等，2009；姜来等，2010；邓路等，2011）；不同学者观点差异的原因一方面可能在于样本量的差异，另一方面可能在于研究方法的不同。本书的研究是在前人研究的基础上，采用从2006年以来的几乎所有定向增发的上市公司数据作为样本，从一级市场和二级市场的二维视角来深入研究定向增发高折价存在的内在原因，通过对一级市场中大股东认购行为的实证研究，可以发现大股东认购的行为是掏空行为还是支持行为，在定价环节是否有低价认购偏好，大股东注入的资产是否是劣质或虚增资产；通过二级市场投资者情绪影响的研究发现投

投资者情绪对定向增发的折价的影响程度。另外通过对大股东行为在不同市场行情下的对比分析,可以细致地发现外部投资者情绪对大股东行为的变化影响。因此,本书不但可以揭示出我国定向增发高折价存在机理及其主要影响因素,丰富定向增发折价的理论解释;而且还有利于重新审视我国上市公司大股东与中小股东的利益冲突问题,拓展和深化我国上市公司大股东与中小股东代理理论的研究,同时也可以完善我国上市公司股权再融资理论。

2. 实践意义

本书通过对大股东参与认购时定价偏好的研究,可以揭示我国上市公司定向增发定价环节的合理性和局限性,通过对大股东资产注入评估增值幅度的研究,可以揭示出上市公司是否通过定向增发注入虚增资产或劣质资产,以及对定向增发折价的影响;另外,通过不同市场行情下大股东认购行为的对比分析来发现大股东行为的变化。通过对投资者情绪变化对折价的影响研究,可以揭示出定向增发折价水平受市场情绪的影响程度。整体上说,一方面,在不同的市场行情下,本书通过对定向增发折价原因的深入研究,从不同角度分析上市公司大股东与中小股东之间的利益冲突问题,对于促进我国证券市场的健康发展,和国际证券市场并轨,防范当前证券市场风险具有很强的现实意义,最终期待完善定向增发相关发行制度和优化证券市场的资源配置功能。另一方面,本书的研究对完善上市公司治理结构、合理发挥中小股东的监督作用与指导投资者的理性投资等方面都有一定的实践指导意义。

二、研究内容、框架与方法

(一) 研究内容和框架

本书共分八章,各个研究章节的主要内容如下:

第一章为导论。主要阐述本书的研究缘起,对本书的基本情况做一个