

中国上市公司定向增发公告效应的影响因素研究

——基于事件研究法的实证分析

顾海峰 吴 狄

(东华大学旭日工商管理学院,上海 200051)

[摘要] 上市公司定向增发公告效应的存在,不利于证券市场的健康稳定发展,应深入揭示定向增发公告效应的影响因素,以此来规范上市公司定向增发制度。在分析中国上市公司定向增发的现状及其动因的基础上,运用事件研究法选取2012-2013年度286家上市公司定向增发事件作为样本,对上市公司定向增发公告效应的影响因素进行了实证分析。研究表明定向增发公告效应与增发规模、增发价格折扣率、增发目的存在正相关性,与净资产收益率、股东权益比率不存在显著相关性,以此为依据给出了规范中国上市公司定向增发制度的政策建议。

[关键词] 上市公司;定向增发;公告效应;事件研究法

[DOI编码] 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2014.06.012

[中图分类号] F830.9

[文献标识码] A

[文章编号] 2095-3410(2014)06-0082-07

一、问题提出及研究述评

我国证券市场自上世纪90年代初期以来,已经历了较长时间的发展,证券场所承担的直接融资功能具有较大程度的提升,特别是随着股权分置改革工作的完成,上市公司通过证券市场实现再融资的资本募集意愿已极为明显。考虑到定向增发融资的操作便利性与成本低廉性特征,定向增发无论从发行数量、发行股本、融资额等角度看,都已经超过IPO规模,成为我国上市公司首选再融资方式。此外,定向增发会引发上市公司股价出现一定的上涨态势,从而出现所谓的“定向增发公告效应”。所谓定向增发公告效应,主要是指上市公司对外发布拟定向增发预案公告后,对上市公司股票的短期价格产生影响,进而影响股票收益率。

纵观中国证券市场2013年度的运行态势,不难发现部分上市公司在定向增发信息的公告之前,其

股价已经出现了一轮快速上涨行情,从而为掌握内部信息的“特定投资者”带来了较好的赚钱效应。但是,一旦定向增发信息公告之后,这种赚钱效应就会下降。因为信息一旦公布,获利丰厚的“特定投资者”选择了抛售股票,从而降低了股价的赚钱效应。考虑到在有效市场中,掌握内部信息的“特定投资者”规模相对较小,因此上市公司股价在定向增发信息公告之前不会出现异动,一旦定增信息公布,投资者将基于定增募集资金的投资方向对上市公司进行盈利预测,从而确定投资策略。此外,一旦信息公告的定增价格下限过低,投资者将会积极认购上市公司的增发股份,导致上市公司股票价格短期内出现快速提升,进而加剧上市公司因定向增发而呈现的公告效应。

上市公司定向增发公告效应的存在,在一定程度上说明了投资者存在“追涨杀跌”的非理性现象。

[基金项目] 本文是国家社会科学基金项目“银保协作模式下商业银行信用风险的生成、监测与防控研究”(项目编号:13BGL041)、教育部人文社会科学研究一般项目“基于银保协作路径的商业银行信用风险识别与预警机制研究”(项目编号:11YJC790051)、中国博士后科学基金项目“中小企业金融担保费率定价机制及风险控制研究”(项目编号:20090450683)和中央高校基本科研业务费专项资金项目“债务展期视角下中小企业金融担保风险的形成路径及控制策略研究”(项目编号:11D10827)的阶段性成果。

[作者简介] 顾海峰(1972-),男,江苏苏州人,东华大学旭日工商管理学院研究员、博士生导师(副)。主要研究方向:金融理论与应用。

对此,应深入探讨影响上市公司定向增发公告效应的主要因素,以此来规范上市公司定向增发制度,推进证券市场的健康稳定发展。正是在这样的背景下,本研究针对“中国上市公司定向增发公告效应的影响因素研究——基于事件研究法的实证分析”问题展开深入探讨,本研究的主要贡献在于:分析了中国上市公司定向增发的现状及其动因,在此基础上,运用事件研究法,选取2012-2013年度286家上市公司定向增发事件作为样本,对上市公司定向增发公告效应的影响因素进行了实证分析,并以此为依据,提出规范中国上市公司定向增发制度的政策建议。

考虑到定向增发问题的重要性,对于定向增发方面的研究已受到国内外金融学者的关注。国外对于定向增发方面的现有成果主要涉及不同视角层面的探讨。Jensen(1986)^[1]认为,公司股东与管理者都是以各自利益为根本目标,股东与管理者之间存在着利益冲突,一旦公司处于投资过度状态就会引发代理成本问题,股票增发将导致公司现金流的代理成本增大,从而引发公司净利润下降,进而导致股票价格下跌。Wruck(1989)^[2]以美国市场为研究对象,探讨了股权集中度对定向增发及公司价值的影响,研究发现股权集中度对公司价值具有明显的正向效应。Hertzzel和Smith(1993)^[3]选取美国市场定向增发时间作为样本,对定向增发前后公司股票价格的变动方向进行了实证分析,研究发现增发之前公司股票具有明显的折价效应,增发之后持有公司股票的财富效应比较明显。Barclay等(2005)^[4]通过对1978-1997年美国大宗交易模式和定向增发模式的比较,发现大宗交易模式存在一定溢价是股票持有方控制公司信息披露的必然结果,而定向增发出现折价主要是为了补偿增发股票认购方对公司的监督成本。Wruck等(2007)^[5]通过对定向增发企业与定向增发对象关系的研究,发现定向增发有助于提升公司股票价格,为增发公司创造价值。

国内对于定向增发问题的研究相对较晚,主要侧重于定向增发效应及其在利益输送、公司绩效等方面的影响。其中,孙喜平(2004)^[6]认为,定向增发有利于企业实施并购行为,并对公司治理具有明显提升作用。索建宏(2006)^[7]以鞍钢新轧为例,分

析了定向增发之后上市公司财务指标变化,以及定向增发对公司财务风险的影响。刘宇(2006)^[8]研究发现定向增发在一定程度上降低了流通股持有方的受害水平。郭思永(2013)^[9]从利益输送层面,分析了大股东参与公司定向增发的内在动机,研究表明过低的增发价格将会损害中小投资者利益,促使上市公司利益向大股东转移。陈阳(2007)^[10]针对上市公司董事会预案公告日的前后时间段、上市公司股票价格超额收益率的变化分析,发现上市公司信息披露缺乏一定的公正性。章卫东等(2010)^[11]研究发现定向增发与公司绩效之间具有正向相关性,定向增发引发优质资产向上市公司的持续注入现象,有利于提升上市公司中长期经营绩效。肖万(2012)^[12]考察了定向增发预案披露问题,研究发现在上市公司公告定向增发预案之日,上市公司股票价格已呈现一定的市场效应,并分析了定向增发股价变动的影响因素。黄华继等(2009)^[13]、徐寿福等(2011)^[14]探讨了定向增发与上市公司长期绩效的关联性,研究发现上市公司运用定增资金投资于较好收益的项目,从而提升了上市公司的长期绩效。张鸣等(2009)^[15]、陈石清等(2009)^[16]讨论了定向增发与财富转移的相关性,研究发现通过定向增发模式,大股东以较低的发行价格认购了较高的股份比例,从而实现财富转移目标。王志强等(2010)^[17]、赵玉芳等(2012)^[18]则认为定向增发与利益输送之间存在显著的关联性,定向增发规模越大,相应的利益输送程度越高。

综上所述,现有文献主要集中于定向增发效应及其在利益输送、公司绩效等方面的影响,很少涉及定向增发公告效应的影响因素方面的探讨。此外,考虑到定向增发事件近两年频频发生,以往文献得到的实证结论存在一定局限性,若以最近两年事件作为样本将更具说服力。对此,本研究选取近两年来足够容量的定向增发样本,运用事件研究法,对中国上市公司定向增发公告效应的影响因素展开实证研究。

二、中国上市公司定向增发的现状及其动因分析

自2008年以来,定向增发年成功增发案例均超过了100起。从融资规模来看,2011-2013年的融

表1 2007-2013年中国上市公司定向增发现状

年份	定向增发				公开增发			
	发行公司	平均发行价格(元)	融资总额(亿元)	平均融资(亿元)	发行公司	平均发行价格(元)	融资总额(亿元)	平均融资(亿元)
2007	48	9.16	902.82	18.81	8	7.37	111.32	13.92
2008	135	12.59	2151.05	15.93	25	25.67	626.89	25.07
2009	104	15.17	1511.49	14.53	35	18.76	576.38	16.47
2010	113	10.12	2108.15	20.87	15	17.36	261.69	17.45
2011	155	13.61	3340.60	21.55	10	15.73	377.14	37.14
2012	174	14.32	3580.42	20.58	10	14.33	413.22	28.83
2013	151	15.21	3359.29	22.25	13	16.33	432.63	33.28

资料来源:Wind 资讯数据、国泰安数据库。

资总额最大,定向增发已超过 IPO 成为 A 股市场第一大融资来源,同时也成为机构投资者主要的投资市场。中国上市公司定向增发情况如表 1 所示。

随着证券市场再融资机制的逐步完善,我国上市公司定向增发规模也获得了快速发展,探究其内在动因,主要集中于以下五个方面:

(一)定向增发有利于吸引投资者及便利操作

随着股权分置改革工作的逐步推进,证券市场迎来了一波波的限售股解禁潮,大量的限售股逐步解除限售,促使大量已解除限售的股票在证券市场抛售,导致上市公司股票价格下跌。对此,若采用公开增发方式,考虑到公开增发价格往往确定为近 20 个交易日股价的加权平均,因投资者预测到未来市场可能面临的下跌趋势,通过不会参与上市公司公开增发活动,导致公开增发目标难以实现。然而,若采用定向增发模式,只有少数几个特定的机构投资者可以认购增发股票,增发价格往往低于市场交易价格一定幅度,容易吸引机构投资者的参与。此外,定向增发审批程序相对简便,容易成为上市公司增发融资的首选方式。

(二)定向增发有利于解决借壳定价及道德风险

由于我国企业上市监管严格,民营企业往往采取“借壳上市”方式,但是上市过程中对于借壳定价以及道德风险问题一直成为投资者关注的重点和难点。定向增发可以解决上述问题:一是,定增价格要求不低于询价基准日前 20 天收盘价加权平均的 90%,明确了定增价格的价格下限水平;二是,定向增发中的资产注入情况披露、审核制度、锁定期制度都规范了买壳上市行为,增加了信息公布透明度,有利于减少道德风险。

(三)定向增发有利于上市公司引入战略投资

者

经历了 30 多年的改革开放,我国的上市公司以及证券市场发展日益成熟,对于国内企业而言,发展瓶颈主要集中于缺乏国际性层面的社会资源和管理能力。随着定向增发的发展,上市公司通过定向增发机制引入战略投资者,既获得了资本金募集目标,又引入了战略投资者的先进管理技术、品牌运营管理等一系列优势,促进上市公司发展。

(四)定向增发有利于提高机构投资者的监督效应

股改以前,由于大股东侵占效应存在,内幕交易以及羊群动量交易行为较为严重,市场处于非有效状态。通过定向增发,能够增加股权结构集中度,同时机构投资者的持股比例提高,促使机构投资者增强对企业的监督,通过良好的公司业绩来保证其投资回报率。

(五)定向增发有利于引发证券市场的短期赚钱效应

由于股价或者说股票投资价值取决于投资者预期收益的高低,投资者的决策是在其所掌握的现有信息基础上分析判断的。由于信息不对称的存在,投资者无法完全了解公司经营状况。而定向增发公告实际上就是上市公司向投资者所传递的隐性承诺信号,意为经过锁定期以后,上市公司的股价会超过定向增发价格,这是上市公司管理层以及机构投资者对公司未来发展的良好预期,将改变投资者对于公司发展原有预期,进而影响股票市场价格,形成短期股价效应。

三、定向增发公告效应的影响因素分析及变量构建

(一)影响公告效应的指标选取

定向增发事件的市场反应涉及多个方面,除了

宏观层面的大盘走势以及行业层面的市盈率因素之外,微观层面的上市公司基本指标及定增公告内容对定增公告效应也具有显著影响。对此,本研究选取以下指标作为影响公告效应的主要影响因素。

1. 净资产收益率(ROE)

净资产收益率是衡量上市公司主营业务收入对净资产的依赖程度及净资产盘活能力的重要指标。净资产收益率越大,一方面说明上市公司对净资产的依赖程度较小,另一方面也说明上市公司对净资产的盘活能力越强。反之,若净资产收益率较小,则说明上市公司对净资产的依赖性过度,或者上市公司对净资产的盘活能力不足。

2. 股东权益比率(Equity Ratio)

股东权益比率是衡量上市公司资本金充足程度及经营杠杆的重要指标。股东权益比率越小,说明上市公司资本金水平比较充足,上市公司选取的经营杠杆较低,上市公司经营风险较小;反之,若股东权益比率很大,则说明上市公司资本金充足程度不足,上市公司选取的经营杠杆过高,一旦产品市场需求不足,容易引发上市公司债务风险。

3. 增发规模(Vol)

增发规模是定向增发公告中与股价效应十分相关的因素。一般来说,低于公告日上市公司市值20%的融资规模被视为小规模定向增发,此类案例也在国内定增案例中占了大多数。但是,融资规模越大,一方面说明股东对于公司业绩成长信心越强,对股价驱动效应明显;另一方面,融资规模较大的案例往往是出现重大资产重组事项,其对于后续经营业绩带来了良好预期,往往带来超额收益

4. 折扣率(Pri)

根据《上市公司证券发行管理办法》规定,定向增发价格的下限应不低于公司股东大会审议通过的最低核定价格,而在实际实施过程中,由于定向增发的审批过程往往较长,证券市场投资环境将会发生变化,导致在审批期间公司股价受到市场波动的影响较大,从而引发最终确定的定向增发价格存在一定的波动性。对此,最终发行价格与实施日的市场交易价格之间应存在一定程度的折扣率,以增强认购者对增发股份的吸引力。

5. 增发目的(Ob)

定向增发的发行目的主要分为项目融资、财务融资、引入战略投资者、资产重组四类,不同的增发目的带来的公告市场反应也不同,定向增发的公告效应也不尽相同。若上市公司增发目的是为了通过资产重组而改善公司基本面,这种增发所带来的上市公司股票溢价水平则比较高;若上市公司增发目的仅仅为了扩大生产经营规模,这种增发所带来的上市公司股票溢价水平相对较低。

(二) 实证模型的变量构建

依据上述分析,本研究将净资产收益率(ROE)、股东权益比率(Er)、增发规模(Vol)、折扣率(Pri)、增发目的(Ob)等5大指标作为实证模型的变量进行实证分析,如表2所示。定向增发发行目的一般分为5类,根据样本统计,四类主要增发目的之中,所占比例最大的是项目融资,其次是包括借壳上市、整体上市、注入资产等目的的资产重组类。由于资产重组对上市公司的盈利预期和利好效应更为明显,符合企业的长期发展战略,与股价效应也更加相关,因此本文选择以资产重组为发行目的的定向增发来研究,此处引入虚拟变量,将“资产重组”为发行目的的取值为1,否则取值为0。

表2 样本增发目的分类统计表

增发动机	公司数量	所占比例(%)
项目融资	164	50.46
财务融资	37	11.38
引入战略投资者	17	5.23
资产重组	102	31.39
其他	5	1.54
合计	325	100

资料来源:Wind数据库。

四、上市公司定向增发公告效应影响因素的实证分析

本文将采用事件研究法,对上市公司定向增发公告效应的影响因素进行实证分析。事件研究法主要依据研究目的而选择某一特定事件,研究该事件发生前后一段时间内样本股票价格或者收益率变化,进而解释特定事件对股价影响。

(一) 事件定义及事件期选择

本研究事件是指定增预案公告事件。以公告日为基准日,如果公告日属于非交易日,则顺延交易日作为基准日。事件期的选择依据所研究问题的性质及特点来决定。通常而言,事件期时间过长,会引入

过度的信息噪音,从而高估公告信息带来的影响;事件期时间过短,能够减少信息噪音,但是会损失部分信息。对此,本研究将事件期选定为定增预案公告当天的前10个交易日及后10个交易日,即(-10,10)为本研究的事件期。

(二)数据样本的选取及修正

本研究以2012-2013年325家实施定向增发的上市公司为基础,采用以下标准对定向增发公告事件进行筛选,最后得到符合条件的286家上市公司的定向增发事件,并以此作为本研究的实证数据样本。具体筛选过程如下:(1)在定增公告当天前后连续暂停交易超过10个交易日,该公司股票应从样本中予以剔除。考虑到借壳类的定增事件停牌时间较长,应不属于上述样本。(2)在定增公告预案当天前后10个交易日内,若上市公司涉及其他影响股价变动的重大事件,如年报、股权激励、重要合同获得等重要信息披露,则从样本中剔除。(3)上市公司首次公布定增预案后,若因为某种原因需要对定增预案进行修改,则以首次增发预案的公告事件为样本事件。(4)考虑到ST类上市公司的股价涨跌幅限制为5%,远小于一般上市公司股价的涨跌幅限制(10%),且股价容易操纵而涨停频现,应从样本中剔除。

(三)实证分析

为了研究定向增发公告效应的影响因素,本研究建立如下模型进行检验:

$$CAR_{it} = \alpha + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 Er_{it} + \beta_3 VOL_{it} + \beta_4 Pri_{it} + \beta_5 Ob_{it}$$

其中, CAR_{it} (average cumulative abnormal return) 为股票 i 在事件期 $t \in [t_1, t_2]$ 内的累积超常收益率,其计算公式为:

$$CAR_{it} = \sum_{t_1}^{t_2} R_{it} - R_{mt}$$

其中, R_{it} 是指样本股票在事件期内 $t \in [t_1, t_2]$ 内的实际收益率, R_{mt} 是指市场组合在事件期 $t \in [t_1, t_2]$ 内的收益率。利用 SPSS 软件统计检验预案公告日和实施日的累计超额回报与上述几个变量的相关关系,研究其拟合程度。检验结果如表3所示。

利用 SPSS 软件得到的回归结果分析如表4所示。

表3 超额累计收益影响因素的线性关系回归结果表

影响因素	Pearson 相关系数	sig 值
净资产收益率(ROE)	0.249	0.001
股东权益比率(Er)	0.035	0.631
增发规模(Vol)	-0.043	0.546
折扣率(Pri)	0.297	0.006
增发目的(Ob)	0.114	0.002

表4 方差分析表 ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig
Regression	0.595	5	0.119	3.950	0.002 ^a
Residual	5.723	190	0.030		
Total	6.318	195			

结合表4分析,归平方和为0.595,自由度为5,均方差为0.119;剩余平方和为5.723,自由度为190,均方差为0.03;F统计量的值为3.950,单边检验概率值为 $P = 0.002 < \alpha = 0.01$,说明回归方程高度显著。

表5是对回归系数的检验结果。结果显示净资产收益率指标(ROE)与股东权益比率指标(Er)对超额回报均不存在显著性影响,可以考虑剔除上述两个因素。增发规模系数t检验统计量的显著性概率数值为 $P = 0.000 < \alpha = 0.01$,意味着增发规模对公告效应影响显著;折扣率系数t检验统计量的显著性概率数值为 $P = 0.018 < \alpha = 0.05$,意味着折扣率对公告效应影响也显著;增发目的系数t检验统计量的显著性概率数值为 $P = 0.003 < \alpha = 0.05$,意味着增发动机对公告效应影响也显著。此外,系数t的绝对值越大,说明影响程度越大。因此,增发规模是影响公告效应的重要因素。

表5 回归系数表 Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
	B	Std. Error	Beta		
Constant	-0.103	0.051		-1.996	0.047
ROE	0.000	0.001	-0.049	-0.709	0.479
股东权益比	0.082	0.080	0.071	1.017	0.310
增发规模	0.364	0.095	0.293	3.812	0.000
折扣率	0.000	0.000	0.172	2.383	0.018
增发目的	0.001	0.028	0.001	3.019	0.003

由表6可以发现,调整后的 $R^2 = 0.70$,考虑到影响上市公司股价的原因较多,本研究并未完全涵盖这些因素,因此拟合度表现出分布在显著范围内。同时,市场上可能还存在其他的信息或事件,例如政府管制、内部人操纵、股权集中度等其他因素,这些因素都会对上市公司定向增发公告效应产生一定的影响。

表 6 Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.307 ^a	0.494	0.70	0.173551823

五、实证结论及政策建议

(一) 实证结论

1. 定向增发公告效应与增发规模正相关

根据实证结果,在预案公告日超额累计收益与增发规模相关系数是 $r = 0.249$,单边检验的显著性概率 $P = 0.000$ 。由于 $P < 0.01$,说明累计超额回报与增发规模之间呈正线性相关关系,且相关性十分显著。究其原因,主要是定向规模越大,一方面表明控股股东及机构投资者对于公司前景预期看好,另一方面也代表股东和机构投资者的监督效应更加明显。此外,大规模增发往往代表公司存在资产重组的可能,这对于公司盈利预期和利好刺激尤为明显,从而导致上市公司股价上涨。

2. 定向增发公告效应与折扣率正相关

从统计结果可以发现,累计超额收益与增发规模之间的相关系数为 $r = 0.297$,单边检验的显著性概率为 $P = 0.006$ 。因为 $P < 0.01$,说明累计超额收益与定增价格折扣率之间呈现出显著的正相关性。原因在于,从市场层面来分析,定增价格与定增时间及定增时证券市场运行态势有关。当证券市场处于上涨态势时,上市公司控股股东凭借着信息优势,配合机构投资者大幅度拉升上市公司股价。此外,投资者追涨杀跌的非理性行为将会加剧上市公司股价的上升幅度,从而有利于上市公司定增价格的提升。从企业层面来分析,实施价格比表明了增发企业未来基本面预期与现在相比的差距,实施价格比越高,说明公司预期的发展态势越好,未来盈利能力强,其价格驱动效应更加明显,所带来的股利效应也更加显著。当然,我们需要注意到,折扣率并非越高越好,过高的折扣率不仅会带来扩容压力,同时也会引起投资者对于利益输送和内部交易的忧虑,反而影响股价效应表现。本文认为,折扣率反映了二级市场投资者愿意支付的对价,表明了其对发行公司真实价值的评估和预期。投资者支付的价格越高,表明他们对发行公司前景越看好,相应的公司股票的超额收益率会越高。

3. 定向增发公告效应与增发目的正相关

回归结果显示,资产重组对于股价效应的影响较为显著,定向增发本身就具有能够有效解决上市公司整体上市、股权分置改革及买壳上市的三大功能。对于上市公司而言,通过非流动资产证券化或注入优质资产等方式,以此为增发目的的定向增发能够带来更大的财富效应预期,对企业长期发展十分有利。因此,其对于股价的推动作用明显。

4. 定向增发公告效应与净资产收益率无显著相关性

一般而言,股价是企业未来现金流量贴现值,累计超额回报与净资产收益率之间应该是成正向关系。但是,回归结果却恰恰相反。分析其原因,我们认为定向增发门槛更低,对净资产收益率没有明确的比率要求,资产收益率低的企业可以通过良好的定向增发操作获得更好的利好预期和盈利展望,市场反应不会依据实施定向增发企业的净资产收益率而做出判断。

5. 定向增发公告效应与股东权益比率无显著相关性

股东权益比率反映的是公司的长期财务状况,以及财务风险抵御能力。其对于单次定向增发的短期效应影响有限。同时,由于定增过程中上市公司往往通过定向增发降低公司资产负债率,从而提高股东权益所占比率,因此股东权益比率对股价效应影响有限。

(二) 政策建议

实证结论表明,定向增发公告效应与增发规模、增发价格折扣率、增发目的存在正相关性,而定向增发公告效应与净资产收益率、股东权益比率不存在显著的相关性。对此,本研究给出如下政策建议:

1. 适度控制上市公司通过定向增发模式单次募集资金的数量规模

对上市公司单次定向增发股份的规模比例给予明确约定,以防范特定机构投资者利用定向增发模式来违规操纵上市公司股价的负面现象。因为通过约束上市公司单次定向增发的股份规模比例,参与上市公司定向增发活动的特定机构投资者无法在较短时间内收集到足够规模的低成本股票。对此,特定机构投资者不具备对上市公司股价运行形成一定的控盘能力,从而无法实现特定机构投资者任意操

纵上市公司股价的不良动机,从而有利于证券市场的健康稳定发展。

2. 适度降低上市公司定向增发价格与市场交易价格之间的折价率水平

将折价率水平限定在不超过15%的比例范围内,以保护证券市场中小投资者的利益。因为参与上市公司定向增发股票认购活动的特定投资者主要是资本规模较大的机构投资者,通过将定向增发价格与市场交易价格之间的折价率水平限定在适度范围内,使得特定机构投资者在持股价格成本方面相对于中小投资者而言具有一定优势。但是,较大规模的持股比例决定了特定机构投资者在股票流动性方面存在一定劣势,持股成本优势与持股流动性劣势的对冲结果表明,特定机构投资者与中小投资者在风险收益方面是基本匹配的,从而有利于维护证券市场中小投资者的利益。

3. 强化上市公司定向增发行为的信息披露制度

定向增发公告应明确上市公司定增行为的具体内容及目标,并建立上市公司定向增发进展的定期公告制度,以增强定向增发信息披露制度的公开性与及时性,以防范上市公司控股股东及高管的利益输送及内幕交易行为。因为通过规范上市公司定向增发信息披露制度及增强定向增发信息公告的透明度,可以有效揭示上市公司控股股东及高管实施定向增发的具体内容及目标。因此,对于证券市场投资者而言,可以准确甄别上市公司对于定向增发募集资金所投资项目的盈利前景,从而决定增持或者减持发行公司的股票,由此对上市公司定向增发募集资金投向的优劣性形成约束,有效抑制上市公司通过定向增发模式任意“圈钱”的不良行为;对于证券监管部门而言,可以准确甄别上市公司定向增发价格是否具有公平性,对于显失公平、有利于控股股东及高管的定向增发行为应予以终止,以防范控股股东及高管的利益输送及内幕交易行为。

参考文献:

- [1] Jensen. Controversy of Seasoned Equity Issuance: Analysis and Evidence[J]. The Midland Corporate Finance Journal, 1986, 37: 112 - 141.
- [2] Wruck K. H. Equity Ownership Concentration and Firm

Value: Evidence from Private Equity Financings [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23: 3 - 28.

[3] Hertz M., Smith R. L. Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately [J]. Journal of Finance, 1993, 48: 459 - 485.

[4] Michael J., Clifford G., Denis P. Private Placements and Managerial Entrenchment [J]. Working Paper, Boston College, 2005.

[5] Wruck, Wu. The Relation Between Shareholders and Insurance Company [J]. Journal of Banking and Finance, 2006, 30: 2433 - 2469.

[6] 孙喜平. 武钢股份定向增发和 TCL 集团换股合并的思考[J]. 财会通讯(综合版), 2004, (21): 13 - 18.

[7] 索建宏. 全流通条件下整体上市新模式——鞍钢股份定向增发方案分析[J]. 会计师, 2006, (11): 20 - 22.

[8] 刘宇. 定向增发对相关利益体财富的影响分析[J]. 证券市场导报, 2006, (04): 16 - 20.

[9] 郭思永. 缘何大股东会认购定向增发股份[J]. 证券市场导报, 2013, (04): 55 - 61.

[10] 陈阳. 股改后定向增发超额收益率的实证分析[J]. 财经界, 2007, (04): 296 - 297.

[11] 章卫东, 李海川. 定向增发新股、资产注入类型与上市公司绩效的关系——来自中国证券市场的经验证据[J]. 会计研究, 2010, (03): 23 - 29.

[12] 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.

[13] 黄华继, 陈立贵. 我国上市公司增发的长期绩效问题研究[J]. 经济理论与经济管理, 2009, (01): 18 - 23.

[14] 徐寿福, 龚仰树. 定向增发与上市公司长期业绩下滑[J]. 投资研究, 2011, (10): 14 - 18.

[15] 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2009, (05): 11 - 17.

[16] 陈石清, 谢璐. 中国上市公司定向增发的短期财富效应研究[J]. 财经理论与实践, 2009, (11): 23 - 27.

[17] 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, (03): 109 - 149.

[18] 赵玉芳, 夏新平, 刘小元. 定向增发、资金占用与利益输送——来自中国上市公司的经验证据[J]. 投资研究, 2012, (12): 60 - 70.

(责任编辑:宋敏)