

# 定向增发、盈余管理与定价行为

俞 静(副教授), 徐 霞

**【摘要】** 本文针对定向增发的不同发行对象,将上市公司分为大股东组和机构投资者组,分别研究两组的盈余管理行为和定价效率。研究发现:机构投资者组在定向增发前偏向于正向盈余管理,并且机构投资者组首个交易日的折价率显著高于大股东组,说明针对大股东的定向增发会计盈余被操纵的机会小,具有更高的定价效率。

**【关键词】** 定向增发; 盈余管理; 定价效率

**【中图分类号】** F276

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)17-0116-6

## 一、引言

随着2006年5月8日《上市公司证券发行管理办法》的颁布,我国定向增发管理制度基本确定,定向增发逐渐成为我国上市公司再融资的一个重要途径。由于定向增发发行范围比较小、不公开发行,且证监会对上市公司定向增发发行条件的限制不是太严苛,因此定向增发成为许多公司再融资的首选。

由于定向增发具有非公开性,且定向增发的发行对象一般为上市公司的控股股东或大股东和机构投资者,很少对自然人投资者发行,所以定向增发定价的合理性就成为投资者们关注的一个重要方面。证监会对上市公司定向增发定价的限制是不能低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的90%,这是一个比较宽泛的规定,并不能保证定向增发定价能够保持在合理的水平上。实际上,在我国的定向增发市场中一直存在着较高的折价,即上市公司定向增发首个交易日的股票价格显著高于定向增发股票的定价,较高的发行折价率使得参与认购的投资者能够以偏低的发行价格获得企业股票,从而在后期解禁时可以获得超额的差价回报,那么这是否是对其他投资者利益的一种侵蚀呢?是否是上市公司定向增发的一种刻意行为呢?

国外的学者早在20世纪70年代就开始了上市公司定向增发折扣率的研究,他们发现在美国市场以及新西兰、日本等国家,定向增发普遍存在着20%左右的折价水平,他们对影响折价率的各个方面进行了分析。Wruck(1989)认为,定向增发的折价是对参与认购的投资者在后期监督企业管理

层合理使用募集资金的一种补偿。Siber(1991)研究发现,由于定向增发存在较长的锁定期,市场行情难以预料,为了吸引投资者参与认购,从而在发行价格上给予一定的折扣。Hertzel和Smith(1993)则认为,折扣率存在的根本原因是信息不对称的存在,参与认购的投资者在认购前需要对企业的状况进行调查,定向增发折价就是对认购者调查成本的补偿。综合国外学者的研究不难发现,定向增发折价的存在其实是对参与认购的投资者的一种补偿,可能是对投资者付出成本的补偿,也可能是对流动性限制的补偿,合理的折价率是必要的,并不一定会侵害其他投资者的利益。

根据定向增发折价率的计算公式,即折价率 $= (P_1 - P_0) / P_1$ ,定向增发折价率的高低由首个交易日的股票价格( $P_1$ )和定向增发定价( $P_0$ )决定。因此,国内学者主要从定价和首日交易价格两个方面来研究影响定价的因素。一部分学者认为,在股权分置改革后我国的上市公司中仍然存在着股权高度集中的现象,在面向大股东的定向增发过程中,大股东掌握着绝对的信息优势,存在着利益输送的机会主义行为,这是定向增发折价的主要影响因素(徐寿福和徐龙炳,2011;张鸣和郭思永,2009等)。他们以委托代理理论为理论依据,通过实证分析验证了大股东认购比例与定向增发折价之间的正相关关系,并且认为大股东参与认购的定向增发的折扣率显著高于针对机构投资者的增发(郑琦,2008;张鸣和郭思永,2009;马德芳等,2014)。另一部分学者则认为,定向增发的折价是对参与认购的投资者锁定期的一种补偿,过高的折价水平并不是大股东控制的代理成本所致,而是由二级市场

**【基金项目】** 教育部人文社会科学规划基金项目“投资者情绪、盈余管理与定向增发效应研究”(项目编号:12YJA630179); 河南大学中央高校基本科研业务费项目“非对称信息视角下小微企业信用风险评估研究”(项目编号:2013B33114)

上的投资者情绪决定的,在牛市行情下的定向增发折价率显著高于熊市行情(俞静和徐斌,2010;姜来等,2010;何丽梅,2010)。

证监会对于上市公司定向增发发行价格的规定说明监管机构是允许定向增发折价存在的,折价的存在是一个普遍的现象,国外学者的研究也证明了其存在的普遍性和合理性。而且我国的上市公司中大部分的股权结构都是相对集中的,在这样一个前提下研究定向增发中大股东认购比例与定向增发折价的相关关系是不准确的,并不能确定定向增发折价就是大股东的机会主义行为。在定向增发过程中,大股东的行为并不能单纯用委托代理理论来解释,应该以增发目的为出发点进行多方面的分析。

本文从信息不对称角度、定向增发目的、大股东财富效应等多个方面对定向增发过程中大股东的行为趋向进行了分析,认为大股东在综合各方面考虑的情况下会给予参与认购的机构投资者以更大的折扣,而不是单纯为了获取解禁时的价差而增加自身认购时的折扣,本文的实证分析也验证了理论分析的结果。

## 二、理论分析及研究假设

Shleifer 和 Vishny(1997)发现,持股比例较大的股东拥有超过其股权比例的控制收益,往往会以牺牲小股东利益为代价掠夺公司的财富。那么在定向增发过程中是否存在这种代理问题,即大股东是否会为了获取解禁时的价差而压低发行价格呢?

定向增发作为一种非公开性的再融资方式,是企业发展过程中的一种特殊行为。首先,从定向增发的目的进行分析。上市公司进行定向增发的目的主要有两个:一是针对大股东的定向增发;二是针对机构投资者的定向增发。前者主要是为了将大股东的优质资产注入企业,以帮助企业更好地发展;后者主要是为了募集资金以投资新的项目。可见,不论是针对大股东还是针对机构投资者的定向增发,最终目的都是为了进一步完善企业的业务体系或者发展方式,实现企业的可持续发展。大股东参与上市公司定向增发可以看成是大股东与上市公司的资产重组合作,而不是单纯地为了获取企业更多的股权以在解禁时减持套利,这在资金的时间成本上是不可取的。在定向增发时大股东已经掌握了企业的相对控制权,大股东的利益主要来自于长线持有上市公司股票带来的价值增值,并不具有减持套利的动机,且通过增发获得的股权并不具有相对的重大性,何况存在三年的锁定期,这期间股票市场的动荡是难以预料的。因此对大股东来说这是一种得不偿失的行为,大股东没有必要为了赚取差价而操纵发行价格。

上市公司在向机构投资者定向增发时主要是为了在短期内募集到项目所需资金,然而与公开增发不同,机构投资者在定向增发中认购的股票要接受12个月锁定期的限制,不

能立即上市流通。因此,根据Siber(1991)的流动性限制理论,上市公司为了成功定向增发,需要给予机构投资者一定的价格折扣以弥补流动性限制给其带来的损失,进而吸引投资者参与定向增发。

Rock(1989)研究发现,不同身份的投资者之间存在着信息不对称,掌握信息优势的一方会首先选择回报高、风险小的投资机会,而处于信息劣势的一方往往获得的是回报低、风险高的投资机会,这样信息劣势的一方就会因投资损失而退出,进而导致发行失败。为了避免发行失败以募集到足够的资金,发行方就会给信息劣势方一定的折扣以吸引他们参与认购。在定向增发的发行对象中,大股东掌握企业的相对控制权,在企业的股东大会和董事会中拥有一定的决策权,对企业的经营和投资情况掌握的比较多,处于信息优势一方,而机构投资者则处于信息劣势一方。因此,机构投资者在参与企业定向增发时面临着比大股东更高的风险,投资失败的不确定性也比较大,为了弥补机构投资者在信息搜集过程中付出的成本以及投资损失的风险,吸引机构投资者参与认购,企业在面向机构投资者定向增发时会给予他们一定的折扣。

综合以上分析,本文提出以下假设:

假设1:上市公司面向机构投资者定向增发的折价水平高于面向大股东定向增发时的折价水平。

证监会对大股东参与定向增发的锁定期规定是36个月,这一较长时间的限制使得大股东在参与定向增发的过程中也要求一定的折扣作为补偿,因此,一定的折扣率在定向增发中是必要的,根据上文的分析,大股东在定向增发过程中也没有刻意操纵发行价格的动机。但这并不代表我国定向增发过程中的折扣率就是合理的,统计显示,自2006年以来,我国上市公司的定向增发折扣率平均超过20%,这其实已经超过证监会规定的10%的水平。俞静和徐斌(2010)研究发现,定向增发的较高折价率不是大股东的机会主义行为所致,而是由二级市场溢价导致的,在牛市行情下,投资者普遍看好市场,投资热情高涨,进而推高二级市场股票价格,导致定向增发折价率比较高;在熊市行情下,投资者不看好市场,投资意愿下降,二级市场股票价格就会偏低,定向增发折价率就会降低。但是,从定向增发折价率的计算公式可以看出,折价率的高低不仅仅由市场投资者的情绪决定,发行定价也是一个不能忽略的因素。虽然从投资者情绪的角度来研究定向增发折价否定了大股东的机会主义行为,但是也忽视了对上市公司为了给予大股东和机构投资者一个具有吸引力的折扣率而进行的定价操纵行为。

朱红军等(2008)对驰宏锌锗定向增发案例进行研究发现,该公司在进行定向增发前一个季度进行了明显的负向盈余管理,公司应计额明显小于行业平均水平。田昆儒、王晓亮(2014)选取了2008年和2009年进行定向增发的公司为样

本,通过与非定向增发公司进行配对发现,进行定向增发的公司在增发当年及前一年进行了盈余管理。可以看出,上市公司在定向增发的过程中一定程度上存在着盈余操纵的行为。通过增发前的盈余操纵,上市公司借以来影响公司股票的市场价格,进而影响定向增发基准价格的确定,这样就可以“合理”地确定一个比较低的发行价格;或者通过盈余操纵影响二级股票市场的预期,在首发日产生较大的折扣。综合以上分析,本文提出以下假设:

假设2:上市公司的定向增发过程中存在着盈余管理的行为,盈余管理的水平与折价率呈正相关关系。

### 三、研究设计

1. 样本选择和数据来源。本文选取了2009~2014年实施定向增发的上市公司作为样本,剔除因停牌等原因导致基本财务数据不全的样本;为了防止特殊事件对盈余管理的影响,剔除当年新上市公司、事件期内有多次定向增发的上市公司以及ST、PT公司;由于行业的特殊性,剔除金融保险类企业。在对样本进行了上面的筛选之后,最终得到705家上市公司的定向增发样本数据。

本文上市公司财务报表数据来源于CCER数据库,定向增发样本数据来源于Wind数据库,采用Stata软件对数据进行处理分析。

2. 盈余管理的衡量。本文采用Jones的应计盈余管理模型衡量上市公司定向增发过程中的盈余管理程度。其计算过程如下:

第一,计算总应计利润(TA)。

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \quad (1)$$

其中,  $TA_{it}$  为总应计利润;  $NI_{it}$  等于公司  $t$  期的净利润;  $CFO_{it}$  等于公司  $t$  期经营活动产生的现金净流量。

第二,计算非可操纵性应计利润(NDA)。

将上市公司的数据分年度、分行业代入模型(2)中进行回归,分别得到参数  $a_{1i}, a_{2i}, a_{3i}$  的估计值  $a_{1i}, a_{2i}, a_{3i}$ , 将通过模型(2)得到的参数估计值代入到模型(3)中,计算求得公司  $t$  期的非可操纵性应计利润NDA。

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_{1,i}/A_{i,t-1} + \alpha_{2,i}(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_{3,i}PPE_{i,t}/A_{i,t-1} \quad (2)$$

$$NDA_{i,t} = \alpha_{1,i}/A_{i,t-1} + \alpha_{2,i}(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_{3,i}PPE_{i,t}/A_{i,t-1} \quad (3)$$

其中,  $\Delta REV_{it}$  等于公司  $t$  期的营业收入变化值;  $\Delta REC_{i,t}$  等于公司  $t$  期的应收账款变化值;  $PPE$  等于公司  $t$  期期末的固定资产原值;  $A_{i,t-1}$  等于公司  $t-1$  期期末的总资产,用以消除公司规模大小的影响。

第三,计算可操纵性应计利润(DA)。

用模型(1)的结果减去模型(3)的结果得到本文所要探讨的可操纵性应计利润,即:

$$DA_{i,t} = TA_{i,t}/A_{i,t-1} - NDA_{i,t} \quad (4)$$

根据式(4)计算出的DA可正可负。本文用DA的绝对值来代表企业进行盈余管理的程度,避免了DA的符号对实证分析的影响。

3. 研究模型的建立。为了证明假设1,本文建立模型(5):

$$Discount = \beta_1 DA + \beta_2 Tratio + \beta_3 Rsize + \beta_4 Asset + \beta_5 Roe + \beta_0 \quad (5)$$

为了证明假设2,本文建立模型(6):

$$Discount = \beta_1 DA + \beta_2 Dratio + \beta_3 Rsize + \beta_4 Asset + \beta_5 Roe + \beta_0 \quad (6)$$

式中变量定义如表1所示:

表1 变量定义

变量类型	变量名称	含义及计算方式
被解释变量	Discount	定向增发折扣率,以(定向增发后首日交易价格-发行定价)/定向增发后首日交易价格衡量
解释变量	DA	盈余管理水平,以可操控性应计盈余管理平衡量
控制变量	Roe	净资产收益率
	Rsize	实际募集资金总额,以募集资金总额的自然对数作为代入变量
	Dratio	大股东认购比例
	Asset	总资产,以总资产的自然对数作为代入变量
	Tratio	定向增发发行对象的虚拟变量,如果是针对大股东的定向增发,则Tratio=1;如果是针对机构投资者的定向增发,则Tratio=0

其中,各个变量具体含义如下:

(1)Discount表示定向增发折扣率,以(定向增发后首日交易价格-发行定价)/定向增发后首日交易价格来计算。

(2)Dratio代表大股东在定向增发中的认购比例。

(3)Tratio为定向增发发行对象的虚拟变量,如果是针对大股东的定向增发,则Tratio=1;如果是针对机构投资者的定向增发,则Tratio=0。

(4)DA是根据上文的计算方法得出的应计盈余管理的水平。

(5)Rsize为控制变量,表示定向增发过程中实际募集到的资金总额,我们用募集资金总额的自然对数作为变量代入。募集资金总额反映了上市公司及相关利益者在定向增发过程中能够获得的利益数额,因此募集资金越多,上市公司在定向增发过程中可获得的利益越大,就越有动机进行定价操纵,发行折扣率可能越大。

(6)Asset为控制变量,表示上市公司的资产规模,用资产总额的对数作为变量代入。上市公司规模越大,公司的管理越规范,信息披露的要求越高,市场对上市公司的监督就会越多,公司进行定价操纵的成本就越高,因此发行折扣率就会越小。

(7)Roe 为控制变量,代表定向增发前上市公司的净资产收益率。净资产收益率是反映企业盈利的指标,也是投资者判断上市公司投资价值的一个重要参考指标。净资产收益率的高低会影响二级市场投资者的情绪,对发行折扣率有重要影响。

#### 四、实证分析

**1. 描述性统计。**表2列示了全样本数据的描述性统计结果,通过表中数据可以看出,所有上市公司 Discount 的均值为 15.78%,最大值为 84.84%,最小值为-135.37%,说明我国上市公司定向增发过程中的折扣率平均保持在 15.78%的水平上,高于证监会规定的 10%的水平,折扣率明显偏高。同时,上市公司之间的定向增发折扣率存在着比较显著的差异,有些公司的折扣率接近 90%的水平,而有些公司在增发首日的股票价格大幅跳水,折扣率超过-100%,说明上市公司定向增发定价与二级股票市场价格脱节比较严重。DA 的描述性统计显示,上市公司在定向增发前的盈余管理水平平均为 0.1108,中位数为 0.0692,这证明了本文的假设 2,且 DA 均值大于中位数,说明半数以上的上市公司在定向增发前的盈余管理水平远高于 0.0692。根据 Rsize 和 Asset 的统计数据可以看出,最大值与最小值之间差别较大,进行定向增发的上市公司规模差异较大,定向增发的募集资金规模也存在较大差别。Roe 的均值为 10.6370,最大值为 61.35,最小值为 -157.967,由于证监会对定向增发的 Roe 没有特殊规定,所以进行定向增发的上市公司的 Roe 可以为负值,这对定向增发过程中的发行定价来说是个很大的挑战,极有可能出现大幅折扣率。

**表 2 全样本描述性统计**

变量	样本量	均值	标准差	最大值	中位数	最小值
Discount	705	0.1578	0.2119	0.8484	0.1533	-1.3537
DA	705	0.1108	0.1218	0.6938	0.0692	0.0001
Dratio	705	0.2154	0.3417	100	0	0
Rsize (亿元)	705	16.8465	25.3208	246.6	8.145	0.57
Asset (亿元)	705	9.2941	20.6913	193.9972	2.9232	0.1821
Roe(%)	705	10.6370	15.9360	61.35	10.6895	-157.967

为了比较不同发行对象的盈余管理水平和折扣率水平,本文根据大股东的认购比例,将所有样本公司分为两组:Dratio≥60 的为大股东组;Dratio<60 的为机构投资者组。分组描述性统计的结果如表 3 所示。

在 705 个样本中,大股东组只有 175 家公司,占比不到 25%,说明我国上市公司定向增发的主要目的是为项目募集资金,而不是与大股东进行资产重组,因此,在这样一个主要针对机构投资者定向增发的前提下所研究的大股东的机会

主义行为是不具有普遍意义的,这也间接支持了本文的假设 1。Discount 的分组描述显示,大股东组的 Discount 均值为 0.1342,标准差为 0.1821,机构投资者组的均值为 0.1651,标准差为 0.2199,可以看出,机构投资者组的 Discount 均值高于大股东组,且标准差小于大股东组,说明机构投资者组的折价率水平基本高于大股东组,这也初步验证了本文的假设 1。大股东组的 DA 均值为 0.1439,标准差为 0.2107,机构投资者组的 DA 均值为 0.1026,标准差为 0.0647,可以看出,虽然大股东组的 DA 均值高于机构投资者组,但是标准差也高于机构投资者组,说明大股东组的 DA 水平存在较大差异,不能说明大股东组的 DA 水平要高于机构投资者组,并不与本文的假设 2 相矛盾。

**表 3 分组描述性统计**

变量	Discount	DA	Rsize (亿元)	Asset (亿元)	Roe (%)	
大股东组	样本量	175	175	175	175	
	均值	0.1342	0.1439	17.4562	10.2532	4.664
	标准差	0.1821	0.2107	21.4531	19.2547	21.4563
	最大值	0.8014	0.5527	246.6	193.9972	58.68
	中位数	0.1293	0.0881	10.4520	5.4572	8.678
	最小值	-1.3537	0.0001	0.65	1.2761	-157.967
机构投资者组	样本量	530	530	530	530	
	均值	0.1651	0.1026	15.2456	9.1625	15.4852
	标准差	0.2199	0.0647	20.4567	20.2561	24.2541
	最大值	0.8484	0.6938	180.73	56.78	61.35
	中位数	0.1610	0.0666	9.65	2.6745	11.9621
	最小值	-0.6983	0.0002	0.57	0.1821	-78.562

**2. 单变量差异检验。**根据上文的分组,本文对因变量 Discount 和主要自变量 DA 进行了均值差异检验和中位数非参数检验,具体结果如表 4 所示。大股东组和机构投资者组的 Discount 均值差异检验 t 值为-1.3461,在 10%的水平上显著,中位数差异检验 z 值为-1.5129,也在 10%的水平上显著。这说明机构投资者组的定向增发折扣率水平显著高于大股东组,验证了本文的假设 1。

**表 4 单变量差异检验**

变量	均值			中位数		
	大股东组 N=175	机构投资者组 N=530	均值差异检验 t 值	大股东组 N=175	机构投资者组 N=530	中位数差异检验 z 值
Discount	0.1342	0.1651	-1.3461*	0.1293	0.1610	-1.5129*
DA	0.1439	0.1026	2.7973***	0.0881	0.0666	2.0715**

注:\*,\*\*,\*\*\*分别表示双尾检验在 10%、5%、1%的水平上显著,下同。

大股东组和机构投资者组的DA均值差异检验t值为2.7973,在1%的水平上显著,中位数差异检验z值为2.0715,在5%的水平上显著,说明大股东组的盈余管理水平显著高于机构投资者组,这似乎与Discount的分组检验结果相悖。但结合表5中关于DA正负的描述性统计结果可以看出,大股东组超过一半的定向增发公司进行了负向的盈余管理,而机构投资者组中大多数公司进行了正向的盈余管理,正向的盈余管理对市场投资者的情绪会起到更大的鼓励作用,进而带动二级市场的股票行情,产生较高的折扣率。而从整个样本来看,大多数定向增发的公司进行的都是正向的盈余管理,这从侧面证明了本文的假设2,说明折价率高的机构投资者组其盈余管理的水平也较高。

表5 盈余管理水平单变量统计

分组	DA(+)	DA(-)	合计
大股东组	79	96	175
机构投资者组	357	173	530
合计	436	269	705

3. 回归分析。表6列示了全样本回归分析的结果。一元回归结果显示,上市公司定向增发的折扣率与定向增发前的盈余管理水平在1%的水平上呈显著的正相关关系,盈余管理的程度越大,定向增发的折扣率越大,这验证了前文的假设2。加入其他变量的多元回归并没有改变折扣率与盈余管理之间的正相关关系,定向增发折扣率与盈余管理水平之间仍在1%的水平上显著正相关。大股东的认购比例Dratio与定向增发折扣率在10%的显著性水平上呈负相关关系,说明大股东认购比例的增加反而会使定向增发折扣率下降,大股东的认购对定向增发的折扣率没有起到促进作用,这说明大股东在定向增发过程中不存在利益输送行为,也间接验证了本文的假设1。实际募集资金总额与折扣率的关系符合前文的预期,两者在5%的显著性水平上正相关,说明上市公司定向增发规模越大,折扣率越高,在募集资金比较多的大规模项目里,上市公司定向增发的定价效率会大打折扣。上市公司的资产总额与定向增发折扣率在10%的水平上显著负相关,说明公司的规模越大,定向增发的折扣率越低,大公司完善的公司治理机制以及社会监督效应有利于降低折扣率。Roe与折扣率之间的关系不显著,说明上市公司的净资产收益率与定向增发折价之间不存在显著的相关关系。

为了进一步验证本文的假设1,本文在全样本回归的基础上加入虚拟变量Tratio,根据前文的分组结果,如果样本为大股东组,则Tratio=1,如果样本为机构投资者组,则Tratio=0。表7的回归结果显示,Tratio在1%的水平上与折扣率显著负相关,说明针对大股东组的折扣率低于机构投资者组,在大股东参与认购超过60%的情况下,其折扣率要比机构投资者参与认购超60%的组低,否定了大股东的机会主义行为,

表6 全样本回归分析结果

变量	预期符号	Discount(一元)	Discount(多元)
DA	+	0.5378*** (0.000)	0.3621*** (0.000)
Dratio	-		-0.0123* (0.072)
Rsize	+		0.0344** (0.032)
Asset	-		-0.0203* (0.069)
Roe	+		0.0007 (2.673)
_cons		0.1283*** (0.000)	0.4265*** (0.000)
N		705	705
F		35.673	15.472
Ajusted R <sup>2</sup>		0.0589	0.0878

注:括号内是P值,下同。

进一步验证了本文的假设1。在加入虚拟变量之后,其他变量的回归结果并没有改变,与全样本的回归结果一致。

表7 虚拟变量回归检验结果

变量	预期符号	Discount
DA	+	0.3871*** (0.000)
Tratio	-	-0.3444*** (0.003)
Rsize	+	0.0304** (0.042)
Asset	-	-0.0286*** (0.008)
Roe	+	0.0004 (4.721)
_cons		0.2891*** (0.000)
N		705
F		14.76
Ajusted R <sup>2</sup>		0.0956

4. 稳健性检验。为了进一步验证本文回归结果的可靠性,本文选取折扣率的替代衡量指标进行进一步的回归检验。在前文的回归中,折扣率是通过首日交易价格来衡量的,在替代变量中,本文用定向增发上市前一交易日的收盘价来衡量折价水平。进一步的回归结果与前文的回归结果一致,证实了前文得出的结论,说明本文的回归结果具有稳健性,能够经得起检验。鉴于篇幅有限,回归结果不再赘述。

5. 实证小结。从以上分析中可以看出,上市公司在进行定向增发前进行了显著的盈余管理,并且针对机构投资者定

向增发时主要进行的是正向的盈余管理,针对大股东定向增发时主要进行的是负向的盈余管理。可操纵性应计利润的绝对值与定向增发折扣率之间存在显著的正相关关系,盈余操纵的程度越大,定向增发后首日交易的折扣率越大。

分组回归的检验结果显示,大股东组的定向增发折扣率低于机构投资者组,说明针对机构投资者定向增发时的定价效率更低,对市场产生了更大的扰动效应,这与之前学者关于定向增发中大股东的利益输送行为的研究结论相矛盾,澄清了大股东的行为动机。

## 五、研究结论与建议

1. 研究结论。综合上文理论分析和实证分析的结果,本文得出如下结论:

(1)上市公司在进行定向增发前存在着显著的盈余管理现象,上市公司的盈余管理水平与定向增发折扣率之间存在着显著的正向关系,过高的盈余管理容易导致较高的折扣率,降低了定向增发的定价效率。

(2)根据定向增发的发行对象,将上市公司分为大股东组和机构投资者组,在分组检验过程中发现,机构投资者组的定向增发首个交易日折扣率显著高于大股东组,这一结论与之前的许多学者提出的在定向增发过程中大股东的利益输送行为相悖;而在针对机构投资者增发时,为了吸引处于信息劣势的投资者参与认购,募集到足够的项目资金,上市公司往往会给予机构投资者较大的折扣。

2. 建议。结合上述研究结论,本文对定向增发的监管提出如下建议:

(1)完善定向增发的定价方式。上市公司在定向增发前通常会进行显著的盈余管理,因此,相关监管机构应该进一步完善定向增发的定价方式,逐步推行以定向增发发行首日市场价格作为定价基础的定价方式,以避免管理层过度操纵盈余报告信息。同时,监管部门应该加强对上市公司信息披露的执法力度,杜绝虚假披露的现象,以确保上市公司的相关信息能够及时、准确地向市场投资者披露。

(2)加强对机构投资者的管理。机构投资者参与定向增发使上市公司的折扣率显著增加。因此,相关监管部门应该加强对机构投资者的管理,防止机构投资者与定向增发上市公司串通,这种串通一般表现为两个方面:一方面,上市公司通过向机构投资者定向增发达到融资目的;另一方面,机构投资者通过定向增发获得高额的减持收益,从而扰乱证券市场的秩序。

(3)减少上市公司的盈余操纵行为。上市公司的盈余管理一直是我国上市公司在股权融资或者并购活动中使用的操纵财务会计报告的方法,这不仅降低了上市公司的定价效率,还严重影响了我国证券市场的正常秩序,加重了市场间不同投资者的信息不对称程度。所以,减少上市公司的盈余操纵行为不仅要健全上市公司的内部治理结构,还要从外

部治理环境的角度出发,一方面加大对上市公司盈余操纵行为的处罚力度,健全相关的法律制度;另一方面从法律上明确禁止盈余操纵行为,保证上市公司盈余报告的真实性和有效性。

## 主要参考文献:

徐寿福,徐龙炳.大股东机会主义与定向增发折价——兼析制度变迁的影响[J].上海财经大学学报,2011(4).

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(5).

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(6).

郑琦.定向增发对象对发行定价影响的实证研究[J].证券市场导报,2008(4).

马德芳,叶陈刚,徐伟.大股东掏空动机、市场行情与定向增发折价[J].现代管理科学,2014(2).

田昆儒,王晓亮.定向增发、盈余管理与长期股票收益[J].财贸研究,2014(5).

姜来,罗党论等.掏空、支持与定向增发折价——来自我国上市公司的经验证据[J].山西财经大学学报,2010(4).

俞静,徐斌.低价定向增发之谜:一级市场抑价或二级市场溢价?——来自中国证券市场的证据[J].证券市场导报,2010(6).

何丽梅.我国上市公司定向增发折价研究——基于较完整市场周期的分析[J].经济管理,2010(2).

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(9).

Wruck, Karen Hopper. Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings[J]. Journal of Financial Economics, 1989(25).

Silber, William L. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices [J]. Financial Analysts Journal, 1991(7).

Hertzel M., Smith R. H.. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately[J]. Journal of Finance, 1993(48).

Shleifer A., Vishny R. W.. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1997(52).

严智群. IPO 审计的风险分析控制研究[J]. 审计月刊, 2015(10).

支晓强,邓路.投资者异质信念影响定向增发折扣率? [J]. 财贸经济, 2014(2).

作者单位:河海大学商学院,南京 211100