

# 投资者情绪、利益输送与定向增发融资偏好

李诗田<sup>1</sup>, 宋献中<sup>2</sup>

(1. 华南师范大学 国际商学院, 广东 广州 510631; 2. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632)

**[摘要]**近年来,中国A股市场上市公司表现出明显的定向增发股权再融资偏好。在总结国内外研究文献的基础上,以2006—2012年间实施公开增发和定向增发募集资金的公司为研究样本,从投资者情绪、利益输送的角度对中国上市公司股权再融资的选择方式进行实证检验,结果显示:投资者情绪越低,公开增发利益输送效应越小,定向增发利益输送效应越大,上市公司更偏好定向增发融资;反之,则上市公司更偏好公开增发融资。因此,在中国股票市场“熊市”经历的时间要比“牛市”长得多,即投资者在大多数时间段处于情绪低迷状态的因素影响下,越来越多的上市公司转向定向增发融资是基于大股东实现利益输送的理性选择。研究结论对规范我国上市公司融资行为、有效发挥中国股票市场的资金融通功能具有积极意义。

**[关键词]**定向增发融资;再融资偏好;投资者情绪;利益输送;公开增发融资;股权再融资方式;股票折价水平;定价机制监管

**[中图分类号]**F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)04-0088-12

## 一、引言

定向增发和公开增发是中国上市公司两种最主要的股权再融资方式。定向增发的对象是特定的投资者,主要包括公司大股东以及一些机构投资者;公开增发的对象是不特定的投资者,主要是公众股东(包括分散的个人投资者和机构投资者):

两种方式的主要发行对象差异明显。纵观中国股票市场的改革和发展历程,定向增发和公开增发在上市公司股权再融资方面都发挥了重要作用。如果对近年中国股权再融资的数据进行分析,人们可以发现这样一个有趣的现象:中国实施定向增发的上市公司数量和募集资金规模均远远超过公开增发的,定向增发已经成为中国股票市场上最活跃的股权再融资方式。表1的数据<sup>①</sup>显示,2006—2012年共有519家公司通过定向增发完成募集资金7688.55亿元,只

表1 2009—2012年中国上市公司公开增发和定向增发完成情况表

年份	募集资金的公司数量(家)		募集资金规模(亿元)	
	公开增发	定向增发	公开增发	定向增发
2006	7	32	111.32	267.34
2007	24	84	616.89	1026.23
2008	34	60	576.38	788.50
2009	14	69	261.69	1128.70
2010	9	98	340.16	1606.02
2011	10	97	288.79	1264.71
2012	4	79	85.28	1607.05
总计	102	519	2280.51	7688.55

**[收稿日期]**2016-03-05

**[基金项目]**国家自然科学基金项目(71372166);广东省重点教研项目(2013JGXM-ZD09);广东省哲学社会科学规划青年项目(14Q16)

**[作者简介]**李诗田(1979—),男,湖南常宁人,华南师范大学国际商学院讲师,博士,主要研究方向为公司财务;宋献中(1963—),男,湖南宁乡人,暨南大学管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为公司财务。

<sup>①</sup>表1的数据由笔者从CSMAR数据库收集整理所得,该数据剔除了以部分或全部资产(包括以公司实物资产、股权资产和债权资产)认购的定向增发样本数据。

有 102 家公司通过公开增发完成募集资金 2280.51 亿元,且各年通过定向增发完成募集资金的公司数和总金额均远远超过公开增发的。

表 1 的数据说明,近年来中国 A 股市场上市公司表现出明显的定向增发再融资偏好。这一现象背后深层次的原因是什么?对这一问题进行理论解释,对于规范我国上市公司的融资行为、净化融资环境并进一步发挥和完善我国股票市场融资功能具有重要的现实意义。本文尝试基于公众投资者情绪、大股东利益输送的角度对之进行分析。

## 二、文献综述

目前国内外大多数相关研究表明,上市公司定向增发的实际发行价格相对于增发公告时的市价有一个折价,定向增发存在向特定投资者进行利益输送的行为,从而间接解释了选择定向增发融资的原因。Wruck 对美国 37 家定向增发样本公司进行研究发现,增发价格相对于首次公告前一日有 13.5% 的平均折价率<sup>[1]①</sup>。Hertzel 和 Smith 对 106 家美国上市公司的研究则发现,其样本公司的平均折价率为 20.14%<sup>[2]</sup>。Barclay 等通过实证研究发现,只有 14% 的样本公司定向增发的发行价格在其股票交易市价之上,平均折价率为 18.7%<sup>[3]</sup>。俞静和徐斌利用 2006—2008 年中国实施定向增发的上市公司的数据研究发现,样本公司具有 29.55% 的折价率,比美国上市公司更高<sup>[4]</sup>。

现有文献主要从五个方面对定向增发折价和利益输送行为进行了理论解释:(1)监督成本理论。Wruck 认为定向增发折价是对特定投资者(特别是大股东)发挥对管理层监督作用的补偿<sup>[1]</sup>。(2)流动性补偿理论。Siber 认为给予特定投资者的折价是对其认购的股票不能立即上市交易、具有较长限售期的补偿<sup>[5]</sup>。(3)信息不对称理论。Hertzel 和 Smith 认为,由于存在信息不对称,对参与定向增发的特定投资者给予折价是对其信息调查成本的补偿<sup>[2]</sup>。(4)控制权理论。Barclay 等认为,管理层为达到控制公司的目的,对消极的、特定的定向增发投资者给予折价<sup>[3]</sup>;Baek 等对韩国家族集团控制的上市公司研究发现,家族集团内部成员相对于其他股东来说,参与定向增发可以获得更高折价和收益,控股股东从而对上市公司实现掏空<sup>[6]</sup>。(5)投资银行声誉理论。Erhemjants 和 Raman 研究发现,在控制内生性问题之后,上市公司所聘用的投资银行声誉越高,其定向增发折价率越低<sup>[7]</sup>。

在上述理论指导下,结合中国股票市场的特殊情况,一些学者从三个方面对中国上市公司定向增发利益输送和折价的影响因素进行了实证检验:(1)发行对象与定向增发折价。徐寿福、何丽梅、王秀丽等通过对 A 股市场上市公司进行实证研究发现,大股东是否参与认购、大股东认购比例与定向增发折价率呈正相关关系,大股东可能通过定向增发这一股权再融资方式实现利益输送<sup>[8-10]</sup>。张鸣和郭思永、何贤杰和朱红军等研究发现,大股东定向增发之前持股比例同认购比例之差与定向增发折价率显著负相关,说明大股东通过定向增发来实现财富转移或利益输送<sup>[11-12]</sup>。俞静和徐斌则认为大股东是否参与认购与定向增发折价率没有显著的关系<sup>[4,13]</sup>。章卫东和李德忠的研究则发现,控股股东、关联投资者参与认购的上市公司定向增发折价率更低<sup>[14]</sup>。(2)投资者情绪与定向增发折价。俞静和徐斌通过实证研究发现,中国股票二级市场行情或投资者情绪越高涨,定向增发折价率越高<sup>[4,13]</sup>。(3)其他因素与定向增发折价。何贤杰和朱红军研究发现信息不对称程度与定向增发折价率呈显著的正相关关系<sup>[12]</sup>。

国内外对上市公司定向增发的研究方面取得了一定的进展,但现有的研究仍然存在有待完善和补充的地方,主要包括:(1)研究的视角和思路可以进一步拓展。国内外大多数文献都是通过单独研究增发折价来间接说明实施定向增发融资的原因,缺乏综合定向增发和公开增发两种融资方式来直接解释企业具有定向增发融资偏好的研究,更缺乏从投资者情绪、利益输送角度对定向增发融资偏好的研究。

①根据 Wruck 的文章<sup>[1]</sup>计算而得,文章给出的数据是定向增发价格与首次公告前一交易日价格的平均比率为 0.865。

(2)实证研究设计可以进一步改进。譬如国内不少文献将资产注入型和资金募集型定向增发样本公司合在一起研究,未考虑二者之间的差异,这会影响实证结果的可靠性;又如国内一些研究文献对投资者情绪指标选择过于单一。因此,本文在改进上述问题的基础上,尝试以2006—2012年实施公开增发和纯资金募集型定向增发的中国A股上市公司为研究样本,基于投资者情绪视角分别检验定向增发和公开增发的利益输送行为,并进一步用logit回归分析法对企业定向增发融资选择动因进行实证研究。本文的主要贡献在于突破传统的间接研究定向增发融资选择动因的思路,直接从投资者情绪、利益输送的视角研究上市公司股权再融资方式选择的动因,并进一步对定向增发融资偏好进行解释。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一) 投资者情绪与定向增发的利益输送效应

利益输送(Tunneling)是公司大股东通过比较隐蔽的方式损害中小股东利益的行为<sup>[15]</sup>。定向增发面向大股东以及机构投资者等特定对象,分散的公众股东(中小投资者)一般无法参与申购<sup>①</sup>,定向增发的这种特质客观上为利益输送提供了便利途径<sup>[16]</sup>。定向增发涉及大小股东、新老股东的利益分配,大股东主观上存在利用定向增发向自己进行利益输送或财富转移的动机<sup>[6,8]</sup>。此外,相对于分散的小股东,参与定向增发的机构投资者与大股东、公司管理层关系密切,容易串谋,大股东和管理层为达到控制公司目的也会对机构投资者给予折价。因此,大股东以及机构投资者等特定对象为实现利益输送,在一级市场对大股东和机构投资者定向增发的股票的发行价格会低于增发时二级市场上流通股票的市场价格,即存在定向增发折价<sup>[13]</sup>。

随着行为财务学理论的兴起,二级市场股票投资者情绪这一非理性现象越来越受到各界的重视。投资者情绪指股票二级市场投资者对股价预期形成的一种信念<sup>[17]</sup>。De long等建立的噪声交易模型证明,在有限套利资本市场环境中,投资者情绪会导致股票市场错误定价,且套利者无法通过套利行为消除这一错误定价<sup>[18]</sup>。投资者情绪往往具有社会性,投资者的行为会在社会互动作用机制下趋于一致,从而导致股票市场的整体性错误定价<sup>[19]</sup>。投资者情绪也具有持续性,整体性错误定价往往会持续一段时期。当投资者情绪高涨时,市场普遍存在乐观情绪,股票的市场价格在一段时期内经常被整体高估;当投资者情绪低迷时,市场普遍存在悲观情绪,股票的市场价格在一段时期内经常被整体低估。张俊喜等、陈彦斌等对中国股票市场的研究表明,投资者情绪对股票市场收益有显著影响,股票市场价格持续偏离内在价值<sup>[20-21]</sup>。

定向增发的发行价格以市场价格为参考基础,一方面,公司定向增发议案首次公告<sup>②</sup>时确定的拟发行价格一般会低于首次公告前的市场价格,拟发行价格存在折价<sup>③</sup>;另一方面,定向增发从首次公告到最终完成需要较长一段时间,在定向增发实施过程中,随着股票市场价格变化,定向增发的拟发行价格可以按照董事会、股东大会表决等制度程序进行动态调整,定向增发最终的实际发行价格对首次公告前市场价格的折价水平会相应发生变化。如果公司在投资者情绪高涨时宣告定向增发,在定向增发实施过程中,股票市场价格可能持续上涨,参与定向增发的大股东、机构投资者等特定投资者则非常希望首次公告确定的拟发行价格保持稳定不变,而未能参与定向增发的情绪高涨的分散中小投资者则非常希望调高增发价格。因此,当投资者情绪高涨时,在上述两股力量博弈之下,定向增发

①指资金实力不够雄厚的个人投资者不能参与申购,少数与上市公司关系密切且资金雄厚的个人投资者可以参加申购。

②指定向增发议案董事会决议公告。

③根据《上市公司证券发行管理办法》,定向增发的发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十;根据中国证监会颁布的《上市公司非公开发行股票实施细则》,定向增发实际发行价格的定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也可以为发行期的首日。上市公司在定向增发议案首次公告日(董事会决议公告日)会公布定向增发的拟发行价格,而拟发行价格定价基准都是参考首次公告日之前的市场价格,拟发行价格对市场价格一般存在折价,但在实施过程中定向增发实际发行价格可以在拟发行价格基础上进行调整。

实际发行价格可能不变或提高,实际发行价格对首次公告前市场价格的折价水平(定向增发折价水平)可能降低,大股东以及机构投资者等特定对象实现的利益输送效应较小。如果公司在投资者情绪低迷时宣告定向增发,在定向增发实施过程中,股票市场价格可能持续下跌,参与定向增发的大股东、机构投资者等特定投资者非常希望调低增发价格,未能参与定向增发的分散中小投资者由于情绪低迷,对调低价格抗拒心理较弱。因此,当投资者情绪低迷时,在上述两股力量博弈之下,定向增发实际发行价格则很可能降低,实际发行价格对首次公告前市场价格的折价(定向增发折价)水平很可能提高,大股东以及机构投资者等特定对象实现的利益输送效应较大。综上所述,本文提出假设1:

假设1:投资者情绪越低迷,定向增发折价水平越高,利益输送效应越大。

#### (二) 投资者情绪与公开增发的利益输送效应

公开增发的实际发行价格越高,分散的公众股东(中小投资者)认购股份的成本越高,未申购新增股份的大股东得益越大,其实现的利益输送效应越大;反之,其实现的利益输送效应越小。一方面,根据《上市公司证券发行管理办法》,中国上市公司公开增发的发行价格以招股意向说明书公告前的市场价格为参考基础,即实际发行价格与公开增发完成日前后的市场价格相差不大<sup>①</sup>。另一方面,公开增发从首次公告到最终完成也需要较长一段时间。如果公司在投资者情绪高涨时首次宣告公开增发,那么在公开增发实施过程中,股票市场价格可能持续上涨。因此,当投资者情绪高涨时,公开增发实际发行价格高于首次公告前的市场价格可能性较大,公开增发折价水平较低,未参与申购公开发行的股份的大股东实现的利益输送效应较大。如果公司在投资者情绪低迷时宣告公开增发,那么在公开增发实施过程中,股票市场价格可能持续下跌。因此,当投资者情绪低迷时,公开增发实际发行价格低于首次公告前的市场价格可能性较大,公开增发折价水平较高,未参与申购公开发行的股份的大股东实现的利益输送效应较小。综上所述,本文提出假设2:

假设2:投资者情绪越高涨,公开增发折价水平越低,利益输送效应越大。

#### (三) 投资者情绪与定向增发融资偏好

综合假设1、假设2的结论,在上市公司股权再融资决策过程中,当投资者情绪高涨时,如果公司选择定向增发,其定向增发折价水平较低,大股东和机构投资者等特定对象认购股份的成本相对较高,那么其实现的利益输送效应较小;如果选择公开增发,其公开增发折价水平较低,分散的公众股东(中小投资者)认购股份成本相对较高,那么大股东利益实现的输送效应较大。因此,此时公开增发融资应是被大股东控制的公司的理性选择。当投资者情绪低迷时,如果公司选择定向增发,其定向增发折价水平较高,大股东和机构投资者等特定对象认购股份的成本相对较低,那么实现的利益输送效应较大;如果选择公开增发,其公开增发折价水平较高,分散的公众股东(中小投资者)认购股份成本相对较低,那么大股东实现的利益输送效应较小。因此,此时定向增发融资应是理性选择。综上所述,本文提出假设3:

假设3:投资者情绪越高涨,上市公司越偏好公开增发融资;投资者情绪越低迷,上市公司越偏好定向增发融资。

## 四、研究设计

### (一) 模型设定

本文用下面三个基本计量模型来验证研究假设<sup>②</sup>:

<sup>①</sup>根据《上市公司证券发行管理办法》,公开增发的发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。在实践中,招股意向书公告日与公开增发完成日时间非常接近。

<sup>②</sup>计量模型只考虑投资者情绪对利益输送效应的影响,而不考虑利益输送效应对投资者情绪影响,原因是:投资者情绪是股票市场相当数量的投资者共同形成的一种整体性和集体性社会心理氛围,利益输送效应是单个企业中小股东的利益向极少数大股东转移的现象,是单个企业极少数大股东行为选择的结果,这一个别行为对投资者情绪这一整体性社会心理氛围影响可能是较为微弱的,因此,利益输送效应对投资者情绪影响作用应该较小,即计量模型存在严重内生性问题的可能性不大。

$$pdis = \beta_1 + \beta_2 sent + \beta_3 ir + \beta_4 css + \beta_5 roe + \beta_6 lnsiz + \beta_7 dr + \beta_8 opr \quad \text{模型 1}$$

$$odis = \beta_1 + \beta_2 sent + \beta_3 ir + \beta_4 roe + \beta_5 lnsiz + \beta_6 dr + \beta_7 opr \quad \text{模型 2}$$

$$ppre = \beta_1 + \beta_2 sent + \beta_3 ir + \beta_4 sl + \beta_5 age + \beta_6 roe + \beta_7 lnsiz + \beta_8 dr + \beta_9 opr \quad \text{模型 3}$$

模型 1 用来验证假设 1, 其中  $pdis$  为定向增发利益输送效应变量, 是模型 1 的被解释变量;  $sent$  为投资者情绪变量, 是模型 1 的解释变量;  $ir$  为样本公司定向增发股份发行比例,  $css$  为控股股东是否参与认购股份,  $roe$  为公司业绩变量,  $lnsiz$  为公司规模,  $dr$  为公司财务杠杆,  $opr$  为公司成长性变量, 这些都是模型 1 的控制变量。模型 2 用来验证假设 2, 其中  $odis$  为公开增发利益输送效应变量, 是模型 2 的被解释变量; 模型 2 的解释变量  $sent$  与模型 1 相同; 模型 2 的控制变量  $ir$ 、 $roe$ 、 $lnsiz$ 、 $dr$ 、 $opr$  与模型 1 相同。模型 3 用来验证假设 3, 其中  $ppre$  为定向增发融资偏好变量, 是模型 3 的被解释变量; 模型 3 的解释变量  $sent$  与模型 1、模型 2 相同; 模型 3 的控制变量  $ir$ 、 $roe$ 、 $lnsiz$ 、 $dr$ 、 $opr$  与模型 1、模型 2 相同,  $sl$  为股权集中度,  $age$  为上市公司上市的年龄, 是模型 3 的其他两个控制变量<sup>①</sup>。

## (二) 变量定义

### 1. 投资者情绪变量

本文在参考现有文献的基础上, 结合中国股票市场的实际情况, 选择半年期动量指标、流动性指标和市场行情指标作为衡量投资者情绪的代理指标。

#### (1) 半年期动量指标

Jegadeesh 和 Titman 研究发现股票收益率存在一定的动量效应, 未来股票收益率与过去收益率在时间序列上表现为一定的正相关关系<sup>[22]</sup>。国内大量实证研究表明, 中国股票市场在半年周期内存在动量效应<sup>[23-24]</sup>。根据半年期动量效应, 前一半年周期内的收益率与后一半年的收益率之间存在正相关关系, 前一半年收益率会影响投资者的后续投资决策, 因此, 前一半年的收益率可以作为当前的投资者情绪的衡量指标<sup>[25]</sup>。花贵如等用上一期六个月的累积月度股票收益来衡量投资者情绪<sup>[26]</sup>。在借鉴上述研究的基础上, 本文用样本公司定向和公开增发首次公告月份之前六个月的平均月市场回报率<sup>②</sup>来衡量公告当月二级市场上的投资者情绪。该指标用  $sent1$  表示, 其值越高, 表明投资者情绪越高涨; 反之, 则表明投资者情绪越低迷。

#### (2) 流动性指标

Baker 和 Stein 提出了用流动性指标来衡量投资者情绪<sup>[27]</sup>。换手率是最常见的衡量流动性指标之一, 一般来说, 换手率越高, 市场交易越活跃, 投资者越高涨; 反之, 市场交易越不活跃, 投资者情绪越低迷。刘莉亚等用这一指标来衡量投资者情绪<sup>[28]</sup>。本文用样本公司定向增发和公开增发首次公告月份之前一月的换手率来衡量当月二级市场投资者情绪, 其中, 前一月换手率 = 沪市前一月交易总金额 / 前一月市场流动市值。该指标用  $sent2$  表示, 其值越高, 投资者情绪越高涨; 反之, 则投资者情绪越低迷。

#### (3) 市场行情指标

吴战箴和李晓龙用股票市场“牛市”和“熊市”两类行情这一哑变量指标来衡量投资者情绪<sup>[29]</sup>。俞静和徐斌<sup>[4]</sup>、吴战箴和李晓龙<sup>[29]</sup>等根据股票指数表现划分和界定市场行情。本文试图结合中国宏观经济基本面和股票指数表现将 2006—2012 年市场行情划分为四个阶段。划分步骤如下:

①对于模型 1、模型 2 和模型 3 控制变量选择, 计量模型主要参照了章卫东和李德忠<sup>[14]</sup>、俞静和徐斌<sup>[4]</sup>、何贤杰和朱红军<sup>[12]</sup>、王秀丽和马云颖<sup>[10]</sup>等人的文章。模型 1、模型 2 和模型 3 没有引入时间、行业控制变量。没有引入时间控制变量的原因在于三个模型都有投资者情绪变量, 而投资者情绪本身存在时间效应, 如果再引入时间控制变量, 该模型就很可能存在严重多重共线性问题。没有引入行业控制变量的原因在于定向增发折价、利益输送效应与行业关系并不密切, 而且, 模型 2 公开增发实证模型的样本数量较少, 如果引入行业控制变量, 会失去更多的自由度, 影响实证结果的可靠性。

②本文用上证指数的月市场回报率衡量中国股票市场月市场回报率。

首先,将2006—2012年间中国宏观经济基本面定性划分为四个发展周期:第一个周期是2006—2007年间,股权分置改革的顺利推进、人民币升值预期下的境外资金的流入、宏观经济的高速增长等因素引起此周期经济增长和股市上涨。第二个周期是2007—2008年间,国家紧缩性宏观经济政策的推出以及美国次贷危机的爆发引发此周期中国股市暴跌。第三个周期是2008—2009年间,针对次贷危机引发的全球金融危机,中国启动了4万亿投资计划的经济刺激政策以及拉动内需的十大产业振兴规划,宏观经济稳定发展,此周期内中国股市恢复上涨。第四个周期是2009—2012年间,随着经济刺激政策步伐的放缓,部分行业产能过剩等问题相继出现,同时全球宏观经济的持续低迷,此周期内中国经济增长速度放缓,股市陷入低迷。

然后,我们根据四个发展周期具体确定市场行情的四个阶段。根据上述周期中宏观经济基本情况,我们可以判断中国股票市场先后经历了“牛市”、“熊市”、“牛市”和“熊市”四个阶段的行情。我们将2006—2008年间上证指数最高点所在的日期作为第一阶段“牛市”和第二阶段“熊市”的分界点,即2007年10月16日,该日上证指数达到6124点这一最高点;将2007—2009年间上证指数最低点所在的日期作为第二阶段“熊市”和第三阶段“牛市”的分界点,即2008年10月28日,该日上证指数达到1664点这一最低点;将2008—2012年间上证指数最高点所在的日期作为第三阶段“牛市”和第四阶段“熊市”的分界点,即2009年8月4日,该日上证指数达到3478点这一最高点。因此,第一阶段“牛市”行情区间为2006年1月1日至2007年10月16日;第二阶段“熊市”区间为2007年10月16日至2008年10月28日;第三阶段“牛市”区间为2008年10月28日至2009年8月4日;第四阶段“熊市”区间为2009年8月4日至2012年12月31日。

本文确定样本公司所在行情阶段的原则如下:第一,对于定向和公开增发首次公告日至增发新股完成日<sup>①</sup>都在同一行情阶段的样本公司,以该行情阶段作为样本公司增发的行情阶段。第二,对于首次公告日至增发新股完成日不在同一行情阶段的样本公司,如首次公告日在“牛市”区间,增发新股完成日在“熊市”区间,只要增发完成日的上证指数比首次公告日高,就可将样本公司增发的行情阶段确定为“牛市”行情,否则,不能确定样本公司的市场行情;如首次公告日在“熊市”区间,增发新股完成日在“牛市”区间,只要增发完成日的上证指数比首次公告日低,就可将样本公司增发的行情阶段确定为“熊市”行情,否则,不能确定样本公司的市场行情。行情阶段指标用 *sent3* 表示,*sent3* = 1 表示处在“牛市”阶段,*sent3* = 0 表示处在“熊市”阶段。

## 2. 利益输送变量

国内外研究文献一般采用定向和公开增发折价率来衡量利益输送效应,我们分别用 *pdis*、*odis* 表示,基本公式如下:增发折价率 = (市场价格 - 实际发行价格) / 市场价格。现有研究对于样本公司股票市场价格的参照日期选择存在争议:俞静和徐斌、徐寿福以定向增发完成日前一日的收盘价作为市场价格<sup>[4,8]</sup>,张鸣和郭思永等以定向增发首次公告日前一日收盘价作为市场价格<sup>[11]</sup>。王秀丽和马云颖、徐斌和俞静、章卫东和李德忠则以定向增发定价基准日前20个交易日公司股票均价作为市场价格<sup>[10,13-14]</sup>。Hertzel 和 Smith 认为,增发首次公告日一般包含定向增发事件最多的信息含量,根据股票的有效市场理论,样本公司股票价格最能反映定向增发和公开增发事件信息的参照时点应是首次公告日<sup>[2]</sup>。借鉴相关学者选择参照日期的标准<sup>[1-2,11]</sup>,本文以定向增发和公开增发首次公告日前一日的收盘价作为市场价格。因为增发从首次公告到最终完成需要较长一段时期,一些样本公司在这一时期内有给投资者转股和送股的记录,本文对样本公司首次公告日前一日的收盘价格按转股和送股的比例进行除权,所以本文折价率最终公式如下:定向和公开增发折价率 = (首次公告日前一日经过除权后的收盘价 - 实际发行价格) / 首次公告日前一日经过除权后的收盘价。

<sup>①</sup>本文将增发新股发行上市日界定为增发完成日期。

### 3. 其他变量

对于模型3的被解释变量  $ppre$  来说,  $ppre = 1$  表示样本公司在股权再融资决策选择定向增发,  $ppre = 0$  表示选择公开增发。三个模型的控制变量参照有关研究<sup>[4, 10, 12, 14]</sup> 设定如下: 样本公司增发比例  $ir$  = 实际发行股份数/股本总数<sup>①</sup>; 控股股东是否参与认购  $css = 1$  表示参与认购,  $css = 0$  表示未参与认购; 公司业绩变量  $roe$  为样本公司增发首次公告年份之前一年的净资产收益率; 公司规模  $lnsize$  为首次公告年份之前一年的总资产自然对数, 公司财务杠杆  $dr$  为首次公告年份之前一年的资产负债率,  $opr$  为首次公告年份之前一年的营业收入增长率; 股权集中度  $s1$  为首次公告之前一年的第一大股东持股比例; 上市年龄  $age$  为公司 IPO 年份到定向增发首次公告经历的年数。

#### (三) 样本选择和数据来源

本文选取 2006—2012 年间实施公开增发和定向增发的公司为研究样本。样本筛选原则如下<sup>②</sup>: (1) 剔除 2006—2012 年已经宣布实施定向或公开增发但截至 2012 年 12 月 31 日尚未完成增发的样本。(2) 剔除 2006—2012 年完成定向或公开增发但在 2006 年 1 月 1 日之前宣布实施增发的样本。(3) 剔除不能确定市场行情的样本。(4) 剔除 2006—2012 年有公开增发和定向增发记录但已经退市的样本。(5) 剔除发行对象以部分或全部资产(包括以公司实物资产、股权资产和债权资产)认购的定向增发样本, 即选择完全以现金认购股份的定向增发样本。(6) 剔除向股权激励对象定向增发股票的样本, 剔除原因在于通过定向增发向管理层进行股权激励不能简单地等同于股权再融资。(7) 剔除部分公司业绩数据缺省的样本。通过筛选之后本文一共得到 437 个定向增发样本和 82 个公开增发样本, 即总共 519 个增发样本。本文定向增发和公开增发样本、增发折价率、投资者情绪指标和相关控制变量数据均来自国泰安 CSMAR 数据库并加以整理。

## 五、实证结果

### (一) 分组检验<sup>③</sup>

表 2 是用 stata10.0 软件按投资者情绪对定向增发样本折价率进行分组检验的结果。分别对前六个月平均月市场回报率  $sent1$ 、前一月换手率  $sent2$  这两个连续投资者情绪变量按均值进行分组<sup>④</sup>, 如果变量  $sent1$ 、 $sent2$  分别大于其均值, 则  $sent1ad = 1$ 、 $sent2ad = 1$  (投资者情绪高涨); 否则,  $sent1ad = 0$ 、 $sent2ad = 0$  (投资者情绪低迷)。对  $sent1ad$ 、 $sent2ad$  两个哑变量分别进行

分组检验的结果显示: 投资者情绪高涨时定向增发折价率均值与投资者情绪低迷时的均值的差值为负数, 且统计结果均在 1% 水平上显著。对投资者情绪指标市场行情变量  $sent3$  这一哑变量进行分组检验的结果也显示, 情绪高涨(“牛市”行情)时与情绪低迷(“熊市”行情)时均值差显著为负。分组检验结论说明投资者情绪高涨时的定向增发折价率显著低于情绪低迷时的折价率, 情绪低迷时的定

表 2 投资者情绪与定向增发折价的分组检验

分组变量名称	情绪高涨折价率均值	情绪低迷折价率均值	均值差异	T 值
$sent1ad$	-0.2056	0.0345	-0.2401 ***	-4.8908
$sent2ad$	-0.2433	0.0413	-0.2846 ***	-5.8162
$sent3$	-0.2906	0.0453	-0.3359 ***	-6.8199

注: \*\*\* 表示在 0.01 显著水平上显著, \*\* 表示在 0.05 显著水平上显著, \* 表示在 0.1 显著水平上显著。下同。

①一些样本公司在增发首次公告至完成这一时期内有给投资者转股和送股的记录, 在计算增发比例时根据转股和送股的比例重新计算总股本。

②本文样本选择未剔除金融行业样本, 上市公司大股东通过定向增发或公开增发等股权再融资进行利益输送行为与金融行业特殊性关系不密切, 此外, 稳健性检验发现, 剔除金融业样板的实证结果与不剔除时是一样的(由于篇幅有限, 剔除样本实证结果不在文章中展示, 如读者感兴趣可向本文作者索取)。

③在进行分组检验之前, 我们对模型各变量进行了描述性统计分析和相关性检验, 但由于篇幅有限, 检验结果未在文章中展示, 如读者感兴趣可向本文索取。另外, 因为分组检验与相关性检验的经济含义相似且更简明清晰, 因此本文分组检验占有一定篇幅。

④本文按均值分组检验的原因是与下文回归分析形成逻辑一致的对应关系。

向增发利益输送效应更大,与假设1的结论相符合。

表3是按投资者情绪对公开增发样本折价率进行分组检验的结果。对投资者情绪变量 *sent1ad*、*sent2ad*、*sent3* 分别进行分组检验的结果表明:情绪高涨时公开增发折价率均值与情绪低迷时均值的差值都显著为负。分组检验结论说明投资者情绪高涨时的公开增发折价率显著

表3 投资者情绪与公开增发折价的分组检验

分组变量名称	情绪高涨折价率均值	情绪低迷折价率均值	均值差异	T值
<i>sent1ad</i>	-0.4239	-0.0228	-0.4011***	-2.7288
<i>sent2ad</i>	-0.5085	-0.0558	-0.4527***	-3.0618
<i>sent3</i>	-0.5863	0.2070 <sup>①</sup>	-0.7933***	-6.2760

低于情绪低迷时的折价率,情绪高涨时的公开增发利益输送效应更大,与假设2的结论相符合。

表4是对定向增发样本和公开增发样本(总样本)按投资者情绪进行分组和相关性检验的结果。对投资者情绪变量 *sent1ad* 进行分组检验,结果显示:对于 *ppre* = 1 的样本(定向增发样本),投资情绪高涨时实施的样本比情绪低迷时的样本数多(即 *sent1ad* = 1 的样本比 *sent1ad* = 0 的样本多);对于 *ppre* = 0 的样本(公开增发样本),投资情绪高涨时实施的样本也比情绪低迷时多;皮尔逊的卡方检验统计量不显著,也说明投资者情绪对增发方式的选择没有显著的影响。对二分变量(哑变量)相关性检验结果显示,*sent1ad* 与 *ppre*(定向增发融资偏好)的相关系数为负,但不显著。分组检验和相关性检验的结论不能支持假设3,不过最终结论还需要通过多元回归分析确定。

表4 投资者情绪与定向增发融资偏好的分组、相关检验结果

按 <i>sent1ad</i> 分组				按 <i>sent2ad</i> 分组				按 <i>sent3</i> 分组			
<i>sent1ad</i>	<i>ppre</i>		总数	<i>sent2ad</i>	<i>ppre</i>		总数	<i>sent3</i>	<i>ppre</i>		总数
	0	1			0	1			0	1	
0	18	131	149	0	28	285	313	0	36	270	306
1	64	306	370	1	54	152	206	1	46	167	213
总数	82	437	519	总数	82	437	519	总数	82	437	519
统计量	值		显著性	统计量	值		显著性	统计量	值		显著性
皮尔逊卡方	2.1730		0.140	皮尔逊卡方	27.8460***		0.000	皮尔逊卡方	9.1246***		0.003
相关系数	-0.1351		0.1829	相关系数	-0.4198***		0.0000	相关系数	-0.2465***		0.0032

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在0.01、0.05、0.1水平上显著,显著性为P值;采用离散变量分组检验方法,用到的分组检验方法与表2、表3不同。

对投资者情绪变量 *sent2ad*、*sent3* 进行分组检验,结果显示:对于 *ppre* = 1 的样本(定向增发样本),投资情绪高涨时实施的样本比情绪低迷时的样本数少(即 *sent2ad* = 1 的样本比 *sent2ad* = 0 的样本少);对于 *ppre* = 0 的样本(公开增发样本),投资情绪高涨时实施的样本比情绪低迷时多。皮尔逊的卡方检验统计量显著也说明投资者在情绪高涨时更偏好公开增发融资,在情绪低迷时更偏好定向增发。对二分变量(哑变量)相关性检验结果显示,*sent2ad*、*sent3* 与 *ppre* 的相关系数皆显著为负。分组检验和相关性检验的结论都与假设3一致,即投资者情绪越高涨,上市公司越偏好公开增发融资;反之,越偏好定向增发融资。

综合表2、表3、表4分组检验结果可知,其分析结论与假设1、假设2、假设3基本一致,不过最终结论尚需通过多元回归分析进一步确定。

①表3按 *sent3* 分组“情绪低迷折价率的均值”比其他情况下分组的均值要大一些,原因是:*sent3* 是市场行情变量,是根据中国股市和宏观经济周期来划分的;*sent1ad*、*sent2ad* 分别是动量指标、流动性指标,分别用市场回报率、换手率来衡量,二者相关性更强。

(二) 多元回归检验<sup>①</sup>

表5、表6分别是投资者情绪与定向增发折价水平公开增发折价水平的回归检验结果。表5中对模型1连续变量数据按1%水平进行Winsorize缩尾处理之后的回归结果显示:模型1-1、1-2、1-3分别采用的 $sent1$ (前六个月平均月市场回报率)、 $sent2$ (前一月换手率)、 $sent3$ (市场行情)三个投资者情绪变量的系数皆在1%显著性水平上显著为负。由此可以说明:投资者情绪越高涨,定向增发折价水平越低,大股东和机构投资者等特定对象实现的利益输送程度越低;投资者情绪越低迷,定向增发折价水平越高,其实现的利益输送程度越高。假设1再次得到证明。表5三个模型的控制变量中,一些变量系数是显著的,一些变量系数不显著。譬如,样本公司增发比例 $ir$ 的系数都显著为正,说明增发比例越高会导致股票供应增加而减少实际发行价格,定向增发折价率从而增加;控股股东是否参与认购 $css$ 的系数不显著,与俞静和徐斌等的研究结论<sup>[4]</sup>一致,与章卫东和李德忠等的研究结论<sup>[14]</sup>不同。

表5 投资者情绪与定向增发折价的回归结果

变量	$pdis$		
	模型1-1	模型1-2	模型1-3
$sent1$	-1.4047*** (-2.97)		
$sent2$		-0.4669*** (-4.25)	
$sent3$			-0.3148*** (-6.98)
$ir$	0.5755*** (4.89)	0.5834*** (5.02)	0.5728*** (5.09)
$css$	-0.0080 (-0.17)	-0.0053 (-0.11)	0.0025 (0.05)
$roe$	0.2247 (0.76)	0.2320 (0.79)	0.2554 (0.90)
$lnsize$	0.0515** (2.35)	0.0455** (2.09)	0.0357* (1.69)
$dr$	-0.3180* (-1.92)	-0.2492 (-1.50)	-0.0935 (-0.58)
$opr$	-0.0158 (-1.24)	-0.0150 (-1.19)	-0.0118 (-0.97)
常数项	-1.1439*** (-2.67)	-0.9215** (-2.14)	-0.8427** (-2.05)
Adj R <sup>2</sup>	0.0759	0.0950	0.1532
F值	6.12	7.54	12.27
N	437	437	437

注:\*\*\*表示在0.01显著水平上显著,\*\*表示在0.05显著水平上显著,\*表示在0.1显著水平上显著。括号中为t值。

表6 投资者情绪与公开增发折价的回归结果

变量	$odis$		
	模型2-1	模型2-2	模型2-3
$sent1$	-1.6945* (-1.85)		
$sent2$		-0.3104* (-1.84)	
$sent3$			-0.5393*** (-6.43)
$ir$	1.3596*** (2.82)	1.3163*** (2.71)	1.0476** (2.62)
$roe$	1.4106 (1.16)	1.4951 (1.23)	0.5611 (0.56)
$lnsize$	0.1280*** (2.76)	0.1213** (2.55)	0.0414 (1.02)
$dr$	-0.6661* (-1.76)	-0.6268 (-1.64)	-0.2481 (-0.78)
$opr$	0.0230 (0.12)	0.0317 (0.16)	0.1259 (0.78)
常数项	-2.9686*** (-3.20)	-2.7694*** (-2.86)	-0.9376 (-1.13)
Adj R <sup>2</sup>	0.2015	0.2011	0.4616
F值	4.41	4.40	12.57
N	82	82	82

注:\*\*\*表示在0.01显著水平上显著,\*\*表示在0.05显著水平上显著,\*表示在0.1显著水平上显著。括号中为t值。

表6中对模型2连续变量数据按10%水平<sup>②</sup>进行Winsorize缩尾处理之后的回归结果显示:模型

<sup>①</sup>在进行回归分析之前,我们对计量模型各变量进行两两相关性检验,结果显示各自变变量之间相关系数较小,说明下文回归模型中存在严重多重共线性问题的可能性较小。不过,由于篇幅有限,相关性检验结果没有在文章中展示,读者如果感兴趣可向我们索取。

<sup>②</sup>不按1%而是按10%水平进行缩尾处理的原因是公开增发样本比较少,只有82个,换言之,按1%进行缩尾处理将不能起到消除极端值影响的作用。

2-1、2-2 投资者情绪变量 *sent1*、*sent2* 的系数在 10% 显著性水平上皆显著为负;模型 2-3 投资者情绪变量 *sent3* 则在 1% 显著性水平上显著为负。这可以说明:投资者情绪越高涨,公开增发折价水平越低,未参与公开增发的大股东等特定对象实现的利益输送程度越高;投资情绪越低迷,公开增发折价水平越高,其实现的利益输送程度越低。假设 2 再次得到证明。另外,三个模型控制变量之样本公司增发比例 *ir* 的系数都显著为正,说明增发比例增加会导致股票供应增加而降低实际发行价格,公开增发折价水平从而增加。

表 7 是投资者情绪与定向增发融资偏好的回归检验结果。对模型 3 连续变量数据按 1% 水平进行 Winsorize 缩尾处理之后的 logit 回归结果显示:模型 3-1、模型 3-2、模型 3-3 投资者情绪变量 *sent1*、*sent2*、*sent3* 的系数在 1% 显著性水平上皆显著为负。由此可以说明:投资者情绪越高涨,上市公司越偏向公开增发融资;投资情绪越低迷,上市公司越偏好定向增发融资。假设 3 再次得到证明。另外,三个模型的控制变量 *roe* 的系数都显著为负,说明上市公司业绩越好,越偏好公开增发融资,业绩越差,越偏好定向增发融资,原因在于中国证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》要求上市公司净资产收益率达到一定水平才能进行公开增发融资,对定向增发融资则无此要求。

综合表 5、表 6、表 7 的回归分析结果可知,假设 1、假设 2、假设 3 的结论都得到了证明。

## 六、结论与建议

本文利用 2006—2012 年间实施公开增发和定向增发的公司样本,从投资者情绪、利益输送的角度对中国上市公司股权再融资的选择方式进行了分组和回归检验,主要研究结论如下:(1) 投资者情绪越低迷,定向增发折价水平越高,向大股东等特定投资者的利益输送程度越高。(2) 投资者情绪越高涨,公开增发折价水平越低,向大股东的利益输送程度越高。(3) 投资者情绪越高涨,上市公司越偏好公开增发融资;情绪越低迷,则上市公司越偏好定向增发融资。这些结论说明:上市公司在股票二级市场投资者情绪这一非理性的外部因素影响下,当投资者情绪高涨时选择公开增发融资,当投资者情绪低迷时选择定向增发融资,是其基于大股东实现利益输送的理性选择。上述结论可以解释近年来中国上市公司偏好定向增发融资的原因:从 2006 年至今,中国股市经历了“牛市”、“熊市”、“牛市”和“熊市”等多个阶段,但“熊市”经历的时间要比“牛市”长得多<sup>①</sup>。因此,中国投资者在大多数时间内处于情绪低迷的状态,在公开增发融资方式不能确保大股东更多的利益情况下,越来越多的上市公司开始转向定向增发融资。在中国监管部门对定向增发融资的直接监管比较薄弱以及资本市场外部环境建设不够完善的情况下,越来越被广泛采用的定向增发融资方式能够使上市公司通过更加隐蔽的方式向大股东输送

表 7 投资者情绪与定向增发融资偏好的 logit 回归结果

变量	<i>ppre</i>		
	模型 3-1	模型 3-2	模型 3-3
<i>sent1</i>	-14.4222*** (-4.83)		
<i>sent2</i>		-3.9090*** (-6.86)	
<i>sent3</i>			-0.9588*** (-3.45)
<i>ir</i>	1.6783* (1.88)	1.4962* (1.75)	1.7645 (1.91)
<i>s1</i>	0.6967 (0.79)	0.7097 (0.78)	0.9355 (1.08)
<i>age</i>	0.0645** (2.02)	0.0593* (1.76)	0.0630** (2.01)
<i>roe</i>	-6.8263*** (-3.69)	-6.9543*** (-3.59)	-6.7328*** (-3.70)
<i>lnsize</i>	-0.5199*** (-3.91)	-0.6206*** (-4.38)	-0.4997*** (-3.76)
<i>dr</i>	2.3817** (2.34)	3.3384*** (3.09)	2.4516** (2.33)
<i>opr</i>	0.0465 (0.40)	0.0631 (0.48)	0.0598 (0.54)
常数项	12.1065*** (4.65)	15.0966*** (5.37)	11.4027*** (4.41)
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1485	0.2056	0.1181
LR chi2(8)	67.28	93.11	53.47
N	519	519	519

注:\*\*\*表示在0.01显著水平上显著,\*\*表示在0.05显著水平上显著,\*表示在0.1显著水平上显著。括号中为Z值。

<sup>①</sup>根据前文市场行情划分标准,2006—2012年“熊市”历经的时间超过4年,而“牛市”历经的时间只有2年多。

利益,从而损害中小股东利益,这违反了资本市场的规则,最终不利于中国资本市场健康持续发展。

因此,为了规范我国上市公司的融资行为,净化股权融资环境,有效发挥中国股票市场的资金融通功能,本文提出几点政策建议:(1)加强对定向增发再融资的定价监管。中国监管部门规定的上市公司定向增发定价基准日的选择比较灵活<sup>①</sup>,大股东与机构投资者进行暗箱操作的空间客观存在,因此,有必要改变目前监管部门主要依靠核准制的事前监管的状况,加强对定向增发的事中监管,尤其是对定价机制的监管,保证定价公平合理。(2)加强对机构投资者的监管。监管部门应加强对机构投资者参与定向增发全过程的监管,尤其要对机构投资者通过操纵一级市场和二级市场股票价格实现利益输送的行为进行监管。(3)营造理性的股票二级市场投资氛围。监管部门可通过投资者教育、信息披露监管以及发挥机构投资者市场稳定器作用来引导和稳定投资者情绪,净化产生利益输送的外部环境。

本文的研究贡献在于从投资者情绪、利益输送的视角研究上市公司股权再融资方式的选择动因,并根据中国特殊资本市场环境对定向增发融资偏好进行了理论解释。本文的研究局限在于对投资者情绪、利益输送这两个维度的深层次理论分析不足,且对投资者情绪变量测度还存在进一步改善的空间。

#### 参考文献:

- [1] WRUCK K H. Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 1: 3 - 28.
- [2] HERTZEL M, SMITH R H. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately[J]. Journal of Finance, 1993, 48: 459 - 485.
- [3] BARCLAY M J, HOLDERNESS C G, SHEEHAN D P. Private placements and managerial entrenchment[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 4: 461 - 484.
- [4] 俞静,徐斌.发行对象、市场行情与定向增发折扣[J].中国会计评论,2009(4):419 - 438.
- [5] SILBER W L. Discounts on restricted stock: the impact of illiquidity on stock prices[J]. Financial Analysts Journal, 1991, 4: 60 - 64.
- [6] BAEK J S, KANG J K, LEE I. Business groups and tunneling: evidence from private securities offering by Korean chaebols[J]. Journal of Finance, 2006, 5: 2415 - 2449.
- [7] ERHEMAMTS O, RAMAN K. The role of investment bank reputation and relationships in equity private placements[J]. Journal of Financial Research, 2012, 35: 183 - 210.
- [8] 徐寿福.大股东认购与定向增发折价——来自中国市场的证据[J].经济管理,2009(9):129 - 135.
- [9] 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):144 - 151.
- [10] 王秀丽,马文颖.定向增发与利益输送行为研究——来自中国资本市场的经验证据[J].财贸经济,2011(7):63 - 69.
- [11] 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):78 - 86.
- [12] 何贤杰,朱红军.利益输送、信息不对称与定向增发折价[J].中国会计评论,2009(3):283 - 298.
- [13] 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(4):40 - 46.
- [14] 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

<sup>①</sup>根据中国证监会颁布的《上市公司非公开发行股票实施细则》,定向增发实际发行价格的定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的公告日、股东大会决议公告日,也可以为发行期的首日。

- 的经验证据[J]. 会计研究,2008(9):73-80.
- [15] JOHNSON S, RAFAEL L de P. Florencio lopezde-silanes and andrei shleifer. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000,90,22-27.
- [16] 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):136-147.
- [17] BAKER M, WURGLER J. Investor sentiment and the cross-section of stock returns[J]. The Journal of Finance, 2006, 61:1645-1680.
- [18] DE LONG J B, SHLEIFER A, SUMMERS L G, WALDMANN R. J. Noese trader risk in financial markets[J]. Journal of Political Economy, 2006, 98,703-738.
- [19] 易志高,茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究:CICSI的构建[J]. 金融研究,2009(11):174-184.
- [20] 张俊喜,张华. 解析我国封闭式基金折价之谜[J]. 金融研究,2002(12):49-60.
- [21] 陈彦斌. 情绪波动和资产价格波动[J]. 经济研究,2005(3):36-45.
- [22] JEGADEESH M, TITMAN S. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency[J]. The Journal of Finance, 1993, 38:65-91.
- [23] 吴世农,吴超鹏. 我国股票市场“价格惯性策略”和“盈余惯性策略”的实证研究[J]. 经济科学,2003(4):41-50.
- [24] 徐信忠,郑纯毅. 中国股票市场动量效应成因分析[J]. 经济科学,2006(1):85-99.
- [25] 吴世农,汪强. 迎合投资者情绪? 过度保守? 还是两者并存——关于公司投资行为的实证研究[J]. 公司治理评论,2009(1):185-204.
- [26] 花贵如,刘志远,许寿. 投资者情绪、企业投资行为与资源配置效率[J]. 会计研究,2010(10):39-55.
- [27] BAKER M, STEIN J C. Market liquidity as a sentiment indicator[J]. Journal of Financial Markets, 2004, 7: 271-299.
- [28] 刘莉亚,丁剑平,陈振瑜,等. 投资者情绪对资本市场稳定性的实证研究——来自截面效应的分析[J]. 财经研究, 2010(3):133-143.
- [29] 吴战篴,李晓龙. 公司治理、投资者情绪与过度证券投资[J]. 财经科学,2011(12):74-81.

[责任编辑:黄 燕]

## Investor Sentiment, Tunneling and Preferences for Private Equity Placements

LI Shitian<sup>1</sup>, SONG Xianzhong<sup>2</sup>

(1. International Business School, South China Normal University, Guangzhou 510631, China;

2. Management School, Jinan University, Guangzhou 510632, China )

**Abstract:** In recent years, Chinese listed companies in A-share market exhibit significant preferences for private placement in seasoned equity offering. On the basis of summing up the research literature and selecting 2006—2012 data of Chinese SEO companies in China's A-share market, this paper makes an empirical analysis on the factors of SEO options from the perspective of investor sentiment and tunneling. The empirical results show that the more depressed investor sentiment, the smaller tunneling effect of public SEO, and the greater tunneling effect of private placement. Therefore, the listed companies prefer private placement. Otherwise, the listed companies prefer public offering. When China's stock market continued to fall, and the investor sentiments continue to fall, the listed companies turn to private placement based on large shareholder tunneling, which is a rational choice. The conclusion of the research is of great significance for regulating the financing behavior of listed companies in China and playing the role of capital financing in China's stock market.

**Key Words:** private equity placements; refinancing preference; investor sentiment; tunneling; public offering; equity refinancing mode; stock discount level; supervision of pricing mechanism