

中国定向增发市场投资者与 承销商关系对报价行为的影响研究

朱燕建 徐嘉婧

党的二十届四中全会强调，健全投资和融资相协调的资本市场功能。2025年中央经济工作会议要求，持续深化资本市场投融资综合改革。在此背景下，研究定向增发市场运行机制具有较强现实意义。2011年以来，中国定向增发融资规模持续超过同期IPO融资规模，已成为上市公司再融资的重要方式。

与IPO相比，定向增发在定价机制、投资特征和参与主体等方面存在明显差异。一是询价机制更加市场化。IPO发行价格主要由发行人和主承销商协商确定，网下询价结果更多发挥参考作用；而定向增发的发行价格直接由财务投资者的有效申购报价按照“价格优先、认购金额优先、认购时间优先”的原则确定。二是投资吸引力更强。定向增发的主体为上市公司，信息披露相对充分，退出路径较为明确，且发行价格通常较二级市场存在折价，因而兼具收益空间和策略灵活性。三是主承销商作用更加突出。财务投资者需通过向主承销商申购报价来获配股份。主承销商可能利用其信息优势和股份分配权力，向能带来长期利益的关系投资者倾斜资源，例如提供报价指导、参考区间及配套金融服务。在此定价形式下，双方利益深度绑定，甚至可能合谋套利。

在中国定向增发市场的独特询价机制下，财务投资者与主承销商之间互动密切。本文主要关注以下三个问题：在定向增发询价中，投资者与承销商之间的关系是否显著影响投资者的报价行为及其获配结果？如果确实存在，这种关系对投资者报价行为的影响机制是怎么样的？投资者如何与主承销商配合，通过定向增发而获得套利收益？

由于缺乏详细的定向增发投资者报价数据，现有文献对中国定向增发市场中相关议题的探讨较为有限。本文利用上市公司所披露的《非公开发行股票新增股份变动报告及上市公告书》、《非公开发行股票发行情况报告书》等公告，手工收集了定向增发事件实施数据和投资者报价明细数据，选取2016年1月1日至2021年6月30日沪深两市成功实施定向增发的上市公司作为研究样本，考察了投资者与主承销商关系对投资者参与定向增发报价行为的影响。

研究发现，与主承销商关系紧密的财务投资者在参与定向增发询价时，能够利用信息优势获利，报价溢价更低，获配概率更高，发行折价更大。进一步分析表明，投资者能够有效甄别承销商分析师研究报告中的投资建议，未受其可能存在的乐观推荐影响，表现为报价溢价进一步降低。同时，当上市公司盈余管理水平较高、公司违规情况较多和公司治理薄弱时，这类投资者的报价溢价更低。最后，一旦获配，他们更可能实施定向增发融券套利策略，将市场价格与发行价格之间的发行折价提前变现，获取短期收益。而未能获取主承销商信息的投资者，则可能为提升获配概率而刻意提高报价。

本文的贡献主要体现在以下三方面：第一，补充了中国定向增发市场中投资者与承销商关系对报价行为影响的研究。本文将视角从传统的IPO市场转向询价机制更市场化、融资规模更大、投资者与承销商关系更显著的定向增发市场，这是现有文献相对较少探讨的领域。关系投资者的信息优势在定向增发询价中表现为更低的报价溢价，为现有文献提供了新的实证证据。第二，深化了对定向增发投资者报价行为差异内在机制的理解。基于独特的报价明细数据，本文揭示信息不对称导致的投资者行为差异：与主承销商关系密切的财务投资者扮演信息套利角色，其获配概率更高、发行折价更大，且倾向于与主承销商配合实施融券套利策略，通过提前锁定价差实现收益。结合相关案例，研究结果进一步揭示了市场中的共性规律，并为理论与实践提供了更可靠的支持。第三，本文研究结

论为监管实践带来一定启示。监管部门可进一步规范定向增发市场参与主体行为，约束融券套利策略的运用，并持续完善相关信息披露制度。

基于上述研究，本文提出以下政策建议。第一，压实发行人主体责任。强化上市公司质量监管，对于盈余管理动机强烈、曾有财务造假或信息披露违规记录以及公司治理水平较低的上市公司，在其筹划与实施定向增发过程中予以重点审核与持续督导，推动定向增发切实服务于实体经济。

第二，发挥中介机构“看门人”责任。引导中介机构牢固树立底线思维，坚持职业操守。在业务机制上，要求券商在投行承销团队与研究团队之间建立并严格执行信息防火墙，防范利益冲突。同时，规范承销商与投资者之间的关系，加强对定向增发询价过程的合规检查与异常报价行为的问询，确保定价过程的独立性与公允性。

第三，约束投资者定向增发融券套利行为。在明确定向增发融券套利策略交易逻辑的基础上，加强对定向增发股份上市前融券卖出行为的实时监测，设立相应预警指标，防范利用“工具”绕道减持，提高违规成本。

第四，完善定向增发市场信息披露制度。定向增发市场存在信息不对称引发的套利与搭便车现象。在注册制改革背景下，进一步提高信息披露质量，缓解市场参与方的信息不对称，增强市场对定价机制的监督作用，营造更加规范、透明、公平的市场环境。

《中国定向增发市场投资者与承销商关系对报价行为的影响研究》

附录

附录 1 应计盈余管理水平 (*Accrual*) 计算方式

本文参考 Ball and Shivakumar (2006) 计算上市公司实施定向增发前一年的应计盈余管理水平 (*Accrual*)。

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 DCFO_{i,t} + \alpha_5 DCFO_{i,t} \times CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (A1)$$

其中, $ACC_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 年度营业利润与经营活动现金流净额之差; $CFO_{i,t-1}$ 表示企业 i 在 $t-1$ 年度经营活动现金流净额 ($CFO_{i,t}$ 和 $CFO_{i,t+1}$ 同理)。当 $CFO_t - CFO_{t-1} < 0$ 时, $DCFO_{i,t}$ 取 1, 否则为 0。 $\varepsilon_{i,t}$ 表示回归残差, 即操控性应计利润, 残差的绝对值 (*Accrual*) 越大, 说明应计盈余管理空间越大。

附录 2 稳健性检验

(一) 排除上市公司信息的影响

如果上市公司与财务投资者 (剔除自然人) 处于同一省份、同一城市和同一行业, *Samepro*、*Samecity* 和 *Sameind* 分别取 1, 否则取 0, 并将以上虚拟变量分别交乘关系指标, 进行基准回归。

附表 1 排除上市公司信息的影响

Panel A: 同一省份				
变量: <i>Bid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Drelation</i>	-0.0171*** (-8.6139)			
<i>Samepro</i>	0.0047 (1.5420)	0.0046 (1.5702)	0.0066** (2.4267)	0.0062** (2.3541)
<i>DRelation</i> × <i>Samepro</i>	-0.0035 (-0.7082)			
<i>Relation</i>		-0.0098*** (-9.2514)		
<i>Relation</i> × <i>Samepro</i>		-0.0022 (-0.8384)		
<i>Relation2</i>			-0.0291*** (-5.6155)	
<i>Relation2</i> × <i>Samepro</i>			-0.0286* (-1.8465)	
<i>Relative_Relation</i>				-0.0511*** (-3.8368)
<i>Relative_Relation</i> × <i>Samepro</i>				-0.0356 (-1.0212)
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	6378	6378	6378	6378
<i>Adj. R</i> ²	0.1754	0.1760	0.1680	0.1660

Panel B: 同一城市				
变量: <i>Bid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Drelation</i>	-0.0170*** (-8.7506)			
<i>Samecity</i>	0.0073** (2.1279)	0.0065* (1.9528)	0.0080*** (2.6075)	0.0078*** (2.5799)
<i>DRelation</i> × <i>Samecity</i>	-0.0076 (-1.3557)			
<i>Relation</i>		-0.0099*** (-9.4183)		
<i>Relation</i> × <i>Samecity</i>		-0.0032 (-1.1183)		
<i>Relation2</i>			-0.0297***	

				(-5.8229)	
				-0.0379**	
				(-2.0877)	
					-0.0507***
					(-3.9350)
					-0.0835*
					(-1.9102)
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	
样本量	6378	6378	6378	6378	
Adj. R ²	0.1756	0.1761	0.1680	0.1661	
Panel C: 同一行业					
变量: <i>Bid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	
<i>Drelation</i>	-0.0180***				
	(-9.7026)				
<i>Sameind</i>	-0.0261**	-0.0230*	-0.0194	-0.0192	
	(-1.9969)	(-1.7797)	(-1.4845)	(-1.5710)	
<i>DRelation</i> × <i>Sameind</i>	0.0254				
	(0.7512)				
<i>Relation</i>		-0.0103***			
		(-10.3000)			
<i>Relation</i> × <i>Sameind</i>		0.0070			
		(0.3147)			
<i>Relation2</i>			-0.0327***		
			(-6.6829)		
<i>Relation2</i> × <i>Sameind</i>			0.0004		
			(0.0011)		
<i>Relative_Relation</i>				-0.0571***	
				(-4.6036)	
<i>Relative_Relation</i> × <i>Sameind</i>				0.0412	
				(0.0521)	
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	
样本量	6378	6378	6378	6378	
Adj. R ²	0.1755	0.1760	0.1675	0.1656	

注：括号里的数字为 t 值，*、**、***分别代表在 10%、5%、1%的水平下显著，下文同。

(二) 排除上市公司控股股东与关联方信息的影响

本文将上市公司控股股东认购股数和关联方认购股数分别除以本次定向增发发行的总股数得到上市公司控股股东认购比例 (*Ctrl*) 和关联方认购比例 (*Affiliate*)，并在基准回归模型的基础上，加入上市公司控股股东认购比例和关联方认购比例的交互项。

附表 2 排除上市公司控股股东与关联方信息的影响

Panel A: 上市公司控股股东					
变量: <i>Bid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	
<i>Drelation</i>	-0.0168***				
	(-8.8441)				
<i>Ctrl</i>	-0.0076	-0.0099	-0.0119	-0.0148	
	(-0.6436)	(-0.8737)	(-1.1262)	(-1.4196)	
<i>DRelation</i> × <i>Ctrl</i>	-0.0153				
	(-0.9249)				
<i>Relation</i>		-0.0098***			
		(-9.4973)			
<i>Relation</i> × <i>Ctrl</i>		-0.0055			
		(-0.6515)			
<i>Relation2</i>			-0.0304***		
			(-5.8463)		
<i>Relation2</i> × <i>Ctrl</i>			-0.0465		
			(-1.0307)		
<i>Relative_Relation</i>				-0.0527***	

				(-4.1150)
	<i>Relative_Relation</i> × <i>Ctrl</i>			-0.0626
				(-0.4333)
	控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes
	样本量	7268	7268	7268
	<i>Adj. R</i> ²	0.1772	0.1777	0.1703
<hr/>				
Panel B: 上市公司关联方				
	变量: <i>Bid_prem</i>	(1)	(2)	(3)
	<i>Drelation</i>	-0.0173***		
		(-8.8854)		
	<i>Affiliate</i>	-0.0012	-0.0036	-0.0008
		(-0.1352)	(-0.4181)	(-0.0989)
	<i>DRelation</i> × <i>Affiliate</i>	-0.0014		
		(-0.1048)		
	<i>Relation</i>		-0.0102***	
			(-9.6662)	
	<i>Relation</i> × <i>Affiliate</i>		0.0039	
			(0.5950)	
	<i>Relation2</i>			-0.0309***
				(-5.7641)
	<i>Relation2</i> × <i>Affiliate</i>			-0.0203
				(-0.5910)
	<i>Relative_Relation</i>			-0.0520***
				(-3.9608)
	<i>Relative_Relation</i> × <i>Affiliate</i>			-0.0558
				(-0.5416)
	控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes
	样本量	7268	7268	7268
	<i>Adj. R</i> ²	0.1769	0.1775	0.1700

(三) 排除机构投资者调研信息的影响

本文在基准回归模型的基础上，加入机构投资者调研次数的交互项。*Inst_time* 表示上市公司实施定向增发前一年机构投资者调研该上市公司的次数加一取对数。

附表 3 排除机构投资者调研信息的影响

变量: <i>Bid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Drelation</i>	-0.0179***			
	(-7.0082)			
<i>Inst_time</i>	-0.0007	-0.0006	-0.0006	-0.0006
	(-1.1457)	(-1.1665)	(-1.2100)	(-1.1868)
<i>DRelation</i> × <i>Inst_time</i>	0.0002			
	(0.3065)			
<i>Relation</i>		-0.0101***		
		(-7.5628)		
<i>Relation</i> × <i>Inst_time</i>		0.0000		
		(0.0877)		
<i>Relation2</i>			-0.0348***	
			(-4.8394)	
<i>Relation2</i> × <i>Inst_time</i>			0.0013	
			(0.5574)	
<i>Relative_Relation</i>				-0.0625***
				(-3.1612)
<i>Relative_Relation</i> × <i>Inst_time</i>				0.0034
				(0.5618)
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	7268	7268	7268	7268
<i>Adj. R</i> ²	0.1771	0.1777	0.1701	0.1684

(四) 更换被解释变量

本文分别考虑财务投资者申购价格的算数平均数 (*Meanbid_prem*)、中位数 (*Medianbid_prem*) 和最大值 (*Highbid_prem*) 与定向增发的发行价格的差, 除以发行价格作为报价溢价的其他度量方式, 用于稳健性检验。

附表 4 更换被解释变量

Panel A: 算数平均数				
变量: <i>Meanbid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DRelation</i>	-0.0159*** (-8.8316)			
<i>Relation</i>		-0.0089*** (-9.0894)		
<i>Relation2</i>			-0.0248*** (-5.0841)	
<i>Relative_Relation</i>				-0.0474*** (-3.8575)
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	7268	7268	7268	7268
<i>Adj. R²</i>	0.1740	0.1738	0.1671	0.1664
Panel B: 中位数				
变量: <i>Medianbid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DRelation</i>	-0.0161*** (-8.9014)			
<i>Relation</i>		-0.0090*** (-9.1478)		
<i>Relation2</i>			-0.0252*** (-5.1084)	
<i>Relative_Relation</i>				-0.0476*** (-3.8732)
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	7268	7268	7268	7268
<i>Adj. R²</i>	0.1716	0.1714	0.1646	0.1638
Panel C: 最大值				
变量: <i>Highbid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DRelation</i>	-0.0110*** (-5.4665)			
<i>Relation</i>		-0.0050*** (-4.5192)		
<i>Relation2</i>			0.0003 (-0.0507)	
<i>Relative_Relation</i>				-0.0234* (-1.7539)
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	7268	7268	7268	7268
<i>Adj. R²</i>	0.1381	0.1368	0.1344	0.1347

(五) 控制财务投资者与主承销商固定效应

本文在基准回归模型中进一步控制财务投资者与主承销商固定效应。

附表 5 控制财务投资者与主承销商固定效应

变量: <i>Bid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DRelation</i>	-0.0122*** (-5.8439)			
<i>Relation</i>		-0.0069*** (-5.9177)		
<i>Relation2</i>			-0.0148***	

				(-2.7786)	
	<i>Relative_Relation</i>				-0.0159 (-1.2320)
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	7268	7268	7268	7268	7268
<i>Adj. R²</i>	0.2274	0.2272	0.2241	0.2236	

(六) 排除再融资新规影响

本文以 2020 年再融资新规作为外生事件冲击，将样本总体按再融资新规前后进行分组，分别进行基准回归。

附表 6 排除再融资新规影响

变量: <i>Bid_prem</i>	再融资新规后				再融资新规前			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>DRelation</i>	-0.0105*** (-5.1068)				-0.0257*** (-8.0964)			
<i>Relation</i>		-0.0060*** (-5.4966)				-0.0150*** (-8.4457)		
<i>Relation2</i>			-0.0280*** (-5.0242)				-0.0410*** (-4.8068)	
<i>Relative_Relation</i>				-0.0299*** (-2.1558)				-0.0957*** (-4.3220)
控制变量与固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	4290	4290	4290	4290	2978	2978	2978	2978
<i>Adj. R²</i>	0.1136	0.1139	0.1120	0.1088	0.1706	0.1711	0.1571	0.1571

(七) 排除极端市场环境干扰

本文在总样本中剔除了 2018 年数据，重新进行基准回归。

附表 7 排除极端市场环境干扰

变量: <i>Bid_prem</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DRelation</i>		-0.0175*** (-9.4646)		
<i>Relation</i>			-0.0101*** (-10.1317)	
<i>Relation2</i>				-0.0310*** (-6.2197)
<i>Relative_Relation</i>				-0.0497*** (-3.9689)
控制变量与固定效应		Yes	Yes	Yes
样本量		7071	7071	7071
<i>Adj. R²</i>		0.1802	0.1808	0.1729

参考文献

Ball, R. and L. Shivakumar, 2006, "The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition", *Journal of Accounting Research*, 44(2), pp.207~242.