

PDF-TN2016033

董事会融资权边界、定向增发定价机制与大股东隧道行为

——万科 A 与中环股份定向增发案例1

案例使用说明

一、教学目的与用途：

1. 适用的课程：投资银行学、公司治理、财务管理、企业资本运营

2. 适用对象：本案例主要为金融专硕或学硕、MBA 和 EMBA 开发，适合对投资银行或公司财务业务有一定基础学员学习。此外，也可用于高年级本科生有关课程。

3. 教学目标：定向增发是国内上市公司的新型融资方式，发行定价是股票融资的核心环节和难点所在。通过分析了牛市中的万科 A 和熊市中的中环股份定向增发案例，围绕股票发行定价、上市公司治理、委托代理的道德风险与大股东隧道行为、证券监管和保护投资者等展开研究，剖析了定向增发环节上市公司向大股东利益输送的路径、手段及深层原因，并探讨了相关的监管对策等。可以帮助学员加强对定向增发相关专业知识的进一步掌握，并灵活运用公司治理的有关理论及寻租理论分析现实问题，加深对中国证券市场现状及投资者保护问题的认知。

（1）覆盖知识点：

☆上市公司定向增发的有关专业知识和操作实务（重点为发行定价）；

☆公司治理的有关理论与实务知识（隧道效应等）

☆金融创新与证券监管、企业自律的关系

☆寻租理论及寻租行为的治理

☆定向增发监管规则与投资者保护

-
1. 本案例由上海师范大学商学院的黄建中撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例仅供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

（2）能力培训点

☆运用委托代理理论、寻租理论分析现实案例

☆剖析定向增发环节大股东隧道行为的手段、路径及深层原因，研讨相关的监管对策。

☆灵活运用比较分析法，对比分析牛市和熊市背景下上市公司定向增发实践的差异，剖析自律公司和不自律公司在运用新型融资工具（在监管不足背景下）时行为方式的差异。

二、启发思考题

1、结合案例分析，上市公司定向增发分别选择不同的定价基准日（董事会决议公告日、股东大会决议公告日、发行期首日），为什么会严重影响发行价和市场公平？

2、上市公司低价定向增发有哪些危害？

3、配股、公开增发和定向增发，同为国内上市公司常用的股权再融资方式，为什么定向增发过程中大股东的隧道行为特别多？其深层原因何在？

4、结合案例，剖析为什么说股票发行定价市场化对中国证券市场健康发展、及保护中小投资者利益至关重要？

5、在开展融资融券业务后，如何防止定向增发套利和利益输送？

6、通过万科和中环股份案例结局对比，分析为什么说行业自律对金融新的发展至关重要？

三、分析思路

1、区分牛市案例和熊市案例，在牛市背景下，诸多定向增发案例暴露出我国公司治理的一个新问题——董事会融资权（增发定价权及发行对象选择权）过大及融资权寻租；而熊市中，又暴露出上市公司给大股东提供免费认股期权等问题，造成了中小股东利益的损害；

2、剖析在定向增发过程中为什么会容易出现利益输送问题，其深层原因为何；

3、剖析大股东免费认股期权、董事会融资权（增发定价权及发行对象选择权）过大及融资权寻租的制度原因，及解决对策；

4、结合我国上市公司一股独大的特殊股权结构，剖析大股东隧道行为的中国特色；

5、董事会融资权边界、权力寻租与定价市场化

6、探讨相关问题的解决对策。

四、理论依据与分析

1、理论依据

(1) 委托代理理论：委托代理理论认为，委托代理关系是随着生产力发展及规模化大生产而产生的。其原因是：由于生产力发展使得社会分工进一步细化，权利所有者由于知识、能力和精力的原因不能行使所有利；另一方面专业化分工产生了一大批具有专业知识的代理人（职业经理人），他们有精力、有能力代理行使好被委托的权利。但在委托代理形成后，由于委托人与代理人的效用函数不一样，委托人追求自己的财富最大化，而代理人追求自己的工资津贴收入、奢侈消费和闲暇时间等最大化，这必然导致两者的利益冲突。在没有有效的制度安排下，代理人的行为很可能最终损害委托人的利益。

具体到定向增发实践，上市公司大股东及其控制的上市公司管理层会利用其对上市公司的控制权谋取私利，侵害了中小股东的利益。但应用委托代理理论无法解释同为上市公司的股权融资方式，为什么配股、公开增发过程中大股东却难以搞利益输送。因此，有必要探讨更深层次的原因。

为此，特提出董事会融资权的新概念，应用寻租理论揭示定向增发中大股东隧道行为的深层原因。

(2) 寻租理论：政府运用行政权力对企业 and 个人的经济活动进行干预和管制，妨碍了市场竞争的作用，从而创造了少数有特权者取得超额收入的机会。美国经济学家布坎南和克鲁格将这种超额收入称为“租金”（rent），谋求这种权力以获得资金的活动，被称作“寻租活动”，俗称“寻租”。

在定向增发过程中，大股东通过控制董事会融资权（增发定价权及发行对象选择权），利用融资权进行寻租，谋取私利。而在配股和公开增发过程中，大股东无法自由选择股票发行对象，所以不拥有全面的融资权，故无法寻租，难以进行利益输送。详见下面的分析。

2、分析：董事会融资权寻租、大股东认股期权与定向增发利益输送

前文提及的董事会融资权过大问题，跟定向增发和公司治理规则不完善有

关，在“一股独大”的国情下，大股东控制下的董事会融资权权利寻租，已成为一个中国特色的公司治理新课题。

（1）“九折规则”失灵下的董事会融资权边界和大股东免费认股选择权

股票发行定价是募股方案的核心内容及股权融资的关键环节，直接关乎股东间的利益分配和募股融资的成败。在操作层面，增发定价通常采取与市价挂钩的做法（即发行定价市场化），主要依靠对定价基准日与市价折价率的规制来约束上市公司的定价行为。值得注意的是，《再融资办法》对非公开发行的定价约束仅限于“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”的规定（以下简称“九折规则”），但对定价基准日并未明确界定。此后，2007年9月证监会发布的《非公开发行股票实施细则》（以下简称《实施细则》）明确了定价基准日可以是董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以是发行期首日。由此实践中，各上市公司在定价基准日择取上可自由选择上述三者的其一，导致了增发行为的诸多不规范。

从近几年的实践看，将董事会决议公告日作为定向增发的定价基准日，是众多上市公司几乎一致的做法，甚至到了“约定俗成”的地步。而这种以数月前的股价而非发行前的市价为参照（类似于“刻舟求剑”）的做法，直接导致牛市背景下，“九折规则”定价约束失灵、董事会融资权过大（如万科等案例）；而在熊市背景下，又导致“九折规则”滥约束，使很多公司的定向增发方案无法实施而不得不推倒重来（如上述西安饮食等案例），造成了巨大的人力物力浪费。

笔者以为，把相关董事会决议公告日作为定向增发的定价基准日是不妥当的，其直接导致上文所说的董事会融资权过大问题，也给大股东提供了免费认股期权的方便。不仅于此，此定价基准日不具备发行定价的时效性参照价值，也有悖于发行定价的市场化原则，主要存在如下弊端：

第一，从定向增发的融资周期看，自相关董事会决议公告日到股票发行日，少则需要两、三个月，多则一年半载。其间公司股价难免大幅波动，如果以数月前的相关董事会决议公告日作为定价基准日，实际上就是拿数月前的公司股价而不是即期市价，作为增发参考依据和定价约束条件，这明显与上市公司再融资定价市场化的原则相悖。因为定价市场化，实质上是为了确保增发价的公平公正，而公平的定价参照理当是在股票发行同期，投资者通过交易所挂牌竞价购买股票的即期价格（即认购增发股份的机会成本或比较成本），而不应该是市场上数月前的股价。就立法本义而言，“九折规则”是为了防范私募发行价相对市价折价率偏高的问题。从已有案例的经验与教训看，将相关董事会决议公告日作为定向增发的定价基准日，会导致牛市中“九折规则失灵”或熊市中“九折规则滥约束”的问题，不利

不仅如此，以数月前的股价为定价参照，实际上是让特定对象特别是公司大股东获得了新股认购的免费选择权（期权）：数月后，若公司股价上涨，大股东控制下的上市公司就选择实施定向增发，包括大股东在内的特定对象就可获得较便宜的定向增发股份；若股价大跌，特别是股价低于原定的增发底价时，大股东控制下的上市公司便终止原定增发申请，再以新的定价基准日（即较前次低的增发底价）重新拟定增发方案，由此大股东再次获得免费认购期权，如此反复操作直至牛市到来。而这种免费的新股认购选择权无疑会成为利益寻租的工具。详见图 4 之解析。

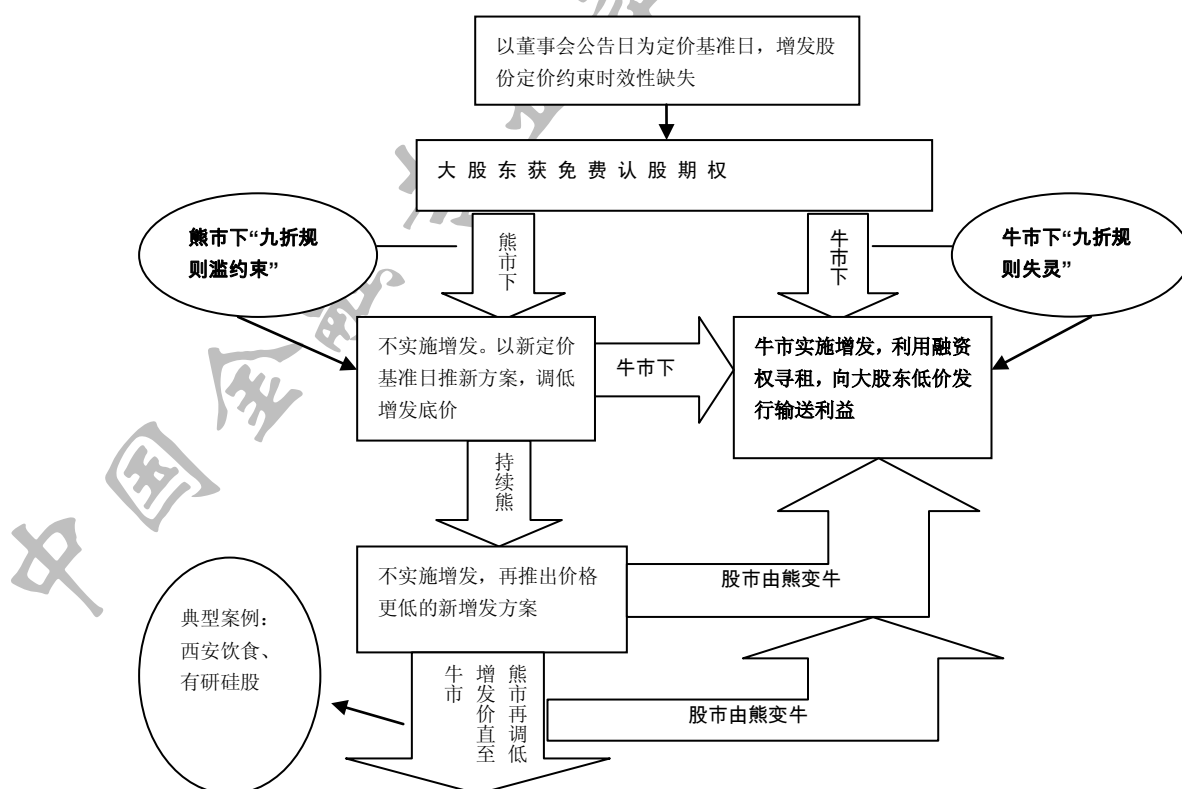


图 4 “九折规则失灵”下的大股东认股选择权与利益输送

第二，将董事会决议公告日作为定向增发的定价基准日，不利于相关公司灵活选择时点择机发行。按照有关规定，上市公司增发股份可以在中国证监会核准之日起的6个月内择机发行，进行“闪电配售”，这也是成熟资本市场很常见的做法。而如果很早就把发行价限定下来，有关公司为了避免未来股价波动的风险，就会放弃择机的做法而选择尽快发行——只有那些暂时存在发行困难（如股票市价跌破或接近增发限价）的公司才被动推后发行时间，等待股价可能的上涨后再尝试发行，也很可能一直等到超过有效期后被迫放弃增发计划。

（2）董事会融资权的概念界定与表现形式

本文提出的“董事会融资权”新概念，可定义为：在上市公司融资过程中，由董事会掌控的融资方案决定权（融资决策权）以及股东大会授权下在融资方案具体实施过程中办理有关事宜时的决定权。在定向增发过程中，董事会融资权可分为增发定价权和发行对象选择权两类。

在定向增发方案拟定过程中，上市公司董事会可决定本次发行的定价基准日在“董事会决议公告日、股东大会决议公告日和发行期的首日”中三选其一、本次发行的定价方式，以及本次发行对象的范围等，并决定相关股东大会的召开时间等。若只向大股东和事前确定的对象增发，则董事会在方案制定时就可确定发行价。详见图5的P1和O1方案组合。

在组织定向增发方案实施过程中，由于是非公开发行给暗箱操作提供了方便，上市公司董事会可以决定股票承销商、股票的发行时机（直接影响到发行价及其折价率）和询价对象的选择（在规则范围内，直接关系到谁可以认购股份或想方设法不让谁认购。例如选择向实力强，还是实力弱的基金发放认股邀请函）等。而当上市公司董事会向大股东单独增发时，其不仅可以规避有关规则要求的询价和竞价程序，而且在方案制定是就可以决定以“九折规则”之底价定价，进而最大限度地实现对大股东利益输送的最大化，即融资权租金最大化。详见图5剖析。

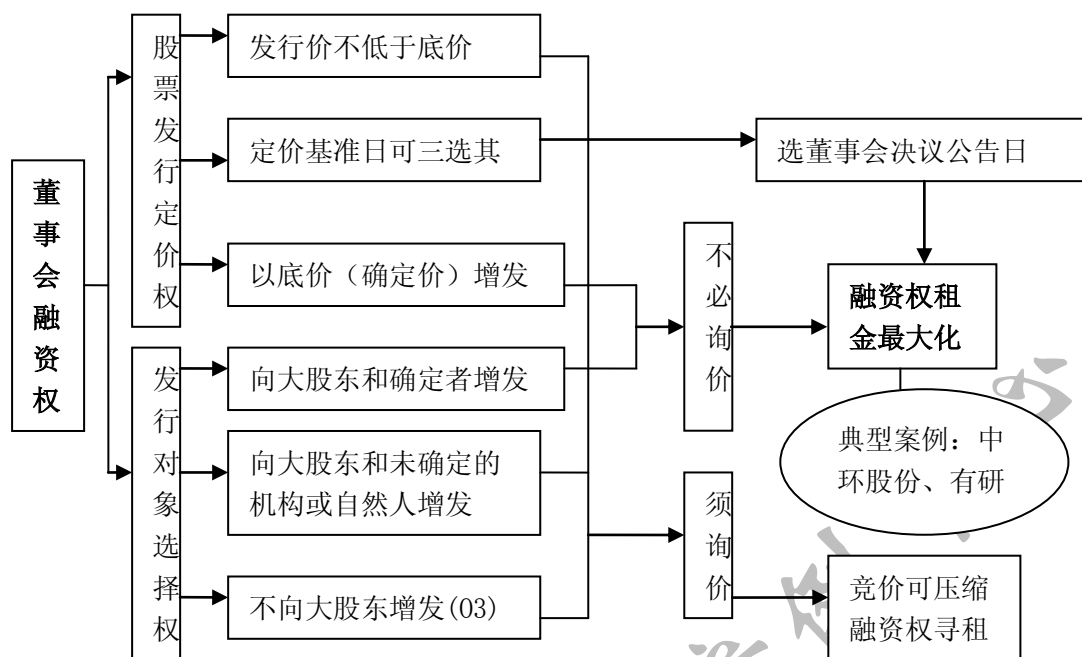


图5 董事会融资权与租金最大化方案选择

将图4和图5结合起来可以看出，在定向增发过程中大股东控制下的董事会，利用其掌握的融资权，在定向增发方案制定时总是倾向于选择将董事会公告日作为定价基准日，进而让大股东获得免费的认股选择权。之后，如果是牛市，上市公司可以远低于市价的价格向大股东实施定向增发；如果遭遇熊市，则可将原定定价方案推倒重来，再以新的定价基准日拟定新的较低的增发价，并在熊市下循环如此操作，直至牛市到来后再实施定向增发。由此看，董事会融资权和认股选择权，都成为大股东攫取租金，侵占上市公司利益的工具。

3. 一股独大下的董事会融资权寻租

投资与融资，是企业经营管理中至关重要的两件大事，而我国现有的上市公司治理规则中，对董事会的投资额权限有明确限定，即超过《公司章程》规定额度权限(实际上是股东大会对董事会的投资授权额)的投资项目都须提交股东大会批准。但在现有的法规条款中，尚未见对与投资权相对应、且同等重要的董事会的融资权额度进行规范，即董事会融资权缺乏边界。

在国内上市公司“一股独大”的股权结构背景下，如果董事会融资权缺乏边界，就为大股东在定向增发过程中掏空上市公司、侵害中小股东利益提供了可能。

我国上市公司绝大部分存在“一股独大”问题，控股股东在董事会通常拥有大多数席位，加之董事会成员产生过程中，并未实行真正意义上的累积投票制，

存在中小股东所持股份在董事会缺乏对应席位的问题；而各公司的独立董事基本上也都是由大股东推荐产生，普遍缺乏独立性，在董事会议事和表决过程中并不能代表中小投资者及其利益。因此，我国大部分上市公司的董事会实质上是“控股股东的常设机构”，董事会内部缺乏权力制衡机制，董事会决议仅能代表控股股东单方面的利益取向。此外，我国职业经理人队伍尚未形成，上市公司的经理层大多是由大股东内部选聘而非公开招聘，很多公司的经理层主要成员也都来自大股东，即在公司治理上，存在上市公司、控股股东、董事会和经理层“四位一体”，并都被控股股东控制的问题，公司的重大事项都是由大股东完全操控（黄建中，2009）^[23]。在此背景下，就会经常出现一些有利于大股东但会侵害中小股东利益的董事会议案，而绝大多数中小股东又很少能参加股东大会，更很少行使投票权维权，使得很多定向增发的侵权议案在董事会和股东大会程序中都能一路畅通，并付诸实施。

此外，由于是非公开发行，透明度较低，一些明显偏低的发行价，只有在证监会核准后，上市公司发布定向增发实施公告时才暴露出来，使之较难监督和杜绝。而待到相关信息披露时，无论其实施的定向增发价多么偏低，该次发行都已经木已成舟，更何况任何看似离谱的低价增发，几乎都可以拿新增股份存在锁定期来做挡箭牌。

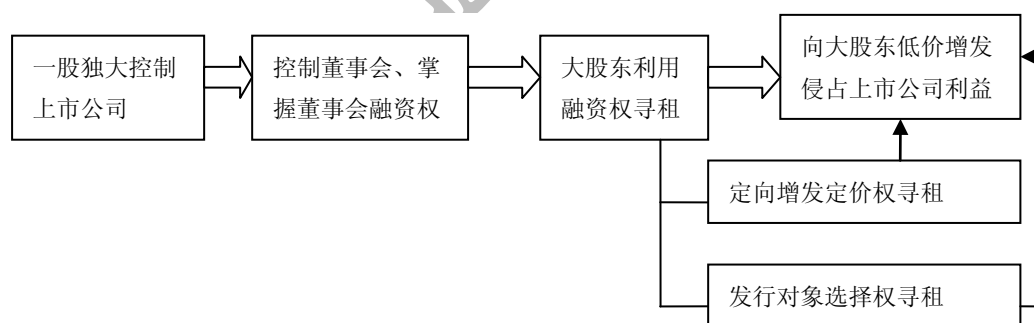


图6 一股独大下的融资权寻租路径与隧道行为

由此看，国内上市公司的董事会融资权实际上由大股东掌控，并成为其侵占上市公司利益的工具。依据寻租理论（Krueger，1974）^[24]，任何一个机构或者个人的权利过大而缺乏约束时，都可能为其带来权利租金。而董事会的融资权限过大，就难免会给大股东或内部人控制的董事会的寻租活动提供方便，且从相关案例看，融资权可获的“租金”额通常都数以亿计。在形形色色的上市公司中，大股东通过控制董事会进而利用增发定价的决定权与发行对象的择定权，在融资

过程中以低价发行股份向关联方（包括一些貌似不关联，实则关联的单位甚至个人）进行利益输送，或通过再融资贱卖上市公司控股权，或曲线廉价实现 MB0。不仅如此，在上市公司大股东以资产认购定向增发股份的案例中，还可能会出现以操纵股价方式尽可能压低增发价，再以高估劣质资产价值的方式来掏空上市公司。参见图 6。

需补充说明的是，《实施细则》要求上市公司实施定向增发时进行询价，但由于是非公开发行、询价规则还不够完善等，定向增发的竞价市场化程度并不太高，董事会融资权仍然存在不小的寻租空间（详见下文）。特别是从图 5 看，当上市公司董事会充分利用融资决策权，设计方案时选择 D1P1O1 组合时，即以董事会公告日作为定价基准日，向大股东单独或向大股东及事先确定的机构（如中环股份 2012 年定向增发方案），以底价增发时，其完全可以绕开询价程序不必竞价，进而实现融资权寻租租金的最大化。

另从大样本实证研究的结论看，王志强等（2010）、郑琦（2008）和何丽梅（2010）等人的研究都发现，在向大股东单独实施的定向增发中，发行价折价率明显高于向机构增发的折价率。其中，王志强等（2010）的研究表明，上市公司向大股东单独定向增发的平均折价率为 55%，而向基金等机构定向增发的平均折价率为 32%。由此看，实践中较普遍存在着大股东利用其掌控的董事会融资权，操控定向增发价格，进而低价向其增发股份的问题，即现实中董事会融资权寻租问题较为普遍存在。

五、背景信息

相关案例研究在前文陈述完整，且两家公司的定向增发已经实施完毕，关于定向增发无其他最新进展。

特在此补充案例研究结论和解决有关问题的对策建议。

1、研究结论

国内定向增发实践中，绝大多数公司将董事会决议公告日作为定价基准日，导致作为定价约束的“九折规则”失效：牛市背景下，“九折规则”失灵，董事会融资权过大（如万科等案例）；而在熊市背景下，又导致“九折规则”滥约束，使很多公司不得不将原定向增发方案推倒重来，再制定发行底价较低的新方案，进而暴露出上市公司给大股东提供免费认股期权等问题。在“一股独大”的国情

下,大股东控制下的董事会融资权寻租,已成为一个中国特色的公司治理新课题,而大股东免费认股期权,也是董事会融资权寻租的表现形式。实践中,较普遍存在着大股东利用其掌控的董事会融资权,操控定向增发价格,进而低价向其增发股份等问题。从相关案例看,在监管规制不完善的背景下,万科作为一个自觉自律的公司并未钻空子进行董事会融资权寻租;而在中环股份的大股东不仅通过定向增发方案调整享受了免费的认股期权,而且在 2012 年度新定向增发方案设计过程中充分利用了董事会融资权寻租。定向增发实践中,董事会融资权寻租较普遍存在,租金常数以亿计,严重侵害了中小股东利益,已成为一个亟待解决的现实课题。

2、解决有关问题的对策建议

上文中,应用了寻租理论来剖析定向增发中利益输送的深层原因,在解决上述问题时,我们仍应用寻租理论来提出相关对策。而解决权利寻租问题主要有两个办法:其一取消或限制董事会融资权;其二,采用或完善市场化定价方式,让市场来定价而不是由当权者说了算。

(1) 规范定向增发定价基准日择取行为。笔者认为应当明确以发行前董事会召开日(或称发行期的首日)作为定价基准日,由此可避免上市公司将相关董事会决议公告日作为定价基准日的上述弊端。因为发行前董事会召开日是距发行日最近的基准日,最具定价参考的时效性意义,能充分体现发行定价市场化原则和真正发挥“九折规则”的约束力,也有利于有关公司进行“闪电配售”,避免“九折规则失灵”或“九折规则滥约束”等问题,尽可能减少融资权寻租行为。而且,发行期首日也是一个与公募增发招股意向书公告日(定价基准日)相对应的日子,符合《再融资办法》的立法本义。

就万科案例而言,董事会融资权过大的症结主要在于,增发定价是以 5 个月前的 2006 年 7 月 18 日为定价基准日,大牛市背景下,必然导致股东大会授权的增发底价远低于发行前市价的情形。而若以发行前市价为参照,以发行期首日 2006 年 12 月 20 日为定价基准日,则“前 20 个交易日公司 A 股收盘价的算术平均价”将为 12.38 元,“九折规则”约束价将变为 11.14 元(高于实施价 10.5 元),与原方案的底价 5.67 元相比,定价约束力显著增强,董事会融资权大幅缩小。

不仅于此,发行前董事会召开日作为定价基准日,还可以压缩董事会的融资

权寻租空间，并自然消除如上所述的由于定价基准日时效性缺乏导致的大股东免费认股期权问题——由此，在熊市背景下，上市公司就不能再有借口推翻旧的定向增发方案而重新拟定新的价格更低的定向增发方案了。不仅于此，由此还可以为上市公司节省巨额的（因调整增发价格）可能反复多次召开的董事会、股东大会、及因价格调整多次向证监会上报资料等方面的费用。

（2）设定董事会融资权边界。鉴于我国的现有法规中，缺乏对董事会融资权的约束条款，笔者建议新建相关规则，要求上市公司在公司章程中明确董事会的融资决定权额度，如对于锁定期为一年以内（含一年）的股票发行限定董事会融资权范围在公司最近一期经审计的净资产值的 15% 以内，锁定期为三年的股票发行在 25 % 以内，以约束再融资（包括公募增发）过程中董事会可以决定的定价范围，防止偏低的发行价市价折扣。或者，在股东大会表决增发方案时增加市价折价率的上限议案，如对锁定期为一年以内增发股份明确董事会的定价决定权在发行前市价折扣的 15% 以内（参照一年期融券套利的成本为 7-8%，以防止认购增发股份的机构以融券方式做无风险套利），锁定期为三年的股票发行在 25 % 以内。与此同时，应强化对特定对象的资格要求和信息披露的监管，以透明度监管约束董事会的融资权。

（3）完善询价和竞价机制 压缩融资权寻租空间。《实施细则》第二十四条等条款对询价竞价环节发放认股邀请函的下限数做出了要求，但并没有对参与竞价认股（邀请函有效反馈数）的机构和个人的数量做具体规定，加之非公开发行透明度较低，常常使询价流于形式或竞价不充分。例如，2012 年 9 月，中航电子在实施定向增发时，共相继发出了 176 份认购邀请书，但最终只回收得到 2 家机构的有效申购（樊国栋，2012）^[25]。

近两年，诸多公司定向增发股票发行价折扣仍然较大，认股者收益仍相当可观。据好买基金的统计，从 2006 年到 2011 年，锁定期为 1 年且已到期的定向增发项目的平均收益率为 88.18%。不少公募基金、阳光私募、证券公司都推出了投资定向增发项目的理财产品（何欣荣，2012）。另据统计，2012 年 2 月份，完成定向增发的 3 家公司在股份上市首日平均收益率达 27.2%，2012 年 1 月份，完成定向增发的 8 家上市公司增发股份上市首日平均收益率则达到 67%（蔡颖，2012）^[26]。由此看，定向增发仍然是大股东和机构独享的投资盛宴，现行的询价和竞价机制并不是很有效。

为此，笔者建议应参考 IPO 询价规定，规定参与定向增发认股竞价的有效认购者不得低于 20 家，否则将视为发行失败。由此，可敦促上市公司在发行询价时能够充分利用承销商

的销售渠道，以市场化竞价手段压缩董事会的融资权的可定价余地，并约束董事会的认购者选择权。

六、关键点

1、两家上市公司是选取了哪个日子作为定向增发的定价基准日？牛市和熊市背景下，定价方式如何影响定向增发实施价及股票发行成败。

2、牛市中，定向增发过程环节为何频频出现董事会融资权过大问题？

3、熊市中，大股东的认股选择权是怎样产生的，剖析定向增发环节大股东隧道行为的手段、路径及深层原因。

4、用股票发行定价市场化化解融资权寻租难题

5、一股独大的特殊国情与大股东隧道行为

6、委托代理与中小投资者保护机制完善

七、建议课堂计划

1、本案例的建议课堂时间为 160-180 分钟(4 课时)，如果学生没有学过定向增发有关的专业知识，需另外在课前安排 4 学时介绍有关专业背景知识、投资银行实务及监管法规。

2、课前计划：要求学员课前预习案例资料，研读两个上市公司定向增发的相关系列公告原文，以及定向增发的有关法规、规章，并提供启发思考题。

3、课中计划：

教师课堂前言：课堂前言（20-30分钟）简介案例，提出案例讨论要求，启发学员思考有关问题；

分组讨论（40 分钟）发言要求：每个人都要准备发言大纲；

小组发言（每组15-20分钟）：幻灯片辅助，控制在60 分钟；

教师引导进一步讨论，并进行归纳总结（30-40 分钟）；

课后计划：要求每组写出简要的案例分析报告或案例研读心得(2000-3000 字)，并点评其他组课堂讨论发言的可取和值得自己学习的地方。

八、附：参考文献

[1] 王金萍. 上市公司再融资热情高涨 A 股并非唯一渠道[N]. 大众证券报, 2013-01-24.

[2] Johnson.S, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer. Tunneling[J]. American Economic

- Review, 2000, 90 (2)
- [3] 黄建中. 上市公司非公开发行的定价约束机制研究[J]. 上海金融, 2007 (2).
- [4] Silber.W. L. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices[J]. Financial Analysts Journal, 1991, 47(4).
- [5] Barclay M. J, C. G. Holderness and D. P. Sheehan. Private Placements and Managerial Entrenchment[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 4.
- [6] Baek Jae-seung, Jun-koo Kang and Inmoo Lee. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Placement by Korean Chaebols[J]. The Journal of Finance, 2006, 61 (5).
- [7] 黄建中. 再融资市场化谨防股价操纵, 中华工商时报[N]. 2006-5-24.
- [8] 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 (3).
- [9] 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发与财富转移——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2009 (5).
- [10] 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).
- [11] 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).
- [12] 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, 经济管理, 2010 (2)
- [13] 王浩, 刘碧波. 定向增发: 大股东支持还是利益输送[J]. 中国工业经济, 2011 (10)
- [14] 陈耿, 杜烽. 控股大股东与定向增发价格: 隧道效应、利益协同效应及其相互影响[J]. 南方经济, 2012 (6).
- [15] 章卫东. 定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理世界, 2010 (1).
- [16] 邓路, 王化成, 李思飞. 上市公司定向增发长期市场表现: 过度乐观还是反应不足?[J]. 中国软科学, 2011 (6).
- [17] Asquith P. and D.W. Mullins. Equity Issues and Offering Dilution[J]. Journal of Financial Economics, 1986, (15).
- [18] Mikkelsen W.H. and M.M. Partch. Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process[J]. Journal of Financial Economics, 1986, (15).
- [19] 李康, 杨兴君, 杨雄. 配股和增发的相关者利益分析和政策研究[J]. 经济研究, 2003, (3).
- [20] 蔡俊. 有研硅股增发难产: 5 年 6 易方案 大股东 5.9 亿力挺[N]. 理财周报, 2012-9-24.
- [21] 安卓. 西安饮食四降增发价不甘心融资失败 接近打对折[N]. 第一财经日报, 2012-9-18
- [22] 何欣荣. A 股频现再融资被否案: 增发价过低伤害中小股东利益[N]. 人民日报, 2012-3-22.
- [23] 黄建中. 证券市场的博弈机制与投资者保护[J]. 财经问题研究, 2009 (4).
- [24] Krueger A. O. The Political Economy of the Rent-Seeking Society[J]. The American Economic Review, 1974, 64 (3).
- [25] 樊国栋. 中金 176 份认购邀请函仅 2 家回应 中航电子募资缩水 8 成[N]. 每日经济新闻, 2012-10-24.
- [26] 蔡颖. A 股定增上市首日收益率高企[N]. 经济参考报, 2012-3-29.

(案例使用说明书字数: 9,308)