

doi:10.3969/j.issn.1674-8131.2011.03.014

上市公司非公开发行研究述评^{*}

徐寿福

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘 要:非公开发行是上市公司股权再融资的重要手段之一。国外关于上市公司非公开发行的折价、发行动因、短期市场反应和长期绩效等都有较多的研究,并形成了一系列理论假说;国内学者对我国上市公司非公开发行的研究,则主要集中于定向增发的公告效应、定向增发折价和定向增发过程中相关利益主体的利益变化情况等方面。现有的有关研究更多侧重于实证研究,且对国家及地区差异研究不够;国内学者对上市公司定向增发偏好、市场反应及其影响因素的研究也不够系统和完善。

关键词:非公开发行;股权再融资;发行折价;市场反应;定向增发;公告效应

中图分类号:F830.9;F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2011)03-0098-11

A Review on the Private Placements of Public Companies

XU Shou-fu

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Private placement is one of important equity financing instruments of public companies. There are many foreign studies on private placements including pricing discounts, placement motivation, short-term stock price reaction and long-run performance of public companies which form a series of theories and hypotheses, the domestic academic studies mainly focus on announcement effect of private placement, pricing discount of private placement, the benefit change situation of stakeholders in the process of private placement and so on. The existed researches more emphasize empirical studies and are inadequate in the aspect of the discrepancy between different states and different regions, the research of domestic scholars is not systematic and complete in the perspective of public companies' private placement preference, market reaction and its influencing factors.

Key words: private placement; equity financing; pricing discount; market reaction; private placement; announcement effect

对上市公司非公开发行股票行为的研究已经成为公司金融领域研究企业股权再融资的一个重要分支。非公开发行由于在制度设计、发行对象、定价机制等方面与公开发行存在较大差别,从而导致了其迥然不同的市场反应和长期绩效。国外已有文献从上市公司非公开发行股票的动力、定价、股票短期和长期表现等方面进行了较为全面的研

究,形成了较为完善的理论框架和研究范式。股权分置改革以后,定向增发作为我国上市公司股权融资的主流方式,类似于国外学术界所研究的非公开发行股票行为,而国内学术界对该问题的研究尚处于起步阶段。本文通过对国外非公开发行股票行为相关研究的梳理和总结,旨在为我国上市公司定向增发的研究提供有益的启示和借鉴。

* 收稿日期:2011-03-22;修回日期:2011-04-19

作者简介:徐寿福(1980—),男,安徽宣城人;助理研究员,博士研究生,在上海财经大学金融学院学习、上海财经大学教务处工作,主要从事公司金融研究;E-mail:shoufuxu@hotmail.com。

一、非公开发行的折价及其理论解释

非公开发行定价是上市公司采用非公开发行方式进行股权融资的核心要素,涉及大小股东、原有股东和新股东之间的利益博弈。由于非公开发行过程中,增发价格相对于增发时的市场价格普遍存在较高的折价,因而学术界对非公开发行定价的研究主要着眼于该折价的幅度及成因。

国外学者发现上市公司非公开发行的发行价格相对于增发时的市场价格普遍存在较高的折价。自 Wruck (1989) 的研究后,许多学者对美国市场非公开发行折扣率进行了检验,尽管选取的样本数量和计算方法存在差异,但实证结果基本上都处于 10% ~ 20% 之间 (Hertzel et al, 1993; Hertzel et al, 2002; Krishnamurthy et al, 2005; Barclay et al, 2007; Wruck et al, 2009)。其他一些国家和地区的上市公司非公开发行情况类似,如新西兰、日本和中国香港地区等 (Anderson et al, 2006; Kato et al, 1993; Wu et al, 2005)。从世界范围来看,非公开发行的折价现象存在一定的普遍性。从国外学者已有的研究来看,除 Tan 等 (2002) 对新加坡 56 家上市公司 67 次非公开发行的研究发现平均产生了溢价外,^①其余文献均发现非公开发行普遍存在较高的折价。

定向增发折扣率的高低不仅取决于发行价格,而且还取决于所选取的参考市场价格,因此,决定折扣率的因素既包括影响一级市场发行价格制定的因素,还包括影响二级市场股票估值的因素。学术界从两个角度均提出了一些的理论假说,主要有:

1. 监督成本补偿假说

Wruck (1989) 认为,积极投资者参与非公开发行后成为了上市公司的股东,有激励和能力监督公司管理层和监管公司资源配置,而投资者的监督将会花费一定的成本。非公开发行的折价就是对积极投资者监督成本的补偿。

2. 调查成本补偿假说

信息不对称的存在往往会导致上市公司的逆向选择,使得一些质量较好的公司放弃净现值为正的投资项目。参与非公开发行的对象需要对公司状况进行调查研究,才能分辨出发行者的真实状

态。同时, Akerlof (1970, 2002) 的“柠檬原理”认为非公开发行市场中信息不对称程度越高,越有可能吸引质量差的公司。因此,质量好的公司有动机去采取某种方式揭示自己的真实状态以提高自身价值 (Chemmanur, 1993)。Hertzel 等 (1993) 认为,上市公司要保证融资成功,必须对参与的投资者以非公开折价的方式进行一定的补偿。Hertze 等 (1993) 还发现,公司价值难以估算和不确定性程度越高的公司非公开发行时折价越大。

3. 流动性补偿假说

很多国家的法律规定 (例如美国、中国等),非公开发行的股份在一定时期内不能出售,即存在一定期限的锁定期,因此相对于公开增发的股份而言,非公开发行的股票丧失了一定的流动性。Silber (1991) 认为,非公开发行的折价是对投资者所购买的股票不能立即上市流通的补偿。而且, Silber (1991) 还认为,对于少数非公开发行股票的溢价产生可以由特殊因素加以解释,比如,尽管缺乏流动性,由于投资者借此可以进入公司董事会,这时他们愿意溢价取得限制性股票。Maynes 等 (2008) 对加拿大市场的实证研究结果也支持了这一假设。

4. 控制权防御假说

Barclay 等 (2007) 的研究认为,上市公司经常将股票发行给那些不愿意干涉公司经营管理的被动投资者,非公开发行时的折价则是对管理层巩固控制权而使投资者放弃干涉的补偿。

5. 公司价值被过分高估假说

Hertzel 等 (2002) 对上市公司非公开发行后长期业绩的研究为非公开发行折价提供了另一种解释。他们认为折价反应了信息灵通的投资者对公司价值的评估,参与非公开发行的投资者认为公司价值被过分高估,在发行后很长一段时期内经营业绩和股票价格表现均不理想,因此在发行时要求一定的补偿。

6. 市场情绪影响二级市场股票价格假说

许多学者认为定向增发期间股票市场的行情

① 与 Tan 等 (2002) 不同的是, Chen 等 (2002) 对新加坡非公开发行事件的研究发现平均折扣率为 3.87%。另外, Tan 等 (2002) 的研究中,选择的基准价格是公告前第三十个交易日的市场价格,而其他学者一般都选择公告日附近十个交易日范围内的市场价格作为基准价格,这也可能是 Tan 等 (2002) 的结论有明显差别的一个原因。

和投资者高涨的情绪有可能会对上市公司股票进行错误定价,高估上市公司股票的市场价格最终会导致定向增发折扣率的偏高,而且发行者往往会利用市场上投资者的非理性情绪选择发行的时机。Bayless 等(1996)的市场时机理论认为,上市公司可以从投资者的亢奋情绪导致的对股票价格的高估中获得好处。Kutsuma 等(2004)对 IPO 抑价进行研究发现,IPO 发行价格在高涨的市场行情下无法得到充分调整会导致 IPO 抑价水平的提高。Derrein 等(2003)也认为市场条件对企业发行行为有重要的影响。

二、非公开发行的决策动因

对企业融资偏好的研究主要表现为两个层次:一是从资本结构的角度出发,解释企业在内部资本、外部债权和外部股权等融资渠道间的选择偏好,具有代表性的有 MM 理论、融资啄序理论和静态权衡理论等。二是考察企业利用某种融资渠道进行融资的过程中,对各种融资方式的选择,其中有关股权再融资方式选择的研究理论最为丰富,包括支持上市公司选择配股、公开增发和非公开发行的各种理论假说。^① 国外学者多从企业内在因素的角度出发,着重考察企业特征、治理结构等因素对上市公司选择非公开发行的影响,提出了相应的理论假说。

1. 监督假说

Berle 等(1932)认为分散的所有权结构是大型公司的主要特征,公司代理问题的主要矛盾表现为第一类代理问题,基于此产生的代理成本往往被称为第一类代理成本,^②即外部投资者与企业管理层之间的利益冲突,经理人具有谋取自身利益的强烈动机,以后的学者称之为“贝利—米恩斯命题”。20 世纪 70 年代以后,现代公司的股权结构呈现出越来越集中的趋势,大股东控制广泛存在于世

界各国的企业当中(La Porta et al,1998; Claessens et al,2000;Faccio et al,2002)。现代公司治理理论认为,大股东的存在作为一种重要的治理机制,能够有效地抵制经理层的机会主义行为,大股东有动力和方法来约束经理人员的自利活动,从而对企业价值产生正的效应(Jensen et al,1976; Shleifer et al,1986; Kahn et al,1998; McConnell et al,1990)。因此,公司所有权结构的变化必然会对公司价值产生重要影响。

Wruck(1989)首先注意到了非公开发行引起的上市公司所有权集中度的变化对公司价值产生的影响。由于非公开发行对象一般为单个或少数几个较大的投资者,^③与公开增发股票不同,非公开发行对上市公司所有权集中度的影响表现为两个方面:一方面可以形成所有权结构的高度集中,另一方面极易产生新的大股东。Wruck 认为上市公司通过非公开发行引入一个有动机和监控能力去监督管理层的积极投资者,从而对上市公司资源配置和经营管理进行积极监督,可以有效抵制管理层的自利行为,降低代理成本。Wruck 进一步的研究表明,正是对积极投资者监督效应的预期,与公开发行不同,非公开发行向市场传递了一个正的信号,从而一般具有正的公告效应。而且发行规模越大,积极投资者的监督激励越强烈,非公开发行的公告效应越大(Hertzel et al,1993)。Krishnamurthy 等(2005)的研究表明,与上市公司存在关联的投资者一般表现为积极投资者,非公开发行对象为关联投资者时无论是公告期还是长期超常收益均显著高于发行对象仅为非关联投资者的非公开发行行为。Wruck 等(2009)研究发现,参与上市公司非公开发行的很多投资者与发行人在发行前存在联系,另有许多新的联系通过非公开发行协议形成,而新的联系大部

① 关于各种股权再融资方式选择的假说,可参阅章卫东(2008)的归纳和总结。鉴于本文的研究重点,我们着重回顾上市公司偏好定向增发或非公开发行的相关文献。

② 对公司治理理论研究的演进促使了第一类代理成本和第二类代理成本概念的产生。Jensen 等(1976)从代理成本和剩余索取权出发,着重考察了当股东和经理人的利益出现冲突时,如何约束和激励经理人的行为,使之符合股东利益最大化的要求,既而减少两权分离的代理成本。Hart 等人的研究则着重从内部人(控股股东)和外部人(外部投资者或中小股东)的利益冲突着手研究公司治理问题。因此,学术界常把由于经理人代理问题产生的代理成本称为第一类代理成本,而将内部人代理问题产生的成本称为第二类代理成本。

③ 中国证监会 2006 年 5 月 7 日发布的《上市公司证券发行管理办法》规定非公开发行股票对象为不超过 10 名的特定对象。

分与公司治理有关(如取得董事会席位或持有5%及以上股权等),但也包括主要商业伙伴或涉及雇佣安排等。与发行人有关系的投资者更有可能通过发行进入发行公司管理层,非公开发行确立的与投资者的新的关系与非公开发行后发行公司更强的盈利能力和股票价格业绩密切相关,并且产生了增发公告时正的股票价格反应,然而缺乏新联系的发行则没有这种效应。Wruck等据此认为非公开发行提高了对发行人的监督,改善了发行公司的治理结构。

2. 堑壕假说

与监督假说不同,很多学者认为上市公司采用非公开发行方式进行股权融资的主要目的是巩固控股股东的投票权和维护管理层自身利益,此即防御假说。

大股东控制具有激励效应的同时,也具有堑壕效应,即产生所谓的第二类代理问题,主要表现为大股东通过对中小股东利益的掠夺和侵害,获取控制权私人收益(private benefit of control)。大股东的这种侵害行为往往表现为过高的管理者薪酬、贷款担保、稀释股权等多种形式,Johnson等(2000)形象地称之为“隧道挖掘(tunneling)”。而且在股权集中的公司中,由于大股东对经理人员的去留和任命具有较大的决定权,从而能够使经理人员根据自己的利益需求实施经营管理行为。通过金字塔控股结构、交叉持股和发行多重股权股票等方式,大股东能够获取比与其股权份额相对应的名义控制权更大的实际控制,因而更容易发生各种掠夺行为。

Dann等(1988)提供了上市公司采用变更企业资产和所有权结构等防御性的财务政策以抵制敌意收购的实证证据,非公开发行则是管理层采用的一种重要手段。Barclay等(2007)提出非公开发行过程中,上市公司管理层往往将股票定向增发给那些不愿意干涉企业经营活动的消极投资者(passive investors),达到不影响大股东的投票权和管理者利益的目的。他们还非公开发行后上市公司股票的短期反应和长期业绩以及非公开发行的定价、非公开发行后上市公司的经营行为和新的投资者在公司经营管理中的作用进行了分析,其结果为防御假说提供了强有力的实证支持。同时,为了维护控制权和自身利益,上市公司大股东在公司价值被低估的情况下也会积极购买非公开发行的股票。Baek

等(2006)研究了韩国大财团的非公开发行行为,他们的模型和实证证据有力地证明了韩国大财团的大股东通过非公开发行进行掠夺,从而获取控制权私人收益的事实。作为防御假说的一个有力佐证,在欧洲、东南亚等控制权私人收益非常丰厚的家族企业中,大股东往往反对采用稀释控制权的非公开发行方式向家族成员以外的投资者增发股票(Cronqvist et al,2005)。

3. 信息不对称假说

信息不对称一直是学术界研究公司融资行为的一个重要方面。Myers等(1984)在信息不对称框架下提出了上市公司融资的逆向选择假说,管理层只有在认为公司股票被高估的前提下才会发行新股,而许多公司会在投资项目净现值即使为正的情况下也会放弃投资,从而造成投资不足。Eckbo等(1992)研究发现上市公司对融资方式的选择取决于公司的信息不对称程度、投资者特征和直接发行成本,非公开发行则有助于减轻逆向选择问题。Hertzel等(1993)拓展了Myers等(1984)的分析框架,提出非公开发行投资者可以在花费一定信息调查成本的前提下获知公司的真实价值,从而能够保证公司融资的顺利实施,因此信息不对称程度较高的上市公司往往会选择非公开发行的方式进行股权融资。

从减少信息成本的角度,Chemmanur等(1999)的理论模型预测了信息不对称程度较高的企业往往会选择非公开发行的方式。由于投资者花费的信息成本最后一般都会转嫁给上市公司,上市公司最终将成为企业融资过程中信息成本的承担者,由于公开发行时,上市公司需要吸引大量的投资者参与,因此需要承担更多的信息成本;而非公开发行对象只需要面对数量有限的特定投资者,要保证融资成功,企业只需承担较少的信息成本。

由于信息不对称是研究企业融资政策不可或缺的重要因素,因此大量的实证研究为信息不对称假说提供了强有力的支持。Wu(2004)采用上市公司IPO时的存续时间、IPO折价程度、是否有风险资本支撑、年末关注公司的分析师数量、机构投资者数量和机构投资者占比六个代理变量衡量上市公司信息不对称程度,对企业在公开发行和非公开发行方式间的选择进行了检验,发现信息不对称程度高的上市公司往往选择非公开发行方式。Cronqvist

等(2005)则采用一个嵌套 logit 模型检验了上市公司在配股和非公开发行两种股权再融资方式间的选择,其研究结果支持了 Eckbo 等(1992)和 Hertzelt 等(1993)的结论。

4. 最终抉择假说

Chen 等(2010)认为,经营业绩较差和财务风险较高的企业更偏好于选择定向增发进行股权再融资。一方面,出于对未来需要承担更多风险的担心,一些经营业绩较差和财务风险较高的企业采用公开增发、配股等传统的股权再融资方式不受投资者欢迎,迫使这些上市公司在急需融资时不得不选择定向增发的方式。另一方面,上市公司通过定向增发的方式引入的战略投资者等积极投资者,有动机对上市公司未来的经营发展和内部管理进行监督,从而改善上市公司的经营业绩和财务状况。Chaplinsky 等(2006)和 Brophy 等(2009)的实证证据表明,在企业股权再融资方式的选择中,风险程度较高和经营业绩较差的企业将会将非公开发行作为其他传统股权再融资方式选择的替代选择。

三、非公开发行的短期市场反应及其产生原因

已有研究发现,与公开增发相比,非公开发行普遍存在正的公告效应。^① Wruck(1989)最先发现美国公司的非公开发行存在一个平均超额收益为 4.5% 的公告效应。随后许多学者对美国市场非公开发行的公告效应也进行了验证,Hertzelt 等(1993)发现美国公司非公开发行的平均超额收益为 1.79%; Krishnamurthy 等(2005)的研究结果为 2.21%。

同时,非公开发行显著为正的公告效应也存在于其他一些国家和地区的股票市场中,如日本为 4.98%(Kato et al,1993),新加坡为 6.27%(Tan et al,2002),中国香港地区为 1.97%(Wu et al,2005),新西兰为 3.94%(Anderson et al,2006)。尽管非公开发行普遍存在正的公告效应,但不同国家

和地区非公开发行公告效应的大小存在较大的差别。

1. 监督效应假说

Wruck(1989)认为非公开发行集中于少数参与者,导致了上市公司所有权集中度的变化。与 Morck 等(1988)预测的公司价值和所有权结构之间的非线性关系一致,当上市公司所有权集中度处于某些区间时,公告期股票超额收益率与所有权集中度的变化呈正相关关系。^② Wruck(1989)认为这是由于股票认购者愿意和能够有效监督上市公司的经营管理所致。

2. 信息效应假说

Hertzelt 等(1993)认为,非公开发行可以解决 Myers 等(1984)框架下由于外部市场和内部经理人之间信息不对称引起的逆向选择问题,并向市场传递了公司价值被低估的信号。当公司价值被低估的可能性越大时,非公开发行的市场效应越大。Wu 等(2005)提出了“内在信息决定效应”假说,通过引入基于控制权私人收益的代理成本结构拓展了 Myers - Majluf 模型,认为内部人在追求自身利益最大化的前提下有可能接受净现值为负的投资项目。^③ 股权再融资公告效应来源于内部人和外部投资者关于投资机会不确定性(uncertainty of investment opportunities)的信息不对称程度,而当公司规模越小,投资机会的不确定性越大。

3. 投资机会假说

McConnell 等(1985)发现在股权再融资宣告期间同时宣告投资机会或资本支出时,股票价格会有一个正的反应。Cooney 等(1993)放松了 Myers - Majluf(1984)模型的假设,证明如果投资者预期上市公司存在一个有价值的新投资机会,股权再融资将会向市场传递一个利好消息,从而产生正的公告效应。Pilotte(1992)发现股权再融资公告过程中,股票价格对成长机会有显著为正的反映。

① 当然,也有学者发现了一些其他的现象。与 Tan 等(2002)不同,Chen 等(2002)发现非公开发行公告期存在一个显著为负的平均超常收益;Wu 等(2005)发现香港市场上公开发行与非公开发行均具有正的公告效应。

② Wruck(1989)采用分段函数的形式刻画了这种非线性关系:当上市公司所有权集中程度较高或较低时,公司价值的变化与非公开发行引起的所有权集中度的变化呈正相关关系;而当上市公司所有权集中程度处于中间水平时则呈负相关关系。

③ 不同于 Myers 等(1984)模型中经理人实现老股东利益最大化的假设,Wu 等(2005)的拓展模型假定在存在控制权私人收益的前提下,内部人以实现自身利益最大化,有可能接受净现值为负的投资项目,目的是可以从中获取控制权私人收益。

4. 公司质量假说

该假说认为公司质量越好,非公开发行时市场反应越大。Heinkel 等(1986)则认为非公开发行中认购者和发行者之间可以通过多次协商以确定发行价格,因而发行折扣率传递了有关公司质量的信息,折扣率越高,说明公司质量越不乐观。

5. 价格压力假说

该假说指出在不完全有效的资本市场上,不存在某一特定股票的完全替代品,导致公司股票面临向下倾斜的需求曲线(Scholes, 1972)。增发新股引起了股票数量的突然增加,从而促使股价下跌。Tan 等(2002)认为股票流动性越高,其需求曲线越平坦,投资者对流动性要求的补偿越低,股票正常收益率越低,从而导致超常收益率越高。

四、非公开发行后长期业绩与理论假说

上市公司股权再融资后的长期业绩从 20 世纪 90 年代开始就受到了学者们的广泛关注(Ritter, 1991; Loughran et al, 1995; Rangan, 1998; Li et al, 2009)。学者们一般从两个方面考察公司股权再融资后的长期业绩状况:一是市场业绩,即长期股价收益率的表现;二是经营业绩,即由资产收益率、净资产收益率等指标刻画的会计业绩。已有研究主要对上市公司实施公开增发、配股等 SEO 后的长期业绩进行了研究,尽管研究结果受国别、研究样本、数据来源、研究方法以及控制组样本的选择影响表现出了很大的差异性,但大部分的实证结果都显示,上市公司实施股权再融资后,长期业绩均表现不佳(Loughran et al, 1995; Spiess et al, 1995; Rangan, 1998; Teoh et al, 1998; Cai et al, 1998; Kang et al, 1999; Brav et al, 2000; Ho et al, 2005; Andrikopoulos, 2009)。

非公开发行的长期业绩表现是否与其他 SEO 形式存在差异? Hertz et al 等(2002)以 1980—1996 年美国市场 619 家实施非公开发行的上市公司为研究样本,发现与规模匹配(size-matched)、规模和行业匹配(size- and industry-matched)以及规模与账面—市值比匹配(size- and BM-matched)的对照组公司相比较,样本公司三年长期持有超额收益率分别为 -45.15%、-38.18% 和 -23.78%,采用 Fama-French 三因素模型计算的三年长期超额收益率为 -34.82%。而且相对于公开发行,非公开发行后的

长期经营业绩(会计业绩)表现更差。在发行当年度和随后的三年里,发行公司的营业收入与总资产之比(OIBD/assets)和总资产回报率(ROA)均低于同行业平均水平。Chou 等(2009)着重从投资机会对非公开发行长期业绩的影响角度进行了研究,发现高托宾 q 的上市公司非公开发行后股价长期表现和公司经营业绩出现恶化,而低托宾 q 的公司在非公开发行后股价长期表现和公司经营业绩的恶化并不显著。

由于现有研究对上市公司非公开发行后长期业绩恶化的研究尚不够系统,而且多为对已有文献中对传统股权再融资后长期业绩变化的研究框架和理论假说的借鉴和延伸,因此本文对股权再融资后长期业绩恶化的理论假说作一简要回顾:

1. 机会之窗假说

Loughran 等(1995, 1997)认为,当股票市场上投资者乐观情绪较普遍,从而使公司价值被高估时,企业会抓住这一机会发行或增发股票,即公司会利用这个“机会之窗(windows of opportunity)”择时发行。一旦市场对企业的真实价值或内在价值进行了重新估值,必然会导致投资者的失望,从而致使公司股价下跌。Baker 等(2002)的研究表明美国市场存在增发机会之窗,Helwege 等(2004)、Pastor 等(2006)则发现,证券市场牛市时上市公司的增发相对比较集中,即存在“热发现象(hot offerings)”。

2. 信号传递假说

Leland 等(1977)、Dowes 等(1982)认为在不是有效的前提下,只有管理层预期到公司未来现金流和股价增长的情况下才会持有股票,如果未来预期不佳,管理层就会发行新股以降低自己的持股比例。因而,市场会把公司宣告 SEO 看做长期利空的信号,从而对 SEO 作出长期负面的反应。但这种反应是不充分的反应(underreaction),市场需要在以后的较长时期内才能逐步作出充分反应, Daniel 等(1998)的研究解释了市场为什么以及如何作出这种不充分的反应。

3. 计量方法影响假说

许多学者认为,由于计量公司长期业绩和股票收益率的方法的不同,导致了样本超额收益率的计算存在差异,最终导致了检验结果的不同(Brav et

al,2000)。Eckbo 等(2000)认为 SEO 降低了公司的财务杠杆、非预期通胀、违约风险和流动性风险等,而传统研究中采用的业绩基准对照方法没有考虑这些因素,因而使用了过高的业绩对照基准。他们在控制了 SEO 对负债比例和流动性的影响后,发现公司的长期业绩并没有恶化。Allen 等(2008)提出考察 SEO 的长期回报首先要定义何为“长期”,不同的长期概念会得出不同的结论。他们发现,SEO 后上市公司的业绩在最初几年(五年)内确实出现了恶化,但在第 6 年开始回转,在 8~12 年内与对照组基本没有差别。

4. 盈余管理假说

上市公司 SEO 中盈余管理行为的存在被国外学者的大量研究所证实(Rangan,1998;Teoh et al,1998;Srinivasan,1998;Yoon et al,2002)。Teoh 等(1988)认为上市公司盈余管理行为是 SEO 后公司累积超常收益率为负的原因。Rangan(1998)和 Teoh 等(1998)的研究发现,上市公司增发新股时,由异常高的应计利润额导致的报告盈余也异常的高,而新股增发后的股价长期表现却明显差于未实施增发的对照组公司,并且盈余管理程度与随后的股票价格表现存在非常强的相关关系。

5. 过度投资假说

Loughran 等(1997)发现 SEO 后销售费用和资本支出增长越快的公司,其长期股票收益率越低,从而认为公司管理层由于过度关注公司的成长性而对公司未来前景过度乐观,并且投资了净现值(NPV)为负的项目。借鉴 Cochrane(1991,1996)的研究视角,Li 等(2009)从新古典经济学的角度构建了一个 q 理论模型研究认为,股权再融资后上市公司实际资产的过度投资可能导致长期绩效不佳。他们提出投资机会越大的公司越倾向于将更多的募集资金用于投资,而成长机会较少的公司则倾向于将再融资所募集的资金更多地用于减少公司债务等用途。对于成长型公司来说,实际投资越多,则投资的边际收益率和平均收益率越低,这将会打击那些预期收益率较高的投资者的信心,进而会导致企业融资后长期业绩的恶化。

五、国内相关研究回顾

2006 年以后,我国上市公司如火如荼的非公开发行(定向增发)行为引起了许多学者的关注,近年

来国内学者对我国上市公司非公开发行的研究主要集中于定向增发的公告效应、定向增发折价和定向增发过程中相关利益主体的利益变化情况等方面的研究。

1. 中国上市公司定向增发的折价

国内学者的研究发现,我国上市公司定向增发也存在较高的折扣率,如章卫东等(2008)、张鸣等(2009)、何贤杰等(2009)、徐寿福(2009)、俞静等(2009,2010)等。

借鉴国外学者的理论基础和研究框架,国内学者对我国上市公司定向增发高折价主要提出了几种解释:(1)大股东的机会主义行为和低价发行偏好。陈政(2008)发现,大股东财富转移动机越强,上市公司定向增发折价越大。大股东通过定向增发实现了以较低的对价稀释中小股东权益的目的(何贤杰等,2009)。大股东定向增发的折价水平和大股东认购比例共同决定了大股东是否从上市公司转移财富及其转移财富的多寡(张鸣等,2009)。(2)定向增发期间二级市场情绪的高涨导致的对增发公司股票价格的高估。俞静等(2009,2010)认为大股东与机构投资者获得的增发折扣率存在差异的主要原因是,上市公司在同一次定向增发中可以针对不同的发行对象采用不同的定价原则。他们在排除了这一部分样本后进行实证研究发现,市场行情对定向增发折扣率有显著影响,当市场行情看好时增发折扣率较高,反之则增发折扣率较低。(3)上市公司与投资者之间的信息不对称因素等(何贤杰等,2009;徐寿福,2009)。

2. 中国上市公司定向增发的决策动因

大量研究表明,我国上市公司存在强烈的股权融资偏好(黄少安等,2001;陆正飞等,2004;张祥建等,2005;肖泽忠等,2008)。但对于我国上市公司如何选择股权再融资方式,国内学者的研究较少,并且结论也不统一。特别是股改后上市公司为何大规模地选择定向增发进行股权融资,国内已有文献尚缺乏系统性的研究。李康等(2003)从财富再分配效应的角度对配股和增发的相关者利益进行了研究,认为国内证券市场上配股比增发更有利于各方利益的均衡。管征等(2008)运用信息不对称理论分析了我国上市公司在配股和增发两种融资方式之间的选择,认为在中国增发是上市公司管理者的首选方式,但从外部流通股股东和提高市场

效率来说,应该提倡采用配股方式。章卫东(2008a)采用事件研究法比较了我国上市公司配股、公开增发和定向增发的公告效应,提出上市公司应当首先采用定向增发进行融资,其次才是选择公开增发进行融资,并且应尽量避免采用配股方式进行融资。郭思永等(2010)从股权结构内生性的角度认为,上市公司选择定向增发主要是基于其大股东巩固控制权地位、维护自身控制权利益的考虑。

3. 中国上市公司定向增发的公告效应

王家新等(2008)发现,我国上市公司定向增发的市场反应明显区别于公开增发,存在显著的股价正效应,并且认为中国股市存在比较严重的信息泄露现象。章卫东(2008b)研究认为向控股股东及关联股东定向增发公告效应要好于向非关联股东增发新股的公告效应,上市公司定向增发新股时控股股东及关联股东认购的股份越多,公告效应越好。魏立江等(2008)运用事件研究法对2006—2007年实施定向增发的深市上市公司董事会预案公告日前后超额收益变化进行分析,发现增发规模、机构投资者认购比例是影响预案公告后公司股票超额收益的主要因素。曹立竑等(2009)也发现定向增发具有显著的正向公告效应,且在增发预案公告日当天最为显著,发行溢价、发行规模与公告效应正相关,但发行对象对公告效应影响不显著。徐寿福(2010)发现我国上市公司定向增发存在显著为正的公告效应,在定向增发预案公告日前一周左右的时间内,定向增发公司股票累积平均超常收益率约为7.6%。

4. 定向增发过程中相关利益体的利益冲突

刘宇(2006)从理论上研究了定向增发对相关利益体财富的影响,认为定向增发将在一定程度上牺牲非流通股股东利益,流通股股东利益损害的情况有所减弱。黄建欢等(2008)研究了存在资产注入时的非公开发行中各股东利益的均衡问题。朱红军等(2008)以驰宏锌锗定向增发为案例,剖析了定向增发背后可能产生利益输送的理论根源和制度成因。陈政(2008)从大股东利益动机的角度研究了定向增发折价与大小股东利益之间的关系,发现大股东财富转移动机越强,上市公司发行折价越大,表现出壕沟效应和大小股东的利益冲突;而大小股东间利益协同效应越高,发行折价越低。张鸣

等(2009)认为大股东的机会主义行为是影响上市公司进行定向增发的重要因素,上市公司定向增发的折价水平和大股东认购比例共同决定了大股东从上市公司转移财富的多寡。

六、简要评述

非公开发行作为上市公司股权再融资的重要手段之一,长期以来受到国外学者的关注。股权分置改革以后,以定向增发为主要形式的非公开发行成为我国上市公司股权再融资的主流形式,国内学者逐渐关注我国上市公司的定向增发行为,并进行了诸多有益的探索。综观国内外学者的已有研究成果,不仅丰富了企业投融资理论,而且对金融市场诸多现象作出了合理解释,但在某些方面仍存在不足,从而形成学术界的进一步研究方向。

首先,现有的研究更多侧重于实证研究,鲜有学者建立一个统一的理论框架对上市公司非公开发行的动因、定价决策以及长短期的股价表现作出强有力的解释。特别是目前国内的研究比较零散,主要集中于对一些现象(如公告效应、折价水平等)进行实证研究,缺乏理论上的系统研究。再者由于我国上市公司定向增发行为出现较晚,限于样本数据的可得性和时间跨度有限,对上市公司定向增发长期绩效的检验等还处于研究空白。

其次,非公开发行的高折扣率现象在世界各国普遍存在,但由于各国的政策环境和非公开发行的制度因素存在差异,高折扣率产生的深层次原因也不尽相同。尽管国外学者已经注意到国别之间的制度差异对非公开发行定价存在影响(如Anderson et al, 2006),但对某一国家或地区制度环境的时序变化如何影响非公开发行的高折扣率及其产生机理鲜有涉及。国内学者的研究在这方面同样存在不足,这也可能是造成国内学者间研究结论不一致的重要原因。同时,国内学者们虽然间接验证了大股东机会主义动机导致了定向增发的高折价,但没有深入探讨定向增发过程中大股东实施机会主义行为的直接手段及其对定向增发折扣率的影响。

再次,国内学者对上市公司定向增发偏好的研究不够系统和完善。比如,由于我国上市公司对公开增发、配股等传统股权再融资方式的选择面临盈利能力、股利政策等方面的诸多要求,因此在研究样本的选择上,只有剔除了制度等外部因素的限制

后,对企业特征、治理结构的检验才更具准确性。^①再如,在研究方法上,学者们在研究上市公司股权再融资方式的选择时,往往只是比较上市公司对某两种或几种融资方式的偏好差异,^②因而其结论也就只能局限于部分股权融资方式的比较,不能全面考察在所有的股权融资方式中上市公司更偏好于哪一种。

最后,国内学者,如章卫东(2007)、王家新和刘曦(2008)、魏立江和纳超洪(2008)、徐寿福(2010)等,对定向增发的市场反应及其影响因素的研究,存在需要改进的地方:一是对定向增发预案公告期间超额收益率的度量不够精确,特别是由于样本数量、样本区间和用以参照的市场收益率的选取各不相同,导致了计量结果存在一定的差别;二是国内学者对定向增发市场反应影响因素的检验尚不够全面和系统,同样没有涉及外部因素(如市场环境或投资者情绪等)的影响。

参考文献:

- 曹立竑,夏新平. 2009. 定向增发发行特征对其公告效应影响实证研究[J]. 武汉理工大学学报(4): 333-337.
- 陈政. 2008. 非公开发行折价、大小股东利益冲突与协同[J]. 证券市场导报(8): 27-34.
- 管征,卞志村,范从来. 2008. 增发还是配股? 上市公司股权再融资方式选择研究[J]. 管理世界(1): 136-144.
- 郭思永,张林新,张鸣. 2010. 论股权结构内生性——来自上市公司股权再融资选择的证据[J]. 中南财经政法大学学报(3): 106-112.
- 何贤杰,朱红军. 2009. 利益输送、信息不对称与定向增发折价[J]. 中国会计评论(3): 283-298.
- 黄建欢,尹筑嘉. 2008. 非公开发行、资产注入和股东利益均衡:理论与实证[J]. 证券市场导报(5): 26-32.
- 黄少安,张岗. 2001. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究(11): 12-20.
- 李康,杨兴君,杨雄. 2003. 配股和增发的相关者利益分析和政策研究[J]. 经济研究(3): 79-87.
- 刘宇. 2006. 定向增发对相关利益体财富的影响分析[J]. 证券市场导报(4): 12-15.
- 陆正飞,叶康涛. 2004. 中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗? [J]. 经济研究

(4): 50-59.

- 王家新,刘曦. 2008. 中国股市增发公告的股价效应分析[J]. 统计研究(4): 61-65.
- 魏立江,纳超洪. 2008. 定向增发预案公告市场反应及其影响因素研究[J]. 审计与经济研究(5): 86-90.
- 肖泽忠,邹宏. 2008. 中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J]. 经济研究(6): 119-134.
- 徐寿福. 2009. 大股东认购与定向增发折价[J]. 经济管理(9): 129-135.
- 徐寿福. 2010. 上市公司定向增发公告效应及其影响因素研究[J]. 证券市场导报(5): 65-72.
- 俞静,徐斌. 2009. 发行对象、市场行情与定向增发折扣[J]. 中国会计评论(12): 419-438.
- 俞静,徐斌. 2010. 低价定向增发之谜:一级市场抑价或二级市场溢价? [J]. 证券市场导报(6): 34-39.
- 张鸣,郭思永. 2009. 大股东控制下的定向增发和财富转移[J]. 会计研究(5): 78-86.
- 章卫东. 2008a. 上市公司股权再融资方式选择:配股、公开增发新股、定向增发新股? [J]. 经济评论(6): 71-81.
- 章卫东. 2008b. 定向增发新股、投资者类别与公司股价短期表现的实证研究[J]. 管理世界(4): 179-180.
- 章卫东,李德忠. 2008. 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[J]. 会计研究(9): 73-80.
- 张修建,徐晋. 2005. 股权再融资与大股东控制的“隧道效应”——对上市公司股权再融资偏好的再解释[J]. 管理世界(11): 127-136.
- 朱红军,何贤杰,陈信元. 2006. 定向增发“盛宴”背后的利益输送:现象、理论根源与制度成因[J]. 管理世界(6): 136-147.
- AKERLOF G A. 1970. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market and Mechanism [J]. The Quarterly Journal of Economics, 84: 488-500.
- AKERLOF G A. 2002. Behavioral Macroeconomics and Macroeconomics Behavior[J]. American Economic Review, 92: 411-433.
- ALLEN D E, SOUCIK V. 2008. Long-Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings: Fact or an Illusion? [J]. Mathematics and Computers in Simulation, 78: 146-154.
- ANDERSON H, ROSE L, CAHAN S. 2006. Differential Shareholder Wealth and Volume Effects Surrounding Private Equity Placements in New Zealand[J]. Pacific-Basin Finance

① 已有研究文献中,已有学者涉及对制度因素的分析,如章卫东(2008)尽管分析了定向增发、公开增发和配股在制度上的差异,但在实证分析中却未进行相应的样本处理;郭思永等(2010)仅仅以盈利能力作为排除标准,而没有考虑红利政策的限制,因而不够全面。

② 如李康等(2003)、管征等(2008)对配股和增发两种股权再融资方式的比较;章卫东(2008)对配股、公开增发和定向增发三种股权再融资方式的比较。

- Journal, 14: 367-394.
- ANDRIKOPOULOS P. 2009. Seasoned Equity Offerings, Operating Performance and Overconfidence: Evidence from the UK [J]. *Journal of Economics and Business*, 61: 189-215.
- BAEK J S, KANG J. K, LEE I. 2006. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols[J]. *Journal of Finance*, 61: 2415-2449.
- BAKER M, WUEGLER J. 2002. Market Timing and Capital Structure[J]. *Journal of Finance*, 57: 1-32.
- BARCLAY M, HOLDERNESS C, SHEEHAN D. 2007. Private Placement and Managerial Entrenchment [J]. *Journal of Corporate Finance*, 13: 461-484.
- BAYLESS M, CHAPLINSKY S. 1996. Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance? [J]. *Journal of Finance*, 51: 253-278.
- BRAY A, GECZY C, GOMPERS P A. 2000. Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous? [J]. *Journal of Financial Economics*, 56: 209-249.
- BROPHY D J, OUMET P P, SIALM C. 2009. Hedge Funds as Investors of Last Resort[J]. *Review of Financial Studies*, 22: 541-574.
- CAI J, LOUGHRAN T. 1998. The Performance of Japanese Seasoned Equity Offerings: 1971—1992 [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6: 395-425.
- CHAPLINSKY S, HAUSHALTER D. 2006. Financing under Extreme Uncertainty: Contract Terms and Returns to Private Investments in Public Equity[R]. Working Paper, University of Virginia, 2006.
- CHEMMANUR T J. 1993. The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production[J]. *Journal of Finance*, 48: 285-304.
- CHEMMANUR T J, FULGHIERI P. 1999. A Theory of the Going-Public Decisions[J]. *Review of Financial Studies*, 12: 249-279.
- CHEN H C, DAI N, SCHATZBERG J D. 2010. The Choice of Equity Selling Mechanisms: PIPEs versus SEOs[J]. *Journal of Corporate Finance*, 16: 104-119.
- CHOU D W, GOMBOLA M, LIU F Y. 2009. Long-run Underperformance Following Private Equity Placements: The Role of Growth Opportunities[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49: 1113-1128.
- CLAESSENS S, DIANKOY S, LANG L H P. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 58: 81-112.
- COONEY J, KALAY A. 1993. Positive Information from Equity Issue Announcements [J]. *Journal of Financial Economics*, 33: 149-172.
- CRONQXIST H, NILSSON M. 2005. The Choice between Rights Offerings and Private Equity Placements [J]. *Journal of Financial Economics*, 78: 375-478.
- DABIEL K, HIRSHLEIFER D, SUBRAHMANYAM A. 1998. Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions[J]. *Journal of Finance*, 53: 1839-1885.
- DANN L Y, DEANGELO H. 1988. Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 20: 87-127.
- DERREIN F, WOMACK K. 2003. Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets [J]. *Review of Financial Studies*, 16: 31-61.
- DOWNES D H, HEINKEL R. 1982. Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues[J]. *Journal of Finance*, 37: 1-10.
- ECKBO B E, MASULIS R W. 1992. Adverse Selection and the Rights Offer Paradox [J]. *Journal of Financial Economics*, 32: 293-332.
- ECKBO B E, MASULIS R W, NORLI O. 2000. Seasoned Equity Offerings: Resolution of the New Issues Puzzle[J]. *Journal of Financial Economics*, 56: 251-291.
- FACCIO M, LANG L. 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.
- HELWEGE J, LIANG N. 2004. Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39: 541-569.
- HEIKEL R, SCHWARTZ E S. 1986. Rights versus Underwritten Offerings: An Asymmetric Information Approach [J]. *Journal of Finance*, 41: 1-19.
- HERTZEL M, LEMMON M., LINCK J, REES L. 2002. Long-Run Performance Following Private Placements of Equity[J]. *Journal of Finance*, 57: 2595-2617.
- HERTZEL M, SMITH R. 1993. Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately[J]. *Journal of Finance*, 48: 459-485.
- HO K Y. 2005. Long-horizon Abnormal Performance following Rights Issues and Placings: Additional Evidence from the UK Market[J]. *Review of Financial Economics*, 14: 25-45.
- JENSEN M C, MECKLING W H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- JOHNSON S, LA P R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHLEIFER A. 2000. Tunneling [J]. *American Economic Review*, 90: 22-27.
- KAHN C M, WINTON A. 1998. Ownership Structure,

- Speculation, and Shareholder Intervention [J]. *Journal of Finance*, 53: 99-129.
- KANG J K, KIM Y C, STULZ R M. 1999. The Underreaction Hypothesis and the New Issue Puzzle: Evidence from Japan [J]. *Review of Financial Studies*, 12: 519-534.
- KATO K, SCHALLHEIM J. 1993. Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (Keiretsu) [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1: 287-307.
- KRISHNAMURTHY S, SPINDT P, SUBRAMANIAM V, WOITKE T. 2005. Does Investor Identity Matter in Equity Issues: Evidence from Private Placements [J]. *Journal of Financial Intermediation*, 14: 210-238.
- KUTSUMA K, SMITH R. 2004. Why Does Book Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan [J]. *Review of Financial Studies*, 17: 1129-1166.
- LA P R, LOPEZ-DE-SILANES F, SHIEFER A, VISHNY R. 1998. Law and finance [J]. *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- LELAND H E, PYLE D H. 1977. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation [J]. *Journal of Finance*, 32: 371-387.
- LI E X N, LIVDAN D, ZHANG L. 2009. Anomalies [J]. *Review of Financial Studies*, 22: 4301-4334.
- LOUGHRAN T, RITTER J R. 1995. The New Issues Puzzle [J]. *Journal of Finance*, 50: 23-51.
- LOUGHRAN T, RITTER J R. 1997. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings [J]. *Journal of Finance*, 52: 1823-1850.
- MAYNES E, PANDES J A. 2008. Private Placements of Equity and Liquidity [EB/OL]. EFA 2008 Athens Meetings Paper. <http://ssrn.com/abstract=1101038>.
- MCCONNELL J J, MUSCARELLA C J. 1985. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm [J]. *Journal of Financial Economics*, 14: 399-422.
- MCCONNELL J J, SERVAES H. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value [J]. *Journal of Financial Economics*, 27: 595-612.
- MORCK R, SHLEIFER A, VISHNY R. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- MYERS S C, MAILUF N S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have [J]. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- PASTOR L, VERONESI P. 2006. Was There a Nasdaq Bubble in the Late 1990s? [J]. *Journal of Financial Economics*, 81: 61-100.
- PILOTTE E. 1992. Growth Opportunities and the Stock Price Response to New Financing [J]. *Journal of Business*, 65: 371-394.
- RANGAN S. 1998. Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings [J]. *Journal of Financial Economics*, 50: 101-122.
- RITTER J R. 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings [J]. *Journal of Finance*, 46: 3-27.
- SCHOLLES M S. 1972. Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices [J]. *Journal of Business*, 45: 179-211.
- SHLEIFER A, VISHNY R. 1986. Large Shareholders and Corporate Control [J]. *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- SILBER W L. 1991. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices [J]. *Financial Analysts Journal*, 47: 60-64.
- SPIESS K D, AFFLECK-GRAVES J. 1995. Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings [J]. *Journal of Financial Economics*, 38: 243-67.
- TAN R S K, CHANG P L, Tong Y H. 2002. Private Placements and Rights Issues in Singapore [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10: 29-54.
- TEOH S, WELCH I, WONG T. 1998. Earnings Management and the Post-issue Underperformance of Seasoned Equity offerings [J]. *Journal of Financial Economics*, 50: 63-100.
- WRUCK K H, WU Y L. 2009. Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placement of Common Stock [J]. *Journal of Corporate Finance*, 15: 30-47.
- WRUCK K H. 1989. Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings [J]. *Journal of Financial Economics*, 23: 3-28.
- WU X P, WANG Z. 2005. Equity Financing in a Myers - Majluf Framework with Private Benefits of Control [J]. *Journal of Corporate Finance*, 11: 915-945.
- WU X P, WANG Z, YAO J. 2005. Understanding the Positive Announcement Effects of Private Equity Placements: New Insights from Hong Kong Data [J]. *Review of Finance*, 9: 385-414.
- WU Y L. 2004. The Choice of Equity-selling Mechanisms [J]. *Journal of Financial Economics*, 74: 93-119.
- YOON S S, MILLER G. 2002. Earnings Management of Seasoned Equity Offering Firms in Korea [J]. *The International Journal of Accounting*, 7: 57-78.

(编辑:南北;校对:杨睿)