

# 信息优势还是行为偏差？定向增发 竞价中的本地偏好研究\*

王宇嘉

[摘要] 本文基于手工搜集的 2007—2021 年中国 A 股上市公司竞价类定向增发的机构投资者申购报价数据，研究了地理区位关系对投资者定增参与行为的影响。结果表明，与定增公司同城市投资者的申购和配售倾向及规模均高于外地投资者。在此基础上重点探究这种本地偏好的成因发现，本地投资者的报价准确性显著高于外地投资者，表明定增本地偏好由私有信息优势主导。并且，随着公司业绩不确定性和盈余管理程度的增加，本地投资者准确报价的优势更加突出，而机构调研削弱了该优势。本文结果表明，定增“软信息”跨地区流动的限制是影响投资者定增参与和报价的重要因素。

[关键词] 定向增发 本地偏好 报价行为 信息优势

[中图分类号] F832.5 [文献标识码] A [文章编号] 1009-8461(2025) 01-053-28

## 一、引言

金融市场中投资者本地偏好现象已被广泛证明存在，即相比充分分散化的资产组合，个人和机构投资者都倾向于超额配置与他们地理位置更为接近的投资标的（Coval & Moskowitz, 1999；Seasholes & Zhu, 2010）。然而，关于本地偏好的成因在学术界还远未达成共识。长期以来学者们的争议主要集中于信息优势和行为偏差两种解释。信息优势理论将本地偏好的产生归因于本地和外地投资者之间的信息不对称，即本地投资者可以更好地获取附近公司的相关信息（Coval & Moskowitz, 1999；Ivković & Weisbenner, 2005），从而使他们的投资更加集中于本地公司和本地市场（Merton, 1987）。行为偏差理论则将本地偏好归因于投资者的非理性行为，认为个体的启发性熟悉偏差、身份和文化认同等行为因素导致了投资者对本地公司的青睐（Grinblatt & Keloharju, 2001；Lindblom et al., 2018）。

长期以来，学者们一直试图对以上两种理论解释进行分离或识别，但实证结论始终不一。

\* 作者简介：王宇嘉，中国人民大学商学院博士研究生。

从投资结果来看，本地投资偏好并不必然能带来更高的收益率（Cooper et al., 2013；崔学刚等，2021）。更值得注意的是，在度量手段和研究场景上，研究本地偏好及其成因解释面临诸多客观限制与挑战。其一，已有研究对本地偏好的度量大多基于资产是否过度配置，即计算本地资产实际持仓权重相对于最优本地资产权重的偏差，而这种方法对最优组合的选取较为敏感且不够直观。并且，这些变量本身可能同时代表了客观信息差异和纯粹熟悉偏好的效应，难以就本地偏好成因进行有效区分（崔学刚等，2021）。其二，已有研究大多通过考察本地投资回报来区分信息优势或行为偏差的解释，检验方式较为间接，缺乏对信息获取或心理机制更直接的经验证据。由此可见，从度量手段的改进出发考察本地偏好的成因难度极大。为更好地探究本地偏好的成因，且不囿于技术手段的改进，本文尝试寻找更好的研究场景来获得更加直接的经验证据。

中国的竞价定增市场为探索该问题提供了一个直接且重要的研究场景。首先，中国定增市场既是一个注重信息挖掘的市场，又是一个受关系和行为驱动的市场。一方面，相比二级市场交易可依赖的标准化“硬信息”，定增的募投项目质量及实质性进展等“软信息”对投资决策的影响更大（郭思永，2021），本地投资者的边际信息优势更加明显。另一方面，中国市场参与主体不够成熟，制度环境不够完善，尤其在一级股权融资的关系网络中，投资者容易受到行为因素影响（潘越等，2019）。另外，中国上市公司空间分布存在较大的地理特征差异（钟业喜等，2018）。因此，定增中潜在的本地偏好及形成机制更值得理论探索和实证检验。其次，中国定增发行过程的详细数据使得本文可以从申购规模、报价高低、配售结果等角度全方位刻画投资者行为，更为直接地区分本地偏好的各类成因。与此同时，发行限制更少、审核速度更快的竞价定增近年来愈发成为中国上市公司再融资的主要选择，其中投资者报价将直接决定发行价格的确定和股份配售的结果。因此，探究投资者定增报价行为的影响因素、剖析理性和非理性因素在其中发挥的作用，对于评估定增定价机制有效性，进而优化定增竞价流程、提升定增资源配置效率意义重大。

为此，本文基于手工收集的2007—2021年中国A股上市公司竞价定增的机构投资者申购报价及配售数据进行分析。研究发现，机构投资者定增参与存在本地偏好，即与定增公司位于同一城市的机构投资者的申购和配售倾向及规模均高于外地投资者。在此基础上，本文通过考察报价准确性来重点探究本地偏好成因，发现本地投资者的报价准确性显著高于外地投资者。这说明投资者对本地公司定增的偏好在更大程度上由私有信息优势驱动，单纯凭借行为因素不足以导致明显的本地投资倾向。并且，随着公司业绩不确定性和盈余管理程度的增加，本地投资者的准确报价优势更加突出，而机构调研削弱了这种优势。这些结果进一步印证了信息优势的解释，表明本地投资者报价优势来自对当地“定增软信息”的获取分析。工具变量法和倾向得分匹配法控制内生性、变更本地投资者界定方式、排除本地承销商影响等稳健性检验的结果表明，结论依然可靠。以上结果证明，在竞价定增中，本地偏好的成因可以归结为信息优势，而非行为偏差。

本文的理论贡献体现在两方面。一方面，本文发现了投资者本地偏好的新场景，并为本地偏好的信息优势解释提供了更直接的经验证据。已有关于本地偏好的研究大多关注股票二级市场交易，从本地股票组合收益率分析本地偏好成因，所得结论仍存在较大的分歧（Coval & Moskowitz, 2001；Seasholes & Zhu, 2010；Huang et al., 2016）。本文聚焦于一级发行市场，直接从投资者报价行为切入，不但发现投资者本地偏好在中国股权再融资的“一级半市场”中同样存

在，还为信息优势理论的成立提供了直接的经验证据。另一方面，本文的研究丰富了关于定向增发中投资者报价行为影响因素的文献。当前对于投资者定增报价中行为因素的研究处于起步阶段，仅有少数文献探讨了阳光效应（Sun et al., 2023）、空气污染（Han et al., 2021）、整数锚定效应（Liu et al., 2019）等因素对定增报价的影响。本文从信息跨地区流动约束的角度对投资者定增报价影响的探讨，有助于丰富该领域的文献体系。

后文结构安排如下。第二部分回顾制度背景及文献并提出研究假设，第三部分描述本文的实证设计，第四部分报告本文的实证检验结果，第五部分总结本文的研究结论及政策启示。

## 二、制度背景、文献回顾与理论分析

### （一）定向增发制度背景

根据发行对象和价格是否提前锁定为原则，中国的定向增发可分为锁价发行和竞价发行两种模式。根据证监会《上市公司非公开发行股票实施细则》，锁价发行适用的发行对象为具有控股关系的关联人、认购后取得控制权的投资者，以及境内外战略投资者，其认购价格在董事会或股东大会决议阶段提前锁定。<sup>①</sup>

以上这三类对象之外的投资者，如公募基金、证券公司、保险公司等机构投资者，都适用于竞价发行。竞价定增发行价的制定，首先需要在公司决议阶段确定拟发行价格下限，然后在发行阶段由承销商向投资者发送认购邀请书、收集询价对象的申购报价表。申购报价结束后，上市公司及承销商对有效申购按照报价高低顺序累计申购数量，直到发行市场实现出清，该价格即被确定为发行价格。按照价格优先的原则，报价不低于发行价格的投资者获得配售。

从规模上看，在2007年到2021年间，中国A股上市公司竞价定增发行数量和金额分别占全部定增的48.3%和37.5%；其中，2020年再融资新规<sup>②</sup>发布以后，该比例分别上升至68.6%和57.8%。由此可见，市场化的竞价发行愈发成为主流，其中投资者的申购报价行为直接影响到竞价定增的发行价格及股份配售结果。

### （二）文献回顾与理论分析

#### 1. 投资者本地偏好

已有研究表明，金融市场中广泛存在投资者本地偏好现象，即投资者往往过度关注和配置与他们地理距离更为接近的投资标的。例如，French & Poterba（1991）最早发现在国际投资市场上，投资者并未持有充分分散化的投资组合，而是将绝大部分财富集中投资于本国资产。在本国范围，个人投资者和机构投资者也更倾向于配置总部与自身位置更为临近公司的股票（Coval & Moskowitz, 1999；Ivković & Weisbenner, 2005）。此外，学者们发现，本地偏好不仅存在于

<sup>①</sup> 根据2020年证监会发布的《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》，锁价发行的定价基准日也可以选择发行期首日，但是采取该方式的公司极少。

<sup>②</sup> 2020年2月，证监会发布《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》。

股票市场，债券（Solnik & Zuo, 2016）、风险投资（Cumming & Dai, 2010）、P2P 借贷（Lin & Viswanathan, 2016）、在线众筹（郭丽环和郭东强, 2020）等市场都不同程度存在本地偏好现象。由此可见，在不同的地域范围、资产类别和投资场景，不同的投资者均普遍存在本地偏好。

对于中国定增市场而言，中国投资者可能对当地上市公司的定增更加青睐，即在定增申购中表现出本地偏好。究其原因，一是中国幅员辽阔，投资者可能对地理上临近的定增项目更加了解（郭思永, 2021）。二是中国社会是典型的关系型社会，投资者可能需要通过积极参与当地公司的资本运作，进而更好地维护本地的社会关系和资源网络（戴亦一等, 2014）。三是中国各区域文化差异明显，投资者可能对本地公司有较强的心理归属感和文化认同（Lindblom et al., 2018）。基于以上分析，本文提出假设 1：

H1：由于机构投资者对于定增参与存在本地偏好，本地投资者的定增申购和配售倾向及规模相较于外地投资者均更高。

## 2. 本地偏好的成因

本地偏好的现象虽已被广泛证实，但由于其存在场景的普遍性和多样性，解释其成因始终是理论界面临的一大挑战。本地偏好违背了马科维茨经典的分散化最优投资组合理论，当前理论界对此有两大主流解释：信息优势和行为偏差。

信息优势理论将本地偏好归因于本地和外地投资者之间的信息不对称，即投资者对当地公司进行超额配置是由于相较于外地投资者，他们可以更好地获取公司信息（Coval & Moskowitz, 1999, 2001；Ivković & Weisbenner, 2005）。例如，公募基金能更方便地对附近公司开展调研（Chen et al., 2022）、与当地媒体进行沟通、与当地高管保持紧密的私人关系、对公司员工进行访问，这些都是本地投资者获取当地公司信息的独特渠道（Coval & Moskowitz, 1999）。理性的本地投资者基于这些信息，尤其是与外地投资者之间的信息差进行决策，此时，微小的信息优势就足以导致明显的本地投资倾向和超额业绩回报（Van Nieuwerburgh & Veldkamp, 2009）。

行为偏差理论将本地偏好归因于投资者的非理性行为。纯粹的启发性熟悉（Heuristic familiarity）是其中具有代表性的一类（Grinblatt & Keloharju, 2001；Huberman, 2001）。不同于基于信息优势产生的熟悉，纯粹的启发性熟悉指投资者仅仅是由于本地信息对他们而言更为突出（Salient）而感知自身对本地公司熟悉，即本地公司相关的内容更容易被提及和暴露在投资者周围，而这些内容与公司投资价值的判断并无直接联系（Massa & Simonov, 2006）。进一步地，在模糊厌恶（Ellsberg, 1961）、能力过度感知（过度自信）（Heath & Tversky, 1991）等心理机制的驱动下，这种启发性熟悉的行为偏差最终造成投资者的本地偏好。除此之外，地区归属感与文化认同也是导致本地偏好的行为因素，即投资者受到爱国主义、家乡情怀等情感因素影响，希望在当地获得身份认同，从而对本地公司有着特殊的投资偏好（Morse & Shive, 2011；Lindblom et al., 2018）。

信息优势理论和行为偏差理论分别立足于传统金融理论和行为金融学两大理论分支。学者们一直试图对这两种效应进行识别和分离。已有研究发现，由于学习能力更强的投资者会更加集中投资于本地公司股票（Choi et al., 2017），本地偏好特征更明显的投资组合具有更好的业绩表现（Coval & Moskowitz, 2001；Ivković & Weisbenner, 2005），这支持了信息优势理论。但也有研究

显示,有经验的、更成熟的机构投资者呈现的本地偏好更弱(Grinblatt & Keloharju, 2001),而且本地投资偏好并不能带来持续显著的超额收益,甚至收益可能更低(Seasholes & Zhu, 2010; Solnik & Zuo, 2012),这说明本地偏好更应被视为行为偏差的结果。概言之,本地偏好到底是投资者理性还是非理性行为的结果,抑或两者兼而有之但各发挥何种作用,仍远未形成清晰的结论(Cooper et al., 2013; 崔学刚等, 2021)。

对于中国竞价定增市场中的本地偏好究竟源于信息优势还是行为偏差,本文将基于投资者定增申购报价的详细数据,从投资者报价准确性的角度进行直接区分。

本文认为,在中国定增市场,信息优势很可能是投资者本地偏好的决定性驱动因素。其原因在于,其一,定增作为一级半市场,其信息不对称程度比二级市场更高。本地投资者由于地理距离临近而获得更多“软信息”所构成的信息差优势更加明显,并在指导投资决策方面发挥更大的作用。实践中,定增常常涉及大型项目融资、资产收购等重大事项。对于募投项目的质量评估、并购重组的实质性进展等关键“软信息”,投资者都更需要实地考察、与公司高管面对面交流来更好地获取和甄选(郭思永, 2021)。其二,定增有锁定期限制,投资周期较长,流动性比二级市场更低,因此定增的参与和报价更可能是投资者经过理性审慎评估后的决策,而并非出于启发式或直觉式“快思考”的交易(Tversky & Kahneman, 1974)。其三,大部分定增参与机构是专业的资产管理机构。一方面,相较于普通投资者,投资经理本身具备较强的专业素养和投资经验;另一方面,机构内部往往有较为严格的风控、合规机制,这些有助于抑制投资经理的非理性行为。

综上所述,在定增投资中,投资者更可能看重信息优势并理性决策。竞价定增采取拍卖定价机制。理论上,在这种不完全信息的静态博弈中,拥有私有信息的理性报价者基于自身对于公司价值和其他报价者的评估进行报价(Milgrom & Weber, 1982)。本地投资者如果报价过低,则可能无法配售到原本应有利可图的项目。如果报价过高,则可能推高发行价,进而压低收益空间。因此,他们会兼顾中标机会和得益大小,以具有更高信息含量的合理价格申购。因此,如果投资者的定增本地偏好是由信息优势驱动的,他们的报价准确性应该更高。

基于以上分析,本文提出假设2:

H2:(信息优势假说)在竞价定增中,本地投资者的报价准确度高于外地投资者。

### 三、实证设计

#### (一) 样本与数据来源

2006年5月,证监会发布《上市公司证券发行管理办法》,将定向增发正式确定为中国上市公司再融资的可选方式。2007年9月,证监会出台《上市公司非公开发行股票实施细则》,进一步明确了竞价和锁价定增的发行规范及信息披露要求。故此,本文选取中国A股上市公司2007年9月—2021年12月期间以竞价方式发行的定增项目为样本。经剔除ST/ST\*公司、银行业公司及财务指标等数据缺失样本,最终获得共计2337例发行样本,募集资金总额3.55万亿元。由于定增是由机构投资者主导的市场(机构参与规模占比高达95%),且个人投资者所在地难以识

别，因此本文将研究对象限定为机构投资者。定增投资者申购数据及所在地信息通过手工搜集自上市公司披露的《非公开发行股票发行情况报告》《公司非公开发行股票发行过程和认购对象合规性报告》《关于公司非公开发行股票发行过程和认购对象合规性的法律意见书》等文件。定增配售明细数据来自东方财富 Choice，上市公司所在地和其他财务数据来自国泰安（CSMAR）数据库。本文对所有连续变量按 1% 进行缩尾处理。

## （二）变量与模型

本文采用模型（1）检验定增中机构投资者的本地偏好现象及其成因：

$$Y_{ij} = \alpha + \beta Home_{ij} + \gamma_1 InstControls_i + \gamma_2 FirmControls_j + \gamma_3 SEOControls_j + \Sigma SEOPurpose_j + \Sigma InstType_i + \Sigma InstCity_i + \Sigma Industry_j + \Sigma Year_j + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

其中，核心解释变量  $Home_{ij}$  表示是否为本地投资者的哑变量。如果机构投资者  $i$  与定增项目公司  $j$  的注册地位于同一城市，则取值为 1，否则为 0。在稳健性检验中，本文还使用是否同省份、地理距离等测度方式来界定本地投资者。

在证明本地偏好存在性（假设 1）时，本文将如下几方面作为被解释变量：（1）申购方面，考察申购金额（ $Ln\_bid\_amt$ ）和申购比例（ $Bid\_pct$ ）；（2）配售方面，考察有效报价入围概率（ $Valid$ ）、配售概率（ $Alloc\_dum$ ）、配售金额（ $Ln\_alloc\_amt$ ）和配售比例（ $Alloc\_pct$ ）。

在探究本地偏好成因（假设 2）时，核心被解释变量为报价误差（ $Bid\_error$ ），报价误差越高意味着报价准确性越低。由于竞价定增允许阶梯式报价（Cornelli & Goldreich, 2001），即每名投资者最多可以提交三档不同的报价和对应申购数量，本文以投资者加权平均报价相对于发行价差异的绝对值来计算报价误差，其中，权重为每档申购价格对应的申购数量。同时，本文使用投资者最接近发行价的报价相对于发行价差异的绝对值作为报价误差的替代变量来确保结果的稳健性。

在控制变量的选取上，本文参考已有文献（Chemmanur et al., 2009；Chiang et al., 2011；Han et al., 2021），控制投资者层面特征、定增项目层面特征、公司层面特征等方面变量，并控制定增发行目的、投资者类型及所在地、行业和年份等固定效应。同时，本文在回归中对标准误差在定增项目层面进行聚类调整，以控制潜在的截面相关问题（Petersen, 2009）。当被解释变量为受限因变量时，本文依具体数据分布特征采用 Logit（哑变量）或 Tobit（较多取值集中在 0）方法进行估计；其余回归中均采用 OLS 方法进行估计。变量的具体定义见表 1。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义	
核心解释变量	本地投资者	<i>Home</i>	投资者与定增公司注册地位于同一城市则取1，否则取0	
核心被解释变量	报价准确性	<i>Bid_error</i>	$  \text{投资者加权平均报价} / \text{发行价} - 1  $ ，权重为该档报价对应申购金额	
其他被解释变量	验证	申购金额	<i>Ln_bid_amt</i>	投资者最高申购金额的自然对数
	本地偏好	申购比例	<i>Bid_pct</i>	投资者最高申购金额 / 定增总申购金额
	存在性	是否有效报价	<i>Valid</i>	投资者报价入围有效报价（不低于发行价）则取1，否则取0
		是否配售	<i>Alloc_dum</i>	投资者获得配售则取1，否则取0
		配售金额	<i>Ln_alloc_amt</i>	投资者配售金额 + 1 的自然对数
		配售比例	<i>Alloc_pct</i>	投资者配售金额 / 定增发行金额
调节变量	信息不对称程度	业绩不确定性	<i>ROE_dispersion</i>	发行上年度所在行业 ROE 分散度，并进行中心化处理
			<i>ROE_volatility</i>	发行前三年公司 ROE 波动率，并进行中心化处理
		盈余管理程度	$ DA $	发行当年可操纵应计利润的绝对值，采用修正的 Jones 模型 (Dechow et al, 1995) 计算，并进行中心化处理
		机构调研家数	<i>Ins_visit</i> <i>Fund_visit</i>	发行上年度公司机构调研家数 发行上年度公司基金调研家数
工具变量	户籍人口数	<i>Population</i>	发行上年度末公司所在城市的户籍人口总数	
控制变量	投资者层面	投资者经验	<i>Bid_exp</i>	发行日前三该投资者申购定增总次数的自然对数
			<i>Frequent_bidder</i>	若样本期内投资者参与申购超过 50 次，则取值为 1，否则为 0
	SEO 层面	大股东认购	<i>Bigbuy</i>	大股东是否认购定增，是则取 1，否则取 0
		承销商声誉	<i>Bigbank</i>	若定增主承销商当年首发承销排名位于前 25%，则取值为 1，否则为 0
		发行价整数	<i>Integ</i>	SEO 发行价是否是整数，是则取 1，否则取 0
		发行规模	<i>Ln_SEO_amt</i>	发行金额的自然对数
		发行费用	<i>Ln_SEO_fee</i>	发行费用的自然对数
		发行比例	<i>SEO_shrpct</i>	新股发行股数 / 总股本
		超额认购倍数	<i>Oversub_rate</i>	申购总金额 / 向市场募集资金金额
		配售投资者数	<i>Ln_alloc_num</i>	发行配售投资者数的自然对数

(续表)

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义	
控制变量	市场氛围	<i>Mkt_cond</i>	发行前 60 个交易日的市场指数涨幅，具体选择中证全指计算	
	发行前 CAR	<i>CAR_preoffer</i>	发行前 30 日公司股价超额累计涨幅，市场收益率用万得全部 A 股加权收益率	
	公司层面	公司规模	<i>Assets</i>	发行前一年年末的总资产自然对数
	公司盈利水平	<i>ROA</i>	发行上年度 ROA	
	资产负债率	<i>Lev</i>	发行前一年年末的资产负债率	
	成长性	<i>Growth</i>	发行上年度归属母公司的净利润增长率	
	产权性质	<i>SOE</i>	国有企业取 1，否则取 0	
	上市板块	<i>List_mkt</i>	在创业板 / 科创板上市则取 1，否则为 0	
	公司年龄	<i>List_age</i>	公司上市年限的自然对数	
	行业估值	<i>PE_ind</i>	发行日公司所处行业市盈率	
	市盈率	<i>PE</i>	发行日公司市盈率	
	VC 背景	<i>VC_ownership</i>	发行前最近一季末风投持股比例	
	董事会规模	<i>Board</i>	发行日前董事人数的自然对数	
	股权集中度	<i>Top1</i> <i>Top2-10</i>	发行日前第一大股东持股比例 发行日前第 2~10 大股东持股比例	
	城市层面 (PSM)	城市 GDP	<i>Ln_GDP</i>	发行上年度公司所在城市 GDP 的自然对数
		城市金融发展	<i>Ln_fin_emp</i>	发行上年度末公司所在城市金融业从业人员数量的自然对数
固定效应	发行目的	<i>SEO_purpose</i>	项目融资、配套融资或融资收购资产、补充流动资金、引入战投、其他	
	投资者类型	<i>Bidder_type</i>	基金、私募机构、证券、保险资管、国资、QFII、PEVC、信托公司、财务公司、其他	
	投资者城市	<i>Bidder_city</i>	投资者所在城市	
	行业	<i>Ind</i>	申万一级 2021 行业分类	
	年份	<i>Year</i>	发行年份	

## 四、实证结果

### (一) 描述性统计

#### 1. 主要变量描述

表 2 报告了主要变量的描述性统计。Panel A 为投资者一定增项目层面的统计，其中本地哑变量 (*Home*) 的均值和标准差分别为 0.086 和 0.281，表明 8.6% 的机构投资者与定增公司位于同一城市。报价误差 (*Bid\_error*) 的均值和标准差分别为 0.068 和 0.072，表明投资者报价相对于发

行价的平均偏离幅度为 6.8%，且报价准确性的差异较大，这为本文的实证研究提供了足够的变异性。Panel B 为定增项目层面的统计，主要是控制变量的统计，其分布均在合理范围。

表2 主要变量描述性统计

Panel A: 投资者—项目层面						
	样本量	均值	标准差	10 分位数	中位数	90 分位数
<i>Bid_error</i>	25,045	0.068	0.072	0.000	0.045	0.167
<i>Home</i>	25,045	0.086	0.280	0.000	0.000	0.000
<i>Ln_bid_amt</i>	25,045	18.490	1.001	17.220	18.460	19.790
<i>Bid_pct</i>	25,045	0.073	0.075	0.017	0.047	0.157
<i>Valid</i>	25,045	0.540	0.498	0.000	1.000	1.000
<i>Alloc_dum</i>	25,045	0.527	0.499	0.000	1.000	1.000
<i>Ln_alloc_amt</i>	25,045	9.737	9.258	0.000	16.760	19.480
<i>Alloc_pct</i>	25,045	6.838	9.838	0.000	2.863	20.000
<i>Bid_opt</i>	25,045	-0.036	0.090	-0.155	-0.015	0.056
<i>Bid_add</i>	25,045	0.005	0.073	0.000	0.000	0.000
<i>Bid_exp</i>	25,045	2.763	1.746	0.000	2.996	4.913
<i>Frequent_bidder</i>	25,045	0.573	0.495	0.000	1.000	1.000
<i>Bigbuy</i>	25,045	0.185	0.389	0.000	0.000	1.000
<i>Bigbank</i>	25,045	0.769	0.421	0.000	1.000	1.000
<i>Integ</i>	25,045	0.112	0.316	0.000	0.000	1.000
<i>Ln_SEO_amt</i>	25,045	20.710	0.967	19.570	20.640	22.060
<i>Ln_SEO_fee</i>	25,045	16.800	0.681	15.970	16.780	17.600
<i>SEO_shrpct</i>	25,045	0.136	0.100	0.037	0.112	0.264
<i>Oversub_rate</i>	25,045	3.026	2.082	1.037	2.433	5.752
<i>Ln_alloc_num</i>	25,045	2.219	0.455	1.609	2.197	2.890
<i>Mkt_cond</i>	25,045	0.056	0.132	-0.065	0.028	0.229
<i>CAR_preoffer</i>	25,045	0.034	0.142	-0.119	0.017	0.204
<i>Assets</i>	25,045	22.230	1.225	20.860	22.000	23.980
<i>ROA</i>	25,045	0.061	0.055	0.008	0.055	0.130
<i>Lev</i>	25,045	0.477	0.190	0.211	0.480	0.731
<i>Growth</i>	25,045	0.464	2.327	-0.456	0.270	1.693
<i>SOE</i>	25,045	0.338	0.473	0.000	0.000	1.000
<i>List_mkt</i>	25,045	0.196	0.397	0.000	0.000	1.000
<i>List_age</i>	25,045	2.159	0.651	1.386	2.197	2.996
<i>PE_ind</i>	25,045	41.980	19.910	18.710	38.860	69.350
<i>PE</i>	25,045	69.690	138.800	15.800	45.500	137.900

信息优势还是行为偏差？定向增发竞价中的本地偏好研究

(续表)

Panel A: 投资者—项目层面						
	样本量	均值	标准差	10分位数	中位数	90分位数
<i>VC_ownership</i>	25,045	0.667	2.199	0.000	0.000	1.660
<i>Board</i>	25,045	2.140	0.202	1.946	2.197	2.398
<i>Top1</i>	25,045	0.354	0.154	0.170	0.336	0.580
<i>Top2-10</i>	25,045	0.237	0.125	0.077	0.223	0.410
Panel B: 定增项目层面						
	样本量	均值	标准差	10分位数	中位数	90分位数
<i>Bigbuy</i>	2,337	0.214	0.410	0.000	0.000	1.000
<i>Bigbank</i>	2,337	0.746	0.435	0.000	1.000	1.000
<i>Integ</i>	2,337	0.085	0.279	0.000	0.000	0.000
<i>Ln_SEO_amt</i>	2,337	20.570	1.012	19.340	20.500	21.950
<i>Ln_SEO_fee</i>	2,337	16.760	0.715	15.840	16.750	17.660
<i>SEO_shrpct</i>	2,337	0.149	0.110	0.038	0.124	0.293
<i>Oversub_rate</i>	2,337	2.072	1.573	1.000	1.383	4.097
<i>Ln_alloc_num</i>	2,337	2.059	0.479	1.386	2.079	2.708
<i>Mkt_cond</i>	2,337	0.044	0.130	-0.084	0.022	0.222
<i>CAR_preoffer</i>	2,337	0.025	0.136	-0.122	0.011	0.186
<i>Assets</i>	2,337	22.180	1.236	20.790	21.960	23.920
<i>ROA</i>	2,337	0.052	0.053	0.005	0.044	0.117
<i>Lev</i>	2,337	0.491	0.191	0.226	0.493	0.752
<i>Growth</i>	2,337	0.366	2.467	-0.644	0.231	1.722
<i>SOE</i>	2,337	0.354	0.478	0.000	0.000	1.000
<i>List_mkt</i>	2,337	0.208	0.406	0.000	0.000	1.000
<i>List_age</i>	2,337	2.150	0.656	1.386	2.197	2.996
<i>PE_ind</i>	2,337	39.840	19.310	17.830	38.860	64.300
<i>PE</i>	2,337	70.000	143.500	11.190	44.370	153.500
<i>VC_ownership</i>	2,337	0.677	2.236	0.000	0.000	1.660
<i>Board</i>	2,337	2.139	0.201	1.946	2.197	2.398
<i>Top1</i>	2,337	0.356	0.155	0.170	0.335	0.578
<i>Top2-10</i>	2,337	0.232	0.127	0.071	0.219	0.409

## 2. 本地与外地投资者定增参与差异

本文按照投资者和定增公司是否位于同一城市将样本分组，对两组的申购报价及配售特征差异进行单变量检验。表3的Panel A和Panel B分别报告了均值差异检验和Wilcoxon秩和检验的结果。从表3可见，本地投资者的申购倾向和规模均显著高于外地投资者，配售方面也呈现类似

特征，这初步印证了定增投资中的本地偏好现象（假设1）。并且，本地投资者的报价误差显著低于外地投资者，表明本地投资者在定增报价方面具有潜在信息优势，即初步支持了假设2。然而，单变量检验未控制其他影响报价误差的遗漏变量，本文将通过回归分析进一步验证。

表3 本地与外地投资者定增参与特征的差异

Panel A: 本地与外地投资者定增参与特征的均值差异检验					
	外地		本地		均值差异检验 t值
	样本量	均值	样本量	均值	
<i>Bid_error</i>	22,903	0.069	2,142	0.056	0.013***
<i>Ln_bid_amt</i>	22,903	18.490	2,142	18.510	-0.0190
<i>Bid_pct</i>	22,903	0.071	2,142	0.090	-0.018***
<i>Valid</i>	22,903	0.531	2,142	0.634	-0.103***
<i>Alloc_dum</i>	22,903	0.518	2,142	0.619	-0.100***
<i>Ln_alloc_amt</i>	22,903	9.576	2,142	11.460	-1.879***
<i>Alloc_pct</i>	22,903	6.654	2,142	8.800	-2.145***

  

Panel B: 本地与外地投资者定增参与特征的 Wilcoxon 秩和检验					
	外地		本地		Wilcoxon 秩和 检验 z 值
	样本量	中位数	样本量	中位数	
<i>Bid_error</i>	22,903	0.046	2,142	0.035	44.704***
<i>Ln_bid_amt</i>	22,903	18.470	2,142	18.430	0.813
<i>Bid_pct</i>	22,903	0.047	2,142	0.054	25.218***
<i>Valid</i>	22,903	1.000	2,142	1.000	-
<i>Alloc_dum</i>	22,903	1.000	2,142	1.000	-
<i>Ln_alloc_amt</i>	22,903	16.520	2,142	17.500	81.251***
<i>Alloc_pct</i>	22,903	2.652	2,142	4.568	60.442***

注：\*\*\*表示统计量在1%的水平上显著。

## （二）回归结果

### 1. 定增中的本地偏好

表4报告了定增中是否存在本地偏好（假设1）的检验结果。由表4可见，各个申购（*Ln\_bid\_amt*、*Bid\_pct*）和配售（*Valid*、*Alloc\_dum*、*Ln\_alloc\_amt*、*Alloc\_pct*）相关变量对本地投资者哑变量（*Home*）的回归系数均显著为正，说明相较于外地投资者，本地投资者更倾向于参与当地公司的定增，且投入更多，这印证了定增投资中的本地偏好现象，从而支持了假设1。

表4 定增中的本地偏好

假设 1：定增中的本地偏好现象						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OLS	OLS	Logit	Logit	Tobit	Tobit
	申购金额	申购比例	有效报价	是否配售	配售金额	配售比例
<i>Y</i>	<i>Ln_bid_amt</i>	<i>Bid_pct</i>	<i>Valid</i>	<i>Alloc_dum</i>	<i>Ln_alloc_amt</i>	<i>Alloc_pct</i>
<i>Home</i>	0.034** (2.444)	0.007*** (3.817)	0.194*** (3.336)	0.178*** (3.187)	1.040*** (3.213)	1.420*** (4.134)
<i>Bid_exp</i>	0.019*** (4.895)	0.001 (1.472)	-0.096*** (-5.849)	-0.085*** (-5.271)	-0.519*** (-4.966)	-0.560*** (-5.107)
<i>Frequent_bidder</i>	-0.036*** (-3.116)	-0.005*** (-3.629)	-0.186*** (-3.296)	-0.167*** (-3.016)	-1.312*** (-3.604)	-1.542*** (-4.290)
<i>Bigbuy</i>	-0.101*** (-6.488)	0.011*** (5.960)	-0.046 (-0.890)	-0.045 (-0.909)	-0.271 (-0.924)	-0.775*** (-2.945)
<i>Bigbank</i>	0.021* (1.654)	-0.001 (-0.496)	-0.008 (-0.175)	-0.019 (-0.430)	-0.141 (-0.533)	-0.166 (-0.648)
<i>Integ</i>	-0.006 (-0.302)	-0.003* (-1.658)	-0.060 (-1.138)	-0.118** (-2.351)	-0.699** (-2.081)	-0.706** (-2.180)
<i>Ln_SEO_amt</i>	0.844*** (39.410)	-0.011*** (-6.018)	-0.358*** (-7.986)	-0.334*** (-7.849)	-1.530*** (-5.577)	-2.291*** (-8.423)
<i>Ln_SEO_fee</i>	0.046*** (2.958)	-0.001 (-0.496)	0.001 (0.016)	0.001 (0.029)	0.115 (0.428)	0.163 (0.619)
<i>SEO_shrpct</i>	0.047 (0.433)	0.043*** (4.075)	1.475*** (5.241)	1.382*** (5.161)	8.671*** (5.466)	4.841*** (3.297)
<i>Oversub_rate</i>	0.015 (1.593)	-0.017*** (-20.231)	-0.594*** (-22.501)	-0.593*** (-22.839)	-4.016*** (-25.817)	-3.929*** (-25.954)
<i>Ln_alloc_num</i>	-0.612*** (-19.765)	-0.076*** (-20.299)	0.655*** (8.938)	0.676*** (9.657)	3.908*** (8.478)	-5.713*** (-10.498)
<i>Mkt_cond</i>	0.000 (0.010)	-0.012** (-2.357)	-0.331** (-2.295)	-0.319** (-2.276)	-2.420*** (-2.684)	-2.425*** (-2.816)
<i>CAR_preoffer</i>	-0.022 (-0.529)	-0.013*** (-2.713)	-0.245* (-1.838)	-0.255** (-1.979)	-1.247 (-1.579)	-1.007 (-1.401)
<i>Assets</i>	0.042*** (2.612)	0.006*** (5.161)	0.158*** (4.760)	0.137*** (4.418)	0.964*** (4.971)	0.923*** (4.938)
<i>ROA</i>	0.211 (1.011)	-0.009 (-0.553)	-0.820* (-1.848)	-0.694 (-1.604)	-3.959 (-1.513)	-2.980 (-1.191)

(续表)

假设 1: 定增中的本地偏好现象						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OLS	OLS	Logit	Logit	Tobit	Tobit
	申购金额	申购比例	有效报价	是否配售	配售金额	配售比例
<i>Y</i>	<i>Ln_bid_amt</i>	<i>Bid_pct</i>	<i>Valid</i>	<i>Alloc_dum</i>	<i>Ln_alloc_amt</i>	<i>Alloc_pct</i>
<i>Lev</i>	0.025 (0.591)	-0.004 (-0.792)	-0.368*** (-2.618)	-0.326** (-2.405)	-1.712** (-2.081)	-1.163 (-1.436)
<i>Growth</i>	-0.002 (-0.591)	-0.000 (-1.033)	-0.002 (-0.250)	-0.000 (-0.010)	0.002 (0.040)	-0.013 (-0.262)
<i>SOE</i>	-0.057*** (-3.427)	-0.002 (-1.180)	-0.026 (-0.529)	-0.019 (-0.395)	-0.254 (-0.873)	-0.332 (-1.203)
<i>List_mkt</i>	0.087*** (4.253)	0.007*** (2.784)	-0.048 (-0.789)	-0.038 (-0.651)	0.221 (0.613)	0.689* (1.934)
<i>List_age</i>	-0.012 (-1.029)	0.002 (1.544)	0.077** (2.011)	0.061 (1.630)	0.442* (1.931)	0.317 (1.483)
<i>PE_ind</i>	-0.001 (-1.059)	-0.000 (-0.378)	-0.001 (-0.515)	-0.000 (-0.284)	-0.002 (-0.196)	-0.002 (-0.239)
<i>PE</i>	0.000* (1.824)	-0.000 (-0.059)	-0.000 (-0.105)	0.000 (0.140)	0.000 (0.578)	0.000 (0.580)
<i>VC_ownership</i>	-0.002 (-0.767)	0.000 (1.094)	0.007 (0.854)	0.006 (0.804)	0.034 (0.713)	0.049 (1.093)
<i>Board</i>	0.028 (0.766)	-0.009** (-2.104)	-0.336*** (-2.956)	-0.287*** (-2.592)	-1.706*** (-2.614)	-1.553** (-2.516)
<i>Top1</i>	0.040 (0.773)	0.003 (0.454)	0.406*** (2.583)	0.350** (2.325)	2.476*** (2.686)	1.916** (2.060)
<i>Top2-10</i>	0.005 (0.077)	0.001 (0.095)	0.258 (1.365)	0.235 (1.285)	1.698 (1.513)	1.133 (1.034)
<i>Constant</i>	0.533** (2.352)	0.404*** (14.985)	4.946*** (4.398)	4.694*** (4.235)	18.125*** (3.292)	50.498*** (10.118)
固定效应						
发行目的	YES	YES	YES	YES	YES	YES
投资者类型	YES	YES	YES	YES	YES	YES
投资者城市	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业、年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本量	25,007	25,007	24,910	24,924	25,045	25,045
<i>R2/伪R2</i>	0.756	0.446	0.216	0.211	0.059	0.055

注：回归样本数低于描述性统计中的数量，是由于 Logit 回归中自动剔除部分样本，即本地哑变量能完全预测是否有效报价或配售的样本。标准误聚类到定增项目层级（下文如未特别说明则亦然）。第（1）（2）列括号里数字为聚类调整后的 t 值，第（3）-（6）列括号里数字为聚类调整后的 z 值。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

2. 本地偏好的成因：信息优势还是行为偏差？

在证明了定增本地偏好的存在后，本文重点考察这一现象的成因，即本地偏好究竟源于本地投资者理性还是非理性的行为。本文通过考察本地投资者的报价准确性来区分这两种解释。如果本地偏好是由信息优势驱动的理性决策，则本地投资者的报价准确性应该更高。否则，如果本地偏好是投资者非理性行为偏差的结果，本地投资者的报价准确性应该与外地投资者无明显差异或甚至更低。

表 5 的第 (1) 列报告了本地投资者报价准确性的检验结果 (假设 2)，可见报价误差 (*Bid\_error*) 对本地哑变量 (*Home*) 的回归系数显著为负。当使用投资者最接近发行价的报价相对于发行价差异的绝对值来衡量报价误差进行回归时 (表 5 第 2 列)，结果同样稳健。这表明，与定增公司位于同一城市的机构投资者相对于其他投资者能够获得更多关于本地公司价值评估的信息，进而报价准确性更高，这支持了信息优势假设。

表5 本地偏好的成因

假设 2: 本地投资者的报价准确性		
	(1)	(2)
	加权平均报价 / 发行价 -1	最接近发行价的报价 / 发行价 -1
<i>Y</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error1</i>
<i>Home</i>	-0.004** (-2.303)	-0.004** (-2.534)
<i>Bid_exp</i>	0.002*** (4.859)	0.001*** (2.795)
<i>Frequent_bidder</i>	0.003* (1.759)	0.002 (1.086)
<i>Bigbuy</i>	-0.002 (-0.893)	-0.001 (-0.387)
<i>Bigbank</i>	0.001 (0.375)	-0.000 (-0.174)
<i>Integ</i>	0.005* (1.953)	0.003 (1.329)
<i>Ln_SEO_amt</i>	0.016*** (8.432)	0.013*** (7.580)
<i>Ln_SEO_fee</i>	0.000 (0.244)	0.001 (0.380)
<i>SEO_shrpct</i>	-0.057*** (-4.264)	-0.050*** (-3.955)
<i>Oversub_rate</i>	0.012*** (14.890)	0.010*** (13.866)

(续表)

假设 2: 本地投资者的报价准确性		
<i>Y</i>	(1)	(2)
	加权平均报价 / 发行价 -1	最接近发行价的报价 / 发行价 -1
	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error1</i>
<i>Ln_alloc_num</i>	-0.007** (-2.087)	-0.005* (-1.733)
<i>Mkt_cond</i>	0.021*** (2.959)	0.018*** (2.830)
<i>CAR_preoffer</i>	0.037*** (6.232)	0.033*** (6.149)
<i>Assets</i>	-0.013*** (-9.459)	-0.011*** (-8.746)
<i>ROA</i>	-0.096*** (-4.744)	-0.088*** (-4.739)
<i>Lev</i>	0.026*** (4.248)	0.023*** (3.981)
<i>Growth</i>	0.000 (1.163)	0.001 (1.535)
<i>SOE</i>	0.001 (0.316)	0.000 (0.033)
<i>List_mkt</i>	-0.009*** (-4.255)	-0.008*** (-4.019)
<i>List_age</i>	-0.001 (-0.599)	-0.001 (-0.307)
<i>PE_ind</i>	0.000** (2.407)	0.000** (2.464)
<i>PE</i>	-0.000 (-0.949)	-0.000 (-0.837)
<i>VC_ownership</i>	-0.000* (-1.937)	-0.000* (-1.885)
<i>Board</i>	0.001 (0.271)	0.001 (0.324)

(续表)

假设 2：本地投资者的报价准确性		
	(1)	(2)
	加权平均报价 / 发行价 -1	最接近发行价的报价 / 发行价 -1
<i>Y</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error1</i>
<i>Top1</i>	-0.000 (-0.061)	0.002 (0.287)
<i>Top2-10</i>	-0.002 (-0.288)	-0.002 (-0.270)
<i>Constant</i>	-0.008 (-0.287)	0.000 (0.009)
固定效应		
发行目的	YES	YES
投资者类型	YES	YES
投资者城市	YES	YES
行业、年份	YES	YES
样本量	25,045	25,045
<i>R2</i>	0.221	0.185

注：括号里数字为聚类调整后的 t 值。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

### 3. 信息差强弱的调节作用

本地投资者较外地投资者的相对信息优势与信息不对称程度的异质性有关，具体可分为本地信息重要性高低和公司信息环境优劣两个维度。

其一，本地信息优势程度与本地信息的重要性有关。当公司过往或所处行业的业绩波动性更大，或者盈余管理程度更高时，收集关于公司经营的准确信息需要花费更高成本（Huang et al., 2017），对公司做出可靠的投资价值判断更加困难，此时本地信息优势显得更为重要。本地投资者可以以更低的信息获取成本，通过交流走访或当地媒体等渠道，直接观察公司经营状况并跟踪项目最新进展，从而有效获取和整合有关公司业绩和定增项目的关键信息。因此，对于业绩不确定性及盈余管理程度更高的公司，本地投资者的报价准确性优势应该更加明显。为检验这一可能性，本文将本地哑变量（*Home*）与公司所处行业 ROE 分散度（*ROE\_dispersion*）、公司历史 ROE 波动率（*ROE\_volatility*）及应计盈余管理水平（*IDA*）分别作交互项回归，其中各调节变量均作中心化处理，结果见表 6 第（1）-（3）列。从表 6 第（1）-（3）列可以看到，表示本地投资者的一次项（*Home*）和各个交互项（*Home* × *ROE\_dispersion*、*Home* × *ROE\_volatility* 和 *Home* × *IDA*）系数均显著为负，表明当本地信息对投资者决策的影响权重更大时，本地投资者在报价方面具有更大的信息优势。

其二，本地信息优势程度与公司的外部信息环境有关。机构调研是体现公司信息环境的重要方面（谭劲松和林雨晨，2016）。当市场上有更多机构投资者对公司开展调研时，外地投资者对公司当地信息的可获取性得到提升，这将降低本地和外地投资者之间的信息差异，削弱本地投资者的信息优势。因此，对于被机构更加频繁调研的公司，本地投资者报价的准确性优势应该被削弱。为检验这一可能性，本文将本地哑变量（*Home*）与发行上年度机构调研家数（*Inst\_visit*）和其中的基金调研家数（*Fund\_visit*）分别进行交互项回归分析，结果见表6的（4）（5）两列。从表6（4）（5）两列可以看到，本地投资者哑变量（*Home*）的系数依然显著为负，但交互项（*Home* × *Inst\_visit* 和 *Home* × *Fund\_visit*）系数显著为正，表明本地投资者相对于外地投资者的定增报价依然更为准确，但机构对公司调研的增多将削弱这种报价准确性的差异。

表6 调节效应检验：信息差强弱与本地报价准确性

信息差强弱对本地报价优势的调节作用					
	业绩不确定性		盈余管理	机构 / 基金调研	
	(1) 行业 ROE 分散度 <i>Bid_error</i>	(2) 公司 ROE 波动率 <i>Bid_error</i>	(3)   可操纵应计 利润   <i>Bid_error</i>	(4) 机构调研 家数 <i>Bid_error</i>	(5) 基金调研 家数 <i>Bid_error</i>
<i>Home</i>	-0.005*** (-2.803)	-0.004** (-2.389)	-0.004** (-2.283)	-0.005** (-2.303)	-0.004** (-2.275)
<i>ROE_dispersion</i>	-0.001 (-0.795)				
<i>Home</i> × <i>ROE_dispersion</i>	-0.026*** (-4.217)				
<i>ROE_volatility</i>		0.013** (2.003)			
<i>Home</i> × <i>ROE_volatility</i>		-0.021** (-2.080)			
<i>DA</i>			0.005* (1.668)		
<i>Home</i> ×   <i>DA</i>			-0.009** (-2.144)		
<i>Inst_visit</i>				0.00001 (1.252)	
<i>Home</i> × <i>Inst_visit</i>				0.00004** (2.489)	
<i>Fund_visit</i>					0.00005 (1.144)

信息优势还是行为偏差？定向增发竞价中的本地偏好研究

(续表)

信息差强弱对本地报价优势的调节作用					
	业绩不确定性		盈余管理	机构 / 基金调研	
	(1) 行业 ROE 分散度	(2) 公司 ROE 波动率	(3)   可操纵应计 利润	(4) 机构调研 家数	(5) 基金调研 家数
<i>M</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>
<i>Home × Fund_visit</i>					0.0002** (2.442)
<i>Bid_exp</i>	0.002*** (4.869)	0.002*** (4.758)	0.002*** (4.861)	0.003*** (5.691)	0.003*** (5.694)
<i>Frequent_bidder</i>	0.003* (1.739)	0.003* (1.788)	0.003* (1.770)	0.001 (0.887)	0.001 (0.883)
<i>Bigbuy</i>	-0.002 (-0.931)	-0.002 (-1.074)	-0.002 (-0.863)	-0.002 (-1.025)	-0.002 (-1.047)
<i>Bigbank</i>	0.001 (0.355)	0.001 (0.384)	0.001 (0.384)	0.002 (1.121)	0.002 (1.116)
<i>Integ</i>	0.004* (1.935)	0.004* (1.804)	0.005** (1.993)	0.005** (2.065)	0.005** (2.069)
<i>Ln_SEO_amt</i>	0.016*** (8.445)	0.015*** (8.369)	0.015*** (8.162)	0.014*** (7.714)	0.014*** (7.720)
<i>Ln_SEO_fee</i>	0.000 (0.251)	0.000 (0.264)	0.000 (0.245)	-0.000 (-0.103)	-0.000 (-0.093)
<i>SEO_shrpct</i>	-0.057*** (-4.268)	-0.054*** (-4.105)	-0.057*** (-4.250)	-0.049*** (-3.383)	-0.049*** (-3.396)
<i>Oversub_rate</i>	0.012*** (14.925)	0.012*** (15.147)	0.012*** (14.862)	0.011*** (13.078)	0.011*** (13.070)
<i>Ln_alloc_num</i>	-0.007** (-2.145)	-0.007** (-2.084)	-0.007** (-2.042)	-0.007** (-2.096)	-0.007** (-2.083)
<i>Mkt_cond</i>	0.021*** (2.945)	0.022*** (3.194)	0.021*** (2.949)	0.021*** (2.652)	0.021*** (2.650)
<i>CAR_preoffer</i>	0.038*** (6.308)	0.038*** (6.404)	0.037*** (6.183)	0.037*** (5.887)	0.037*** (5.876)
<i>Assets</i>	-0.013*** (-9.504)	-0.012*** (-9.014)	-0.013*** (-9.126)	-0.012*** (-8.389)	-0.012*** (-8.389)
<i>ROA</i>	-0.096*** (-4.741)	-0.111*** (-5.324)	-0.096*** (-4.755)	-0.083*** (-3.843)	-0.084*** (-3.864)
<i>Lev</i>	0.027*** (4.273)	0.023*** (3.724)	0.026*** (4.191)	0.026*** (3.994)	0.026*** (3.969)

(续表)

信息差强弱对本地报价优势的调节作用					
	业绩不确定性		盈余管理	机构 / 基金调研	
	(1) 行业 ROE 分散度	(2) 公司 ROE 波动率	(3)   可操纵应计 利润	(4) 机构调研 家数	(5) 基金调研 家数
<i>M</i>	<i>Y</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>
<i>Growth</i>	0.000 (1.159)	0.001 (1.594)	0.000 (1.159)	0.000 (0.771)	0.000 (0.775)
<i>SOE</i>	0.001 (0.332)	0.001 (0.424)	0.001 (0.319)	0.001 (0.445)	0.001 (0.450)
<i>List_mkt</i>	-0.009*** (-4.279)	-0.009*** (-4.172)	-0.009*** (-4.266)	-0.010*** (-4.633)	-0.010*** (-4.597)
<i>List_age</i>	-0.001 (-0.639)	-0.002 (-1.343)	-0.001 (-0.665)	-0.001 (-0.594)	-0.001 (-0.574)
<i>PE_ind</i>	0.000** (2.464)	0.000** (2.414)	0.000** (2.414)	0.000** (1.991)	0.000** (1.988)
<i>PE</i>	-0.000 (-0.935)	-0.000 (-0.917)	-0.000 (-1.030)	-0.000 (-0.918)	-0.000 (-0.920)
<i>VC_ownership</i>	-0.000** (-1.973)	-0.000** (-2.036)	-0.000** (-2.070)	-0.000* (-1.661)	-0.000* (-1.654)
<i>Board</i>	0.001 (0.243)	0.001 (0.222)	0.001 (0.294)	0.003 (0.650)	0.003 (0.670)
<i>Top1</i>	-0.000 (-0.075)	-0.003 (-0.395)	-0.001 (-0.078)	0.000 (0.053)	0.000 (0.041)
<i>Top2-10</i>	-0.003 (-0.339)	-0.006 (-0.765)	-0.003 (-0.323)	0.002 (0.278)	0.002 (0.275)
<i>Constant</i>	-0.007 (-0.248)	-0.016 (-0.544)	-0.008 (-0.286)	0.005 (0.158)	0.004 (0.135)
固定效应					
发行目的	YES	YES	YES	YES	YES
投资者类型	YES	YES	YES	YES	YES
投资者城市	YES	YES	YES	YES	YES
行业、年份	YES	YES	YES	YES	YES
样本量	25,045	24,886	25,045	22,050	22,050
<i>R2</i>	0.222	0.224	0.222	0.220	0.220

注：括号里数字为聚类调整后的 t 值。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

(三) 稳健性检验

1. 内生性分析

虽然公司注册地的地理位置往往是外生的，机构投资者通常也不会为了参与某家公司的定增便选择在其城市注册，且样本中定增公司和投资机构的成立和注册时间并无明显先后差异，Loughran (2007) 也认为在此类研究中内生性不构成主要威胁。但为了结果的稳健性，本文通过工具变量法和倾向得分匹配法缓解潜在的内生性问题。

其一，本文采用工具变量法进行两阶段最小二乘 (2SLS) 回归。工具变量选取定增发行上年度末公司注册地所在城市的户籍人口数 (*Population*)。一方面，公司所在城市的户籍人口数越多，越可能吸引机构投资者注册，从而报价的投资者更有可能是本地投资者，因此户籍人口数 (*Population*) 与本地哑变量 (*Home*) 之间应存在相关性。另一方面，当地人口数由地区的出生、死亡和迁移人数决定，与微观投资者定增报价准确性不存在直接关系，这符合排他性假设。弱工具变量检验也证明了户籍人口作为工具变量是合理的。

工具变量回归结果见表 7。从表 7 第 (1)(2) 列可以看到，第一阶段回归中，本地哑变量 (*Home*) 和公司城市户籍人口数 (*Population*) 显著正相关；第二阶段回归中，本地哑变量 ( $\widehat{Home}$ ) 的系数依然显著为负，表明本地投资者报价更准确的结论在控制内生性问题后依然成立。

其二，本文使用倾向性得分匹配法 (PSM)，排除潜在的样本选择偏差对结果的影响。具体而言，本文按照投资者与定增公司注册地是否位于同一城市将样本分为实验组和对照组，使用主回归中的控制变量，加上公司所在城市 GDP 和金融从业人员数作为匹配变量对两组样本进行匹配。由于样本中本地投资者的观测值相对于外地投资者较少 (分别为 2,337 和 24,784)，本文采用 1:5 有放回的匹配方法，并使用 Logit 模型对匹配变量进行拟合。回归结果报告于表 7。由表 7 第 (3) 列可见，匹配样本后，报价误差 (*Bid\_error*) 对本地哑变量 (*Home*) 的回归系数仍显著为负，且系数绝对值更大，显著性水平更高。这表明在控制可能存在的样本选择偏差后，本地投资者的报价信息优势依然稳健存在。

表7 内生性分析：工具变量法和倾向得分匹配法

内生性分析：工具变量法和倾向得分匹配法			
	(1)	(2)	(3)
	IV 一阶段	IV 二阶段	PSM
<i>Y</i>	<i>Home</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>
<i>Home</i> ( $\widehat{Home}$ )		-0.158* (-1.733)	-0.005*** (-2.766)
<i>Population</i>	0.00005** (2.091)		
<i>Bid_exp</i>	-0.018*** (-9.419)	-0.001 (-0.400)	0.002*** (2.581)

(续表)

内生性分析：工具变量法和倾向得分匹配法			
	(1)	(2)	(3)
<i>Y</i>	IV 一阶段 <i>Home</i>	IV 二阶段 <i>Bid_error</i>	PSM <i>Bid_error</i>
<i>Frequent_bidder</i>	0.019*** (2.907)	0.005* (1.915)	0.001 (0.515)
<i>Bigbuy</i>	0.027*** (2.803)	0.002 (0.680)	-0.002 (-0.942)
<i>Bigbank</i>	-0.001 (-0.162)	0.000 (0.113)	0.001 (0.279)
<i>Integ</i>	-0.017* (-1.798)	0.003 (0.838)	0.008** (2.406)
<i>Ln_SEO_amt</i>	0.012 (1.345)	0.018*** (7.443)	0.016*** (7.030)
<i>Ln_SEO_fee</i>	-0.015* (-1.698)	-0.002 (-0.830)	0.001 (0.698)
<i>SEO_shrpct</i>	-0.052 (-1.098)	-0.069*** (-4.533)	-0.068*** (-4.398)
<i>Oversub_rate</i>	-0.003 (-1.160)	0.012*** (13.743)	0.013*** (13.580)
<i>Ln_alloc_num</i>	-0.032** (-2.374)	-0.012*** (-2.594)	-0.005 (-1.378)
<i>Mkt_cond</i>	-0.013 (-0.359)	0.018** (2.099)	0.014 (1.506)
<i>CAR_preoffer</i>	-0.031 (-1.292)	0.031*** (3.969)	0.031*** (4.244)
<i>Assets</i>	-0.003 (-0.402)	-0.013*** (-7.809)	-0.013*** (-6.961)
<i>ROA</i>	-0.080 (-1.006)	-0.105*** (-4.397)	-0.093*** (-3.808)
<i>Lev</i>	0.031 (1.173)	0.032*** (4.168)	0.024*** (3.144)
<i>Growth</i>	-0.000 (-0.295)	0.000 (0.854)	-0.000 (-0.200)
<i>SOE</i>	0.021** (2.390)	0.004 (1.147)	0.002 (0.927)

信息优势还是行为偏差？定向增发竞价中的本地偏好研究

(续表)

内生性分析：工具变量法和倾向得分匹配法			
	(1)	(2)	(3)
	IV 一阶段	IV 二阶段	PSM
<i>Y</i>	<i>Home</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>
<i>List_mkt</i>	0.002 (0.178)	-0.009*** (-3.404)	-0.008*** (-3.000)
<i>List_age</i>	-0.008 (-1.048)	-0.003 (-1.187)	-0.002 (-0.873)
<i>PE_ind</i>	-0.000 (-0.248)	0.000** (2.204)	0.000* (1.904)
<i>PE</i>	-0.000 (-0.305)	-0.000 (-0.698)	-0.000 (-0.338)
<i>VC_ownership</i>	0.001 (0.550)	-0.000 (-1.115)	-0.001** (-2.430)
<i>Board</i>	-0.030 (-1.416)	-0.003 (-0.615)	0.002 (0.475)
<i>Top1</i>	0.040 (1.354)	0.005 (0.544)	-0.004 (-0.449)
<i>Top2-10</i>	0.043 (1.250)	0.004 (0.404)	0.001 (0.132)
<i>Constant</i>	0.253* (1.731)	0.040 (0.864)	-0.033 (-1.022)
固定效应			
发行目的	YES	YES	YES
投资者类型	YES	YES	YES
投资者城市	YES	YES	YES
行业、年份	YES	YES	YES
样本量	24,466	24,466	9,188
<i>F-stat/Chi2</i>	4.372**	9.904***	19.671***

弱工具变量检验：

*Robust F(1, 2189)* p=0.037

注：括号里数字为聚类调整后的 t 值。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示回归系数在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

## 2. 调整变量测度、模型与样本

首先，本文调整本地哑变量的测度方式。其一，调整本地投资者的界定范围：一是投资者和公司注册地是否位于同一省份；二是投资者和公司办公地是否位于同一城市；三是投资者和公司

注册地是否位于同一城市或同位于北京、上海、广州和深圳等四大城市（经济距离）。其二，计算投资者和公司注册地所在城市之间的地理距离，并以定增公司和投资者之间距离是否小于等于50公里/100公里/300公里来界定本地投资者。结果见表8。

表8 稳健性检验：变换本地变量的测度

稳健性检验：变换本地变量的测度								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	同省份	公司 办公地	同为一线 城市	两地距离	距离的 倒数	距离 ≤50 公里	距离 ≤100 公里	距离 ≤300 公里
<i>Y</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>
<i>Home_prov</i>	-0.003** (-2.080)							
<i>Home_office</i>		-0.003** (-2.001)						
<i>Home_bigcity</i>			-0.003* (-1.854)					
<i>Ln_distance</i>				0.0005** (2.025)				
<i>1/Ln_distance</i>					-0.004** (-2.271)			
<i>Home50</i>						-0.004** (-2.408)		
<i>Home100</i>							-0.004** (-2.444)	
<i>Home300</i>								-0.002* (-1.948)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
固定效应								
发行目的	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
投资者类型	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
投资者城市	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业、年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本量	25,045	25,045	25,045	24,528	24,528	25,045	25,045	25,045
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.221	0.221	0.222	0.228	0.228	0.221	0.221	0.221

注：括号里数字为聚类调整后的t值。\*\*、\*分别表示回归系数在5%和10%的水平上显著。

接着，本文额外控制本地承销商的影响。本地投资者的报价信息优势也可能源于与定增承销商地理距离接近，故本文加入表示投资者与定增承销商是否位于同一城市的哑变量 *Home\_bank*，以及 *Home\_bank* 与 *Home* 的交互项来排除这种潜在的替代性解释。结果见表 9。表 9 第 (1) 列结果显示，*Home\_bank* 和 *Home × Home\_bank* 的系数均不显著，而 *Home* 的系数依然显著为负，说明投资者与承销商的地理距离临近并不能帮助其提升报价准确性。

此外，本文调整模型和样本后再回归。在模型方面，一是加入投资者固定效应以控制难以观测的投资者自身能力等因素对报价准确性的影响；二是更换标准误形式，将模型标准误聚类到投资者层级。在样本方面，一是剔除金融和公用事业公司；二是剔除 QFII 投资者。结果见表 9。可见结论依然成立。

综上所述，无论是变换关键指标度量、控制额外变量影响还是调整模型和样本，回归结果与主结论基本一致。

表9 稳健性检验：排除本地承销商影响、调整模型与样本

	稳健性检验：排除本地承销商影响、调整模型与样本				
	额外控制变量	调整模型		调整样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	控制本地 承销商影响	投资者 FE	标准误聚类到 投资者	剔除金融和 公用事业	剔除 QFII
<i>Y</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>	<i>Bid_error</i>
<i>Home</i>	-0.004** (-1.965)	-0.004** (-2.214)	-0.004** (-2.418)	-0.004** (-2.174)	-0.004** (-2.254)
<i>Home_bank</i>	-0.001 (-0.577)				
<i>Home × Home_bank</i>	0.001 (0.263)				
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
固定效应					
发行目的	YES	YES	YES	YES	YES
投资者类型	YES	NO	YES	YES	YES
投资者城市	YES	NO	YES	YES	YES
行业、年份	YES	YES	YES	YES	YES
投资者	NO	YES	NO	NO	NO
样本量	25,045	25,045	25,045	23,877	24,511
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.221	0.295	0.221	0.213	0.228

注：括号里数字为聚类调整后的 t 值。\*\*表示回归系数在 5% 的水平上显著。

## 五、研究结论

本文研究了中国A股定向增发市场中地理区位关系对机构投资者参与行为的影响及成因。研究发现，机构投资者定增参与存在本地偏好，具体表现为与定增公司位于同一城市的机构投资者的申购和配售倾向及规模均高于外地投资者。在此基础上，本文重点探究该现象的成因，发现本地投资者的报价准确性显著高于外地投资者，表明投资者定增本地偏好主要由私有信息优势驱动。并且，公司业绩不确定性和盈余管理程度的增加使得本地投资者精准报价优势更加突出，而机构调研削弱了这种优势。以上结果表明，在竞价定增中，本地偏好的成因可以归结为信息优势，而非行为偏差。

本文发现了投资者本地偏好在股权一级发行市场下的新场景，为本地偏好的信息优势理论提供了更直接的经验证据，同时丰富了关于定向增发中投资者报价行为影响因素的文献。此外，本文研究有如下几方面政策启示。

首先，上市公司应主动增强有关定增的信息披露。近年来，竞价定增发行的导向越来越市场化，供给端审核门槛放宽，需求端发行对象上限提升至35名，定增不再是供不应求的卖方（上市公司）主导市场，发行同样面临“优胜劣汰”的挑战，发行失败或未达预计募资额度的可能性明显提高。本文结果表明，地理因素导致的信息不对称将降低投资者参与定增的意愿。因此，为充分吸引投资者认购，上市公司应主动加强对外信息披露和投资者沟通，以确保再融资顺利进行和足额募资。对于经营不确定性强，或位于调研不便的偏远地区的上市公司而言，更应如此。

其次，监管层应合理监督上市公司与当地投资者之间的信息沟通。本文发现，本地投资者拥有信息优势，其中获取定增“软信息”的一种可能途径是与公司内部人的交流。监管层应加强监督在此过程中可能涉及的敏感信息传递，严格压实竞价过程中的中介责任，确保竞价的合规与透明，防范潜在的内幕交易和利益输送等行为，保障定增发行市场的公平。

最后，投资者应综合挖掘本地和非本地信息以优化定增策略。本文结果显示，投资者对本地公司更了解，这可能意味着他们着重了解本地公司而忽视了外地潜在的优质投资机会。投资者可以在保障本地信息优势、确保胜率的前提下，积极挖掘非本地公司定增的信息，进一步优化定增投资表现。

### 参考文献

- 崔学刚、张文杰、徐佳，2021：《投资者本地偏好行为研究进展》，《经济学动态》第6期。
- 戴亦一、潘越、刘新宇，2014：《社会资本、政治关系与我国私募股权基金投融资行为》，《南开管理评论》第4期。
- 郭丽环、郭东强，2020：《在线投资行为的本地偏好：基于在线融资市场的实证研究》，《中国管理科学》第5期。
- 郭思永，2021：《大股东认购定向增发股份：基于软信息不对称的视角》，《管理工程学报》第6期。
- 潘越、宁博、纪翔阁、戴亦一，2019：《民营资本的宗族烙印：来自融资约束视角的证据》，《经济研究》第

7 期。

谭劲松、林雨晨, 2016 :《机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据》,《南开管理评论》第 5 期。

佟岩、华晨、宋吉文, 2015 :《定向增发整体上市、机构投资者与短期市场反应》,《会计研究》第 10 期。

钟业喜、傅钰、郭卫东、邱静, 2018 :《中国上市公司总部空间格局演变及其驱动因素研究》,《地理科学》第 4 期。

Chemmanur, T. J., He, S. and Hu, G., 2009, “The Role of Institutional Investors in Seasoned Equity Offerings” , *Journal of Financial Economics*, 94(3), 384–411.

Chemmanur, T. J., Ma, P., Wu, C. and Yu, Q., 2017, “Information Production by Institutions and Information Extraction by Underwriters in Hybrid IPO Auctions” , *SSRN Working Paper*.

Chen, H., Qu, Y., Shen, T., Wang, Q. and Xu, D. X., 2022, “The Geography of Information Acquisition” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(6), 2251–2285.

Chiang, Y. M., Hirshleifer, D., Qian, Y. and Sherman, A. E., 2011, “Do Investors Learn from Experience? Evidence from Frequent Ipo Investors” , *The Review of Financial Studies*, 24(5), 1560–1589.

Choi, N., Fedenia, M., Skiba, H. and Sokolyk, T., 2017, “Portfolio Concentration and Performance of Institutional Investors Worldwide” , *Journal of Financial Economics*, 123(1), 189–208.

Cooper, I., Sercu, P. and Vanp é e, R., 2013, “The Equity Home Bias Puzzle: A Survey” , *Foundations and Trends in Finance*, 7(4), 289–416.

Cornelli, F. and Goldreich, D., 2001, “Bookbuilding and Strategic Allocation” , *The Journal of Finance*, 56(6), 2337–2369.

Coval, J. D. and Moskowitz, T. J., 1999, “Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios” , *The Journal of Finance*, 54(6), 2045–2073.

Coval, J. D. and Moskowitz, T. J., 2001, “The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices” , *Journal of Political Economy*, 109(4), 811–841.

Cumming, D. and Dai, N., 2010, “Local Bias in Venture Capital Investments” , *Journal of Empirical Finance*, 17(3), 362–380.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney A. P., 1995, “Detecting Earnings Management” , *The Accounting Review*, 70, 193–225.

Ellsberg, D., 1961, “Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms” , *The Quarterly Journal of Economics*, 75(4), 643–669.

Ferreira, M. A. and Matos, P., 2008, “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors around the World” , *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533.

French, K. R. and Poterba, J. M., 1991, “Investor Diversification and International Equity Markets” , *The American Economic Review*, 81(2), 222–226.

Grinblatt, M. and Keloharju, M., 2001, “How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades” , *The Journal of Finance*, 56(3), 1053–1073.

- Han, L., Cheng, X., Chan, K. C. and Gao, S., 2021, “Does Air Pollution Affect Seasoned Equity Offering Pricing? Evidence from Investor Bids” , *Journal of Financial Markets*, 59.
- Heath, C. and Tversky, A., 1991, “Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty” , *Journal of Risk and Uncertainty*, 4(1), 5–28.
- Hong, H., Jiang, W., Wang, N. and Zhao, B., 2014, “Trading for Status” , *The Review of Financial Studies*, 27(11), 3171–3212.
- Huang, Y., Qiu, H. and Wu, Z., 2016, “Local Bias in Investor Attention: Evidence from China's Internet Stock Message Boards” , *Journal of Empirical Finance*, 38, 338–354.
- Huang, Z., Li, L., Ma, G. and Xu, L. C., 2017, “Hayek, Local Information, and Commanding Heights: Decentralizing State–Owned Enterprises in China” , *American Economic Review*, 107(8), 2455–78.
- Huberman, G., 2001, “Familiarity Breeds Investment” , *The Review of Financial Studies*, 14(3), 659–680.
- Ivković, Z. and Weisbenner, S., 2005, “Local Does as Local Is: Information Content of the Geography of Individual Investors' Common Stock Investments” , *The Journal of Finance*, 60(1), 267–306.
- Lai, S. and Teo, M., 2008, “Home–Biased Analysts in Emerging Markets” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(3), 685–716.
- Lin, M. and Viswanathan, S., 2016, “Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowdfunding Market” , *Management Science*, 62(5), 1393–1414.
- Lindblom, T., Mavruk, T. and Sjögren, S., 2018, “East or West, Home Is Best: The Birthplace Bias of Individual Investors” , *Journal of Banking & Finance*, 92, 323–339.
- Liu, J., Gao, S. and Zhou, J., 2019, “Clustering and Discounting in Auction–Style SEOs–Evidence from China” , *Pacific–Basin Finance Journal*, 57.
- Loughran, T., 2007, “Geographic Dissemination of Information” , *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 675–694.
- Massa, M. and Simonov, A., 2006, “Hedging, Familiarity and Portfolio Choice” , *The Review of Financial Studies*, 19(2), 633–685.
- Merton, R. C., 1987, “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information” , *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510.
- Milgrom, P. R., and Weber, R. J., 1982, “A Theory of Auctions and Competitive Bidding” , *Econometrica*, 50(5), 1089–1122.
- Morse, A. and Shive, S., 2011, “Patriotism in Your Portfolio” , *Journal of Financial Markets*, 14(2), 411–440.
- Petersen, M. A., 2009, “Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches” , *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Ritter, J. R. and Zhang, D. H., 2007, “Affiliated Mutual Funds and the Allocation of Initial Public Offerings” , *Journal of Financial Economics*, 86(2), 337–368.
- Seasholes, M. S. and Zhu, N., 2010, “Individual Investors and Local Bias” , *The Journal of Finance*, 65(5), 1987–2010.
- Solnik, B. and Zuo, L., 2012, “A Global Equilibrium Asset Pricing Model with Home Preference” , *Management*

*Science*, 58(2), 273–292.

Solnik, B. and Zuo, L., 2016, “Relative Optimism and the Home Bias Puzzle” , *Review of Finance*, 21(5), 2045–2074.

Sun, Q., Cheng, X., Gao, S., Chen, T. and Liu, J., 2023, “Sunshine–Induced Mood and SEO Pricing: Evidence from Detailed Investor Bids in SEO Auctions” , *Journal of Corporate Finance*, 80, 102411.

Tversky, A. and Kahneman, D., 1974, “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases” , *Science*, 185(4157), 1124–1131.

Van Nieuwerburgh, S. and Veldkamp, L., 2009, “Information Immobility and the Home Bias Puzzle” , *The Journal of Finance*, 64(3), 1187–1215.

Van Wincoop, E. and Warnock, F. E., 2010, “Can Trade Costs in Goods Explain Home Bias in Assets?” , *Journal of International Money and Finance*, 29(6), 1108–1123.

## **Local Bias in Auction–Based SEOs–Evidence from China**

WANG Yujia

**Abstract :** Based on a hand–collected dataset of Chinese seasoned equity offering (SEO) investor bid and allocation from 2007 to 2021, we validate the local bias in auction–based SEOs as local investors are more likely to bid and get allocated than non–local investors do. More importantly, the bid accuracy of local investors is significantly higher than non–local ones, suggesting the local bias is dominated by local information advantage. Bid accuracy advantage of local investors is more salient for SEOs with higher operation uncertainty, earnings management and lower institutional visits. Our results suggest that the restriction of ‘soft information’ cross–regional flow is important for investors’ decision making.

**Keywords :** Seasoned Equity Offerings ; Local Bias ; Bidding Behavior ; Information Advantage

**【责任编辑：余德淦】**