

非公开发行中利益侵占的国内外研究述评

陈华妹

(暨南大学管理学院 广州 510632)

【摘要】非公开发行是我国证券市场股权再融资的主要方式之一。由于我国上市公司公司治理不完善而且股权过度集中,大部分学者着重于对非公开发行中是否存在控股股东利益侵占行为进行研究。本文对国内外非公开发行利益侵占的相关文献进行梳理述评,以期抛砖引玉。

【关键词】非公开发行 控股股东 利益侵占

非公开发行是指上市公司采用非公开方式向特定对象发行股票的行为。自中国证监会于2006年5月6日公布的《上市公司证券发行管理办法》以来,非公开发行股票由于其门槛低、操作简单,逐渐成为中国上市公司股权再融资的最主要方式(吴育辉等,2010)。到目前为止,非公开发行已经有6年多了,中国学术界对股票非公开发行的研究主要集中在控股股东的利益侵占问题上。对非公开发行中利益侵占问题研究的述评却很少见。本文通过对国内外非公开发行中利益侵占相关文

献进行梳理评述,以为相关研究提供有益的启示。

一、国外私募利益侵占问题研究述评

利益侵占问题研究由来已久,其根源在于公司所有权和经营权分离产生的第二类代理问题,即大股东和中小股东之间的代理问题,该问题最早由英美等国家的研究者开始研究,进而扩展到其他的国家。Grossman和Hart(1983)认为,如果公司存在着持股比例较高的大股东,那么就会产生大股东的控制权收益。Johnson等人(2000)提出首次提出“利益侵占”一

四、启示

金融反身理论本质上是关于人类认知行为的哲学理论,在我们认识世界的过程中都可以借鉴使用,尤其对于经常处于博弈中心的金融部门而言,用处更是广泛。

1. 宏观运用。无论是影响力多么巨大的金融机构,其能力都不足以和金融市场的内在运行趋势相抗衡,只能适应或强化它,这是非常重要的一点。东南亚金融危机中亚洲各国金融主管部门的失误正在于此,量子基金和老虎基金等国际热钱在我国香港的最终惨败也是因为忽视了这一点,妄图和市场主流偏向相抗衡。我国中央银行正在进行的人民币汇率改革和资本金融项目的开放应该要牢记这个教训,随着经济环境的变化,相关配套政策必须进行不同程度的调整。同时我们也要知道,有了主流偏向并不一定意味着经济会大起大落,各博弈主体的行动方式也起着非常关键的作用,这就对金融监管提出了更高的要求。中国经济的开放进程应吸取东南亚国家的前车之鉴,根据本国国情循序渐进地改革,避免国际热钱的放大冲击效应。

2. 微观运用。根据金融反身理论,金融市场不会趋于均衡,只会大起大落,金融市场中的博弈主体也不再只是市场趋势的奴仆,他们的决策与行动决定了自己的命运,可将他们的做法简称为相机抉择。具体可以分为两种情况进行讨论,一是以散户为主要参与力量的市场,另一个是以机构投资者为主导的市场。散户为主的市场,其并不是一个成熟的市场,大型金融机构可以发挥一定程度的引导作用,但总的来说市场投

机性较强,金融机构在某种程度上也只是随波逐流而已。对于以机构为主的市场,金融机构可以充分发挥自己的实力和信息优势,进行长期战略投资。具体而言,精心选择优质投资对象,即那些众多博弈主体主流偏向都预期看好的对象,顺势而为与众多有影响力的实力机构共同合作,放大加速市场的主流变动趋势,推动市场长期相好。当然也不排除某些机构通过自身的精心包装与运作,先行激发市场的主流偏向然后加以利用。我国股票市场努力推进的大力发展机构投资者活动和股权分置改革就是按照这个思路来进行的,取得了非常好的效果,我国股市也进入了前所未有的加速发展阶段。

总之,对索罗斯金融反身理论的博弈分析启示我们,大型金融机构完全可以通过发挥自身的优势努力地去改进市场,而不是消极的适应市场,这是一种非常积极的投资观。在我国政府大力鼓励国有大中型企业走出国门进行国际投资这个背景下,我们完全可以借鉴使用这种方法,在与国外机构进行合作与竞争的同时,不断提高自身的水平,在国际金融市场占得一席之地。

主要参考文献

1. 乔治·索罗斯著.孙忠,侯纯译.金融炼金术.海口:海南出版社,1999
2. 乔治·索罗斯著.王宇译.开放社会——改革全球资本主义.北京:商务印书馆,2001
3. 白波.博弈智慧.哈尔滨:哈尔滨出版社,2008
4. 姜波克.国际金融新编.上海:复旦大学出版社,2011

词,他们认为,股权集中会造成大股东与中小股东之间的严重代理问题,大股东会利用手中的控制权,通过隧道挖掘方式从上市公司转移资源。公司治理中的主要矛盾是大股东和中小股东之间的代理问题而非管理者与股东的矛盾冲突(LaPotra, 1999; Claessens, 2002)。

私募作为公司再融资的一种重要方式,控股股东在其中起着重要的作用,因此学者们对私募的研究更多地集中在大股东的利益侵占问题上,尤其关注私募折价研究。私募发行价格相对于二级市场价格有很大的折扣,如SEC(1971)研究报告指出在美国非公开发行价格相对于发行时的市价有大约30%的折价,其后的实证研究显示美国非公开发行折价大约在11.13%~20%之间。Wruck(1989)的研究发现,私募后主要股东的所有权会增加,监督管理层的动力会因此增加,从而减轻代理问题,提升公司的价值,私募折价发行是对这些股东的补偿。但是股权的进一步集中可能会导致公司财富的转移,小股东的权益可能会受到侵害。Baek等(2006)使用韩国集团公司的数据,发现韩国集团公司私募定价明显有利于控股股东。研究还发现,当集团公司向同一集团内的成员公司溢价私募时,公告效应显著地高于其他类型的公司(高出8.8%);而当集团公司向同一集团内的成员公司折价发行时,公告效应显著低于其他类型的公司(低于5.8%)。这些证据表明韩国集团在私募时通过向控股股东高折价增发进行利益输送。

此外,研究者还发现私募中大股东通过和管理者的合谋来实现对中小股东的利益侵占。Barclay等(2007)研究了美国1979~1997年594家私募公司的折扣,发现样本公司平均存在着18.7%的折扣。他们把发行对象根据发行后参与管理的状况分为三类,即积极参加管理投资者、一般参与管理投资者和被动参与管理的投资者。结果发现第三种投资者获得的价格折扣最大。因此,作者提出了管理防御假说,即管理层主要将公司的股票非公开发行给那些消极的投资者,这些投资者在购买公司股票后,不会参与或监督管理行为,从而管理层可以达到控制公司的目的。私募折价是管理层对这些消极投资者事先的补偿。Bany等(2011)通过对朗讯科技公司的私募案例分析发现,大股东和管理者合谋通过低定价贱卖了公司资产,获取了控制权收益,损害了中小股东的利益。

二、国内非公开发行中利益侵占现象研究述评

我国非公开发行的对象大部分是大股东和机构投资者,在我国上市公司的股权集中和公司治理的不完善的制度背景下,我国上市公司的非公开发行新股成为了受大股东控制的一次融资行为(章卫东,2010)。因此,相比于国外的研究,我国学者对非公开发行中利益输送问题进行了较为广泛和深入的研究。

他们普遍发现中国非公开发行存在着较大的折扣,非公开发行折价在一定程度上代表了大股东对中小股东的利益侵占。进一步地,学者们发现,为了在非公开发行中获取控制权收益,大股东们往往会通过发行时机选择和盈余管理等方式来降低发行价格,甚至还会往公司注入不良资产。

1. 发行时机选择。非公开发行的发行价格和购买方的利

益密切相关,为了获得更大的利益,作为重要增发对象的大股东会想方设法降低发行价格,而选择有利的定价基准日和发行时机就是其中很好的手段。根据《上市公司证券发行管理办法》,股票非公开发行价格不能低于定价基准日前20个交易日公司股票的90%,但是对于定价基准日并没有做出明确的界定。这就为大股东提供了寻租的空间,他们可以根据股价的表现选择将定价基准日定为董事会决议日,也可以定为股东大会决议日或者是发行首日。此外,大股东还会根据股票市场的牛熊市来选择能够实现利益输送的有利时机来进行非公开发行。

黄建中(2007)通过对2006年驰宏锌锗非公开发行案例研究发现,该公司通过超期停牌使得大股东获得较低的发行定价,严重地损害了中小股东的利益。

彭韶兵、赵根(2009)使用2006~2007年的非公开发行样本,证明了非公开发行存在着低价发行偏好,而且存在着发行时机的选择,60%以上的公司都选择股票收益率低于行业平均股票收益率的时机作为基准价格时机,这种低价发行偏好侵害了中小股东的利益。

吴育辉等(2010)以2006~2009年305家实施非公开发行的上市公司为样本,首次系统地研究控股股东对上市公司非公开发行的时机选择与停牌操控行为及其对增发价格的影响。研究发现,控股股东在非公开发行前通过时机选择和停牌操控来锁定较低的增发价格,即非公开发行过程中存在着控股股东掏空行为。

孙贺捷和黄建川(2012)研究牛熊市时期非公开发行折价,发现大股东往往会利用投资者在牛市行情中的非理性情绪以较低的价格进行增发,获得较高的折扣,从而更为顺利地实现公司利益从中小股东向自身转移。

2. 盈余管理。中国学术界的学者们发现,盈余管理是大股东在非公开发行中进行股价操纵的一种常用方法。大股东可以通过非公开发行前的向下盈余管理来向市场传递公司业绩较差的信息,降低公司股票的增发价格,或者在发行后通过向上的盈余管理来粉饰业绩。

郑琦(2009)研究发现,当公司仅向大股东定向发行时,在增发后表现了较强的盈余管理,原因是很大一部分大股东使用资产注入方式认购公司发行股份,公司为了保证所购买资产的实际盈利与预测相符而操纵利润。

王茂超和干胜道(2010)研究1998~2008年间增发过新股的中国沪深两市A股上市公司在增发时是否存在盈余管理现象,结果表明中国上市公司在非公开发行新股的前三年及增发当年都存在显著的向下盈余管理,实现了对中小股东的利益侵占。

章卫东(2010)发现中国上市公司向控股股东及其子公司非公开发行新股时,进行了负的盈余管理,并且盈余管理的程度与第一大股东的持股比例成正比,这说明中国上市公司在非公开发行新股的过程中,公司有进行盈余管理向控股股东进行利益输送的动机。

章卫东等(2011)选用2006~2010年非公开发行A股上市

公司样本数据实证检验出中国上市公司在认购的非公开发行新股股份解锁前存在正的盈余管理现象,但是上市公司在不同类型投资者实际减持前所进行的盈余管理程度存在着差异;在关联股东实际减持认购的股份前,上市公司进行正向盈余管理的程度更高,并且关联股东的减持比例与上市公司盈余管理存在显著的正相关关系,表明上市公司利用盈余管理向关联股东在实际减持中进行利益输送的程度更高。

李升高(2011)实证研究发现为了获取私人收益,大股东在非公开发行前有进行盈余管理的动机,当上市公司向其控股股东及其子公司非公开发行新股收购控股股东及其子公司的资产时,进行负的盈余管理,并且大股东持股比例与上市公司非公开发行新股前的盈余管理程度正相关。

王艳(2011)以2006~2007年间A股已实施过非公开发行的上市公司为样本进行了实证分析,结果发现我国上市公司非公开发行过程中存在明显的盈余管理行为,且大股东持股比例越高,盈余管理程度越高,并且第2~5大股东持股比例之和与增发过程中的盈余管理程度不显著负相关,即大股东受到的监管约束较少。

李丰也和孙丹(2012)进一步研究发现机构投资者能够识别公司的盈余管理并且对非公开发行公司的盈余管理有抑制作用。他们发现,机构投资者持股水平与盈余管理水平显著负相关,并且压力抑制型机构投资者能够更好地抑制盈余管理水平。

3. 资产注入。大股东可以以资产注入的方式来认购公司的非公开发行股票。由于非公开发行股票购买资产方案主要是由大股东提出来的,大股东拥有信息优势和控制权优势,所以在资产注入的情况下,大股东侵占公司利益的渠道也就更加隐秘。他可以通过提高资产评估价格或者注入不良资产而不是打压发行价格的方式来实现利益侵占。

黄建欢和尹筑嘉(2008)从大股东资产注入的角度来研究非公开发行中的利益输送问题,研究结果表明样本公司的非公开发行和资产注入过程中,发行价普遍低于每股内在价值,大股东很可能侵占了小股东的利益。注入样本公司的资产是否为优质资产仍有待观察。

章卫东和李海川(2010)把注入资产分为相关资产和无关资产,发现注入相关资产时,投资者获得的长期持有超额收益率显著高于注入无关资产。

唐洋和孙文(2012)检验了我国上市公司非公开发行过程中大股东的不同认购方式与公司绩效的关系,发现大股东以资产认购股份与公司绩效呈负相关,资产注入的评估增值率与公司绩效呈明显的负相关。

三、研究的不足之处

首先,纵览中国非公开发行利益输送问题实证文献,可以发现这些研究基本上都存在着一个重要问题,即使用Barclay等(2006)的折价水平作为利益输送的替代变量,这种做法存在着致命的缺陷,导致了研究结果失去了意义。其原因在于,我国的制度背景与国外不同,西方国家证券发行实行的是注册制,私募发行的周期往往比较短。而我国实行的是核准制,

发行人必须符合法定发行条件并严格遵守信息披露义务,经证券监管机关审核确认后方可发行证券,非公开发行周期长,其间公司二级市场股票价格难免大幅波动,实际增发时二级市场的股票价格已严重脱离预案公布时的股票价格。尤其是2006年5月6日公布《上市公司证券发行管理办法》,使得我国非公开发行步入新的阶段,数据具有可获得性,而2006年到2007年10月我国股票市场经历了大牛市。在这个期间计算出来的增加折价势必会很大,这并不能代表存在着利益输送。必须剔除二级股票市场的波动,增发价格才能较好地代表利益输送的程度。

而且,由于我国《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第25号——上市公司非公开发行股票预案与发行情况说明书》规定,参与非公开发行的原有股东所购买的股票锁定期为36个月,而其他的购买者的为12个月,这就造成两种购买者股票流动性不同,根据流动性假设,大股东应该获得更大的增发折价才是合理的,然而这些研究文献都没有剔除该因素的影响。

其次,目前对非公开发行中利益输送的研究主要是着眼于发行折价研究,事实上利益输送的手段除了能看得见的外,更多的是隐秘的,譬如大股东注入的是优质资产吗?注入的资产价格公允吗?学者们对这些问题的研究很少涉及。

再次,对于非公开发行中大股东的利益侵占行为,参与增发的机构投资者和公司的中小股东是否能够识别并且做出反应呢?笔者通过对非公开发行相关文献的阅读发现,目前几乎没有学者对这个问题进行系统深入的研究。

主要参考文献

1. 章卫东,邹斌,廖义刚.非公开发行股份解锁后机构投资者减持行为与盈余管理——来自我国上市公司非公开发行新股解锁的经验数据.会计研究,2011;12
2. 章卫东.非公开发行新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验数据.管理世界,2010;1
3. 吴育辉,魏志华,吴世农.非公开发行的时机选择、停牌操控与控股股东掏空.第五届(2010)中国管理学年会——公司治理分会场论文集,2010
4. 徐寿福.大股东认购与非公开发行折价——来自中国市场的证据.经济管理,2009;9
5. 张鸣,郭思永.大股东控制下的非公开发行和财富转移.会计研究,2009;5
6. 何贤杰,朱红军.利益输送、信息不对称与非公开发行折价.中国会计评论,2008;9
7. 唐清泉,罗党论,王莉.大股东的隧道挖掘与制衡力量.中国会计评论,2005;6
8. Karen Hopper Wruack. Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings. Journal of Financial economics, 1989;23
9. Barclay, Michael J, Clifford G. Holdrness, Denis P. Sheehan. Private placement and managerial entrenchment. Journal of corporate finance, 2007;13