

# 定向增发中财富转移问题研究评述

蒋雪琴

(华南理工大学工商管理学院, 广州 510641)

**【摘要】** 本文对定向增发中财富转移问题的研究进行了回顾与评述。通过文献分析发现,总体上看,国外在定向增发过程中确实存在大股东利用其控制权优势或者信息不对称优势进行财富转移,而针对是否利用盈余管理进行财富转移的看法尚未达成一致。国内方面,针对大股东财富转移的研究比较丰富,转移方式主要有高折价率、资产注入、盈余管理、现金分红、减持套利及资金占用等。本文按不同方式对大股东财富转移问题进行了分析与综述。在此基础上提出研究展望,认为尝试从宏观层面研究财富转移问题,以及考虑大数据研究,会使相关结论更稳健可靠。

**【关键词】** 定向增发; 财富转移; 利益输送; 研究评述

## 一、引言

自2006年5月定向增发作为我国股权再融资的法定方式之后,定向增发在我国资本上的运作可谓是风生水起,无论是融资案例数还是融资规模,都达到了历史空前,成为我国上市公司股权再融资最主流的方式之一。学术界对此也给予了高度关注,自2007年始以章卫东等为首,正式掀起了对定向增发的研究热潮。

学者们发现,我国上市公司的定向增发往往是大股东主导下的定向增发,大股东因其控制地位和机会主义行为,加之定向增发在我国的固有特性(如认购对象的限定、定价基准日及支付对价多样化等),使得大股东有能力有动机对定向增发过程实施干扰,进而影响增发事件朝着有利于自身的方向发展,其最终目的是实现上市公司财富向大股东转移,侵害中小股东权益。

现有主流学术研究也表明,定向增发过程中的财富转移问题日益严重,如黄建中(2006)、朱红军等(2008)、王翠和贺柳(2009)、何丽梅(2010)均认为定向增发成为新时期大股东从上市公司转移财富的一种更为隐蔽的工具;戴欣苗(2009)认为定向增发实际上是大股东和机构投资者以低成本获取股权、为以后股权流通上市赚取收益而制造的类股权分置机会;郭思永(2013)则认为定向增发是一种歧视性的融资交易行为,稀释了上市公司中小股东权益,侵害了公众投资者利益。

本文主要以定向增发中的财富转移问题为视角对相关文献进行梳理,总结并评述了在我国定向增发市场中存在的三种主要财富转移途径:折价率与财富转移、资产注入与财富转移、盈余管理与财富转移。

财富转移,本文对其定义为上市公司大股东为了自身利益,通过各种合法或非法的手段将企业的资产和利

润转移出去,其实质是对中小股东或外部人利益的侵占,并且不区别使用“财富转移”、“隧道行为”、“利益输送”、“掏空”等,认为它们都是对Johnson et al. (2000)的“Tunneling”行为的不同翻译结果。

## 二、国外的相关研究

国外学者发现,上市公司控制性大股东确实存在利用定向增发向自身输送利益,侵占中小股东财富的嫌疑。部分学者从控制权角度研究定向增发财富转移问题。Wruck(1989)认为公司大股东参与定向增发认购后可能导致股权进一步集中,从而导致公司财富的转移,致使中小股东权益受到侵害。Cronqvist和Nilsson(2005)发现家族类上市公司往往倾向于向控制家族实施定向增发新股,以防范家族控股权被稀释,进而维护和巩固控股股东的控股权利益。Wruck(1989)和Cronqvist、Nilsson(2005)分别针对美国市场和瑞典市场的研究结论都支持了大股东转移财富的观点。

同样,Bæk等(2006)也发现了韩国市场上的大股东财富转移行为,只是他们的研究视角有所不同,是从定向增发折价方面来研究财富转移的。他们指出,在韩国之所以实施定向增发,其真正动机在于大股东财富转移。通过对大股东以高折价率的价格发行以及利用注入资产的不合理定价虚增注入资产价值等方式转移中小股东利益。

针对公司定向增发前盈余管理的研究对大股东的财富转移行为的支持证据不足,或证或否。Aharony和Lin(1993)认为企业为了扩大资金筹集量,往往通过盈余管理进行包装;Dechow和Sloan(1996)则从融资成本角度指出,公司将保守地报告盈余以获得市场经济反应,从而以较低成本获得资金;Chen等(2008)发现在宣告增发前的一个季度内,公司会进行正向盈余管理;Kooli(2009)发现

盈余管理现象越严重的定向增发公司,其长期绩效表现越差。

而无论管理者选择何时以何种方式进行盈余管理,都是对中小投资者利益的侵害。**Shivakumar(2000)**虽然认为定向增发存在盈余管理,但他否认大股东利用盈余管理进行财富转移的机会主义行为,因为即使事前没有进行盈余管理,也可能遭受公告股价下跌的风险。他认为投资者能识别增发前的盈余管理,并通过打折股价消除了盈余管理的影响。盈余管理与投资者打折股价是独特的囚徒困境的纳什均衡。而**Chen等(2002)**、**Chou等(2006)**对定向增发新股的研究结果并没有发现上市公司在定向增发新股附近时点存在盈余管理的证据。

### 三、国内的相关研究

#### (一)折价率与财富转移

国内学者对定向增发低发行价、高折价率与大股东财富转移研究较多,大多认为定向增发过程中,大股东通过自身行为可以影响定向增发方案的制定与实施,进而影响发行价格以及折价率。通过低发行价以及高折价率,大股东可以相同的资源换取更多的股份,实现定向增发公司对大股东的财富转移。

**彭韶兵和赵根(2009)**、**王秀丽和马文颖(2011)**都认为中国上市公司定向增发普遍具有低价发行的偏好,这些上市公司会采用各种手段措施让股价达到一个不合理的低位以达到低价认购新股、向大股东及关联方输送利益的目的。**吴辉(2009)**却发现并非所有的上市公司的定向增发都倾向于低价发行,他认为新股的发行定价与投资者身份相关。仅向关联性股东的定向增发有压低增发价格向大股东输送利益的迹象,而非关联股东的增发却没有发现利益输送现象。**郑琦(2008)**也发现投资者身份对增发价格有重要影响。完全向大股东进行定向增发的发行价格最低,机构投资者的参与却显著提高了发行价格。因此,在只有大股东参加定向增发时,上市公司可能会制定不合适的发行价格向大股东转移财富,而机构投资者的参与使定向增发过程更加市场化,在一定程度上遏制了大股东的财富转移行为。

除了针对大股东低价发行外,不少学者也关注到了折价率对财富转移的影响。**徐寿福(2009)**、**王志强等(2010)**发现大股东的参与会显著影响定向增发折扣率,且定向增发折扣率与大股东认购比例正相关,与大股东认购比例和其原有持股比例之差显著正相关(**徐寿福,2009**; **何丽梅,2010**)。定向增发的折价水平、大股东认购定向增发新股的比例以及大股东认购比例和原持股比例之差共同决定了大股东能否从上市公司转移财富以及转移多少财富(**张鸣和郭思永,2009**; **何贤杰和朱红军,2009**)。

**何丽梅(2010)**及**章卫东、李德忠(2008)**都研究了投资者身份对财富转移的影响,但并未取得一致的结论。何丽

**梅(2010)**认为对关联股东的折价率显著高于非关联股东,关联股东通过高折价率转移财富与关联股东组认购比例、关联股东组认购比例与原持股比例之差显著正相关。**章卫东和李德忠(2008)**却发现向关联股东增发时折价率较低,但低折价率却能获得较高的超额回报率,从而实现财富转移。两位学者对结论不一样的解释分别采用了不同的理论。**何丽梅**认为是控制权理论下大股东营私,利用自身控制权优势影响发行价格,而**章卫东和李德忠**则是从信息不对称角度和信号传递角度对此进行了解释,即控股股东及关联方更了解公司的好项目,也就愿意以更高的价格认购股份。控股股东的参与,会给市场传递积极信号,从而带来更高的市场反应。

此外,部分学者的研究成果也值得关注。**黄建中(2006)**提出“九折失灵”原则,认为由于我国大多数上市公司存在一股独大问题,董事会可能利用增发定价的决定权与发行对象的选择权寻租,在定向增发过程中向关联方进行利益输送。此外,特殊的定向增发制度安排容易引发股价操纵或变相操纵,相关利益输送的行为,控股股东通过长期恶意停牌,变相操纵股价进而压低定向增发价格,侵害中小股东利益。**汪宜霞等(2009)**从实际折扣率与名义折扣率的差异角度来检验定向增发过程中的大股东财富转移行为。研究发现,实际折扣率和名义折扣率之间存在较大差异,且有关联方参与的定向增发中,二者之间的差异更大。结果表明,上市公司有可能通过定向增发折扣价格向关联投资者进行利益输送。**姜来等(2010)**认为定向增发高折价水平并非是对大股东进行财富转移,而是对大股东支持上市公司行为的一种补偿。

#### (二)资产注入与财富转移

资产注入是大股东以非现金资产认购股份比较热衷的一种方式,通过资产注入,大股东与定向增发公司业务相分离,可以减少日后大股东与定向增发公司间的关联交易,同时也可使定向增发公司迅速壮大并提升生产能力,增加定向增发公司价值(**章卫东,2010**)。此外,**黄建欢和尹嘉筑(2008)**均认为大股东以资产注入方式认购定向增发股份,一方面可以增加其对上市公司的控制权,另一方面大股东可以快速实现“资产证券化”。但也有学者研究发现,事实并非如此,资产注入演变成为大股东掠夺上市公司利益的新手段。大股东为了私利,往往注入劣质资产或者虚增注入资产价值,以换取更多股份,实现对上市公司的财富转移。

**王明旭(2006)**指出,上市公司的定向增发资产注入过程中,控股大股东有强烈动机通过虚增注入资产价值,甚或将优质资产“偷梁换柱”,达到利益输送的目的。**黄建欢、尹嘉筑(2008)**也发现定向增发和资产注入过程中,注入资产的价格偏高、新股的发行价往往偏低,中小股东利益严重受侵。**朱红军等(2008)**通过驰宏锌锗的案例分

得出结论,母公司会采用注入劣质资产的方式认购定向增发新股,同时还要提高资产的估值以及压低新股的认购价,这是一种对中小股东的侵权行为。

彭忠波(2007)、尹嘉筑等(2009)认为大股东资产注入形式认购新股的行为事实上构成了一种“双重的关联交易”。大股东认购过程中,新股发行价普遍偏低,注入资产大多为劣质资产且资产作价普遍过高。大股东通过资产注入严重侵害了中小股东利益,并顺利实现了对自身的财富转移。

张祥建和郭岚(2008)通过数理模型分析得出控股股东利用其控制权地位及虚增注入资产价值,侵占中小股东财富;且注入资产价值虚增程度越大,中小股东的财富损失越大,控股股东获得的收益越大;注入资产虚增价值为控股大股东带来的边际收益远远大于社会总财富的边际收益。章卫东和李海川(2010)比较了业务相关资产注入类定向增发与业务不相关资产注入类定向增发的宣告效应,结果发现并无明显差异。由此他们指出控股股东可能通过向上市公司注入劣质资产来达到利益输送的目的。严淑姬(2012)发现注入资产的较长期收益率是普遍下降的,足以说明大股东注入的并非是优质资产;资产评估增值率普遍高于行业平均水平,大股东可以同样的资产换取到更多的股份,在定向增发过程中,大股东确实存在机会主义行为,实现了利益输出。

但少数学者尚未发现大股东利用资产注入转移上市公司财富,如邵勇和李季刚(2012)对国有背景的上市公司资产注入和项目融资后其成长性研究发现,二者并没有显著差别。由此他们认为资产注入可能是政府出于国有资产重组的需要而进行的一种行政行为,而并非是大股东“掏空”上市公司的手段。吴辉(2009)的研究也未发现关联性股东通过定向增发向上市公司注入劣质资产进行财富转移的征兆。周鹏(2009)通过对定向增发后上市公司半年长期累计超额收益的实证研究发现,无论定向增发中是否有大股东参与,上市公司定向增发后的长期超额收益率都显著为正,据此他否认了我国证券市场定向增发主要是基于利益输送的考虑。

### (三) 盈余管理与财富转移

定向增发价格的制定最根本是依据股票的内在价值,而定向增发前公司的盈余状况是影响股票内在价值的核心因素。大股东自利,有动机有能力对定向增发前公司的盈余状况进行管理,影响内在价值的测算,从而使股票增发价格处在有利价位。

朱红军等(2008)认为驰宏锌锗定向增发案例中,大股东从上市公司进行财富转移的途径之一就是盈余管理。通过事先负向的盈余管理,使增发价格处在低位,为大股东节约了认购成本,进而间接实现了上市公司对大股东的利益输送,同时也严重损害了其他中小股东的利

益。王茂超、干胜道(2009)对定向增发的盈余管理动机进行了实证研究,其研究表明,上市公司在定向增发新股的前三年及增发当年,会通过将利润调低进行盈余管理。李文兴和张梦媛(2012)对2011年北京银行定向增发案例进行分析发现,北京银行在定向增发前存在严重的盈余管理行为。通过盈余管理,北京银行实现了定向增发前的利润“隐藏”和定向增发后的利润“释放”,大股东通过认购前后赚取差价实现了财富转移。章卫东(2013)对比了公开增发与定向增发前的盈余管理问题,发现两种增发前都存在盈余管理现象,但公开增发新股前进行的是正的盈余管理,而定向增发新股前进行盈余管理的方式与定向增发新股的类型有关;当面向关联股东增发时进行负的盈余管理,以使关联股东节约认购成本;当面向其他机构投资者定向增发时,进行正的盈余管理,以便募集到更多资金。此外,潘立生和余珊珊(2013)在研究有大股东参与认购的定向增发时发现,增发前公司的净资产收益率越高,定向增发的折价程度越大,大股东进行利益输送越明显。但其对大股东利益输送的证据并不详实,只是提供了一种可能的解释。

上市公司定向增发前存在盈余管理问题,那么定向增发后公司是否还进行盈余管理呢?章卫东等(2011)发现:股票解禁前仍然存在盈余管理现象,且为正向;关联股东减持前,公司正向盈余管理程度更高,且减持比例与盈余管理显著正相关。如此均表明上市公司利用盈余管理向关联股东在减持环节输送更多的利益。

### (四) 现金分红与财富转移

何贤杰等(2008)、吴辉(2009)、赵玉芳等(2011)都观察到了现金分红与大股东财富转移的问题。何贤杰等(2008)在分析驰宏锌锗案例时发现定向增发后的高额现金分红实际上是股东的套现行为。吴辉(2009)发现有极少数上市公司在定向增发当年进行了现金分红,存在通过现金分红向大股东输送利益的迹象。赵玉芳等(2011)第一次深入研究了上市公司实施定向增发后的现金分红行为,认为现金分红是大股东进行财富转移的重要手段。结果发现,大股东具有在定向增发后选择利用现金分红方式进行利益输送的显著行为倾向,实施了定向增发的上市公司倾向于在增发后派发更多的现金股利;有大股东参与定向增发的上市公司在增发后派发的现金股利更多。孙胜琳和郭文颖(2010)发现以整体上市为目的的定向增发完成后,大股东有强烈的套现动机。等不及3年锁定期满,为了规避股价波动的市场不确定性,往往采取让上市公司分红的方式提前回收股本,从而实现其利益输送的目的。

### (五) 定向增发财富转移的其他相关研究

1. 减持套利与财富转移。熊剑和陈卓(2011)基于大股东进行利益输送的动机从减持套利的视角对定向增发

折价进行了研究。其认为在利益输送动机的驱使下,大股东往往会在利用定向增发低价增持公司股份后,倾向于在二级市场上高价减持套利,且大股东减持套利的程度越高,则定向增发折价越高。该文给后续研究者对定向增发折价提供了新的研究视角。谢琳和余小明(2009)认为定向增发与股改解禁相结合成为大股东利益侵占的新方式。其通过比较定向增发与普通增发发现定向增发的内幕交易普遍高于普通增发。陈建军(2007)对吉恩镇业的案例分析发现,原有投资者可以采用买新卖旧的方式进行套现,这样可以规避定向增发新股限售期的流通限制,但是这种套现的行为实质上侵害了广大中小股东的利益。陈亮(2008)通过研究定向增发的问题,发现在发行的过程中控股股东存在着比较严重的套利行为,比如在认购新股前减持股份,这样一方面可以起到打压股价的作用,另一方面在认购新股后,可以补足原有股份实现套现。但这也让原有股东的权益被稀释。

**2. 资金占用与利益输送。**赵玉芳等(2012)实证发现大股东参与定向增发加重了增发后大股东对公司的资金占用,大股东参与定向增发后公司资金占用的增长率每年都显著增加,如此种种表明大股东利用定向增发进行财富转移问题,不容小觑。

而另外两位学者却否认了大股东利用定向增发进行利益输送的行为。俞军和曹家和(2012)发现所有样本上市公司定向增发折扣率均值与初始5家上市公司折扣率均值仅相差2.49%,其运用行为心理学理论中的锚定效应对此进行了解释,认为定向增发定价折扣主要受到锚定效应的影响,而与大股东的利益输送行为无关。刘宇(2006)通过定向增发财富转移模型推导后发现,定向增发在一定程度上使非流通股股东利益受损,而流通股股东利益受损的情况有所改善,大股东认购定向增发新股的比例关系着非流通股股东、原流通股股东和新流通股股东之间的利益博弈和平衡。

#### 四、定向增发与财富转移研究评述

国内方面,我国定向增发的特性给大股东进行财富转移创造了条件。大部分学术成果发现大股东主导下的定向增发,在整个实施流程中存在财富转移的现象并且情况严重,在很大程度上侵害了中小股东的利益,定向增发俨然成为新时期大股东从上市公司转移财富的新手段。定向增发背景下大股东转移财富的方式有高折价率、资产注入、盈余管理、现金分红、减持套利、资金占用等。

国内学者对定向增发的定价、折价率与大股东财富转移研究较多,大多认为定向增发过程中,大股东通过自身行为可以影响定向增发方案的制定与实施,进而影响发行价格以及折价率。通过低发行价以及高折价率,大股东可以用相同的资源换购更多的股份,实现定向增发公司对大股东的财富转移。但姜来等(2010)认为我国定向

增发高折价率原因在于我国特殊的定向增发制度及大股东借助定向增发方式对上市公司进行“支持”的行为,定向增发折价在一定程度上是对大股东支持上市公司行为的一种补偿。

资产注入是近来大股东比较热衷的一种方式,并逐渐演变成为大股东掠夺上市公司利益的新手段。大股东为了私利,往往注入劣质资产或者虚增注入资产价值,换取更多股份,实现对上市公司的财富转移。但少数学者尚未发现大股东利用资产注入转移上市公司财富,如邵勇和李季刚(2012)认为不存在大股东对上市公司“掏空”的可能性,资产注入可能是政府出于国有资产重组的需要而进行的一种行政行为。吴辉(2009)的研究也未发现关联性股东通过定向增发向上市公司注入劣质资产进行财富转移的征兆。

盈余状况是影响股票内在价值的核心因素。大股东自利,有动机有能力对定向增发前公司的盈余状况进行管理,影响内在价值的测算,从而使股票增发价格处在有利价位。国内学者不仅对定向增发前盈余管理的存在性进行了验证,而且细化了针对不同发行对象而事先进行不同方向盈余管理的研究。学者一致认为大股东有利用盈余管理进行财富转移的问题。但是在实证研究过程中,关于盈余管理程度的衡量指标有待斟酌。

目前对于盈余管理程度的衡量,多采用非正常利润,即实际利润扣减应计利润后的差额,这个差额本身是一个绝对数,没有考虑公司规模的影响,基于此,用非正常利润与实际利润的比值(相对数)来衡量盈余管理程度可能更有意义。此外,部分学者还关注了定向增发过程中,大股东利用现金分红转移财富、利用股份减持转移财富、利用资金占用转移财富等现象。虽然研究成果不多,但也算是推陈出新,为后续者研究定向增发过程中的财富转移提供了新的视角。

综观当前的研究,均是微观层面研究,尚未有人关注到宏观投资环境对大股东财富转移的影响,未来可加强宏观层面的相关研究,比如市场环境、财政政策、税收政策等对大股东财富转移是否有影响?如何影响?另外随着时间的后移,定向增发案例越来越多,研究样本也将突破以往的限制,未来可以尝试大样本研究,以使研究结论更稳健与可靠。

#### 主要参考文献

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).

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).

章卫东,李海川.定向增发新股、资产注入类型与上市公司绩效的关系——来自中国证券市场的经验证据[J].会计研究,2010(3).