

后股权分置时代定向增发折价实证分析

● 黄育明 沈维涛

摘要:文章通过多元回归分析方法,以2007至2009年定向增发的上市公司为样本,选取分析了股权分置改革后我国上市公司的定向增发折价及其影响因素,实证结论显示:当企业仅面向第一大股东增发且支付方式采用现金时,采用现金支付方式会增强仅面向第一大股东定向增发对定向增发折价的正效应。当定向增发仅面向第一大股东时,在定向增发过程中第一大股东增持比例越大时,会增强仅面向第一大股东定向增发对定向增发折价的正效应。

关键词:后股权分置 定向增发 折价

一、引言

股权分置改革后,上市公司并购活动依赖的制度基础和市场环境发生了巨大的变化,并购活动特征也随之发生一系列重要变化。前文研究中我们发现,股权分置改革后并购活动的关联属性、并购公司第一大股东持股比例与侵占中小股东利益之间均未发现显著相关关系,一方面说明股权分置改革使得大股东利用关联并购“掏空”上市公司的行为受到了抑制,另一方面,也可能是利益输送动机和行为更加隐蔽,如前文提及的关联方用创新并购手段(定向增发)进行利益输送的案例。因此,本文在理论分析基础上,进一步对股权分置改革后定向增发行为进行具体研究和分析。

二、理论分析与研究假设

我国A股市场上第一例定向增发是1998年的巴士股份^①,之后进行定向增发的公司很少。2006年5月证监会发布了《上市公司证券发行管理办法》,并在办法中将定向增发正式明确为上市公司再融资的选择手段之一,之后定向增发开始在国内被上市公司广泛采用;随着股票逐渐全流通,属于非公开发行方式之一的定向增发,成为了并购重组方式的主流选择之一。2007年~2009年,分别有135家、102家和111家上市公司成功进行了定向增发,分别占当年上市公司总数的10.6%、7.6%和7.7%。

定向增发之所以受到投资者、证券监管部门和上市公司青睐,原因包括以下几项:一是监管要求相对较低,主要表现为监管部门要求的审核程序相对简单,对信息披露要求、发行成本和发行人资格要求相对较低^②;二是为大股东支持上市公司提供手段,主要表现为大股东通过定向增发将优质资产注入上市公司,有助于增强上市公司持续经营盈利能力,同时减少重新投资时间;三是大股东通过定向增发实现整体上市时,有利于减少未来的关联交易增强上市公司独立性;四是根据《上市公司证券发行管理办法》规定,定向增发完成3年后大股东持有的股权方可流通,这也有助于督促大股东在定向增发中向上市公司注入资产时需要谨慎考虑对上市公司持续盈利能力的影响等。

但另一方面,从本质上说,大股东通过定向增发将资产注入上市公司行为,本身就是一次较大规模的关联方之间的关联交易。在我国目前“一股独大”特征仍较普遍背景下,大股东能够有效控制定向增发价格(折价)的制定和增发时机的选择,沈艺峰等(2004)研究指出在投资者保护环境较差、股权仍较集中的情形下,定向增发仍可能成为股权分置改革后控股股东侵占其他股东利益的新方式。其中最常见利益侵害手段是定向增发折价,由于控股股东或关联方较其他投资者更有可能左右增发价格,定向增发时如果此类关联方认购的增发股份份额越多,其通过压低发行价格以获取私益的动机越强烈。因此,本文假设如下:

H1:股权分置改革后,定向增发的折价水平与是否向大股东定向增发显著正相关;

H2:股权分置改革后,定向增发的折价水平与大股东财富转移程度(定向增发认购比例和增发前持股比例之差)显著正相关。

三、研究设计

1. 数据来源和样本选择。

(1) 样本期。2007年~2009年上市公司定向增发样本。

(2) 数据来源。CSMAR系列研究数据库系统上市公司公告。

(3) 样本选择。①剔除金融行业的定向增发样本。②剔除ST类公司定向增发样本;剔除事件期被ST或ST*公司定向增发样本。③剔除定向增发宣告期间有重大事件(指在此期间无股东大会、董事会公告,也无年报的披露、分红方案的披露、长期停牌等/收购兼并、配股、发行可转换债、公开增发新股等)发生样本。④剔除定向增发两次以上(含两次)样本。⑤剔除公告中披露不清的样本。⑥剔除无法获得公司财务数据或金融交易数据样本,剔除个别极端值样本。

部分数据来自CSMAR,部分从公司发布的“非公开发行股票情况及上市公告书”中获取。根据上述筛选标准,共获得2007年~2009年上市公司定向增发样本共165个。

2. 变量选择与测量。

本节研究的被解释变量是定向增发折价(Discount),指定向增发价格相对于公告日前一日收盘价的折扣,等于(公告日前一日收盘价Pb-增发价格Pa)/公告日前一日收盘价Pb。公告日为上市公司定向增发上市公告发表日。

解释变量包括:是否仅面向大股东增发(SH1),该变量为虚拟变量,定向增发仅面向大股东时为1,否则为0;是否面向大股东和其他投资者增发SH2,该变量为虚拟变量,对象为大股东和其他投资者时为1,否则为0;是否仅面向其他投资者增发SH3,该变量为虚拟变量,对象为其他投资者时为1,否则为0;财富转移程度Transf1,指仅向第一大股东定向增发时,第一大股东在定向增发中的认购占比减去第一大股东在上市公司定向增发前的持股占比,该变量用来衡量定向增发导致的财富(过度折价)向大股东转移程度;财富转移程度Transf2,该变量为虚拟变量,指定向增发只面向第一大股东时,当第一大股东认购定向增发发行股份比例减去第一大股东定向增发前持股比例大于等于0时为1,否则为0。

此处的财富转移程度(Transf),系参考张鸣、郭思永(2009)做法,将变量定义为,第一大股东在定向增发中的认购占比减去第一大股东在上市公司定向增发前的持股占比。该变量的经济含义为,定向增发折价发行时,如果增发产生了1元过度折价(也就是定向增发活动从上市公司原有股东转移出了1元的财富),此时大股东以新股东身份从中获得β元,以原有股东身份损失了α元,即可计算出大股东通过该次定向增发获得的直接收益额为(β-α)。

本节研究还控制了其他变量,包括:定向增发支付方

式(Cash)、增发规模(Scale)、并购前业绩(Roe)、托宾Q(Tobinq)、公司规模(Size)、资产负债率(Lev)。

本节研究变量的具体定义,请见表1。

3. 研究模型。

首先,对最终筛选出的定向增发样本进行描述性统计分析,其次对定向增发折价进行参数检验中的单一样本均值T检验和非参数检验中的威尔克森(Wilcoxon)秩检验,最后构建定向增发折价影响因素的多元回归分析模型进行回归分析。

其中,对属于面向大股东定向增发的定向增发样本,进一步分别做了仅面向第一大股东定向增发与是否进行现金支付、财富向大股东转移程度的交乘项回归,检验当仅面向第一大股东定向增发时,采用不同支付方式和不同财富转移程度对定向增发折价的影响。

为研究定向增发增价的影响因素,本文构建了以下多元回归分析模型:

$$Discount = \beta_0 + \beta_1 * SH1 + \beta_2 * SH2 + \beta_3 * Scale + \beta_4 * Roe + \beta_5 * Tobinq + \beta_6 * Size + \beta_7 * Lev + \epsilon$$

为进一步研究当定向增发是向第一大股东定向增发时,增发支付方式和财富转移程度对向第一大股东定向增发的交互效应,本文构建了以下模型:

$$Discount = \beta_0 + \beta_1 * SH1 + \beta_2 * SH1 * Cash + \beta_3 * SH1 * Transf1 + \beta_4 * SH2 + \beta_5 * Scale + \beta_6 * Roe + \beta_7 * Tobinq + \beta_8 * Size + \beta_9 * Lev + \epsilon$$

$$Discount = \beta_0 + \beta_1 * SH1 + \beta_2 * SH1 * Cash + \beta_3 * SH1 * Transf2 + \beta_4 * SH2 + \beta_5 * Scale + \beta_6 * Roe + \beta_7 * Tobinq + \beta_8 * Size + \beta_9 * Lev + \epsilon$$

其中,Discount代表定向增发折价,其他变量的具体定

表1 定向增发折价各研究变量的定义和计算公式

类别	名称	定义
被解释变量	定向增发折价(Discount)	(公告日前一日收盘价 Pb-增发价格 Pa)/公告日前一日收盘价 Pb
解释变量	是否仅面向大股东增发(SH1)	虚拟变量,定向增发对象为大股东时为1,否则为0
	是否面向大股东和其他投资者增发(SH2)	虚拟变量,对象为大股东和其他投资者时为1,否则为0
	是否面向其他投资者增发(SH3)	虚拟变量,对象为其他投资者时为1,否则为0
	财富转移程度(Transf1)	仅向第一大股东定向增发时,第一大股东在定向增发中的认购占比减去第一大股东在上市公司定向增发前的持股占比
	财富转移程度(Transf2)	虚拟变量,仅向第一大股东定向增发且当第一大股东认购定向增发发行股份比例减去第一大股东定向增发前持股比例大于等于0时为1,否则为0
控制变量	定向增发规模(Scale)	定向增发总金额/并购公司并购前一年末总资产
	定向增发支付方式(Cash)	虚拟变量,仅向大股东定向增发且为现金支付时为1,仅向大股东定向增发且为非现金支付时为0
	并购前业绩(Roe)	并购公司并购前一年 ROE
	托宾 Q(Tobinq)	(并购前一年年末流通市值+并购前一年非流通股份占净资产的金额+负债)/并购前一年年末总资产。股权市值采用市场价格计算;负债市值用财报中负债账面值代替
	资产负债率(Lev)	收购前的公司资产负债率
	公司规模(Size)	并购前一年年末总资产取对数

表2 定向增发折价研究变量的描述性统计

变量	N	均值	标准偏差	最小值	最大值
Discount	165	0.289 9	0.207 0	-0.370 3	0.789 1
SH1 _t	165	0.121 2	0.327 4	0.000 0	1.000 0
SH2 _t	165	0.436 4	0.497 4	0.000 0	1.000 0
Scale _t	165	0.318 9	0.291 4	0.027 3	1.935 6
Roe _{t-1}	165	0.113 7	0.102 2	-0.507 6	0.565 5
Tobinq _{t-1}	165	1.663 2	1.091 0	0.518 1	10.303 0
Size _{t-1}	165	21.773 3	1.026 7	19.654 6	25.161 7
Lev _{t-1}	165	0.299 1	0.155 1	0.000 0	0.837 1
Cash _t	20	0.500 0	0.513 0	0.000 0	1.000 0
Transf1 _t	20	0.659 7	0.720 2	-0.233 9	3.490 5
Transf2 _t	20	0.900 0	0.307 8	0.000 0	1.000 0

表3 定向增发折价及其差异性检验

变量	N	均值	T 检验			中位值	Wilcoxon 符号秩检验	
			t Value	DF	Pr> t		Wilcoxon 符号秩统计量 S	Pr>= S
Discount	165	0.289 9	17.99	164	<0.000 1	0.287 3	6 385.5	<0.000 1

义请见表1。

四、实证结果

1. 定向增发折价研究变量的描述性统计。

如表2所示，股权分置改革后，定向增发折价均值为正；仅面向大股东一方定向增发的样本占比相对不大，同时向大股东和其他投资者定向增发的样本接近占半；定向增发时现金支付方式和非现金支付方式样本量各占一半，较为平均；在仅向大股东定向增发的样本中，大股东的平均增持比例较高，即平均财富转移程度较高。

2. 定向增发折价及其差异性检验。

T检验与Wilcoxon符号秩检验的结果进一步表明，公司定向增发折价均值显著为正，均值为29%。

3. 定向增发折价影响因素的多元回归结果。

实证结果显示：是否仅面向第一大股东定向增发与定向增发折价之间，存在显著正相关。当仅面向第一大股东定向增发，且在支付方式上采用现金时，采用现金支付方式会增强仅面向第一大股东定向增发对定向增发折价的正效应。当定向增发仅面向第一大股东，且第一大股东增持比例在定向增发过程中越大时，会增强仅面向第一大股东定向增发对定向增发折价的正效应，该结果支持了假设H1、H2，意味着股权分置改革后，大股东可能把定向增发作为新的手段，来侵占中小股东利益。

五、结论与启示

本研究使用了多元回归法进行研究，分析了股权分置改革后我国上市公司的定向增发折价及其影响因素，揭示了定向增发折价受到是否向第一大股东增发及在定向增发过程中第一大股东增持比例的显著影响。主要研究结论如下：定向增发折价在股权分置改革后显著为正，均值为29%。进一步研究定向增发折价影响因素的结论显示：是

否仅面向第一大股东进行增发与定向增发折价显著正相关。当仅面向第一大股东增发且支付方式采用现金时，采用现金支付方式会增强仅面向第一大股东定向增发对定向增发折价的正效应。当定向增发仅面向第一大股东时，在定向增发过程中第一大股东增持比例越大时，会增强仅面向第一大股东定向增发对定向增发折价的正效应。意味着股权分置改革后，大股东确实可能利用定向增发这个新方式侵占中小股东利益。

本研究的结论对上市公司治理机制的完善有着很好的实践指导意义。监管部门应要求上市公司逐步建立健全公司治理机制。包括：保护中小股东及社会公众股股东的表决权，建设有效的表决机制；针对并购交易中存在的决策错误和动机不纯洁，在机制上规范决策和审批流程；要求上市公司完善独立董事制度，加强监事会监督作用，包括建立独董和监事人员选拔机制，明确职能权利和渎职惩戒措施，并要求从制度上保障其信息

渠道畅通，为其做出独立、客观、公正、准确的判断创造条件；督促指导上市公司完善经营层的约束与激励机制，着力推动长期性的激励方式，以防止

表4 定向增发折价影响因素的多元回归结果

变量	Discount	Discount	Discount
Intercept	0.454 6 (0.433 3)	0.438 0 (0.431 8)	0.477 6 (0.423 6)
SH1 _t	0.184 6 (0.052 4)***	0.073 0 (0.087 2)	-0.265 9 (0.165 2)
SH1 _t ×Cash _t		0.169 9 (0.093 3)*	0.241 0 (0.095 5)**
SH1 _t ×Transf1 _t		0.037 7 (0.063 7)	
SH1 _t ×Transf2 _t			0.373 9 (0.152 0)**
SH2 _t	0.048 4 (0.035 6)	0.048 6 (0.035 4)	0.054 2 (0.034 8)
Scale _t	0.022 6 (0.061 7)	0.036 8 (0.061 9)	0.043 5 (0.060 8)
Roe _{t-1}	0.043 6 (0.160 7)	0.041 5 (0.160 6)	0.043 2 (0.156 9)
Tobinq _{t-1}	0.007 1 (0.018 5)	0.003 9 (0.018 5)	0.004 4 (0.018 1)
Size _{t-1}	-0.015 7 (0.019 5)	-0.014 8 (0.019 4)	-0.016 4 (0.019 0)
Lev _{t-1}	-0.115 3 (0.111 1)	-0.132 2 (0.112 0)	-0.158 8 (0.109 6)
N	165	165	165
F 值	2.50	2.44	2.81
Pr>F	0.001 2	0.001 1	0.000 2
Adj R-Sq	0.147 7	0.155 6	0.187 9

(下转第 54 页)

Dum_Tun2, 虚拟变量, 若应收账款、预付账款、其他应收款之和高于应付账款、预收账款、其他应付款之和则取 1, 否则取 0; Dum_Tun3, 虚拟变量, 若其他应收款高于其他应付款则取 1, 否则取 0。表 3 显示资金占用与否 (Dum_Tun) 三种定义方法的回归系数均为正, 且第 (1) 列、第 (2) 列分别在 5%、10% 水平下显著。即相对于大股东资金输送, 大股东资金占用的公司其增发再融资成本越高, 又一次支持了本文的研究假设。控制变量的回归结果基本一致。

3. 稳健性测试。

我们对前述发现进行了一系列稳健性测试: (1) 使用前一期的资金占用; (2) 按样本年限随机分为两段; (3) 使用 Roe 代替 Roa; (4) 控制第一大股东持股的二次项, 这些测试均不改变之前发现。

四、研究结论与局限

大股东资金占用是中国资本市场稳定发展面临的一个重要问题。了解大股东资金占用的决定因素和经济后果则是解决这一问题的先决步骤。为此本文关注了大股东资金占用对增发再融资成本的影响。使用 1999 年~2010 年中国上市公司增发数据, 我们对此进行了研究。结果发现, 大股东资金占用会影响其增发费用。大股东资金占用越严重, 其增发费用越高。这一结果显示了大股东资金占用的负面后果。

当然, 本文还有诸多不足。第一, 大股东侵占中小股东有多种方式, 除资金占用外, 还有关联交易等诸多方式, 但本文未一一检验。第二, 其他应收款中可能有一部分来自实际的交易, 并非资金的侵占, 但我们并未排除。第三, 我

(上接第 33 页)

为短期目的进行的并购行为, 把公司的长远目标和经营层的个人利益有机结合起来。作为重要的外部公司治理力量, 机构投资者发挥着越来越大的作用。机构投资者成为股东时, 就有动机去关注公司价值增长, 有动机以股东身份去规范上市公司行为, 包括并购重组行为。我国证券市场中机构投资者的力量越来越不可忽视, 但同时国内机构投资者在机构和基金规模方面较国外仍都偏小, 持股比例低, 多数对公司控制权无法构成影响。因此, 政府和监管一方面应从观念上鼓励和支持各类机构投资者 (包括保险资金、养老基金、社保基金、大型企业、海外投资者等) 参与并购, 另一方面, 应同时出台相关激励政策和规范措施, 规范机构投资者经营行为, 提升其参与的积极性和主动性, 使其以真正价值投资者身份, 成为不可忽视的对控股股东侵占行为的有效监督和约束力量。

注释:

①1998年巴士股份通过吸收合并, 以折价4.5元向上海公交控股有限公司定向增发5000万股国有法人股以换取母公司持有的两家公交公司。

②根据证监会《上市公司证券发行管理办法》(第30号令)、《上市公司非公开发行股票实施细则》(证监发行字[2007]302号)、《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和发行情

况报告书》(证监发行字[2007]303号), 定向增发所要求上报的审核材料和对外信息披露资料均要低于公开发行; 同时, 证监会2006年第31号令《发行审核委员会办法》规定, 定向增发适合特别程序, 相较于公开发行的普通程序审核要求也低。

参考文献:

1. 樊刚, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告(2009). 北京: 经济科学出版社, 2010.
2. 黄志忠. 股权比例、大股东“掏空”策略与全流通. 南开管理评论, 2006: 58-65.
3. 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据. 会计研究, 2004 (12): 3-13.
4. 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据. 经济研究, 2005 (1): 95-105.
5. 薛爽, 杨静. 上市公司 IPO 募集资金投向、使用效率及其对股权再融资成本的影响. 中国会计与财务研究, 2006, (8): 50-75.
6. Aharony, J., J. Wang, and H. Yuan. Tunneling as an Incentive for Earnings Management during the IPO Process in China. Journal of Accounting and Public Policy, 2010, 29 (1): 1-26.

基金项目: 教育部首届“博士生研究生学术新人奖” 南京大学会计与财务研究院 “国际化会计学博士生项目(I-APHD)” 资助。

作者简介: 梁上坤 南京大学会计学系博士生, 董宣君, 南京大学会计学系硕士生。

收稿日期: 2012-10-26。

参考文献:

1. 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. 南开管理评论, 2010, 13(3): 109-116.
2. 沈艺峰, 沈洪涛, 洪锡熙. 后资本结构理论的形成与发展——资本结构管理控制理论及其验证. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2004, 161(1): 24-31.
3. Hertz, Michael G and Richard L. Smith. Market discounts and shareholder gains for financing equity privately. Journal of Finance, 1993(48): 459-485.
4. Eckbo, B. E. Horizontal Mergers: Collusion, Stockholder and Wealth. Journal of Financial Economics, 1983, 11(1-4): 241-27.

基金项目: 国家自然科学基金“风险投资支持的企业 IPO 折价、择机与后管理问题研究”(项目号: 71172052) 支持。

作者简介: 沈维涛, 厦门大学管理学院教授、博士生导师, 黄育明, 厦门大学管理学院博士生。

收稿日期: 2012-10-28。