

时机选择、停牌操控与控股股东掏空

——来自中国上市公司定向增发的证据

吴育辉^a, 魏志华^b, 吴世农^a

(厦门大学 a. 管理学院; b. 经济学院 福建 厦门 361005)

摘要: 定向增发是否存在控股股东掏空行为近年来颇受争议。以 2006 - 2009 年实施定向增发的上市公司作为样本, 可对定向增发过程中是否存在控股股东掏空行为, 以及控股股东掏空行为的表现形式进行研究。研究发现: 相比较对机构投资者的定向增发, 对控股股东定向增发的折价率显著更高; 控股股东对上市公司定向增发的时机选择, 是导致不同增发对象发行折价率差异的重要原因; 控股股东对上市公司定向增发前的停牌操控, 是导致不同增发对象发行折价率差异的又一原因。研究结果证实了定向增发过程中确实存在控股股东掏空行为。

关键词: 定向增发; 时机选择; 停牌操控; 控股股东掏空

中图分类号: F275.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 0438 - 0460(2013)01 - 0046 - 10

一、引言

定向增发(Equity Private Placement), 也称为非公开发行, 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 2006 年起, 定向增发已成为我国上市公司股权再融资的最主要方式。根据 Wind 数据库统计, 2006 - 2009 年间, 上市公司通过定向增发每年筹集的资金平均约为 2000 亿元人民币, 占股权再融资筹集资金总额的八成左右。

随着定向增发的迅速升温, 实务界和学术界对定向增发的争论日益激烈。定向增发究竟是有利于广大中小股东, 还是成为了控股股东掏空中小股东利益的一种手段? 如果是后者, 控股股东又是通过什么方式实施其掏空行为的? 目前尚未形成一致的观点。一方面, 部分学者发现, 控股股东在定向增发过程中通过盈余管理、现金分红等方式侵害了中小股东利益(章卫东, 2010; 赵玉芳等, 2011)。但另一方面, 也有一些学者认为, 定向增发的高折价来自于投资者在牛市行情下产生的乐观情绪, 或由于“同次发行不同价格”的定价机制造成的, 与控股股东的掏空行为无关(徐斌和俞

收稿日期: 2012 - 06 - 16

基金项目: 国家自然科学基金项目“股权掏空、公司价值与投资者保护”(71102059); 国家自然科学基金项目“半强制性分红政策、公司分红行为与投资者保护”(71102058); 中央高校基本科研业务费专项资金项目“‘股权掏空’——股改后控股股东‘新’的掏空方式研究”(2010221028); 中央高校基本科研业务费专项资金项目“半强制性分红政策、上市公司分红行为与公司价值”(2011221012)

作者简介: 吴育辉, 男, 福建泉州人, 厦门大学管理学院副教授, 管理学博士; 魏志华, 男, 江西赣州人, 厦门大学经济学院助理教授, 管理学博士; 吴世农, 男, 福建泉州人, 厦门大学管理学院教授、博士生导师, 经济学博士。

• 46 •

静 2010; 俞静和徐斌 2009)。

针对这些争论, 本文旨在从不同增发对象的发行折价率差异入手, 通过研究定向增发前后上市公司股票价格的变动以及公司对停牌行为的选择, 考察定向增发中是否存在控股股东掏空行为以及掏空行为可能的表现形式, 从而弥补已有文献的一些缺憾。

本文的主要贡献在于: (1) 与前人的研究视角不同, 本文从定向增发的时机选择和增发前的停牌操控这一角度出发, 系统地揭示了控股股东侵害中小股东利益的事实, 为监管机构加强上市公司治理提供了理论依据; (2) 与前人发现的控股股东通过占款、关联交易等直接从上市公司掏取利益的“现金流掏空”不同, 本文发现控股股东在定向增发过程中的掏空行为并未对上市公司造成直接损害, 属于更隐蔽的“股权掏空”行为(Atanasov et . al 2008)。对这一行为的研究, 将有助于拓展对控股股东掏空行为的研究思路, 进一步丰富了控股股东掏空的理论文献。

二、文献回顾与研究假设

(一) 文献回顾

股权再融资行为是上市公司的一项重要财务活动。尽管大多数研究表明, 公开增发往往会导致负的市场反应(Myers & Majluf 1984; Asquith & Mullins 1986), 但针对定向增发的研究却得到了一些相反的结论。Wruck(1989) 的研究发现, 与公开增发宣告日负的市场效应不同, 定向增发在宣告时平均有 4.5% 的正累计超常收益。作者将这一结果归因为积极的投资者参与了定向增发从而发挥了更好的监督作用, 并导致公司价值的提高。Hertzel 和 Smith(1993) 同样发现定向增发前后短期的市场反应为正, 但作者将这一结果解释为熟悉上市公司的机构投资者在增发过程中发挥了鉴证作用, 从而降低了上市公司的信息不对称。Barclay 等(2007) 收集了 594 次定向增发作为样本, 并将参与定向增发的投资者分为三类, 即积极型投资者、消极型投资者和公司管理层。研究发现, 占总数 83% 的消极型投资者在增发过程中并未能有效提高公司价值, 定向增发更多是体现了管理层的自利行为(Managerial Entrenchment)。

除针对美国股权分散的上市公司得到的几种实证结论外, Johnson 等(2000) 从控股股东与中小股东之间代理问题的角度出发, 指出控股股东可能通过增发的方式歧视中小股东, 并摊薄中小股东持有的公司股份。Baek 等(2006) 的实证研究结果支持了 Johnson 等(2000) 的观点, 他们发现, 韩国企业集团内部定向证券发行的定价明显有利于控股股东。当控股股东持有发行方的股份高于其持有的收购方股份时, 发行方往往溢价发行证券; 反之则折价发行证券。作者认为, 发行对象不同导致定向证券发行溢折价差异的现象恰恰体现了控股股东对中小股东的掏空行为。在我国, 定向增发同样受到了学者的大量关注。郑琦(2008) 研究发现, 不同定向增发对象对发行价格的影响不同。其中, 对机构投资者定向增发的发行价格最高, 而对控股股东定向增发的发行价格最低。章卫东和李德忠(2008)、何贤杰和朱红军(2009)、张力上和黄冕(2009) 以及徐寿福(2009) 同样发现, 定向增发的折价率高低与发行对象的身份密切相关, 控股股东参与的定向增发, 其发行折价率显著更高。

但是, 对控股股东进行定向增发究竟是控股股东与中小股东之间的利益协同, 还是控股股东对中小股东利益的掏空, 尚存在诸多争议。朱红军等(2008) 以上市公司驰宏锌锗作为案例, 研究发现其控股股东“通过增发前的长期停牌、增发前后利润的操纵、增发完成后的高额分红以及注入劣质资产等方法实现了对控股股东的利益输送, 损害了中小股东的利益”。何贤杰和朱红军(2009) 将定向增发折价的原因归咎为大股东的机会主义行为和上市公司与投资者之间的信息不对称。张鸣和郭思永(2009) 对定向增发折价水平与上市公司财富转移的关系进行研究后发现, 折价水平越

高,上市公司财富向控股股东转移的程度也越大。章卫东(2010)对定向增发对象与盈余管理的研究发现,当上市公司向控股股东定向增发时,其在增发前一年会进行负向盈余管理;而当上市公司向其他机构投资者定向增发时,其在增发前一年会进行正向盈余管理。王志强等(2010)指出,当上市公司对控股股东和关联方定向增发时,存在通过刻意打压定价基准日股价、提高折价幅度等手段达到向控股股东输送利益的目的。赵玉芳等(2011)则发现大股东具有在定向增发后选择现金分红方式进行利益输送的显著行为倾向。

与上述学者意见不同,徐斌和俞静(2010)通过对2006-2008年定向增发的上市公司进行研究后认为,定向增发的高折价更多是来自于投资者在牛市行情下产生的乐观情绪,与控股股东的掏空行为无关。俞静和徐斌(2009)进一步指出,不同发行对象发行折扣存在差异的主要原因是由于“同次发行不同价格”的定价机制造成的。如果排除这些“同股不同价”的样本,针对控股股东的发行折扣与针对机构投资者的发行折扣并不存在显著差异。王浩和刘碧波(2011)也认为,在定向增发中,控股股东的支持与掏空行为并存,控股股东支持对累计超常收益率波动的解释更大。

(二) 研究假设的提出

在定向增发中,增发对象主要可分为控股股东和机构投资者两类,而增发价格是影响定向增发折价程度的主要因素。当对机构投资者定向增发时,在其他因素不变的前提下,增发价格越高,控股股东的收益就越大;而当对控股股东定向增发时,在其他因素不变的前提下,增发价格越低,控股股东的收益就越大。因此,出于自身利益的考虑,控股股东会倾向于选择在过去一段时间内股价表现较好的时机对机构投资者实施定向增发,而选择在过去一段时间内股价表现较差的时机对控股股东自身的定向增发。基于以上分析,我们提出第1和第2个研究假设。

假设1:与对机构投资者的定向增发相比,对控股股东定向增发的折价率更高。

假设2:与对机构投资者的定向增发相比,上市公司通常选择股价更低的时机对控股股东实施定向增发。

由于针对控股股东的定向增发往往涉及资产重组,因此《上市公司重大资产重组管理办法》规定,“当上市公司预计筹划中的重大事件难以保密或相关事件已经泄露的,应及时向证券交易所主动申请停牌,直至真实、准确、完整地披露信息”。虽然这一规定的初衷是为了保护中小投资者的利益,但却为控股股东进行定向增发前的停牌操控提供了可能。若上市公司有意对控股股东进行定向增发,但增发方案尚不成熟甚至尚未确定增发方案,而此时上市公司的股票价格又处于较低水平,上市公司就可以借口存在不确定的重大事项为由申请临时停牌,然后在停牌期间从容制定增发方案细节,这样就能将增发价格锁定在较低的位置,节约控股股东购买新股的成本。而中小股东由于没有否决权,只能任由控股股东将定向增发产生的大部分收益收归囊中。朱红军等(2008)通过对驰宏锌锗的案例分析,就发现其控股股东通过长达2个月的停牌,将对控股股东的定向增发价格锁定在较低的价位,从而帮助控股股东节约了大量购买增发股票的成本。

按照这一逻辑,与对机构投资者的定向增发相比,当上市公司对控股股东实施定向增发时,如果控股股东涉嫌对上市公司实施停牌操控,进而锁定较低的发行价格,那么可以推测:一方面,这些上市公司的停牌概率应该更高,停牌时间也应该更长;另一方面,当这些上市公司因披露定向增发方案而复牌之后,其收益率应该显著高于未实施停牌上市公司在定向增发方案披露后的收益率。因此,我们提出第3和第4个研究假设。

假设3:与对机构投资者的定向增发相比,对控股股东的定向增发,上市公司在增发前主动申请临时停牌的概率更高,停牌的时间也 longer。

假设4:对控股股东定向增发前,主动申请临时停牌(或停牌时间越长)的上市公司,其复牌后的累计超常收益率就越高。

三、研究设计

首先,我们将定向增发分为对控股股东定向增发、对机构投资者定向增发以及混合定向增发三种,剔除混合增发样本之后,通过构建模型(1)来比较不同增发对象的发行折价率是否存在显著差别,以此检验假设 1:

$$Disc = \alpha_0 + \alpha_1 Issue + \sum \alpha_i CV_i + \varepsilon \quad (1)$$

其中 $Disc$ 为定向增发折价程度,用增发价与市场价之差与市场价的比值表示;^① $Issue$ 为增发对象的虚拟变量(下同),当增发对象为控股股东时取 1,否则取 0; CV_i 为一系列控制变量(下同),包括上市公司的公司规模($Size$)、财务杠杆(Lev)、盈利能力(Roa)和成长性($Tobin's Q$) (Barclay 等 2007)。当 α_1 显著为负时,表明对控股股东的定向增发具有更高的发行折价率。

其次,借鉴 Tan 等(2002)以及 Teoh 等(1998a, 1998b)的度量方法,我们计算了上市公司在增发前 12 个月(或 9 个月、6 个月)和增发后 6 个月(或 4 个月、2 个月)的买入并持有收益率($Buy - and - hold$)的情况,并构建模型(2)和(3)来比较对于不同的增发对象上市公司在增发前后的市场表现是否具有显著差异,以此检验研究假设 2。

$$RET_{before} = \beta_0 + \beta_1 Issue + \sum \beta_i CV_i + \varepsilon \quad (2)$$

$$RET_{after} = \gamma_0 + \gamma_1 Issue + \sum \gamma_i CV_i + \varepsilon \quad (3)$$

其中 RET_{before} 和 RET_{after} 分别表示增发前 12 个月(或 9 个月、6 个月)和增发后 6 个月(或 4 个月、2 个月)的买入并持有收益率。当 β_1 显著为负(或 γ_1 显著为正)时,表明与对机构投资者的定向增发相比,对控股股东定向增发时,上市公司在增发前的累计超常收益率更低(或增发后的累计超常收益率更高),这意味着上市公司的定向增发存在时机选择。

再次,我们用停牌概率和停牌时间来度量控股股东对上市公司的停牌操控,并通过模型(4)考察对于不同对象上市公司增发前的停牌概率和停牌时间是否存在显著差异,以此检验假设 3。

$$Logit(Susp) \text{ or } Time = \sigma_0 + \sigma_1 Issue + \sum \sigma_i CV_i + \varepsilon \quad (4)$$

其中 $Susp$ 表示增发前的停牌概率,当上市公司申请临时停牌时取 1,否则取 0; $Time$ 表示增发前的停牌天数。当 σ_1 显著为正时,表明对控股股东定向增发的上市公司在增发前具有更高的停牌概率(或更长的停牌时间)。

最后,我们通过构建模型(5)研究对控股股东定向增发时,上市公司在增发前主动申请停牌以及停牌时间长短,是否会对其复牌后的累计超常收益产生影响,以此检验假设 4。

$$RET = \lambda_0 + \lambda_1 Issue + \lambda_2 Issue \times Susp \text{ or } Time + \sum \lambda_i CV_i + \varepsilon \quad (5)$$

其中 RET 表示增发后 5 日(或 10 日、20 日)的买入并持有收益率。当 λ_2 显著为正时,表明对控股股东定向增发时,随着上市公司停牌概率的提高(或停牌时间的延长),上市公司在增发后 5 日(或 10 日、20 日)的累计超常收益率更高。结合模型(4),这一结果意味着控股股东实施了停牌操控来锁定较低的增发价格。

四、实证研究与分析

(一) 样本选择

本文以 Wind 数据库中 2006 - 2009 年间披露定向增发公告(以定向增发预案的董事会公告日

^① Wruck(1989)采用增发公告前 1 个交易日上市公司的股票价格作为市场价格; Hertzels 和 Smith(1993)采用定向增发后 10 天上市公司的股票价格作为市场价格;而 Barclay 等(2007)则采用定向增发公告日上市公司的股票价格作为市场价格。我们同时运用这三种方法来计算折价率。

为准)的上市公司作为基础研究样本,剔除金融机构样本、同时对A股和B股投资者定向增发样本、定向增发导致上市公司控制权变更样本以及数据缺失样本之后,最终得到282家上市公司共计309个定向增发样本。上市公司财务信息和股票价格等资料均来源于Wind和CSMAR数据库。

(二) 描述性统计

从表1可见,对控股股东定向增发的平均折价率高达12.33%,而对机构投资者定向增发的平均溢价率高达13.07%。增发前12个月,对控股股东定向增发的上市公司,其股价平均下跌了将近20%;而对机构投资者定向增发的上市公司,其股价则平均上涨了17.5%。定向增发后6个月,对控股股东定向增发的上市公司,其股价平均上涨了近10%;而对机构投资者定向增发的上市公司,其股价则平均下跌了2.5%左右。在定向增发前的停牌行为表现上,对控股股东定向增发前,上市公司的停牌概率更高(67.44% vs. 38.93%),停牌时间也更长(14天 vs. 2.14天)。

表1 主要研究变量的描述性统计

	平均值	中位值	最小值	最大值
发行折价率(Disc)				
对控股股东增发	-12.33%	-11.69%	-73.40%	70.28%
对机构投资者增发	13.07%	0.54%	-59.59%	263.13%
增发前12个月的累计超常收益率(RET(-240,-1))				
对控股股东增发	-19.97%	-20.27%	-260.30%	399.24%
对机构投资者增发	17.47%	-4.37%	-199.04%	539.75%
增发后6个月的累计超常收益率(RET(0,120))				
对控股股东增发	9.40%	-1.07%	-127.07%	199.69%
对机构投资者增发	-2.45%	-4.30%	-133.11%	209.74%
增发前的停牌概率(Susp)				
对控股股东增发	67.44%	100.00%	0.00%	100.00%
对机构投资者增发	38.93%	0.00%	0.00%	100.00%
增发前的停牌时间(Time)				
对控股股东增发	14.00%	3.00%	0.00%	111.00%
对机构投资者增发	2.14%	0.00%	0.00%	89.00%

(三) 不同增发对象的发行折价率研究

从表2可见,无论以增发公告日前1日、增发公告日还是增发公告日后10日的市场价格为基准,对控股股东的定向增发都存在较高的折价率,而对机构投资者的定向增发则存在较高的溢价率。以增发公告日前1日计算的折价率为例,对控股股东定向增发的平均折价率为12.33%,对机构投资者定向增发的平均溢价率为13.07%,二者差距高达25%以上,且在1%水平上显著。从发行折价率的中位值来看,尽管对机构投资者的发行溢价率出现显著的下降,但与控股股东的发行折价率相比较,二者仍然在1%水平上存在显著的差距。

借鉴Barclay等(2007)的方法,我们在控制了公司规模、财务杠杆、ROA和公司托宾Q值之后,

对不同增发对象的溢折价程度进行 OLS 回归。^① 从回归结果来看(见表 3), 无论采用何种折价率的计算方法, 变量 Issue 的回归系数都在 1% 水平上显著为负, 表明在控制了相关变量之后, 相对对机构投资者的定向增发, 对控股股东定向增发的样本具有显著更高的折价率。可见, 上述研究结果支持了本文提出的假设 1。

表 2 不同增发对象的发行折价率比较

	Disc(-1)			Disc(0)			Disc(+10)		
	控股股东	机构投资者	t 值 (z 值)	控股股东	机构投资者	t 值 (z 值)	控股股东	机构投资者	t 值 (z 值)
平均值(%)	-12.33	13.07	-4.851***	-15.25	11.38	-5.157***	-17.32	9.45	-5.178***
中位值(%)	-11.69	0.54	-5.208***	-15.71	0.77	-5.933***	-19.07	-1.77	-5.535***

注: *、**和***分别表示 t 值(z 值)在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

表 3 不同增发对象的发行折价率研究

	Disc(-1)		Disc(0)		Disc(+10)	
	系数	p 值	系数	p 值	系数	p 值
Issue	-0.266***	0.000	-0.279***	0.000	-0.285***	0.000
Size	0.027	0.327	0.027	0.325	0.044	0.108
Lev	-0.001	0.993	0.009	0.954	-0.014	0.926
Roa	-0.071	0.766	-0.074	0.753	-0.186	0.427
Tobin's Q	0.002	0.896	-0.000	0.996	0.022	0.189
Constant	-0.454	0.442	-0.465	0.425	-0.878	0.131
F-value	4.903		5.572		6.061	
Adjusted R ²	0.083		0.096		0.105	
N	217		217		217	

注: *、**和***分别表示回归系数在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

(四) 定向增发的时机选择研究

从表 1 和表 2 的描述性统计可见, 当上市公司对控股股东增发时, 其在增发前 12 个月的买入并持有收益率显著低于其对机构投资者增发时的同期收益率; 增发后 6 个月的买入并持有收益率则显著高于其对机构投资者增发时的同期收益率。这一结果初步表明, 控股股东操控上市公司在其股价表现低迷的时候对控股股东实施定向增发, 在其股价表现较好的时候对机构投资者实施定向增发, 从而实现了对其控股股东增发的高折价率和对机构投资者增发的高溢价率。

根据模型(2)和(3), 我们在控制了公司规模、财务杠杆、公司盈利能力和成长性之后, 考察定

^① 在 Barclay 等(2007)的研究中, 还控制了增发股份占增发后总股份的比例这一变量。由于在我国定向增发过程中, 该比例与增发对象高度相关, 即当增发对象为控股股东时, 该比例显著更高, 因此为避免产生共线性问题, 我们放弃了将该比例作为控制变量。

向增发对象不同的上市公司在定向增发前后的市场表现,回归结果见表4。

表4 定向增发对象与增发前后上市公司股价表现的多元回归结果

	RET(-240,-1)		RET(-180,-1)		RET(-120,-1)		RET(0,+120)		RET(0,+80)		RET(0,+40)	
	系数	p值	系数	p值	系数	p值	系数	p值	系数	p值	系数	p值
Issue	-0.392**	0.011	-0.238**	0.044	-0.085	0.308	0.149**	0.041	0.180***	0.002	0.116***	0.007
Size	0.066	0.399	0.046	0.451	0.041	0.347	-0.066*	0.078	-0.055*	0.061	-0.046**	0.041
Lev	0.514	0.232	0.550*	0.098	0.294	0.211	0.361*	0.078	0.055	0.732	0.065	0.591
Roa	-0.712	0.288	-0.577	0.265	-0.377	0.303	-0.205	0.591	-0.020	0.935	0.023	0.903
Tobin's Q	0.066	0.164	0.047	0.206	0.039	0.133	0.012	0.605	-0.007	0.682	-0.004	0.744
Constant	-1.627	0.329	-1.223	0.341	-1.030	0.258	1.180	0.137	1.150*	0.065	0.961**	0.041
F-value	2.174		1.981		1.175		1.764		2.359		1.965	
Adjusted R ²	0.026		0.022		0.004		0.017		0.030		0.022	
N	217		217		217		217		217		217	

注: *、**和***分别表示回归系数在10%、5%和1%水平上显著。

由表4可见,在控制了相关财务变量后,相比对机构投资者定向增发的上市公司,对控股股东定向增发的上市公司,一方面在增发前6-12个月的股价表现更差,Issue的回归系数基本在5%的水平上显著为负(增发前6个月的数据不显著除外);另一方面在增发后2-6个月的股价表现更好,Issue的回归系数均在5%水平上显著为正。这一结果进一步表明,控股股东操控上市公司在股价表现低迷时对自身实施定向增发,从而节约了增发成本,损害了中小股东利益,研究假设2得以证实。

(五) 定向增发的停牌操控研究

根据模型(4),我们检验了不同增发对象在增发前的停牌概率和停牌时间差异(见表5)。

表5 不同增发对象增发前的停牌概率和停牌时间分析

	停牌时间(Time)		停牌概率(Susp)	
	系数	p值	系数	p值
Issue	1.148***	0.000	12.315***	0.000
Size	-0.023	0.884	-1.363	0.208
Lev	-1.820*	0.058	-3.963	0.502
Roa	-3.255	0.355	-8.280	0.368
Tobin's Q	-0.024	0.804	0.665	0.310
Constant	1.263	0.704	32.457	0.156
F-value/Chi ²	22.848		7.769	
AdjustedR ² /PseudoR ²	0.100		0.135	
N	217		217	

注: *、**和***表示回归系数在10%、5%和1%水平上显著。

从表 5 可见, Issue 的回归系数在两个回归结果中都显著为负。这表明与描述性统计结果相一致, 上市公司对控股股东定向增发前的停牌概率比其对机构投资者定向增发前的停牌概率更高, 而在停牌时间方面前者也比后者更长, 且均在 1% 的水平上显著。这一结果支持了研究假设 3。

表 6 增发前的停牌操控与复牌后股价表现的回归结果

	RET(0, +5)				RET(0, +10)				RET(0, +20)			
	系数	p 值										
Issue	0.026	0.286	-0.030	0.346	0.040	0.175	-0.034	0.368	0.013	0.707	-0.072	0.119
Issue × Time	0.003 ^{***}	0.000			0.004 ^{***}	0.000			0.004 ^{***}	0.000		
Issue × Susp			0.154 ^{***}	0.000			0.196 ^{***}	0.000			0.220 ^{***}	0.000
Size	-0.018	0.115	-0.021 [*]	0.055	-0.025 [*]	0.057	-0.030 ^{**}	0.023	-0.024	0.142	-0.029 [*]	0.072
Lev	0.014	0.822	0.051	0.413	0.075	0.298	0.122 [*]	0.094	0.046	0.599	0.100	0.260
Roa	0.066	0.491	0.051	0.592	0.117	0.300	0.099	0.376	0.041	0.767	0.022	0.874
Tobin's Q	-0.011 [*]	0.094	-0.009	0.164	-0.016 [*]	0.050	-0.013 [*]	0.093	-0.012	0.212	-0.010	0.321
Constant	0.411 [*]	0.085	0.467 ^{**}	0.048	0.543 [*]	0.054	0.612 ^{**}	0.029	0.532	0.121	0.605 [*]	0.074
F - value	5.111		5.521		5.926		6.651		3.653		4.467	
AdjustedR ²	0.102		0.112		0.120		0.136		0.069		0.088	
N	217		217		217		217		217		217	

注: 括号内为 p 值, *、**和 *** 分别表示回归系数在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

(六) 稳健性检验

我们从以下几个方面进行了稳健性检验: (1) 为进一步消除股权分置改革可能对本研究造成的影响, 我们剔除 2006 年实施定向增发的上市公司样本, 用 2007 - 2009 年三年的样本重复上述研究。(2) 我们将混合增发的样本加回, 以增发后控股股东的持股比例是否增加作为分类标准(与何贤杰和朱红军(2009)的研究设计类似), 将样本分为控股股东持股比例增加的样本和控股股东持股比例减少的样本, 并重新进行上述比较研究。(3) 我们在研究增发时机选择和停牌操控时, 将基准日从增发公告日提前至增发公告日前 5 日, 并重新进行上述比较研究。(4) 根据交易所的相关规定, 上市公司的某些停牌行为并不受上市公司和控股股东的控制。因此, 我们剔除被动停牌样本, 保留主动停牌样本重复上述研究。上述稳健性检验的研究结论基本一致。^①

五、研究结论与启示

本文通过对 2006 - 2009 年股改后 309 个定向增发事件的大样本研究, 试图探讨定向增发过程中是否存在控股股东掏空行为, 以及控股股东掏空行为的表现形式。研究的主要结论有: (1) 与郑琦(2008)、章卫东和李德忠(2008)、张力上和黄冕(2009)、徐寿福(2009)等研究相一致, 本文的研

① 出于文章篇幅的考虑, 我们没有报告稳健性检验的结果。

究发现 相比较对机构投资者实施的定向增发,上市公司对控股股东实施的定向增发存在显著较高的发行折价率。(2)不同增发对象的发行折价率差异主要来源于控股股东对上市公司定向增发的时机选择。一方面,控股股东操控上市公司选择在过去6-12个月内股价表现相对低迷的时机对控股股东实施定向增发,而选择在过去6-12个月内股价表现相对较好的时机对机构投资者实施定向增发;另一方面,对机构投资者定向增发后的2-6个月时间内,上市公司的股价表现更差,而对控股股东定向增发后的2-6个月时间内,上市公司的股价表现更好。(3)控股股东对定向增发前的停牌操控是导致不同增发对象发行折价率差异的又一原因。相比较对机构投资者的定向增发,对控股股东定向增发前,上市公司具有更高的停牌概率和更长的停牌时间。不仅如此,对控股股东定向增发前,停牌概率越高(或停牌时间越长)的上市公司,其复牌后的累计超常收益率就越高。本文的研究证实了定向增发过程中存在控股股东掏空行为,即控股股东在定向增发前通过时机选择和停牌操控来锁定较低的增发价格,从而节约了购买新股的成本,损害了中小股东利益。

基于本文的研究结论,我们认为,无论是监管机构还是投资者都应该高度关注定向增发这一制度安排中可能存在的新的控股股东掏空行为。监管机构推出这一制度安排的本意是降低公开股权再融资对二级市场资金供求关系的影响,同时鼓励上市公司通过实施对控股股东的定向增发将优质资产注入上市公司,实现整体上市。但我们却发现,控股股东在定向增发前通过增发时机的选择和增发前停牌时间的操控来压低增发价格,节约其购买新股的成本,损害了中小股东利益。一个可以借鉴的经验是保加利亚监管机构对上市公司定向增发行为的制度安排,即当上市公司对其控股股东实施定向增发时,以法律的形式赋予中小股东同样的新股购买权利(Atanasov et al 2010)。这样,当投资者意识到控股股东锁定了较低的增发价格时,也能够参与到新股的购买中来,从而在很大程度上抑制控股股东在定向增发过程中对中小股东的歧视和利益侵害。

参考文献:

- 何贤杰、朱红军 2009:《利益输送、信息不对称与定向增发折价》,《中国会计评论》第2期。
- 王浩、刘碧波 2011:《定向增发:大股东支持还是利益输送》,《中国工业经济》第10期。
- 王志强、张玮婷、林丽芳 2010:《上市公司定向增发中的利益输送行为研究》,《南开管理评论》第3期。
- 徐斌、俞静 2010:《究竟是大股东利益输送抑或投资者乐观情绪推高了定向增发折扣?——来自中国证券市场的证据》,《财贸经济》第4期。
- 徐寿福 2009:《大股东认购与定向增发折价——来自中国市场的证据》,《经济管理》第9期。
- 俞静、徐斌 2009:《发行对象、市场行情与定向增发折扣》,《中国会计评论》第4期。
- 张力上、黄冕 2009:《我国A股市场定向增发定价的实证研究》,《财经科学》第9期。
- 张鸣、郭思永 2009:《大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据》,《会计研究》第5期。
- 章卫东 2010:《定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据》,《管理世界》第1期。
- 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——来自中国上市公司的经验证据》,《会计研究》第9期。
- 赵玉芳等 2011:《定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据》,《金融研究》第11期。
- 郑琦 2008:《定向增发对象对发行定价影响的实证研究》,《证券市场导报》第4期。
- 朱红军、何贤杰、陈信元 2008:《定向增发“盛宴”背后的利益输送:现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究》,《管理世界》第6期。
- Asquith, P., and Mullins, D. W. 1986, "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics*, (15).
- Atanasov, V., Black B., and Ciccotello C. S., 2008, "Unbundling and Measuring Tunneling", *Working Paper*.
- Atanasov, V., Black B., Ciccotello C. S., and Gyoshev, S. 2010, "How does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria", *Journal of Financial Economics*, (96).

- Baek , J - S , Kang J - K , and Lee , I. 2006 , “Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols” , *Journal of Finance* , (61) .
- Barclay , M. J. , Holderness , C. G. and Sheehan , D. P. 2007 , “Private Placements and Managerial Entrenchment” , *Journal of Corporate Finance* , (13) .
- Conrad , J. , and Kaul , G. 1993 , “Long Term Market Over - reaction or Biases in Computed Returns” , *Journal of Finance* , (48) .
- Hertzel , M. , and Smith , R. L. 1993 , “Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately” , *Journal of Finance* , (48) .
- Johnson , S. , La Porta , R. Lopez - de - Silanes , F. , Shleifer , A. 2000 , “Tunneling” , *American Economic Review* , (90) .
- Myers , S. C. , and Majluf , N. S. 1984 , “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have” , *Journal of Financial Economics* , (13) .
- Roll , R. 1983 , “On Computing Mean Returns and the Small Firm Premium” , *Journal of Financial Economics* , (12) .
- Tan , R. S. K. , Chng , P. L. and Tong , Y. H. 2002 , “Private Placements and Rights Issues in Singapore” , *Pacific - Basin Finance Journal* , (10) .
- Teoh , S. H. , Welch , I. and Wong , T. J. 1998a , “Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings” , *Journal of Financial Economics* , (50) .
- Teoh , S. H. , Welch , I. and Wong , T. J. 1998b , “Earnings Management and the Long - run Market Performance of Initial Public Offerings” , *Journal of Finance* , (53) .
- Wruck , K. H. 1989 , “Equity Ownership Concentration and Firm Valuation: Evidence from Private Equity Financings” , *Journal of Financial Economics* , (23) .

[责任编辑: 叶颖玫]

Timing , Listing Suspension Manipulation and Tunneling: A Study Based on Evidence from Equity Private Placement by Listed firms in China

WU Yu-hui^a , WEI Zhi-hua^b , WU Shi-nong^a

(a. School of Management; b. School of Economics , Xiamen University , Xiamen 361005 , Fujian)

Abstract: Whether there is the phenomenon of tunneling in equity private placements has been a controversial issue in recent years. By analyzing samples from Chinese listed firms during the period 2006-2009 , our study reveals that , compared with equity private placements to institutional investors , there are significantly higher discounts in equity private placements to controlling shareholders , that such different pricing behaviors arise at least partly from timing on equity private placements by controlling shareholders , and that another reason for such different issue pricing is the manipulation of temporal listing suspension before equity private placements by controlling shareholders. Our findings show that tunneling exists in the equity private placements.

Key words: equity private placement , timing , listing suspension manipulation , tunneling