

# 定向增发、大股东控制权私利与盈余质量

成颖利

(中国人民大学商学院 北京 100872)

**【摘要】**因大股东操纵而形成大股东的控制权私利,可能导致盈余质量下降。大股东和中小股东之间的代理问题对会计盈余质量产生的影响,已受到人们的关注。定向增发政策的出台为该问题的研究提供了契机。本文研究结果表明,定向增发前定向增发的公司通过盈余操纵使定向增发进行得更加顺畅;定向增发时大股东通过增发折价获得控制权私利;定向增发后的公司盈余质量弱于定向增发前,且仅向大股东的定向增发的公司盈余质量下降得更快。

**【关键词】**定向增发 控制权私利 盈余质量 操控性应计利润

## 一、引言

委托代理问题聚焦的中心是股权集中度:股权如果过于分散,会产生第一类代理问题,即股东与管理层间的代理问题;股权如果过于集中,会产生第二类代理问题,即大股东与中小股东间的代理问题。

我国资本市场起步较晚,对中小投资者的保护较弱,而且上市公司股权较为集中,管理层持股的公司较少,因此资本市场主要面临第二类代理问题,即大股东与中小股东间的代理问题。为了加强对中小股东权益的保护,我国实施了股权分置改革,引导非流通股股东将关注重点转向二级市场股价,希望大小股东间形成共同的利益基础(屠光绍,2005)。目前股权分置改革已基本完成,定向增发将是当前和今后一段时期内我国上市公司再融资的一种主要方式。股权分置改革后,大小股东之间的冲突是否能够得到有效缓解,大股东是否仍享有控制权私利,股权分置改革后的定向增发为这类问题的研究提供了契机。

会计信息作为记录及监督契约执行的重要变量(Watts、Zimmerman,1986),既能有效降低代理成本,又有可能被大股东操纵,使大股东获得控制权私利,从而使盈余质量下降。

本文以2006年我国证券市场实施定向增发为背景,探究以下问题:定向增发前大股东是否进行盈余管理使得定向增发更加容易进行;定向增发时,仅向大股东的定向增发是否使大股东通过折价获得了控制权私利;定向增发折价与哪些因素相关;定向增发后的盈余质量如何;仅向大股东定向增发公司的盈余质量是否比其他公司的盈余质量更差。

## 二、制度背景、文献回顾与研究假设

### (一)我国实施定向增发制度的背景

定向增发,是指上市公司采用非公开形式,向特定的对象(应不超过10名)发行股票募集资金的融资行为。2006年5月证监会出台的《上市公司证券发行管理办法》(简称《办法》)规定,定向增发是上市公司可以利用的三种股权再融资方式之一,并锁定了定向增发的期限,但未对其提出盈利能力

要求。定向增发发行价格不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%,但对定价基准日未做出规定。2007年证监会又出台了《上市公司非公开发行股票实施细则》,规定定向增发基准日可以在董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期首日三个时点中选择,显然,这为发行定价的选择提供了操纵空间。

### (二)文献回顾

1.有关大股东与中小股东间代理问题的文献。对于中小股东而言,大股东较为集中的股权结构能够缓解股东与管理层之间的信息不对称,降低股权代理成本,提升公司价值,使中小股东免费享受大股东控制的“激励效应”。但是如果大股东股权过于集中,中小股东可能需承受大股东控制的“堑壕效应”(Claessens等,2002)。除英、美等少数国家外,大部分发达国家公司的股权都集中在大股东手中,在法律保护机制不完善的情况下,大股东对中小股东利益的侵占更为严重(LLSV,2000)。我国上市公司也普遍存在着大股东控制股权现象,且大股东对公司的控制力越强,公司控制权的隐性收益越高(叶康涛,2003)。

大股东可能因控制权和现金流分离侵占中小股东利益。Reese等(2002)认为,大股东通过金字塔控股结构、交叉持股等方式获取比其名义控制权更大的控制权,并诱发各种侵占中小股东利益的行为。大股东常常将上市公司的资产和利润转移到自己控制的企业中,就是凭借其持股比例从上市公司获取利益的,其侵占利益的主要方式包括资金占用、关联方交易等。大股东也可能通过关联方交易获得控制权私利(Chang,2003;Jian、Wong,2003;王化成等,2006)。

2.有关定向增发的文献。定向增发的核心问题之一是如何确定增发发行价格,许多文献曾讨论定向增发折价的影响因素。上市公司定向增发的折价水平与大股东认购的比例相关,而机构投资者的参与显著提高了发行价格(郑琦,2008)。增发规模、机构投资者认购比例是影响定向增发预案公告后公司股票超额收益的主要因素(魏立江、纳超洪,2008)。

定向增发的定价基准日有三种选择,并且董事会的融资权、定价决策权及选择发行对象权很大,为寻租者的利益输送提供了可乘之机(黄建中,2007)。朱红军等(2008)的案例研究显示,大股东通过低价非公开发行稀释了其他股权的权益,并且注入上市公司所谓优质资产最终结果可能是摊薄而不是增厚公司的业绩。

3. 有关筹资动机诱发盈余管理的文献。外部筹资动机可能诱发管理者进行盈余管理,以使自己的权益被高估,或以低成本获得外部融资或促使投资者尽可能地认购股票(Dechow等,1995)。增发公司的操控性应计利润在增发当年达到极大值后下降,增发公司比配对的不增发公司的现金流和盈余质量更差(Choi,Paik,1999)。许多增发公司在增发完成后股票收益都表现不佳,这可能是由于投资者和分析师在增发前并未识别管理者的盈余管理动机,也未将异常的操控性应计利润纳入盈利预测和股价预测中(Chen,Cheng,2002)。

通过以上回顾,我们可以看到已有文献认为大股东控制的上市公司可能通过各种方式侵占中小股东利益。在大股东控制下,定向增发可能为大股东提供控制权私利,但是已有文献仅进行逻辑推理或案例研究,未进行大样本检验;实施增发的公司有动机进行盈余管理,增发后公司股票长期收益表现较差,但是已有文献提到的增发主要是向不特定对象的增发,并未探究作为我国新融资方式的定向增发是否在增发前进行了盈余管理;已有文献主要研究了增发后股票长期收益表现较差,却较少研究增发后会计收益表现如何,以及会计收益的盈余持续性如何;已有文献也未将定向增发、大股东控制权私利和盈余管理结合起来研究,没有完整展示它们之间相互关联的图景及引发的经济后果。

### (三)研究假设

股权分置改革使一些大股东的控股比例下降,定向增发不仅未动摇大股东的控制地位,而且有利于大股东重新夺回控制权。定向增发过程中,一方面,如果大股东参与认购,则大股东可能借其控制权压低发行价,以获得控制权私利;另一方面,如果大股东不参与认购,大股东和增发前其他股东的股份都会被稀释,定向增发的发行价格相对较高。因此增发过程中纯大股东认购的发行价相对较低,大股东易形成控制权私利;非关联股东参与认购能够在一定程度上抑制发行价格折价,制约大股东控制权私利,发行价格较高;大股东如果不参与认购则不会形成大股东的控制权私利,发行价格最高。

基于上述分析本文提出以下假设:

假设 1:定向增发过程中,纯大股东认购的发行价格比没有大股东认购的发行价格低。

定向增发过程中,增发对象若以现金认购方式认购,可能为大股东日后“掏空”现金提供条件;增发对象若以资产方式认购,可能因其注入的资产非“优质资产”而使定向增发后的盈余持续性比定向增发前的下降,如驰宏锌锗相对于增发前,增发后的总体矿资源和每股矿资源均明显下降(朱红军等,2008)。因此,定向增发为大股东获得控制权私利提供了条件,定向增发后公司的会计业绩可能会下降。

基于上述分析本文提出以下假设:

假设 2:定向增发后的盈余持续性弱于定向增发前。

定向增发对象仅有大股东时,大股东可能获得较大控制权私利。其他股东参与认购在一定程度上能够抑制大股东通过定向增发获得控制权私利,因此相对于仅向大股东定向增发的公司而言,其他股东参与认购可能使定向增发公司会计业绩下降的速度减慢。

基于上述分析本文提出以下假设:

假设 3:定向增发后仅向大股东定向增发的公司的盈余质量下降得更快。

假设 2 和假设 3 实际上都假设定向增发可能是大股东获得控制权私利的工具,从而使上市公司定向增发后会计业绩和盈余质量下降。

### 三、研究设计

1. 样本选择与数据来源。本文选取 2006~2008 年已经完成定向增发且于 2009 年年底以前已上市的公司为样本,剔除以两种不同的价格分两次对大股东定向增发和对其他非关联股东定向增发的公司样本以及数据缺失的公司样本,最后获取 191 家有效的公司样本。相关数据主要来源于天相投资数据库和锐思数据库,其他数据来源于相关样本公司《非公开发行股票发行结果及股本结构变动公告》和《非公开发行股票发行情况报告书暨上市公告书》等公告性文件。

2. 变量定义。主要变量包括发行折价、操纵性盈余、纯现金认购、纯大股东认购、息税前利润等,详见表 1。

表 1 主要变量定义

| 变量名称         | 符号       | 定义                                   |
|--------------|----------|--------------------------------------|
| 发行折价         | FPP      | 又称发行价占比,是发行价占增发公告日当日收盘价的比率           |
| 上市折价         | SSP      | 发行价占上市当日二级市场收盘价的比率                   |
| 纯大股东认购       | CHD      | 认购对象全部是大股东用 1 表示,认购对象中没有大股东用 0 表示    |
| 发行数量         | SN       | 定向增发的股票数量                            |
| 发行量比例        | FP       | 定向增发的股票数量占发行后总股本的比例再乘以 100           |
| 纯现金认购        | CRG      | 认购方式全部是现金认购的用 1 表示,认购方式中有资产认购的用 0 表示 |
| 发行对象的个数      | FSN      | 定向增发过程中发行对象的个数                       |
| 资产收益率        | ROA      | (利润总额+财务费用)/资产总额                     |
| 资产规模         | INVasset | 上一年资产规模对数的倒数                         |
| 操纵性盈余        | RES      | 业绩修正的 Jones 模型计算的操控性应计利润             |
| 操纵性盈余的绝对值    | ADRES    | 上一期操纵性盈余 RES 的绝对值                    |
| 息税前利润        | PBITN    | 定向增发时的息税前利润                          |
|              | PBITF    | 定向增发前的息税前利润                          |
|              | PBITB    | 定向增发后的息税前利润                          |
| 增发前的盈余持续性    | FQPPBIT  | 定向增发时的息税前利润除以增发前的息税前利润,即 PBITN/PBITF |
| 增发后的盈余持续性    | FHPPBIT  | 定向增发后的息税前利润除以增发时的息税前利润,即 PBITB/PBITN |
| 增发前后盈余持续性的变化 | DIFF     | 定向增发后盈余持续性的均值减去定向增发前盈余持续性的均值         |

3. 模型设定。为验证假设 1, 本文建立发行折价影响因素的回归模型 (1), 既考察纯大股东认购对发行折价的影响, 又考察发行数量、发行量比例、认购方式等对发行折价的影响。

$$FPP = \beta_0 + \beta_1 \times CHD + \beta_2 \times CRG + \beta_3 \times SN + \beta_4 \times FSN + \beta_5 \times FP + \beta_6 \times INVasset + \beta_7 \times ADRES + \beta_8 \times ROA + \varepsilon \quad (1)$$

为了验证假设 2, 即定向增发后的盈余持续性是否弱于定向增发前, 需建立模型(2)至模型(4)。首先建立模型(2), 计算定向增发前的盈余持续系数; 然后建立模型(3), 计算定向增发后的盈余持续系数; 最后建立模型(4), 考察增发前的盈余持续系数与增发后的盈余持续系数是否有显著差异。

模型(2)至模型(4)如下所示:

$$PBITN = \beta_0 + \beta_1 \times PBITF + \varepsilon \quad (2)$$

$$PBITB = \beta_0 + \beta_1 \times PBITN + \varepsilon \quad (3)$$

$$(PBITB/PBITN) - (PBITN/PBITF) = 0 \quad (4)$$

验证假设 3 时仍沿用假设 2 的模型, 并在回归时加入纯大股东是否认购的条件, 依次产生模型(5)至模型(8)。其中, 模型(5)考察纯大股东认购下, 定向增发前的盈余持续性; 模型(6)考察纯大股东认购下, 定向增发后的盈余持续性; 模型(7)考察没有大股东认购下, 定向增发前的盈余持续性; 模型(8)考察没有大股东认购下, 定向增发后的盈余持续性(由于篇幅有限, 模型(5)至模型(8)已省略)。

#### 四、实证分析

##### (一) 描述性统计

表 2 主要变量的描述性统计

| Variable | Obs | Mean     | Std. Dev. | Min       | Max      |
|----------|-----|----------|-----------|-----------|----------|
| FPP      | 159 | 0.709 9  | 0.167 8   | 0         | 1.37     |
| SSP      | 158 | 1.214 4  | 1.246 5   | 0.08      | 8.31     |
| FSN      | 159 | 7.434    | 2.579 2   | 1         | 10       |
| FP       | 159 | 17.781 4 | 10.943 6  | 3.23      | 72.24    |
| SN       | 159 | 1.44e+08 | 3.61e+08  | 7.00e+06  | 2.97e+09 |
| CRG      | 159 | 0.880 5  | 0.3254    | 0         | 1        |
| CHD      | 99  | 0.080 81 | 0.2739    | 0         | 1        |
| INVasset | 158 | 7.49e-10 | 8.14e-10  | 1.79e-12  | 6.45e-09 |
| ROA      | 157 | 0.079 11 | 0.04915   | -0.076 78 | 0.3044   |
| PBITF    | 157 | 2.83e+08 | 5.66e+08  | -9.93e+08 | 5.71e+09 |
| PBITN    | 156 | 4.44e+08 | 1.03e+09  | -2.32e+09 | 1.01e+10 |
| PBITB    | 133 | 5.91e+08 | 1.25e+09  | -7.57e+08 | 1.11e+10 |
| RES      | 155 | 0.010 6  | 0.083 3   | -0.248 3  | 0.426 3  |
| ADRES    | 155 | 0.056    | 0.058 6   | 0.000 2   | 0.426 3  |

从表 2 可看出: 发行折价(FPP)的平均值是 0.709 9, 最大值是 1.37, 因为其中两个样本发行当日没有收盘价, 故发行折价用 0 表示。

发行对象个数(FSN)最小值是 1, 最大值是 10, 平均值是 7.434, 说明平均有 7 个定向增发对象参与认购, 定向增发受到认购者的追捧; 发行量比例(FP)的平均值是 17.781 4, 最小值是 3.23, 最大值是 72.24, 说明不同公司的发行量比例差异较大。

纯现金认购(CRG)的平均值是 0.880 5, 说明定向增发以获得现金为主; 纯大股东认购(CHD)观测值是 99 个, 比其他变量的观测值少 60 个左右, 这是因为该变量为 0 和 1, 变量生成后自动剔出了既有大股东认购又有非关联股东认购的 60 个观测值。

定向增发前的操纵性盈余(RES)平均值大于 0, 这说明为了使定向增发顺利进行, 定向增发公司会在增发前通过向上操纵盈余进行盈余管理。

##### (二) 回归结果分析

1. 假设 1 的回归结果分析。定向增发过程中, 影响发行折价的因素的回归结果见表 3。

纯大股东认购(CHD)的回归系数为 -0.621 2 且在 1% 的显著性水平上显著, 说明纯大股东认购与发行折价负相关, 即纯大股东认购的发行价格比没有大股东认购的价格要低, 这与假设 1 一致; 本文以定向增发公司的上市折价作为发行折价的替代变量, 检验纯大股东认购对上市折价的影响, 回归结果仍然支持本文的结论。

另外, 从几乎同时向大股东和其他非关联股东定向增发且两种发行价格相差较大的数据来看, 定向增发公司有借此发行方式向大股东进行利益输送的嫌疑。

表 3 影响发行折价的回归分析

| 模型(1)(因变量FPP)      |           |          |
|--------------------|-----------|----------|
| Variable           | coef      | prob     |
| CHD                | -0.621 2  | 0.000*** |
| CRG                | -0.429 1  | 0.005*** |
| SN                 | 1.67e-11  | 0.782    |
| FSN                | -0.020 1  | 0.003*** |
| FP                 | 0.000 1   | 0.948    |
| INVasset           | -1.07e+08 | 0.000*** |
| ADRES              | -0.081 2  | 0.701    |
| ROA                | 0.708 8   | 0.036**  |
| _cons              | 1.356 9   | 0.000    |
| R <sup>2</sup>     |           | 0.409 3  |
| Adj R <sup>2</sup> |           | 0.355 0  |
| F-statistic        |           | 7.54**   |
| Obs                |           | 96       |

注: \*\*\*表示在 1% 的置信水平上显著; \*\*表示在 5% 的置信水平上显著。下同。

纯现金认购(CRG)的系数为 -0.429 1, P 值为 0.005, 既说明纯现金认购的发行价格相对较低, 也说明包含非现金资产认购方式的发行价格较高, 定向增发认购对象偏向于追捧“资产”, 倾向认为大股东注入的“资产”为优质资产, 未来会带动上市公司业绩增长, 但实际上大股东注入的“资产”的价值可能被高估, 从而影响公司未来盈利。同时, 资产规模越大, 资产收益率越高, 定向增发的发行价格也越高, 这与常理相符。

2. 假设 2 的回归结果分析。定向增发前与定向增发后的盈余持续性分别见表 4。

**表 4 定向增发对盈余持续性影响的回归结果**

|                    | 模型(2)因变量(PBITN) |       | 模型(3)因变量(PBITB) |       |
|--------------------|-----------------|-------|-----------------|-------|
|                    | 系数              | T值    | 系数              | T值    |
| Constant           | 3.59e+07        | 0.64  | 9.09e+07        | 1.59  |
| PBITF              | 1.437 8**       | 16.29 | -               | -     |
| PBITN              | -               | -     | 1.005 3**       | 21.11 |
| R <sup>2</sup>     | 0.632 9         |       | 0.772 8         |       |
| Adj R <sup>2</sup> | 0.630 5         |       | 0.771 1         |       |
| F-statistic        | 265.5**         |       | 445.59**        |       |
| Obs                | 156             |       | 133             |       |

从表 4 的回归系数可看出,定向增发前的盈余持续系数为 1.437 8,定向增发后的盈余持续系数为 1.005 3,均在 5% 的显著性水平上显著,说明定向增发前的盈余持续性大于增发后的盈余持续性。定向增发前后盈余持续性变化的比较情况见表 5。

**表 5 定向增发前后盈余持续性的变化**

| Variable | Obs | Mean       | Std. Err. | Std. Dev. |
|----------|-----|------------|-----------|-----------|
| FHPPBIT  | 133 | 1.198 2    | 0.125     | 1.441 3   |
| FQPPBIT  | 156 | 1.663 5    | 0.092 25  | 1.152 2   |
|          |     | Mean       | Std. Err. | T值        |
| DIFF     |     | -0.465 3** | 0.152 6   | -3.048 5  |

从表 5 可看出,定向增发前盈余持续性的均值为 1.66,定向增发后盈余持续性均值为 1.2,定向增发后公司的盈余持续性下降,与假设 2 和表 4 的结果一致,这说明定向增发可能是大股东获得控制权私利的工具。

3. 假设 3 的回归结果分析。大股东认购对定向增发盈余持续性的影响见表 6,其中模型(5)和模型(6)验证纯大股东认购对定向增发盈余持续性的影响,模型(7)和模型(8)验证没有大股东参与认购下定向增发盈余持续性的变化。

**表 6 大股东认购对定向增发前后盈余持续性的影响**

| 变量                 | 模型(5)因变量(PBITN) |       | 模型(6)因变量(PBITB) |       | 模型(7)因变量(PBITN) |      | 模型(8)因变量(PBITB) |      |
|--------------------|-----------------|-------|-----------------|-------|-----------------|------|-----------------|------|
|                    | coef            | T值    | coef            | T值    | coef            | T值   | coef            | T值   |
| Constant           | -1.96e+08       | -0.89 | 5.04e+08        | 1.36  | 5.96e+07        | 1.37 | 3.99e+07        | 0.58 |
| PBITF              | 3.308 4**       | 18.11 | -               | -     | 1.173 1**       | 9.63 | -               | -    |
| PBITN              | -               | -     | 1.104 **        | 11.59 | -               | -    | 1.137 6**       | 9.48 |
| R <sup>2</sup>     | 0.982           |       | 0.957 2         |       | 0.519           |      | 0.545 3         |      |
| Adj R <sup>2</sup> | 0.979           |       | 0.950 1         |       | 0.513 4         |      | 0.539 3         |      |
| F-statistic        | 327.91**        |       | 134.23**        |       | 92.78           |      | 89.96           |      |
| Obs                | 8               |       | 8               |       | 88              |      | 77              |      |

从表 6 可看出,对于纯大股东的定向增发,增发前盈余持续性系数为 3.308 4,增发后盈余持续性系数为 1.104,盈余持续性下降了 2.2;而对于没有大股东参与的定向增发,增发前盈余持续性系数为 1.173 1,增发后盈余持续性系数为 1.137 6,盈余持续性下降了 0.03。由此可见,对纯大股东的定向增发,盈余质量下降得更快,这验证了假设 3,也说明大股东可能通

过定向增发获得控制权私利。

**五、结论与启示**

通过以上实证分析,本文得出以下研究结果:定向增发前大股东通过操纵盈余进行盈余管理;定向增发过程中,纯大股东参与认购的发行价格比没有大股东认购的发行价格要低;定向增发为大股东获得控制权私利提供了条件,故定向增发后的盈余持续性弱于定向增发前,仅向大股东的定向增发的公司的盈余持续性下降得更快;定向增发对象较追捧非现金资产认购方式,非现金资产认购的发行价格较高,但实际上大股东注入的“资产”可能并非优质资产,从而影响公司的未来盈利能力,从而导致公司盈余持续性下降;资产规模和资产收益率与定向增发的发行价格正相关。

综上所述,笔者认为定向增发为大股东盘剥中小股东利益提供了便利,因此广大中小投资者应明辨定向增发的各种动机,慎重投资。在政策监管方面,证券监管机构应加强对“纯大股东认购”、“定价基准日选择”、“定向增发公告宣告的规范性”等方面的监管,并完善与定向增发相关的各项法规制度,抑制大股东借定向增发牟取私利。

【注】本文受国家自然科学基金(项目编号:70972131)和中国人民大学研究品牌计划资助。

**主要参考文献**

1. 黄建中.上市公司非公开发行的定价基准日问题探讨.证券市场导报,2007;3
2. 屠光绍.中国上市公司需要股东共同利益机制.中国经济周刊,2005;27
3. 王化成,佟岩.控股股东与盈余质量——基于盈余反应系数的考察.会计研究,2006;2
4. 魏立江,纳超洪.定向增发预案公告市场反应及其影响因素研究——基于深圳证券交易所上市公司数据的分析.审计与经济研究,2008;9
5. 叶康涛.公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究.经济科学,2003;5
6. 张鸣,郭思永.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,2009;5
7. 朱红军等.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,2008;6
8. Chang, S. J., Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group affiliated Companies in Korea. Academy of Management Journal, 2003; 46
9. Claessens, S. Djankov, H. P. Lang. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. Journal of Finance, 2002; 57
10. Dechow, P. Sloan, R. Sweeney A.. Detecting earnings management. Accounting Review, 1995; 4
11. Don M. Autore, David E. Bray, David R. Peterson. Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers. Journal of Corporate Finance, 2009; 15