



Dadudong Kongzhi、Dingxiang  
Zengfa Zichan Zhuru Yu  
Liyi Shusong Yanjiu

李姣姣 © 著

揭示了我国上市公司定向增发大股东资产注入中利益输送的机理、手段和方式；揭示了上市公司控股股东通过向上市公司注入劣质资产进行利益输送的过程；揭示了上市公司控股股东通过操纵定向增发新股发行折价进行利益输送的过程。

# 大股东控制、定向增发资产注入与利益输送研究

西南财经大学出版社

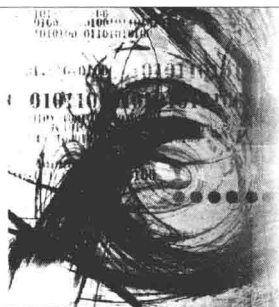




Dadudong Kongzhi, Dingxiang Zengfa  
Zichan Zhuru Yu Liyi Shusong Yanjiu

“西南政法大学重点课题赞助，《上市公司定向增发、股权结构与利益输送研究——基于重庆市上市公司经验数据》，主持人：李姣姣，批准号：2015XZZD-04。”

# 大股东控制、定向增发资产 注入与利益输送研究



揭示了我国上市公司定向增发大股东资产注入中利益输送的机理、手段和方式；揭示了上市公司控股股东通过向上市公司注入劣质资产进行利益输送的过程；揭示了上市公司控股股东通过操纵定向增发新股发行折价进行利益输送的过程。

李姣姣 © 著



西南财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

大股东控制、定向增发资产注入与利益输送研究/李姣姣著. —成都:西南财经大学出版社, 2016. 5

ISBN 978 - 7 - 5504 - 2330 - 5

I. ①大… II. ①李… III. ①上市公司—融资—研究—中国  
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 039049 号

## 大股东控制、定向增发资产注入与利益输送研究

李姣姣 著

责任编辑:高小田

封面设计:杨红鹰 张姗姗

责任印制:封俊川

|      |                                                            |
|------|------------------------------------------------------------|
| 出版发行 | 西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)                                 |
| 网 址  | <a href="http://www.bookcj.com">http://www.bookcj.com</a>  |
| 电子邮件 | <a href="mailto:bookcj@foxmail.com">bookcj@foxmail.com</a> |
| 邮政编码 | 610074                                                     |
| 电 话  | 028 - 87353785 87352368                                    |
| 印 刷  | 四川五洲彩印有限责任公司                                               |
| 成品尺寸 | 170mm × 240mm                                              |
| 印 张  | 7.75                                                       |
| 字 数  | 130 千字                                                     |
| 版 次  | 2016 年 5 月第 1 版                                            |
| 印 次  | 2016 年 5 月第 1 次印刷                                          |
| 书 号  | ISBN 978 - 7 - 5504 - 2330 - 5                             |
| 定 价  | 48.00 元                                                    |

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

## 代 序

从 20 世纪 90 年代初至今，短短二十多年时间，我国证券市场走过了发达国家上百年的历程。发展速度快则快矣，存在的不完善或争议问题也就一定很多。譬如，上市公司再融资，以及过程中的公平和效率问题，一直是实务界和学术界所质疑、关注和争论的热点之一。

纵观发达国家上市公司股权再融资的发展历程，大都经历过由配股融资向增发新股融资的转变。其中，增发新股融资经历了由公开增发新股融资向私募融资（定向增发新股融资）的转变。基于再融资的制度制约和利益考量，许多中国上市公司选择定向增发新股方式进行股权再融资，经济后果显示出特别之处。来自北京大学中国经济研究中心（CCER）的统计显示，对 2011—2015 年间的定向增发统计，定增市场平均绝对收益率为 47.16%，相对沪深 300 指数，定增市场平均相对定增收益率为 40.74%，超额收益显著。

李姣姣博士的新作《大股东控制、定向增发资产注入与利益输送研究》，基于第二种代理关系（大股东与中小股东之关系）理论，聚焦上市公司利益输送，对我国上市公司定向增发新股中的利益输送问题进行系统研究，具有很强的现实意义和理论价值。本书也是李姣姣副教授承担西南政法大学重点课题“上市公司定向增发、股权结构与利益输送研究”（2015XZZD-04）的阶段性成果。

阅读全书，作者应用理论分析与实证检验相结合的规范研究方法，基于大股东与中小股东之间的代理关系理论，对我国上市公司在定向增发新股收购资产中进行利益输送的机理、手段和方式等问题展开深入分析；并基于我国上市公司数据，对所提出的理论假说进行实证检验，提出若干具有实践指导意义的理论观点与政策建议，尤其是基于制度环境对定向增发的大股东利益输送的研究，具有鲜明的创新性。总体上看，这部专著的研究主题明确，重点突出，观点正确，创新性观点突出；同时研究依据翔实，数据真实，写作简练恰当，对中外文献的引证充分且准确。

目前，在我国上市公司股权再融资中的公平与效率方面还存在许多亟待研究的问题，包括理论和实践两方面的课题。据我所知，在这一问题领域的研究中，李姣姣博士取得了较为丰硕的成果，已经在中文社会科学引文索引（CSSCI）期刊公开发表 5 篇论文。我希望并相信作者一定会在已有研究的基础上，继续努力更上一层楼，取得更大的进步，获得更高质量的研究成果，也期待着更多的学者关心并参与这一领域的探索和研究。

王立彦（北京大学光华管理学院）

2016 年 3 月 6 日

## 内 容 摘 要

定向增发在我国资本市场是一个新生事物，实施定向增发的上市公司通常伴随着资产注入、资产置换、资产剥离、借壳上市、整体上市、分拆上市等各种类型的资产重组行为，存在大量的关联交易，因此在定向增发资产注入时存在与上市公司“利益交换”的动机。那么上市公司在进行定向增发资产注入时，可能存在哪些“利益交换”动机呢？第一种是通过操纵资产评估增值率<sup>①</sup>，虚增注入资产价值进行利益输送；第二种是通过提高发行新股折价率<sup>②</sup>，控股股东低价购买股票进行利益输送；第三种是利用不同地区的市场现代化和法律法规差异进行利益输送。本书采用大股东与中小股东的代理理论，沿着“研究背景—文献综述—定向增发资产注入—大股东利益输送—资产评估率比较—新股折价率比较—结论与政策建议—投资者权益保护”线索，以定向增发大股东资产注入的资产评估增值率、新股折扣率为主题，结合定向增发大股东资产注入发生地的地区制度环境来研究大股东利益输送的问题。

① 资产评估增值率 = (评估价值 - 账面价值) / 账面价值

②  $Discount = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100\%$ ，其中  $P_1$  代表定向增发发行日前一日的股票收盘价， $P_0$  代表定向增发的发行价格。本书所提及的新股折价率、股票折价率、定向增发折价率、折价率代表同一个意思，均使用该公式计算。

本书通过对我国上市公司定向增发大股东资产注入的利益输送问题的理论和实证研究，主要有如下贡献：

(1) 从理论上揭示了我国上市公司定向增发大股东资产注入中利益输送的机理。在信息不对称的情况下，控股股东的存在是导致我国上市公司定向增发大股东资产注入进行利益输送的根本原因；上市公司定向增发大股东资产注入实质上也是一种关联交易，为向控股股东进行利益输送提供了机会；我国上市公司定向增发新股发行价格决策机制的不完善，为上市公司在定向增发新股大股东资产注入时，向控股股东进行利益输送提供了可乘之机；证券管理部门对上市公司在定向增发大股东资产注入时监管制度的缺陷，使得控股股东及其关联股东可能向上市公司注入劣质资产。

(2) 从理论上揭示了我国上市公司定向增发大股东资产注入利益输送的手段和方式。在信息不对称的假设条件下，控股股东从自身利益最大化出发，可能利用上市公司定向增发大股东资产注入过程中的关联交易进行利益输送。其手段主要有：①控股股东通过向上市公司注入劣质资产进行利益输送；②控股股东通过操纵定向增发新股发行折价率进行利益输送；③控股股东通过上市公司注册地不同的市场化程度和制度环境差异进行利益输送。

(3) 从理论上揭示了上市公司控股股东通过向上市公司注入劣质资产进行利益输送的过程，并采用我国上市公司定向增发大股东资产注入的数据（2007

年1月1日至2013年12月31日)验证了提出的理论假设。①定向增发资产注入时,当上市公司通过定向增发新股收购母公司及其关联子公司未上市的资产时,在控股股东的操纵下,注入资产的评估增值率会偏高,从而获得高价出售资产的超额收益;②上市公司通过定向增发新股收购的是非关联公司的资产时,在控股股东的操纵下,注入资产的评估增值率会偏低,关联公司低价出售资产产生超额损失;③在经济欠发达、法治环境欠良好、市场机制不够健全的地区,注入资产评估增值率被操纵的现象显得更加严重。

(4)从理论上揭示了上市公司控股股东通过操纵定向增发新股发行折价进行利益输送的过程,并采用我国上市公司定向增发大股东资产注入的数据(2007年1月1日至2010年12月31日)验证了提出的理论假设。①上市公司向大股东及大股东关联方定向增发新股时,大股东可能会利用其控制能力低价认购新股,即向大股东定向增发新股的发行折价率,要高于向非大股东定向增发新股的发行折价率,从而获取以低价认购股份的超额收益;②定向增发新股的上市公司所在地区市场化进程和法治化水平越高时,向大股东及其关联股东定向增发的折扣率就越低;处于市场化进程和法治化水平越低的地区时,向大股东及其关联股东定向增发的折扣率就越高;③大股东认购比例越高时,定向增发折价率越高,相对市场价格的折价程度越大。

(5)提出了完善定向增发大股东资产注入的相关法律法规、提高公司治理

水平、保护中小股东权益等建议：进一步完善《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司收购管理办法》等法律法规，进一步完善会计准则，防止上市公司利用会计准则的缺陷来达到向控股股东进行利益输送的目的；财政部门、证券监管部门、资产评估行业协会应加大对资产注入、资产重组、资产评估业务的监管力度，使我国上市公司定向增发资产注入和资产评估业务能够健康发展；在资产注入时，拒绝劣质资产、边缘资产和非相关资产的注入，鼓励与上市公司相关的优质资产注入，全面提高大股东注入资产的质量，以此实现注入资产与上市公司的资源整合，形成资产重组协同效应；进一步规范上市公司定向增发新股定价基准日、定向增发新股折价的有关规定，堵塞大股东操纵定向增发新股折价率的制度漏洞；不断完善上市公司内外部治理结构，提高治理效率，培育市场信心，保护现有中小股东权益，吸引潜在投资者；进一步推动首次公开募股（IPO）发行体制的改革，加快推进核准制向注册制的顺利转换，促进中国资本市场的重大制度性改变，形成我国证券市场“宽进严管”的市场新格局；要加快我国经济落后地区的市场化进程、法治化水平的建设步伐，提高这些地区的市场现代化指数和法治化水平，实现全国地区的法制公平、市场公平、财务公平、机会公平的协调发展。

# 目 录

|     |                      |    |
|-----|----------------------|----|
| 1   | 引言                   | 1  |
| 1.1 | 研究的背景与意义             | 1  |
| 1.2 | 相关概念的界定              | 9  |
| 1.3 | 研究的主要内容              | 14 |
| 1.4 | 研究的主要方法              | 15 |
| 1.5 | 研究的框架和思路             | 16 |
| 1.6 | 研究的主要创新点             | 16 |
| 1.7 | 本章小结                 | 17 |
| 2   | 文献综述                 | 19 |
| 2.1 | 股权再融资方式的相关研究         | 19 |
| 2.2 | 股权结构与利益输送的相关研究       | 21 |
| 2.3 | 定向增发新股资产注入与资产评估的相关研究 | 23 |
| 2.4 | 定向增发新股定价的相关研究        | 25 |
| 2.5 | 投资者保护的相关研究           | 27 |
| 2.6 | 本章小结                 | 29 |
| 3   | 定向增发资产注入的理论分析        | 31 |
| 3.1 | 定向增发资产注入的理论基础        | 31 |
| 3.2 | 我国上市公司股权结构特点分析       | 37 |

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| 3.3 上市公司资产注入的概念和主要方式·····             | 42        |
| 3.4 我国上市公司定向增发资产注入的动因·····            | 46        |
| 3.5 我国上市公司定向增发资产注入的现状·····            | 48        |
| 3.6 本章小结·····                         | 54        |
| <b>4 定向增发资产注入大股东利益输送的理论分析·····</b>    | <b>56</b> |
| 4.1 利益输送的概念及其影响因素·····                | 56        |
| 4.2 定向增发大股东资产注入动因分析·····              | 61        |
| 4.3 定向增发资产注入大股东利益输送的主要方式·····         | 62        |
| 4.4 上市公司定向增发资产注入中利益输送的经济后果·····       | 65        |
| 4.5 本章小结·····                         | 67        |
| <b>5 定向增发新股资产注入的资产评估增值率的实证研究·····</b> | <b>68</b> |
| 5.1 问题的提出·····                        | 68        |
| 5.2 制度背景、理论分析及研究假设·····               | 69        |
| 5.3 研究设计·····                         | 73        |
| 5.4 实证检验结果及分析·····                    | 76        |
| 5.5 研究结论、政策建议及研究局限·····               | 79        |
| 5.6 本章小结·····                         | 80        |
| <b>6 定向增发资产注入时的新股折价利益输送的实证研究·····</b> | <b>81</b> |
| 6.1 问题的提出·····                        | 81        |
| 6.2 制度背景、理论分析及理论假设·····               | 81        |
| 6.3 研究设计·····                         | 85        |
| 6.4 实证结果及分析·····                      | 87        |
| 6.5 研究结论、政策意义及研究局限·····               | 93        |

6.6 本章小结.....94

7 主要研究结论与政策建议.....95

7.1 主要研究结论.....95

7.2 相关政策建议.....96

7.3 研究局限.....99

7.4 后续研究方向.....99

参考文献.....101

后 记.....113

# 1 引言

## 1.1 研究的背景与意义

### 1.1.1 研究背景

公开增发 (seasoned equity offering, SEO), 是指已经上市的企业, 根据企业资金的需求, 在金融市场再一次公开筹集资金的行为。定向增发 (private investment in public equity, PIPE) 是指通过私下谈判向特定投资者发行的证券, 实质就是一种私募发行。在美国、欧盟、日本、新加坡等发达国家, 私募早已成为资本市场不可或缺的组成部分, 它也为这些国家和地区资本市场的繁荣发展起到了积极的作用。

我国证券业起步于 20 世纪 80 年代, 1990 年 11 月 26 日, 上海证券交易所成立, 同年 12 月 19 日正式运营; 1990 年 12 月 1 日, 深圳证券交易所成立, 1991 年 7 月 3 日正式营业, 沪深交易所的成立, 标志着我国资本市场的正式建立。上交所正式营业开始交易时只有 8 个上市公司挂牌, 人称“老八股”, 深市只有 5 个上市公司挂牌, 被称为“五朵金花”, 两市总市值规模不足 10 亿元, 第一天的成交额只有 49.4 万元, 被西方媒体称为“迷你市场”<sup>①</sup>。而截至 2014 年 12 月 31 日, 沪深两市上市公司总数是 2 578 家; 两市股票总市值达 37.26 万亿, 其中沪市股票总市值为 24.40 亿, 深市总市值为 12.86 万亿; 2014 年成交金额超过 74 万亿, 其中沪市成交 37.56 万亿, 深市成交 36.68 万亿; 投资者开户总数达到 2.43 亿户, 其中上交所 1.231 亿户, 深交所 1.202 9 亿户<sup>②</sup>。我国资本市场经过近 25 年的跌宕起伏曲折历程, 从无到有, 从小到大, 已经从最初的 13 只股票演变成仅次于美国的全球第二大资本市场, 上市公司的融资、再融资、股权债权等筹资

① 东方财经. 崛起的资本大国: 从老八股起步到全球第二 [EB/OL]. <http://www.finance.eastday.com>.

② 资料来源于: <http://www.csrc.gov.cn>.

模式也在不断开放、规范和创新，具备了向更远目标迈进的基础，一个资本大国逐渐在世界的东方崛起。从 20 世纪 90 年代初期，我国就出现了类似欧美等发达国家私募的定向增发模式，但这只是个别上市公司的尝试，并未形成主流。我国第一例定向增发案例出现在 1998 年 6 月：上海巴士股份（2009 年 4 月 20 日更名为华域汽车，600741）以折后 4.5 元/股价格向上海公交控股有限公司（母公司）定向增发 5 000 万股国有法人股，以换取母公司持有的上海一汽（子公司）和上海一电（子公司）两家公交公司的股权，通过定向增发实现了上海巴士股份的吸收合并；1999 年 12 月东大阿派（600718，现改名为东软集团）向证券投资基金定向增发 1 500 万股，募集资金 4.5 亿元；1999 年 12 月大众交通（600611）向大众科创定向增发 14 000 万股法人股，募集资金 4.65 亿元；2000 年 1 月至 2006 年 1 月间，定向增发新股的上市公司并不多见，这主要是由于 2005 年之前，专门针对上市公司股权融资方面的法律法规一直处于缺位状态，早期的《证券法》《公司法》《股票发行与交易管理暂行条例》《上市公司新股发行管理办法》均缺少对定向增发新股具体实施规则的明确规定。直到 2005 年 10 月 28 日通过的新《证券法》才正式明确了上市公司定向增发证券的行为，根据新《证券法》规定，只要向特定对象发行证券累计小于或等于 200 人的即可以认定为定向增发。随后 2005 年 12 月 31 日出台的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》对国外投资者向 A 股上市公司战略投资作了规定，即国外战略投资者可通过定向增发新股对我国 A 股上市公司进行战略投资，并对该方式的执行程序作了说明。2006 年 4 月，面对上市公司逐渐高涨的融资需求，为了规避股权分置改革过程中股市扩容的压力，证监会提出了“新老划断”的三步走方针。其中第一步即明确提出“恢复不增加即期扩容压力的定向增发以及股本权证方式进行的远期再融资”。随后在 2006 年 5 月 8 日，证监会正式出台了《上市公司证券发行管理办法》（以下简称《管理办法》），进一步规范了上市公司非公开发行的行为。其中第三条规定：“上市公司发行证券，可以向不特定对象公开发行，也可以向特定对象非公开发行。”这条规定为定向增发的发行对象提供了法律依据，从某种意义上来说这也是定向增发在我国资本市场发展道路上的一个重要里程碑。

为了配合定向增发新股的专项审核，证监会新修订了《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》，为定向增发新股单独设置了证监会发行审核委员会审核特别程序。该程序比其他发行方式所适用的一般程序更加简化，从此以后

定向增发开始受到我国上市公司的热烈追捧，形成了“定向增发热”。随后就出现了如上汽集团（600104）、海通证券（600837）、国电电力（600795）、中国远洋（601919）等上百亿的巨额定向增发，也出现了中行地产（000043）、江西水泥（000789）、银座股份（600858）等不到1亿的中小定向增发。根据万得（Wind）资讯金融数据库和同花顺金融服务网统计整理结果显示：2008年1月1日至2013年12月31日期间，在我国沪、深两市有1755家上市公司已经成功地实施了再融资（包括配股、公开增发、非公开增发和发行可转换债券），再融资金额达到了23013.81亿元。其中实施非公开增发（以上市公司经董事会决议通过后且在2个交易日内披露为准，不包括虽然已经上报但未获得证监会同意的项目）共1566家，募集资金共16920.07亿元，所占再融资比例分别为89.23%和73.52%。从以上数据可以清楚地看到，无论是定向增发公司数量还是增发融资额，都显示了定向增发融资越来越受到上市公司欢迎并逐渐成为上市公司股权再融资的主要工具。其中各种再融资方式的比例如表1.1、图1.1所示。

表 1.1 2008-2013 年再融<sup>①</sup> 统计结果表 <sup>(1)</sup>

| 年份    |       | 2008     | 2009     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 合计        |
|-------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 定向增发  | 家数    | 216      | 256      | 286      | 264      | 269      | 275      | 1566      |
|       | 金额(元) | 1 680.27 | 3 596.16 | 4 467.18 | 3 346.66 | 2 019.54 | 1 810.26 | 16 920.07 |
|       | 金额比例  | 70.14%   | 86.38%   | 63.09%   | 80.62%   | 84.32%   | 64.02%   | 73.52%    |
| 公开增发  | 家数    | 27       | 16       | 12       | 13       | 5        | 2        | 75        |
|       | 金额(元) | 501.5    | 416.63   | 397.57   | 150.5    | 75.18    | 38.42    | 1 579.8   |
|       | 金额比例  | 20.94%   | 10.01%   | 5.61%    | 3.63%    | 3.14%    | 1.36%    | 6.86%     |
| 发行可转债 | 家数    | 5        | 6        | 8        | 9        | 5        | 8        | 41        |
|       | 金额(元) | 77.2     | 46.61    | 717.3    | 413.2    | 163.55   | 544.81   | 1 962.67  |
|       | 金额比例  | 3.22%    | 1.12%    | 10.13%   | 9.95%    | 6.83%    | 19.27%   | 8.53%     |
| 配股    | 家数    | 8        | 10       | 21       | 10       | 8        | 16       | 73        |
|       | 金额(元) | 136.5    | 103.81   | 1 498.68 | 241.05   | 136.92   | 434.31   | 2 551.27  |
|       | 金额比例  | 5.70%    | 2.49%    | 21.17%   | 5.81%    | 5.72%    | 15.36%   | 11.09%    |
| 合计    | 家数    | 256      | 288      | 327      | 296      | 287      | 301      | 1755      |
|       | 金额(元) | 2 395.47 | 4 163.21 | 7 080.73 | 4 151.41 | 2 395.19 | 2 827.8  | 23 013.81 |

① 统计中不包括已刊登定向增发上市公司书但实际未募集到资金的再融资公司。

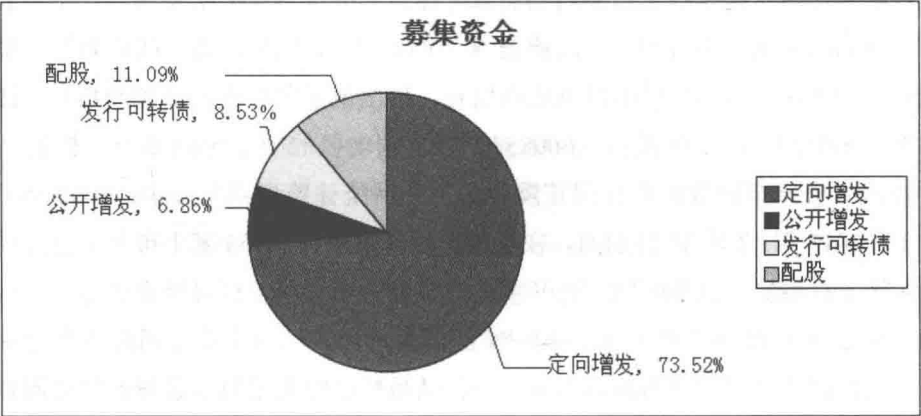


图 1.1 2008—2013 年中国上市公司股权再融资的融资规模比例图

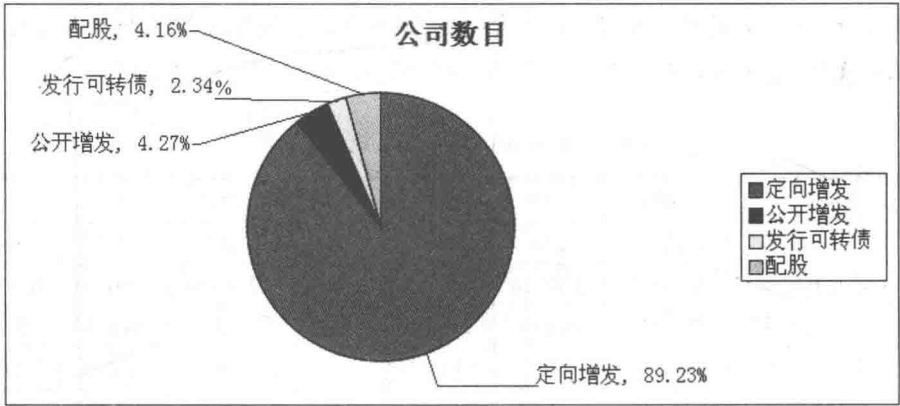


图 1.2 2008—2013 年中国上市公司股权再融资的公司数目比例图

从图 1.2 和图 1.3 可以看出，四种再融资方式无论是从公司数目还是融资规模来看，定向增发新股方式都占据了近 80%，因此定向增发这种在全流通背景下借鉴境外市场经验的新融资发行制度已经被越来越多的上市公司所运用，并且已经成为中国上市公司再融资的主流方式。从第 3 页表 1.1 显示的数据可以看出我国定向增发融资保持着比较快速的发展趋势，2008 年有 134 家公司采取了定向增发，2013 年就达到了 389 家公司，短短 6 年，数量翻番，而近 6 年来平均每年按照 22.4% 的数量递增，22.8% 的融资金额递增。

如下图 1.3 所示：2013 年 A 股共有 275 家上市公司实施定向增发，募集资

金 3 547 亿元；2014 年前 10 月，共有 329 家上市公司实施定向增发，募集资金已逾 5 000 亿元。2014 年市场定向增发数目和融资规模同比均有大幅增加。

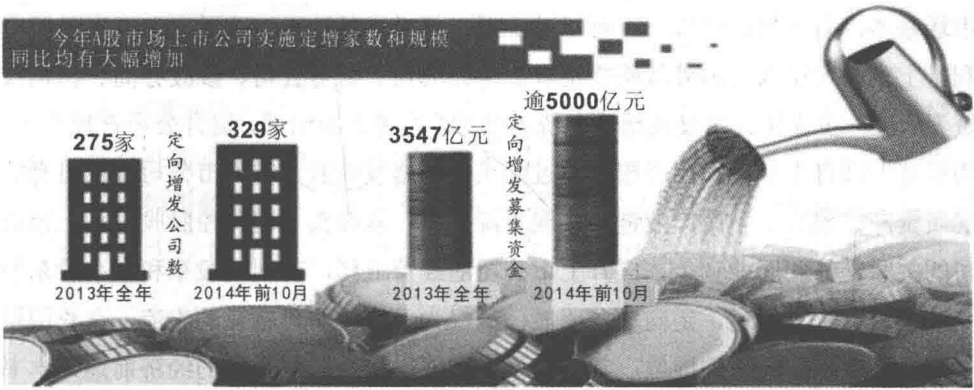


图 1.3 2014 年前 10 月定向增发数据<sup>①</sup>

火热的定向增发市场来源于良好的投资机会，很多投资者因此赚得盆满钵满。据统计数据显示<sup>②</sup>，2006 年所有参与定向增发股票的到期平均收益率高达 317%，2007 年所有定向增发项目的平均收益率为 77%，由于全国经济的整体低迷，2011 年参与定向增发股票的平均收益率为 18%，2013 年平均收益率又攀至 50%。2007—2013 年，定向增发的 A 股平均收益率高达 54%，远远高于同期我国 A 股市场沪深 300 指数的平均收益率，使得定向增发给市场带来一波又一波的投资机会。

保持如此快速增长的定向增发还具有其他再融资方式所缺乏的优势。比如：较简单的审核程序、较低的发行费用、信息披露和发行人资格要求较低（“一简三低”）；由于在定向增发前，上市公司能锁定发行价格、发行规模和特定投资者，因而增发成功率非常高；法律规定定向增发新股的对象不得超过 10 人，且主要集中于符合条件的资金雄厚的公司大股东、控股股东、战略投资者及机构投资者等，所以发行对象的特殊性可以减少上市公司“圈钱”可能，减轻中小投资

① 作者不详。定向增发何以如此红火 [EB/OL]. <http://stock.hexun.com/2014-11-04/170014075.html>.  
② 作者不详。定向增发何以如此红火 [EB/OL]. <http://stock.hexun.com/2014-11-04/170014075.html>.