

分类号：  
学 号：2014411094

密 级：  
单位代码：10759

# 石河子大学

## 硕 士 学 位 论 文



### 上市公司定向增发中利益输送问题的研究 ——以北京银行为例

学 位 申 请 人	聂亚楠
指 导 教 师	池玉莲 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	会计硕士
研 究 领 域	会计理论与方法
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2016年5月

---

**Listed companies in the private placement issue of transfer of benefits**  
**- A Case Study of Bank of Beijing**

A Dissertation Submitted to  
Shihezi University  
In Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of  
Master of Professional Accounting

By  
Nie Yanan

Dissertation Supervisor: Prof. Chi Yulian

January, 2016

# 石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

## 学位论文独创性声明

本人所呈交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：聂亚楠

时间：2016年5月30日

## 使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：聂亚楠

时间：2016年5月30日

导师签名：池永萍

时间：2016年5月30日

---

## 摘 要

股权分置改革以后，定向增发因为审核程序简单、信息披露要求低、发行成本低等优势，逐渐在资本市场盛行，并成为了我国股权再融资的主流方式。不仅如此，定向增发还能引进战略投资者，吸收优良资产，强化控股股东的控制权，对企业的长远发展起到利益协同的作用。但是由于资本市场的信息不对称和我国证券法律制度的不完善，大多数情况下，定向增发沦为了上市公司股东们进行利益输送的工具。

北京银行 2012 年 4 月的定向增发事件，就被广大中小股东质疑存在利益输送、损害中小股东利益之嫌。作为中国最大的城市商业银行，北京银行在资本十分充沛的情况下突然提出定向增发 118 亿用来补充其核心资本，此次融资规模巨大，加之融资过程中存在发行价格过低、定向增发前大股东减持、定向增发后高额分红等一系列现象，北京银行的此次定向增发引起了广大小股东的强烈抵制，在网络投票仅 2 亿股的情况下，反对票数就高达 1.6 亿股，但小股东力量薄弱，未能阻止此次定向增发。本文通过对北京银行定向增发前后的数据和资料进行整理和分析，运用案例研究法、定量分析与定性分析相结合以及对比分析法和趋势分析法相结合等研究方法对其进行研究，分析本次定向增发是否合理、是否存在利益输送行为。最后，通过该案例揭示我国上市公司在现阶段法律法规不完善和监管存在漏洞的前提下，大股东是怎样通过定向增发行为来达到利益输送的目的，并提出政策建议。通过案例的分析，本文得出以下结论：北京银行在并非迫切需要融资的情况下进行定向增发，北京银行管理层通过操纵发行时机、控制定价基准日、发行前的盈余管理行为、增发后高额分红等手段实现了对上市公司大股东的利益输送，大大侵害了中小股东的利益。

本文通过案例分析将利益输送的方式具体呈现出来，对其产生的经济后果加以分析，希望能够为今后进一步深入研究打下基础，也规范我国定向增发行为提供借鉴，为中小投资者的投资行为提供参考，同时，也能够丰富我国商业银行定向增发案例分析领域的研究。但由于笔者水平和精力有限，探讨的定向增发行为未能涵盖定向增发后是否真的具有协同效应进行探讨，所以它们给未来研究定向增发行为提供了方向。

**关键词：**定向增发；上市银行；利益输送；案例分析

---

## Abstract

Split share structure reform after the private placement because the review process is simple, low information disclosure requirements, issuance and low cost, and gradually prevailed in the capital market, and become the mainstream way of equity refinancing. Not only that, but also to introduce strategic investors private placement, absorb good assets, and strengthen control of the controlling shareholders, the long-term interests of the development of enterprises play a synergistic effect. However, due to imperfect capital market information asymmetry and China's securities legal system, in most cases, the private placement of listed companies become shareholders were tools transfer of benefits.

Bank of Beijing in April 2011 --2012 March multi-year private placement event, it was the presence of minority shareholders questioned the transfer of benefits, harm the interests of the minority shareholders too. As China's largest city commercial bank, Bank of Beijing in the capital is very strong case suddenly proposed private placement of 11.8 billion to replenish its core capital, the enormous size of the financing, combined financing process exists issue price is too low, a large former private placement reduction of shareholders after the placement of high dividends and other series of phenomena, the private placement of Bank of Beijing has aroused strong resistance from the majority of the minority shareholders, in the case of Internet voting only 200 million shares, against the votes as high as 160 million shares, But minority shareholders is weak, unable to prevent the private placement. Based on the data and information to the Bank of Beijing before and after placement on the line collation and analysis, the use of case studies, quantitative analysis and qualitative analysis and comparative analysis and trend analysis, and other methods Combination its research, analyzes this orientation issuance is reasonable, whether the interests of transport behavior exists. Finally, the case of listed companies to reveal at this stage imperfect laws and regulatory loopholes in the premise, the major shareholder through private placement behavior is how to achieve the purpose of transfer of benefits, and make policy recommendations.

By analyzing the case, we draw the following conclusions: Bank of Beijing in the absence of an urgent need for financing private placement, Beijing issued by manipulating the timing of the bank's management, control pricing reference date, earnings management behavior before release, after the issuance of high dividends and other means to achieve the transfer of benefits to large shareholders of listed companies, greatly against the interests of minority shareholders. Contribution of this paper is to analyze the way the case of transfer of benefits specifically presented, to analyze its economic consequences, it is possible to lay the foundation for further study in the future, it is possible to provide a reference for normative behavior of the private placement for small investors investment behavior reference. At the same time, it is possible to enrich private placement of assets into the case studies in the field. But because the author is limited and energy to explore the behavior of the private placement after placement not cover whether it has a synergistic effect to explore, so they conduct private placement to provide for future research direction.

**Keywords:** Private Placement ; Listed Bank ; Tunneling Behavior ; Case analyses

## 目 录

摘    要.....	III
Abstract.....	IV
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	2
1.3. 文献综述.....	3
1.3.1 定向增发研究概述.....	3
1.3.2 利益输送研究概述.....	7
1.3.3 定向增发与利益输送相关性研究概述.....	8
1.3.4 文献评述.....	10
1.4 研究内容.....	11
1.5 研究方法.....	11
第二章 概念界定与理论基础.....	12
2.1 概念界定.....	12
2.1.1 定向增发.....	12
2.1.2 利益输送.....	12
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 代理理论.....	13
2.2.2 信息不对称理论.....	13
第三章 我国上市公司定向增发利益输送现状分析.....	14
3.1 我国上市公司定向增发现状.....	14
3.1.1 法律法规的完善.....	14
3.1.2 我国定向增发的特征.....	15
3.1.3 我国定向增发的主要模式.....	16
3.2. 我国定向增发中利益输送的途径.....	17
3.2.1 操纵发行价格.....	17
3.2.2 操纵盈余管理.....	18
3.2.3 操纵内幕信息.....	18
第四章 案例分析.....	18
4.1 案例背景介绍.....	18
4.1.1 基本情况.....	18
4.1.2 北京银行定向增发基本信息.....	20
4.2 利益输送行为的具体分析.....	22

4.2.1 发行定价过低.....	22
4.2.2 增发前盈余管理行为.....	24
4.2.3 提高定向增发对象授信额度.....	26
4.2.4 减持套现.....	28
4.2.5 定向增发后高额分红.....	29
第五章 研究结论及监管建议.....	31
5.1 研究结论.....	31
5.2 监管建议.....	33
5.2.1 规范新股发行定价.....	33
5.2.2 加强信息披露的监管力度.....	33
5.2.3 多元化选择再融资方式.....	34
5.2.4 明确事后追责机制.....	35
参考文献.....	36
致谢.....	40
作者简介.....	41

# 第一章 绪论

## 1.1 研究背景

自从我国实施股权分置改革，定向增发由于具有审核程序简单、信息披露要求低、发行成本低等多方面的优点，已经逐渐成为了我国上市公司股权再融资的主要方式。通过查阅相关资料，从 2006 年起到 2012 年止，我国证券市场共有 1053 家上市企业成功完成了定向增发，定向增发的总数占同期股权再融资公司总数的 87.02%，累计募集资金 21566.38 亿元，占同期股权再融资总金额的比例为 82.52%。从数据中可以看出，无论从实施定向增发公司的数量还是从定向增发的融资额来看，毫无疑问上市公司的定向增发融资已经成为我国主要的股权再融资方式，成为中国证券市场中投资者追逐的热点。相对于公开增发和配股，定向增发之所以能成为资本市场上主要的再融资方式，不仅是因为其融资过程简单高效，这种方式还具备如下不可替代的优势：首先，定向增发有可能引进具有先进公司治理理念、核心技术和强大市场开拓能力的战略投资者，与其共享利益和资源、改善公司的治理、提升公司的核心竞争力，能够产生巨大的协同效应；其次，大股东可以通过定向增发，能够逐步巩固其对公司的控制权，从而避免公司因为股权的分散而被收购；最后，非上市公司可以通过定向增发实现借壳上市。一方面可以使得上市公司取得认购方的优质资产以提高经营效益摆脱当前的困境；另一方面，对认购方而言可以通过此次认购的机会实现借壳上市的目的。

定向增发可以优化资本配置效率这项功能将直接影响中国股市实现和优化资本配置功能的发挥。然而，随着定向增发的企业越来越多，公司的股价也在不断攀升，我们不禁会产生疑问，这些形式多样的定向增发方案，是否真的能提升上市公司价值，改善上市公司的经营和治理？北京银行 2012 年 4 月的定向增发事件，就被广大中小股东质疑存在利益输送、损害中小股东利益之嫌。作为中国最大的城市商业银行，北京银行在资本十分充沛的情况下突然提出定向增发 118 亿用来补充其核心资本，此次融资规模巨大，加之融资过程中存在发行价格过低、定向增发前大股东减持、定向增发后高额分红等一系列现象，北京银行这一方案引起了广大小股东的强烈抵制，在网络投票仅 2 亿股的情况下，反对票数就高达 1.6 亿股，但中小股东力量微弱未能阻止本次定向增发。本文尝试通过对北京银行定向增发前后进行多个角度的分析，识别北京银行此次定向增发，是否存在利益输送的行为。此外，通过该案例揭示我国上市公司在现阶段法律法规不完善和监管存在漏洞的前提下，大股东是怎样通过定向增发行为来达到利益输送的目的。

## 1.2 研究意义

本文的研究主要分为理论意义和现实意义两方面。

### 1.2.1 理论意义

许多学者都对定向增发的问题进行了研究,研究的主要关键点在于定向增发的模式、定向增发的公告效应、定向增发的折价现象等。然而这些问题大部分是通过实证的方法进行探讨的,大股东进行定向增发的目的是什么,在大股东进行定向增发的过程中是否存在利益输送现象,并且大股东如何利用其进行利益输送,利益输送现象对上市企业以及中小投资者造成了怎样的影响等等。针对这些问题,仍需选择典型个案进行深入的研究和探讨。本文选择典型案例研究定向增发利益输送问题,以求发现其中的普遍现象和规律,辩证的论述其中合理的地方和不合理的地方,为后续分析研究定向增发与利益输送方面的问题提供一些基本的思路和切入方向。同时,本文对定向增发中存在的各种问题进行总结和分类,形成一整套完整的问题定位体系,以便约束上市公司的定向增发的行为,防范对中小投资者的利益侵害。

### 1.2.2 现实意义

我国资本市场的发展时间较短,相比发展较为成熟的欧美资本市场,我国的资本市场在中小投资者法律保护方面还存在很大的差距。股改后,虽然一些危害大、影响恶劣的利益输送行为已经遭到监管机构的严厉打击和清理,但伴随定向增发成为股权再融资的最重要方式,对上市公司实际控制权没有改变的大股东开始利用其对上市公司的控制力,歧视、侵害和掠夺中小股东利益。因此,研究大股东在定向增发过程中的利益输送行为具有重要的现实意义。而中小投资者保护程度的加大,不仅有助于进一步完善我国资本市场的监管制度,还为我国资本市场长期稳定奠定了基础。

本文通过对北京银行定向增发案例进行多个角度详尽细致地分析,从而为我国中小股民,在判断其投资的上市公司定向增发是否存在利益输送时,提供了分析框架,进而更好地维护自身的权益。我国上市公司定向增发之所以存在利益输送的原因在于相关法律法规的不完善以及监管的缺失。如何完善相关的证券法律法规和如何加强定向增发过程中的治理和监管,本文将根据研究的结果,给出相关的政策建议。

### 1.3 文献综述

本章将根据国内外先进的理论为基础，在整理归纳前人的观点后进行总结，希望能够通过整理文献综述进一步佐证本文的观点，章节结尾还将对国内外研究成果进行评述。

#### 1.3.1 定向增发研究概述

##### (1) 国外文献综述

定向增发是资本市场发达国家和地区的一种十分常见的股权再融资方式，也被认为是私募发行。因为发达国家的资本市场健全，定向增发融资方式从很早开始就已经实施，这也为国内外的学者们供了大量客观的研究环境和的研究样本，所以国外关于定向增发的研究对比我国的研究理论更加成熟。外国的学者对于定向增发发行价格的制定和其根源的探讨研究的比较深入。研究定向增发问题比较有影响的理论假说主要有监督假说、效益补偿假说、信息不对称假说、流动性补偿假说和管理防御假说。

##### ① 监督假说

“监督假设”是 Wruck (1989)<sup>1</sup>根据管理层和股东之间的矛盾提出的。他通过研究一段时间内在美国证交所实施的定向增发的上市企业为样本，建立了公司价值和股权集中度的模型，并且还发现了公司的股权结构在定向增发之后会发生变化，同时定向增发后的短期公告效应为正的。为解释这一现象他阐述了相应的观点，如果定向增发新股的认购对象是公司原有股东，那么公司的股权集中度会上升，于是公司利益与股东利益就会出现趋同的现象，那么股东就会进一步督促管理者们认真工作尽力提升公司经营绩效；如果定向增发的新股认购对象是机构投资者，那么引入机构投资者将有利于公司治理问题的完善，对于公司业绩提升有着长远的帮助。通过上述分析，他认为定向增发新股的发行价格存在较大的折扣是出于对特定增发对象在未来监督公司的一种补偿以及激励。并且当大股东的股权上升到一定程度时将会引发大、小股东间纠纷，以至于出现大股东会用他对公司的支配权将公司财富转移到自己手中及其他侵权行为。

##### ② 流动性补偿假说

Silber (1991)<sup>2</sup>在针对流动性与股票价格之间关系的研究中，将美国有两年锁定期的股票与可以公开交易的股票进行对比，发现同没有锁定期的股份相比，有锁定期的股份在发行时必须提供更高的折扣才能成功。因为参与私募认购的投资者由于要承受一定时期的锁定期，在这段时间，投资者不能在二级市场交易所

<sup>1</sup> Wruck, Karen H. Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financing [J] Journal of Financial Economics, 1989, (1):3-28

<sup>2</sup> Silber, W.L. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices [J]. Financial Analysis Journal, 1991, (4):60-64.

认购的股份，所以这部分折扣就是给予投资者不能即时交易的补偿。发行信用评级不高的公司可能要提供高达 30% 以上的折扣才能成功发行有锁定期的股票，这说明流动性对股票价格有重要影响。Silber 在此基础上提出了流动性假说。

### ③信息不对称假说

Myers and Majluf (1984) 以权衡理论、信号传递理论为基础，借鉴 Ross (1977) 模型，深入研究了证券市场上信息不对称对企业再融资受影响程度的大小。作者的研究基于管理层与上市公司的原有股东利益一致，并且管理层相比潜在投资者具备信息优势，即更加了解公司的内在价值。

在上述假设前提下，若管理层掌控的信息对于公司不利，那么公司的股价就会被高估，从而管理层会支持公司发行新股，即使是募集资金投入 NPV 为 0 的项目；若管理层掌控的信息对公司有利，那么公司的股价就会被低估，从而管理层不支持公司发行新股，即使是募集的资金投入 NPV 为正的项目。因此，这些将会导致上市公司面临投资不足的问题。

另一方面，信息不对称会错误的高估或者低估上市企业的市场价值，上市企业融资决策不同就会对投资者传递的信号不同。在投资者摸清了公司决策层的决策方式后，投资者会将发行新股的决议解读为公司股价偏高，不值得投资；而不发行新股的决议就会被解读为公司股价偏低，值得投资。

Hertzel (1993) 将定向增发折价的行为从信息不对称的角度进行分析。该研究发现，即使在折价发行的情况下定向增发也能为投资者带来正的异常收益率。定向增发的折价包含了投资者的信息收集成本，定向增发的异常收益率则说明定向增发向市场传达了有关公司价值的利好消息，该研究支持了 Myers and Majluf 关于信息不对称会最终导致投资不足的理论，公司的管理层倾向于在公司价值被高估时进行公开发行，如果上市企业的价值被低估时，公司管理层会选择定向增发这种融资方式向市场传递公司价值被低估的信息。该研究还认为，定向增发折价是对投资者由于参与定向增发持股比例上升，增加了监督责任的补偿，该研究结论支持监督效应假说。

### ④效益补偿假说

Caballero, Ricardo J. 和 Krishnamurthy (2005)<sup>3</sup> 提出了效益补偿假说，他们把定向增发对象进行分类，结果发现定向增发为外部投资者的发行折价率较之内部投资者的发行折价率而言更低，而外部投资者的股票超额回报率显著高于内部投资者的股票超额回报率，这说明定向增发折价是对投资者获取收益一种补偿的方式。

### ⑤管理防御假说

该假说是指，上市企业的经营者将选择消极抑或被动的投资方作为定向增发新股的认购对象，而这些新股的认购对象在履行了其认购权后往往不会过问公司

<sup>3</sup> Caballero, Ricardo J. and Arvind Krishnamurthy. Bubbles and Capital Flow Volatility: Causes and Risk Management [J]. NBER Working Papers, 2005:11-18

的日常生产经营活动。于是，经营者可以达到其长时间的控制上市公司的目的。因此，新股的高折价是对这些认购方的一种弥补，同时定向增发也侵害了那些未参与这一行为的股东的权益。

管理层防御行为最早在 Dann and DeAngelo (1988) 论文中被提及到，作者系统研究了经营管理者通过哪些方式组织并购的发生，定向增发就是文中被提及的一种重要方式。在前人的研究基础上，Wruck (1989) 又为管理层的防御行为找到了新的证据：通过定向增发行为，如果使得公司的股权集中度上升到一定程度时，那么超额回报率就会成为一个负值；如果使得公司的股权集中度下降到一定程度时，那么超额回报率就会成为一个正值；如果上市公司的股权结构变化后，使得股权相对平均（即不分散又不集中）时，那么超额回报率为负。

Barclay, Holderness, Sheehan (2007)<sup>4</sup> 研究认为现有证据不足以表明，定向增发的参与者会在认购公司股份后，可能会在董事会或者公司其他的部门担任职务，但是他们往往也不会去利用自己的职务监督管理层，同时这些投资者也并不会像大家想的那样积极投身到公司事务的管理中来。据此，他们认为上市企业的经营管理者会倾向于选择不主动参与上市企业经营管理的投资方，这样一来就不会影响上市企业经营管理者们的既得利益。所以说定向增发折价实际上是对那些不主动参与到经营管理的投资方的一种抵偿，“管理层防御假设”由此而来。

## （2）国内文献综述

我国的学者是从 2006 年国企股份制改革之后，才开始深入的研究定向增发这种融资方式。与此同时，定向增发这种融资方式在我国的上市公司中遍地开花不断发展，在我国股权再融资方式中占据一席之地。近年来，定向增发实施中出现的许多问题也成为我国广大研究者进行探讨的热点。

### ①定向增发的效应宣告

章卫东 (2007) 在对定向增发与上市企业的股价在市场中短期内的表现的研究中发现：定向增发在我国资本市场上存在正的宣告效应，就是说投资定向增发上市企业的投资者能够在较短期间内获得正的异常收益率，这与发达国家资本市场上的情况十分相似。他认为由于关联方和机构投资持有上市企业定向增发的更多的信息，他们的参与往往会被其他投资者认为是资本市场上的积极的信号，通过定向增发实现企业资产整体上市后，不但能够降低同行业之间的竞争风险和关联方之间的内部交易风险，还能够使控股股东进一步加强对管理层的监管，降低代理成本。为了对非上市资产进行合理定价，控股股东会将优质资产注入上市公司，加上关联股东在定向增发中获得的股份有三年的锁定期，大股东会通过提升上市公司的价值来实现自身利益的最大化，所以市场更加倾向通过定向增发实现整体上市的企业。值得一提的是，这一解释成立的条件是一系列理论和制度约束获得满足。

<sup>4</sup> Barclay M.J, Holderness C.G, Sheehan D.P. Private Placements and Managerial Entrenchment[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 3(4):461-484.

章卫东(2008)以信息不对称理论为基础对定向增发发行对象与公告效应之间的关系进行了研究,结果显示,与大股东相比,大股东以外的投资者定向增发的公告效应要更加明显;还发现大股东以外的投资者参与认购的股权数量与公告效应成正比。

邹斌等(2011)以近几年进行增发的上市公司为研究基础,将公开增发与定向增发股东财富效应进行对比研究。研究发现,正的长期的超额收益率在定向增发后上升明显,这表明大股东通过定向增发获得了正的财富效应。

## ②定向增发发行折价

国内许多研究者通过研究认为,当定向增发中有大股东认购时候,其折价率会比较高。

何丽梅(2010)<sup>5</sup>研究发现,定向增发的认购方包括关联方和大股东的时候,定向增发股票的折价要比非控股股东和关联股东其他认购组更高,并且大股东的认购份额与折价率成正相关的关系,所以大股东通过超低价认购股份进行利益输送的意图昭然若揭。在市场行情较好的时候进行的关联方和大股东的定向增发更有助于实现其利益输送的目的。

徐寿福(2009)<sup>6</sup>研究发现,定向增发过程中,对定向增发价格产生影响的主要因子就是大股东参与认购,在大股东意图的影响下很可能出现利益输送行为。他还认为大股东采取资产认购时的折价幅度要大于现金认购时的折价幅度。

郑琦(2009)<sup>7</sup>通过对2006-2007年两年间完成定向增发的157家企业进行研究分析,按增发对象把样本划分为机构投资者认购、大股东认购、大股东和机构投资者认购三个类别,然后采用对比分析法,研究发行折价率与认购对象的关系。他指出,只有机构投资者参与认购时,定向增发的价格折扣最小;而只有大股东认购时的定向增发折价率最高;认购对象有大股东和机构投资者时折价率介于只有机构投资者和只有大股东之间。因此,他认为有机构投资者参与认购时候,认购价格更能真实反映上市公司的投资价值;而只有大股东认购时候,很可能存在折价率过低而造成的财富转移问题。

张力上、黄冕(2008)<sup>8</sup>选择2006-2008年两年间定向增发的公司作为研究样本,通过实证分析得到,认购对象为上市企业大股东的时候,其认购比例越大折价程度就越高;认购者更关心的是上市企业的未来的经营业绩,发行方增发前的财务状况并未对发行价格产生明显的影响。

张鸣、郭思永(2009)<sup>9</sup>的研究也有类似的发现。在有大股东参与定向增发时,定向增发的价格主要会受到大股东的影响。他们研究发现,上市企业在定向增发

<sup>5</sup> 何丽梅.我国上市公司定向增发折价研究——基于较完整市场周期的分析[J]. 经济管理, 2010(32): 144-148

<sup>6</sup> 徐寿福.大股东认购与定向增发折价——来自中国市场的证据[J]. 经济管理, 2009(31):129-134

<sup>7</sup> 郑琦.定向增发公司盈余管理研究[J].上海金融学院学报, 2009(3):7-9

<sup>8</sup> 张力上,黄冕.我国A股市场定向增发定价的实证研究[J].财经科, 2008(9):15-19

<sup>9</sup> 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[J]. 会计研究, 2009(5): 141-143

时,会受到大股东的机会主义影响,并且大股东在定向增发过程中是否有转移财富和转移财富的程度会受到发行时大股东认购比例和增发定价的折价程度这两个因素一起影响着。

### 1.3.2 利益输送研究概述

#### (1) 国外文献综述

Johnson 等(2000)<sup>10</sup>最早提出了“Tunneling”的概念,在我国相关研究文献中常被称作“利益输送”、“掏空”、“利益侵占”、“隧道行为”。它主要是指将利益在地下通道转移,经营管理者利用各种合法和非法的手段将企业的资产和利润转移给自己的行为,这种行为对中小股东的利益造成极大的侵害。这种现象产生的重要原因是企业股权的高度集中,控股股东会通过各种途径侵占中小股东利益。

Grossman and Hart (1988)<sup>11</sup>首次正式提出利用控制权得到收益的概念,该概念通俗解释就是上市企业的控股权由控股股东掌握着,控股股东能够通过一些隐秘的手段将上市企业利益输送给自己而让中小股东买单,得到的收益被称为控制权收益。Shleifer and Vishny (1997)<sup>12</sup>研究表明如果上市企业的股权特别集中,那么上市企业的控股股东对小股东利益侵犯的可能性越大。上市企业的控股股东常常会利用控制权得到收益,而小股东利益受到侵害。

La Porta, Lopez-De-Silance and Shleifer (1999)发现了当股权过度集中在少数股东手中时,尤其是当这种股权集中度很高时,就容易出现控股股东“掏空”的行为。这样的结果,在2000年 Claessens, Djankov and Lang 的研究中也得到证实。

LLSV (2002)<sup>13</sup>认为在全球范围内的大型上市企业大部分存在着股权集中的现象,上市企业治理问题中不但有控股股东与中小股东之间委托代理问题,也有控股股东与经营管理人的委托代理问题。研究表明监督部门应该加强管理控股股东对中小股东利益的侵占。因此,公司治理首先要达到的目的就是保护其他股东利益不受到侵害。

#### (2) 国内文献综述

股权高度集中问题在我国上市公司较为普遍,这样的股权结构使得大股东的行为很难得到有效的监督,由此催生了大股东对中小股东利益进行侵占的问题。国内学者通过研究发现,在我国特殊的制度背景下,大股东侵害中小股东的现象普遍存在。大股东对中小股东的利益进行侵占的形式主要包括股权再融资后的关

<sup>10</sup> Johnson S,La Porta,Lopez-De-Silanes,Shleifer A,Tunneling[J].American Economic Review,2000,(90): 22-27

<sup>11</sup> Grossman, S. and Hart. One-Share-One-Vote and the Market for Corporate Control [J].Journal of Financial Economics, 1988,(4):175-202.

<sup>12</sup> Shleifer Andrei and Robert Vishny.A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance,1997,(3):737-783.

<sup>13</sup> La porta Rafael,Lopez-De-Silance F,Shleifer Andrei and Robert Vishny,Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Finance,2002,(3):1147-1170

关联交易、盈余管理、现金股利、资金占用等。

唐宗明, 蒋位(2002)<sup>14</sup>研究了我国资本市场上控股股东对中小股东利益的侵害。研究表明由于我国法律制度存在许多的漏洞, 同时我国对与投资者的保护制度不健全, 信息披露制度也不够严格, 因此大股东侵占少数股东利益的程度相当严重。

李增泉, 孙铮, 王志伟(2004)<sup>24</sup>, 在研究了我国上市公司关联交易的数据后, 在此基础上又对我国上市公司所有权的结构和大股东利益输送行为的关联性进行了深入的研究。研究发现, 由于内外部的股东的利益是不一致的, 内部的股东掌握了上市企业更多的资源和信息优势, 就更有动机进行利益输送。但是如果内部股东的持股比例很高, 达到能够控制上市企业的经营决策时, 内部股东和上市企业的利益就趋向于一致。

谭劲松, 陈颖(2007)<sup>25</sup>结合我国特殊的制度背景, 对“陆家嘴”、“云天化”、“申能股份”等五家上市公司的股票回购案例进行了深入的分析, 结果显示, 五家上市公司实施股票回购的重要动机是大股东为了满足自身的利益, 将上市企业利益输送给自己, 这也是上市公司向国有控股股东利益输送的一种方式。

公司内部控制人利益输送的问题在全世界范围内都普遍存在, 国外对此研究得较早, 但是国内外学者都认为公司股权的高度集中是造成利益输送行为的重要原因。国外学者还发现利益输送的方式多种多样, 并且利益输送行为不仅侵害中小股东利益, 还可能影响市场的健康发展。而由于我国多数上市企业都存在一股独大的现象, 我国的学者通过研究发现相较于国外, 我国的上市企业中大股东利益输送的行为更加严重。

### 1.3.3 定向增发与利益输送相关性研究概述

#### (1) 国外文献综述

自上世纪 90 年代以后, 定向增发开始在欧美等发达的资本国家市场风靡。因此, 国外针对定向增发的研究也开始大量增多, 其中关于利益输送与定向增发的研究主要有增发折价、公告效应、定向增发后公司业绩表现等。

Cronqvist 等(2005)<sup>15</sup>运用 logit 模型对瑞典企业选择其他再融资方式或是定向增发实现股权再融资进行研究, 研究表明家族性的企业为了使控制权不旁落他人, 更倾向于选择定向增发这种融资方式, 或者是发行权利较低的股票来保持自己的控制权。

Beak 等(2006)<sup>16</sup>以 1989 年到 2000 年进行了定向增发的韩国企业为样本进行

<sup>14</sup> 唐宗明, 蒋位. 中国上市公司大股东侵害度实证分析[J]. 经济研究, 2002, (4) 44-51.

<sup>15</sup> Cronqvist.H,and Mattias N. The Choice between Rights Offerings and Private Equity Placements[J]. Journal of Financial Economics,2005,(78):375~407.

<sup>16</sup> Beak,Jae-Seung,Jun-Koo Kang,and Inmoo Lee.Business Group and Tunneling:Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols[J]. Journal of Finance,2006(61):2415-2449.

研究,探讨了定向增发中的利益输送问题。韩国的上市企业主要会通过向控股股东折价增发或者将同一集团内部的效益差的企业的股票增发给效益好的企业。显然溢价增发的超额收益率会更高,但是不论溢价或是折价,最终受益的都会是上市企业的控股股东。研究还表明拥有绝对控制权的大股东可以在集团的子公司之间通过定向增发来实现财富的转移并从中获得利益。大股东在发行公司的持股比例比它在认购公司持股比例低时,发行公司更倾向于利用定向增发来实现利益输送,从而侵害中小股东利益。实证研究显示,当定向增发的公司以往的盈利能力很强,并且同一大股东在发行方的持股比例高于认购方的持股比例时,就更有可能以折价的方式认购。

## (2) 国内文献综述

由于我国企业“一股独大”的现象普遍,利益输送现象在我国企业中比较严重,定向增发有可能成为大股东利益输送的保护伞。因此,国内学者热衷于研究我国企业定向增发中的利益输送问题。

唐宗明和蒋位(2002)认为我们国家的股权集中度相较于发达国家的企业更高,所以在资本市场上我们国家的利益侵害行为就更加的频繁。而加之我国无论在法律制度的健全方面还是外部监管机构的监督力度方面都很薄弱,这就为大股东利益输送行为提供了土壤。

黄建中(2007)<sup>17</sup>的文章中认为,如果上市企业只向其控股股东进行定向增发并且其目的是从控股股东处收购优质资产,那么这种行为从本质上来说就是一种利益输送的行为。他认为,在我国法律环境和外部监督都不健全的背景下,董事会会在定向增发中的决策权被不断的放大。在实际操作中,定向增发的议案都是授权董事会来全权办理的,这样就会导致大股东和关联方的一些寻租活动,这就包括向大股东的利益输送行为。

郑琦(2008)<sup>18</sup>选取2006-2007年间成功实施了定向增发的企业作为研究对象。通过对于定向增发认购对象的分组,分析了新股认购对象与新股认购价格间是否存在一定的关系。研究得出结论:认购对象与认购价格间有着很大的联系,当大股东作为唯一的新股认购对象时,认购价最低;当机构投资者作为唯一的新股认购对象时,价格最高;当二者皆为认购对象时,价格处于一个中间位置。表明了大股东会压低增发价,机构投资者会抬高增发价。于是,可以发现当实施定向增发的过程中存在着战略投资者的身影时,中小投资者的财富就会在一定程度上得到保全。

朱红军、何贤杰和陈信元(2008)<sup>19</sup>通过对上市公司驰宏锌锗定向增发的案例进行研究,发现驰宏锌锗大股东虽然宣称定向增发可以实现利益协同效应,但是由于制度的不完善,定向增发行为却沦为大股东利益输送的工具。驰宏锌锗大股

<sup>17</sup> 黄建中. 上市公司非公开发行的定价机制研究[J]. 上海金融, 2007(2):56-60

<sup>18</sup> 郑琦. 定向增发对象对发行定价影响的实证研究[J]. 证券市场导报, 2008(04):33-36.

<sup>19</sup> 朱红军, 何贤杰, 陈信元. 定向增发盛宴背后的利益输送现象:理论根源与制度成因——[22]基于驰宏锌锗的案例研究[J]. 管理世界, 2008, (6):136-148.

东通过定向增发前长期停牌，刻意打压基准日前股价，注入劣质资产，配合定向增发后发放高额现金股利等方式进行利益输送，结果导致大股东的控制权地位也没有被动摇，还从上市公司套取了大量资金，严重侵占了中小股东利益。文中对定向增发相关政策法规的制定和完善有一定的借鉴意义。

王秀丽，马文颖(2011)<sup>20</sup>以定向增发新股折扣率作为切入点，通过统计方法研究了控股股东参与认购、以非现金资产作为认购方式、定价基准日距首次发行日时间间隔、上市公司前十大股东持股比例大幅增长等因素是否以及如何影响发行价格。研究发现，定向增发的利益输送方式，而是多种多样的。

张鸣、郭思永(2009)<sup>21</sup>通过研究 2005-2007 年间我国上市公司实施定向增发的 194 个股票样本，考察了定向增发的折价影响因素。研究表明，定向增发时大股东认购股份的比例与大股东已经持有上市公司的股份比例有关联，这两者的差额如果越大那么折价的水平就越低。并且研究还发现，控股股东侵占中小股东权益的成本如果越高，那么大股东认购股份时的折价程度就越多。

刘白兰，朱臻和孙进军(2012)<sup>22</sup>以 2006 年至 2010 年上市公司定向增发事件为研究样本，研究了定向增发中大股东侵害中小投资者利益问题。研究发现：面向机构投资者定向增发发行的折价率最低，面向大股东和机构投资者发行的折价率居中，而面向大股东发行的折价率最高。大股东通过定向增发进一步巩固了控制权地位，并且通过低价增发侵占了中小投资者权益。

王志强、张玮婷和林丽芳(2010)<sup>23</sup>将 2006 年至 2007 年两年间实施了定向增发的上市公司样本按增发对象分成大股东、关联方、大股东和关联方三组进行对比研究，他们发现大股东和关联方所在组存在发行折价更高的现象，因为他们掌握着更多的信息和资源，利益输送更加便利。通过对比分析公司定向增发前后关联交易量，发现上市公司关联交易总规模在定向增发后呈显著上升趋势，表明上市公司存在定向增发后利用关联交易进行利益输送的可能。

赵玉芳等(2011)<sup>24</sup>以 2006 年 5 月到 2009 年底沪深两市实施了定向增发的上市公司为研究样本，设计没有实施过再融资的上市公司作为对照组，考察上市公司定向增发和增发后现金分红水平的关系。研究表明，通过定向增发融资的上市公司比没有定向增发的上市公司在年末会发放更多的现金股利，而有内部股东参与定向增发的上市公司也会倾向于多发放现金股利。

### 1.3.4 文献评述

通过回顾国内外文献可以发现在上市公司定向增发中普遍存在利益输送行

<sup>20</sup> 王秀丽, 马文颖. 定向增发与利益输送行为研究——来至中国资本市场的经验证据[J]. 财贸经济, 2011(7):63-69.

<sup>21</sup> 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移[J]. 会计研究, 2009, (5):78-86

<sup>22</sup> 刘白兰, 朱臻, 孙进军. 定向增发、代理冲突与中小投资者保护[J]. 金融理论与实践, 2012(4):76-81.

<sup>23</sup> 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]. 南开管理论, 2010, (3):109-116.

<sup>24</sup> 赵玉芳, 余志勇, 夏新平和汪宜霞. 定向增发、现金分红与利益输送[J]金融研究, 2011, (11):153-166.

为，在国内外都有着其实施的途径。国外研究对于定向增发的折价原因研究比较多并且形成了具有影响力的理论假说。在我国研究人员将上市公司的定向增发置于我国特殊的制度背景之下，我国学者还对上市公司定向增发的公告效应、增发后业绩表现、利益输送行为做了相关研究。在对于利益输送的研究上，国外的理论研究比较早，认为股权高度集中是利益输送的主要原因还发现了多种多样的利益输送的方式，国外定向增发利益输送行为主要是通过发行折价来实现的。相对于国外，我国由于上市公司的股权集中度高，并且存在严重的代理问题和信息不对称问题，所以利益输送问题更加严重，途径更加多样化。主要有定向增发新股制定不合理的低价、大股东以高价注入资产的方式认购定向增发新股（在上市公司定向增发中的利益输送问题研究；这个过程中往往伴随着低价认购，造成了对中小股东的双重侵权），以及定向增发认购方的套现行为。

## 1.4 研究内容

第一章绪论部分，介绍本文的选题背景，研究意义，案例的选择，研究的内容、方法和文章的结构。回顾和评述了国内外定向增发、利益输送和定向增发与利益输送关系的相关文献，从中找出本文的研究方向研究的意义。

第二章定向增发与利益输送的相关理论分析，本章先对定向增发与利益输送的相关概念进行界定，然后对我国定向增发的特征和方式详细阐述，最后就定向增发中利益输送问题的理论（代理理论、信息不对称理论）进行了分析。

第三章我国上市公司定向增发利益输送情况的现状进行分析，回顾了定向增发形成与发展过程及我国对定向增发的相关法律规定，然后分析了我国定向增发中利益输送的主要途径。

第四章定向增发的利益输送问题及案例分析，对北京银行定向增发事件进行了案例分析。分析发现，北京银行通过操纵发行价格、发行前盈余管理降低利润、提高增发对象授信额度等手段对股东进行了利益输送的行为。

第五章对本文的研究内容作出结论，并提出监管建议。本文认为造成利益输送现象主要是因为法律的不完善和监管不到位。本文认为应当从规范增发价格，加强定向增发新股信息披露的监管，明确事后追责机制等方面来进行完善。

## 1.5 研究方法

文主要采取的研究方法包括：文献分析法、比较分析法、案例分析和事件研究法。本文首先采用文献分析法对上市公司定向增发相关文献资料进行总结和归纳，为的是掌握目前国内外研究现状，借鉴已有的研究成果，为本文的研究提供理论框架和方法指导，使本文内容更加科学、更加丰富。

其次，本文采用比较分析法对上市公司的几种主要再融资方式的各项条件进

行比较,分析不同方式再融资的优劣势;以及在案例分析中对定向增发前上市公司的股价、财务指标状况进行比较,来说明定向增发所造成的经济后果。

最后是案例分析法和事件研究法。本文在研究定向增发相关背景和理论基础之上,结合典型上市公司定向增发的案例,具体分析了本案例中定向增发的背景、动因,整个定向增发的全部操作流程,并且对定向增发中的利益输送问题做出分析,对定向增发后的经济后果进行评价,从而为中小投资者及监管机构提出相关建议。

## 第二章 概念界定与理论基础

### 2.1 概念界定

本章主要对本文研究所涉及到的概念进行界定,主要包括定向增发与利益输送的概念界定,并介绍与研究内容相关的基础理论,为后文研究奠定理论基础。

#### 2.1.1 定向增发

定向增发,又称为非公开发行,就是向特定投资者发行股票,一般认为它同常见的私募股权投资有相同之处,定向增发对于发行方来讲是一种扩大融资能力筹集发展资金的方式,对于购买方来讲是一种股权投资。<sup>25</sup>定向增发有着很大的投资机会,定向增发发行价较二级市场往往有一定的折扣,且定向增发募集资金有利于上市公司的发展,反过来会助力上市公司股价,所以定向增发这种融资方式在我国的发展势头迅猛,并成为我国资本市场上主要的融资方式之一。

#### 2.1.2 利益输送

“利益输送”是 Johnson, La Porta, Lopez Shames 和 Shleifer (JLLS) 在 2000 年提出的一个概念,原意是指通过地下通道转移利益的行为,企业控制者通过各种合法和非法的行为将上市企业的利益转移到自己手中的行为,这些行为极大的侵害了中小股东的利益。利益输送在我国又有“隧道行为”、“掏空”等多种称谓。

目前学术界将利益输送的概念分为两类,即广义的利益输送和狭义的利益输送。广义的利益输送包括财产利益、公司机会、营业项目的转移,狭义的利益输送仅指财产利益的转移。而狭义的利益输送又可以分为两个方面,一是利益输出,指大股东通过使用非法的隐蔽的手段将上市公司的利益转移到自己手中而侵害

<sup>25</sup> 尹珊. 上市公司定向增发对公司价值影响研究[D]. 山东:山东大学, 2012.

小股东的利益；二是利益输入，是指大股东将集团公司的优质资源转移给上市公司，从而达到利益协同的效果。本文主要研究利益输出。

## 2.2 理论基础

本文研究的基础理论主要是参考了代理理论和信息不对称理论。本文研究的主要是定向增发过程中利益输送问题，这就涉及到大股东与中小股东之间的利益冲突。这两者之间利益冲突问题可以由以下两个理论来加以阐释。

### 2.2.1 代理理论

代理问题分为两类，第一类是传统的代理问题，产生于股东与经营管理者之间，上市企业的经营权和管理权相分离，而实际经营方和管理层的利益是不同的，这就会产生代理问题。而后在传统的代理理论的基础上 La Porta 等人经过研究又逐步探索出另一类代理问题，即大股东与中小股东的利益冲突。<sup>26</sup>

由于不可能让每一位股东都参与到企业的治理决策中来，因此企业的管理是掌握在大股东的手中的。理论上来说，小股东购买了上市企业的股份就是上市企业的一份子，其有权参与到企业的生产经营决策中来。事实的情况是，由于小股东的资金、技术和实力的局限性，他们很难实际参与到上市企业的重大决策中，而控股股东依托着自己先天拥有的资金实力和信息资源优势，很容易就控制上市企业的一切事项，轻松获取控制权收益。在这样的情况下，中小股东没有话语权，在上市企业的重大决策上只能“用脚投票”。

### 2.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论是指在市场经济活动中，不同参与方对信息的了解程度是不同的；获得比较充分信息的人员，往往处于比较有利的地位，而信息贫乏的人员，则处于比较不利的地位。该理论认为：资本市场中相较于买方，卖方会更占优势。这是因为卖方更加了解商品的属性，也掌握着许多商品的核心信息，这些是买方所无法获取的，而掌握信息较少的一方也会不断地努力握信息较多的一方获得信息，卖方也可以通过这样传递信息的方式从中获得收益，这也可以在一定程度上弥补信息不对称的问题。

从现代资本市场股权结构来看，上市公司大股东较之小股东具有信息优势。大股东与管理者是上市公司的内部管理者，中小股东是外部投资者，内部人相比外部人也有信息优势。大股东控制上市公司，选举公司的董事会和管理者，对公

<sup>26</sup> La porta Rafael, Lopez-De-Silance F, Shleifer Andrei and Robert Vishny, Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Finance, 2002, (3):1147-1170

公司的财务信息了如指掌,有时为了吸引投资还会对报表中的财务数据进行一定程度的“加工”,不会公布真实的经营情况。而中小股东所能获得的信息恰恰也是这些经过“加工”的信息,这必然不能反映真实的上市公司的业绩,所以这种情况就会导致投资者被误导,盲目的投资,大股东从中攫取利益。

### 第三章 我国上市公司定向增发利益输送现状分析

#### 3.1 我国上市公司定向增发现状

##### 3.1.1 法律法规的完善

定向增发在我国的发展主要经历了三个发展阶段。第一阶段是在1994年江铃汽车以定向增发方式对美国福特公司进行融资,自此定向增发便在我国股权再融资市场诞生了。但是,在2005年之前,我国证券市场并无指引定向增发操作的相关法律法规,并且在2005年前也鲜有定向增发的案例。股权分置改革以前,我国上市公司定向增发的数量比较少,有1998年的“巴士股份”<sup>27</sup>,1999年的“大众交通”和“东软股份”,2001年“大众交通”再次进行定向增发,以及2002年的“京山轻机”。第二阶段是2005年10月27日《证券法》修订通过,明确了定向增发实施方案中的认购对象和认购范围,随后再次修订的《证券法》补充了认购方式,即允许采用非货币性资产认购新股。由于前面的法律法规对于定向增发的规定不够完善,致使我国的定向增发市场相对比较混乱,第三阶段是在2007年以后我国证监会出台了《上市公司非公开发行股票实施细则》以及《关于上市公司要做好非公开发行股票的股东大会、董事会决议相关注意事项函》来规范我国定向增发市场,以保全所有股东的利益。

2006年,我国证监会颁布了《上市公司证券发行管理办法》,里面对定向增发做了如下规定:

(1) 发行对象:“定向增发的发行对象应当不超过10名,且符合股东大会决议规定的条件。如果发行对象为境外战略投资者,应当经国务院相关部门批准<sup>28</sup>。”

(2) 发行定价:“发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%<sup>29</sup>。”

(3) 锁定期规则:“发行股份自发行结束之日起,12个月内不得转;控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份,36个月内不得转让<sup>30</sup>。”

<sup>27</sup> 巴士股份向上海公交控股有限公司定向增发万股国有法人股换取母公司持有的两家公交公司。

<sup>28</sup> 引自《上市公司证券发行管理办法》第三十七条

<sup>29</sup> 引自《上市公司证券发行管理办法》第三十八条

<sup>30</sup> 引自《上市公司证券发行管理办法》第三十八条

2007年，证监会为了规范上市公司的定向增发行为，制订了《上市公司非公开发行股票实施细则》，对定向增发行为作了进一步的规定：

(1) 定价基准日：“定价基准日可以为本次定向增发新股的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期首日<sup>31</sup>。”

(2) “定价基准日前20个交易日股票交易均价=定价基准日前20个交易日股票交易总额/定价基准日前20个交易日股票交易总量<sup>32</sup>。”

(3) 锁定期规则：“新增通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者与引入境外投资者锁定期为36个月<sup>33</sup>。”

### 3.1.2 我国定向增发的特征

#### (1) 定向增发的认购对象

参与定向增发的认购对象包括：大股东及大股东的关联方、境内自然人、境内外机构投资者还有换股公司股东。我国法律规定定向增发发行对象的数额不得超过十名；只有经国务院相关部门的事先批准，才可以对境外战略投资者进行增发。

#### (2) 定向增发的认购方式

在我国对于定向增发认购方式的规定是伴随着证券市场的发展得以完善的。2001年，我国相关法律规定，上市公司以公开增发或配股的方式进行再融资时仅能以现金认购方式进行。2006年我国进行股权分置改革后，定向增发作为一种新的股权再融资方式引入我国，《上市公司证券发行管理办法》中对于非公开发行事项认购方式的规定为投资者在进行上市公司增发股份时，可以用货币和非货币资产作为对价进行认购，其中非货币资产需要根据相关的资产评估事务所的评估报告来确定资产的价格。根据认购方式的不同，定向增发可以分为完全以现金认购的定向增发，完全以资产认购的定向增发，现金和资产混合认购的定向增发。<sup>34</sup>

##### ① 现金认购

现金具有流动性好，变现能力强的优势，所以相对与其他的融资方式来说，现金认购更加能够及时为企业提供发展资金，向资本市场传递积极的信号。所以现金认购对企业的长期发展来说具有积极的影响。除此之外以现金认购股份能够提供给上市企业输送珍贵的资金血液。缩短企业整合的时间，实现企业的超常规发展。投资者以现金方式认购其所定向增发的流通股，可以使资金回到上市公司当中，而非被上市公司原来的大股东拿走，不仅满足上市企业的资金需求，也能

<sup>31</sup> 引自《上市公司非公开发行股票实施细则》第七条

<sup>32</sup> 引自《上市公司非公开发行股票实施细则》第七条

<sup>33</sup> 引自《上市公司非公开发行股票实施细则》第九条

<sup>34</sup> 姜淇川. 上市公司定向增发中的隧道行为研究[D]. 沈阳: 沈阳工业大学, 2015.

增加中小股东的权益，而且还能为处于高速扩张阶段的企业节约宝贵的现金。

### ②资产认购

以资产认购股权是定向增发中常见的一种方式。但是由于定向增发资产的价格不能准确评估，资产的质量短期内不能有效的衡量，所以以资产认购股权对投资者来说具有一定的风险性，所以我们需要长期关注资产质量和与上市企业业务的匹配度。

在实施定向增发的过程中，我们并不能保证投资者所注入的资产一定是能为企业带来绩效的优质资产，而且在我国资本市场上投资者以劣质资产高估价格注入实施定向增发的公司的现象比比皆是，因此，在短时间内对于投资者注入的资产不能很快有一个正确真实的判断。这里的优劣是指资产在流动性、变现能力和匹配性等方面的表现。同时，对资产进行价值评估的资产评估事务所也许会配合这种利益输送行为对评估价格进行包装舞弊，加上财务顾问的大加吹捧会使缺乏经验的中小投资者做出不理性的投资行为。但是随着时间的推移，劣质的资产最终会露出马脚，对公司的业绩造成负面影响，从而损害广大股民的利益。

## 3.1.3 我国定向增发的主要模式

### (1) 项目融资型

当上市公司在建立新的利润增长点时，常常会面临资源不足、资金链断裂等的情况，如果按照规定的程序实行增发、配股，可能因为需要较长的时间而错失发展的良机；如果通过发行债券的方式或者长期短期向银行借款，会增加企业的风险，如果上市公司对纵向或横向合作企业进行定向增发，不仅能够解决资金需求问题，还能减少关联交易，扩展企业产业链条，使上市公司获得更广阔的发展平台。其中最典型的案例就是苏宁电器，从2006年中旬定向增发被正式推出到2009年底，短短不到三年的时间里成功实施了三次定向增发，公司股价上涨近70倍，为广大的中小投资者带来了极为丰厚的回报，成为我国资本市场上利用定向增发募集资金实现跨越式发展的典范。

### (2) 资产注入型

是上市企业股东通过向上市企业注入优质的资产而换取股权的一种定向增发的方式。在股权分置改革完成后，证监会和国资委相继发文鼓励未上市的集团公司将优质资产注入上市公司，将上市公司做大做强。上海医药是资产注入型定向增发中比较典型的案例材料。上海市医药股份有限公司先在大股东上海医药集团的支持下吸收合并上海市实业医药投资股份有限公司和上海中西药业股份有限公司，之后向大股东上海医药集团定向增发股份购买优质资产实现整体上市。整体上市后的“新上药”囊括前几个公司的核心资产，成为覆盖医药行业全产业链的大型综合性医药龙头企业。同时，随着优质资产的大量注入，从长期业绩来看，“新上药”的盈利能力和成长能力显著提高。

### （3）引入战略投资者型

这种方式是上市企业通过引进与本企业的市场渠道，经营方针，长期战略规划一致或者互补的其他企业来实现本公司资源的整合以及业绩的提升。由于我国的证券法对战略投资者持股的时间有规定，通常不低于三年，所以通过引入战略投资者，上市公司不仅能获得未来持续发展所需的资金，还能与战略投资者共享先进技术、管理经验以及市场渠道。目前我国的资本市场上，该类定向增发的对象大多是境外战略投资者，投资者大多数是该行业国际佼佼者。典型的案例就是四川长虹引入微软作为战略投资者，该次定向增发是长虹与微软在资本层面的战略合作，进一步强化了长虹在高新技术领域的领先优势，在公布定向增发预案的当天，四川长虹的股价便收于涨停。

### （4）并购重组型

2008年出台的《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司收购管理办法》鼓励收购方可以采取现金、增发股份、发行公司债券等多种支付方式实现并购重组。相较于现金收购，将定向增发作为并购对价方式可以减轻收购方的现金流压力，降低收购难度，提高收购效率。这种类型典型方式是“借壳上市”，即通过兼并重组有“壳资源”的上市公司，然后“借壳公司”将自身优质资产注入。这不仅挽救了面临退市困境的“壳公司”，还给“借壳公司”节省了复杂的手续费和高额的公关费。

## 3.2 我国定向增发中利益输送的途径

### 3.2.1 操纵发行价格

在定向增发中，对认购方来说，不管是发行公司股东还是机构投资者都希望以尽可能低的价格来认购发行的股份，因此发行的价格对于买卖双方来说是影响利益的关键因子。我国相关的法律仅对发行价格进行了规定，即为定价基准日前二十日股票的均价，但是对于定价基准日的确定日期没有明确的规定，仅说定价基准日为董事会决议公告日、股东会决议公告日和定向增发发行首日三者择其一，所以股东对选择什么样的时机进行定向增发就具有很大的灵活性。当增发方案还未确定具体细节时，发行方可以申请暂时停牌，在此期间完善增发方案，这样可以将发行价格保持在低价。当增发方案确定后，发行方可以选择在股价低位时召开董事会或股东大会。将股价锁定在低价，为大股东日后攫取上市公司利益提供了条件。朱红军、何贤杰和陈信元（2008）通过研究驰宏锌锗案例指出，定向增发前的长期停牌可能是大股东在定向增发中掏空上市公司的一种手段。案例中驰宏锌锗控股股东云冶集团通过停牌2个月，将增发基准价格固定在2个月前

的低价位，从而为大股东节约成本 2.405 亿~3.582 亿元<sup>35</sup>。

### 3.2.2 操纵盈余管理

我国证监会对申请配股和公开增发的上市公司的业绩都有严格的规定，配股发行条件是“(1) 近 3 个会计年度连续盈利；(2) 最近 3 年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%”。公开增发的发行条件是“最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均应不低于 6%”。所以，为了达到标准，上市公司会对其利润和净资产收益率进行盈余管理。相比之下，证监会对于定向增发并没有财务利润上的要求，但是控股东具有侵占中小股东利益的强烈动机，为了募集更多资金和股份，他们常通过盈余管理让定向增发的价格操控在期望的价格区间。

发行方通常会盈余管理来降低上市企业的经营业绩，以此达到低价增发的目的。如果是向其他机构投资者进行定向增发，发行方为了获取更多的利益，会通过操纵盈余管理来提升业绩。由此可见，发行方往往在定向增发前操纵盈余管理来输送利益给自己。

### 3.2.3 操纵内幕信息

内幕信息是十分有价值的隐性资产，拥有者能够利用它获得利益。然而由于信息的不对称性，并非所有的投资者都能获取到内幕信息，所以大股东作为内幕信息的直接接收者，独自享受着内幕信息带来的各种收益，间接给中小股东利益带来侵害。另外不雅内幕信息的曝光，甚至会影响企业形象，造成股价持续下跌，最终损害中小股东利益。每次的定向增发也伴随着内幕信息的发酵，大股东通常会在定向增发信息公诸于众前，抬升或打压股价来抛售或购买股票攫取私人收益。

## 第四章 案例分析

### 4.1. 案例背景介绍

#### 4.1.1 基本情况

北京银行(股票代码 601169)是 1996 年 1 月 29 日在北京成立的，它的前身是北京市原 90 家城市信用合作社组建而成，北京银行设立时的名称为“北京城

<sup>35</sup> 朱红军,何贤杰,陈信元.定向增发“盛宴”背后的利益输送:现象、理论根源与制度成因.管理世界,2008,(6):136~147

市合作银行股份有限公司”。北京银行是中国最早成立的城市商业银行之一，是一家中外资本融合的新型股份制银行，北京银行成立时的注册资本为人民币 10 亿元。成立 19 年来，北京银行依托中国经济腾飞崛起的大好形势，先后实现引资、上市、跨区域、综合化等战略突破。截至 2014 年，已在北京、天津、上海、西安、深圳、杭州、长沙、南京、济南、南昌、湘潭、聊城等 11 个城市设立 200 多家分支机构，成立香港和荷兰阿姆斯特丹代表处，发起设立国内首家消费金融公司——北银消费金融公司，首批试点合资设立中荷人寿保险公司，开辟和探索了中小银行创新发展的经典模式。

2004 年 9 月 28 日，为实施跨区域发展战略，经中国银监会北京监管局《关于北京市商业银行更名的批复》批准，北京银行名称由“北京市商业银行股份有限公司”更名为“北京银行股份有限公司”。为了达到充实公司资本完善股权结构的目的，2005 年 9 月 2 日，在通过银监会的批准后，北京银行引进了境外战略投资者荷兰 ING 银行及境外财务投资者 IFC，荷兰的 ING 集团目前是北京银行的第一大股东。2007 年 9 月，北京银行股份有限公司 A 股在上海证交所上市。2010 年末，北京银行的资产规模已达到 7332 亿元，同比增长 37.44%；存款总额 5577 亿元，同比增长 24.79%；贷款总额 3347 亿元，同比增长 22.40%，目前已跻身中型银行之列。

从北京银行近年来的发展来看，作为全国最大的城市商业银行，该行已经完成了京、沪、深以及西部的分行布局。除异地扩张之外，北京银行还设立了北银消费金融公司，投资中荷人寿保险，业务拓展综合性较强。

北京银行近年来多次在资本市场上融资，根据北京银行年报披露的信息，其融资的目的主要是为了补充其核心资本或者附属资本。其上市以来的融资规模及融资来源如下图：

表 4-1 北京银行融资情况汇总表

序号	融资类型	融资上市日	融资总额
1	二级资本债券	2015 年 3 月 13 日	180 亿元人民币
2	非公开发行优先股	2014 年 12 月	150 亿元人民币
3	定向增发 A 股	2011 年 4 月 8 日	118 亿元人民币
4	次级债券	2011 年 1 月 8 日	100 亿元人民币
5	IPO	2007 年 9 月 19 日	100 亿元人民币

资料来源：通过巨潮资讯网整理而得

由上表可以看到，北京银行近年来的融资方式有发行次级债和优先股，2011 年的定向增发是是北京银行自 2007 年 9 月 19 日上市以来，首次在 A 股市场上进行的再融资行为。

在北京银行定向增发的公告中写到，公司此次非公开发行的主要目的是为了补充核心资本，提高资本充足率水平，适应中国银监会日趋严格的资本监管要求，增强公司抵御风险的能力。那么北京银行核心资本是否急需补充？在北京银行提出定向增发募集资金提升其核心指标充足率的上一年末，也就是 2010 年末，我

们选取与北京银行规模相当的上市商业银行的资本充足率和核心资本充足率数据，来分析北京银行是否迫切需要融资。如下表所示：

表 4-2 北京银行资本充足率行业对比图

序号	上市银行	2010 年底资本充足率 (%)	2010 年底核心资本充足率 (%)
1	中国银行	12.97	10.07
2	农业银行	11.94	9.50
3	招商银行	11.53	8.22
4	民生银行	10.86	7.87
5	浦发银行	12.70	9.20
6	华夏银行	11.68	8.72
7	平安银行	11.51	8.46
8	光大银行	10.57	7.89
9	中信银行	12.27	9.91
10	兴业银行	11.04	8.20
行业对比	行业平均	11.707	8.804
	北京银行	12.62	10.51
	行业排名	第三	第一

资料来源：通过巨潮资讯网整理而得

通过上表，我们可以看到北京银行 2010 年底的资本充足率为 12.62%，核心资本充足率为 10.51%，远远高于同行业的平均水平，甚至高于国有银行的水平。通过查阅资料，北京银行自上市以来，连续三年资本充足率和核心资本充足率都高于银监会的要求，2007 年底上市时其资本充足率和核心资本充足率曾一度高达 20.11%和 17.47%。且 2011 年到 2013 年之间国家严格控制新增贷款规模，专家预测北京银行的资本金完全可以满足其未来两年的发展，可见当时北京银行的资金缺口并不明显，并非迫切需要融资。

#### 4.1.2 北京银行定向增发基本信息

##### (1) 定向增发过程

北京银行定向增发过程先后经历董事会审议、股东大会审议、发行监管部门核准、资金募集和验资以及办理股权登记。期间具体日期和事项如下所示：

表 4-3 北京银行定向增发过程

相关程序	时间	事件
董事会审议程序	2011 年 4 月 8 日	北京银行第四届董事会第六次会议审议通过了《关于非公开发行股票方案的议案》等关于本次非公开发行的相关议案。
	2011 年 4 月 9 日	发行人就此事项在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》及上海证券交易所网站进行了公告。
股东大会审议程序	2011 年 4 月 29 日	北京银行 2010 年度股东大会审议通过了《关于非公开发行股票方案的议案》等关于本次非公开发行的相关议案，并将本次股东大会决议在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》及上海证券交易所网站进行了公告。
	2011 年 6 月 20 日	中国银监会出具了《中国银监会关于北京银行非公开发行股票方案的批复》，批准了北京银行本次非公开发行方案。
监管部门核准过程	2012 年 11 月 28 日	经中国证监会发行审核委员会审核，北京银行本次非公开发行申请获得通过。
	2012 年 1 月 16 日	中国证监会出具了《关于核准北京银行股份有限公司非公开发行股票批复》，核准本次非公开发行
募集资金及验资	2012 年 3 月 22 日	截至 2012 年 3 月 9 日，本次发行募集资金总额为 11,799,999,958.67 元，公司已经收到上述款项普华永道于 2012 年 3 月 22 日出具验资报告。
办理股权登记	2012 年 3 月 26 日	本次非公开发行的新增 A 股股份在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管手续。

资料来源：通过北京银行公开的信息整理得到

下表是北京银行本次定向增发的基本信息：

表 4-4 北京银行定向增发基本信息

序号	科目	信息
1	发行股票的面值及种类	本次发行的股票种类为境内上市人民币普通股（A 股），每股面值为人民币 1.00 元
2	发行方式	向特定投资者非公开发行
3	发行对象	10 家特定投资者
4	发行价格	人民币 10.67 元/股（经除息调整后的发行价格）
5	发行数量	1,105,904,401 股
6	发行费用	108,856,590.44 元
7	募集资金总额	11,799,999,958.67 元
8	资产过户情况	本次发行不涉及资产过户情况，发行对象均以现金认购
9	保荐机构	中信建投证券股份有限公司、摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

资料来源：北京银行公开的信息整理得到

## (2) 发行对象及结果

本次定向增发发行对象主要是九家机构投资者，其认购金额和认购股份数量如下图所示：

表 4-5 发行对象认购情况表

发行对象	认购金额（元）	认购股份数量（股）
华泰汽车集团有限公司	3,499,999,989.64	328,022,492
中信证券股份有限公司	2,999,999,991.12	281,162,136
泰康人寿保险股份有限公司	1,999,999,994.08	187,441,424
国家开发投资公司	799,999,991.23	74,976,569
力勤投资投资有限公司	499,999,998.52	46,860,356
中国恒天集团有限公司	499,999,998.52	46,860,356
南方工业资产管理有限责任公司	499,999,998.52	46,860,356
华能资本服务有限公司	499,999,998.52	46,860,356
西安开源国际投资有限公司	499,999,998.52	46,860,356
合计	11,799,999,958.67	1,105,904,401

资料来源：通过北京银行公开的信息整理得到

从上表观察，北京银行本次定向增发的认购方基本都是新面孔，只有恒天集团和中信证券两家是现有股东。此次认购的股份限售期为三年，募集的资金将用于补充北京银行核心资本。

## 4.2 利益输送行为的具体分析

### 4.2.1 发行定价过低

我国上市公司定向增发的对象一般是企业的股东或者是投资者，为了吸引投资者的资金，发行方往往会倾向于选择有利于发行对象的时机。由于外部的政策环境会变化，信息不对称等因素会对上市企业的股价产生影响，这时上市公司管理层会因此选择将定价基准日定在有利于发行对象的水平，这样认购方就可以以较低的价格获得股份。在我国，多数的上市企业会选择董事会决议的公告日作为定向增发的基准日，但是这个日期距离定向增发的日期还有一段时间，这段时间给大股东进行低价增发一个很好的机会。前文中我们提到过我国多数学者的研究结果显示，定向增发具有正的公告效应，市场对于上市企业定向增发的反映往往是积极的，因此发布定向增发预案公告后的上市公司的股价往往会上涨。所以为了将股价锁定在较低的水平，选取董事会决议公告日为定价基准日，这样认购方就可以达到少花费多持股的目的。

#### (1) 控制定价基准日进行定向增发

根据我国法律规定，定向增发新股发行价不得低于定价基准日之前连续 20

个交易日上市公司股票平均价格的 90%。在此借鉴朱红军<sup>36</sup>等学者的研究结论，我国目前的定向增发发行制度关于定价基准日的规定，为上市公司操纵定向增发发行价格预留了较大的空间，发行价格的公允与否直接决定了定向增发是否存在严重的利益输送。那么北京银行定向增发定价基准日的选取有没有什么玄机呢？

根据《上市公司非公开发行股票细则》上市公司可以在董事会非公开发行股票决议公告日、股东大会非公开发行股票决议公告日和上市发行的首日三个日期之间选择定价基准日，在确定了定价基准日之后，以其前二十个工作日的股票交易均价来确定定向增发的发行价格。北京银行此次定向增发的基准日就选取的是董事会非公开发行股票决议公告日即 2011 年 4 月 8 日。为什么选取这个日期，通过分析当时的股价我们可以看出一些端倪。如下图所示：

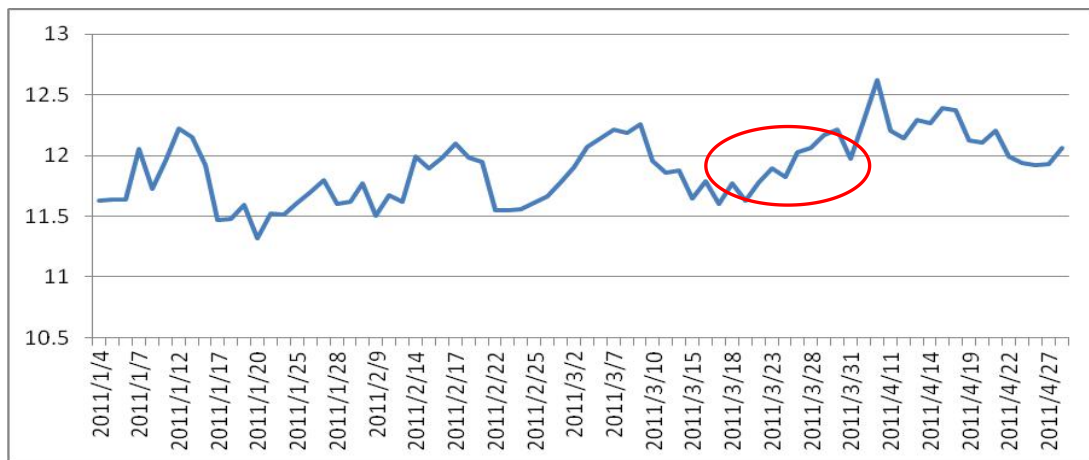


图 4-1 定价基准日前北京银行股价变动图

图 4-1 中的数据是选取北京银行定向增发基准日（2011 年 4 月 9 日）前 4 个月的股价（即 2011 年 1 月 1 日—2011 年 4 月 28 日）。通过观察上图我们可以发现，2011 年 3 月 31 日股价跌至谷底后突然反弹，一路上涨，从 11.97 元/股涨至 2011 年 4 月 6 日的 12.62 元/股。为了防止股价继续上涨，2011 年 4 月 7 日北京银行董事会以筹划重大事项为名宣布紧急停牌 5 日，此后 4 月 9 日召开董事会通过定向增发议案，并以此作为定价基准日，将增发价格锁定在低价，即 2011 年 3 月 8 日—2011 年 4 月 6 日，从图中可以看见此时的股价正值低位。定向增发基准日有三个备选基准日即董事会决议公告日（2011 年 4 月 9 日）、股东大会决议公告日（2011 年 4 月 29 日）、上市发行首日（2012 年 3 月 26 日），而此次基准日的选择和巧妙地临时停牌，不得不让我认为这是一次有意安排的完美配合股东低价认购股份的事件。

## （2）发行前打压股价行为

为了达到低价增发配合股东进行利益输送的目的，许多的上市公司会在定价基准日前在二级市场上操纵和打压上市公司的股价。本文选取北京银行定向增发基准日前二十日的股价走势和同时期银行业的走势做出对比，如下图所示：

<sup>36</sup>朱红军，何贤杰，陈信元定向增发“盛宴”背后的利益输送：现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌诺的案例研究管理世界，6:136-147

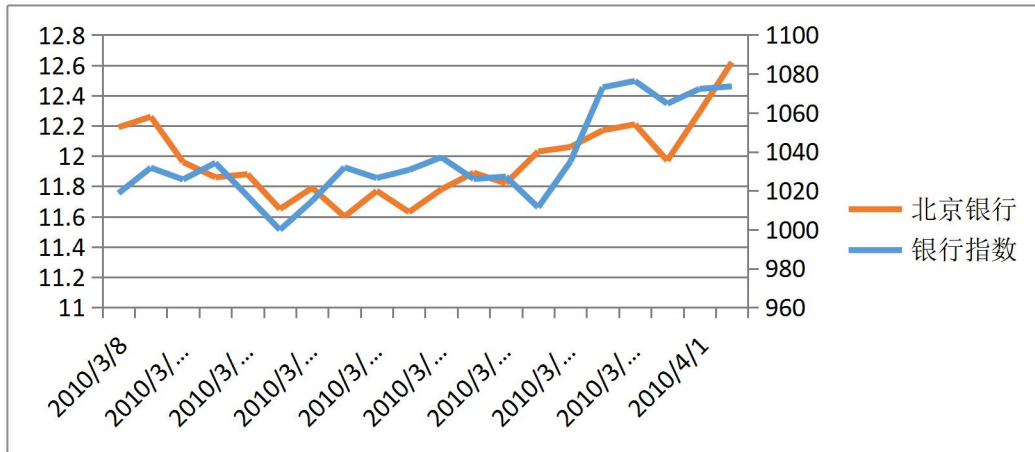


图 4-2 定向增发基准日前股价走势图对比

从图 5-2 中我们可以看出北京银行的股价走势和银行指数股价走势的不同。大体趋势上在定向增发基准日前二十个交易日北京银行的股价低于银行指数，特别是基准日前一周更为明显，这不得不让我们猜测是有人为了配合低价增发而在二级市场上故意打压股价。

#### 4.2.2 增发前盈余管理行为

我国法律对于公开增发和配股的上市公司在业绩方面都有较高的要求。公开增发的发行条件是“最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均应不低于 6%”。配股发行条件是“①近 3 个会计年度连续盈利；②最近 3 年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%”。所以，配股和公开增发的上市公司为了达到配股和增发资格对其利润、净资产收益率进行盈余管理。相比配股和公开增发，我国证券管理部门对定向增发没有盈利和财务性投资要求，难道上市公司不会在定向增发前操纵盈余管理？答案是肯定的。定向增发并不会改变我国上市公司“一股独大”的格局，且上市公司的大股东具有侵占中小股东利益的强烈动机，为了募集更多资金和股份，他们常会通过盈余管理活动让定向增发的价格操控在期望的价格区间。如果从长期经营来看，上市企业的盈余管理行为并不会从实质上改变上市企业的经营业绩，只会以实际盈利为基础来改变不同期间的会计确认。有时控股股东为了降低定向增发的价格获取更多的股份，会通过操纵盈余管理来降低公司业绩。

本文通过分析北京银行定向增发前后的净利润对比看是否存在定向增发前的盈余管理活动。如下表所示：

表 4-6 北京银行定向增发基准日前后利润表对比图

科目	2011 年		2010 年	
	与营业收入之比	人民币：千元	与营业收入之比	人民币：千元
一、营业收入	20,686,608	1.0000	15,616,844	1.0000
利息收入	37,724,946	1.8236	23,522,438	1.5062
利息支出	(18,990,513)	0.9180	(9,061,889)	0.5802
利息净收入	18,734,43	0.9056	14,460,549	0.9259
手续费收入	1,778,081	0.0859	1,101,097	0.0705
手续费支出	(169,759)	0.0082	(138,064)	0.0088
手续费净收入	1,608,322	0.0777	963,033	0.0616
投资收益	178,924	0.0086	117,114	0.0074
公允价值变动损益	9,038	0.0004	(55,145)	0.0035
汇兑收益	51,499	0.0024	42,202	0.0027
其他业务收入	104,392	0.0050	89,091	0.0057
二、营业支出	(9,326,940)	0.4508	(7,004,013)	0.4484
营业税金及附加	(1,477,158)	0.0714	(1,086,605)	0.0695
业务及管理费	(5,420,313)	0.2620	(4,718,155)	0.3021
资产减值损失	(2,417,768)	0.1168	(1,187,552)	0.0760
其他业务成本	(11,701)	0.0005	(11,701)	0.0007
三、营业利润	11,359,668	0.5491	8,612,831	0.5515
加：营业外收入	62,245	0.0030	18,559	0.0011
减：营业外支出	(15,422)	0.0007	(27,256)	0.0017
四、利润总额	11,406,491	0.5513	8,604,134	0.5509
减：所得税	(2,451,838)	0.1185	(1,796,889)	-0.1150
五、净利润	8,954,653	0.4328	6,807,245	0.4358

资料来源：北京银行 2011 年报

企业中与经营活动相关的科目，短期内一般会与营业收入呈稳定的比例。而对于与经营活动不相关的科目，例如营业外收支，主要通过判断其金额是否大额异常到足以明显影响净利润的相对值，来判断是否通过该科目来进行盈余管理。在表 4-6 中，将其他数值与营业收入相比得到比值，通过对比值的观察我们可以更直观的看出变化。图中我们可以看见，2010 年与 2011 年相比，数据在这两年没有明显的波动，也没有异常大的金额。

对于工业企业，可以通过多提前期的应收账款坏账准备，以压低前期的利润，当应收账款可以收回时候，应收账款坏账准备得到回转，此时提升了后期的利润；同样，企业可以在前期多计存货跌价准备造成当期利润计算偏低和存货期末成本较小，这可以导致以后期间的销货成本偏小，进而出现利润的回弹。当然还有其

他盈余管理的方式。

对于银行，可以通过观察定向增发前后的不良贷款率和不良贷款拨备覆盖率的变化来判断其是否有调节利润的嫌疑。拨备覆盖率是指贷款损失准备对不良贷款的比率，主要反映商业银行对贷款损失的弥补能力和对贷款风险的防范能力。银行可以通过调节拨备覆盖率和不良贷款率来调节利润，例如银行可以少提拨备覆盖率和不良贷款率，来虚增利润。

北京银行不良贷款比例和拨备覆盖率变动如下图所示：

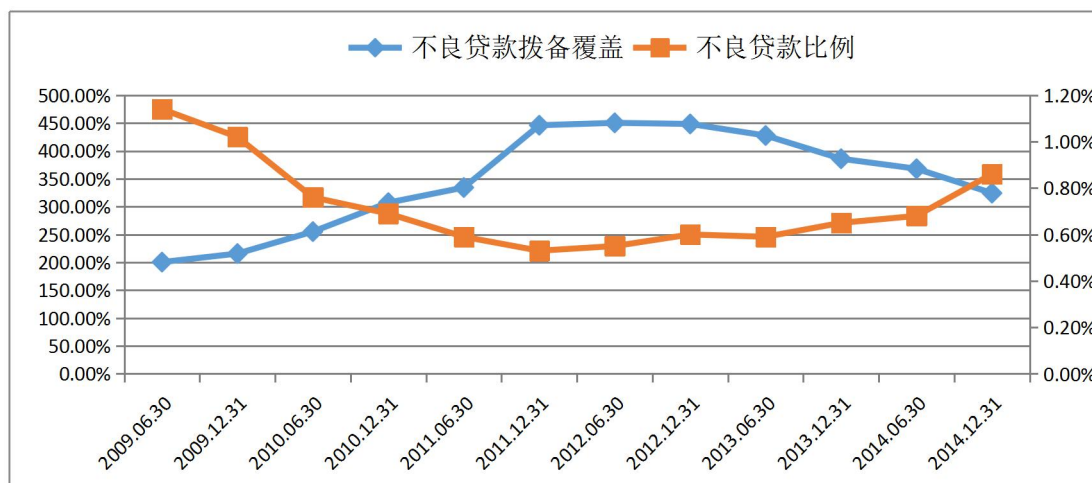


图 4-3 北京银行不良贷款和拨备覆盖率

从图中我们可以看出。定向增发前，不良贷款拨备覆盖率急剧上升，而完成定向增发后，其数值又慢慢呈递减趋势。明显迎合了上文所说在定向增发前通过多计提贷款损失准备金额来调节利润。

2010年北京银行的拨备覆盖率为307.12%，仅次于兴业银行的拨备覆盖率325.51%，大大高于中小型商业银行的平均水平。同时，与北京银行近几年的拨备覆盖率水平进行纵向比较，2010年度拨备覆盖率也显著高于以前年份。可以明显看出北京银行在2010年末加大了计提贷款损失准备的计提，通过观察年报发现北京银行计提了12.03亿元拨备，与2009年6.95亿元的计提金额比较大涨了73.09%。如果北京银行采用其他四家银行292.47%的平均拨备覆盖率，则2010年减少计提3.4亿元，相当于税前利润4%，税前净利润增长率也将由目前的20.09%上升到24.83%。北京银行通过加大计提拨备覆盖率和大量提取应付职工薪酬来降低当期利润，同时“减轻”以后年度成本费用压力，与其他公司粉饰提高业绩以谋求更高的再融资价格不同，北京银行选择了隐藏利润、压制股价以达到低价定向发行的目的。当隐藏的这部分利润在以后年度“释放”时，不仅有助于提升公司股价，还能提高参与此次定向增发机构的投资回报。

#### 4.2.3 提高定向增发对象授信额度

在北京银行此次定向增发的认购方中，我们提到过有两家是北京银行的股东

即：中信证券、恒天集团。下图显示了这两家股东在定向增发预案时点前 2011 年 3 月 31 日对北京银行的持股情况。

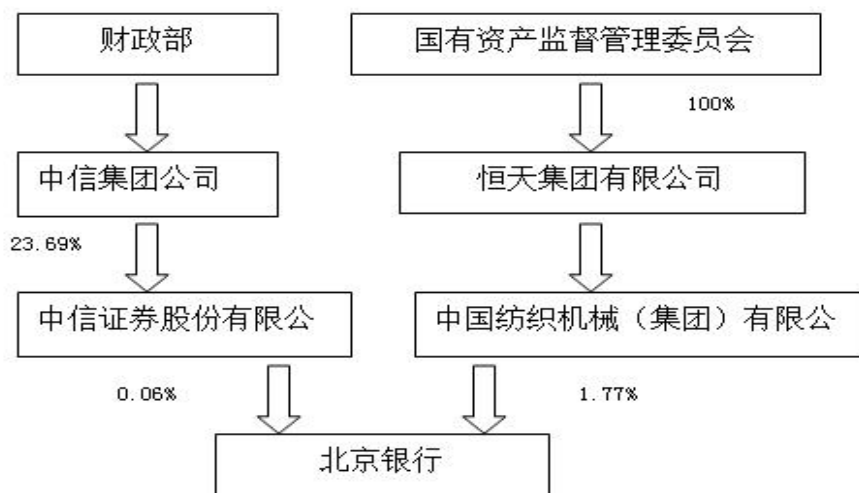


图 4-4 认购对象持股状况

如图，截至 2011 年 3 月底，恒天集团和中信证券分别持有 7248.52 万股、375.19 万股。其中恒天集团直接持有北京银行 3780 万股股份，通过旗下控股子公司中国纺织机械（集团）有限公司（以下简称中纺机械）间接持有 3468.52 万股股份，合计持股比例为 1.17%；中信证券持有 375.19 万股股份，持股比例为 0.06%。同时，恒天集团与北京银行总计发生过数十亿元的借贷往来，而本次认购股份的金额只有 5 亿元。截至 2009 年 12 月 31 日和 2010 年 12 月 31 日，恒天集团在北京银行的贷款余额分别为 5 亿元和 8 亿元，中纺机械在北京银行贷款余额分别为 8 亿元和 8 亿元。

表 4-7 北京银行授信额度事件历程图

时间	事件
2010 年 10 月 30 日	审议通过了《关于对中国恒天集团有限公司关联授信的议案》，同意对中国恒天集团有限公司授信 10 亿元。
2011 年 4 月 7 日	停牌五个工作日
2011 年 4 月 8 日	审议通过《关于对中国纺织机械（集团）有限公司关联授信的议案》，同意对中国纺织机械（集团）有限公司授信 8 亿元。
2011 年 4 月 9 日	公布北京银行股份有限公司 2011 年度非公开发行股票预案

资料来源：巨潮资讯网整理而得

授信额度是指商业银行为客户核定的短期授信业务的存量管理指标，只要授信余额不超过对应的业务品种指标，无论累计发放金额和发放次数为多少，商业银行业务部门均可快速向客户提供短期授信，即企业可便捷地循环使用银行的短期授信资金，从而满足客户对金融服务快捷性和便利性的要求。

表 4-7 总结了此次北京银行定向增发的几个关键时点北京银行对其股东授信额度的变化。北京银行在 2010 年 10 月 14 日和 10 月 28 日先后两次发布了关联交易报告，报告中称董事会通过了《关于对中国恒天集团有限公司关联授信的

议案》，对恒天集团授信额度调高了 10 亿元人民币。2011 年 4 月 9 日，北京银行关联交易委员会又通过了《关于中国纺织机械（集团）有限公司关联授信的议案》，中国纺织机械是恒天集团的全资控股子公司，该议案中北京银行对中国纺织机械的授信额度提高 8 亿。合计下来北京银行在此次定向增发前共向中国恒天集团有限公司及其子公司授信 18 亿元。2011 年和 2013 年上半年北京银行年报显示恒天集团于分别在 2011 年和 2013 年度在该行增加贷款共计 3.5 亿元，占本次恒天集团的认购金额 5 亿元的 70%。这一结果与前面提到的北京银行资金缺口不明显相互印证，使我们有理由怀疑北京银行以提高额度为手段，让恒天集团先认购该行折价发行的股票，再通过贷款迅速回流现金从而实现利益输送。

#### 4.2.4 减持套现

我国的法律对于上市企业大股东参与定向增发认购企业的新股有锁定期为三年的规定，所以这三年的股价的波动对大股东来说是有风险的。这就使得大股东具有规避风险的动机，大股东希望提前收回对上市企业的投资，这时大股东采取的主要方法就是采取套现行为提前收回投资，规避风险。定向增发中大股东的套现行为主要包括定向增发前大股东在二级市场上高价抛售股份在低价吸收股份，以及在定向增发后高额现金分红对于定向增发中的大股东套现行为，即大股东的高抛低吸行为和上市公司的现金分红行为。具体来说，是定向增发前在股价高位抛出部分所持有的股票，在定向增发时再低价买回；或者在定向增发后股价上涨以后抛出原有无锁定期限制的股票；上市公司在定向增发后的年份通过加大现金分红额度和比例。前两种行为都是大股东实行低买高卖，无论是定向增发前还是定向增发后的减持行为，本质上都是将原有的股份高价卖出，低价买入定向增发的新股，通过这两个价格之间的价差来攫取利益，提前取得了收益，规避了 3 年锁定期对大股东的影响，同时还可以不改变大股东对上市公司的控制权。后一种行为是上市公司通过现金分红将大股东认购定向增发新股的价款返还给大股东。这种返还也可以看作是变相降低了定向增发的价格。定向增发之后大股东的持股比例往往会增加，尤其是增加比例高的大股东，这种通过现金分红带来的收益就更加明显。因此，这几种方式都可以作为上市公司为大股东进行利益输送的工具。

此次定向增发的股东中最令人关注的是拿出 5 亿元认购的老股东中国恒天集团，在十大发行对象中，恒天集团作为其中两家原有股东之一（另一家为中信证券），近些年在二级市场的进进出出颇令外界生疑。此前，该公司已在二级市场多次减持北京银行，此番被指低价参与定向增发，难脱赚差价之嫌。

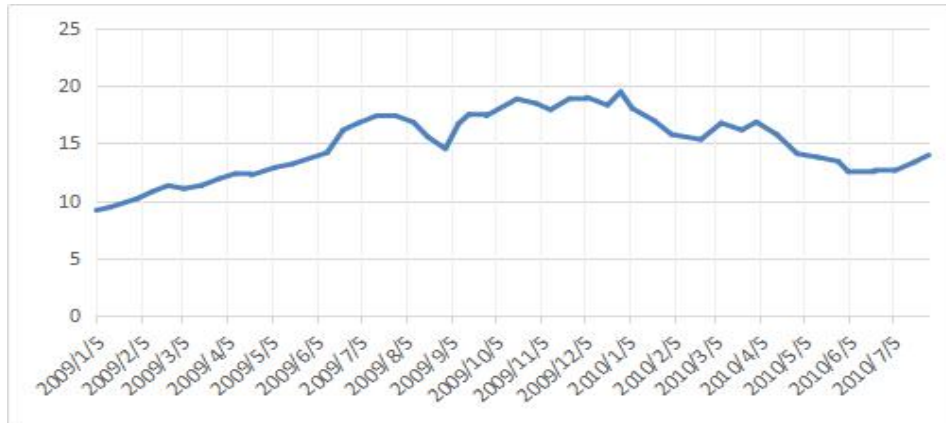


图 4-5 北京银行股价变动图

表 4-8 中国纺织机械集团

时间	2009 年一季 度	2009 年二季 度	2009 年三季 度	2009 年四季 度	2010 年一 季度	2010 年二 季度	2010 年三 季度	2010 年四 季度
持 股 比 例	1.77%	1.50%	1.30%	1.30%	1.30%	0.91%	0.91%	不在 前 10 名

资料来源：北京银行定期报告

根据上市公司年报显示，从 2009 年二季度开始，作为十大流通股东之一的中国恒天集团控股子公司中国纺织机械集团就有多次减持，其原持股比例 1.77%，2009 年二季度降至 1.5%，2009 年三季度降至 1.3%、在定向增发公告前 2010 年一季度降至 0.91%，到 2010 年四季度已不在前十大流通股名单之列。粗略估计，中国纺织机械集团近年来在二级市场减持累计有 1.4 亿股北京银行股票，而此番拿出 5 亿元参与认购 4600 万股北京银行，其赚取的差价不菲。以 2009 年为例，北京银行股价自二季度起一路攀升，一度冲到 19 元/股以上，而当年二至三季度，中国纺织机械集团在二级市场累计减持 4000 多万股。而此次参与北京银行低价非公开发行认购 4.6 亿股北京银行，是其近年来的首次增持，再结合其定向增发前进行的关联交易不得不让人联想其该行为存在利益输送嫌疑。

#### 4.2.5 定向增发后高额分红

上市公司向股东分配股利是将上市公司的税后净利润拿出来分配，其制定的股利分配政策与上市公司的经营业绩投资决策都有着必然的联系。

定向增发可能与随后进行的现金分红相互配合或者上市公司控制人为了特定目的对定向增发和现金分红进行了某种统筹考虑，这一行为组合使上市公司的利益分享对大股东更为有利。通过定向增发与随后现金分红的配合，大股东既提高自己的控股比例又没有付出对等的代价。上市公司在定向增发当年利用既有现

金流对这部分增持股份进行风险补偿,让没有带来实际产出或现期单位资产增值(如溢价发行等)的股份参与利益分享,小股东应享权益减少实质就是利益输送。

在我国,高额现金分红方式具有合法化的外衣,对中小投资者具有较强的欺骗性,也跟容易逃避监管机构的审查。下面我们就来分析北京银行是否也存在定向增发后高额分红的现象。

表 4-9 北京银行利润分配情况表

年份	每股分红 (元)	总 股 本 (亿元)	现金分红总额 (亿元)	归属于股东净利润 (亿元)	现金分红比率 (%)
2007 年	0.12	62.28	7.47	33.48	22.32
2008 年	0.18	62.28	11.21	54.17	20.69
2009 年	0.18	62.28	11.21	56.34	19.90
2010 年	0.216	62.28	13.45	68.07	19.77
2011 年	0.20	73.33	14.67	89.55	16.38
2012 年	0.40	88	33.20	116.31	30.26
2013 年	0.18	88	15.48	134.59	11.77
2014 年	0.25	105.6	26.4	156.23	16.9

资料来源:北京银行年报整理所得

由于上市公司对于当年制定的股利政策到下年才能实际实施。从北京银行上市后的股利分配情况看,2008 年共派发 7.4 亿万元现金股利,派发标准是 10 派 1.2(含税),2009 年共派发 11.21 亿元现金股利,派发标准是 10 派 1.8(含税),其分红水平相较于其他银行而言处于中等水平。2010 年共派发 11.18 亿元现金股利,派发标准是 10 派 1.8(含税),以此计算分红比例不到 20%。上图中,北京银行在 2008 年~2010 年分别现金分红 11.21 亿元、11.21 亿元和 13.45 亿元,累计金额为 35.87 亿元,平均分红比率为 20.12%,远远低于国有银行 35%~40%的水平。

而从 2011 年共派发 13.42 亿元现金股利,派发标准是 10 派 2.16(含税),2012 年共派发 14.66 亿元现金股利,派发标准是 10 派 2(含税),2013 年共派发 35.2 亿元现金股利,派发标准是 10 派 4(含税),其现金股利高分派集中在完成定向增发后。北京银行在定向增发前的 2011 年每股经营活动产生的现金流量净额为 11.17 元,在实施定向增发后已按照调整后的股数重新计算的各列报期间的每股经营活动产生的现金流量净额为 9.31 元,下降了 16.65%;2012 年北京银行每股经营活动产生的现金流量净额甚至为-0.52 元。北京银行定向增发后的高派现行为表明巨额分红成为向大股东利益输送的重要形式。

## 第五章 研究结论及监管建议

### 5.1 研究结论

自从我国推行改革开放,我国的银行业也逐渐由计划经济体制向市场体制转变,作为现代经济核心的金融业,股份制商业银行在经济发展中发挥着重要的资源配置作用。上市商业银行作为经济体系的中介机构,掌管着经济运转中最重要资金要素,因此商业银行的安全与稳定决定了整个经济体的稳定和发展。2010年巴塞尔委员会出台的《巴塞尔协议III》,以及中国银监会推出了新四大监管工具(包括新资本要求、杠杆率、贷款拨备比率、流动性覆盖率和净稳定性资金指标)构成了我国银行业审慎性监督新框架。因此,我国的商业银行特别是上市商业银行近年来都在采取多种渠道进行资本补充,为其信贷扩张及利润增长提供坚实的资本保障。

和其他的融资方式相比定向增发融资具有很大的优势。首先定向增发的认购方主要为大股东和战略投资者不包括中小投资者,这就避免了上市企业利用定向增发“圈钱”的担忧。其次定向增发发行的股票有一定时间的锁定期,对当期市场的扩容压力不会有太大影响,对二级市场的冲击大大削弱。通过大股东和战略投资者为上市企业注入资金和优质资产,与企业分享市场渠道和经营理念,这样可以大大提升公司的市场信誉,从长远上提高企业的经营业绩,可以从根本上消除与关联方的关联交易,减少同业竞争实现利益协同。最后定向增发相对于其他融资方式而言既能保留企业的商业秘密不至于泄露出去,又能降低融资成本,融资方式还快捷简便,所以在我国资本市场大受欢迎。

由于定向增发中涉及到了许多利益分配的问题,在我国目前相关法律法规不善,股权较为集中的情形下,大股东存在利用定向增发来完成利益转移的动机。而相对于国内其他的股权再融资方式,定向增发是一个新兴的融资方式,政策基础远远达不到要求,法律规范及相关理论体系建设仍不成熟,为定向增发成为大股东对小股东财富掠夺的工具提供了生存土壤。

本文以北京银行2012年的定向增发事件为案例,通过案例分析法和文献研究法,分析这其中是否存在大股东利益输送的行为。我们研究发现,由于缺乏相关法律制度的约束,北京银行管理层通过操纵发行时机、控制定价基准日、发行前的盈余管理行为、增发后高额分红等行为实现了对上市公司的利益攫取,大大侵害了中小股东的利益。体现在以下几个方面:

(1) 通过与其他规模相当的银行的资本充足率和核心资本充足率对比,我们发现北京银行的资本充足率和核心资本充足率都远远高于行业的平均水平,满足未来两年的发展不成为问题,而此次急推融资计划不得不在外界怀疑是否是大股东另有打算。

(2) 发行方巧妙选择定价基准日，通过发行前在二级市场上打压股价，为稳定价格进行停牌，在定向增发公告前夕进行盈余管理降低利润向市场释放利空消息等手段，将定价基准日前二十日的价格稳定在较低的水平，以至于认购方以十分低廉的价格取得上市公司的股权。

(3) 发行方对参与认购的股东先后两次提高授信额度使我们有理由怀疑发行方以提高定向增发额度为手段，让大股东先认购该行折价发行的股票，再通过贷款迅速回流现金从而实现利益输送。

(4) 发行方在定向增发后对股东高额分红以至于导致每股经营活动产生的现金流量为负。同时大股东在定向增发前在二级市场多次减持股票，现在又以低价认购，其在二级市场上赚取的差价不菲。多项证据指明在此次定向增发中北京银行却存在向股东利益输送，损害中小股东利益的行为。

我国股权高度集中使控股股东与中小股东之间的代理问题成为了公司治理的主要问题，理论意义上来说，大小股东都应该对其持股公司享有监督和控制的权利，但是因为存在多数表决机制和对上市企业的实际控制能力存在差异，大股东与中小股东在监督公司的权利方面不对等，中小股东对公司的控制权和监督权事实上已经被控股股东所代理，即控股股东代表了公司全体股东行使了所有者的控制权，而中小股东很难行使其应有的权利。并且由于委托人与代理人之间存在着严重的“信息不对称”现象，可能会产生损害或侵蚀委托人的道德风险和机会主义行为。控股股东作为公司的实际操纵者，其对公司的经营活动和真实业绩也更加了解，所以对与公司状况具有先天的信息优势。虽然我国先后出台了很法律法规，在一定程度上维护了证券市场的“公平、公开、公正”，对抑制控股股东侵占中小股东利益起到了一定作用。

作为资本市场一项重要的制度创新，定向增发被证券市场和监管层普遍寄予了改进公司治理、融资、以及实现大股东和中小股东的利益协同等多重期望，在近段时间更是成为了中国资本市场股权再融资的主流方式之一。定向增发的推出，整体而言发挥了积极的作用，特别是大股东注入优质资产，消除同业竞争，以及上市公司引入战略投资者和机构投资者改进公司经营和业绩，对于资本市场长期稳定的发展意义重大。尽管如此，我们的分析也发现，在我国的制度背景下，定向增发在理论上存在着成为大股东攫取利益工具的可能，并且通过北京银行的案例研究验证了这一观点。

当然，北京银行的案例并不能全盘否定定向增发未上市企业带来的好处，只是为定向增发政策和监管的改进提供了一定的启示和依据。基于本文的理论分析和案例剖析，本文认为，定向增发本质上是一把“双刃剑”，在相应的理论和制度的条件得到满足时，才能更好地发挥其作用。因此，以理论和制度的约束条件为切入点，研究如何才能有效地规范定向增发的行为，使它可以以更加公平合理的方式发挥再融资方式的优势，对于相关理论的发展和实践的应用都有着积极长远的意义。

## 5.2 监管建议

本文通过对定向增发中利益输送问题的理论与案例的研究,我们发现定向增发利益输送的途径主要包括以下几种:(1)控制发行价格低价增发;(2)定向增发前进行盈余管理;(3)提高定向增发对象授信额度;(4)股东定向增发前减持套现赚取差价、增发后高额分红行为。我们发现信息不对称和法律监管机制的不完善是造成定向增发成为股东利益输送工具的根本原因。针对上述原因,本文提出如下建议:

### 5.2.1 规范新股发行定价

定向增发价格可根据定价基准日前 20 个交易日的平均股价确定,这就会从制度上为上市企业定向增发的认购方低价购入新股提供了便利的条件。从本次北京银行定向增发的案例可以看出,北京银行选取的定价基准日为董事会决议公告日,这是因为此时北京银行的股价正处于低点,此时增发有利于股东以低价认购,为了配合低价增发,增发前还巧妙的安排了停牌三日。如果发行价格能够确定在发行日首日,那么可以减少上市企业利用定向增发的投机行为,这是因为,我们上文中提到过定向增发这一消息的发布对市场来说是积极的作用,并且董事会决议公告日距离实际发行还有一点时间,因此它不能反映真实的股价,不能代表真实的上市企业价值。

此外,发行方通过操纵定向增发新股发行价格进行利益输送的主要途径之一是利用证监会给予上市公司定向增发新股定价基准日及折价率的选择权来操纵定向增发新股的发行价格,从而达到向控股股东进行利益输送的目的。因此,从外部的监管部门来说证监会应当固定上市公司定向增发新股定价基准日的具体时间,将上市企业定向增发新股发行价格的相关程序和原则公开透明化,增加上市公司定向增发新股发行价格确定的透明度,不给控股股东通过操纵定向增发新股发行价格进行利益输送的机会。

### 5.2.2 加强信息披露的监管力度

监管部门应当加强对上市企业定向增发新股信息披露的监管。相对于公开增发新股与发行债券,我国上市公司定向增发对于信息披露的要求更低,许多商业银行为了防止商业机密的泄露就会选择定向增发这种融资方式,北京银行也是出于这样的考虑而选择定向增发。也正是因为这样,才导致发行方上市企业与二级市场上中小股东信息严重不对称,给了控股股东利益输送的机会。所以,我们监管部门应当建立完善的信息披露制度,动员众多小股东以及媒体的力量对上市企业定向增发的相关信息及时监督,只有这样,才能使得相关监管部门与财务信息

分析人员能有效识别上市公司中定向增发中利益输送行为,才能抑制上市公司控股股东利用定向增发利益输送。对于国家的监督执法部门来说,应当制定更加全面、客观、准确、及时的信息披露,针对一些具体的项目如定价基准日,实际价格及依据的披露要清晰明确。国家监督部门对于各级企业应当一视同仁,不能因为一些带有国字头的上市企业而放松监管力度,我认为本次北京银行定向增发在众多中小股东的极力抵制下还是顺利完成了增发,很重要的原因可能是其为财政部和国资委投资组建,在监管上存在很大的疏忽。其次,应当对信息披露的违法行为加大处罚力度,这样加大了上市公司的违规成本,使上市公司不敢轻易冒风险。

### 5.2.3 多元化选择再融资方式

文中我们提到过我国上市商业银行的再融资方式主要包括配股、可转债、次级债、定向增发等几种方式。在我国特有的制度背景下,笔者认为目前可转债对于上市银行流通股股东而言是较佳的再融资方式。首先,发行可转债的成本很低,由于债券未来也可以转换为股票,所以它的利率会低于普通债权甚至是银行同期贷款的利率,可以大大减轻企业的财务负担。其次,由于是发行的是可转换债券而非股票,所以它不会增加股票数量而稀释每股收益,这样可以稳定股价,对中小股东来说也是一件好事,即不会分摊原有股东的既得利益,又能提供发展所需的资金。然后,发行可转债对投资者来说也具有很大的吸引力。相较于股票和公司债,可转债对于投资者来说具有独特的优势:有固定的利息,到期不转股则由发行人兑付本息;可转债的股票看涨买入期权可能给投资者带来颇丰的收益;可转债和股票会联动上涨,但抗跌性比股票强;通过行使转换期权,可转债投资者可以充分享受发行人业绩增长和股票价格增长带来的好处。因此,投资者对可转债青睐有加。最后,由于我国上市银行绝大多数都在A股市场交易,在A股市场发行可转债有时是一个有效的选择,可以以此降低融资成本减轻银行的资本充足率负担。在将来以高价进行股权融资时,通过可转债的发行溢价获得比配股、增发等方式更好的价格。因为在A股市场,我国银行的价值往往被低估,使用可转债再融资方式比其他股权融资方式的发行成本要低,同时可转换债券可以避免股票发行的股本迅速扩张而造成每股收益摊薄问题,对市场的冲击相对减小。

所以上市银行进行再融资决策时应因“地”制宜的进行融资方式选择。比如案例中的北京银行,在不是迫切需要融资的情况下,可能选择发行可转债的融资方式更加理想。我们应以不同发行市场的具体情况做出具体分析,以全方位的视角选择适宜的融资方式,使我国上市银行的再融资行为趋于理性化,让更多的中小投资者有公平参与股权认购的能力,从方式选择角度遏制利益输送行为。

#### 5.2.4 明确事后追责机制

在信息不对称和法律准则滞后性的情况下，上市银行股东会在定向增发前使用压低利润，提高拨备覆盖率等盈余管理手段进行利益输送。明确事后追责机制首先可以使得大股东对事后的惩罚产生畏惧心理，起到一个事前预防的作用。然后能降低中小股东投资上市银行的风险系数，最重要的是能够校正上市银行以定向增发方式再融资的动机，这对健全证券市场法治监管具有重要意义。

首先，法规制定部门应当在健全信息披露法规制度的基础上明确事后追责机制，使上市银行管理层在选用这种再融资方式时会考量更多的因素，对法律制度有所畏惧。其次，我国证监会对于事后的追责机制可以从加强监督执法力度、对预案内容实质性审核的加强落实两方面出发。不仅严格监管上市银行再融资行为前相关资格程序的审核，还要对事后出现问题的责任追究严格监管。对于评估公司的不尽职行为导致小股东利益受损的应予以事后追究。对于会计师事务所的不尽职行为，协助上市银行隐瞒利润压低股价，或进行其他方式不合理的盈余管理行为进行事后追究。建立健全相关制度，打击不真实的信息披露，加大上市银行的违规成本，从监管角度遏制利益输送行为。

## 参考文献

- [1]赵玉芳,余志勇,夏新平,汪宜霞定向增发、现金分红与利益输送——来自上市公司的经验证据金融研究,2011(11):153-166
- [2]何丽梅.上市公司定向增发研究述评.财会通讯,2010,(09):94-98
- [3]贺薇,刘用明.我国上市公司定向增发短期股价表现实证研究.管理学家,2010(05):41-47
- [4]梁尔昂.大股东参与上市公司定向增发的效率分析.财会月刊,2010,(36):63-65
- [5]章卫东.定向增发新股、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究[J].会计研究,2007(12):63-69
- [6]何贤杰,朱红军.利益输送、信息不对称与定向增发折价[J].中国会计评论,2009(7):283-298
- [7]唐清泉,罗党论,王莉.大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据[J].中国会计评论,2005(1):63-87
- [8]刘白兰,朱臻,孙进军.定向增发、代理冲突与中小投资者保护[J].金融理论与实践,2012(4):76-81.
- [9]黄建中.上市公司非公开发行的定价机制研究[J].上海金融,2007(2):56-60
- [10]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):58-65
- [11]章卫东,张洪辉,邹斌.政府干预、大股东资产注入:支持抑或掏空.会计研究,2012(8):34-40
- [12]王秀丽,马文颖.定向增发与利益输送行为研究——来至中国资本市场的经验证据[J].财贸经济,2011(7):63-69
- [13]张鸣,郭思永.大股东控制下的定向增发和财富转移[J].会计研究,2009(5):78-86
- [14]王志强,张讳婷,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):109-110
- [15]沈杰.中国股定向增发的财富再分配和利益输送问题研究[D].厦门:厦门大学,2008
- [16]李子白,余鹏.A股市场增发的股价反应及因素分析[D].厦门大学学报(哲学社会科学版),2009
- [17]范嘉毅,谢力,朱平安.再融资背景下商业银行资本充足性管理研究[J].财经视线.2011(5):64-65
- [18]李文兴,张梦媛.定向增发背后的利益协同与利益输送——基于北京银行的案例研究[J].管理现代化,2012(1):60-61.

- [19]赵玉芳,余志勇,夏新平,汪宜霞.定向增发、现金分红与利益输送[J].金融研究,2011(11):153-166.
- [20]徐萌萌.上市公司再融资利益输送问题分析[D].辽宁大学硕士学位论文,2013.
- [21]林丽芳.上市公司定向增发的市场反应及利益输送行为研究——基于公告日及定价基准日的事件研究[D].厦门:厦门大学硕士学位论文,2009.
- [22]贺建刚,魏明海,刘峰.利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究[J].管理世界,2008(10):141-64.
- [23]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):54-73.
- [24]戈玉娥.定向增发中大股东侵害中小股东利益问题研究[D].沈阳:沈阳工业大学,2011
- [25]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,2013(3):109-116
- [26]吕锐.上市公司定向增发中的利益输送问题研究[D].成都:西南财经大学,2012
- [27]骆希亚.上市公司定向增发研究文献综述[J].会计之友,2012(11):91-93
- [28]张雅静.我国定向增发现状与分析[J].东方企业文化,2013(3):37-38
- [29]赵根.我国上市公司定向增发定价偏好及经济后果研究[D].成都:西南财经大学,2010
- [30]杨婧.定向增发模式比较与分析[D].成都:西南财经大学,2012
- [31]贾钢,李婉丽.定向增发整体上市的短期财富效应及其影响因素实证研究[J].中国会计学会学术年会论文集,2008:583-595
- [32]邓鑫.新资本监管办法下大型商业银行的资本补充研究[J].新金融,2012(8):57-60
- [33]郭田子.关于完善我国商业银行资本补充机制的研究[J].时代金融,2011(15):120-121
- [34]刘艳妮,张航.当前我国商业银行资本补充机制分析[J].商业银行,2010(1):76-79
- [35]鲁婉琼.我国上市公司定向增发与公共增发新股融资股东财富效应的实证研究[D].江西财经大学,2012
- [36]罗琪.《巴塞尔资本协议》对我国商业银行资本监管的挑战和对策研究[D].湖南大学,2012
- [37]朱国泓,张祖士.定向增发、资产注入与股市波动——股权分置改革后的股市脆弱性模型推导及其政策含义[J].江西财经大学学报,2010(02):45-47
- [38]章卫东,刘珍秀,孙一帆.公开增发新股与定向增发新股中盈余管理的比较研究[J].当代财经,2013(1):118-129

- [39]彭韶兵,赵根.定向增发:低价发行的偏好分析[J].财贸经济,2009(4):52-58
- [40]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[J].审计与经济研究,2008(9):86-90
- [41]Williamson.A theory of debt based on the inalienability of human capital, Quarterly Journal of Economics.1994(109):842-879
- [42]Rajan Zingales.Rajan,R.and L.Zingales.Financial Dependence and Growth. The American Economic Review.2010(88): 559-586
- [43]Tan,R.S.K.,Chng,P.L.and Tong,Y.H:Private Placements and Rights Issues in Singapore.Pacific-Basin Fianal Journal.2010(10):29-54
- [44]Beak、Jae - Seung et al. Business group and tunneling: evidence from private securities offerings byKorean Chaebols[J].Journal of Finance.2006. 61:2415 -2449
- [45]Cheung,Y.P.,Rau,LA.,Stouraitis,Tunneling,Propping,and Expropristion:Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong[J]. Journal of Financial Economics,2006, 82(2):343-386
- [46]Barclay M.J Holderness C.G,Sheehan D. P.Private placements and managerial entrenchment [J] .Journal of Corporate Finance, 2007 (9): 461- 484.
- [47]Cronqvist H, Nilsson M. The choice between rights offerings and private equity placements[J]. Journal of Financial Economics, 2005(78):375-407.
- [48]Raja K, Jayati S. Diversification and tunneling: evidence from Indian business groups[J]. Journal of Comparative Economics, 2011(9):349-367.
- [49]Chen A S, Cheng L Y, Cheng K F, et al. Earnings management, market discounts and the performance of private equity placements[J]. Journal of Banking & Finance, 2010(34):1922-1932.
- [50]Jensen.M.C.Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take overs.American Economic Review .1986(76):323-339
- [51]Aghion,Bolton. An incomplete contract approach to financial contracting Review of economic studies .1992(59):473-494
- [52]Johnson S.La Porta.,Lopez-De-Silanes,Shleifer A.,Tunneling[J] .American Economic Review,2000, (90):22-27
- [53]La porta Rafael, Lopez-De-Silance F, Shleifer Andrei and Robert Vishny, Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Finance,2002,(3):1147-1170
- [54]Cronqvist.H.,and Mattias N. The Choice between Rights Offerings and Private Equity Placements[J] .Journal of Financial Economics,2005 ,(78):375~407.
- [55]Beak, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Inmoo Lee.Business Group and Tunneling:Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols[J]. Journal of Finance,2006(61):2415-2449.
- [56]Wruck,Yilin Wu. Relationships,Corporate Governance,and Performance;Evidence from Common Stock[J]. Journal of Corporate Finance,2007(15):30-47
- [57]Kee-Hong, Bae, Jun-Koo Kang And Han-Woo, Lim.The Value Of Durable Bank Relationships,Evidence From Korean Banking Shocks[J].Journal Of Financial

Economic, 2002, (64): 181-214.

[58]Hertzel Michael G., Michael Lemmon, James S.Linck and Lynn Rees.Long-run performance following private placement of equity [J].The Journal of Finance, 2002 (10): 2595-2617

[59]Sugata Roychowdhury,Earnings Management through Real Activities Manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006 (42) :335-370

[60]Johnson S.La Porta.,Lopez-De-Silanes,Shleifer A.,Tunneling[J].American Economic Review,2000, (90): 22-27

[61]Barclay M.J,Holderness C.G,Sheehan D.P.Private Placements and Managerial Entrenchment [J]. Journal of Corporate Finance,2007,3(4):461-484.

[62]Kayhan A, Titman S. Firm's histories and their capital structure. Journal of Financial Economics[J].2007(4):23-25

[63]Wruck, Karen H.Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financing[J].Journal of Financial Economics,1989,(1):3-28

[64]Silber,W.L.Discounts on Restricted Stock:The Impact of Illiquidity on Stock Prices [J].Financial Analysis Journal,1991,(4):60-64.

[65]Caballero,Ricardo J.and Arvind Krishnamurthy.Bubbles and Capital Flow :Causes and Risk Management[J].NBER Working Papers,2005:11-18

## 致谢

谨以此文献给培养过我的石河子大学经济与管理学院与帮助过我的所有人。两年的硕士学习生涯即将结束，在此论文完成之际，内心不由得深深感激在我攻读研究生期间给予我帮助的老师、同门、同学、朋友和父母。正是他们的支持和激励，才使我不断地前进并顺利完成论文的写作。

首先，我要感谢在学业上悉心指导、鼓励鞭策，在生活上关心我的导师池玉莲教授。正是她将我引入学术的殿堂，使我从最初对课题的一无所知到现在能够独立从事课题的研究。本文更是凝聚了她的智慧和思想，从论文的选题、开题、构思、写作、修改、定稿，都渗透着导师的心血和汗水。她严谨的治学态度，积极而淡泊的人生态度将会影响我的一生。在此，我还要热诚地感谢石河子大学经济与管理学院和研究生院的老师们，他们对我的论文大纲指出了不足之处，同时提出了中肯的建议，使我受益匪浅。

其次，我要感谢一如既往支持我的同门师兄妹和同学好友，是你们在我遇到困境和挫折时，给予我莫大的帮助和战胜困难的勇气，使我始终坚持、永往直前！和你们一起生活、一起交流的日子将是我人生美好的回忆！

再次，我要感谢的是我的家人。我的父母在生活上勤俭节约，他们几乎把所有的积蓄都用在了对子女的教育上，并且总是在第一时间给予我最大的支持。

最后，感谢各位专家、老师对本论文的审阅。由于时间和水平限制，文中的疏忽和不足之处恳请各位专家和教师加以批评和指正，以臻完善。

撰于石河子大学经济与管理学院  
2016年3月

## 作者简介

聂亚楠，女，生于1991年10月，籍贯新疆。2014年毕业于新疆石河子会计学专业，获管理学学士学位。同年保送研究生，在石河子大学经管学院学习，攻读管理学硕士。


### 在学期间发表的文章

1. 聂亚楠. 对房地产企业融资问题的探析[J]. 经营管理者, 2015(36):62-63

### 获奖情况:

1. 2015.11 于石河子大学经济与管理学院荣获学业三等奖学金。

## 导师评阅表

研究生姓名	聂亚楠	学制	二年制
专业	会计硕士	研究方向	会计理论与方法
<p><b>学术评语：</b></p> <p>本文通过案例分析将利益输送的方式具体呈现出来，对其产生的经济后果加以分析，为今后进一步深入研究打下基础，也规范我国定向增发行为提供借鉴，为中小投资者的投资行为提供参考，同时，也丰富我国商业银行定向增发案例分析领域的研究。</p> <p>论文将文献分析法、比较分析法、案例分析法和事件研究法等方法相结合，并运用了代理理论，信息不对称理论等相关理论，详细具体地分析了案例公司在定向增发过程中进行利益输送的手段，对产生此种情况的原因加以分析，并得出结论，根据结论提出相应的建议。总的来说，论文结构严谨，层次分明，逻辑性强，文笔流畅，重点突出，文章格式符合学术规范，行文体现了作者具有一定的学术思辨能力。</p> <p>论文表明作者掌握了会计硕士专业的基本理论和分析方法论文达到全日制专业硕士学位论文要求的水平。</p> <div style="text-align: right; margin-top: 20px;">                 指导教师签字：                  2016年5月30日             </div>			