# 非公开发行中大股东利益侵占行为研究：基于股价操纵视角

岳磊磊　王三兴

**摘　要：**基于 A 股上市公司 2006 年至 2019 年非公开发行的大样本数据，从股价操纵视角，研究了我国上市公司非公开发行中大股东侵占行为。研究发现，在我国上市公司非公开发行过程中，大股东会通过操纵发行基准期内公司股价的方式进行利益侵占。在大股东直接参与股份认购时，民营性质特征、资产负债率越高及流通股占比越低的上市公司大股东利益侵占程度越严重。研究结果表明，我国非公开发行制度存在一定的套利空间，使得大股东在非公开发行中有机会侵占上市公司及中小股东的利益。监管部门应该不断完善非公开发行制度，优化上市公司股权结构，加大对非公开发行的监管力度，抑制大股东在非公开发行中的侵占行为，保障上市公司及中小股东合理利益，提升我国上市公司的融资效率，促进我国实体经济的高质量发展。

**关键词：**非公开发行；股价操纵；大股东

DOI：10.3773/j.issn.1006-4885.2021.02.046

**中图分类号：**F830.91　**文献标识码：**A　**文章编码：**1002-9753（2021）02-0046-21

## 1　引　言

金融有序发展是促进转型期中国经济高质量发展的重要保障（赵玉龙，2019[1]；徐盈之等，2019[2]），而金融有序发展的前提就是资本市场的良好运行。我国资本市场不仅包括成熟的公开发行，还包括非公开发行。非公开发行的决策权

**基金项目：**国家社会科学基金项目（18BJL025）；国家社会科学基金项目（19BJY241）。

**作者简介：**岳磊磊（1990-），安徽阜阳人，安徽大学经济学院博士研究生，研究方向：金融理论与资本市场配置效率。

王三兴（1974-），安徽合肥人，安徽大学经济学院教授，研究方向：宏观经济与金融市场。

在上市公司手中，通过非公开发行的方式募集资金，募集资金的对象一般是公司原有股东或者外部特定投资者，形式上类似于欧美国家的私募发行。非公开发行的效率较高、程序简便、机制灵活，已经成为我国 A 股公司上市以后最主要、最便利的股权再融资方式之一。非公开发行提升了我国上市公司的融资效率，优化了我国资本市场的资本配置效率，有利于促进我国实体经济的高质量发展。与此同时，我国资本市场发展实践期较短，不够成熟，监管机制也不够完善，使得我国上市公司非公开发行中存在严重的大股东利益侵占问题（吴先聪等，2016[3]；陆宇建等，2019[4]），占据优势的大股东可以通过释放虚假信息欺骗大众，使得金融市场成为少数人完成社会财富再分割的场所和工具，造成金融系统内部秩序紊乱，严重阻碍了中国经济高质量发展中金融市场积极作用的发挥（程平等，2017[5]；沈坤荣等，2018[6]；刘新刚，2019[7]）。

在上市公司非公开发行中，大股东侵占行为的具体表现方式多种多样。目前，对于我国上市公司非公开发行中大股东具体侵占方式的相关研究主要集中在以下几个方面：（1）折价发行。在非公开发行中，大股东通过提高发行折价率，从而降低自身认购成本的方式进行利益侵占（翟进步，2018[8]；张强等，2018[9]；马文杰等，2018[10]）；（2）资产注入。大股东可以通过向上市公司内部注入劣质资产的形式或虚增资产评估价值的形式侵占中小股东利益（杜勇等，2015[11]；章卫东等，2017[12]）；（3）盈余管理。上市公司大股东相对于中小股东有更高的话语权，他们以调整公司盈余的形式向资本市场传递非真实的上市公司业绩，进而改变上市公司股票发行价格，最终实现利益侵占（王奇等，2012[13]；孙光国等，2015[14]；宋鑫等，2017[15]；夏婷等，2018[16]）；（4）长期停牌。在非公开发行中，大股东通过操纵停牌和发行时机的方式进行利益侵占（邓鸣茂，2016[17]；黄叶苊等，2017[18]）。此外，还有少数国内学者从操纵重大信息披露（陈波，2017[19]）、内部关联交易（杨七中等，2015[20]）、现金分红（彭利达，2016[21]）等方面研究了非公开发行中大股东侵占中小股东利益行为的具体方式。

在我国上市公司非公开发行中，虽然大股东具体侵占方式是多样的，但本质上都是改变股票发行价格。股票发行价格相当于购买股票的实际成本，发行价格越低，意味着有越大的获利空间。根据我国相关制度规定，发行价格由基准期内上市公司股票均价和发行折扣率共同决定，大股东可以通过操纵发行折扣率或者基准期内股票价格实现以较低价格认购新发行股票，从而获得丰厚报酬。但是根据相关政策规定，在上市公司非公开发行中，折扣率处于严格的控制范围内，操纵空间受限。因此，操纵股票发行基准期内上市公司股价，进而操纵股票发行价格，会成为大股东攫取

利益的突破口。本文认为，至少有三方面因素使得大股东通过操纵发行基准期内公司股价进行利益侵占成为可能：

第一，非公开发行制度存在套利空间。虽然非公开发行灵活的发行机制设计是为了降低发行成本、提高发行效率，但也为非公开发行中的大股东的操纵行为提供了现实基础。首先，发行对象选择范围比较宽松，大股东控制下的上市公司倾向于选择符合自己利益最大化的参与者，他们可能会比较配合大股东的股价操纵行为（章卫东等，2017[22]）；其次，发行定价机制和发行时机的选择自主、灵活。实际的发行价格很大程度受到基准价格的影响，而大股东可以根据自身的利益选择最合适的定价基准日。在非公开发行中，大股东往往能够提前预判，甚至操纵定价基准日，通过对基准日前的基准期股票价格进行干预，如大量抛售股票拉低股票价格，进而实现对基准价格和发行价格的操纵，最终实现以低价认购股票的套利目的；最后，认购方式比较灵活，既可选择现金也可选择资产作价来认购股票，不论选择何种方式进行认购，大股东或通过资金占用及高派现，或通过提高评估增值率进行利益输送（简冠群等，2018[23]）。

第二，上市公司股权过于集中。我国大股东“一家独大”现象十分严重，股权高度集中于大股东手中，大多数上市公司实质上已经是大股东的公司。这就造成了大股东相对中小股东处于信息的绝对优势方，大股东对上市公司非公开发行的决策有绝对的控制权，中小股东利益难以保证。

第三，股票市场仍不成熟。我国中小投资者的不成熟，导致我国股票市场炒作、操纵问题比较严重，这为大股东实施股价操纵行为提供了可能，且通常情况下大股东只需要付出相对较小的代价就可以实现股价操纵的目的。

基于上述分析，本文认为大股东通过操纵股价进而达到利益侵占目的具有明显的现实基础。鉴于非公开发行的重要性及大股东股价操纵侵占行为的破坏性，本文认为，从实证角度出发，对上市公司非公开发行中大股东股价操纵这一利益侵占行为进行研究，具有重要意义。本文的主要研究贡献在于：（1）丰富了上市公司非公开发行中大股东利益侵占问题的研究。现有文献侧重于从折价发行、资产注入、盈余管理以及长期停牌等方面研究大股东利益侵占问题，而本文侧重于从股价操纵视角出发，采用我国 A 股市场大数据样本和实证分析方法，研究大股东利益侵占问题；（2）丰富了股价操纵问题的研究。在上市公司非公发行中，大股东的股价操纵行为是在基准期内连续发生的，而不是只发生在发行基准期内的某一天。而现有研究普遍用基准期内最后一个交易日的累计超额收益率作为股价操纵的替代变量，这与现实情况不符。本文创新采用基准期内所有交易日股票累计超额收益率的均值作为非

公开发行中大股东股价操纵整体结果的替代变量，确保实证结果是科学的、合理的；（3）为我国监管机构提供了相关的政策依据。本文研究结果验证了我国上市公司非公开发行中大股东股价操纵行为存在性，表明我国现有非公开发行政策存在一定的套利空间，使得大股东有机会侵占公司及中小股东利益。监管部门应该不断完善非公开发行制度，保障中小股东利益。本文结构安排如下：第一部分为引言，第二部分为理论基础和研究假设，第三部分为研究设计，第四部分为实证分析，第五部分为结论及相关政策建议。

## 2 理论基础和研究假设

### 2.1 理论基础

在现代公司治理中，随着经营权与所有权的分离，公司股权会高度集中在少数大股东手中。大股东凭借其较高持股比例，获得对公司绝对的控制权。大股东会利用其对公司绝对的控制权，追求更多的超额收益。这种收益被称为控制权私有收益，由控股股东或者大股东独自占有，并且会侵占上市公司和中小股东的利益。这种大股东的“利益侵占”行为通常也被称为“利益输送”行为、“隧道挖掘”或者“掏空”行为，具体表现为关联交易、资产转移以及发行新股等形式。此外，大股东对公司享有绝对的控制权，进一步加剧了大股东与中小股东之间的代理问题和信息不对称问题。大股东控制着公司的决策和经营，掌握更多的信息资源，处于绝对的信息优势方。这种信息优势为大股东攫取更多的收益提供了便利，会诱使大股东实施更多利益侵占行为。

由于对上市公司控制力较强，大股东不仅掌握非公开发行实施决策权，而且对公司的实际经营情况、财务情况以及未来发展情况等各类信息掌握较多。因此，在上市公司非公开发行中，大股东有动力和条件实施利益侵占行为。在上市公司非公开发行实践中，虽然世界各国的经济环境与政策制度存在很大的差异，但大股东利益侵占行为普遍存在（Wruck，1989[24]；Claessens 等，2002[25]；Barclay 等，2007[26]）。

在我国，由于上市公司股权结构集中度更高，并且资本市场发展起步较晚，制度体系尚不健全，上市公司非公开发行中大股东侵占问题更加严重（吴先聪等，2016[3]；陆宇建等，2019[4]）。

### 2.2 研究假设

在我国上市公司非公开发行中，股票的发行价格并不是随意制定的。一般，上市公司非公开发行股票价格不能低于基准日前 20 个交易日股票均价的一定比例，这 20 个交易日称为基准期。对于定价基准日的选择，一般有董事会决议日、股东大会

决议日和发行期首日，董事会决议日和股东大会决议日无本质区别，故本文将这两种日期都归为董事会决议日。

我国上市公司非公开发行的发行程序、发行流程以及主要时间节点可简单概括如图 1 所示。

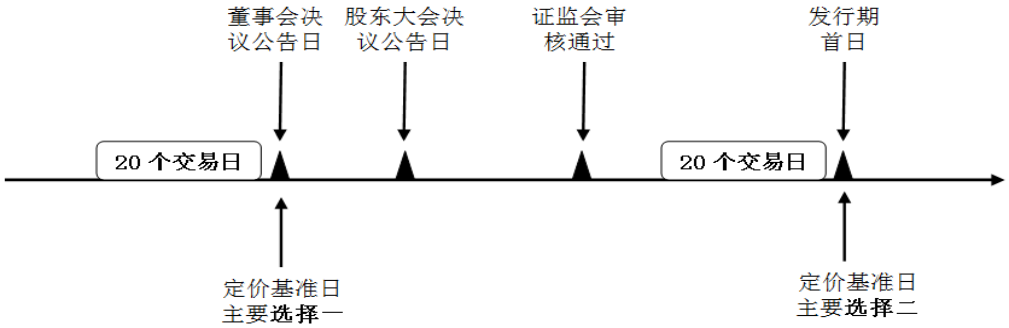


图 1　非公开发行流程图

关于非公开发行中大股东股价操纵这一利益侵占行为，本文提出如下假设：

假设 1：当大股东参与非公开发行时，大股东股价操纵程度更大。

当大股东参与非公开发行时，其会通过操纵股价，降低其自身的认购成本，最终实现利益侵占。由于历史原因，我国上市公司过于集中的股权结构是大股东有意愿和实力操纵股价的现实基础。相对国外股票市场，我国中小投资者专业能力和素质的欠缺，导致我国股票市场炒作、操纵问题比较严重。这也使得大股东只需要付出相对较小的代价就可以实现股价操纵的目的（向中兴，2006[27]）。

假设 2：当上市公司为民营性质时，大股东股价操纵程度更大。

国企的大股东或者实际控制人是国家或者地方政府，大股东不单纯追求经济利益，同时受到的监管压力也更大，因此国有上市公司大股东股价操纵的动机较弱。而民营上市公司的大股东往往单纯的追求经济利益最大化，在非公开发行中操纵股价动机较强。

假设 3：当上市公司资产负债率越高时，大股东股价操纵程度更大。

资产负债率通常用来衡量上市公司的债务压力和偿还能力，投资者会根据资产负债率判断上市公司的债务风险。资产负债率较高，表示上市公司资金压力和债务风险较大。因此，虽然资产负债率较高的上市公司对资金需求也较大，但投资者认购其非公开发行股票的意愿较低。为了吸引投资者认购新发股票，大股东会通过打压股价降低新股的认购成本。

假设 4：当上市公司流通股比例越大时，大股东股价操纵程度更小。

流通股比例越大，意味着在二级市场流通的该公司的股票就越多，可供买卖的股票就越多。如果认为投资者在二级市场购买股票是对股票的需求的话，那么二级市场流通的股票就是供给。流通股比例越大，意味着二级市场股价的供给也就越大，那么供需矛盾就越小，股票的价格自然波动也就越小。从另一个角度说，流通股比例越大，操纵股价就要有更多的股票成交量，也就意味着需要更多的资金来撬动，那么股价操纵者为达到相同的目的就要付出更大的成本。因此，流通股比例越大，大股东进行股价操纵的难度就越大，股价也就越不容易被操纵。

## 3 研究设计

### 3.1 变量选取

（1）被解释变量

平均累计超额收益率（*ACAR*）：累计超额收益率（*CAR*）是指某一个交易日单个股票股价被操纵的程度，数值为正表示当日该公司股价被拉升操纵，反之表示当日该公司股价被打压操纵，数值的绝对值表示当日该公司股价被操纵的程度。已有关于非公开发行中股价操纵的研究，基本都是使用定价基准期内最后一个交易日的累计超额收益率（*CAR*）作为股价操纵的替代变量。然而，非公开发行的基准价格是由定价基准日前二十个交易日的交易价格共同决定的，非公开发行中大股东的股价操纵行为是在基准期内二十个交易日连续发生的，而不是只发生在基准期内的某一个交易日。因此，本文使用平均累计超额收益率（*ACAR*）表示单个股票价格被操纵程度的整体结果，其取值为单个股票在非公开发行基准期内所有交易日累计超额收益率的平均值，数值为正表示基准期内上市公司股价被拉升操纵，反之表示基准期内上市公司股价被打压操纵，数值的绝对值表示基准期内上市公司股价被操纵的程度大小。

为了验证本文选取平均累计超额收益率（*ACAR*）作为被解释变量的科学性与合理性，以及验证实证结论的稳定性和可靠性，本文将在相关模型中用定价基准期内最后一个交易日累计超额收益率（*CAR*）替代平均累计超额收益率（*ACAR*），并将实证结果进行对比分析。

（2）核心解释变量

大股东参与认购（*BR*）：本文将大股东参与认购设置为虚拟变量，当大股东参与新股认购时，取值为 1。反之，取值为 0。

内部投资者参与认购（*BI*）、外部投资者参与认购（*BO*）：为了进行稳健性检验，本文将使用内部投资者参与认购（*BI*）、外部投资者参与认购（*BO*）作为大股东参与认购( *BR* )的替换变量。本文将参与非公开发行新股认购的投资者分为三大组。

从与上市公司的股权关系角度，参与新股认购的投资者可能是上市公司股东及关联方的内部投资者，也可能是非上市公司股东的外部投资者。由此，参与认购的投资者分为三大组：内部投资者组、外部投资者组与混合投资者组。内部投资者组是指只有上市公司股东及其关联方参与认购，外部投资者组是指只有外部投资者参与认购，混合投资者组是指上市公司内部股东及其关联方、外部投资者同时参与认购。本文将内部投资者参与认购、外部投资者参与认购设置为虚拟变量，当对应类别的投资者参与认购时，取值为 1，反之，取值为 0。

上市公司性质（*EW*）：本文将上市公司性质设置为虚拟变量。上市公司是民营企业时，取值为 1。反之，当上市公司是国营企业时，取值为 0。

上市公司资产负债率（*LEV*）：本文用非公开发行最近一会计期上市公司总负债与总资产的比值表示上市公司资产负债率。

上市公司流通股比例（*EF*）：本文用非公开发行最近一会计期上市公司流通股数量占公司总股本数量的比值表示上市公司流通股比例。

（3）控制变量

借鉴王化成等（2015）[28] 以及王超恩等（2015）[29] 相关学者的研究，本文选取了 5 个可能影响非公开发行中股票平均累计超额收益率的其他因素，分别如下：

认购方式（*BW*）：本文将认购方式设置为虚拟变量，当投资者以现金方式参与认购新股时，取值为 1。当投资者以资产参与新股认购时，取值为 0。

发行规模（*BS*）：本文用上市公司非公开发行股票数量表示非公开发行规模。

大股东持股比例（*EO*）：本文用非公开发行最近一会计期大股东持股数量与上市公司总股本数量的比值表示大股东持股比例。大股东持股越大，其对上市公司的控制能力就越强，进行股价操纵的能力和动机也就越强。

上市公司规模（*ES*）：本文用非公开发行最近一会计期上市公司总股本数量表示上市公司规模。上市公司规模越大，信心披露程度和市场信息获取度就越高，公司和大股东受到的关注和监督也就越多，大股东进行股价操纵的成本和代价就越高。因此，公司规模越大，大股东进行股价操纵的可能性就越低。

上市公司市盈率（*PE*）：本文用非公开发行最近一会计期上市公司的股价与盈利的比值表示上市公司市盈率。市盈率通常用来衡量上市公司的估值水平和盈利水平，投资者会根据市盈率判断上市公司的投资价值。市盈率低表示上市公司盈利能力强，投资价值大，股票被认为值得购买。市盈率高，表示上市公司价值被高估，股价存在泡沫，购买该股票风险较大。因此，市盈率较高的上市公司，投资者认购其非公开发行股票的意愿较低。为了吸引投资者认购新发股票，大股东会通过打压

股价降低新股的认购成本。

（4）重要变量的计算

现有国内外的研究对于超额收益率计算方法比较成熟、统一，基本都采用了事件研究法。本文也同样采用事件研究法，计算累计超额收益率（*CAR*）和平均累计超额收益率（*ACAR*）等变量。

本文以非公开发行定价基准日为事件日，用 T=0 来表示。以定价基准日前 120 个交易日至前 21 个交易日为估计期，估计窗口为［T-120，T-21］。以非公开发行定价基准日前后 20 个交易日作为事件期，事件窗口为［T-20，T+20］。具体计算公式与计算步骤如下：

第一，采用资本资产定价模型（*CAPM*）估计 $\alpha$ 和 $\beta$ 系数，$\alpha$ 系数和 $\beta$ 系数由在估计期内单只股票日收益率和市场指数的日回报率进行回归求得，构建模型如下：

$$R=\alpha+\beta*r+\xi \quad (1)$$

在上述模型中，R 为估计期内单只股票每日的实际收益率，$r$ 为估计期内市场指数每日的实际回报率，$\xi$ 为随机扰动项。时间范围为估计期（-120，-21）。本文用单只股票的每日回报率表示单只股票的实际收益率，用沪深 300 指数每日的回报率表示市场指数回报率。

第二，计算事件期内股票的期望收益率（*ER*），构建计算公式如下：

$$ER = \alpha + \beta * R \quad (2)$$

在该计算公式中，ER 为单只股票每日的期望收益率，R 的含义与上述模型中相同，时间范围为事件期（-20，20）。

第三，计算事件期内股票的日超额收益率（*AR*），构建计算公式如下：

$$AR = R - ER \quad (3)$$

在该计算公式中，*AR* 为单只股票每日的超额收益率，R 和 ER 的含义均与前述计算公式中相同，时间范围为事件期（-20，20）。

第四，计算事件期内股票的累计超额收益率（*CAR*），构建计算公式如下：

$$CAR = \sum AR \quad (4)$$

在该计算公式中，*CAR* 为单只股票事件期内的某一个交易日累计超额收益率，*AR* 的含义与前述计算公式中相同，时间范围为事件期（-20，20）。

第五，计算事件期样本组内股票的累计平均超额收益率（*CAAR*），构建计算公式如下：

$$CAAR = \frac{1}{N}\sum CAR \quad (5)$$

在该计算公式中，*CAAR* 为样本组所有股票在事件期内某一个交易日的累计超

额收益率的均值，*CAR* 的含义与前述计算公式中相同，时间范围为事件期（-20，20）。

第六，计算事件期内单只股票的平均累计超额收益率（*ACAR*），构建计算公式如下：

$$ACAR = \frac{1}{t}\sum CAR \quad (6)$$

在该计算公式中，*ACAR* 为单只股票在事件期内所有交易日累计超额收益率的均值，CAR 的含义与前述计算公式中相同，t 为时间，时间范围为事件期（-20，20）。

第七，计算事件期样本组内所有股票的平均累计超额收益率的均值（*AACAR*），构建计算公式如下：

$$AACAR = \frac{1}{N}\sum ACAR \quad (7)$$

在该计算公式中，*AACAR* 为事件期样本组内所有股票平均累计超额收益率的均值，*ACAR* 的含义与前述计算公式中相同，时间范围为事件期（-20，20）。

第八，对计算得到超额收益率进行统计检验。本文将在下文对超额收益率进行 T 检验，包括均值检验和配对检验。

### 3.2 模型设计

为了检验本文的假设 1，本文构建多元回归模型一：

$$ACAR = \alpha_0 + \alpha_1 BR + \alpha_2 Control + \xi \quad (8)$$

为了验证基准回归结果的可靠性，本文将模型一中的被解释变量平均累计超额收益率（ACAR）替换为累计超额收益率（*CAR*），构建多元回归模型二：

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 BR + \alpha_2 Control + \xi \quad (9)$$

为了进行稳健性检验，本文将模型一中的大股东参与认购（*BR*）替换为内部投资者参与认购（*BI*）和外部投资者参与认购（*BO*），构建多元回归模型三：

$$ACAR = \alpha_0 + \alpha_1 BI + \alpha_2 BO + \alpha_3 Control + \xi \quad (10)$$

为了检验本文假设 2、假设 3 及假设 4 中关于上市公司特征与大股东股价操纵行为的关系，本文在模型一的基础上添加交互项和进行分样本回归，构建多元回归模型四：

$$ACAR = \alpha_0 + \alpha_1 BR + \alpha_2 BR \times EW + \alpha_3 BR \times LEV + \alpha_4 BR \times EF + \alpha_5 Control + \xi \quad (11)$$

为了进一步验证实证结论的稳定性和可靠性，本文将模型四中的被解释变量平均累计超额收益率（*ACAR*）替换为累计超额收益率（*CAR*），构建多元回归模型五：

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 BR + \alpha_2 BR \times EW + \alpha_3 BR \times LEV + \alpha_4 BR \times EF + \alpha_5 Control + \xi \quad (12)$$

### 3.3 数据来源

本文选取我国 A 股上市公司 2006 年至 2019 年全部 4317 次非公开发行事件作为初始样本，并按照以下原则对初始样本进行有效剔除：

剔除数据不完整的非公开发行事件样本；（2）剔除金融类上市公司实施的非公开发行事件样本。因为金融类上市公司在财务结构、股权结构、资本运作方式、股价变化以及盈利水平等方面都具有特殊性，与一般性质的上市公司有较大差异；（3）剔除上市公司短期内重复实施的非公开发行事件样本。因为上市公司在短期内重复实施的不同非公开发行事件之间是息息相关的，其对上市公司股价的影响也会相互交叉，不易分离；（4）剔除上市公司在 ST 或 ST* 等特殊时期内实施的非公开发行事件样本。因为上市公司在 ST 或 ST* 等特殊时期内，其股价比较特殊，而且本身可能就会容易被操纵，因此在研究的时候没有办法分辨股票价格变动是否由非公开发行事件引起；（5）剔除上市公司与配股等重大事项同时实施的非公开发行事件样本。因为上市公司实施配股等重大事项能够很大程度上对股价造成较大的影响，研究时没有办法分辨股价变化是否由非公开发行事件引起。

通过上述方式剔除之后，本文最终得到 1705 个有效样本数据。本文数据来源于万德（Wind）金融数据库。

表 1　统计描述

| 变量名称 | 观测值 | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
|---|---|---|---|---|---|
| 平均累计超额收益率 | 1705 | −3.13 | 0.51 | −0.01 | 0.14 |
| 累计超额收益率 | 1705 | −5.28 | 0.74 | −0.01 | 0.22 |
| 大股东参与认购（是 =1） | 1705 | 0.00 | 1.00 | 0.40 | 0.51 |
| 内部投资者参与认购（是 =1） | 1705 | 0.00 | 1.00 | 0.13 | 0.34 |
| 外部投资者参与认购（是 =1） | 1705 | 0.00 | 1.00 | 0.55 | 0.59 |
| 上市公司性质（民企 =1） | 1705 | 0.00 | 1.00 | 0.71 | 0.51 |
| 上市公司资产负债率 | 1705 | 1.20 | 311.06 | 53.37 | 23.33 |
| 上市公司流通股比例 | 1705 | 5 | 100 | 77 | 27 |
| 认购方式（现金 =1） | 1705 | 0.00 | 1.00 | 0.79 | 0.40 |
| 发行规模 | 1705 | 181.00 | 1835887.00 | 26538.43 | 72748.61 |
| 上市公司大股东持股比例 | 1705 | 3.66 | 90.13 | 36.83 | 16.34 |
| 上市公司规模 | 1705 | 0.30 | 257.44 | 9.38 | 17.82 |
| 上市公司市盈率 | 1705 | −26782.04 | 13256.58 | 43.52 | 955.96 |

数据来源：万德（Wind）金融数据库。

从表 1 关键变量的统计描述结果可以看出：平均累计超额收益率、累计超额收益率的均值为负，直观数据表明，非公开发行中上市公司的股票价格确实存在被打压操纵的情况；上市公司大股东持股比例均值高达 36.83%，表明我国上市公司的股权结构确实过于集中，大股东对上市公司的控制力较强；上市公司流通股比例均值高达 77%，这也在一定程度上增加了大股东实施股价操纵的难度，对大股东股价操纵行为有一定抑制作用。

## 4 实证分析

### 4.1 非公开发行中大股东股价操纵行为的特征事实

本部分通过观察事件期内不同样本组所有股票各个交易日的股票累计平均超额收益率（*CAAR*）走势图，并分别使用均值检验和配对检验对事件期内不同样本组的股票平均累积超额收益的均值（AACAR）进行检验，分析非公开发行中大股东股价操纵走势的特征事实。

特征事实 1：图 2 为事件期内不同样本组所有股票各个交易日的累积平均超额收益率（*CAAR*）走势，可以看出：在基准期内，多组样本中，累积平均超额收益率均为负值。在基准期内，大股东参与组的累积平均超额收益率（*CAAR*）明显小于大股东未参与组的累积平均超额收益率（*CAAR*）。造成这一结果的原因可能是在非公开发行中，上市公司的股价都会被打压操纵，并且当上市公司大股东自身参与非公开发行股份认购时，上市公司的股价可能被打压操纵程度更大。

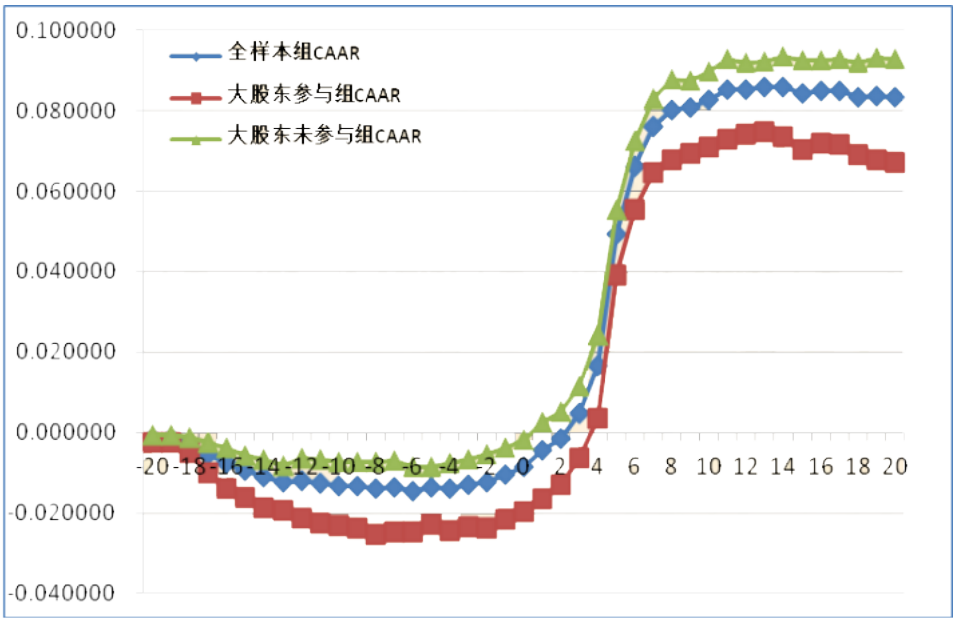


图 2　累积平均超额收益率走势图

注：横轴表示时间，纵轴表示累积平均超额收益率（CAAR）数值。

特征事实 2：表 2 为基准期不同样本组内平均累积超额收益率的均值（AACAR）检验结果，可以看出：各样本组内平均累积超额收益率的均值均（AACAR）是显著为负，并且大股东参与样本组的均值明显小于大股东未参与样本组的均值，且更加显著。这可能表明了在非公开发行中，上市公司的股价可能存在被打压操纵，并且当上市公司大股东直接参与非公开发行新股认购，上市公司的股价被打压程度操纵程度越大。

表 2　均值检验结果

| 样本 | 平均累计超额收益率均值 | N | 均值 | t | p 值 |
|---|---|---|---|---|---|
| 全样本组（组 1） | AACAR（–20，–1） | 1705 | –0.0111*** | –2.9812 | 0.0035 |
| 大股东参与认购组（组 2） | AACAR（–20，–1） | 681 | –0.0163** | –2.4853 | 0.0128 |
| 大股东未参与认购组（组 3） | AACAR（–20，–1） | 1024 | –0.0058* | –1.6923 | 0.0937 |

注：（）内数值为时间。***、**、* 分别表示在 1%、5% 与 10% 的水平上显著。

特征事实 3：表 3 为不同样本组内定价基准日前后 20 个交易日平均累积超额收益率均值（AACAR）的配对检验结果，可以看出：定价基准日前后 20 个交易日内，平均累积超额收益率均值的差异均是显著的。这表明当上市公司大股东参与非公开发行新股认购时，上市公司的股价被打压程度打压操纵程度越大。

表 3　配对检验结果

| 样本 | 平均累计超额收益率均值 | 均值 | t | p 值 |
|---|---|---|---|---|
| 大股东参与认购组<br>大股东未参与认购组 | AACAR（–20，–1） | –0.0174** | –2.1828 | 0.0389 |
| 大股东参与认购组<br>大股东未参与认购组 | AACAR（1，20） | –0.0453** | –1.9762 | 0.0488 |

注：（）内数值为时间。***、**、* 分别表示在 1%、5% 与 10% 的水平上显著。

### 4.2　模型回归结果分析

（1）基准回归结果

本文模型一和模型二的实证回归结果如表 4 所示。

从回归结果（1）-（6）的回归结果可以看出：大股东参与认购的系数显著为负，说明当大股东参与认购时，上市公司的股价被打压的更加明显。结合累积平均超额收益率（*CAAR*）走势分析可知，在我国上市公司非公开发行中，确实存在大股东操纵股价行为，而且是负向的打压操纵，股价操纵成为非公开发行中大股东的利益侵占途径之一。并且，当大股东参与非公开发行时，上市公司的股价被打压程度打压操纵程度越大，大股东利益侵占程度越高，本文研究假设 1 得到证实。

从回归结果（6）与（7）的回归结果对比可知，平均累积超额收益率（ACAR）与累积超额收益率（CAR）作为被解释变量，大股东参与认购系数显著为负，而且当平均累积超额收益率（ACAR）作为被解释变量时，显著性更强。这说明平均累积超额收益率（ACAR）比累积超额收益率（CAR）有更强的解释力，可以更准确的表示非公开发行中大股东股价操纵程度。

表 4　基准模型回归结果

| 被解释变量 | 平均累计超额收益率（ACAR） | | | | | | 累计超额收益率（CAR） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | （1） | （2） | （3） | （4） | （5） | （6） | （7） |
| 大股东参与认购 | –0.0130*<br>(0.0071) | –0.0129*<br>(0.0071) | –0.0134*<br>(0.0072) | –0.0138*<br>（0.0072） | –0.0141*<br>(0.0072) | –0.0145**<br>(0.0073) | –0.0209*<br>(0.0120) |
| 认购方式 | | –0.0019<br>(0.0088) | –0.0020<br>(0.0089) | –.0019<br>.0089 | –0.0032<br>(0.0090) | –0.0032<br>(0.0090) | –0.0064<br>(0.0149) |
| 发行规模 | | | 0.0013<br>(0.0029) | .0016<br>.0029 | –0.0005<br>(0.0037) | –0.0005<br>(0.0037) | 0.0023<br>(0.0062) |
| 大股东持股比例 | | | | –.0165<br>.0228 | –0.0192<br>(0 .0230) | –0.0204<br>(0.0230) | –0.0385<br>(0.0381) |
| 上市公司规模 | | | | | 0.0043<br>(0.0049) | 0.0043<br>(0.0049) | 0 .0053<br>(0.0081) |
| 上市公司市盈率 | | | | | | –0.0005<br>(0.0004) | –0.0005<br>(0.0006) |
| 常数 | –0.0056<br>(0.0043) | –0.0040<br>(0.0083) | –0.0156<br>(0.0266) | –0.0123<br>(0.0270) | 0.0021<br>(0.0317) | 0.0027<br>(0.0317) | –0.0122<br>( 0.0526) |
| 观测值 | 1705 | 1705 | 1705 | 1705 | 1705 | 1705 | 1705 |
| $R^2$ | 0.0253 | 0.0253 | 0.0272 | 0.0311 | 0.0362 | 0.0479 | 0.0376 |

注：（ ）内为标准误差。***、**、* 分别表示在 1%、5% 与 10% 的水平上显著。

（2）稳健性检验：核心解释变量替代

为了进一步验证实证结论的可靠性，本文进行稳健性检验。

认购对象可以分为内部投资者、外部投资者、混合投资者。将模型一中的关键解释变量“大股东参与认购”替换为“内部投资者参与认购”和“外部投资者参与认购”，构建多元回归模型三。模型三的回归结果如表 5 所示。

从表 5 回归结果可以看出：解释变量“外部投资者参与认购”与被解释变量是显著正相关的。这说明当外部投资者参与认购时，上市公司的股价会有显著提升，外部投资者一般不是股票认购中的大股东，其参与股票认购，可以一定程度上缓和

大股东对股票价格的打压；解释变量“内部投资者参与认购”显著地负向影响被解释变量。这说明当内部投资者参与认购时，上市公司的股价被打压操纵的更加明显，而内部投资者与大股东关系密切，这间接说明了非公开发行中，大股东对上市公司股价打压明显。模型三与模型一得到的结论进一步验证了假设 1。

表 5　核心解释变量替换后稳健性检验

| 被解释变量 | 平均累计超额收益率（ACAR） | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 内部投资者参与认购 | 0.0024<br>（0.0109） | 0.0010<br>0.1112 | | | 0.0104<br>（0.0117） | 0.0101<br>（0.0121） |
| 外部投资者参与认购 | | | 0.0116*<br>（0.0068） | 0.0129*<br>（0.0071） | 0.0140*<br>（0.0074） | 0.0153**<br>（0.0077） |
| 认购方式 | | –0.0035<br>0.0091 | | –0.0031<br>（0.0090） | | –0.0014<br>（0.0092） |
| 发行规模 | | –0.0012<br>（0.0037） | | 0.0002<br>（0.0038） | | 0.0039<br>（0.0038） |
| 大股东持股比例 | | –0.0169<br>（0.0230） | | –0.0222<br>（0.0231） | | –0.0226<br>（0.0231） |
| 上市公司规模 | | –0.004<br>（0.0004） | | 0.0033<br>（0.0049） | | 0.0028<br>（0.0049） |
| 上市公司市盈率 | | –0.0004<br>（0.0004） | | –0.0004<br>（0.0004） | | –0.0004<br>（0.0004） |
| 常数 | –0.0106***<br>（0.0037） | 0.0037<br>（0.0318） | –0.1628***<br>（0.0049） | –0.0130<br>（0.3330） | –0.0187***<br>（0.0056） | –0.0178<br>（0.0335） |
| 观测值 | 1705 | 1705 | 1705 | 1705 | 1705 | 1705 |
| $R^2$ | 0.0024 | 0.0172 | 0.0058 | 0.0426 | 0.0275 | 0.0477 |

注：（ ）内为标准误差。***、**、* 分别表示在 1%、5% 与 10% 的水平上显著。

### 4.3　交互项回归：影响大股东操纵股价程度的相关因素

为了进一步研究哪些因素影响了大股东操纵股价程度的大小，本文进一步构建了交互项模型四，分别从上市公司性质、上市公司资产负债率以及上市公司流通股比例三个方面进一步分析了这一问题。模型四的回归结果如表 6 所示：

表 6　交互项回归结果

| 被解释变量 | 平均累计超额收益率（ACAR） | | | |
|---|---|---|---|---|
| | （1） | （2） | （3） | （4） |
| 大股东参与认购 | –0.0153*<br>(0.0088) | 0.0108*<br>(0.0063) | –0.0902***<br>(0.0204) | –0.0392*<br>(0.0210) |
| 民企 * 大股东参与认购 | –0.0261**<br>(0.0117) | | | –0.0245**<br>(0.0120) |
| 上市公司资产负债率 * 大股东参与认购 | | –0.5207***<br>(0.0677) | | –0.4905***<br>(0.0682) |

续表

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 上市公司流通股比例 * 大股东参与认购 | | | 0.0951*** (0.0234) | 0.0675*** (0.0247) |
| 认购方式 | −0.0007 (0.0090) | −0.0031 (0.0088) | −0.0039 (0.0089) | −0.0028 (0.0088) |
| 发行规模 | −0.0012 (0.0037) | −0.0028 (0.0037) | −0.0013 (0.0037) | −0.0035 (0.0037) |
| 大股东持股比例 | −0.2484 (0.0230) | −0.0161 (0.0025) | −0.0115 (0.0230) | −0.0116 (0.0027) |
| 上市公司规模 | 0.0034 (0.0049) | 0.0076 (0.0048) | 0.0040 （0.0048） | 0.0069 (0.0048) |
| 上市公司市盈率 | −0.0005 (0.0004) | −0.0004 (0.0037) | −0.0004 (0.0004) | −0.0004 (0.004) |
| 常数 | 0.0103 (0.0318) | 0.0170 (0.0310) | 0.0082 (0.0315) | 0.0228 (0.0311) |
| 观测值 | 1705 | 1705 | 1024 | 681 |
| $R^2$ | 0.0084 | 0.0473 | 0.0164 | 0.0544 |

注：（ ）内为标准误差。***、**、* 分别表示在 1%、5% 与 10% 的水平上显著。

从表 6 回归结果的第（1）列和第（4）列可以看出，民企的大股东对上市公司的股价打压力度更大。民企的大股东或者实际控制人一般是个人，单纯追求利益最大化是其唯一的目标，而且其受到的约束较少，决策权比较完整。民企的大股东在非公开发行中通过股价操纵进行利益侵占的动机较大，而且操纵能力相对较强。当上市公司是民营性质时，上市公司的股价被打压操纵程度越大，大股东利益侵占程度越严重，本文研究假设 2 得到证实。

从表 6 回归结果的第（2）列和第（4）列可以看出，上市公司的资产负债率越高，大股东对上市公司股价被打压程度越明显。本文认为合理的解释是：资产负债率越高，意味着上市公司的当前的偿债压力越大，陷入财务困境、出现财务危机的可能性较大。一方面，该上市公司对资金的需求越大、越约迫切。另一方面，外部投资者会将该上市公司评价为高风险的“差企业”，从而不愿意认购该上市公司定向增发的股票。本文研究假设 3 得到证实。

从表 6 回归结果的第（3）列和第（4）列可以看出，解释变量“上市公司流通股比例”与“大股东参与认购”的交互项系数为正。这说明上市公司流通股比例越大，上市公司的股价被打压程度越不明显。流通股比例越大，意味着在二级市场流通的该公司的股票就越多，操纵股价就要有更多的股票成交量，也就意味着需要更多的资金来撬动，那么股价操纵者为达到相同的目的就要付出更大的成本。因此，流通

股比例越大，大股东进行股价操纵的难度就越大，股价操纵的能力也就相对越小。本文研究假设 4 得到证实。

将平均累计超额收益率（*ACAR*）换成累计超额收益率（*CAR*），对模型五进行回归，得到的结果如表 7 所示，可以看出，回归结果与表 6 结果基本一致，因此交互项回归结果的稳健性得到了保证。

表 7　交互项回归结果的稳健性检验

| 被解释变量 | 累计超额收益率（CAR） | | | |
|---|---|---|---|---|
| | （1） | （2） | （3） | （4） |
| 大股东参与认购 | −0.0358** (0.0163) | −0.0215* (0.0130) | −0.1505*** (0.0339) | −0.748* (0.0398) |
| 民企 * 大股东参与认购 | −0.0353** (0.0195) | | | −0.0584*** (0.0199) |
| 上市公司资产负债率 * 大股东参与认购 | | −0.8730*** (0.1123) | | −0.8242*** (0.1131) |
| 上市公司流通股比例 * 大股东参与认购 | | | 0.1629*** (0.0398) | 0.1221*** (0.0409) |
| 认购方式 | −0.0032 (0.0150) | −0.0064 (0.0146) | −0.0078 (0.0148) | −0.0069 （0.0146） |
| 发行规模 | 0.0012 (0.0062) | −0.0016 (0.0061) | 0.0008 (0.0062) | −0.0026 （0.0061） |
| 大股东持股比例 | −0.0446 (0.0383) | −0.0314 (0.0373) | −0.0234 (0.0381) | −0.0214 （0.0377） |
| 上市公司规模 | 0.0041 (0.0081) | 0.0108 (0.0080) | 0.0047 (0.0080) | 0.0099 （0.0080） |
| 上市公司市盈率 | −0.0005 (0.0006) | −0.0003 (0.0006) | −0.0004 (0.0006) | −0.0003 （0.0006） |
| 常数 | −0.0019 (0.0529 | 0.0119 (0.5158) | −0.0028 (0.0524) | 0.0193 （0.0517） |
| 观测值 | 1705 | 1705 | 1705 | 1705 |
| $R^2$ | 0.0061 | 0.0471 | 0.0161 | 0.0544 |

注：（ ）内为标准误差。***、**、* 分别表示在 1%、5% 与 10% 的水平上显著。

## 5　结论与政策建议

非公开发行提升了我国上市公司的融资效率，优化了我国资本市场的资本配置效率，有利于我国实体经济的高质量发展。但与此同时，上市公司非公开发行中存在严重的大股东利益侵占问题削弱了我国资本市场再融资效率。本文基于 A 股上市公司 2006 年至 2019 年非公开发行的大样本数据，从股价操纵视角，研究了我国上市公司非公开发行中大股东利益侵占行为。

本文研究发现，在我国上市公司非公开发行中，大股东会通过操纵发行基准期内公司股价的方式进行利益侵占。并且，当大股东直接参与股份认购时，上市公司的特征表现为民营性质、资产负债率越高及流通股占比越低时，大股东利益侵占程度越严重。

本文从股价操纵角度论证了我国上市公司非公开发行中大股东利益侵占行为，具有重要的研究启示和政策含义：第一，完善非公开发行制度。我国现有非公开发行政策存在一定的套利空间，使得大股东在非公开发行中有机会侵占上市公司及中小股东的利益，监管部门应该不断完善非公开发行制度，优化信息披露制度和外部监督制度；第二，加强监管。监管部门应该加强对上市公司非公开发行过程的监管，尤其着重关注上市公司非公开发行中，定价基准日被确定为董事会决议公告日时，上市公司的特征表现为民营性质、资产负债率高以及流通股占比低时，大股东的利益侵占行为；第三，优化上市公司股权结构。在不损害大股东合理权益的前提下，监管部门应适当调整我国上市公司股权结构，适当扩大上市公司中小股东的持股比例，充分发挥其对大股东的监督和制约作用，抑制大股东的利益侵占行为，保护上市公司以及中小股东的合法利益。

**参考文献：**

References：

［1］赵玉龙 . 金融发展、资本配置效率与经济高质量发展［J］. 金融理论与实践 , 2019,9:17-25.
Zhao Y L. Financial Development, Capital Allocation Efficiency and High-quality Economic Development［J］. Financial Theory & Practice, 2019,9:17-25.

［2］徐盈之 , 童皓月 . 金融包容性、资本效率与经济高质量发展［J］. 宏观质量研究 ,2019,2:114-130.
Xu Y Z, Tong H Y. Financial Inclusion, Capital Efficiency and High-quality Economic Development［J］. Journal of Macro-quality Research, 2019,2:114-130.

［3］吴先聪 , 张健 , 胡志颖 . 机构投资者特征、终极控制人性质与大股东掏空——基于关联交易视角的研究［J］. 外国经济与管理 ,2016,6:3-20.
Wu X C, Zhang J, Hu Z Y. Heterogeneity of Institutional Investors, Features of Ultimate Controllers and Large Shareholders’ Tunneling: Based on the Related-party Transactions［J］. Foreign Economics & Management, 2016,6:3-20.

［4］陆宇建 , 史晓楠 . 大股东认购、定价基准日选择与定向增发折价［J］. 金融论坛 ,2019,12:50-59.
Lu Y J, Shi X N. Major Shareholder Subscription, Selection of Pricing Base Date, and Discount of Private Placement［J］. Finance Forum,2019,12:50-59.

［5］程平 , 王健俊 . 高送转股利政策真的是套现“工具”吗？——来自 A 股市场的经验证据［J］.

科学决策 ,2017,7:1-25.

Chen P, Wang J J. Is High Stock Dividends Really the Instrument of Stock Sales? Empirical Evidence from the A-share Market［J］. Scientific Decision Making,2017,7:1-25.

［6］沈坤荣 , 赵亮 . 重构高效率金融市场推动经济高质量发展［J］. 中国特色社会主义研究 ,2018,12:35-41.

Shen K R, Zhao L. Reconstruct A Efficient Financial Market and Promote High-Quality Development of Economy ［J］. Studies on Socialism with Chinese Characteristics,2018,12:35-41.

［7］刘新刚 . 新时代我国金融高质量发展问题探讨——基于金融关系及其治理的视角［J］. 理论探索 ,2019,3:5-13.

Liu X G. A Probe into the High Quality Development of China’s Finance in the New Era: From the Perspective of Financial Relations and Governance ［J］. Theoretical Exploration,2019,3:5-13.

［8］翟进步 . 并购双重定价安排、声誉约束与利益输送［J］. 管理评论 ,2018,6:212-226.

Zhai J B. Double Pricing Institution, Reputation Constraint and Interest Transfer in M&As ［J］. Management Review,2018,6:212-226.

［9］张强 , 佘杰 . 定增择时与折价率及股价的长期市场表现——来自我国 A 股上市公司非公开发行的经验证据［J］. 商业研究 ,2018,11:48-57.

Zhang Q, She J. Market Timing of Private Placement, Price Discount and Long Run Share Price Performance: Evidence from A-share Firms［J］. Business Research,2018,11:48-57.

［10］马文杰 , 曹啸 , 殷琤 . 定向增发折价的期权特征及其信息内涵［J］. 经济学（季刊）,2018,2:693-728.

Ma W J, Cao X, Yin Z. The Option Characteristics of Discount Rate in Private Placements and Its Information Contents ［J］.China Economic Quarterly,2018,2:693-728.

［11］杜勇 , 陈建英 , 权小锋 , 张欢 . 第一大股东特征、影响力异质与公司亏损逆转性［J］. 审计与经济研究 ,2015,6:69-79.

Du Y, Chen J Y, Quan X F, Zhang H. Characteristics of First Major Shareholders, Influence Heterogeneity and Company’s Loss Reversal ［J］. Journal of Audit & Economics,2015,6:69-79.

［12］章卫东 , 赵兴欣 , 李斯蕾 . 定向增发注入资产相关性与大股东认购比例及其公司绩效［J］. 当代财经 ,2017,2:141-121.

Zhang W D, Zhao X X, Li S L. The Relationship between the Asset Injection through Private Placement and the Major Shareholders’ Subscription Ratio and Their Corporate Performance ［J］. Contemporary Finance & Economics,2017,2:141-121.

［13］王奇 , 李四海 . 公司治理、大股东资金占用与盈余质量［J］. 科学决策 ,2012,8:47-72.

Wang Q, Li S H. Corporate Governance, Major Shareholder’s Capital Occupying and Earnings Quality［J］. Scientific Decision Making,2012,8:47-72.

［14］孙光国，刘爽，赵健宇．大股东控制、机构投资者持股与盈余管理［J］．南开管理评论，2015,5:75-84.

Sun G G, Liu S, Zhao J Y. Control of Largest Shareholder, Institutional Investors and Earnings Management ［J］. Nankai Business Review,2015,5:75-84.

［15］宋鑫，阮永平，郑凯．大股东参与、盈余管理与定向增发价格偏离［J］．财贸研究，2017,10:86-97.

Song X, Ruan Y P, Zheng K. Participation of Major Shareholders, Earnings Management and Private Placement Price Deviation［J］. Finance and Trade Research,2017,10:86-97.

［16］夏婷，闻岳春，袁鹏．大股东股权质押影响公司价值的路径分析［J］．山西财经大学学报，2018,8:93-108.

Xia T, Wen Y C, Yuan P. The Path Analysis on Large Shareholder’s Share Pledge Affecting Firm Value ［J］. Journal of Shanxi University of Finance and Economics,2018,8:93-108.

［17］邓鸣茂．大股东减持时机与定向增发套利行为研究［J］．审计与经济研究，2016,3:73-82.

Deng M M. The Research on Large Shareholders’ Holding Reduction Timing and Private Placement Arbitrage Behavior ［J］. Journal of Audit & Economics,2016,3:73-82.

［18］黄叶苣，赵远榕，刘莉亚．定价基准日选择、市场择时与定向增发中的大股东利益输送［J］．经济管理，2017,8:177-193.

Huang Y N, Zhao Y R, Liu L Y. Pricing Base Date, Market Timing and the Tunneling Behavior in Chinese Private Placements ［J］. Business Management Journal,2017,8:177-193.

［19］陈波．大股东控制、审计质量与内部控制重大缺陷的披露［J］．管理案例研究与评论，2017,3:297-309

Chen B. Large Shareholder Controlling, Audit Quality and the Disclosure of Internal Control Material Weaknesses［J］. Journal of Management Case Studies,2017,3:297-309.

［20］杨七中，马蓓丽．权力强度、内部控制与大股东掏空行为抑制［J］．山西财经大学学报，2015,7:47-59.

Yang Q Z, Ma B L. Power Strength, Internal Control and Inhibition of Tunneling Behavior of Major Shareholders ［J］. Journal of Shanxi University of Finance and Economics,2015,7:47-59.

［21］彭利达．大股东与上市公司现金分红：异质机构投资者的调节作用［J］．金融经济学研究，2016,6:98-106.

Peng L D. Major Shareholders and Cash Dividends of Listed Company: Heterogeneous

Institutional Investors’ Moderating Role ［J］. Financial Economics Research, 2016,6:98-106.

［22］章卫东，黄一松，李斯蕾，鄢翔．信息不对称、研发支出与关联股东认购定向增发股份［J］．会计研究，2017,1:68-74+96.

Zhang W D, Huang Y S, Li S L, Yan X. Information Asymmetry, R&D Expenditure and Private Placement Shares Subscribed by Related Shareholders ［J］. Accounting Research,2017,1:68-74+96.

［23］简冠群，李秉祥．市值管理动机下大股东参与定向增发与利益输送［J］．运筹与管理，2018,11:163-175.

Jian G Q, Li B X. Participation and Tunneling of Large Shareholders Motivating by Market Capitalization Management in the Process of Private Placement ［J］. Operations Research and Management Science,2018,11:163-175.

［24］Wruck, K. H. Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence From Private Equity Financings［J］. Journal of Financial Economics,1989,23(1):3-28.

［25］Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings［J］.The Journal of Finance,2002, 57(6):2741-2771.

［26］Barclay, M. J., Holderness, C. G., Sheehan, D. P. Private Placements and Managerial Entrenchment［J］.Journal of Corporate Finance,2007,13(4):461-484.

［27］向中兴．中国股价操纵的理论模型［J］．财经科学，2006,11:31-38.

Xiang Z X. The Theoretic Model of China’s Stock Price Manipulation ［J］. Finance & Economics,2006,11:31-38.

［28］王化成，曹丰，叶康涛．监督还是掏空：大股东持股比例与股价崩盘风险［J］．管理世界，2015,2:45-57.

Wang H C, Cao F, Ye K T. Monitoring or Tunneling: The Proportion of the Proportion Held by the Big Shareholders and the Riskof the Crash of the Stock Price ［J］. Management World,2015,2:45-57.

［29］王超恩，张瑞君．内部控制、大股东掏空与股价崩盘风险［J］．山西财经大学学报，2015(10):79-30.

Wang C E, Zhang R J. Internal Control, Tunneling and Stock Price Crash Risk ［J］. Journal of Shanxi University of Finance and Economics,2015,10:79-30.

（本文责编：孙小葵）

# Research on the Behavior of Large Shareholder’ s Interest Expropriation in Private Placement:Based on the Perspective of Stock Price Manipulation

YUE Lei-lei, WANG San-xing

Abstract：*Based on the large sample data of a-share listed companies in non-public sectors from 2006 to 2019, this paper studied the embezzlement of large shareholders in non-public sectors of listed companies in China from the perspective of stock price manipulation. This paper finds that in the non-public offering of listed companies in China, the big shareholders will encroach on small shareholders' interests by manipulating the company's share price in the benchmark period. In addition, when the major shareholders directly participate in the share subscription, the base date of pricing is determined as the date of the board of directors' resolution and announcement, the characteristics of the listed company are private nature, high asset-liability ratio and high proportion of outstanding shares, the extent of the major shareholders' interest appropriation is more serious. The results of this paper show that there is a certain space for arbitrage in Chinese non-public offering system, which makes it possible for major shareholders to encroach on the interests of listed companies and minority shareholders. The regulatory authorities should continue to complete the non-public offering system, optimize the shareholding structure of listed companies, strengthen the supervision over non-public development, curb the encroachment of major shareholders in the non-public offering, and protect the reasonable interests of listed companies and small and medium shareholders. Improve the financing efficiency of China's listed companies and promote the high-quality development of China's real economy.*

Keywords：*private placement; price manipulation; cumulative excess return*