

资产注入动机与 盈余质量关系的研究

ZiChan ZhuRu DongJi Yu
YingYu ZhiLiang GuanXi De YanJiu

季 华 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

013045211

F279.246
371

资产注入动机与盈余 质量关系的研究

季 华 著



经济科学出版社



北航

C1653389

F279.246

371

115230810

图书在版编目 (CIP) 数据

资产注入动机与盈余质量关系的研究/季华著.
—北京: 经济科学出版社, 2013. 5
ISBN 978-7-5141-3171-0

I. ①资… II. ①季… III. ①上市公司-企业
利润-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 060668 号

责任编辑: 袁 激
责任校对: 刘欣欣
版式设计: 代小卫
责任印制: 邱 天

资产注入动机与盈余质量关系的研究

季 华 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编辑部电话: 88191217 发行部电话: 88191537

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京万友印刷厂印装

880×1230 32 开 7.375 印张 200000 字

2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-3171-0 定价: 28.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

本书获国家自然科学基金青年科学基金项目（项目批准号：71202177）、教育部人文社会科学研究青年基金项目（项目批准号：11YJC630075）资助

前 言

近年来,中国证监会出台了一系列旨在规范大股东与上市公司之间关联交易,减少大股东对上市公司的资金占用,以及促进上市公司进行行业整合、整体上市和增强控制权的监管措施。上市公司的大股东也常在一些关联交易公告中声称为了实现上述一个或多个目的而将其自身的资产通过各种方式有偿或者无偿地转让甚至划转到上市公司。本书将上述行为统称为大股东及其关联方对上市公司的资产注入。根据本书统计,2002~2007年大股东对上市公司的资产注入非常频繁,交易规模异常庞大。而对于频繁发生并且交易规模巨大的资产注入现象,目前学术界还鲜有学者进行系统的研究。为此,运用交易成本理论与委托代理理论,在结合相关制度背景的基础上对资产注入的动机及其与盈余质量的关系进行系统的研究将有较大的理论与现实意义。

着眼于中国的证券市场,本书对与资产注入相关的证券市场制度安排、上市公司股权安排、转轨经济与新兴市场特征、股权分置改革、证券市场中的明线标准以及证券市场的监管六个方面的制度背景做了较深入的分析和讨论。在制度背景分析的基础之上,本书结合交易成本理论与委托代理理论,首先对资产注入的动机以及资产注入对上市公司盈余质量的影响进行了总体考察。本书认为:在中国的制度背景下,大股东进行资产注入可能有“降低交易成本”、“掏空”以及“对上市公司进行盈余操纵”三个方面的动机。在上述三种动机中,“降低交易成本”动机下的资产注入将会对上市公

2 资产注入动机与盈余质量关系的研究

司的盈余质量产生积极的影响,而“掏空”和“对上市公司进行盈余操纵”动机下的资产注入则会对上市公司的盈余质量产生负面的影响。同时,由于股权分置改革可能会对大股东的行为产生影响,因此,股权分置改革前后大股东资产注入的动机及其对盈余质量的影响可能也存在差异。其次,本书认为大股东的产业整合动机、上市公司的达标动机、大股东规避监管动机也可能会对资产注入的动机以及资产注入与上市公司盈余质量的关系产生影响。

本书以2002~2007年发生重大资产注入的上市公司为研究对象,通过实证研究的方法对资产注入的动机及其与盈余质量之间的关系进行了系统的考察。本书的研究结果表明:总体而言资产注入对上市公司的盈余质量产生了负面影响。同时,股权分置改革对资产注入与上市公司盈余质量的关系并没有产生显著的影响。股权分置改革前和股权分置改革开始后资产注入对上市公司的盈余质量都产生了负面影响。通过进一步实证分析特定动机下的资产注入对上市公司盈余质量的影响,本书发现:多元化资产注入、达标动机资产注入以及规避监管动机资产注入都是造成资产注入后上市公司盈余质量下降的重要原因。归核化资产注入虽然对上市公司的绩效产生了积极的影响,但是由于归核化资产注入周期、全球金融危机以及股东关系等因素的影响,在回归结果中归核化资产注入对上市公司的盈余质量产生了负面影响。在更为严格的信息披露标准和审批程序下,监管型资产注入后上市公司的绩效和盈余质量都显著提高。

本书的研究进一步细化和拓展了“大股东控制对盈余质量影响”研究的领域和方向,并为上市公司股权结构、关联交易、内部市场、政府监管和股权分置改革等方面的研究提供了有益的文献补充,丰富了相关的研究成果。另外,本书的研究结果表明多元化资产注入、达标动机下大股东利用资产注入对上市公司进行盈余操纵的行为、规避监管动机下的资产注入以及大股东与其他股东特殊的股东关系都对资产注入与盈余质量的关系产生负面影响。这提醒上

市公司的独立董事和中小股东、相关的审计与资产评估机构以及证券监管部门应该加强对多元化资产注入的审核与监督。同时，证券监管部门还应采取设置更加科学合理的“明线”标准；提高非监管条件下资产注入的信息披露标准，扩大对资产注入的监管范围等措施来有效抑制大股东在资产注入过程中的不良动机和行为。

作者

2013 年 3 月

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究背景与问题	1
第二节 研究思路与全书结构	15
第三节 主要的创新	21
第二章 理论基础与制度背景	23
第一节 基于交易成本理论与委托—代理理论的分析	23
第二节 基于中国制度背景的分析	35
第三节 资产注入动机与盈余质量关系的理论分析	57
第三章 资产注入对盈余质量影响的综合分析	71
第一节 资产注入动机与盈余质量关系的进一步分析	72
第二节 研究设计与描述性统计	78
第三节 回归分析及其结果讨论	85
第四节 本章小结	89
第四章 产业整合动机与盈余质量	91
第一节 产业整合动机资产注入对盈余质量影响的理论分析	92
第二节 研究设计与描述性统计	100

2. 资产注入动机与盈余质量关系的研究

第三节 回归分析及其结果讨论	109
----------------------	-----

第四节 本章小结	145
----------------	-----

第五章 达标动机与盈余质量

147

第一节 达标动机资产注入对盈余质量影响的 理论分析	147
------------------------------------	-----

第二节 研究设计与描述性统计	154
----------------------	-----

第三节 回归分析及其结果讨论	161
----------------------	-----

第四节 本章小结	165
----------------	-----

第六章 规避监管动机与盈余质量

167

第一节 规避监管动机资产注入对盈余质量影响 的理论分析	168
--------------------------------------	-----

第二节 研究设计与描述性统计	175
----------------------	-----

第三节 回归分析及其结果讨论	184
----------------------	-----

第四节 本章小结	193
----------------	-----

第七章 研究总结

195

第一节 主要的结论与启示	195
--------------------	-----

第二节 局限性与未来展望	200
--------------------	-----

参考文献	203
------------	-----

后记	221
----------	-----

第一章 引言

第一节 研究背景与问题

近年来，中国证监会与其他政府部门出台了一系列旨在规范大股东^①与上市公司之间关联交易，减少大股东对上市公司的资金占用，以及促进上市公司进行行业整合、整体上市和增强控制权的监管措施。证监会在2001年发布的《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》中明确指出“上市公司实施重大购买、出售、置换资产行为，应当遵循有利于上市公司可持续发展和全体股东利益的原则，与实际控制人及其关联人之间不存在同业竞争，保证上市公司与实际控制人及其关联人之间人员独立、资产完整、财务独立；上市公司具有独立经营能力，在采购、生产、销售、知识产权等方面能够保持独立”。2003年，中国证监会、国务院国有资产监督管理委员会为进一步规范上市公司与控股股东及其他关联方的资金往来，有效控制上市公司对外担保风险，保护投资者合法权益，发布了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》。在通知中，证监会等政府部门要求加大清理已发生的违规占用资金和担保事项的力度，对存在上市公司被关联方占用资金情况的，要求关联方以现金或者非现金资产清偿占

① 本书所指的大股东是指上市公司的第一大股东。

用的上市公司资金。2005年10月,证监会在《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》中也明确指出,“严禁侵占上市公司资金,对已经侵占的资金,控股股东尤其是国有控股股东或实际控制人要针对不同情况,采取现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债等方式,加快偿还速度,务必在2006年年底前偿还完毕”。同时要“支持优质企业利用资本市场做优做强,地方政府要积极支持优质企业改制上市,推动国有企业依托资本市场进行改组改制,使优质资源向上市公司集中,支持具备条件的优质大型企业实现整体上市”。“积极推出市场化创新工具,支持上市公司通过多样化的支付手段进行收购兼并,提升公司的核心竞争力,实现可持续发展”。另外,在2006年12月5日国务院办公厅转发国资委发布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》的通知中也提到,要“积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市,鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式,把主营业务资产全部注入上市公司”。面对证监会与其他政府部门出台的一系列监管措施,上市公司的大股东常在一些关联交易公告中声称为了实现上述一个或多个目的而将其自身的资产通过各种方式有偿或者无偿地转让甚至划转到上市公司。^① 在本书的研究中,将上述行为统称为大股东及其关联方对上市公司的资产注入。

对于资产注入的定义,目前学术界还没有一个统一的界定。蔡奕(2007)在深交所的研究报告中指出,资产注入一般指控股股东将其资产出售或以一定条件让渡给上市公司,一般不改变上市公司和股东的法律地位。龚杰(2007)认为资产注入就是大股东或者潜在大股东将优质资产注入到或置换到上市公司,使得上

^① 例如股票代码为000027的深圳能源投资股份有限公司(简称“深能源”)的大股东深圳市能源集团有限公司(简称“深能集团”)就在深能源2006年12月16日发布的关联交易公告中声称将向深能源注入主业资产作为实现其整体上市的一个重要步骤。

市公司的经营能力明显提高,公司价值得到提升,从而造成二级市场上该公司的业绩与股价齐飞,大股东与小股东共赢共进的局面。张忆东(2007a)将资产注入定义为上市公司的大股东把自己的资产出售给上市公司的行为。他认为原则上注入的资产应该质量较高、盈利能力较强、与上市公司业务关联比较密切,这样有助于提升上市公司业绩,所以市场反应会提升股价。同时,他还指出资产注入主要有以下形式:(1)注入资产作为股改对价;(2)定向增发或自有资金收购大股东优质资产;(3)大股东通过资产置换偿还历史欠款;(4)借壳上市;(5)通过吸收合并的IPO方式引入新的上市公司资产;(6)控股股东变更所引起的优质资产注入。孙民(2008)则将整体上市或资产注入的概念界定为上市公司向大股东定向增发新股募集资金或以自有资金收购大股东资产、大股东将其部分或整体资产注入上市公司的行为。他认为整体上市或资产注入的主要目的是解决上市公司与大股东之间的同业竞争或关联交易问题。从上述学者对于资产注入行为的定义中可以看出,他们对于实施资产注入的主体、资产注入的形式并没有一个统一的和一般意义上的界定。同时在对于资产注入的动机、注入资产的质量好坏还并无定论的情况下,有些学者还在定义中对上述内容进行了主观界定。为此,本书认为上述学者对于资产注入并没有进行很好的定义。综合以上资产注入的相关定义,本书将资产注入定义为上市公司的大股东(含潜在大股东)及其关联方将其除普通商品^①以外的其他资产转让或者以一

① 在2006年版的《企业会计准则》第36号——关联方披露的第八条中,对关联方交易的类型进行了相应的界定,主要包括以下十一个方面,即:(一)购买或销售商品;(二)购买或销售商品以外的其他资产;(三)提供或接受劳务;(四)担保;(五)提供资金(贷款或股权投资);(六)租赁;(七)代理;(八)研究与开发项目的转移;(九)许可协议;(十)代表企业或由企业代表另一方进行债务结算;(十一)关键管理人员薪酬。在上述对关联交易类型的分类中,第二类“购买或销售商品以外的其他资产”的关联交易中购买资产类型中的部分内容属于本书资产注入行为的研究内容,而第一类“购买或销售商品”的关联交易并不在本书资产注入行为的研究范畴之内。

定条件让渡给上市公司的行为。在上述定义中,大股东主要是指上市公司的第一大股东。大股东的关联方主要包括大股东控制下的其他公司,能够对大股东所在公司实施重大影响的公司或个人及其关联方,以及上市公司的终极控制人及其关联方。潜在大股东主要是指已经与原大股东或上市公司其他的股东达成股权转让协议,在相关的股权转让协议经国资委、证监会或者其他部门审核批准后即将成为上市公司新的大股东的公司或者个人。

根据本书的统计,在2002~2007年间,中国上市公司大股东通过现金购买、资产置换、偿还债务、换取上市公司股份以及无偿赠与等方式向上市公司实施了1476次资产注入。^①其中资产注入的交易金额在3000万元以上^②的重大资产注入共计816次,占到了所有资产注入样本的55.28%。表1-1~表1-4分别对上述重大资产注入按照交易年度、资产注入上市公司的终极控制人性质、资产注入过程中上市公司的支付方式以及资产注入上市公司的行业分布进行了统计。从表1-1中可以看出:在股权分置改革开始后^③的

① 本书只研究成功进行了资产注入的上市公司样本。其中,本书所指的没有成功资产注入的样本是指:(1)相关的注资公告被董事会、股东大会、国资委或证监会否决;(2)资产注入发生的当年,以及下一年没有履行完相应的审批程序(如需要经股东大会或证监会批准的,在公司的后续公告中没有下文),在年报中没有完成资产过户手续,或者已经履行完相应的审批程序却没有实施(如定向增发已经经过证监会核准,但是到2008年年底都没有实施)。

② 本书以资产注入的交易金额在3000万元以上的样本作为相应资产注入样本,主要是根据2002年9月9日中国证监会发布的《股票发行审核标准备忘录第14号》文件中对“重大关联交易”的相关定义来进行界定的,该备忘录指出,“如果在报告期内存在重大关联交易的(即发行人与其关联方达成的关联交易总额高于人民币3000万元或高于最近经审计净资产值的5%),发行人独立董事应对关联交易的公允性以及是否履行法定批准程序发表意见;发行人律师应对关联交易的合法性发表法律意见;申报会计师应重点关注关联交易对发行人财务状况和经营业绩的影响,并对关联交易的会计处理是否符合有关规定发表专项意见;主承销商应在尽职调查报告中对此类关联交易是否影响发行人生产经营的独立性发表意见,并提供充分依据”。

③ 对于股权分置改革前后的划分,本研究统计将资产注入首次公告日发生在2005年1月1日前的划分为股权分置改革前的样本,其他的样本划分为股权分置改革开始后的样本。

2005~2007年,大股东共向上市公司进行了490次重大资产注入,占到了全部重大资产注入样本的一半以上。这说明与股权分置改革前相比,股权分置改革开始后的资产注入更为频繁。从重大资产注入的交易金额来看,交易金额的平均值最小为17806.48万元,最大值达到了135746.4万元,平均值为56466.57万元,这表明资产注入的交易规模异常庞大。从重大资产注入的交易金额占上市公司资产注入年初总资产的比重上来看,2002~2007年比重的均值最小为0.098,最大为0.841,平均值达到了0.242。这也说明重大资产注入的交易金额占上市公司资产注入年初总资产的比重非常大。从表1-2可以看出:在2002~2007年间地方政府控制下的上市公司资产注入更为频繁。而从资产注入规模的均值来看,总体而言,民营性质上市公司资产注入的规模更大。从表1-3可以看出:在2002~2007年间的816次重大资产注入样本中,有520个样本的上市公司选择现金作为资产注入的支付方式,占到了全部样本的63.73%。而选择通过资产置换的方式来获得注入资产的样本也比较多,占到了全部样本的17.52%,同时两种支付方式下的资产注入样本占到了全部样本的81.25%。上述结果说明上市公司主要采用现金和资产这两种支付方式来换取大股东注入的资产。从表1-4的行业分布情况统计表中可以看出:资产注入最为频繁的行业为制造业。2002~2007年,制造业上市公司共发生了463次重大资产注入,占到了全部重大资产注入样本的56.74%。其次,综合类、信息技术业、交通运输、仓储业以及批发和零售贸易业上市公司的资产注入也较为频繁。另外,从资产注入的规模来看,2002~2007年综合类上市公司资产注入规模的均值最大,达到了0.56。资产注入的规模排在第二位到第五位的分别为房地产业、制造业、传播与文化产业以及电力、煤气及水生产和供应业上市公司。

表 1-1 中国上市公司重大资产注入规模的年度分布情况 单位: 万元

规模	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	总计
次数	23	129	174	147	226	117	816
交易金额的平均值	17806.48	28652.18	49391.96	30672.74	57458.47	135746.4	56466.57
交易金额占上市公司资产注入年初总资产的比重*	0.133	0.138	0.098	0.115	0.199	0.841	0.242

注: * 由于资产注入的交易金额为注入资产的净额, 因此, 将资产注入的交易金额用资产注入上市公司年初的净资产进行平滑将更为合适。但是此处的资产注入样本为原始样本, 在这些样本中很多上市公司年初的净资产为负值 (即资不抵债)。为此, 在这种情况下, 此处将资产注入的交易金额用资产注入上市公司年初的总资产进行了平滑。

表 1-2 不同终极控制人性质的上市公司资产注入的分布情况

终极控制人	2002 年		2003 年		2004 年		2005 年		2006 年		2007 年		合计	
性质	次数	均值*	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值
中央政府	3	0.040	31	0.166	47	0.084	30	0.096	34	0.091	33	0.329	178	0.145
地方政府	18	0.159	79	0.129	90	0.103	84	0.127	119	0.200	48	0.642	438	0.199
民营	2	0.030	19	0.131	37	0.102	33	0.100	73	0.248	36	1.541	200	0.421

注: * 此处用于计算均值的资产注入规模为: “资产注入的交易金额除以资产注入上市公司年初的总资产”。表 1-3 和表 1-4 中用于计算均值的资产注入规模与此表的定义相同。

表 1-3 不同支付方式下的上市公司资产注入的分布情况

支付方式	2002 年		2003 年		2004 年		2005 年		2006 年		2007 年		合计	
	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值
债权 ¹	3	0.199	12	0.087	4	0.069	7	0.141	28	0.115			54	0.114
股权 ²							1	1.188	35	0.532	49	1.839	85	1.280
资产 ³	5	0.141	27	0.202	40	0.148	25	0.233	37	0.231	9	0.097	143	0.191

续表

支付方式	2002 年		2003 年		2004 年		2005 年		2006 年		2007 年		合计	
	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值	次数	均值
现金 ⁴	15	0.117	89	0.124	129	0.083	112	0.077	120	0.080	55	0.084	520	0.089
其他 ⁵			1	0.237	1	0.051	2	0.125	6	0.807	4	1.002	14	0.670

注：1. 债权支付方式是指通过降低大股东所欠上市公司债务额度的方式来换取大股东注入的资产。例如股票代码为 000058 的深圳赛格股份有限公司（简称“赛格股份”）在 2006 年 4 月 29 日发布的资产注入公告中声称，赛格股份的大股东赛格集团拟通过向赛格股份注入其所持有的赛格三星股份的方式来抵偿其所占用的赛格股份的资金。

2. 股权支付方式是指用上市公司自身的股权来换取大股东注入的资产。例如股票代码为 000046 的泛海建设集团股份有限公司（简称“泛海建设”）在 2007 年 3 月 12 日发布的资产注入公告中声称，泛海建设拟通过向其大股东泛海集团定向增发股票的方式来换取泛海集团所持有或有权处置的星火公司、通海公司、浙江公司和武汉公司的股权以及上述股权对应的资产。

3. 资产支付方式是指上市公司以自身的实物资产或者所持有的对其他公司的股权来换取大股东注入的资产。例如股票代码为 000936 的江苏华西村股份有限公司（简称“华西村”）在 2006 年 8 月 25 日发布的资产注入公告中声称，华西村拟将其拥有的华新公司股权、华浩公司股权以及服装厂和商场的资产、负债与其大股东华西集团所拥有的诚信储运公司股权、华西变电所资产进行置换。

4. 现金支付方式是指上市公司用支付现金的方式来换取大股东注入的资产。例如股票代码为 000826 的合加资源发展股份有限公司（简称“合加资源”）在 2007 年 4 月 17 日发布的资产注入公告中声称，合加资源拟以货币资金收购其大股东桑德集团所持有的宜昌三峡水务有限公司 70% 股权。

5. 其他的支付方式包括：上市公司无偿获得大股东注入的资产，或者上市公司用自身股权加自身资产、自身资产加现金等混合支付方式来换取大股东注入的资产等。例如股票代码为 600717 的天津港股份有限公司（简称“天津港”）在 2005 年 3 月 24 日发布的资产注入公告中声称，天津港拟以其所持有的临海路堆场全部资产和部分货币资金收购其大股东天津港（集团）有限公司所持有的煤码头公司 31.39% 的股权。

表 1-4 资产注入上市公司的行业分布情况统计

A 栏 资产注入的次数								
代码	行业名称	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	合计
		次数	次数	次数	次数	次数	次数	次数
A	农、林、牧、渔业	2	3	2	5	4		16
B	采掘业	2	5	5	4	8	3	27
C	制造业	11	75	101	79	137	60	463

续表

A 栏 资产注入的次数								
代码	行业名称	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	合计
		次数	次数	次数	次数	次数	次数	次数
D	电力、煤气及水生产和供应业	1	7	9	6	9	6	38
E	建筑业		1	2	3	6	2	14
F	交通运输、仓储业		5	6	14	7	10	42
G	信息技术业	2	10	12	7	12	3	46
H	批发和零售贸易	2	5	8	5	11	9	40
I	金融、保险业			1	1	1	1	4
J	房地产业		3	7	8	8	10	36
K	社会服务业		2	6	5	7	4	24
L	传播与文化产业		4			1		5
M	综合类	3	9	15	10	15	9	61
	合计	23	129	174	147	226	117	816

B 栏 资产注入的交易金额占上市公司年初总资产的比重								
代码	行业名称	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	合计
		均值	均值	均值	均值	均值	均值	均值
A	农、林、牧、渔业	0.188	0.302	0.106	0.064	0.089		0.136
B	采掘业	0.037	0.060	0.073	0.114	0.067	0.454	0.101
C	制造业	0.127	0.111	0.097	0.128	0.210	0.923	0.246
D	电力、煤气及水生产和供应业	0.720	0.229	0.095	0.051	0.259	0.280	0.197
E	建筑业		0.010	0.066	0.036	0.143	0.288	0.120
F	交通运输、仓储业		0.224	0.120	0.171	0.202	0.238	0.190
G	信息技术业	0.062	0.071	0.097	0.090	0.068	0.097	0.081
H	批发和零售贸易	0.038	0.237	0.124	0.111	0.240	0.216	0.185
I	金融、保险业			0.116	0.167	0.019	0.001	0.076
J	房地产业		0.230	0.152	0.084	0.350	0.636	0.327
K	社会服务业		0.370	0.047	0.064	0.080	0.147	0.105