

H 行业战略 · 管理 · 运营书系

资产评估操纵的 影响因素及经济后果

■ 崔婧 著



知识产权出版社

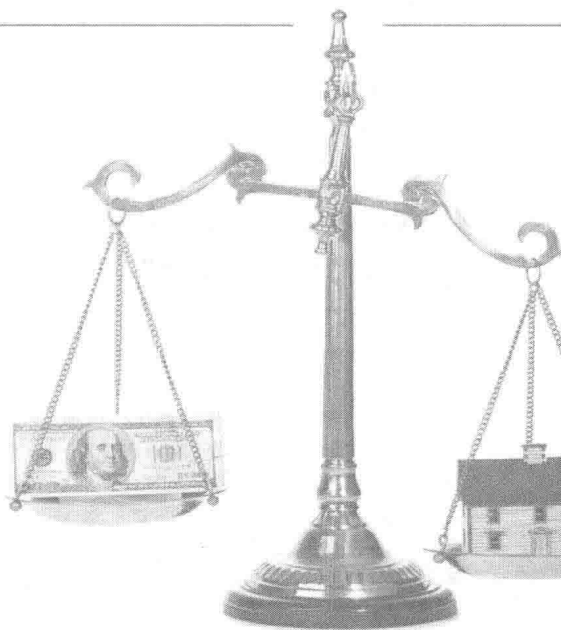
全国百佳图书出版单位

H 行业战略·管理·运营书系

本书系作者在对外经济贸易大学博士后研究工作的主要研究成果，感谢北京联合大学学术著作出版基金、国家社会科学基金重点项目（13AZD002）与大信审计教育研究基金对本研究的资助

资产评估操纵的 影响因素及经济后果

■ 崔婧 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

资产评估操纵的影响因素及经济后果 / 崔婧著. —北京: 知识产权出版社, 2016. 9

ISBN 978-7-5130-4495-0

I. ①资… II. ①崔… III. ①资产评估—研究—中国
IV. ①F123.7

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第233707号

内容提要

《资产评估操纵的影响因素及经济后果》一书主要关注了资产收购关联交易中的资产定价问题, 以往的研究发现在资产收购关联交易中存在大股东与资产评估机构合谋影响交易定价的问题。本书针对此问题展开深入分析, 包括资产评估操纵行为的现状、大股东动机、影响因素及经济后果。希望本书的研究能够为规范资产收购关联交易定价、促进资产评估行业的健康发展提供一些借鉴。

本书适合相关专业硕士研究生、博士研究生, 以及其他从事相关研究的人员和感兴趣的读者参考、阅读!

责任编辑: 荆成恭

责任出版: 卢运霞

封面设计: 刘伟

资产评估操纵的影响因素及经济后果

崔婧 著

出版发行: 知识产权出版社 有限责任公司	网 址: http://www.ipph.cn
社 址: 北京市海淀区西外太平庄55号	邮 编: 100081
责任编辑: 010-82000860 转 8341	责编邮箱: jcgxj219@163.com
发行电话: 010-82000860 转 8101/8102	传 真: 010-82005070/82000893/82000270
印 刷: 北京中献拓方科技发展有限公司	经 销: 各大网上书店、新华书店及相关专业书店
开 本: 720 mm × 1000 mm 1/16	印 张: 11.25
版 次: 2016年9月第1版	印 次: 2016年9月第1次印刷
字 数: 180千字	定 价: 36.00元

ISBN 978-7-5130-4495-0

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

序

近年来，我国资本市场的并购重组可谓风起云涌，并购重组已成为提升上市公司质量、改善产业结构、资源优化配置的主要手段。截至2016年6月底，我国的很多产业存在产能过剩、库存过多等问题，但是也同时面临着高端产业需求旺盛，供给无法满足的现状。为改善这些制约产业发展的因素，我国大力推进供给侧结构性改革，通过并购重组，整合过剩产能、满足高端需求，进而促使我国的资本市场更好地发挥作用，助推经济转型和结构调整。

随着并购重组的不断开展，并购重组中的不合理定价行为也得到了各方面的关注。并购重组标的物估值缺少合理依据、关联交易作价不公允、评估方法使用自由裁定空间大、评估机构的独立性不够等问题被频频曝出，严重损害了中小投资者的利益。特别是资产评估机构和上市公司合谋操纵标的资产价格的事件，对资本市场的发展产生了极大的负面影响。所以，对

此问题展开深入的研究能为规范我国资本市场的并购重组行为和资产评估行业发展提供很好的借鉴和参考。

国内外学者对并购重组中资产价值评估方面的研究，主要集中在对资产评估增值情况、资产价值重估、资产评估方法的运用、资产评估结果与交易定价的关系分析上，鲜有将资产收购关联交易为样本，对资产评估机构和上市公司大股东合谋进行资产评估结果操纵的系统性研究成果，崔婧博士的专著《资产评估操纵的影响因素及经济后果》是对上述研究的补充和拓展，具有创新性。该专著针对资产收购关联交易，研究了资产收购关联交易中大股东操纵资产评估结果的动机、影响因素和经济后果，并提出了相应的对策及建议。

崔婧博士在攻读博士学位期间就开始针对资本市场并购重组、资产定价领域进行研究，具有扎实的理论功底和深厚的研究基础。本书是崔婧博士在对外经济贸易大学国际商学院进行博士后研究工作的主要研究成果，为此她花费了大量精力搜集资产收购关联交易中资产评估的数据，并进行了多项实证研究，取得了令人信服的研究结论，具有较高的研究价值和应用价值。

是为序。

对外经济贸易大学教授、博士生导师 叶陈刚

2016年5月

前 言

随着现代市场经济的不断发展，资产评估作为合理确定资产价值的专业服务应运而生。我国的资产评估业诞生于20世纪80年代末期，从产生之初的探索到现在逐渐走向成熟，在短短二十几年间，资产评估已经在我国企业改制、产权转让、破产清算、上市、资产重组、资产抵押、资产租赁以及财产保险、财产纳税等重大经济活动中扮演着非常重要的作用，为我国资本市场的健康发展奠定了一定的基础。

近几年，随着我国国企改革的不深入及证券市场的发展，企业间的产权转让、兼并收购等产权交易活动日趋活跃，交易的形式多种多样，涉及金额也越来越大。并购重组已经成为我国产业结构的战略调整工具，为上市公司的健康发展和社会资源的优化配置提供了有效途径。在并购重组已经成为资本市场产权交易的一个主旋律之际，如何客观公正地衡量并购重组中企业的价值成为影响交易成功与否的关键。作为评价企业价值的资产评估工作已成为确定正当交易价格的基础，其地位变得

越来越重要，是产权交易中必不可少的一环。资产评估的定价作用不断凸显，社会对整个评估行业的关注度越来越高，这既给资产评估工作的独立第三方——评估机构和评估人员带来了新的机遇，也使他们面临更大的挑战。

我国作为世界上最大的新兴经济体，其市场经济不够发达、证券市场监管体系不够完善、市场体制不够健全。我国上市公司的治理结构与西方国家相比也具有一定的特殊性，主要体现在我国上市公司的股权结构较集中，治理结构还不够完善，上市公司中普遍存在着企业集团和众多的关联企业，这些企业之间的关联交易存在着很多问题，尤其是当大股东作为交易者参与并购交易时，他们能够利用其对公司的控制权和影响力，使并购交易违背等价有偿的公开市场交易原则，使资源和利益在上市公司与大股东之间进行转移和输送。在此类交易中，大股东有更大的动机和机会通过对资产评估结果的操纵来实现其目的。早前的研究已经关注了资产收购关联交易中标的资产的定价问题，发现上市公司的资产收购关联交易中存在交易定价不公平的情况。因此，针对资产收购关联交易中的资产评估操纵问题进行深入的分析具有重要的理论和现实意义。

以往对大股东操纵资产评估结果的研究并不多，更多的研究基于大股东掏空和支持的事实，来分析对公司价值和股东财富的影响，并未对大股东掏空和支持上市公司的实现途径——资产评估操纵给予更多的关注。基于此，本书对以下问题展开了思考：大股东为什么要操纵资产评估的结果？资产评估操纵是否为资产收购关联交易中大股东行为的实现渠道？资产评估操纵有哪些影响因素？评估结果操纵的经济后果（市场反应和对资本成本的影响）又怎样？

通过深入的理论分析和实证检验，得出以下的研究结论。

第一，资产评估操纵受多方面的影响。

将资产评估操纵的影响因素分为四类：大股东的操纵能力、大股东的操纵意愿、评估机构与方法和交易本身的特征，在分析的过程中还考虑了公司规模、成长性、产权性质、市场化水

平、行业和年度等因素的影响。

通过实证检验发现：

①大股东的操纵能力越强，非正常评估增值率越高。即第一大股东持股比例越高，大股东拥有的控制权越大，他们能够在更大的程度上影响公司的行为，最终影响操纵的结果。

②大股东的操纵意愿对非正常评估增值率的影响分为两类：当公司的资产负债率较低时，大股东通过资产评估操纵来掏空上市公司的意愿较强，即在掏空的样本中，资产负债率与非正常评估增值率负相关；相反，当资产负债率较高时，大股东通过资产评估操纵来支持上市公司的意愿较强，即在支持的样本中，资产负债率与非正常评估增值率正相关。

③在不同评估方法的选择上，成本法和市场法与非正常评估增值率负相关，说明采用成本法和市场法进行的资产评估，能够在一定程度上减少大股东进行资产评估操纵的行为。

④交易标的物中固定资产比重与非正常评估增值率正相关，说明标的资产中固定资产越多、价值越大，大股东进行资产评估操纵的可能性越大。另外，采用现金支付方式的资产收购关联交易中，非正常评估增值率较低，即交易采用现金支付，能够降低大股东操纵评估结果的行为，但是采用股票支付方式在一定程度上提高了非正常评估增值率。

第二，资产评估操纵的存在会损害投资者的利益。

在资产评估操纵的经济后果考察中，本书首先采用资产评估报告公告日作为事件日，通过事件研究法来研究资产评估报告公布所引起的短期和长期市场反应，并得到了以下结论：

①在事件日前后较短的时间内，累计超额收益率发生了显著的变化，这说明资产评估结果的披露对有效市场来说是具有信息含量的。但是在资产评估报告公布前后，市场累计超额收益率的提高较短暂，在公布两天后这种影响不复存在，并且累计超额收益率降到0以下，也就是说，大股东的资产评估操纵行为总体上损害了投资者的利益；在后续的多元回归分析中，作者进一步发现资产评估操纵对累计超额收益率的影响，从而

分析其市场反应。在资产评估结果公告的前两天,市场已经对时间的发生有所预期,并做出了反应。在资产评估结果公告的当天,市场反应最为剧烈,并且超额收益率达到最大值。但是在 $[2, 4]$ 窗口,非正常评估增值率与累计超额收益率的关系变为负相关。也就是说,非正常评估增值率损害了投资者的利益。

②大股东掏空的上市公司产生了消极的市场反应,而大股东支持的上市公司为股东带来了超额收益。这种差异在资产评估结果公告后的两天逐渐消失,市场反应趋于平缓。由此可见,大股东掏空的样本中累计超额收益率显著低于支持样本,进而说明,掏空样本中,大股东操纵资产评估的行为损害投资者利益的程度更大。

第三,资产评估操纵会提高权益资本成本。

股份公司为获得权益融资需要发行股票,在此过程中需要付出一定的代价,这就是权益资本成本。股份公司的这种代价,是现有股东将资金投入公司而不能投向其他地方的一种机会成本,从股东的角度来说,权益资本成本是股东投资所要求的最低报酬率。在我国的上市公司中股权集中、一股独大的现象较为普遍,大股东往往直接参与企业战略决策和日常经营管理,他们是公司实际的经营管理者。根据信号传递理论,公司实际的经营管理者相比中小投资者具有信息优势。大股东与上市公司之间的资产收购关联交易中,他们通常具有动机和能力影响交易定价,以实现其掏空或支持上市公司的目的。

以大股东与上市公司之间的资产收购关联交易作为研究样本,实证检验了资产评估操纵对权益资本成本的影响。研究表明:在上市公司与大股东之间的资产收购关联交易中,权益资本成本与非正常评估增值率正相关,说明大股东对资产评估结果的操纵行为提高了权益资本成本,提高了上市公司获得资金的机会成本,也说明大股东的操纵行为提高了中小投资者的风险。

关于权益资本成本的分组研究中,掏空组的资产评估操纵

与权益资本成本存在显著的正相关关系,表明大股东资产评估操纵程度越大,权益资本成本也越高,中小投资者的利益受到了一定的侵害。从支持组的结果来看,资产评估操纵对权益资本成本影响的符号为正,但不显著。也就是说当大股东出于支持上市公司的目的时,资产评估操纵会使资本成本降低,但是降低的结果并不明显。

第四,资产评估操纵会提高债务资本成本。

债务资本成本是企业通过负债融资所需付出的代价,债务资本成本的高低也表明企业在一定时间内,通过借款和发行债券获得资金的难易程度。以往的研究往往将关联交易视为大股东进行掏空的行为,上市公司的关联交易通常被外部的利益相关者视为消极信号,但是他们却很难了解到交易的真正目的,难以对交易实施监督和干预。因此,关联交易扩大了公司内部和外部之间的信息不对称。早前的研究证实资金的供求双方普遍存在信息不对称问题,上市公司存在侵害债权人利益的事实,例如,大股东通过关联交易等掏空上市公司、管理层过度在取消费等代理问题,使得上市公司外部融资成本增大,加大了债权人的风险。另外,相对投资者而言,债权人往往处于信息劣势,使得他们在利益分配上承担较大风险,债权人非常关注债权到期能否回收。因此,大股东对资产评估实施操纵,会加大信息不对称的程度,使债权人的利益很难得到保证。因此,大股东的控制权越大,越有动机进行资产评估操纵,进而带来较高的债务资本成本。

本书实证分析了资产评估操纵对债务资本成本的影响。结果表明,在资产收购关联交易中,权益资本成本与非正常评估增值率存在正相关关系,大股东操纵资产评估结果的行为,提高了债权人的成本。关于债务资本成本与非正常评估增值率的分组研究中,得到的结果不具有显著性。

综上所述,本书认为资产评估操纵受多方面因素的影响,这些因素分别来自大股东特征、上市公司、评估机构和交易本身特征。大股东操纵交易中标的资产定价的行为是其较高控

制权的体现，较高的控制权也带来较高的信息不对称程度。通过对资产评估操纵的经济后果研究，我们发现不管大股东是出于掏空还是支持上市公司的目的进行的资产评估操纵行为，都损害了其他投资者和债权人的利益，提高了他们的成本，并使他们承受了较高的风险。因此，应该对大股东的这一行为进行规范。

本书研究成果的贡献主要有以下三个方面：

第一，前人对大股东行为的研究主要集中在考察并购重组交易公告的短期和长期市场反应，或者是对会计业绩的影响，进而确定大股东的行为是掏空还是支持，主要是对掏空和支持的结果的分析，但是大股东通过什么样的渠道实现掏空和支持，前人的研究较少。本书的研究立足于中国的特殊制度背景，因为中国的并购重组交易需要中介机构的参与来评估资产的价值，以此作为交易定价的基础，由此可见资产评估操纵在我国具有一定的特殊性。特别是对资产收购关联交易中资产评估操纵行为，前人的研究并未涉及。基于此，本书分析了在资产收购关联交易中资产评估操纵是否是大股东利益得以实现的渠道。

第二，前人对关联交易的研究，最大的关注点是大股东的掏空行为，但是这类研究不够全面，主要原因是大股东参与关联交易不完全出于掏空上市公司的目的。因此，本书对资产收购关联交易中大股东行为进行了划分，主要依据是关联交易中上市公司的交易地位和非正常评估增值率的正负方向，并以此为基础，分别考察了这种行为的经济后果。因此，本书的研究扩展了关联交易的大股东行为的相关文献。

第三，本书尝试分析了资产评估操纵对权益资本成本和债务资本成本的影响。资产评估操纵是大股东的行为体现，这种行为对中小投资者和债权人的利益也存在一定的影响，因此，本书的研究中对资本成本的分析，可以证实大股东的操纵行为对外部的利益相关者是否存在影响。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景.....	1
第二节 研究意义.....	5
一、理论意义.....	5
二、现实意义.....	6
第三节 研究思路和主要内容.....	7
一、研究思路.....	7
二、主要内容.....	8
第四节 研究方法与研究贡献.....	9
一、研究方法.....	9
二、研究贡献.....	10
第二章 文献综述	11
第一节 资产评估相关理论.....	11
一、资产评估的动机.....	12
二、资产评估的影响.....	16
三、并购重组中的资产评估.....	20
第二节 大股东行为理论.....	23
一、掏空理论.....	24
二、支持理论.....	25
第三节 文献述评.....	26

第四节 本章小结.....	27
第三章 资产评估的发展历程与现状分析	29
第一节 资产评估的产生与发展.....	29
一、资产评估的产生.....	30
二、资产评估的发展现状.....	32
第二节 我国资产评估的发展历程.....	33
第三节 我国资产评估管理与规范.....	36
一、资产评估管理体制.....	37
二、资产评估管理机构.....	38
三、资产评估机构与人员管理.....	38
四、资产评估规范.....	40
第四节 资产收购关联交易中的资产评估现状.....	48
一、关联资产收购价值评估和交易定价.....	48
二、资产评估增值率的变动趋势.....	50
三、评估方法的运用.....	53
第五节 本章小结.....	56
第四章 资产评估操纵的大股东动机研究	57
第一节 理论基础.....	57
一、代理理论.....	57
二、信息不对称理论.....	60
三、控制权收益理论.....	62
四、信号传递理论.....	65
第二节 基于资产评估操纵的大股东行为分析.....	66
一、关联并购中的大股东行为分析.....	67
二、样本与数据.....	71
三、非正常评估增值率的衡量.....	72
四、掏空和支持行为的认定.....	73
第三节 本章小结.....	74

第五章 资产评估操纵的影响因素实证分析	75
第一节 理论分析与研究假设	75
一、大股东的操纵能力	75
二、大股东的操纵意愿	77
三、评估机构与方法	78
四、交易本身的特征	81
第二节 研究设计	84
一、样本与数据	84
二、模型的设定与变量的选择	84
第三节 实证分析	87
一、描述性统计	87
二、单变量分析	87
三、多变量分析	87
第四节 本章小结	93
第六章 资产评估操纵的市场反应	95
第一节 理论分析与研究假设	95
第二节 研究设计	97
一、样本选取与数据来源	97
二、模型的设定与变量的选择	97
第三节 实证分析	100
一、描述性统计	100
二、单变量分析	105
三、多变量分析	105
第四节 稳健性检验	108
第五节 本章小结	110
第七章 资产评估操纵与资本成本	112
第一节 理论分析与研究假设	112
一、资产评估操纵与权益资本成本	112

二、资产评估操纵与债务资本成本.....	117
第二节 研究设计.....	118
一、样本与数据.....	118
二、模型的设定与变量的选择.....	119
第三节 实证分析.....	123
一、描述性统计.....	123
二、单变量分析.....	123
三、多变量分析.....	125
四、稳健性检验.....	128
第四节 本章小结.....	130
第八章 结论与展望	132
第一节 研究结论.....	132
一、资产评估操纵受多方面的影响.....	133
二、资产评估操纵的存在会损害投资者的利益	134
三、资产评估操纵会提高权益资本成本.....	135
四、资产评估操纵会提高债务资本成本.....	135
第二节 政策建议.....	136
一、改善并购重组中资产评估的质量.....	137
二、加强对中小投资者利益的保护.....	139
三、加强对债权人利益的保护.....	141
第三节 研究局限与展望.....	141
后 记	143
参考文献.....	146

第一章 绪论

第一节 研究背景

随着我国社会主义市场经济的产生和发展,资产交易活动日益增多,交易目的日趋复杂多样,交易定价的确定愈发困难。作为市场经济中不可或缺的基础性专业活动和公正性中介行业,资产评估已成为我国资本市场中必不可少的一部分,并在我国企业间的产权转让、资产重组、破产清算、资产抵押、财产保险、财产纳税、中外合资与合作、租赁、抵押等经济行为中扮演着非常重要的角色,这给资产评估机构和资产评估师带来了新的机会,但同时也使他们面临更大的挑战。

所谓资产评估就是依据相关法律、法规和执业准则的规定,由具有执业资格的机构和人员来实施的资产评估活动。该活动服务于特定的行为和目的,在评估的过程中应该遵照一定的原则,按照程序性的规定和评估方法的参考,通过分析和估算来确定资产价值。我国的资产评估业始于1989年,当时我国与国外企业共同设立合资企业,为合理确定我

方投资入股资产的价值，需要通过资产评估来合理定价。为此，大连市国有资产管理部承担了这项工作，对我方投资入股资产的价值进行了评估，这意味着我国资产评估业务的诞生。同年，我国出台了一项暂行规定要求在涉及国有资产产权变动的交易中，必须进行资产评估，以保证交易中国有资产免于流失，该暂行规定是我国首次在政府性文件中提及资产评估问题，自此开始，资产评估成为国有资产产权变动交易中必须进行的一项活动。这表明资产评估业开始进入萌芽期的发展阶段。

从 20 世纪 90 年代开始，我国的资产评估行业开始规范发展。1990 年 7 月，我国成立了专门的国家级中心对资产评估行业和资产评估项目进行管理。各省级管理部门也开始陆续成立评估中心，资产评估工作开始在全国范围内广泛开展，这标志着我国资产评估工作正式起步。1991 年《国有资产评估管理办法》发布，该办法对评估师开展资产评估工作的具体细节给予了明确的规定，为资产评估工作的规范和法制化发展开辟了道路。1993 年 12 月，中国资产评估师协会宣告成立，这对资产评估行业来说具有划时代的意义，因为这标志我国资产评估行业的管理模式发生了转变，即由政府直接实施管理逐步向行业自律性管理过渡。并且在 1995 年，我国的资产评估行业开始与世界接轨，加强了国际交流，中国资产评估协会也加入了国际资产评估准则委员会，成为正式会员。同年，资产评估师考试注册制度建立，对资产评估从业人员开始了规范化的管理。1996 年 5 月，我国又发布了《资产评估操作意见（试行）》，这标志着我国的资产评估行业标准进入了萌芽阶段，为今后行业标准的建立奠定了基础，以此为契机，资产评估行业在技术和方法的运用方面不断规范，开始走向科学发展之路。

进入 21 世纪，我国的资产评估行业的规范和法制化发展不断向前推进，特别是在行业的制度建设方面取得了实质性成果。2001 年 9 月 1 日，我国第一个针对资产评估业务的具体准则，即《资产评估准则——无形资产》颁布实施。这代表我国对资产评估准则重视程度的提高，对相关准则的颁布和实施提出了更高的要求。从此以后，我国的准则研究部门加强了相关研究，资产评估进入了更加规范和法制化发展的新阶段，在我国资产评估发展过程中具有重要的划时代意义。在以后的几年中，我国又陆续出台了资产评估基本准则和职业道德准则，不但对评估的具体技术进行了行业规范，而且对评估机构和人员的职业道德予以要