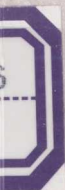


墨香会计学术文库

制度环境、定向增发与公司绩效

System Environment, Directional Private Placement
and Corporate Performance

• 杜勇 著 •



FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



墨香会计学术文库

制度环境、定向增发与公司绩效

System Environment, Directional Private Placement
and Corporate Performance

• 杜勇 著 •

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大连

© 杜 勇 2013

图书在版编目 (CIP) 数据

制度环境、定向增发与公司绩效 / 杜勇著. —大连 :
东北财经大学出版社, 2013. 12

(墨香会计学术文库)

ISBN 978-7-5654-1364-3

I. 制… II. 杜… III. 上市公司-融资-研究-中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 260485 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm

字数: 178 千字

印张: 7 3/8

2013 年 12 月第 1 版

2013 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 况淑芬 魏 巍

责任校对: 刘 洋

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1364-3

定价: 26.00 元

本书系新疆维吾尔自治区人文社科重点研究基地课题“新疆国有企业内部控制与风险预警机制研究”(XJEDU050213B01)及新疆科技计划项目“新疆上市公司控股股东资产注入实证研究”(201242179)的阶段性成果,同时也是国家社科基金项目(青年项目)“基于会计的投资者保护评价体系及指数建设研究”(11CGL025),北京市教委“科研基地-科技创新平台-会计与投资者保护研究基地”(PXM_014213_000031)的阶段性研究成果。

本书得到了北京市“国有资产管理协同创新中心”的资助,在此表示衷心的感谢。

序

杜勇是我优秀的博士生之一，他刻苦、努力，善于学习、思考，对科研一直都很有热情、有恒心，更有潜力。我们都知道，信息、代理问题一直是资本市场中研究的中心问题，各国资本市场中都存在较明显的代理问题，我国也不例外。但是我国资本市场中的代理问题与英美发达国家的代理问题不一样，我国比较明显的是大股东与中小股东之间的代理问题，这在新兴市场国家中也是比较普遍存在的，好多学者把这种代理问题称为“第二类代理问题”，而且在我国这种代理冲突问题比较尖锐，股市中普遍存在大股东侵害中小股东利益的情况。因此，作者最早是想研究我国资本市场中的中小投资者保护问题。但是通过阅读大量文献，作者发现我国资本市场的制度环境及制度安排在发生着明显的变化，特别是2005年我国资本市场中的股权分置改革，使得我国资本市场的制度环境及制度安排发生了天翻地覆的变化。随着新生制度安排的出现，上市公司的大股东与中小股东的利益结构发生了巨大的变化，大股东的行为会不会发生变化呢？大股东还会一味地“掏空”（Tunneling）上市公司吗？会不会“支持”（Propping）上市公司呢？作者以定向增发资产注入为研究视角，对大股东行为进行研究。股权分置改革后，由于政策的支持和制度安排上的重大革新，我国资本市场上出现了大量的大股东或控股股东资产注入行为，这种大股东注资行为对上市公司而言是一种“掏空”行为，还是“支持”行为呢？这正好为我们研究我国资本市场上上市公司大股东的“支持”行为提供了很好的研究契机。

本书作者基于股权分置改革后大股东“支持”或“掏空”的视角来研究我国上市公司定向增发资产注入问题。本书首先从

我国制度背景及理论基础方面分析了定向增发资产注入与上市公司绩效的关系，接着采用我国资本市场中大股东定向增发资产注入的数据检验了理论分析的结论。研究发现：（1）大股东定向增发资产注入进一步提升了大股东的持股比例，提高了股权集中度。鉴于响应国家政策、大股东监督论、法律保护的替代论、“趋同效应”及 LLSV（2002）模型和 FJM（2003）模型的解释，大股东具有很强的支持上市公司的动机，而非掏空行为，定向增发资产注入可以提高上市公司的绩效。（2）大股东注入的资产与上市公司经营资产具有相当高的关联度，减少了大股东与上市公司间的关联交易，完善了上市公司的产业链。并且，定向增发资产注入也使一批集团公司实现了主营或经营资产的整体上市，解决了股东与上市公司间的关联交易。关联交易的减少或解决也提高了上市公司的竞争能力和独立性，提高了上市公司的业绩。（3）大股东定向增发资产注入形成了强烈的经营协同效应、财务协同效应；降低了交易成本，提高了资产的管理效率，支持了上市公司，同时向市场传递了积极的信号，实实在在地提高了上市公司的经营绩效。综上所述，大股东定向增发资产注入行为可以提高上市公司的整体经营绩效。作者研究认为：目前大股东资产注入行为越来越倾向为一种支持行为，并非人们常说的掏空行为。作者从定向增发资产注入的“支持”视角去研究大股东的资产注入行为，而非仅仅是从“掏空”这一研究较多的视角去研究资产注入行为，这一研究视角的变化也顺应了我国特殊的资本市场的改革及新生融资制度安排的变化。另外，作者注重对大股东资产注入的动机进行分析，因为大股东的动机决定资产注入的方式、时机、定价以及经济后果等，注重对大股东资产注入动机的研究也是本书的一大特色。

序

本书实证研究规范，研究结论可信，观点鲜明，政策建议有力，是值得一读的好书！

是为序！

谢志华

2013年6月

前 言

随着股权分置改革的成功推进和全流通时代的到来，我国制度环境发生了很大的变化，大股东纷纷将原剥离的资产注入到上市公司，大股东定向增发资产注入成为当前我国证券市场的热点。中国证券监督管理委员会（简称证监会）分别在2006年5月8日和9月1日颁布的《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司收购管理办法》使定向增发作为大股东资产注入的支付对价具有合法性。另外，国家很多政策也支持上市公司通过向大股东定向增发新股实现大股东优质资产的注入。股改后上市公司大股东或控股股东的资产注入行为已成为中国证券市场上的一大亮点，并成为一种特殊资本市场现象，引起了学界、实务界及市场层面的广泛关注，也曾经受到我国股票市场上广大散户投资者及机构投资者的追捧，资产注入类型的股票在二级市场上的表现也似乎得到了广大中小投资者及机构投资者的认同。然而，基于中国资本市场的许多实证研究表明，上市公司大股东掏空上市公司的现象普遍存在，那么控股股东或大股东的这种非公开发行方式的资产注入行为是否真的是一种对上市公司的“支持”行为呢？大股东注入上市公司的资产究竟是不是优质资产？大股东的动机何在？是掏空上市公司还是支持上市公司呢？这种行为对上市公司的绩效有何影响呢？我们可以沿着这种逻辑或思路进行进一步的研究。从客观角度看，资产注入行为是一种企业融资成本较低的再融资行为，同时很多学者把这种资产注入方式看成是外延扩张式的筹资或注入资产行为。仅仅从表面上看，很难认定大股东的这种行为对上市公司是一种支持行为，我们可以按着这个逻辑去思考与研究，以探究大股东的这种注资行为的动因、动机、形成的内在机理及经济后果，从而寻求大股东行为对上市公司是一

种“支持”行为的证据和结论。

本书主要基于我国资本市场股权分置改革后大股东支持上市公司的视角来研究我国上市公司大股东定向增发资产注入问题。本书首先从我国制度背景及理论基础方面分析了定向增发资产注入与上市公司绩效的关系，并得出以下结论：（1）大股东定向增发资产注入进一步提升了大股东的持股比例，提高了股权集中度，鉴于响应国家政策、大股东监督论、法律保护的替代论、“趋同效应”及 LLSV（2002）模型和 FJM（2003）模型的解释，大股东具有很强的支持上市公司的动机，而非掏空，定向增发资产注入可以提高上市公司绩效。（2）大股东注入的资产与上市公司经营资产具有相当高的关联度，减少了大股东与上市公司间的关联交易，完善了上市公司的产业链。并且，定向增发资产注入也使一批集团公司实现了主营或经营资产的整体上市，彻底解决了股东与上市公司间的关联交易。关联交易的减少或解决也向市场传递了积极的信号，大股东不可能通过关联交易掏空上市公司了。另外，关联交易的减少或解决也提高了上市公司的竞争能力和独立性，提高了上市公司抗击外部风险的能力，提高了上市公司的业绩。（3）在大股东定向增发资产注入中，定向增发新股折扣率应该较低，大股东应该不能以较高的折扣率来侵害中小股东的利益，定向增发资产注入的较低折扣率会向市场传递积极的信号，具有正的短期市场绩效，能给上市公司股东带来更多的财富。（4）大股东定向增发资产注入形成了强烈的经营协同效应、财务协同效应、管理协同效应，实现了规模经济与范围经济，降低了交易成本，提高了资产的管理效率，支持了上市公司，向市场传递了积极的信号，而且实实在在地提高了上市公司经营绩效。综上所述，大股东定向增发资产注入可以提高上市公司整体财务绩效。

本书采用中国资本市场中大股东定向增发资产注入的数据检

验了理论分析的结论。本书实证检验结果表明：（1）通过经典的事件研究法研究发现，在事件窗口内，大股东定向增发资产注入这一事件具有显著的正的宣告效应，提高了上市公司在证券市场上的市场绩效。（2）采用多元回归的实证方法分析大股东定向增发资产注入所具有的市场反应与公司对资产流动性的需要以及股权集中度的稀释有关，并以此来解释这一市场反应。（3）大股东定向增发资产注入提高了股权集中度，而注入的资产与上市公司原有资产具有相当高的关联性，从而减少了大股东与上市公司间的关联交易；实现大股东资产注入的定向增发折扣率低于其他方式的定向增发折扣率，大股东并未以较高的折扣率掏空上市公司。（4）对上市公司定向增发前后共三年间的经营绩效的变化做比较和分析，发现大股东定向增发资产注入前后三年间公司整体经营绩效呈不断上升的趋势。（5）对大股东定向增发资产注入后对公司整体经营绩效的影响进行实证分析，发现公司未来整体经营绩效与公司定向增发前第一大股东持股比例、发行对象、募资用途、注入资产类型显著正相关。（6）大股东定向增发资产注入后，上市公司的盈利能力和成长能力显著提高，综合经营绩效也显著提高。（7）上市公司经营绩效的提高与注入资产的关联性、注入资产的相对价值、定向增发资产注入前后股权集中度的提高幅度及关联交易的解决程度正相关。综上所述，实证分析验证了理论分析的结论，即大股东定向增发资产注入这一行为不仅具有强烈的市场宣告效应，增加了投资者财富，而且提高了上市公司的经营绩效，因此可以证实大股东并未借定向增发资产注入掏空上市公司，而是将实实在在的优质资产注入到上市公司，支持上市公司，提高上市公司的整体经营绩效及竞争力。

本书共7章，每章的内容安排及主要结论如下：第1章为导论，主要介绍本书的研究背景、研究意义、研究思路 and 本书框架、主要内容，以及本研究的创新之处及学术贡献。第2章为国

内外研究文献综述,首先是对国内外股权再融资相关研究文献进行回顾与评述,然后再就大股东的支持与掏空行为进行文献梳理,主要包括对国内外关于支持与掏空方面的相关研究文献进行回顾和评述。第3章为制度背景与理论基础,本章首先介绍了2005年股权分置改革以来,我国资本市场出现的大量定向增发资产注入行为的制度背景,接着对我国证券市场上的定向增发资产注入、大股东行为进行了理论层面的解释。第4章对大股东定向增发资产注入与上市公司绩效的关系进行了理论分析,主要从股权集中度、关联交易、折扣率及协同效应等4个方面对定向增发资产注入与上市公司绩效的关系进行理论分析。第5章实证分析了大股东定向增发资产注入与上市公司经营绩效的关系,本章内容应是大股东定向增发资产注入的经济后果研究,主要研究资产注入、大股东行为与上市公司之间的财务效应。首先,对上市公司定向增发注入资产前后共4年间财务绩效的变化情况进行了比较和分析,比较结果发现大股东定向增发资产注入前后4年间上市公司整体的内部财务绩效呈不断上升的趋势;其次,对定向增发资产注入、大股东行为及非公开发行股票方式注入资产后对上市企业整体财务绩效的影响结果进行实证分析,发现上市企业在将来的整体财务绩效与公司非公开发行股票注入资产前的控股股东持股比例、筹集资金的用途、定向增发注入资产的不同类型呈显著正相关。第6章实证分析了定向增发资产注入与上市公司短期市场绩效的关系,本章内容首先运用经典的事件研究法从整体上客观描述与分析了大股东行为、资产注入所具有的证券融资市场“宣告效应”;其次,采用计量上多元回归的方法分析其所具有的证券融资市场反应与上市公司大股东行为的关系,同时对资产流动性需求的相关性进行了实证和解释。第7章为全书总结部分,主要包括研究结论、研究启示及政策建议,以及本研究存在的不足及局限性和以后值得进一步研究的方向与研究重点。

前 言

由于本人学识有限，书中的疏忽和不足之处恳请各位专家、老师和读者加以批评指正，在此深表谢意！

杜 勇
2013 年 6 月

目 录

1 导 论	1
1.1 研究背景及问题的提出	1
1.2 研究目的和意义	7
1.3 研究思路	12
1.4 研究内容与框架	14
1.5 主要创新与学术贡献	18
2 文献综述	20
2.1 股权再融资问题的文献综述	20
2.2 大股东资产注入问题的文献综述	25
3 制度背景与理论基础	44
3.1 制度背景	44
3.2 理论基础	72
4 定向增发资产注入、大股东行为与上市公司 绩效的理论分析	87
4.1 大股东定向增发资产注入的动因分析	87
4.2 定向增发资产注入与股权集中度、上市公司绩效的 关系	93
4.3 定向增发资产注入与关联交易、上市公司绩效的关系	99
4.4 定向增发资产注入与定向增发折扣率、上市公司 绩效的关系	103
4.5 定向增发资产注入与协同效应、上市公司绩效的关系	108

5	定向增发资产注入、大股东行为与上市公司	
	绩效实证分析	112
5.1	定向增发对公司经营绩效影响的比较分析	113
5.2	定向增发对公司经营绩效影响的实证研究	119
6	定向增发资产注入、大股东行为与证券市场	
	反应实证分析	136
6.1	上市公司定向增发的证券市场反应	137
6.2	资产注入类型、大股东行为与公司市场绩效的实证分析 ...	145
6.3	上市公司定向增发证券市场反应的影响因素分析	164
7	研究结论、建议和未来研究方向	182
7.1	主要研究结论	182
7.2	研究启示与政策建议	187
7.3	研究局限与未来研究方向	196
	主要参考文献	200
	索 引	213
	后 记	215

1 导 论

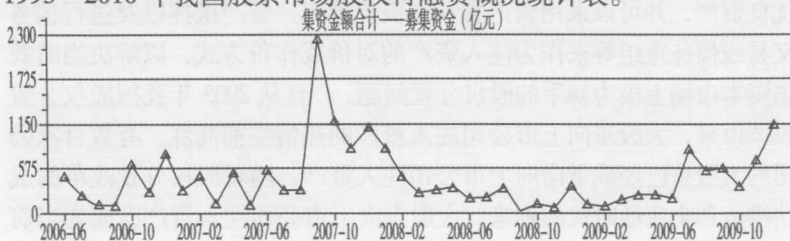
1.1 研究背景及问题的提出

由于我国资本市场上的股票发行制度采用的是审批制及额度制这两种发行制度,所以我国大多数上市公司采取先将一部分或几部分资产进行剥离,这些资产可能是主营资产也可能不是主营资产,然后再在资本市场上发行股票并借机上市的做法,当然这些运作事先是建立在原有的集团总公司的基础之上。2005年8月23日,证监会等五部委正式发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,明确说明对于业绩差或很差的上市公司,鼓励这些上市公司注入集团或公司的优质及优良资产,并可以采用资产置换、资产重组、资产抵押以及进行债务交易或债务重组等来作为注入资产的对价或作价方式,以解决当时我国资本市场上极为棘手的股权分置问题。“自从2005年我国股权分置改革以来,大股东向上市公司注入资产的热情空前高涨,有数百家公司的大股东已经或承诺向上市公司注入资产,随着股权分置改革的成功推进和全流通时代的到来,大股东向上市公司注入资产已成为当前我国证券市场的热点现象”(张祥建和郭岚,2008)。

上市公司定向增发^①方式的资产注入作为我国证券市场股权再融资或资产重组的一种新生的特殊方式,是指“上市公司采用非

^① 定向增发的英文为 Private Placement、Private offering 或 Directional Private Placement,是与公开发行的英文 Public Placement 或 Public offering 相对应的。也有人将定向增发称为“定向募集”、“定向发行”、“非公开发行”、“私募发行”等。

公开的形式，向特定对象（不应超过 10 名）发行股票募集资金的融资行为^①”。自从我国证券资本市场建立以来，便存在为数不多的“定向增发现象”^②，但由于当时我国证券市场制度安排的缺陷，以及资本市场的发展还处于初级阶段，在 2005 年上市公司股权分置改革之前，定向增发方式还没有成为我国广大上市公司股权融资及再融资的主要筹资方式和筹资渠道。我国从 2005 年开始进行了一项影响中国资本市场发展的重大改革——股权分置改革，上市公司的股权分置改革取得了重要的制度性和阶段性成果，于是 2006 年 5 月 8 日我国证监会顺势而为、审时度势地颁布并实施了《上市公司证券发行管理办法》，由于有了政策上的支持和资本市场上制度性安排的突破，我国上市公司定向增发资产注入的融资方式和股东行为越来越多，就如雨后春笋般地不断地涌现，到 2007 年和 2008 年定向增发方式的资产注入融资行为受到上市公司及广大投资者的热捧和青睐，并逐渐成为当前我国证券融资市场的亮点、热点和潮流。图 1-1 显示了 2006—2009 年的集资金额合计，表 1-1 为从 1993—2010 年我国股票市场股权再融资概况统计表。



数据来源 Wind 资讯。

图 1-1 集资金额合计 (2006—2009 年)

① 参见 2006 年中国证监会颁布并实施的《上市公司证券发行管理办法》。

② 如 2002 年中国国际金融有限公司为不同的发行主体实现了总额近 90 亿元人民币的私募（也即定向增发），其中包括为太平洋保险公司募集 57 亿元，为网通公司募集 5~6 亿元等；2004 年 2 月 23 日，《经济观察报》报道：“私募 8200 万美元，阿里巴巴成就阿里巴巴 B2B 新局面。”（可以说，截至当时，这是我国资本市场上最大的一次私募）；2004 年 2 月 23 日，《21 世纪经济报道》报道：“私募 30 亿元，新上海电器下月初出世。”……

1 导 论

表 1-1 中国股票市场股权再融资概况统计表 (1993—2010) 单位: 亿元

年 份	增发		配 股	可 转 债	再筹资总额
	定向增发	公开增发			
1993			83.87	5	88.87
1994			55.38		55.38
1995			58.06		58.06
1996			71.41		71.41
1997			261.42		261.42
1998		55.56	363.77	3.5	422.83
1999		59.75	287.77	15.00	362.52
2000		188.21	539.83	28.50	748.54
2001		156.16	367.37	0.00	523.53
2002		191.57	53.71	41.50	286.78
2003		89.24	67.83	133.50	290.57
2004		168.71	102.87	182.03	453.61
2005		269.80	1.42	0.00	271.22
2006	936.60	15.01	11.52	138.57	1 101.70
2007	2 670.05	355.86	232.54	280.28	3 538.73
2008	4 283.95	275.03	191.67	356.39	5 107.04
2009	6 856.83	237.51	152.96	437.68	7 684.98
2010	10 295.76	127.49	48.91	269.15	10 731.21

数据来源 Wind 财经数据库、中国上市公司资讯网①。

① 1991 年、1992 年分别有 4 家和 8 家上市公司进行了配股, 由于配股时间较早, 有关数据难以查找, 且样本少不具有代表性, 因此本书从 1993 年开始计算配股情况。1998 年以前, 我国上市公司 IPO 时向内部职工定向发行不超过 IPO 总额 10% 的新股的数量没有计入定向增发新股。目前中国上市公司股权再融资的主要方式有配股、公开增发新股及定向增发新股。中国上市公司定向增发新股是指上市公司以非公开发行的方式向特定投资者增发股票的一种发行方式, 实质上是类似于美国等证券市场的一种私募发行 (Private Placement) 行为。