



中国经济文库·应用经济学精品系列(二) ▶▶▶▶▶▶▶▶▶▶

刘建勇◎著

大股东资产注入行为 及其经济后果研究

Study on the Behavior and Economic
Consequences of Large Shareholders'
Asset Injection

中央高校基本科研业务费专项资金资助项目 (2013XK11, 2013W11)

教育部人文社会科学基金青年项目 (11YJC790107)

中国博士后科学基金面上项目 (2013M531432)

江苏省博士后科研资助计划项目 (1202081C)

国家社会科学基金一般项目 (11BGL028)

教育部财政部创新实验区项目 (教高函 [2007] 29 号文 107#)

大股东资产注入行为及其经济后果研究

Study on the Behavior and Economic Consequences
of Large Shareholders' Asset Injection

刘建勇 著

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

大股东资产注入行为及其经济后果研究 / 刘建勇著.

北京: 中国经济出版社, 2013. 12

ISBN 978 - 7 - 5136 - 2091 - 8

I. ①大… II. ①刘… III. ①上市公司—投资行为—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 269624 号



责任编辑 张淑玲

责任审读 霍宏涛

责任印制 马小宾

封面设计 久品轩

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京科信印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm × 1000mm 1/16

印张 13.5

字数 200 千字

版次 2013 年 12 月第 1 版

印次 2013 年 12 月第 1 次

书号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 2091 - 8/F · 9554

定价 35.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390) 服务热线: 010 - 68344225 88386794

前 言

在我国证券市场创建之初，由于当时股市容量小，市场难以承载大公司上市带来的冲击与压力，国有企业一般只拿出部分资产组建股份有限公司进行上市，即分拆上市。分拆上市使得大量与上市公司业务相关的资产被剥离留在了母公司，造成控股股东与上市公司之间进行产品生产或物质供应的上下游产业链被人为地割裂，控股股东与上市公司必须通过大量的关联交易来维持各自正常的生产经营活动，加上大股东恶意占用资金、违规担保等现象时有发生，给上市公司的生产经营活动造成了严重的负面影响。同时分拆上市也造成了我国上市公司的整体规模偏小，具有综合竞争力的大型优质公司所占比例较低。

为了促使大股东将优质资产注入上市公司以做优做强上市公司、提高上市公司质量，国家有关部委出台了一系列鼓励政策与法规，如2006年12月5日国资委发布《关于推进国有企业重组和资本结构调整的指导意见》，在意见中明确提出：“积极推动改制上市，努力提高上市公司的质量。大力支持资产优良或主营业务资产突出或优良的公司实现整体上市，鼓励国有控股公司通过收购资产、增资扩股等方式，将其主营业务资产或与上市公司业务密切相关的全部资产注入上市公司。”在国家政策的支持下，许多大股东纷纷将原分拆上市时剥离的资产注入到其控制的上市公司，大股东资产注入引起广泛关注，成为股改后我国资本市场的热点。然而，由于我国大多数上市公司的股权集中度较高，加上投资者法律保护体系不健全，大股东可能凭借控制权优势注入劣质资产或虚增注入资产价值以获取私人收益，并对上市公司和中小股东利益产生

不利影响。因此，研究大股东资产注入行为及其可能带来的经济后果，对于认识大股东资产注入的本质和规范大股东资产注入的发展具有重要意义。

近年来，一些学者研究发现，除美英等少数几个国家外，大部分国家的企业股权不是分散而是相当集中的，并且一般都存在一个起控制作用的大股东。控制性大股东的存在能在一定程度上使大股东有足够的动力去监督管理层，从而有效克服股权较分散下的搭便车问题。但另一方面，当企业的外部环境如政府、市场、债权人、投资者等对大股东不能进行有效的监控和惩处时，大股东也有可能以损害中小股东的利益为代价来追求自身利益，而偏离公司价值最大化目标，这就是大股东代理问题。

目前国内外学者对大股东代理问题的研究主要集中于大股东“掏空”行为的研究，即大股东凭借控制权优势转移上市公司资源的行为（Johnson 等，2000）。而 Friedman 等（2003）研究发现，大股东不仅有从上市公司转移资源的行为，有时也会向上市公司提供支持，并且支持往往是与上市公司财务困境联系在一起以使其摆脱困境。但目前研究大股东支持行为方面的文献不多，主要原因可能是有关大股东支持行为的案例或样本不多。我国股权分置改革后出现的大量大股东资产注入行为，恰为研究上市公司大股东“支持”行为提供了珍贵的样本和很好的契机，并且股改后我国证券市场许多大股东资产注入事件和公司危机并未有多大联系，一些业绩好的上市公司大股东也积极将资产注入其控制的上市公司。

那么，股改后我国大股东将资产注入其控股的上市公司究竟出于何种动机？又会对上市公司绩效和投资者利益产生怎样的影响？这些问题引起了笔者的深思，笔者从 2008 年开始研究大股东资产注入问题，并将《我国上市公司大股东资产注入动因及经济后果研究》作为其博士论文选题。该著作正是在作者博士论文的基础上经过拓展形成的。

该专著运用产业链整合理论和代理理论并结合我国的制度背景，系

统分析了大股东资产注入行为及其对上市公司产生的影响，得出大股东资产注入具有多面性的结论。既可能对上市公司可能产生积极作用，即大股东资产注入有利于完善上市公司产业链、降低上市公司与大股东之间的关联交易并产生一系列协同效应；也有消极的一面，即大股东可能会凭借控制权优势注入劣质资产或虚增注入资产价值或降低定向增发价格以获取私利进而侵害上市公司和中小股东的利益；同时大股东资产注入也可能是一种机会主义行为，即注入资产的目的是对上市公司进行盈余操纵以使其达到扭亏或避亏的需要。据此将大股东资产注入的动机分为三类，即产业链整合动机、利益侵占动机和达标需求动机。在理论分析的基础上，以 2006 - 2008 年我国成功实施大股东资产注入的上市公司为样本，对上述三种动机进行了实证检验，同时检验了大股东资产注入后上市公司的绩效表现，并研究了资产注入中大股东承诺行为对中小股东利益的影响。在实证研究结论的基础上，作者提出了防范资产注入中大股东利益侵占行为发生的政策性建议和监管策略。

本专著的突出创新点是，首次将大股东资产注入的动机分为三类，即达标动机、产业链整合动机和利益侵占动机，并分别从资产注入规模与盈余管理的关系、资产注入前后关联交易的变化、市场对高资产评估增值率和高定向增发折价率的反应三个角度验证了上述三种动机的存在性，证实了大股东资产注入中多种动机并存的现象，可为资产注入分类监管标准的制定提供依据。其次，综合采用事件研究法和会计研究法实证检验了大股东资产注入后上市公司的短期市场反应、长期股价表现和长期经营绩效及其影响因素，并按照注入资产是否与上市公司产业相关将资产注入分为相关性资产注入和不相关资产注入，发现短期内两组子样本的市场绩效不存在显著差异，但长期内注入相关资产的市场绩效好于注入非相关资产的市场绩效。由此提出建立资产注入分类审核制度的建议，鼓励大股东注入与上市公司产业相关的优质资产，以完善上市公司产业链，严格审核不相关资产注入以防注入劣质资产。

综观该著，其研究体系的逻辑关系清晰，理论表述严谨，论述充

分，说理透彻，研究思路明确，实现了规范研究与实证研究相结合，理论与实践相结合。该著观点新颖，创新点突出，充分反映了作者扎实的专业理论知识、深厚的理论水平和严谨求实的治学精神。本书是公司治理研究方面的一部力作。笔者期望该书的出版对我国上市公司治理理论的研究和投资者利益保护的实践能够产生积极和重要的推动作用。

刘建勇

2013 年 10 月

摘 要

我国证券市场创建初期,由于股市容量小,不能承受大公司上市带来的冲击和压力,许多企业采取分拆上市,分拆上市使得大量与上市公司业务相关的资产留在了母公司,导致上市公司与大股东之间的产业链被人为地分离,带来了很多弊端。大股东资产注入通常被认为对解决分拆上市的弊端和完善上市公司产业链有积极作用,国家颁布了一系列政策法规鼓励大股东资产注入,许多大股东也纷纷将原分拆上市时剥离的资产注入到其控制的上市公司。但是,由于我国大多数上市公司的股权集中度较高,大股东可能凭借控制权优势注入劣质资产或虚增注入资产价值以获取私人收益,并对上市公司和中小股东利益产生不利影响。因此,研究大股东资产注入的动机及其可能带来的经济后果,对于认识大股东资产注入的本质和规范大股东资产注入的发展具有重要意义。

首先,运用产业链整合理论和代理理论并结合我国的制度背景,系统分析了大股东资产注入行为及其对上市公司产生的影响,得出大股东资产注入具有多面性的结论。既可能对上市公司产生积极作用,即大股东资产注入有利于完善上市公司产业链、降低上市公司与大股东之间的关联交易并产生一系列协同效应;也有消极的一面,即大股东可能会凭借控制权优势注入劣质资产或虚增注入资产价值或降低定向增发价格以获取私利进而侵害上市公司和中小股东的利益;同时大股东资产注入也可能是一种机会主义行为,即注入资产的目的是对上市公司进行盈余操纵以使其达到扭亏或避亏的需要。据此将大股东资产注入的动机分为三类,即产业链整合动机、利益侵占动机和达标需求动机。

在理论分析的基础上,以 2006 - 2008 年我国成功实施大股东资产注入

的上市公司为样本，对上述三种动机进行了实证检验。研究发现：资产注入规模与盈余管理程度正相关，并且这种正相关关系在具有扭亏或避亏需要的资产注入公司中表现尤为显著。大股东注入的资产大多与上市公司产业相关，相比资产注入前一年，资产注入后一年大股东与上市公司之间的关联交易金额占总资产的比例以及非公允关联交易量均出现了显著下降，并且在相关资产注入中表现尤为明显。大股东注入资产的评估增值率普遍较高，且市场反应与资产评估增值程度显著负相关；当资产注入与定向增发结合进行时，大股东认购比例越高，定向增发价格相对市场价格的折价程度越高，并且市场反应与定向增发折价率显著负相关。以上研究发现分别验证了大股东资产注入中达标需求动机、产业链整合动机和利益侵占动机的存在。

其次，实证检验了大股东资产注入后上市公司的绩效表现及其影响因素，研究发现：大股东资产注入具有正的短期宣告效应；但从长期来看，上市公司的长期绩效表现不佳，资产注入后第 14 个月购买并持有超额收益率和长期累计超额收益率开始为负并持续下降，净资产营业利润率、净资产收益率和总资产收益率到资产注入后第二年也都低于资产注入前一年的水平。另外，还发现上市公司的长期市场绩效与注入资产类型有关，注入相关资产时的长期市场绩效好于注入不相关资产时的长期市场绩效；长期经营绩效指标在资产注入当年有显著提高，而后开始下降，呈现先上升后下降的趋势。以上研究结果表明，在各种动机中利益侵占行为占据了主导作用，大股东可能注入了劣质资产或虚增了注入资产价值，但短期内投资者并没有完全识别；另外，注入资产类型是影响产业整合效果的重要因素，注入相关资产的产业整合效果好于注入不相关资产；同时经营绩效的变化在一定程度上为达标动机提供了进一步证据，即有些大股东资产注入的目的只是为了帮助公司达到扭亏或避亏所需要的会计利润，由于这种资产注入通常是机会主义的，在长期内不会改善上市公司的经营业绩，因此经营业绩指标呈现先暂时性上升后下降的趋势。

最后，研究了资产注入中大股东承诺对中小股东利益的保护作用。以上市公司海润光伏为例，采用案例分析的方法将上市公司高额现金股利分

配行为与大股东承诺履行联系起来，分析发现：海润光伏在实际业绩远低于承诺业绩情况下进行的高额派现，其目的并不是回报投资者，而是借股利分配向自己输送现金、以满足其向上市公司支付承诺补偿款，并给中小投资者利益造成了损失。该研究结论表明大股东在资产注入中所做的承诺并不能有效保护中小股东的利益。

基于上述研究，应进一步鼓励大股东将与上市公司产业相关的优质资产注入公司，同时为防范大股东资产注入中的利益侵占行为发生应加强对注入资产质量的监督力度。具体建议如下：建立资产注入的分类审核制度和股东分类表决制度，完善注入资产的信息披露制度，明确注入资产的过户手续及后续责任。

关键词：大股东资产注入；资产注入动机；经济后果；分拆上市；定向增发

Abstract

At the beginning of establishing the securities market, many companies took segmental listing because the limited stock can't bear the shocks and pressures from the large listed companies. While segmental listing has made large assets related to the listed company business remained in their parent companies, which cuts off the chains of between listed companies and large shareholders, and brings a lot of problems. Usually, large shareholders' asset injection can deal with defects of segmental listing, and it is good for perfecting the listed companies' industrial chain. The government has promulgated a series of policies and regulations to support asset injection. Lots of large shareholders have injected the stripping asset to the listed companies which they controlled. However, the large stockholders may inject inferior assets or inflate the value of injecting assets with control advantage because of the high concentration of shareholding, which will make adverse impact on listed companies. Therefore, studying the motivation and economic consequences of large stockholders' asset injection has important significances to realize the essence of asset injection and regulate the development of large shareholders' asset injection.

By making use of integration theory of industrial chain and agency theory, combining with China's institutional background, the dissertation analyses the action of large stockholders' asset injection and the impact on listed companies, and reaches the conclusion that is large stockholders' asset injection

with multifaceted nature. On the one hand, large stockholders' asset injection has a positive effect on listed companies, which can improve industrial chain, and reduce related party transaction between the listed company and its large shareholders and horizontal competition, and produce a series of synergy effect. On the other hand, it also has a negative side, which is that large stockholders may inject inferior assets or inflate the value of injecting assets or reduce private placement price by controlling advantage to obtain private interest, and then expropriate the interest of listed companies and minority shareholders. In addition, large shareholders' asset injection may be an opportunism behavior, which the purpose of asset injection is to achieve the aim of turning or avoiding loss by earnings manipulation. Thus, the motivations of large shareholders' asset injection can fall into three categories, which include integration motivation of industrial chain, tunneling motivation and target hitting motivation.

On the basis of theoretical analysis, the dissertation has empirically tested three motivations by using the samples of 2006 – 2008 listed companies, which carry out large shareholders' asset injection successfully. It is found that asset injection scale is related to earnings management degree, and it is remarkable in the listed companies which are in need of turning or avoiding loss. Injected assets most are related to the areas of listed companies. Comparing with one year before asset injection, both related the ratio of transaction amounts to total assets and non – fair related transaction volume between large shareholders and listed company dropped significantly one year after asset injection, and it is particularly obvious in related asset injections. The value – added ratio of injected assets appraisal is overall high, it appears a significantly negative correlation between market response and value – added ratio; When combining asset injection with private placement, the shareholders subscribe for higher proportion, private placement price has more discount

relatively market price, it appears a significantly negative correlation between market response and private placement discount. These findings separately verify the existence of integration motivation of industrial chain, tunneling motivation and target hitting motivation.

Finally, the dissertation has empirically tested the listed companies' performances after large shareholders' asset injection. It is found that asset injection has a positive short – term declared effect. But in the long term, market performance is poor. Purchasing & holding abnormal return and long – term cumulative abnormal in 14th month after asset injection are negative and continue to decline, and CROA, ROE and ROA are all lower in the second year after asset injection than before asset injection. In addition, it is also found that long – term market performance of the listed companies is associated with the type of asset injection; long – term market performance of injecting related assets is better than the one of injecting unrelated assets. Financial performance indexes increase firstly and then decline, that is to say, they significantly increase in the year of asset injection and then begin to decline. The above findings indicate that, the tunneling may take a leading role in three motivations, large shareholders may inject inferior assets, investors don't fully identify the quality of injected asset in short – term; the type of asset injection is an important factor of influencing integration result of industrial chain, integration result of injecting related assets is better than integration result of injecting unrelated assets; at the same time, it also provides further evidence on target hitting motivation, the purpose of some asset injections is just to help the listed companies achieve the accounting profit of regulation requirement, that is to say, large shareholders' asset injection is sometime opportunism, which can not improve the financial performance of listed companies in long term, so financial indexes increase firstly and then decline.

Based on the above study, the author suggests that the government

should further encourage large shareholders to inject related & superior assets into listed companies, at the same time strengthen supervision on the quality of injecting assets to prevent the tunneling. Then the author gives some specific proposals: firstly, establishing classified Examination systems of asset injection and voting system of shareholders; secondly, perfecting the information disclosure system of asset injection; finally, clearing the transfer procedures and follow-up responsibilities of injected assets.

Key words: Large Shareholders' Asset Injection; Asset Injection Motivation; Economic Consequences; Segmental Listing; Private Placement

目 录

前 言	1
摘 要	1
Abstract	1

1 导论

1.1 问题的提出及研究意义	1
1.2 研究思路与方法	6
1.3 研究的主要内容	8
1.4 研究的创新	11
1.5 概念界定	12

2 制度背景分析

2.1 我国证券市场特殊的发行审核制度与分拆上市	15
2.2 股权分置改革推动与政策法规支持	20
2.3 我国上市公司的 ST 制度	27
2.4 高股权集中度与弱投资者保护	31
2.5 本章小结	35

3 大股东资产注入的理论分析

3.1 有关大股东行为的研究	37
----------------------	----

3.2 产业链整合理论	40
3.3 代理理论	49
3.4 大股东资产注入动因的分类	59
3.5 本章小结	60

4 大股东资产注入动因实证研究

4.1 文献述评与研究思路	62
4.2 大股东资产注入的达标需求动机检验	64
4.3 大股东资产注入的产业整合动机检验	74
4.4 大股东资产注入的利益侵占行为检验	85
4.5 本章小结	108

5 大股东资产注入的经济后果研究

5.1 相关研究现状	109
5.2 研究假说	111
5.3 研究设计	116
5.4 短期市场反应实证检验与结果分析	124
5.5 长期市场绩效实证检验与结果分析	135
5.6 长期经营绩效实证检验与结果分析	146
5.7 本章小结	151

6 资产注入中大股东承诺与投资者保护

6.1 有关投资者保护的研究	153
6.2 大股东承诺与中小股东利益保护	156
6.3 大股东承诺的投资者保护效果分析	157
6.4 本章小结	166

7 结论与建议

7.1 研究结论	168
7.2 相关建议	171
7.3 研究局限及后续研究方向	175
参考文献	177
致 谢	193