资产注入与大股东侵占问题研究

王蕾蕾

（暨南大学 广州 510632）

【摘要】本文以发生于我国股权分置改革后的74起大股东资产注入事件为研究样本，深入分析了大股东资产注入行为的动机以及资产注入与大股东侵占之间的关系，并对资产注入前后公司业绩的变化，以及注入资产增值率与业绩变化的关系进行了实证分析。

【关键词】资产注入 大股东侵占 非参数检验

大股东的资产注入行为成为我国A股市场股权分置改革后的一种特殊现象，这种依靠外延式扩张的注资行为的确对上市公司提高收益水平、优化相关指标能够起到一些积极的作用，但是作为有别于大股东“掏空”行为的资产注入行为，其真实动机是什么，注资行为对小股东的影响又如何，这些是很值得我们去探讨的问题。本文共收集了2005～2008年我国A股市场共68家上市公司的74次大股东资产注入行为作为研究对象，深入分析了大股东资产注入行为的动机。

一、资产注入的基本状况

1. 注入时间。大股东资产注入的时间，会因注入方式和程序的不同有不同的划分方式，如果涉及增发股票则需要经过董事会通过预案、股东大会通过、证监会批准、完成上市四个阶段。在本文收集的74个资产注入样本中共有68个是涉及增发股票的，所以在时间划分上以增发股票的三个主要时间点作为标准，具体情况见表1：

表1 注入时间

年 份	2005	2006	2007	2008	2009
预案数目	1	43	24	6	0
审议数目	1	40	26	6	1
完成数目	0	17	37	16	4

注：预案数目是以董事会通过注资预案的日期为划分标准；审议数目是以股东大会的通过日期为划分标准；完成数目是以注资的完成日期为划分标准。

从表1我们可以发现，在大股东资产注入的74个样本中，大部分发生在2006年和2007年，这符合我国上市公司当时的实际情况。

2. 注入内容。大股东资产注入并不是无偿的，而是有支付对价的。在本文收集的74个样本中，除宏源证券大股东注入的资产是24亿元和中国国贸大股东注入的是债权外，其余72个样本注入的资产均是一般性产业资产。上市公司作为对价支付给大股东的主要是上市公司的股权和现金。

3. 注入方式。资产注入是上市公司大股东将自己拥有的场外资产通过各种方式注入上市公司。这种注入行为通常是一种有偿交换行为，根据交换结果可以将资产注入形式分为：资产出售型、追加投资型、资产置换型和债务重组型。本文的74个样本中，15个样本是资产出售型，56个样本是追加投资型，2个样本是资产置换型，1个样本是债务重组型。

需要说明的是：15个资产出售型的样本中，以上市公司自有资金直接收购大股东资产的有5家，其余样本中上市公司的收购资金是通过增发股票募集而来的。56个追加投资型样本均是大股东直接用资产认购上市公司非公开发行股票方式来完成的。

二、资产注入动机与大股东侵占

1. 资产注入动机。在理性人假设的前提下，有理由认为大股东无利而不为。那么股改后大股东为何更乐意将场外资产注入上市公司呢？理由大致如下：第一，全流通后二级市场市值可以直接体现大股东的财富，注入的资产可以得到更高的估值；第二，资产注入可以拉低市盈率，推高股价，进而提升大股东财富价值；第三，做大资产规模并提高持股比例，降低全流通带来的被收购风险；第四，增强以后处理资产的可操作性；第五，资产注入可带来的侵占收益。

2. 资产注入的侵占分析。作为上市公司的大股东，为了追求其经济利益最大化，有通过“隧道效应”侵占小股东利益的动机和能力，那么，大股东资产注入行为是否也是一种“隧道”行为，很值得思考。假如大股东资产注入与其侵占存在某种关系，又是通过何种可能的途径达到其侵占的效果的呢？

（1）对价是否公平。对价是否公平主要针对的是追加投资型资产注入方式的，这里指认股价格是否公平。在大股东注入资产价值估值合理且是优质资产的前提下，追加投资型的认股价格是否合理直接关系着小股东的利益是否被侵占。

笔者发现，以机构和大股东同时作为发行对象的非公开发行股票样本中，有8个样本的大股东股票认购价格和机构股票认购价格之间存在差异，差异率均值达到173%（限于篇幅，计算过程略），这意味着大股东在禁售期的后两年平均每年超额收益率为86.5%。若机构的股票认购价格是合理的，那么大股东的股票认购价格显然是偏低的。

(2)优质与否的影响。媒体上所称的大股东注入优质资产,难免有炒作成分。需要说明的是,在证监会2006年发布的《上市公司证券发行管理办法》中并没有对非公开发行股份认购资产的资产盈利性作出任何规定。因此,大股东注入资产的优质与否并不确定。

对于优质与否的判断可以有两种标准:其一是相对上市公司原有资产的盈利能力而言的;其二则是以是否盈利为判断依据,可以盈利的资产就可认为其是优质资产,而不管其盈利能力是否优于原上市公司的资产。

以这两种盈利能力为标准,可以将注入的资产划分为三种情况:盈利能力优于原上市公司的资产;盈利能力介于零和原上市公司资产之间;盈利能力小于零。第一种情况,可以提高上市公司的净资产收益率,后两种情况均会降低上市公司的净资产收益率。在假设每股收益维持不变的情况下,低净资产收益率意味着公司可持续增长能力会降低,这会降低二级市场对公司股票的估值。如此看来,若大股东注入资产的盈利能力低于原上市公司资产的盈利能力,就会侵害小股东的利益。

(3)虚增注入资产的价值。虚增注入资产价值的方式可以分为两种:显性的和隐性的。显性的方式是指在资产注入过程中,通过各种手段直接提高注入资产的评估值,比如采取有利的评估方法等。其导致的注入资产价值的虚增在一段时间后可以从上市公司的业绩中直接体现出来。但是,并不是所有的价值虚增都可以从公司业绩中很明显地体现出来。上市公司在各自的公告中纷纷以关联方交易的减少作为资产注入对公司治理的正面影响广而告之,但是,笔者认为这极有可能是大股东的另一种极为隐蔽的"隧道行为",也是本文定义的隐性虚增注入资产的侵占行为。

本文选取的67个增发股票购买大股东资产的上市公司,在其各自的增发股票上市公告或重大关联方交易公告中,笔者发现有共有20家上市公司明确给出了大股东所注入的资产与原上市公司之间注入前一年的关联方交易数据。以原上市公司向所注入资产采购原材料关联方交易为例,资产注入后会使得19家上市公司注资前一年的该项关联方交易有所减少,减少额占当年各公司采购成本的平均值的36.75%。

大股东通过资产注入,使得之前见不得光的隧道侵占行为,以隐性虚增注入资产价值而多获得股权的方式变得光明正大。更加过分的是,这种隐性虚增注入资产价值的方式,根本无法从账面上得到任何证据。即使考察注资后上市公司的表现,也无法取得隐性虚增注入资产价值的证据。

三、实证分析

1. 业绩变化。资产注入对于上市公司的影响最终会反映到上市公司的业绩水平上。本文主要采取事件研究方法,选取每股收益、净资产收益率以及主营业务利润率作为上市公司的业绩指标,考察资产注入前后业绩的变化情况。以此判断资产注入是否是一种大股东的支持行为,抑或其他行为。

(1)描述性统计。具体如表2所示。

(2)Wilcoxon秩和检验。由表2中各指标均值可知,上市公司的业绩在资产注入当年有所上升,而之后的一两年都有所下降(除主营业务利润率外)。为进一步明确资产注入对上市公司业绩变化的统计性影响,本文利用非参数检验方法中的Wilcoxon秩和检验方法,对公司的三个业绩指标分别进行检验,结果如表3所示:

表2 描述性统计量

项目	N	极小值	极大值	均值	标准差
B1	69	-0.386 5	1.616 0	0.409 932	0.417 290 5
T	69	-0.484 0	6.250 1	0.754 423	1.002 187 4
A1	56	-2.220 0	6.280 0	0.601 711	1.037 180 4
A2	18	0.010 0	1.200 0	0.375 889	0.377 751 2
BE1	68	-177.884 5	57.517 6	10.732 926	27.404 980 6
BET	69	-17.344 2	74.823 8	19.336 130	15.217 546 1
AE1	56	-54.893 4	48.745 5	13.333 380	16.052 181 6
AE2	18	0.578 2	36.614 4	10.766 128	10.347 765 5
Br1	68	-4.901 3	57.706 9	21.442 207	12.532 909 8
Br0	69	-1.169 8	77.601 3	24.054 533	14.234 830 6
Ar1	56	-19.690 7	95.195 1	23.003 232	16.886 302 9
Ar2	18	1.342 9	94.939 9	27.724 506	23.498 497 8

注:B1、T、A1、A2分别代表资产注入前一年、当年、后一年、后两年的每股收益;BE1、BET、AE1、AE2分别代表资产注入前一年、当年、后一年、后两年的净资产收益率;Br1、Br0、Ar1、Ar2分别代表资产注入前一年、当年、后一年、后两年的主营业务利润率。

表3 业绩指标的Wilcoxon带符号秩检验

EPS	T-B1	A1-T	A2-A1	A1-B1	A2-B1	A2-T
Z	-5.046[a]	-2.251[b]	-2.548[b]	-2.417[a]	-0.283[a]	-1.503[b]
精确显著性(双侧)	0.000	0.024	0.009	0.015	0.790	0.139
ROE	BET-BE1	AE1-BET	AE2-AE1	AE1-BE1	AE2-BE1	AE2-BET
Z	-1.943[a]	-2.953[b]	-2.809[b]	-0.218[b]	-0.450[b]	-2.373[b]
精确显著性(双侧)	0.052	0.003	0.003	0.832	0.678	0.016
R	Br0-Br1	Ar1-Br0	Ar2-Ar1	Ar1-Br1	Ar2-Br1	Ar2-Br0
Z	-1.858[a]	-1.656[b]	-0.675[b]	-0.712[a]	-0.828[a]	-0.762[b]
精确显著性(双侧)	0.063	0.099	0.523	0.482	0.431	0.468

注:a表示基于负秩;b表示基于正秩;EPS为每股收益;ROE为净资产收益率;R为主营业务利润率。

三个业绩指标的非参数检验结果均显示出资产注入对公司当年的业绩具有很显著的促进作用,但是资产注入后的第一年与当年相比,公司业绩的三个指标均出现下降,且均通过显著性检验。后两年与后一年相比,三个指标也均出现下降,且每股收益和净资产收益率均通过了显著性检验。公司业绩在资产注入的后两年与当年相比,三个指标均出现了下降,但是只有净资产收益率通过了显著性检验。事实上,能反映公司可持续发展能力的净资产收益率指标除在资产注入当年有所上升外,以后年度均比注入前一年和注入当年有所下降。每股

收益指标显示在资产注入当年和其后一年相对于注入前一年而言业绩有所上升,但后两年与后一年相对于注入当年而言业绩均出现下降,后两年相对于后一年而言业绩也是下降的,这意味着资产注入只会带来短期的业绩提升。事实上,能反映公司可持续发展能力的净资产收益率指标除在资产注入当年有所上升外,以后年度均比注入前一年和注入当年有所下降。

2.注入资产增值率与业绩变化的关系。注入资产的评估增值率是否和虚增资产价值有关,以及注入资产的评估增值率对上市公司业绩是否有影响,带着这样的问题,本文考察了注入资产增值率与业绩变化的关系,结果如下:

表4　　独立样本均值检验

组统计量						独立样本T检验(增值率以0.4为分割点)				
项目	增值率	样本数	均值	标准差	均值的标准误差	方差方程的Levene检验	均值方程的T检验			
						F(Sig.)	T	显著性	均值差	标准误差
相P0	≥0.40	37	0.437 976	0.938 442	0.154 279	0.131*	0.901	0.371	0.199 7	0.228
	<0.40	30	0.238 193	0.856 46	0.156 367		0.909	0.367	0.199 7	0.219 67
相P1	≥0.40	29	0.364 524	0.608 423	0.112 981	0.667*	1.340	0.186	0.370 2	0.276 37
	<0.40	26	-0.005 71	1.343 58	0.263 498		1.291	0.205	0.370 2	0.286 7
相P2	≥0.40	11	0.186 064	0.596 351	0.179 807	1.131*	1.174	0.259	0.319 8	0.272 42
	<0.40	6	-0.133 83	0.391 295	0.159 745		1.330	0.204	0.319 8	0.240 51
相P3	≥0.40	29	-0.155 40	0.691 682	0.128 442	0.34*	0.703	0.485	0.128 1	0.182 22
	<0.40	26	-0.2835 3	0.655 162	0.128 488		0.705	0.484	0.128 1	0.181 67
相RE0	>=0.40	37	16.775 3	39.293 4	6.459 80	6.158*	2.375	0.021	17.85	7.518 8
	<0.40	30	-1.082 7	13.512 2	2.466 99		2.583	0.013	17.85	6.914 8
相RE1	≥0.40	29	14.905 5	40.332 8	7.489 62	0.765*	2.898	0.005	26.20	9.043 5
	<0.40	26	-11.301	23.558 3	4.620 16		2.978	0.005	26.20	8.800 0
相RE2	≥0.40	11	22.675 5	58.446 1	17.622 2	2.921*	1.224	0.240	29.96	24.482
	<0.40	6	-7.290 8	12.20 27	4.981 72		1.636	0.129	29.96	18.318
相RE3	≥0.40	29	-5.507 8	15.94 17	2.960 31	0.181*	1.005	0.319	4.601	4.585 6
	<0.40	26	-10.117	18.06 93	3.543 69		0.998	0.323	4.609	4.617 5
相R0	≥0.40	37	3.370 91	9.225 59	1.516 68	0.030*	1.522	0.133	3.297	2.166 9
	<0.40	30	0.073 873	8.288 21	1.513 21		1.539	0.129	3.297	2.142 4
相R1	≥0.40	29	4.285 49	9.452 18	1.755 23	0.056*	2.617	0.012	6.888	2.632 3
	<0.40	26	-2.603 3	10.06 54	1.973 99		2.608	0.012	6.888	2.641 5
相R2	≥0.40	11	-.897 13	6.768 51	2.040 78	7.725	1.178	0.257	3.481	2.955 3
	<0.40	6	-4.378 2	3.177 38	1.297 16		1.440	0.171	3.481	2.418 1
相R3	≥0.40	29	-.294 04	4.885 76	0.907 264	4.422	1.787	0.080	3.414	1.910 9
	<0.40	26	-3.708 8	8.910 39	1.747 47		1.734	0.091	3.414	1.968 9

注:*代表方差齐性双尾检验在5%的水平上显著。表中相P0=T-B1,是每股收益在资产注入当年相对于前一年的增加量,同理相P1、相P2是注入后一年、后两年相对于注入前一年每股收益的增加量。相P3是注入后一年相对于注入当年的增加量。同理,RE、R则是表示净资产收益率和主营业务利润率。

表4是将注入资产的增值率作为分组变量,对三个业绩增量指标进行独立样本均值检验。其中选择0.4作为增值率的分组分割点,这是笔者多次验证的最佳值。表4中分组统计均值数据显示,注入资产的增值率≥0.4的企业,其三个业绩指标均优于注入资产增值率<0.4的企业的相同指标。事实上,在笔者选取不同数值作为分组分割点的分析结果中,分组统计量均显示出注入资产增值率愈高的公司的业绩要优于增值率低的公司的业绩。对于这种结果的解释,笔者认为在注入资产的增值率普遍大于0的情况下,盈利能力相对较高的资产在被注入上市公司时会获得更高的溢价。以0.4倍的增值率作为分割点是因为,在独立样本均值检验中,相RE0、相RE1、相R1、相R3均显著通过了分组检验。说明增值率在0.4上下的两组业绩在净资产收益率和主营业务收益率这两个指标上的表现是有显著差异的。同时意味着,注入资产的增值率在0到0.4之间的资产的盈利能力是较差的,其业绩表现除在注入当年每股收益相对于前一年有正的增加值,其余的全都为负值。

此外,所有的增值率分割点分组均未通过每股收益的独立样本检验,解释是因为高增值率资产的高估值意味着会获取更多的股份,稀释了每股收益的表现,故而每股收益未能通过显著性检验。

四、结论

本文通过分析大股东资产注入的动机,认为大股东为了最大化其私有利益,不排除通过虚增资产价值和注入非优质资产的方式侵占小股东利益的情况。尤其是提出了通过注入和原上市公司有大量关联方交易的资产,大股东有可能因为以前年度的利润转移,虚增了注入资产的价值,从而极为隐蔽地将之前的非法侵占变成合法的股东权利。

本文通过对资产注入前后上市公司的业绩非参数检验实证分析,认为大股东资产注入对上市公司的每股收益在短期内有促进作用,但这种作用会慢慢消失。净资产收益率除在资产注入当年有正的增加,注入后的两年均低于以前的水平,说明大股东注入的资产的盈利能力是低于原上市公司资产的盈利能力的。这样实际上也构成了对小股东的侵害,因为影响了上市公司的成长性。

注入资产的增值率与公司业绩变化的关系的实证分析得出:增值率低于0.4的资产注入对小股东的侵占更为明显,因为这类资产的注入对公司的业绩会产生显著的负面影响。

主要参考文献

1.张祥建,郭岚.资产注入、大股东寻租行为与资本配置效率.金融研究,2008;2

2.江伟.我国上市公司控制性大股东掏空与支持行为的实证分析.经济科学,2005;2

3.刘少波.控制权悖论与超额控制权收益.经济研究,2007;2

4.佟岩,王化成.关联交易、控制权收益与盈余管理.会计研究,2007;4