资产注入、大股东支持行为与公司绩效

杜 勇
(新疆财经大学 会计学院,新疆 乌鲁木齐 830012)

摘 要: 我国上市公司普遍存在第二类委托代理问题。以上市公司控股股东定向增发资产注入行为作为研究视角,研究了资本市场中大股东对上市公司"支持"抑或是"掏空"这一问题。研究发现,大股东注入的资产与我国证券市场中上市公司经营性资产具有比较高的关联度,有效地减少了大股东与上市公司之间的关联交易,完善了资产注入上市公司的价值链,提高了上市公司整体的经营绩效。

关键词: 定向增发; 资产注入; 支持行为; 公司绩效
中图分类号: F234; F276 **文献标志码**: A **文章编号:** 1009-6116(2013)03-0073-08

一、引 言

我国资本市场中,上市公司大股东或控股股东以定向增发方式进行资产注入问题,近年来广受关注。一部分文献通过研究分析发现,我国资本市场上市公司大股东或控股股东以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入的行为对我国上市公司来说是一种支持行为。此外,上市公司大股东运用定向增发方式进行资产注入的行为对企业所产生的财务效应不仅仅会关系到我国资本市场中上市公司能否从股票融资市场筹集到满足企业自身经营发展的市场资金,也会涉及我国证券市场中上市公司的持续成长发展问题;与此同时,还会影响到我国股权分置改革后中国资本市场的健康发展。

二、文献综述与研究假设

对于上市公司大股东采取以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入问题,国外学者和专家分别用监控假说(Wruck,1989; Hertzel 等,1993)、信息不对称假说(Myers 和 Majluf,1984; Hertzel 和 Smith,1993)、品质证明假说(Kasim 和 Donald,1993; Hertzel 和 Smith,2002)、流动性假说(Brooks 和 Graham,2005)等来解释。而国内的研究人员则分别从上市公司大股东的持股比例及股权安排、上市公司内部的公司治理结构问题、集团或母公司以整体方式进行上市等角度进行研究分析(田艺,2006; 周勤宇、刘宇,2005)。上述这些研究假说都是解释我国上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入所特有的市场表现,并为研究非公开发行股份的股权再融资方式对上市公司未来内部财务绩效的影响提供了可供借鉴的研究思路。

在我国资本市场股权分置改革之前,上市公司在证券融资市场中进行股权再融资的集体偏好被认为是上市公司在证券市场上进行圈钱(黄少安等,2001; 刘峰、魏明海,2005; 陆正飞等,2004; 何贤杰等,2009)。而自 2005 年我国资本市场进行股权分置改革之后,上市公司的大股东与企业外部中小股东的利益结构发生了巨大的变化,上市公司大股东或控股股东所持有的非流通股份可以在我国证券二级市场上进行流通,虽然大股东或控股股东手中的所持股票一般都有 2 ~ 3 年的锁定期,但其手中的股份是有未来价值的,资本市

收稿日期: 2013-01-29
基金项目: 北京市教育委员会科研基地—科技创新平台—会计与投资者保护研究基地(PXM2012_014213_000031);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);北京工商大学科研基地建设—出资者财务与国有资产管理协同创新中心项目(XTZX2011)。
作者简介: 杜 勇(1972—),男,江苏徐州人,新疆财经大学会计学院副教授,博士,研究方向:会计治理及资本市场。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

场中上市公司内部控股股东与企业外部的广大中小股东的治理分配结构发生了变化。

因此,在我国目前的资本市场中,不能再把上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入的行为简单地看成是大股东“圈钱”的行为。该行为的产生往往是基于上市公司自身对融资的内在需求,这种基于“内需驱动型”的股权再融资动因符合国外上市公司进行再融资的情况,这可能是因为证券市场中上市公司具有较好的、极有潜力的投资项目,或者由于市场或企业信息不对称,上市公司大股东或控股股东更看好上市公司未来的发展前景,又因为在我国目前的资本市场环境下,上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式更具有天然的融资优势。基于以上分析,笔者认为,上市公司大股东或控股股东以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入行为与其在公司所持股份比例具有重要的内在联系。非公开定向增发融资之前,公司内部控股股东所占有的股权比重越少,上市公司的市场内外部激励效果就越好,上市公司股东或控股股东希望通过定向增发注入优质资产的行为会获得越多的公司未来控制权分享收益,上市公司在大股东定向增发注入优质资产后,企业内部财务绩效就表现越好。根据上述分析,提出假说 1 如下。

H 1:当上市公司大股东或者控股股东参与定向增发注入资产时,第一大股东所持股份比例越低,其上市公司未来内部财务绩效就越好。

股权分置改革后,上市公司大股东或者控股股东与企业外部中小股东具有了相同的利益结构。当大股东或控股股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入时,总体上说,因为中国证券市场政府监管部门明确规定市场中上市公司大股东或控股股东占有的定向资产注入增发股份,三年内不能售出,所以上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入后所持增发股份只有在三年后才能在证券二级市场上进行流通,为了实现上市公司控股股东自身利益结构最大化,并且能在将来获得更多的控股收益,大股东或控股股东具有强烈的市场激励效果,会想方设法提高上市公司的未来整体财务绩效。此外,证券市场中上市公司控股股东以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入时,为能取得更多的未来发展控制权收益,大股东必然会把其自身拥有的与上市公司经营业务紧密相关的优质经营性资产注入上市公司中,进而大股东的支持行为就可以明显提升上市公司内部的整体财务绩效及公司未来整体的获利能力。

值得注意的是,章卫东(2009,2010,2012)研究发现大股东或者控股股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施定向增发可以帮助国有企业的上级集团在证券市场上以整体的方式上市,这样更有利于改善上市企业内部的公司治理结构,更有效地发挥大股东的监督替代效应,从而对企业内部的经营者行为进行监督与控制;还可以有效地彻底解决上市公司内部的关联交易现象,并有效地解决上市公司内部存在的第二类委托代理冲突问题。根据以上分析,提出以下两个假设。

H 2:当上市公司通过以非公开发行股份的股权再融资方式注入资产融资时,控股股东注入公司的资产是经营性的优质相关联资产时,该上市公司将来的财务绩效会更好。

H 3:当上市公司通过以非公开发行股份的股权再融资方式来实现集团公司整体上市时,其上市公司在未来整体经营绩效会更好。

三、研究设计与变量描述

1. 样本选择与数据来源

本文的实证研究是以我国 2006 年 6 月 1 日到 2011 年 12 月 31 日证券市场上市公司以非公开发行股份的大股东定向增发资产注入行为的 A 股上市公司为研究样本,为了更有效地进行实证研究,本文对样本做了如下筛选:首先,剔除证券市场中金融、保险类上市公司样本 23 家;其次,剔除在我国资本市场中有重大事件存在的样本 65 家;最后,剔除我国资本市场中因长期停牌等无法取得有效数据的样本 21 家。经过以上三重挑选以后,得到最新样本公司共计 486 家 A 股上市公司。本文研究的相关上市公司数据来自于 Wind 信息数据库和 CSMAR 数据库。

2. 研究模型及变量描述

国外的许多学者基本上是研究以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入前与该上市公司属于同一行业或产业、同等生产经营规模以

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

及具有同等财务收益并且还没有在各国资本市场中实行股权再融资的上市公司作为参照公司。通过梳理定向增发资产注入的研究文献后,笔者发现,在中国证券市场上采用以上所述研究方法在资本市场中寻找可以相互参考的上市公司是有风险的,且具有一定的主观性及模糊性。因此,本文主要参考章卫东(2008)的研究方法,采用在我国资本市场中上市公司经所处行业进行调整后的企业内部财务业绩指标来进行替代。依据以上所述,本文给出的研究模型,如下所示:

$$\begin{aligned}\text{Performance} = {} & \alpha_0 + \alpha_1 \text{fsp} + \alpha_2 \text{fsc} + \alpha_3 \text{Atype} + \\ & \alpha_4 \text{Compl} + \alpha_5 \text{Object} + \alpha_6 \text{Object Atype} + \\ & \alpha_7 \text{Object fsp} + \alpha_8 \text{DA} + \alpha_9 \text{Lnsize} + \\ & \alpha_{10} \text{TobinQ} + \xi \end{aligned} \quad (1)$$

在以上模型(1)中,fsp 是指大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入方式的在增发股份前上市公司的第一大股东持股比例; fsc 是指上市公司大股东以定向增发方式进行股权再融资时上市公司第一大股东性质的虚拟变量; Atype 是指以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式时,大股东以自身拥有资产注入上市公司中资产类型的虚拟变量; Compl 是指上市公司大股东采取定向增发方式募集资金用途的虚拟变量; Object 是指上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入方式有关发行对象的虚拟变量; DA 是指上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入方式的前一年年末上市公司资产负债率,该变量是用来衡量以定向增发进行资产注入的上市公司质量好坏的一个极其重要的标准; Lnsize 是指上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入方式前上市公司总股本的自然对数; Performance 是指以定向增发进行资产注入融资上市公司的内部财务绩效指标,具体公式为:

$$\text{Performance} = \text{Performance}_r - \text{Performance}_m \quad (2)$$

式(2)中,Performance 是指以定向增发进行资产注入上市公司经其所处行业或产业调整后的内部财务绩效指标; Performance_r 是指大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式进行增发后上市公司第一年末的内部财务绩效指标; Performance_m 是指大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式进行增发后第一年末的上市公司所处行业或产业的平均财务绩效指标。另外,本文还采取主要成分因素分析法将以上这三个重要的上市公司内部财务绩效指标进行处理,形成了一个用来衡量以定向增发进行资产注入上市公司财务绩效的综合指标。

上面关于所述的回归模型中所有的变量选取及解释见表 1 所示。

表 1　变量选取及解释

变量名	变量描述
Performance	公司定向增发后一年的经营绩效。分别用 Performance_1、Performance_2、Performance_3、Performance_4 进行替代,表示公司定向增发后第一年末主营业务利润率、总资产报酬率以及净资产收益率及综合指标
fsp	上市公司定向增发前第一大股东持股比例
fsc	第一大股东性质的虚拟变量。当第一大股东性质为国有股(即包含国家股或国有股)则为 1,否则为 0
Atype	衡量公司资产类型的虚拟变量。当注入公司资产类型为关联资产(即所注入资产为现金或与公司主营业务相关联的资产)则为 1,否则为 0
Compl	募资用途的虚拟变量,整体上市时取 1,否则取 0
Object	发行对象的虚拟变量。当发行对象是大股东或大股东关联方或二者兼而有之则取 1,否则取 0
DA	上市公司定向增发前一年年末资产负债率
Lnsize	定向增发前公司总股本的自然对数
TobinQ	公司市场价值与公司总资产的比值,其中公司市场价值 = 总股本 × 年均收盘价 + 长期债券

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

四、实证检验及结论

1. 描述性统计

在本文研究中,上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式进行再融资的问题极其重要,因此在设计模型时就非常注意变量的选取,这是因为在前述回归模型中变量 fsc、Atype、Compl、Object 均为虚拟变量。因此,本文需要对各变量进行描述性统计,在对各变量进行描述性统计时,表 2 只列出了前述设计模型中有关变量的描述性统计结果。

表 2　回归模型中变量的描述性统计结果

变量名称	$Performance_1$	$Performance_2$	$Performance_3$	fsp	DA	Lnsize	TobinQ
均值	0.071 9	0.068 7	0.118 5	0.412 3	0.596 3	19.695 1	0.734 5
标准差	0.082 1	0.062 9	0.129 3	0.163 5	0.176 1	0.944 9	0.419 1
最小值	-0.083 2	-0.013 7	-0.070 3	0.090 3	0.199 2	18.241	0.054 8
25% 分位数	0.015 7	0.025 8	0.058 5	0.273 2	0.477 1	19.263	0.435 2
中位数	0.068 5	0.056 1	0.127 2	0.461 9	0.659 3	19.568	0.749 2
75% 分位数	0.099 2	0.093 6	0.160 7	0.537 4	0.758 9	19.663	0.911 8
最大值	0.131 6	0.124 7	0.213 9	0.989 2	0.879 7	19.982	0.995 2

通过表 2 中的数据可以看出,上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式进行定向增发后,上市公司的内部整体财务绩效平均为 8% 左右。证券市场中上市公司的主营销售利润率平均数是 7.19%,其主营业务利润率中位数是 6.85%,主营业务利润率 75% 分位数是 9.92%,以上结果表明上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式进行增发后一年,上市公司以定向增发资产注入后主营销售利润率大约为 8%;证券市场中上市公司的总资产报酬率为 6.87%,总资产报酬率的中位数为 5.61%,总资产报酬率 75% 分位数为 9.36%,这表明上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式进行定向增发后,证券市场中上市公司的总资产收益率大约为 7.5%;证券市场中上市公司的 ROE 的均值是 11.85%,ROE 中位数为 12.72%,ROE75% 分位数为 16.07%,这表明上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式进行定向增发后,证券市场中上市公司的 ROE 大约为 12%。

2. 回归结果及分析

(1) 各变量的相关系数分析

有关描述性统计分析之后就要进行模型回归结果分析,在进行回归模型各变量的多元回归分析之前,大股东定向增发资产注入行为涉及诸多变量,所以需要再进行深入研究分析,首先需要做的是数据的相关性检验。表 3 列示了资本市场中上市公司大股东定向增发资产注入融资行为后各模型回归变量之间的 Pearson、Spearman 数值及其 *P* 值。

表 3　因变量为 $Performance_1$ 时回归模型各变量间相关系数表

	Per1	Fsp	Fsc	Atype	Compl	Object	DA	Lnsize	TobinQ
Per1	1.00	0.207	-0.077	0.347	0.098	0.103	-0.113	0.114	0.391
		0.094	0.765	0.117	0.567	0.545	0.498	0.496	0.018
Fsp	0.315	1.00	0.304	0.097	0.038	0.187	-0.280	0.238	0.284
	0.047		0.054	0.572	0.865	0.242	0.067	0.132	0.071
Fsc	-0.098	0.242	1.00	0.247	0.137	0.307	-0.056	0.418	-0.114
	0.567	0.127		0.112	0.404	0.052	0.760	0.015	0.498

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

续表 3

	Per1	Fsp	Fsc	Atype	Compl	Object	DA	Lnsize	TobinQ
Atype	0. 238	0. 105	0. 248	1. 00	0. 064	－0. 130	0. 024	0. 215	－0. 120
	0. 107	0. 693	0. 117		0. 726	0. 853	0. 942	0. 175	0. 908
Compl	0. 078	0. 032	0. 137	0. 064	1. 00	0. 325	－0. 136	0. 169	－0. 065
	0. 651	0. 896	0. 305	0. 721		0. 033	0. 386	0. 295	0. 724
Object	－0. 119	0. 178	0. 307	－0. 032	0. 327	1. 00	－0. 048	0. 323	－0. 199
	0. 476	0. 272	0. 052	0. 852	0. 031		0. 781	0. 042	0. 211
DA	0. 045	－0. 285	－0. 080	0. 025	－0. 251	－0. 067	1. 00	－0. 148	－0. 554
	0. 835	0. 061	0. 581	0. 937	0. 099	0. 722		0. 364	0. 012
Lnsize	0. 054	0. 151	0. 417	0. 221	0. 206	0. 363	－0. 272	1. 00	－0. 094
	0. 783	0. 325	0. 015	0. 162	0. 053	0. 025	0. 085		0. 586
TobinQ	0. 334	0. 290	－0. 081	0. 058	－0. 087	－0. 178	－0. 475	－0. 175	1. 00
	0. 036	0. 058	0. 591	0. 752	0. 526	0. 186	0. 012	0. 277	

注: 此表为回归模型各变量相关系数表(矩阵) ; 上三角为 Spearman 相关系数矩阵,下三角为 Pearson 相关系数矩阵; 第一行为相关系数,第二行为 P 值; Per1 为 $Performance_1$ 的简写,表示主营业务利润率指标。$Performance_2$、$Performance_3$、$Performance_4$ 同其他变量之间的相关系数在所有重要方面与上一部分基本一致,在此不再列示。

从表 3 可以看出,上市公司大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式进行增发后一年,上市公司的主营业务利润率指标与以定向增发进行资产注入上市公司第一大股东或控股股东的持股比例、注入相关性及经营性资产的种类、注入相关性及经营性资产的融资具体用途、上市公司定向增发前一年的资产负债率、上市公司定向增发后公司成长性之间呈显著正相关,上市公司定向增发后财务绩效与各相关实证变量 Fsp、Atype、Compl、DA、TobinQ 的相关系数分别为 0. 315、0. 238、0. 119、0. 045、0. 334,回归统计结果显著。上市公司定向增发资产注入后总资产报酬率指标与上市公司定向增发资产注入后募资用途、证券市场中公司成长性或公司增长性呈现出显著的正相关关系,资本市场中上市公司定向增发资产注入融资后财务绩效二与两个相关变量 Compl、TobinQ 的相关系数是 0. 065、0. 327,实证分析结果为显著。上市公司定向增发资产注入后净资产报酬率指标与以定向增发进行资产注入上市公司第一大股东持股比例、以定向增发进行资产注入的注入资产的类型、上市公司定向增发资产注入前一年的资产负债率、以定向增发进行资产注入上市公司的公司成长性之间显著正相关,上市公司定向增发资产注入融资后财务绩效三与四个相关变量 Fsp、Atype、DA、TobinQ 的相关系数是 0. 305、0. 246、0. 052、0. 362,实证分析结果为显著。测量上市公司定向增发资产注入后上市公司各财务业绩数据的差异仅仅为实证分析的显著性程度,而实证数据的相关性并不存在区别。另外,回归模型中各相关变量之间并不存在严重的计量分析中的共线性问题。

(2) 回归结果及分析

根据本文前面部分所设计的回归模型(1) ,分别对上市公司定向增发资产注入后的多个变量进行了多元线性回归分析,重点考察上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入方式实施增发时,证券市场中上市公司非公开增发资产注入筹得资金的使用、证券市场中上市公司非公开增发资产注入融资之后控股股东特征及定向增发注入资产类型对上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年的财务绩效的影响,进而用来检验文中之前提到的三个研究假设。假设检验的回归结果和数据分析见表 4。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表 4　定向增发后经营绩效影响回归结果

回归统计量	预测符号	Model Ⅰ	Model Ⅱ	Model Ⅲ	Model Ⅳ
_cons	?	-0.024 (-0.53)	0.014 (0.46)	0.204 (0.55)	-0.321 (-1.21)
fsp	+	0.243 (2.15)**	0.132 (1.43)	0.046 (2.21)**	0.231 (2.20)**
fsc	?	-0.029 (-1.17)	0.018 (0.86)	0.036 (1.28)	-0.011 (-0.48)
Atype	+	0.034 (1.76)*	0.037 (1.45)	0.086 (2.11)**	0.028 (1.77)*
Compl	+	0.046 (2.17)**	0.058 (1.78)*	0.077 (1.50)	0.045 (1.25)
Object	?	-0.071 (-0.34)	0.064 (-0.27)	0.083 (0.98)	-0.059 (-0.66)
Object·Atype	+	0.541 (1.81)*	0.269 (1.67)	0.311 (1.92)*	0.278 (1.89)*
Object·fsp	-	-0.187 (-1.32)	-0.158 (-1.35)	-0.181 (-1.39)	-0.192 (-1.48)
DA	+	0.161 (1.97)*	0.086 (1.28)	0.215 (3.14)***	0.173 (2.25)**
Lnsize	+	0.022 (1.50)	0.011 (0.97)	0.021 (1.28)	0.010 (0.80)
TobinQ	+	0.096 (2.91)***	0.084 (3.10)***	0.112 (2.79)***	0.092 (3.22)***
Adj R-squared		0.193	0.186	0.363	0.187
F-Statistics		(2.12)**	(2.07)*	(3.62)***	(2.06)*

注: Model Ⅰ、Model Ⅱ、Model Ⅲ、Model Ⅳ分别表示因变量为 $Performance_1$、$Performance_2$、$Performance_3$、$Performance_4$时的回归模型; _cons 表示常数; 回归结果中第一行为回归系数,第二行为 t 统计值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

表 4 分别列示了上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年,相关变量对模型中四个财务绩效因变量的影响。本文中模型Ⅰ、模型Ⅱ、模型Ⅲ、模型Ⅳ分别代表的是上市公司大股东或控股股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年,因变量是本文前述实证模型中四个财务绩效因变量时,大股东或者控股股东定向增发资产注入后的回归模型。

Model Ⅰ的实证分析数据显示,上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年的主营业务利润率指标与东定向增发注入资产前第一大股东或控股股东持股比例(fsp)在 5%的水平上显著正相关,说明上市公司内部第一大股东或者控股股东手中所占有的股份越高,其上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后可以进一步增强第一大股东或者控股股东对所在上市公司的实

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

质影响,从而大股东定向增发资产注入后上市公司内部整体的财务绩效会更好。

上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年的主营业务利润率指标与上市公司大股东实施融资时资产注入的类型数据在 10% 的水平上呈现较显著的正相关关系,该结果表明,上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后吸收大股东优质的经营性资产,可以进一步加强实行以非公开方式增发并且进行注入资产融资上市公司的经营水平与经营管理能力。

上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年的主营业务利润率指标与大股东实施定向增发资产注入后的募集资金的用途(Compl) 在 5% 的水平上显著正相关,表明在上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发实现企业集团或者母公司整体上市的过程中,有利于逐步改进实施定向增发上市公司的内部公司治理结构,从而大大提升了企业集团内部整体的公司价值的最大化,进而可以增加实施定向增发上市公司的未来整体财务绩效,这也进一步充分验证了本文前述所提出的假设 3 的推断。

上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年的主营业务利润率指标与证券市场中上市公司实施定向增发特定资产和控股股东以非公开方式增发并且进行注入资产融资种类的交叉数据在 10% 的水平上呈现较显著的正相关关系,这也进一步充分验证了本文提出的假设 2 的推断。

上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年的主营业务利润率指标与上市公司以非公开方式增发并且进行资产注入的所指向资产和证券市场中上市公司内部第一大股东或者控股股东手中所占有的股权的交叉数据表现为负相关关系,然而相关关系不显著,这表示在我国特殊的资本市场中上市公司内部以前的大股东或控股股东参加以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发时,实施定向增发资产注入后的上市公司第一大股东或者控股股所持股份比例越低,根据上市公司大股东监督理论,可以更多的激励资本市场中实施定向增发资产注入上市公司的大股东或控股股东以后能更好地监督企业经营者的行为、更有效率地管理实施定向增发注入资产的上市公司,使该上市公司未来整体内部财务业绩更好,通过以上实证分析得出的统计结果符合并验证了文中前面提出的实证假设 1。

模型Ⅱ、模型Ⅲ、模型Ⅳ的统计分析结论与证券市场中上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年的 Model Ⅰ的实证研究结论基本一致,Model Ⅱ、Model Ⅲ、Model Ⅳ的实证回归分析中变量的回归系数的符号与 Model Ⅰ的符号完全一致,只是在 Model Ⅱ、Model Ⅲ、Model Ⅳ的实证回归分析的显著性水平上存在部分差异,但并不影响本章节关于上市公司以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施增发后一年的经济后果的分析及相关研究结论,这说明无论是单个关于上市公司的整体内部财务绩效的测量数据,抑或是以另一个方法——主成分因子分析法计算的关于我国资本市场中实行以非公开发行方式进行资产注入融资的证券市场中上市公司的内部整体财务业绩的总体全面的测量数据,都说明上市公司以非公开发行股份的股权再融资方式进行资产注入融资后,实行非公开发行方式进行注入资产融资上市公司的内部整体财务绩效明显提高,并且这一提高,是与大股东注入资产的类型、以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入的方式实施定向增发后募资用途等有着正的相关关系。这也从另一个侧面表明了本文关于大股东以非公开发行股份的股权再融资进行资产注入问题进行实证研究及结论的可靠性。

参考文献:

[1]何贤杰,朱红军. 利益输送、信息不对称与定向增发折价[J]. 中国会计评论,2009(3).

[2]贺建刚,刘峰. 大股东控制、利益输送与投资者保护——基于上市公司资产收购关联交易的实证研究[J]. 中国会计与财务研究,2005(3).

[3]黄建中. 九折规则失灵与定向增发泛滥[J]. 股市动态分析,2006(31).

[4]黄建欢,尹筑嘉. 非公开发行、资产注入和股东利益均衡: 理论与实证[J]. 证券市场导报,2008(5).

[5]黄少安,张岗. 中国上市公司股权再融资偏好分

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

析[J]. 经济研究,2001(11).

[6]季华,魏明海,柳建华. 资产注入、证券市场监管与绩效[J]. 会计研究,2010(2).

[7]李增泉,孙铮,王志伟. 掏空与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究,2004(12).

[8]陆正飞,叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是源于融资成本低吗? [J]. 经济研究,2004(4).

[9]沈艺峰. 会计信息披露和我国股票市场半强式有效性的实证分析[J]. 会计研究,1996(1).

[10]田艺,王蕴钰,杨伟聪. 定向增发——全流通时代的投资新主题[R]. 联合证券研究报告,2006(4).

[11]章卫东. 定向增发新股、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究[J]. 会计研究,2007(12).

[12]章卫东,李德忠. 定向增发新股折扣率的影响因素及其与公司短期股价关系的实证研究[J]. 会计研究,2008(9).

[13]章卫东. 上市公司股权再融资方式选择:配股、公开增发新股、定向增发新股? [J]. 经济评论,2008(6).

[14]章卫东. 定向增发新股、资产注入类型与上市公司绩效的关系[J]. 会计研究,2010(3).

[15]张祥建,郭岚. 资产注入、大股东寻租行为与资本配置效率[J]. 金融研究,2008(2).

[16]Denis K Diane. Twenty-five years of coporate governance research. and counting[J]. Review of Financial Economics,2001,10: 191 - 212.

[17]Dalia M,Eric J H, Swint H, et al. Positive performance and private equity placements: outside monitoring or inside expertise? [J]. Journal of Real Estate Portfolio Management,2007,13(4): 389 - 399.

[18]Fama E F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work[J]. Journal of Finance,1970,25: 383 - 417.

[19]Fama E F. Agency problem and the theory of the firm[J]. Journal of Political,1965,73: 110 - 120.

Asset Injection, Controlling Shareholder's Propping Behavior and Corporate Performance

DU Yong

(*Accounting School, Xinjiang University of Finance and Economics, Urumqi, Xinjiang 830012, China*)

Abstract: A secondary principal-agent problem is ubiquitous in China's listing companies. To indicate whether the secondary agency conflicts are obviously improved or not after the split-share reform, this paper chooses the asset injection behavior via directional private placement by the controlling shareholders of listing companies as the research angle in order to study whether the major shareholders are "propping" or "tunneling" the listing companies on the capital market. The research finds that the assets injected by major shareholders are highly relevant to the business assets in listed companies, which effectively reduces the associate transactions between major shareholders and listed companies, improves the value chain of asset injection into listed companies and enhance the performance of listed companies as a whole.

Key Words: directional private placement; asset injection; propping behavior; business performance

(本文责编　王沈南)

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net