

# 上市公司增发会计寻租影响因素探析

阮梓坪 张利国

(五邑大学经济管理学院 广东江门 529000)

**【摘要】** 本文从第一大股东持股比例、独立董事比例、往来账项、经营活动产生的现金流四个方面分析了上市公司增发与会计寻租的关系。研究表明:大股东增发寻租的隐蔽性越来越强、独立董事抑制寻租的作用不明显,对往来账项、经营活动产生的现金流的调节是上市公司增发中会计寻租的重要途径。

**【关键词】** 全流通 会计寻租 发行租金 上市租金

## 一、引言和文献综述

全流通时代上市公司在股权融资过程中存在会计寻租行为,只是寻租主体的租金、可能采取的寻租手段和寻租的表现形式会发生变化(阮梓坪、冯延超,2007)。阮梓坪、郭新宏(2009)选取2007年增发的105家上市公司作为样本,分析得出:大股东具有很强的进行增发会计寻租的动机,调节往来账项仍是其进行增发寻租的重要途径。毛洪涛、吴将君(2007)通过实证研究199家上市公司的财务数据,证实第一大股东有能力操纵上市公司的盈余水平,并且第一大股东的持股比例越大,公司盈余管理程度越大。陈水龙(2002)、俞向前(2006)的研究表明:上市公司在股票增发前进行了盈余管理,目的是取得发行新股的资格或者是对发行股票公司的股票价格产生影响,从而提高新股发行价格。

本文将上市公司在整个增发过程中进行会计寻租,从而追求发行环节和上市环节的租金行为称为“增发会计寻租”。相对于已有研究的创新之处在于:①本文选取处于股权全流通时代的上市公司作为样本,故本研究选取基本上达到全流通的2011年增发的155家上市公司作为样本;②选取了样本增发发生前后共五年的数据,通过五年的时间周期来追踪大股东的寻租行为,之所以选择增发后两年的数据,是出于增发后大股东对投资者的业绩承诺,其有通过调节盈余来维持业绩的倾向。

## 二、研究设计

### (一)研究假设

1. 第一大股东持股比例与增发租金的关系。Faccio和Lang(2002)通过对13个西欧国家5232家上市公司数据进行研究发现,所有权的集中虽然在一定程度上避免了小股东在监督公司经理时的搭便车行为,却也增强了大股东谋取利益的能力。蔡宁、梁丽珍(2003),蔡吉甫(2007)

的研究发现:股权集中度越高的上市公司越容易发生财务舞弊。章卫东(2010)研究发现中国上市公司在定向增发新股过程中,大股东有进行盈余管理攫取公司利益的动机。据此,本文提出如下假设:

**H1:** 第一大股东持股比例与增发租金呈正相关性。

2. 独立董事比例与增发租金的关系。2001年8月,中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,在境内上市公司全面引进独立董事制度。Jensen(1993)证实了独立董事能有效地监督经营者的机会主义行为。Beasley(1996)发现独立董事比例较高的公司发生财务报表欺诈的可能性更小。《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》和《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》指出,保护中小股东合法权益是独立董事的主要职责,独立董事要对可能影响中小股东利益的一切事项进行监督。据此,本文提出如下假设:

**H2:** 独立董事比例与增发租金呈负相关性。

3. 往来账款变动与增发租金的关系。通过关联交易进行财富的非公平性转移,是典型的会计寻租行为。股权融资会计寻租的逻辑过程可表现为关联方通过对往来账款等会计科目进行盈余管理甚至操纵,使上市公司符合增发的相关条件,从而实现融资上市,进而获得增发租金。应收账款规模与利润质量负相关,即应收账款规模越大,上市公司利润质量高的可能性越小(郭世辉、崔文姣,2009年)。据此,本文提出如下假设:

**H3:** 应收账款增加额、预付账款增加额、其他应收账款增加额与增发租金存在正相关关系;应付账款增加额、预收账款增加额和其他应付账款增加额与增发租金存在负相关关系。

4. 经营活动产生的现金流的增加额与增发租金的关系。现金流清晰地反映了企业现金的构成及未来的趋势,

而经营活动产生的现金流披露了流入和流出企业现金的数量、来源去向、原因以及真实结存情况,真实反映企业的获利能力。企业通过自身生产经营获得现金净流量的能力是企业健康可持续发展的基础和前提。上市公司在增发前后可能选择调节经营活动现金流去满足增发条件和维持增发后的增长率,从而达到寻租的目的。据此,本文提出如下假设:

**H4:**经营活动产生的现金流的增加额与增发的发行租金呈负相关性,与上市租金呈正相关性。

## (二)样本选择

本文以2011年增发融资的上市公司为样本,主要选取增发发生当年即2011年上市公司的第一大股东持股比例、独立董事比例,同时选取增发发生前三年(2008年、2009年、2010年)和后两年(2011年、2012年)往来账项增加额(包括:应收账款增加额、预付账款增加额、其他应收账款增加额、应付账款增加额、预收账款增加额和其他应付账款增加额)和经营活动产生的现金流的增加额的数据为大样本。原始数据主要来源于Wind资讯金融数据库和国泰安数据库,部分数据来源于上海证券交易所和深圳证券交易所公布的数据。

以增发日为基准,对2011年实施增发的上市公司进行筛选,筛选规则如下:①剔除金融类上市公司;②剔除ST公司;③剔除2008年1月1日到2012年12月31日不存在的公司;④极个别公司数据不全或存在特异值,本文将其剔除。最终确定有效样本为155家。

本文研究以2011年为基准,选取增发当年即2011年的第一大股东持股比例、独立董事比例。上市公司在增发前,证监会对公司利润及增长率有严格要求,所以选取上市公司在增发前的2008年、2009年、2010年的往来账项和经营活动产生的现金流数据。考虑到增发后大股东对中小投资者有一个业绩承诺,会将利润和增长率保持在一个合理的水平,故又选取了增发后的2011年和2012年往来账项和经营活动产生的现金流数据。

## (三)研究模型

国内的研究者对股权结构与公司治理绩效间的关系、由股权结构所形成的股东间的代理关系对公司治理绩效的影响、上市公司经营现金流(SEO)变化及其影响因素等进行实证研究,均运用了相关分析和多元线性回归分析。本文借鉴已有的模型和方法,采用描述性统计和多元线性回归的方法。模型如下:

$$Y = a + \sum b_i X_i + u$$

式中:Y为租金指标等被解释变量;X<sub>i</sub>为代表各个解释变量;a、b<sub>i</sub>为解释变量的待估系数;u为随机误差,体现变量Y取值的随机性。

本文所研究的变量在统计学上为定距变量,Pearson

简单相关系数用来衡量定距变量间的线性关系。因此,本文的相关分析采用Pearson简单相关系数分析。

## (四)变量设定

1. 被解释变量。租金是指超过资源所有者的机会成本的报酬。本文设定四个租金指标,以对股权融资过程中的会计租金做出估计,即:每股发行租金、总发行租金、每股上市租金、总上市租金。

2. 解释变量。根据研究假设,本文选取第一大股东持股比例、独立董事比例、应收账款增加额、预付账款增加额、其他应收账款增加额、应付账款增加额、预收账款增加额、其他应付账款增加额和经营活动产生的现金流增加额等作为解释变量。

3. 数据说明。解释变量分别表示:第一大持股比例和独立董事比为增发当年的数据。应收账款增加额、预付账款增加额、其他应收账款增加额、应付账款增加额、预收账款增加额、其他应付账款增加额和经营活动产生的现金流增加额数据来自增发发生的2011年前三年和后两年数据,增加额的计算方式为:后一年期末余额减掉前一年期末余额。

各变量指标的具体含义对应详见表1:

表1 变量定义

指标名	指标标签	指标含义
每股发行租金(元)	Y1	发行价格—上市前每股净资产
总发行租金(千万元)	Y2	Y1*发行股数
每股上市租金(元)	Y3	首日上市收盘价—发行价格
总上市租金(千万元)	Y4	Y3*发行股数
第一大股东持股比(%)	X1	第一大股东持股数/总股数
独立董事比(%)	X2	独立董事人数/董事会总人数
应收账款增加额(千万元)	X3	后一年期末余额数—前一年期末余额数
预付账款增加额(千万元)	X4	后一年期末余额数—前一年期末余额数
其他应收账款增加额(千万元)	X5	后一年期末余额数—前一年期末余额数
应付账款增加额(千万元)	X6	后一年期末余额数—前一年期末余额数
预收账款增加额(千万元)	X7	后一年期末余额数—前一年期末余额数
其他应付账款增加额(千万元)	X8	后一年期末余额数—前一年期末余额数
经营活动产生的现金流增加额(千万元)	X9	后一年期末余额数—前一年期末余额数

## 二、实证分析

### (一)描述性统计分析

本文首先从选取的155家增发样本的描述性统计着

手进行分析,具体结果见表2。

表2 增发样本的变量描述性统计

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
X1	155	7.830 0	78.840 0	36.547 858	15.181 953 1
X2	155	30.000 0	60.000 0	36.328 985	5.327 342 1
X4	155	- 85.179 3	665.842 0	20.595 378	74.014 129 5
X5	155	- 902.629 6	186.842 0	- 0.288 244	76.207 350 6
X7	155	- 178.072 5	3 518.401 8	48.937 475	318.928 395 2
X6	155	- 171.993 6	1 992.578 7	50.343 056	228.419 076 4
X8	155	- 88.385 9	492.141 0	13.787 345	56.173 160 7
X9	155	- 875.070 1	1 633.908 7	1.452 166	179.536 220 5
Y1	155	- 0.790 0	64.830 0	11.415 437	10.340 819 5
Y2	155	- 28.078 7	6 857.708 4	130.858 196	562.255 346 0
Y3	155	- 16.680 0	37.320 0	3.076 065	5.893 549 7
Y4	155	- 1 764.408 1	1 761.421 6	47.179 233	284.971 898 7

从表2可以看出:上市公司有极强的实行增发从而进行寻租的动机。首先,发行租金具有易得性,上市公司在发行环节中普遍能获得发行租金,平均每股可获得约11.42元的发行租金,最高每股可获得64.83元发行租金,平均每家企业可获得约130.86万元的发行租金,最高可获6 857.71万元的发行租金。其次,上市租金也具有普遍性,实行增发的上市公司包括大股东在内的原持股股东平均每股在上市环节可获得3.08元增值,每家企业平均可获得上市租金47.18万元,最高可获上市租金1 761.41万元。再次,从变动金额来看,实施增发的上市公司往来账款总体增加,说明样本公司很有可能为了达到增发条件,对往来账款进行了调节。数据结果还表明:全流通时代仍然残存股权分置时代的特征,大股东持股比例平均保持在0.37;独立董事比平均为0.36,刚刚满足证监会关于在上市公司建立独立董事制度指导意见规定的独立董事比至少为1/3的要求。选择增发的上市公司经营活动产生的现金流增加额平均为1.45万元,最高值为1 633.91万元,最小值为- 875.07万元。

(二)相关性分析

在分析完变量的描述性统计之后,本文就增发样本的相关系数做了详细分析,具体内容见表3。从表3可以看出以下几点:①第一大股东持股比例和独立董事比与四个租金指标没有任何显著影响。假设1和假设2未得到验证。②应付账款增加额、预付账款增加额、预收账款增加额与总发行租金和总上市租金在0.01的水平上显著正相关,说明上市公司为获得实施增发的资格,很有可能通过调整往来账款进行会计寻租,假设3得到验证。③经营活动产生的现金流增加额与四个租金指标没有显著影响,假设4未得到验证。

表3 增发样本的相关系数统计表

		Y1	Y2	Y3	Y4
X1	Pearson Correlation	- 0.104	0.056	0.136	0.145
X2	Pearson Correlation	0.072	0.011	- 0.03	- 0.04
X4	Pearson Correlation	0.04	0.422**	0.052	0.249**
X5	Pearson Correlation	0.016	- 0.008	0.025	0.028
X7	Pearson Correlation	- 0.124	0.084	0.119	0.507**
X6	Pearson Correlation	- 0.075	0.262**	0.043	0.261**
X8	Pearson Correlation	- 0.095	0.195*	- 0.057	- 0.038
X9	Pearson Correlation	- 0.072	- 0.145	0.081	- 0.1

\*. Correlation is significant at the 0.05 level(2- tailed).

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level(2- tailed).

(三)回归分析

在基本的描述性统计与相关系数分析的基础之上,本文建立了增发样本的回归方程,详见表4。

表4 增发样本回归方程显著性及拟合度统计表

	F值	P值	R方	调整的R方
Y1	3.789	0.025	0.047	0.035
Y2	28.050	0.000	0.27	0.26
Y3	3.441	0.010	0.084	0.060
Y4	18.250	0.000	0.380	0.359

表4反映了ANOVA分析结果及方程拟合情况,结果表明四个租金指标的回归方程均显著,总发行租金和总上市租金的拟合度也较好,而每股发行租金和每股上市租金的拟合度较差,说明还有其他影响因素,如选择增发的环境和制度等因素对这两个租金指标产生重要影响,但这并不影响对本文所涉及指标的分析。

本文对每股发行租金、总发行租金、每股上市租金、总上市租金分别与增发中的会计寻租租金之间关系的回归方程进行了检验,结果详见表5、表6、表7、表8。

表5 每股发行租金回归方程

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	11.166	0.849		13.158	0.000
X4	0.035	0.016	0.253	2.268	0.025
X7	- 0.010	0.004	- 0.302	- 2.706	0.008

表6 总发行租金回归方程

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	54.529	40.404		1.350	0.179
X4	5.494	0.743	0.723	7.392	0.000
X7	- 0.752	0.172	- 0.427	- 4.362	0.000

表 7 每股上市租金回归方程

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	3.003	0.475		6.325	0.000
X7	0.005	0.002	0.254	2.705	0.008
X8	- 0.035	0.012	- 0.332	- 2.817	0.005
X9	0.007	0.003	0.225	2.529	0.012

表 8 总上市租金回归方程

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	40.949	19.297		2.122	0.035
X4	- 0.756	0.386	- 0.196	- 1.960	0.052
X7	0.623	0.087	0.697	7.123	0.000
X6	0.403	0.150	0.323	2.691	0.008
X8	- 2.146	0.468	- 0.423	- 4.583	0.000
X9	0.407	0.125	0.257	3.254	0.001

表5每股发行租金、表6总发行租金、表7每股上市租金、表8总上市租金,经进行回归检验后,就可以对本文提出的假设做一一检验,结果如下:

1. 假设1不成立。在每股发行租金、总发行租金、每股上市租金和总上市租金的四个回归方程中,大股东持股比例并未进入到其中。这说明大股东在增发中的会计寻租行为已经更加隐蔽化。

2. 假设2不成立。四大租金回归方程中,独立董事比也未参与到方程中。这也说明,在股权融资中,大股东正在逐步撇开独立董事为自己的利益集团谋利。

3. 假设3得到部分验证。回归方程显示:预付账款增加额对每股发行租金和总发行租金产生正向作用,对总上市租金产生负向作用;应付账款增加额对总上市租金产生正向作用;预收账款增加额对每股发行租金和总发行租金产生负向作用,对每股上市租金和总上市租金产生正向作用;其他应付账款增加额对每股上市租金和总上市租金产生负向作用。回归方程还表明:增发其实是上市公司一个持续经营盈利的象征,而应付账款这一指标反映了财务杠杆的作用,它其实也是上市公司经营良好的象征。回归方程中很明显的特征即为应付类账款在一定限额内越高,中小投资者对其前景越乐观,股价越高,表现为大股东获得的上市租金也越高。

4. 假设4得到验证。回归方程显示:经营活动产生的现金流增加额对每股上市租金和总上市租金产生正向作用。表明大股东通过调整经营活动的现金流,向投资者传递利好消息,从而可以顺利地拉高增发当日的股价,进一步达到寻租的目的。

### 三、结论与建议

#### 1. 结论。

(1)透过实证分析可知:全流通时代,上市公司仍然具有很强的进行增发会计寻租的动机,但其大股东在增发过程中进行会计寻租的隐蔽性越来越强。

(2)根据实证分析结果显示:独立董事对于抑制大股东在增发过程中的会计寻租作用不明显。

(3)上市公司更倾向于通过调节往来款项达到增发的条件,从而寻求增发中的寻租租金。据实证分析可知:预收和预付类是被调节最多的款项。

(4)透过数据分析可知:上市公司在增发中存在大股东通过关联交易和隐蔽性关联交易调节经营活动产生的现金流来满足增发条件,从而达到寻租目的的行为。

#### 2. 建议。

(1)股票全流通为股权结构的优化创造了条件,本文建议政府相关部门应该制定合理有效的制度促使多元化投资主体,加大对大股东的监管,建立现代公司治理模式,以提高公司治理效率。

(2)完善现有的独立董事制度,进一步强化独立董事的独立性,授予独立董事一票否决制,真正发挥其在公司治理中的监督作用。

(3)加强对上市公司的审计,特别是关联交易和隐蔽性关联交易的审计,防止上市公司通过调节往来款项达到增发资格进而进行会计寻租。

(4)相关监管部门应加强对反映企业核心竞争力的经营活动产生的现金流的监管,维护中小投资者利益。

#### 主要参考文献

1. 颜敏,李现宗,张永国.会计寻租研究.会计研究,2004;2
2. 阮梓坪,冯延超.股权全流通后的会计寻租行为研究.财会月刊(理论),2007;2
3. 黎明,鲁君谊.上市公司会计信息寻租行为探析.重庆工学院学报(社会科学版),2008;11
4. 阮梓坪,郭新宏.后股权分置时代上市公司增发会计寻租租金影响因素分析.财会月刊,2009;21
5. 毛洪涛,吴将君.股权集中度与盈余管理相关性实证研究——来自深市A股市场的经验证据.财会通讯,2007;4
6. Wruck H Wu Yi lin. Relationships corporate governance and performance: evidence from private placements of common stock. Journal of Corporate Finance, 2009;1
7. 蔡宁,梁丽珍.董事会构成、所有权结构与财务舞弊关系的经验分析.转型经济下的会计与财务问题国际学术研讨会,2003