股票全流通对上市公司关联方交易的影响

高东峰　李佳励

（中国人民银行沈阳分行　沈阳　110001　西南财经大学会计学院　成都　610074）

【摘要】股权分置改革迎来了上市公司股票全流通时代，本文从正反两方面阐述了股票全流通市场环境对我国上市公司关联方交易所产生的影响。

【关键词】股票全流通　关联方交易　影响

股权分置改革后我国上市公司股票进入了全流通时代。这种新的市场环境对我国上市公司的关联方交易会产生什么样的影响呢？本文从正反两方面阐述了股票全流通市场环境对我国上市公司关联方交易的影响。

一、股票全流通对上市公司关联方交易的积极影响

1. 以股权分置改革为契机，国家在政策上积极引导，加大了监管力度。2005 年 8 月，在股权分置改革试点工作已经顺利完成的情况下，证监会、国务院国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合颁布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，提出以股权分置改革为契机，推动上市公司完善法人治理结构，提高治理水平，切实解决控股股东或实际控制人占用上市公司资金的问题，禁止利用非公允关联方交易侵占上市公司利益的行为发生。在解决股权分置问题后，支持绩优大型企业通过其控股的上市公司定向发行股份实现整体上市；支持上市公司以股份等多样化支付手段，通过吸收合并、换股收购等方式进行兼并重组，推动上市公司做优做强。

2. 股权结构将趋于分散，关联方交易性质改变，大股东进行利益输出型关联方交易的自利行为将受到约束。股权分置时代，我国上市公司股权结构的一个显著特点就是股权高度集中，在一股独大的股权结构下，单一大股东对上市公司拥有绝对的控制权，几乎完全操纵着“圈钱”、“掏空”等侵害中小投资者和债权人的利益输出型关联方交易活动，而很少受到中小股东的监督制衡。股票全流通后，大多数上市公司的股权结构将趋于分散，相互制衡的情况将会出现，多个控股股东利益和价值偏好不同会导致他们之间的相互监督和制约。股权分置改革后，大股东的资产价值趋于市场化，如果大股东要通过关联方交易侵占中小股东的利益，这种行为最终将反映到股票的价格上来，从而降低包括大股东在内的所有股东所持股份的市场价格，因此大股东在进行非公允关联方交易时必然要考虑自己的行为对股价的影响。权衡利益得失会自动约束大股东进行利益输出型的关联方交易。

3. 关联方交易对上市公司在市值表现的影响由负面转变为中性，甚至将逐渐转变为正面。股权分置时期，资本市场上大股东和中小股东的利益不一致，这种状况的资本市场实际上成了大股东的“抽血机”，大股东占款、转移资产及利润，掏空上市公司等等恶劣情形屡见不鲜，这极大地打击了广大中小投资者的信心。随着股票全流通的逐步实现，同股同权，大股东和中小股东利益前所未有的空前一致，大股东开始真正关心公司的股价，更有积极性为上市公司注入优质资产和提升上市公司业绩，而不是像过去那样掏空上市公司和转移上市公司利润，其与上市公司的关联方交易能够在二级市场上体现为市值提升，惠及上市公司及其所有股东，此时，关联方交易已不再像以前一样被定义为侵害上市公司的代名词，需用新的视角重新审视关联方交易对上市公司的影响。

股票全流通后，“乘数效应”进一步扩大，能促使控股股东以更积极的态度对待优质资产的注入。如公司市盈率 PE=15 倍，如果控股股东注入项目盈利为 1 元，则二级市场价值按 15 倍体现；如公司市净率 PB=2 倍，控股股东注入资产 1 元，则二级市场价值按 2 倍体现。因此，股票全流通的关联交易对上市公司在市值表现的影响由负面转变为中性，并逐渐转为正面。股权分置时期大股东占款、担保、掏空等渠道反过来几乎有可能成为向上市公司输送利益的渠道。

4. 大股东注资及整体上市有利于减少关联方交易。由于历史遗留原因，上市公司往往和大股东存在着千丝万缕的关联方交易关系，这已成为上市公司经营过程中的一个主要隐患。大股东通过关联方交易占用上市公司资金，置换优质资产等转移利益的情况时有发生。上市公司股票全流通后，在大股东利益和上市公司利益一致的情况下，大股东转移利益的动机将不复存在，此时频繁的关联方交易反而会给上市公司的经营和管理带来诸多不便。大股东为了避免这种情况往往会把关联性的资产全部注入上市公司，以简化上市公司的经营管理过程。这也往往是大股东注入优质资产的主要原因。

股权分置改革后，大股东注入优质资产已经开始空前的活跃和频繁，目前主要形式是通过定向增发注入战略性资产，实现整体上市。与此同时，大股东利益也成为最重要的推动力，资产注入可以保持大股东对上市公司的主导权，是未来利益最大化的有力保障。从目前情况看，注资行为遍布众多行业，其中大股东控股比例较高且拥有大量战略资源。

5. 关联方资金占用问题将得到彻底的解决。关联方占用上市公司资金曾经是我国证券市场的一个突出问题。不过,股权分置改革后,这一历史“顽疾”开始出现转机。证监会 2005 年 4 月 29 日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,为上市公司解决关联方资金占用和违规担保问题提供了良好的契机。同年 11 月 1 日,国务院批转了证监会的《关于提高上市公司质量意见》,就上市公司资金占用和违规担保的问题作出规定,并对清理资金占用问题提出了明确的期限。2006 年 5 月证监会发出通知,要求将清欠工作与股权分置改革紧密结合起来,凡存在资金占用问题的上市公司要结合股权分置改革工作,采取以股抵债为主的有效方式,加快清欠工作进程。可见,股权分置改革在很大程度上推动了关联方资金占用问题的解决。

为了防范前清后欠,监管部门进一步强化了对大股东和实际控制人掏空上市公司行为的责任追究力度。修改后的《公司法》明确了大股东恶意掏空上市公司应承担相应责任的原则,要求对这种行为的大股东应追究其所承担的责任。2006 年年 6 月 28 日,《刑法修正案(六)》颁布实施,明确了对控股股东或实际控制人侵占上市公司利益的刑罚标准,为严惩占资不还者提供了可操作的刑法依据。

二、股票全流通对上市公司关联方交易的消极影响

1. 股票全流通后,连续亏损的上市公司更有动力进行输入型关联方交易。《证券法》规定,如果上市公司连续三年亏损,就由证券交易所暂停其上市交易,半年年报披露后仍亏损者,终止其上市交易。股权分置制度下,股价对非流通股股东的影响很小,退市只表示其失去了再融资的机会。但股票全流通后上市公司一旦退市,大股东不但失去了再融资的机会,而且由于所持股份多,其理论价值损失巨大。为了使连年亏损的上市公司避免被摘牌,大股东会千方百计地通过利益输入型关联方交易来粉饰上市公司业绩。因此,上市公司连续亏损时大股东更有动力进行利益输入型关联方交易。

2. 限售期内,大股东更易于利用关联方交易套现。股权分置改革之前,非流通股不能在证券二级市场上流通,大股东要想侵占中小股东的利益还要通过利益抽取型关联方交易来转移上市公司资源,所费时间长和程序多,风险和成本极大。股票全流通后,大股东套现更加方便,可以直接在二级市场抛售股票套现。在此情况下,大股东可在限售期内,通过关联方交易从上市公司抽取利润,并通过市盈率乘数效应降低持有成本,限售期结束后,反其道而行之或只是停止抽取,便可使上市公司的业绩提升,再伺机套现。

3. 大股东对上市公司的控制演变为大股东运用关联方交易对上市公司和二级市场进行双重控制。股权分置的解决,股东具有共同的利益趋向,大股东的行为会受到二级市场上中小股东的制约,上市公司的非理性行为将受到一定的限制。但股票全流通带来的也有不利的一面,即在后股权分置时代,存在着大股东由原来对上市公司控制变成对上市公司和二级市场双重控制的可能。由于大股东或实际控制人的利益与股价紧密联系在一起,他们更有动机去操纵股价,而非流通股的上市流通形成的大股东持股优势,又使得他们更有能力去操纵市场。因此,尽管与中小股东具有股价这一共同的利益基础,但在缺乏有效的制度约束的情况下,大股东仍然可能为实现自身利益最大化而侵占上市公司资产或中小股东利益。

4. 关联方交易主体发生变化,内部人控制问题加大。股票全流通后上市公司与其集团母公司之间的关联方交易尽管还会存在,但产权改革和股权高度分散引起的内部人控制问题,将使关联方交易的另一重要主体——高层管理者浮现出来。股权分置时代,上市公司与大股东之间的关联方交易规模巨大,引起了人们更多的关注,因而比起大股东控制的关联方交易来说,内部人控制问题形成的关联方交易还没有引起足够的重视。内部人控制问题在我国的表现形式主要有两种,即“股权分散下的内部人控制”和“一股独大下的内部人控制”,前者是由于股权过于分散,小股东受成本的制约没有动力去监督公司经营者而形成的,后者是由于国有股份人格化代表的缺位,使政府任命的经营者实际控制整个公司。股权分置改革后的内部人控制问题,大多为第一种“股权分散下的内部人控制”。当小股东不愿意花成本收集信息来行使对董事会的监督和控制权力时,那些逐渐成为市场投资主体的机构投资者理应成为制约上市公司大股东的主要力量,监督上市公司的经营活动、保护投资者的合法权益。但在目前,我国机构投资者参与公司治理的意识比较薄弱,从交易行为上可以发现,我国机构投资者多为被动和短期参与,以长期投资为持有目的的并不多,机构投资者在市场上的操作更多的是投机行为。在这种情况下,内部人控制问题将会严重化。

5. 关联信息披露受到更大的挑战。股权分置改革后的关联方交易信息披露与透明度可能面临更加严重的挑战。对于关联方交易的信息披露通常有两种思路:一是在会计报表中用公允价值重新计量,即按照不存在关联关系时的市场价格进行调整;二是在会计报表附注中详尽披露关联方交易的信息。目前,对于关联方交易的信息披露比较可行的是在会计报表附注中详细披露关联方交易的信息,应包括关联方关系的信息披露和关联方交易的信息披露。其中,关联方交易信息披露的核心在于关联方交易定价政策的披露,因为判断关联方交易是否公平、合理,是否存在关联方之间利益的转移,都必须根据所披露的关联方交易定价政策加以判定。但公允的价格通常难以获得,这也加大了辨别其公允性的难度。而在已有的关联方披露信息中又存在诸多问题,如未及时披露关联方交易信息、虚假披露关联方交易信息等。股票全流通后,关联方交易的手法和方式将变得更加隐蔽化和复杂化,对关联方交易信息披露进行监管的难度也相应加大。

主要参考文献

1. 冯延超,阮梓坪.全流通时代的关联方交易新变化.财会月刊(理论),2007;1

2. 刘成彦,陈炜.后股权分置时代上市公司大股东交易行为研究.证券市场导报,2006;10

3. 赵洪军.我国上市公司资金占用现状、成因及对策.经济纵横,2006;11