

# 全流通时代的关联方交易新变化

冯延超 阮梓坪

(五邑大学管理学院 广东江门 529020)

**【摘要】** 本文在详细分析全流通时代关联方交易的动机、主体、行为和方式的基础上,对如何有效规制关联方交易提出了建议。

**【关键词】** 全流通 股价 关联方交易 管理层

## 一、关联方交易的动机

股票市场全流通后资本市场的定价功能和市场有效性增强,股价基本上能反映上市公司的实际价值。但是股权的流通和股价的约束并不能消除不公允的关联方交易,在一定条件下,上市公司的控制方更有动机通过关联方交易来实现自身利益最大化。

1. 股价对约束控股大股东关联方交易行为的作用有限。大股东短期内出售所持大部分股份有困难,为了保持其控股地位,也不会轻易抛售所持股份,因此大股东的股权价值是理论上的价值,是还未实现的财富,具有不确定性。大股东自身还具有操纵股价的能力,因此股价的涨跌对控股大股东的的影响较小。

2. 股份全流通使大股东易于套现。股权分置使非流通股不能在股票市场上流通,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,程序多,风险和成本极大。全流通后,大股东可以直接抛售股票套现。因此股份全流通使大股东套现的途径更便利,通过利益输入型关联方交易粉饰财务报告,抬高股价进行套现的动机更强烈。

3. 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。我国《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,其理论价值损失也是巨大的。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。

4. 股份全流通使国有产权改革和管理层股票期权激励机制得以推行,管理层更具有动机进行关联方交易。全流通使国有股份的战略调整、转让易于进行,国有股份将逐步退出部分领域,管理层收购将是其主要形式。此时上市公司管理层为获得收购资金并用最小的成本收购本公司原国有股份,可能会通过关联方交易把上市公司资源转移至私人的收

购平台并做亏上市公司。实行管理层股票期权激励机制可以促使管理层与企业股东目标保持一致,激励管理层努力改善经营管理,但是也可能促使管理层为获得行权条件而运用关联方交易粉饰公司业绩。

## 二、关联方交易的主体

我国的上市公司大多由国有企业剥离部分资产而产生,背后大都有与其同名的集团公司,这样从原材料的采购到产品的销售,从人员到财产都由母公司控制,造成上市公司的独立经营能力较差。因此股改前上市公司关联方交易的主体一般是集团公司及其子公司。全流通后这一现象将会发生改变,这是因为:①通过股改前后的资产重组和对新上市公司的条件限制,上市公司的独立经营能力将有所提高。②全流通后实施国有产权制度改革和股票期权激励制度,使国有企业的管理层拥有更大的自主经营权和控制权。③股改一般采用由非流通股股东向流通股股东送股的对价支付方式,这使得第一大股东所占股权比例有所下降,股权进一步分散。④全流通后国有股份将逐步退出部分领域,部分上市公司的股权将高度分散。由此可见全流通后上市公司与其集团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——公司高层管理者浮现出来。

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而形成的,后者是由于国有股份人格化代表的缺失,使政府任命的经营者实际控制整个公司。因内部人控制问题而形成的关联方交易在我国上市公司早已存在但没被重视,这是由于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,更加引人关注。上市公司的高层管理者控制着公司资源,由于缺乏股东的监督,他们就有可能与上市公司进行高售低购等不平等交易,将上市公司的资源转移至受高层管理者私人控制的公司,侵犯上市公司广大股东的利益。通过不平等的关联方交易从上市公司获取的利益可能会远远大于高层管理者在上市公司工作所获得的薪酬。

因内部人控制问题而形成的关联方交易的主体有以下几种:①高层管理者及与其关系密切的家庭成员以个人名义注册成立的公司。特别是全流通后产权制度改革以管理层收购形式进行时,管理层要设立一个收购平台,高层管理者就可以注册一家由其个人拥有股权的公司,从而将上市公司的资源转移到设立的收购平台,再低价收购上市公司。②高层管理者及与其关系密切的家庭成员参股的上市公司控股子公司。虽然这类公司由上市公司控股,并列入合并财务报表范围,但高层管理者持有剩余的近一半股份,可能会利用关联方交易特别关照此类子公司,侵犯上市公司股东的利益。③与高层管理者关系密切的家庭成员个人。他们可以从上市公司获得利益,如领取薪金,获得劳务报酬等。上述关联方及其交易的隐蔽性和欺骗性很大,外界很难了解相关信息,这将使得全流通后对于此类关联方及其交易的披露和监管问题凸现。

### 三、大股东的关联方交易行为

股权全流通对大股东关联方交易的影响主要表现在四个方面:①如果大股东要通过关联方交易侵占中小股东的利益,则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值,而且市场的有效性越高,股票价格对客观情况的反映也会越充分、及时,这或多或少将约束大股东进行利益抽取型关联方交易的行为。②修改后的《公司法》引入了大股东恶意掏空上市公司适用揭开公司面纱原则,即否认公司有限责任制度,追究大股东的责任;刑法修正案也规定了对通过操纵上市公司进行不正当、不公平的关联方交易等行为,转移上市公司财产,“掏空”上市公司,使公司利益遭受重大损失的责任人员,将受到严厉惩罚,这将使大股东利用关联方交易掏空上市公司的行为受到限制。③股权分置时代有利于流通股股东自我保护的分类表决机制已被取消,中小股东阻止关联方交易的特殊权利将丧失,同时大股东所持股份价值以股价衡量使其有动机进行利益输入型关联方交易。④全流通后大股东可以方便地在二级市场上增持和抛售部分股份,那么为了保证收益最大化,大股东就有动机采取如下关联方交易行为:增持股票之前从公司转移利润,通过市盈率乘数效应放大损失,降低持有成本;而在抛售股票之前向公司输入利润,提高资本利得。

判断关联方交易是否为良性,关键是看交易是否公允合理。然而社会经济活动的复杂多变和相关信息的不对称使外部人很难评判交易是否具有公允性,相关法规也无法对价格的公允性进行明确规定。由于大股东是自利的“经济人”,只要关联方交易对其有利并且转移上市公司资源引起股价下跌的程度低于公司收购而使其丧失控制权的危险程度,即使受到股价变动的约束,大股东仍可打着公允交易的旗号或披着非关联方交易的外衣,根据成本收益原则安排关联方交易。

假设全流通后的股价取决于公司的经营利润,公司的市盈率在关联方交易前后保持不变,且为常数 $E$ ,贴现率为 $I$ ,某一大股东所持股权比例为 $P$ 且因关联方交易引起的股价下跌

不至于影响其大股东地位。大股东为了额外增加股票的价值,每年还要通过关联方交易给上市公司输送利润 $X$ 。要使股价长期维持稳定,理论上大股东应无限期地每年输送利润 $X$ ,其付出成本的现值为 $C=X/I$ ,因利益输送使股票价格提高而获得的收益 $R=X \times P \times E$ ,只要 $C < R$ ,即 $X/I < X \times P \times E$ ,即 $P \times E \times I > 1$ ,大股东就可通过进行利益输入型关联方交易获得额外收益。如果大股东提前出售所持股份,就没必要再进行以后年度的利益输送,其付出的成本将更小。同理,当公司的经营情况较好,大股东可以进行利益抽取型关联方交易,每年从上市公司转移利润 $Y$ ,只要 $Y/I > Y \times P \times E$ ,即 $P \times E \times I < 1$ ,大股东就有利可图。虽然利益抽取型关联方交易会导致大股东股权价值的下降,但这种下降只发生在上市公司向大股东输送利益的时间段,过了这个时间段,大股东仍可操纵股价上涨。可见大股东可以根据市盈率、所持股份比例等情况和成本收益原则来安排关联方交易的方向和数量。

### 四、关联方交易的方式

在股权分置时代,上市公司与其关联方之间的关联方交易方式多种多样,有资产租赁、委托受托经营、费用转移、资金占用以及担保等。全流通后随着经济的发展和金融交易工具的创新,关联方交易方式必将出现新的类型,发生新的变化。

1. 利益输送的隐蔽化。关联方交易日益受到各方的密切关注,监管机构出台的一系列关联方交易会计处理办法及披露规定,使交易目的难以达到,这反映了监管者与被监管者之间的博弈关系。为逃避有关法规的约束,上市公司控制方进行关联方交易时将交易从形式上转变为非关联方之间的交易,通常的手段是通过建立一个桥公司,将一笔业务分拆为两笔业务或与未来的关联方进行交易。尤其是当上市公司的关联方交易主体是管理层及与其关系密切的家庭成员时,由于社会关系的复杂性,外界很难判断交易主体是否为关联方。

2. 大股东和高层管理者占用、挪用上市公司资金及以上上市公司为其贷款提供担保将是全流通后最常见的关联方交易形式。占用、挪用资金和提供担保是股权分置时代的顽疾,近年来受监管机构谴责的上市公司舞弊案件中,涉及资金占用及担保未及时披露的占绝大部分。由于资金占用和担保对公司当期收益的影响较小,担保情况更不会反映在会计报表内,处于信息弱势的中小股东无法了解这些关联方交易的黑幕,对股价的影响不大。全流通后上市公司控制方将易于占用上市公司的现金和为其贷款提供担保。特别是当管理层实施MBO计划时,需要花费巨额资金,更会直接“借用”上市公司资金购买上市公司。

3. 上市公司通过资产重组进行关联方交易将比较普遍。股份全流通使上市公司更易于进行并购重组,当上市公司被并购时,收购方为更好地利用壳资源,将通过一系列的资产重组活动来整合上市公司资源,改变经营业务和战略,促进上市公司的发展,这涉及了大量关联方交易。此外,全流通制度下定向增发股票将成为部分上市公司的重要融资手段,上

# 上市公司融资决策从众行为研究

唐国琼 朱伟

(西南财经大学 成都 610074)

**【摘要】** 本文将Lakonishok、Shleifer和Vishny(1992)的从众行为指标与Filbeck、Gorman和Preece(1996)的变数相结合,构建从众解释变量,并将其代入企业融资的多元线性回归模型,对我国1998~2005年共计4158家沪市上市公司8年的年平均数据进行实证分析,以探讨上市公司融资行为是否具有从众性。

**【关键词】** 从众行为 领导者变量 公司特性变量

上市公司资本结构的决定因素有很多,主要包括公司规模、获利能力、成长性、资产抵押价值、税盾、营运风险、股利政策、短期偿债能力、产业因素等。本文运用行为金融学的一些研究方法对上市公司的融资决策行为进行实证研究,以检测上市公司融资决策行为是否具有从众现象。

## 一、实证研究设计

迄今为止,对从众行为的探讨大多是针对一般投资人或机构投资人的行为。但我们认为,处于新兴资本市场的我国上市公司,特别是公司融资决策者基于名誉的考虑而很有可能跟随其他公司的融资决策,从而产生融资决策的从

众行为。本文拟以负债权益比和权益资产比分别表示负债融资与权益融资的被解释变量,相关的解释变量则包括公司规模、成长机会、获利能力、经营能力、偿债能力、股利政策等,从众变量则参考Lakonishok、Shleifer和Vishny(1992)构建的从众行为指标。

## 五、建议

市公司向关联股东单独增发股票,用以收购关联股东的资产,从而实现资产证券化,这实质上是一种双重关联方交易行为。

股权分置改革消除了阻碍上市公司发展的根本性制度缺陷,修订后的《公司法》也对关联方交易进行了明确的原则性规定,但是针对新的制度环境下关联方交易的变化,我们认为可以采取以下几点措施对关联方交易进行规范:

1. 完善公司治理结构,强化信托责任观念。独立董事可以代表中小股东对控股股东或公司其他关联人士的交易行为进行监督,对关联方交易的公允性发表意见。因此应继续推行独立董事制度,要使每一个上市公司董事会中的独立董事人数至少占一半以上,以对涉嫌不公允的关联方交易进行阻止。然而更为重要的是要培育、强化大股东和职业经理人的职业道德意识,只有建立起重视信托责任的企业文化和社会文化,上市公司控制方在进行关联方交易时才会自觉遵循法律和道德规范,公允地进行交易并予以及时披露。

众行为。

1. chow检验。本文采用的是1998~2005年共4158家沪市上市公司在这8年中的非平衡的面板数据。根据面板数据建模的方法,有随机效应模型、固定效应模型和变异系数模型。根据chow检验结果可知,如果接受固定效应不存在的原假

设,则说明上市公司进行不平等的交易时隐蔽性和危害性更大。

我国现有的关联方交易规制政策主要是针对上市公司与其母公司之间的关联方交易。监管机构应根据我国的实际情况,对涉及高层管理者与上市公司之间的关联方交易的批准制度、排除制度、撤消制度、达到什么数额必须披露、什么要事先披露、什么要事后披露等做出明确完善的规定,并加强对此类关联方交易的监管。

2. 对大股东的增持或减持股票、定向增发股票等做出具体的严格规定,加强监管,严厉惩处违规者。全流通后大股东行为将直接影响股价。为了防止大股东利用虚增利润而套现,或在抽空上市公司后低价增持股票,以及在定向增发股票前人为压低股价,降低大股东的持股成本,从而的低价向关联股东定向发行股份,损害中小股东利益,监管机构应对大股东在二级市场上的股票交易行为进行规范,对定向增发过程中拟注入上市公司资产的真实质量状况及资产定价的公平性、公允性等应当严加监管,对违反规定者要从重处罚。

## 主要参考文献

1. 吴晓求.股权分置改革再造资本市场.证券导刊,2006;1
2. 杨有红.股权分置改革后财务管理的变化.新理财,2005;10
3. 付锦峰.股权分置试点对上市公司高管行为的影响.企业活力,2005;6