再融资前后关联方交易对上市公司绩效的影响

方相珺

（南京师范大学商学院　南京　210046）

【摘要】本文以2009年发生增发和配股的122家上市公司为样本，实证检验了2008～2010年间再融资前后关联方交易对公司绩效产生的影响。检验结果显示，经营型关联方交易对上市公司融资前后绩效产生非显著的正影响作用，而担保型关联方交易在融资前主要表现为对于上市公司的“支持”作用，但融资后则表现为一种显著的“掏空”作用。对此，监管部门应该相机抉择，并对融资前后的关联方交易区别监管。

【关键词】经营型关联方交易　担保型关联方交易　公司绩效　再融资

关联方交易是指具有一定关联性关系的经济个体之间的交易行为，作为一种中性的经济行为，关联方交易克服了市场和企业内部两种组织形式各自所存在的不足。但由于在关联方交易中交易一方往往对另一方具有较大的控制力和影响力，当前对关联方交易普遍存在较为负面的市场反应，容易将关联方交易与上市公司控股股东掏空上市公司、攫取资产与收益的行为相联系。本文从上市公司再融资角度出发，研究上市公司融资前后关联方交易对公司绩效所产生的影响并分析其原因，并提出对策建议。

一、文献回顾与假设提出

关联方交易是上市公司重大决策行动，其必然会受控股股东的影响，控股股东不同的利益诉求可能会对上市公司产生不同的影响，在以往的研究中主要分以下两个视角进行：

1. 关联方交易对上市公司的“支持”效应研究。Friedman等（2003）首次提出关联方交易一定程度上也会对公司价值产生一定的支持效应。Michael Ryngaert等（2007）指出关联方交易可能有利于双方签订相对完善的合约，有效地缓解交易双方的信息不对称，便于合作中的信息反馈。并且，与董事会成员相关的关联方合作，保证了投资的顺利实现和避免了资金无法到位的问题。Michele Pizzo（2011）指出在一些发展中国家存在着信息披露不完善、代理成本和市场不完善等问题，因此关联方交易作为一种内源化的交易形式可以提供更为有效的资本支持，更易产生规模经济，且使交易更富于效率，也为交易双方提供更多的交易机会。柳建华（2008）、徐向艺等（2010）也指出我国证券市场的“明线规则”管制使得当上市公司面临“ST/PT”危机或增发配股需要时控股股东会有意帮助上市公司。当一部分上市公司并未达到证监会对净资产收益等要求但又迫切寻求资金的支持时，控股股东可能会凭借自身力量或者其控制的关联方企业对上市公司进行利益输送。因此本文提出假设1：在上市公司再融资前，关联方交易规模将与上市公司绩效呈正相关关系。

2. 关联方交易对上市公司的“掏空”效应研究。Jensen和Meckling（1978）分析了现金收益权在抑制控股股东“掏空”行为中所起到的作用。Peng（2006）研究了上市公司的财务状况对其发生的关联方交易产生不同的公告反应，结果显示如果上市公司财务状况较好，关联公告的市场反应一般为负，表明了投资者对于关联方交易负的隧道效应的担忧，反之亦然。宋力等（2009）指出对外担保活动暂时不会对上市公司的现金流产生变化，不会引起监管部门的注意，因此关联担保会成为控股股东掠夺上市公司资源的主要手段之一。陆正华（2011）研究上市公司不同交易对象的关联担保结果显示控股股东均从中获取了隐形收益，上市公司的关联担保偏好主要是基于对资金的侵占。当上市公司成功募集资金后，控股股东将停止其利益输送对上市公司的“支持”行为，甚至会利用其控制权谋求私利，再次运用关联方交易的形式攫取上市公司的资金与收益。因此本文提出假设2：在上市公司成功募得资金后，关联方交易规模将与上市公司绩效呈负相关关系。

二、研究设计

1. 样本选择和数据说明。本文以2009年发生增发和配股的142家上市公司为初始样本，筛选了2008～2010年度的会计数据，剔除了金融行业、融资前后年份ST的上市公司样本以及数据不全的样本，最后得到有效样本数为122个。本文研究数据来源于万德数据库。

2. 变量选取。本文选取总资产收益作为被解释变量。任何上市公司的经营绩效都会受到整个行业的宏观经济因素的冲击，因此本文对ROA进行了行业性调整，即通过将上市公司的总资产收益率减去同期同行业中其余上市公司总资产收益的均值获得，$ROA_{adj}=ROA_t-\overline{ROA}$。

我们将关联方交易分为经营型关联方交易和担保型关联方交易。其中经营型关联方交易包括关联购买和关联销售，担保型关联方交易包括上市公司的关联担保行为。本文通过将购买和销售类关联交易额分别除以当期主营业务成本和主营业务收入的方式来衡量经营型关联方交易的规模，用关联担保除以当期期末总资产来衡量担保型关联方交易规模。

公司治理将直接影响到公司的经营决策和执行，因此作为公司经营决策重要项目之一的关联方交易也必然会受到公司治理因素的影响。其中股权结构在公司治理中的关键因素是股权集中度、股权制衡度和股权性质。本文用第一大股东的持股比例 TOP1 来表示上市公司的股权集中度；运用 Herfindahl_3 来表示前三大股东中第 2、3 位股东对于第一大股东的制衡能力；用虚拟变量 STATE 来表示控股股东属性，用 STATE=1 表示国有上市公司，用 STATE=0 表示非国有上市公司。在公司内部治理中，独立董事制度是否有效也会直接影响上市公司非公允关联方交易行为。

在影响公司经营绩效的诸多因素中，行业、公司规模以及该上市公司的资产结构都会对上市公司的绩效产生差异性的影响，因此对这些因素加以控制。本文以总资产额取自然对数来度量上市公司的规模，以负债资产比来衡量上市公司的资产结构，同时按照证监会对行业的划分将样本中涉及的 10 个行业的上市公司分为 9 类。

3. *研究方法和模型*。本文运用 OLS 截面回归来分析再融资上市公司绩效与关联方交易规模之间的关系，模型如下：

$$ROA_{aj}=c+\beta_1\sum_{i=1}^{3}RPT_i+\beta_2TOP1+\beta_3STATE+\beta_4CR+\beta_5INDE+\beta_6SIZE+\beta_7LEV+\beta_8\sum_{i=1}^{9}INDUS$$

其中：ROA_{aj} 表示经过行业调整后的总资产收益率；RPT_i 分别分为 RPTbuy 关联购买、RPTsale 关联销售和 RPTguar 关联担保；TOP1 表示控股股东的持股比例，代表股权集中度；STATE 表示股权属性；CR 表示股权制衡度；INDE 表示独立董事所占董事会的比例；SIZE 表示上市公司规模；LEV 表示上市公司财务杠杆比例；INDUS 为行业虚拟变量，控制行业间的差异性。

三、实证检验与结果分析

1. *描述性分析*。对样本进行描述性统计，相关结果见表 1。表 1 表示 2008～2010 年各上市公司行业调整后的 ROA 均值，在 Y(−1)期间即上市公司融资前一年的公司绩效平均优于其余非再融资上市公司(mean=0.034)，但当 2009 年上市公司通过增发或者配股的方式再融资后，公司绩效相较于同业其余公司并未显示出持续的优异业绩，相反公司业绩平均而言劣于其余非再融资上市公司(Mean=−0.037)。这一差距在发生再融资之后的一年里继续拉大，表现为 Y(+1)的 ROA 均值=−0.065 6。再融资的上市公司在融资前一年会显现出较为优异的公司绩效水平，但这种优异的绩效表现在融资后的相继年份中会逐渐消失，在融资前后表现出显著的绩效差异。

表 1　上市公司再融资前后的绩效分析(ROA)

年份	Mean (T−Stistic)	Maximum	Minimum	Standard Deviation
Y(−1)	0.034 0**	0.536 4	−0.221 8	0.142 0
Y(0)	−0.037 3***	0.113 7	−0.123 9	0.038 0
Y(+1)	−0.065 6***	0.118 4	−0.219 5	0.042 7

再将样本根据上市公司 2008 年关联方交易发生额按从少到多的顺序分为四组(Q1，Q2，Q3，Q4)，由表 2 数据发现，在融资前一年关联方交易规模较大的上市公司拥有较好的公司业绩，Q4 中平均 ROA_{aj}=6.6%。相反关联方交易发生额较少的上司公司的经营绩效相对较差，Q1 中平均 ROA_{aj}=4.88%。但是 Q3、Q4 中在融资前发生较大的关联方交易发生额的上市公司融资后，公司绩效明显下降，Q4 中的上市公司在 Y(+1)期的平均 ROA_{aj}=4.23%，较 Y(−1)期的公司绩效平均下降了近 36%。

表 2　再融资前后公司绩效(按关联方交易发生额分类)

	检验	Y(−1)	Y(0)	Y(+1)
Q1	Mean(T−Statistic)	4.88%***	3.86%***	3.82%***
Q2	Mean(T−Statistic)	4.15%***	3.69%***	3.14%**
Q3	Mean(T−Statistic)	5.61%***	5.39%**	4.51%**
Q4	Mean(T−Statistic)	6.60%**	5.61%***	4.23%**

可见，当上市公司资金链收紧具有融资需要的时候，为了迫使尚未达到融资资格的上市公司成功募集到资金，会通过与关联方进行经营性或非经营性的关联方交易提升上市公司的公司绩效。但是这种未从本质上改善上市公司经营绩效的方式会使上市公司在成功融入资金后出现经营业绩明显下降的奇怪现象。

2. *实证结果及分析*。本文模型回归结果见表 3：

表 3　关联方交易规模与公司绩效统计回归分析

		ROA_{aj}		
		Y(−1)	Y(0)	Y(+1)
	C	0.060 9	0.048 2	−0.09 6
关联方交易变量	RPT_{buy}	0.019 8	0.053 5**	0.007 8
	RPT_{sale}	0.000 6	0.006 9	0.001 7
	RPT_{guar}	0.050 8*	−0.046 0**	−0.033 0*
公司治理变量	TOP1	0.169 0	0.198 6	0.232 2**
	STATE	−0.019 1*	−0.016 7**	−0.006 4
	CR	−0.149 2	−0.006 9	−0.195 8*
	INDE	−0.252 5**	−0.020 1	−0.082 5
控制变量	SIZE	0.012 9	0.003 6	0.010 8
	LEV	−0.189 4***	−0.000 1**	−0.091 2***
	INDUS			
R^2		18.4%	16.7%	22.5%
Adjusted R^2		6.5%	2.7%	9.9%
T−Statistic		4.56	1.195	3.95

Y(−1)到 Y(+1)所发生的关联购买和关联销售行为都与公司绩效呈非显著正相关关系。上市公司在融资前一年普遍会与关联方之间发生大量的关联购销行为，主要是通过低价买入原料高价售出产品等方式人为提高上市公司绩效水平以满足证监会对于公司股权融资资格的审查，因此在 Y(−1)年度上市公司与关联方之间进行的关联方交易普遍同上市公司绩效呈正相关关系。但这种正相关关系并不显著，这是由于我国上市公司多为国有企业改制而成，与原集团企业存在固有联系，彼此间也形成了较为稳定的供销关系。但此类交易在上

制造业上市公司国内外并购绩效的比较研究

王雅楠　孙养学(教授)

(西北农林科技大学经济管理学院　陕西咸阳　712100)

【摘要】为了评价制造业进行上市公司国内外并购及国内并购的绩效,本文选取34家A股上市公司的国内外并购样本,选取包括财务和非财务指标在内的7个指标进行因子分析,研究结果表明:制造业的总体并购绩效较好,基于前两个因子比较来看,国内并购绩效要高于国外并购绩效,但基于国外市场因子来看则上市公司国内外并购绩效较高。

【关键词】并购绩效　国外并购　国内并购　因子分析

据资料统计,2008年中国并购交易额飙升至历史新高,达到2 520亿美元,同比增长38%,其中,跨境并购交易更创下历史最高纪录,达到784亿美元,同比增长51.1%,2009年中国并购市场共完成294起并购交易,交易总金额达331.47亿美元,发生国外并购38起,同比增长26.7%。

制造业作为中国经济发展的支柱产业,也是并购活动中最为活跃的行业,许多企业已经通过并购之路成功整合产业链,提高竞争力,然而制造业的跨国并购目前还处于初步发展阶段,并购绩效较差。本文将就制造业国外并购与国内并购绩效作比较分析。

一、并购动因

关于企业并购动因,目前主流观点有协同效应假说和垄断利润假说。

协同效应假说:Weston(2001)提出的协同效应理论认为,公司并购对整个社会而言是有益的,这主要通过协同效应体现在效率的改进上。并购的协同效应主要体现在经营协同效应、财务协同效应、管理协同效应等方面。该假说主要为企业间的横向并购提供了理论基础。

垄断利润假说:Stigler(1950)认为公司并购可以增强对市场的控制力,形成垄断。张玉珍(2004)利用博弈论建立了核心

市公司整体产销量上并未占很大比重,也不会因上市公司有融资需要产生剧烈的数量变化,所以此类关联方交易对上市公司的影响较为平稳,对绩效影响也不太显著。在Y(-1)期的关联担保规模对公司绩效影响系数为0.050 8,在5%的水平上显著,这个时期所发生的关联担保大部分是由控股股东或集团企业向上市公司提供担保,此类担保缓解了上市公司资金需求,促进了公司绩效提升。从2009年、2010年回归系数来看,特别是关联担保行为不再对上市公司绩效产生正向影响,回归系数为-0.046、-0.033,在5%和10%的水平上显著,说明上市公司的关联担保行为逐渐转变为控股股东转移利润的一种方式,开始对公司整体绩效产生不利影响。

四、结论及建议

研究结论:①在我国证券市场上,融资前关联方交易发生规模较大的上市公司其公司绩效相较同行业未参与再融资的公司表现更优。②上市公司筹资后,控股股东会相继停止对其利益输送甚至会通过关联方交易对公司资金进行"掏空",因此在融资前关联方交易发生规模越大的上市公司,融资后企业绩效下滑的幅度越大。③不同的关联方交易类型对公司绩效产生不同的影响,关联购销行为对公司绩效普遍产生非显著的正影响作用,而关联担保行为在上市公司融资前表现为对上市公司的一种促进作用,但在公司成功筹集资金后变成了关联方攫取资源的手段,对公司绩效产生消极影响。

基于以上结论,笔者建议:首先上市公司应从整体上提高公司整体治理水平。上市公司应当进一步完善公司内部治理结构,引入机构投资者,使股权结构更加多元化,同时还应该进一步核实独立董事的职责,实施关联方交易问责机制。其次,应规范上市公司关联方交易信息披露机制,对上市公司同关联方之间的交易价格进行明确而详细的披露,避免出现与市场价格产生较大出入的不合理的交易行为。最后,应加强银行对于整个关联方交易特别是关联担保类交易的外部监督。从银行本身风险控制的要求出发,监管部门应该对整个关联担保行为进行必要的事前与事后的监督和评估,从上市公司的担保能力以及关联企业的偿债能力进行综合考量,相机抉择、区别监管,防范非公允的关联方交易行为。

主要参考文献

1. Jensen, M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 1976

2. 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.会计研究,2004;12

3. 宋力,孙宏鑫.上市公司财务特征与关联担保研究.沈阳工业大学学报(社会科学版),2009;1

4. 徐向艺,陈振华,李治国.中国上市公司关联交易生成机制及规范治理研究.北京:经济科学出版社,2010