

# 上市公司关联方交易 影响盈余质量的实证分析

何彦(副教授)

(常州纺织服装职业技术学院经贸系 江苏常州 213164)

**【摘要】** 本文利用我国沪深两市A股上市公司2009~2011年的数据,以CCER数据库对关联方交易的分类为依据,通过借鉴国内外成熟的研究结果,构建以盈余质量反应系数为基础的理论分析模型。运用该模型就我国上市公司关联方交易对盈余质量的影响进行实证研究,揭示出关联方资产租赁和关联方担保与抵押对盈余质量影响的规律,并提出有关建议。

**【关键词】** 上市公司 关联方交易 盈余质量 证券市场

## 一、引言

根据有关文献的研究结果,我国上市公司的盈余管理手段主要有两大类:一是打“擦边球”,钻法律法规和会计准则的空子;二是通过操纵经营活动来达到避税、扭亏、增发新股等目的。但是随着我国相关法律法规和会计准则的不断完善,上市公司想利用会计政策的选择来操控盈余的空间越来越小,因此它们只能通过操控经营活动来进行盈余管理。而关联方交易具有复杂性和隐蔽性等特征,仅CCER规定的关联方交易种类就高达28种,且每一种对盈余质量的影响又各不相同。因此,关联方交易越来越受到上市公司的“青睐”。

关联方交易随着证券市场的发展日益多样化和经常性。根据对上市公司年报的统计,2009~2011年三年中,我国上市公司中总共发生了63 800次关联方交易,累计金额1 197 061亿元。其中:2009年发生了26 086次关联方交易,累计金额105 629亿元;2010年发生了17 051次关联方交易,累计金额1 062 247亿元;2011年发生了20 663次关联方交易,累计金额29 185亿元。

## 二、关联方交易和盈余质量的理论分析

### (一) 关联方交易的理论分析

1. 交易费用理论。交易费用理论认为,企业是市场的主体之一,市场对资源配置起决定性作用,工具就是价格机制。对于企业内部而言,其行政手段是内部资源配置的基本手段。企业可以在内部组织链条上寻找市场,也可以通过宏观市场来进行交易,关键点在于交易费用。交易费用理论还认为,交易是研究经济活动的基本单位,康芒斯在《制度经济学》一书中指出,交易分为三种类型:一是市场交易,即交易的主体以市场为载体进行交易;二是管理

交易,即处于同一组织、同一集团中的其他单位之间通过上下级关系作为纽带进行交易;三是配额交易,即政府与市场其他交易主体的交易。以市场经济为主体国家的交易类型主要是市场交易,交易的媒介物是无形的市场,而市场对资源的有效配置与交易费用有密切的关系。

2. 委托代理理论。委托代理理论认为,现代企业的两权(所有权和经营权)分化是构成委托代理理论的基础。受托人和委托人通过委托代理合同确定委托代理关系,这种委托代理关系的续存是以受托人能长久持续地为委托人带来效益,实现他们的预期目的为依存的。受托人(公司高管人员)为了获得更高的薪酬,必然要使公司每年的会计盈余符合预期盈余。当本期盈余难以达到预期盈余时,受托人会利用职位优势操控企业经营活动进行盈余管理,使得最终的报表盈余符合预期盈余。而当上市公司当期盈余超过预期盈余或者高管通过其他途径可以获得比正常报酬更好的利益时,就会发生管理层“寻租”行为,这符合自身利益最大化的追求,也符合理性“经济人”假设。而当公司股权分散或者短期投资者较多时,公司股东往往难以形成一致决定对管理层进行有效的监督,这也为管理层的“寻租”行为提供了滋生的土壤。

### (二) 盈余质量的基本理论

1. 盈余质量的含义。盈余质量是指会计盈余对会计信息使用者决策的相关性,即会计盈余反映企业未来现金净流量的程度。一般可以从两方面分析盈余质量:①审查上市公司是否遵循了会计准则来记录公司业务,目前很多上市公司为了达到避税、避免ST、配股等目的,把本来是当期确认的收入、费用提前或者推后计入到其他会计期间,导致本期的会计报告盈余失真。②审查上市公司

是否存在通过操控经营活动来进行盈余管理的行为。随着我国会计准则逐步完善,上市公司进行盈余管理的空间越来越小,于是高管便采取牺牲上市公司未来盈余能力的办法来满足当期报告盈余的需要。

2. 盈余质量的衡量方法。目前比较认可的盈余质量评价方法是基于股票市场对于盈余质量的反应程度来得出盈余质量反应系数(ERC),以此来评价公司盈余质量。从上述盈余质量的含义中得知,盈余质量高的公司,投资者能够比较好地预测公司未来的经营业绩,而投资者预测公司未来的经营业绩主要看公司股票的市场表现,因此从股票市场公司的股价角度来分析公司的盈余质量是比较合理的。鉴于此,本文采用了盈余质量反应系数来评价公司的盈余质量,盈余质量模型为:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{i,t} / P_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 Q_{i,t-1} + \beta_4 RDA_{i,t-1} + \beta_5 BEAT_{i,t-1}$$

此模型以  $R_{i,t}$  (t+1 期四月份的收盘价/t 期四月份的收盘价) 为因变量,以  $EPS_{i,t} / P_{i,t-1}$  为自变量,同时以资产规模等为控制变量进行回归分析,得出系数。如果系数显著为正,则说明投资者认可公司的盈余质量;如果显著为负,则说明投资者认为公司的盈余质量不高。

### 三、实证分析

#### (一) 假设提出

上市公司与关联方之间的资产租赁是关联方交易中的一种重要类型,根据对 2009~2011 年上市公司年报数据统计,发生过上市公司租赁代理方资产(1051)和关联方租赁上市公司资产(1052)的家数分别是 579(家)和 436(家)。资产租赁分为融资性租赁和经营性租赁,无论是何种租赁形式,其前提均要求资产所有权方提前支付购买资产的价款,所以在一定金额上的租赁可以为租赁方带来收益。但是当经常性发生资产租赁则会过度占用资产所有权方的现金、损害资产所有权方长期盈利能力、影响其盈余质量。基于此,本文提出假设一:关联方之间的资产租赁在一定程度上可以提高企业的盈余质量,当超过临界点时则会降低企业的盈余质量,即关联方之间的资产租赁与盈余质量呈倒 U 型关系。

从关联方交易发展的过程来看,2001 年以前是以资产置换为主,在 2002 年以后关联方之间的相互担保迅速增加。2009~2011 年,上市公司向关联方提供担保与抵押(1071)和关联方向上市公司提供担保与抵押(1072)的家数分别是 450(家)和 870(家)。其实,担保的本质就是一种隐性债务,被担保方一旦难以履行偿债义务时,担保方就得代替被担保方履行偿债义务,这增加了担保方的财务风险。基于此,本文提出假设二:上市公司向关联方提供担保会降低公司盈余质量;关联方向上市公司提供担保,在一定程度上能提高盈余质量,当超过临界点时会降低

盈余质量,两者呈倒 U 型关系。

#### (二) 样本选取和指标设计

1. 样本选取。本文选取 2009~2011 年我国沪深两市的上市公司作为研究样本,关联方交易数据来自于北京色诺芬信息有限公司 CCER 数据库,并且在此基础上剔除了金融业上市公司以及三个年度内财务数据不全的上市公司。经过整理最终得到 22 个行业(按照 CSRC 的行业分类)的样本为 5 683 个(含年度重复计算)。

本文采用的统计软件和数据处理软件为 SPSS17.0 和 Excel,其中数据的处理选用了 Excel,回归分析以及数据的描述分析选用了 SPSS17.0 软件。

2. 指标选取。本文所用到的各变量如表 1 所示:

变量代码	变量定义
$R_{i,t}$	公司 i 在 t 期间的市场回报,即:t+1 年的 4 月末的收盘价除以 t 年 4 月末的收盘价。
$EPS_{i,t}$	公司 i 在 t 期间的每股净利润
$P_{i,t-1}$	公司 i 在 t 期间 4 月末调整后的收盘价
$SIZE_{i,t-1}$	公司 i 在 t-1 期间的资产规模,取总资产的自然对数
$Q_{i,t-1}$	公司 i 在 t-1 期间的托宾 Q 值,即:Q=总市值/总资产账面价值
$RDA_{i,t-1}$	公司 i 在 t-1 期间的资产负债率
$BETA_{i,t-1}$	公司 i 在 t-1 期间的贝塔系数
RT	关联方交易比例

3. 模型构建。本文的研究模型建立在盈余质量反应系数的基础上,并根据需要增加了公司规模、资产负债率、托宾 Q 值、贝塔系数作为控制变量。研究模型如下:

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{i,t} / P_{i,t-1} + \beta_2 EPS_{i,t} / P_{i,t-1} \times RT + \beta_3 EPS_{i,t} / P_{i,t-1} \times RT^2 + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 Q_{i,t-1} + \beta_6 RDA_{i,t-1} + \beta_7 BEAT_{i,t-1}$$

根据前面假设,如果  $\beta_1$  显著为正,则说明会计盈余 E 与市场回报 R 之间显著正相关,即会计盈余存在一定价值相关性。如果  $\beta_2$  显著为负,则说明随着关联方比例的增加,降低了盈余质量。如果  $\beta_3$  显著为正或为负,则说明关联方交易与盈余质量之间的系数是一个一元二次方程,关联方交易的发生对盈余质量的影响存在一个临界点,超过这个临界点就会有截然不同的影响。

#### (三) 描述性分析

1. 关联方之间租赁资产和上市公司作为收支的其他关联方交易的描述性分析。

由表 2、表 3 可知,在 2009~2011 年中,上市公司租赁代理方资产(1051)、关联方租赁上市公司资产(1052)分别是 579、436。从中看出,关联方之间资产租赁是比较常见的一种关联交易方式,特别是随着轻资产理论的进一步完善,这有可能成为一种主要交易方式。

**表 2 上市公司租赁关联方资产的描述统计**

	N	极小值	极大值	均值	标准差
RT	579	-0.0013	60.905 4	0.058 899	1.284 606 6
$R_{i,t}$	579	0.000 0	10.263 2	1.090 749	0.633 921 0
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$	579	-0.335 3	0.568 0	0.026 021	0.050 959 3
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT$	579	-0.007 4	1.045 9	0.001 944	0.043 478 3
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT^2$	579	-0.000 5	32.322 9	0.055 864	1.343 294 4
$SIZE_{i,t-1}$	579	16.694 3	26.465 6	21.828 143	1.330 173 3
$RDA_{i,t-1}$	579	1.8299	262.690 0	50.736 811	23.986 016 6
$Q_{i,t-1}$	579	0.3778	39.028 2	1.769 370	1.885 708 2
$BETA_{i,t-1}$	579	-298	21	-0.48	12.661

**表 3 关联方租赁上市公司资产的描述统计**

	N	极小值	极大值	均值	标准差
RT	436	0.000 0	0.168 8	0.005 525	0.020 104 5
$R_{i,t}$	436	0.000 0	5.950 7	1.047 418	0.561 735 0
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$	436	-0.623 6	0.145 1	0.019 530	0.045 621 0
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT$	436	-0.009 8	0.014 4	0.000 094	0.001 160 4
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT^2$	436	-0.001 2	0.057 1	0.000 141	0.002 738 0
$SIZE_{i,t-1}$	436	-9.210 3	26.027 3	21.650 784	1.904 989 9
$RDA_{i,t-1}$	436	-97.000 0	329.510 0	51.307 302	28.858 701 9
$Q_{i,t-1}$	436	-97.000 0	13.511 2	1.644 273	4.924 694 0
$BETA_{i,t-1}$	436	-169	17	-0.47	8.409

2. 关联方之间提供担保和抵押的描述性分析。表 4、表 5 分别列示了上市公司向关联方提供担保和抵押的描述性统计及关联方向上市公司提供担保和抵押的描述性统计,从中可以看出,关联方向上市公司提供担保(1072)的均值 0.422 7 比上市公司向关联方提供担保(1071)的均值 0.202 7 高,说明关联方向上市公司提供担保发生频率高于上市公司向关联方提供担保的频率。

**表 4 上市公司向关联方提供担保和抵押的描述统计**

	N	极小值	极大值	均值	标准差
RT	450	-1.746 9	11.115 8	0.202 724	0.596 664 9
$R_{i,t}$	450	0.0000	3.659 3	1.037 956	0.518 788 2
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$	450	-0.3363	0.253 5	0.018 217	0.045 223 8
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT$	450	-2.920 1	0.073 2	-0.004 944	0.139 315 9
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT^2$	450	-32.459 8	0.079 8	-0.074 684	1.530 877 8
$SIZE_{i,t-1}$	450	16.694 3	26.465 6	21.854 768	1.259 789 7
$RDA_{i,t-1}$	450	1.829 9	97.404 6	54.083 659	17.941 256 0
$Q_{i,t-1}$	450	0.693 7	39.028 2	1.821 845	2.020 099 1
$BETA_{i,t-1}$	450	-39	12	-0.14	2.100

**表 5 关联方向上市公司提供担保和抵押的描述统计**

	N	极小值	极大值	均值	标准差
RT	870	-30.760 7	21.025 0	0.422 683	1.685 199 5
$R_{i,t}$	870	0.000 0	4.100 0	1.082 058	0.536 562 9
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$	870	-0.933 5	0.423 6	0.017 029	0.058 431 4
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT$	870	-1.294 3	2.549 9	0.005 737	0.121 963 1
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT^2$	870	-78.438 2	14.735 1	-0.080 926	2.760 908 5
$SIZE_{i,t-1}$	870	-9.210 3	26.465 6	21.550 541	1.589 705 6
$RDA_{i,t-1}$	870	-97.000 0	1 362.910 0	58.574 709	53.665 726 8
$Q_{i,t-1}$	870	-97.000 0	190.755 2	1.864 860	7.406 883 8
$BETA_{i,t-1}$	870	-169	67	-0.16	6.708

**(四) 回归结果**

本文分别对以上所提出的两个假设进行了回归分析,结果如下:

1. 对假设一的检验。由表 6、表 7 可知,1051 的系数是 RT 的一元二次方程: $0.217+10.769 \times RT-19.534 \times RT^2$ ,说明对于上市公司租赁关联方资产的情况在一定程度上随着关联方比例的提高,其盈余质量会上升,但是当超过临界点时,其盈余质量会下降。通过计算得出,其顶点是  $RT=27.57\%$ 。1052 的系数也是 RT 的一元二次方程: $1.770+15.112 \times RT-0.491 \times RT^2$ ,也呈倒 U 型关系,其顶点是  $RT=15.38\%$ ,当  $RT < 15.38\%$  时,随着关联方比例的上升,盈余质量会提高;当  $RT > 15.38\%$  时,随着关联方比例的上升,盈余质量会下降。当上市公司向关联方租赁资产且金额和频率都比较小时,市场会认同这种做法,这对上市公司的盈余质量是有利的。而当金额过大且经常发生时,市场则会怀疑公司存在财务困境或者存在向关联方企业输送利益的嫌疑。而当上市公司租赁资产给关联方时市场也会有类似的反应。因此假设一得到验证。

**表 6 上市公司租赁代理方资产(1 051)的系数**

模型	B	标准误差	t	Sig.
(常量)	4.081	0.036	9.359	0.000
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$	0.217	0.016	3.434	0.001
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT$	10.769	0.031	2.758	0.009
$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} \times RT^2$	-19.534	0.045	-2.761	0.017
$SIZE_{i,t-1}$	-0.136	0.020	-6.846	0.000
$RDA_{i,t-1}$	0.000	0.001	0.384	0.701
$Q_{i,t-1}$	-0.054	0.014	-3.835	0.000
$BETA_{i,t-1}$	0.002	0.002	0.969	0.333
$R^2$	0.99			
调整 $R^2$	0.88			
F 值	8.938***			

注:\*\*\*表示统计值在 1% 的水平上显著,下同。

表 7 关联方租赁上市公司资产(1 052)的系数

模型	B	标准误差	t	Sig.
(常量)	2.122	0.020	5.053	0.000
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub>	1.770	0.025	2.347	0.059
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub> ×RT	15.112	0.432	2.733	0.034
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub> ×RT <sup>2</sup>	-0.491	0.711	-2.012	0.045
SIZE <sub>i,t-1</sub>	-0.057	0.020	-2.811	0.005
RDA <sub>i,t-1</sub>	0.003	0.001	2.712	0.007
Q <sub>i,t-1</sub>	0.006	0.008	0.827	0.409
BETA <sub>i,t-1</sub>	0.004	0.003	1.417	0.157
R <sup>2</sup>	0.76			
调整R <sup>2</sup>	0.71			
F值	2.959***			

2. 对假设二的检验。表8、表9分别列示了上市公司向关联方提供担保和抵押(1071)的系数及关联方向上市公司提供担保和抵押(1072)的系数,从中可以看出,1071的系数是RT的一元一次方程:0.991-1.905×RT,二次项系数不显著。这说明上市公司向关联方提供担保或者抵押实际上增加了上市公司的负债和财务风险。从回归结果来看,EPS<sub>i,t</sub>/P<sub>i,t-1</sub>的系数为正,表明其会计盈余具有正向相关性,但是随着关联比例的上升,其会计盈余质量会下降,这验证了本文的假设二。

1072的系数是RT的一元二次方程:0.338+0.019×RT-0.006×RT<sup>2</sup>,二次项系数在10%的水平上显著,且当RT=1.58%时,一元二次式达到坡峰,此时1072的系数为0.338 3。这表明在关联方企业向上市公司提供担保或者抵押的初始阶段,报表使用者还是比较认可的。但是,随着提供担保或者抵押的比例不断增加,公司盈余的不确定性在增大,证券市场的反应增加了担心。经验证明,上市公司过多地依靠关联方提供担保或者抵押,是因为上市公司与关联方企业之间达成了一种“合谋”,试图实现上市公司和关联方企业的“双赢”。

表 8 上市公司向关联方提供担保和抵押(1 071)的系数

模型	B	标准误差	t	Sig.
(常量)	4.240	0.455	9.323	0.000
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub>	0.991	0.613	2.618	0.006
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub> ×RT	-1.905	1.470	-2.296	0.046
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub> ×RT <sup>2</sup>	0.169	0.132	1.288	0.198
SIZE <sub>i,t-1</sub>	-0.152	0.021	-7.157	0.000
RDA <sub>i,t-1</sub>	0.004	0.001	2.690	0.007
Q <sub>i,t-1</sub>	-0.048	0.012	-3.881	0.000
BETA <sub>i,t-1</sub>	0.026	0.011	2.351	0.019
R <sup>2</sup>	0.528			
调整R <sup>2</sup>	0.544			
F值	9.230***			

表 9 关联方向上市公司提供担保和抵押(1 072)的系数

模型	B	标准误差	t	Sig.
(常量)	2.216	0.250	8.862	0.000
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub>	0.338	0.312	2.084	0.069
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub> ×RT	0.019	0.179	2.105	0.076
EPS <sub>i,t</sub> /P <sub>i,t-1</sub> ×RT <sup>2</sup>	-0.006	0.008	-2.798	0.025
SIZE <sub>i,t-1</sub>	-0.056	0.011	-4.979	0.000
RDA <sub>i,t-1</sub>	0.001	0.001	2.670	0.008
Q <sub>i,t-1</sub>	0.005	0.004	1.290	0.197
BETA <sub>i,t-1</sub>	0.005	0.003	1.979	0.048
R <sup>2</sup>	0.69			
调整R <sup>2</sup>	0.62			
F值	9.197***			

#### 四、小结

本文选取我国上市公司2009~2011年三年的财务数据,分别对关联方之间租赁资产和关联方之间提供担保对盈余质量的影响进行了回归分析,得出如下结论:

1. 上市公司向关联方租赁资产和关联方向上市公司租赁资产虽然与公司盈余质量都呈现倒U型关系,但是两者对盈余质量的影响程度和范围是不一致的。其中上市公司向关联方租赁资产在RT=27.57%达到临界点,当RT<27.57%时,随着关联比例的升高,关联方交易能提高公司盈余质量;当RT>27.57%时,随着关联方比例的升高则会降低公司盈余质量。对于关联方向上市公司租赁资产的业务,其临界点为RT=15.38%,其峰值与上市公司租赁关联方资产的峰值是不一致的。

2. 上市公司向关联方提高担保和抵押时,随着关联比例的升高,会降低公司的盈余质量;而对于关联方向上市公司提供担保和抵押业务,两者之间呈倒U型关系,即当RT=1.58%时,一元二次式达到0.338 3的坡峰。

#### 主要参考文献

1. 黄本尧.上市公司关联交易监管问题研究.深圳证券交易所研究报告.深证综研字第0073号,2003-05-27
2. 洪剑峭,方军雄.关联交易和会计盈余的价值相关性.中国会计评论,2005;1
3. 余明桂,夏新平.控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究.南开管理评论,2004;6
4. 陈晓,王馄.关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据.经济研究,2005;4
5. 季春.关于上市公司关联交易盈余管理的探讨.经济师,2008;8
6. 周洁,陶晶.我国上市公司关联方交易现状研究.财会月刊,2013;8
7. 杨生祥.我国上市公司关联方交易信息披露问题探讨.会计研究,2011;7