

的波动令市盈率、市净率等相对估值法的效果也大打折扣。绝对估值法中如何正确地选择参数比较困难，但却能较为精确地揭示公司股票的内在价值，对交叉持股公司的估值更为准确。

3、关注公司治理与管理水平的基础性作用。有些上市公司通过变现将交叉持股增值落袋为安而导致净利润剧增，这未必就是不稳健的表现，关键还要看公司的治理和管理水平。投资变现一方面形成巨额投资收益，另一方面将手握大量现金，我们不妨将这笔可观的现金视为一笔不增加股本的募集资金。在追逐交叉持股等市场热点的同时，多关注公司下一步的运作不失为上策。岁宝热电和两面针的主营业务都处于亏损状态，交叉持股增值部分较为接近，每股净资产也相差无几，不同的是岁宝热电将所持民生银行的股权部分变现后投入了新项目(收购4家公司股权)，而两面针目前尚未见到相关动向(或投资力度不大)，并且因为其违反证券法律法规正在接受证监会立案稽查。由此不难理解为何前者复权后的股价高出后者约30元，这在一定程度上表明投资者给了前者更高的、公司治理和未来发展的溢价。

4、细水长流更可取。由于股权增值具有非经常性和非持续性的特点，一些得益于股票增值财富的上市公司为了稳健地对待其投资收益，而将交叉持股投资归类为可供出售金融资产，由此增值部分自然不完全进入损益表，既可以避免公司业绩脱离主营业务，也能预留空间应对未来股价下跌。对投资者而言，这类公司值得长期关注。当然市场低迷时，上市公司在计提股权减值准备压力下净利润会不佳，但这未必是公司基本面恶化的表现(金融类公司除外)，据此过度悲观亦不可取。

(作者单位：厦门大学管理学院)

责任编辑 陈利花

我国资本市场

“隧道行为”

分析

■ 许永斌

“隧道行为”(Tunnelling)一词源于经济学家对捷克资本市场的分析，最初是用于形容1992~1996年捷克国企股份私人化过程中大股东将上市公司掏空现象的。此后，美国学者Johnson等人指出，隧道行为是一个世界范围内的普遍现象，他们将隧道行为定义为“控股股东为了自身利益，将公司的利润或资产进行的转移”。控股股东的隧道行为不仅损害了中小股东的权益，也严重阻碍了金融市场的健康发展。

控股股东对中小股东利益的侵占形式多样，有非法的也有合法的，有公开的也有隐蔽的，而且新的行为还在不断出现。德国学者Ehrhardt和Nowak根据资产的可转让性，将隧道行为分为自利性交易行为和股权稀释行为两大类。自利性交易是指控股股东为了自己的利益通过自我交易直接从所控制的公司中转移资产，包括通过直接的盗窃和欺诈方式将公司的资产占为己有；以对控股股东有利的价格签订资产转移合同；以高于市场价格向公司出售控股股东的物业，等等。股权稀释行为是指控股股东通过稀释

其他股东权益的方式达到增加自身利益目的的侵占行为。这种方式虽然不直接侵占、转移公司资产和利润，但对中小股东的利益损害有时比控股股东直接从公司转移资产受到的损害还要大，如发行股票稀释其他股东利益；将控制性股份售予计划掠夺公司的人；内部交易；掠夺性的股利分配政策；为了自身利益发布虚假信息，误导中小投资者。

隧道行为不只发生在法律保护不健全的新兴市场，在法律保护机制较健全的发达国家也大量存在。当然，两者之间也存在明显的区别：新兴市场国家由于法制不健全，并且存在明显的缺陷和漏洞，因此直接盗窃和欺诈式的隧道行为较为普遍；而在成熟市场国家，隧道行为多表现为法律条文之外的、间接的、不易被人发现的自利侵占行为，只有当公司或市场处于危机时，控股股东才会加速对公司侵害。

主要表现形式分析

我国既是一个新兴市场国家，同时又是一个转型国家，资本市场基础结构和制度环境建设尚处于不断规范发展

的过程中。因此,我国资本市场上的隧道行为既具有其他新兴市场国家的共性特征,又有我国制度环境下特殊的特征。下面仅对具有典型意义的若干恶性隧道行为作一分析。

1、直接挪用资金。我国上市公司控股股东直接挪用、无偿占用上市公司资金的现象非常普遍。2002年年末,中国证监会对1175家上市公司进行的普查发现,有676家公司存在控股股东占款现象,总额高达967亿元。此后随着监管力度的不断加大,占用数有所下降,2003年年末为577亿元,2004年年末为509亿元,2005年年末为416亿元。2005年11月,在国务院批转证监会《关于提高上市公司质量意见》中明确指出,控股股东不得以向上市公司借款、由上市公司提供担保、代偿债务、代垫款项等各种名目侵占上市公司资金。对已经侵占的资金,控股股东尤其是国有控股股东或实际控制人要针对不同情况,采用现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债等方式,加快偿还速度,务必在2006年年底前偿还完毕,并根据新的《公司法》和《刑法修正案(六)》明确了未清欠公司责任人的法律责任。但截止2006年12月31日,仍有17家公司共计92亿元的违规占用资金问题未能解决。其中,控股股东为自然人或家族公司的占了12家。

需要说明的是,以上公布的数据仅是期末年报中反映的控股股东对上市公司非经营性资金的实际占用数,并不是全年的实际发生数,即不包括年报前已还清的占用情况。另外,控股股东还通过经营性往来款项长期占用上市公司经营资产,甚至出现非经营性资金占用“经营化”,这些占用手段更具隐蔽性。

2、违规担保转嫁风险。由于上市公司融资能力很强,信誉良好,当上市公司的资金被挪用完后,控股股东就利用上市公司的信用骗取银行贷款,这些资金以上市公司名义贷款,却由控股股

东控制,利润归控股股东所有,而风险却转嫁给了上市公司;此外,控股股东还常常以上市公司作担保直接到银行申请贷款,一旦被担保的公司出现财务危机,上市公司则被迫承担连带清偿责任甚至冻结股权。根据《上海证券报》2006年6月6日相关报道,沪市上市公司2005年对外担保的金额为1272.67亿元,其中为控股子公司担保的金额为773.15亿元,有54家上市公司对外担保金额超过其净资产的50%,15家公司超过100%,20家公司已经资不抵债;深市则有近190家上市公司对外担保380多亿元,占深市全部公司期末净资产总额的7%。

3、关联交易转移资产。我国控股股东利用关联交易侵害其他股东利益的行为,不仅表现在实质性关联交易中没有体现公开公平原则等一般性侵占方式,还表现在利用虚假交易侵吞上市公司资产的恶性侵占方式。如据《上海证券报》2007年6月14日报道,ST科苑的控股股东上海庆安,通过制造ST科苑与其关联公司上海庆安、上海润安、上海翰亚的一系列虚假交易,形成关联公司对ST科苑的欠款,然后通过逐步计提坏账的方式达到无偿侵吞上市公司资产的目的,其先后从ST科苑掏出2.5亿元资产,最终导致这家名噪一时的高科技企业连年亏损,面临退市危机。前几年先后被揭露的格林柯尔系、鸿仪系、飞天系、托普系等资本系侵占上市公司资产的恶性案件中,虽手段各异,但最终都是通过制造虚假关联交易来达到转移、侵吞上市公司资产的目的。

4、内幕交易操纵股价。由于上市公司的控股股东(或其他大股东)、董事、监事、高管等在公司中处于特殊地位并具有信息优势,因此各国公司法、证券法都禁止这些内部人员通过欺诈、违规内幕交易、操纵证券市场等行为牟取私利。但在我国资本市场十余年的发

展过程中,市场“坐庄”现象却一直比较严重。控股股东、机构投资者或其他大“庄家”通过“拖拉机账户”、“老鼠仓”等手段,单独或合谋利用内幕信息或制造虚假信息操纵市场,牟取私利。如据《上海证券报》2006年7月18日报道,银河系实际控制人潘琦通过家族人群操纵大量“拖拉机账户”,在江苏如皋、广东深圳、广西柳州等地的证券公司坐庄旗下的上市公司长征电器和银河科技等股票非法牟利,并涉嫌利用所掌握的“拖拉机账户”流通股操纵股权分置改革投票。为了配合操纵股票价格,2002、2003、2004连续三年进行财务造假,所有这些都严重损害了其他股东的利益。

5、财务造假损害投资者利益。控股股东的隧道行为形式多样、手段各异,并且常常是以综合形式的方式出现。其中财务造假往往成为各种隧道行为的基础,它既可作为掩盖其他行为的工具,也可作为放大侵害效应的手段。如虚假销售、虚增利润;虚假出资欺骗投资者;虚假资产减值调节利润;虚假关联交易转移资产或调控利润;虚假包装炒作壳资源;虚假盈利骗取融资资格等等。据中国注册会计师协会对2005年年报审计意见汇总情况报告称,截止到2006年4月30日,会计师事务所共为1366家上市公司出具了审计报告,其中出具标准无保留意见审计报告1204份、带强调事项段的无保留意见审计报告77份、保留意见审计报告47份、带强调事项段的保留意见审计报告10份、无法表示意见审计报告28份,并且到法定最后期限后,尚有ST精密、ST龙昌、ST金荔、天津磁卡、福建三农、G宝石、ST昌源、ST本实B、朝华集团、科龙电器、闽灿坤B未披露年度报告。另据披露,在2005年有776家上市公司试图虚报利润,有590家上市公司试图虚报资产。最后,经注册会计师审计,调整利润总额563亿元,调整资产总额

1 790 亿元,调整应交税金 69 亿元。

若干政策建议

以上这些在我国资本市场上具有典型意义的若干恶性隧道行为的存在,既有资本市场基础结构缺陷的因素,也有制度不完善、监管不到位的因素,但深层原因还是控股股东与上市公司利益的不一致。笔者认为,我国资本市场上的隧道行为会伴随着整个经济转型期长期存在,而在现阶段做好以下工作会在一定程度上抑制隧道行为的发生。

1、推动整体上市。整体上市不仅有助于减缓控股股东整体利益与上市公司利益不一致问题,削弱控股股东侵害上市公司利益的原始冲动,还会对我国公司治理结构、经营水平的提高产生深远影响。通过整体上市打造业绩优良、市值较大、成交活跃、红利优厚、经营规范的绩优上市公司,将整体提升我国资本市场上的公司治理水平。在全流通背景下,资本市场的市值放大效应和合理的定价能力也会促进公司整体上市的发展。

2、转变监管思路。在西方成熟市场上,监管对象一般只限于上市公司和

证券经营机构,很少涉及到对控股股东的监管。事实证明,这一制度移植对普遍拥有控股股东的我国资本市场效果并不显著,有必要从以下两方面拓展监管视野:一是将监管边界从上市公司、证券机构延伸到他们的最终控股股东,因为从股权分置时代的资金占用、违规担保现象到全流通时代的内幕操纵股价问题,控股股东始终是公司治理的核心。二是将事后监管提前到事中、甚至事先监管。交易所应该运用现代信息技术发挥一线监管的作用,发现股价异常即自动启动监管程序。

3、完善信息披露。上市公司及其董事、监事、高级管理人员,上市公司的控股股东、实际控制人、收购人、保荐人、证券服务机构、媒体等信息披露相关方,必须严格按照相关法规,履行在信息披露事务中的职责。在内幕信息依法披露前,任何知情人不得公开或泄露,不得利用该信息进行内幕交易。针对信息披露与二级市场股价异动之间的内在联系,证监会和交易所应把股价异常变动纳入信息披露监管范围,实行实时监控、实时询问、及时披露等制度,交易所还可实行紧急停牌制度,直至异常情况得到充分澄清。完善信息

披露制度还应包括强化信息披露各方的行政责任、民事责任甚至刑事责任等,要拓宽投资者保护自身利益的诉讼渠道。

4、强化诚信机制。保障诚信的长期经济利益是促使诚信实现的内在动力。重塑资本市场诚信的关键就在于改进制度安排,提高诚信的价值,并通过市场力量不断自我强化诚信的利益机制。一是构建诚信机制的社会基础结构,让公司和个人真正成为诚信的载体,使诚信机制在公平的市场环境中发挥作用。二是建立基于公司与个人的社会信用记录制度。让诚信信息的征信、记录、传递、公开等制度化,这是保证诚信机制起作用的重要条件。三是建立对失信者的惩罚和市场准入制度,对严重违法违规、严重失信的机构和个人实施市场禁入措施,限制有不诚信记录的机构和个人参与市场。四是制订社会诚信准则,宣传诚信精神,营造以契约精神为基础的诚信文化。

(作者单位:浙江工商大学财务与会计学院)

责任编辑 陈利花

链接

拖拉机账户是指在营业部开设的资金账户内挂靠多个股票交易账户,而一般情况下一个资金账户下只能有一个股东账户。拖拉机账户的存在是有其原因的:一是可以起到隐瞒的目的。很多大资金投资者比如个人大户、私募基金、投资公司等由于各种原因并不希望自己的名字出现在前十大流通股东的名单中,因此就在同一个资金账户内开设多个股票账户,从而达到分散资金、隐藏身份的目的。二是无限制地认购新股。以前认购新股有上限,而采用多账户的方法可以很好地不受上限

约束。三是有利于主力操作。如果拖拉机账户的所有者是个股主力,而不管是建仓、拉高还是出货,主力都需要多账户的配合,只有这样才能达到“伪装成市场自然交易形态”这样一个基本目的,才有可能欺骗市场,才有可能避免引起监管层的注意。虽然去年8月证监会也采取措施清理过“拖拉机账户”,迫使许多暗庄浮出水面,但还有部分地方尚未规范,不少营业部还是默许有一定资金量的大户设立拖拉机账户。