

试析利益相关者博弈对非公允关联交易的影响

高洁

(暨南大学经济学院 广州 510632)

【摘要】 本文分析了关联交易过程中上市公司利益相关者之间的博弈行为及其对关联交易的影响,指出了非公允关联交易产生的根本原因,以期提高我国上市公司的治理水平。

【关键词】 利益相关者 关联交易 智猪博弈

关联交易是指上市公司及其控股子公司与关联方之间发生的转移资源或义务的事项,而不论是否收取价款。一方面,关联交易有助于降低交易成本和经营风险,提高公司的经营效率;另一方面,控股股东常常将关联交易作为其转移资产和调节利润的手段,从而损害中小股东的利益。无论是在法规制度缺失还是在法规制度健全的国家,这一现象都很普遍。因此,如何规范关联交易,既允许关联交易的存在,又遏制非公允关联交易的出现,提高资源配置的效率,就成为亟须解决的一个问题。

国内外学者对影响关联交易的因素进行了分析,并试图找出非公允关联交易产生的根本原因,以期提高上市公司的治理水平和运营效率。但大多数学者都是就大股东与小股东之间的控制权竞争、市场外部环境(如法律监管)等对关联交易的影响进行研究,尚缺乏比较完整的利益相关者对关联交易的影响的分析研究。众所周知,虽然利益相关者都伴随着公司的成长而获利,但他们的具体目标是不一致的,如股东追求的是利润及其他战略目标的实现;管理者追求收入、在职消费以及职业声誉;职工追求工资收入、福利和晋升机会;债权人关心债权的顺利收回;中介机构追求自身收入的最大化。所以,利益相关者之间在公司的日常经营决策过程中必然会展开博弈。只有深入了解上市公司的股东及其他利益相关者之间的博弈行为及相互影响,才能制定出具有内生性的证券市场监管策略,真正提高监管部门对证券市场的监管效率和上市公司的治理水平。

可以说,整个非公允关联交易的过程是一个由控股股东(即大股东)主导、各利益相关者相互博弈的过程。这个过程中主要包括以下几个方面的博弈:①大股东与次大股东之间的博弈;②次大股东与小股东之间的博弈;③大股东与经理之间的博弈;④大股东与其他利益相关者之间的博弈。本文试图从上述角度分析上市公司利益相关者之间的博弈对关联交易的影响,探讨非公允关联交易产生的根本原因,以期提高我国上市公司的治理水平。

一、大股东与次大股东之间的博弈

由于关联交易的主体之间具有特定的关系,大股东常常

将关联交易作为其转移资产和调节利润的手段。我国上市公司的股权集中度较高,大股东可能会依靠自己的优势地位,借助于关联交易转移上市公司的资源甚至掏空上市公司,损害中小股东的利益。我国学者余明桂和夏新平(2004)、朱国民等(2005)的研究对此进行了证实。

由于次大股东是董事会成员,与小股东相比,其在上市公司的信息获取能力、与大股东的谈判能力、对大股东的监督成本等方面具有比较优势,这也导致了次大股东与小股东的行为方式的不一致。所以,本文将中小股东分成次大股东和小股东分别进行讨论。

假定只有大股东才能做出是否进行关联交易的决策,次大股东对关联交易不具有影响力,只能通过与大股东合谋才能从关联交易中获利。设大股东和次大股东都是理性的,且都是风险中性的,大股东的持股比例为 $\alpha(\alpha>0)$,次大股东的持股比例为 $\beta(\beta<1)$,公司的期望利润为 $w(w>0)$ 。如果大股东和次大股东都追求公司价值的最大化,则大股东的初始效用函数为 $U_b=\alpha w$,次大股东的初始效用函数为 $U_m=\beta w$ 。假设大股东通过关联交易转移或侵占的公司利润为 $e(0<e\leq w)$,其与次大股东合谋时,其可得到的利润为 $\mu e(0<\mu<1)$,次大股东可得的利润为 $(1-\mu)e$ 。设大股东与次大股东合谋被发现而受到惩罚的概率为 $\lambda(0<\lambda<1)$,被发现后大股东所支付的罚款为 $P_b(P_b>0)$,次大股东所支付的罚款为 $P_m(P_m>0)$ 。

根据上述假设,在大股东与次大股东合谋的情况下,他们的效用函数分别为:

$$U_b=\alpha(w-e)+\mu e-\lambda P_b=\alpha w+(\mu-\alpha)e-\lambda P_b$$

$$U_m=\beta(w-e)+(1-\mu)e-\lambda P_m=\beta w+(1-\mu-\beta)e-\lambda P_m$$

根据博弈模型,博弈的战略表达式如表1所示:

表1

	次大股东	合谋	不合谋
大股东			
不进行非公允关联交易		$\alpha w, \beta w$	$\alpha w, \beta w$
进行非公允关联交易		$\alpha w+(\mu-\alpha)e-\lambda P_b, \beta w+(1-\mu-\beta)e-\lambda P_m$	$\alpha w+(\mu-\alpha)e-\lambda P_b, \beta w$

表1中存在下列数量和逻辑关系:

(1)如果大股东选择“不进行非公允关联交易”,则次大股东不存在“合谋”与“不合谋”的选择,因为在这两种选择下,大股东的收益都为 αw ,次大股东的收益都为 βw 。

(2)如果大股东选择“进行非公允关联交易”,在次大股东选择“合谋”的情况下,大股东的收益为 $\alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b$,次大股东的收益为 $\beta w + (1 - \mu - \beta)e - \lambda P_m$;如果次大股东选择“不合谋”,则大股东仍旧可以凭借其在董事会中的表决权主导非公允关联交易,此时次大股东的收益为 βw (假定次大股东能自由退出,且能立即找到收益不变的投资机会),大股东的收益依然为 $\alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b$ 。

(3)当 $\alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b > \alpha w$,即 $(\mu - \alpha)e > \lambda P_b$ 时,大股东将选择“进行非公允关联交易”。

(4)大股东与次大股东合谋时,次大股东得到的额外收益为 $(1 - \mu - \beta)e$;大股东与次大股东合谋时,次大股东支付的期望成本为 λP_m 。当 $(1 - \mu - \beta)e > \lambda P_m$ 时, $\beta w + (1 - \mu - \beta)e - \lambda P_m > \beta w$,这时次大股东会选择“合谋”。

目前,有权监管上市公司关联交易及其披露的部门主要有财政部门、审计部门、税务部门、证券监管部门等政府部门以及银行、保险公司等金融机构,但众多的监管部门之间存在着分工不够明确、职责重复或工作中各自为政甚至相互推诿等问题。另外,监管部门对非公允关联交易行为实施处罚的力度不够。因此,大股东与次大股东合谋被发现而受到惩罚的概率是非常小的,故上述博弈中, $(\mu - \alpha)e > \lambda P_b$ 和 $(1 - \mu - \beta)e > \lambda P_m$ 是成立的。该博弈的纳什均衡是:次大股东选择“合谋”,大股东选择“进行非公允关联交易”。

二、次大股东与小股东之间的博弈

在大股东通过关联交易转移上市公司资源的过程中,次大股东与小股东之间的博弈属于典型的“智猪博弈”。“智猪博弈”讲的是,猪圈里有一头大猪和一头小猪,猪圈的一头有一个猪食槽,另一头安装着一个按钮,控制猪食供应。按一下按钮会有10个单位的猪食进槽,但先按的会被扣除2个单位的猪食,即付出2个单位的成本。若大猪先到猪食槽,大猪与小猪的收益比为9:1;若同时到猪食槽,大猪与小猪的收益比为7:3;若小猪先到猪食槽,大猪与小猪的收益比为6:4。表2列出对应于不同组合的支付水平:

表2

	小猪	按	等待
大猪			
	按	5, 1	4, 4
	等待	9, -1	0, 0

从表2可以看出,在博弈过程中,不论大猪选择“按”还是“等待”,小猪的最优选择均是“等待”。因此,该博弈的纳什均衡是:大猪选择“按”,小猪选择“等待”,各得4个单位的猪食。

无论由次大股东还是由小股东来监督上市公司的非公允关联交易,都要付出一定的成本,其收益将会减少。如果中小股东都不监督大股东,上市公司实施非公允关联交易将会降低公司价值,则全体股东均遭受损失。在监督成本相等的情况

下,次大股东得到的好处显然多于小股东。这里,次大股东类似于“大猪”,小股东类似于“小猪”。因此,对于这个博弈过程,纳什均衡是持股较多的次大股东担当起搜集信息、做出重大决策以及监督大股东和经理的责任;而小股东则“搭便车”,不关注是否进行关联交易,主要通过财务报表等去了解公司的经营状况。在缺乏有效的制度安排(如独立董事制度、监管部门的有效监管等)的情况下,小股东只能是“用脚投票”,即减少或退出对公司的投资。于是,由于监督不力,上市公司发生非公允关联交易的可能性较大。

三、大股东与经理之间的博弈

公司经理是经营者,由公司董事会选聘,但董事会多由大股东所支配,所以公司经理实际上受大股东的控制。有研究表明,高管人员更换后,大约一半以上的继任者来自母公司或与母公司相关的其他单位和政府部门,这反映了上市公司大股东控制的现状。如果公司经理不执行由大股东所掌控的董事会的决定,或违背董事会的决议(如要求经理进行非公允关联交易),则经理被免职的可能性非常大,因此经理有可能被迫同意进行非公允关联交易。但是,如果假设经理追求自身利益的最大化,则他有与大股东分享非公允关联交易带来的收益的需求,大股东和经理具有合谋的动机。大股东和经理是否合谋,这实际上是一个博弈的过程,他们基于自己的利益进行行为选择。

由于经理不拥有公司的最终决策权,权力掌握在大股东手中,因此本文假定经理不具有单独通过关联交易来获得额外收益的能力,而只能通过与大股东合谋才能获得好处。设大股东和经理都是理性的,且都是风险中性的,保持大股东的效用函数(与次大股东合谋时的效用函数)不变,即与经理合谋时,大股东的效用函数为:

$$U_b = \alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b$$

其中: α 为大股东的持股比例, w 是公司的期望利润, μ 是合谋时大股东所得收益的比例, e 是大股东通过关联交易转移或者侵占的公司利润, λ 是相关方合谋被发现而受到惩罚的概率, P_b 是合谋被发现后大股东所支付的罚款。

假设经理的固定收益为 s ($s > 0$),如果经理也追求公司价值的最大化,则经理的初始效用函数为 $U_c = s$,合谋时经理可得收益为 $(1 - \mu)e$,合谋被发现后经理所支付的罚款为 P_c ($P_c > 0$)。除此之外,经理还将遭受声誉损失 L_c ($L_c > 0$)。于是,经理选择“合谋”时的效用函数为:

$$U_c = s + (1 - \mu)e - \lambda(P_c + L_c)$$

根据博弈模型,可以得出博弈的战略表达式如表3所示:

表3

	经理	合谋	不合谋
大股东			
不进行非公允关联交易		$\alpha w, s$	$\alpha w, s$
进行非公允关联交易		$\alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b, s + (1 - \mu)e - \lambda(P_c + L_c)$	$\alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b, s$

表3中的数量和逻辑关系可以归纳如下:

(1)如果大股东选择“不进行非公允关联交易”,则经理不存在“合谋”与“不合谋”的选择,因为在这两种选择下,大股东的收益都为 αw ,经理的收益都为 s 。

(2)如果大股东选择“进行非公允关联交易”,在经理选择“合谋”的情况下,大股东的收益为 $\alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b$,经理的收益为 $s + (1 - \mu)e - \lambda(P_c + L_c)$;如果经理选择“不合谋”,则大股东可以通过其所控制的董事会将经理解聘,此时经理的收益为 s (假定经理能立即找到新的公司且收益不变),大股东的收益依然是 $\alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b$ 。

(3)只要 $\alpha w + (\mu - \alpha)e - \lambda P_b > \alpha w$,即 $(\mu - \alpha)e > \lambda P_b$,大股东将选择“进行非公允关联交易”。

(4) $(1 - \mu)e$ 是经理因合谋而得到的额外收益, $\lambda(P_c + L_c)$ 表示经理因合谋而支付的期望成本。当 $(1 - \mu)e > \lambda(P_c + L_c)$ 时,有 $s + (1 - \mu)e - \lambda(P_c + L_c) > s$,这时经理会选择“合谋”。

在我国目前的公司治理机制和监管环境下,大股东一般拥有较大的控制权,大股东完全有能力选择“自己人”进入董事会或者管理层,将本应揭示的经理的私人信息屏蔽,不让中小股东和社会公众知晓,因此 λ 的值非常小。所以, $(\mu - \alpha)e > \lambda P_b$ 和 $(1 - \mu)e > \lambda(P_c + L_c)$ 是成立的,大股东与经理之间的博弈的纳什均衡是:经理选择“合谋”,大股东选择“进行非公允关联交易”。

四、大股东与其他利益相关者之间的博弈

按《公司法》的规定,公司以其全部资产为限对公司债务承担有限责任。在公司的负债总额大于公司资产总额的情况下,公司将破产,并且债权人将遭受损失。控股股东通过关联交易可使自己的投资提前收回,或将盈余转归自己所有,而将亏损留给公司,这样债权人的利益将受到损害。如果上市公司进行非公允关联交易并被债权人知道,则公司的信用将大打折扣,必将受到债权人的谴责。

大股东(或者说上市公司)与政府之间的博弈主要是在税收方面。在集团公司中,各公司适用的税率可能不同,通过关联交易将税率较高公司的收益向税率较低的公司转移,可以达到避税的目的。但如此一来,政府的税收将会减少。

在信息不完全的市场上,针对控股股东和其他利益相关者之间的不合作博弈,相应的中介机构(如证券公司、资产评估机构、会计师事务所等)的介入可能会使他们之间的博弈由“不合作”走向“合作”,但主要的问题是中介机构也可能存在道德风险。中介机构与上市公司之间实际上存在着监督和逃避监督的博弈。如果说大股东与小股东之间的博弈是不合作的,那么中介机构与上市公司(或大股东)之间的博弈则可能是合作的,如会计师事务所可能会协助大股东掩盖非公允关联交易,这种合作实质上是一种合谋。

五、结论

本文分析了大股东在非公允关联交易过程中与其他利益相关者之间的博弈,结果发现:相对于大股东,其他利益相关者在博弈过程中往往处于弱势,而外部环境(如法律制度、外部监管等)往往无法改变双方(或多方)博弈的力量对比,从而导致非公允关联交易的发生。

但是,大股东通过关联交易掏空上市公司并不是随意的,而是有条件的。在分析大股东与其他利益相关者博弈的过程中,为了论述的简便,关于非公允关联交易的成本,本文只是考虑了大股东支付的罚款,但实际上非公允关联交易的成本还包括股价下跌的损失以及关联交易的操作成本等。如果非公允关联交易的成本较高,大股东的净收益则较低,其同意进行非公允关联交易的动机也将减弱,也就是说非公允关联交易是可以得到抑制的。

为最大限度地抑制非公允关联交易的发生,保护中小股东的利益,维护证券市场的公平与效率,建议采取以下措施:①尽可能避免“一股独大”的现象出现。鼓励上市公司引进更多的战略投资者,使之成为公司的第二、第三、第四大股东,增加控股股东的数量并降低其持股比例,从而增强控股股东相互之间的制衡能力以制约个别股东的非公允行为。②加强内部治理。上市公司可以设计出多种投票机制来实现和保障中小股东的利益,包括简单多数原则、一股一票原则、表决限制原则以及累积投票制度等,这样可以在一定程度上解决大股东控制董事会的问题,最大限度地防范大股东与经理合谋。此外,应完善独立董事制度和监事会制度,使独立董事和监事会在保证关联交易特别是关联交易定价决策的公允性上发挥实质性的监督作用。③加强外部监管。要将事前、事中和事后监管相结合,建立以证券监管部门为主导的多部门的直接监管与会计师事务所等机构的间接监管相结合的监管体制,使法制观念淡薄、缺乏诚信意识的违规者不敢贸然行事。另外,监管部门应制定出详细、可操作的处罚条例,对于违规行为,不仅要处罚上市公司,更要对公司董事会和相关责任人进行严厉处罚,将行政处分和法律制裁相结合,以威慑、约束那些企图利用关联交易达到不正当目的的公司和个人。

主要参考文献

1. 财政部.企业会计准则2006.北京:经济科学出版社,2006
2. 陈晓,王琨.关联交易、公司治理与国有股改革.经济研究,2005;4
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. 谢碧琴.关联交易:H股公司与A股公司的比较.证券市场导报,2005;2
5. 刘建民.上市公司非公平关联交易产生的根源与间接原因.现代财经(天津财经学院学报),2005;7
6. 张维迎.博弈论与信息经济学.上海:上海人民出版社,2004
7. 朱红军.我国上市公司高管人员更换的现状分析.管理世界,2002;5
8. 王瑞英,谢清喜,郭飞.我国上市公司关联交易的实证研究——基于2002年及2003年第一季度的数据分析.财贸经济,2003;12
9. 洪渊.资本市场上利益相关者不合作博弈的信息经济学分析.财经科学,2003;5