



上市公司的关联方交易与利益输送

广东五邑大学 阮梓坪 南京理工大学 韩玉启(博士生导师)

【摘要】 本文分析了股权分置、受制流通和全流通条件下利益输送的可能性,并从会计制度、决策制度和加强控股股东的义务和责任等方面提出了规范关联方交易的具体设想。

【关键词】 关联方交易 利益守恒 利益输送

一、关联方交易与利益守恒原则

关联方交易是指关联方(或关联者)之间发生转移资源或义务的事项,而不论是否收取价款。由此可知,关联方之间发生的商品或其他资产的购销业务、提供或接受劳务、代理、租赁、提供资金、担保和抵押、管理方面的合同、研发项目的转移、许可协议、关键管理人员的报酬等都属于关联方交易的范畴。

在公开市场中的任何交易都存在成本,这些成本包括:度量、界定和保障产权的费用,发现交易对象和交易价格的费用,讨价还价的费用,订立交易合同的费用,执行和维护交易合同的费用等。如果交易发生在一个企业内部不同部门之间,企业各层组织的行政权威性和效率性无疑可以使这些交易成本大大降低,这正是企业存在纵向一体化的理由。而关联方交易大多发生在企业集团内部(比如上市公司与其控股股东之间),企业集团是企业纵向一体化的产物,具有一般企业的普遍性质。因此,企业存在纵向一体化的理由赋予了关联方交易一定的经济学意义,即关联方交易有利于充分利用企业集团内部的资源降低交易费用及提高企业集团的资本营运能力。

但关联方交易并不完全等同于在企业内部发生的交易,关联方交易在本质上还是一种产权交易,因为可能涉及他人的利益。比如上市公司与其控股股东之间发生的关联方交易就会涉及到众多中小股东的利益和债权人的利益,还可能涉及到国家税收即全民利益,因此关联方交易应该遵守公开市场交易原则。

公开市场交易的主体都是追求自身经济利益或效益最大化的理性经济人,只有双方以公平交易、等价交换为前提才能促成交易的实现,交易的客体在价值上应该是等同或基本等同的,即对于交易的主体,双方各自的利益应该是守恒或是基本守恒的。这就是公开市场交易的基本原则,可称之为利益守恒原则。

关联方交易也应该遵守利益守恒原则。要使关联方交易中关联方的利益守恒,关联方交易的价格是决定性因素,如果价格不合理,那么就会影响他人的利益。正是由于企业各层组织的行政权威性容易改变利益的倾向,因此关联方交易的另一负面效应是可能成为关联方之间相互调节利益的重

要手段。

二、利益输送与关联方交易

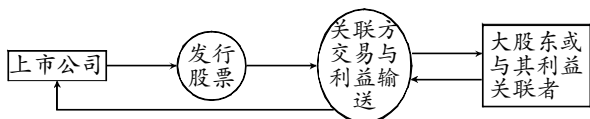
“利益输送”(也即“隧道行为”)一词由Johnson等人提出,是他们对上市公司的控制性股东通过种种手段挖掘见不得阳光的地下隧道从而挖走中小股东手中财富的行为的一种形象描述,该类行为产生的经济后果称为“隧道效应”。利益输送的显著特点是:①行为过程的隐蔽性,如上市公司的实际控股股东长期占用上市公司的资金,看起来好像是两者之间正常的信用关系,实际上其已截留了这部分资金带来的收益。②行为结果的侵害性,如上述控股股东占用上市公司资金的行为,就可能导致其他股东每股收益的减少和股权价值的降低。③行为主体的关联性,如直接占用上市公司资金的利益主体表面上看起来可能与上市公司无关联关系,但如果进一步追溯,不管资金流向如何变化,最终受益人必然与上市公司中能操纵该事项的“内部人”存在利益关系。

要进行利益输送,利益输出方与受益方(指最终受益人)之间也必然会发生经济往来,否则不会产生隧道效应。其之间的经济往来除极个别事项(如股利分配等)外,基本上都属于关联方交易的范畴。

要通过关联方交易进行利益输送,不可或缺的必要条件是利益输出方的行为能够被受益者控制。我国《公司法》规定,除了公司章程的修改以及公司合并、分立、解散等重大问题需要超过2/3的股东同意外,控股达到控股点(50%)的大股东的其他行为不受其他股东的制约。从我国上市公司的股权结构现状来看,整体上占上市公司股权约2/3的非流通股股东控制着上市公司,约有45%的股权被一个大股东控制,在公司的治理结构上就不可避免地会形成大股东处于超强控制地位的局面。这种股权结构制度安排在客观上为大股东与上市公司之间进行利益输送创造了便利条件。

不少学者对我国上市公司与其大股东之间存在的利益输送及关联方交易进行了大量的实证研究。张祥建、徐晋(2005)从投资效率、大股东资源侵占和非公平关联方交易价值效应三个方面研究发现,上市公司股权再融资以后大股东凭借其超强控制权通过各种“隧道行为”获得中小股东无法获得的隐性收益。刘峰等(2004)通过典型案例研究出大股东与上市公司利益输送的基本关系:大股东为提高再融资

效率通过各种努力提高上市公司业绩,然后利用控制权将上市公司的现金或其他有效资源转移到大股东手中。很多研究者发现,上市公司主要利用会计规制的漏洞,通过不平等销售、资产重组、无偿占用、委托经营、提供担保等方式来实现与大股东之间的利益输送。这些研究证实了我国上市公司与大股东之间存在通过关联方交易进行利益输送的事实,而且主要是围绕上市公司的股权再融资展开的,其基本过程可用下述模型概述。



分析上述模型可以得出如下结论:①大股东与上市公司之间的利益输送是双向输送,即融资以后由上市公司向大股东输送,为使上市公司达到再融资标准大股东再向上市公司输送;②上市公司向大股东输送的利益大于大股东向上市公司输送的利益;③上市公司向大股东输送的利益主要是由发行股票筹集的资金,当然也可以是利润等形成的资金;④循环、双向地进行利益输送是大股东为了获得更多的利益;⑤双向利益输送之所以能成功,直接原因是有关关联方交易的会计规制存在重大缺陷,换言之,规范关联方交易能有效遏制利益输送行为。

三、不同股权制度安排下利益输送的可能性

上市公司与大股东之间进行利益输送的一般规律中隐含着一个重要假设,即大股东的股权价值与上市公司的股票价格无关。在此有必要讨论这一隐含假设成立的现实基础。下面根据我国上市公司的股权制度安排,分别对股权分置假设、受制流通假设和全流通假设进行讨论。

1. 股权分置假设。2005年5月实行股权分置改革以前,在我国上市公司一直实行股权分置制度,即允许上市公司同时存在流通股和非流通股,流通股在股票市场流通,非流通股只能在股票市场外的其他市场流通。这样就导致了两类股权的计价基础迥异,流通股的价格由股市决定,而非流通股的价格取决于上市公司每股净资产的价值。因此,作为非流通股的大股东除在股票发行时为顺利发行和获取一个好的发行价而关注股价外,一般情况下股价的变化与其股权价值无关。资料显示,1993~2004年上市公司平均每股收益约0.25元,如果发行股票,我国股票市场的股票发行价平均在7~8元(张书怀,2005),假设一个初始股本规模中等的上市公司,其非流通股股东为了绝对控股,对外发行的股票数量总量(包括多次发行)最多相当于非流通股股权的数量,即股票发行后股本中流通股与非流通股的比例为1:1。如果扣除发行费用后股票发行净价以每股6元计算,则股票发行后上市公司的资本公积同时也是非流通股的股权增值额平均可达每股2.5元,以上市公司12年的平均盈利水平来计算,需要苦心经营10年才能达到这一目标。可见,股权分置制度安排强化了大股东进行股权融资和利益输送的动机。

2. 受制流通假设。实现股权分置改革过程中,为了减少非流通股上市流通时给现行股市带来的冲击,证监会规定原有非流通股在股改方案实施后要有一定的锁定期,即原有非流

通股在获得流通权后的一年内不准卖出;满一年以后,两年以内,最多只能卖出相当于公司总股本的5%;满两年以后,三年以内,最多只能卖出相当于公司总股本的10%;满三年以后,才可全部流通。我们认为,这种受制流通的规定,实际上又人为地制造了新的“股权分置”现象。

(1)从目前股改的情况来看,非流通股股东支付给流通股股东的对价大致处于每10股流通股获得3股的水平,按此计算,原有非流通股比流通股为2:1的格局将变为1.7:1.3的格局,即总体上原非流通股股东绝对控股地位并没有改变,其中大股东也并未因此而丧失控制权。

(2)股改方案实施后上市公司的现时股价是在“受制流通”规定的前提下形成的股价均衡。现时股价并不代表锁定期满后股票的交易价格,这是因为:①对价方案的确定是非流通股股东与流通股股东博弈的结果,在博弈过程中,流通股股东始终处于弱势地位,这使得博弈并不充分,现时股价暂时的纳什均衡并不代表是帕累托最优或次优,甚至还算不上是帕累托改进。②根据股票市场的定价规律,在其他条件不变的情况下,预计股票供给增加时,股价会呈下跌趋势;当实际股票供给增加时,股价会产生自然除权。虽然现在的股价已考虑了支付对价后的除权因素,但显然不是全部。当“锁定”条件解除后,大批股票可上市流通时,股价肯定还会有相当程度的下跌,即现有的股价均衡还会被打破,价格重心还可能下移。③我国股市的市盈率与成熟股市相比仍然偏高,在与国际接轨的过程中,在相当长的时期内股价整体上也将呈下降趋势。总之,未来股价还存在相当大的下跌空间,这种股价下跌预期决定了上市公司的股权价值并不能由锁定期内的正在流通的股票价格决定。

(3)为了使股改方案顺利通过,在很多上市公司的股改方案中,大股东做出了日后出售股票的价格承诺,且一般承诺的出售价高于股改方案实施时正常除权价的10%以上。在股票整体上呈下跌趋势的情况下,即使在规定或承诺的锁定期满后,可能还会在很长一段时期内处于事实上的“锁定”状态。

(4)根据有关规定,一些国有控股公司需要由国家长期控股,其股票也会处于事实上的“锁定”状态。

可见,在受制流通的约束下,大股东的利益与上市公司的股价并未完全被“捆绑”在一起。

3. 全流通假设。在全流通条件下,只有股票价格升高,股权才会增值,这就迫使大股东努力创造良好的基本面以提升股价。因此在全流通条件下,上市公司所有股东的基本价值取向将趋于一致,大股东通过股权融资获利的机会将会显著减少,这也是国外一些成熟资本市场上股权融资过程中大股东侵权现象不如我国严重的重要原因之一。

但在下列情况下,股价对大股东的行为将会失去导向意义:①当股票价格小于或接近于每股净资产价值时;②因政策性限制流通或在发行股票上对企业实行政策倾斜时;③当预计利益输送的边际收益大于边际损失时。

可见,无论是在股权分置条件下还是在受制流通抑或全流通条件下,都存在利益输送的可能性,其可能性大小为:股权分置条件下>受制流通条件下>全流通条件下。

四、规范关联方交易的思考

制度是约束人们行为的一系列规则的总和,是决定效率的内生变量(科斯,1980),因此要彻底遏制上市公司的利益输送行为,就必须建立一套关于关联方交易的行之有效的制度体系。

1.规范关联方交易定价制度。现行会计准则和会计制度对关联方交易核算的基本要求是:关联方交易按价格或成本加成价格或账面价值等标准确认收入,当实际交易价格超过标准时,将超标准部分列入资本公积;当实际交易价格等于或低于标准时,可按实际交易价格确认收入。其显著特点是:关联方交易有利于增加上市公司当期收益时,会计确认就受到限制,其目的明显是阻止大股东通过利益输送人为地使上市公司达到股权再融资的业绩标准;关联方交易不利于增加上市公司当期收益时,则可以按正常的会计确认原则确认。其经济后果是,当上市公司将优质资产低价向大股东转移时,会计准则不但不能制约,反而“放行”。再者,按公允价格也可实现利益的正常转移,超标准部分列入资本公积的规定只是延缓了上市公司达到再融资标准的速度,并不能阻止上市公司的不合理再融资。另外,会计准则和会计制度对于关联方交易取价标准的规定过于笼统,特别是对于公允价格的理解容易产生歧义,令人费解。

有鉴于此,首先应对关联方交易价格做出明确规定,比如对商品或劳务的交易可一律采用行业成本加成法。由于不同行业之间关联方交易的性质千差万别,制定一个统一的关联方交易定价政策具有相当大的难度。但在同一行业内采用统一的成本加成法并不困难,这样既可以基本消除关联方定价的自由度,也易被社会各界理解。

即使采用成本加成法,商品和劳务的交易还涉及成本的确认问题,由于关联方交易不只是商品和劳务的交易,还包括其他资产的购销和其他关联业务。因此有必要提倡关联方交易专项审计,增加关联方交易的公平性。

2.完善信息披露制度。虽然我国已经对上市公司关联方交易的披露做出了明确的规定与说明,但是很多上市公司对于关联方交易的披露仍不规范。其问题主要包括:①在关联方交易披露中重形式、轻实质的问题比较严重。许多上市公司一般仅进行简单披露或对相关情况不予披露,使投资者很难了解到关联方交易的实际情况。②对关联方交易的内容披露含糊不清,如有的上市公司只说明存在关联方交易,未说明与关联方究竟是何关系,有的只说明交易量,没有说明金额的数量,使人迷惑不清。③投资者对明显不合理的关联方交易,无法通过合法的途径纠正上市公司的不当行为或请求赔偿,比如大股东占用上市公司资金的问题。

应充分考虑我国上市公司的特点,增加以下披露内容:对上市公司经营发展存在重大影响的关联方交易,不仅应对这些交易予以披露,而且应该披露其影响程度。比如资产、股权的转让,应披露转让缘由、对交易双方当前生产经营及长远发展的影响、产生的效益占公司净利润的比重等。对明显偏离正常标准的交易,要求关联方做出解释说明。

应对某些关联方交易做出禁止性规定。在法律上明确哪些关联方交易是合法的,哪些是不能进行的,并对违规操纵

者(尤其是大股东)实施惩罚,以引导关联方交易走上正轨。

3.完善决策制度。为了有效地防范不公平关联方交易,可借鉴香港联交所的做法,按照交易总额和占上市公司有形资产净值的比率,将关联方交易分为三部分:对公司经营活动影响很小的关联方交易,豁免批准;对公司经营活动影响较大的关联方交易,由董事会批准;对公司经营活动有重大影响的关联方交易,则必须由股东大会批准。联交所对关联方交易进行逐一审查,审查关联方交易的价格是否合理,公告、披露的信息是否完整、及时,重大事项是否经过股东大会批准等。

从我国目前情况来看,控股股东对董事会过分渗入,目前的独立董事制度已遭到社会各界的全面质疑,其主要原因是独立董事人数少,容易被同化。可借鉴英、美等国的做法,使独立董事人数至少占董事会人数的一半以上,这样才有可能否决一些不合理的提案。为避免相关股东操纵股东大会,应建立关联股东回避表决制度,即当股东大会对某一项关联方交易做出决议时,与该关联方交易有利害关系的股东不得就其持有的股份行使表决权。我国《公司法》没有规定关联股东回避表决制度,而证监会的《上市公司章程指引》和沪深交易所的《股票上市规则》,也只规定了关联股东对与其自身有利害关系的关联方交易决议实行表决权排队制度,而对其他为其代理人行使表决权的情形则没有涉及。因此,有必要考虑将后者纳入法律规制的范围。

4.加强控股股东的义务和责任。西方国家均对控股股东课以诚信义务,只要控股股东对公司施加某种可能对公司或小股东利益构成威胁的行为,就要受到诚信义务的规制。诚信义务主要包括两个方面:一是注意义务,即在对某一经营事项进行决策时,控股股东必须做到小心谨慎;二是忠实义务,即对控股股东实施一些禁止性的规定,如禁止内部人交易或挤出式兼并交易等。

我国《公司法》只对董事等高管人员做了一些禁止性规定,而对控股股东的诚信义务则未涉及,有必要在《公司法》上规定控股股东的民事赔偿责任,作为其违反诚信义务对公司造成损害的事后救济。

引入股东派生诉讼制度。这一制度是指当公司怠于通过诉讼追究公司机关成员责任时,具备法定资格的股东为了公司的利益而依据法定程序代公司提起的诉讼。当不公平关联方交易发生后,在控股股东控制下的公司机关自然怠于起诉,这时中小股东就可以行使派生诉讼权以维护公司的利益及自身的利益。

推行受益方担保制度,即关联方交易的受益方为关联方交易可能带来的损失对另一方提供担保。

主要参考文献

- ①张祥建,徐晋.股权再融资与大股东控制的隧道效应——对上市公司股权再融资偏好的再解释.管理世界,2005;11
- 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肖王民.自由现金流量、利益输送与现金股利.经济科学,2005;2