

大股东运用关联方交易侵害利益相关者利益的研究

——基于交易成本理论

张琳 姚珣(博士)

(西南民族大学管理学院 成都 610041 电子科技大学经济与管理学院 成都 610054)

【摘要】 本文利用交易成本相关理论分析上市公司大股东利用关联方交易方式获取私有收益的实质,同时运用案例实证检验交易成本的相关因素在其中发挥的实质性作用。研究表明,人的有限理性、投机自利行为、行为的不确定性以及隐性成本的节约是造成上市公司大股东频繁利用关联方交易侵害利益相关者利益的根本原因。

【关键词】 大股东控制权私利 关联方交易 利益相关者 交易成本 独立董事

伴随世界范围内公司组织形式与治理结构的演变,关联方交易这种交易方式在跨国经营公司、母子公司及其总分公司经营中得到广泛运用。我国关联方交易的大量产生与资本市场和以股份制改造为核心的企业改制存在千丝万缕的联系,使得上市公司对母公司产生强烈的依赖关系,以致上市公司运用关联方交易进行不当操作的现象相当普遍且金额巨大,尤其是上市公司的控股股东运用关联方交易赚取超额利润,严重侵害了利益相关者的利益,因而上市公司的关联方交易行为引起广泛的关注。

随着关联方交易的大量产生,目前,已有很多文献对上市公司大股东运用关联方交易来获得控制权私利行为进行了深入研究,但大多数文献并没有突出上市公司大股东频繁利用关联方交易侵害中小股东以及利益相关者利益的根本原因。本文转换思路将股东控制权私利、关联方交易与利益相关者联系在一起,运用交易成本理论的四个相关因素来着重分析大股东运用关联方交易来侵害利益相关者利益的根本原因,并对如何控制和防范大股东运用关联方交易侵害中小股东及利益相关者利益提出一些建议。

一、理论基础与基本模型

1. 大股东控制权理论。上市公司按照现代公司治理结构来建立,这种建立机制是联结并且规范所有者、支配者、经营者、生产者之间的权利、利益和责任的制度机制,目的是使资产在各方主体分离的状态下实现有效的监督和约束,使不同的利益主体在运用资产时受到相应经济责任的约束,从而实现利益均衡和资本最大化的增值。所有权与控制权的分离是由股权分散导致的,大公司的控制权从股东手中转移到了经理管理层的手中。但是在控股股东存在的情况下,控股股东可以利用自身的表决权及独特优势使公司的管理经营决策符合大股东的个人意志,在缺乏强力监督下大股东可能不会从自身利益最大化角度出发而是相应采取了损害其他投资者利益的败德行为。关联方交易产生的必要条件是所有权的相对集中,实质是控股股东为了满足自身利益最大化而做出的安排。

控股股东常常利用控制性权利为自身谋取私利,如利用关联方交易将公司资产转移到自身旗下的公司、非法占用公司的资金、提高个人薪水与利用职权过度挥霍等,其实质来源于对利益相关者利益的损害。作为公司大股东虽然与外部投资者现金流权相同但是却没有获得因为持有公司较大份额股份所带来的风险溢价,没有对其风险进行补偿。

2. 关联方交易理论。关联方交易是指在关联方之间发生转移资源或义务的事项,而不论是否收取价款。上市公司关联方交易是指上市公司及其控股子公司与关联方之间的交易。我国上市公司关联方交易主要有两种类型。一是母公司索取型关联方交易,比较常见的形式是在各国证券市场控股大股东通过关联方交易占用上市公司的资源,做法是控股股东在子公司上市之后或配股之后,占用所募集来的资金,不仅可能降低上市公司的利息收入还有可能造成上市公司拟进行的投资项目资金不足;二是母公司付出型关联方交易,比较常见的形式是母公司通过关联购销、资产托管等手段将利润向上市公司进行转移,目的在于保持上市公司自身形象,保住公司的配股资格或者摆脱严重亏损的局面。公司内部关联方交易存在一定的必然性与合理性,公允的关联方交易可以为企业节约交易成本和提高企业运营的效率,然而不公允的关联方交易会降低交易的效率,而且不公允的关联方交易可以隐藏在公允的关联方交易合理性下进行,因此成为大股东侵占上市公司与利益相关者利益的主要手段和方式。

3. 基本模型。关联方交易的产生与寻求交易成本的降低有着十分密切的关系,当外部的市场交易成本过高时,关联企业之间可以利用自身的优势来降低商业谈判等方面的交易成本,并运用相应的行政力量保证商业合同的优先执行,从而提高市场交易的效率来获得相应较高的收益。新制度经济学中关于人的行为的三个假定可以用来解释关联方交易现象的存在。对于经济人的假定,由于上市公司与其控股股东之间相互联系、相互影响,它们之间已经形成了一种合作博弈的关系,为了获得合作所产生的超额收益,互相建立了一种特殊的契

约关系。对于有限理性的假定,由于在现实世界中信息具有不完全和不对称的特征,市场交易双方拥有的信息数量也是不对称的,相较关联方之间的交易风险要更大,为了获取更多的信息就必须花费一定的成本,所以选择在关联方之间进行交易可以通过信息的内部化来降低交易成本。对于人的机会主义倾向的假定,人在追求自身利益最大化的过程中会采取一些微妙隐蔽的手段来达到自己的目的,因而可能会对其他人的利益造成损害。

二、大股东运用关联方交易谋取控制权私利侵害利益相关者利益

大股东为了谋取自身的超控制权收益会对利益相关者进行侵害。首先是中小股东,中小股东虽然也是企业的所有者但是地位却和大股东相差悬殊。在现代企业制度下大股东利用自身的信息优势、表决权优势等对上市公司的关联方交易做出安排来为自身谋取收益。其次是债权人,上市公司不当的关联方交易对债权人主要有两个方面的影响,即关联方交易本身牵扯到金融机构和关联方交易的后果会影响到金融机构。如果利用关联方交易为关联方提供担保或者抵押会对上市公司的财务状况和盈利能力带来影响。再次是监管部门和中介服务机构,主要包括企业所在地的各级政府机构、证券监管机构以及证券交易所。上市公司不良的关联方交易不仅会给政府部门带来经济利益和税收收入的变化还会带来潜在的影响。同时上市公司的财务会计信息披露需要相应的中介服务机构予以特别的重视,不公允的关联方交易无疑使审计风险提高。最后是机构投资者,大股东通过不公平的关联方交易来获得控制权私利会使机构投资者的利益相对减少。正是基于上述的利害关系,利益主体虽然不直接参与上市公司关联方交易行为,所获取的信息都是来自于上市公司公开披露的财务会计信息,但却会受到比较大的影响。

三、案例分析

由于五粮液股份有限公司的大股东运用关联方交易操作具有一定的代表性,且数据齐全,因此本文以五粮液股份有限公司关联方交易情况为例来分析大股东通过关联方交易来进行利益侵害的根本原因。

假设一:上市公司大股东运用控制性权力进行不公允的关联方交易行为。

分析:五粮液股份有限公司1999~2006年与关联公司发生了大量的关联方交易,具体包括购买或销售商品、提供或接受劳务、购买或销售除商品以外的其他资产、资产租赁、许可协议项目。五粮液股份有限公司与其关联方交易公司发生的购买或销售商品事项金额总计为538 804.96万元,提供或接受劳务事项金额总计为192 705.73万元,购买或销售除商品以外的其他资产事项金额总计为270 538万元,资产租赁事项金额总计为1 000万元,许可协议事项金额总计为14 780万元。从这一系列数据可以分析得出购买或销售商品所占关联方交易事项比例较大,达到52.94%,提供或接受劳务所占比例达到18.93%,而购买或销售商品以

外的其他资产、资产租赁以及许可协议所占份额相对较小,并不是关联方交易的主要形式。五粮液股份有限公司在与关联公司发生的关联方交易中,对于关联产品购销行为,其交易定价主要采用协议定价的方式,但是在执行购销合同的过程中其采购更有可能对部分产品参照市场价交易,相反的销售产品环节则较少参照市场价格,其差别定价也在某种程度上存在着利益剥夺的可能,而其他关联方交易形式则主要是按照事先签订好的交易协议进行,交易价格基本上为上市协议价。可见,五粮液股份有限公司与关联企业发生了大量的关联方交易行为,这些关联方交易都导致了利润的转移,为大股东运用关联方交易进行利益侵害提供了便利。

假设二:上市公司大股东具有运用关联方交易为自身谋取控制权私利的动机。

分析:五粮液股份有限公司与其控股的关联方交易公司发生了大量的关联方交易行为,对企业的货币资金、应收账款、利润、投资回报率等项目产生了严重的影响,这些指标反映出大股东运用自身的控制性权力通过关联方交易为自身谋取控制权私利的行为。

五粮液股份有限公司财务数据表 金额单位:万元

年份	货币资金增加额	应收账款增加额	边际利润	利润增长幅度	投资回报率	边际投资回报率
2006					0.14	
2007	1 274 51	53	30 267	0.26	0.15	0.01
2008	1 864 63	(162)	35 692	0.24	0.16	0.01
2009	1 618 19	9 759	163 697	0.89	0.24	0.08
2010	6 590 87	(1 345)	109 539	0.32	0.25	0.01

从上表数据分析得出,五粮液股份有限公司2006~2010年货币资金在逐年递增,企业持有大量的货币资金闲置在企业内部并不符合企业财务管理的目标,这部分资金应该投资在增值的部分而不是用来闲置存在银行,所以大股东在公司经营决策中并没有发挥出应有的作用。从五粮液股份有限公司利润增长情况可分析得出企业的边际利润在逐年上升,但是增长幅度不是很大,只是稳中有升,在2009年利润增长幅度高达89%,一部分原因是由于2009年五粮液股份有限公司的产品价格上升所产生的主营业务收入的增加所导致。从五粮液股份有限公司的投资回报率来分析,股东投入到企业的资金所带来的收益稳中有升但是增长幅度并不是很大,并没有很好地实现企业股东资本价值的增值,这进一步促进了企业大股东的机会主义行为,即运用相关的关联方交易操作来转移企业的资源,从而获得自身控制权私利。从边际投资回报率的相关数据来分析,企业的投资回报率增长幅度不是很快,为股东带来的价值增值并不高,企业大量资金用来闲置而不是作相应的投资,为大股东的不当操作提供了机会。

假设三:企业内部监管机制不完善助长了大股东利益侵害行为。

分析:上市公司的董事会、监事会以及独立董事应该在经营决策中发挥巨大作用,但是从五粮液股份有限公司历届高管规模来看,其董事、监事以及独立董事并没有发挥出相应的作用,

没有有效地遏制公司不良的经营决策。五粮液股份有限公司2004年的监事人员总共有两人,2007年的监事人员总共有三人,其中一人为连任;2004~2007年的独立董事人员总共有四人,2007~2010年的独立董事人员总共有五人,其中一人为连任。从五粮液股份有限公司历届监事以及独立董事人员规模来看,虽然监事以及独立董事人数在增加,但对于其是否有效地参与企业经营决策以及遏制大股东的的不当操作行为却无法考证,同时独立董事的规模并没有扩大,从而使得其作用发挥有限。

基于上述分析,利用交易成本的相关理论进行总结:

(1)人的有限理性。交易成本经济学主要关心的是根据不同情况、利用不同的治理结构、解决不同的交易问题是否就能节约成本。有限理性是一个无法回避的现实,从管理学和经济学研究的假设,就假定了人是有限理性的,做出的任何决策都是在有限理性下的决策行为。因此就需要正视为此所付出的各种成本,包括计划成本、适应成本以及对交易实施监督所付出的成本。交易双方都有维持合作关系的愿望,而不允许拆散这种关系,目的就是不想牺牲这种宝贵的专用交易所带来的利益,各方分享的利润也各有用处。正是由于人的有限理性问题,以及为此付出的诸多成本,才导致了大股东利用关联方交易谋取控制权私利行为。

(2)投机自利行为。人们对每一项交易都会衡量其代价和利益,并且会选择对自己最有利的方案来行动。这种自利行为导致企业决策人对企业目标具有合理的认识程度,并且对如何达到目标具有合理的理解,企业会采取对自己最有利的行动,在从事商业交易时总是为了自身的利益做出选择和决定。在任何一个社会中,一般人不懈追求的目标就是为了扩大自己的索取权。在进行交易时大股东并不会把对自己有利的信息告诉对方,除非对方肯花费很高的成本,否则就不会得到有价值的信息,这种投机行为会带来巨大的收益,正是这种巨大收益激励大股东运用关联方交易来为自身谋取私利。

(3)行为的不确定性。由于人们的有限理性和投资自利行为导致了交易行为的不确定性,不知道对方的交易行为如何进行,随着这种不确定的逐渐增大,才会迫使交易双方都想设计出某种机制来解决这种问题,否则需要应付的问题会越来越多,但是这种机制是很难设计的,因为其中的不确定性因素非常多,这就使得想获得私利的大股东不惜采用关联方交易的方式。

(4)隐性成本的节约。企业关联方交易的问题来源于关联方之间隐性合同契约的问题,为了有效地减少隐性合同的交易成本才产生了关联方交易的虚假行为。关联方之间彼此形成了长期、稳定的合作关系,可以避免寻找交易对象、谈判对象和签约成本,节省交易费用。从世界范围来看,很多关联方交易都发生在企业内部,企业集团往往通过内部化使企业与市场的界限模糊。当交易双方根据合作情况愿意续签合同并达成新的协议时,就会额外节省具体交易的成本。

四、对策及建议

通过独立董事机制来解决大股东利用关联方交易来获得

控制权私利的问题还是具有现实意义的。独立董事真正的职能在于抑制控制性大股东与中小股东和利益相关者之间的利益冲突行为,特别是大股东采用的不当的关联方交易行为;引入独立董事制度后,就是解决控股股东滥用控制权力进而侵害中小股东利益的问题,因此独立董事主要是对大股东在公司中的行为进行制衡。基于以上分析,笔者提出以下改进建议:

首先,从独立董事的物质激励制度来看,应给独立董事薪酬设立一个合理的上限和一个必要的下限。独立董事物质激励制度既要有效地激励独立董事发挥好其职能,又要避免独立董事对薪酬收入产生依赖,过分追求付出与收益的平衡,进而产生职能失效行为。设立薪酬的上限能够避免独立董事丧失独立性,下限用以保证最基本的激励效果。上限与下限可以由独立董事与上市公司按照市场规则协商确定。

其次,独立董事都希望自己获得良好的声誉,提高自身的社会地位,增加自身的社会价值,因而应促使其获得更多的报酬和机会,激励其履行应尽的职责。设定区间的目的在于使独立董事的价值发挥出最大作用,使信誉良好的独立董事有机会获得较高的报酬,同时使信誉偏差的独立董事只能获得较低的报酬,如果设定的区间缺乏弹性,可能会导致独立董事无法发挥其应有的作用。

最后,对独立董事的行为应制定严厉的责任追究制度,避免企业出现问题时独立董事采取不管不问的态度,使独立董事制度失效。在大股东利用关联方交易谋求控制权私利行为中,独立董事要发挥监管作用,分析大股东的这种行为是否侵害了上市公司和中小股东的利益,并对不当的关联方交易行为提出异议。

【注】本文系教育部人文社会科学研究项目(项目编号:10YJA630207)和四川省哲学社会科学项目(项目编号:SC10B002)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Grossman S., Hart O. One Share - One Vote and the Market of Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 1988; 20
2. Mara Faccio, Larry H.P. Lang. The Ultimate Ownership of western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 2002; 65
3. 刘少波. 控制权收益悖论与超控制权收益——对大股东侵害小股东利益的一个新的理论解释. *经济研究*, 2007; 2
4. 唐宗明, 奚俊芳, 蒋位. 大股东侵害小股东的原因及影响因素分析. *上海交通大学学报*, 2003; 37
5. 贺建刚, 刘峰. 大股东控制、利益输送与投资者保护——基于上市公司资产收购关联方交易的实证研究. *中国会计与财务研究*, 2005; 3
6. 韩德宗, 叶春华. 控制权收益的理论与实证研究. *统计研究*, 2004; 2
7. 叶康涛. 公司控制权的隐性收益——来自中国非流通股转让市场的研究. *经济科学*, 2003; 5