

■第21期上证联合研究计划课题之二

上市公司关联交易研究

复旦大学金融研究院 罗忠洲

一、我国上市公司关联交易制度的演变

关联交易的界定、关联交易定价公允性、关联交易发生程序以及信息披露都是规范关联交易的重要组成部分。由于非公允关联交易会对上市公司、中小股东以及经济活动造成很多负面影响。为了维护中小股东的利益,财政部、中国证监会以及沪深证券交易所颁布了各种法律法规来规范关联交易。通过我国证券市场二十年的发展,各有关关联交易的法律法规逐步得到完善,在明确关联交易关系、促进关联交易公允定价、完善关联交易发生程序以及提高关联交易信息披露质量等方面建立健全了一系列法律法规以规范关联交易。

(一)我国关联交易相关法律法规的演变

在1996年“琼民源”利用关联交易虚构巨额利润的事件发生以后,我国财政部于1997年5月22日发布了《关联交易及其交易的披露准则》。该准则首次对关联交易关系、关联交易的概念进行了界定,并给出了关联交易及关联交易的具体形式。随后,针对关联交易的发展现状和特点,并结合之前颁布的相关法律法规,财政部于2006年2月出台了新的关联交易准则,即《企业会计准则第36号——关联交易披露》,在关联交易定义、关联交易外延、关联交易事项及合并报表披露范围等方面做出了变更。

我国1993年制定及1999年修订《公司法》时,并未对关联交易关系及关联交易进行规定,直到2005年修订《公司法》时,才在第二百一十七条中首次对关联交易关系进行了明确地规定。同时,2005年修订的《公司法》对控股股东、实际控制人和高级管理人员等关联交易也做出了详细界定。但《公司法》并未对关联交易做出界定。

1998年颁布2000年修订的上海、深圳交易所发布的《股票上市规则》已经对关联交易及关联交易做出了初步界定,规定关联交易包括关联法人和关联自然人,并列出了关联交易外延。2001年修订的《股票上市规则》对关联交易关系外延的界定进行了修订,同时也详细列出了具体的关联交易事项。2002年对关联交易部分的修订较少,而2004年修订后的《股票上市规则》在原有基础上扩大了关联交易关系的外延及关联交易事项的范围,开始对关联交易关系和关联交易形成了较明确和完整的界定。2006年对这部分的修订较少,2008年对关联交易事项的增加使《股票上市规则》对关联交易的规定更加严格和完整。

(二)我国关联交易制度的比较分析

在关联交易关系及关联交易界定方面,《公司法》仅给出了关联交易的定义,会计准则以列举的形式具体规定了主要的关联交易类型及关联交易事项;而《股票上市规则》对关联交易(包括关联法人和关联自然人)及关联交易事项做出了非常严格和明确的界定,涵盖范围广且可操作性强。

在规范关联交易公允定价方面,会计准则对关联交易公允定价的规定侧重于对一些重要的、易操纵的关联交易品种的公允定价及会计入账处理做出规定,而其他法律法规重点关注了非经常性损益。

在关联交易发生程序方面,各法律法规对关联交易发生程序的规定基本相似,许多法律法规都重点规定了关联人回避表决制度以及独立董事发表意见制度。这两个关联交易发生程序的相关制度旨在保证关联交易的客观公正,防止关联方利用关联交易操纵利润,维护中小股东的利益。另外,《公司法》及《证券法》更多地对违法的关联交易负责人的处罚条例,以约束董事、监事等对关联交易有影响人员的行为。

在关联交易信息披露方面,各法律法规均将其作为一个非常重要的部分,所以各项规定并非一成不变,而是随着关联交易的发展而不断修订和完善。这种完善既包括对披露事项的增加、对不同关联交易品种做出相应披露规定,还包括对原有内容做出进一步披露要求。这对广大投资者和监管部门而言,关联交易信息更具有参考价值。

二、我国上市公司关联交易制度的缺陷

在发达国家的证券市场,上市公司关联交易的规制目的在于:遏制非公允关联交易,保护中小投资者利益;维护投资者对市场的信心;保护关联交易中债权人的利益。当前国际上比较通行的关联交易监管体系为《公司法》对关联交易的实质性限制规定以及《证券法》对关联交易的强制信息披露义务的规定。

各国通过不断在立法上完善关联交易的表决及生效制度,使关联交易具有灵活性,并借助程序规则的设计,在程序上最大限度地过滤关联交易的利益冲突因素,保证关联交易的公平和公正;通过完善信息披露制度,提高关联交易的透明度,防止暗箱操作,并为关联交易的表决和监管提供条件。这些制度包括股东大会批准制度、关联交易回避表决制度、信息披露制度和有效的关联交易定价机制。随着“股东会中心主义”向“董事会中心主义”的转变,内部人控制现象的大量出现,各国逐步认识到除了通过完善股东表决权机制来约束控股股东的行为之外,还有必要建立独立董事制度、累积投票权制度和监事制度,以实现对公司董事会的有效约束和激励。重要的是,为保护中小投资者利益,监管当局对非公允关联交易建立了事后的救济措施,主要包括有股东大会决议的无效、撤销或不存在、股东派生诉讼制度、股份收买请求权制度和法人格否定制度。(见表3)

内容提要

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。关联交易具有两面性。一方面,它有利于企业集团充分利用内部的市场资源,降低交易成本,提高整个集团的资本运营能力和上市公司的营运效率,也可以帮助实现规模经济、多元化经营、进入新的行业领域以及获取专项资产等;但另一方面,与非关联交易完全不同的是,由于交易价格由双方协商确定,关联交易为规避税负、转移利润、取得公司控制权、形成市场垄断、转嫁投资风险,提供了合法外衣下的交易途径,尤其是上市公司利用非公允关联交易操纵报表,严重损害了投资者和债权人利益。

近年来,我国证券市场出现了大量上市公司从事非公允关联交易的信息及其他有损于投资者利益的关联交易行为,极大地损害了广大投资者和有关信息使用者的利益。虽然中国证监会对有关涉案主体做出了处罚,但投资者由于受部分上市公司非公允关联交易的财务信息的误导,做出错误投资决策,蒙受了重大损失。同时,也给上市公司发行新股或增资扩股带来很大的困难,使得有限的经济资源配置低效。因此,尽快规范我国上市公司关联交易行为,保证上市公司关联交易行为公开、公平和公正,给广大投资者提供有价值的投资决策信息,具有深远的社会意义和经济意义。

如前所述,我国现有规范关联交易的法律法规的关系较混乱,作为规范上市公司的基本法律《公司法》、《证券法》均未对此形成统领的地位。而从财政部、证监会及证券交易所的这些具体的规范来看,在关联交易关系、关联交易的信息披露等方面又多有冲突之处。

3.我国责任追究制度不完善

目前对上市公司有关人员的责任追究,多数都停留在行政处罚领域,对于涉及金额巨大、情节严重的关联交易没有形成一个全面的责任体系,将行政、刑事、民事责任有机结合。尤其是关于民事追责制度,更是责任追究制度上的一个薄弱环节。

三、我国上市公司关联交易的实证分析

(一)我国上市公司关联交易的特点

我们将关联交易金额按照关联交易的具体内容、关联交易关系、上市公司所处的行业和关联交易产生的交易方向分类,对2003年至2009年沪深两市所有A股上市公司关联交易的数据进行了描述性分析。得到以下结论:

1.关联交易主要集中于担保抵押、商品交易和资金交易

从上市公司财务报告中披露的各种关联交易的比率来看,关联交易主要集中于担保抵押、商品交易、资金交易以及债权债务关系。(见表1)

担保抵押类关联交易占比最大,从趋势来看,2003、2004年该比重超过了80%,在中国证监会2003年8月颁布《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》后,担保抵押类、资金交易类关联交易出现了不同程度的下降,2007年降到了0.25%。但之后又出现了快速反弹,2008年担保抵押类关联交易占比高达56.90%,2009年资金交易类关联交易占比创纪录的达到35.47%。商品交易类关联交易占比相对稳定,近几年维持在15%-20%之间。

代理委托、租赁、托管经营、赠与、非货币性交易、许可协议、研发成果和关键人员报酬这八项关联交易的比率很小,平均每年占所有关联交易金额的1%比率不到。资产类交易、提供或接受劳务、股权转让、合作项目以及其他事项占关联交易的平均比率在2%-3%左右。

2.上市公司与母公司的关联交易比率最大

关联交易总金额占比大于5%的关联交易参与者之间的关系主要为上市公司母公司、上市公司子公司、受同一母公司控制的其他企业、实施共同影响的投资方和上市公司的关联方之间,其中上市公司与母公司的关联交易比率为40%以上。而与上市公司实施共同控制的投资方、上市公司的合资企业、上市公司的联营企业、与上市公司主要投资者个人

及与其关系密切的家属、上市公司或其母公司的关键管理人员及其关系密切的家庭成员、上市公司主要投资者个人或关键管理人员或与其关系密切的家庭成员控制或共同控制或者施加重大影响的企业和其他企业,这七类关联交易发生的关联交易较少,年度平均值显示关联交易金额的比率小于4%。(见表2)

3.工业行业的关联交易比重最大

在六类行业中,工业行业的关联交易比重最大,除2009年以外,工业行业的关联交易比重均为70%以上,这一方面除了源于自身的行业特征容易产生关联交易外,另一方面于,工业行业拥有的样本数量也是巨大的,这也导致了更大的关联交易比重。

(二)我国上市公司关联交易的实证分析结果

我们以2003年至2009年上市公司的关联交易数据为样本,研究关联交易对盈余质量的影响,以及股权制衡对关联交易的制约关系。

1.关联交易比例对盈余持续性存在负相关关系

本研究在借鉴有关文献的基础上,采用以下两种不同的模型对关联交易与盈余的持续性之间的关系进行研究。为了研究的稳健性,我们采取不同的方法衡量关联交易的比例,以检验关联交易对股票回报率的影响,同时我们控制了可能对股票回报产生影响的流通股比例。(见表4)

2.股权制衡对关联交易有显著的遏制作用

接下来,我们分析股权制衡对上市公司采用关联交易进行“避亏”和“再融资”两种盈余管理的影响,回归结果如表2

1.优化上市公司股权结构。在我国的上市公司中一股独大的现象非常严重。缺少有效制衡的公司治理是产生非公允关联交易的主要原因。因此,必须在保护投资者利益的情况下,采取合理的方式实现股权结构的优化配置。更加分散的股权结构能对控股股东产生有效制约,减少大股东为牟取私利侵害公司其他中小股东的行为,从而提高资本的使用效率,实现企业财富最大化。

2.完善上市公司治理结构。我国公司治理的相关法律已经较为完善,但在具体实施中,往往不能严格执行。为规范关联交易,需要建立一套有效地公司内部约束机制。包括控制大股东在董事会中的人数;在公司章程中明确规定中小股东代表和公司职工代表出任监事的比例;在对关联交易进行决议时,严格执行关联交易回避制度;及时披露关联交易事项信息等等。

3.加强关联交易信息披露与监管。现行关联交易会计准则将关联交易划分为三大披露等级,但划分缺乏具体的量化指标,使得上市公司很难把握,易被操纵。可以参考国外准则中的定性或定量原则,细化披露标准。对关联交易的定价方面,我国准则虽然要求公司在财务报告中披露关联交易的转让定价政策,但由于实际工作中转移定价的多样性和复杂性,以及准则中并未明确何种情况下适用何种定价方法,使得定价方法的不确定性和选择余地都太大。因此,在加强和完善相关的准则和制度规定的同时,要切实加强关联交易及其交易披露和监管,完善事前相关的交易准则和规定,变事后的监管为事前的引导。

4.健全股东民事诉讼制度。目前,我国施行了股东直接诉讼制度,即中小股东对证券市场非公允关联交易行为导致的损害可要求上市公司予以民事赔偿。作为非公允关联交易事后救济手段,该制度遏制了侵权行为,增大了侵权成本。然而,侵权行为往往是关联方滥用资金多数表决原则做出的,上市公司在非公允关联交易中同样是受害者,当公司利益与控股股东利益发生冲突时,董事会会在很大程度上偏向于控股股东利益,充当其代言人,疏于采取行动或提起诉讼。针对这种情况,应建立股东派生诉讼机制,由具有法定条件的股东依据法定程序代表公司向侵权方提起诉讼,以消除不合理的诉讼障碍。

表1:按关联交易事项分类的主要关联交易

关联交易事项	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	年度均值
商品交易类	5.38%	4.71%	50.34%	19.32%	16.07%	13.98%	18.05%	18.26%
资金交易	3.75%	5.06%	6.27%	8.45%	0.37%	6.98%	35.47%	9.48%
担保、抵押	89.58%	87.13%	25.52%	9.60%	0.25%	56.90%	19.71%	41.24%
债权债务交易	0.02%	0.01%	0.10%	19.59%	82.71%	0.03%	1.72%	14.88%

数据来源:CSMAR数据库、CCER数据库、WIND数据库

表2:按关联交易关系分类的主要关联交易

关联交易关系	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	均值
上市公司母公司	77.88%	34.82%	34.15%	21.11%	30.20%	64.04%	26.72%	41.27%
上市公司子公司	14.30%	0.51%	3.94%	1.74%	0.42%	3.52%	11.84%	5.18%
受同一母公司控制的其他企业	5.81%	2.21%	23.85%	53.06%	53.41%	18.55%	13.96%	24.41%
实施共同影响的投资方	0.46%	57.44%	1.94%	13.08%	1.41%	4.33%	9.12%	12.54%
上市公司的联营企业	0.65%	0.33%	10.26%	3.17%	3.13%	0.74%	3.49%	3.11%

数据来源:CSMAR数据库、CCER数据库、WIND数据库

表3:按行业分类的关联交易比率

年度	金融	公用事业	房地产	综合	工业	商业
2003	0.12%	13.14%	0.29%	0.68%	85.44%	0.32%
2004	0.15%	1.89%	0.20%	0.77%	96.75%	0.24%
2005	1.97%	8.54%	3.83%	12.17%	70.57%	2.92%
2006	13.92%	6.19%	1.01%	2.20%	75.59%	1.09%
2007	0.43%	0.12%	0.02%	1.15%	98.17%	0.10%
2008	6.92%	2.80%	1.53%	1.41%	86.33%	1.02%
2009	31.03%	8.00%	4.49%	5.70%	47.45%	3.33%

数据来源:CSMAR数据库、CCER数据库、WIND数据库

表4:关联交易与盈余持续性线性回归结果

模型(1)	模型(2)								
	变量	系数	t值	变量	系数	t值	系数	t值	
常数	-0.05	-2.472**	-0.06	2.511**	常数	-0.06	-2.573**	-0.06	-2.60**
EPS/P	0.38	5.921**	0.38	5.066**	COREOI/P	0.39	5.256**	0.36	4.423**
RPT1*EPS/P	-0.07	-2.888**	-0.05	-2.181**	RPT1*COREOI/P	-0.08	-2.517**		
R									