

上市公司关联交易 形成机制与治理研究

Shangshigongsi Guanlianjiaoyi
Xingchengjizhi yu Zhili Yanjiu

李治国 著

山东大学出版社

上市公司关联交易 形成机制与治理研究

李治国 著

山东大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司关联交易形成机制与治理研究/李治国著
—济南:山东大学出版社,2012.8
ISBN 978-7-5607-4623-4

I. ①上…

II. ①李…

III. ①上市公司—经济关系—研究—中国

IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 193697 号

山东大学出版社出版发行

(山东省济南市山大南路 27 号 邮政编码:250100)

山东省新华书店经销

济南景升印业有限公司印刷

880 毫米×1230 毫米 1/32 8 印张 214 千字

2012 年 8 月第 1 版 2012 年 8 月第 1 次印刷

定价:20.00 元

版权所有,盗印必究

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社营销部负责调换

序

随着我国证券市场的发展和现代企业制度的推进,通过股市直接融资来谋求进一步发展的公司越来越多。但由于各种原因,我国的上市公司大多拥有一个处于控制地位的母公司及其关联企业。由于各种目的,母公司利用自身的控制地位,通过关联交易来侵害上市公司利益的事件时有发生。而通过关联交易来粉饰财务报表、侵害中小股东和债权人利益的现象更成为各方关注的热点问题,它极大地损害了资本市场资源配置效率,并引发了一系列经济及社会问题。为了保护投资者的利益,规范上市公司的运作,维护证券市场的信誉,促进证券市场的健康发展,必须对上市公司的关联交易进行监管。因此,对上市公司关联交易进行有效的规范和治理就具有重要的理论和现实意义。

关联交易尤其是非公允关联交易已经引起了学术界的普遍重视,上市公司无论是从股权结构、交易行为,还是控股人类型上都发生了较大的变化。该著作对我国上市公司关联交易的产生原因、现状、影响及其治理进行了研究,以

期对我国上市公司关联交易的治理与规范以及我国资本市场的健康发展能够有所贡献。

该著作的创新性体现在以下三个方面：一是从制度变迁的角度来探讨关联交易的形成原因，并指出在分析关联交易的成本时必须考虑显性交易成本与隐形交易成本的划分；二是使用博弈分析方法，对关联交易治理中利益相关者之间的博弈行为进行了系统分析，从理论上证明了关联交易的治理必须综合实施，而不能单独地突出某一方面的作用；三是利用关联担保数据，通过实证分析方法，验证了股权分置改革的效果，以上成果具有较强的创新性。

该书是在作者的博士论文基础上修改完成的，作为李治国的博士论文指导老师，我曾经提出过一些意见和建议，作者认真听取后对本书内容进行了进一步完善和修改。尽管如此，该书个别地方还需要进一步推敲和完善，如论文对关联交易的公允性研究不够；由于数据的收集、整理方面还存在许多不完善的地方，造成了对关联交易的影响因素及关联交易与治理机制实证分析方面还存在欠缺。当然，作者的尝试本身就值得肯定。作者具有扎实而深厚的专业基础，希望作者以本专著为起点，在公司治理研究的征途中，不断开拓进取，相信一定会取得更得的成绩，获得更丰硕的研究成果。

是为序！

山东大学管理学院院长、博士生导师，教育部工商管理学科
专业教学指导委员会委员，国家级教学名师

徐向艺

2012年6月28日于济南

前 言

现阶段,大量非公允关联交易行为严重损害了中小股东利益,危及到整个资本市场的诚信建设,导致了投资者投资意愿淡薄,影响了稀缺资源的有效配置,不利于整个证券市场以及国民经济的健康发展。因此,关联交易也就成为公司治理关注的重点。为了保护投资者的利益尤其是中小投资者的利益,规范上市公司运作,促进证券市场健康发展,需要对上市公司的关联交易进行全面的治理监管,而这一切是建立在对上市公司的关联交易问题进行深入分析的基础之上。

关联交易尤其是非公允关联交易引起了学术界的普遍重视,相关研究从多个角度对关联交易的有关问题进行了研究。但目前的研究,更多的是从关联交易的单个层面进行研究,较少从全局性、综合性的角度来研究关联交易问题。同时,现阶段的研究更多的是从公司内部治理机制研究关联交易,对关联交易外部治理与监管的关注较少,对关联交易与利益相关者的关系研究还不够透彻。同时,随着2005~2007年我国上市公司股权分置改革的进行,上市公司无论是从股权结构、交易行为,还是控股人类型都发生了较大的变化,这种变化也导致了关联交易行为新的变化,这必然也导致对关联交易研究视角的新变化。基于此,本研究将对中国上市公司关联交易的产

生原因、现状、影响及其治理进行深入探讨,并结合股权分置改革的进行提出相应的政策建议,以期对中国上市公司关联交易的治理与规范以及中国资本市场的健康发展有所裨益。

本研究内容分主要包括以下几部分:

第一部分,制度变迁视角下的关联交易形成机制研究。制度变迁是关联交易形成的重要原因。制度变迁是随着企业规模扩大与经营模式的变化而发生的,规模的扩大意味着企业不可能将所有的内部交易成本最小化。同时由于控制权结构金字塔模式的形成,造成了控制权收益与现金流收益的分离,两权的分离与层级制形成的结果必然就是内部关联交易的大量出现,这是一种不可避免的趋势。现阶段,由于政府监管的增强,控股股东通过产品购销等有形的关联交易获得收益越来越难,无形的关联交易越来越普遍。本书通过构建一个模型说明,无形的关联交易尤其是股权交易对上市公司获得控制权收益来讲是一种隐蔽的获益方式,这应当引起有关监管部门的注意。

第二部分,上市公司关联交易的隐性化:基于隐性化成本的分析。不完全契约的存在是关联交易发生的重要因素,但这种关于关联交易的不完全契约存在实际上是建立在经济世界中的不完全信息的命题之上。信息不对称是契约理论中的核心概念,也是交易契约设计的最基本原因。这种不完全信息的存在导致了关联交易隐性化的存在,而关联交易隐性化在中国上市公司的特殊制度背景下具有自己的特殊性:集团内部的关联交易降低了隐性交易成本,却增加了中小股东的成本,因此很难将关联交易从规范研究的角度进行区分。隐性成本对关联交易的隐性化具有更强的影响力,隐性成本增加了代理成本,但这种隐性成本和关联交易规模的关系是不确定的。若同时考虑关联交易的机会成本,在进行分析的时候,实际上关联交易的成本往往会增加。

第三部分,股权分置改革下上市公司关联交易实证研究:以对外关联担保为例。股权分置改革对上市公司的关联交易产生了重要影

响,该背景也变得重要起来。通过对上市公司数据的收集,建立一组股权分置前后上市公司对外关联担保影响因素的计量模型以及上市公司关联交易与公司价值、治理监管之间关系的计量模型。研究发现,股权分置改革带来上市公司对外关联担保新的变化,同时,公司治理机制对对外关联担保影响显著,对外关联担保和公司治理机制共同影响了公司的价值。

第四部分,上市公司关联交易的选择性规制及其规制效率分析。在制度分析的基础上,对关联交易持何种态度,这是一个具有现实意义的重要问题。通过借鉴前人研究成果,结合现阶段的实践,本书通过模型推导证明对关联交易的监管只能采取选择性监管而不能采取禁止性监管。另外,通过构建模型,将大股东的利益侵占行为为仅仅局限于通过非公允关联交易进行,在它们的基础上,加入了内部监督权与剩余股权结构等因素进行分析。研究发现,监管部门努力程度的提高、控制性股东持股比例的提升使得对关联交易对公司价值边际影响下降;集中的控股结构与内部监管的结合会降低非公允关联交易对公司价值的边际影响程度;法律保护程度的提高,控制性股东持股比例的提高使得非公允关联交易对公司价值的边际负效应降低。

第五部分,上市公司关联交易治理监管的博弈分析。在对关联交易的治理监管中,控股股东、其他大股东、监管当局和中小股东的行为方式是不同的,他们之间存在一定的联系和相互作用,这种相互作用反过来又会影响到监管的实际效果。因此,考察分析这些行为方式及其联系是必要的,它有利于正确评价一项治理监管制度的实际效果。研究发现,对关联交易的治理监管是一个多个关联方博弈的结果,不能单纯地突出某一方的作用。

第六部分,比较视角下的中国上市公司监管体系构建。通过对欧美发达国家、香港地区、台湾地区对上市公司关联交易治理监管的比较与借鉴,得出了相关的启示。并在对国外经验的比较与借鉴的基础上,提出了构建中国上市公司关联交易监管的体系。这种体系从内外部公司治理机制进行全面构建,既强调内部治理机制的

进一步优化,同时借鉴规制理论的有关研究成果,强调外部的规制监管是上市公司关联交易有效监管的一个重要手段。单独的一种治理模式都很难取得最佳效果,唯有综合治理才能最大限度地降低关联交易的危害性,加大其有利的一面。

本研究的主要创新点为:

(1)提出了在上市公司关联交易治理监管中必须考虑隐性交易成本。当考虑隐性交易成本的时候,许多类型的关联交易存在就变得合理。

(2)通过对上市公司关联交易的多方利益相关者的博弈发现:单一的关联交易是无效的,对关联交易的监管态度应当是选择性规制而非禁止性规制。

(3)通过对股权分置改革前后上市公司对外关联担保的实证研究发现:股权分置改革在一定程度上达到了提升上市公司价值的目的,但在许多方面效果并不显著,对关联交易的治理监管仍然需要不断创新。

李治国

2012年5月

目 录

第 1 章 导 论	(1)
1.1 选题背景、目的及意义	(1)
1.2 相关概念的界定	(5)
1.3 研究内容与框架	(16)
1.4 研究方法	(21)
1.5 主要创新点	(22)
第 2 章 相关理论与文献综述	(24)
2.1 公司治理有关理论	(24)
2.2 控制性股东与关联交易	(27)
2.3 关联交易与盈余质量	(39)
2.4 关联交易利益流向研究	(42)
2.5 治理机制与关联交易	(48)
2.6 相关评述与小结	(63)
第 3 章 上市公司关联交易形成机制的因素与效应分析	(68)
3.1 制度、成本与集团控制下的上市公司概述	(68)

3.2	集团控制下的上市公司关联交易形成机制分析·····	(72)
3.3	上市公司关联交易的效应分析·····	(83)
3.4	非公允关联交易的判别:一个模型的解释·····	(87)
3.5	上市公司关联交易形成机制的进一步扩展: 以关联股权交易为例·····	(94)
3.6	小 结·····	(101)
第4章	上市公司关联交易的隐性化:基于隐性成本的视角 ·····	(103)
4.1	关联交易的隐性化及其表现·····	(103)
4.2	中国上市公司关联交易隐性化的特殊背景分析·····	(108)
4.3	关联交易隐性化中的隐性成本:一个模型分析·····	(116)
4.4	小 结·····	(123)
第5章	股权分置改革下的上市公司关联交易实证研究: 以对外关联担保为例·····	(124)
5.1	股权分置改革下上市公司对外关联担保行为分析·····	(125)
5.2	股权分置改革下公司治理机制与关联担保相关性 的实证研究·····	(133)
5.3	股权分置改革下对外关联担保对公司价值影响的分析 ·····	(143)
5.4	小 结·····	(147)
第6章	上市公司关联交易的选择性规制及其效率分析·····	(148)
6.1	上市公司关联交易选择性规制分析·····	(149)
6.2	上市公司关联交易规制效率分析·····	(154)
6.3	小 结·····	(165)

第 7 章 上市公司关联交易治理监管的博弈分析	(167)
7.1 信息不对称与监管的缺失	(167)
7.2 监管部门与控股股东之间的博弈分析	(169)
7.3 中小投资者与监管部门的博弈分析	(173)
7.4 其他大股东的存在与关联交易的监管	(176)
7.5 小股东之间的博弈分析	(182)
7.6 小 结	(186)
第 8 章 比较视角下上市公司关联交易有效治理监管措施 构建	(188)
8.1 境外关联交易治理监管实践的比较与经验分析	(189)
8.2 趋同与相机抉择的启示	(201)
8.3 中国上市公司关联交易治理监管措施	(205)
8.4 小 结	(215)
第 9 章 结论与研究展望	(217)
9.1 本书结论	(217)
9.2 研究上的不足与展望	(221)
参考文献	(224)
后 记	(242)

第 1 章

导 论

经过近二十年的时间,中国的上市公司得到了快速的发展,证券市场为促进我国社会主义市场经济的发展发挥了举足轻重的、不可替代的作用。证券市场不仅为上市公司筹集了大量资金,解决了资金短缺问题,而且在深化经济体制改革、加速企业制度创新、推进产业结构调整和资源优化配置,完善融资体制等方面发挥了巨大作用。证券市场已经成为我国经济领域重要的组成部分。

1.1 选题背景、目的及意义

1.1.1 问题的提出

截至 2010 年 4 月,我国大陆在沪深证券交易所 A 股上市公司达到 1699 家;其中在上交所 A 股上市公司为 863 家,在深交所 A 股上市公司为 833 家。2008 年股票总发行股本为 24522.85 亿股,上市公司市价总值为 121366.44 亿元;总流通股本为 12578.91 亿股,流通股市值为 45213.90 亿元,有效账户达到 10449.69 万户。从 1993 年初到 2009 年 9 月,股票市场共融资 26040.71 亿元。2008 年通过境内外市场筹资合计 3852.22 亿元,其中通过 A 股股票市场筹资 3534.95 亿元,与同期银行贷款增加额的比率为 21%,大大高于 2002 年 4.11%的水平;另外,通过境外筹资 318.92 亿元。根据中国

证监会的统计,我国沪深两市股东账户总数从 2001 年的 6898.67 万户增长到 2008 年底的 10449.69 万户。并且随着股权分置改革的进行,流通股所占股份比例与所占市值比例越来越高,具体见表 1-1。

表 1-1 沪深股市流通股情况

证券交易所	总股本 (亿股)	流通股本 (亿股)	流通股所 占比例(%)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	流通市值所占 比例(%)
深交所	4147.15	2737.62	66.01	66835.01	39431.63	58.99
上交所	17092.47	12008.55	70.25	182404.48	119816.13	65.68

资料来源:上交所、深交所 2010 年 4 月 2 日统计数据。

虽然中国在证券市场改革上取得了很大成就,但由于自身机制问题以及外部环境的缺失,从总体上看,中国证券市场的发展还处于一个不够成熟的阶段。现阶段,证券市场还大量存在着诸如市场操纵、内部交易、关联交易等违规违法行为。这些行为的发生对我国证券市场持续、健康、有效的发展带来了诸多负面作用,对上市公司的相关利益者尤其是中小投资者的正当利益带来严重侵害。在这些违规行为中,现阶段较为突出的就是上市公司内外部发生的关联交易尤其是非公允关联交易。从表 1-2 与表 1-3 的数据可以看出,近年来,我国发生关联交易的上市公司的绝对数量以及发生关联交易公司的比率呈逐渐上升的趋势。虽然随着股权分置改革的进行,相应比率有所下降,但绝对比率仍相当高。大量关联交易的发生已经不可避免地影响到国民经济的健康快速发展。

由表 1-3 可以看出,1999~2008 年深交所 A 股上市公司关联交易发生频率总计 88921 次,关联交易发生频率稳步上升,上市公司对关联方的依赖性不断增大,因此完善中小投资者利益保护机制的要求日益迫切。

表 1-2 发生关联交易的上市公司统计

年度	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
发生关联交易数(A)	925	964	1067	1125	1150	1276	1244	1277	1075	1034
上市公司数(B)	820	1062	1141	1212	1277	1345	1342	1421	1521	1650
比例(A/B)(%)	88.65	90.77	93.51	92.82	90.05	94.86	92.69	89.86	70.67	62.67

资料来源:1998~2002年数据来源于陈晓、王琨《关联交易、公司治理与国有股改革》,载《经济研究》2005年第4期,2006~2007数据来源于CCER数据库,2008年数据来自锐思数据库,并经整理。

表 1-3 深交所 A 股上市公司关联交易发生频率统计

年度	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
关联交易发生频率(次)	2774	3407	4348	5122	6228	12243	15192	18553	16602	13732

资料来源:1999~2007年数据来自CCER数据库,2008年数据来自锐思数据库,并经作者进行分析统计。

从理论逻辑上来看,关联交易的存在与发生有其客观必然性与合理性。关联交易本身就属于正常交易的范畴,现阶段,关联交易特别是公允性的关联交易对上市公司的发展是有益的。在中国大量存在企业集团的背景下,它一方面可以使企业集团利用企业集团的整体资源,提高信息的甄别质量,降低交易的不确定性,从而降低交易成本,提高上市公司及所属集团的运营能力和营运效率,实现集团公司的整体利润最大化;另一方面,通过关联交易也可以帮助企业集团实现规模经济,扩大公司的经营范围,提升上市公司及集团公司的竞争力。从2008年上市公司的年报来看,作为绩优股业绩增长的主要源泉,关联交易的作用日益显著。通过正常的、公允的关联交易,上市公司可以与相关利益者实现共赢。

但从另一个角度来看,我国的经济体制改革实行的渐进式的改革,改革具有路径依赖和局部实行的特点。我国的上市公司大多是由国有企业改制而成,上市公司一般与改组前的母公司及其母公司所属非上市企业之间存在着千丝万缕的联系,在这种情况下,上市公司必然与控股股东发生大量的关联购销、关联担保、融资往来以及资产重组、租赁等行为。近期新上市的公司虽然具有公有性质的比例下降,越来越多的民营企业上市,但民营企业普遍存在金字塔式的股权结构,仍然存在着控制性大股东。无论是国有企业背景的上市公司还是具有金字塔结构的民营上市公司,这些控制性股东往往以中小股东的利益为代价,利用关联交易为自身利益服务,使关联交易问题成为我国上市公司治理结构失衡的一个重要标志。同时,由于关联交易的价格是由交易双方协商确定的,但交易的一方往往对另一方具有控制力或重大影响,如果交易价格对一方有利而对另一方不利,容易出现非公允的关联交易。现阶段,大量非公允关联交易行为严重损害中小股东利益,危及整个资本市场的诚信建设,导致投资者投资意识淡薄,不利于有效配置稀缺性资源,不利于上市公司以及整个证券市场的有效、健康地发展。所以讲,关联交易也成为公司治理关注的重点。

正如 LLSV(1999)总结的那样:“世界各地大公司所表现出来的代理问题的中心是,限制控制股东对小股东利益的侵犯……”^①为了保护投资者的利益尤其是中小投资者的利益,规范上市公司运作,促进证券市场健康发展,需要对上市公司的关联交易进行全面的治理监管,而这一切是建立在对上市公司的关联交易问题进行深入分析的基础上。

① La Porta, Lopez-de-Silanes F, Shleifer Andrei, Vishny, “Corporate Ownership Around the World,” *Journal of Finance*, 1999, Vol. 54, No. 9.

1.1.2 选题意义

关联交易尤其是非公允关联交易引起了学界的普遍重视,有关研究从多个角度对关联交易的有关问题进行了研究。但目前的研究,更多的是从关联交易的单个层面进行研究,较少从全局性、综合性的角度来研究关联交易问题,同时现阶段的研究更多的是从公司内部治理机制研究关联交易,对关联交易外部治理与监管的关注较少,对关联交易与利益相关者的关系研究还不够透彻。同时随着2005~2007年我国上市公司股权分置改革的进行,上市公司无论是从股权结构、交易行为,还是控股人类型都发生了较大的变化,这种变化也导致了关联交易行为新的变化。这需要从新的视角对关联交易进行研究。

基于此,本书将对我国上市公司关联交易的产生原因、现状、影响及其治理理论进行深入探讨,并结合股权分置改革的进行提出相应的政策建议,以期对我国上市公司关联交易的治理与规范以及我国资本市场的健康发展有所裨益。

1.2 相关概念的界定

1.2.1 关联交易与非公允关联交易

1.2.1.1 关联交易

所谓关联交易又称“关联方交易”、“关联人交易”(connected transaction 或 the related party transaction),指的是关联方之间进行的资源转移或者义务转移的事项,并不关注价款的收取。对一项交易是否属于关联交易进行界定,首先要界定交易的主体即进行交易的人是否为关联方。发生关联交易的前提是存在关联方,关联交易的核心则是关联交易的内容。

在关联交易中,关联方是指“在企业经营和财务决策中,一方有