



# 独立董事独立性、关联销售和公司价值的相关性理论分析

——基于《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的政策影响

徐高彦

**摘要:** 在中国,异常关联交易容易成为大股东掏空企业价值和经理层进行盈余管理的工具。2001年8月16日颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,要求独立董事对重大关联交易实行监管并发表独立意见。基于对独立董事独立性和关联销售价值理论的分析,独立董事为维护其声誉和话语权、证明其专业水平、规避法律风险,客观上促使大额关联销售比重下降,减弱了经理层盈余管理动机的可能性,间接提升了公司价值,有助于经济效益的提高。

**关键词:** 关联销售; 独立董事; 独立性

企业集团的关联交易,作为内部市场的一种交易方式,能够使子公司通过内部交易弥补外部不发达市场上无法实现的机能(Khanna 和 Palepu,1997)。例如,它有助于减少交易的不确定性,降低交易成本,有利集团公司的整体战略。然而,关联交易也可能被用来实现资金和利润的转移而损害公司和股东利益(T. J. Wong et al. ①,2003;李增泉②,2004)。本文定义这类交易为异常关联交易。在中国,异常关联交易可能成为大股东掏空企业价值和经理层进行盈余管理的工具。因此,监管者制定了一系列的监管政策和法律法规③,以减少这一机会主义行为。其中,2001年8月16日颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》④,是将关联交易与公司内部治理联系起来的一项法规。该意见明确了独立董事作为公司治理中来自外部的力量在关联交易中应起的作用。本文通过对关联交易的价值判断、独立董事发挥独立性⑤的作用分析,在《指导意见》对独立董事监管重大关联销售⑥的要求下,分析了独立董事有怎样的动机对大额或异常关联销售进行

① T. J. Wong, et al. "Earnings Management and Tunneling Through Related Party Transactions: Evidence From Chinese Corporate Groups", *EFA 2003 Annual Conference Paper* NO. 549

② 李增泉、孙 铮、王志伟:《“掏空”与所有权安排——来自中国上市公司大股东资金占用的经验证据》,载《会计研究》2004年第12期。

③ 本文研究的时间范围内,我国上市关联交易有关的法律法规沿革情况:《中华人民共和国公司法》(1994.7.1)。《企业会计准则——关联方关系及其交易披露》(1997.7.1)。《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(2001.8.16)。《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》(2001.12.10)。《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》。《关于公开发行证券的公司重大关联交易等事项的审核要求》(2002.2.9)。《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》(2003.8.28)。

④ 下文简称《指导意见》。

⑤ 本文将独立董事的声誉、独立董事的专业背景、独立董事人员的比例认为是表征独立董事独立性的三方面。

⑥ 根据《指导意见》,本文认为超过300万的关联销售为大额关联销售。由于关联销售占关联交易的比重较高,在上市公司中频繁发生;同时考虑到关联销售类型比较单一,因此,本文选择关联销售(含劳务)作为研究对象。

监管,进而减少管理层盈余管理的动机,有助于提升公司的价值。

## 一、有关关联交易的价值分析

对于发展中国家,由于外部市场发展的薄弱性,创造内部市场,可以使资源得到更有效地配置。企业集团作为内部市场的一种组织形式,可以使子公司通过内部交易弥补外部不发达市场上无法实现的机能(Khanna 和 Palepu,1997)。正常的关联交易由于交易双方的相互熟悉,大大节省甚至避免了非关联交易过程中必须发生的搜寻、比较、谈判等交易费用,提高交易的稳定性,避免外部不利市场环境的影响(Cook,1977)。肖星、王琨(2006)的研究提供了中国企业集团成员企业的价值显著优于同行业的经验证据。从这一研究可以推论,企业集团的内部市场提升了成员企业的价值,企业集团的经营行为是理性的。高雷等(2006)提出了“效率增强观”,他们认为企业集团利用关联交易可以在内部市场减少交易成本,在信息充分的条件下降低交易风险,通过资源的共享与再分配,减少融资约束<sup>①</sup>。因此,基于企业集团内部市场发生的关联交易,从理论上和实践中,都具有提高企业效率和企业价值的一面。

但更多的研究认为,关联交易常常会成为人们掏空公司价值和进行盈余管理的工具。Lopez-de-Silanes & Shleifer(1999)和 Johnson(2000)的研究显示,拥有控制权的大股东侵占其他股东利益所形成的利益冲突,会夺取上市公司的发展机会,在集团公司内部交易中转移上市公司的利润,对上市公司价值破坏,并严重地损害其他股东的利益。其后,许多经验证据(Bae et al<sup>②</sup>,2002;Claessens et al,1999,2002;Bertrand<sup>③</sup>,2002)都提供了在集团公司内部大股东利用关联交易实施的掏空行为的证据,这种利益冲突和掏空行为会对企业产生价值破坏。另一方面的研究表明,关联交易的动机不是单纯地提高效率或者破坏企业价值,而是调节利润和盈余报告的手段之一。Jian 和 Wong (2003)发现,上市公司存在通过产品购销关系来操纵盈余的机会主义行为。Aharony et al(2006)的研究指出,以关联交易为手段的控股股东的支持行为和利益转出行为出现在 IPO 的前后,这两种行为兼而有之,而关联交易作为务实型盈余管理方式服务于特定目的的盈余调节,实际上其履行了盈余管理的功能。刘峰、贺建刚(2004)认为,从利益输送的角度看,大股东从上市公司取得利益的手段包括发放现金股利、直接与间接占用资金、关联资产购销、关联产品购销以及其他手段,并且它们之间存在相互替代效应。而 Scott(2006)认为关联交易是好坏参半的,既可能带来效率(如激励管理层,缓解合约冲突),也可能损害效率,带来价值损失。因此,本文认为在不违背集团公司价值最大化的前提下,如果关联交易有特别目的的话(即关联交易的发生不是正常经营所需),关联交易更可能被控股公司和上市公司用来进行盈余管理,其机会主义行为的特性可能带来价值减损,并影响效率。

## 二、独立董事独立性作用研究

独立董事制度,作为解决“一股独大”股权制衡问题的途径之一,由 20 世纪 90 年代从西方引入我国。我国的独立董事制度相对西方发达国家起步较晚<sup>④</sup>,独立董事在我国的引入主要是代表中小股东监督大股东,以缓解我国股权高度集中所致的大股东缺乏制衡的问题。

独立董事制度设立的初衷是制约内部控股股东,规范经理人行为,提高公司治理水平。大量的文献

①Jian 和 Wong(2003)的研究结论也指出,隶属于集团公司的子公司能产生较多自由现金流的话,他们就会通过向其他成员公司提供宽松的商业信用政策转移资源。

②Bae,et al.“Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups”,*Journal of Finance* 2002(42).

③Bertrand,et al.“Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups”,*Quarterly Journal of Economics* 2002(117).

④独立董事制度最早起源于美国和西方发达国家,1934 年美国颁布的《证券交易法》就涉及了“非雇员董事”(non-employee director)。1940 年美国在《投资公司法案》中对投资公司中的独立董事的比例提出了要求,规定在该类公司中独立董事的比例不低于 60%。由于独立董事制度可以在一定程度上防止非公平关联交易、维护中小股东的合法利益,在西方发达国家极为盛行,其作用和影响正在不断扩大。独立董事制度在我国股份公司的引入,首先是从赴境外证券交易所上市的公司中开始的。由于纽约证券交易所、香港联交所等境外证券交易市场都要求上市公司必须建立独立董事制度,因此,为达到境外证券交易所的上市标准,赴境外上市的公司根据有关要求聘请了独立董事。例如,1993 年青岛啤酒发行 H 股,并按照香港联交所的有关规定设立了 2 名独立董事,从而成为第一家引进独立董事的 H 股公司。

表明,独立董事要充分发挥其监督效力,首先要成为董事会决策行为的主体。由于独立董事仅能通过声明或辞职向其他利益相关者报警,因此董事会的人员构成成为决定董事会运作效率的一个重要因素(Fama和Jensen,1983)。有研究表明,独立董事比例高的董事会比较容易摆脱外界的干预(Strickland等人,1996),增强财务信息的真实可靠性(Raheja,2005),加强监督作用的执行,降低财务舞弊的可能性(Beasley,1996; Dechow等人,1996;刘立国,2003),压缩盈余管理的空间(Klein,2002; Peasnell等人,2005),提供更加透明的财务信息。提高独立董事的比例,有助于通过减少控股股东和中小股东之间的信息不对称,提高控股股东的机会主义成本,将中小股东由于信息不对称状况造成的损失降低到最小(王跃堂等<sup>①</sup>,2008)。因此,要提高董事会的独立性,切实发挥制约控股股东的效力就必须扩大独立董事在董事会中所占的比重,这一点在我国的《指导意见》中也有明确的要求<sup>②</sup>。

为了更好的履行监督职责并发挥其独立性,独立董事人品、专业知识和能力成为重要保障。外部董事与内部董事之间信息获取能力的替代程度会影响到公司治理的效率(Williamson,1984)。为了提高公司的治理效率,遏制大股东操纵财务数据,从事机会主义活动,必须聘请具有专业知识背景的独立董事,包括行业、会计和法律等方面的专业知识和实践经验。聘请具有行业专长的独立董事能够抑制管理层的机会主义行为(Johnson et al.<sup>③</sup>,1996)。例如,聘用具有法律背景的独立董事能够约束公司管理层的违法行为,减少公司面临的信息披露诉讼风险(王跃堂,2008<sup>④</sup>)。聘请具有会计背景的独立董事有助于发现财务舞弊,加强财务报告的可靠性(Agrawal和Chadha,2005),减少盈余管理行为(Park和Shin,2004)。除了独立董事的专业知识,行业“声誉”也是衡量独立董事能力和品质的重要机制。独立董事为了保持并提高其在职业市场上的声誉资本,会在监督的过程中努力维持高的“声誉”,以增加被雇佣的机会和薪酬(Fama和Jensen,1983; Cotter<sup>⑤</sup>,1997)。上市公司与独立董事动机的相互作用下,独立董事具有花瓶效应、决策效应和风险回避效应(唐清泉,2005)。

### 三、独立董事对大额关联销售抑制作用的分析

我国特殊的政治经济制度背景,造成了大量异常关联交易的存在。由于我国市场经济不够完善,一定数量的上市公司是由原国有企业分拆或剥离重构而来的(Aharony et al. 2000),这使得上市公司和原来的母体或母系成员之间维持着大量的内部市场交易。而关联交易的隐蔽性,使其在内部交易中缺乏讨价还价的价值公允性。

从内部结构来看,我国特有的公司治理特征成为大量异常关联交易被不合理利用的内在原因。由于历史原因,我国的股权集中度较高。国有股和国有法人股比例普遍较大,流通股比例较小,因此中小投资者的利益容易受到大股东和大股东集团的侵占。某些控股股东利用其控制地位,使用关联交易谋取自身利益。在重大关联交易中,大股东经常以不合理的高价将其产品或劣质资产出售或置换给上市公司,换取上市公司的现金或优良资产,或者以不合理的低价从上市公司购买产品或资产,甚至不支付价款,致使上市公司应收账款不断增加、资金被长期占用,直接严重影响上市公司正常生产经营,最终影响公司价值。另外,我国评估和审计等中介机构尚不发达。对关联交易有效监督的缺乏,加剧了不合理关联交易滋生的情况。

为了通过外部监督减少管理层通过关联交易进行盈余管理的机会主义行为,2001年8月16日颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》规定,上市公司拟与关联人达成的总额高于300万元或高于上市公司最近经审计净资产的5%的关联交易,应得到独立董事的认可;上市公司的股东、

①王跃堂、朱林、陈世敏:《董事会独立性、股权制衡与财务信息质量》,载《会计研究》2008年第1期。

②《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》要求2003年6月30日前各上市公司董事会成员中至少应包括1/3的独立董事。在重大关联交易的问题上,应有二分之一以上的独立董事同意后,方可提交董事会讨论。

③Johnson, et al. "Boards of directors: A Review and Research Agenda", *Journal of Management* 1996( 22).

④《董事会独立性、股权制衡与财务信息质量》,载《会计研究》2008年第1期。

⑤Cotter et al. "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?" *Journal of Financial Economics* 1997(43).

实际控制人及其关联企业对上市公司现有或新发生的总额高于 300 万元或高于上市公司最近经审计净资产的 5% 的借款或其他资金往来,独立董事应发表独立意见。这是监管机构对独立董事履行职责的明确规定,根据这个规定,公司有无重大关联交易成为独立董事需要关注的重点。

此外,2004 年 9 月 27 日,中国证监会发布的《关于加强社会公众股股东合法权益保护的若干规定征求意见稿》中,有一小段重要的表述,“证监会将用独立董事的良知与公信,去呵护小股民的弱势,在防止关联交易……三个问题上,独董们拥有特别职权”。在重大关联交易的问题上,应有二分之一以上的独立董事同意后,方可提交董事会讨论。这也说明独立董事有充分的集体话语权来监督重大关联交易。

《指导意见》这一强制性经济制度使得独立董事对大额关联销售产生了明显的抑制作用。首先,对沪深两市 A 股 1998 年至 2004 年的关联销售(含劳务)的数据进行基本描述,如图 1—图 4。由图 1 可见,1998~2004 年,年均关联销售的笔数与年均大于 300 万元的销售笔数都是基本呈现增长趋势的,但前者的增长更为明显。1998 年两者分别为 3.03、1.98,2001 年分别为 3.98、2.40,2002 年分别为 4.96、2.75,而 2004 年分别为 5.26、2.64。图 2 显示了年均大于 300 万元的关联销售占总销售笔数比例的变动情况。1998 年这一比例为 72%,2001 年为 65%,2002 年为 56%,到 2004 年这一比例仅为 52%。比例是不断下降的。

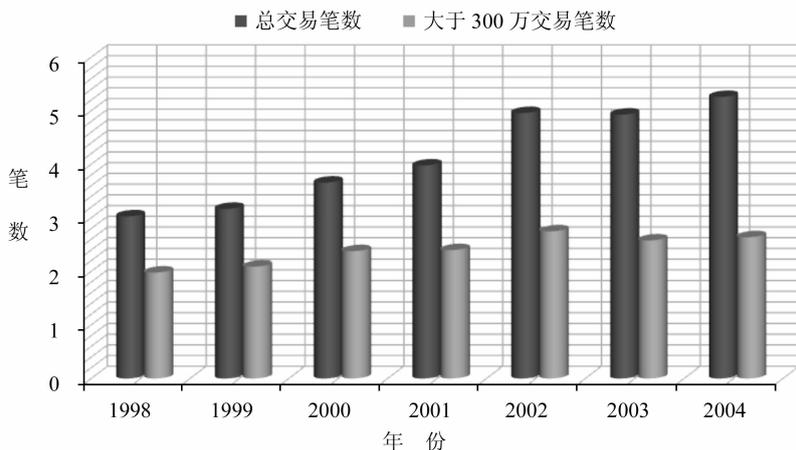


图 1 年均关联销售笔数变动情况

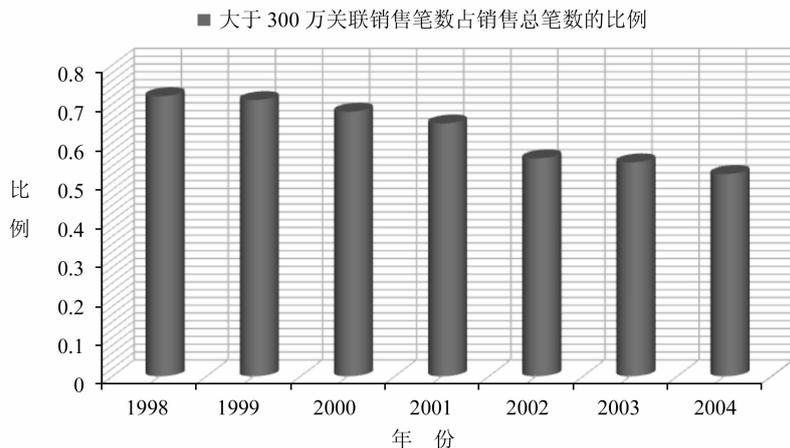


图 2 大于 300 万元的关联销售笔数占总销售笔数比例变动情况

图 3、图 4 可以看出更直观的变化。1998~2004 年,公司年关联销售金额的平均数和中位数总体呈现下降趋势,尤其是 2001 年的关联销售金额发生大幅下降,2001 年关联销售金额的均值和中位数分别为 6.82、0.15 亿元,而 2002 年的均值和中位数分别为 0.98、0.09 亿元。

通过对上述图的分析,可以得出大额的关联销售无论是从金额还是从发生的比数都呈现出了下降

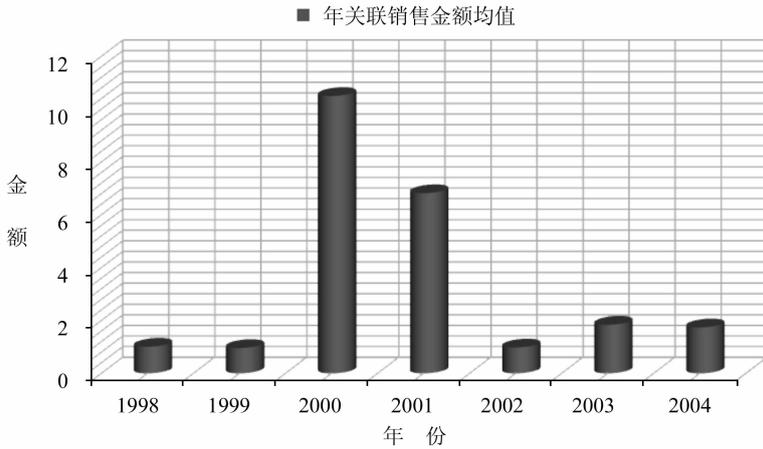


图 3 年关联销售金额均值变动情况 (单位: 亿元)

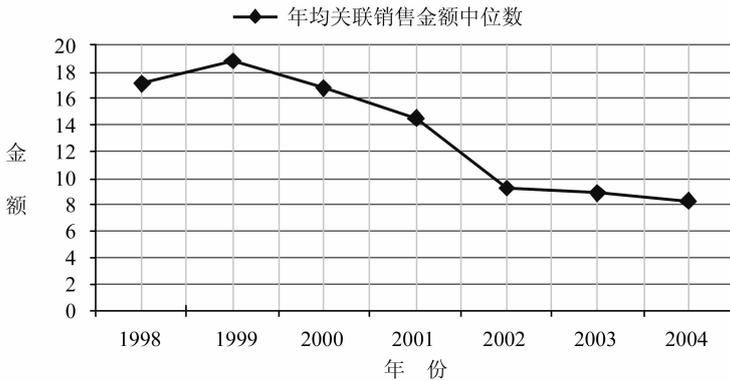


图 4 年关联销售金额中位数变动情况 (单位: 千万)

的趋势。2001 年以前,关联销售的金额较大,使得外部投资者对大股东或者管理层可能利用关联交易进行盈余操纵等机会主义行为的担忧随之上升。洪剑峭和方军雄<sup>①</sup>(2005)的研究证明当上市公司向其关联方的商品销售达到较大比重时,其报告的会计盈余数据具有较低的价值相关性。《指导意见》这一强制性经济制度会对独立董事的监管行为产生重要影响。对独立董事而言,独立董事如果能站在客观公正的立场上保护股东(特别是中小股东)利益,满足市场监管者的要求,就会通过自身的专业特长识别公司经营的危险信号,对公司的违规或不正当行为提出警告。同时独立董事出于声誉、专业能力的认可、对违规等不当行为的风险规避的目的,仍在一定动机下独立于利益集团,在监督公司经营管理、提高公司绩效和保护股东权益等方面发挥作用。独立董事对 300 万元以上的关联销售予以更多的关注,通过其专业性鉴别大额关联销售背后有否盈余操纵的动机,同时确保继续留存的大额关联交易不会引发自身的法律风险。这一行为使得经理层或控股股东为避免超过 300 万元关联销售引起独立董事的关注,产生了将大额销售分拆化小的动机。有研究认为关联交易份额较小时很可能不是为了盈余操纵的目的,而是正常的交易安排(杜滨,2001;Ming Jian 和 T. J. Wong,2003)。只有当关联交易的比重上升,交易额达到巨大规模时(或者其对达到利益输送或者盈余操纵的目的具有实际意义时),外部投资者对大股东或者管理层可能利用关联交易进行盈余操纵等机会主义行为的担忧才随之出现。原红旗<sup>②</sup>(1998)发现关联交易容易受到控制方的随意操控,如果关联交易信息披露不规范,会使得外部投资者可能对上市公司实施关联交易的目的产生疑虑。正是这两者相互作用,共同决定了关联交易对企业会计盈余进而对企业价值的影响。总的来说,这两种力量对关联交易的影响与关联交易所占的比重相关。

①洪剑峭、方军雄:《关联交易和会计盈余的价值相关性》,载《中国会计评论》2005 年第 3 期。

②原红旗:《从中期报告看关联交易:现实问题与理性思考》,载《会计研究》1998 年第 4 期。

最重要的表现在，市场对较低比例的关联交易似乎比较认可，并不影响盈余数据的价值相关性。因此，基于《指导意见》以后独立董事对于重大关联交易的监管要求，在降低了关联销售比重的同时，会对会计盈余带来正向影响，从而提升企业价值。

#### 四、研究结论与政策建议

##### （一）研究结论

我国特殊的制度背景下容易产生易于被盈余操纵的大额关联交易，在《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的要求下，独立董事作为公司治理结构的重要组成部分，出于对自身声誉的保护、专业能力的体现及对违规等不当行为的风险规避等目的，会履行对重大关联交易的监督职责。从而引发了管理层将其分拆化小，以减弱被独立董事识别盈余管理动机的可能性。而市场对较低比例的关联销售似乎比较认可，同时通过独立董事专业性的识别，真正能续存的大额关联销售可能本身就含有较少盈余操纵的信息含量，并不影响盈余数据的价值相关性，从而有助于企业价值的提升。

##### （二）政策建议

1. 完善独立董事的激励和选聘机制。独立董事为了追求自身利益，容易无视大股东侵占公司资源等行为，间接损害了中小股东的利益。尽管本文的研究表明独立董事的声誉、独立董事人员的比例对大额关联销售的发生有显著的抑制作用，但其专业性对大额关联销售的抑制作用并不显著。由此可以表明，其专业性的发挥有可能在于他们能够通过专业知识鉴别大额关联销售背后是否有盈余操纵的动机，从而确保继续留存的大额关联交易不会引发自身的法律风险。但是，如果没有类似《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》这样的法律规范，其专业性可能就会在利益最大化的动机下成为公司股东“钻空子”的谋划者（我国独立董事一般由董事会、监事会和单独或共同持股 1% 以上的股东提名，由股东大会通过。），进而损害公司的利益。因此要给予独立董事合理的报酬，建立相对独立的选聘机制，激发独立董事的工作热情，让其发出声音。如果独立董事与高管产生了利益纠纷，应在法律条款上予以补偿。

2. 在完善激励、选聘机制的基础上，应细化独立董事对于关联交易的监管职责。不仅仅要求关注大额关联交易，更应该关注关联交易价格高低的动机和影响，尤其是提高短期利润以满足其他融资需求的动机。同时，对于大额关联交易的划定也应该考虑不同行业的影响。

---

■ 作者简介：徐高彦，南京大学管理学院博士生，江苏 南京 210093。

■ 责任编辑：于华东

