

来源:上海证券报

资本市场上，提到上市公司关联交易，很多人往往在直觉上就警惕三分，担心其中“藏污纳垢”。其实，关联交易是企业节省成本、提高效率、促进内部资源整合的惯常做法。只要公允适度，本该堂堂正正、理直气壮。但在实践中，不少关联交易却披着公平合理的马甲，内里利益暧昧、瓜田李下，甚至成了有心人利益输送、掏空上市公司的工具。关联交易中，有哪些“坑”要当心，值得仔细扒一扒。

最常见的是资产交易。常规的交易，买卖双方讨价还价，往往寸步不让、锱铢必较，表面上双方公平协商，背后的权利义务也均衡对等。但有些交易，看似合情合理，实则蹊跷不少。有家公司打算斥资36亿元，收购控股股东的煤化工资产。资产大多处于在建状态，之后要投产还需投入上百亿元的资金。交易双方把资产前景描绘得很丰满，却对骨感的现实只字不提。还有一些企业，向大股东购买的资产，与自身主业风马牛不相及。一家制造公司以9亿元购买大股东所持资管公司的少数股权，偏说是看好这个领域。这般“义无反顾”地切入一个全然陌生、风险极高的行业，倒像是“周瑜打黄盖”的安排。更有甚者，明明对资产没有需求，“创造”需求也要上。有家林业公司前脚“哭穷”流动性紧张，后脚就“豪掷”8000万元购买控股股东百余套公寓和车位，称用于办公和产品展示。作为林业企业，为什么需要这么多公寓办公，又有什么产品要展示？公司却语焉不详。

还有关联担保。表面上看，这种担保大多有反担保等安排，谁也没占便宜，但实则暗藏玄机。往往双方信用并不对等，与其说是互保，倒不如说是公司单方面的信用“输出”。有家公司，押上全部身家为大股东到期的质押融资提供上亿元担保。名义上是有个互保协议，实际上大股东早已全盘质押、债务逾期，这样的反担保无异于一张空头支票，公司面临巨大的风险敞口。这种信用支持还有更复杂的。有家公司参股了大股东的关联企业，设计与其复杂的交易安排。变着花样对其大力“扶持”，上游向这家关联企业的指定方采购，下游对其优先销售，长期交易金额巨大，公司自身毛利却低得可怜，还垫付大额资金，外加超比例连带担保、财务资助。这样不合常理的“照顾备至”，葫芦里卖的是什么药，不言自明。

再有共同投资。说起来是风险共担、收益共享，但有时上市公司出工又出力，却对投资标的白忙一场，最后转交了事。这样的例子，在地产企业中最为常见。有家上市房企与实控人合作成立多个地产项目公司，均由上市公司控股。公司又是借款担保，又是拿地开发，眼看就要“媳妇熬成婆”，却在项目要产生收益时，把所持股份转给实控人。类似的还有投资的商业机会。有家公司原本跟第三方签好了资产购买协议，只欠交割，不料实控人横插一脚，直接收购了标的资产的上层公司，也未按关联交易披露和履行决策程序。且不说这标的买得到底值不值，反正公司看好的商业机会白白“孝敬”了实控人。

更为隐蔽的，是关联交易非关联化。有了“非关联”这层保护衣，大股东套取上市公司利益更加肆无忌惮。当年保千里曾大举对外投资、收购多家标的公司。表面上看，标的资产与公司毫无关联，最后却被查实为实控人所掌控。最终，标的公司通过“十八般武艺”把增资款腾挪套走，公司35亿元巨款有去无回。还有家公司，与人签订采购合同，先行向供货方预付大笔资金，甚至提供巨额借款。对方无法依约供货后，再通过司法和解，找了一堆未经评估、价值不知几何的资产一抵了之。这背后，公司5.5亿元白白流出，投资者只能徒唤奈何。

如此说来，不少关联交易在看似合理的形式掩盖下，上市公司和投资者的利益不声不响地被侵蚀、被掏空，着实令人触目惊心。实际上，制度设计对关联交易已经着力颇多，设置了更高的披露标准和更严格的决策程序。披露标准上，对关联交易金额设置了更低的披露门槛，公司更容易触发披露义务；决策程序上，关联股东和董事都需回避表决，避免其对决策的不当影响；对关联担保，更是无论金额大小都要求披露，并通过董事会和股东大会的审议。规则上滴水不漏，监管中也是严防紧盯。在实践中，交易所立足信披，对一些明显不合理的关联交易，都会要求公司说清楚。部分难以自圆其说的交易，或调整交易价格、付款方式等，或自行终止。但仍有不少漏洞百出的关联交易堂而皇之地通过股东大会。

这些交易，明眼人稍加甄别便能发现端倪，但为何最终还是能走完流程、顺利实施？不少交易在大股东回避表决的情况下，依然高票通过。这背后，是市场上不少投资者更关注博取股票波动价差，对公司的长期经营并不在意。有一家染料企业，大股东甩卖农药资产不成，找到上市公司，由其溢价8倍、逾9亿元现金接盘。监管问询、风险提示接连不断，交易还是在关联方回避的情况下顺利通过。果不其然，标的过户仅两个月即停产，收购当年就业绩下滑，业绩承诺化作泡影，公司给出去的真金白银早已打了水漂。回头来看，若投资者当初在股东大会上能够多发挥些作用，这种情况也许就能避免。

说到底，市场的事最终还是要交给市场来规范。关联交易中，市场机制能否发挥作用，很大程度上离不开投资者的积极参与。这又与长期投资、价值投资的市场文化密切相关。自助者，人恒助之。如果大家都觉得自己不是最后一棒、事不关己，那些不合理、不公平就会越来越多，最终还是要有人买单。哪怕手里只有一票，也该让它掷地有声。可喜的是，市场上已有多单关联交易被股东大会否决的案例，市场的力量正在发挥更积极的作用。有几单案例中，公司跨界收购大股东服饰企业、与流动性紧张的实控人下属财务公司开展金融合作、为信用存疑的控股股东提供巨额担保等，都被投资者用手中的票拦了下来。当然，还要有责任约束。对那些别有用心关联交易，新证券法下的民事赔偿、行政乃至刑事责任追究，一个都不能少。这些只有落到了实处，那些居心叵测、总想蹭点上市公司便宜的关联方才会有所敬畏、知难而退。（记者 徐锐）