

关联交易、公司治理与国有股改革 ——来自我国资本市场的实证证据*

陈晓¹ 王琨²

(清华大学经济管理学院, 北京 100084)

【摘要】近年的大量恶性案例表明关联交易已经成为我国上市公司治理的一个严重问题。本文在全面分析1998—2002年间我国上市公司关联交易总体状况的基础上,从不同角度考察了关联交易与股权结构之间的关系。研究表明,关联交易的发生规模与股权集中度显著正相关,持股比例超过10%的控股股东数目的增加会降低关联交易的发生金额和概率。此外,控股股东间的制衡能力越强,发生关联交易的可能性越低、金额越小。这些发现为通过增加控股股东数目,改“一股独大”为“多股同大”来改善我国上市公司治理结构、保护投资者利益的改革思路提供了实证证据。

【关键词】公司治理 关联交易 股权结构 一股独大 多股同大

一、问题的提出

由于众所周知的原因,我国的上市公司多系国有企业改制而成,与改组前的母体公司及其下属企业之间存在着千丝万缕的联系,与控股大股东发生了大量的关联购销、资产重组、融资往来以及担保、租赁等行为。以中小股东的利益为代价,控股股东频繁利用这些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。关联交易中存在的典型问题大致可划分为五类:1)大股东利用自身控股地位采取资产置换等手段“掏空”上市公司;(2)为了取得配股资格或满足其他业绩包装的需要,上市公司与关联方合谋进行利润操纵;(3)为了配合二级市场炒作,利用关联交易制造题材;(4)利用关联交易转移利润,逃避税赋;(5)大股东利用上市公司担保获取(有时是骗取)银行贷款。在实证研究方面,秦前(2003)的大样本研究发现控股股东利用各种关联交易在配股前对上市公司进行“输血”、配股后“抽血”的迹象十分明显。

种种恶意关联交易的存在,造成上市公司披露的会计报表信息失真,误导并损害了中小股东的合法权益,导致投资者投资意愿淡薄,严重影响了我国资本市场的健康发展,关联交易也因此成为相关监管机构关注的重点,我们的粗略统计表明,自1997年1月至今,财政部、证监会和国家税务总局就关联交易问题发布近20项规定。然而,从“农凯”系到“德隆”系,从棱光实业到阿达曼,一系列给投资者带来数亿甚至上百亿以上损失的事件表明,上市公司的关联交易问题仍然没有得到有效的控制。这些事例表明仅靠政府监管政策无法有效抑制以关联交易为特征的我国上市公司治理问题。

本文以关联交易和公司股权结构之间的关系为研究对象,探索从根本上缓解上市公司治理问题的机制性安排,主要研究命题为:上市公司的关联交易行为是否在统计意义上与股权结构相关?尽管我国上市公司的中小股东(主要是流通股股东)对包括关联交易在内的公司重大决策没有发言权,但多个控股股东^①共存的股权结构是否会影响上市公司的关联

*本文是国家自然科学基金项目(70473046)的阶段研究成果。

^①控股股东为有实力进入董事会或影响股东大会结果的股东,本文定义持股比例大于10%的股东为控股股东。当公司股东持

交易决策？对这两个问题的回答有可能帮助我们找到在现有条件下改善我国上市公司治理结构、有效保护中小投资者利益的可行之路。

二、研究假说

围绕股权结构与公司治理之间的关系，近三十年来国外学者开展了深入的研究，积累了相当多的文献资料。从Modigliani和Miller（1958）的投资现金流理论，到Jensen和Meckling（1976）的契约理论，再到Grossman、Hart（1986）和Hart、Moore（1990）的产权和剩余控制权理论，我们不难发现这一领域的研究越来越强调公司治理对投资者利益的保护。以La Porta等人（1998，2000）为代表的经验研究则表明不同法律体系对投资者保护效力的差异是导致国家之间公司治理和股权结构差异的根本原因。

由于在法律和经济体制上的差异，以非流通国有股为主的股权结构决定了我国上市公司治理结构显然不同于以上任何一类，其主要特征是国有控股但国有大股东“虚位”，极易形成内部人控制上市公司活动，以及非流通股股东与流通股股东之间权利和利益不一致的局面。这些特征决定我国公司治理的主要问题是保护中小流通股股东的权益，具体而言是如何避免母公司“掏空”上市公司，如何防止上市公司与母公司为了达到配股、增发、避免退市以及操纵股价等其他目的，串通起来误导甚至欺骗市场的行为发生。

意识到中国的公司治理问题与世界其它国家存在着相当大的差别后，我国学者以国内上市公司的股权结构和公司治理行为为基础作了大量的研究。这些研究主要集中在五个方面：股权结构与企业业绩的关系（如陈小悦、徐晓东，2000），董事会的结构变化（如邹风、陈晓，2002），公司高级管理人员更换与企业业绩间关系（如朱红军，2002），资产重组与控制权转移（如陈信元、张田余，1999）和大股东控制（如李东平，2001）。尽管这些研究从不同的侧面揭示了我国公司治理与股权结构之间的关系，但普遍存在的一个共同问题是，均简单地从国有股、法人股和流通股的角度考察股权结构问题，几乎没有涉及控股股东之间相互制约的关系对公司治理的影响，且研究的对象主要集中在股权结构与公司业绩的关系上，未能直接以关联交易这类由我国上市制度所决定的特有的公司治理问题为对象进行探讨。

由于所持股票不能流通，造成以国家股和法人股为代表的控股股东与中小流通股股东有着不同的利益来源，前者主要来自公司的剩余收益，后者则以股票升值为主。对于那些缺乏发展潜力的公司来说，剩余收益的取得存在很大的不确定性，于是公司的控股股东（或实际控制人）可能会利用其对公司的控制权，通过关联交易将上市公司的资产和利润合法地转移给第三方（控股股东集团中的公司）或者将自身风险转嫁给上市公司，因此可以预期控股股东的控股比例越高，发生关联交易的可能性就越大。然而，由于不同控股股东的利益存在差异，控股大股东的数量越多、持有股权的比例越接近，关联交易发生的可能性也就越低。因为在这种情形下，如果关联交易议案带来的利益在控股股东间分布不平衡，甚至有损于某些控股股东的利益时，就难以在董事会获得通过。为此，我们提出了本研究的四个基本假说：

H1：关联交易的发生金额与第一大股东持股比例正相关；

H2：关联交易的发生金额与控股股东的数量负相关；

H3：关联交易发生的概率与第一大股东持股比例正相关，与控股股东的数量负相关。

H4：当公司存在多个控股股东时，控股股东持股比例越接近，关联交易发生的金额和

概率越低。

三、数据来源与描述性统计

1997年5月，中华人民共和国财政部颁布了《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》，来规范关联方关系和关联交易的披露问题。同年6月，中国证券监督管理委员会发布了《关于上市公司编制1997年度中期报告若干问题的通知》，要求存在关联交易的公司，在财务报表附注中，按照《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》的要求，对关联方关系和关联交易进行披露。由于在此“通知”以前，关联交易的披露是自愿的，资料不完整，而强制披露的第一年由于企业的理解不一，也没有统一的编报格式，关联交易的数据提取比较困难，可比性较低，因此我们将本文的研究对象锁定为1998至2002年间在深圳和上海证券交易上市的所有A股公司。

本研究所用数据均采自证监会网站公布的经注册会计师审计的公司年度报告。以《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》中对于关联交易类别的定义为基础，我们将全部关联交易划分为12大类，分别是：从关联方购买商品（购买商品），向关联方销售商品（销售商品），与关联方之间的资产股权性交易（资产股权交易），与关联方之间的费用收入分担行为（费用收入分担），为关联方代理的费用或收入（代理费用收入），与关联方之间的租赁行为（租赁），与关联方之间的担保抵押交易（担保抵押），与关联方之间的管理方面的合同（管理合同），与关联方共同进行的研究开发项目（研究开发项目），与关联方之间的资金往来（提供资金），与关联方之间的许可协议（许可协议），以及与关联方的共同投资。除了最后一种关联交易由于发生频率很低，难以进行有价值的分析外，其他各项交易的描述性统计见表1。表1显示，在全部关联交易中，“购买商品，销售商品，资产股权性交易，租赁，担保抵押，以及提供资金”的行为发生最为普遍。在各年中，发生这六类关联交易的上市公司占全体上市公司的比例均在20%以上，且有逐年上升的趋势。

表 1 1998—2002 年度发生关联交易公司的比例

	1998 年度		1999 年度		2000 年度		2001 年度		2002 年度	
	样本数量	比例	样本数量	比例	样本数量	比例	样本数量	比例	样本数量	比例
购买商品	352	0.43	428	0.52	0.46	557	627	0.55	673	0.56
销售商品	415	0.50	495	0.54	572	0.54	650	0.57	692	0.57
资产股权交易	192	0.23	262	0.28	343	0.32	431	0.38	447	0.37
费用收入分担	114	0.14	158	0.17	222	0.21	251	0.22	290	0.24
代理费用收入	64	0.08	80	0.09	103	0.10	114	0.10	126	0.10
租赁	201	0.24	281	0.3	417	0.39	505	0.44	552	0.46
担保抵押	206	0.25	301	0.33	413	0.39	547	0.48	671	0.55
管理合同	36	0.04	48	0.05	60	0.06	75	0.07	70	0.06
研究开发项目	16	0.02	23	0.02	26	0.02	33	0.03	29	0.02
提供资金	228	0.28	309	0.33	339	0.32	385	0.34	379	0.31
许可协议	75	0.09	91	0.10	121	0.11	139	0.12	134	0.11
发生关联交易的公司数	670	0.81	820	0.89	964	0.91	1067	0.94	1125	0.93
全体 A 股上市公司	827	NA	925	NA	1062	NA	1141	NA	1212	NA

注：表中比例为发生相应类型关联交易的公司数量与全部 A 股上市公司数量之比。

上市公司究竟在与哪些关联方进行交易？为了回答这一问题，在收录关联交易数据的

过程中，我们将关联方细化为第一大股东集团、第二大股东集团、第三大股东集团、非股东关联方和其他关联方五大类。其中，第一大股东集团包括了上市公司第一大股东自身、第一大股东的母公司、以及第一大股东母系集团内部的所有成员。对于第二和第三大股东我们运用同样的标准，从而得到第二大股东集团和第三大股东集团。非股东的关联方指的是那些与上市公司之间不存在直接股权控制关系的关联机构，如同一关键人的公司等等。除此以外的关联方，定义为其关联方。在逐年逐次的分类收录上市公司所有关联交易的数据后，我们得到了关联交易频率与关联方关系的统计情况（表2）。从表2的统计数字中我们看到，各类关联交易绝大多数都发生在上市公司与其第一大股东集团之间。其中，在向关联方出售商品、从关联方购买商品、费用收入分担、代理费用与收入。租赁和许可协议这几项关联交易中，与第一大股东集团之间发生的交易占同类交易的70%左右。这与我国上市公司大多是由国有企业脱钩改制而来的特殊背景相吻合。

表 2 与关联方发生交易的频率

关联交易方式	总样本	非股东的关联方	第一大股东集团	第二大股东集团	第三大股东集团	其他股东
购买商品	5895	1440	3999	220	84	152
比例(%)		24.43	67.84	3.73	1.42	2.58
销售商品	6763	1848	4396	230	94	195
比例(%)		27.33	65	3.4	1.39	2.88
资产股权交易	6302	1005	4618	402	102	175
比例(%)		15.95	73.28	6.38	1.62	2.78
费用收入分担	1426	196	1139	42	16	33
比例(%)		13.74	79.87	2.95	1.12	2.31
代理费用收入	689	135	525	13	5	11
比例(%)		19.59	76.2	1.89	0.73	1.6
租赁	3045	446	2365	143	36	55
比例(%)		14.65	77.67	4.7	1.18	1.81
担保抵押	4284	2030	1947	155	40	111
比例(%)		47.39	45.45	3.62	0.93	2.59
管理合同	393	95	266	20	3	9
比例(%)		24.17	67.68	5.09	0.76	2.29
研究开发项目	164	45	89	17	1	12
比例(%)		27.44	54.27	10.37	0.61	7.32
提供资金	3019	921	1835	130	41	92
比例(%)		30.51	60.78	4.31	1.36	3.05
许可协议	600	63	518	17	0	2
比例(%)		10.5	86.33	2.83	0	0.33

上市公司能够如此大规模地使用关联交易可能与控股股东的高持股比例有着直接的关系。在

表3中，我们对1998到2002年度上市公司的大股东持股情况逐年进行了统计。统计结果表明，尽管第一大股东的持股比例在这五年间有所下降，但无论是均值还是中值都保持在40%以上，表明“一股独大”的现象对于我国上市公司而言始终相当严重。第二大股东的持股比例略有上升，但与第一大股东相比相差甚远。然而，从持股比例的分布状况看出，相当数量上市公司的第二大股东的持股已经达到10%—30%。截止2002年底，共有398家上市公司

的第二大股东持股超过10%。第三大股东的持股多在10%以下，均值处于3%—4%之间。不过从1998到2002年，持股比例超过10%的第三大股东数目也从50个增加到90个。

这些统计数字表明，一方面，我国特殊的上市制度致使第一大股东的持股比例居高不下，为其利用关联交易操纵公司利润、侵犯上市公司和公司其他股东的利益创造了条件。另一方面，这些统计数字也告诉我们，有相当一部分公司存在着两个以上的大股东，这为我们研究控股大股东间的制衡作用创造了条件。在本文的下一部分，我们将从四个不同角度来考察股权结构与关联交易之间的关系，检验本文所提出的四个研究假说。

表 3 上市公司控股股东持股比例分布

	时间	股东持股比例(%)分布				检验样本	持股比例(%)	
		0—10	10—30	30—50	> 50		均值	中值
第一大股东	1998	13	204	273	351	842	45.24	44.44
	1999	8	233	302	394	938	45.37	44.54
	2000	8	280	334	463	1087	45.26	44.55
	2001	9	298	325	432	1066	44.00	43.33
	2002	10	356	361	476	1205	43.50	43.00
第二大股东	1998	593	233	13	NA	842	7.71	4.53
	1999	650	270	14	1	938	8.30	4.88
	2000	728	333	21	NA	1087	8.34	4.99
	2001	704	338	19	NA	1066	8.46	5.08
	2002	779	398	24	1	1205	8.87	5.59
第三大股东	1998	789	50	NA	NA	842	3.19	1.88
	1999	881	55	NA	NA	938	3.25	1.91
	2000	1009	77	NA	NA	1087	3.29	1.87
	2001	983	82	NA	NA	1066	3.31	1.83
	2002	1111	90	NA	NA	1205	3.43	1.96

四、统计检验与结果分析

1. 第一大股东持股比例与关联交易规模

参照公司法的规定，我们按第一大股东持有的股权占上市公司总股本的比例将上市公司划分为三组，分别位于区间：0—30%（有影响），30%—50%（相对控股）和50%—100%（绝对控股）。针对这三组公司，我们就上市公司与其第一大股东集团之间发生的关联交易总额和其中六类主要关联交易的发生金额进行了比较；为了控制上市公司自身规模对关联交易发生额的影响，我们还选用了关联交易年度发生金额占年末总资产的比重（简称占总资产比重）作为衡量关联交易规模相对程度的变量。采用单因素方差分析（ANOVA），我们检验了各类关联交易的发生金额及其占总资产的比重在不同的第一大股东持股比例区间之间是否存在显著的差异，统计检验结果见表4。

从表4我们可以清楚地看到，第一大股东处于绝对控股区间的上市公司关联交易总额最高，处于相对控制区间的公司总额居中，第一大股东控股比例低于30%的公司总额最低，最高组是最低组的4倍以上。分类看，对于购买商品、销售商品以及租赁这三类关联交易而言，无论是金额还是占总资产的比重都呈现出随第一大股东控股能力上升而增加的趋势，并且均在1%的水平上显著。因此，我们的实证研究结论支持假说一的成立，即控股股东持

股比例越高，上市公司与第一大股东集团之间发生的关联交易金额就越大。

表 4 上市公司第一大股东持股比例与关联交易规模

关联交易类型	规模	第一大股东持股比例(%)			ANOVA 检验
		0—30	30—50	50—100	
	样本	1466	1574	2078	
购买商品	金额	53.68	62.94	298.88	33.87***
	占总资产比重	0.0205	0.0337	0.0817	40.72***
销售商品	金额	40.22	93.25	304.52	13.04***
	占总资产比重	0.0278	0.0495	0.0759	8.98***
资产股权交易	金额	48.36	69.22	121.43	5.19***
	占总资产比重	0.0662	0.0500	0.0472	1.54
租赁	金额	0.33	0.92	5.96	10.56***
	占总资产比重	0.0004	0.0006	0.0041	11.78***
担保抵押	金额	9.87	52.23	38.48	1.11
	占总资产比重	0.0077	0.0611	0.0234	0.95***
提供资金	金额	12.33	7.15	28.37	1.58
	占总资产比重	0.0087	0.0077	0.0082	0.02
关联交易总额	金额	164.79	285.69	797.63	26.21***
	占总资产比重	0.1312	0.2026	0.2405	3.21**

注：***表示检验在 1% 的水平上显著，**表示检验在 5% 的水平上显著，*表示检验在 10% 的水平上显著。

2. 控股股东数目与关联交易规模

上市公司与其第一大股东集团之间的关联交易可能会受到其他控股股东的制约，相对于一般小股东，这些股东有更强的动机和能力参与公司经营活动，与第一大股东相互制衡。为了考察其他控股股东的存在对关联交易的影响，我们首先按上市公司的控股股东数目对样本进行了重新分类。由于拥有 4 个或 4 个以上控股股东的样本太少，不具备统计意义，在此部分我们从总样本中剔除了这些样本，并将余下的样本按控股股东数目的多少分成三个样本组。

表 5 显示，以控股股东数目划分的各样本组的关联交易情况存在着很大的差别。当公司仅仅存在一个控股股东时，上市公司与第一大股东集团之间发生的关联交易总额平均可以达到 4.7 亿元，随着第二个大股东的加入，关联交易总额的均值急剧减少为 3.2 亿元，而存在三个大股东的上市公司，关联交易总额的均值仅为 1.8 亿元。分类检验的结果从整体上也符合这个趋势，不过租赁、担保抵押、提供资金与资产股权交易这四类关联交易在三组样本之间的差异在统计上不显著。总体而言，表 5 的统计结果表明控股股东数目越多，关联交易发生的金额越低，这与本文假说二的预期基本一致。

3. 第一大股东控股比例、控股股东数目与关联交易发生的概率

在初步考察了关联交易规模和控股股东股权结构的关系后，我们进一步考察了控股股东股权结构与关联交易发生概率之间的关系。为此，我们采用了多元逻辑回归模型 (LOGIT)，在该模型中被解释变量为代表关联交易的哑元变量，当某类关联交易发生时，该变量取值为 1，否则为 0。模型的解释变量分别为第一大股东持股比例 (LgSH) 和代表控股股东数目

的虚拟变量D2，D3。^①产模型的控制变量则为有可能影响关联交易发生的公司规模（Size）和负债比率（Lev），遵循此类文献的通行方法，Size为公司当年公布的总资产的自然对数，Lev为公司的总负债与上公司同期所有者权益之比。逻辑回归结果如表6 Panel A和 Panel 所示。

关联交易类型	规模	持股超过 10% 的控股股东数目			ANOVA 检验
		1	2	3	
	样本	3363	1292	282	
购买商品	金额	160.90	117.33	60.85	2.44*
	占总资产比重	0.0589	0.0312	0.0151	11.18***
销售商品	金额	156.80	79.86	87.93	5.21***
	占总资产比重	0.0594	0.0333	0.0229	6.34***
资产股权交易	金额	91.64	79.68	23.09	1.25
	占总资产比重	0.0526	0.0571	0.0239	1.3
租赁	金额	3.08	2.75	0.00	0.72
	占总资产比重	0.0020	0.0022	0.0000	0.83
担保抵押	金额	44.95	18.16	6.61	0.7
	占总资产比重	0.0399	0.0151	0.0061	0.3
提供资金	金额	11.83	25.11	3.51	0.8
	占总资产比重	0.0103	0.0033	0.0014	1.99
关联交易总额	金额	469.20	322.87	182.00	4.69***
	占总资产比重	0.2231	0.1423	0.0694	3.33**

注：***表示检验在 1% 的水平上显著，**表示检验在 5% 的水平上显著，* 表示检验在 10% 的水平上显著。

表6 Panel A显示，第一大股东持股比例在1%的水平上与各种关联交易的发生概率显著正相关，Panel B的则结果显示随着大股东数目的增加，特别是在拥有三个或者更多控股股东的公司中，关联交易发生的可能性显著降低。这些发现与本文假说三的预期一致。此外，公司的规模与上市公司关联交易的发生也呈显著正相关关系。这表明公司规模越大，发生关联交易的可能性越高。

4. 多个大股东之间制衡能力对关联交易的影响

至此，我们的研究已表明多个控股股东的存在会降低关联交易的发生规模和概率。然而，同为“多股同大”公司，控股股东的不同股权分布也会导致他们对第一大股东制衡能力有所不同。为了进一步考察控股股东之间的制衡能力对关联交易的影响，我们将控股股东数目大于1的样本公司单独拿出来作为研究对象。为此，我们采用虚拟变量D_HHI衡量多股同大状况下大股东之间的制衡能力。D_HHI的计算借用了经济学中赫芬达尔指数的概念，在计算出样本公司前三大股东持股比例的赫芬达尔指数后，依据前三大股东总持股比例接近（差距不超过1%）的原则，按照赫芬达尔指数的高低对样本公司两两配对分组，赫芬达尔指数高的公司D_HHI定义为1，低的定义为0（D_HHI为0表明前三大股东持股比例比较接近，

^① D2：当有两个控股股东共存时为 1，否则 0；D3，控股股东数目超过 2 个时为 1，否则为 0。D1：只有一个控股股东时为 1，否则为 0。由于这三个虚拟变量之间存在完全的共线关系，在回归分析中，我们仅包括了 D2 和 D3。

股东间的制衡能力较强)。表7比较了D_HHI分别为0、1的两组样本在关联交易发生金额及其占总资产比重上的差异。

表 6 第一大股东持股比例、控股股东数目与关联交易发生概率的逻辑回归结果

自变量	购买商品	销售商品	资产股权交易	租赁	担保抵押	提供资金	总体
Panel A							
Int.	-10.7735 (< 0.0001)	-8.3367 (< 0.0001)	-3.2620 (< 0.0001)	-7.4344 (< 0.0001)	-3.4663 (< 0.0001)	-2.3890 (0.0253)	-5.9902 (< 0.0001)
LgSH	0.0370*** (< 0.0001)	0.0305*** (< 0.0001)	0.0081*** (< 0.0001)	0.0426*** (< 0.0001)	0.0078** (0.0122)	0.0174*** (< 0.0001)	0.0320*** (< 0.0001)
Size	0.4102*** (< 0.0001)	0.3092*** (< 0.0001)	0.0905*** (0.0009)	0.0671 (0.4365)	0.0309 (0.4838)	-0.0725 (0.1891)	0.2466*** (< 0.0001)
Lev	-0.0010 (0.7642)	-0.0023 (0.6003)	-0.0002 (0.9211)	-0.0215 (0.4486)	-0.0001 (0.9837)	0.0006 (0.7787)	-0.0023 (0.4276)
检验样本	4959	4959	4959	4959	4959	4959	4959
Pr > ChiSq	< 0.0001	< 0.0001	< 0.0001	< 0.0001	< 0.0001	0.0002	< 0.0001
Panel B							
Int.	-10.3575 (< 0.0001)	-8.1723 (< 0.0001)	-3.2023 (< 0.0001)	-8.0309 (< 0.0001)	-3.4382 (< 0.0001)	-2.2813 (0.0348)	-5.8671 (< 0.0001)
D2	-0.3583*** (< 0.0001)	-0.3739*** (< 0.0001)	-0.1603** (0.0375)	-0.1295 (0.5943)	-0.1434 (0.2576)	-0.4927*** (0.0046)	-0.2838*** (< 0.0001)
D3	-0.9117*** (< 0.0001)	-0.6438*** (< 0.0001)	-0.4189*** (0.0085)	-1.7178* (0.0889)	-0.3505 (0.1873)	-0.5426 (0.1196)	-0.6670*** (< 0.0001)
Size	0.4829*** (< 0.0001)	0.3781*** (< 0.0001)	0.1091*** (< 0.0001)	0.2092** (0.0135)	0.0502 (0.2457)	-0.0300 (0.5777)	0.3168*** (< 0.0001)
Lev	-0.0032 (0.5472)	-0.0049 (0.4003)	-0.0003 (0.8806)	-0.0208 (0.3380)	-0.0001 (0.9585)	0.0006 (0.7889)	-0.0038 (0.3073)
检验样本	4959	4959	4959	4959	4959	4959	4959
Pr > ChiSq	< 0.0001	< 0.0001	< 0.0001	0.0097	0.3193	0.0326	< 0.0001

注：***表示检验在 1% 的水平上显著，**表示检验在 5% 的水平上显著，*表示检验在 10% 的水平上显著。

表 7 控股股东之间的制衡能力与关联交易规模

	金 额 ^a				占总资产比重			
	D_HHI = 1 ^b	D_HHI = 0	T 检验	秩和检验	D_HHI = 1	D_HHI = 0	T 检验	秩和检验
购买商品	52.58	46.29	0.28	5.57***	0.0319	0.0113	3.17***	5.62***
销售商品	73.30	104.64	-0.72	3.09***	0.0318	0.0455	-0.57	3.1***
资产股权交易	79.15	31.02	2.68***	2.47***	0.0780	0.0297	3.08***	2.47***
租赁	4.50	0.01	2.73***	2.88***	0.0049	0.0000	2.49**	2.87***
担保抵押	32.20	9.37	1.55	1.22	0.0266	0.0090	1.47	1.19
提供资金	60.69	5.14	1.23	-1.08	0.0063	0.0027	0.96	-1.08
关联交易总额	302.42	196.46	1.2	5.58***	0.1796	0.0983	2.41**	5.51***

注：***表示检验在 1% 的水平上显著，**表示检验在 5% 的水平上显著，*表示检验在 10% 的水平上显著。

表 8 控股股东之间制衡能力与关联交易发生概率的逻辑回归结果

	全体	深市	沪市
Int.	-6.0631 (< 0.0001)	-8.7009 (< 0.0001)	-6.7421 (< 0.0001)
LgSH	0.0253*** (0.0002)	0.0222** (0.0274)	0.0326*** (0.0009)
D_HHI	0.3335** (0.0344)	0.4267* (0.0758)	0.4380** (0.0391)
Size	0.2548*** (< 0.0001)	0.3729*** (< 0.0001)	0.2815*** (0.0004)
Lev	-0.0014 (0.5532)	-0.0018 (0.5490)	0.0651 (0.1486)
检验样本	940	420	520
Pr > ChiSq	< 0.0001	< 0.0001	< 0.0001

注：***表示检验在 1% 的水平上显著，**表示检验在 5% 的水平上显著，*表示检验在 10% 的水平上显著。

表7的结果显示，整体而言在“多股同大”的情况下，无论是关联交易的发生金额还是发生额占总资产的比重，均随其他控股股东对第一大股东制衡能力的增加而显著减少。分类来看，大部分关联交易在股权集中的公司中发生金额及其占总资产的比重超过了股权分布均匀的公司，其中以购买商品和销售商品两类关联交易的差异最为显著，均值和中值均通过1%的显著水平检验。

表8报告了控股股东之间制衡能力与关联交易发生概率的多元逻辑回归结果。与单变量分析结果基本一致，当D_HHI取1时，即其他控股股东与第一大股东控股比例有较大差距的时候，关联交易发生概率将显著增加。即使在将整体样本分成深市和沪市两组后，该回归

结果仍具有很高的一致性。因此，我们的研究结果同样支持假说四的成立，即控股股东之间制衡能力越强，关联交易发生的金额和概率就越小^①。

五、结论

本文从不同角度分析了上市公司股权结构与关联交易之间的关系，发现第一大股东持股比例越高的上市公司，关联交易发生的金额和概率也越高。由于“一股独大”、流通股与非流通股股东的利益分歧在相当一段时期内无法解决，寻找一种有效保护中小股东利益的机制有着十分迫切的需要。鉴于关联交易是控股股东侵犯其他投资人权益的一个重要手段，这一研究结论说明要从根本上解决我国公司治理的问题，必须从股权结构入手。

本文的研究结果还表明，控股股东数目的增加以及股权在控股股东之间更加均匀的分布会降低关联交易发生的金额和概率，这一发现意味着国有股减持或全流通并非改善我国上市公司治理结构、保护投资者利益的唯一选择。在现阶段国有股减持受到历史遗留问题和现行体制制约而难以实施的情况下，通过将国有股的所有权分配给利益不完全一致的政府机构和控股公司，增加控股股东的数量和相互间的制衡能力，改“一股独大”为“多股同大”可能是更加行之有效的选择。例如，可考虑将国有股股权在中央和地方、在与上市公司业务有关的不同政府主管部门和国有大型企业间进行适度的分配，如以招标的方式将部分国有股权有偿委托给其它国有企业和投资机构代管。当然，也可考虑在市场机制的基础上直接将部分国有股出售给外资和民营企业等战略投资者，使这部分国有股变成外资和民营法人股。另外，在新公司上市时不仅要提高流通股比例的最低要求（现为不低于25%），同时还要对第一大股东的最高持股比例加以制约，尽可能避免“一股独大”现象的产生。如果这些建议能付诸实施，给定其它条件，我国上市公司的治理结构相信会得到相当程度的改善。

此外，上述建议不会给资本市场带来大的冲击，因此与国有股直接减持或全流通相比在操作上更加具备可行性。最后需要指出的是，我们的研究发现在我国现有发行制度决定的股权结构下得出的，在这一制度下（如需要有5个以上的法人股发起人），许多公司的大股东之间存在着不同程度的关联关系。因此，如果在变“一股独大”为“多股同大”的过程中能够对大股东间的关联关系也加以控制的话，效果可能会更好。

参考文献:

- [1] 陈小悦、徐晓东，2001：《股权结构、企业绩效与投资者利益保护》，《经济研究》第11期，第3页。
- [2] 陈信元、张田余，1999：《资产重组的市场反应——1997年沪市资产重组实证分析》，《经济研究》第9期，第47页。
- [3] 李东平，2001：《大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡》，上海财经大学博士论文。
- [4] 邹风、陈晓，2004：《“三分开”政策对查委会结构影响的实证研究》，《经济学季刊》，第3期，第425页。
- [5] 朱红军，2002：《大股东变更与高级管理人员更换：企业业绩的作用》，《会计研究》第9期，第31页。
- [6] 秦茜，2003：《上市公司的关联交易与成因分析》，清华大学硕士论文。

^①此外，我们还针对表4、表5和表6中关联交易总额的结果分年度进行了敏感性检验，结果与文中报告的发现基本一致，表明本文的结论具有很强的稳健性。

- [7] Coase, R. H, 1937, "The Firm, the Market and the Law", University of Chicago Press.
- [8] Grossman, S. J. and O. D. Hart, 1986, "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration." *Journal of Political Economy* (94), 691-719.
- [9] Hart, Oliver and John Moore, 1990, "Property Rights and the Nature of the Firm", *Journal of Political Economy* (98), 1119-1158.
- [10] Jensen, M. C. and W. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* (3), 305-360.
- [11] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy* (106), 1113-1155.
- [12] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 2000, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics* (58), 3-27.
- [13] Modigliani, F. and M. H. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48 (3), 261-297.
- [14] Shleifer, A. and R. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy* 94 (3), 461-488.

Related Party Transactions, Corporate Governance and State Ownership Reform

Chen Xiao Wang Kun

(School of Economics and Management, Tsinghua University)

Abstract: This study empirically examined the relationship between related party transactions and the ownership structure of Chinese listed firms. As a result, we find that the monetary amount and likelihood of the related party transactions between the largest shareholder's group and the listed company are positively correlated with the share proportion controlled by the largest shareholder. More importantly, our results show that increasing the number of controlling shareholders and decreasing the controlling gap between them will decrease the likelihood and extent of related party transactions. Our results imply that the reduction of state ownership is not the only way to improve corporate governance of the listed firms and to protect the interest of individual investors. In present stage, it might be a more feasible choice to transform the ownership structure from sole controlling shareholder to multiple controlling shareholders.

Key words: Corporate Governance; Related Party Transaction; Ownership Structure; Sole Controlling Shareholder; Multiple Controlling Shareholders