

■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

关联方关系的界定、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的影响。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，在明确关联方关系、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《关联方关系及其交易的披露准则》。该准则首次对关联方关系、关联交易的概念进行了界定，并给出了关联方关系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——关联方披露》，在关联方定义、关联方外延、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，并未对关联方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方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方也做出了详细界定。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》已经对关联方关系及关联交易做出了初步界定，规定关联方包括关联法人和关联自然人，并列出了关联方外延。2001年修订的《股票上市规则》对关联方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方关系的外延及关联交易事项的范围，开始对关联方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

在关联方关系及关联交易界定方面，《公司法》仅给出了关联方关系的定义，会计准则以列举的形式具体规定了主要的关联方类型及关联交易事项；而《股票上市规则》对关联方（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、关联股东回避表决制度、信息披露制度和有效的关联交易定价机制。随着股东大会中“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。

通过比较国内外上市公司关联交易的监管制度，我们发现我国上市公司关联交易制度大量借鉴了国外的经验，但我国现有的有关关联交易的法律法规存在很多不足：

1.我国现行立法层次低，法律效力低

我国《公司法》对关联交易仅有力原则性的规定，这些规定并不涵盖关联交易的所有主体，也缺乏可操作性。而我国的《证券法》对非公允关联交易的规制则未作规定，这与《证券法》作为规范证券市场根本大法的地位是不相符的。目前关联交易为规范的证券市场根本大法的地位是不相符的。目前关联交易为规范的证券市场根本大法的地位是不相符的。目前关联交易为规范的证券市场根本大法的地位是不相符的。

2.我国现有规范体系不和谐，存在诸多法律冲突

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，在关联方关系、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、关联方关系、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较为稳定，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、股权投资、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，这七类关联关系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，另一方面在于，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。（见表3）

（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）

表4的回归结果显示，模型1和模型2中不同的关联交易的比例都通过了显著性水平的检验，模型1的回归结果为关联交易比例对回报—盈余的影响，研究结果表明，随着关联交易比例的上升，上市公司的回报—盈余之间的关联度在下降。同样地，模型2考虑到关联销售主要影响主营业务利润，从而将净利润分解为主营业务利润和非主营业务利润进行回归分析，并考察回报—主营业务利润关联性与关联交易度之间的关系。回归分析结果基本上与模型1的回归结果保持一致性。由此可见，上市公司的关联交易比例与盈余的价值存在负相关性。

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

所示。（见表5）

表5的回归结果显示，股权制衡对上市公司与控股股东之间发生的关联交易有显著的遏制作用，股权制衡的系数为-0.055，通过了1%水平下的显著性检验。这也与陈晓、王琨（2005）、洪剑峭、薛浩（2008）等人的研究结论保持一致。同时，股权制衡与再融资交叉变量（right*balance）以及股权制衡与避亏交叉变量（loss*balance）也都通过了10%水平下的显著性检验，均与关联交易的比例成负相关关系，说明股权制衡有利于遏制上市公司利用关联交易进行再融资和避亏盈余管理行为。

四、规范我国上市公司关联交易的政策建议

通过以上分析，我们认为要规范我国上市公司关联交易，有必要优化上市公司股权结构、完善上市公司治理结构、加强关联交易信息披露和健全股东民事訴訟制度。

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 按关联关系分类的主要关联交易

关联关系	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%

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	系数	变量	系数	t值	系数
常数	-0.05	-2.472 **	-0.06	常数	-0.06	-2.573 **	-0.06
EPS/P	0.38	5.921 ** *	0.38	COREOL/P	0.39	5.256 ** *	0.36
RPT1 * EPS/P	-0.07	-2.888 ** *		RPT1 * COREOL/P	-0.08	-2.517 **	
RPT2 * EPS/P			-0.05	RPT2 * COREOL/P			-0.04
				NONCOREOI	0.19	1.250	0.14
Share_LT	0.24	6.088 ** *	0.24	Share_LT	0.24	6.113 ** *	0.24
调整后的R2		1.0%		调整后的R2		1.0%	0.9%
F值		25.135 ** *		F值		18.476 ** *	

注：1、表示公司的每股盈余，为第i家上市公司年度结束后的第4个月末的股份；表示上市公司的关联交易的比例，本文采用两种标准来度量，一是关联交易的金額占资产总额的比例（RPT1），二是关联交易的金額占主营业务收入的比列（RPT2）；表示流通股占总股本的比例；表示每股主营业务利润，表示每股非主营业务利润。

2、*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下显著性（双尾检验）

3、为了剔除极端值的影响，对所有连续变量上下各1%的数值进行了winsorize处理。

数据来源：CSMAR数据库、CCER数据库、WIND数据库

表5 股权制衡、关联交易与盈余管理回归分析

变量	模型（1）		模型（2）		模型（3）	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值
常数	-0.031	-0.277	-0.093	-0.839	-0.091	-0.815
balance	-0.055	-3.845 ** *				
Right * balance			-0.055	-1.862 *		
Loss * balance					-0.086	-1.745 *
size	0.018	3.547 ** *	0.021	4.205 ** *	0.021	4.153 ** *
lev	0.012	3.338 ** *	0.012	3.239 ** *	0.012	3.224 ** *
boardsize	-0.005	-1.598	-0.005	-1.374	-0.005	-1.866 *
ceo	0.001	0.040	-0.002	-0.106	-0.001	-0.046
ind	-0.009	-0.081	-0.027	-0.242	-0.019	-0.171
调整后的R2		0.5%		0.3%		0.3%
F值		7.050 ** *		4.892 ** *		5.086 ** *

注：1、上市公司的再融资盈余管理动机变量（Right）定义为：若公司近三年的加权平均净资产收益率处于区间（0.06，0.07）或当年净资产收益率处于区间（0.06，0.07），则认为上市公司有再融资盈余管理动机，Right为1，否则为0；避亏盈余管理动机变量（Loss）定义为：若公司的净资产收益率处于区间（0，0.01），则认为上市公司有避亏盈余管理动机，Loss取值为1，否则为0；股权制衡变量（balance）定义为：若第二至第五大股东持股比例合计大于第一大股东持股比例，则为1，否则为0；控制变量size为公司资产规模，LEV为财务杠杆，Boardsize为董事会规模，IND为独立董事比例，CEO为董事长与总经理双联合—（是=1，否=0）。

2、模型1考察了股权制衡遏制上市公司与控股股东之间的关联交易；模型2考察分析了存在股权制衡的上市公司与控股股东进行关联交易进行“再融资”盈余管理；模型3考察分析了存在股权制衡的上市公司与控股股东进行关联交易进行“避亏”盈余管理。

3、*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平下显著性（双尾检验）

4、为了剔除极端值的影响，对所有连续变量上下各1%的数值进行了winsorize处理。

数据来源：CSMAR数据库、CCER数据库、WIND数据库