

中國股權分置改革對於最終控制股東與關係人交易之關係的影響

The Impact of the Chinese Split-Share Structure Reform on the Relationship between Ultimate Controlling Shareholder and Related Party Transactions

王文聖 / 博仁大學財務金融暨會計學系講師

Wen-Sheng Wang, Lecturer, Department of Finance and Accounting, Dhurakij Pundit University

蔡子傑 / 國立中央大學企業管理學系碩士

Chi-Kit Choi, Master, Department of Business Administration, National Central University

李易政 / 財團法人商業發展研究院經營模式創新研究所助理研究員

I-Cheng Li, Assistant Research Fellow, Research Department of Business Model Innovation, Commerce Development Research Institute

洪榮華 / 國立中央大學企業管理學系教授

Jung-Hua Hung, Professor, Department of Business Administration, National Central University

Received 2014/2, Final revision received 2015/1

摘要

中國政府於 2005 年實施股權分置改革，以平衡非流通股股東及流通股股東的利益，減少控制股東剝奪少數股東財富的誘因。本研究以 2002 年至 2013 年間在深圳及上海交易所上市的公司為樣本，探討股權分置改革是否對控制股東從事關係人交易產生影響。透過 PLS 迴歸模型檢驗，實證發現國有控制股東在股權分置改革後減少進行關係人交易的下降幅度比非國有股東多；在國有控制股東樣本中，中央政府在股權分置改革後減少進行關係人交易的下降幅度比地方政府多。此外，第二大股東傾向與控制股東共謀而增加關係人交易的使用。本研究對於政策制定者及投資人具有管理意涵。

【關鍵字】控制股東、關係人交易、股權分置改革

Abstract

Chinese government implemented the split-share structure reform in 2005, with an attempt to eliminate controlling shareholders' incentive to expropriate the minority shareholders' wealth through aligning the interest of controlling shareholders and minority shareholders. Using the sample of all companies listed on the Shenzhen and the Shanghai Stock Exchange during the years from 2002 to 2013, the study scrutinizes the impact of the split-share structure reform on the relationship between ultimate controlling shareholder and related party transactions. Through the PLS regression models, empirical results show that related party transactions are reduced after the split share structure reform in firms controlled by state-owned firms, especially in firms controlled by the central government. In addition, the second-largest shareholder tends to collude with the controlling shareholders and increase the use of related party transaction after the reform. Our findings have implications for policy makers and investors.

【Keywords】ultimate controlling shareholder, related party transactions, split-share structure reform

壹、緒論

中國經濟的快速成長，成為了全球企業及投資機構爭相進駐的新興市場。有別於西方先進國家，其特殊的股權分置結構，引起了學術界的關注。Li, Wang, Cheung, and Jiang (2011) 指出中國的股權結構將上市公司的股票分置為流通股 (Negotiable Shares) 與非流通股 (Non-negotiable Shares) 兩種類型。其中，非流通股股東因為持有股份較高卻無法於權益市場自由交易以獲得資本利得，因而產生剝削流通股股東的動機，手段之一就是利用關係人交易來對流通股股東進行剝削。

Aharony, Wang, and Yuan (2010) 提到，中國企業的控制股東會以關係人交易輸送高價值的資產給即將進行 IPO 的公司，目的在於提高發行的價格及獲得更多的資金。控制股東則在公司 IPO 後期，透過關係人交易從中奪取資源。Cheung, Jing, Lu, Rau, and Stouraitis (2009) 亦發現中國上市公司的控制股東使用關係人交易進行利益輸送 (Tunneling) 的程度遠超過進行支撐行為 (Propping)。Peng, Wei, and Yang (2011) 研究中國市場對於上市公司在財務健康及不健康兩種狀況下，從市場對於關係人交易的反應，判別出在財務狀況健康下，控制股東會以關係人交易從公司奪取資源；在財務狀況不健康下，控制股東以關係人交易對公司輸送資源免於下市，揭示了控制股東面對不同狀況下的關係人交易行為。

雖然上述大部分研究都詳細討論中國上市公司關係人交易的原因及動機，然而，卻均忽略了中國股權分置改革對於原因和動機所造成的影響。中國在 2005 至 2007 年間逐步推行股權分置改革，目標是把非流通股全面轉變成流通股，以平衡股票市場上控制股東及少數股東的利益，強化上市公司的治理機制。因為控制股東的持股在改革後可以在市場自由交易，其利益和股票價格的連結比改革前更高，控制股東壓榨少數股東進行自利的誘因進而降低。本文研究目的即在於中國實施股權分置改革後對於控制股東進行關係人交易動機的影響。另外，以往文獻並未探討各種類型的控制股東，本研究提供在不同類型的控制股東下，一併檢驗股權分置改革對其進行關係人交易是否產生不同程度的影響。以往文獻認為第二大股東在公司治理有兩種不同的角色，一方面，第二大股東對控制股東的行為有監督的效果；另一方面，第二大股東可能與控制股東共同剝削少數股東 (Maury and Pajuste, 2005)。故本研究延伸探討第二大股東的存在對於中國上市公司與不同身份的控制股東的關係人交易是否產生抑制或加劇的作用，以及股權分置改革是否影響第二大股東對於公司與控制股東進行關係人交易的影響。

本研究以過去的文獻為基礎，在理論與實務上的貢獻如下：

本研究相較於過去中國的關係人交易文獻而言，最重要的差異性即在於本研究考量了制度改革（股權分置改革）的外生衝擊對控制股東進行關係人交易行為的影響。過去針對中國的關係人交易的文獻，均未針對股權分置改革對研究樣本所產生的衝擊 (Cheung et al., 2009; Peng et al., 2011; 劉燁、王奪、李丹與于丹, 2014)。而針對股

權分置改革前後期比較之文獻亦不多，且多半針對改革對於股票市場的波動性及由於股價宣告所延伸之相關議題的影響進行探討（陳蔚與陶輝，2011；羅榮華、門明、楊水清與郭明英，2012），對於制度改革為股權結構帶來的改變並進而影響企業決策等相關議題較少著墨。透過本研究，可以了解國家層級的制度改革對於控制股東的既有剝削行為是否有所改善，及第二大股東的監督誘因及能力是否有所提升，進一步彌補現有文獻之不足。尤有甚者，本研究在理論上亦延伸了 Cheung, Rau, and Stouraitis (2010) 的研究，進一步探討非國有企業（包含控制股東為本地法人及合格境外投資人）從事關係人交易的動機。透過全面分析各類型控制股東對關係人交易的影響以補足中國企業股權結構與關係人交易的相關文獻。最後，過去關於中國的關係人交易研究較少對第二大股東進行探討，劉燁等 (2014) 研究即指出其他大股東對控制股東的制衡能力可以有效降低關係人交易以減少控制股東剝削。然而，其樣本期間僅為股權分置改革後 2008 至 2010 年，並未針對股權分置改革前後的差異進行分析。股權分置改革前，因為政府持有過高比例的非流通股份，使得第二大股東對公司的監督動機及能力較弱。然而，股權分置改革後，第二大股東可藉由收購控制股東釋出的股份，提升自身與控制股東相抗衡的能力。羅榮華等 (2012) 對於股權分置改革前與股權分置改革後的股票市場波動進行探討，藉由股改前後期比較後發現，相較於改革前的投資人容易受到政策面影響，投資人的行為在股改後期更為理性。因此，股權分置改革提供了研究中國第二大股東行為的一個平台，有鑒於第二大股東是公司層級的公司治理機制中的重要因素，本研究的結果可望補足這類相關文獻。

除此之外，本研究亦具有實務上的意涵。近年來，由於中國大陸的經濟崛起，企業對於資金的需求亦與日俱增，即便是台灣的銀行業，都是大陸企業的籌資管道之一。例如「中鋼國際控股有限公司」聯貸案，共吸引 12 家國內銀行參與，並籌資達 2.3 億美金。然而，如果事前沒有對大陸企業的公司特性有所認知，也許會造成投資虧損。例如「中國旭光新材料集團」的聯貸案，發生倒帳情況，嚴重影響台灣的銀行業，最終恐成呆帳。因此，本研究聚焦於中國的上市企業，檢視其控制股東是否藉由關係人交易自利，而本文的實證結果有助於投資人釐清中國上市企業的良莠，避免成為被剝削的對象。

本文的結構如下：第貳章為文獻探討與研究假說；第參章為資料及研究方法；第肆章為實證結果與分析；結論於第伍章呈現。

貳、文獻探討及研究假說

本章首先探討國家所有權與關係人交易的關係；接著依序探討不同控制股東型態與關係人交易的關聯性，並據此推論假說。

一、國家所有權與關係人交易

在國有企業中，非流通股主要為政府所持有，亦即控制股東及非流通股股東皆為政府。Yeh, Shu, Lee, and Su (2009) 的研究指出，政府持有非流通股及獲得控制權造成兩個問題：公司價值及管理者的績效難以衡量。政府為控制股東的公司，其目標可能是完成某些社會政策（例如：降低失業率、促進區域發展等），而不是最大化股東財富。一方面，政府無法利用其持股創造足夠的現金流，原因在於其持股僅能以帳面價值出售；另一方面，即便出售持股，所獲得的資金需繳回國庫，無法自由運用 (Chen, Firth, Xin, and Xu, 2008)，因此使得關係人交易成為控制股東獲取資源的有效方式。當政府獲得控制權後，通常會指名對自己有利的執行長來完成政治及社會目標，而手段之一就是利用關係人交易來取得所需資源。另一方面，在自身利益與公司績效無關的前提下，加上政策需要，國有控制股東傾向使用關係人交易來獲取資源。

反觀在非國有企業中，不僅非流通股比例相對於國有企業較少，且持有者多為受到法規限制交易的少數高階管理者及部分股東¹。而控制股東多半持有的是可流通的股份，隱含其財富與股價的連結性較高，進而降低了進行關係人交易的動機。而當主要非流通股股東為管理者時，雖然其進行關係人交易而獲取私有利益的動機較為強烈，但卻須受制於控制股東的監督。因此，非國有企業的控制股東較無誘因從事利益輸送等損害公司價值的關係人交易，以避免對自身的財富造成損害。Chen, Firth, and Xu (2009) 研究發現，非國有企業的控制股東較在意企業的營運績效，通常會把自己安置在 CEO 或董事長的職位上，掌控公司的日常營運。即便在管理或挑選經理人時，也因為具有產業的專業知識及經驗的而具有一定的優勢，管理者與股東之間的代理問題因而減低，連帶地也降低了公司從事損害公司價值的關係人交易的可能性。

因此，在股權分置改革前，雖然非流通股股東利用關係人交易進行剝削的行為類似，但在不同性質的股東控制下，控制股東為政府的國有企業會相較於非政府控制的非國有企業更加嚴重。股權分置改革後，由於非流通股的大幅減少，其對於國有企業所造成的改變也將比非國有企業大，政府持有的非流通股可在市場上進行交易後，將有助於降低關係人交易。然而，在非國有企業中非流通股數量本來就較國有企業少，且關係人交易的程度亦較國有企業低，因此，本文推論股權分置改革後，控制股東為政府的企業減少使用關係人交易的下降幅度比控制股東為非政府的企業多。

2005 年股權分置實施後，隨著非流通股控制權的稀釋，增加了流通股股東進入董事會的可能性及監督的有效性。國有企業的執行長受到董事會的嚴格監督，降低了其繼續從事損害公司價值的關係人交易行為。此外，在股權分置改革之後，控制股東也

1 詳見中華人民共和國公司法第 141 條規定。

會對利益輸送行為重新考量，特別是在非流通股轉為流通股後，控制股東的財富與股價相關性提高，此時從事利益輸送的關係人交易成本大幅提高。

綜上所述，股權分置改革後，在控制股東的控制權被稀釋、董事會監督效率提升、可通過自由交易獲得資本利得及管理階層拒絕合作的機會增加等因素下，股權分置改革有助於改善中國上市公司控制股東濫用關係人交易的情況。基於以上推論，建立以下假說：

H1：股權分置改革後，控制股東為政府的企業減少使用關係人交易的下降幅度比控制股東為非政府的企業多。

二、中央政府、地方地府所有權與關係人交易

過去文獻認為政府所有權在國有企業上可能扮演兩種角色：第一種是援助的角色，股東與政府關係密切下，公司能夠從政治連結上得到利益，例如獲得國有銀行提供的優惠貸款或政府會對財務困難的公司進行紓困；另一種是與援助角色相反的掠奪行為，貪污的政府官員透過挪用公司資源來滿足私利 (Cheung et al., 2010)。因此，本研究乃進一步分析不同控制股東身分與關係人交易的關聯性。

中國的國有企業分為控制股東為中央政府或地方政府兩類。控制股東為中央政府的國有企業（以下簡稱為中央國企）在過去國企改革中受到重點的扶植，在獲得資源方面比其他企業有利。Chen et al. (2009) 提到中央國企的董事長或執行長會因為其在企業的表現而晉升成政府部門的官員，同時亦受到多個中央政府部門的嚴格監督（如審計署），因而會減少從事任何危害仕途的行為。在 Cheung et al. (2009) 的實證研究中發現中央政府偏向援助的角色，較少進行損害公司價值的關係人交易。

控制股東為地方政府的企業（以下簡稱地方國企）改革政策是把地方中小型的國企推向市場，以減少對他們的資助，所以地方國企取得資源相對於中央國企較難。然而，地方政府仍有義務扶植地方發展及執行中央指派的政治及社會目標（如改善當地就業或產業扶植），而其資金多依賴於地方國企的收入而非地方稅收 (Cheung et al., 2010)。地方政府在資源及義務不對等的情況下，增強了其進行利益輸送的誘因。另一方面，法規在遠離中央政府的地方難以強制執行 (Chen et al., 2009)、地方國企受到中央政府及媒體的監督較少 (Cheung et al., 2010) 及地方政府會盡力保護地方國企 (Zou, Wong, Shum, Xiong, and Yan, 2008)，均提供了地方國企進行利益輸送的機會。Cheung et al. (2010) 的實證發現，地方政府偏向扮演掠奪的角色，常利用關係人交易進行損害公司價值的利益輸送行為。

股權分置改革後，中央政府基於政策上的考量，對於中央國企仍維持與股權分置改革前相同或相近的股權結構，持續掌控影響國家經濟甚鉅的重點企業，並適時擔任援助的角色。然而，對於地方國企而言，股改一方面增加少數股東或機構投資人進入

董事會的機會，提高了董事會的多樣性及監督能力；另一方面，控制股東持股與公司價值的相關性提高，使控制股東與少數股東的目標趨於一致，均消弭了地方政府從事利益輸送的關係人交易之動機。

因此，股權分置改革後，在所有股份均可在市場上自由交易的情況下，地方政府可以透過出售股份獲取資本利得來完成其社會或政治目標，而不須背負訴訟風險，從事以利益輸送為目的的關係人交易。基於以上推論，建立以下假說：

H2：股權分置改革後，控制股東為地方政府的企業減少使用關係人交易的幅度大於控制股東為中央政府的企業。

三、境內機構投資人、境外機構投資人控制權與關係人交易

過去歐美的文獻對於本地機構投資人与外國機構投資人在監督效果有著不一的看法。在資訊劣勢假說下 (Information Disadvantage Hypothesis)，境外機構投資人礙於語言及文化上的隔閡，無法有效地獲得資訊，投資及監督效率的表現比本地機構投資人低 (Brennan and Cao, 1997; Kang and Stulz, 1997)。然而，外國投資人來自市場發達及公司治理較佳的地區，他們在全球各地投資，豐富的投資經驗有助改善公司的治理機制 (Gillan and Starks, 2003)。Chen, Harford, and Li (2007) 從機構投資人的監督成本、監督利益及交易等三個角度去檢視機構投資人是否有益於公司治理的改善，結果發現長期持有高股權比例且與投資公司無任何關係的獨立機構有益於購併後的公司績效；而短期持有或彼此之間有商業往來的機構則相反。故有關機構投資人對公司績效的影響尚未有一致的結論。

中國本地機構投資人主要包含共同基金、退休基金、證券商、保險公司及公司法人，其中，共同基金持有相對高的股份。共同基金受到中國的中華人民共和國證券投資基金法所管制，作為基金代理人的基金經理人，其薪酬係基於管理的基金規模大小而決定，而非基金績效。因此，若共同基金為公司的控制股東，基金經理人缺乏誘因提升公司本身的績效。甚至，本地機構投資人因為受到政治干預及政治保護較多，需要遵從國家政策來完成社會及政治的目標。再者，由於本地機構投資人持股為非流通股，導致股東財富與公司價值連結性低。在利益與少數股東不一致的情況下，當控制股東為共同基金時，較可能從事關係人交易來剝削少數股東並增加自身的利益。故當本地的機構投資人為控制股東時較可能從事利益輸送的關係人交易。

2002 年中國證監會發佈合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法，正式引進及允許合格境外機構投資人 (Qualified Foreign Institutional Investor; QFII) 投資 A 股市場。QFII 的主要組成為境外的銀行、證券商和投資公司。這些機構在全世界投資，組成大規模的投資組合，並累積豐富的投資經驗。Gillan and Starks (2003) 主張機構投資人可以改善公司的治理機制，特別是來自於歐美的機構投資人，更是主要驅動改善新興國

家的公司治理水平。然而，基於中國法規，QFII 持有某一公司的股份比例上限為 10%，多個 QFII 共同持有某一公司的總股份比例上限為 20%，儘管股份可以在市場上自由交易，但是因為持股比例低，交易所獲得的資本利得或許不及剝削少數股東的利益。相對於本地的機構投資人，QFII 的監督成本與的監督所獲得的效益不符，導致 QFII 可能會偏向短期投資並利用關係人交易進行利益輸送。

股權分置改革後，一方面因為流通股比例增加，少數股東的監督力量增強 (Beltratti, Bortolotti, and Caccavaio, 2012)，控制股東無法再任意從事以利益輸送為目的的關係人交易；然而，本地機構投資人仍需配合政府的政策，達成政府設定的目標，亦即股改後，挪用公司資源的動機依然存在，故本地機構投資人是否會減少使用以利益輸送為目的的關係人交易，仍須視個別公司情況而定。境外機構投資人方面，中國政府把 QFII 投資總額由 40 億美元擴增至 100 億元。同時陸續批准更多的 QFII 進入中國市場，由 2008 年 3 月總共 52 家，投資總額近 2000 億人民幣，至 2012 年 3 月截止，獲批總數為 158 家，帳戶總資產規模達 2656 億人民幣。由此可見，股改後，QFII 對於中國股市的影響與日俱增，其所帶來的專業背景與投資經驗也預期可以有效提升公司治理的效率 (Gillan and Starks, 2003)，故更能有效減少進行關係人交易。

H3：股權分置改革後，控制股東為境外機構投資人的企業減少使用關係人交易的幅度大於控制股東為境內機構投資人的企業。

四、第二大股東與關係人交易

以往的文獻對於第二大股東的角色有著不同的意見。第二大股東可能與控制股東相互勾結，進行利益輸送的關係人交易以自利，而損害到其他股東的利益；或是尋求其他股東進行結盟，共同對抗控制股東，亦或是爭奪控制權，進而抑制控制股東的剝削行為 (Bennedsen and Wolfenzon, 2000; Attig, Guedhami, and Mishra, 2008)。故本研究欲了解在中國獨有股權結構下，控制股東與第二大股東間是否存在如同歐美文獻所描述的監督或共謀的關係。

在股權分置改革之前，中國上市公司的控制股東平均持有 47% 的股份，而第二大股東平均僅持有 16% 的股份。兩大股東持股比例的懸殊，導致第二大股東較無能力及誘因去監督控制股東；取而代之的是第二大股東有可能與控制股東共謀進行利益輸送的行為 (Zwiebel, 1995)。Maury and Pajuste (2005) 即發現，當其他大股東認為追求私人利益所帶來的效益高過成本時，這些大股東會傾向與控制股東勾結，而這樣的現象在亞洲企業特別明顯。在中國，由於上市企業的控制股東往往是政府，而且握有公司多數股權，導致第二大股東無法有效監督控制股東。加上這類政府控制股東的主要目標未必是公司價值極大化，而是社會、政治目標，因此第二大股東選擇與控制股東（特別是政府）勾結，也許更有助於獲取私人利益。

然而，隨著股權分置改革的實施，上市企業的股權可能產生劇烈的改變。首先，在股權轉換的審核過程中，非流通股股東可以授予額外股份的方式或是直接以現金方式補償流通股股東，進而改變流通股股東的持股比例及股權集中度。另一方面，非流通股轉換成流通股後，非流通股股東可以市價出售手中持股。這不僅提高非流通股股東致力於公司價值極大化的目標，同時也提供流通股股東交易公司股票的機會，進而使原先的流通股股東有更大的機會進入公司的董事會，並監督管理當局的決策。因此股改後，第二大股東的監督能力及誘因可望增強。由此推論股權分置改革後第二大股東能影響控制股東進行關係人交易。

H4：股權分置改革後，第二大股東對於企業使用關係人交易具有影響。

參、資料及研究方法

一、資料來源

本研究以 2002 年至 2013 年上海及深圳證交所的上市公司為研究對象。以 2002 年為起始年度的原因為，中國證監會與中國人民銀行於該年頒布合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法，批准 QFII 直接投資中國證券市場。資料來源為台灣經濟新報中國大陸金融市場資料庫及國泰安中國研究系列數據庫。中國大陸股權分置改革於 2005 年 4 月開始，因此本研究以 2005 年為分界，將樣本資料分成兩個期間研究，2002 年至 2005 年為股權分置改革前期間，2006 年至 2013 年為股權分置改革後期間。研究樣本依照以下準則剔除：

第一，排除金融業公司，其所受到的管制規範及會計資訊揭露與其他產業不同；第二，排除在樣本期間重組的公司，重組會造成所有權結構、治理結構及公司績效產生重大的改變；第三，排除在樣本期間未進行關係人交易的公司；第四，排除資料有缺漏不足及不合理的資料；第五，排除「特別處理」(Special Treatment; ST) 及「特別轉讓」(Particular Transfer; PT) 等財務狀況異常的公司²。本研究最終樣本觀察值總計 8,789 筆觀察值，其中股權分置改革前 2,073 個觀察值，股權分置改革後 6,716 個觀察值。

二、控制股東及第二大股東分類

本研究首先按照控制股東是否為國家，將上市企業分為國有及非國有兩大類。主要依據為資料庫所提供的控制股東分類資料，若缺失或沒有分類則參考公司網站、年報及中國政府國有資產管理委員會所提供的資料予以分類。進一步依假說的需要，把

2 依據深、滬證券交易所規定，當上市公司出現財務狀況或其他異常狀況，導致投資者對該公司前景難以判定，可能損害投資者權益，交易所將對其股票實行特別處理。「特別轉讓」是深、滬證券交易所對上市公司股票在暫停上市期間所提供的一項特別轉讓服務。

國有控制股東及第二大股東分為附屬地方政府或中央政府。控制股東及第二大股東若為中央政府直接管轄的部級單位及其子單位；國務院國有資產監督管理委員會所監管的中央企業及其子企業（金融保險業公司除外），則將其歸類為中央政府。若控制股東為省、自治區、縣、市及區政府單位及子單位；為省、自治區、縣、市及區國有資產監督管理委員會所監管的企業及其子企業（金融保險業公司除外）；為省、自治區、縣、市及區政府單位改組改制之企業，則將其歸類為地方政府。

把非國有控制股東及第二大股東分為本地機構投資人及外國機構投資人，若控制股東為於中國境內註冊企業法人或一般金融保險業公司，將把其歸類成本地機構投資人，若控制股東為境外註冊的公司（包括港澳台）、外國公司到中國境內所設置的分公司，中國證監會批准的合格境外機構投資人，則將其歸類為境外機構投資人。

三、關係人交易

本研究以四個變數衡量關係人交易。由於適量的關係人交易可減少公司在交易所產生的交易成本，但過量就成為了剝奪少數股東財富的工具。故本研究參考 Jian and Wong (2010) 的方法去測量超常的關係人交易：

$$RPT_{it} = \beta_0 + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Leverage_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \sum_{i=0}^{20} \beta_{4+i} D(industry) + \varepsilon \quad (1)$$

其中， RPT_{it} 又分為關係人銷售、關係人購買、關係人銷售與購買總和及關係人借貸及擔保總和分別除以總資產帳面價值。 $Size_{it}$ 為總資產帳面價值取自然對數。 $Leverage_{it}$ 為總負債除以總資產帳面價值。 $Growth_{it}$ 為權益之市場價值與帳面價值之比。 $D(industry)$ 為產業變數。 ε 為迴歸式之誤差項，定義為上述四個變數之超常關係人交易。個別對上述四個關係人交易代理變數，以逐年的方式對個別變數進行迴歸分析，每個變數共跑出 12 組結果（2002-2013 年）。

四、敘述性統計

首先，由表 1 的 Panel A 的各年度的樣本分布可知，中國上市企業從事關係人交易的次數逐年上升，然而此上升趨勢主要是來自於非國有企業，反觀國有企業從事關係人交易的次數在股改後逐年下降，特別是在 2011 年以後，符合我們的 H1。在中央政府與地方政府控制的企業中，地方政府所控制的企業減少關係人交易的幅度較中央政府控制的企業來的大，同樣符合 H2。在境外投資人與境內投資人控制的企業中，境外投資人所控制的企業沒有明顯的減少關係人交易次數，但是境內投資人所控制的企業則大幅增加關係人交易的使用，間接支持 H3。Panel B 則是各產業的關係人交易

次數分布³。由 Panel B 可知，處在工業的企業最常使用關係人交易，幾乎占總樣本的 71%，而公用事業、商業及房地產業則其次，綜合業使用關係人交易的次數最少。

表 1 樣本分布

Panel A：各年度樣本之關係人交易次數							
	全樣本	國有企業	非國有企業	國有企業		非國有企業	
				中央政府	地方政府	境外投資人	境內投資人
2002	239	0	239	0	0	6	233
2003	110	70	40	9	61	0	40
2004	844	571	273	135	436	9	264
2005	737	511	226	135	376	13	213
2006	266	158	108	48	110	4	104
2007	830	558	272	157	401	21	251
2008	916	612	304	196	416	19	285
2009	877	598	279	201	397	18	261
2010	836	574	262	208	366	15	247
2011	955	26	929	12	14	22	907
2012	1,088	25	1,063	12	13	22	1,041
2013	1,091	20	1,071	11	9	23	1,048
總計	8,789	3,723	5,066	1,124	2,599	172	4,894

Panel B：各產業樣本之關係人交易次數							
	全樣本	國有企業	非國有企業	國有企業		非國有企業	
				中央政府	地方政府	境外投資人	境內投資人
公用事業	901	384	517	131	253	15	502
商業	722	301	421	59	242	2	419
工業	6,210	2,706	3,504	869	1,837	131	3,373
房地產業	686	229	457	41	188	17	440
綜合業	270	103	167	24	79	7	160
總計	8,789	3,723	5,066	1,124	2,599	172	4,894

本研究主要探討外生的制度改革（股權分置改革）如何影響控制股東從事關係人交易的動機。因此，僅考量樣本期間有進行關係人交易的公司。由表 2 可知，在樣本期間內，未從事關係人交易的比例僅佔總樣本的 22.5%，其中國有企業和非國有企業未從事關係人交易的比例約略，分別為 8.4% 以及 14.1%。排除這些樣本，除了一方面符合研究主題；另一方面，就統計層面而言，亦不至於導致研究結果產生偏誤。

3 產業的分類主要參考中國證券監督管理委員會所頒布的上市公司行業分類指引分為五大類，包含公用事業、商業、工業、房地產業以及綜合業。

表 2 控制股東有無從事關係人交易的統計資料 (%)

	全樣本	無關係人交易	有關係人交易
全樣本	100.0	22.5	77.5
國有企業	41.1	8.4	32.7
中央政府	10.7	1.2	9.5
地方政府	30.4	7.2	23.2
非國有企業	58.9	14.1	44.8
境外機構投資人	1.9	0.4	1.5
境內機構投資人	54.2	12.8	41.4
存在第二大股東	40.6	11.1	29.5
國有企業	9.3	2.5	6.8
非國有企業	31.3	8.6	22.7
不存在第二大股東	59.4	11.3	48.1
國有企業	31.8	5.8	26.0
非國有企業	27.6	5.5	22.1

肆、實證結果與分析

實證結果共分成兩個部分，第一部分以敘述性分析說明樣本的分佈及特性，並比較各個變數在股權分置改革前、後是否有所差異。第二部分衡量各個變數的相關性之後，以 Panel Least Squares (PLS) 迴歸模型來檢證假說，並採 Petersen (2009) 所建議的 Cluster Standard Error 來控制標準差⁴，以避免實證結果產生偏誤。

一、敘述性統計分析

各變數之敘述性統計，結果彙整於表 3。由表 3 可知，大多數變數在股權分置改革前、後均有顯著差異。首先觀察主要變數，關係人銷售 (*RPT_Sales*)，關係人購買 (*RPT_Purchase*) 和關係人購買及銷售總和 (*RPT_Sum*) 的中位數都在股權分置改革後有顯著的增加，分別由 -47.434 增至 -41.819、-41.945 增至 -35.648 及 -68.600 增至 -59.657，且差異性檢定均達 1% 的顯著水準。關係人貸款及擔保 (*RPT_L&G*) 的中位數由 -19.572 降至 -59.657，差異性檢定亦達 1% 的顯著水準。以上結果顯示中國大陸上市公司於股權分置改革後增加進行關係人交易。第二大股東相對控制股東的持股比例 (*L2I*) 在股權分置改革後的平均數及中位數都有顯著的下降，隱含第二大股東的監督能力在股改後下降。其餘控制變數的中位數檢定亦均達 1% 的顯著水準。

4 感謝匿名評審之建議。

表 3 各變數之單變量檢定

	平均數			差異檢定 t 值	中位數			Mann-Whitney U 差異檢定 Z 值
	全樣本	股改前	股改後		全樣本	股改前	股改後	
<i>RPT_Sales</i>	4.349	-3.652	6.817	1.492	-43.099	-47.434	-41.819	4.039***
<i>RPT_Purchase</i>	3.287	-0.445	4.420	0.863	-36.929	-41.945	-35.648	4.987***
<i>RPT_Sum</i>	7.671	-1.600	10.617	1.443	-61.663	-68.600	-59.657	3.343***
<i>RPT_L&G</i>	-18.607	0.980	-21.781	-2.320**	-52.299	-19.572	-58.330	-7.308***
<i>Size</i>	14.987	14.353	15.183	27.242***	14.877	14.268	15.061	27.776***
<i>Growth</i>	1.742	1.155	1.922	8.436***	1.298	1.059	1.449	33.747***
<i>Leverage</i>	0.541	0.530	0.544	1.465	0.533	0.512	0.541	5.406***
<i>OCF</i>	0.073	0.118	0.059	-3.631***	0.070	0.082	0.065	-4.201***
<i>ROE</i>	-0.018	-0.003	-0.070	0.950	0.066	0.071	0.052	-11.430***
<i>Board_size</i>	2.217	2.254	2.206	-9.405***	2.197	2.197	2.197	-8.523***
<i>In_Dir</i>	0.357	0.331	0.365	24.293***	0.333	0.333	0.333	19.362***
<i>L21</i>	0.188	0.224	0.177	-6.328***	0.000	0.000	0.000	-5.260***

註 1：各個變數的操作性定義如下，*RPT_Sales*，關係人銷售除以總資產帳面價值；*RPT_Purchase*，關係人購買除以總資產帳面價值；*RPT_Sum*，關係人銷售與購買總和除以總資產帳面價值；*RPT_L&G*，關係人借貸及擔保總和除以總資產帳面價值；*Size*， $\ln(\text{公司總資產帳面價值})$ ；*Growth*，權益市場價值 / 權益帳面價值；*Leverage*，總負債除以總資產帳面價值；*OCF* 為營運現金流量 / 總銷售；*ROE* 為股東權益報酬率；*Board_Size*，董事會總人數；*CEO_Dual*，董事長與總經理兼任 = 1，否則 = 0；*In_Dir*，獨立董事人數 / 董事會人數，*Big_4*，僱用四大會計師事務所 = 1，否則 = 0；*L21*，為第二大股東相對於控制股東的持股比例。

註 2：* 差異達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準

為避免結果偏誤，在進行迴歸分析前，先檢查變數間是否具有多重共線性的問題，本研究採用 Pearson 積差相關分析⁵。大部分變數之間的相關係數皆不高於 0.5，因此沒有共線性問題。雖然關係人購買及銷售總和 (*RPT_Sum*) 與關係人銷售 (*RPT_Sales*) 之相關係數 (0.848) 和關係人購買 (*RPT_Purchase*) 與之相關係數 (0.642) 雖大於 0.5，但皆為應變數，故不存在多重共線性問題。

5 因篇幅限制未列表，如有需要，作者可以提供。

二、實證結果⁶

表 4 為全樣本下，國有及非國有控制股東之上市公司進行關係人交易之行為，是否經歷股權分置改革而有所改變。其中，透過國有控制股東 (*SOE*) 和國有控制股東與股權分置改革的交乘項 (*SOE*Reform*)，驗證 H1 的推論。

國有控制股東於股權分置改革前，在關係人銷售 (*RPT_Sales*) (欄 1) 及關係人購買及銷售總和 (*RPT_Sum*) (欄 3) 方面，國有控制股東於股權分置改革前之係數 (*SOE*) 分別為 0.180 及 0.182，至少達到 10% 的顯著水準，顯示國有控制股東相較於非國有控制股東，從事較多的關係人交易。

國有控制股東於股權分置改革前後交互項之係數 (*SOE*Reform*)，在關係人銷售 (*RPT_Sales*) 為 -0.160，達 10% 的顯著水準。顯示國有控制股東的上市公司在股權分置改革後，在控制權被稀釋、可通過自由交易獲得資本利得等等綜合因素下，會減少進行關係人交易，且下降的幅度比非國有企業多，符合 H1 的推論。

表 4 國有及非國有控制股東與關係人交易

	(1) <i>RPT_Sales</i>	(2) <i>RPT_Purchase</i>	(3) <i>RPT_Sum</i>	(4) <i>RPT_L&G</i>
<i>C</i>	0.018 (0.177)	0.157 (0.188)	0.062 (0.164)	-0.046 (0.180)
<i>SOE</i>	0.180* (0.097)	0.141 (0.089)	0.182** (0.089)	0.171 (0.111)
<i>Reform</i>	0.205 (0.168)	-0.222 (0.185)	0.067 (0.159)	0.138 (0.165)
<i>SOE*Reform</i>	-0.160* (0.092)	0.016 (0.090)	-0.077 (0.086)	-0.137 (0.119)
<i>Control Variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6,363	6,146	7,121	3,060
Adjusted- <i>R</i> ²	0.611	0.318	0.601	0.292
<i>F</i> value	3.68***	3.11***	4.07***	4.14***

註 1：各個變數的操作性定義如下，*RPT_Sales*，關係人銷售除以總資產帳面價值；*RPT_Purchase*，關係人購買除以總資產帳面價值；*RPT_Sum*，關係人銷售與購買總和除以總資產帳面價值；*RPT_L&G*，關係人借貸及擔保總和除以總資產帳面價值；*SOE*，控制股東為政府 = 1，否則 = 0；*Reform*，2002-2005 年為 0，2006-2013 年為 1；*Size*，ln(公司總資產帳面價值)；*Growth*，權益市場價值 / 權益帳面價值；*Leverage*，總負債除以總資產帳面價值；*ROE* 為股東權益報酬率；*OCF* 為營運現金流量 / 總銷售；*Board_Size*，董事會總人數；*CEO_Dual*，董事長與總經理兼任 = 1，否則 = 0；*In_Dir*，獨立董事人數 / 董事會人數，*Big_4*，僱用四大會計師事務所 = 1，否則 = 0。

註 2：各欄標題為該方程式的應變數，迴歸係數均為標準化後的係數，括弧欄為標準差。

註 3：* 差異達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。

6 因篇幅限制，所有實證結果均不附控制變數結果，如有需要，作者可以提供。

表 5 為國有控制股東的子樣本，本研究進一步將其區分成中央及地方政府。中央政府控制股東於股權分置改革前後交互項之係數 ($SOE*Reform$)，在關係人借貸及擔保 ($RPT_L\&G$) (欄 4) 下為 -0.344，達 10% 顯著水準，與 H2 的推論相反。本研究推論可能原因是，中央政府控制的企業皆為一些重點企業，在股權分置改革中扮演一種表率的角色，無論在內部監督機制改善或媒體大眾的關注程度都有別於地方政府企業，故關係人交易下降幅度比地方政府控制的企業多。

表 5 中央及地方政府控制股東與關係人交易

	(1) RPT_Sales	(2) $RPT_Purchase$	(3) RPT_Sum	(4) $RPT_L\&G$
C	0.120 (0.180)	0.424* (0.307)	0.251 (0.212)	0.131 (0.419)
CG	-0.173 (0.148)	0.008 (0.177)	-0.162 (0.142)	0.450** (0.225)
Reform	0.142 (0.153)	-0.468* (0.245)	-0.090 (0.177)	-0.015 (0.158)
CG*Reform	0.024 (0.076)	-0.012 (0.124)	0.052 (0.082)	-0.344* (0.192)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2,664	2,539	2,918	971
Adjusted-R ²	0.617	0.343	0.626	0.388
F value	2.74***	4.55***	2.62***	17.19***

註 1：各個變數的操作性定義請見表 4；CG，控制股東為中央政府 = 1，地方政府 = 0。

註 2：各欄標題為該方程式的應變數，迴歸係數均為標準化後的係數，括弧欄為標準差。

註 3：* 差異達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。

表 6 為非國有控制股東的子樣本，區分為境外機構控制股東及境內機構控制股東。所有關係人交易代理變數均未達傳統顯著水準，隱含境外機構控制股東的企業在股權分置改革後從事關係人交易的幅度與境內機構控制股東的企業類似，不符合 H3。可能原因為股改後，雖然中國政府批准更多的 QFII 進入中國市場，但是對於 QFII 的投資上限並未鬆綁。根據中國證券監督管理委員會於 2005 年頒佈的外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法，為規範股權分置改革後外國投資者對 A 股上市公司進行戰略投資，乃明訂戰略投資者首次投資取得的持股比例需高於 10%，且三年內不得轉讓持股。同時，持有公司股份達 25% 或以上者，在未來十年，持股比例均不得低於 25%。因此，這些 QFII 的手中持股猶如非流通股，且這些股份並未因為股權分置改革而有所改變，當遇到資金需求時，可能如同境內機構控制股東的企業般，透過關係人交易取得所需資金。

表 6 境外機構及境內機構控制股東與關係人交易

	(1) <i>RPT_Sales</i>	(2) <i>RPT_Purchase</i>	(3) <i>RPT_Sum</i>	(4) <i>RPT_L&G</i>
<i>C</i>	0.085 (0.240)	-0.222 (0.189)	-0.026 (0.177)	-0.209 (0.295)
<i>FI</i>	-0.315 (0.256)	-0.607 (0.611)	-0.622 (0.550)	0.216 (0.405)
<i>Reform</i>	0.101 (0.232)	0.194 (0.184)	0.144 (0.169)	0.364 (0.283)
<i>FI*Reform</i>	0.222 (0.241)	0.817 (0.564)	0.633 (0.483)	-0.217 (0.246)
<i>In_Dir</i>	0.048 (0.039)	0.034 (0.022)	0.037 (0.025)	0.011 (0.088)
<i>Big_4</i>	0.108 (0.129)	0.318* (0.166)	0.237* (0.129)	-0.036 (0.218)
<i>Control Variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	3,699	3,607	4,203	2,089
Adjusted-R ²	0.642	0.381	0.632	0.291
F value	2.59***	2.44***	2.84***	2.93***

註 1：各個變數的操作性定義請見表 4；*RPT_Sales*，*FI*，控制股東為境外機構投資人 = 1，境內機構投資人 = 0。

註 2：各欄標題為該方程式的應變數，迴歸係數均為標準化後的係數，括弧欄為標準差。

註 3：* 差異達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。

三、第二大股東與關係人交易

表 7 透過設置第二大股東相對控制股東的持股比例 (*L2I*) 及其與股權分置改革前後的交互項 (*L2I*Reform*)，以了解第二大股東與上市公司進行關係人交易之行為是否經歷股權分置改革有所改變。

交互項係數 (*L2I*Reform*) 在關係人銷售 (*RPT_Sales*) (欄 1) 與關係人購買及銷售總和 (*RPT_Sum*) (欄 3) 下，分別為 0.063 與 0.071，均達 5% 顯著水準。表示存在第二大股東的企業，在股改後更傾向從事關係人交易，不支持 H4。可能原因在於第二大股東相較於控制股東的持股比例在股改後普遍下降，由股改前的 22% 下降到股改後的 18%，隱含第二大股東抗衡控制股東的能力下降，導致第二大股東監督控制股東的能力下降，轉而勾結控制股東，透過關係人交易謀求私利。

再進一步把表 7 之樣本拆成控制股東為國有及非國有兩個子樣本進行檢測，結果彙整於表 8 中。控制股東為國有性質下 (*SOE* = 1)，交互項係數 (*L2I*Reform*) 在關係人購買 (*RPT_Purchase*) (欄 2) 與關係人購買及銷售總和 (*RPT_Sum*) (欄 3)，分別為 0.164 與 0.101，至少達 5% 顯著水準。在控制股東為非國有性質下 (*SOE* = 0)，所有關係人交易代理變數均未達傳統顯著水準。顯示在股改後，第二大股東傾向與控制股東共謀，透過關係人交易謀求私利的情形僅存在於國有企業中。

表 7 第二大股東與關係人交易

	(1) <i>RPT_Sales</i>	(2) <i>RPT_Purchase</i>	(3) <i>RPT_Sum</i>	(4) <i>RPT_L&G</i>
<i>C</i>	0.127 (0.159)	0.150 (0.180)	0.114 (0.148)	0.074 (0.164)
<i>L21</i>	-0.041 (0.030)	-0.007 (0.039)	-0.037 (0.029)	-0.026 (0.048)
<i>Reform</i>	0.097 (0.146)	-0.222 (0.175)	0.012 (0.141)	0.016 (0.146)
<i>L21*Reform</i>	0.063** (0.031)	0.056 (0.039)	0.071** (0.03)	0.014 (0.048)
<i>Control Variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	6,312	6,092	7,063	3,031
Adjusted-R ²	0.612	0.317	0.601	0.293
<i>F value</i>	4.09***	3.33***	4.27***	3.27***

註 1：各個變數的操作性定義請見表 4；*L21* 為第二大股東相對控制股東的持股比例。

註 2：各欄標題為該方程式的應變數，迴歸係數均為標準化後的係數，括弧欄為標準差。

註 3：* 差異達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。

表 8 控制股東、第二大股東與關係人交易

	控制股東為政府，SOE = 1				控制股東為非政府，SOE = 0			
	(1) <i>RPT_Sales</i>	(2) <i>RPT_Purchase</i>	(3) <i>RPT_Sum</i>	(4) <i>RPT_L&G</i>	(5) <i>RPT_Sales</i>	(6) <i>RPT_Purchase</i>	(7) <i>RPT_Sum</i>	(8) <i>RPT_L&G</i>
<i>C</i>	0.534 (0.222)	-1.027*** (0.332)	0.020 (0.221)	-0.536*** (0.158)	0.125 (0.252)	-0.226 (0.270)	0.023 (0.222)	-0.235 (0.329)
<i>L21</i>	-0.072 (0.051)	0.107 (0.091)	-0.013 (0.058)	0.071 (0.085)	-0.005 (0.058)	0.015 (0.070)	-0.009 (0.053)	0.005 (0.088)
<i>Reform</i>	0.144 (0.147)	-0.396* (0.240)	-0.042 (0.172)	-0.145 (0.143)	0.057 (0.245)	0.207 (0.264)	0.095 (0.215)	0.390 (0.315)
<i>L21*Reform</i>	0.039 (0.029)	0.164** (0.070)	0.101*** (0.035)	-0.132* (0.079)	0.067 (0.056)	0.036 (0.073)	0.081 (0.055)	-0.060 (0.091)
<i>Control Variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	2,616	2,489	2,865	945	3,696	3,603	4,198	2,086
Adjusted-R ²	0.619	0.347	0.628	0.427	0.643	0.380	0.632	0.292
<i>F value</i>	3.46***	5.69***	3.51***	2.67***	2.64***	2.73***	3.21***	2.97***

註 1：各個變數的操作性定義請見表 4；*L21* 為第二大股東相對控制股東的持股比例。

註 2：各欄標題為該方程式的應變數，迴歸係數均為標準化後的係數，括弧欄為標準差。

註 3：* 差異達 10% 顯著水準，** 達 5% 顯著水準，*** 達 1% 顯著水準。

綜合上述結果，國有企業的第二大股東傾向與控制股東勾結以尋求私有利益。可能原因如前述，第二大股東相較於控制股東的持股比例在股改後下降，由股改前的 11%（國有企業）下降到股改後的 8%（國有企業）。在抗衡能力下降的影響下，第二大股東乃轉而與控制股東勾結，透過關係人交易謀求私利。

四、穩健性測試

本研究提出四種利用變數設計的穩健性測試方法，以驗證本文實證結果是否具穩定性。（一）公司規模 (*Size*)：以 $\ln(\text{銷貨淨額})$ 取代 $\ln(\text{總資產帳面價值})$ ；（二）獲利能力 (*ROE*)：以銷售報酬率 (*Return On Sales*) 取代股東權益報酬率；（三）現金 (*OCF*)：以現金和現金等價物取代營運現金流；（四）股權分置改革變數 (*Reform*)：本研究設置另外兩種股權分置改革變數以測試結果是否穩健：(1) 2001 年至 2004 年設為 0，2006 年至 2009 年為 1，剔除股權分置改革實施年度（2005 年）；(2) 以上市公司實行股權分置改革的日期為準，改革日期為當年 6 月 30 日前為 0，6 月 30 日後為 1；以上使用代理變數進行穩健性測試之結果皆與原結果一致。

五、其他企業類型⁷

由於股權分置改革將非流通股轉為流通股，而非流通股與流通股的差異在於主要持有者可能為政府與非政府，因此本研究在主要結果方面僅將上市公司依照控制股東類型區分為國有企業與非國有企業。然而，多數的非國有企業可能屬於集團企業或是家族企業，其企業的特性可能也會對於關係人交易具有影響。因此，考量不同企業特性，本文進一步將非國有企業樣本區分成集團企業與非集團企業 (He, Mao, Rui, and Zha, 2013)，以及家族企業與非家族企業 (Xu, Xu, and Yuan, 2013)，並比較其股權分置改革前後，企業特性對於從事關係人交易之差異。

集團企業特性對於非國有企業在股權分置改革前後從事關係人交易的影響均未達統計上的顯著性（未列表）。其可能原因為集團企業的主要特性即為存在內部資金市場 (Masulis, Pham, and Zein, 2011)，常藉由關係人交易的方式將資金轉移到有資金需求的其他子公司，而這樣移轉資金的方式較不會受到流通股與非流通股改變的影響。再者，由於有效的集團企業資料僅始於 2004 年，使得股改前的資料明顯不足，而導致迴歸結果不顯著。

7 感謝匿名評審之建議。

家族企業特性對於非國有企業在股權分置改革前後從事關係人交易的影響亦未達統計上的顯著性（未列表）。其可能原因為中國的家族企業對外融資較為困難，往往有投資不足 (Underinvestment) 的情況發生 (Xu et al., 2013)，也因此更依賴內部資金市場來將資金作更有效率的分配。在這樣的情況下，若家族企業從事關係人交易可能是源自於資金需求，而非來自於股權分置改革所造成的非流通股轉成流通股的影響，使得家族企業特性對於股權分置改革前後之關係人交易影響亦不顯著。

伍、結論

中國股權分置制度使流通股股東與非流通股股東的利益不一致而導致特殊的代理問題。持有高比例非流通股的控制股東擅長透過關係人交易等手段來進行自利行為，使流通股股東的財富受損。中國政府於 2005 年為改善上述代理問題、促進資本市場國際化，推出股權分置改革方案。以往探討中國上市公司與關係人交易的大部分研究集中於股權分置改革前 (Berkman, Cole, and Fu, 2009; Cheung et al., 2010; Lei and Song, 2011; Peng et al., 2011)，由於股權分置改革造成所有權結構改變，引致以往影響關係人交易的因素及實證結果受可能有所改變。因此，本研究針對 2002 年至 2013 年在深、滬兩證交所之上市公司進行研究，目的是為了探討股權分置改革對各控制股東進行關係人交易是否具有影響，以及第二大股東對於控制股東進行關係人交易的影響在股權分置改革後是否有所改變，以進一步了解實行股權分置改革對改善中國市場公司治理問題的成效。

本研究先針對國有控制股東及非國有控制股東進行比較，結果顯示，國有控制股東在股權分置改革後減少使用關係人交易的幅度比非國有控制股東多。進一步細分國有控制股東為中央政府及地方政府，發現中央政府在股權分置改革後減少使用關係人交易的幅度比地方政府多。在第二大股東方面，對國有控制股東及非國有控制股東公司下第二大股東的監督效果進行檢驗，發現在股權分置改革後，第二大股東傾向與國有控制股東勾結，增加關係人交易。

本研究結果對於政策制定者及投資人具有實務義涵。對於其他新興市場的政策制定者而言，若想健全股票市場，私有化僅是第一步，重點是落實控制權的轉移，才能夠強化內部公司治理機制，杜絕資源挪用的弊病。至於投資人，投資新興市場應注意投資標的的控制股東類型。此外，也不宜過度依賴機構投資人的監督能力，以避免犧牲了少數股東的權益。

研究限制方面，首先，股權分置改革是否對控制股東剝削小股東的動機產生影響，也許可從外部監督機制來探討，是否流動性的增加也會導致接管市場 (Takeover

Market) 的活絡，形成有效的公司治理，進而降低控制股東剝削小股東的動機⁸；其次，過去文獻並未交代不同類型控制股東偏好進行何種關係人交易，可能是隨機或有原因的，存在互補或替代關係。因此，本研究建議後續研究者可針對不同類型的控制股東，探討其偏好的關係人交易及背後原因，相信對政策制定者或資本市場參與者有更具體的助益。

8 感謝匿名評審的意見。

The Impact of the Chinese Split-Share Structure Reform on the Relationship between Ultimate Controlling Shareholder and Related Party Transactions

Wen-Sheng Wang, Lecturer, Department of Finance and Accounting, Dhurakij Pundit University

Chi-Kit Choi, Master, Department of Business Administration, National Central University

I-Cheng Li, Assistant Research Fellow, Research Department of Business Model Innovation, Commerce Development Research Institute

Jung-Hua Hung, Professor, Department of Business Administration, National Central University

1. Purpose/Objective

The split-share structure has resulted in conflicts of interest between tradable shareholders and non-tradable shareholders, leading to the agency problem. The controlling shareholders, who usually hold a high proportion of non-tradable shares, have the means to exploit related party transactions in order to pursue private benefits at the expense of tradable shareholders. In 2005, the Chinese government initiated the split-share structure reform in order to alleviate the aforementioned agency problem and to facilitate the efficiency of capital markets. Existing studies regarding the relationship between Chinese listed firms and related party transactions have mainly focused on the pre-reform period (Berkman et al., 2009; Cheung et al., 2010; Lei and Song, 2011; Peng et al., 2011). However, the split-share structure reform could have a great impact on the ownership structure of Chinese listed firms, and this ownership change could thereby affect the motives and ability of the controlling shareholders to conduct related party transactions. This study examines how the split-share structure reform has affected the different types of controlling shareholders, in particular their ability to take advantage of related party transactions, and whether the second-largest shareholders now have an impact on determining how controlling shareholders conduct related party transactions. The goal is to obtain a better understanding of the effects of the split-share structure reform on improving the corporate governance problems of Chinese listed firms.

2. Design/Methodology/Approach

The research sample consists of firms listed on the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges for the period between 2002 and 2013. We collected ownership and financial data from the Taiwan Economic Journal Database (TEJ) and related party transaction data from the China Stock Market and Accounting Research Database (CSMAR). Since the split-share

structure reform began in April, 2005, we have separated our data into two periods based on this date. The pre-reform period is between 2002 and 2005 while the post-reform period is between 2006 and 2013. We have also filtered the sample by excluding financial firms, restructured firms, firms without related party transactions, firms with missing data and firms marked as receiving special or particular treatment. This leaves a total of 8,789 observations, including 2,073 pre-reform observations and 6,716 post-reform observations. Panel Least Squares regression is used to verify the hypotheses, and clustering the standard errors suggested by Petersen (2009) is used to avoid biasing the results.

3. Findings

Our empirical results show that state-controlled firms carried out fewer related party transactions compared to non-state-controlled firms after the split-share structure reform. The reason could be that the controlling ownership of state-controlled firms has been diluted so that the capital gains can be obtained by the controlling shareholders after the split-share structure reform, which would contribute to fewer related party transactions. In addition, firms controlled by the central government conducted fewer related party transactions than firms controlled by the local government. We conjecture that firms controlled by the central government are core businesses, which are of greater concern and would thus receive more attention from mass media. Consequently, firms controlled by the central government have to conduct fewer related party transactions to show a good example that the reform indeed lessens the agency problem in Chinese listed firms. Furthermore, firms with a second-largest shareholder carried out more related party transactions than firms without a second-largest shareholder. The reason could be that the contestability of the second-largest shareholder has decreased after the reform, leading to a decrease in the monitoring efficiency of the second-largest shareholder. As a result, the second-largest shareholder turns to collude with the controlling shareholders to pursue private benefits through related party transactions.

4. Research Limitations/Implications

Recently, as a consequence of immense economic growth, Chinese listed firms have been experiencing an increased demand for funds. Even banks in Taiwan have been accessed as one of their financing channels. For example, the offering of syndicated loans for Sinosteel International Holding Company Ltd. has attracted twelve Taiwanese banks and raised a total of 2.3 billion US dollars. However, for investors who are less aware of the

characteristics of Chinese firms, such investment could be highly risky and they could suffer a huge loss. To help alleviate this type of problem, this study investigates whether controlling shareholders are prone to extract private benefits through related party transactions. Our study has implications for both policy makers and investors. For policy makers in other emerging markets like China, privatization is only the first step to enhance the stock market. The key point is to implement the transfer of control from the state to other types of shareholders. In this case, corporate governance mechanisms can be enhanced and the diversion of corporate resources can be restricted. In emerging markets like China's, investors should focus on the identity of the controlling shareholders of the target company because different types of controlling shareholders have different motives and abilities to conduct related party transactions, which could impact investors' wealth. In addition, investors should not rely too heavily on the monitoring efficiency of institutional investors in China because these institutional investors may lack the experience or capability to monitor management in the same way as in other countries.

Like most studies of this nature, this paper has some limitations. First, the impact of the split-share structure reform on the motives of the controlling shareholders to expropriate minority shareholders could also be scrutinized from the viewpoint of external governance mechanisms. Whether an increase in stock liquidity results in a more active takeover market and thereby reduces the motivation of the controlling shareholders to expropriate minority shareholders' benefits remains unclear. Second, the extant literature does not examine whether different types of the controlling shareholders prefer different kinds of related party transactions. Consequently, follow-up studies can follow the line of thought initiated in this paper and investigate the impact of the takeover market on related market transactions after split-share structure reform or study the preference for the kind of related party transactions by different types of controlling shareholders, to help investors better understand the firm characteristics in China.

5. Originality/Contribution

Compared to the previous literature on related party transactions, this study considers the exogenous impact of institutional reform (split share structure reform), an area seldom mentioned in previous studies (Cheung et al., 2009; Peng et al., 2011; Liu et al., 2014). In addition, most past studies have focused on the impact of the reform on the volatility of the stock market or extended issues of price announcements; few studies have made comparisons between pre- and post-reform periods, which can affect corporate decisions

through the changes in the ownership structure.

This study thus fills a gap in the literature by examining whether country-level institutional reform can hamper the expropriation of the controlling shareholder, and whether the monitoring ability of the second-largest shareholder can be enhanced by the reform. In addition, we extend the work of Cheung et al. (2010) to examine the motivation for related party transactions in non-state-controlled firms, including the controlling shareholders who are domestic legal persons and foreign legal persons. Last but not least, few studies have focused on the relationship between the second-largest shareholder and related party transactions. Liu et al. (2014) argued that the power of large shareholders other than the controlling shareholders can efficiently reduce the expropriation through related party transactions. However, their sample only included data from the post-reform period between 2008 and 2010, neglecting the difference analysis between the two periods. In the pre-reform period, the government held a high proportion of non-tradable shares, and the ability and motivation of the second-largest shareholder was weak. After the split-share structure reform, the second-largest shareholder is able to purchase released shares to enhance their power against the controlling shareholders. In their examination of stock market volatilities between the pre- and post-reform periods, Lo et al. (2012) found that investors were easily affected by government policies before the reform, but became more rational after the reform. Therefore, considering cases where the second-largest shareholder is an important corporate governance mechanism, split-share structure reform in China has offered a rare platform to examine the behavior of the second-largest shareholder, and this study complements this line of thought in the literature.

參考文獻

- 陳蔚與陶輝，2011，股權分置改革前後可轉債發行公告效應的差異性研究，*商業研究*，6期：88-93。(Chen, Wei, and Tao, Hui. 2011. The study of the announcement effects of convertible bonds issuing before and after the split-share structure reform. *Commercial Research*, 6: 88-93.)
- 劉燁、王奪、李丹與于丹，2014，關聯交易視角的公司治理機制對控股股東掏空行為影響—以股改後滬深股市機械設備業 185 家公司為樣本，*產經評論*，1期：124-135。(Liu, Yeh, Wang, To, Li, Tan, and Yu, Tan. 2014. The impact of corporate governance mechanisms from the viewpoint of related party transactions on the expropriation behavior of the controlling shareholders: A sample of 185 firms listed on Shanghai and Shenzhen Stock Exchange in machinery and equipment industry after the split-share structure reform. *Industrial Economic Review*, 1: 124-135.)
- 羅榮華、門明、楊水清與郭明英，2012，股權分置、後股權分置與股市波動性，*金融評論*，6期：85-91。(Lo, Jung-Hua, Men, Ming, Yang, Shui-Ching, and Kuo, Ming-Ying. 2012. The split-share structure, post-split-share structure and the stock volatility. *Chinese Review of Financial Studies*, 6: 85-91.)
- Aharony, J., Wang, J., and Yuan, H. 2010. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29 (1): 1-26. doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2009.10.003
- Attig, N., Guedhami, O., and Mishra, D. 2008. Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 14 (5): 721-737. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2008.08.008
- Beltratti, A., Bortolotti, B., and Caccavaio, M. 2012. The stock market reaction to the 2005 split share structure reform in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20 (4): 543-560. doi: 10.1016/j.pacfin.2012.01.004
- Bennedsen, M., and Wolfenzon, D. 2000. The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2): 113-139. doi: 10.1016/S0304-405X(00)00068-4
- Berkman, H., Cole, R. A., and Fu, L. J. 2009. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 33 (1): 141-156. doi: 10.1016/j.jbankfin.2007.11.001
- Brennan, M. J., and Cao, H. H. 1997. International portfolio investment flows. *The Journal of Finance*, 52 (5): 1851-1880. doi: 10.2307/2329467

- Chen, G., Firth, M., Xin, Y., and Xu, L. 2008. Control transfers, privatization, and corporate performance: Efficiency gains in China's listed companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (1): 161-190. doi: 10.1017/S0022109000002787
- Chen, G., Firth, M., and Xu, L. 2009. Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 33 (1): 171-181. doi: 10.1016/j.jbankfin.2007.12.023
- Chen, X., Harford, J., and Li, K. 2007. Monitoring: Which institutions matter?. *Journal of Financial Economics*, 86 (2): 279-305. doi: 10.1016/j.jfineco.2006.09.005
- Cheung, Y. L., Jing, L., Lu, T., Rau, P. R., and Stouraitis, A. 2009. Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17 (3): 372-393. doi: 10.1016/j.pacfin.2008.10.001
- Cheung, Y. L., Rau, P. R., and Stouraitis, A. 2010. Helping hand or grabbing hand? Central vs. local government shareholders in Chinese listed firms. *Review of Finance*, 14 (4): 669-694. doi: 10.1093/rof/rfp024
- Gillan, S., and Starks, L. T. 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13 (2): 4-22. doi: 10.2139/ssrn.439500
- He, J., Mao, X., Rui, O. M., and Zha, X. 2013. Business groups in China. *Journal of Corporate Finance*, 22: 166-192. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2013.05.001
- Jian, M., and Wong, T. J. 2010. Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15 (1): 70-105. doi: 10.1007/s11142-008-9081-4
- Kang, J. K., and Stulz, R. M. 1997. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46 (1): 3-28. doi: 10.1016/S0304-405X(97)00023-8
- Lei, A. C. H., and Song, F. M. 2011. Connected transactions and firm value: Evidence from China-affiliated companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19 (5): 470-490. doi: 10.1016/j.pacfin.2011.07.002
- Li, K., Wang, T., Cheung, Y. L., and Jiang, P. 2011. Privatization and risk sharing: Evidence from the split share structure reform in China. *The Review of Financial Studies*, 24 (7): 2499-2525. doi: 10.1093/rfs/hhr025
- Masulis, R. W., Pham, P. K., and Zein, J. 2011. Family business groups around the world: Financing advantages, control motivations, and organizational choices. *The Review of Financial Studies*, 24 (11): 3556-3600. doi: 10.1093/rfs/hhr052
- Maury, B., and Pajuste, A. 2005. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of*

- Banking & Finance*, 29 (7): 1813-1834. doi: 10.1016/j.jbankfin.2004.07.002
- Peng, W. Q., Wei, K. C. J., and Yang, Z. 2011. Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, 17 (2): 306-325. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2010.08.002
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22 (1): 435-480. doi: 10.1093/rfs/hhn053
- Xu, N., Xu, X., and Yuan, Q. 2013. Political connections, financing friction, and corporate investment: Evidence from Chinese listed family firms. *European Financial Management*, 19 (4): 675-702. doi: 10.1111/j.1468-036X.2011.00591.x
- Yeh, Y. H., Shu, P. G., Lee, T. S., and Su, Y. H. 2009. Non-tradable share reform and corporate governance in the Chinese stock market. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (4): 457-475. doi: 10.1111/j.1467-8683.2009.00754.x
- Zou, H., Wong, S., Shum, C., Xiong, J., and Yan, J. 2008. Controlling-minority shareholder incentive conflicts and directors' and officers' liability insurance: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 32 (12): 2636-2645. doi: 10.1016/j.jbankfin.2008.05.015
- Zwiebel, J. 1995. Block investment and partial benefits of corporate control. *The Review of Economic Studies*, 62 (2): 161-185. doi: 10.2307/2297801

作者簡介

王文聖

A lecturer at Department of Finance and Accounting in Dhurakij Pundit University, who got a Ph.D. degree at Department of Business Admission in National Central University. Research interests are topics related to corporate finance and corporate governance. Previous papers were published in NTU Management Review, Journal of Financial Studies and Review of Securities and Futures Markets.

蔡子傑

國立中央大學企業管理學系碩士。

李易政

國立中央大學企業管理學系博士。主要研究領域為股價反應、公司治理、公司理財、行為財務及盈餘管理等有關之領域。學術論文曾發表於中山管理評論、商管科技季刊。目前任職於財團法人商業發展研究院經營模式創新研究所。

* 洪榮華

國立中央大學企業管理學系教授，國立政治大學企業管理學博士。主要研究領域為公司理財、公司治理、家族企業等有關之領域。學術論文曾發表於證券市場發展季刊、財務金融學刊、管理學報、管理評論、中山管理評論、臺大管理論叢、管理與系統、輔仁管理評論、商管科技季刊、亞太經濟管理評論、東吳會計學報、Journal of Banking and Finance, Quarterly Review of Economics and Finance, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Applied Financial Economics, Global Finance Journal, Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal, Corporate Governance: An International Review, Family Business Review, Health Policy, Health Services Management Review, Emerging Markets Finance and Trade, Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Journal of Air Transport Management, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting 等。

作者感謝科技部所提供的研究計畫補助（計畫編號：102-2410-H-008-022）。

* E-mail: jhung@cc.ncu.edu.tw

