公司治理、关联担保与公司价值研究

王德武(博士)　钟富胜

(沈阳工业大学管理学院　沈阳　110178)

【摘要】本文以2005～2006年发生关联担保的沪深上市公司为样本,按照提供关联担保和接受关联担保进行分类,考察了超额关联担保与公司价值的关系。

【关键词】超额关联担保　股权制衡　公司价值

关联担保是众多关联交易中重要的一种，由于其对公司价值和中小股东的影响显著而备受关注。我国政府先后出台了若干规章制度来规范关联担保，尤其是上市公司的对外担保。学术界也从不同角度,采用各种方法就关联担保对公司价值和中小股东的影响进行了大量的研究。随着我国经济的发展、公司治理的改善以及国家对关联交易的规范,我国上市公司关联交易的作用也在发生变化。因此,根据新情况从新的角度对关联担保展开研究是必要的。

一、文献回顾

1. 公司治理与关联担保。公司治理与关联担保有着密切的联系,良好的公司治理对规范关联担保、减少违规担保有着积极的作用。余明桂和夏新平(2004)研究发现,由控股股东控制的公司,其关联交易显著多于无控股股东控制的公司;控股股东担任高级管理者的公司，其关联交易显著多于控股股东不担任高级管理者的公司。

陈晓、王琨(2005)从不同角度考察了关联交易与股权结构之间的关系,研究结果表明,关联交易发生的概率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发生的概率。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小;改善公司治理有助于抑制关联交易,从而保护中小股东的利益。

罗党论、唐清泉(2006)的研究表明,我国独立董事在关联交易方面起到了积极的作用。高雷、宋顺林(2007)通过实证分析发现，第一大股东持股比例与关联交易的发生概率呈倒U型关系;股权制衡程度与关联交易的发生概率显著负相关;因隶属于企业集团而增加了关联交易的发生概率;董事会效率、信息披露的透明度与关联交易的发生概率无显著关系。饶育蕾、贺曦和李湘平(2007)的实证研究表明:我国的独立董事在关联交易决策方面没有起到应有的监督作用；在董事长和总经理两职合一的情况下，控股股东更容易利用关联交易侵占中小股东利益。

2. 关联担保与公司价值。有学者认为,关联交易是一种节约成本的交易行为(Coase,1937),企业与关联方之间形成的利益相关集团是由契约安排与交易方式创新而形成的一种经济节约机制,将市场交易转变为企业内部交易可以减少交易过程中的不确定性,避免一部分搜寻、谈判、签约成本,节约交易费用(Fisman和Khanna,1998;Kim,2004;Shin和Park,1999)。然而也有学者研究发现，控股股东利用关联交易侵害了公司价值。控股股东可以通过不公平定价和转嫁成本的方法来实现对中小股东利益的侵害，导致企业利润向控股股东手中转移,中小股东的利益在此过程中受到严重侵害(LaPorta,1999;Claessens等,2002)。Johnson等(2000)对控股股东利用关联交易侵害中小股东利益的现象进行了研究，指出关联交易是控股股东侵害中小股东利益的常用手段。

余明桂和夏新平(2004)对1999～2001年我国上市公司的关联交易问题进行了研究。他们的研究结果表明,控股股东通常通过关联交易转移公司资源,侵占中小股东的利益。刘峰和贺建刚(2004)从利益输送的角度研究了大股东与上市公司之间的利益往来关系，发现大股东通过多种手段从上市公司获取利益:持股比例高的,倾向于通过高派现、关联交易等方式获取利益;持股比例低的,倾向于采取股权转让、担保和占用等方式获取利益。

王力军(2006)以2002～2004年我国329家民营上市公司为样本,考察了金字塔控制、关联交易与公司价值之间的关系,研究结果表明，民营上市公司的最终控制人主要通过关联方担保、关联方资金占用以及上市公司与关联方的商品购销活动来侵占中小股东的利益。高雷、宋顺林(2007)以2001~2004年我国非金融业A股上市公司为样本研究发现，有关联担保的上市公司的Tobin´s Q值比无关联担保的上市公司的Tobin´s Q值低,投资者利益保护水平与关联担保显著负相关。

从以上的文献回顾可以看出，公司治理与关联担保有着密切的关系,尤其是股权结构、董事会结构和独立董事规模对关联担保有着显著的影响；关联担保对公司价值的侵害效应也得到了众多学者的支持。然而,以上众多的研究在具体结论上还存在差异，而且没有以上市公司为基点区分提供关联担保和接受关联担保对公司价值影响的不同。基于此,本文试图按照提供关联担保和接受关联担保进行分类，考察超额关联担保与公司价值的关系。

二、研究假设

目前，我国企业集团在规模上有所扩大，集团的规模化、一体化以及多元化经营使得集团内部的各个公司之间的联系日益紧密。而我国沪深股市的上市公司绝大部分是某个企业集团的一部分或者是其中的一个分公司，它们之间的密切程度一般可以从控股股东持股比例来判断，持股比例越高，该公司与企业集团的联系也就越密切，由此就必然产生与企业集团内其他公司的关联担保。

我国法律制度对上市公司的董事会规模做了一般意义上的约束，而且要求必须聘请独立董事来改善公司治理。控股股东对上市公司的影响一般也是通过董事会这个决策机构来实现的，随着董事会规模的扩大，控股股东对董事会的影响和控制力就有所下降，加之独立董事的存在，控股股东利用上市公司为自己进行关联担保的交易就不易实现。

关联担保会增加担保公司的财务风险，尤其是为一些经营效益较差的公司担保。当这些公司发生财务危机时，担保公司就要为之付出巨大的成本，即使不发生财务危机，担保公司也只能获得很少甚至无法获得风险回报。证券市场暴露的不少案例和学者的研究结果表明，控股股东常常利用关联担保掏空公司、侵害中小股东利益。

结合以上分析，本文提出以下假设，以待实证检验。

假设一：最终控制人为国有企业的，关联担保较多。

假设二：第一大股东持股比例与关联担保正相关。

假设三：董事会规模和独立董事规模与关联担保负相关。

假设四：关联担保与公司价值负相关。

三、实证检验

1. 研究设计。

（1）数据来源。本文的研究数据全部来自CCER数据库，选取2005～2006年发生关联担保的沪深上市公司为样本，共取得1 381个样本，已剔除了以下样本：①最终控制人为非国有企业的。②交易状态为PT的。③按照$\mu\pm3\sigma$原则筛选的异常值。

（2）变量设计。本文的研究主要涉及以下四类变量。

其一，表示公司治理的变量。TOP1：第一大股东持股比例。DSGM：董事会的人数，用来衡量董事会的规模。DLDS：独立董事人数，用来衡量独立董事的规模。GQZH：股权制衡程度，第二至第五大股东持股比例之和与第一大股东持股比例之比。KZLX：最终控制人类型。KZLX=0时，表示最终控制人为国有企业；KZLX=1时，表示最终控制人为民营企业。

其二，表示关联担保的变量。TGDD：提供担保或抵押比例，表示提供关联担保或抵押金额与总资产之比。C_TGDD：超额提供担保或抵押比例，表示提供担保或抵押比例与行业提供担保或抵押比例平均值之差。JSDD：接受担保或抵押比例，表示接受关联担保或抵押金额与总资产之比。C_JSDD：超额接受担保或抵押比例，表示接受担保或抵押比例与行业接受担保或抵押比例平均值之差。

其三，表示公司价值的变量。由于Tobin´s Q值存在序列自相关问题，为了消除Tobin´s Q值的年度差异，采用均值法对其进行修正，即：M_Tobin´s Q=[Tobin´s Q−E(Tobin´s Q)]÷E(Tobin´s Q)，修正以后的Tobin´s Q值消除了各年度的大盘市值差异，不存在自相关问题。其中：Tobin´s Q=(流通股的市场价值+非流通股总股数×每股净资产+负债的账面价值)÷总资产。流通股市场价值的计算包括B股和H股的市场价值。

最后是控制变量。Ln_Asset：公司规模，用总资产以10为底的对数来表示；Leverage：资本结构，用资产负债率来表示。

2. 描述性统计。

表1　　各变量描述性统计结果

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TOP1	1 381	0.051 772	0.837 522	0.385 233 47	0.153 261 552
DSGM	1 381	7	23	9.64	2.248
DLDS	1 381	3	8	3.33	0.907
GQZH	1 381	0.003 738	3.186 480	0.557 768 91	0.530 403 511
KZLX	1 381	0	1	0.36	0.481
TGDD	511	0.000 020	0.813 038	0.072 567 16	0.091 832 099
C_TGDD	511	−0.285 111	0.664 886	−0.000 449 52	0.093 419 518
JSDD	1 193	0.000 015	0.832 980	0.148 693 68	0.130 141 667
C_JSDD	1 193	−0.445 867	0.664 726	−0.000 882 61	0.134 310 412
M_Tobin´s Q	1 381	−0.888 708	13.549 212	−0.163 183 00	0.639 627 258
Ln_Asset	1 381	7.309 428	10.977 486	9.252 307 55	0.419 113 543
Leverage	1 381	0.065 320	7.790 546	0.590 422 81	0.417 300 568

表1列出了各变量的描述性统计结果。从该表可以看出，第一大股东持股比例依然较高，最大值和平均值分别为83.752 2%和38.523 347%，表明第一大股东对上市公司有较强的影响，一股独大的情况并没有发生改变；而董事会和独立董事的规模偏小，平均值分别为9.64和3.33；股权制衡程度的最小值仅为0.003 738，而平均值是0.557 768 91，总体水平明显偏低。最终控制人为国有企业的有882个样本，占总样本的63.87%；第一大股东持股比例不低于30%的有863个样本，占总样本的62.5%。存在关联担保交易的上市公司大部分被国有企业控制着，而大部分公司被第一大股东所控制，一股独大的特征显著。接受关联担保无论在发生的公司数量上还是在交易比例上，都显著大于提供关联担保，表明在国家规范上市公司关联担保的前提下，对外提供关联担保远远少于接受关联担保，目前上市公司的关联担保交易是以接受关联担保为主的。公司规模差异不大，资本结构的平均值达到了59%，资产负债率总体偏高。

3. 相关分析。

表2列出了公司治理变量与关联担保变量的相关系数。从该表可以发现，最终控制人类型与关联担保显著正相关，但是最终控制人类型与提供关联担保和超额提供关联担保的相关系数都比其与接受关联担保和超额接受关联担保的相关系数大，表明最终控制人为民营企业的上市公司提供关联担保的比例较高。第一大股东持股比例与提供关联担保比例和超额提供关联担保比例负相关，但是与接受关联担保比例和超额接受关联担保比例显著正相关。同时，第一大股东的绝对影响

力也是与提供关联担保比例和超额提供关联担保比例负相关，但是与接受关联担保比例或者超额接受关联担保比例显著正相关。这表明股权集中对这两类关联担保的影响是不同的。董事会规模与提供关联担保和超额提供关联担保是正相关的，但并不显著，然而其与接受关联担保和超额接受关联担保却是显著负相关的；独立董事规模与关联担保是负相关的，与超额接受关联担保的相关性是显著的，这表明董事会规模和独立董事规模对关联担保是有抑制作用的。而股权制衡程度与前两类关联担保的相关性较差，而与后两类是负相关的，表明其对接受关联担保存在抑制作用。

表2　公司治理与关联担保的Pearson相关系数

		TGDD	C_TGDD	JSDD	C_JSDD
KZLX	Pearson Correlation	0.143**	0.116**	0.083**	0.084**
	Sig.（2-tailed）	0.001	0.009	0.004	0.004
TOP1	Pearson Correlation	-0.091 *	-0.046	0.078**	0.078**
	Sig.（2-tailed）	0.039	0.303	0.007	0.007
DSGM	Pearson Correlation	0.042	0.023	-0.105**	-0.106**
	Sig.（2-tailed）	0.339	0.600	0.000	0.000
DLDS	Pearson Correlation	-0.045	-0.055	-0.054	-0.065**
	Sig.（2-tailed）	0.309	0.211	0.064	0.026
GQZH	Pearson Correlation	0.023	0.000	-0.051	-0.070**
	Sig.（2-tailed）	0.597	0.995	0.079	0.016

注：**、*分别表示在1%与5%的水平上显著，下同。

4. 回归分析。通过以上分析，本文分别构建超额提供关联担保与公司价值、超额接受关联担保与公司价值的多元线性回归模型。

模型1：$M_Tobin's\ Q=a_0+a_1C_TGDD+a_2KZLX+a_3GQZH+a_4TOP1+a_5DLDS+a_6Ln_Asset+a_7Leverage+\varepsilon$

模型2：$M_Tobin's\ Q=b_0+b_1C_JSDD+b_2KZLX+b_3GQZH+b_4TOP1+b_5DLDS+b_6Ln_Asset+b_7Leverage+\varepsilon$

表3　超额提供关联担保与公司价值的回归分析结果

	B	t	VIF
（Constant）	2.472**	6.619	
C_TGDD	-0.098*	-2.187	1.029
KZLX	-0.008	-0.223	1.138
GQZH	4.054**	5.296	1.155
TOP1	0.094**	2.782	1.189
DLDS	0.020	1.139	1.054
Ln_Asset	-0.332**	-8.188	1.122
Leverage	0.301**	7.699	1.029
F	23.996		
SIG	0.000		
Adj R^2	0.240		

表3报告了模型1下超额提供关联担保与以修正后的Tobin's Q值表示的公司价值的回归结果。模型的F值为23.996，SIG值为0，调整R^2为0.240，VIF值很小，表明模型整体良好，有较高的拟合度。超额提供关联担保的回归系数为-0.098，表明超额提供关联担保比例与修正后的Tobin's Q值显著负相关，其对以Tobin's Q值表示的公司价值有侵害效应。股权制衡程度和资本结构的回归系数都显著为正，表明它们对公司价值有支持效应，前者可以抑制对控股股东的侵害，而后者对缓解代理矛盾有积极作用。

表4　超额接受关联担保与公司价值的回归分析结果

	B	t	VIF
（Constant）	3.160**	7.810	
C_JSDD	0.142*	2.245	1.079
KZLX	-0.012	-0.331	1.150
GQZH	3.244**	4.067	1.124
TOP1	0.070	1.815	1.192
DLDS	0.012	0.647	1.020
Ln_Asset	-0.417**	-9.677	1.103
Leverage	0.631**	13.854	1.084
F	49.231		
SIG	0.000		
Adj R^2	0.221		

表4报告了模型2下超额接受关联担保比例与以修正后的Tobin's Q值表示的公司价值的回归结果。模型的F值为49.231，SIG值为0，调整R^2为0.221，VIF值很小，表明模型整体良好，有较高的拟合度。超额接受关联担保的回归系数为0.142，表明超额接受关联担保比例与修正后的Tobin's Q值存在正相关关系，其对以Tobin's Q值表示的公司价值有支持效应。股权制衡程度和资本结构的回归系数都显著为正，表明它们对公司价值有支持效应，前者可以抑制对控股股东的侵害，而后者对缓解代理矛盾有积极作用。

四、结论

本文的研究结果表明，最终控制人类型与关联担保正相关，最终控制人为民营企业的，关联担保较多，假设一没有得到证实；第一大股东持股比例与超额提供关联担保负相关，而与超额接受关联担保显著正相关，假设二得到部分证实；董事会规模和独立董事规模与关联担保负相关，而股权制衡程度与超额接受关联担保显著负相关，对关联担保有抑制作用，假设三得到了证实；超额提供关联担保对以Tobin's Q值表示的公司价值存在侵害效应，但超额接受关联担保对以Tobin's Q值表示的公司价值存在支持效应，假设四得到部分证实。

主要参考文献

1. 余明桂，夏新平.控股股东、代理问题与关联交易：对中国上市公司的实证研究.南开管理评论，2004；6

2. 陈晓，王琨.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.经济研究，2005；4

3. 朱国民，张人骥，赵春光.关联交易与公司价值——基于我国证券市场的实证证据.上海立信会计学院学报，2005；6

4. 王力军.金字塔控制、关联交易与公司价值——基于我国民营上市公司的实证研究.证券市场导报，2006；2