

# 大股东侵占视角下 债权治理功效弱化问题探讨

兰艳泽(教授) 耿 舰

(广东商学院 广州 510320)

**【摘要】** 本文以2007~2009年的189家上市公司为样本,将公司负债按照是否具有关联方性质进行新的分类,单独对公司涉及关联方性质的负债进行治理功效的考察。研究结果显示,具有关联方性质的负债不能发挥治理功效,它是大股东实施侵占的手段,是债权治理失效的另一个影响因素。

**【关键词】** 大股东侵占 关联方负债 治理功效

## 一、关于债权治理的文献综述

近年来,债权治理作为公司治理的重要组成部分,已得到学术界广泛的关注。研究发现负债在公司治理中起着两个方面的作用:一方面负债确实能够起到相应的公司治理功效,即能够解决股东和职业经理人之间的代理问题;另一方面,债权治理机制对于代理成本的约束作用不明显,甚至有负面效果。

杨灵芝(2005)选取1997年底之前在沪深两市上市的公司为样本,并对其2001~2004年的数据进行实证检验后发现,资产负债率与上市公司的总资产利润率呈负相关关系,表明我国上市公司债权治理失效。陆玉梅(2005)对我国的医疗行业上市公司进行实证检验后发现,债务融资与绩效存在负相关关系,即债务融资在公司治理中无效。朱明秀、封美霞(2007)以及陈晓红、王小丁、曾江洪(2007)等对我国中小上市公司债权治理现状的研究所得到的结论也都是负债在公司治理中没有发挥积极作用。

针对这一现象,很多学者开始寻找债权治理软化的原因。在国外更多的学者开始意识到,债务治理机制对于控股股东和中小股东之间的代理成本的影响具有两面性,既有正向的约束作用,也有负向的加剧其隧道效应的作用。Canna(1997)对相关企业集团的研究发现,如果大股东能够与上市公司进行关联方交易,那么就会更有可能对上市公司进行侵占。Chang和Joh(2003)对韩国上市公司研究发现,大股东主要通过内部关联方交易转移上市公司利润。Kasanen和Nickanen(1996)对芬兰上市公司的研究发现,大股东有调低盈余的倾向,关联方交易就是其盈余调节的手段。

在我国,韩德宗和叶春华将我国上市公司大股东侵占的表现形式归纳为以下几方面:利用关联方交易转移利润;非法占有上市公司资金或利用其名义进行融资担保;为其高管人员提供过高的薪酬和津贴;通过二级市场进行内幕交易等。其中,大股东利用关联方交易进行侵占更为隐蔽,也不容易被监管部门察觉,是大股东侵占小股东利益的主要手段。

现阶段我国相关法律法规对中小股东利益保护不够,加

之股权集中度较高,存在“一股独大”现象严重,因此,我国上市公司大股东与中小股东的利益冲突比其他国家或地区更加复杂,控股股东有足够的动机和倾向来进行利益侵占。

在以往的债权治理研究中,人们对于负债缺乏足够精细的分类,往往局限于对债务总体水平进行相关分析和研究,或者仅按照债务期限、债务来源稍加分类,并没有从关联方角度从性质上对负债进行区分。由于在关联方交易过程中,大股东更加倾向于利用关联方贷款来进行侵占,从而导致不同性质的负债在公司治理中产生不同的效应,这很可能是众多学者对债权治理功效进行研究得出不一致结论的主要原因。

## 二、关联方交易盛行情况下负债治理功效的弱化

通过关联方关系来举借负债,大股东的利益侵占不仅会涉及提供贷款的关联方,而且会影响到接受贷款的关联方,本文所考察的就是接受贷款形成负债的企业是否可以通过其具有关联方性质的负债达到债权治理的效果。因此,本文将对负债按照其是否具有关联方性质进行分类,并对具有关联方性质的负债进行实证分析,以此来诊断债权治理失效的原因。

大股东的存在虽然一定程度上能够加强企业对于经理人的监督与控制,但是由此也产生了新的代理问题,那就是大股东与小股东之间的委托代理问题。由于股权集中在大股东手中,中小股东权力相对分散,小股东发挥治理作用的成本过高,于是小股东普遍产生“搭便车”现象,最终使企业控制权落到大股东手中,这就为大股东侵占小股东利益提供了便利。

股权分置改革之后,我国绝大多数上市公司仍然被国家以直接或间接所有的方式终极控制。根据笔者的统计,2006~2010年我国上市公司第一大股东持股比例明显偏高,股权集中相当突出。在股权集中趋势明显时,大股东与小股东之间的代理问题是其产生矛盾的主要根源,这个矛盾就是大股东侵占小股东的利益,它成了危害公司治理的一个严重问题。根据理性经济人假设,大股东有足够的动机来实施侵占,而且在我国大股东利益侵占问题将会更加明显与复杂。

笔者通过统计2007~2010年我国上市公司相关数据发

现,越来越多的公司开始涉及关联方交易并且关联方交易的发生额居高不下,具体如表1所示:

表1 关联方交易统计数据

年度	2007年	2008年	2009年	2010年
金额/万元	27 323 500	56 057 100	41 223 700	22 332 700
公司数	1 357	1 485	1 561	1 680

在传统的债权治理研究中,负债之所以能够起到相应的治理作用是因为负债的存在能够让企业承担向债权人支付现金的责任,通过减少自由现金流达到抑制经理人侵占的目的。这里面蕴含着一个基本假设:由于外部经理人市场的存在,经理人会考虑到自己的声誉问题而不得不履行义务,一旦自身声誉受损,其职业生涯将受到极大的负面影响。

然而,由于关联方的存在,经理人因为担心自身声誉而履行义务假设的导向作用就不会那么灵验,公司完全可以通过关联方交易来融通资金,通过商品劳务的买卖来无偿占用关联方资金,利用关联方担保等方式向其他单位借款。在这种情况下,公司就无须严格遵守融资合同的要求,并且可以获得相对更加优厚的信用额度与信用期限,即便出现了违约情况,还可以将违约责任的后果向关联方进行转嫁。

在这种情况下,公司对于债务的融资就会更加随意和不计后果,负债的治理功效将因此被弱化。在我国,一般涉及关联方负债的类型有以下三种:①通过信用交易形成应付款项,并长期拖欠。在关联方交易中,几乎所有的交易都是以信用交易方式产生的,关联方为其担保商业信用而形成对关联方的应付账款,应付账款长期挂账,拖欠不还,形成了商业信用负债,并且数额巨大。②通过借贷方式直接占用关联方资金。由于我国法律条文明确规定,企业之间不得随意融通资金,且多数期限较短,波动比较频繁,所以这种直接借贷方式近几年发生额虽有所下降,但仍有企业巧立名目,钻法律空子,进行变向借款。③利用关联方担保借款。大股东通常会操控上市公司为一些财务状况不明的关联企业担保,让企业为控股股东及其关联企业提供担保,关联企业接受担保即能获得资金融通,暂时渡过财务危机,如果资金链不幸断裂,则将风险转移给为其担保的企业,这将严重损害担保企业的利益。同时也减弱了负债应有的约束机制,长远看,这不利于公司自身绩效的提高。总体来看,我国企业关联方担保现状复杂多变,企业之间相互担保现象严重,出现了一系列的担保怪圈。

基于以上分析,本文认为,关联方贷款是股东实施利益侵占的重要手段,随着股东侵占程度的增加而增加,同时关联方贷款作为企业负债已经明显失去了一般负债所应有的治理刚性,起不到债权治理的应有作用。

### 三、研究设计

#### 1. 相关变量的度量与界定。

(1)关联方贷款:根据上文的分析我们知道,涉及关联方贷款的项目主要有三类:商品购销产生应付账款;关联方之间借贷形成的其他应收款;关联方担保贷款。由于企业的应付账款、其他应收款等科目涉及内容繁多,很难对其加以细分,以便对涉及关联方交易的项目进行单独核算。因此,本文仅仅选

择关联方担保贷款作为替代变量来反映关联方贷款的特性。对于关联方担保贷款来说,一方面企业为关联方提供担保形成或有负债,另一方面企业接受关联方担保形成负债。本文只对接受关联方担保形成的负债进行检验,或有负债由于缺少其现时义务而不作考虑。

(2)股东侵占程度:衡量股东侵占程度的指标有很多,国内一般更倾向于利用股权集中度来衡量股东侵占程度,认为股权集中度越高,大股东就越有侵占动机,因此,本文也将股权集中度作为衡量股东侵占程度的指标,包括第一大股东持股比例、第一大股东与第二大股东持股比例之差。我国第一大股东持股比例严重偏高,鉴于此,无须引入第一大股东与第二大股东持股比例之差这一指标。

(3)公司绩效:在研究债权治理问题中,人们对于债权治理功效的考察变量一般选择ROA或托宾Q,由于本文是考察企业接受关联方担保贷款而形成的负债,在短期内可能会暂时解决其财务困境,使绩效有所上升,但长期内将会显现其弊端,因此本文选择企业的发展能力作为考察企业绩效的指标,即选择企业市场价值来衡量。

另外,影响股东侵占程度的还有相应的制度法律层面的因素,董事会构成对董事会的监控职能产生影响,我们将独立董事比例作为衡量董事会监控能力的指标,监事会人数作为评价公司治理优劣的指标。同时,我国企业国有股“一股独大”比较普遍,本文也将产权性质列入考察的范围之内。除此之外,还加入了公司规模、年份等控制变量。

2. 样本来源的选择。本文首先从国泰安数据库提供的关联方交易数据库里选取2007~2009年发生的所有关联方担保数据,按照交易方向将其进行分类汇总,并进行以下数据处理:①剔除金融类和保险业上市公司数据;②剔除数据缺失样本;③保留连续三年均有关联方交易担保发生的公司为最终样本。最终确定了189家样本公司。

3. 研究方法与设计。为考察关联方贷款与公司绩效和发展能力的关系,本文利用相关变量设计以下两个模型,模型中的变量定义详见表2。

表2 变量定义

变量名称	变量符号	定义
关联方担保贷款	LNRD	接受关联方担保贷款之和的自然对数
股权集中度	FS	第一大股东持股比例
产权性质	SO	国有控股企业SO=1;非国有控股企业SO=0
监事会影响力	SB	监事会人数
董事会影响力	ROID	独立董事所占比例
公司规模	LNA	公司总资产的自然对数
公司长期发展能力	VB	公司市场价值自然对数/总资产的自然对数
关联方贷款负债率	RLEV	关联方担保贷款之和的自然对数/总资产的自然对数
年度虚拟变量	Y07, Y08	当样本数据为2007年时, Y07=1, 否则Y07=0; 当样本数据为2008年时, Y08=1, 否则Y08=0

$$LNRD = \alpha_0 + \alpha_1 FS + \alpha_2 SO + \alpha_3 SB + \alpha_4 ROID + \alpha_5 LNA + \alpha_6 Y07 + \alpha_7 Y08 + \varepsilon \quad (1)$$

$$VB = \alpha_0 + \alpha_1 RLEV + \alpha_2 Y07 + \alpha_3 Y08 + \varepsilon \quad (2)$$

模型(1)的主要目的是分析关联方贷款是否已经成为大股东实施侵占的手段之一,并考虑影响大股东侵占程度的其他因素,如公司治理情况、产权性质等。模型(2)的目的主要是检查作为大股东侵占手段之一的关联方贷款是否能够继续发挥其债权治理的功效。

#### 四、实证分析

1. 关联方贷款与大股东侵占的多变量分析。分析结果如表3所示。

表3 模型1多元线性回归方程及参数结果

模型1	系数	S.E	T值	SIG	容忍度	VIF
常数	-0.472	0.797	-0.592	0.554		
FS	0.746	0.404	1.847	0.065	0.918	1.09
SO	-0.39	0.129	-3.024	0.003	0.946	1.058
SB	0.009	0.054	0.173	0.863	0.946	1.057
ROID	0.146	1.157	0.126	0.899	0.988	1.012
LNA	0.824	0.057	14.415	0.000	0.868	1.152
Y07	-0.021	0.144	-0.145	0.885	0.741	1.35
Y08	0.119	0.145	0.82	0.413	0.745	1.342
模型	调整后R <sup>2</sup> =0.305 D.W=2.065					

根据以往学者的研究结论我们可知,关联方交易是大股东侵占的主要手段,而作为其中重要组成部分的关联方贷款也起着重要作用,我们也通过对关联方交易和关联方贷款之间的相关性检验得出二者具有正相关关系。通过模型(1)的多元线性回归分析我们可以看到,样本公司的关联方担保贷款规模与第一大股东持股比例在10%的置信性水平上呈正相关关系。这说明大股东持股比例越高的上市公司越容易发生关联方担保贷款,反映出关联方贷款已经成为大股东实施侵占的手段,并且随大股东侵占程度的增加而增加。

第一大股东的性质与样本公司的关联方贷款规模在1%的置信性水平上呈负相关关系,这与以往的相关研究得出的结论不一致。通常,人们认为国有控股公司大股东侵占问题更为严重,越是国有控股的公司越容易出现大股东侵占问题。我们稍加分析不难发现,本文在选择样本变量时,只选择接受关联方担保的公司作为分析对象,现实中,更多的国有控股上市公司为其大股东和关联方提供担保而很少接受担保,这也从侧面反映了大股东所侵占利益的去向问题:大股东利用控制权要求国有上市公司为其另外的企业提供担保,从而将风险转移到国有企业,侵占国有上市公司的利益,将之输送到自己另外控制的企业,造成国有资产流失。

在公司内部治理结构方面,独立董事比例和监事会规模与关联方贷款规模并没有通过显著性检验。可见,在我国,虽然公司治理的框架已经建立,但是由于相应的法律制度不够健全等原因,独立董事和监事会都没能有效发挥其应有的监督作用。个别的甚至独立董事与股东串谋,共同侵占公司利

益。另外,关联方贷款还跟公司规模有关。

2. 关联方负债债权的治理功效检验。本文利用线性回归法进行检验,结果如表4所示:

表4 模型2线性回归方程及参数检验结果

模型2	系数	S.E	T值	SIG	容忍度	VIF
常数	1.072	0.009	123.659	0.000		
Y07	0.000	0.003	-0.292	0.770	0.770	1.337
Y08	-0.041	0.003	-14.017	0.000	0.000	1.339
RLEV	-0.022	0.011	-2.091	0.037	0.037	1.002
模型	调整后R <sup>2</sup> =0.328 D.W=1.973					

通过模型(2)的线性回归分析我们可以看到,公司的市场价值与关联方贷款负债率在5%的置信性水平上呈负相关关系,也就是说随着关联方负债水平的提高,公司的市场价值将趋于下降,负债所呈现的治理功效为负功效,不仅没有增加企业价值,反而使企业价值进一步降低。

#### 五、结论与不足

本文从理论上分析负债如果涉及关联方性质将会明显弱化其治理刚性,并通过实证检验发现关联方性质的负债不仅不能产生治理功效,而且会产生负功效问题,使企业价值进一步恶化,这部分负债已经沦为大股东侵占的重要手段,直接影响到公司利益。因此,基于目前人们对于债权治理的研究,有必要将负债侵占机制加入应考虑因素之中,从而更加全面地认识负债在治理中的负面作用。另外,由于大股东侵占的手段多种多样,大股东不仅会利用关联方负债来侵占中小股东利益,而且会直接通过随意举债来实施侵占。如何准确详细地将不同性质的负债在机制层进行认定还需要进一步探讨,而不仅仅是按照债务结构来进行划分。

由于数据可得性的限制,本文只选择了关联方负债中的一部分来做替代研究,能否有更加优越的模型和详实的数据来检验整个关联方负债的治理功效,还有待于进一步研究。

#### 主要参考文献

1. 陆玉梅,韩利.医药类上市公司债务融资的治理效率分析.统计与决策,2005;4
2. 王鹏.浙江上市公司债权治理的实证分析.科技情报开发与经济,2006;22
3. 朱明秀,封美霞.资本结构、债务结构与公司治理效率——对中国上市公司的经验分析.财政研究,2007;3
4. Yeh.Y.H,C.Ko,Y.H.Su.Ultimate Control and Expropriation of Minority Shareholders;New Evidence from Taiwan. Academia Economic Papers, 2003
5. 王颖.第一大股东关联交易对我国上市公司业绩影响的实证分析.中南大学学报,2006;11
6. 余淑峰.上市公司一般业务关联交易规模对盈利质量的影响.商业研究,2006;2
7. 陈晓红,王小丁,曾江洪.债权治理评价、企业特征与成长性——基于中国中小上市公司的实证研究.商业经济与管理,2007;10