

上市公司提供关联担保增加了公司价值吗?

——基于沪深上市公司的数据检验

徐 攀^{1,2}

(1. 南京大学商学院, 江苏 南京 210093; 2. 嘉兴学院南湖学院, 浙江 嘉兴 314001)

摘 要: 关联担保是公司日常融资活动的重要部分, 了解关联担保与公司价值的关系有助于实现公司价值最大化。关联担保有可能促使担保双方融资效率的提升从而增加上市公司的价值, 也有可能沦为控股股东损害中小股东利益和公司价值的隐蔽手段。本文以2006年至2014年发生关联担保的1118家沪深上市公司为样本, 从公司性质和产业等角度实证研究关联担保与公司价值的关系, 结果表明: 不论何种性质或产业的公司, 其关联担保与公司价值均显著负相关。本文研究结论对规范我国上市公司担保行为具有一定的借鉴意义。

关键词: 上市公司; 关联担保; 公司价值; 公司性质

中图分类号: F832. 4 **文献标识码:** A **文章编号:** 1004 - 4892(2017)07 - 0077 - 09

一、引 言

在市场经济条件下, 担保是一种正常的社会经济现象, 同时也构成社会信用评价体系的重要组成部分。其中关联担保是上市公司向关联方提供融资担保的行为, 相当于承担了一项或有负债, 当贷款到期而关联方无法偿还时, 上市公司就要承担赔偿责任。近年来, 关联担保逐渐成为我国上市公司一种重要的财务行为, 发生关联担保业务的上市公司逐渐增多, 关联担保已成为影响企业财务状况的重要指标。

一般而言, 关联担保在信号传递环境中可以充当一种信号源, 能够明显降低担保双方(贷款者和借款者)的信息不对称程度, 降低公司获取资金时的交易成本和提高借款者成功贷款的几率。资信较好的上市公司为关联方提供担保, 有利于关联方在自身资信级别较低的情况下获取足够的成长资金, 在一定程度上可以降低融资成本, 提高资金周转效率, 有助于提升公司价值, 从而促进与其利益一致的上市公司价值得到提升。

然而, 由于我国上市公司关联方交易披露不规范, 具有控制权的公司股东很可能违背公平性原则, 利用隐蔽的渠道和手段操纵关联担保进行损害中小股东利益和公司价值的行为, 如利用监管漏洞指使被担保方恶意贷款, 或不按照规定用途使用贷款资金等, 这些行为不但侵占了上市公司的利益, 也破坏了金融市场应有的秩序。尤其是近年来, 有关上市公司恶意担保事件的报道频频出现,

收稿日期: 2016 - 11 - 19

基金项目: 国家哲学社会科学基金资助项目(13BGL048)

作者简介: 徐攀(1987 -), 女, 浙江嘉兴人, 南京大学商学院博士生, 嘉兴学院南湖学院讲师。

涉及到的上市公司众多、金额巨大,不少关联担保成为拥有担保融资偏好的控股股东掠夺上市公司资源的惯用手段,对上市公司经营业绩甚至整个金融市场的发展均造成不良影响,使整个金融市场的系统性风险不断提高。因此,关联担保究竟会对上市公司的价值造成何种影响就成为我国资本市场上一个备受监管机构和广大投资者关注的焦点问题。

目前学界对于关联担保的研究主要集中在关联担保的法律法规、关联担保与财务困境、关联担保与企业绩效等方面,研究关联担保与公司价值关系的相对较少。关联担保对公司价值存在着什么样的影响?不同性质或不同产业的关联担保对公司价值的影响又会是如何?是否存在关联担保与公司价值呈正相关关系的内在联系?从理论角度来看,这些问题的解决有助于深化关联担保与公司治理之间关系的研究,也为研究关联担保与公司价值之间关系提供经验证据;从现实角度来看,则有助于鉴别公司关联担保带来的潜在风险,使投资者提高警惕,慎重选择投资对象,降低投资者的决策风险。同时,也有利于国家监管部门完善上市公司关联担保的法律法规,规范上市公司关联担保制度。

二、文献回顾

国外学者 Johnson 等(2000)^[1]认为关联交易是大股东“掏空”公司的重要手段,而其中较典型的是关联担保。Kohlbeck and Mayhew(2004)^[2]验证了较弱的公司治理机制会导致大规模关联交易的发生,并指出与投资相关的关联交易有助于提高公司价值,而大股东、执行董事等参与的关联交易则会使公司价值降低。Du and Dai(2005)^[3]研究发现上市公司大股东为子公司提供关联担保的动机可能在于帮助子公司顺利进行债务融资,以便侵占更多的资源,从而损害原有债权人的利益,一旦子公司破产,控股股东对公司财产的掠夺(通过担保偿债)实际上转移为对公司其他债权人的掠夺。Bai 等(2013)^[4]也通过实证研究发现,大股东利益侵占的程度与公司的负债水平呈正相关。因此,多数学者认为关联担保成为一种“掏空”公司的手段,降低了公司价值。

近年来,国内学者也逐渐开始加强对关联担保问题的研究。如贺雪迎(2003)^[5]主要分析了我国上市公司非理性担保行为的三种模式。这些担保模式大多隐蔽复杂、交易成本低、被制约风险小,往往伴随着巨大的关联担保风险。马亚军、韩文明(2003)^[6]则通过研究表明上市公司关联担保的行为如同用股东财富进行风险投资,关联担保额度与净资产的比率与股东财富面临的风险正相关。相较于一般的担保行为,关联担保更有可能成为上市公司控股股东谋取私利的隐蔽手段之一。刘小年、郑仁满(2005)^[7]认为关联担保作为控股股东掏空上市公司优良资产的一种手段,对于公司价值具有很大影响,会降低企业的市场声誉和品牌价值。王力军(2006)^[8]则以2002年至2004年我国329家民营上市公司为样本,研究发现民营上市公司的最终控制人主要通过关联方担保、关联方资金占用等方式侵占中小股东的利益。高雷、宋顺林(2007)^[9]以2001年至2004年我国非金融业A股上市公司为样本,研究发现关联担保会显著降低投资者利益保护水平。宋力、孙宏鑫(2009)^[10]以2007年向控股股东提供关联担保的上市公司为样本,检验发现每股现金流越大、非ST状态的上市公司以及流动比率越低,上市公司越可能向控股股东提供关联担保。陆正华、钟婉怡(2011)^[11]等人对控股股东是否能通过关联担保获得隐性收益进行了研究,证实了资金侵占是上市公司控股股东青睐关联担保行为的重要动因。

控股股东利用关联担保以降低上市公司未来的发展前景,损害中小股东合法利益为代价,获得累积的隐性收益,从而对公司价值产生影响。高洁(2008)^[12]通过实证研究发现抵押担保等关联交易对企业价值具有显著负面效应。王德武、钟富胜(2008)^[13]以2005年和2006年发生关联担保的沪深上市公司为样本,研究发现超额提供关联担保对公司价值存在一定的侵害效应,但超额接受关

联担保则对公司价值存在支持效应。此外，王芳、周红(2015)^[14]以2008年至2013年中国债券市场非上市公司为研究样本，通过实证研究表明关联方担保还与高质量审计呈显著正相关关系。

通过对文献的梳理我们发现，尽管学界对关联担保的关注热度在逐渐升温，但国内外研究成果中鲜有文献从公司性质和产业等角度讨论关联担保对公司价值的影响。随着证监会逐渐出台的各项限制性规定，上市公司大多不再向控股股东提供直接担保，但有些股东转而采用更间接隐蔽的手段来操纵关联担保获益。究其根源仍在于我国市场经济发展的不完善，以及公司内部经营机制和治理结构的混乱。因此，关联担保的问题应分别从微观、宏观两个角度进行阐述。目前，国内外虽有不少关于关联担保的研究，但将样本数据按公司性质及所处产业进行划分来分析关联担保对公司价值影响的研究相对较少。基于此，本文以2006年至2014年发生关联担保的1118家沪深上市公司为研究样本，对以上问题进行实证研究。

三、沪深上市公司关联担保总体情况

根据2006~2014年上市公司年报披露的信息，沪深两市1118家上市公司关联担保的情况如表1所示。

表1 2006~2014年1118家上市公司关联担保金额

年度	发生关联担保的 上市公司数量	关联担保余额	平均每家公司的担保金额	对控股子公司担保余额	对控股子公司 担保余额占比
2006	651	1969.65	3.03	1138.22	57.79%
2007	653	2363.79	3.62	1706.06	72.17%
2008	665	3190.05	4.80	1898.95	59.53%
2009	668	3904.28	5.84	2363.93	60.55%
2010	659	4925.94	7.47	2794.77	56.74%
2011	641	6305.62	9.84	3238.13	51.35%
2012	708	8111.62	11.46	4677.76	57.67%
2013	717	9875.19	13.77	5722.33	57.95%
2014	674	10254.4	15.21	5734.32	55.92%

注：(1)数据来源于锐思数据库；(2)金额单位：亿元。

表1显示，2010年、2011年连续两年发生关联担保公司的数量出现下滑，主要原因是因为2009年我国出台了《关于对存在资金占用或违规担保情形的上市公司股票交易实行其他特别处理若干问题的通知》，为规避风险，2010年、2011年发生关联担保行为的上市公司数目有所减少，且为控股子公司提供关联担保的比重也有所下滑。2012年后关联担保数量复又出现了递增，但在2014年新公司法颁布实施后又出现了回落。因此，可以看出政策的出台和监管对于上市公司关联担保行为具有一定的规范作用。但我们也应该注意到，尽管在相关条例的规范下，关联担保的公司数量虽得到一定控制，但金额却是呈现大幅上升趋势。股市长期低迷给企业融资造成一定的影响，同时银行等金融机构的担保门槛逐步提高，使得企业不得不援用其他资源以获取担保成本更低的融资。

四、研究设计

(一)理论分析与研究假设

作为上市公司的控股股东，其目标价值函数很可能与上市公司的不一致，控股股东很可能为了

自身利益过度使用关联担保,尤其是为股东单位及其下属公司或者高管人员所控制的公司担保。一般而言,上市公司股东以其出资额为限承担有限责任,若上市公司业绩差、资产质量不高,股东获得满意投资回报的可能性较小,则利用公司内部信息或对公司的控制权为自身牟取利益的可能性就会增加,使得公司财务风险加剧。当上市公司提供关联担保的程度较高时,意味着资金被严重侵占,公司或有负债增加,一旦被担保方不能偿还到期债务,上市公司自然承担了还款的巨大压力,损害了公司整体利益,降低公司价值,使中小股东利益受到侵害。

自 2003 年 8 月中国证监会与国务院、国资委联合发布了《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》以来,上市公司关联担保的形式不断发生变化,从上市公司为大股东担保,逐渐发展为上市公司为子公司担保,再到上市公司之间相互提供担保——互保。从表面看,上市公司担保对象的范围在逐渐缩小,过度使用关联担保的行为得到了一定的遏制。但纵观此次研究所收集的数据来看,无论是关联担保行为涉及的金额、发生的频率都没有真正减少,反而呈现迂回上升趋势。究其原因,一是不少上市公司仍将关联担保看成是容易操作、风险较小的融资手段,二是监控政策的执行力度不够,对于上市公司违规的关联担保行为不能形成强有力的威慑。

另一方面,上市公司的担保能力可以被看成是一种商业信誉资产。上市公司提供关联担保即是向关联方让渡了这种信誉资产,上市公司在提供担保时应当考虑让渡资产的收益与风险是否匹配。经过对大量文献和案例研究分析后,我们发现多数上市公司并没有因此获得高额收益,被担保方通常更看重融资途径的方便和快捷,关联方大多联系紧密,往往不是为了营利而进行交易,因此关联担保的交易成本极低。不仅如此,关联担保还面临比一般担保更大的违约风险,如果被担保方无力或者无意偿还债务,上市公司除了承担还款义务之外,还要启动追偿程序,这需要耗费大量人力和财力。如果最终获得的收益不能补偿其承担的风险,公司价值必然下降。

我们用一个公式来说明:假设上市公司能收取关联方的担保费为 M ,而所需代为偿还的净款项(即代为偿还的款项减去追偿所收回的款项)的折现值为 N ,代为偿款的概率为 P ,则关联担保对上市公司价值的影响为: $V = M - N \times P$ 。根据上述分析,上市公司向关联方收取的担保费 M 值较小,代为偿还净款项现值 N 较大,偿还概率 P 值较大,上市公司因关联担保获得的收益不足以弥补可能造成的损失,即 $V \leq 0$ 。可见,关联担保具有减损公司价值效应。据此,我们提出如下假设:

H_1 : 关联担保与公司价值存在负相关关系。

(二) 样本选择与数据来源

本文选择在深圳和上海交易所上市的非金融业上市公司 2006 年至 2014 年数据为研究对象,并通过如下步骤选取样本:(1)删除不存在关联担保或关联担保数据未披露的公司;(2)为了保证样本数据的连续性,删除了 2006 年至 2014 年间被特殊处理的公司数据;(3)剔除各年财务数据披露不完整的公司。经以上步骤的筛选,最终选择 10062 个有效数据样本。本文所采用的上市公司担保数据取自于锐思数据库,财务数据来自于国泰安 CSMAR 数据库。本文用 Stata11.0 软件分析所有的数据及数据处理。

(三) 模型设计与变量定义

根据得到的面板数据,运用如下模型进行多元回归分析。

$$TBQ_{i,t} = c + \beta_1 GDB_{i,t} + \beta_2 DEBT_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 GQB_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \sum_{k=1}^9 \lambda_k YEAR_k + \sum_{j=1}^{14} \gamma_j HY_j + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, c 为常数, $\beta_1 \sim \beta_5$ 、 λ 、 γ 为变量系数, i 为公司个体($i=1, 2, \dots, n$), t 表示年份($t=2006, 2007, \dots, 2014$), ε 为残差,被解释变量 TBQ 为 Tobin's Q 值,衡量公司价值,代表市场对

公司未来盈利能力及其价值的预期，本文中 $Tobin's\ Q = \text{市值} A / \text{资产总计} = [\text{人民币普通股} \times \text{今收盘价当期值} + \text{境内上市的外资股} B \text{股} \times \text{今收盘价当期值} \times \text{当日汇率} + (\text{总股数} - \text{人民币普通股} - \text{境内上市的外资股} B \text{股}) \times \text{所有者权益合计期末值} / \text{实收资本本期期末值} + \text{负债合计本期期末值}] / \text{资产总计}$ ；主要解释变量 GDB 为关联担保，用上市公司关联担保总额/期末净资产的百分比表示；除此之外，我们在模型中控制了偿债能力、净资产收益率 ROE 、股权集中度 GQB 、企业规模 $SIZE$ 、以及年份和行业虚拟变量。

五、实证检验与分析

（一）描述性统计分析

从表 2 可知，公司价值(TBQ)的均值为 1.8，方差为 2.13，说明大多数公司集中在较低的价值水平上，且公司之间差异极大。关联担保(GDB)的均值为 0.181%，方差为 1.126，可见多数公司关联担保金额在期末净资产中所占比重不大，但存在相当一部分公司在净资产为负时还向其他公司提供关联担保，存在较大财务风险。此外，偿债能力(DEBT)和盈利能力(ROE)相关数据显示大多数公司的流动比率小于 2，短期偿债能力较弱，且多数公司的盈利能力不佳，不能快速产生较多的利润足以保证还债能力。

表 2 主要变量的描述性统计分析

变量	均值	方差	最小值	最大值	中位数
TBQ	1.800	2.130	0.046	65.471	1.251
GDB	0.181	1.126	-61.290	57.000	0.031
DEBT	1.630	2.843	0.000	204.742	1.232
ROE	0.069	0.749	-24.716	37.140	0.071
GQB	50.422	17.852	0.258	99.187	52.103
SIZE	28.419	0.911	20.001	30.657	25.960

（二）相关性分析

当自变量之间存在多重共线性问题时，就会导致无法确认个别自变量对因变量的解释程度。从表 3 可知，模型(1)中变量的 VIF 值均小于 10，因此，可诊断自变量之间不存在多重共线性问题。

表 3 VIF 检验结果

变量	VIF	1/VIF
GDB	1.03	0.975574
DEBT	1.02	0.976097
ROE	1.02	0.979812
GQB	1.01	0.985176
SIZE	1.00	0.995717
Mean VIF	1.02	

（三）多元回归结果分析

由于本文使用的数据为短面板数据，故选择固定效应模型，同时考虑存在异方差的可能性。表 4 为对异方差进行的怀特检验，该结果说明在 5% 显著性水平上存在异方差，故回归结果需要使用稳健标准误。

表 4 White 检验

怀特检验	H_0 : 不存在异方差 H_1 : 存在异方差
检验结果	$\chi^2(1) = 2144.72$ Prob > $\chi^2 = 0.0417$

1. 微观层面：公司性质对检验结果的影响

从表 5 中我们可以发现，稳健标准误和常规标准误差差异较小，可以认为统计推断结论可靠。考虑到公司性质对关联担保与公司价值之间关系会有影响，我们对总样本进行了划分，分为国有公司与非国有公司(见表 6)。全样本关联担保的系数为负，且在 10% 水平下通过检验，即关联担保与公司价值呈显著负相关。说明关联担保值越高，则公司价值越低。国有公司和非国有公司关联担保的系数为负，且在 5% 水平下通过检验，即关联担保与公司价值呈显著负相关。这说明不论何种性质的公司，关联担保确实加大了公司财务风险，减损了公司价值，符合预期假设，即关联担保与公司价值存在负相关关系。其原因主要是：一方面，公司控股股东可能利用公司内部信息为自身牟取利益频繁使用关联担保，增大公司财务风险，减损公司价值；另一方面，上市公司提供关联担保获取的收益不足以平衡承担的风险，导致公司价值减损。其他变量中，偿债能力系数为正，但没有通过显著性检验，可见无论何种性质均与公司价值关系不显著，说明短期偿债能力的强弱对公司价值并无明显影响。

表 5 关联担保与公司价值的多元回归结果一(全样本: $N = 10062$)

变量	系数	标准误	稳健标准误
GDB	-0.110*(-1.75)	0.061	0.063
DEBT	0.014(1.12)	0.002	0.012
ROE	0.109**(2.00)	0.033	0.055
GQB	0.003(1.06)	0.001	0.003
SIZE	-0.733***(-3.43)	0.036	0.214
YEAR/ HY	控制	控制	控制
CONS	17.444*** (3.84)	3.671	4.547
R^2	0.228	F	141.65

注:括号内数值为 t 检验值; *、**、*** 分别表示 $p < 0.1$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 。下同。

全样本盈利能力系数为正，且在 5% 水平下通过检验，非国有公司的结果在 10% 水平下通过检验，即盈利能力与公司价值呈显著正相关关系，表明非国有公司的盈利能力能提升公司价值。而国有公司的盈利能力与公司价值关系不显著，这可能是因为国有公司受体制内的束缚严重，市场活力不如非国有公司，发展更多依靠政策制度要求，经营效率方面存在诸多垄断、腐败等问题，因此难以将盈利转化为公司价值，影响不显著。国有公司股权集中度的系数为正，且在 10% 水平下通过检验，因为国有企业的价值体现政府的利益，国有公司股权越集中，政府的意志越能对国有企业的行为产生影响，国有公司的价值越能得到保值和增值。而非国有公司的回归结果不显著，这是因为我国大多数非国有公司，特别是民营家族企业的股权普遍都较为集中，故其股权集中度与公司价值关系不显著。

2. 宏观层面：产业类型对检验结果的影响

考虑到不同产业对关联担保与公司价值之间关系会有影响，我们再一次对总样本进行划分，将 14 个行业的上市公司划分为产业 1(农业)、产业 2(工业)、产业 3(流通、服务业)，回归结果见表 6。产业 1、产业 2、产业 3 的关联担保系数均为负数，产业 1 和产业 2 的结果在 5% 水平下通过检验，产业 3 的结果在 10% 水平下通过检验，影响显著，这表明无论处在何种产业的公司对外提供

关联担保都会减损公司价值，符合预期假设。另外，产业 2 中的公司偿债能力、盈利能力、股权集中度均与公司价值呈现出显著正相关关系。产业 3 中的偿债能力、盈利能力情况与产业 2 中类似，但股权集中度却与公司价值呈现出显著负相关。而产业 1 的偿债能力、盈利能力、公司股权集中度的结果均显示与公司价值关系不显著。

比较而言，产业 2 是我国 GDP 产值的主力，加工制造业企业的发展更倾向于依赖资金和技术优势，拥有较好的偿债能力、盈利能力和较高股权集中度的工业企业往往更易获得融资，在资本和技术的支持下获得更高的利润，实现企业价值的最大化，因此产业 2 的偿债能力、盈利能力、股权集中度均与公司价值呈显著正相关关系。产业 1 则不同，农业产业自生能力差，农产品具有公共产品属性，比较收益低，自然风险和市场风险大，加上产业发展需要依赖政府扶持补贴政策，因此偿债能力、盈利能力、股权集中度对处于农业产业的上市公司价值影响不显著。而产业 3 覆盖的企业种类繁多，并且包含大量生命力旺盛的创新企业和技术公司，这些公司潜在价值高，资金周转快，具备较强的偿债能力、较高的收益期望和较大的企业升值空间；但组织形式灵活，往往分散的股权结构更有利于公司的长远发展，产业 3 中偿债能力与盈利能力与企业价值正相关，而股权集中度则呈显著负相关。

表 6 关联担保与公司价值的多元回归结果二(按公司性质、产业类型划分)

变量	公司性质		产业类型		
	国有公司	非国有公司	产业1	产业2	产业3
GDB	-0.197 ** (-2.53)	-0.037 ** (-2.37)	-0.132 ** (-1.99)	-0.034 ** (-2.04)	-0.005 * (-1.66)
DEBT	0.011 (0.98)	0.036 (1.16)	0.195 (1.64)	0.011 * (1.82)	0.026 * (1.75)
ROE	0.071 (0.97)	0.135 * (1.81)	-0.030 (-0.08)	0.092 *** (4.89)	0.248 *** (3.40)
GQB	0.004 * (1.83)	0.000 (0.05)	0.018 (0.67)	0.007 *** (4.29)	-0.006 *** (-2.77)
SIZE	-0.812 *** (-2.85)	-0.641 ** (-2.14)	-4.171 *** (-11.96)	-1.126 *** (-29.85)	-0.319 *** (-11.03)
YEAR/ HY	控制	控制	控制	控制	控制
CONS	18.955 *** (3.12)	15.852 ** (2.52)	87.531 *** (11.71)	25.882 *** (31.94)	8.811 *** (14.45)
N	6796	3266	315	6786	2961
R ²	0.258	0.207	0.438	0.289	0.245
F	110.17	42.38	16.01	187.78	65.43

3. 进一步分析

如前所述，关联担保有可能会通过效率促进增加上市公司的价值，因此我们推测是否可能存在这样一个临界值，当上市公司提供的关联担保额度处在该临界值两侧时，对于公司价值会产生不同的影响。为证实是否存在关联担保与公司价值呈正相关关系的内在联系，即是否存在某一阶段的公司价值会随关联担保额度的上升而增加(关联担保与公司价值关系呈现倒“U”型或“U”型状态)，我们对多元回归结果做进一步分析。

模型 A 仍旧沿用之前的公式(1)，我们在公式(1)的基础上又增添了一个平方项 GDB^2 构成模型 B，具体公式如下：

$$TBQ_{i,t} = c + \beta_1 GDB_{i,t} + \beta_2 DEBT_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 GQB_{i,t} + \beta_5 GQB_{i,t}^2 + \beta_6 SIZE_{i,t} + \sum_{k=1}^9 \lambda_k YEAR_k + \sum_{j=1}^{14} \gamma_j HY_j + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

回归结果如表 7 所示, 模型 A 关联担保的系数为负, 且在 10% 水平下通过检验, 即关联担保程度与公司价值显著负相关。模型 B 中, 关联担保与关联担保平方项的系数均为负, 且在 1% 水平下通过检验, 说明上市公司进行关联担保不会有增加公司价值的效应。因此, 可以认为关联担保确实增加了公司财务风险, 减损了公司价值, 符合预期假设。

表 7 关联担保与公司价值的多元回归结果三 (N=10062)

变量	A	B
GDB	-0.110*(-1.75)	-0.115***(-2.70)
GDB ²	—	-0.001***(-2.66)
DEBT	0.014(1.12)	0.014(1.12)
ROE	0.109**(2.00)	0.101*(1.89)
GQB	0.003(1.06)	0.003(1.05)
SIZE	-0.733***(-3.43)	-0.730***(-3.43)
YEAR/ HY	控制	控制
CONS	17.444*** (3.84)	17.387*** (3.84)
R ²	0.228	0.230
F	141.65	133.17

六、结论及建议

本文以 2006 年至 2014 年发生关联担保的 1118 家非金融类沪深上市公司为样本, 从公司性质和产业类型等角度分析了关联担保(关联担保额取上市公司关联担保总额/期末净资产)与公司价值之间的关系。通过实证研究发现: 不论何种性质或产业的公司, 其关联担保与公司价值都呈显著负相关关系, 当公司的关联担保程度越大, 对公司价值的减损程度也越大, 如果任由关联担保成为某些利益群体操纵公司资金的手段, 上市公司的生存发展就会受到严重威胁。

基于以上研究结论, 本文提出以下相关建议: 第一, 完善法律法规, 规范关联担保行为。表 1 揭示随着相关政策法规的出台, 上市公司关联担保的数量有所减少, 说明强有力的法律环境对于上市公司关联担保行为具有一定的规范约束作用。因此, 建立完善的法律法规系统, 对关联担保的金额、频率、方式等做出强制性规范或明确性约束。第二, 完善公司内部治理机制, 提高关联担保风险防范意识。在上市公司内部建立一套规范的关联担保控制程序最大限度地降低关联担保风险; 另一方面, 上市公司应自觉详细披露关联担保事项, 并借助中介机构对关联担保风险出具的专业意见, 建立关联担保稽查评审制度。第三, 强化金融机构在关联担保中的外部约束作用。为避免潜在风险, 上市公司通过担保取得贷款前, 银行等金融机构应从风险控制的角度出发, 全面分析被担保公司经营成果、财务状况, 同时客观评价担保公司的担保能力, 对其中的关联关系进行调查。贷款发放以后, 还应对被担保公司和担保公司的盈利能力、偿债能力等实施动态监控, 防范关联担保风险。同时, 建立全国统一的上市公司担保信息数据库, 若某一上市公司的关联担保总额超过规定指标时, 银行等金融机构可以拒绝接受其担保。第四, 加强监管部门的政策执行力度。应该要求各监管机构对辖内金融机构与上市公司的担保合约关系展开风险排查, 同时加大对上市公司关联担保贷款的严格监督和控制, 确保信贷资金不会被随意地转移和挪用, 防止上市公司通过关联担保等行为

侵占资金,进行利益输送。第五,拓宽公司的融资渠道。减少上市公司对关联担保贷款的依赖性,增加上市公司融资渠道,从源头上拓宽公司的融资途径。同时,建立有效透明的市场和健全科学的信用评级制度来支持、管理和规范这些融资渠道,最大程度保护投资人的利益。

由于统计数据与时间的限制,本文虽然考虑了不同公司性质以及不同产业因素对关联担保与公司价值关系的影响,但缺少从其他角度进行分析,如对关联担保的种类做进一步划分,根据不同的关联担保特征分析对公司价值影响的差异。因此,后续研究可以从不同类型关联担保的角度等进行进一步的筛选和考量,使关联担保的数据分析更加完善和准确。

参考文献:

- [1] Johnson, S., La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000, (90): 22-27.
- [2] Kohlbeck, M., B. Mayhew, Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions [Z]. University of Wisconsin Working Paper, 2004.
- [3] Du J., Y. Dai. Ultimate Corporate Owner-ship Structures and Capital Structures: Evidence from East Asian Economies [J]. Corporate Governance, 2005, 13(1): 60-71.
- [4] Bai, Y. X., B. X. Lin, Y. P. Wang, and L. S. Wu. Corporate Ownership, Debt, and Expropriation: Evidence from China [J]. China Journal of Accounting Studies, 2013, 1(1): 13-31.
- [5] 贺雪迎. 我国上市公司的担保风险及其防范初探 [J]. 财会月刊, 2003, (13): 11-12.
- [6] 马亚军, 韩文明. 上市公司国有资产价值流失分析 [J]. 中国工业经济, 2003, (5): 71-78.
- [7] 刘小年, 郑仁满. 公司业绩、资本结构与对外信用担保 [J]. 金融研究, 2005, (4): 155-164.
- [8] 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 [J]. 证券市场导报, 2006, (2): 18-24.
- [9] 高雪, 宋顺林. 掏空、财富效应与投资者保护——基于上市公司关联担保的经验证据 [J]. 中国会计评估, 2007, (1): 21-42.
- [10] 宋力, 孙宏鑫. 上市公司财务特征与关联担保研究 [J]. 沈阳工业大学学报(社会科学版), 2009, (1): 62-65.
- [11] 陆正华, 钟婉怡. 关联担保上市公司隧道效应的存在性与实施路径 [J]. 现代财经, 2011, (9): 19-27.
- [12] 高洁. 关联交易对企业价值的影响——基于中国上市公司的实证研究 [J]. 税务与经济, 2008, (5): 12-16.
- [13] 王德武, 钟富胜. 公司治理、关联担保与公司价值研究 [J]. 财会月刊, 2008, (35): 3-5.
- [14] 王芳, 周红. 担保方式效应与独立审计需求——基于中国债券市场的研究 [J]. 会计研究, 2015, (7): 71-78, 97.

Does Listed Companies's Related Party Guarantee Increase Corporate Value? ——Empirical Evidence from Shanghai & Shenzhen Stock Market

XU Pan^{1,2}

- (1. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China;
2. Nanhu College, Jiaxing University, Jiaxing 314001, China)

Abstract: Related party guarantee is part and parcel of corporate financing. Based on the sample data from 2006 to 2014 concerning the related party guarantees of 1118 companies listed on Shanghai & Shenzhen Stock Exchange, this paper conducts a research on the relationship between the related party guarantee and the corporate value in the hope of maximizing the corporate value. The analysis result shows that there is always a negative correlation between the related party guarantee and the corporate value, whatever kinds of types or industries the companies belong to. There is not any positive correlation relationship between the related party guarantee and the corporate value.

Key words: listed Company; Related Party Guarantee; Corporate Value; Company Type

(责任编辑: 赵 婧)