

关联担保的债务风险转移

王彦超, 陈思琪

[摘要] 担保机制是资本市场中的一个重要的增信机制。关联担保是信用机制缺失和信贷市场不发达的背景下内生的,在中国具有普遍性。关联担保是把“双刃剑”,可以提高企业融资规模,降低投资不足程度,但也会导致信用过度使用,出现风险失控。日趋严厉的监管政策下,关联担保的经济后果如何?系统研究关联担保与关联方之间的风险转移及其约束机制具有重要的实践意义。本文以2003—2014年中国A股上市公司为样本,研究上市公司对关联方提供的担保额与担保方债务诉讼风险的关系。实证结果表明,上市公司为下属公司或子公司提供的关联担保越高,其面临的诉讼风险越大。进一步的研究发现,在公司治理较好或外部约束较强的环境下,关联担保与诉讼之间的关系较弱,甚至负相关。外部约束机制如地区法制化程度和审计质量、内部治理因素如财务杠杆、投资机会和大股东持股比例都会影响上述关系。研究表明,更完善的约束机制能使关联担保发挥更多的正面效果,降低债务风险,使担保双方实现共赢与发展。

[关键词] 关联担保; 诉讼风险; 约束机制

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)08-0120-18

一、引言

上市公司为其关联方融资提供担保一直是资本市场中的普遍现象。对外提供关联担保曾一度被认为是侵害中小股东利益的一种方式(刘小年和郑仁满,2005;Berkman et al.,2009),中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)也关注到这一问题,并于2003年和2005年分别颁布文件对关联担保进行了条件禁止和约束,监管日益严厉。以往研究主要基于2003年即政策变更之前的数据,而且主要是从股东权益保护视角进行的。鉴于此,在新的监管政策出台后,关联担保到底具有怎样的经济后果?本文将主要从债权人视角出发,系统研究关联担保与债务风险之间的关系。

在信息不对称的环境下,信贷市场通过调节利率高低控制信贷风险的行为容易引发逆向选择和道德风险,导致信贷配给(Credit Rationing)现象出现(Stiglitz and Weiss,1981;Wette,1983)。为了防范信贷风险,债权人一般会要求债务人对债权进行增信(Secured Debt)。增信的方式可以分为两类:自有资产抵押(Collateral)和外部担保(Guarantee)。近期资产抵押对信贷市场的影响在理论和经

[收稿日期] 2017-04-07

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“选择性执法——基于债务诉讼的经验证据”(批准号 71572210)。

[作者简介] 王彦超(1977—),男,河北沧州人,中央财经大学会计学院副院长,教授,博士生导师,管理学博士;陈思琪(1992—),女,山西吕梁人,中央财经大学会计学院博士研究生。通讯作者:王彦超,电子邮箱:aeroant@126.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

验证据方面积累了一定的研究成果 (Jiménez et al., 2006; Gan, 2007; Bergman, 2008; Liberti and Mian, 2010; Rampini and Viswanathan, 2010; Bartolini et al., 2011; Berger et al., 2011; Vig, 2013; Cerqueiro et al., 2016)。尽管如此,企业用自身资产进行抵押增信对信贷市场的影响依然未能得出清晰一致的结论。有关外部担保(Guarantee)对信贷市场的研究则更少,而且主要集中在外部第三方信用担保公司解决中小企业融资困境方面(Haynes, 1996)。在中国,普遍存在的关联担保(Related Part Guarantee)为本文研究外部信用担保与信贷市场风险转移(Risk-Transferring)提供了很好的研究机会。

本文将主要研究借款人、外部信用担保与债务风险转移之间的关系。在信贷配给较为严重的环境下,外部信用担保可以帮助借款人增信以便及时获得债务融资,缓解信贷配给问题。然而,担保人也可能会与借款人合谋骗取银行信用,增加信贷风险,最终风险转移至信用担保人。在信息不对称程度较严重的环境下,信用担保具有何种效果是值得研究的话题。中国信贷环境和改革措施为本文提供了很好的研究契机。为了控制上市公司对外担保风险,保护投资者权益,中国证监会和国务院国有资产监督管理委员会于2003年联合发布了《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》。该通知要求上市公司全体董事应当审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险,并对违规或失当的对外担保产生的损失依法承担连带责任,控股股东及其他关联方不得强制上市公司为他人提供担保,上市公司不得为控股股东及本公司持股50%以下的其他关联方、任何非法人单位或个人提供担保。2005年,证监会出台《关于规范上市公司对外担保行为的通知》(证监发[2005]120号),又允许对股东和控制人提供担保,但对股东、实际控制人及其关联方提供的担保需经股东大会审议表决,虽然证监会允许对股东提供担保,但控制比较严格。基于2003年之前的样本公司,有关关联担保的研究主要从掏空视角展开,认为关联担保是大股东掏空上市公司的重要渠道之一(Berkman et al., 2009)。2003年后,监管机构对关联担保的监管趋严,但上市公司为下属公司提供关联担保现象仍然比较普遍,掏空理论已经不能再解释普遍存在的关联担保现象。同时,中国信用担保市场不够发达,担保物缺乏市场定价机制,借款人不容易通过抵押物增信获得债务融资,并且抵押融资也会给借款人增加很多困难,比如抵押物有限等。对于借款人而言,寻求关联方信用担保是一种较为合理的选择,某种意义上说,关联方信用担保是制度内容的结果,而不是企业自由选择的结果。从掏空视角解释关联方信用担保缺乏实践和理论基础,因此需要一个新视角解释关联方信用担保问题。

抵押和担保本质上都是为了增加借款人信用。对于信用资质较低的公司,潜在投资超过现有资金水平,获得融资就是获得新的利润增长点。由于借款人具有更多的私人信息,银行等债权人不一定能够准确识别这些信息。作为子公司或重要关联方的借款人会向上市公司申请信用担保以完成外部债务融资。与外部融资人相比,上市公司对子公司及其重要关联方更了解,其控制力也更强,并且关联方信用担保也能节约向其他公司申请担保带来的额外费用。从这个角度上来说,关联担保能够给公司带来价值提升,有利于降低借款人乃至整个集团的风险。然而,上市公司也可能会利用其与关联方的信息优势,与关联方合谋获取银行信用,上市公司也有动机纵容借款人进行风险更高的投资。在有限责任的前提下,投资风险超过被担保方所能承受的上限,高风险投资失败的剩余风险最终会转移给上市公司,即风险转移。

有关担保与信贷风险的研究非常少见。无论发达国家还是发展中国家,政府为了解决信贷配给而成立了专业担保公司,帮助中小企业解决融资难问题,然而鉴于数据的难获得性,关于担保的相关研究较少,而中国上市公司的关联担保为本文研究这一问题提供了很好的研究机会。当企业需要

担保时,可以通过外部获取,比如从市场购买服务,或申请政府的信用担保支持,然而这类担保的成本或门槛较高,从而制约企业获取信贷融资。企业也可以通过内部获取担保,比如向母公司申请担保支持,于是中国资本市场中形成了很多关联担保现象。关联担保给担保提供者带来的影响如何?信贷风险是否会转移给担保提供方?治理机制在这一过程中扮演什么角色?这些都是值得研究的问题。

本文以中国上市公司对子公司或下属公司提供关联担保为切入点,研究了关联担保与上市公司债务诉讼风险之间的关系。实证结果显示,上市公司为下属公司提供的关联担保越多,将会面临更大的连带责任,越容易被债权人提起负有连带责任的债务诉讼。这表明子公司或下属公司的债务风险转移给了上市公司,而上市公司作为担保提供者,并未对下属公司的债务风险进行控制和约束。进一步的证据显示,在公司治理较好或外部约束较强的环境下,关联担保与连带责任债务诉讼之间的关系较弱。这说明随着治理环境的改善,关联担保的负面效果减弱,而正面效果得到提升。

信贷市场中的抵押或担保行为一直是重要研究课题(Bergman,2008),以往研究主要围绕企业自身资产抵押与债权人之间展开。理论方面,借款人风险与资产抵押的关系存在两种对立观点。由于存在事前信息不对称,借款人需要依靠抵押物证明项目的安全,所以借款人风险越低,提供的抵押越多(Chan and Thakor,1987;Boot et al.,1991)。另一种观点认为,信贷市场也存在事后道德风险,为了防范未来的道德风险和债务契约执行困难,对未来风险较高的借款人,债权人会要求更多的抵押物以防不测(Gale and Hellwig,1985;Cooley et al.,2004)。现有的经验证据表明,为了防范未来的道德风险,债权人会要求借款人提供更多抵押物(Jiménez et al.,2006;Berger et al.,2011)。提供抵押物的能力以及抵押物的市场价值会影响借款人的债务融资能力(Bergman,2008;Cerqueiro et al.,2016)。债权人事后对抵押物获得的便利性也会影响债务融资结构(Vig,2013)。随着金融发展,借款人的抵押成本(Collateral Spread)也会降低(Liberti and Mian,2010)。金融市场资产泡沫会影响抵押物价值的变化,而抵押物又会影响借款人的债务融资能力,从而影响实体经济(Gan,2007)。本文是把公司视为抵押物,系统研究以公司为抵押形式与信贷风险之间的关系,是对以往研究的重要补充。

此外,本文对诉讼相关研究也是一个重要补充。在金融学与会计学领域内,对法律诉讼的实证研究主要集中在上市公司所涉及的民事诉讼(潘越等,2015),尤其是由上市公司利益相关方(即股东和债权人等投资者)发起的民事诉讼(LaPorta et al.,1998;Kim and Skinner,2012),这些诉讼案件直接影响上市公司的经营业绩和股价表现,从而引起资本市场变化。关于诉讼风险影响因素的研究大体可以分为宏观因素和微观因素两大类,前者包括会计准则(Donelson et al.,2012)、法律环境(LaPorta et al.,1998;Bushman and Piotroski,2006)、所处行业(Kim and Skinner,2012)和地区市场化程度(王彦超等,2016)等,后者则主要指被告公司和被告审计师的相关个体微观特征因素等。诉讼的目的在于保护投资者利益,维护资本市场发展,如果上市公司及相关管理层存在不利于外部投资者的行为,将会导致诉讼的发生。对于上市公司而言,导致发生法律诉讼的因素主要是管理层的行为与特征,如盈余管理以及内部控制质量等。公司管理者有义务向股东披露真实可靠的信息,如果管理层存在信息欺诈行为,股东将以诉讼方式追究管理者的责任(即管理者潜在的诉讼成本),所以信息披露与诉讼存在密切关系(Skinner,1994;Francis et al.,1994;Skinner,1997;Johnson et al.,2001;Rogers and Stocken,2005)。毛新述和孟杰(2013)围绕公司内部控制质量与诉讼风险的关系进行了研究,以2008—2010年沪市上市公司为样本,检验发现涉诉次数和金额均与内部控制质量负相关。本文则主要以债务诉讼为研究对象,对以往文献进行了补充。

国内有关担保的研究主要把担保作为一个外生变量考察,而且主要从掏空视角进行研究(刘小年和郑仁满,2005;罗党论和唐清泉,2007)。随着证监会对掏空行为的各种约束和监管,关联担保比例依然较高,在考虑担保方和被担保方之间关系的情况下,关联担保会具有怎样的经济后果?本文是对这一问题更加深入的分析,也是对中国特有经济问题研究的有益补充。

本文其他部分安排如下。第二部分为制度背景和理论假设,第三部分为研究设计,第四部分为实证结果,最后是全文总结。

二、制度背景与理论分析

银行与借款人之间存在信息不对称,担保机制可以帮助借款人更加容易地获得银行信用,同时也有利于降低银行的债务风险,最终促进债务市场的健康发展。不符合银行贷款条件的企业,担保公司可以提供担保。与银行相比,担保人或担保机构对借款人更加熟悉,具有一定的比较信息优势,担保公司通过个性化服务,在风险识别和控制上一般会优于银行。在担保机制运行的环境下,银行的部分风险将会转移给担保人,担保人将会依据其所承担的风险以及其在信息方面的优势获取收益,其信息优势越明显,担保人在信贷市场上的发展空间就会越大。担保人的收益本质上来来自于扩大信贷规模为银行和借款人带来的额外收益中的一部分,只有银行、借款人和担保人三者都会有额外收益,担保机制才会正常运转,对信贷市场健康发展的推动作用才会更加明显。

当前环境下,担保人承担着较大的市场和法律风险,从而影响担保机制的正常运转。担保行业监管缺位、信用缺失和国家信用体系不完善等是制约担保行业健康发展的制度因素。中国规模较大的担保公司大多数都具有政府背景,需要严格的金融业准入审核,本质上属于政策性担保公司。中国担保机构资本普遍偏低,缺乏补偿机制,一旦发生大额的债务代偿,担保机构持续经营将会受到威胁,因此其担保额度通常设有上限,大部分担保公司面临着尴尬局面。一方面,为了控制风险,很多担保公司设置苛刻的信用担保门槛,导致很多中小企业申请担保难,或者要求提供反担保,这没有从根本上解决中小企业担保难的问题。另一方面,担保公司没有能力或不敢为信贷额较大的公司贷款提供信用担保。申请信用担保的公司一般达不到银行信贷的资质要求,所以才会向担保公司申请信用担保,信贷规模大而又信贷资质不高的公司会把风险转移给担保公司,一旦发生代偿,担保公司将难以维持发展。总之,当前的担保市场环境发展不完善,公司申请大额贷款时,一般很难通过外部市场即外部担保公司获得商业信用担保。

担保市场发展不充分是导致公司间关联担保出现的重要外生制度因素。2003年之后中国证监会规定不允许上市公司给股东或实际控制人提供担保,但并未禁止上市公司为其子公司提供担保。实际上,与商业担保相比,上市公司为其子公司提供担保具有很多优势:①关联担保具有一定的信息优势。在担保市场不够发达,信息不对称程度较严重的环境下,依靠比较熟悉的公司提供担保具有很大的信息优势。与外部商业担保市场相比,上市公司对其子公司或其下属公司的了解更加深入,甚至能够获取信用担保申请人的内部信息,对被担保人项目的风险和收益能够更加准确地把握,超额信息的获取能力是其他外部担保机构所无法达到的。②上市公司对其子公司的控制力具有优势。外部商业担保机构对被担保人的控制无非是借助法律途径,或通过加强反担保力度来实现,而上市公司对其子公司的控制力则更强,主要通过内部经营控制和人事机制控制等。与商业担保公司相比,上市公司对其子公司的控制更加全面。③关联担保还可以为以上市公司为首的整个集团节约额外融资费用。即使被担保人能够获得外部商业担保,担保费及其他变相收费也会给信用担保申请人带来额外融资费用。在很多情况下,商业担保机构还要求被担保人提供反担保,以减少发生代

偿所导致的损失。上市公司为其子公司等提供担保则可以节约很多额外融资费用,与商业担保相比,这也是关联担保的一个重要优势。总之,与商业担保相比,上市公司为其子公司提供的关联担保具有一定的优势,这也是关联担保之所以迅速发展的重要原因。

然而,在缺乏约束机制的环境下,关联担保也存在很多风险。在关联担保较多的公司,投资风险容易失控。企业达不到银行的融资门槛,往往需要第三方提供担保,通过担保机制获得的贷款,其真实的融资成本一般会高于市场平均融资成本。尽管关联担保有可能不会增加被担保方的融资成本,但其融资行为面临的实际风险还是要高于市场平均风险。在这种情况下,被担保方有动机进行风险更高的投资,从而获取更高的风险投资回报。过度追求高风险的投资项目,其投资失败的概率也会增加,陷入财务困境的可能性就会增加。被担保人所能承受的有限风险之外的剩余风险将会转移给担保方,上市公司对外提供的关联担保越多,其承担的被担保方转移的剩余风险就会越大。同时,过度信任往往会容易引发过度欺骗,为了能够顺利获得上市公司的关联担保,子公司可能会过度隐瞒项目的投资风险,选择向上市公司“报喜不报忧”。此外上市公司也会过度“溺爱”子公司,对子公司的过度信任会让上市公司放松对子公司的管理,母公司也有动机纵容子公司进行风险更高的投资。在负债融资的环境下,项目投资风险越高,从债权人向股东转移的财富可能会更高(Jensen and Meckling, 1976),这种财富转移某种程度上会增加未来的公司价值,作为对外报告的一个重要部分,子公司的业绩直接影响以上市公司为主体的集团整体的对外披露业绩,因此,上市公司有动机纵容子公司进行风险更高的投资。

约束机制不同,关联担保下的被担保方对担保方的风险传递也会有差异。相对而言,约束机制较好,则公司内部的自我约束较强,关联担保引发的潜在风险可能会较小。外部审计被认为是有效的约束和监督机制,审计质量较高的环境下,担保方能够及时准确地把握被担保方提供的相关信息,能够较为正确地把握被担保方的融资需求和投资风险,即使被担保方与担保方企图为了共同利益铤而走险,审计师也会对此类风险进行监督。因此,审计质量较高的环境下,关联担保中被担保方给担保方传递的风险可能会较低。负债规模较大的公司中,债权人对公司的约束力较大,出于对自身利益的保护,债权人会对上市公司的关联担保风险进行监督和约束。因此,在高杠杆的上市公司中,关联担保更不容易引发潜在诉讼风险。在同等规模的关联担保环境下,外部法律环境差异也会影响被担保方对担保方的风险传递,法律环境较完善,法律对风险识别和监督力度会更加严格,对投资者利益保护程度会更高。在关联担保广泛应用的情况下,法制化指数越高的地区,关联担保所导致的关联债务风险越容易被识别出。投资机会差异也会影响关联担保所导致的债务风险。上市公司之所以对子公司提供担保,是因为以上市公司为主体及附属各子公司的投资机会对资金需求超过了自身资金水平。一般而言,潜在投资机会较多的公司,其未来成长空间较大,关联担保的负面作用会较弱;在投资机会较少的环境下,未来成长机会和创造现金流的能力可能会较弱,容易引发潜在债务危机,以及相关债务诉讼。此外,从公司治理情况方面看,大股东持股比例高反映了较好的公司治理水平,因此大股东持股比例低的企业对外提供关联担保更容易引发债务关联诉讼。总之,约束机制不同,关联担保所引发的关联债务诉讼风险也会存在差异。

三、研究设计

1. 研究样本和数据来源

本文研究样本为2003—2014年中国A股上市公司。选取此样本的主要原因是,从2003年开始,监管机构出台了规范上市公司对外担保行为的一系列规定,要求上市公司开始披露对外担保情

况,其中包括担保比例、担保发生额、担保余额、对控股子公司担保发生额合计,以及违规担保总额。其中,担保比例是担保总额占净资产的比例,能够反映上市公司净资产对自身所担保债务的承担能力,因此本文选择担保比例作为本文模型的解释变量。模型控制变量涉及到财务状况、股票市场、公司治理结构以及行业数据,以上数据均来自万德(Wind)和国泰安(CSMAR)数据库。不同地区法制化指数(Lawscore)直接引用樊纲等的市场化进程指数(2011年)披露的成果,樊纲等(2011)对国内不同年度不同地区的法制化指数进行了公布披露,2012年以及之后年度的法制化指数沿用2011年的数值。

上市公司在年度财务报告中会详细披露本年度的重大诉讼事项,本文的诉讼数据通过手工收集获得,选取其中涉及债务的诉讼样本,其中不仅包括上市公司直接涉及的贷款借款纠纷,还包括由于对外担保产生的纠纷、追偿纠纷、被追加为执行人以及对债务承担连带责任。通过选择这些与债务相关的样本,可以很好地探究关联担保情况与债务诉讼风险之间的关系。

为了排除违规担保可能带来的高风险,文章选用了两种方法减少存在违规担保的上市公司样本带来的干扰见表1:①将存在违规担保的公司样本全部剔除,如表1列(1)所示剔除2331个样本;②仅剔除存在违规担保的上市公司违规当年的样本,保留违规公司其他年度的数据,如表1列(2)所示剔除331个样本。为了确保研究数据的一致性,文章还剔除了数据缺失以及金融行业的公司,最终在两种方法下分别选取了8011个和9674个观测值。在第一种方法下,涉及诉讼的上市公司样本280个,涉及债务诉讼的公司占总样本的年度平均比例为3.5%。本文后半部分的主要实证分析均使用第一种方法处理后的样本。

表1 对存在违规担保公司的样本剔除

存在关联担保公司的总样本		12337	
(1)		(2)	
剔除存在违规担保的公司的全部样本	2331	剔除存在违规担保的公司的当年样本	331
剔除数据缺失样本	1949	剔除数据缺失样本	2265
剔除金融行业样本	46	剔除金融行业样本	67
最终样本量	8011	最终样本量	9674

资料来源:作者整理。

2. 模型设定与变量定义

本文利用手工整理的债务相关诉讼,将样本公司是否涉诉(0或1)作为被解释变量,作为债务诉讼风险的代理变量,还运用样本公司的年度涉诉次数作为替代测度进行了稳健性测试。

本文借鉴王彦超等(2016)、潘越等(2015)的研究,以担保比例衡量担保状况作为解释变量,为了保证结论的稳健性,还对担保比例进行了行业中位数调整作为替代衡量。

关于控制变量,根据已有研究,企业业绩和经营状况恶化时,公司涉诉的可能性更大(Field et al.,2005)。根据高敬忠等(2011)的研究,结合中国实际状况,本文控制了公司业绩(oacc)、公司是否亏损(loss)、公司规模(lta)、公司财务杠杆(lev)、股票回报率(Yretwd)、股票回报波动性(retsd)、第一大股东持股比例(larpro)、两权分离度(Seperation)、最终控制人性质(contrdum)。具体变量定义和描述见表2。

本文预期公司业绩(oacc)越好,涉及债务诉讼的可能性越低,同理,公司亏损时越可能涉诉,因

此预期 *oacc* 系数为负,而 *loss* 系数为正。公司财务杠杆(*lev*)越高,反映了公司的资本结构中债务所占比例越大,债务涉诉风险也越高,因此预期 *lev* 系数为正。本文还预期股票回报率(*Yretwd*)与是否涉诉负相关,预期股票回报波动性(*retsd*)越大,上市公司涉诉的可能性也越大。第一大股东持股比例(*larpro*)越低,两权分离度(*Seperation*)越高,表明公司内部治理环境较差,因此上市公司涉诉的可能性越高,预期 *larpro* 系数为负,而 *Seperation* 系数为正。

表 2 主要变量定义及计算方法

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述和说明
因变量	样本公司是否涉诉	<i>litdum</i>	样本公司涉诉取 1, 否则取 0
实验变量	担保比例	<i>guara</i>	样本公司担保总额占净资产比例
控制变量	公司业绩	<i>oacc</i>	(净利润-经营活动现金流量)/平均总资产
	公司是否亏损	<i>loss</i>	样本公司亏损取 1, 否则取 0
	公司规模	<i>lta</i>	公司总资产取自然对数
	公司财务杠杆	<i>lev</i>	平均总负债/平均总资产
	股票回报率	<i>Yretwd</i>	考虑现金红利在投资的年个股回报率
	股票回报波动性	<i>retsd</i>	根据公司每年日股票回报率计算的标准差
	第一大股东持股比例	<i>larpro</i>	样本公司第一大股东持股比例
	两权分离度	<i>Seperation</i>	依股权控制链计算所得的所有权和控制权的分离程度
	最终控制人性质	<i>contrdum</i>	若最终控制人为国有性质单位取 1, 否则取 0
	行业	<i>ind</i>	根据证监会行业分类标准进行划分
	年度	<i>yr</i>	年度虚拟变量

资料来源:作者整理。

本文构建的主要模型如式(1)所示,运用样本公司本期的关联担保比例和一系列控制变量对本期上市公司是否被诉进行解释,还控制了年度和行业情况。由于被解释变量是虚拟变量数据(0 或 1),因此运用 Logit 模型进行回归估计。为了控制极端值对结果的影响,对所有连续变量 1%以下和 99%以上分位数均进行了缩尾处理。为了避免混合截面数据带来的聚类问题,本文模型中的各变量的标准差都经过个体和时间的 cluster 调整。

$$litdum_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 guara_{i,t} + \beta_2 oacc_{i,t} + \beta_3 loss_{i,t} + \beta_4 lta_{i,t} + \beta_5 lev_{i,t} + \beta_6 Yretwd_{i,t} + \beta_7 retsd_{i,t} + \beta_8 larpro_{i,t} + \beta_9 Seperation_{i,t} + \beta_{10} contrdum_{i,t} + ind + yr + \varepsilon_i \quad (1)$$

本文检验了关联担保比例与公司诉讼风险(即公司是否涉诉)之间的关系;进一步基于公司资本结构、所处地区法制化指数、外部审计机构、公司投资机会以及第一大股东持股比例进行了分组检验。

四、实证结果分析

1. 描述性统计结果

本文实验变量和控制变量的描述性统计结果显示,样本公司担保比例均值为 25.20%,中位数为 13.50%,说明大部分上市公司基本遵循“上市公司对外担保总额不超过最近一个会计年度合并

会计报表净资产的50%”这一规定,但是最大值达到211.50%,说明上市公司存在一定程度的过度担保乱象。在全部样本中,涉诉公司样本($litdum=1$)280个,亏损公司样本($loss=1$)889个,国有最终控制权公司样本($contrdum=1$)4238个。关于主要变量之间的相关系数,是否涉诉($litdum$)与担保比例($guara$)有显著正相关关系,说明担保比例越高,公司涉及债务诉讼的可能性越高。是否涉诉($litdum$)与是否亏损($loss$)显著正相关,与资产规模(lta)显著负相关,说明亏损公司与小规模公司更可能涉及债务诉讼。是否涉诉($litdum$)与其他控制变量的相关系数也基本符合预期^①。

有关上市公司的关联担保情况,图1总结了各年度关联担保比例的均值和中位数。图2总结了各年度存在关联担保的公司所占比例,发现在没有剔除违规担保的全样本中,大约各年度均有50.00%以上的公司存在关联担保现象。此外,在全部A股上市公司中,有73.00%的上市公司曾经进行过关联担保;剔除违规担保的样本中,有60.59%的上市公司曾经进行过关联担保。

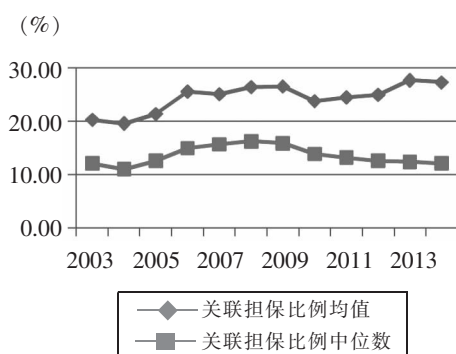


图1 各年度关联担保比例的均值与中位数

资料来源:作者绘制。

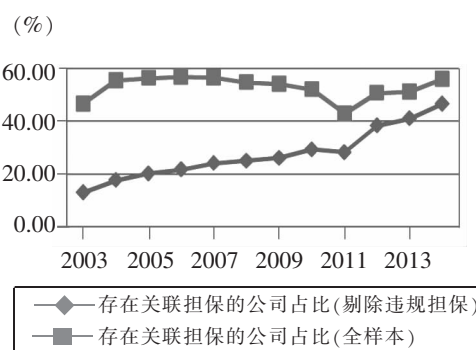


图2 各年度存在关联担保的公司比例

资料来源:作者绘制。

2. 回归结果分析

表3列示了对担保比例与涉诉风险之间关系的检验结果,第(1)列显示了使用第一种剔除违规担保方法后样本的主回归模型的回归结果,解释变量担保比例($guara$)的系数显著为正(10%显著性水平)。第(2)列显示了对担保比例进行行业中位数调整后的回归结果,担保比例($guara$)的系数同样显著为正(5%显著性水平)。使用第二种剔除违规担保方法的结果仍一致,如第(3)列和第(4)列所示。说明在控制了可能影响公司诉讼风险的一些变量之后,公司的担保比例越高,公司面临更大的连带责任,越容易被债权人提起负有连带责任的诉讼。债务风险发生了转移,而上市公司作为担保方缺乏对子公司或下属公司债务风险的控制和约束。

控制变量中,应计利润($oacc$)的系数显著为负,符合预期,即公司的应计利润越高,涉诉风险就越低。是否亏损($loss$)的系数显著为正,表明亏损公司更容易被诉。公司规模(lta)系数显著为负,表明公司规模越大,涉诉风险越低。公司杠杆(lev)的系数显著为正,说明公司的资本结构对债务诉讼风险有显著的影响,负债越多的公司更有可能涉诉。股票回报率($Yretwd$)系数显著为负,表明股票回报越高,公司涉诉风险越低。其他变量的影响方向也基本符合预期。

^① 由于篇幅限制,具体表格不进行列示。相关描述性统计具体结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载附件查看。

表 3 担保比例与债务诉讼风险

	(1)	(2)	(3)	(4)
	本期担保	行业中位数调整	本期担保	行业中位数调整
<i>guara</i>	0.2871* (1.8001)	0.3170** (1.9913)	0.3450*** (3.0124)	0.3611*** (3.1415)
<i>oacc</i>	-1.4062* (-1.6823)	-1.4084* (-1.6835)	-1.4132** (-2.2624)	-1.4043** (-2.2410)
<i>loss</i>	1.1482*** (7.3823)	1.1433*** (7.3515)	0.8244*** (6.0224)	0.8210*** (5.9917)
<i>lta</i>	-0.2721*** (-3.4423)	-0.2720*** (-3.4316)	-0.3348*** (-4.8716)	-0.3330*** (-4.8678)
<i>lev</i>	3.5930*** (5.5545)	3.5675*** (5.5134)	2.7670*** (6.3812)	2.7566*** (6.3610)
<i>Yretwd</i>	-0.2332* (-1.8001)	-0.2323* (-1.7911)	-0.2528** (-2.4000)	-0.2526** (-2.4121)
<i>retsd</i>	18.0004 (1.2012)	17.7873 (1.1815)	18.4207 (1.6467)	18.1854 (1.6284)
<i>larpro</i>	-0.0073 (-1.1223)	-0.0076 (-1.1174)	-0.0044 (-0.7415)	-0.0043 (-0.7226)
<i>Seperation</i>	0.0080 (0.8414)	0.0081 (0.8217)	0.0082 (0.9900)	0.0084 (0.9801)
<i>contrdum</i>	0.0103 (0.0533)	0.0095 (0.0503)	0.0396 (0.2620)	0.0390 (0.2510)
<i>Constant</i>	0.8871 (0.5311)	0.9422 (0.5609)	3.1220** (2.1008)	3.1877** (2.1400)
Observations	8011	8011	9674	9674
Model Chi2	0.1790	0.1790	0.1670	0.1670

注:括号里的数字为t值;*,**,***分别代表在10%、5%、1%的程度上显著。

资料来源:作者利用Stata13.0软件计算。

3. 进一步研究

(1)资本结构。表4列示了根据样本公司的财务杠杆进行分组的检验结果,以中位数为标准分为低杠杆组和高杠杆组,估计了主回归模型(第(1)、(2)列)以及担保比例行业中位数调整之后的模型(第(3)、(4)列)。结果显示,低杠杆组的解释变量担保比例(*guara*)的系数均显著为正,而高杠杆组没有发现担保比例和诉讼风险之间的显著关系。说明在低杠杆组样本公司,担保比例越高,公司涉诉风险越高,低杠杆组意味着公司更低的负债比例,债权人对公司影响力较弱,不足以维护自身利益,因此需要寻求法律途径来解决。

(2)地区法制化指数。表5列示了针对地区法制化指数对样本公司进行分组的检验结果,以中位数为标准分为低法制化地区组和高法制化地区组,同样估计了主回归模型(第(1)、(2)列)以及担保比例行业中位数调整后的模型(第(3)、(4)列)。结果显示,高法制化地区组的解释变量担保比例(*guara*)的系数均显著为正,而低法制化地区组没有发现担保比例和诉讼风险之间的显著关系。说明地区的法制化指数越高,在担保比例越高时,公司更容易被诉,关联担保可能引发的债务风险越容

表 4 杠杆分组的检验结果

资本结构	低杠杆组	高杠杆组	低杠杆组	高杠杆组
	(1)	(2)	(3)	(4)
因变量	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>
<i>guara</i>	2.6792 (3.5900)***	0.1113 (0.7006)	2.8320 (3.8315)***	0.1371 (0.8501)
<i>oacc</i>	-2.3215 (-1.1156)	-1.1371 (-1.2500)	-2.2150 (-1.0713)	-1.1425 (-1.2534)
<i>loss</i>	1.2960 (3.3814)***	1.1491 (6.5402)***	1.2740 (3.3000)***	1.1466 (6.5200)***
<i>lta</i>	0.0403 (0.2112)	-0.2870 (-3.3013)***	0.0388 (0.2000)	-0.2870 (-3.3100)***
<i>lev</i>	-1.7483 (-1.0218)	5.1140 (6.4300)***	-1.6691 (-0.9806)	5.0780 (6.3716)***
<i>Yretwd</i>	-0.0260 (-0.1109)	-0.3400 (-2.1000)**	-0.0320 (-0.1417)	-0.3391 (-2.1004)**
<i>retsd</i>	-24.9780 (-0.6415)	36.7103 (2.2000)**	-26.9473 (-0.6900)	36.5111 (2.1808)**
<i>larpro</i>	-0.0130 (-1.1800)	-0.0051 (-0.7004)	-0.0133 (-1.1845)	-0.0051 (-0.6800)
<i>Seperation</i>	0.0311 (2.3514)**	-0.0040 (-0.3300)	0.0330 (2.4405)**	-0.0044 (-0.3504)
<i>contrdum</i>	0.4270 (1.2200)	-0.0662 (-0.3209)	0.4290 (1.2402)	-0.0662 (-0.3202)
<i>Constant</i>	-1.5880 (-0.4017)	-1.4492 (-0.6805)	-1.0350 (-0.2603)	-1.4009 (-0.6615)
Observations	3749	3974	3749	3974
Model Chi2	0.1550	0.1922	0.1570	0.1923

注:括号里的数字为 t 值;*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著。

资料来源:作者利用 Stata13.0 软件计算。

易被识别和监督。

(3)外部审计机构。表 6 列示了“四大”和非“四大”的分组检验结果。“四大”通常意味着较高的审计质量,通过估计主回归模型(第(1)、(2)列)以及担保比例行业中位数调整后的模型(第(3)、(4)列),发现在非“四大”组,担保比例和是否涉诉存在显著的正向影响(10%显著性水平),而在“四大”组发现解释变量担保比例系数(*guara*)显著为负(10%显著性水平)。说明审计质量较高时,审计师对这类风险进行了监督,有助于担保方准确识别和把握风险,传递风险的可能性随之降低。

(4)投资机会。表 7 列示了针对 Tobin-q 值对样本公司进行分组的检验结果,以中位数为标准分为低投资机会组和高投资机会组,估计了主回归模型(第(1)、(2)列)以及担保比例行业中位数调整之后的模型(第(3)、(4)列)。结果显示,低投资机会组的担保比例(*guara*)回归系数显著为正,而高投资机会组没有发现担保比例和诉讼风险之间的显著关系。这表明在公司投资机会较少时,上市公

表 5 法律环境指数分组的检验结果

法律环境指数	低	高	低	高
	(1)	(2)	(3)	(4)
因变量	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>
<i>guara</i>	0.2380 (1.1400)	0.5750 (2.0514)**	0.2501 (1.2105)	0.6200 (2.2014)**
<i>oacc</i>	-1.9271 (-1.7201)*	-0.6640 (-0.5226)	-1.9212 (-1.7106)*	-0.6794 (-0.5363)
<i>loss</i>	1.2951 (6.2645)***	0.6880 (2.5673)**	1.2935 (6.2503)***	0.6721 (2.4863)**
<i>lta</i>	-0.3477 (-3.3126)***	-0.1503 (-1.2685)	-0.3470 (-3.3100)***	-0.1495 (-1.2433)
<i>lev</i>	3.4691 (4.3637)***	3.8330 (3.0070)***	3.4608 (4.3714)***	3.8041 (2.9800)***
<i>Yretwd</i>	-0.3310 (-1.9395)*	-0.1331 (-0.6608)	-0.3315 (-1.9316)*	-0.1320 (-0.6506)
<i>retsd</i>	19.8261 (0.9700)	13.7760 (0.5770)	19.7535 (0.9726)	13.3404 (0.5509)
<i>larpro</i>	-0.0168 (-1.9101)*	-0.0001 (-0.0101)	-0.0160 (-1.9084)*	0.0001 (0.0193)
<i>Seperation</i>	0.0120 (0.9724)	0.0130 (0.9203)	0.0120 (0.9632)	0.0131 (0.9123)
<i>contrdum</i>	-0.1420 (-0.6311)	0.0180 (0.0600)	-0.1440 (-0.6302)	0.0190 (0.0705)
<i>Constant</i>	2.5680 (1.0716)	-12.2370 (-4.7904)***	2.6110 (1.0916)	-12.1980 (-4.7604)***
Observations	3654	4032	3654	4032
Model Chi2	0.2060	0.1789	0.2060	0.1795

注:括号里的数字为 t 值;*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著。

资料来源:作者利用 Stata13.0 软件计算。

司担保比例越高,公司涉诉的可能性越大。当公司的投资机会较少时,未来成长机会和创造现金流的能力较弱,随着对外担保行为的增加,相关风险随之增加,容易引发债务诉讼。

(5) 第一大股东持股比例。表 8 列示了根据第一大股东持股比例进行分组的检验结果,以持股比例 27% 为标准将样本公司分两组进行检验,估计了主回归模型(第(1)、(2)列)以及担保比例行业中位数调整之后的模型(第(3)、(4)列)。大股东持股比例低通常意味着较低的公司治理水平,在这样的背景下,债权人寻求法律途径维护自身利益的动机会更强。结果发现持股比例小于 27% 组的担保比例(*guara*)回归系数显著为正(5% 显著性水平),而持股比例大于 27% 的分组没有发现担保比例和诉讼风险之间的显著关系。表明在大股东持股比例低时,相比大股东持股比例高的企业,债权人寻求法律途径解决纠纷的可能性更大,较高的关联担保比例更容易引发债务诉讼,符合中国的实际

表 6 审计机构分组的检验结果

审计机构	非“四大”	“四大”	非“四大”	“四大”
	(1)	(2)	(3)	(4)
因变量	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>
<i>guara</i>	0.2820 (1.7607)*	-71.1051 (-1.8905)*	0.3120 (1.9500)*	-5.1491 (-1.8812)*
<i>oacc</i>	-1.3902 (-1.6425)*	-90.8464 (-3.4813)***	-1.3920 (-1.6543)*	-41.2661 (-3.4715)***
<i>loss</i>	1.1660 (7.4913)***	-16.9921 (-2.8615)***	1.1610 (7.4578)***	-6.2786 (-2.6425)***
<i>lta</i>	-0.2570 (-2.9967)***	12.6474 (3.0126)***	-0.2578 (-2.9823)***	4.9910 (1.7236)*
<i>lev</i>	3.5740 (5.4547)***	33.7981 (2.7109)***	3.5490 (5.4200)***	7.2471 (1.6247)
<i>Yretwd</i>	-0.2350 (-1.7883)*	-5.4841 (-2.9346)***	-0.2340 (-1.7705)*	-2.8561 (-1.2358)
<i>retsd</i>	16.4700 (1.0800)	1656.5090 (3.0285)***	16.2460 (1.0702)	694.2950 (1.5224)
<i>larpro</i>	-0.0060 (-0.9706)	-0.4311 (-2.1934)**	-0.0061 (-0.9512)	-0.1070 (-1.8800)*
<i>Seperation</i>	0.0080 (0.8205)	0.6290 (3.0500)***	0.0084 (0.8111)	0.2401 (3.0106)***
<i>Constant</i>	0.6041 (0.3302)	-405.5920 (-3.1904)***	0.6640 (0.3614)	-172.6640 (-2.0001)**
Observations	7488	523	7488	523
Model Chi2	0.1800	0.6771	0.1800	0.5654

注:括号里的数字为 t 值;*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著。

资料来源:作者利用 Stata13.0 软件计算。

情况以及以往的研究结论。

综上,公司治理环境好坏和外部约束程度大小会影响关联担保和连带债务责任诉讼的关系,公司治理环境较好以及外部约束较大时,以上关系较弱,负债较多、“四大”外部审计机构、投资机会多,以及大股东持股比例高会使得关联担保发挥更多的正面影响,负面效果减弱,而地区法制化程度高能够更好地监督识别关联担保的风险。

4. 稳健性测试

(1)全样本检验。为了检验实证结果的稳健性,本文利用 2003—2014 年的全部 A 股上市公司进行全样本检验,其中包括存在和不存在关联担保的所有上市公司,即包括关联担保比例为 0 的上市公司。对模型(1)的回归结果如表 9 所示,均与前部分结果一致,第(1)列显示了使用第一种剔除违规担保方法后样本的主回归模型的回归结果,第(2)列显示了对担保比例进行行业中位数调整后的回归结果,第(3)列和第(4)列是使用第二种剔除违规担保方法的结果。如表 9 所示,担保比例(*guara*)的系数显著为正(1%显著性水平),说明在控制了影响公司诉讼风险的一些变量之后,公司

表 7 投资机会分组的检验结果

Tobin_q	低	高	低	高
	(1)	(2)	(3)	(4)
因变量	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>
<i>guara</i>	0.5790 (2.8300)***	-0.0091 (-0.0312)	0.5810 (2.8505)***	0.0781 (0.2600)
<i>oacc</i>	-1.4291 (-1.1445)	-2.4310 (-1.9909)**	-1.3921 (-1.1287)	-2.4400 (-2.0004)**
<i>loss</i>	1.3360 (5.7974)***	0.9856 (3.9405)***	1.3284 (5.7745)***	0.9737 (3.8855)***
<i>lta</i>	-0.1300 (-1.0602)	-0.2310 (-1.7106)*	-0.1270 (-1.0353)	-0.2333 (-1.7174)*
<i>lev</i>	2.3757 (2.5403)**	3.8890 (4.3000)***	2.3870 (2.5785)**	3.8230 (4.2173)***
<i>Yretwd</i>	-0.6150 (-1.5574)	-0.1148 (-0.8100)	-0.6130 (-1.5500)	-0.1150 (-0.8153)
<i>retsd</i>	28.2300 (1.1296)	1.9170 (0.1005)	28.2060 (1.1200)	1.5550 (0.0852)
<i>larpro</i>	-0.0090 (-1.1823)	-0.0090 (-0.8406)	-0.0084 (-1.1607)	-0.0090 (-0.8343)
<i>Seperation</i>	0.0140 (1.0334)	0.0022 (0.1704)	0.0134 (1.0294)	0.0020 (0.1507)
<i>contrdum</i>	-0.2320 (-1.0185)	0.2310 (0.8612)	-0.2363 (-1.0263)	0.2320 (0.8600)
<i>Constant</i>	-0.8910 (-0.3400)	0.4500 (0.1647)	-0.8280 (-0.3202)	0.5005 (0.1717)
Observations	3912	3857	3912	3857
Model Chi2	0.1950	0.1860	0.1950	0.1860

注:括号里的数字为t值;*、**、***分别代表在10%、5%、1%的程度上显著。

资料来源:作者利用Stata13.0软件计算。

的担保比例越高,公司面临更大的诉讼风险,越容易发生债务相关诉讼。

对全样本进行的分组检验中,非“四大”审计下的上市公司关联担保比例的系数显著为正,而“四大”组系数显著为负,表明高审计质量具有抑制债务诉讼风险传递的作用。针对公司资本结构的分组中,公司财务杠杆低于中位数的分组中,关联担保的系数显著高于高杠杆组,财务杠杆较高意味着较大的外部约束,在这种情况下关联担保更不容易引发诉讼。两个结果均与前部分实证结果一致,具体结果不进行列示。

(2)宏观因素。由于上市公司关联担保及借款人违约受到了很多宏观因素的影响,因此在稳健性测试模型中分别加入了年度货币供应量(货币与准货币)、中央银行利率(年度平均值)、商业贷款

表 8 大股东持股比例分组的检验结果

	持股比例大于等于 27%	持股比例小于 27%	持股比例大于等于 27%	持股比例小于 27%
	(1)	(2)	(3)	(4)
因变量	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>	<i>litdum</i>
<i>guara</i>	0.2140 (0.9400)	0.4920 (1.9707)**	0.2371 (1.0305)	0.5450 (2.1900)**
<i>oacc</i>	-1.0191 (-0.8902)	-2.2220 (-1.7001)*	-1.0194 (-0.8902)	-2.2170 (-1.7012)*
<i>loss</i>	1.1300 (4.7813)***	1.1626 (5.4509)***	1.1260 (4.7702)***	1.1577 (5.4204)***
<i>lta</i>	-0.1764 (-1.7605)*	-0.5090 (-3.9501)***	-0.1750 (-1.7403)*	-0.5130 (-3.9705)***
<i>lev</i>	3.5157 (3.9812)***	3.4520 (3.5714)***	3.5010 (3.9709)***	3.3940 (3.5103)***
<i>Yretwd</i>	-0.1835 (-1.1712)	-0.4050 (-1.7914)*	-0.1830 (-1.1623)	-0.4020 (-1.7817)*
<i>retsd</i>	36.5340 (1.9212)*	2.8358 (0.1134)	36.3950 (1.9145)*	2.2090 (0.0899)
<i>larpro</i>	-0.0040 (-0.5012)	-0.0810 (-2.8833)***	-0.0040 (-0.4940)	-0.0810 (-2.9003)***
<i>Seperation</i>	0.0089 (0.7034)	0.0250 (1.3467)	0.0085 (0.6916)	0.0260 (1.3500)
<i>contrdum</i>	-0.1540 (-0.6575)	0.2820 (1.0400)	-0.1560 (-0.6605)	0.2874 (1.0637)
<i>Constant</i>	-0.7510 (-0.3794)	7.7960 (2.5396)**	-0.7245 (-0.3634)	7.9900 (2.5905)***
Observations	5180	2677	5180	2677
Model Chi2	0.1720	0.2417	0.1720	0.2420

注:括号里的数字为 t 值;*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著。

资料来源:作者利用 Stata13.0 软件计算。

规模、政府与市场关系(樊纲指数)四个指标,发现宏观因素确实有显著的影响,同时模型主结果没有减弱,仍与之前部分实证结果一致。

(3)内生性问题。为了解决由于反向因果导致的内生性问题,即由于关联担保遭遇债务诉讼,会影响之后的担保选择问题,在稳健性测试中进行了跨期检验,利用前期担保情况对本期诉讼风险进行解释。同时使用倾向匹配得分法 PSM(最邻近方法)对样本进行检验,并且在匹配样本中变量均通过平衡性检验,即在实验组与控制组中不存在显著差异,受文章篇幅限制不逐一进行列示,实证检验结果均一致稳健。

表 9 全样本主模型实证结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	本期担保	行业中位数调整	本期担保	行业中位数调整
<i>guara</i>	0.6670 (4.0200)***	0.7080 (4.2904)***	0.5921 (4.9244)***	0.6160 (5.1206)***
<i>oacc</i>	-1.2921 (-2.4109)**	-1.2990 (-2.4240)**	-0.9543 (-2.2400)**	-0.9530 (-2.2400)**
<i>loss</i>	0.9165 (7.2598)***	0.9120 (7.2090)***	0.7650 (6.9600)***	0.7638 (6.9305)***
<i>lta</i>	-0.1590 (-2.6607)***	-0.1600 (-2.6835)***	-0.1690 (-3.3345)***	-0.1694 (-3.3371)***
<i>lev</i>	2.9125 (9.7514)***	2.9070 (9.7312)***	2.6410 (11.4944)***	2.6400 (11.4873)***
<i>Yretwd</i>	-0.2050 (-2.0612)**	-0.2035 (-2.0411)**	-0.2994 (-3.4924)***	-0.2989 (-3.4762)***
<i>retsd</i>	20.3081 (1.9009)*	20.0920 (1.8824)*	28.9260 (3.3900)***	28.7610 (3.3704)***
<i>larpro</i>	-0.0141 (-2.7505)***	-0.0143 (-2.7207)***	-0.0110 (-2.5308)**	-0.0115 (-2.5001)**
<i>Seperation</i>	0.0113 (1.3300)	0.0110 (1.3104)	0.0120 (1.9301)*	0.0120 (1.9108)*
<i>contrdum</i>	0.1100 (0.7400)	0.1110 (0.7406)	0.0480 (0.3856)	0.0480 (0.3845)
<i>Constant</i>	-2.1570 (-1.5009)	-2.1094 (-1.4600)	-1.5360 (-1.2601)	-1.5040 (-1.2323)
Observations	15978	15978	18656	18656
Model Chi2	0.1800	0.1800	0.1881	0.1880

注:括号里的数字为t值;*、**、***分别代表在10%、5%、1%的程度上显著。

资料来源:作者利用Stata13.0软件计算。

(4)不同担保情况的控制。上市公司的披露资料显示,担保主要类型有连带责任担保和最高额担保,并且很多担保事项同时属于该两项分类,大部分属于连带责任担保,最高额担保的样本量较小。对在融资过程中进行担保(连带责任担保和最高额担保)或存在其他增信方式(保证、质押、抵押)的上市公司进行分组研究,实证结果显示,存在对外担保事项(包括连带责任担保)的公司,随着担保比例的提高,诉讼风险也随之提高,而对于同时存在其他增信方式(保证、质押、抵押)的公司,担保和诉讼风险之间不存在显著的正向关系。

(5)对子公司特征的控制。运用关联方交易的情况对母子公司之间的关系进行衡量,由于子公司的数据较难获取,并且母子公司之间关联交易情况能更好地衡量子公司的特征及其控制情况,

因此,分别运用年度关联方交易总额和交易笔数两个指标,加入模型进行控制,实证结果没有发现母子之间关联方交易,即子公司特征的代理变量有显著的影响。

(6)不同债权人的影响。将诉讼中的债权人进行分类,主要分为国有四大银行(中国银行、中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行)和其他银行,分别进行了测试,实证结果发现债权人是国有或者非国有,担保事项对诉讼风险的影响都是显著存在的。

五、研究结论与启示

在中国的信贷市场,普遍存在关联担保这种增信方式,利用这一背景,本文研究了信用担保和信贷市场风险转移的关系。以上市公司的诉讼风险作为重要的依据,利用2003—2014年中国A股上市公司为样本,研究了公司担保总额占净资产的比例即担保比例对公司债务诉讼风险的影响,能够反映信用担保在信息不对称环境下的效果。在此基础上,本文继续研究了公司治理以及外部约束环境对关联担保和债务相关诉讼之间关系的影响。

本文的主模型实证结果显示,上市公司的担保比例越高,即为下属公司或子公司提供的关联担保越高,越容易被债权人提起债务诉讼,即面临更大的连带责任和风险。由于融资获取外部担保的困难性,内部担保更容易获取,但债务风险被转移给了上市公司,担保提供方上市公司并没有在担保时进行必要的监督和控制。进一步的研究又表明,较好的公司治理和外部约束较大的环境下,关联担保和债务诉讼风险之间的关系较弱,表明了关联担保的负面影响变弱,引发潜在风险的可能性较小,从而起到较为正面的作用。

研究发现有以下重要的约束机制,包括上市公司的资本结构、地区法制化程度、外部审计机构、上市公司投资机会和大股东持股比例。在负债较少的上市公司,即财务杠杆较低的分组内,关联担保更容易引发债务诉讼。同样地,外部审计质量越高,所在地区的法制化程度越高,法律的风险识别和监督更强;在投资机会较低和大股东持股比例低的样本分组内,关联担保和债务诉讼之间关系也较强。

本文的研究具有较为重要的现实意义,信息不对称环境下信贷市场的不完善是公司间关联担保出现的重要因素,担保机制解决了一些企业融资难的问题,使得投资得以实现,有助于企业的发展和社会经济进步,但是在缺乏约束机制时,关联担保的风险就会凸显出来。作为担保方的上市公司应该不断改善治理环境,外部约束的加强也有助于上市公司降低关联担保引起的债务诉讼风险,因此上市公司应加强对关联担保的风险评估与控制,在担保之前进行严格的审查,防止下属公司及子公司瞒报风险,担保过程中要避免过度信任引起的放松管理,不能放任被担保方过度追求高风险项目。加强约束才能使关联担保发挥更多正面的作用,充分利用信息与控制优势,为集团节省额外融资费用,避免债务风险发生转移,促进上市公司和下属公司或子公司的共同发展,同时债权人和股东的利益都得以维护,并能推动金融市场的完善和实体经济的发展。

〔参考文献〕

- [1]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各省区市场化相对进程2011年度报告[M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [2]高敬忠,韩传模,王英允. 公司诉讼风险与管理层盈余预告披露方式选择——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 经济与管理研究, 2011,(5):102-112.
- [3]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.
- [4]罗党论,唐清泉. 政府控制、银企关系与企业担保行为研究[J]. 金融研究, 2007,(3):151-161.

- [5]毛新述,孟杰. 内部控制与诉讼风险[J]. 管理世界, 2013,(11):155-165.
- [6]潘越,潘健平,戴亦一. 公司诉讼风险、司法地方保护主义与企业创新[J]. 经济研究, 2015,(3):131-145.
- [7]王彦超,姜国华,辛清泉. 诉讼风险、法制环境与债务成本[J]. 会计研究, 2016,(6):30-37.
- [8]Bartolini, L., S. Hilton, S. Sundaresan, and C. Tonetti. Collateral Values by Asset Class: Evidence from Primary Securities Dealers[J]. *Review of Financial Studies*, 2011,24(1):248-278.
- [9]Berger, A. N., W. S. Frame, and V. Loannidou. Tests of Ex Ante versus Ex Post Theories of Collateral Using Private and Public Information[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2011,100(1):85-97.
- [10]Bergman, N. K. Collateral Pricing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008,91(3):339-360.
- [11]Berkman, H., R. A. Cole, and L. J. Fu. Expropriation through Loan Guarantees to Related Parties: Evidence from China[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2009,33(1):141-156.
- [12]Boot, A. W. A., A. V. Thakor, and G. F. Udell. Secured Lending and Default Risk: Equilibrium Analysis, Policy Implications and Empirical Results[J]. *Economic Journal*, 1991,101(406):458-472.
- [13]Bushman, R. M., and J. D. Piotroski. Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006,42(1-2):107-148.
- [14]Cerqueiro, G., S. Ongena, and K. Roszbach. Collateralization, Bank Loan Rates, and Monitoring [J]. *The Journal of Finance*, 2016,71(3):1295-1322.
- [15]Chan, Y. S., and A. V. Thakor. Collateral and Competitive Equilibria with Moral Hazard and Private Information[J]. *The Journal of Finance*, 1987,42(2):345-363.
- [16]Cooley, T., R. Marimon, and V. Quadrini. Aggregate Consequences of Limited Contract Enforceability [J]. *Journal of Political Economy*, 2004,112(4):817-847.
- [17]Donelson, D. C., J. M. McInnis, and R. D. Mergenthaler. Rules-Based Accounting Standards and Litigation[J]. *The Accounting Review*, 2012,87(4):1247-1279.
- [18]Field, L., M. Lowry, and S. Shu. Does Disclosure Deter or Trigger Litigation [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005,39(3):487-507.
- [19]Francis, J., D. Philbrick, and K. Schipper. Shareholder, Litigation and Corporate Disclosures [J]. *Journal of Accounting Research*, 1994,32(2):137-164.
- [20]Gale, D., and M. Hellwig. Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem [J]. *Review of Economic Studies*, 1985,52(52):647-663.
- [21]Gan, J. Collateral, Debt Capacity and Corporate Investment: Evidence from a Natural Experiment[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007,85(3):709-734.
- [22]Haynes, G. W. Credit Access for High-Risk Borrowers in Financially Concentrated Markets: Do SBA Loan Guarantees Help[J]. *Small Business Economics*, 1996,8(6):449-461.
- [23]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976,(3):305-360.
- [24]Jiménez, G., V. Salas, and J. Saurina. Determinants of Collateral [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 81(2):255-281.
- [25]Johnson, M., R. Kasznik, and K. Nelson. The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms[J]. *Journal of Accounting Research*, 2001,39(2):297-327.
- [26]Kim, I., and D. J. Skinner. Measuring Securities Litigation Risk [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012,53 (1-2):290-310.
- [27]LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. Law and Finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1998,106(6):1113-1155.

- [28]Liberti, J. M., and A. R. Mian. Collateral Spread and Financial Development [J]. The Journal of Finance, 2010,65(1):147-177.
- [29]Rampini, A. A., and S. Viswanathan. Collateral, Risk Management, and the Distribution of Debt Capacity[J]. The Journal of Finance, 2010,65(6):2293-2322.
- [30]Rogers, J., and P. C. Stocken. Credibility of Management Forecasts [J]. The Accounting Review, 2005,80(4): 1233-1260.
- [31]Skinner, D. J. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News[J]. Journal of Accounting Research, 1994,32(1):38-60.
- [32]Skinner, D. J. Earnings Disclosures and Stockholder Lawsuits [J]. Journal of Accounting and Economics, 1997, (23):249-282.
- [33]Stiglitz, J. E., and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Incomplete Information [J]. American Economic Review, 1981,(71):393-410.
- [34]Vig, V. Access to Collateral and Corporate Debt Structure: Evidence from a Natural Experiment [J]. The Journal of Finance, 2013,68(3):881-928.
- [35]Wette, H. C. Collateral in Credit Rationing in Markets with Imperfect Information: Note[J]. 1983,73(3):442-445.

A Debt Risk Transfer of the Related-party Guarantee

WANG Yan-chao, CHEN Si-qi

(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: Guarantee mechanism is an important credit mechanism in the capital market. Related-party guarantee is endogenous under the background of the lack of credit mechanism and less developed credit market, and is universal in China. Related-party guarantee is a double-edged sword. It may enhance financing scale of the enterprise and lower underinvestment, but also lead to excessive use of credit and loss of risk control. As the regulation policies become tougher, what are the economic consequences of related-party guarantee? The systematic research about risk transfer and restraint mechanism between related-party guarantee and related parties has important practical significance. Using the panel data of A-share listed companies in China covering period from 2003 to 2014, we find the influence and consequences of related-party guarantee by studying the relationship between the guarantee to related parties provided by the listed company and the debt secured party litigation risk, the result shows that more guarantees for the subsidiary company or subsidiary associated, the listed company will face the higher joint and several liability and litigation risk. Further research shows that the relationship between the related-party guarantee and joint and several liability litigation poses weaker in the environment of better corporate governance or tighter external constraints. External constraint factors such as regional legal degree and auditors, internal governance factors such as financial leverage, the investment opportunities and the nature of property rights, will affect the relationship. As a result, the related-party guarantee will play a more positive effect under a better constraint mechanism, reducing the possibility of debt risk transfer, and making both sides of guarantee realize win-win and well developed.

Key Words: related part guarantee; litigation risk; constraint mechanism

JEL Classification: G23 G28 G38

[责任编辑:王燕梅]