

政府干预、金融业发展和企业债务期限结构 ——基于我国民营上市公司的研究

黄新建,徐小芳

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘 要:本文以我国沪市 A 股民营上市公司为研究样本,利用其 2001—2005 年的面板数据,用 SPSS13.0 统计分析软件检验了各地区政府干预和金融业发展呈现出来的差异对公司债务期限结构的影响。实证研究结果表明:民营上市公司的债务期限结构与企业所在地的政府干预程度正相关,与当地金融业发展水平负相关。

关键词:政府干预;债务期限结构;金融业发展

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2010)03-0090-05

自改革开放以来,民营经济迅速发展,已经成为我国经济发展和社会稳定的重要支柱,但现实中相对于国有企业和外资企业,我国民营企业大都遇到了“融资难”的问题。Brandt 等人指出,在中国的制度环境下,私营企业主和他们的公司在外部融资中受到不公正的待遇,处于劣势地位^[1]。Fan 等人指出,中国有关法规对待民营企业是不公正的,其中包括对民营企业外部融资的条件更为苛刻,中国的金融部门不愿意向民营企业提供贷款^[2]。

我国金融政策和融资体系是以国有企业,尤其是国有大型企业为主要对象设计实施的。长期以来,四大国有银行占据垄断地位,国有银行信贷被赋予为国有企业服务的特定功能,发放贷款唯“成分”论,绝大多数资金被用以支持国有企业。我国四大国有商业银行拥有全国 70% 以上的信贷资金,原本应该是民营企业寻求信贷支持的主要来源之一,但由于其过分受到行政干预的准财政运作体制的约束,导致了对民营企业的“歧视”,这种融资约束已经严重影响了民营经济的发展。那么我国民营企业遭受融资约束的根源何在?怎样才能缓解民营企业的融资约束?探讨这些问题对于我国民营企业的健康发展具有重要意义。鉴于银行贷款在企业融资中的重要地位,本文以民营上市公司为样本,从企业融资约束的角度研究民营企业由于地区制度环境的差异对其债务期限结构的影响。

1 文献回顾与研究假设

已有研究证实上市公司资本结构决策受到公司的规模、成长性和盈利能力等因素的影响。近年来,La Porta 等的研究将制度环境引入了公司治理的研究领域,认为公司治理结构是公司适应外部制度环境的内生性反应,并提供了跨国比较的经验证据^[3-4]。但现有文献还未将制度环境与债务期限结构结合起来系统研究对民营企业融资的影响,现对上述问题进行探讨。

1.1 政府干预对民营企业债务期限结构的影响

我国民营企业的发展存在着市场和政府两个重要的外部环境,而民营企业面临的市场环境也在很大程度上受到政府行为的干预。对于民营企业的发展来讲,民营企业的绝大多数经营活动都是由地方政府管理,因此,民营企业和地方政府的博弈关系更为重要。

在我国计划经济向市场经济转轨的过程中,地方政府获得了更多的经济发展自主权,这对中国区域金融发展具有显著影响,地方政府开始积极干预本地金融资源的市场化配置,因为控制了金融资源会有利于地方经济的发展,以及各方面经济指标的提高。

民营企业在发展过程中存在包括融资难在内的许多困难,然而私营企业在我国的蓬勃发展说明它们有一套自我保护的替代机制。由于我国四大国有

收稿日期:2009-12-11

作者简介:黄新建(1972—),男,江西石城人,重庆大学经济与管理学院副教授,硕士生导师,会计学博士,研究方向:会计信息、盈余管理、财务舞弊与资本市场中的会计问题;徐小芳(1980—),女,山东潍坊人,重庆大学经济与工商管理学院会计学硕士研究生,研究方向:公司财务。

银行在产权性质上的国有身份,使得其信贷权力最终被政府所控制,政府为了其政治目的和当地经济发展,会引导银行对企业进行信贷支持,而民营企业为了发展也会跟政府形成良好关系,以获得融资便利。罗党论和唐清泉认为,在地方产权保护越差、政府干预越严重以及金融发展水平越落后的地区,民营上市公司越有动机与政府形成政治关系^[5]。很多民营企业热衷于建立政治关系,把“政治关系”作为一种外部履约机制,以帮助公司获得更多的长期借款。

政治关系作为一种重要的声誉机制,会对企业的债务期限结构产生重要影响,但是政府干预程度的不同,意味着不同地区的政治关系对企业债务期限结构的影响程度也会有所不同:在政府干预程度较低的地区,政府参与企业经营和银行借贷的程度要低于政府干预程度较高的地区,从而这些地区的政治关系对企业的融资影响也会较低。

因此,本文提出第一个假设:政府干预严重的地区上市公司会有更高的长期贷款比例。

1.2 金融业发展对民营企业债务期限结构的影响

周立和王子明认为,中国的金融发展水平总体来讲并不发达,而且各地区也呈现出较大的差距^[6]。我国的金融发展存在着明显的区域分布不均匀的特点,经济发达地区集中着全国大部分金融资源,而经济较为落后的中西部地区的金融资源较为稀缺,所以不同地区的地方政府控制的金融资源具有很大的差异。

在我国目前的银行体系中,国有商业银行居于垄断地位,但随着民营与外资银行在我国的兴起,银行业由高度垄断走向了竞争;民营和私人资本进军银行业,股份制银行相继成立并初具规模;外资银行的渗透性战略直接瞄准中小企业市场以及中国农村的广大地区;国有商业银行,在市场中虽然仍占据主要地位,但是份额逐年减少。由此可见,股份制银行和外资银行在金融系统中的活跃度和竞争力不断增强,使金融发展越来越独立于政府干预。樊刚和王小鲁认为各地区的金融发展程度通常与当地政府在资源配置中的作用存在高度的相关性,即金融发展程度越高,地方政府对资源配置的影响越弱^[7]。金融市场越发达的地区,银行间竞争越激烈,由于长短期借款风险的差异,风险意识增强的理性行为只能使银行选择发放短期贷款,企业短期借贷的交易成本相对更低,企业长期贷款比重会越低。

因此,本文提出第二个假设:金融业发达的地区,上市公司会有更低的长期贷款比例。

2 研究模型与变量定义

2.1 样本选择及数据来源

2.1.1 样本数据来源

本文所使用的各项制度环境指数来自樊刚和王小鲁编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告(2006)》^[8]。该报告提供的各省(自治区、直辖市)指数可以用来衡量企业所面临的的外部治理环境的差异程度。本文中对政府干预程度的衡量来自于“政府与市场的关系”指数中的分项指标“减少政府对企业的干预”,该指标主要用于度量政府对企业的干预程度;对金融市场化水平的度量来自于“要素市场的发育程度”指数中的分项指标“金融业的竞争”,该指标主要用于度量各地区金融市场的竞争程度。其他数据均来自于由深圳市国泰安信息技术有限公司开发的CSMAR数据库和色诺芬数据库。笔者选取非金融行业所有发行A股的民营上市公司2001—2005年五年的面板数据作为研究样本,在分析中剔除了一些数据缺失、具有极端值和公司所在地在西藏的样本,最后共获得样本点486个。本文的数据处理和统计分析使用SPSS13.0统计软件进行。

2.1.2 控制变量选择

根据已有研究文献以及本文的研究目的,本文选取表1所示的指标作为控制变量。

表1 变量定义及说明

LDT	长期借款占总借款的比重
ROE	净资产收益率 = (净利润/净资产)
TOBINQ	市场价值与账面价值比 = (股票总市值与负债之和/账面总资产)
LIQUID	资产结构 = (固定资产/总资产)
SIZE	总资产的自然对数
LEV	资产负债率 = (负债/总资产)
GOV	减少政府干预指数。该指数得分越高,表明政府干预程度越低。
FINANCE	金融市场发育程度指数。数值越大,表示金融市场越发达。
Ind	行业哑变量,用来控制行业因素的影响。按证监会的分类标准,共有13个行业,剔除金融业后,模型中共11个行业哑变量。
year	年度虚拟变量,共4个年度哑变量,以控制年度宏观经济环境的影响。

会计业绩(ROE)和成长能力(TOBIQ)。这两个指标一般用来衡量公司的盈利能力,

其数值越高表示企业盈利能力越强,企业越容易获得银行的贷款支持,因此笔者预期其符号为正。

资产结构(LIQUID)。它对公司的债务融资存在两方面影响,一方面固定资产比例越高,说明公

司的担保价值越高,可以降低财务成本;但另一方面也说明公司资产的流动性较差,这又增加了银行借贷的风险,因此其符号可能为正可能为负。

规模(*SIZE*)。规模较大的公司具有较高的声誉影响、信用关系和较稳定的收入,银行借款更加具有安全保障,因此笔者预期该指标与长期借款比重正相关。

杠杆率(*LEV*)。企业负债率高,还款风险大,银行出于防范风险因素的考虑,会减少这部分企业的贷款,而企业出于破产后控制权转移因素的考虑也会减少借贷,因此笔者预期该指标与长期借款比重负相关。

3 回归分析

3.1 模型的主要变量描述性统计

在表 2 中,我们将回归模型的主要变量进行了描述性统计分析。通过表 2 可以看到,样本公司总体的长期贷款比例均值为 0.275,比重偏低,说明民营上市公司的银行借款主要以短期借款为主;会计业绩(*ROE*)和成长能力(*TOBINQ*)的最大值与最小值相差很大,说明目前我国的民营上市公司成长发展呈现两极化特征;表示资产结构的变量 *LIQUID* 的均值为 0.411,说明固定资产占总资产的比重较大,最大值为 0.998,说明民营上市公司的资产的流动性较差;在政府干预和地区金融业发展方面,最大值跟最小值相差较大,说明我国上市公司所处的外部治理环境存在较大差异。

3.2 模型主要变量间的相关性分析

为了揭示模型变量间的相关关系,我们采用 Pearson 检验来考察变量间的简单相关系数及其显

著性水平,如表 3 所示。从表 3 可以看出,长期借款占总借款的比重与政府干预指标显著正相关(樊纲等编制的政府干预指标是反向指标,政府干预指标数值越大,则政府干预越小);与 *ROE*、*LIQUID* 在 5% 的显著性水平下显著正相关;而与 *TOBINQ* 和 *SIZE* 呈不显著性正相关;与 *LEV* 呈不显著性负相关。值得注意的是,尽管各变量间表现出一定的相关性,但是相关系数都很小,且以 *VIF* 检验多重共线性的值接近于 1,因此可以认为多重共线性不会影响回归结果。

根据表 3,政府干预程度、金融业发展程度之间的相关性较大,因此,在具体的回归中,笔者将它们两个分别引入回归方程。经过这样的处理后,回归方程不存在严重的多重共线性问题(方差膨胀因子均小于 3)。

根据以上分析,本文设定如下的回归方程对前文提出的假设进行检验:

1) 政府干预对民营上市公司债务期限结构的影响的模型检验:

$$LDT = \alpha + \beta_1 ROE + \beta_2 TOBINQ + \beta_3 LIQUID + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 GOV + \sum_{j=1}^{11} Ind_j + \sum_{i=1}^4 year_i + \varepsilon。$$

2) 金融业的的发展对民营上市公司债务期限结构的影响的模型检验:

$$LDT = \alpha + \beta_1 ROE + \beta_2 TOBINQ + \beta_3 LIQUID + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 FINANCE + \sum_{j=1}^{11} Ind_j + \sum_{i=1}^4 year_i + \varepsilon。$$

表 2 变量的描述性统计特征

变量	<i>LDT</i>	<i>ROE</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>LIQUID</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>GOV</i>	<i>FINANCE</i>
观测个数	486	486	486	486	486	486	486	486
均值	0.275	0.076	1.022	0.411	21.157	0.513	5.565	6.770
中位数	0.223	0.067	0.939	0.394	21.079	0.520	4.9	6.770
标准差	0.216	0.049	0.325	0.195	0.676	0.137	2.695	2.935
方差	0.046	0.002	0.105	0.038	0.457	0.019	7.265	8.614
最小值	0.001	0.002	0.538	0.015	19.553	0.110	1.04	0.280
最大值	0.950	0.274	2.740	0.998	23.187	0.850	11.52	12.41

3.3 多元回归结果

表 4 是所有样本的回归结果,其中模型 1 是关于政府干预程度对上市公司影响的结果,模型 2 是关于金融业发展对上市公司影响的结果。

表 4 的回归结果说明了以下问题:

1) 在模型 1 中,上市公司长期借款比例与政府

干预程度在 10% 显著性水平下显著正相关,这与笔者预期一致,表明在政府干预严重的地区,政府干预增加了公司债务中长期借款的比例,而在政府干预较轻的地区,上市公司更少依赖政治关系,更多地使用短期借款。

表 3 主要变量的相关性分析

变量	<i>LDT</i>	<i>ROE</i>	<i>TOBINQ</i>	<i>LIQUID</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>GOV</i>	<i>FINANCE</i>
<i>LDT</i>	1							
<i>ROE</i>	0.144 **	1						
<i>TOBINQ</i>	0.060	0.049	1					
<i>LIQUID</i>	0.193 **	0.095 *	- 0.177 **	1				
<i>SIZE</i>	0.024	0.244 **	- 0.345 **	0.103 *	1			
<i>LEV</i>	- 0.045	0.183 **	0.014	- 0.047	0.317 **	1		
<i>GOV</i>	- 0.114 *	0.083	- 0.113 *	- 0.111 *	0.245 **	0.136 **	1	
<i>FINANCE</i>	- 0.109 *	0.029	- 0.150 **	0.046	0.165 **	0.058	0.620 **	1

注：“*”“**”表示 10 %和 5 %的显著水平。

2)在模型 2 中,上市公司长期借款比例与金融业的竞争在 1 %显著性水平下显著负相关,这与笔者预期一致,表明在金融业发达的地区,政府干预相对减轻,银行业独立性增加,有更大的自主权,银行以利润为导向,风险意识提高,长期贷款的审批更加严格。

3)会计业绩(*ROE*)与银行长期借款比例显著正相关,这与笔者预期一致;成长能力(*TOBINQ*)和企业规模(*SIZE*)与银行长期借款比例正相关,但不显著;资产结构与长期借款比例显著正相关,说明抵押资产的价值可以帮助企业获得贷款;*LEV*与银行长期借款比例负相关,但不显著。由此可见,除了企业内部的因素以外,外部治理环境因素对企业债务期限结构的影响也十分显著。具体表现在上市公司所在地的政府干预、金融业的发展影响了公司银行长期借款的比例。

市公司甚至没有长期借款。这种现象一方面是由于公司层面的因素,民营企业大都规模小,经营不规范,借款风险大;另一方面是由于中国信贷市场的市场化程度低,政府干预对银行的信贷决策影响很大,长期贷款发放有严格的限制。

本文的研究结论是基于已经上市的民营企业,它们在行业知名度、企业声誉、资产规模、企业内部管理等方面的平均水平显著高于没有上市的民营企业,即便如此,其债务融资也受到了银行贷款决策的差别待遇,民营上市公司筹集长期资金对政治关系的依赖反映了它们面临的政策歧视。

中国民营企业已经占据我国经济总量相当大的份额,为民营企业提供更好的融资环境,减少政府干预行为,有助于债务融资治理机制的发挥和促进现代企业制度的建设。

参考文献

[1] BRANDT L,LI H. Bank Discrimination in transition economies:ideology,information or Incentives[J]. Journal of Comparative Economics,2003,31:387-413.

[2] FAN P H,WONG T J,ZHANG T. The Emergence of Corporate Pyramids in China[Z]. Working paper,2007.

[3] PORTA L R,LOPEZ-DE-SILANCE F,SHLEIFER A,et al. Legal determinants of external finance[J]. Journal of Finance,1997,52:1131-1150.

[4] PORTA L R,LOPEZ-DE-SILANCE F,SHLEIFER A,et al. Corporate Ownership around the World[J]. Journal of Finance,1999,54:471-517.

[5] 罗党论,唐清泉. 中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究[J]. 经济研究,2009(2):106-118.

[6] 周立,王子明. 中国各地区金融发展与经济增长实证分析:1978—2000[J]. 金融研究,2002(10):3-13.

[7] 樊纲,王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2004 年度报告[M]. 北京:经济科学出版社,2004.

[8] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2006 年报告[M]. 北京:经济科学出版社,2007.

表 4 政府干预程度与企业债务期限回归系数

变量	模型一		模型二	
	B 值	T 值	B 值	T 值
<i>ROE</i>	0.679 ***	3.322	0.670 ***	3.302
<i>TOBINQ</i>	0.058	1.498	0.055	1.418
<i>LIQUID</i>	0.216 ***	4.106	0.233 ***	4.496
<i>SIZE</i>	0.014	0.858	0.014	0.824
<i>LEV</i>	- 0.123	- 1.594	- 0.131	- 1.706
<i>GOV</i>	- 0.008 *	- 2.013		
<i>FINANCE</i>			- 0.011 ***	- 3.208
<i>Ind</i>	控制		控制	
<i>year</i>	控制		控制	
<i>R</i> ²	0.145		0.15	
Adj - <i>R</i> ²	0.106		0.118	
<i>F</i> 值	3.739		4.084	
样本量	486		486	

注:因变量为 *LDT*;"*"“*”“**”“***”分别表示 10 %、5 %、1 %的显著水平。

4 结论

从本文的描述性统计中可以看出,中国上市公司的债务期限结构中,长期借款的比例很低,许多上

Government Intervention ,Financial Industry Development and Corporate Debt Maturity Structure :A Study on Private Listed Companies

Huang Xinjian ,Xu Xiaofang

(School of Economics and Business Administration ,Chongqing University ,Chongqing 400044 ,China)

Abstract : Using the panel data about private listed companies in Shanghai Stock Exchange from 2001 to 2005 ,this paper examines the effects of government intervention and financial industry development on the corporate debt maturity structure. The results indicate that the corporate debt maturity structure is positively correlated with the intervention level of local government ,and negatively correlated with the financial industry development.

Key words : government intervention ;debt maturity structure ;financial industry development

编读园地

论文摘要的编写要求(二)

摘要的撰写需要特别注意如下方面 :

- 1、要素齐全。不能只是说明“做了”、“分析了”等 ,而是要清晰阐述研究的结果和结论 ,重点应突出作者研究的创新性结果 ,特别是本研究的新发现、新规律、新关系。方法、模型类论文应当交代清楚模型构建的原理、步骤 ,所用方法、所建模型的特别之处 ,如优势、具体特点等 ,不能泛泛地说“很好、很快”等。
- 2、摘要中应排除本学科领域已成为常识的内容 ;切忌把应在引言中出现的内容写入摘要 ;一般不要对论文作诠释和评论 (尤其是自我评论)。
- 3、不得简单重复题名中已有得信息 ;应避免对标题进行重复叙述。
- 4、结构严谨 ,表达简明 ,语义确切。摘要的写作顺序要按逻辑顺序安排 ;句子之间应上下连贯、相互呼应 ;慎用长句 ,句型力求简单 ;每句话要表意明白 ,无空泛、笼统、含混之词。
- 5、要使用规范化的名词术语 ,不用非公知公用的符号和术语 ;新术语或尚无合适汉文术语的 ,可用原文或译出后加括号注明原文。
- 6、除实在无法变通外 ,一般不用数学公式和化学结构式 ,不出现插图、表格。
- 7、不用引文 ,除非该文献证实或否定了他人已出版的著作。
- 8、缩略语、略称、代号 ,除相邻专业的读者也能清楚理解的以外 ,在首次出现时必须加以说明。在中文摘要中首次出现时应给出中文解析 ;在英文摘要中首次出现时应给出全称。