

货币政策、地区差异与信贷融资

——来自中国上市公司的实证研究

黄新建, 王小容, 邹海峰

(重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400044)

摘 要: 本文采用 2004—2007 年沪深两市上市公司的季度数据, 从地区经济发展水平和政治影响力等角度考察了货币政策对不同地区上市公司银行贷款的影响。实证研究发现货币政策越紧缩, 企业获得的信贷融资额越少。货币政策宽松时, 企业所属地区经济越发达或政治地位越高, 企业获得信贷融资额也越多; 相反, 货币政策紧缩时, 经济发达地区或政治地位高的地区的企业信贷融资额减少更多。

关键词: 货币政策; 银行贷款; 地区经济

中图分类号: F275.1 文献标识码: A 文章编号: 1002-980X(2010)06-0102-05

融资作为公司的最重要财务决策之一, 历来是学术界研究的热点, 自“MM 定理”提出后^[1], 大量学者提出了各种资本结构理论以解释不同的融资决策。已有研究表明公司的融资决策会受到企业内部特性、治理机制和企业外部制度环境的影响。然而这些研究只考虑了微观因素, 没有考虑到国家的宏观经济政策环境对企业融资的影响。企业的运行无时无刻不处于宏观经济环境的大背景下, 货币政策作为系统性因素必然会影响到企业财务决策。在我国, 作为企业主要贷款来源的 4 大银行均为国家所有, 当局制定的货币政策要得到落实, 政府必定会对银行的贷款加以干预, 银行贷款的变化又直接影响到企业的融资规模和成本。那么货币政策对企业银行贷款的影响究竟如何, 对不同地区经济发展水平的企业融资影响又有什么差异? 地区政治影响力是否也会影响企业的融资决策? 本文利用中国人民银行和国家统计局共同发布的货币政策感受指数, 对此进行实证检验。本文的研究不仅可以丰富国家宏观经济政策和企业财务方面的研究, 还可以为国家以后的宏观经济调控提供理论依据。

1 文献综述

货币政策对经济活动产生影响有货币渠道和信

贷渠道两种途径。以往多数研究都认为信贷渠道比货币渠道传导速度更快^[2-3]。Bernanke 和 Gertler^[4]通过对美国联邦基金利率的实证研究证明, 政府实施紧缩的货币政策之后, 银行收到的存款(负债来源)的减少, 使得银行将被迫减少贷款供给。而且由于信贷渠道具有“金融加速器”的作用, 因此能够迅速把政策变化带来的冲击放大和传播到整个国家的经济活动中。国外大量研究都表明货币政策通过货币渠道和信贷渠道影响企业融资行为, 并且对不同特征、不同区域的企业影响不一样。Allen 等^[5]指出中国的银行业在经济中发挥的作用远大于证券市场, 而我国的银行一直处于政府干预状态下, 因此政府的货币政策会通过对于银行贷款供给的影响而影响企业的融资行为。Hayo 和 Uhlenbrock^[6]运用 VAR 模型研究了德国 28 个行业对货币政策的反应, 发现重工业比非耐用消费品更具有利率敏感性, 并发现不同的资本生产率(资本与行业产值比率)、要素密集程度(资本与劳动比率)的企业对利率的反应程度不一样。Mundell^[7]指出对于内部经济不完全同质的国家实行单一的货币政策, 必然存在区域差异效应, 我国地区发展差距极大, 货币政策区域效应更加明显。

国内已有大量学者研究过企业融资影响因素。

收稿日期: 2010-04-18

基金项目: 重庆大学人文社科基金项目(CDSK 2006 25)

作者简介: 黄新建(1972—), 男, 江西石城人, 重庆大学经济与工商管理学院副教授, 博士, 硕士生导师, 研究方向: 公司治理、会计信息质量、政治关联、盈余管理与资本市场中的会计问题; 王小容(1985—), 女, 重庆人, 重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生, 研究方向: 金融经济与公司财务; 邹海峰(1975—), 男, 湖北十堰人, 重庆大学经济与工商管理学院讲师, 博士, 研究方向: 公司理财。

陆正飞和辛宇^[8]发现不同行业企业的融资具有显著差异,公司的获利能力与债务融资比例正相关,而规模、资产担保价值、成长性等因素对企业融资行为影响不显著。洪锡熙和沈艺峰^[9]研究表明,企业规模和盈利能力对企业的融资决策具有显著影响,而公司成长性和行业因素对企业融资没有显著影响。肖作平^[10]利用双向效应动态模型证明了资产有形性、规模、独特性与债务融资正相关,成长性、资产流动性与债务融资负相关,非债务税盾与企业的债务融资关系不显著。肖泽忠和邹宏^[11]也得到了同样的结论。江伟和李斌^[12]发现法制环境越好,投资者保护水平越强,金融市场越发达,公司的债务融资比例越高。有政府关系的企业能获得更多的银行贷款,而且金融发展越落后、法制水平越低、政府干预越多,政府关系的这种贷款效应越显著^[13]。有少量研究从宏观经济政策方面来研究企业的投资和融资,祝继高和陆正飞^[14]采用季度数据探讨货币政策与企业的现金持有水平时发现货币政策对企业融资的影响主要体现在影响企业的融资成本和融资规模。叶康涛和祝继高^[15]考察了银根紧缩和信贷资源配置的关系,认为银根紧缩会导致企业融资困难,并且发现银根紧缩阶段,信贷资金会向国有企业和劳动密集型企业倾斜。

以往对企业融资影响因素的研究主要从企业自身特征和外部制度环境出发,很少有学者从货币政策方面来研究企业的融资行为。本文从宏观角度来研究货币政策对企业信贷融资的影响,在一定程度上弥补了这方面研究的空缺。

2 研究设计

2.1 研究假设

货币政策无论是通过货币渠道,还是信贷渠道对企业经济活动所产生的影响,都主要体现在影响企业的融资成本和融资规模上^[14]。根据前面的分析,国内外大量研究已经证明了货币政策会对银行贷款供给量产生影响,而银行贷款作为我国企业主要的融资来源,对企业的融资决策具有重要影响。货币政策对企业信贷的影响主要体现在:货币政策宽松时,银行信贷量增加,企业的外部融资能力更强,融资规模更大;货币政策紧缩时,银根紧缩,企业的外部融资能力和规模将受到限制。因此,我们提出假设1。

假设1:当货币政策趋于从紧时,企业的银行信贷融资额将减少。

关于货币政策区域效应的研究表明,我国货币政策效应存在显著的区域不对称性差异,对最发达

的东部地区的经济影响最大,中部次之,西部最弱。宋旺和钟正生^[16]模拟了货币供应量冲击对东中西3大地区实际产出的作用,结果证明了我的货币政策存在明显的区域差异效应,货币政策对东部冲击作用强于中西部,而东部地区比西部地区金融市场也更发达。因此,货币政策宽松,发达地区的企业融资比不发达地区的企业能够获得更多的贷款资源;相反,货币政策紧缩时,发达地区的企业获得的贷款减少更多。由此提出假设2。

假设2:与不发达地区的企业相比,发达地区的企业贷款量对货币政策变化更敏感。

各地政府一般会对商业银行的信贷进行干预,并且地区政府的政治影响力越大,政府干预的效果也越明显,陈冬华等^[17]也观察到地区的政治影响力会对地区的IPO资源分配和丑闻企业的处罚产生影响。我们认为,企业所属的地区政治影响力的差异影响企业融资。货币政策宽松时,银行信贷资源充足,高政治影响力地区的企业更容易得到银行借款,一是上市公司作为各地区的稀缺资源,其所在地的政府为了实现地区经济快速发展、稳定就业、提高声誉等目标一般会对上市公司扮演保护人的角色,使银行多贷款给上市公司;二是,在高政治影响力地区,其领导人对国家宏观经济政策的执行意愿更强,执行力度更高,从而为企业融资带来便利。同理,当货币政策紧缩时,高政治影响力地区的政府会更严格执行国家紧缩政策,当地企业融资额减少得更多。由此提出假设3。

假设3:与低政治影响力地区的企业相比,高政治影响力地区的企业获得的贷款量对货币政策变化更敏感。

2.2 模型与变量的选择

基于前文的理论分析,建立如下模型:

$$\text{Loan} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MC} + \alpha_2 \text{GDP} + \alpha_3 \text{MC} \times \text{GDP} + \alpha_4 \text{Politic} + \alpha_5 \text{MC} \times \text{Politic} + \alpha_6 \text{Size} + \alpha_7 \text{Lev} + \alpha_8 \text{ROA} + \alpha_9 \text{TA} + \alpha_{10} \text{CFO} + \alpha_{11} \text{Industry} + \alpha_{12} \text{Year} + \alpha_{13} \text{Season} + \varepsilon_t$$

1) 企业信贷融资的变量选择。

由于融资差额能更直观地反映货币政策对企业债务融资的影响,因此企业信贷融资变化采用银行融资的差额来刻画。Loan为银行借款所收到现金差额的变化, $\text{Loan} = (\text{本季度银行借款所收到的现金} / \text{期初总资产}) - (\text{上季度银行借款所收到的现金} / \text{期初总资产})$ 。

2) 货币政策的刻画。

MC为货币紧缩指数,用来刻画货币政策的紧缩程度。本文参考祝继高和陆正飞的方法^[14],采用

中国人民银行公布的《银行家问卷调查》^①中的货币政策感受指数作为货币政策的度量工具。该调查报告了被调查银行家中认为当前货币政策“过紧”、“偏紧”、“适度”、“偏松”、“过松”、“看不准”的人数比例。本文选择“偏紧”比例来刻画货币政策变化,“偏紧”的比例越高,货币政策越紧缩,反之则越宽松。当 MC 大于 2004 年第 1 季度至 2007 年第 4 季度货币紧缩指数的中位数时, MC 取 1, 表示货币政策趋于紧缩; 否则 MC 取 0, 表示货币政策宽松, 如图 1 所示。由于货币政策对银行贷款滞后一期影响更大, 因此本文的货币政策指数均滞后一季^[15]。

3) 地区经济发展水平和政治影响力的变量选择。

GDP 为上市公司所在地区的经济发展程度, 等于人均地区生产总值。 $MC \times GDP$ 用来衡量货币政策对地区不同发展程度的企业影响的差异。预测符号为负。

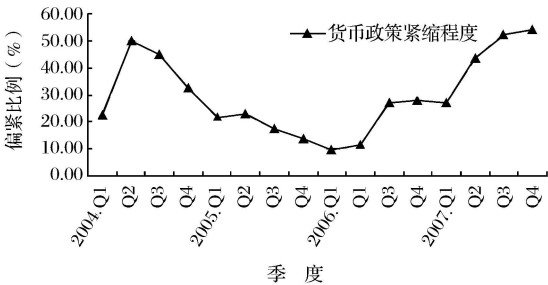


图 1 货币政策紧缩指数

数据来源: 中国人民银行网站。

Politic 表示上市公司所在地区的政治影响力。我们参考陈冬华^[17]的方法, 以上市公司所在地区的领导人是否为中央政治局委员来衡量。如果是中央政治局委员, 意味着政治影响力强, Politic 取 1, 否则取 0。 $MC \times Politic$ 用来检验不同政治影响力的地区对货币政策的反应情况。我们预测其符号为负。主要变量的定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	信贷融资	$Loan$	本季度与上季度的银行借款收到的现金/总资产的差额
自变量	货币政策	MC	货币政策紧缩取 1, 反之取 0
	地区经济发展水平	GDP	等于人均地区生产总值
	地区政治影响力	$Politic$	以当上市公司所在地区是否有中央政治局委员衡量, 如果有, 取 1, 否则取 0
控制变量	企业规模	$Size$	等于期初总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	等于期初负债总额/总资产
	企业盈利性	ROA	等于本季度净利润/期初总资产
	可抵押资产	TA	可抵押资产= (本季度固定资产+ 存货)/期初总资产
	企业现金流	CFO	等于本季度经营现金流净额/期初总资产
	行业	$Industry$	当处于该行业时取 1, 反之取 0
	年份	$Year$	当处于该年度时取 1, 反之取 0
	季度	$Season$	当处于该季度时取 1, 反之取 0

2 3 数据和样本的选择

本文选择 2004 年第 1 季度至 2007 年第 4 季度沪深两市 A 股上市公司的季度数据作为本文的研究对象。对样本公司做如下筛选: ①剔除银行等金融类上市公司; ②剔除总资产小于或等于 0 的公司; ③剔除相关数据缺失的公司。最后得到 1150 家公司 15452 个季度观测值。采用 winsorization 的方法对部分变量两端的异常值进行处理, 对所有小于 1% 分位数的变量, 令其值等于 1% 分位数变量的值; 对所有大于 99% 分位数的变量, 令其等于 99% 分位数的值。财务数据来源于色诺芬一般上市公司财务数据库, 上市公司所属地的人均 GDP 来自国家

统计局网站, 其他数据来自网络的手工收集。

3 实证检验结果

3 1 描述性统计和相关性分析

表 2 为主要变量的描述性统计结果。 $Loan$ 的均值为 0. 015, 即公司每个季度的银行借款平均增长为 1. 5%, 但是最小值为- 2. 035, 说明在某些季度, 企业的贷款下降了两倍多。结合图 1 和表 2 可以发现, MC 的最小值为 9. 4%, 即当季度货币政策最为宽松(2006 年第 1 季度), MC 最大值为 54%, 即当季度最为紧缩(2007 年第 4 季度), 这也与我们的直观感受相吻合。地区人均 GDP 的统计结果表

① 《银行家问卷调查》的货币政策感受指数是来自中国人民银行和国家统计局共同合作完成的一项制度性季度统计调查。该调查采用全面调查与抽样调查相结合的调查方式, 对我国境内地市级以上的各类银行机构采取全面调查, 对农村信用合作社采用分层 PPS(与信用社规模成比例) 抽样调查, 全国共调查各类银行机构 2850 家左右。调查对象为全国各类银行机构(含外资商业银行机构) 的总部负责人及其一级分支机构、二级分支机构的行长或主管信贷业务的副行长。调查结果反映了当季相对于上季的变化情况。

明我国地区经济发展不平衡,地区市场发展水平差距较大。篇幅所限本文没有展示各变量的相关性分析结果。从 Pearson 和 Spearman 相关系数来看,各变量的关系符合预期,并且显著,初步证实了前面的假设,地区经济发展水平 *GDP* 和地区政治影响力 *Politic* 之间显著正相关,回归不放在同一个模型中。模型中的其他自变量之间不存在共线性。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Loan</i>	0 015	0 037	- 2 035	1 834	0 162
<i>MC</i>	0 300	0 270	0 094	0 540	0 145
<i>GDP</i>	2 500	2 010	0 432	7 312	1 596
<i>Politic</i>	0 487	0 000	0 000	1 000	0 500
<i>Size</i>	21. 416	21. 348	19 280	24. 350	0 963
<i>Lev</i>	0 532	0 537	0 117	1 099	0 178
<i>ROA</i>	0 017	0 013	- 0 148	0 138	0 037
<i>TA</i>	0 414	0 425	0 005	0 882	0 215
<i>CFO</i>	0 025	0 020	- 0 168	0 234	0 067

3 2 回归分析

表 3 是假设 1~ 假设 3 的实证检验的结果。从模型(1)~ 模型(3)的回归结果看,货币政策指数 *MC* 的符号与预期相同,说明货币政策紧缩程度与银行贷款显著负相关,总体上符合假设 1。就模型(1)而言,*MC* 的符号为负,表明上一季度的货币政策越宽松,本季度企业获得的银行信贷融资越多;上季度的货币政策越紧缩,本季度企业的银行贷款越少,从而证实了假设 1。模型(2)中, *GDP* 的回归系

数显著为正,说明货币政策宽松,经济发达地区的上市公司获得的信贷融资更多,企业的。虽然 *MC* 的回归结果不显著,但是 *MC* × *GDP* 的系数在 1% 水平下显著为负,还是证明了经济发达地区的企业信贷融资下降更多,对货币紧缩政策反应更为灵敏。因此假设 2 得到证明。模型(3)里的 *Politic* 的回归系数显著为正,说明在货币政策宽松时期,高政治影响力地区的政府对政策的执行力度更强,可以为当地的企业融资带来便利,使当地企业获得更多信贷融资。*MC* × *Politic* 的回归结果显著为负,说明紧缩的货币政策在政治影响力强的地区执行得更好,企业额信贷融资减少更多。因而假设 3 得到证实。

模型(1)~ 模型(3)的回归结果,企业规模 *Size* 与本季度新增信贷融资额负相关,部分原因是因为大型企业融资渠道相对较多,上季度贷款过多时,本季度可以采用其他融资方式融资。资产负债率 *Lev* 与本季度银行借款增加额显著负相关,这主要是银行考虑到资金的安全性,对负债率高的企业“惜贷”。总资产收益率 *ROA*、可抵押资产 *TA* 与企业的银行借款显著正相关,说明企业赢利性越强、可供抵押的资产越多,企业越容易获得信贷融资。企业的现金流 *CFO* 与银行借款显著负相关,说明企业内部资源充裕时,企业对外源融资的依赖性减弱,这与其他学者的研究结论也相同。

表 3 回归结果

自变量	模型(1)		模型(2)		模型(3)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>MC</i>	- 0 020* **	- 5 921	- 0 004	- 1 019	- 0 015* **	- 3 935
<i>GDP</i>			0 004* **	4 432		
<i>MC</i> × <i>GDP</i>			- 0 007* **	- 5 820		
<i>Politic</i>					0 005* *	2 306
<i>MC</i> × <i>Politic</i>					- 0 010* **	- 2 908
<i>Size</i>	- 0 003* **	- 2 717	- 0 003* **	- 2 962	- 0 003* **	- 2 789
<i>Lev</i>	- 0 009*	- 1 697	- 0 009*	- 1 646	- 0 009*	- 1 680
<i>ROA</i>	0 059* *	2 113	0 058* *	2 089	0 058* *	2 087
<i>TA</i>	0 038* **	7 028	0 040* **	7 340	0 039* **	7 107
<i>CFO</i>	- 0 065* **	- 4 304	- 0 064* **	- 4 230	- 0 064* **	- 4 273
控制行业效应、年度效应、季度效应						
<i>A dj- R</i> ²	0 538		0 539		0 539	
<i>F</i> 值	530 9* **		503 5* **		501 9* **	
样本量	15452		15452		15452	

注:“*”、“**”、“***” 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

4 结论与研究启示

本文从企业特征和企业所在地区的差异等角度研究了上市公司债务融资与货币政策的关系。通过实证研究,本文发现货币政策越紧缩,企业的外部融

资约束越强,获得的信贷融资额越少,经济发达地区和高政治影响力地区的企业信贷融资额对货币政策变化更加敏感。本文的研究结果表明,货币政策对不同地区企业的信贷融资行为产生的影响不一样。中央银行应当针对不同情况制定不同的货币政策。

对货币政策反应比较强烈的发达地区和政治影响力高的地区,采取审慎的政策手段;针对那些对货币政策反应不明显的地区,加大政策力度,这样才能发挥充分货币政策的作用。

参考文献

[1]

MODIGLIANI F, MILLER M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment[J]. American Economic Review, 1958, 48: 261-297.

[2]

BERNANKE B S, BLINDER A S. Is it money or credit, or both, or neither? Credit, money and aggregate demand[J]. The American Economic Review, 1988, 78: 435-439.

[3]

盛朝晖. 中国货币政策传导渠道效应分析: 1994—2004[J]. 金融研究, 2006(9): 22-29.

[4]

BERNANKE B S, GERTLER M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission[J]. Journal of Economic Perspectives, 1995(9): 27-48.

[5]

ALLEN F, QIAN B J, QIAN M. Law, finance and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77: 57-116.

[6]

HAYO B, UHLENBROCK B. Industry effects of monetary policy in Germany[J]. Regional Aspects of Monetary Policy in Europe, Boston, Kluwer, 1999: 127-158.

[7]

MUNDALL R A. A theory of optimum currency areas[J]. American Economic Review, 1961, (51): 509-517.

[8]

陆正飞, 辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J]. 会计研究, 1998, (8): 34-37.

[9]

洪锡熙, 沈艺峰. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J]. 厦门大学学报, 2000, (3): 114-120.

[10]

肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据[J]. 会计研究, 2004(2): 36-41.

[11]

肖泽忠, 邹宏. 中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好[J]. 经济研究, 2008(6): 119-134.

[12]

江伟, 李斌. 金融发展与企业债务融资[J]. 中国会计研究, 2006(6): 255-276.

[13]

余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(8): 9-21.

[14]

祝继高, 陆正飞. 货币政策、企业成长性与现金持有水平变化[J]. 管理世界, 2009(3): 152-158.

[15]

叶康涛, 祝继高. 银根紧缩与信贷资源配置[J]. 管理世界, 2009(1): 22-95.

[16]

宋旺, 钟正生. 我国货币政策区域效应的存在性及原因——基于最优货币区理论的分析[J]. 经济研究, 2006(3): 46-58.

[17]

陈冬华, 章铁生, 李翔. 法律环境、政府管制与隐性契约[J]. 经济研究, 2008(3): 60-72.

Monetary Policy, Regional Difference and Credit Financing:
An Empirical Research from Listed Companies in China

Huang Xinjian, Wang Xiaorong, Zou Haifeng

(College of Economic and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: This paper analyzes the impact of monetary policy on listed companies' bank financing from angles of regional economic and regional political status. And using the quarter data about listed companies in Shanghai and Shenzhen stock market from 2004 to 2007, it makes the empirical analysis. The empirical results show that the more tightening of monetary policy, the less of company's bank financing. In the meantime, it shows that the bank loans are more sensitive to monetary policy changes in economically developed areas or high social capital districts. When monetary policy is loose, these areas' companies get more bank loans, but in the tight period, these areas' companies get less bank loans.

Key words: monetary policy; bank loan; regional economy

(上接第 44 页)

[11]

徐绪松. 定性分析的工具——探索图、循环图、结构图[J]. 技术经济, 2010, 29(5): 1-6.

[12]

段九利, 郭志刚, 刘红心. 现金流量风险成因探析[J]. 会计之友, 2006(9): 35-36.

[13]

李涛. 基于粗糙集理论的商业银行无清偿能力风险综合评价研究[J]. 技术经济, 2009, 28(9): 105-108.

Cash Flow Risk Assessment of Thermal Power Project Financing:
Indicators System Based on the Exploring Graph

Song Qi

(School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: The existing research on thermal power project risks almost does not focus on examining the cash flow risk. From the perspective of thermal power project financing, this paper finds out the importance of cash flow risk, and tries to apply the complex scientific management's systems thinking tool, the exploring graph for the thermal power project in the construction period, trial production period and production period to respectively establish risk assessment indicator systems. And with dynamic fuzzy evaluation method, this paper evaluates the degree of every process and whole process' cash flow risk, and provides some basis for decision making to the thermal power project financing.

Key words: thermal power projects; cash flow risk; exploring graph; dynamic fuzzy evaluation method