

制度环境、所有权性质与负债的治理效应

钟海燕, 冉茂盛

(重庆大学 经济与工商管理学院, 重庆 400044)

摘 要:已有证据发现制度环境对企业债务融资具有重要的影响, 但就制度环境对不同所有制之间负债治理效应差异的影响尚不明了。本文以我国上市公司 2003—2007 年的数据为样本, 初步检验了国有上市公司和民营上市公司在负债治理效应方面是否存在显著差异以及制度环境对两者关系的影响。结果发现, 整体上国有上市公司在负债治理效应上显著弱于民营上市公司, 但是随着政府干预的减少、市场化进程的加快和法制水平的提高, 国有上市公司相比民营上市公司在负债治理效应方面的差异将会逐渐缩小。这一研究成果不仅丰富了国内外学者对负债治理效应的相关经验研究, 而且有助于我们更加深入地理解导致负债治理效应差异的制度根源。

关键词:所有权性质; 制度环境; 负债治理效应; 政府干预; 市场化进程

中图分类号:F276 7 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-980X(2010)07-0110-07

中国证券市场是一个新兴市场, 同时中国证券市场又根植于中国市场经济转轨的过程中。在此期间, 由于地区间资源禀赋、地理位置以及国家政策的不同, 因此导致了各地区在政府干预程度、市场化进程以及法制水平等方面呈现出较大的差异^[1], 这为考察上市公司在不同制度下负债的治理效应提供了一个很好的研究环境。基于以上原因, 本文具体针对以下两个问题进行回答: ①对于国有上市公司和民营上市公司这两类性质不同的公司而言, 其在负债的治理效应方面是否存在差异? ②随着政府干预程度、市场化进程或者法制水平等制度环境的改善, 这两类不同性质公司在负债的治理效应方面存在的差异是否有所缓解? 对这些问题的回答, 不仅能够丰富国内外学者对负债治理效应的相关经验研究, 而且有助于我们更加深入的理解导致负债治理效应差异的制度根源。

从理论上讲, 政府干预是导致当前国有企业存在预算软约束问题的主要原因之一, 这样, 国有企业负债的治理效应自然可能低于民营企业。不过, 制度并不是一成不变的, 它可能因为外部的冲击或者内部的自我推动而产生变化, 当制度发生变化后, 国有企业治理机制可能随之发生适应性调整, 进而导致负债治理效应发生改变。随着改革的深入, 市场化和法制化进程的加快, 政府对作为债务人的上市公司及其债权人干预的范围和力度逐渐缩小, 换

言之, 随着制度环境的逐步改善, 债权人对债务人监督的激励有所增强, 国有企业将逐步缩小与民营企业在负债治理效应方面的差距。本文以我国上市公司 2003—2007 年的数据为样本, 检验国有上市公司和民营上市公司在负债治理效应方面是否存在显著差异以及制度环境对两者关系的影响。结果发现: 整体上国有上市公司的负债治理效应显著弱于民营上市公司。同时, 我们发现, 随着政府干预程度、市场化进程或者法制水平等制度环境的改善, 两者在负债治理效应的差距将逐步缩小。

1 文献回顾

公司治理的实现表现在一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制上, Triantis 和 Daniels 对其作了很好的总结^[2]。其中, 利用债务进行公司治理是最富有研究意义的话题。西方财务理论推崇负债融资的公司治理作用。以代理成本理论、债务契约理论、财务信号理论、自由现金流学说、控制权理论等为代表, 西方学者普遍认为债务融资能够提高财务危机产生的可能性^[3-4]、减少公司自有现金流^[5-6]和贷款银行的专业化监督^[7], 从而抑制内部控制人代理成本, 提高企业价值^[8-9]。

国内学者对债权治理效应的研究也取得了一定的成果。汪辉就上市公司的债务融资与公司价值的关系进行实证检验, 发现总体上债务融资水平对 Q

收稿日期: 2010-04-20

作者简介:钟海燕(1979—), 男, 湖北宜昌人, 重庆大学经济与工商管理学院博士研究生, 研究方向: 公司财务与公司治理;
冉茂盛(1963—), 男, 重庆云阳人, 重庆大学经济与工商管理学院教授, 博士生导师, 研究方向: 公司金融与经济金融。

值、市净率和净资产收益率均具有显著的正向解释力, 债务融资具有加强公司治理、增加公司价值的作用^[10]; 田利辉发现, 随着银行贷款规模的增大, 经理层的公款消费和自由现金流增大, 企业效率和公司价值下降^[11]; 田利辉在此基础上进一步研究表明, 与国家控股相联系的预算软约束是导致我国债务杠杆无法发挥作用的原因^[12]; 邵国良和王满四通过实证分析得出结论, 负债融资对中国上市公司而言没有发挥正面效应, 负债融资公司治理效应是弱化与恶化的^[13]。

纵观上述文献, 大多都是孤立地静态分析单一手段对负债治理的影响, 忽略了各种治理机制之间的相互作用对负债治理的影响。近年来, 学者们从各种治理机制之间的相互作用角度对负债的治理效应进行了研究, 如 Faccio 等和 Stephen 指出债务的约束效应可能在外部股权集中、内部人控制的公司里大大被削弱了^[14-15]。Jayati 和 Subrata 利用印度上市公司的数据研究了债务治理对股权和控制权结构的敏感性, 检验在理论上侵占倾向很严重的集团公司其债务约束作用是否被弱化, 发现即使控制了“隧道效应”, 约束效应仍存在^[16]。姚明安和孔莹讨论了股权集中的上市公司中财务杠杆与企业投资之间的关系以及控股股东持股比例对这一关系的影响, 研究结果表明, 财务杠杆对企业投资具有显著的抑制作用, 并且这种抑制作用随着控股股东持股比例的提高而减弱^[17]。

事实上, 债务治理作用不仅存在于各种互动机制中, 债务机制本身也伴随着外部法律法规的逐步完善和经济主体市场化程度的推进, 其作用形式、效果和渠道也不断变化。Berglof、Judy 和 Taylor 都发现负债的约束效应和隧道效应这两种机制都和制度的完善程度有关^[18-19]。完善的制度可以增加债务约束效力, 降低债务侵占程度。不完善的制度则促使内部股东在信息不对称的情形下利用债务最大程度地侵占外部少数股东的利益。Jayati 和 Subrata 也研究了制度转换是否促进债务的约束作用还是减轻债务的隧道效应, 发现在市场导向的初期阶段, 无论是单一公司还是有侵占倾向的集团公司, 债务的约束机制很小。到了市场化程度的较高阶段, 这种效应逐渐显著, 债务的约束机制对于制度环境比较敏感^[16]。

本文拟在借鉴以上研究成果的基础上, 具体考察国有上市公司和民营上市公司这两类性质不同的公司在负债的治理效应方面是否存在差异, 以及在不同的制度环境下, 政府干预程度、市场化进程或者法制水平等制度环境变化对所有制与负债治理效应

关系的影响, 这将有助于我们更清晰地理解制度环境与负债治理之间的作用机制。

2 制度背景与研究假设

西方主流财务理论认为债务治理机制的一个重要前提条件是, 债务必须具有硬约束功能, 即一旦企业到期发生债务违约, 则债权人将有足够的能力和意愿对债务人实施相应的惩罚, 比如, 要求企业依法破产, 或追究企业经理的个人责任等。如果这一前提不成立, 债务将难以发挥其治理功能。然而, 在我国当前的制度背景下, 国有上市公司和民营上市公司面临不同的约束条件, 导致两者在债务治理效果方面存在较大差异。一方面, 两者面临着异质的金融约束。目前国有银行是我国银行体系的主要组成部分, 国有银行更可能出于政治目的而非盈利目的来为国有上市公司提供债务融资。因此, 当国有上市公司需要债务融资时, 国有银行可能会减少其信息或担保要求, 同时也会较少考虑对国有公司的监督, 相反, 当民营上市公司需要债务融资时, 国有银行会更多地考虑盈利目的, 从而提出较高的贷款标准。另一方面, 两者面临着异质的预算软约束。相对于民营上市公司, 国有上市公司的预算软约束问题会更加突出一些。因此, 国有上市公司的债务治理机制将更加弱化, 甚至可能会出现田利辉所认为的债务不仅没有降低代理成本, 反而为管理者的消费提供了现金流的现象^[11]。而民营上市公司的预算软约束问题较为好些, 债务治理效果也应该好些。基于以上分析, 本文提出第 1 个假说。

假说 1: 在其他条件一定的情况下, 国有上市公司负债治理效应显著低于民营上市公司。

分析表明, 国有上市公司负债的治理效应显著低于民营上市公司, 一个重要的原因在于国有公司面临双重软约束问题, 而造成双重软约束的一个诱因就是政府的干预。政府干预的负面作用主要体现在对国有公司目标的扭曲和国有银行监督激励机制的弱化这两个方面, 这样, 国有上市公司负债的治理效应自然可能低于民营上市公司。不过, 政府干预不是恒定的, 它会随着一个国家整体制度环境的变化而发生变化。当制度环境发生变化后, 尤其是政府干预程度明显变化后, 国有公司所面临目标和国有银行经理监督激励机制等内外部治理机制都会发生相应的变化。一方面, 政府干预程度的减少将导致国有公司预算约束的硬化, 这样就可能驱使国有公司经营目标开始逐渐转向利润最大化; 另一方面, 政府对国有银行贷款干预越小, 国有银行等债权人越具有经营独立性, 进而信贷风险控制能力越强, 债

权人对国有公司资金运用的监督激励也就越强。这些变化将在较大程度上弱化国有上市公司和民营上市公司在负债的治理效应方面的差异。基于以上原因,本文提出第 2 个假说。

假说 2: 在其他条件一定的情况下,随着政府干预程度的降低,国有上市公司和民营上市公司在负债的治理效应方面的差异逐渐缩小。

在经济转轨过程中,我国各地区的市场化进程存在显著差异,如樊纲和王小鲁从政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育、要素市场的发育、市场中介组织发育和法律制度环境等 5 个方面,对中国各个省级行政区域的市场化程度进行的比较分析表明,我国各地区之间的市场化进程存在显著的差异^[1]。而各地区市场化进程的不同,对不同性质上市公司负债治理效应的影响也会存在差异。具体来说,在市场化水平比较高的地区,由于率先实行了政企分开等市场化政策,因此政府参与企业经营和银行信贷的程度要低于市场化程度较低的地区。此外,市场化水平比较高地区的国有银行市场化改革更加深入,各银行之间的竞争也更加激烈,因此,这些地区的国有银行在发放贷款时会更多地考虑盈利目的而非政治目的,由此可能会弱化国有上市公司和民营上市公司在负债的治理效应方面的差异。基于以上原因,本文提出第 3 个假说。

假说 3: 在其他条件一定的情况下,随着市场化程度的提高,国有上市公司和民营上市公司在负债的治理效应方面的差异逐渐缩小。

在中国,不同的地区具有统一的国家法律制度和司法体系,但由于不同地区的法治水平相差甚大,因此可能对公司的债务治理产生重要影响。具体来说,在法治水平较高和司法部门独立性较强的地区,国有企业的预算约束得到硬化,因而使银行更有可能在国有企业无力偿还银行贷款时,获得企业的控制权。这种控制权丧失的潜在威胁不仅可能对国有企业的过度举债动机产生一定的抑制作用,而且也有助于增强银行对国有企业的监督和控制。法治的加强可以使银行在国有企业濒临破产时,易于向法院提出破产申请并获得破产过程中的主导权,尽可能地收回本金和应得利息,或者使债权人在债务人违约时,更容易诉诸于法院的帮助来保护债权人利益不受企业家道德风险的侵害。法治和司法部门对银行等债权人权利保护的力度越强,银行等债权人对国有企业贷款事后监督的激励也就越强,由此可能会弱化国有上市公司和民营上市公司在负债治理效应方面的差异。基于以上原因,本文提出第 4 个假说。

假说 4: 在其他条件一定的情况下,随着法制水平的提高,国有上市公司和民营上市公司在负债的治理效应方面的差异逐渐缩小。

3 研究设计

3.1 样本选择

本文选取了 2004—2007 年这 4 年间所有在上海证交所和深圳证交所进行交易的 A 股公司。在样本的选取过程中,本文剔除了以下公司: ①金融类公司; ②ST、PT 公司; ③财务数据异常或者财务数据不完整的公司。经过上述程序,最后获得 3072 家样本公司,其中 2004 年、2005 年、2006 年和 2007 年的样本公司分别为 719 家、733 家、806 家和 814 家。本文所用到的财务数据全部取自香港理工大学与深圳国泰安信息技术有限公司联合开发的 CSMAR 数据库查询系统。

3.2 研究模型与变量设计

本文对上市公司负债治理效应的考察主要基于如下两个视角展开: 一是着眼于债务治理机制在资本投资上的治理效应; 二是着眼于债务治理机制在企业价值上的治理效应。根据本文的研究主题,我们首先考察国有上市公司和民营上市公司这两类性质不同的公司其在负债的治理效应方面是否存在差异? 然后,再探讨在不同的制度环境下,政府干预程度、市场化进程或者法制水平等制度环境变化对所有制与负债治理效应关系的影响。

3.2.1 制度环境、负债融资与资本投资

在针对资本投资方面的代理问题上,已有众多的学者指出,债务是一种相当重要的治理机制^[20-22]。为了对假说 1~ 假说 4 进行检验,在参考 Lang 等^[23]和 Walker^[24]等研究成果的基础上,本文建立如下投资模型:

$$INV = a + b_1LEV + b_2Property \times LEV + b_3CF + b_4TQ + b_5SIZE + b_6Year + b_7IND + \mu_1 \quad (1)$$

$$INV = a + b_1LEV + b_2Property \times LEV + b_3Index \times Property \times LEV + b_4CF + b_5TQ + b_6SIZE + b_7Year + b_8IND + \mu_2 \quad (2)$$

INV 为因变量,代表企业投资支出同期初总资产的比例。本文研究的企业投资用购建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金表示。

$Property$ 、 LEV 和 $Index$ 是测试变量,其中, $Property$ 代表所有制,国有上市公司为 1,民营国有上市公司为 0; LEV 代表企业的期初资产负债率; $Index$ 采用《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》提供的各省(自治区、直辖市)市场化指数来衡量企业所面临的外部制度环境的差异。我们

在实际检验中分别纳入 *IndexMar*、*IndexGov* 和 *IndexLeg* 这 3 个变量来代替 *Index*。*IndexMar*、*IndexGov* 和 *IndexLeg* 分别代表公司注册地所在省、自治区或直辖市的市场化指数、政府干预指数以及法治水平指数。由于 2006 年和 2007 年没有对应的指数, 因此本文采用 2005 年对应省份的指数值代替。

CF、*TQ* 和 *SIZE* 是控制变量, 其中, *CF* 代表企业的经营现金净流量, 其计算公式为 *CF*= 公司期初经营活动的现金净流量/期初总资产; *TQ* 代表企业的投资机会, 其计算公式为 *TQ*= (流通股股数×每股股价+ 未流通股股数×每股净资产+ 负债账面面值)/总资产, 公式中的所有数据均为年初数; *SIZE* 代表公司规模, 等于公司年初总资产账面价值的自然对数。此外, 我们插入了 3 个年度虚拟变量(*Year*)和 10 个行业虚拟变量(*IND*)以控制年度效应和行业效应。

3.2.2 制度环境、负债融资与企业价值

为了进一步检验债务治理机制在企业价值上的治理效应, 本文还建立如下企业价值模型:

$$TQ = a + b_1LEV + b_2Property \times LEV + b_3ROA + b_4SIZE + b_5Year + b_6IND + \mu_2; \tag{3}$$

$$TQ = a + b_1LEV + b_2Property \times LEV + b_3Index \times Property \times LEV + b_4ROA + b_5SIZE +$$

$$b_6Year + b_7IND + \mu_2; \tag{4}$$

其中, *ROA* 和 *SIZE* 是控制变量。 *ROA* 代表公司的盈利能力, 用总资产收益率表示。其他相关变量的解释如模型(1)和模型(2)所示。此外, 我们也控制了年度效应和行业效应。

模型(1)和模型(3)用于检验假设 1, 考察所有制不同是否影响其负债治理效应, 如果国有上市公司相比民营上市公司具有更低的负债治理效应, 那么我们将会发现模型(1)中的 *b*₂ 显著为正, 而模型(3)中的 *b*₂ 显著为负。模型(2)和模型(4)主要是检验假设 2~ 假设 4, 关注的是制度环境的改善能否缩小国有上市公司和民营上市公司在负债的治理效应方面的差异, 如果模型(2)中的 *b*₃ 显著为负, 模型(4)中的 *b*₃ 显著为正, 则说明政府干预的减少、市场化进程的加快或者法制水平的提高有助于改善国有上市公司在负债治理效应方面的滞后状况。

4 实证结果与分析

4.1 所有制与负债治理效应

表 1 列示了假说 1 的检验结果, 研究中我们分别从资本投资和企业价值的视角来检验负债的治理效应。从表 1 的模型(1)和模型(3)的检验结果可以看出, *LEV*与资本投资的回归系数显著为负, 而

表 1 所有制、制度环境与负债治理效应回归模型结果

投资模型: 被解释变量 <i>LEV</i>					企业价值模型: 被解释变量 <i>TQ</i>				
解释变量	模型(1)	模型(2a)	模型(2b)	模型(2c)	解释变量	模型(3)	模型(4a)	模型(4b)	模型(4c)
<i>LEV</i>	- 0.070*** (- 3.598)	- 0.071*** (- 3.637)	- 0.070*** (- 3.611)	- 0.073*** (- 3.725)	<i>LEV</i>	0.291*** (17.504)	0.292*** (17.634)	0.291*** (17.523)	0.296*** (17.882)
<i>Property</i> × <i>LEV</i>	0.043** (2.198)	0.127*** (2.503)	0.170** (2.072)	0.089*** (2.989)	<i>Property</i> × <i>LEV</i>	- 0.055** (- 3.584)	- 0.189** (- 4.743)	- 0.156** (- 2.382)	- 0.159*** (- 6.890)
<i>IndexMar</i> × <i>Property</i> × <i>LEV</i>		- 0.121*** (- 2.406)			<i>IndexMar</i> × <i>Property</i> × <i>LEV</i>		0.145*** (3.648)		
<i>IndexGov</i> × <i>Property</i> × <i>LEV</i>			- 0.160* (- 1.953)		<i>IndexGov</i> × <i>Property</i> × <i>LEV</i>				0.105* (1.693)
<i>IndexLeg</i> × <i>Property</i> × <i>LEV</i>				- 0.096*** (- 3.331)	<i>IndexLeg</i> × <i>Property</i> × <i>LEV</i>				0.137*** (6.001)
<i>CF</i>	0.139*** (7.590)	0.138*** (7.564)	0.139*** (7.613)	0.137*** (7.505)	<i>ROA</i>	0.211*** (7.505)	0.214*** (12.331)	0.212*** (12.183)	0.219*** (12.604)
<i>TQ</i>	0.048*** (2.511)	0.052*** (2.694)	0.049*** (2.569)	0.056*** (2.889)	<i>SIZE</i>	- 0.287*** (- 17.839)	- 0.294*** (- 18.186)	- 0.289*** (- 17.915)	- 0.300*** (- 18.602)
<i>SIZE</i>	0.112*** (5.596)	0.118*** (5.880)	0.115*** (5.756)	0.123*** (6.077)					
N	3072	3072	3072	3072	N	3072	3072	3072	3072
Adj R ²	0.102	0.104	0.103	0.105	Adj R ²	0.416	0.419	0.417	0.423
F	19.284	18.603	18.487	18.914	F	128.007	122.122	121.097	124.282

注: 回归模型均控制了行业效应和年度效应, 但回归结果没有报告; 限于篇幅, 回归结果中均已把常数项省去; 括号中的数字为 t 检验值, “***”表示在 1% 的水平上显著; “**”表示在 5% 的水平上显著; “*”表示在 10% 的水平上显著。

LEV 与企业价值的回归系数显著为正, 这表明民营上市公司的债务治理较为理想。在模型中, 我们还引入所有制与资产负债率的交叉项 *Property* × *LEV*, 发现所有制与资产负债率的交叉项 *Property* × *LEV* 在投资模型中显著为正, 而在企业价值模型中显著为负, 这一结果有利地支持了假说 1, 说明虽然国有上市公司债务也发挥了一定的治理效应, 具体表现为国有上市公司负债对资本投资的治理效应为 - 0.027(- 0.070+ 0.043), 对企业价值的治理效应为 0.236(0.291- 0.055), 然而相比民营上市公司债务治理显然存在一定的差距。

姚明安和孔莹发现 2002—2005 年期间, 我国上

市公司负债对企业投资的抑制作用在成长机会较少的企业和成长机会较多的企业表现不同, 负债对企业投资的抑制作用在成长机会较少的企业中表现更为突出^[17]。Jayati 和 Subrata 以印度上市公司的数据为样本, 考察了财务杠杆与企业价值之间的关系, 发现债务治理对企业价值的促进作用对那些成长机会缺乏的公司而言更为明显^[16]。然而, 我们关心的是, 国有上市公司和民营上市公司负债治理效应在不同成长机会下表现是否不一样, 两者之间的差异是否主要体现在成长机会缺乏的公司。表 2 模型 1 和模型 3 列示了针对低成长机会的回归结果, 而模型 2 和模型 4 列示了针对高成长机会的回归结果。

表 2 针对不同成长机会下的所有制与负债治理效应回归模型结果

投资模型: 被解释变量 <i>INV</i>			企业价值模型: 被解释变量 <i>TQ</i>		
解释变量	模型 1	模型 2	解释变量	模型 3	模型 4
<i>LEV</i>	- 0.085*** (- 3.133)	- 0.096*** (- 5.085)	<i>LEV</i>	0.400*** (16.673)	- 0.128*** (- 5.591)
<i>Property</i> × <i>LEV</i>	0.017** (2.597)	0.01 (0.370)	<i>Property</i> × <i>LEV</i>	- 0.092** (- 4.680)	0.012 (0.500)
<i>CF</i>	0.104*** (4.089)	0.168*** (6.256)	<i>ROA</i>	0.073*** (2.915)	0.066*** (3.153)
<i>TQ</i>	0.061** (2.219)	0.016 (0.597)	<i>SIZE</i>	- 0.246*** (- 12.123)	- 0.204*** (- 8.713)
<i>SIZE</i>	0.162*** (5.834)	0.061** (2.114)			
N	1530	1542	N	1530	1542
Adj R2	0.101	0.101	Adj R2	0.508	0.351
F	10.432	10.593	F	92.006	50.093

注: 模型 1 和模型 3 是缺乏成长机会下的所有制与负债治理效应回归模型结果, 模型 2 和模型 4 是高成长机会下的所有制与负债治理效应回归模型结果; 回归模型均控制了行业效应和年度效应, 但回归结果没有报告; 限于篇幅, 回归结果中均已把常数项省去; 括号中的数字为 *t* 检验值, “***”表示在 1% 的水平上显著; “**”表示在 5% 的水平上显著; “*”表示在 10% 的水平上显著。

对比表 2 模型 1 与模型 2 以及模型 3 与模型 4 我们发现, 在高成长机会公司中, *Property* × *LEV* 不显著, 这说明国有上市公司和民营上市公司负债治理效应在高成长机会公司中并不存在显著差异。而在低成长机会公司中, 模型 1 中交叉项 *Property* × *LEV* 显著为正, 模型 3 中交叉项 *Property* × *LEV* 显著为负, 国有上市公司和民营上市公司负债治理效应的差异主要体现在成长机会缺乏的公司里。

4.2 所有制、制度环境与负债治理效应

上述研究发现, 总的来说, 国有上市公司相比民营上市公司的负债治理效应较低。如果这种较低的治理效应是国有上市公司因为政府干预对企业目标的扭曲和国有银行监督激励机制的弱化所导致的结果, 那么, 可以预见随着改革的深入, 市场化和法制化进程的加快, 政府对作为债务人的上市公司及其债权人干预的范围和力度逐渐缩小, 换言之, 制度环境的逐步改善, 国有上市公司和民营上市公司在负

债治理效应方面的差异将会逐渐缩小。为了进一步检验制度环境对所有制与负债治理效应关系的影响, 我们在表 1 模型(1)和模型(3)的基础上引入交叉项 *Index* × *Property* × *LEV*, 模型(2a)~ 模型(2c)和模型(4a)~ 模型(4c)列示了分别按照市场化指数、政府干预指数以及法治水平指数衡量的制度环境变量的回归结果。

模型(2a)~ 模型(2c)和模型(4a)~ 模型(4c)是引入交叉项 *Index* × *Property* × *LEV* 之后的回归结果。首先, 变量 *LEV* 和 *Property* × *LEV* 的系数之符号方向及其显著性水平均延续了模型(1)和模型(3)的结果, 进一步支持了假说 1。其次, 我们关注的交叉项 *Property* × *LEV* 的系数在模型(2a)~ 模型(2c)中显著为正, 在模型(4a)~ 模型(4c)中显著为负, 而 *Index* × *Property* × *LEV* 的系数在模型(2a)~ 模型(2c)中始终显著为负, 在模型(4a)~ 模型(4c)中始终显著为正, 这表明, 虽然整体而言, 国

有上市公司在负债治理效应上显著弱于民营上市公司,但是随着政府干预的减少、市场化进程的加快或者法制水平的提高,国有上市公司相比民营上市公司在负债治理效应方面的差异将会逐渐缩小,假说2~假说4得到较强的支持。

5 结论

市场化改革对中国经济、社会、法律乃至政治体制等各个层面,都产生了深远影响,极大地影响了各个微观主体的经济行为。已有证据发现市场发展程度、政府干预和法律对投资者的保护程度等制度环境因素对企业债务融资具有重要的影响^[25-26],但就制度环境对不同所有制之间负债治理效应差异的影响尚不明。本文以我国上市公司2003—2007年的数据为样本,初步检验了国有上市公司和民营上市公司在负债治理效应方面是否存在显著差异以及制度环境对两者关系的影响。

研究发现,整体上看,国有上市公司在负债治理效应上显著弱于民营上市公司,但是随着政府干预的减少、市场化进程的加快或者法制水平的提高,国有上市公司相比民营上市公司在负债治理效应方面的差异将会逐渐缩小。这在一定程度上表明宏观制度环境对企业微观行为的影响要受到企业本身的微观制度特性的制约,具体体现在市场化进程、政府干预程度或者法制水平等制度环境在不同产权类型的最终控制人控制的公司中,对企业债务治理的影响并不一致。这一研究成果不仅丰富了国内外学者对负债治理效应的相关经验研究,而且有助于我们更加深入的理解导致负债治理效应差异的制度根源。

参考文献

- [1] 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: 89-363.
- [2] TRIANTIS G, DANIELS R. The role of debt in interactive corporate governance[J]. California Law Review, 1995, 183(4): 1073-1113.
- [3] AGHION P, PATRICK B. An incomplete contracts approach to financial contracting[J]. Review of Economic Studies[J]. 1992, 59(3): 473-49.
- [4] FRANKS J R, COLIN M, LUC R. Who disciplines management in poorly performing companies[J]. Journal of Financial Intermediation, 2002, 10(3-4): 209-248.
- [5] JENSEN M C. The agency costs of free cash flow: corporate finance and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [6] GROSSMAN S, OLIVER H. Corporate financial structure and managerial incentives[J]. Economics of Information and Uncertainty, 1982, 6(2): 23-34.

- [7] DIAMOND D W. Financial intermediation and delegated monitoring[J]. The Review of Economic Studies, 1984, 51(3): 393-414.
- [8] JENSEN M C, WILLIAM H M. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [9] HARRIS M, ARYUR R. The theory of capital structure[J]. Journal of Finance, 1991, 46(1): 297-355.
- [10] 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价格[J]. 经济研究, 2003(8): 124-133.
- [11] 田利辉. 杠杆治理、预算软约束与中国上市公司绩效[J]. 经济学季刊, 2004(S1): 19-30.
- [12] 田利辉. 国有产权、预算软约束与中国上市公司杠杆治理[J]. 管理世界, 2005(7): 123-128.
- [13] 邵国良, 王满四. 上市公司负债融资的股权结构效应实证分析[J]. 中国软科学, 2005(3): 61-66.
- [14] FACCIO M, LANG L, YOUNG L. Debt and Expropriation[C]. EFMA Lugano Meetings, 2003.
- [15] STEPHEN P. Corporate Governance: Emerging Issues and Lessons From East Asia[C]. World Bank, 1999(4): 31-40.
- [16] JAYATI S, SUBRATA S. Debt and corporate governance in emerging economies: evidence from India[J]. Economics of Transition, 2008, 16(2): 293-334.
- [17] 姚明安, 孔莹. 财务杠杆对企业投资的影响-股权集中背景下的经验研究[J]. 会计研究, 2008(4): 33-40.
- [18] BERGLOF E. Corporate Governance in Transition Economies: the Theory and Its Policy Implications[C]//AO-KII, KIM H K, eds Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks. Washington DC: World Bank, 1995, 7(5): 32-39.
- [19] JUDY D, TAYLOR P. Institutional change and debt-based corporate governance: a comparative analysis of four transition economies[J]. Journal of Management and Governance, 2004(8): 73-111.
- [20] JENSEN M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J]. Journal of Finance, 1993, 48: 831-880.
- [21] HART O. Firm, contracts and financial structure[J]. Oxford University Press, 1995, 6(1): 314-328.
- [22] STULZ R. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26: 3-27.
- [23] LANG L, OFEK E, STULZ R M. Leverage, investment and firm growth[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 40: 3-29.
- [24] WALKER M. Industrial groups and investment efficiency[J]. Journal of Business, 2006, 78: 1973-2001.
- [25] DEMIRGUC K A, MAKSIMOVIC V. Institutions, financial markets and firm debt maturity[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 54: 295-336.
- [26] GIANNETTI M. Do better institutions mitigate agency problems? evidence from corporate finance choices[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38: 185-212.

Institutional Environment, the Nature of Ownership and Governance Effect of Financing debts

Zhong Haiyan, Ran Maosheng

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

Abstract: Previous studies find that institutional environment has great influences on corporate debt financing, but it hasn't known that whether institutional environment can exert great influences on the difference of debt governance among firms with different nature. Using the data on China's listed companies data from 2004 to 2007, this paper investigates the difference of debt governance among firms with different nature and the effect of institutional environment on this difference. The result shows that, comparing with private listed companies, state-owned listed firms' debt governance is weaker. However, with the decrease of government intervention, the speed of marketization and the improvement of legal level, the difference of debt governance among firms with different nature will become smaller and smaller. These results not only enrich the related study on debt governance, but also help us to deeply understand the institutional roots that induce the difference of debt governance.

Key words: the nature of ownership; institutional environment; governance effect of financing debts; government intervention; marketization process

(上接第 35 页)

[10] COSTANTINI V S, MONNI, Environment, human development and economic growth[J]. Ecological Economics, 2008, 64(4): 867-880

[11] 宋卫国. 科技人力资源国际竞争[J]. 科学与管理, 2003, 23(6): 13-15

[12] 杜谦. 科技人力资源的国际比较[J]. 未来与发展, 2001(12): 21-25

[13] 张喜照. 中国科技人力资源与经济增长的协整与因果关系研究[D]. 湖南: 湖南大学工商管理学院, 2005: 75-79

[14] 谢书玲, 王铮, 薛俊波. 中国经济发展中水土资源的“增长尾效”分析[J]. 管理世界, 2005(7): 22-26

[15] GOLDSMITH R. A perpetual inventory of national wealth[J]. Studies in Income and Wealth, 1951, 14: 5-61

[16] 中国科学技术协会调研宣传部, 中国科学技术协会发展研究中心. 中国科技人力资源发展研究报告[M]. 北京: 中国科学技术出版社, 2008: 125

[17] GUJARATI D N. 计量经济学[M]. 林少宫, 译, 北京: 中国人民大学出版社, 1996: 419-423

Empirical Research on the Contribution to Regional Economic Growth of the Technological Human Resources: An Analysis Based on the Province Scale

Xue Junbo, Zhou Zhitian, Yang Duogui

(Institute of Policy and Management, Chinese Academy of Science, Beijing 100190, China)

Abstract: This paper extends the production factors and calculates the contribution of the technological human resource to economic growth based on the classic Cobb-Douglas. The research results show that the contribution of labor to economic growth is much lie on the technological human resources, while the contribution of general labor is relative low. The contribution of technological human to economic growth among the provinces in the middle part of China is increasing during the last 10 years. However, the technological human resources in some provinces are not full used, and the contribution of technological human resources are even negative, which means that in some provinces the technological human resources are wasted. Energy and capital are the key factors in the economic growth in the provinces that the technological human resources cannot be full used, and the water resource is becoming the neck of economic growth.

Key words: regional economic; technological human resource; contribution rate; economic growth