

债权治理对国有企业绩效的影响

张 晨(博士生导师), 朱晓丹

(合肥工业大学管理学院, 合肥 230009)

【摘要】 本文以2003~2013年间存续的上市公司为样本,采用基于面板数据的多元线性回归模型,按长期、短期银行借款分析不同期限结构的银行债权对国企绩效的治理效应。研究表明:国企银行债权未发挥对绩效正向的治理效应,反而抑制绩效的提升;银行债权对国企绩效的治理效应随着改革不断深化逐步得到改善;银行债权对国企绩效的影响明显劣于非国企;短期银行债权对国企绩效的治理效应明显弱于长期。据此,本文提出建议,银行应当加强对国企经营活动的监督,提高其银行借款的利用效率,提升银行债权治理效应。

【关键词】 银行债权治理; 债权结构; 国企绩效; 治理效应

一、引言

十八大以来,中央政府针对国企的发展提出全面深化国企改革的目标,因而国企的绩效和发展已成为市场关注的焦点。随着我国金融体系的日渐完善,银行成为国企最大债权人。而银行债权融资对企业影响具有财务效应和治理效应,即银行通过与国企间的信贷关系可影响国企绩效并对国企的经营具有治理效应(林朝南等,2007)。然而,与国外高效的银行债权治理效应不同,由于我国国企与政府存在关联方关系,且国企与银行之间也存在无法独立的产权关系,加之金融市场上存在的“软预算约束”、“银行债权软约束”等问题,导致我国银行债权对国企绩效的治理效果不明显、不理想。

笔者认为,在全面深化改革战略的指引下,国企改革将掀起新一轮高潮。因此探讨银行债权治理对国企绩效的影响,将不仅为提升国企绩效提供参考依据,而且可为加快国企体制改革进程提供理论和实践依据。

市场经济的经验证明,在以市场为主导的金融市场中,银行债权治理对企业绩效发挥着正效应。学者研究发现,银行可通过奖惩等方式约束国企管理者行为,降低管理者发生的道德风险,以提升国企绩效(Garg,2000;Allen,2001)。银行也可通过“市场信息传递者角色”来影响贷款单位被收购的概率,从而达到对贷款单位的治理目标(Amoud,2000;Victoria Ivashina et al.,2009)。

二、债权治理理论研究回顾和文献综述

我国关于银行债权治理的理论和实证研究伴随着金融改革的不断深入而发展。回顾我国金融改革进程,随着我国经济体制改革步步深入,现有对银行债权治理理论和实证研究进程主要分为以下三个阶段:

1998年底,我国商业银行进行市场化改革,强调对银

行贷款风险的控制。由此,学者开始探讨我国银行债权对公司绩效的影响。由于国企与银行间产权无法独立的性质,使得银行对国企的治理力度较弱,银行债权治理未能对国企绩效发挥积极影响(吕景峰,1998;王继康,2000)。后来一些学者的研究发现,银行债权不仅对国企绩效的治理效应被弱化,而且对全部上市公司绩效治理都存在“软约束现象”(杜莹,2002;于东智,2003)。

2004年初,我国商业银行进入股份制改革阶段,这时期有关银行债权治理理论的研究文献增多,获得较大突破。邓莉等(2007)提出的“银行债权治理效应”观点受到广泛认同,他们认为银行为保证贷款质量,利用法律和相关规定,会采用一定方式对债务人或债务公司的经营活动进行监督、控制和激励,从而对其经营绩效产生影响。有些学者将公司银行贷款按期限结构进行划分,将期限小于等于一年的贷款作为短期贷款、期限长于一年的贷款作为长期贷款进行分析,发现长期银行债权治理效应明显优于短期债权(季现政,2007)。在研究国企借款方面,学者们发现银行借款的政策性导致国企出现“银行债权软约束”现象,即随着银行贷款的增加,国企绩效却出现下降的现象(田立辉,2004;王满四,2010)。

2011年以来,为应对全球金融危机的后续影响,我国政府实施了新一轮金融体制改革。在深化金融体制改革的背景下,银行债权对公司绩效的治理效应虽仍存在弱化现象,但这个现象已逐步得到改善(胡宗义,2011)。然而,政府行政干预等因素促使银行将资金贷款给予政府存在关联方关系但盈利性较差的国企,导致银行资金利用效率下降,造成银行债权无法发挥对国企绩效的应有治理效应(胡宗义、刘亦文,2011)。一些学者分别对中小板上市公司以及不同地域上市公司进行研究,发现银行

债权治理对中小板上市公司绩效的影响依旧为负,不过,它降低了企业代理成本。如对广东省上市公司的研究发现,银行债权对绩效的治理效应依旧没有体现出来(孙炜,2013;王满四、邵国良,2013)。但近期研究发现,银行债权治理对国企绩效的影响已呈现出较好的治理效果,银行债权可有效地抑制国企管理者在追求企业规模及享受在职消费等方面的不良偏好(简泽,2013)。

综上所述,现有文献大多采取多元线性回归方法来研究我国银行债权对国企绩效的影响,其得出的结果表明,银行债权治理对国企绩效的积极影响总体上被弱化。但是,这种从单方面进行研究的方法所得出的结论,其可信度不高。我国以公有制为主体的经济体制,决定了国企与国有银行有一种特殊关系。因此,应将国企和非国企进行对比分析,分别研究银行债权治理对国企和非国企绩效的不同影响,只有找出二者的异同点,才能更好地分析我国银行债权治理对国企绩效影响的根本原因,进而为指导国企绩效提升提供强有力的证据。

本文基于代理成本理论,分别从银行债权治理与国企绩效关系、不同期限结构下银行债权的治理效应等方面提出假设,并建立基于面板数据的多元线性回归模型,探讨不同行业背景下不同期限结构银行债权对国企绩效的影响,并且以银行债权对非国企绩效的治理效应来对比分析银行债权对国企绩效的影响,从而探究银行债权治理对国企绩效的影响是否与国企产权性质有关,据此得出的研究结论可供提升国企绩效决策参考。

三、理论分析与研究假设

(一)银行债权治理与国企绩效水平的关系

银行债权在国企中体现为债务,账务反映为银行借款。银行根据贷款量制定治理措施,以对借款企业进行管理,进而影响借款企业绩效水平(简泽,2013)。换言之,银行债权治理对国企绩效的影响可表示为国企银行借款量对绩效的影响,即通过研究国企长短期银行借款的数值来反映银行债权治理的程度,进而分析该数值对该国企绩效水平的影响及影响程度。

委托代理成本是股东为激励或约束经理人而支付的成本。一方面,企业向银行贷款融资增加了企业的债务资本,相应地增加了经理人所持股份额,从而激励经理人努力工作,降低代理成本(韩博印,2006);另一方面,银行为促使企业定期还款,保障贷款及时回笼,会制定条款限制经理人过度投资等行为,以降低代理成本(孙玮,2013)。因此,银行借款降低了委托代理成本,进而提升国企绩效。根据净收益理论,在权益融资成本率和债务融资成本率不变时,公司合理提升债务融资占比可降低融资成本(胡宗义,2011)。可见,国企银行借款可降低代理成本和融资成本,从而提升绩效,基于此,本文提出如下研究假设:

H1:银行债权治理与国企绩效显著正相关。

(二)不同期限结构下银行债权治理对国企绩效的影响

企业向银行债权按借款期限不同分为长期银行借款和短期银行借款。银行针对借款期限不同会制定不同的管理标准。银行对长期借款企业设定了信用评级、贷款资金用途等借款条件,并且对企业的经营活动进行监督,即进行相机治理(Hart,2001;王满四、邵国良,2013)。而对于银行短期借款,银行只限制短期借款企业资金投资方向等行为,并不会监督其经营活动。因而不同的监管约束,促使长期借款企业为达到银行借款的条件而不断发展业务、开拓市场、充分利用借款资金提升企业绩效。而对于国企而言,企业拥有更多长期银行债权会更加促进企业经营效率的提升,并最终促使企业绩效水平的提升。基于此,本文提出如下研究假设:

H2:长期银行债权对于国企绩效的治理效果要优于短期银行债权。

(三)银行债权对国企和非国企绩效治理的影响

我国的政体和特殊的经济发展背景,决定了我国经济发展以公有制经济为主、多种所有制经济齐头并进。所以一直以来,各级政府都不遗余力地保障国有经济的健康发展。近些年来,国有企业的发展速度有一定的减缓,为促进国企发展,政府给予国企更多的政策保护,银行也因政策导向降低国企贷款条件。与此同时,银行对非国企借款条件只增不减。银行的“区别对待”导致银行资金在国企中利用率下降,而非国企由于贷款成本较高而充分利用借款资金,提高资金效率,由此造成国企比非国企存在更为严重的“财务预算软约束”现象(王满四、邵国良,2013)。基于此,本文提出如下研究假设:

H3:银行债权对于国有企业绩效的治理效应要劣于非国有企业。

四、样本选择与研究设计

(一)样本选择

我国银行债权治理对国企绩效影响的研究伴随着金融体制改革而不断深入,为反映不同阶段的变化,本文选择沪市A股上市公司为研究对象,样本期间为2003~2013年,并且以2008年为分界点,对比分析金融危机前后我国银行债权治理对国企绩效影响的异同点。因为本文研究对象为存续企业,同时剔除了金融保险业上市公司、存在奇异值或缺缺值的上市公司,这样难免会造成后期数据处理中上市公司数量与市场实存数量出现一定的差异。经过上述处理,最终获得2003~2007年国企170家、非国企630家,2008~2013年国企104家、非国企519家。本文根据2001版证监会行业分类标准将行业分为13类。

本文的数据来源于国泰安CSMAR数据库。数据处理均采Stata12.0统计软件完成。

(二)变量设计

1. 被解释变量:多数研究选取托宾Q值来衡量财务

绩效。若考虑到我国资本市场弱式有效,公司股票的市价不一定能够准确反映公司价值(汪辉,2003)。本文参照前人(于东智,2003;季现正,2007;王满四、邵国良,2013)的研究,并结合研究对象性质,即银行债权反映在国企的资产项目当中,选取总资产利润率来衡量国企绩效。

2. 解释变量:本文选取银行借款率作为描述银行债权治理效应指标。银行借款率为国企资产中全部银行借款比例,该比例越高表明银行借款规模越大,银行约束性越强。同时,因为银行对不同期限结构下贷款的关注度不同,会使得银企间订立的契约对企业的约束力也存在差异(杨棉之、张中瑞,2011)。因此,本文引入长期银行借款率和短期银行借款率两个指标,来探讨不同期限结构下的银行债权对国企绩效影响的差异。

3. 控制变量:国内经济形势、公司成长性、公司规模和公司所处行业等都是影响国企绩效的因素(平原,2011;张慧,张茂德,2003)。本文对样本数据进行描述性统计分析发现,不同样本公司之间规模和成长性(本文指净利润增长率)呈现较大波动。为保证研究结果的准确性,本文选取国企规模、成长性及行业类型作为控制变量进行分析。各变量名称及定义如表1所示:

变量类型	变量名	变量代号	定义
被解释变量	总资产净利润率	ROA	当年的净利润/年平均的资产总额
	长期银行借款率	Debt _c	长期银行借款/年平均资产总额
	短期银行借款率	DBET _d	(短期银行借款+一年内到期的长期借款)/年平均资产总额
解释变量	总银行借款率	DBET _z	(长期银行借款+短期银行借款+一年内到期的长期借款)/年平均资产总额
	资产规模	SIZE	年末资产总额的对数
控制变量	净利润增长率	GROWTH	(本年净利润-本年年年初净利润)/本年年年初净利润
	行业类型	IND	采用2001版证监会行业分类代码

(三)模型设计

本文根据上述的变量定义,基于面板数据,建立如下多元线性回归模型,即:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times DBET_{it} + \alpha_2 \times SIZE_{it} + \alpha_3 \times GROWTH_{it} + \sum_{j=4}^{12} (\alpha_j \times IND_{it}) + \varepsilon_{it}$$

式中:ROA_{it}为i公司在t年的总资产收益率;DBET_{it}为i公司t年银行借款率;SIZE_{it}为i公司t年的公司规模;GROWTH_{it}为i公司t年的成长性;IND_{it}为i公司的行业类型; α_j 为待估参数; ε_{it} 为随机扰动项。

五、实证分析

(一)描述性统计分析

本文对样本企业的短期银行借款和长期银行借款额进行了统计分析,结果如表2所示。从表2可以看出,企业短期银行借款的借款率约13.55%,长期银行借款的借款率约5.7%,这说明国企中银行借款以短期为主。总银行借款率最大值为71%、最小值为0,这表明不同国企对银行借款的依赖度不同,国企之间融资政策存在较大差异。从方差和标准偏差来看,财务绩效指标和银行借款指标波动性较小,这说明样本公司规模和成长性存在较大波动。

表2 国有企业描述性统计分析

	平均值	最大值	最小值	方差	标准偏差
ROA	0.046 7	0.457 3	-0.095 9	0.001 5	0.039 3
DBET _d	0.135 5	0.505 8	0.000 0	0.012 7	0.112 6
DBET _c	0.057 3	0.494 8	0.000 0	0.008 1	0.090 2
DBET _z	0.192 8	0.719 6	0.000 0	0.023 1	0.151 9
SIZE	21.716 5	27.955 2	18.601 9	1.298 1	1.139 3
GROWTH	0.675 8	198.6245	-8.570 2	44.804 1	6.693 6

(二)实证结果分析

本文依据多元回归模型,对样本数据进行了回归,结果如表3所示。表3数据反映了我国银行债权治理与国企绩效的关系。下面,我们从显著性、影响程度以及影响趋势对比等方面对回归结果进行分析。

表3 银行债权治理与国企绩效水平关系实证结果

所有权性质	时间	期限结构	系数项(α_1)	P值
国有企业	2003~2007	Debt _c	-0.0940	0.0000
		DBET _d	-0.1033	0.0010
		DBET _z	-0.0808	0.0000
	2008~2013	Debt _c	-0.0890	0.0000
		DBET _d	-0.0960	0.0000
		DBET _z	-0.0638	0.0000
非国有企业	2003~2007	Debt _c	-0.0921	0.0000
		DBET _d	-0.0976	0.0000
		DBET _z	-0.0701	0.0000
	2008~2013	Debt _c	-0.0777	0.0000
		DBET _d	-0.0841	0.0000
		DBET _z	-0.0587	0.0000

1. 银行债权治理对国企绩效的影响。从表3可以看出,金融危机前后国企的P值均小于0.05,且系数均为负数,表明银行债权治理对国企绩效的影响显著为负,结果拒绝H1,即我国的银行债权治理对于提高国企绩效未发挥促进作用,反而抑制了国企绩效的提升。且在该阶段,银行债权治理对国企绩效的影响明显劣于非国企。这是

为什么呢?照理说,政府给予国企很多的政策保护,并且银行因行政压力将大量资金投资于部分低回报率的国企,而非国企获取银行资金的成本却较大,可见,客观环境对国企是有利的。之所以出现银行债权对国企绩效呈现负向的治理效应,并且明显劣于非国企,是因为国企的经营机制不如非国企灵活。

2. 银行债权期限结构对国企绩效的影响。表3表明,在总银行借款率与国企绩效水平呈负相关时,长期银行借款率对绩效的系数(-0.089 0)小于短期银行借款对绩效的系数(-0.096 0),表明长期银行借款对国企绩效弱化的影响程度要小于短期银行借款,结果验证了H2,即长期银行借款对国企绩效的影响要优于短期银行借款。这主要是长期银行借款的借款约束条件以及还款压力一定程度上强于短期借款的相关规定,促使企业更加注重长期借款资金的利用效率。与此同时,银行长期债权对非国企绩效的影响也优于短期银行债权。

3. 银行债权治理在金融危机前后对国企绩效的影响。从表3还可以看出,全球金融危机后,银行债权对国企绩效的治理效应优于危机前,该现象同时出现在非国企当中。这说明随着金融改革的进行,银行债权治理对绩效的影响逐步改善。分析其原因主要是,2008年中央政府对市场上泡沫经济现象以及银行出现大量坏账的现象,宣布所有银行必须在2008年开始收紧贷款供应量,以抑制通货膨胀、降低银行坏账。政府的积极作用促使银行为提升贷款质量严格分析贷款企业的经营情况,并且加强对借款企业的监管,从而促使银行资金的投资效率得到提升,银行债权对绩效的治理效应也得到改善。而且随着金融危机的慢慢褪去,国内的经济开始升温,经济发展速度也不断提升,宏观经济环境的不断改善促进了国企经济的发展,而伴随着国家创新体制机制改革的进行,政府不断出台新的支持科技创新的政策,也加大了国企投资项目的范围和广度,促进国企资金利用效率的提高,进而使得金融危机后国企银行债权治理对绩效的影响明显优于金融危机前的表现。

(三)稳健性分析

为检验实证结果的稳健性,本文将被解释变量总资产净利润率替换为净资产收益率(ROE)进行分析,ROE可反映企业的盈利能力和负债的财务杠杆效应和治理效应(杜莹、刘立国,2002)。本文认为,采用ROE替换ROA验证实证结果的稳健性是可行且具有说服力的。检验结果如表4所示。从表4可以看出,运用ROE回归的结果与本文实证结果相似,即银行债权治理对国企绩效的影响依旧显著负向,而长期银行债权对国企绩效的影响优于短期银行债权的治理效果。但以ROA为被解释变量的回归结果,其显著性更强于以ROE回归的结果。这说明本文得出的实证结果具有较强的稳健性。

表4 以净资产收益率为被解释变量的回归结果分析

时间	债权期限结构	系数项	P值	R ²	DW值
2003~2007	Debt _c	-0.017 5	0.047 7	0.392 4	0.791 1
	DBET _d	-0.149 3	0.003 2	0.491 2	0.812 7
	DBET _z	-0.084 6	0.034 5	0.447 6	0.796 4
2008~2013	Debt _c	-0.003 1	0.027 1	0.111 3	1.777 0
	DBET _d	-0.101 3	0.000 4	0.229 5	1.774 5
	DBET _z	-0.044 1	0.020 7	0.529 0	1.789 5

六、研究结论及建议

(一)研究结论

党的十八届三中全会针对国有企业的发展提出深化国企改革的目标,国企绩效的发展已成为新时代背景下的焦点。而银行作为国企最大债权人对国企绩效水平的治理产生着重要影响。在这一背景下,本文从债权治理角度研究银行债权对国企绩效的影响,分析银行债权治理对国企和非国企绩效的不同影响、不同期限结构下的银行债权治理对国企绩效的影响、金融危机前后银行债权治理对国企绩效影响的变化等问题。从而在新的经济背景下为提升国企绩效提供了政策启示。

现有文献以银行债权治理理论、代理成本理论等为基础,以银行借款率为银行债权治理指标、以资产净利润率、营业利润率等财务指标衡量国企绩效,并引入成长性、公司规模、行业特征等为控制变量来研究我国银行债权治理对国企和非国企绩效的不同影响。

基于已有研究的理论基础和研究方法,本文通过研究2003年以来不同期限结构下的银行债权对国企绩效的影响,并且对比分析银行债权治理效果对国企和非国企的异同点。为此,本文选取总资产利润率作为绩效指标,以银行借款率作为银行债权指标,并引入成长性、公司规模及行业特征等作为控制变量进行分析,得出以下结论:①银行债权对国企绩效的治理效应不是很明显,并且银行债权治理对国企绩效的影响要弱于对非国企绩效的影响。②长期银行债权治理对国企绩效的影响要明显优于短期银行借款。③随着金融改革的深化,银行债权对国企绩效的治理效应逐步得到改善。

(二)建议

针对我国金融市场上银行债权治理对国企绩效积极的影响被弱化的现象,本文提出以下建议:

第一,完善商业银行市场化改革。目前,我国银行信贷资本的配置还未完全按市场化要求进行,过多的行政性干预造成银行大量资金流向低成长性的国企,以致资金利用率低。而资金利用率的下降导致银行债权对国企绩效治理的弱化。因此,必须正确处理银行、国企及政府之间的关系,充分发挥银行对国企经营的监督作用,从而降低银行债权治理效应弱化的程度。

管理者过度自信与资本结构动态调整

——速度与路径视角的实证研究

房林林¹, 魏巍²(博士)

(1.山东大学管理学院, 济南 250100; 2.山东青年政治学院, 济南 250100)

【摘要】 本文以2009~2013年我国沪深两市A股上市公司为研究样本,选取样本公司平衡面板数据,从管理者背景特征出发衡量其过度自信程度,并且进一步将全体样本分为轻度、中度及重度过度自信三类,同时构建资本结构速度及路径调整模型,检验了管理者过度自信程度对资本结构动态调整的影响。研究表明,管理者过度自信会对资本结构决策产生影响,即过度自信越严重,资本结构调整速度越慢;而当资本结构偏离一定程度时,过度自信的管理者更倾向于选择外部债权融资的资本结构调整方式。

【关键词】 管理者过度自信; 动态资本结构; 调整速度; 调整路径

一、引言

动态资本结构理论认为,企业存在目标资本结构,并且企业为了持续经营会不断向目标资本结构进行动态调整。截至目前,相关学者分别考察了企业自身特征、宏观经济环境、制度环境、政府控制等因素对资本结构动态调整的影响,得出了比较一致的结论:企业目标资本结构的选择受到企业规模、盈利能力、产品独特性等自身特征及

宏观环境等外部特征的影响,并且宏观环境影响资本结构的动态调整速度;而制度环境、政府控制还在较大程度上影响着资本结构动态调整的路径选择。

上述结论丰富了对动态资本结构理论的研究,但大多局限于考察理性管理者受到若干因素干扰时对资本结构动态调整的影响,忽视了管理者的非理性特征的影响。心理学研究表明,人并非是完全理性的,人在进行决策时

第二,合理确定国企内部长期短期银行借款的比例。从理论分析和研究结果可知,当国企银行借款中长期银行借款比例适当提高时,可提升国企绩效水平,而当短期银行借款比例提高时,绩效提升的效果并不明显。因此国企应适当提高长期借款比例,自觉接受银行的约束和监督,从而更好地发挥银行债权治理对国企绩效的影响。

主要参考文献

韩博印. 债权融资公司治理机制研究[J]. 工业技术经济, 2006(1).

林朝南, 刘星, 郝颖. 上市公司债务融资治理效应的实证检验[J]. 统计观察, 2007(5).

王满四, 邵国良. 银行债权的公司治理效应研究——基于广东上市公司的实证分析[J]. 会计研究, 2013(11).

Vashina V., Nair V. B., Saunders A.. Bank Debt and Corporate Governance [J]. Review of Financial Studies, 2009(1).

于东智. 资本结构, 债权治理与公司绩效: 一项经验分析[J]. 中国工业经济, 2003(1).

季现政. 银行贷款债权治理功效的实证研究[D]. 北京: 北京大学, 2007.

平原. 资本结构与公司绩效关系研究综述[J]. 会计之友, 2011(10).

胡宗义, 刘亦文. 我国商业银行债权在上市公司治理中的效应[J]. 经济管理, 2011(1).

孙玮. 银行债权的公司治理效应研究——基于中小板上市公司的实证分析[J]. 时代金融, 2013(10).

简泽. 银行债权治理, 管理者偏好与国有企业的绩效[J]. 金融研究, 2013(1).

姜涛. 推进我国高新技术产业化的支持条件与对策分析[J]. 当代经济, 2010(2).

杜莹, 刘立国. 中国上市公司债权治理效率的实证分析[J]. 证券市场导报, 2002(12).

杨棉之, 张中瑞. 上市公司债权治理对公司绩效影响的实证研究[J]. 经济问题, 2011(3).

潘敏. 商业银行公司治理: 一个基于银行业特征的理论分析[J]. 金融研究, 2006(3).

张慧, 张茂德. 债务结构、企业绩效与上市公司治理问题的实证研究[J]. 改革, 2003(5).

【基金项目】 国家自然科学基金项目“政府资助的科研项目成本及其管理机制研究”(项目编号: 71050002)