

制度变迁、银企关系和扭曲的杠杆治理

田利辉*

摘要 本文将我国商业银行改革划分为商业化、市场化和股份化三个阶段。通过使用1994年到2003年的上市公司数据,我们发现我国上市公司的负债水平在逐步上升,但是企业盈利在不断下降。本文进而分析了在商业化和市场化两个阶段的银企关系。我们发现,借款较高的公司企业绩效较低,公司治理水平较差。银行贷款和经理代理成本的协同关系在银行市场化时期并没有得到改善。本文认为,现有的银行市场化举措没有能够从根本上解决银行坏账问题,而银行股份化是值得考虑的理论选择。

关键词 制度变迁, 资本结构, 公司治理, 预算软约束

中国企业改革的核心问题在于构建一套有效的公司治理体系,减少经理代理成本,从而保护投资者利益,提高公司经营绩效。在企业的所有权和经营权分离的情况下,经理人追求自身而非所有权人的利益最大化,因而产生所有权人和经理人之间的利益冲突,并带来经理代理成本。合法的经理代理成本形式可以包括过度公款消费、企业盲目扩张和职务终身化。

西方金融理论认为债务融资能够增大财务危机产生的可能性(Agion and Bolton, 1992),能够减少公司自有现金流(Jensen, 1986),能够实现贷款银行的专业化监督(Diamond, 1984),从而能够缩减经理代理成本,提高公司质量(Jensen and Meckling, 1976; Harris and Raviv, 1991)。这就是债务融资的公司治理效应,简称为杠杆治理效应。

然而,西方金融学的杠杆治理理论产生于完善的市场环境下。在改革尚未彻底成功的中国,银行贷款在企业的公司治理中扮演什么角色?在我国,田利辉(2004)发现,随着财务杠杆的提高,经理人的公款消费幅度增大,企业的自由现金流规模同时上升。负债比率和董事会成员更换之间不存在显著关联。这就是说,杠杆治理在中国是失效的。更有甚者,债务融资实际上带来了经理代理成本的扩大,产生了债务融资和经理腐败的协同关系。然而,该文仅使用了1994年到1998年的数据。

本文认为我国的银行体系改革可以分为三个阶段:1994年到1998年的商

* 北京大学光华管理学院金融系,邮编 100871;电话 010-62757900;Email: tian@gsm.pku.edu.cn。本课题研究得到国家自然科学基金“企业业绩、公司重组和国家持股”项目(编号:70373001)和“WTO与中国国有商业银行改革与创新”项目(编号:70373012)的支持。刘丹为本项研究提供了帮助。感谢审稿人和编者的意见。当然,作者文责自负。

业化阶段,1999年到2003年的市场化阶段和2004年开始的股份化阶段。在商业化阶段,我国银行体系开始明确分工,商业银行摆脱了政府下属职能部门的角色;在市场化阶段,我国商业银行实现自负盈亏,参与市场竞争;在股份化阶段,开始触及所有权问题。在逐步推进的制度变迁中,银企关系是否也发生了变化?

鉴于股份制改革刚刚起步不久,本文主要分析在银行商业化和市场化这两个时期中债务融资对于企业绩效的影响。本文汇报了1994—2003年期间上市公司的资本结构、费用指标和企业绩效。通过对上市公司十年数据的回归分析,我们发现,市场化没有能够成功地纠正扭曲的银企关系,杠杆治理仍然失灵。本文建议,杠杆治理机制的纠正是解决我国银行坏账问题的根本途径,而商业银行的股份化改制是纠正杠杆治理机制的有益尝试。

下文首先回顾银行业的制度变迁,然后在统计上描述我国上市公司的负债比率、代理成本指标和企业绩效的变化,继而运用计量回归来检验样本公司银企关系的变化,最后一节进行讨论并总结全文。

一、商业银行的制度变迁

中国银行业改革脱胎于传统计划经济下的“大一统”体系,在转轨过程中,银行业也经历了长期的、阶段性的演变过程。1984年,我国实现了“拨改贷”,工、农、中、建也转变为国家专业银行,人民银行定位为中央银行,形成政府管制下的二元银行体制,打破了一家国有银行一统天下的局面。但是,国家专业银行仍然是行政化的管理体制,是否遵守和完成国家下达的信贷计划仍然是考评银行和银行管理者的关键。因此,这一阶段的银行改革还谈不上商业化改革。直到1994年,三家政策性银行成立,体制上实现了政策性金融与商业金融的分离,国家专业银行才开始了商业化的进程。由此至今,我们认为,银行业改革大体上可以分为以下几个阶段。

1. 1994—1998年的银行商业化改革

1995年,《商业银行法》颁布,正式确立了国家专业银行的国有独资商业银行地位,明确了国有独资商业银行要以赢利性、安全性、流动性为经营原则,实行自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束。然而,在实际操作中,政府对银行干预严重,商业银行仍然需要对企业提供政策性贷款。国有独资商业银行难以真正自主经营,尚未实现市场运作,也难以清算无法还本付息的国有持股企业。从而,在这一时期,贷款企业中杠杆治理失灵,企业向银行的贷款便利了企业经理人的腐化和浪费(田利辉,2004)。公司治理质量的下降带来企业绩效不良。而当贷款企业无法偿还银行贷款时,往往借助政府的干预来要求银行进行再贷款,从而使银行坏账不断积累。

2. 1999—2003 年的银行市场化改革

在亚洲金融危机的警示下，我国政府深刻认识到了银行坏账问题的严重性。在 1998 年，政府发行了 2700 亿元特别国债，专门用于补充国有独资商业银行资本金。1999 年，政府进而将 1.4 万亿元的银行不良资产剥离给信达、华融、东方、长城四家资产管理公司，并以行政手段严令缩减不良贷款，开始一轮加强预算约束的努力。银行的坏账规模出现下降。与此同时，政府逐步推出一系列的改革措施，推进国有商业银行的市场化进程。正式取消了贷款规模制度，实行资产负债比例管理；强化统一了法人体制，实行严格的授权授信制度，风险内控机制得以初步建立；全面改变了银行管理者的考核指标，注重经营效益和资产质量，实现了由过去的行政型评估向经济型评估的转变。同时，机构和冗员也得到了精简。尽管四大银行仍然由政府全资拥有，但上述改革推进了政府和银行的进一步分开，在相当程度上确立了以市场为导向的经营模式。与此同时，中央通过了《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》，从战略上调整国有经济布局，推进国有企业战略性改组，要求企业政企分开，建立和完善现代企业制度。

在这一时期相对较完善的市场体系下，杠杆治理是否有效？在国有产权和市场运作共存的情况下，债务融资是否有助于降低代理成本、提高公司治理质量？制度设计是否能够替代产权改革？本文拟对此进行探讨。

3. 2003 年至今的银行股份制改革

2004 年 1 月 6 日，国有商业银行改革启动，中国银行和中国建设银行成为股份制改造试点单位，银行业改革开始进入国家控股的股份制商业银行改革阶段。同时，国务院动用 450 亿美元国家外汇储备为其补充资本金，实施财务重组。中国工商银行的注资和股改进程也在实施当中。在此之后，银行的上市融资也在卓有成效地开展着。这一轮改革针对的是银行的产权结构和内部治理。

鉴于股份化刚刚启动，本文主要考察在商业化时期和市场化时期的十年历程中，银行贷款与企业经理代理成本的协同关系是否有所变化？如何变化？实际上，我国银行贷款与企业经理代理成本的协同关系是导致银行坏账不断积累的直接原因（田利辉，2004）。所以，商业银行坏账的减少和竞争力的提高，不是依赖注资或融资进行财务包装，实现银行财务指标的暂时好转，而是取决于改变扭曲的银企关系。而银企关系的根本改变，需要银行发挥对于贷款企业的监督功能。

如果我们假设回避了产权改革的银行市场化举措是卓有成效的，那么，我们应该期望在商业化时期银行贷款和经理代理成本之间存在的协同关系，应该在市场化时期改变为制约关系。退一步讲，商业化时期的协同程度至少应该显著减弱。也就是说，田利辉（2004）发现的经理代理成本和负债比率之间的符号为正的系数应该随时间的变化变为负值，或者至少应该变小；企

业绩效和负债比率之间符号为负的系数应该变正,或者至少其绝对值应该变小。下文首先在统计上描述数据,然后通过计量回归检验上述假设。

二、数据描述

本文主要使用了北京大学中国经济研究中心的 CCER SinoFin 数据库,选取了 1994 年至 2003 年期间刨去缺失值后在上海和深圳上市的全部非金融企业十年的面板数据作为样本进行研究,共 8199 个观测单位。在时间上,较之田利辉(2004, 2005)扩大了五年的研究范围;在变量选择上,基本与田利辉(2004, 2005)保持了一致。表 1 汇报了我国上市公司十年的负债比率。

1. 负债比率与偿债能力

表 1 负债比率历年的变化

	资产负债率		资产贷款率		流动比率	
所有样本						
1994	0.450	0.441	0.207	0.200	2.204	1.517
1995	0.477	0.458	0.222	0.211	1.620	1.356
1996	0.440	0.452	0.220	0.211	1.873	1.456
1997	0.415	0.413	0.204	0.193	2.128	1.553
1998	0.420	0.413	0.206	0.198	2.004	1.562
1999	0.437	0.416	0.222	0.204	1.920	1.503
2000	0.447	0.419	0.222	0.197	1.897	1.537
2001	0.493	0.434	0.244	0.217	1.850	1.446
2002	0.504	0.451	0.244	0.224	1.676	1.301
2003	0.538	0.484	0.259	0.241	1.675	1.279
排除 IPO 的样本						
1994	0.430	0.448	0.207	0.186	2.645	1.541
1995	0.459	0.449	0.221	0.192	1.584	1.368
1996	0.460	0.472	0.232	0.210	1.667	1.329
1997	0.458	0.475	0.235	0.226	1.805	1.330
1998	0.482	0.483	0.254	0.237	1.626	1.328
1999	0.507	0.505	0.271	0.242	1.674	1.229
2000	0.545	0.504	0.285	0.236	1.650	1.215
2001	0.540	0.506	0.260	0.236	1.754	1.207
2002	0.548	0.524	0.258	0.222	1.645	1.135
2003	0.580	0.532	0.275	0.245	1.680	1.103

表 1 的第一部分涵盖了全部样本公司,描述了资产负债率(负债总额与资产总额的比例)、资产贷款率(企业借款与资产总额的比例)和流动比率(企业流动资产与流动负债的比例)。在各个描述变量下的第一栏,我们报告了平均值;在其第二栏,我们报告了中位值。我们可以看出,上市公司的负债比率逐步上升、流动比率逐年下降。而 1997 年之前的数据没有这样明显的趋势,这可能与当时的会计规则不完善有关。会计信息不实是我国银行和企

业存在的另一严重问题。1997年，政府开始大力整顿会计秩序，惩戒违法违规的企业和人员¹。1997年5月，财政部明确指出证券市场存在严重的会计失真问题，并且开始制定和颁布上市公司的具体会计准则。所以，相对而言，1997年起的会计数字有较高的可信性。这样，上市公司负债比例逐年上升和偿债能力逐年下降是十年中的主要趋势。

为了避免 Anthony *et al.* (2000) 发现的我国企业在发行上市时普遍存在的会计包装问题，表1的第二部分只考察1994年前上市的公司。在此样本中，可以清晰看到在1994年前上市的公司负债比率从1994年到2003年逐年上升，偿债能力逐年下降。虽然有学者认为我国的上市公司存在股权融资偏好（例如，黄少安和张岗，2001），但是从数据来看，我国上市公司的负债比率逐年上升是一个事实。

2. 企业绩效与代理成本

表2 企业绩效和代理成本的历年指标

	企业 Q 值		ROA		Ang's 费用		管理费用		现金留存	
所有样本										
1994	2.009	1.704	0.073	0.065	0.683	0.758	0.079	0.065	0.744	0.729
1995	1.601	1.437	0.049	0.046	0.741	0.781	0.103	0.085	0.530	0.450
1996	2.612	2.341	0.054	0.057	0.734	0.770	0.100	0.075	0.803	1.000
1997	2.931	2.596	0.058	0.063	0.728	0.761	0.098	0.066	0.770	0.830
1998	2.729	2.452	0.043	0.056	0.740	0.765	0.137	0.071	0.875	1.000
1999	2.914	2.612	0.037	0.049	0.729	0.761	0.139	0.079	0.871	1.000
2000	4.010	3.579	0.029	0.042	0.735	0.759	0.131	0.076	0.807	0.867
2001	3.126	2.638	-0.017	0.031	0.739	0.765	0.177	0.086	0.811	0.878
2002	2.497	2.036	-0.016	0.026	0.753	0.774	0.206	0.085	0.833	0.950
2003	2.030	1.670	0.000	0.024	0.753	0.780	0.154	0.084	0.881	1.000
排除 IPO 的样本										
1994	2.049	1.702	0.075	0.069	0.689	0.762	0.075	0.065	0.783	0.862
1995	1.613	1.426	0.052	0.044	0.748	0.793	0.089	0.079	0.503	0.383
1996	2.135	1.978	0.041	0.043	0.777	0.804	0.101	0.076	0.726	0.889
1997	2.348	2.028	0.038	0.045	0.772	0.796	0.098	0.081	0.791	1.000
1998	2.231	1.994	0.010	0.033	0.778	0.785	0.127	0.088	0.854	1.000
1999	2.646	2.121	0.002	0.032	0.774	0.801	0.156	0.105	0.882	1.000
2000	4.033	3.217	0.001	0.026	0.806	0.809	0.217	0.085	0.856	1.000
2001	3.053	2.499	-0.020	0.019	0.782	0.784	0.317	0.110	0.860	1.000
2002	2.612	2.219	-0.010	0.014	0.784	0.818	0.312	0.110	0.854	1.000
2003	2.140	1.719	0.002	0.017	0.771	0.789	0.194	0.095	0.897	1.000

表2首先考察了描述企业绩效的企业Q值和ROA的变化。所谓的企业Q值是简化的Tobin's Q，由股东权益的市场价值和负债的账面价值之和经账面

¹ 我国会计工作秩序整顿自1996年4月起在全国范围内开展，但是多数措施和具体惩戒在1997年出台，特别是对于上市公司的具体指导。

资产调整而得²。作为调整了的企业市场价值, Q 受到股票市场景气程度的影响。表 2 的企业 Q 值一栏在牛市的年份较高, 在熊市较低。

ROA 是资产收益率, 是衡量企业收益能力的指标。虽然在工业企业中也存在年度景气问题, 但是较之股票市场的年度波动性, 其影响并不显著。在全部企业样本中, 我们可以观察到, 从 1997 年开始到 2002 年, 我国上市公司的 ROA 均值和中位值呈现逐年下降的趋势; 在 2003 年, 略有回升。在表 2 的第二部分, 我们排除了当年新上市的公司。可以清晰看到, 自 1994 年起, 我国上市公司的盈利能力基本上逐年下降。然而, 当分析企业的资产周转率的运营效率指标时, 我们没有观察到上市公司的资产运作效率存在下降的趋势³。表 2 的发现和 Wang *et al.* (2002) and Wang (2004) 的发现是一致的。Wang (2004) 认为, 经理人和大股东等代理问题导致了公司盈利能力的下降。虽然债务融资本身应该具有一定的公司治理职能 (Tian 2002), 但是在我国上市公司中, 盈利能力下降和负债比例上升的现象同时出现。后文结合二者, 进而考察在不同时期, 负债对于公司盈利能力和治理质量的影响。

表 2 还报告了经理代理成本的代理变量, 包括营业费用比率、管理费用比率和现金留存比率。一般来说, 经理人的代理成本包括偷懒、避险和挤占公司财富等行为, 比如过度公款消费和企业盲目扩张。当代理成本较大时, 企业营运效率较低。

Ang *et al.* (2000) 提出了使用调整后的营业费用比率做为代理成本规模的指标。本文称之为 Ang's 费用, 计算为营业成本和营业收入之比。如果其他条件不变, 治理质量较好的企业, 浪费较少, Ang's 费用较低; 反之, 则较高。表 2 的第三栏显示, 我国上市公司的营业成本约是营业收入的四分之三。随着时间的发展, Ang's 费用似乎存在着不稳定的上升趋势。如果考察资产周转率, 那么, 可以看到上市公司的经营效率并未出现大的变化。营业成本的提高在一定程度上解释了资产收益率逐年下降的现象。

表 2 进一步汇报了营业收入调整后的管理费用比率。管理费用涵盖了经理职位消费的报销范围, 包括管理人员的花费, 例如经营者的各种福利、办公费用、招待费用、差旅费用等。如果其他条件一致, 经理人员消费越大, 管理费用则越高。在表 2 中, 管理费用的年度分布似乎不存在明显的趋势。

² Tobin's Q 是市场对企业进行资产重置假设情况下的预期现值。较高的 Tobin's Q 值意味着, 相对于资产成本, 公司将来可能的盈利较高; 反之, 则低。重置成本和负债的市场价值计算需要进行一些难以统一的假设。Chung and Pruitt(1994)等证明了 Q 与 Tobin's Q 的高度相关性, 是可以替代 Tobin's Q 来描述企业调整了的市场价值的。沿袭当前金融文献, 本文采用 Q 作为价值指标。

³ 限于篇幅, 未予列表。有兴趣的读者可来函向作者索取。

然而，如果根据银行业的商业化和市场化时期进行划分，后一段时期的管理费用比率总体上明显高于前一段时期。这和 Ang's 费用的增高趋势是基本一致的。

表 2 进而考察了现金留存比率，又称再投资比率，计算为 1 减去现金分红与可分配利润比率的差值。与投资人期望分红的愿望相悖，经理人倾向于留存较多利润，进行腐化挥霍或者过度投资来构建企业帝国 (Empire Building)。Jensen (1986) 认为企业留存的自由现金是代理成本的重要组成部分。表 2 发现，我国企业历年的现金留存率平均高达 82%。虽然投资者近年来呼吁增加现金分红，但是数据表明，我国上市公司在银行市场化时期的现金留存率总体上高于商业化时期。

在表 1 和表 2 的数据描述中，我们可以看到，十年间我国上市企业的负债比率在逐步提高，盈利能力在逐步下降，公司治理水平没有随着债务融资的上升而提高。如果根据银行业的制度变迁进行时期分类，分为商业化和市场化两个时期，那么我们可以观察到市场化时期上市公司的 Ang's 费用指标、管理费用指标和现金留存率都较之商业化时期为高。银行业的市场化改革没有明显地提高上市公司的治理水平和运营绩效。

三、回归分析

上文的数据描述只是在时间趋势上考察了上市公司负债增加和企业运营恶化的现象，而银企关系的变化趋势则需要借助分时段的数据来分析下列方程式：

$$\begin{aligned} \text{MAC} = & C + a \times \text{Debt} + b \times \text{Size} + c \times \text{Tangible} + d \times \text{Age} \\ & + e \times \text{Herfindahl} + f \times \text{State} + \epsilon. \end{aligned}$$

MAC 是代表企业绩效或经理代理成本的变量，分别包括企业 Q 值、企业盈 ROA、Ang's 费用指标、管理费用指标、现金留存率。鉴于企业绩效和经理代理成本变量受到行业和市场景气因素的影响，这些因变量的观测值经过了与当年行业平均值相减的调整。Debt 是资产贷款负债率，或称债务融资比率。我们检验了资产负债率、权益负债率、利息保障倍数等其他杠杆比率，实证结果类似。根据金融文献的传统，本文回归分析的控制变量主要考虑了公司规模 (Size)、资产构成 (Tangible)、公司历史 (Age)、股权结构 (Herfindahl) 和国有持股比例 (State)。公司规模计算为总资产的对数；资产构成是无形资产和总资产的比例；公司历史是 2005 减去公司注册成立年

份; 股权结构使用了 Herfindhal-Hirschman 指数, 是十大股东各自持股比例平方的总和; 国有持股比例是国有股份占总股数的比例。

1. 分年度横截面回归分析

表 3 进行了分年度的横截面最小二乘稳健回归。限于篇幅, 我们在表 3 中只报告了各年度各回归中资产负债率自变量的系数 a 和和其标准方差。在表 3 和表 4 中, *** 表示 p 值小于 0.01, 回归结果高度显著; ** 表示 p 值小于 0.05, 回归结果显著; * 表示 p 值小于 0.10, 回归结果基本显著。中括号内的数字是标准方差。

表 3 逐年回归系数

	企业 Q 值		ROA	Ang's 费用		管理费用		现金留存	
1994	-0.381	[0.503]	-0.106*** [0.020]	0.253	[0.180]	-0.022	[0.032]	-0.082	[0.138]
1995	-0.658**	[0.308]	-0.150*** [0.025]	0.097	[0.124]	0.003	[0.050]	0.243	[0.172]
1996	-2.352***	[0.284]	-0.169*** [0.021]	0.118**	[0.059]	0.077*	[0.041]	0.159*	[0.092]
1997	-2.829***	[0.323]	-0.157*** [0.018]	0.218***	[0.059]	0.091	[0.062]	0.238***	[0.081]
1998	-1.357***	[0.253]	-0.217*** [0.032]	0.230***	[0.055]	0.355***	[0.105]	0.311***	[0.059]
1999	-0.919***	[0.266]	-0.174*** [0.026]	0.140***	[0.046]	0.329*	[0.183]	0.132***	[0.051]
2000	-1.240***	[0.376]	-0.135*** [0.025]	0.125***	[0.040]	0.185**	[0.081]	0.233***	[0.047]
2001	-1.076***	[0.256]	-0.078*** [0.028]	0.057*	[0.034]	0.175**	[0.074]	0.300***	[0.046]
2002	-0.570**	[0.281]	-0.103** [0.045]	0.136***	[0.036]	0.368**	[0.160]	0.297***	[0.042]
2003	-0.725***	[0.164]	-0.195*** [0.033]	0.127**	[0.053]	0.357**	[0.168]	0.184***	[0.033]

在 1994 年, 资产负债率与企业相对的 Q 值之间的多元回归是不显著的。企业的负债状况没有显著影响公司的市场相对估值。数据回归同时发现当年的企业估值主要受到企业规模、资产组成和股权结构的影响。可能的原因是, 1994 年前股市炒作气氛过于浓厚, 某些不成熟的投资者可能忽视了企业的资本结构。在此之后, 企业的负债状况对公司的市场相对估值有着显著的影响。企业负债越高, 行业的相对 Q 值越低, 两者之间呈现较显著的负相关关系, 这与田利辉 (2004) 的发现是一致的。理论上讲, 在没有财务危机的预算软约束环境下, 如果其他条件一致, 公司负债可以增加税盾, 提高每股收益。然而, 我国上市公司的市场估值出现了随着负债升高而下降的现象, 这是因为其他条件发生了变化, 特别是企业的盈利能力在不断下降。在逐年回归中, 我们没有看到企业估值和负债比率存在时间序列上的趋势性的变化。

表 3 进而检验了资产负债率和企业的相对盈利能力之间的关系。我们发现, 在同行业中, 企业负债越高, 企业的盈利能力越低。如果使用工具变量回归来控制内生性问题, 我们发现盈利能力低的企业倾向于多借债, 而借债多的企业通常来年的利润更低。也就是说, 负债带来了企业盈利的负向变化。

在逐年回归中，我们没有看到企业盈利和负债的负相关关系存在时间序列上总体变小的趋势。

表 3 同时报告了代理成本指标和负债比率之间各年份的关系。在 1994 年和 1995 年，回归系数是不显著的。这可能源于当年样本数较少或者与前文所述的会计规则不完善相关，但 1994 年和 1995 年的数据仍然能够有助于下文面板数据的回归分析。

在 1996 年到 2003 年的回归中，负债比率显著提高了同行业中的 Ang's 费用指标。负债的增加带来了同行业中每一单位营业收入所需要的营业成本的增加。也就是说，债务资产产生的营业成本增加幅度高于相应的营业收入增加幅度。在 1998 年，负债和 Ang's 费用的协同幅度达到最大值，然后出现下降，并在 2001 年达到最大下降幅度⁴。但在 2002 年，协同幅度又大幅上升。

管理费用指标也出现了类似的情形。随着负债的增加，企业不仅增加了财务费用，而且增加了同行业对比下每一单位营业收入所需要的包括公司高级管理人员消费在内的管理费用⁵。在 1998 年之后，存在着先下降再上升的趋势。

表 3 同时显示，伴随着负债比率的增加，相对于同行业其他企业，其现金留存率也增加。现金留存是在当年还本付息之后，企业可分配利润中没有分配给股东的那一部分。留存的现金是经理人控制的资源，是 Jensen (1986) 所称的自由现金流的重要组成部分。如果其他条件一致，经理人控制的自由现金流较大，那么，该企业的代理成本较高。这部分自由现金流可能用于那些目的在于获取经理私人收益的项目中，也可能成为经理层扩张企业帝国的资金来源。在表 3 中，没有发现企业的现金留存率存在着逐年下降的趋势。

2. 分阶段的面板数据回归分析

表 3 汇报了分年度的回归，能够展现各年度的银企关系。但是分析银行改革的成效，分时期的、跨年度的面板数据回归更有针对性。更重要的是，面板数据的回归较之一年横截面分析更为强大有效，其能够同时考虑数据的个体影响和时间影响，使用变量组内和组间的信息，减少遗漏的变量对于回

⁴ 2001 年，上市公司的信用危机出现，股价暴跌。监管力度随之骤然加大，银广夏、三九药业、麦科特、东方电子等一批公司受到惩戒。由于敲山震虎的连锁反应，某些上市公司的经理层在当时可能加强了自律，减轻了掠夺和挥霍银行贷款的倾向。

⁵ 据有关新闻报道，深圳一家企业老总在公司 1.2 亿元集资款中，共计提取现金 7000 多万元为管理费用，以“我自己用”、“现有业务自用”、“筹备会议用”、“业务费”、“商情费”等名义支出。可见，部分职位消费已成为管理者的隐性收入，是公司的代理成本。

归的影响。表4汇报了全部样本在1994—1998年商业化和1999—2003年市场化两个时期的极大似然法回归结果。

表4 面板数据回归

	企业 Q 值	ROA	Ang's 费用	管理费用	现金留存
商业化时期					
Debt	-1.472*** [0.195]	-0.176*** [0.011]	0.136*** [0.032]	0.191*** [0.035]	0.219*** [0.045]
Size	-0.648*** [0.032]	-0.002 [0.002]	0.001 [0.005]	-0.020*** [0.005]	-0.028*** [0.007]
Tangible	0.711 [0.649]	-0.022 [0.036]	-0.307*** [0.108]	0.153 [0.114]	0.130 [0.144]
Age	-0.024** [0.011]	-0.002*** [0.001]	0.007*** [0.002]	0.005*** [0.002]	0.002 [0.002]
Herfindahl	1.235*** [0.225]	0.023 [0.016]	0.009 [0.038]	0.027 [0.038]	-0.096** [0.048]
State	-0.356 [0.239]	-0.009 [0.007]	0.024 [0.022]	0.006 [0.022]	0.075*** [0.028]
Constant	13.708*** [0.668]	0.097*** [0.036]	-0.131 [0.112]	0.278** [0.111]	0.496*** [0.139]
市场化时期					
Debt	-0.730*** [0.140]	-0.150*** [0.014]	0.140*** [0.018]	0.349*** [0.047]	0.223*** [0.023]
Size	-0.857*** [0.026]	0.015*** [0.002]	0.002 [0.004]	-0.070*** [0.008]	-0.016*** [0.004]
Tangible	0.622* [0.340]	-0.098*** [0.034]	-0.253*** [0.044]	0.586*** [0.114]	0.113** [0.055]
Age	0.002 [0.009]	0.000 [0.001]	0.005*** [0.001]	0.000 [0.002]	0.011*** [0.001]
Herfindahl	0.904*** [0.202]	-0.011 [0.018]	-0.059** [0.027]	0.014 [0.059]	-0.087*** [0.034]
State	-0.087 [0.104]	-0.023** [0.012]	0.020 [0.014]	0.012 [0.031]	0.029* [0.017]
Constant	17.835*** [0.564]	-0.246*** [0.049]	-0.142* [0.075]	1.344*** [0.164]	0.175* [0.094]

在两个时期，表4报告了负债对于企业Q值的影响都为负值。但是，市场化时期的系数绝对值比商业化时期降低了50%，负债对于企业市场价值的负面影响缩小了。这似乎可以间接说明我国上市公司的银企关系有了一定程度上的改善，但是，也不能排除可能是股票投资者对于负债增大的功效有了新的认识⁶。表4的第二列回归结果也说明，负债对于企业Q值影响变小的一部分原因是负债和盈利之间的关系有所改善。但是，负债在市场化时期总体

⁶ 随着西方金融理论在中国的传播，有些投资者开始认识到负债可以通过税盾增加企业价值。

上仍然是负面影响，这种负面影响的渠道是负债和经理代理成本之间的协同关系（田利辉 2004）。

表 4 同时发现，在市场化时期，负债对于企业盈利能力的影响仍然为负，负债较高的企业有着较低的盈利能力。但是负债降低盈利能力的幅度有所缩减，与商业化时期相差为 15%。这种量上的变化说明了我国上市公司在使用银行贷款的方向上稍有好转。在一定程度上，较之商业化时期，银行在市场化时期较为认真地鉴别项目好坏，更为审慎地向企业提供贷款。这是我国商业银行市场化改革的成果。

表 4 进一步分析在两个时期负债和企业经理代理成本之间的关系。出乎意料的是，在市场化时期，银行贷款不仅没有约束借款企业的经理代理成本，与商业化时期相比，反而有所恶化。企业贷款的增加，继续带来了同行业间 Ang's 费用的增加，幅度较前一时期提高了 3%。银行贷款多的企业存在着较高的营业成本与营业收入之比。近年来的银行改革，在企业贷款项目的选择方面有所改善，使得贷款与企业的 ROA 的关系在向好的方向变化，但是贷款银行尚未重视企业对于债务资产使用的效率。在银企关系的实务操作中，银行对于贷款授信时的合规审查严格了起来，这使坏项目得到贷款支持的几率减少，即产生了方向上的改变。但是，银行对于企业如何使用贷款的跟踪监督和相应的有效惩戒尚显不足。所以，有的企业利用债务资金所进行的生产提高了总体利润，却降低了边际利润和整个企业的运作效率。如果将 Ang's 费用指标看作在其他条件一致下的代理成本，那么表 4 的实证结果不能支持本文第一节提出的银行市场化改良公司治理的有效性假说。

在管理费用指标和负债比例的回归结果中，我们发现市场化时期负债和管理费用的正相关程度增大了 83%。这表明，当企业增加负债时，管理费用与营业收入比例出现了上升，而且是大幅上升。负债较多时，财务费用较高是正常的。然而，我们发现，与此同时，每单位营业收入需要的管理费用也出现了显著上升。这意味着部分贷款使用在高层经理的消费和管理开支上面，负债的增多便利了经理人员的挥霍浪费。这一扭曲的银企关系在市场化时期出现了恶化。值得注意的是，我国的商业银行改革注重的是通过注资减少账面坏账比率，通过审慎贷款审核减少新增坏账，但是没有强调银行对贷款企业的经理人行为进行监督约束。同时，银行减少了对中小企业的贷款力度，却有意寻求增大向上市公司等较大型企业的贷款。实际上，由于银行业的市场化，各家商业银行的信贷人员竞相向上市公司这样的知名企业提供贷款，以求避免上司主管对其是否存在贷款过程中潜在的不端行为的质疑。同时，

国有商业银行存在着过量放贷以求增大总贷款数量而迅速稀释不良贷款比率的现象,资产质量相对优良的上市公司成为了新增贷款的优先对象,上市企业的经理轻松地获得了较低成本的可供支配的资源。企业的内部人使用贷款作为所谓管理费用开支和消费,来满足自身而非企业的需要。因此,市场化时期的贷款虽然暂时减小了与企业业绩的负相关关系,但却增大了与经理人的代理成本的正相关关系。

在现金留存与负债的回归中,我们发现负债较高的企业倾向于较高的现金留存比例;在市场化时期,负债比率和现金留存的相关性增大了2%。留存较多的现金可以为经理人的腐化浪费提供便利。至少,银行的市场化举措和我国的现代企业制度的推广没有能够显著改善企业借款和自由现金留存的正相关关系。

综合以上分析,表4发现在两个历史时期银行贷款都便利了企业经理的腐化浪费,导致了借款企业的绩效下降。相对于1994—1998年的商业化时期,在1999—2003年的市场化时期,负债比例和绩效下降关联性的程度有所减少,但是银行贷款和企业经理代理成本之间的协同关系没有改善的迹象。同样,分年度回归的表3也没有找到支持本文市场化有效假说的证据。

3. 控制变量的影响

表4同时也报告了控制变量的回归系数和其标准方差。

企业规模(Size)的增大,带来了企业Q值的下降。这说明,股票交易者更为偏好盘子较小的企业。但是,在作为新兴市场经济的我国,大企业依托已有的市场优势和政府扶持,应该拥有较高的盈利能力,如ROA。大型企业的管理费用与营业收入的比例较小,可能源自管理开支上的规模效应,也可能源自大型企业的外部监管较为严格。同时,较大的企业倾向于较小的现金留存比例,这印证了大型企业更易受到市场监管层的注意的推测。

企业的资产构成(Tangible)较高时,无形资产的比例较低,我们发现Ang's费用也较低。这说明无形资产可能导致了较高的营业成本与营业收入比,无形资产可能便利经理人对于企业财富的掠夺。在市场化时期,企业资产的构成带来更为显著的影响。一般而言,无形资产较高的公司增长性较好,每股盈利能力较高,市场的股价应该较高。但是,在控制了行业因素后,近年来我国股市的投资者比较偏爱无形资产比例较低的企业,可能与无形资产的公司治理内涵相关。管理无形资产所需的费用较低,所以Tangible在与管理费用指标的回归中为正值。无形资产较多的企业倾向于留存较少的现金,可能源自股东对于企业经理的压力。

在商业化时期，企业历史长短（Age）显著影响着 Q 值、ROA、Ang's 费用和管理费用等指标。成立较早的企业有着较低的市场估值和盈利能力，同时有着较高的费用指标。这意味着老企业的公司治理问题更为严重，新成立的企业较为规范。在市场化时期，由于较多新公司上市，企业历史长短的影响性相对减弱。但是，较先成立的公司仍然有着较高的 Ang's 费用，并且留存较多的现金。

企业的股权结构（Herfindal）主要影响着企业 Q 值和现金留存。当企业股权结构比较集中时，市场对企业的估值较高，同时企业较为积极地支付股利，现金留存较少。在市场化时期，集中的股权结构有助于减少每单位营业收入所需要的营业成本。这说明，股权结构的集中能够约束经理人的代理成本（Holderness and Sheehan, 1988）。

鉴于政府在上市公司中持股较大，我们控制了国家持股（State）的影响。我们没有发现国家持股对于公司 Q 值有显著影响，但在市场化时期存在着对于公司盈利的一定负面影响。田利辉（2005）指出，我国政府对于企业既有一只掠夺之手，也有一只援助之手。政府对于所持股企业，进行政治干预，转移企业财富；同时，如果政府作为大股东，就能够发挥一些公司治理的作用，也倾向于提供一定的优惠扶植。所以，政府持股规模和企业绩效是左高右低的非均衡 U 型曲线关系。表 4 发现，如果政府持股较多，企业倾向于留存较多的现金。不同于其他非政府股东，政府的主要经济来源是税收，而非企业的股利，所以国家股东对于企业发放现金股利的压力较小。

四、结 论

在中国经济改革取得举世瞩目的成绩的同时，中国的商业银行坏账问题日益严重。亚洲金融风暴之所以没有席卷中国，仅仅是因为中国一直通过资本账户管制实行着的资本市场控制。随着中国对 WTO 承诺的逐步实施，金融行业保护期临近结束，我国脆弱的商业银行体系面临严峻的挑战。我国政府正在采取多种措施，多方注资，大力改革我国的银行体系。

我们认为，改良银企关系是中国的银行改革的核心问题。分析 1994 年到 1998 年间我国上市公司的数据，田利辉（2004）发现了银行贷款的债务融资提高经理代理成本，恶化公司治理和企业绩效。在 1999 年到 2003 年间，我国的商业银行开展了以市场化为核心的全面改革，要求银行公平竞争，控制贷款风险，在一定程度上减少了政府干预，但是基本上没有触及产权问题。那

么,我国的银行市场化能否改善贷款和经理代理成本的协同关系?本文发现在1994年到2003年期间,上市公司的借款增多,但是绩效下降,经理代理成本指标没有出现好转。在逐年回归中,我们发现杠杆比率和经理代理成本的正相关关系以及杠杆比率和企业绩效的负相关关系持续存在。在分时期回归中,我们发现虽然在市场化时期,杠杆比率和企业绩效的负相关程度较商业化时期有所减弱,但是杠杆比率和经理代理成本的正相关程度有增无减。实证结果表明,我国银行的市场化没有能够成功改善其杠杆治理扭曲的问题。

从表面上看,银行市场化改革促进了银行既有坏账的大幅缩减和资本金的充实,但是这主要来源于政府通过财政债券和外汇储备向商业银行的几次资本注入以及坏账剥离。同时,银行也加强了贷款审核,严格了坏账责任的追究。然而,本文发现银行贷款仍然没有向贷款企业提供强有力的监督约束。当银行贷款没有能够附着公司治理的机能时,就产生了预算软约束。银行以债务的方式向企业注资,便利了经理腐化浪费。长期来看,这会相应导致了企业绩效的下降,无法按时按量还本付息,产生新的银行坏账。在我国真正意义上的破产法不能出台的情况下,银行如果不能起诉清算欠债企业,就得进行再贷款,陷入恶性循环。如果继续要求政府注资,那么终究会导致国家的破产。所以,银行市场化没有根本解决坏账问题。

本文主张,银行坏账问题的解决需要让银行贷款发挥理论上应有的公司治理职能。银行向企业提供贷款,要减少企业的自由现金,要监督约束经理人的行为,要让企业感受到清算破产的可能性。然而,银行贷款的杠杆治理扭曲来源于我国的产权环境。如果政府独资拥有商业银行,商业银行就无法不根据政府意志进行借贷活动。此时,贷款银行就可能违背商业规律,不敢、不愿或者不能监督和制约同样有政府出资的借款企业的经理人。这样一来,贷款人就容易出现中饱私囊、挥霍浪费和盲目投资等道德风险,降低企业绩效,产生银行坏账。田利辉(2005)发现,在国家控股的上市公司中,伴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呈上升趋势,企业效率和公司价值逐步下降;而在民营资本主导的上市公司中,上述的企业负债和经理腐败的协同关系并不显著。这就是说,中国上市公司杠杆治理失效的主要原因在于国有双重产权。如果政府同时拥有进行企业贷款的商业银行和向银行借款的企业,这就类似于左手和右手的关系,无法期待二者能够彼此监督,杠杆治理必然失败。当前的股份化改革,也许能够在一定程度上触及深层次的产权问题,有助于改变企业负债和经理腐败的协同关系,纠正扭曲了的杠杆治理问题。

参 考 文 献

- [1] Aghion, Philippe and Patrick Bolton, “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, 1992, 59(3), 473—494.
- [2] Ang, James S., Rebel A. Cole and James Wuh Lin, “Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Finance*, 2000, 55(1), 81—106.
- [3] Anthony, Joseph, Chi-Wen Jevons Lee, and TJ Wong, “Financial Packaging of IPO Firms in China”, *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(1), 103—126.
- [4] Chung, Kee H. and Stephen Pruitt, “A Simple Approximation of Tobin’s Q”, *Financial Management*, 1994, 23(3), 70—74.
- [5] Dewatripont, Mathias and Jean Tirole, “A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence”, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4), 1027—1054.
- [6] Diamond, Douglas W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies*, 1984, 51, 393—414.
- [7] Harris, Milton and Artur Raviv, “The Theory of Capital Structure”, *Journal of Finance*, 1991, 46(1), 297—355.
- [8] Holderness, C. G. and D. P. Sheehan, “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 1988, 20, 317—346
- [9] Jensen, Michael C. and William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305—360.
- [10] Jensen, Michael C., “The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 1986, 76(2), 323—329.
- [11] Tian, Lihui, “Debt Governance, Bank Capture, and Soft Budget Constraints”, London Business School CNEM Working Paper, No. 27, 2002.
- [12] Wang, Changyun, “Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs”, *Journal of Banking and Finance*, 2004, forthcoming.
- [13] Wang, Xiaozhu, Lixin Colin Xu and Tian Zhu, “Is Public Listing a Way out for State-Owned Enterprises?” *Economics of Transition*, 2002, 12(3), 467—488.
- [14] 黄少安、张岗, “中国上市公司顾全融资偏好分析”, 《经济研究》, 2001年第11期, 第12—20页。
- [15] 田利辉, “杠杆治理、预算软约束和中国上市公司绩效”, 《经济学季刊》, 2004年第3卷13期, 第15—26页。
- [16] 田利辉, “国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论”, 《经济研究》, 2005年第10期, 第48—58页。
- [17] 田利辉, “国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理”, 《管理世界》, 2005年第7期, 第123—128页。

Institutional Changes, Relationship Banking and the Failed Governance Role of Debt

LIHUI TIAN

(Peking University)

Abstract This paper classifies the banking reforms of China into three periods, including commercialization, market adoption and ownership diversification. Using the data of China's public listed companies, we analyze the relationship between bank loans and corporate governance. It is found that with increasing the sizes of bank loans, managerial agency costs increase and corporate performance decreases. The facilitator role of debt in managerial exploitation of corporate wealth has not been changed without reforms of property rights. We also find that the leverage ratios keep increasing, but return on assets keep decreasing in these Chinese firms from 1994 to 2003. Therefore, the reforms before ownership diversification did not succeed in fundamentally dealing with the problem of bad loans.

JEL Classification G32, G34, P34