

所有制、政治关联与企业超额信贷

李文洲 冉茂盛 黄 俊*

摘要：关于政治关联的文献中，都提及了政治关联能够为寻求政治关联的组织带来额外的资源，这种资源大多直接表现为经济上的好处。但这些研究并未触及政治关联的效率边界问题。本文以我国 2007—2010 年 A 股上市公司为样本，实证检验政治关联对企业信贷融资的影响。研究发现：在我国银行业普遍“惜贷”的局面下，某些上市公司依然取得了银行的超额信贷支持；获得超额信贷支持的大多是国有企业，并且高管的政治背景以及企业对地方经济的影响力强化了国有企业超额贷款的形成；某些民营企业尽管也得到了超额银行贷款，但起主要作用的是银行关系，而非政治关联。此外，金融业的市场化改革对抑制国有企业的超贷行为基本上不起作用，却显著地抑制了民营企业超额贷款的形成。

关键词：所有制 政治关联 地方上市公司数量 企业超额信贷

一、引言

金融资源配置在经济增长中起重要作用。金融系统的基本功能始终是实现储蓄向投资的转化，前提是市场化运作（巴曙松等，2005）。在司法体系完善、体制健全的成熟市场上，各市场参与主体在公平与效率的前提下通过竞争完成资源的优化配置，政府仅仅作“守夜人”存在。然而，在我国，绝大多数金融机构由政府控制，但企业则有国有与民营之分。政府的控制使得金融机构配置资源的过程带有明显的政治性：国有企业与生俱来的产权特征决定其在国民经济发展中的重要地位以及在资源配置方面的独有优势；民营企业相比国有企业具有更高的效率和效益（方军雄，2007），但在金融资源配置方面却受到多重限制。长期以来，金融管制形成的政策性贷款首先支持了国有企业的发展，民营企业往往只能依靠留存收益、企业家个人储蓄和一些非正规渠道为运营和发展提供资金（林毅夫、孙希芳，2005）。由此形成我国国有企业与民营企业间“金融资源的配置与对经济增长的贡献之间极不匹配的情形”（卢峰、姚洋，2004）。

从全球范围看，由信息不对称导致的逆向选择致使信贷市场无力自发处于出清状态，信贷配给现象广泛存在。在信贷总量一定的情况下，一些行业和企业受到信贷配给，没有获得其希望获得的贷款，就有可能造成另外一些企业和行业获得较多甚至过多的贷款（宋文昌、童士

* 李文洲，重庆大学经济与工商管理学院，邮政编码：400030，电子信箱：liwenzhouyy@126.com；冉茂盛、黄俊，重庆大学经济与工商管理学院，邮政编码：400030。

本文得到国家社会科学基金项目“具有政府背景的高管对企业投资低效率行为的影响及治理机制研究”（项目编号：11CGL009）与教育部人文社会科学研究青年基金项目“政治关联与地区制度环境差异对企业贷款续新行为的影响”（项目编号：10YJC790103）资助，特此感谢。同时感谢匿名审稿人对本文提出的宝贵意见，当然文责自负。

清,2009)。在我国,国有大中型企业既有行业垄断、大而不倒、政府“兜底”等政策优势,也有资信优良、规模大、成本低等比较优势,还拥有信贷集中所虚构的繁荣外观,足以确保各级银行及其经理人在各自的任期内不发生风险事故,并激励银行持续向国有企业追加贷款,从而形成对国有部门的超额信贷供给(刘西顺,2006);相比之下,民营企业在上述方面均不具备比较优势。国有银行甚至在与民营企业进行经济博弈之前,就给民营企业贴上了“实力弱小、新生易灭”的标签;而不断涌现的民营企业巨额骗贷事件,也使得商业银行对民营企业的道德风险问题更为敏感(白俊、连立帅,2012)。基于稳健性考虑,商业银行往往对民营企业施行信贷限制政策。

渐进式的改革过程中,国有商业银行所存在的政企不分、产权不清、治理机制缺失等问题并没有发生根本上的改变。国有企业的公有制属性决定其与政府间紧密的政治关联以及由此产生的在信贷资源配置方面的优先地位,资本市场的行政干预进一步挤压了民营企业的融资空间,是否拥有政治关联进而得到政府的“隐性担保”成为民营企业获得信贷资金的关键。那么当我国民营企业开始寻求政治关联,其面临的融资约束是否得到缓解?商业银行是否正如某些学者(吴育华等,2000;宋文昌、童士清,2009;王馨、耿欣,2009)所言,对某些与政府关系密切的企业提供了超额信贷^①,而对其他企业信贷不足?对这些问题的回答有助于加深对我国金融市场运行态势的了解,并为我国市场经济体制的进一步完善提供依据。

二、制度背景与研究假说

金融抑制盛行的发展中国家,其典型的特征就是政府对金融运行的频繁干预。与经典的有效市场假说相比,中国的上市公司面临着两个特殊的制度背景:一方面,以资本市场为基础的直接融资尚未成为公司主要融资方式,银行控制了大量的经济资源,银行贷款仍然是公司资本的主要来源(朱凯、陈信元,2007);另一方面,尽管市场化改革逐步深化,但政府对资源分配、企业经营等经济活动的干预仍然比较多(吴文锋等,2008)。长期以来,由于政府行政干预的存在,国有商业银行更倾向于将信贷资金配给到与各级政府有密切关系的企业(白云霞等,2013)。为取得政府干预的利益,主动寻求政治关联成为多数企业的理性选择。

(一) 高管的政治背景与超额信贷

关于政治关联的文献中,都提及了政治关联能够为寻求政治关联的组织带来额外的资源,这种资源大多直接表现为经济上的好处(Krueger,1974;余明桂、潘红波,2008)。最近的研究表明,在制度越落后的国家,企业越有动机通过建立政治关联来克服制度缺失对企业发展的阻碍(Cull and Xu,2005)。类似于其他转型经济体,我国企业的发展面临着法律保护缺乏、金融发展落后等制度约束(Allen, et al., 2005)。长期以来的金融抑制政策伴随着资源的稀缺性和信息的严重不对称决定并非所有企业都可以得到同等对待(黎凯、叶建芳,2007),所有制特征成为影响企业贷款数额和贷款期限的一个重要因素(方军雄,2007)。

银行在对贷款风险进行评估时,将充分预计企业所有制形式所带来的贷款风险,对不同所

^①在这里,超额信贷不仅仅是指企业借款数量超过其偿还能力,更重要的是指企业实际借款额超过了其真实需求,造成部分贷款或资金的闲置。根据宋文昌和童士清(2006)的研究,以下四种现象可以反映企业是否存在超贷现象:一是企业的货币资金如银行存款远超过银行贷款额,这表明企业仅靠自有资金就可以满足自身需求;二是存在金额较大的短期投资或者挪用贷款直接进入股市、从事高风险投资等;三是银行对没有贷款偿还能力的企业采取借新还旧等方式继续提供甚至追加贷款;四是银行对没有实质贷款需求的企业大量授信或者强迫企业用部分贷款做质押开立信用证或承兑汇票,人为放大贷款数量,造成部分贷款空转。

有制的企业采取不同的信贷风险控制政策(黎凯、叶建芳,2007)。国有企业的产权性质、国有企业高管任命的行政性决定了其与政府间紧密的政治关联以及由此产生的在金融资源配置方面的优先地位;长期的金融压抑造成银行系统严重的信贷配给问题,进而演化为对民营部门的所有制歧视。为获得政府干预的利益,主动寻求政治联系成为多数企业的理性选择。然而,政治关联的获取机制决定,高效率的企业更可能取得政治关联。基于业绩好的企业更容易建立政治关联的先验判断,政治关联可被视为反映企业未来经营表现的一种声誉机制(孙铮等,2005),或信号传递机制,银行会认为具有政治关联的企业更有可能在未来取得良好的经营业绩,从而对其信贷决策进行修正。大量文献的实证结果对这种观点提供了支撑。例如,罗党论和甄丽明(2008)发现,相对于没有政治关联的民营企业来说,有政治关联的民营企业在外部融资时所面临的融资约束更少;而在金融发展落后、法治水平较低和政府侵害产权比较严重的地区,这一特征更为明显(余明桂、潘红波,2008)。

然而,必须指出的是,政治关联“贷款效应”的存在也会削弱银行治理的有效性。从理论上讲,无论是政府对银行信贷投放的干预,还是政府对关联企业的解救与担保,都容易诱发银行的超额信贷供给与企业的过度借贷。相关研究认为,在信贷市场普遍缺乏效率的情况下,政府干预可以减少市场信息不对称的程度,降低信贷履约的成本(吴育华等,2000),甚至提高信贷资源配置的效率。然而,资本市场特殊的制度环境也可能使政府对信贷市场的干预偏离设定的初衷。根据 La Porta 等(1999)的分析,发展中国家普遍存在的一个典型特征——制度不完善带来的官员及其背后的私人利益集团的个人寻租行为——往往会导致国有商业银行在其执行职能时伴随着各种利益集团和利益诉求穿插其中。这种分析暗示,政府干预并不是无成本、无条件的,当其作用前提逐步削弱时,政府往往以强制合同的方式实施干预。强制合同收益与风险不平衡的分摊机制通常会加剧金融机构的逆向选择与道德风险,形成比内生信贷风险更高比例的超额信贷风险(吴育华等,2000)。因此,可以预期,在我国当前制度背景下,政治关联作为一种替代性机制,尽管可以帮助企业获得银行的信贷支持,但这种“贷款效应”也容易导致企业过度负债。据此,本文提出假设1:

假设1:政治关联有助于企业获取超额银行贷款,但相对于民营企业,政治关联对国有企业超额贷款形成的影响更显著。

(二) 地方上市公司数量与超额信贷

1994年进行的分税制改革彻底改变了中央政府与地方政府财政收入的格局,财政分权制不仅赋予地方政府处理辖区内经济、社会事务的管理权限,还使地方政府形成相对独立于中央的地方利益,从而导致地方政府选择性地履行有利于地方财政收益最大化的政府职能。在“强金融、弱财政”格局下,发展辖区经济以谋求政治晋升的强烈动机驱使地方官员利用各种可控资源(尤其是国有商业银行的信贷资源)去保护作为其税基的当地企业和作为其政治权力基础、私人收益以及财政收入来源的国有企业(Bai, et al., 2004),而这种动机也在商业银行行政化的机构设置和司法地方化倾向等制度安排下得以顺利实现。然而,地方政府对不同企业的保护力度会因企业上市与否以及对辖区经济的相对重要性而有所差异。

一般地,相较于非上市公司,上市公司可以通过以下几方面途径为注册地带来“额外收益”。首先,上市公司拥有直接与资本市场相连接的融资管道,能通过IPO、增发、配股等方式向全社会募集资金,吸引更多的区外经济资源流入,为当地经济增长做出更多贡献;其次,上市公司具备较完善的法人治理机制及科学的管理体制,能更好地利用经济资源;再次,严格的证

券发行管制导致上市资格成为一种稀缺的“壳”资源,上市公司通过 IPO 和增发、配股等方式向全社会募集资金的行为类似于地方政府的“招商引资”,地方政府因此获得广告效应。因此,在上市公司较少的地区,政府更加依赖辖区上市公司,并且会在信贷配置、行业准入等方面对业已上市的公司提供帮助。延续这一逻辑,我们认为,对地方政府而言,如果辖区上市公司较少,则地方政府获得额外收益的途径也会相应较少,其对上市公司的依赖性就越强,上市公司与地方政府的关系也就越为紧密,在某些情况下甚至还可能出现地方政府“倒追”辖区上市公司的现象。因此,我们认为,地方上市公司数量越少,地方政府对上市公司越重视,上市公司的政治关联越紧密,政府干预导致的企业超额贷款程度越严重。据此,提出假设 2:

假设 2:在相同条件下,地方上市公司数量越少,上市公司超额贷款程度越严重。

三、研究设计

(一) 超额贷款的度量

关于超额贷款的度量,本文借鉴过度投资研究领域的方法并根据企业的财务特征和治理结构估算出企业正常需求的贷款额度,然后用企业实际的银行负债与估算值之差的绝对值作为超额贷款与贷款不足的代理变量,并在此基础上展开后文的研究。^①

根据此前的研究,银行贷款政策与企业规模、资金结构、经营状况以及发展前景等因素之间存在较为密切的联系(胡奕明、周伟,2006)。通过对我国目前银行信贷制度的调查,我们发现银行常用的财务指标主要有四类:偿债能力、财务效益状况、资金营运状况、发展前景。我们对每一类财务指标做了主成分分析,并扣除每一类中信息含量较低但与其他指标之间相关性较高的变量,最后选择了 7 个财务指标。此外,良好的公司治理也可以通过改善企业信息质量的方式向银行传递积极信号,从而影响银行的信贷决策。结合已有研究,我们选择了两个衡量公司治理水平的指标。最终得到的预期银行贷款估算模型为:

$$\begin{aligned} Loan_t = & \beta_0 + \beta_1 Cash_{t-1} + \beta_2 Size_{t-1} + \beta_3 Lev_{t-1} + \beta_4 Roe_{t-1} + \beta_5 Growth_{t-1} + \beta_6 Liquid_{t-1} \\ & + \beta_7 ZJ_{t-1} + \beta_8 Top1_{t-1} + \beta_9 Herfindahl_3_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)各变量的含义如下:因变量 $Loan$ 表示企业实际贷款规模,借鉴孙铮等(2005)、方军雄(2007)的研究,本文用企业长期银行贷款与年末总资产的比率来衡量。 $Cash$ 反映企业现金持有水平; $Size$ 代表企业规模,为总资产的自然对数; Lev 为企业的资产负债率; Roe 反映企业盈利能力,为净资产收益率; $Growth$ 为销售收入增长率; $Liquid$ 反映资产担保价值,为固定资产净值与总资产的比率; ZJ 为在建工程的自然对数; $Top1$ 为第一大股东持股比例; $Herfindahl_3$ 反映企业的股权制衡程度,为前三大股东持股比例的平方和。此外,考虑到宏观经济波动和产业政策对模型设定的影响,我们引入年度哑变量($Year$)和行业哑变量($Industry$)对此进行控制^②。除年度与行业哑变量外,其余变量的定义与说明见表 1。

①本文认为,企业的投、融资是企业经营活动的两个重要内容,如果根据影响企业投资的因素能够估计出企业正常投资水平并藉此计算出企业非效率投资水平,通过建立相应的预期贷款融资模型也能够估算出企业的超额贷款水平。据作者所知,这种方法在以往的研究文献中被广泛使用,例如:辛宇和徐莉萍(2006)基于企业财务特征估计出企业超额现金持有水平;刘慧龙等(2010)根据公司规模、资本构成、成长性以及行业特征估计了公司的员工短缺和员工冗余程度。

② $Year$,三个哑变量,以 2007 年为基期; $Industry$,按证监会《中国上市公司行业分类指引(2001)》标准,制造业取两位,剔除金融保险类,以农业为基础系,最终设置了 20 个行业哑变量。

表 1 变量定义与说明

变量		定义与说明
因变量	<i>Loan</i>	企业长期银行借款/总资产
	<i>OverLoan</i>	企业长期贷款中的超额部分,用对模型(1)进行回归后所得到的正残差表示
自变量	<i>Num</i>	年末地方上市公司数量(以注册地为标准)①
	<i>Politics</i>	表示企业是否具有政治关联的哑变量,企业存在政治关联为 1,否则为 0
	<i>State</i>	上市公司控股股东类别,若最终控制人为政府或政府控制的国有企业,则为 1,否则为 0
控制变量	<i>Cash</i>	年末现金/总资产
	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	资产负债率,为总负债与总资产之比
	<i>Liquid</i>	清算价值比率,为固定资产净值与总资产之比
	<i>Roe</i>	反映企业的盈利能力,为净资产收益率
	<i>Growth</i>	销售收入增长率
	<i>ZJ</i>	在建工程的自然对数
	<i>Top1</i>	公司第一大股东的持股比例
	<i>Herfindahl_3</i>	反映公司股权制衡的程度,为公司前三大股东持股比例的平方和
	<i>BankRelation</i>	反映企业的银企关系,若公司董事长或总经理具有银行背景,则为 1,否则为 0
	<i>Occupy</i>	大股东占款,为其他应收款占总资产之比
	<i>Market</i>	信贷资金分配的市场化指数。根据樊纲等(2011)的指数编制方法,该指标是正向指标,其值越大,则银行部门的信贷资金分配的市场化程度越高

(二) 政治关联、地方上市公司数量与企业的超额贷款

超额贷款变量确定后,本文采用模型(2)来检验假设 1、假设 2:

$$\begin{aligned} OverLoan = & \beta_0 + \beta_1 Politics (or Num) + \beta_2 State + \beta_3 BankRelation + \beta_4 Occupy \\ & + \beta_5 Market + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \end{aligned} \tag{2}$$

在模型(2)中,因变量 *OverLoan* 为模型(1)中的正残差。*Politics* 为企业是否具有政治关联的哑变量,根据 Fan 等(2007)、余明桂和潘红波(2008)等关于政治关联的界定,本文以曾任或现任政府官员、人大代表或政协委员的董事长或总经理为政治关联的替代变量,当有政治关联时, *Politics* = 1; 否则, *Politics* = 0。 *Num* 为年末地方上市公司数量。 *State* 为控股股东类别的哑变量,若最终控制人为政府或政府控制的国有企业,则 *State* 取 1, 否则取 0。 *Market* 为樊纲等(2011)编制的信贷资金配置的市场化指数。此外,我们在模型(2)中加入高管的银行背景 (*BankRelation*) 和大股东占款 (*Occupy*), 以控制高管的银行背景和大股东占款对企业超额贷款产生的影响。

(三) 样本与数据

本文以 2007 - 2010 年沪深 A 股非金融上市公司作为研究对象,并剔除如下样本:(1)注册

①谭劲松等(2010)同时构造了地方上市公司数量与上市公司的经济影响力作为政治关联的两个代理变量,其中经济影响力是指一个上市公司的主营业务收入占当地国内生产总值(GDP)的比重。本文之所以没有采纳后者,是因为上市公司的业务范围不可能仅仅局限于其注册所在地,并且上市公司年报中所披露的是合并的财务报表,用合并的财务报表中的数据计算经济影响力可能会导致指标失真。实际上,我们在计算经济影响力时发现,某些企业的主营业务收入高于注册地当年的 GDP。

地为北京、上海、天津和重庆四个直辖市以及深圳的样本公司。其原因是四个直辖市属于省级行政区域,不同于本文所研究的地级市范围,而深圳作为证券交易所的所在地,早期深市上市公司大多注册于该地区,与其他城市不具有可比性;(2)总负债率超过100%的公司;(3)终极控制人性质不详的公司;(4)数据缺失的公司。最终得到3 871个观测值。此外,为消除极端值的影响,针对研究中所涉及的连续变量,我们对其前后各1%的极端值进行了Winsorize缩尾处理。

本文所使用的财务数据来源于WIND资讯金融终端系统以及CSMAR数据库;政治参与数据主要来自WIND数据库,另外,我们还通过巨潮咨询网和上市公司网站收集有关的政治关联信息作为补充;信贷资金分配的市场化指数来自于樊纲等(2011)。

四、研究结果

(一) 预期银行贷款模型的估计与描述性统计特征

表2报告了模型(1)的回归结果。数据显示,销售收入增长率(*Growth*)和净资产收益率(*Roe*)的系数显著为正,说明发展前景和业绩表现是企业取得银行长期信贷支持的重要条件。第一大股东持股比例(*Top1*)、股权制衡度(*Herfindahl_3*)与企业长期贷款负相关,说明治理结构越好的公司越容易从信贷市场获得长期贷款,但这种关系在统计上并不显著。其他主要变量如负债率(*Lev*)、公司规模(*Size*)、清算价值(*Liquid*)等与预期符号一致。

表2 模型(1)的回归结果

变量	预期符号	系数	<i>t</i> 值
<i>C</i>	?	-0.619 ***	(-14.606)
<i>Cash_{i,t-1}</i>	-	-0.132 ***	(-7.570)
<i>Lev_{i,t-1}</i>	+	0.191 ***	(16.790)
<i>Size_{i,t-1}</i>	+	0.024 ***	(12.027)
<i>Liquid_{i,t-1}</i>	+	0.117 ***	(11.450)
<i>Roe_{i,t-1}</i>	+	0.102 ***	(9.217)
<i>Growth_{i,t-1}</i>	+	0.004 *	(1.793)
<i>ZJ_{i,t-1}</i>	+	0.001 **	(1.904)
<i>Top1_{i,t-1}</i>	-	-4.49E-04	(-1.125)
<i>Herfindahl_3_{i,t-1}</i>	-	-0.054	(-1.062)
年度		控制	
行业		控制	
N		3 871	
Adj. <i>R</i> ²		0.332	
F value		99.339 ***	

注:回归因变量为贷款规模(*Loan*);括号内的数值为*t*检验值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

表3给出了各主要变量的描述性统计特征。其中的数据显示,过度借贷企业的长期贷款中超额部分占比接近50%(0.083/0.167),说明我国上市公司过度借贷的程度比较严重。*OverLoan*的均值为0.083,其中,国有企业为0.091,民营企业为0.073,组间差异为0.018,且在1%水平上显著,可见国有企业相比民营企业得到更多的超额银行贷款。*Politics*均值为0.435,其中,国有企业为0.448,民营企业为0.388,组间差异为0.061,并且在5%水平上显著,表明样本企业普遍存在一定的政治联系,但其分布在国有企业与民营企业间存在差异。地方上市公司数量均值为15.480,最大值为62,最小值为1,表明上市资格在我国各地区分布不均,这使注册于上市公司数量较少地区的公司更可能通过政府干预获得超额银行贷款。此外,对比两

类企业的财务数据不难发现,无论是经营业绩(*Roe*),还是发展前景(*Growth*),民营企业均具有较好的表现,说明产生 *OverLoan* 组间差异的原因并不是企业的财务指标,换言之,银行贷款政策的制定可能受到企业某些非财务因素的影响。

表 3 主要变量的描述性统计特征

变量	均值	标准差	最大值	最小值
<i>OverLoan</i>	0.083	0.085	0.494	0.000
<i>Loan</i>	0.167	0.139	0.721	0.000
<i>Politics</i>	0.435	0.496	1.000	0.000
<i>Num</i>	15.480	13.207	62	1
<i>State</i>	0.599	0.490	1	0
<i>Market</i>	12.617	1.797	14.650	4.170
<i>Occupy</i>	0.035	0.041	0.429	0.000
<i>BankRelation</i>	0.238	0.426	1	0

变量	国有企业		民营企业		组间差异	<i>t</i> 值
	均值	标准差	均值	标准差		
<i>OverLoan</i>	0.091	0.089	0.073	0.077	0.018	3.884 ***
<i>Loan</i>	0.196	0.145	0.125	0.116	0.071	9.653 ***
<i>Politics</i>	0.448	0.497	0.388	0.487	0.061	2.240 **
<i>Roe</i>	0.065	0.143	0.093	0.121	-0.028	-3.801 ***
<i>Growth</i>	0.193	0.464	0.266	0.819	-0.073	-2.111 **
<i>Occupy</i>	0.017	0.029	0.023	0.037	-0.006	-3.197 ***
<i>BankRelation</i>	0.215	0.411	0.273	0.446	-0.058	-2.479 **

注:均值差异的检验使用双侧配对参数检验的 *t* 统计量。***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

表 4 列出了主要变量的 *Pearson* 相关系数矩阵,其中的数据显示,政治联系(*Politics*)与超额长期贷款显著正相关;地方上市公司数量(*Num*)与超额长期贷款显著负相关。这些结果为我们的假设提供了初步支持,我们将通过回归分析进一步验证这里的初步结论。控股股东类别(*State*)、高管的银行背景(*BankRelation*)与超额贷款正相关,说明国有企业和拥有银行背景的企业更容易得到超额贷款;而信贷资金分配的市场化指数(*Market*)与超额长期贷款负相关,则意味着信贷市场的发育有助于抑制企业超额贷款的形成。此外,通过 VIF 检验,我们确认模型不存在多重共线性问题。

表 4 主要变量的 *Pearson* 相关系数矩阵

变量	<i>OverLoan</i>	<i>Politics</i>	<i>num</i>	<i>state</i>	<i>market</i>	<i>Occupy</i>	<i>BankRelation</i>
<i>OverLoan</i>	1.000						
<i>Politics</i>	0.078 (0.000)	1.000					
<i>Num</i>	-0.097 (0.000)	-0.039 (0.150)	1.000				
<i>State</i>	0.092 (0.000)	0.060 (0.024)	-0.130 (0.000)	1.000			
<i>Market</i>	-0.107 (0.000)	-0.001 (0.968)	0.272 (0.000)	-0.215 (0.000)	1.000		
<i>Occupy</i>	0.101 (0.000)	-7.25E-05 (0.998)	0.081 (0.003)	0.152 (0.000)	-0.129 (0.000)	1.000	
<i>BankRelation</i>	0.029 (0.272)	0.177 (0.000)	0.031 (0.246)	-0.066 (0.0137)	-0.032 (0.231)	0.008 (0.752)	1.000

注:括号内为相关系数的显著性水平(P-Values)。

(二) 实证结果与分析

表5列出了所有制、高管的政治背景以及地方上市公司数量与企业超额贷款的全样本回归结果。从表5中的模型1容易发现,超额贷款与企业所有制性质(*State*)正相关(显著性水平为1%),说明相对于民营企业,政府控制的国有企业得到更多的超额银行贷款。这说明,公有产权是导致国有企业过度举债的重要原因。一方面,公有产权带来的预算软约束,容易导致企业管理层在超越自身实力的情况下过度举债;另一方面,银行过度追求信贷资产的安全性和综合收益以及政府对部分国有企业的扶持而使银行得到隐性担保并产生乐观预期,从而引发银行的超额信贷供给。

表5中的模型2、模型3分别纳入*Politics*和*Num*后对所有制与超额贷款的关系进行检验,结果表明,上述结论不受影响。

表5中的模型2、模型3分别为高管的政治背景、地方上市公司数量对超额贷款形成的影响的回归结果。模型2中的政治联系(*Politics*)在5%的水平上显著为正,说明有政治联系的企业较之于没有政治联系的企业获得了更多的超额贷款。模型3中超额贷款与地方上市公司数量(*Num*)负相关(显著性水平为10%),说明地方上市公司数量越少,企业的政治关联越紧密,所得到的超额贷款越多。也就是说,在某些地区,的确存在地方政府“倒追”辖区上市公司的现象。

表5 所有制、政治联系和地方上市公司数量与超额贷款的回归结果

变量	模型1	模型2	模型3
<i>C</i>	0.099 *** (5.260)	0.096 *** (5.034)	0.097 *** (5.073)
<i>Politics</i>		0.010 ** (2.221)	
<i>Num</i>			-2.87E-03 * (-1.622)
<i>State</i>	0.011 *** (2.443)	0.011 ** (2.273)	0.011 ** (2.236)
<i>Occupy</i>	0.150 ** (2.311)	0.154 *** (2.838)	0.157 *** (2.883)
<i>BankRelation</i>	0.005 (0.838)	0.003 (0.466)	0.005 (0.896)
<i>Market</i>	-0.003 ** (-2.099)	-0.004 ** (-2.085)	-0.003 * (-1.674)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
N	1 389	1 389	1 389
Adj. <i>R</i> ²	0.044	0.053	0.052
F Value	9.067 ***	8.631 ***	8.362 ***

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数值为*t*检验值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

为考察不同产权属性企业的企业家政治关联对其超额贷款形成的影响,我们对不同所有制企业进行分样本回归,其回归结果如表6所示。

表6中的两个Panel中的模型1为对高管的政治背景的检验结果。其中的数据显示,在Panel A中,政治关联(*Politics*)的系数在5%的水平上显著为正;在Panel B中,政治关联(*Politics*)的系数依旧为正,但不显著。这说明,高管的政治背景在企业超额贷款形成的过程中

所发挥的作用会因为企业的所有制特征的不同而存在明显差异。对于产生这种差异的原因,我们认为可以从以下两个方面加以概括:一方面,尽管民营企业可以通过某种途径建立政治关联,但其获取政治关联的渠道决定了民营企业的政治关联在“硬度”上与国有企业的政治关联有本质区别。民营企业主要通过企业家自身参与政治以谋求一定的政治地位(罗党论、甄丽明,2008),或聘请现任或前任的政府官员、人大代表或政协委员作为公司高管两种渠道获得政治关联;国有企业则更多通过行政渠道被任命或委派为公司高管。^①另一方面,从事后对不良后果的处理看,国有企业不偿还贷款被认为是可以接受的,但如果给予民营企业的贷款出现坏账,有关负责人就会被怀疑收受了贿赂,从而承担国有资产流失的压力(卢峰、姚洋,2004)。且不论这一现象是否合理,该观念着实解决了国有企业政治关联型高管的后顾之忧,为控制更多的经济资源,政治关联型高管更可能向国有商业银行索要更多的信贷资金或更高的授信额度。

表6中的两个Panel中的模型2为对地方上市公司数量的回归结果,可以看出,在Panel A的模型2中,地方上市公司数量(*Num*)在5%的水平上显著为负,而在Panel B的模型2中,地方上市公司数量(*Num*)依旧为负,但不显著。这说明,企业被动获得的政治关联也会对其超额贷款的形成产生正向影响,但同样会因企业所有制性质的不同而有所差异。换言之,尽管在上市公司较少的地区,存在地方政府“倒追”辖区上市公司的现象,但基于上述原因,被追逐的对象是国有企业,而非民营企业。

表6 分样本回归结果

变量	Panel A: <i>State</i> = 1		Panel B: <i>State</i> = 0	
	模型1	模型2	模型1	模型2
<i>C</i>	0.074 *** (2.881)	0.073 *** (2.808)	0.139 *** (4.518)	0.141 *** (4.638)
<i>Politics</i>	0.013 ** (2.123)		0.005 (0.722)	
<i>Num</i>		-4.17E-03 ** (-1.954)		-8.67E-03 (-0.357)
<i>Occupy</i>	0.136 ** (1.923)	0.146 ** (2.039)	0.185 ** (2.076)	0.182 ** (2.049)
<i>BankRelation</i>	0.006 (0.784)	0.002 (0.294)	0.015 * (1.783)	0.015 * (1.923)
<i>Market</i>	-7.44E-04 (-0.306)	3.79E-04 (0.155)	-0.007 *** (-2.637)	-0.007 *** (-2.495)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
N	831	831	557	557
Adj. <i>R</i> ²	0.051	0.049	0.028	0.027
F Value	6.575 ***	6.341 ***	2.996 ***	2.940 ***

注:括号内的数值为*t*检验值;***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。在估算超额贷款时考虑了企业规模、盈利能力等财务特征,因此在对计量模型(2)进行估计时没有控制相应的企业财务特征。

①高管任命的行政性导致我国国有企业中必然存在相当比例的“官员型”高管。实际上,我们在整理相关数据时发现,国有企业的政治关联型高管中有很大部分是现任或曾任政府实职部门领导,上至省部级高官,下至市县级党政一把手,科局级干部更是不胜枚举;而民营企业的政治关联型高管更多的是各级人大代表、政协委员,具有政府背景的高管屈指可数,且行政级别相对较低。

从回归结果看,表6的Panel B并不完全支持假设1,即在控制相关因素后,拥有政治关联的民营企业得到更多的超额贷款。因此,有必要从控制变量入手,对民营企业超额贷款形成的原因加以解释。

从表6中Panel B的两个模型的控制变量看,大股东占款(*Occupy*)均在5%的水平上显著为正,这是由于大股东占款导致上市公司可支配现金流量减少,从而诱发企业的过度借贷行为;银企关系(*BankRelation*)的系数在10%的水平上显著为正,这说明导致民营企业超额贷款形成因素主要是银企关系,而非政治关联。根据唐建新等(2011)的研究,相对于政治关联,建立银行关系对企业的融资行为的影响更为直接。他们在控制了银行关系后,对民营企业贷款与政治关联的关系进行实证检验,结果显示,政治关联对银行贷款获取的影响在统计上并不显著。其结论为本文的实证结果提供了部分支撑,但因研究角度的差异,本文对此不作赘述。此外,对比两个Panel可以发现,市场化约束(*Market*)在Panel A的两个模型中均不显著,但在Panel B的两个模型中均显著为负,这说明市场化约束对抑制国有企业的超贷行为基本上不起作用,却显著的抑制了民营企业过度借贷行为。

(三) 稳健性测试

为提高研究结论的可靠性,本文进行以下稳健性测试:

(1)关于企业超额贷款的度量,借鉴Faccio和Lasfer(2000)的方法,将上市公司长期借款占总资产的比率对其所属行业的中值进行调整^①。若长期借款占总资产的比率大于所属行业的中值,则表示企业存在超贷现象,相反,则表示贷款不足;相应的绝对值则反映超额贷款与贷款不足的程度。

(2)在我国的上市公司中,有不少企业既与政府建立政治联系,又同时聘请具有银行从业背景的高管,因此在考察政治关联对企业超额贷款形成的影响时需要控制银行关系。借鉴唐建新等(2011)的研究,首先检验在没有银行关系的企业中,政治关联是否帮助企业获得超额银行贷款;其次,检验在没有政治关联的企业中,银行关系是否帮助企业获得超额银行贷款。

由表7的结果可见,*Politics*的系数在国有样本中显著为正,在民营样本*Politics*的系数仍然为正,但不显著;*BankRelation*的系数在国有样本中为正,但不显著,在民营样本中显著为正(显著性水平从10%提高到1%)。这说明高管的政治背景强化了国有企业超额贷款的形成;某些民营企业尽管也得到超额银行贷款,但起主要作用的是银行关系,而非政治关联。

经上述稳健性检验,我们发现其结果与前文的研究结论无实质性差异,因此,本文的主要实证结论是稳健的。限于篇幅,我们仅列出稳健性测试(2)的检验结果。

表7 稳健性检验(2)

变量	Panel A: 政治关系与超额贷款		Panel B: 银行关系与超额贷款	
	模型1: <i>state</i> = 1	模型2: <i>state</i> = 0	模型1: <i>state</i> = 1	模型2: <i>state</i> = 0
<i>C</i>	0.082 *** (2.81)	0.138 *** (4.75)	0.108 *** (3.31)	0.168 *** (4.66)
<i>Politics</i>	0.017 ** (2.34)	0.004 (0.50)		
<i>BankRelation</i>			0.008 (0.76)	0.027 *** (2.46)

^①对上市公司所属行业的分类参考中国证监会2001年4月发布的《中国上市公司行业分类指引》。

续表 7 稳健性检验 (2)

变量	Panel A: 政治关系与超额贷款		Panel B: 银行关系与超额贷款	
	模型 1: $state = 1$	模型 2: $state = 0$	模型 1: $state = 1$	模型 2: $state = 0$
<i>Occupy</i>	0.042 (0.35)	0.0948 (0.86)	0.059 (0.47)	0.172 (1.45)
<i>Market</i>	$-7.724E-04$ (-0.28)	-0.007^{***} (-2.74)	-0.003 (-0.91)	-0.010^{***} (-3.09)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
N	653	405	459	341
Adj. R^2	0.041	0.023	0.024	0.037
F Value	4.29 ^{***}	3.34 ^{***}	2.57 ^{***}	2.90 ^{***}

注: 同表 6。

五、研究结论与政策建议

本文借鉴过度投资研究领域的方法,在估计出我国上市公司超额信贷水平的基础上,从公司高管是否具有政治背景和地方上市公司数量两个方面测度企业的政治关联,并以 2007 - 2010 年 A 股上市公司为样本,实证检验企业信贷融资与政治关联的关系,以全面考察我国企业在当前制度背景下发展政治关系对其债务融资的影响。研究发现:在我国银行业普遍“惜贷”的大背景下,某些企业仍然获得超额银行贷款;对国有企业而言,无论是以高管的政治背景作为衡量企业政治关联的代理指标,还是用地方上市公司数量“倒逼”企业的政治关联程度,具备政治关联的国有企业都获得了更多的超额银行贷款;对民营企业而言,尽管也可以通过某种途径建立政治关联,但其政治关联在“硬度”上与国有企业的政治关联有本质区别,在民营企业超额贷款形成过程中,起主要作用的是银行关系,而非政治关联。结合已有研究,我们认为,在我国经济转型时期特殊的制度安排下,企业家政治关联作为一种替代机制可以缓解民营企业的融资约束,帮助其获得银行的信贷支持,但政治关联的“贷款效应”尚不足以造成银行体系对民营企业的过度借贷。国有企业和国有银行产权的同质性决定了国有企业在信贷配置方面的优势地位,而官员型高管的存在使得这种优势进一步加强,从而加剧了国有企业过度举债的程度。

本文的研究结论有助于加深对我国金融市场运行态势的了解,并为我国市场经济体制的进一步完善提供依据。

(1) 与其他国家相比,我国信贷市场具有一定的特殊性,以银行贷款等间接融资方式主导了融资市场,银行贷款是企业外部融资的主要渠道。改革开放以来,国有商业银行的信贷自主权逐步扩大,但与此同时,信贷集中、过度借贷等问题也愈加突出。从理论上讲,在利率给定的情况下,影响银行信贷决策的根本因素是银行对客户对象的风险评级或认识(张杰,2000)。国有企业背靠政府关系和行政资源,既拥有行业垄断、大而不倒、政府“兜底”等政策优势,也具备资信优良、规模大、成本低等比较优势,足以确保各级银行及其经理人在各自的任期内不发生风险事故,激励其持续不断地向国有企业追加贷款,从而形成对国有部门的特殊信任;相反,民营企业既“实力弱小、新生易灭”,又无体制优势,还普遍存在财务信息虚假等先天缺陷,这足以让银行对其形成不信任或缺乏信任。信任的差异映射到信贷资金的分配上,表现为银

行因对国有部门有特殊信任而实施信贷集中和过度借贷,对民营部门缺乏信任而倍加“歧视”。已有大量研究表明,信贷资金过多地投放给国有企业意味着资金配置低效率。如果考虑到国有部门通过金融压抑、歧视和效率误配途径对整个国民经济产生的拖累效应,金融资源分配不合理引起的效率损失可能更为惊人。因此,改变金融资源分配不合理的格局,减少政府对微观经济活动的干预、强化银行市场化的公司治理机制,以确保资金实现周转增值的属性,这对我国民营部门的发展和经济增长来说至关重要。

(2)政治战略作为经济转型过程中诸多企业的主导型战略之一,对企业资源获取的影响举足轻重,但其消极作用同样不容忽视。政治关联所带来的“政治性”贷款、税收减免和政府配额、执照、许可证、特许经营的审批等政策优惠,往往会扭曲价格机制并造成不完全竞争,进而对经济增长和社会结构变革产生负面影响。一方面,政治关联虽然能够缓解民营企业的融资约束,但其作用机理客观上也会在民营企业间衍生出类似国有企业与民营企业的“所有制”竞争——政治关联民营企业获得“准国企”的保护,而非政治关联民营企业的外部环境依旧没有得到改善(冉茂盛等,2013);另一方面,在内部治理结构和外部治理机制难以有效约束内部人机会主义倾向的情况下,企业借助政治关联进行外部融资的行为很可能掺杂着侵占动机(冯旭南,2012)。因此,本文认为,尽管在我国当前制度背景下,政治关联可以帮助民营企业获得更多的信贷资源,但这并不必然带来效率的提升。对民营部门的成长和国家的发展而言,促进金融市场的发展、加强法律和政府对产权保护、建立更加市场化的制度环境才是长久之计。

参考文献:

1. 巴曙松、刘孝红、牛播坤,2005:《转型时期中国金融体系中的地方治理与银行改革的互动研究》,《金融研究》第5期。
2. 白俊、连立帅,2012:《信贷资金配置差异:所有制歧视抑或禀赋差异?》,《管理世界》第6期。
3. 白云霞、林秉旋、王亚平、吴联生,2013:《所有权、负债与大股东利益侵占——来自中国控制权转移公司的证据》,《会计研究》第4期。
4. 樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2011:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》,经济科学出版社。
5. 方军雄,2007:《所有制、制度环境与信贷资金配置》,《经济研究》第12期。
6. 冯旭南,2012:《债务融资和掠夺——来自中国家族上市公司的证据》,《经济学(季刊)》第3期。
7. 胡奕明、周伟,2006:《债权人监督:贷款政策与企业财务状况——来自上市公司的一项经验研究》,《金融研究》第4期。
8. 黎凯、叶建芳,2007:《财政分权下政府干预对债务融资的影响——基于转轨经济制度背景的实证分析》,《管理世界》第8期。
9. 林毅夫、孙希芳,2005:《信息、非正规金融与中小企业融资》,《经济研究》第7期。
10. 刘西顺,2006:《产能过剩、企业共生与信贷配给》,《金融研究》第3期。
11. 刘慧龙、张敏、王亚平、吴联生,2010:《政治关联、薪酬激励与员工配置效率》,《经济研究》第9期。
12. 卢峰、姚洋,2004:《金融压抑下的法制、金融发展和经济增长》,《中国社会科学》第1期。
13. 罗党论、甄丽明,2008:《民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据》,《金融研究》第12期。
14. 冉茂盛、李文洲、黄俊,2013:《政治关系、企业超额贷款与大股东资金侵占——来自中国家族上市公司的证据》,《山西财经大学学报》第8期。
15. 宋文昌、童士清,2009:《关于信贷拥挤的理论探讨》,《金融研究》第6期。
16. 孙铮、刘凤委、李增泉,2005:《市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据》,《经济研究》第5期。
17. 谭劲松、陈艳艳、谭燕,2010:《地方上市公司数量、经济影响力与企业长期借款——来自我国 A 股市场的

- 经验数据》，《中国会计评论》第 8 期。
18. 唐建新、卢剑龙、余明桂, 2011:《银行关系、政治联系与民营企业贷款——来自中国民营上市公司的经验证据》，《经济评论》第 3 期。
 19. 吴文锋、吴冲锋、刘晓薇, 2008:《中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值》，《经济研究》第 7 期。
 20. 吴育华、吴奉刚、连军、王朝弟, 2000:《超额贷款风险分析》，《中国软科学》第 10 期。
 21. 王馨、耿欣, 2009:《“超常态”信贷配给、商业银行市场行为及其绩效》，《金融研究》第 4 期。
 22. 辛宇、徐莉萍, 2006:《公司治理机制与超额现金持有水平》，《管理世界》第 5 期。
 23. 余明桂、潘红波, 2008:《政治关联、制度环境与民营企业银行贷款》，《管理世界》第 8 期。
 24. 张杰, 2000:《民营经济的金融困境与融资次序》，《经济研究》第 4 期。
 25. 朱凯、陈信元, 2007:《银行腐败与公司资本结构决策》，《金融研究》第 1 期。
 26. Allen, F., J. Qian, and Meijun Qian. 2005. “Law, Finance and Economic Growth in China.” *Journal of Financial Economics*, 77(1): 57 – 116.
 27. Bai, C. E., Y. J. Du, Z. G. Tao, and S. Y. Tong. 2004. “Local Protectionism and Regional Specialization: Evidence from China’s Industries.” *Journal of International Economics*, 63(2): 397 – 417.
 28. Cull, R., and L. Xu. 2005. “Institutions, Ownership and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment among Chinese Firms.” *Journal of Financial Economics*, 77(1): 117 – 146.
 29. Faccio, M., and A. Lasfer. 2000. “Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in which They Hold Large Stakes?” *Journal of Corporate Finance*, 6(1): 71 – 110.
 30. Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. 2007. “Politically – connected CEOs, Corporate Governance and Post – IPO Performance of China’s Newly Partially Privatized Firms.” *Journal of Financial Economics*, 84(2): 330 – 357.
 31. La Porta, R., F. Lopez – de – Silanes., A. Shleifer, and R. Vishny. 1999. “The Quality of Government.” *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1): 222 – 279.
 32. Krueger, A. 1974. “The Political Economy of the Rent – Seeking Society.” *American Economic Review*, 64(3): 291 – 303.

Ownership, Political Connection and Excess Credit Behavior of Enterprises

Li Wenzhou, Ran Maosheng and Huang Jun

(Economics and Business Administration of Chongqing University)

Abstract: Based on measuring the political relationship from two aspects of whether the director of board or the CEO of a company is politically affiliated and the number of local listed Corporations, and by taking as our specimens the listed Corporations from 2007 to 2010, this paper examines the impact of political relationship on the accessibility of Excess credit. We find that, facing the credit crunch, some enterprises still obtain excess loans. Further study finds that, most of the enterprises that get excess credit are state – owned ones, and politically affiliated executives aggravate the formation of excess credit; Some private enterprises also gain excessive loans, but the key figure is bank affiliated executives, rather than political relationship. The results of our study indicate that, in China, developing political relationship does good to alleviating the credit constraints that puzzles the private companies, but it is not sufficient to trigger the banking system borrowing the private enterprises excess funds.

Key Words: Ownership; Political Connection; The Number of Regional Listed Companies; Excess Credit Behavior

JEL Classification: G32

(责任编辑:赵锐)