

金融危机、天量信贷与银行债务契约

——来自我国上市公司的经验证据

李茫茫 王红建 李青原*

摘要: 本文以金融危机期间我国天量信贷扩张为背景,基于会计盈余信息的银行债务契约有用性这一视角,研究政府干预下的信贷刺激政策如何扭曲银行债务契约及其产生的经济后果。研究发现:受金融危机的影响,天量信贷致使会计盈余信息在银行债务契约中的有用性出现显著性下降,表明银行债务契约被严重扭曲,且国有企业的银行债务契约被扭曲程度更高。经济后果检验显示:金融危机之后银行债务具有更高的违约风险,且国有企业的违约风险显著更高,进一步检验价值效应还发现金融危机期间的天量信贷刺激政策虽有助于提升企业短期业绩,却降低了企业长期业绩。

关键词: 金融危机;天量信贷;银行债务契约;违约风险

一、引言

2008年全球金融危机的爆发,给世界各国实体经济造成巨大冲击。虽然我国宏观经济长期以来一直保持着年平均约10%的高速增长,也未能在此次危机中幸免。本次金融危机不仅对我国金融行业等虚拟经济产生巨大冲击,同时也对实体经济造成重创。据财政部会计司统计,2008年金融危机期间我国上市公司业绩出现了大幅度下滑,1624家上市公司整体呈现出了增收不增利的显著特征,2008年净利润同比下降17.34%,净资产收益率下降了4.98%(万良勇、孙丽华,2010)。在企业盈利整体下滑的趋势下,为防止宏观经济深度衰退及实现率先复苏,我国政府先后出台了“四万亿”的经济刺激计划,加上地方政府配套预算超过18万亿(步丹璐、文彩虹,2012)。在这一轮经济刺激计划中,货币政策扮演着十分重要的角色。在利率尚未完全市场化条件下,货币政策工具主要依赖于信贷渠道来实现,信贷规模扩张自然成为本次经济刺激计划的重要方式,“天量信贷”规模由此产生。

“天量信贷”虽然有助于解决企业短期内流动性不足,但并没有明显扭转中国经济增长

*李茫茫,暨南大学管理学院会计学系,邮政编码:510632,电子信箱: mml_jnu@163.com; 王红建,暨南大学管理学院会计学系,邮政编码:510632,电子信箱: whj.hust@163.com; 李青原,武汉大学经济与管理学院会计系,邮政编码: 430072,电子信箱: qyli@whu.edu.cn.

本文受到国家自然科学基金面上项目“财务重述的外溢效应与公司投资决策”(批准号:71272228)与教育部新世纪优秀人才支持计划项目“基于资本投资决策视角下公司财务欺诈的经济后果研究”(项目编号: NECT-12-0432)资助,感谢匿名审稿专家对本文提出的宝贵意见,文责自负。

率下降趋势,而且“天量信贷”所产生的后果逐渐开始显现出来。根据相关媒体报道,中国银行业 2014 年第一季度不良贷款额激增 540 亿元,总额至 6 461 亿元,创 2008 年 9 月以来最高水平,且这种增长趋势还将持续。银行贷款逾期违约规模也连续第十个季度增长,不良贷款占总贷款额比例为 1.04%,首次突破 1%。^①可见,逾期贷款作为资产质量恶化的先行指标,自 2008 年信贷刺激政策产生的“天量信贷”的违约风险开始逐渐显露出来。

正因为如此,本文以金融危机期间我国“天量信贷”扩张为背景,基于会计盈余信息的盈余债务契约有用性,研究政府干预如何扭曲银行债务契约及其产生的经济后果。研究结果显示,金融危机期间的政府干预会扭曲银行债务契约,其严重后果逐渐显现,表现为更高的债务违约风险及损害了企业的长期业绩。本文的主要贡献体现在:第一,基于会计盈余信息在银行债务契约中的有用性这一微观视角,研究金融危机背景下政府干预如何影响银行信贷资源的配置行为这一宏观问题,一方面为危机期间政府宏观调控行为的微观作用机理提出经验证据,另一方面也为通过微观数据来研究宏观经济规律作出有益探索;第二,本文研究发现政府干预条件下的信贷规模扩张政策,虽然具有短期业绩提升作用,但在未来会带来更高的违约概率及更差的长期业绩,为以信贷规模扩张为例的短期性经济刺激政策产生的经济后果提供了经验证据,也有助于进一步厘清政府与市场在宏观经济衰退中各自应该扮演的角色;第三,本文研究还发现,由于国有企业银行债务契约被扭曲程度更高,因此其银行债务事后的违约概率显著高于非国有企业,这一结论有别于孙铮等(2006)的研究,表明金融危机产生的天量信贷显著降低了国有企业会计盈余在银行债务契约中的有用性,其并不是因为政府提供隐性担保的作用,而是一种政府直接干预的结果,从而为经济周期的不同阶段政府对银行信贷决策干预采取的不同方式提供经验证据。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

盈余信息作为综合反映企业财务状况与经营成果的重要指标,是债务契约形成的重要信息。鉴于我国存在银行独立性较低及会计信息质量环境较差等制度原因,会计盈余在银行债务契约中的有用性普遍较低。如孙铮等(2006)研究发现我国国有企业会计信息在债务契约中的作用要显著低于民营企业,其根源在于政府对国有企业贷款提供了隐性担保。陆正飞等(2008)研究盈余管理对会计信息债务契约有用性影响,发现商业银行并不能有效识别企业的盈余管理行为。原红旗等(2013)研究则发现新会计准则的实施给我国企业带来更大的利润操纵空间,致使会计信息在债务合约的有用性降低。这些研究的展开非常有助于我们理解中国情境下银行债务契约的形成及会计盈余信息在银行债务契约形成中的作用,但依然存在一些值得继续探索的问题。具体来说,以上文献仅基于产权属性的不同来刻画政府干预程度的差异,且没有基于价值效应对这种干预进行有效评估,此外潜在的内生性问题均无法得到有效克服。

可见,我国政府与银行间的特殊关系以及较低的会计信息质量,为我们检验会计盈余信息的债务契约有用性提供了丰富素材与特殊的制度环境。此外,全球金融危机的爆发作为一种外生冲击,天量信贷规模的产生,政府对银行贷款决策的干预程度达到空前,这均为我们解决已有文献可能存在的内生性问题提供环境。因此本文以世界金融危机爆发为背景,

^①资料来源:<http://economy.caijing.com.cn/2014-05-29/114220369.html>。

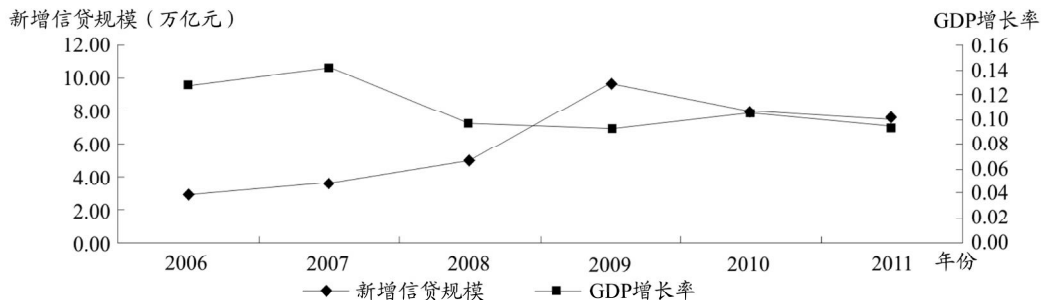
基于天量信贷对银行债务契约扭曲程度的视角,来研究政府干预银行信贷的具体微观作用机理,这对于我们进一步科学评价政府短期性刺激政策的经济后果,为制定更加科学合理的宏观调控政策提供理论依据,因而具有重要的理论与现实意义。

(一) 金融危机、天量信贷与银行债务契约扭曲

大量文献研究表明,政府干预将扭曲银行资本的逐利规律,降低其风险控制意识,被迫将过度的信贷资本投入资本市场,这不仅降低会计盈余信息在银行债务契约中的作用,而且意味着更高的信贷违约风险。如国内学者孙铮等(2006)的研究认为,政府对银行信贷决策的直接干预会使得国有企业会计盈余在银行债务契约中的有用性显著低于民营企业。面对全球金融危机的爆发,外部需求增长显著放缓,失业率不断上升,国内经济潜在增长率下滑等严峻挑战,我国政府加大了逆周期调控力度。其中信贷规模扩张是政府进行逆周期调控的重要政策工具之一,在此轮经济刺激计划中扮演着十分重要的角色。根据资本逐利规律,以盈利为目的的商业银行发放的贷款规模应与企业未来盈利前景直接关联,即银行信贷规模与经济增长趋势呈现显著正相关,总体来看应表现为顺周期规律。然而在经济形势明显下滑和企业盈利能力普遍下降的条件下,政府为稳住经济增长并率先实现复苏,通过逆周期的强干预,商业银行新增信贷规模不减反剧增,这必然会改变会计盈余在银行债务契约中的解释力(孙铮等,2006)。可见金融危机期间政府干预是我国信贷规模扩张的重要原因,并且必然会减弱会计盈余信息与银行债务契约间的相关关系。

正如图1所示,我国国内生产总值(GDP)增长率与新增信贷规模之间的关系在2008年出现突变,即从危机之前正相关关系向危机之后的负相关转变,特别是2009年新增信贷规模约为2007年3倍之多。形成这一转变的主要推手来自于我国政府对信贷市场的干预,致使在全国经济形势下滑的趋势下,信贷规模在2009年更是达到历史的空前规模9.6万亿元,我们将这一现象称为“天量信贷”。因此我们预期,相对于金融危机之前,受政府逆周期干预的影响,天量信贷致使企业会计盈余与银行债务间的相关关系变弱,具体表现为金融危机之后会计盈余在银行债务契约中的有用性显著降低。因此,提出以下研究假设1:

研究假设1:金融危机期间,政府干预下产生的“天量信贷规模”会致使会计盈余与银行借款间相关关系减弱,即会计盈余在银行债务契约中有用性的降低,表现为银行债务契约的扭曲。



说明:数据主要来源于国家统计局与中国人民银行网站。

图1 2006—2011年我国新增信贷规模与GDP增长率趋势图

(二) 产权属性、金融危机与银行债务契约扭曲

近年来,虽然我国国有商业银行的市场化改革取得了实质性进展。但由于历史等原因,我国存在国有与非国有两类产权属性完全不同的企业,形成了国有银行与国有企业同属国

家控股的局面,致使长期以来政府在资源配置当中仍占有重要地位,国有商业银行成为政府资源配置方式的主要渠道。作为最终控制人为政府的国有企业,其与政府及国有商业银行之间存在着天然的联系,这种联系在一方面给国有企业带来更多的政策性负担的同时,也为国有企业获得银行贷款等提供政策支持。众多文献研究表明,正是因为我国商业银行与国有企业存在着这种“特殊的关系”,在政治晋升竞赛的激励下,政府有能力、有意愿通过干预国有银行贷款对国有企业进行财政扶持(Ladd,1998; Loury,1998; Allen et al.,2005; Brandt and Li,2003; Cull et al.,2006; 江伟,李斌,2006;谭劲松等,2012)。随着国有商业银行的市场化改革,银行贷款行为日趋市场化,但信贷市场依然没有彻底改变的所有制歧视,使得国有企业获得了大部分商业银行贷款,而民营企业仍然面临着较为严重的外部融资约束问题(Cull and Xu,2005; Allen et al.,2005)。因此我们预期政府会倾向于通过干预银行,将其信贷资本优先配置给国有企业。

具体至本次金融危机,政府对银行信贷的干预与以往存在的最大不同,在于本次信贷规模之大达到历史空前(即天量信贷),仅国有企业难以完全吸纳如此巨大规模的信贷资本,这时作为优质的上市非国有企业也必然会受到银行信贷资本的青睐,而企业自身也具有获得银行信贷资本的动机以缓解其短期流动性不足。根据已有文献的研究结论,国有企业受到政府干预强度会明显高于非国有企业,且银行也会更倾向于或者说优先贷款给国有企业(Kornai,1998; Allen et al.,2005; Brandt and Li,2003; Cull et al.,2006; 林毅夫、李志赞,2004;朱凯、俞伟峰,2009;孔东民等,2013)。金融危机期间的天量信贷在两种产权性质类型完全不同的企业中分配一定会存在差异,表现为优先配给给国有企业(Johnson and Mitton,2003; Khwaja and Mian,2005; Cull and Xu,2005; 江伟,李斌,2006)。因此天量信贷降低会计盈余信息在银行债务契约中的有用性受到所有权性质的调节影响,表现为非国有企业中会计盈余信息在银行债务契约中有用性降低的幅度比国有企业更小(孙铮等,2006;廖秀梅,2007)。综上所述,我们预期,金融危机期间,由于受政府干预强度的不同及商业银行对不同属性企业青睐的差异,相对于非国有企业,国有企业会计盈余在银行债务契约中的有用性降低幅度将更加明显。为此我们提出研究假设2:

研究假设2:相对于非国有企业,金融危机致使国有企业会计盈余在银行债务契约中有用性降低更明显。

(三)天量信贷、银行债务契约扭曲与违约风险

银行贷款能否按期还本付息取决于企业未来还款能力的大小,企业未来的盈利能力则是其还款能力的重要保障。以会计盈余信息为基础作为债务契约中的主要限制性条款,在某种程度上可以有效防止企业投资高风险项目或发放清算性股利等机会主义行为(Watts and Zimmerman,1986),而且还有助于在违约或破产事件中对债权人权益的保护起到关键性作用(Sloan,2001)。因此政府干预条件下的逆周期性信贷扩张,在降低了会计盈余在银行债务契约中的有用性和扭曲了银行债务合约的同时,自然也加大了企业债务违约的风险。孙铮等(2006)研究发现较好的会计业绩往往意味着较低的违约概率。谭劲松等(2012)、巴曙松等(2005)的研究均发现政府干预是银行产生不良贷款的主要原因,且国有企业更为严重。可见,金融危机期间政府干预信贷意味着可能会产生更高的债务违约风险。

具体来说:第一,从微观企业视角来看,政府干预削弱了会计盈余与银行借款之间的相关关系,表明银行贷款决策将以更低的会计盈余作为保障,当银行借款到期时,企业可能没

有足够的会计盈余对其债务进行还本付息,这就意味着企业债务会面临更高的违约概率;第二,从危机之后的宏观经济表现来看,在短期性经济刺激下,虽然2010年宏观经济出现短暂的复苏迹象,但2011年GDP增长率又回到9.3%的历史低点,可见这种短期性刺激政策并没有实现宏观经济根本性复苏,因此宏观经济的低速增长意味着只有更低的企业盈余对银行借款进行还本付息;第三,从现实表现看,大规模的经济刺激计划使得近年来企业不良贷款率屡次再创新高,为应对金融危机的“天量信贷”产生的风险开始逐渐显现。综上所述,我们认为无论是以微观逻辑推理还是宏观经济趋势,以及现实逾期贷款的表现来看,危机期间政府干预条件下的“天量信贷”将会面临更高的违约概率,为此提出研究假设3:

研究假设3:金融危机期间的天量信贷致使银行债务契约被严重扭曲,预期危机之后银行债务具有更高的违约风险。

三、研究设计与样本选择

(一) 回归方程

为检验研究假设1与研究假设2,我们分别借鉴孙铮等(2006)、陆正飞等(2008)、原红旗等(2013)的研究,使用以下模型进行回归:

$$Debt_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 Cycle_{it-1} + \beta_3 Cycle_{it-1} \times ROA_{it-1} + \beta_4 Cur_{it-1} + \beta_5 Equity_{it} + \beta_6 Gross_{it-1} + \beta_7 Size_{it} + \beta_8 Grow_{it} + \beta_9 CF_{it} + \beta_{10} Offer_{it} + \beta_{11} Tang_{it} + \beta_{12} GAAP_{it} + \beta_{13} GAAP_{it} \times ROA_{it-1} + Inddum_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1)式中: $Debt$ 为因变量,本文采用以下两个指标代表企业借款规模。

(1)借鉴原红旗等(2013),使用现金流量表中披露的企业本期借款所获得的现金来表示企业银行借款额度,并使用期初总资产进行标准化。总银行借款($Debt1$)=本期借款所取得的现金/期初总资产。

(2)借鉴孙铮等(2006)、陆正飞等(2008)使用资产负债表中期末银行借款与期初银行借款的差额来表示当期新增银行借款,然后再使用期初总资产进行标准化。其具体计算公式:新增银行借款($Debt2$)=(期末银行借款-期初银行借款)/期初总资产,其中银行借款等于长期借款与短期借款之和。

自变量总资产净利润(ROA)为净利润与期末资产之比,考虑当期银行债务契约主要借助依赖于上一期盈利信息,因此我们选择滞后一期处理。

金融危机代理变量($Cycle_{it-1}$)为调节变量,考虑2007年下半年爆发的世界金融危机对我国经济产生深刻影响自2008年开始,表1也表明2008年是我国GDP增长率的拐点,出现了急剧下降,因此我们将2008年及之后作为危机之后, $Cycle_{it-1}$ 取值为1,其余时间则取值为0。表1的信贷规模数据表明,虽然2008年是金融危机影响的开始,但信贷规模自2009年才开始出现突增,其规模约为2008年的2倍。表明政府信贷刺激政策相应应有滞后效应,为此我们将 $Cycle_{it-1}$ 做滞后一期处理,以期更好地捕捉政府为应对金融危机对信贷市场的干预效应。

表1 2006-2011年我国GDP增长率与信贷规模

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GDP增长率(%)	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3
信贷规模(万亿元)	3.18	3.63	4.83	9.60	7.92	7.47

注:数据主要来源于国家统计局与中国人民银行网站。

为了控制企业银行借款的相关影响因素,我们分别控制了流动比率(*Cur*)、股东权益比率(*Equity*)、营业毛利率(*Gross*)、公司规模(*Size*)、公司成长性(*Grow*)、自有资金比率(*CF*)、权益筹资能力(*Offer*)以及有形资产比例(*Tang*),此外我们还以虚拟变量 *Inddum* 控制行业效应。需要说明的是,原红旗等(2013)研究表明新会计准则对会计盈余在银行债务契约中的有用性具有重要影响,为避免新会计准则可能产生的系统性影响,我们借鉴 Ke 等(2012)、原红旗等(2013),使用 2006 年新旧会计准则报告利润的差异与会计盈余进行交乘(*GAPP*×*ROA*),以尽可能的控制新会计准则的影响,因此 2007 年及以后上市的公司由于在 2006 年无观测值而被剔除。以上变量的具体定义详见表 2。

为了检验研究假设 3,建立如下回归模型:

$$Violate_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cycle_{it-1} + \alpha X' + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

上述模型中,因变量(*Violate*)为企业是否出现借款违约,借鉴孙铮等(2006),使用当期短期银行借款额度与当期偿还借款额度^①的差额来衡量公司是否按期偿还借款,若有逾期未还款取值为 1,否则取值为 0。自变量 *Cycle* 为金融危机代理变量,定义与前文相同,根据研究假设 3 可知, β_1 为待检验系数,若其显著大于 0,表明金融危机之后公司银行借款违约概率显著高于危机之前。*X'*为控制变量,主要控制了公司规模(*Size*)、自有资金比率(*CF*)、企业成长性(*Grow*)、企业筹资能力(*Offer*)、有形性资产比例(*Tang*)以及企业盈利能力(*ROA*)等可能的影响因素。其变量的具体定义详见表 2。

表 2 主要变量的具体定义

变量类型	变量名称	变量具体定义
因变量	总银行借款(<i>Debt1</i>)	本期借款所取得的现金/期初总资产。
	新增银行借款(<i>Debt2</i>)	(期末银行借款-期初银行借款)/期初总资产。
	违约概率(<i>Violate</i>)	当年出现逾期借款时取值为 1,否则取值为 0,表示企业债务违约的风险。
自变量	资产净利润率(<i>ROA</i>)	为净利润与期末总资产之比。
	金融危机(<i>Cycle</i>)	2008 年之后取值为 1,否则取值为 0。
控制变量	流动比率(<i>Cur</i>)	上一期流动资产与流动负债之比。
	股东权益比率(<i>Equity</i>)	所有者权益与总资产之比。
	营业毛利率(<i>Gross</i>)	上一期主营业务利润/主营业务收入。
	公司规模(<i>Size</i>)	期末总资产取自然对数。
	公司成长性(<i>Grow</i>)	主营业务收入增长率=(当期主营业务收入-上一期主营业务收入)/上一期主营业务收入。
	自有资金比率(<i>CF</i>)	现金流量表中经营活动产生的现金流量减去投资活动产生的现金流量金额后,再使用期初总资产进行标准化。
	筹资能力(<i>Offer</i>)	筹资活动产生的净现金流与期初总资产之比,表示企业筹资能力。
	有形资产比例(<i>Tang</i>)	固定资产与总资产之比。
	会计准则影响程度(<i>GAAP</i>)	Ke 等(2012)、原红旗等(2013)以新旧会计准则报告 2006 年净利润的差异来度量。

①当期偿还借款额度:对应现金流量表中“偿还债务所支付的现金”。

(二) 样本选择

为了保持样本的对称性,本文选择 2006–2011 年间上市公司数据为样本,并分别剔除金融类企业、数据缺失的样本、2007 年以后上市的公司及产权属性不明的样本,最终得到共 8 257 个(其中 *Debt2* 模型 8 592 个)样本观察值,样本中一共包括 1 676 家上市公司。为了避免异常值的影响,对除虚拟变量外的所有连续变量均进行了上下 1% 缩尾处理,其中关于最终控制人区分的数据则来自于色诺芬数据库,其余均来自 CSMAR 数据库。

四、实证过程与结果分析

(一) 主要变量描述性统计

表 3 为本文主要变量的具体描述性统计结果,其中 *Debt1* 的均值为 0.287,中位数为 0.245,其大小分别与原红旗(2013)一致,而 *Debt2* 的均值则为 0.029,中位数为 0.004,与孙铮等(2006)的数值基本一致。金融危机代理变量(*Cycle*)均值为 0.565,表明约有 56.5%的观测值落入金融危机之后的区间内,属于不完全对称样本。其他均为控制变量,基本呈现正态分布,保证了样本回归的可靠性。

表 3 主要变量的描述性统计

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Std</i>	25%	<i>Median</i>	75%
<i>Debt1</i>	8 257	0.287	0.243	0.097	0.245	0.415
<i>Debt2</i>	8 592	0.029	0.129	-0.031	0.004	0.071
<i>ROA</i>	8 257	0.026	0.076	0.009	0.029	0.057
<i>Cycle</i>	8 257	0.565	0.496	0	1	1
<i>Cur</i>	8 257	1.421	1.272	0.802	1.146	1.621
<i>Equity</i>	8 257	0.447	0.249	0.327	0.456	0.601
<i>Gross</i>	8 257	0.234	0.162	0.124	0.197	0.312
<i>Size</i>	8 257	21.732	1.238	20.891	21.638	22.467
<i>CF</i>	8 257	0.118	0.171	0.019	0.100	0.198
<i>Grow</i>	8 257	0.231	0.620	-0.016	0.140	0.319
<i>Offer</i>	8 257	0.037	0.155	-0.042	0	0.075
<i>Tang</i>	8 257	0.280	0.189	0.130	0.247	0.408

(二) 实证结果

表 4 为本文研究假设 1,即对金融危机、天量信贷与银行债务契约扭曲进行检验的结果。检验结果显示:无论是总银行借款(*Debt1*)还是新增银行借款(*Debt2*)模型中,会计盈余与金融危机交互项($Cycle_{t-1} \times ROA_{t-1}$)系数均显著为负,表明相对于金融危机前,金融危机之后的样本区间,会计盈余在银行债务契约中的有用性出现显著下降,支持了研究假设 1 的逻辑推理,即为应对金融危机产生的天量信贷显著降低了会计盈余在银行债务契约中的有用性,从而扭曲了银行债务契约。控制变量回归结果显示:股东权益比率(*Equity*)与毛利率(*Gross*)系数均显著为负,公司规模(*Size*)与成长性(*Grow*)系数均显著为正,以上控制变量的回归结果与孙铮等(2006)、陆正飞等(2008)、原红旗等(2013)基本一致,表明了回归结果的稳健性。

表 4 金融危机、天量信贷与银行债务契约扭曲

	Debt1		Debt2	
	系数	T 值	系数	T 值
ROA	0.317 ***	2.70	0.182 ***	3.43
Cycle	-0.029 **	-2.38	-0.007 **	-1.97
Cycle× ROA	-0.347 **	-2.51	-0.072 **	-2.11
Cur	-0.025 ***	-3.80	0.006 ***	4.06
Equity	-0.144 ***	-4.80	-0.036 ***	-3.74
Gross(毛利率)	-0.185 ***	-5.50	-0.017 *	-1.70
Size	0.031 ***	6.66	0.012 ***	12.91
CF	0.025	0.91	0.027 **	2.00
Grow(成长性)	0.051 ***	7.57	0.037 ***	8.26
Offer	0.545 ***	28.33	0.431 ***	14.24
Tang	-0.018	-0.74	0.016 **	2.47
GAAP	-0.004	-0.37	0.002	0.32
GAAP×ROA	0.083	1.04	0.045	1.20
_cons	-0.256 **	-2.48	-0.25 ***	-9.49
行业	控制		控制	
N	8 257		8 592	
F Value	97.63 ***		75.13 ***	
R ²	0.323		0.411	

注:表中数据为各自变量的回归系数与 T 值,其中 T 值经公司时间两个维度的 cluster 修正;***, **, * 分别表示在 1%,5%,10%统计意义上显著。

表 5 为本文研究假设 2,即检验不同产权属性下,金融危机产生的天量信贷对会计盈余在银行债务契约中有效性的调节影响是否存在显著性差异。其结果显示:无论是当年总银行借款(Debt1)还是新增银行借款(Debt2)模型中,在国有企业样本中,金融危机与会计盈余交互项(Cycle× ROA)系数均显著为负,且回归系数明显小于非国有企业样本。该回归结果说明,金融危机期间,由于干预程度及与政府关系的不同,致使天量信贷更倾向优先配给国有企业,最终表现为相对于非国有企业,国有企业的会计盈余信息在银行债务契约中的有用性更低,但两组回归中的金融危机与会计盈余交互项(Cycle× ROA)差异性检验均不显著,从而支持了研究假设 2,即“政府干预”对国有企业银行债务契约影响程度更大,但考虑天量信贷的规模太大,非国有上市公司作为优质企业的代表,也成为商业银行信贷扩张的对象,致使其银行债务契约也被严重扭曲。其余控制变量回归结果与表 4 基本一致。

表 5 产权性质、金融危机、天量信贷与银行债务契约扭曲

	Debt1		Debt2	
	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
ROA	0.389 *** (2.86)	0.303 ** (2.50)	0.215 *** (4.13)	0.151 ** (2.50)
Cycle	-0.028 * (-1.65)	-0.029 *** (-2.78)	-0.006 (-1.05)	-0.007 *** (-4.20)
Cycle× ROA	-0.466 *** (-4.27)	-0.324 * (-1.74)	-0.072 ** (-2.20)	-0.049 (-0.67)
Cur	-0.026 *** (-3.56)	-0.020 *** (-2.70)	0.008 (3.89)	0.005 *** (4.61)
Equity	-0.243 *** (-5.15)	-0.100 *** (-2.61)	-0.074 *** (-5.33)	-0.015 (-1.46)

续表 5 产权性质、金融危机、天量信贷与银行债务契约扭曲

	Debt1		Debt2	
	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
Gross	-0.139*** (-4.09)	-0.220*** (-4.90)	0.000 (0.03)	-0.027*** (-3.23)
Size	0.019*** (3.49)	0.045*** (7.20)	0.007*** (5.59)	0.014*** (6.83)
CF	0.029 (0.82)	0.004 (0.10)	0.058*** (2.62)	-0.017 (-1.12)
Grow	0.054*** (9.49)	0.047*** (6.32)	0.043*** (12.43)	0.031*** (5.04)
Offer	0.579*** (38.15)	0.487*** (15.45)	0.446*** (16.55)	0.408*** (14.67)
Tang	-0.043 (-1.24)	0.026 (0.77)	0.008 (0.84)	0.024 (1.48)
GAAP	0.001 (0.09)	0.002 (0.13)	0.001 (0.23)	0.003 (0.30)
GAAP×ROA	0.017 (0.15)	0.091 (1.48)	0.123** (2.45)	-0.002 (-0.07)
_cons	0.079 (0.63)	-0.613*** (-4.50)	-0.149*** (-3.47)	-0.308*** (-5.92)
Difference test of Cycle×ROA	1.09 (0.297)		0.12 (0.731)	
行业	控制	控制	控制	控制
N	4 771	3 486	4 973	3 619
F Value	65.99***	27.03***	44.90***	32.76***
R ²	0.365	0.290	0.449	0.380

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数值为 T 值,并经公司时间两个维度的 cluster 修正;***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 统计意义上显著。

表 6 与表 7 则为研究假设 3 的回归结果,其中表 6 为对金融危机前后公司违约概率是否出现显著性差异进行的单变量检验。其检验结果显示,无论是均值还是中位数检验,金融危机之后违约概率均出现显著提升。表 7 则为金融危机与公司银行借款违约概率的多元回归分析。由于银行借款违约为虚拟变量,我们使用 Logit 回归模型,检验危机之后银行借款违约概率是否发生显著性变化。此外考虑到当期银行借款是否违约至少需要至下一期才能表现出来,即 2009 年作为政府干预银行信贷第一年,其是否违约需要至 2010 年才能显现出来,为此我们选择 2006–2012 年作为样本区间,并剔除过渡期 2009 年的数据作为样本进行回归。其回归结果显示,在全样本回归组中,金融危机变量(Cycle)系数显著为正,表明整体上相对于金融危机前,金融危机之后公司银行借款违约概率出现显著提升。

进一步按产权属性进行分组,以检验金融危机前后,银行借款违约概率是否有显著性差异。回归结果显示:相对于国有企业,非国有企业样本中金融危机变量(Cycle)系数显著更小,此外我们还将产权性质变量与金融危机变量进行交乘(State×Cycle),其系数为正,但 T 值为 1.36,达边际显著,考虑 State 与 State×Cycle 可能存在较为严重的共线性,且 State 系数并不显著,因此我们剔除非重要项(State)重新回归,此时产权性质与金融危机变量的交互项(State×Cycle)系数则显著为正。以上结果说明,相对于非国有企业,国有企业金融危机之后其银行借款的违约概率显著更高,从而进一步支持了金融危机期间政府干预信贷,主要通过国有企业渠道展开。此外该结果还支持了研究假设 3,即被扭曲的银行债务契约意味着未来具有更

高的违约风险,应对金融危机产生的天量信贷是银行不良贷款逐渐增加的根本性原因。

表 6 金融危机、天量信贷、银行债务契约与违约风险(单变量检验)

	均值检验	中位数检验
金融危机后	0.340	0.000
金融危机前	0.325	0.000
差异性检验	0.015 * (1.81)	0.000 * (1.81)

注:括号内为检验报告 T 值,其中中位数检验结果为 Z 值,***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 统计意义上显著。

表 7 产权性质、天量信贷、银行债务契约与违约风险(多元回归)

	全样本	国有企业	非国有企业	交互项	
<i>Cycle</i>	0.274 *** (3.48)	0.307 *** (3.75)	0.270 *** (2.68)	0.223 ** (2.50)	0.218 ** (2.34)
<i>State</i>				0.008 (0.11)	
<i>State</i> × <i>Cycle</i>				0.105 (1.36)	0.113 ** (2.24)
<i>Size</i>	-0.244 *** (-5.42)	-0.190 *** (-4.75)	-0.336 *** (-4.87)	-0.252 *** (-5.65)	-0.252 *** (-5.69)
<i>CF</i>	-0.338 *** (-2.61)	-0.083 (-0.59)	-0.578 * (-1.72)	-0.323 ** (-2.48)	-0.323 ** (-2.47)
<i>Grow</i>	0.0724 (0.86)	0.111 (1.37)	0.0369 (0.36)	0.074 (0.87)	0.074 (0.87)
<i>Offer</i>	2.188 *** (4.40)	2.528 *** (5.13)	1.935 *** (4.02)	2.202 *** (4.48)	2.203 *** (4.48)
<i>Tang</i>	-0.221 (-0.65)	-0.065 (-0.23)	-0.501 (-0.93)	-0.229 (-0.66)	-0.229 (-0.67)
<i>ROA</i>	-1.563 ** (-2.03)	-1.359 (-1.34)	-1.461 * (-1.74)	-1.526 ** (-1.96)	-1.526 ** (-1.96)
<i>_cons</i>	4.334 *** (4.44)	2.798 *** (3.09)	6.601 *** (4.63)	4.511 *** (4.66)	4.511 *** (4.66)
<i>N</i>	8 571	4 786	3 783	8 571	8 571
<i>Wald Chi2</i>	351.07 ***	171.56 ***	231.18 ***	355.66 ***	355.50 ***
<i>Pseudo R²</i>	0.039	0.036	0.055	0.039	0.039

注:表中数据为各自变量的回归系数,括号内的数值为 Z 值,并经公司时间两个维度的 cluster 修正;***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 统计意义上显著。

(三) 其余检验

为了进一步证实本文的逻辑推理,我们还分别进行了如下检验:

第一,研究假设 2 认为相对于非国有企业,由于国有企业受政府干预较多,且政府为国有企业债务进行保障,致使商业银行更倾向于将信贷资本配给国有企业,表现为在金融危机期间其会计盈余在银行债务契约中有用性更低。为了进一步验证政府干预是导致国有企业与非国有企业样本中,会计盈余在银行债务契约中的有用性存在差异的主要原因,我们分别按照樊纲等(2011)的地区金融发展程度的中位数分成高低两组进行回归,以检验不同的金融发展程度是否对金融危机期间会计盈余在银行债务契约的有用性产生影响,研究发现无论是国有企业还是非国有企业,政府干预越强的地方会计盈余在银行债务契约中有用性降低程度更高。

第二,原红旗等(2013)、陆正飞等(2008)的研究表明,盈余质量可能对会计盈余的债务

契约有用性存在影响。为此,我们使用修正 JONES 模型估算出可操纵性应计后取绝对值表示盈余质量,进行分组检验。研究发现,政府干预产生的天量信贷致使高质量的会计盈余在银行债务契约中有用性显著下降,而对低质量的会计盈余影响较弱。

第三,为了检验政府为应对金融危机产生的天量信贷的价值效应,本文借鉴饶品贵和姜国华(2013)、连军等(2011),分别基于企业的长短期业绩两个维度进行检验,其中短期业绩借鉴饶品贵和姜国华(2013)以营业利润率(*Gross*)来表示,而公司长期业绩则借鉴连军等(2011)以托宾 *Q* 值来表示。研究发现,为应对世界金融危机,政府干预银行信贷虽然有助于企业解决流动性不足,表现为提升企业短期业绩,但却损害了企业长期价值。

此外,为了使本文的研究结论更加稳健,我们分别基于样本、变量等方面对本文的主要结论进行稳健性检验,具体回归如下:第一,本文的主回归中选择 2006–2011 年作为样本区间,考虑可能存在样本选择偏差问题,为此我们选择 2003–2012 年数据作为样本对研究假设 1 进行重新回归;第二,借鉴原红旗等(2013),使用期初期末借款的差额以及偿还的借款估算出本期银行借款额度,即本期银行借款额=(期末借款余额+本期偿还借款支付的现金-期初借款余额)/期初总资产,进行稳健性检验;第三,以净资产报酬率(*ROE*)代替总资产净利润率(*ROA*)作为会计盈余指标进行稳健性检验;第四,借鉴孙铮等(2006),基于 Wind 数据库搜集 2006–2012 年度公司披露因借款纠纷受到银行诉讼的数据,以受到银行诉讼次数作为银行借款违约指标进行稳健性检验。以上检验均与主检验发现一致,表明本文研究结论是稳健的,受文章篇幅所限,不能报告所有回归结果。

五、结论及政策启示

为应对世界金融危机对我国实体经济造成的巨大影响,我国政府以其前所未有的力度出台了系列经济刺激政策,其中信贷扩张政策扮演着十分重要的角色。然而,关于政府在这一过程中干预银行信贷的逆周期性行为在微观企业中是如何表现,以及大规模的信贷扩张政策又会产生怎样的影响是一个非常值得关注的问题。正因为如此,本文以 2008 年世界金融危机的爆发为背景,基于样本的对称性选择 2006–2011 年非金融类上市公司为原始数据,研究政府干预产生的天量信贷如何影响会计盈余信息在银行债务契约中的有用性及其后果。检验结果显示:受金融危机的影响,天量信贷致使会计盈余信息在银行债务契约中的有用性出现显著性下降,表现为银行债务契约被严重扭曲,且国有企业的银行债务契约被扭曲程度更高。经济后果显示,金融危机之后银行债务具有更高的违约风险,且国有企业违约风险更高。进一步检验还发现金融危机期间天量信贷刺激虽有助于提升企业短期业绩,却降低了企业长期业绩。

本文的政策意义主要表现为:政府在出台各种经济刺激政策时,不仅需要考虑经济刺激政策短期效果,更为重要的是要权衡其可能产生的长期后果。政府应尽量避免出台过多的短期性刺激政策,而为宏观经济长期增长埋下风险。因此,政府应该更多地使用长期性促进经济增长政策,从而有利于宏观经济可持续的增长。当然,本文也存在一些不足之处,主要体现在:第一,受样本区间所限,我们无法提供关于该轮信贷扩张政策更长期性的后果。因此,我们后期需要对其可能产生的长期性后果进行进一步追踪;第二,本文仅基于会计盈余在银行债务契约中有用性的显著性变化这一微观视角来捕捉政府对银行信贷干预这一宏观行为。然而在该轮经济刺激政策中,除信贷扩张之外还有诸如财政政策、产业政策等方面,

关于这些政策的微观表现以及经济后果如何,均是未来非常值得继续探索的问题。

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.步丹璐、文彩虹,2012:《政府补助、薪酬差距和企业业绩——来自社会初次分配与再次分配的关系分析》,西南财经大学会计学院工作论文。
- 3.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。
- 4.江伟、李斌,2006:《制度环境、国有产权与银行差别贷款》,《金融研究》第11期。
- 5.孔东民、刘莎莎、王亚男,2013:《市场竞争、产权与政府补贴》,《经济研究》第2期。
- 6.连军、刘星、杨晋渝,2011:《政治联系、银行贷款与公司价值》,《南开管理评论》第5期。
- 7.廖秀梅,2007:《会计信息的信贷决策有用性:基于所有权制度制约的研究》,《会计研究》第5期。
- 8.林毅夫、李志赟,2004:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》第2期。
- 9.陆正飞、祝继高、孙便霞,2008:《盈余管理、会计信息与银行债务契约》,《管理世界》第3期。
- 10.饶品贵、姜国华,2013:《货币政策、信贷资源配置与企业业绩》,《管理世界》第3期。
- 11.孙铮、李增泉、王景斌,2006:《所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据》,《管理世界》第10期。
- 12.谭劲松、简宇寅、陈颖,2012:《政府干预与不良贷款——以某国有商业银行 1988-2005 年的数据为例》,《管理世界》第7期。
- 13.万良勇、孙丽华,2010:《公司高额现金持有政策能减缓金融危机冲击吗?——来自中国上市公司的经验证据》,《财政研究》第6期。
- 14.原红旗、李玉博、娄芳、张瑶,2013:《新会计准则与会计盈余的债务合约有效性》,《中国会计与财务研究》第1期。
- 15.朱凯、俞伟峰,2009:《分税制、控制权性质与公司资本结构决策》,上海财经大学与香港理工大学工作论文。
- 16.Allen, F., J. Qian, and M. J. Qian. 2005. "Law, Finance and Economic Growth in China." *Journal of Financial Economics* 77(1): 57-116.
- 17.Brandt, L., and H. B. Li. 2003. "Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information or Incentives?" *Journal of Comparative Economics* 31(3): 287-413.
- 18.Cull, R., and L. C. Xu. 2005. "Institutions, Ownership, and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment among Chinese Firms." *Journal of Financial Economics* 77(1): 117-146.
- 19.Cull, R., L. X. Xu, and T. Zhu. 2006. "Informal Institutional Arrangements and Economic Growth in Developing Countries: The Many Faces of Trade Finance in China." World Bank Working Paper. <http://www.doc88.com/p-379481357114.html>.
- 20.Johnson, S., and T. Mitton. 2003. "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia." *Journal of Financial Economics* 67(2): 351-382.
- 21.Ke, B., Y. Li, and H. Yuan. 2012. "The Effect of Mandatory IFRS Adoption on the Stewardship Usefulness of Financial Reporting." Working Paper, Nanyang Technological University.
- 22.Khwaja, A. I., and A. Mian. 2005. "Do Lenders Favor Politically Connected Firms?" *Quarterly Journal of Economics* 120(4): 1371-1411.
- 23.Kornai, J. 1998. "The Place of the Soft Budget Constraint Syndrome in Economic Theory." *Journal of Comparative Economics* 26(1): 11-17.
- 24.Ladd, H. 1998. "Evidence on Discrimination in Mortgage Lending." *Journal of Economic Perspectives* 12(2): 41-62.
- 25.Loury, G. 1998. "Discrimination in the Post-civil Rights Era: Beyond Market Interactions." *Journal of Economic Perspectives* 12(2): 117-126.
- 26.Sloan, R. G. 2001. "Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion." *Journal of Accounting and Economics* 32(1-3): 335-347.
- 27.Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

(下转第 160 页)

The Progress of Quantifying Non-tariff Measures

Xie Linghong¹, Wei Guoxue² and Liu Yu³

(1: Institute of Agricultural Economics and Development, Chinese Academy of Agricultural Sciences; 2: Academy of Macroeconomic Research, National Development and Reform Commission; 3: Institute of Policy and Management, Chinese Academy of Sciences)

Abstract: With the slowdown in global trade growth and the reduction of tariff rates, dealing with non-tariff measures has become an important issue of trade liberalization. Due to its characteristics of complexity and confidentiality, Classification of non-tariff measures vary and it is difficult to directly quantify its impact which have become a tool of trade protectionism. There are four main methods to quantify non-tariff measures which are ratio indexes, price comparison, trade flow and general equilibrium method. Ratio indexes are the basis of other econometric analysis and are used to estimate the impact of non-tariff measures on national and industrial level; Price comparison can intuitively show the impact on prices; Trade flow method is used to study the influence of the non-tariff measures on trade flows by gravity model; General equilibrium model can simulate the impact on the production and consumption. Data is the foundation of quantitative research of non-tariff measures, and the latest public databases of international agencies can satisfy the basic needs of the domestic researchers.

Keywords: Non-Tariff Measures, Price Effect, Quantity Effect, Positive Methods

JEL Classification: F13

(责任编辑:孙永平、陈永清)

(上接第 140 页)

Financial Crisis, Record Lending and Bank Debt Contracts: Empirical Evidence from China's Listing Corporation

Li Mangmang¹, Wang Hongjian¹ and Li Qingyuan²

(1: School of Management, Jinan University; 2: School of Economics
and Management, Wuhan University)

Abstract: Under the background of the expansion of record lending during financial crisis, this paper investigates how credit stimulus policy under government intervention distorts bank debt contracts and studies its following economic results by using non-financial listed company's data in China from 2006 to 2011. The research shows that with the impact of financial crisis, the usefulness of accounting profitability information for bank debt contracts has a remarkable decline because of record lending. In other words, comparing with the non state-owned enterprises, state-owned enterprises experience a much more significant decrease in sensitivity. The test of economic consequences reveals that bank debts have a significantly higher probability of default during crisis than pre-crisis, and the probability of default in state-owned enterprises is much higher than non-state-owned enterprises. Further research on value effect also illustrates that although record lending stimulus policy is conducive to promoting enterprise's short-term performance, it is detrimental to their long-term performance.

Keywords: Financial Crisis, Record Lending, Bank Debt Contract, Risk of Default

JEL Classification: C32, E44

(责任编辑:彭爽)