

民营企业参股银行的动机与效果研究

——以上市民营企业为例

郭牧炫 廖 慧*

摘要: 本文以 2006 - 2010 年各年新增参股银行的上市民营企业为研究对象,从参股动机和效果两个维度对民营企业参股银行进行了研究,并考察了参股行为对民营企业融资约束的影响。结果发现,上市民营企业参股银行更多出于追求多元化经营和分享银行业的垄断利润考虑,参股后民营企业的融资约束得到了显著缓解。比较参股前后发现,民营企业在整体负债水平、银行借款方面都有显著增加,借款期限结构显著缩短,显示参股银行的确可以帮助民营企业获得外部融资。相比之下,参股后企业的营业外净收益有所增加,但整体绩效水平显著下降。

关键词: 民营企业 参股银行 融资约束 产融结合

一、问题提出

在中国的融资体系下,国有企业受中央或地方政府控制,一方面其利润的大部分归政府财政收入,一方面创造了大量的就业岗位,为经济转型时期的社会稳定作出了巨大贡献。因此国有企业与各级政府存在天然的联系,不易受到融资约束。Cull 和 Xu(2003)就指出中国的国有企业无论绩效如何,都可以轻易获得银行融资。相比之下,民营企业与政府或银行均没有天然的联系,极易受到银行信贷歧视。在股权融资上,民营企业也易受到歧视(Wang et al. 2008; Su and Yang 2009)。

因此,民营企业有很强的动力去寻找缓解融资约束的方法,与银行建立经济契约——相互持股便是其中的一种。祝继高(2012)详细比较了各主要国家的银行与企业相互持股的经济效果,发现银行持股企业可以降低企业的代理成本,有助于企业获得融资;而企业持股银行业可以通过关联贷款缓解企业的融资约束。同时他也警示两者互相持股所伴随的风险和负面作用。Lu 等(2011)和 Lin 等(2009)均以中国上市公司为例,分别对企业持股银行和银行持股企业这两种契约方式进行了研究。

Lu 等(2011)发现相比于国有企业,民营企业更偏好持有商业银行的股份,持有银行股权的民营企业可以缓解银行的信贷歧视,利息费用也相对较低。而且持有银行股份的企业经营表现更好。而 2003 年新修订的《中华人民共和国商业银行法》规定“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资,但国家另有规定的除外。”可见,目前我国尚不允许银行持有企业的股权。Lin 等(2009)研究的样本企业均是历史遗留下来的。相比之下,企业持有金融机构股权则在法律允许范围之内,蔺元(2010)指出,截至 2010 年沪深两市共有 133 家制造业企业参股金融机构。此外, Lu 等(2011)与蔺元(2010)同样以中国上市企业为例,研究了参股银行等金融机构对企业经济绩效的影响,但因样本期和持股金融机构的类型不同,不同研究者的结论也不尽相同。前者并没有比较企业持股前后的负债水平差异,或许企业本身负债水平就较高,出自财务风险的考虑才选择持股银行。后者则将国有企业和民营企业混合研究,两类企业因融资约束程度不同,持股金融机构的动机可能存在差异;而且银行作为国内企业外部融资的主要渠道,没有单独考察企业持股银行的经济效果。

鉴于此,本文以 2006 - 2010 年各年新增的参股银行的上市民营企业为例,就民营企业在参股银行前后的负债和银行借款水平进行比较研究,从而克服内生性的干扰。对于样本的选择,考虑到国有企业和民营企业在融资约束方面的较大差异,本文只考察民营企业,探讨其参股银行的动机。并结合参股前后民营企业

* 郭牧炫,南开大学金融学系,邮政编码:300071,电子信箱:mxguo1986@hotmail.com;廖慧,南开大学金融学系,邮政编码:300071,电子信箱:xyzliaohui@163.com。

本文感谢中央高校基本科研业务费项目(NKZXB10046)资助。感谢匿名审稿人的意见,文责自负。

的财务指标变化,综合考察参股银行对缓解民营企业融资约束、改善经营绩效的作用。结果表明上市民营企业参股银行的动机并非来自融资约束的压力,而是出于多元化经营、分享银行业垄断利润的考虑。接着比较民营企业参股银行前后融资、盈利等指标的变化发现,参股银行后民营企业在整体负债水平、银行借款方面都有显著增加,银行借款期限结构显著缩短。该结果为参股银行帮助民营企业缓解融资约束提供了有力证据。相比之下,参股后民营企业的绩效水平出现了显著下滑,非营业净收益在利润构成中的比重相应上升,显示出银行业垄断利润对企业收益的贡献。

本文余下部分内容安排如下:第二部分为理论分析;第三部分为变量与统计描述;第四部分为民营企业参股银行对融资约束的影响;第五部分研究民营企业参股银行的动机和效果;第六部分为全文结论。

二、理论分析

(一) 缓解融资约束的角度

一般认为,日本的主银行制度和德国的全能银行体系下,银行与其客户有很强联系,这种联系常被认为是新兴市场国家转型和发展的主要动力。青木昌彦和帕特里克(1998)就指出,日本金融与实体部门的紧密联系是日本现代企业在国际上具有竞争力的重要因素,银行与企业的紧密关系有助于委托代理问题、借款者和贷款者信息不对称等问题的缓解。通过银行与企业间紧密的关系,银行可以掌握更多企业内部的信息,从而减轻信息不对称,为企业提供更多的融资便利。Hoshi等(1991)研究发现相比于一般企业,与主银行有紧密联系的企业在做投资决策时,不易受到流动性约束。Petersen和Rajan(1994)以美国小企业为例,发现与银行有紧密联系的企业能够增加融资可得性,但成本没有显著减少。Weinstein和Yafeh(1998)以日本的制造业企业为例,发现与银行有紧密联系的企业虽然可以更容易获得银行融资,但因获得融资而增加的收益大部分被银行占据。

大量对新兴市场国家的研究也证实了银行与企业的关联有助于企业获得银行融资,Laeven(2001)通过建立理论模型,指出由于大的银行股东可以解雇管理层,所以这类股东可以利用其权利保证银行管理者进行关系贷款,采用俄罗斯的数据,Laeven(2001)发现银行倾向贷款给持有银行大量股权的企业。Charumilind等(2006)以泰国为例,指出与银行有关联的企业有更多的机会获得长期贷款,需要的抵押品也更少。Maurer和Haber(2007)对墨西哥持股银行的企业进行了研究,结果发现控股银行的企业与该银行的信息不对称程度较低,银行倾向于给这类企业贷款。

结合Lu等(2011)的结论,我们判断上市民营企业持有银行股权的目的是为缓解融资约束,降低财务费用,而且持股银行后会改善企业的经营绩效。首先,持有银行股权可以降低银企双方的信息不对称程度,降低银行对企业放贷的监督成本,银行资金使用效率的提高自然增加了银行向企业发放贷款的意愿,进而促使企业去持有银行的股权。其次,持有银行股权达到一定比例时,企业可以派人员进入银行的董事会,影响银行对企业的信贷决策,帮助企业及时获得融资。由于国内银行对民营企业存在着信贷歧视,与银行建立良好的关系——股权关系便是其中之一,可以在一定程度上缓解信贷歧视。因此,从融资约束的角度判断,我们提出如下假说。

假说1:上市民营企业参股银行的动机来源于缓解企业的融资约束。

假说2:民营企业参股银行后,整体融资水平、银行借款均高于参股前。

(二) 产融结合的角度

产融结合主要指产业资本与金融资本相结合,其被认为是市场经济发展过程中的必然结果(Coase, 1937; Teece, 1981)。结合的方式既可以是金融资本进入产业领域,也可以是产业资本进入金融领域,本文关注的便是后一种方式。一般认为,产业资本通过与金融资本结合可以从规模经济和范围经济两个维度提升企业的绩效水平。蔺元(2010)则从企业参股金融机构的角度考察了产融结合的效果,结果表明参股金融机构的企业动因主要源自企业的业绩增速和规模扩张。比较企业持股前后,上市企业的资产负债率水平显著提高,但是财务费用并没有下降,反而上升。而且持股后的企业盈利能力也出现了下滑,并没有实现产融结合的经济目标。

尽管目前国内研究者对产融结合效果的评价不一,但国内企业参股银行还有一个动力来源,那就是金融垄断行业的垄断利润,从上市公司每年的利润来看,金融机构的利润远高于非金融企业的利润。现阶段国内银行业存在行业准入限制,在垄断的壁垒下,银行业一直保有可观的垄断利润,民营企业参股银行可以拓宽经营范围,在产业竞争不断加剧的环境下,分享银行业的垄断利润,丰富收入来源,减少绩效波动。因此,从产融结合角度有如下假说。

假说3:上市民营企业参股银行的动机来源于多元化经营、分享银行业的垄断利润。

假说4:民营企业参股银行后,盈利质量和绩效水平均得到改善。

三、变量与统计描述

本文选取 2006 – 2010 年^①的上市民营企业,剔除金融类公司以及 ST 类的非金融公司,共获得 3 880 个样本年数据。对于一家公司同时持有多家银行的情况,其持股比例以持有量最多的统计^②。财务数据和民营企业的划分标准均取自 WIND 数据库^③。

为排除异常值的干扰,我们对连续型变量在其分布 1% 及 99% 的位置进行缩尾处理(winsorize)。表 1 列出了民营企业持股银行的统计描述。(1)、(2) 列按时间统计了参股银行和无参股银行的民营企业,随时间推移,参股银行的民营企业逐年增多,在所有上市民营企业中的占比基本维持在 13%。(3)、(4) 列按行业分类统计了有无参股银行的民营企业,可以看出参股银行的民营企业主要集中在制造业,该行业参股银行的民营企业占到了样本中所有参股企业的 55%;从行业内看,批发零售业内的民营企业参股积极性最高,占到了该行业的 39%,另外有三个行业无民营企业参股银行。

表 1 民营企业参股银行统计

年份	(1) 参股银行 的民营企业	(2) 无参股银行 的民营企业	(1) (1) + (2)	行业	(3) 有银行持股 的民营企业	(4) 无银行持股 的民营企业	(3) (3) + (4)
2006	65	364	0.15	综合类	26	70	0.27
2007	59	441	0.12	制造业	216	1775	0.11
2008	74	486	0.13	信息技术业	25	216	0.10
2009	83	557	0.13	房地产业	22	258	0.08
2010	111	828	0.12	批发零售业	69	110	0.39
				水电煤业	8	28	0.22
				交通运输业	11	18	0.38
				采掘业	4	12	0.25
				农林牧渔业	11	56	0.16
总计	392	2676	0.13	总计	392	2543	0.13

注:按照证监会行业分类,除去金融业共有 12 个行业,样本中社会服务业、建筑业和传播文化业没有民营企业持有银行股权,第(4) 列没有列出这三个行业,因此第(2) 和(4) 列的企业总数不等。

四、民营企业参股银行是否缓解了融资约束

我们采用大多数研究者对投资现金流敏感度分析时采用的模型,第 t 年公司的投资以第 t 年资本性支出 (I) / 第 $t - 1$ 年固定资产净额 (K) 来衡量 (I/K) ,其中,资本性支出 = 构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金。第 t 年公司的现金流以第 t 年经营活动产生的现金流量净额 (CF) / 第 $t - 1$ 年固定资产净额来衡量 (CF/K) 。公司的投资机会以托宾 Q 值来衡量,托宾 Q 值 = 公司市场价格 / 公司重置成本 = (期末流通市值 + 非流通股份占净资产的金额 + 负债总计) / 期末总资产。也有学者采用其他指标衡量公司的投资和现金流,以第 t 年公司资本性支出 / 第 $t - 1$ 年公司总资产 (I/A) 衡量投资规模,第 t 年公司经营活动产生的现金流净额 / 第 $t - 1$ 年公司总资产衡量 (CF/A) 现金流,为此,我们同时采用这种指标进行检验,以考察结果的稳健性。定义哑变量 $Dummy = 1$ 表示企业持有银行股份, $Dummy = 0$ 表示企业没有持有银行股份。 $Control$ 为控制变量组,包括企业的资产规模,对企业总资产取对数表示 $(SIZE)$,资产负债率 $(DEBT)$,年份和企业所处行业的虚拟变量。因此,本文采用的模型如下:

$$I/K_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (CF/K)_{i,t-1} + \beta_2 (CF/K)_{i,t-1} \times Dummy + \beta_3 \times Q_{i,t} + \sum Control + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

交叉项 $(CF/K) \times Dummy$ 的系数 β_2 衡量的便是持有银行股份对企业投资现金流敏感度的影响效果,根据我们的理论分析,持有银行股份会缓解企业的融资约束,投资现金流敏感度也相应降低, β_2 应该为负。 β_3 衡量的是公司的投资机会,理论上,公司的边际托宾 Q 值越大,投资机会越多,投资的规模会越大。但实际中,由于只能观察到平均托宾 Q 值,所以很多研究者一般用平均托宾 Q 值替代边际托宾 Q 值。考虑到可能

①2006 年之后才有完整的民营企业参股比例数据,因此,我们选取 2006 – 2010 年的上市民营企业为样本。

②我们认为企业参股银行比例越高,涉及到银行对企业的信贷决策时,企业对银行施加的影响就越大;而且参股比例越高,同等情况下分享到的银行收益也越多,因此当一家企业同时参股多家银行时,我们以其中持股比例最多的参股银行计入样本。

③WIND 数据库将上市企业最终控制人类型分为国资委、地方国资委、中央国有企业、中央国家机关、地方政府、地方国有企业、个人、集体企业、大学、境外、职工持股会和其他共 12 类,我们将个人、集体企业和大学统一归为民营企业。

带来的测量误差,参照 La Porta 等(2002) 我们还将用公司的主营销售收入增速(*SALE*) 替代托宾 *Q* 值。

表 2 给出了模型(1) 的结果,(1) - (3) 列是以资产衡量的投资和现金流规模,结果显示,民营企业的投资现金流敏感度约为 0.1~0.12,均在 1% 的显著性水平下显著,说明融资约束的确存在。交叉项的系数显著为负,数值在 -0.22~-0.18 之间,表明民营企业持有银行股份后,可以减轻投资现金流敏感度,与理论假设 1 相符。投资机会方面,无论采用托宾 *Q* 值还是销售收入增速来衡量,均显著为正,显示投资机会越多,企业的投资相应越多。接着,我们采用固定资产衡量投资和现金流,结果在(4) - (5) 列,与之前结果一样,民营企业的投资现金流敏感度显著为正,交叉项的系数显著为负,当民营企业持有银行股份后,企业的投资现金流敏感度减小了,融资约束得到了缓解。投资机会方面,托宾 *Q* 值虽然为正,但不显著,只是销售收入增速衡量下的投资机会显著为正。

表 2 实证结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>I/K</i>	<i>I/K</i>	<i>I/K</i>	<i>I/A</i>	<i>I/A</i>
<i>CF/A</i>	0.112*** (0.026)	0.105*** (0.026)	0.116*** (0.026)		
(<i>CF/A</i>) × <i>Dummy</i>	-0.180*** (0.065)	-0.223*** (0.064)	-0.208*** (0.063)		
<i>Q</i>	0.002 (0.001)	0.005*** (0.001)		0.028 (0.021)	
<i>SALE</i>			0.022*** (0.005)		0.308*** (0.067)
<i>CF/K</i>				0.042*** (0.007)	0.042*** (0.007)
(<i>CF/K</i>) × <i>Dummy</i>				-0.268** (0.133)	-0.218* (0.131)
<i>SIZE</i>		0.019*** (0.003)	0.015*** (0.002)	0.200*** (0.039)	0.161*** (0.036)
<i>DEBT</i>		-0.032** (0.015)	-0.046*** (0.015)	-0.419** (0.203)	-0.526*** (0.194)
年度效应	有	有	有	有	有
行业效应	有	有	有	有	有
常数项	-8.272* (4.840)	-3.141 (4.767)	-3.345 (4.714)	42.55 (62.30)	53.25 (61.13)
样本量	723	723	723	723	723
调整 <i>R</i> ²	0.105	0.155	0.166	0.122	0.146

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著,括号内为标准误差。

五、民营企业参股银行的动机与效果

我们将下文涉及到的财务变量分为六类统计在表 3 中。收益水平和收益质量共同反映了企业的盈利能力,融资水平反映了企业的整体负债水平和向银行借款的状况,融资能力显示了企业的借款能力,财务风险衡量企业未来陷入财务困境的可能性。

表 3 财务指标选取

收益水平	收益质量	融资水平①	财务风险	融资能力	其他指标
净资产收益率 (<i>ROE</i>)	经营活动净收益/ 利润总额(<i>OP</i>)	资产负债率(<i>LEV</i>)	财务费用/营业总 收入(<i>IF</i>)	资产规模(<i>SIZE</i>)	每股企业自由现金流 (<i>FCF</i>)
每股收益 (<i>EPS</i>)	营业外收支净额/ 利润总额(<i>UP</i>)	短期借款/总负债 (<i>SD</i>)	已获利息倍数 = <i>EBIT</i> /利息费用 (<i>EI</i>)	固定资产/账面总 资产(<i>FA</i>)	托宾 <i>Q</i> 值 = 公司市 场价值/账面价值
		长期借款/总负债 (<i>LD</i>)			

(一) 配对检验

为精确研究民营企业参股银行的动机并克服内生性干扰,我们将各年首次参股银行的 116 家企业选出

①我国上市公司的财务报表并未披露其向银行借款的具体信息,国内研究者一般用上市公司长期借款和短期借款分别表示长短期银行借款作为替代指标,本文也将长短期借款近似为企业的银行借款。

(见表4)对比参股前一年这些企业与没有参股行为企业的财务指标,我们首先通过马氏距离配对方法(Mahalanobis Metric Matching Method)①为每一家在第二年参股银行的企业(参股组)在当年,从其同行业内寻找一家与之相似的企业作为对照,并根据企业的融资能力、现金流水平和成长性选取资产规模、固定资产、每股自由现金流和托宾Q值四个财务指标进行配对筛选。共为90家在下期参股银行的民营企业找到配对企业,对两组企业各自的财务指标进行Shapiro-Wilk正态检验②,结果发现除参股组中的短期借款变量外,其余变量均不服从正态分布,因此T检验不再适用。采用Wilcoxon秩和检验法检验两组间的差异(见表4)。

表4 各年新发生的民营企业参股银行数量

年份	2006	2007	2008	2009	2010	总计
当年参股银行企业数量(家)	39	8	21	14	34	116

表5 参股前1期的Wilcoxon秩和检验结果

		Y(1):Y(0)			Y(1):Y(0)
盈利状况	ROE	1.087(0.2769)	负债状况	LEV	1.877*(0.0605)
	EPS	-0.558(0.5771)		SD	1.926*(0.0541)
	OP	-1.231(0.2185)	财务风险	LD	1.665*(0.0959)
	UP	1.855*(0.0636)		IF	2.525**(0.0116)
				EI	-0.963(0.3356)

注:(1)表中数字为Z值,括号内为P值,*、**分别表示在10%、5%的水平下显著。(2)Y(1)表示实验组,Y(0)表示对照组。

比较两组的结果发现,参股组的营业外收支净额/利润总额(UP)显著高于对照组,其余盈利指标均不显著,说明擅长多元化经营或者说更依赖非营业收入的民营企业倾向于参股银行。负债方面,参股组的负债水平和银行借款水平均显著高于对照组,这可能和企业的财务风险有关,负债多的企业财务风险自然也高,为避免在未来陷入财务困境,这类企业更有动力去与银行建立联系。对财务风险指标的比较证实了上述解释,参股银行的企业利息保障倍数相对更低,但不显著,不过财务费用却显著高于参照组。

(二) Logit 回归

采用二元选择模型的Logit模型,我们对原样本作进一步检验,考察哪些因素导致了民营企业在下期选择参股银行。回归模型见(2)式,定义Logit=1为在下一年参股银行的企业,Logit=0为在本期和下一期均未参股银行的企业。依旧选取之前配对采用的四个财务变量——资产规模、固定资产、每股企业自由现金流和托宾Q值——作为控制变量,以避免这些潜在因素对结果的干扰。R为代表盈利能力、融资水平和财务风险的指标,考虑到这些因素间可能存在的相互作用,我们依次将这些指标引入模型(2)中进行Logit回归。

$$\text{Logit} = \alpha_0 + \alpha_1 R + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 \text{FA} + \beta_3 \text{FCF} + \beta_4 Q + \varepsilon \quad (2)$$

结果显示(见表6)只有营业外收支净额/利润总额(UP)这一指标显著,表明非营业收入更多的民营企业在下一期参股银行的概率更大,因为营业外收入占比越高的企业,其对主业外的依赖就越高,越有动力去追逐主业外的高回报。从Logit回归结果看,融资水平和财务风险不会显著影响民营企业在下期参股行为的概率。

但综合配对比较和Logit回归的结果,可以看出,融资水平更高的民营企业更倾向于参股银行。多元化经营方面,利润构成中非营业收入贡献越大的民营企业,越有动力参股银行,因为这样的企业对主业外其他具有高回报率的行业有很强的激励去参与,而银行业又是一个存在着丰厚垄断利润的行业,我们的证据充分证明了假说3的内容。

表6 Logit 实证结果

	净资产收益率(ROE)	每股收益(EPS)	经营活动净收益/利润总额(OP)	营业外收支净额/利润总额(UP)	资产负债率(LEV)	短期借款/总负债(SD)	长期借款/总负债(LD)	财务费用/营业总收入(IF)	已获利息倍数=EBIT/利息费用(EI)
参数	-0.633	-0.407	-0.046	0.002**	0.261	0.487	1.550	-0.005	-0.001
边际效应	-0.023	-0.014	-0.0016	0.0001**	0.009	0.020	0.067	-0.0002	-0.0000

注:(1)**表示在5%的水平下显著,括号内为标准误差。(2)分别以4个盈利指标和3个负债指标与资产规模、固定资产、自由现金流和成长性4个指标进行Pearson相关性检验,其中相关系数绝对值最高的为0.37,远低于0.75,表明各变量间不存在多重共线性。(3)限于篇幅,详细实证结果不在此列出,如有兴趣可联系作者。

①该方法的优点在于考虑了变量间的相关性,不受变量量纲影响,所以配对结果会更加精准。

②Shapiro-Wilk正态检验适用于4~2000个观测值,考虑到本文的小样本,故采用之。

上面对民营企业参股前的行为进行了分析,接着比较参股银行前后,民营企业在盈利和融资水平,以及财务风险间的变化,以评判参股银行后的作用。

(三) 基于民营企业参股银行前后的自身对比较

仍以各年新参股银行的 116 家民营企业为研究对象,分别比较参股后一年和参股前一年、参股当年和参股前一年的财务指标,以检验民营企业参股银行后的效果。对各组中的财务变量进行 Shapiro - Wilk 正态检验,结果显示三个组中的 27 个变量仅有 3 个服从正态分布,所以还是采用 Wilcoxon 秩和检验法进行组间差异检验(见表 7)。

表 7 参股前后绩效的 Wilcoxon 秩和检验结果

		$X(1) : X(-1)$	$X(1) : X(0)$
盈利状况	ROE	0.597(0.550)	-2.767(0.0057) ***
	EPS	-0.265(0.791)	0.031(0.9752)
	OP	-2.799(0.005) ***	-4.467(0.000) ***
	UP	2.776(0.005) ***	1.597(0.1102)
负债状况	LEV	-0.859(0.390)	-3.061(0.0022) ***
	SD	0.179(0.858)	1.934(0.0531) *
	LD	-0.18(0.858)	0.55(0.5821)
财务风险	IF	-1.271(0.2037)	-1.433(0.152)
	EI	0.402(0.6876)	1.592(0.1113)

注:(1)表中数字为 Z 值,括号内为 P 值,*、*** 分别表示在 10%、1% 的水平下显著。(2) X(1) 表示参股后一年,X(0) 表示参股当年,X(-1) 表示参股前一年。

对参股后一年和当年的比较发现,参股银行的民营企业一年后净资产收益率显著下降,利润构成也发生了变化,经营活动的贡献出现了显著下降,而营业外收支净额的贡献出现了上升,但显著性水平只有 11%。参股后一年,企业的整体负债水平出现了显著下降,银行借款有所增加,但只有短期借款增加显著。财务风险方面,参股后的财务费用有所下降,利息保障倍数也有所增加,这主要来自整体负债水平和财务费用的下降,但两者的变化都不显著。比较参股后一年和前一年发现,利润构成的变化依然显著,经营活动的贡献显著减少,而营业外净收益显著增加,两者一增一减使得总体盈利水平在参股前后没有显著变化。这些结果与假说 4 的内容相反,参股银行后,民营企业的绩效水平出现了显著下降。

参股后一年与前一年比较,整体负债水平和银行借款都未有显著变化。而以参股后一年与参股当年相比,整体负债水平显著下降,短期银行借款显著增加,长期银行借款没有显著变化。以上结果依赖于比较的时间窗口,较弱地支持了假设 3 的内容。财务风险方面,两种划分下财务费用和已获利息倍数均有显著变化。

(四) 基于未参股银行的民营企业的对照比较

上述比较主要关注参股银行的民营企业在参股发生前后自身的变化,所得结果直观清晰,但不足之处是没有考虑随时间变化的影响。样本期虽然只有五年,但经历了货币政策从紧到宽松,再由宽松到紧的较频繁变化,2008 年的次贷危机更是对国内经济带来了巨大波动,作为微观实体的民营企业难以脱离复杂外部环境的影响,所以有必要考虑时间趋势的因素,以判别企业参股银行前后各财务指标的变化究竟是源自参股银行的行为,还是宏观趋势对所有企业的影响。因此,我们采用双重差分法(DID)进行再检验。定义 $t=0$ 表示民营企业参股前一年, $t=1$ 表示民营企业参股当年和后一年。参股银行的民营企业为实验组($HOLD=1$),没有参股银行的民营企业为参照组($HOLD=0$)^①。建立模型(3),参数用来捕捉各财务指标时间趋势上的变化,参数比较了两组企业的平均财务差异, $t \times HOLD$ 的参数 α_3 衡量的便是民营企业参股银行之后对财务指标的影响效果, α_3 的表达式见(4)式。可以看出 α_3 除了随时间变化的共性趋势,也考虑到了有无参股银行的企业间的固有差异,从而更加准确地评价参股银行行为对民营企业的绩效及融资水平的影响。此外,为控制企业财务因素的影响并保持前后控制变量的一致性,加入资产规模、固定资产、每股自由现金流和托宾 Q 值四个财务指标作为控制变量。

$$Dependent_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 t + \alpha_2 HOLD + \alpha_3 t \times HOLD + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 FA_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 Q_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\alpha_3 = (E(Dependent|t=1, HOLD=1) - E(Dependent|t=0, HOLD=1)) - (E(Dependent|t=1, HOLD=0) - E(Dependent|t=0, HOLD=0)) \quad (4)$$

1. 绩效方面

双重差分的回归结果见表 8。观察(1)、(2)列的结果, α_2 均显著为正,说明平均而言实验组的净资产收

①实验组和参照组的选取方法如下:第 k 年中,新参股银行的民营企业选入实验组,而无参股银行的民营企业为对应的参照组,选取上述企业在第 k-1 年的状态为 $t=0$,选取第 k 年和第 k+1 年的状态为 $t=1$ 。依此类推,在 2006-2009 年内分别选取与新参股银行民营企业相对应的参照企业,最终将各年选取的实验企业和参照企业分别合并为实验组和参照组。

益率和每股收益要高于对照组,但是 α_3 均显著为负,证明参股银行之后实验组的业绩出现了显著下滑,参股行为不但没有增加企业的收益水平,反而恶化了绩效表现。与单独比较参股前后的结论相同,否定了假说4的内容。从利润构成来看,实验组的平均经营活动净收益显著高于对照组,非营业外净收益没有显著差异。参股后,经营活动净收益减少($\alpha_3 < 0$),非营业净收益增加($\alpha_3 > 0$) (见(3)-(4)列),与单独比较企业参股前后的结果一致,但并不显著。结合参数的显著变化看出,经营活动净收益和非营业净收益的变化主要来自时间方面的趋势变化,参股行为的作用相对较小。

2. 融资方面

观察(5)-(7)列的结果。平均而言,实验组的总体负债水平显著低于对照组($\alpha_2 = -0.1$)。参数 $\alpha_3 = 0.108$,显示参股银行的行为显著增加了实验组的总体负债水平,证明参股银行的确增加了民营企业的整体负债水平。但与单独比较企业参股前后的结果相悖,虽然总体负债水平的趋势是下降的($\alpha_1 < 0$),但并不显著,所以我们认为出现这种情况的原因在于其他财务变量也会对总体融资水平产生重要影响,而对企业参股前后各变量的单独比较会忽略这些因素的作用,从而之前结果出现偏差。再看短期银行借款,实验组的平均短期借款显著低于对照组。参数显著为负,说明参股前后的趋势是短期借款逐渐下降,尽管如此,参股后的民营企业短期银行借出不但克服了时间趋势的不利影响,还出现了显著增长((6)列中参数 = 0.0678),也与单独比较企业参股前后的结果一致。长期借款方面,平均而言实验组高于对照组。参数 α_1 不显著,显示时间趋势的变化并没有显著影响到参股行为对长期银行借款的影响,此时(7)列中参数 $\alpha_3 = -0.0457$,显著为负,说明参股之后,民营企业的长期银行借款出现了减少。比较(6)和(7)列参数的大小发现,短期借款的增加效果要大于长期借款的下降趋势($0.0678 - 0.0457 = 0.0221$)。综合以上结果,民营企业的参股银行行为,增加了企业的整体负债水平,改变了企业银行借款的期限结构,短期借款相对增加,长期借款相对减少,但总的银行借款在参股后是增加的,该结果证实了假说3,为参股银行能够帮助民营企业缓解融资约束提供了有力证据。

3. 财务风险方面

两组企业的财务费用没有显著差别,也没有随时间变化的趋势,但在实验组参股银行之后,其财务费用/营业总收入出现了显著上升((8)列中参数 = 1.129)。实验组的已获利息倍数平均水平高于对照组((9)列中参数 > 0)。参股银行后,出现了显著下降,这是因为一方面参股银行后企业的利润水平下降,另一方面整体负债水平上升。以上结果与单独比较企业参股前后的结果相反,出现该结果的原因与总体负债水平的原因相似,即其他财务变量也会对这两个指标产生重要影响,由此也可以看出,财务风险与整体债务水平的结果保持一致,间接反映了财务风险增大的主要原因来自企业整体债务水平的提高。

表8 双重差分检验结果

	(1) ROE	(2) EPS	(3) OP	(4) UP	(5) LEV	(6) SD	(7) LD	(8) IF	(9) EI
<i>t</i>	-0.0018 (0.0037)	-0.0168 (0.0110)	-0.103*** (0.0363)	9.387*** (2.322)	-0.007 (0.0060)	-0.011*** (0.0038)	0.0057 (0.0035)	-0.168 (0.121)	-0.526 (1.964)
<i>HOLD</i>	0.0515*** (0.0165)	0.201*** (0.0497)	0.307* (0.163)	-16.59 (10.39)	-0.100*** (0.0272)	-0.047*** (0.0168)	0.0517*** (0.0149)	-0.660 (0.545)	20.28** (8.753)
<i>t × HOLD</i>	-0.0398** (0.0196)	-0.215*** (0.0588)	-0.198 (0.192)	9.394 (12.26)	0.108*** (0.0323)	0.0678*** (0.0199)	-0.0457*** (0.0177)	1.129* (0.646)	-26.11** (10.35)
控制变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有
截距项	-0.813*** (0.0404)	-3.044*** (0.113)	-3.905*** (0.383)	405.0*** (24.46)	0.255*** (0.0625)	0.477*** (0.0410)	-0.178*** (0.0402)	17.54*** (1.282)	-53.95** (21.02)
样本量	5011	5133	4688	4671	5146	4452	2771	5130	4458
调整 R^2	0.156	0.194	0.030	0.057	0.101	0.075	0.102	0.070	0.047

注:(1)*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平下显著,括号内为标准误差。(2)限于篇幅,控制变量的回归结果未在此列出,如有兴趣可联系作者。

六、全文结论

本文以2006-2010年各年新参股银行的民营企业为研究对象,对比参股前一年这些企业与无参股行为企业的财务指标,通过配对比较和Logit回归分析,结果显示负债水平越高、银行借款越多的企业在下期参股银行的可能性更大。比较盈利指标发现,利润构成中对非营业收入依赖越多的民营企业越有动力在下期参股银行,因为国内银行业属垄断行业,存在着较丰厚的垄断利润。因此本文的证据表明,民营企业参股银行的动机更多出于多元化经营,分享银行业垄断利润的考虑。对企业融资约束的检验发现,参股银行后,企业受到的融资约束显著减少。

比较民营企业参股银行前后的盈利、融资以及财务风险等指标的变化,通过 Wilcoxon 秩和检验以及双重差分法的比较,本文发现参股银行后,虽然缓解融资约束并非持股动机,但是从效果看,参股的民营企业在整体负债水平、银行借款方面都有显著增加,银行借款期限结构显著缩短,同时财务风险也有所增加,但不显著。

相比之下,参股后民营企业的绩效水平出现了显著下滑。经营活动净收益在利润总额中的比重出现下滑,而非营业净收益在利润构成中的比重相应上升,但两者的变化显著性不够稳健。这也启示那些参股和即将选择参股银行的民营企业,参股银行固然可以分享到银行业的垄断利润,增加非营业收入,但是如何协调各业务间的关系,保证企业整体绩效水平的增长,深化产融结合的层次还需进一步研究。本文的结果也启示那些受融资约束制约的民营企业,参股银行的确可以增加企业的负债水平和银行借款数量,对缓解融资约束有一定帮助,但也需警惕该过程中财务风险的增加。

参考文献:

1. 蔺元. 2010 《我国上市公司产融结合效果分析——基于参股非上市金融机构视角的实证研究》,《南开管理评论》第 5 期。
2. 青木昌彦、帕特里克著. 1998 《日本主银行体制》,中译本,中国金融出版社。
3. 祝继高. 2012 《银行与企业交叉持股的理论依据——基于国际比较的研究》,《国际金融研究》第 2 期。
4. Charumilind, C., R. Kali, and Y. Wiwattanakantang. 2006. "Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis." *Journal of Business* 79(1): 181–217.
5. Coase, R. H. 1937. "The Nature of the Firm." *Economica*, 4(16): 386–405.
6. Cull, R., and L. C. Xu. 2003. "Who Gets Credit? The Behavior of Bureaucrats and State Banks in Allocating Credit to Chinese State-owned Enterprises." *Journal of Development Economics* 71: 533–559.
7. Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein. 1991. "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups." *Quarterly Journal of Economics* 106(1): 33–60.
8. Laeven, L. 2001. "Insider Lending and Bank Ownership: The Case of Russia." *Journal of Comparative Economics* 29(2): 207–229.
9. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 2002. "Government Ownership of Banks." *Journal of Finance* 57(1): 265–301.
10. Lin, X., Y. Zhang, and N. Zhu. 2009. "Does Bank Ownership Increase Firm Value? Evidence from China." *Journal of International Money and Finance* 28(4): 720–737.
11. Lu Zhengfei, Jigao Zhu, and Weining Zhang. 2011. "Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China." *Journal of Banking and Finance* 36(2): 341–354.
12. Maurer, N., and S. Haber. 2007. "Related Lending and Economic Performance: Evidence from Mexico." *Journal of Economic History*, 67(3): 551–581.
13. Petersen, Mitchell A., and Raghuram G. Rajan. 1994. "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data." *Journal of Finance* 49(1): 3–37.
14. Prowse, Stephen D. 1992. "The Structure of Corporate Ownership in Japan." *Journal of Finance*, 47(3): 1121–1140.
15. Su, X., and Z. Yang. 2009. "State Control, Financial Constraints and Firm Growth: Evidence from China." Paper Presented at International Conference on the Corporate Finance and Governance of Emerging Markets, City University of Hong Kong, November 5–7.
16. Teece, David J. 1981. "Internal Organization and Economic Performance: An Empirical Analysis of the Profitability of Principal Firms." *The Journal of Industrial Economics* 30(2): 73–199.
17. Wang, Q., T. J. Wong, L. Xia. 2008. "State Ownership, the Institutional Environment, and Auditor Choice: Evidence from China." *Journal of Accounting and Economics* 46(1): 112–134.
18. Weinstein, D. E., and Y. Yafeh. 1998. "On the Cost of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan." *Journal of Finance*, 53(2): 635–672.

The Motive and Effect of Holding Bank Shares of Private Enterprises: Based on the Listed Private Enterprises

Guo Muxuan and Liao Hui
(School of Economics, NanKai University)

Abstract: There are some new listed private enterprises that choose to hold bank shares every year, and based on these private enterprises from 2006 to 2010, we investigate from two dimensions of private enterprises ownership, namely their motive and effect. Our findings indicate that the main purpose of private enterprises ownership is of diversification strategy and for the share of the banking industry monopoly profits, which can help to relieve financing constraints significantly. Compared the financial status of ownership before and after, we find that the total debt levels and bank loans of listed private enterprises increase significantly, and meanwhile the loan term structure is shorter. The results suggest that holding bank shares can help private enterprises to obtain external financing. On the contrast, non-operating net earnings increase after holding bank shares, but the performance level decrease significantly.

Key Words: Private Enterprises; Holding Bank Shares; Financing Constraints; Financial-industrial Integration

JEL Classification: G21, G30, G32

(责任编辑: 陈永清)