

南京财经大学学术著作出版基金资助

江苏高校优势学科建设工程资助项目

(A Project Funded by the Priority Academic Program Development of Jiangsu Higher Education Institutions, PAPD)

江苏省高校哲学社会科学基金项目 “地方政府治理、盈余质量和信贷资源配置” (项目批准号: 2011SJD630055)

制度变迁、盈余质量和债务契约

Institutional Changes, Earnings Quality and Debt Contract

朱秀丽 著



上海交通大学出版社

SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

南京财经大学学术著作出版基金资助

江苏高校优势学科建设工程资助项目 (A Project Funded by the Priority Academic Program Development of Jiangsu Higher Education Institutions, PAPD)

江苏省高校哲学社会科学基金项目“地方政府治理、盈余质量和信贷资源配置”(项目批准号:2011SJD630055)

制度变迁、盈余质量和债务契约

Institutional Changes, Earnings Quality and Debt Contract

朱秀丽 著

上海交通大学出版社

内 容 提 要

本书以 2003 年末中国政府主导的,国有独资商业银行改革为主的金融体制改革为契机,分别从影响债务契约签订和执行的外部制度环境和企业微观特征,研究债务契约签订各方行为的变化,考察制度变迁过程中金融市场上经济主体的利益调整,实证地分析制度环境的变化对交易成本和市场资源配置效率的影响,并引入股权性质变量考察上述两者对债务契约的影响在不同所有权性质的上市公司表现是否一致,以及存在差异的原因。

图书在版编目(CIP)数据

制度变迁、盈余质量和债务契约/朱秀丽著. —上海:上海交通大学出版社,2012

(财务管理创新丛书)

ISBN 978-7-313-09002-7

I. 制... II. 朱... III. ①金融制度—研究—中国 ②企业利润—研究—中国 ③债权法—研究—中国 IV. ①F832.1 ②F279.23 ③D923.34

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 216261 号

制度变迁、盈余质量和债务契约

朱秀丽 著

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 951 号 邮政编码 200030)

电话:64071208 出版人:韩建民

常熟市梅李印刷有限公司印刷 全国新华书店经销

开本:787mm×960mm 1/16 印张:11 字数:155 千字

2012 年 10 月第 1 版 2012 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-313-09002-7/D 定价:30.00 元

版权所有 侵权必究

告读者:如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系
联系电话:0512-52661481

前 言

制度安排之于交易成本的重要性(Coase, 1937)毋庸置疑,如果制度失灵限制竞争、扭曲投资或销售方式,使企业的注意力从经济性的生产活动转向寻求租金,交易成本随之增加。如果金融管制缺乏透明度,法律和行政缺乏一致性就可能增加官僚的自由裁量权,诱使政府官员寻租的机会主义(斯通等,2003)。博弈进化论观点认为,制度变迁同时也是经济主体之间利益协调的过程,正是因为经济体制中的个人在构成体制的各个制度框架内一直采取了维持这些制度的行动,各种经济体制在不断地进行更新改造的同时也保持着不同程度的自律性(青木昌彦和奥野正宽,2005)。

中国渐进转轨路线的选择虽然避免了大爆炸式改革带来的各方利益的强烈冲突,但长期转轨也导致中国资本市场无法发展出恰当的治理结构和金融组织,并产生了一大批的“中间利益集团”,利用手中的权力寻租,尤其是在垄断大量金融资源的银行业,腐败现象日益严重,已经严重影响了中国金融体制的稳定和运行效率。

本书以2003年末中国政府主导的、国有独资商业银行改革为主的金融体制改革为契机,分别从影响债务契约签订和执行的外部制度环境和企业微观特征,研究债务契约签订各方行为的变化,考察制度变迁过程中金融市场上经济主体的利益调整,实证分析制度环境的变化对交易成本和市场资源配置效率的影响,并引入股权性质变量考察上述两者对债务契约的影响在不同所有权性质的上市公司表现是否一致,以及存在差异的原因。

本书考察的外部制度环境包括金融体制改革和银行业腐败,前者以2004年为界考察制度变迁中降低交易成本的制度因素,后者以谢平和陆磊(2005)编制的各地区银行业腐败指数中与企业信贷相关的贷款申请费、好

处费和关系维系费衡量,考察制度变革过程中保持自律性的制度性因素;企业的微观特征以盈余质量作为替代变量,以修正的 DD 模型、盈余预测性和税收盈余质量相互补充考察企业的债务契约风险;以债务期限不同的贷款规模和期限结构作为债务契约的替代变量,考察商业银行信贷资源的分配权而非定价权在金融资源配置中的作用,因为作为信贷成本的利息并不是有效价格,不会使企业自愿克制对信贷的需求,企业对信贷需求体现出的“自我约束”的原因在于信贷必须申请;此外,虽然债务契约期限越长,风险越大,但考虑到腐败双方成本收益的选择,经济主体准入障碍越高,越有动力缴纳租金(Kruger, 1974),债务期限可能会成为腐败者寻求更高租金的工具。本书研究按如下三个部分阐述:

第一部分研究金融体制改革前后银行业腐败对债务契约的影响变化。主要包括金融法治环境的变化和国有商业银行自身发展的要求是否能够有效抑制银行业腐败在债务契约中的作用;银行业腐败对不同期限的债务契约影响变化是否一致。

已有的实证研究结果表明,中国银行业腐败显著影响债务契约签订各方的行为,并加剧金融资源的误配和银行经理人员的腐败行为(田利辉, 2004、2005;谢平和陆磊, 2005;朱凯和陈信元, 2007)。本次金融体制改革中,银行业腐败维持自身最大化行为的预期,使得人们对本次强制性的制度变迁是否能够达到预期的效果心存疑问。

本书实证研究的结果也表明国有商业银行在改革过程对自身的成本和收益做出了理性的分析和选择:金融体制改革之前,银行业腐败是影响上市公司债务契约签订的重要因素,无论是短期信贷市场还是长期信贷市场上的资源配置都显著受到腐败的影响;金融体制改革之后,金融法治环境的变化和国有商业银行改革的交互作用有效地抑制了银行业腐败在短期信贷市场的寻租行为,但在长期信贷市场上没有显著改善。

第二部分研究金融体制改革前后上市公司盈余质量对债务契约的影响变化。主要包括金融法制环境变化是否能够加强银行控制风险的需求和能力,作为体现信贷风险特征的上市公司盈余质量在债务契约中的作用是否

得到有效应用;企业是否能够观察到银行对盈余质量的要求,做出相应的融资决策调整。

金融体制改革的滞后性无法促进商业银行发展成为真正意义上追求微观经营效益和自身安全的商业银行,政府对国有企业和国有商业银行的双重软约束也削弱了商业银行风险控制的意愿和能力,薄弱的法律环境一直未能对国有商业银行的违规行为形成有效的约束。腐败成本和收益的权衡导致了拥有大量金融资源的商业银行寻租腐败行为日益严重,使得原本脆弱的银行体系更加脆弱。大量的“政策性贷款”和“关系贷款”使得借款企业的盈余质量在债务契约中的风险控制作用一直受到广大学者质疑。

“逃往质量”(Bernanke et al., 1996)理论认为经济紧缩或借方资产质量下降的时候,银行会将贷款从代理成本较高的借方撤出,将资本投放到更加安全的公司。本书实证研究结果对该理论有了进一步的证实和发展:金融体制改革之前,由于银行业腐败在债务契约中的影响,盈余质量在短期信贷市场上的表现不稳定,长期信贷市场上,公司盈余质量越高,新增长期贷款越少;金融体制改革之后,短期信贷市场上,公司盈余质量越高,新增短期贷款越多,长期信贷市场上上述负向影响显著恶化。该结论说明代理成本在长短期信贷市场上的差异导致金融体制改革在不同信贷市场上表现的差异。

第三部分研究金融体制改革前后上市公司的股权性质对债务契约的影响变化。主要包括受信贷配给限制的民营控股上市公司是否观察到政府、国家控股上市公司和国有商业银行之间的博弈并参与其中;金融法制环境的变化和国有商业银行的改革是否会重新构建国有商业银行对股权性质不同的上市公司的债务契约安排。

当国有商业银行和国家控股上市公司对政府预算软约束产生稳定预期时,国家控股上市公司和国有商业银行经理人员玩忽职守和浪费国家资源现象日益严重,腐败与转轨相伴而生。当国有商业银行不可避免地利用政府赋予的金融资源配置权设租时,当20世纪90年代后期民营上市公司异军突起成为资本市场相对活跃的经济主体但却受到商业银行信贷配给限制时

(Brandit 和 Li, 2003; 薛云奎和朱秀丽, 2007), 民营控股上市公司支付租金的意愿和能力打破了上述产权约束限制, 必然要参与政府、国有商业银行和国家控股上市公司的资源配置博弈。

本书实证研究结果发现, 金融体制改革之前, 相同盈余质量的情况下, 民营控股和国家控股上市公司获得的短期贷款没有显著差异, 民营控股上市公司获得的长期贷款显著高于国家控股上市公司; 金融体制改革之后, 相同盈余质量的情况下, 国家控股上市公司获得的短期贷款显著高于民营控股上市公司, 但民营控股上市公司获得的长期贷款依然显著高于国家控股上市公司, 而且显著性趋势更强。该结论说明民营上市公司不再被动地接受金融资源的政策性配给。

本书全面地分析了中国金融市场银行业腐败的外生和内生制度因素, 并从金融体制改革的角度动态地分析了强制性制度变迁过程中经济主体的自律性对变迁后果的影响。本书分别在理论分析、研究方法和模型构建方面有所突破, 为相关领域研究提供了新的经验证据。

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究问题	1
第二节 研究思路	4
第三节 研究发现和研究贡献	8
第四节 结构安排和主要内容	12
第二章 文献回顾	15
第一节 影响债务契约的制度因素	15
第二节 影响债务契约的企业微观特征	22
第三节 相关文献小结	30
第三章 制度背景	33
第一节 国有商业银行改革历程	33
第二节 金融法治建设	44
第四章 理论分析和假设形成	53
第一节 理论分析	53
第二节 银行业腐败和债务契约	58
第三节 盈余质量和债务契约	62

第四节 股权性质和债务契约	65
第五章 研究设计和描述性统计	68
第一节 研究设计	68
第二节 描述性统计	82
第六章 实证结果和分析	91
第一节 银行业腐败对债务契约作用的影响变化	91
第二节 盈余质量对债务契约的影响变化	99
第三节 股权性质对上市公司债务契约的影响	105
第七章 敏感性分析	127
第一节 以银行业腐败总指数衡量银行业腐败	127
第二节 以盈余持续性指标衡量盈余质量	132
第三节 其他相关检验	139
第八章 研究结论	140
第一节 主要研究结论和启示	141
第二节 研究局限和后续研究	143
参考文献	146
致谢	166

第一章 导论

本章共分四节。第一节提出本书研究的主要问题；第二节介绍本书的研究思路；第三节阐述本书研究的主要发现和研究贡献；第四节对本书的结构安排和主要内容做简要介绍。

第一节 研究问题

中国渐进改革战略的实施带来了 30 多年的高速经济增长,并成功地保持了较低的通胀率,这种现象被经济学家麦金农(1996)称为“中国之谜”。在这个过程当中,政府干预通过金融体系对资本市场的支持是中国转型政策成功的重要原因之一。中国资本市场发展二十几年来,银行贷款一直是上市公司的主要融资渠道,虽然自 2003 年 6 月以来,政府一直实行紧缩性的货币调控政策,包括“121 号”文件的出台、提高存款准备金率、再贷款浮息制度、限制或禁止向五大过热行业投放信贷资金等政策,但银行贷款仍然占上市公司固定资产投资的 20% 以上,而境内股票筹资额则不到 5% (见图 1.1)。^① 资本市场的制度性缺陷和国有上市公司自生能力的不足不仅未能促进金融市场的发展,反而给国有商业银行带来大量的政策性不良资产,理论界和实务界普遍认为,中国经济的低通胀、高经济增长是建立在中国

^① 中国特有的制度背景决定资本市场以间接融资为主的格局在未来也不会发生太大的改变(张杰,2005)。

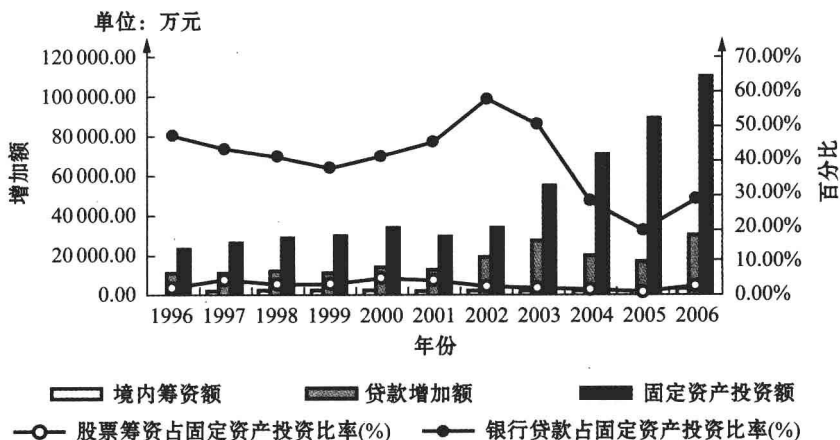


图 1.1 1996~2006 年上市公司固定资产投资、股票筹资额和贷款增加额
资料来源:中国金融统计年鉴(2007);中国证券期货统计年鉴(2007)。

国有商业银行巨大的不良资产基础之上(易宪容,1999),中国国有商业银行承担了转轨的巨大改革成本。与此同时,国有商业银行的运作效率一直受到国内外学者和研究机构的普遍质疑(IMF,2004、2005;Barnett,2004;Karacadag,2003;Duenwald 和 Aziz,2003)。此外,长期转轨过程中,国有商业银行对金融资源的独占垄断带来的权力腐败对中国金融稳定的现实和潜在威胁也一直为人们所诟病(谢平和陆磊,2005)。时至今日,国有企业和国有商业银行对政府预算软约束的稳定预期成为了中国政府不能承受之重。

本次金融体制改革之前,中国对金融体系断断续续的改革多是为资本市场的发展服务,并未触及金融体系弊端的本质。随着 WTO 协议规定的 2006 年年底中国金融市场对外资银行全面放开最后期限的逼近,^①为帮助处于“技术性破产”(谢平和陆磊,2005)边缘的国有商业银行从容应对入

① 2001 年底中国加入世界贸易组织,承诺五年后(2006 年 12 月)金融业全面开放,银行业开放步骤如下:入世当年允许外资银行办理全部外币业务;2 年内允许办理中资企业人民币存款业务;5 年内允许外资银行办理城乡居民人民币业务,而且不再有地域限制。每年增加 4 个城市向外资银行开放人民币业务。

世后来自国内外银行的竞争,并借此对金融体制进行实质性的改革,中国政府于2003年年底2004年年初^①开始了新一轮的国有商业银行改革,在2004~2005年期间再次大规模剥离国有商业银行的不良资产,并对四大国有独资商业银行中的三家——中国银行、中国建设银行和中国工商银行进行重组改造,于2005年和2006年实现了三家银行在内地和香港资本市场上市。为配合金融体制改革的顺利进行,中国政府在2004年出台了一系列金融法律法规,并加大了打击金融腐败的力度,旨在改善金融市场的法治环境,规范金融主体行为,加强金融主体控制风险意识和能力。

以瓦尔拉均衡的普遍性为依据的新古典经济学中,作为资源配置制度的只有市场,但自Coase(1937)以来,以交易费用为基础的组织分析发现市场以外的制度在经济生活中起着很大的作用。制度往往与文化、法律制度相联系,但在考察经济体制多样性和进化时,还存在着一些即使不依靠法律的强制力也能够自动运行的东西,即内生制度。由于经济主体自我约束的存在,一旦实现了的制度很难顺利变更,制度变迁的过程实质上是外部环境和所积累的内部环境的变化一起进化、演变的过程(青木昌彦和奥野正宽,2005)。本书通过中国金融体制改革过程中影响债务契约签订和执行的制度性因素和企业的微观经济特征的作用变化,实证分析制度变迁对经济体制的影响。

金融改革的长期产出效应我们无法在短期内得出结论,但我们可以通过观察改革各方利益主体之间契约安排的变化研究法律制度环境的变化对金融市场发展的影响。本书研究的问题就是,中国2004年金融体制改革如何影响金融市场债务契约各方的行为,银行业腐败作为制度性因素的一部分,在债务契约中的作用如何受强制性制度变迁的影响;盈余质量作为信贷风险控制的标准在债务契约中的作用是否得到更为有效的应用;上述二者对债务契约的影响变化是否会重新构建商业银行对股权性质不同的上市公

^① 严格说来,国有商业银行改革从2003年年底开始,但全面改革在2004年进行,而且金融市场各方对改革的反应也有一定的滞后性,为了和金融法治环境变化时间一致,下文以2004年作为金融体制改革的分界点,对本书研究没有影响。

司的债务契约安排。

第二节 研究思路

债务契约的签订和执行受契约双方供给和需求特征的影响,而不同制度环境下,金融资源的供需特征也存在显著的差异,本书分别从银行业腐败、上市公司盈余质量和上市公司股权性质三个方面,考察金融体制改革对债务契约各方行为的影响。本书研究按如下三个部分阐述:

一、商业银行腐败行为对债务契约的影响

LLSV(1997、1998、2000、2002b)认为债权人对贷款的偿还要求和契约执行成本受到法律环境的影响,在这种情况下,法律制度环境和金融、经济产出有很大关系。他们的研究发现产权保护越完善的国家资本市场的价值越高,上市公司的数量越多(LLSV,1997),上市公司的资产价值越高(Classens et al., 2002; LLSV, 2002b),公司使用外部融资的机会越多(LLSV,1997、1998、2000),公司利用外部融资进行投资的机会越高(Rajan和 Zingales, 1998)。

相对于中国持续高速的经济增长,中国的金融法制建设一直相对落后,改革开放近 20 年没有一部真正意义上的金融法律,直至 1995 年中国政府才正式构建中国金融法律框架,2004 年开始逐渐将金融法治建设落实到实处。这期间,政府管制和金融干预一直是中国金融市场运行的外部约束条件,而且金融市场天生信息不完全也为政府干预提供了理论依据。转轨时期政府管制对市场调节的替代虽然避免了经济主体各方强烈的利益冲突,但也造就了一大批“中间利益集团”,利用计划赋予而市场无法约束其行为的资源配置权谋求私人利益。金融市场上的腐败行为已经严重扭曲了资源价格,导致资源误配和资源使用效率的低下(谢平和陆磊, 2005),使经济体制改革长期陷于停滞不前的状态,最终从根本上阻碍中国宏观经济的发展。

根据政治经济学的观点,各利益集团会为了保护自己的利益和减少成本展开竞争。组织良好的利益集团往往会在竞争中占据上风,他们通过影响政府决策获得更大的利益,并将改革的成本转嫁给组织分散的利益集团(Stigler,1971)。虽然制度经济学与传统经济学有很大的不同,但每一个经济主体按照自己的利益需要来行动的大前提是一致的。制度变迁的过程实质上也是经济主体之间利益协调的过程,正是因为经济体制中的个人在构成体制的各个制度框架内一直采取了维持这些制度的行动,各种经济体制在不断地进行更新改造的同时也保持着不同程度的自律性(青木昌彦和奥野正宽,2005)。组织严密的利益集团更容易克服“搭便车”的问题,通过团结一致的合作去影响政府决策而争取利益(Olson,1965)。

相对于证券业和保险业腐败,银行业腐败共谋性的特征(谢平和陆磊,2005)在某种程度上引起了整个社会的信用危机。本书第一部分研究的问题就是,本次以银行业改革为主的金融体制改革中,银行业腐败作为阻碍改革的自生制度,在债务契约中的作用是否能够得到有效抑制;银行业腐败对不同期限的债务契约影响变化是否一致。

二、上市公司盈余质量对债务契约的影响

已有的关于信贷问题的研究建立在市场调控的基础上,认为企业的微观特征(包括公司的经营状况、资产质量、负债能力等)从根本上决定了最优债务契约的安排,银行对信贷风险控制和盈利的要求使资源流向资产质量较高、信誉较好的借款公司。近年来的研究认为银行相对于其他债权人拥有的信息优势增加了其向盈余质量较差的公司索取更高租金的机会,这种情况加大了银行的破产风险,在经济紧缩或借方资产质量下降时期,银行会将贷款从代理成本较高的借方撤出,将资本投放到更加安全的公司,这种现象被称之为“逃往质量”(flight to quality)(Bernanke et al., 1996)。

信贷商品和普通商品交易的异质性使得信贷市场商品的供需均衡条件与普通商品市场的供需均衡条件存在显著的差异,信贷市场存在明显的配给特征。中国金融市场的资源配置一直由国家宏观调控为主,信贷资源长

期以来的政策性倾斜已经成为阻碍中国经济发展不可忽视的因素。政府对国有企业改革的支持导致国有商业银行产生大量的政策性不良贷款,国有商业银行通过模糊政策性不良贷款和经营性不良贷款的界限将风险最终转嫁给政府,金融体制改革的滞后性也使商业银行并非真正意义上追求微观经营效益和自身安全的商业银行,而国家信用对资金来源的担保也削弱了债权人对商业银行的监督,薄弱的法律环境一直未能对国有商业银行的违规行为形成有效的约束。腐败成本和收益的权衡导致了拥有大量金融资源的商业银行寻租腐败行为日益严重,削弱了国有商业银行风险管理和风险控制能力,使得原本脆弱的银行体系更加脆弱。大量的“政策性贷款”和“关系贷款”使得借款企业盈余质量作为银行信贷风险控制的标准在债务契约中的作用一直受到广大学者的质疑。

承接第一部分研究,如果金融法治环境的变化能够有效规范国有商业银行权力寻租行为,国有商业银行改革能够有效地改变其对预算软约束的预期,那么会计信息作为银行考察信贷风险的主要工具在债务契约中的作用也会有所改变。本书第二部分研究的问题就是,金融法制环境变化是否能够加强银行控制风险的需求和能力,作为控制信贷风险标准的上市公司盈余质量在银行债务契约中的作用是否得到更为有效的应用;企业是否能够观察到银行对盈余质量的要求,从而做出相应的融资决策调整。

三、股权性质对债务契约的影响

中国渐进式改革路径的选择虽然避免了大爆炸式改革带来的各方利益的强烈冲突,但在产权问题长期得不到有效解决的情况下,政府管制权力的外溢也会造成强烈的路径依赖,并且影响市场中各方的理性预期和决策行为。转型经济中的中国,政府作为国有控股公司最大的股东,对国有控股上市公司的“隐性担保”无处不在。改革之初,政府通过财政拨款的方式扶持经营不善的国有企业,1985年1月1日《关于国家预算内基本建设投资全部由拨款改为贷款的暂行规定》正式施行以后,国有商业银行取代

政府财政成为国有企业预算软约束的支持体^①,同样作为国有企业的国有独资商业银行也成了预算软约束体,中央银行成为国有企业和国有商业银行的最终贷款人。这就导致中国国有商业银行很长一段时期内在经营管理上呈现出特有的风险“软约束”和“硬约束”并存的“两极”产权约束结构:一方面银行对国有控股上市公司贷款风险的“软约束”,最终转嫁到国家这个最大的股东身上;另一方面,对无法转嫁风险的民营控股上市公司贷款风险的“硬约束”。国内外的经验研究也证明,在转轨经济国家国有企业或有政府背景的企业更容易得到国有商业银行的支持(Khwaja 和 Mian, 2005; Charumilind et al., 2006; Brandt 和 Li, 2003; Cull 和 Xu, 2005; 薛云奎和朱秀丽, 2007)。

当国有商业银行和国家控股上市公司对政府预算软约束产生稳定预期时,国家控股上市公司和国有商业银行经理人员玩忽职守和浪费国家资源现象日益严重,腐败与转轨相伴而生。当国有商业银行不可避免地利用政府赋予的金融资源配置权设租时,当 20 世纪 90 年代后期民营上市公司异军突起成为资本市场相对活跃的经济主体但却受到商业银行信贷配给限制时,民营控股上市公司支付租金的意愿和能力打破了上述产权约束限制,而薄弱的金融法治环境在某种程度上使得商业银行的腐败行为变得更加严重,演变成为国有商业银行与企业之间共谋分割资本金的行为(谢平和陆磊, 2005)。

承接第一部分和第二部分的研究,本书第三部分研究的问题就是,对于信贷配给限制的民营控股上市公司,是否观察到政府、国有企业和国有商业银行之间的博弈并参与其中;金融法治环境的变化和国有商业银行的改革对资金供需双方的影响是否会重新构建国有商业银行对股权性质不同的上市公司的债务契约安排。本书研究框架如下(见图 1.2):

① 软预算约束的形成至少有两个主体:即预算约束体和支持体(科尔奈等, 2002)。预算约束体是指那些在以自有资源为限的前提下,如果收不抵支,产生赤字,在没有外部救助的情况下不能继续存续的组织;支持体通常是受政府控制的、可以直接转移资源来援助陷入困境的预算约束体的组织。

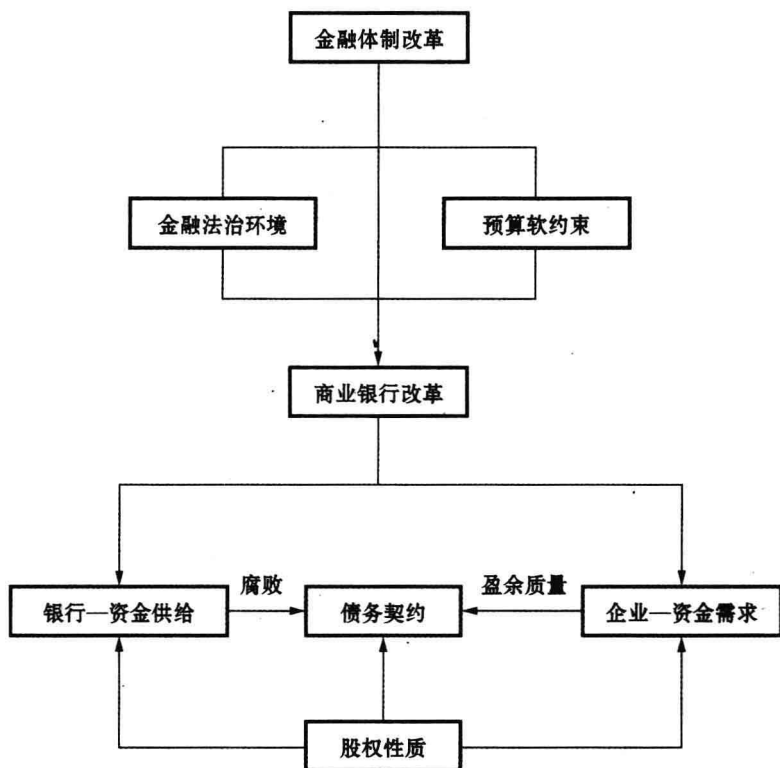


图 1.2 本书的研究框架

第三节 研究发现和研究贡献

一、研究发现

本书以 2002~2006 年沪深 A 股上市公司为研究样本,以 2004 年金融体制改革为契机研究制度变迁对债务契约各方行为的影响,重点考察商业银行改革和金融法治环境的变化对债务契约签订和执行的影响。主要有如下发现:

(1) 金融体制改革在一定程度上抑制了银行业腐败对债务契约的影响,这种抑制效果有赖于商业银行对腐败成本和收益的衡量。