

国家货币政策 对委托贷款影响的研究

GUOJIAHUOBIZHENGCE
DUIWEITUODAIKUAN YINGXIANG DE YANJIU

申富平 袁振兴 等 著

2

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

国家社科基金和河北省高等学校人文社会科学重点研究基地 —— 河北经贸大学金融与企业创新研究中心资助

国家货币政策 对委托贷款影响的研究

GUOJIAHUOBI ZHENGCE
DUI WEITUODAIKUAN YINGXIANG DE YANJIU

申富平 袁振兴 等 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

国家货币政策对委托贷款影响的研究/申富平等著.

—北京: 经济科学出版社, 2018. 11

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0144 - 6

I. ①国… II. ①申… III. ①货币政策 - 影响 - 上市公司 - 委托贷款 - 研究 - 中国 IV. ①F832.4②F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 011855 号

责任编辑: 杜 鹏 刘 悦

责任校对: 隗立娜

责任印制: 邱 天

国家货币政策对委托贷款影响的研究

申富平 袁振兴 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京中科印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 16 印张 270000 字

2019 年 5 月第 1 版 2019 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0144 - 6 定价: 58.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010 - 88191537

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))



作者简介

申富平，男，汉族，1964年出生于阳原县，中共党员，经济学博士，教授，现任河北体育学院党委书记。河北省有突出贡献的中青年科学技术管理专家，中国注册会计师协会首批资深会员，河北经贸大学会计学硕士生、MPAcc导师，2018~2022年教育部高等学校教学指导委员会委员（会计）、中国会计学会常务理事、2017~2020年河北省管理学教学指导委员会主任委员、河北省人民政府学位委员会学科评议组第四届成员。



作者简介

袁振兴，博士、教授、硕士研究生导师，现任河北经贸大学会计学院院长。兼任中国商业会计学会大学部副主任、河北省投入产出协会副秘书长、河北省会计学会副会长。河北省“三三三人才工程”第三层次人选，河北省先进会计工作者。主要研究方向：公司财务政策、投资者权益保护、公司治理等。在《会计研究》《财经研究》等期刊公开发表论文50多篇；主持或主研国家课题6项，主持或主研省级课题6项。

前 言

本书由申富平教授、袁振兴教授、李西文副教授、郭颖副教授以及张磊、丁晓娟等硕士研究生组成的研究团队，在国家社会科学基金项目“国家货币政策对上市公司委托贷款的影响研究”（项目批号：12BJY016）研究报告的基础上，进一步完善丰富而形成的。所以它是国家社会科学基金项目的研究成果之一。本书在课题研究报告的基础上进行完善和丰富，是因为在研究的过程中发现，国家货币政策影响上市公司委托贷款的机制只是问题的一个环节，而委托贷款产生的经济后果，特别是企业集团内部的委托贷款产生的后果，无论对企业的财务决策，还是制定宏观政策都有重要意义，所以本书增加了基于内部资本市场的委托贷款投资效果的研究，从企业的偿债能力、成长性、投资收益与成本等方面考察了内部委托贷款的投资效果。在研究过程中，我们还吸取了专家的意见，构建了本书研究主题的理论分析框架，并单独成为一章，使本书的整体思路更加清晰，理论分析结构更为完整，理论论证更为充分。

本书在结构设计上，按照研究的主体内容独立成章，每章统一结构，都有引言、文献综述、理论分析与实证检验和本章小结。这样设计的优点是便于读者对某一个专题完整内容的研究；缺点是读者不太容易理解本书整体的研究框架及内容之间的逻辑关系。为了弥补这一缺陷，在每一章的起始都对本章要研究的内容与上下章之间的关系做了交代。经过多次修改，最终形成目前的研究框架和主

主要内容。

本书先从委托贷款的制度变迁切入,厘清了委托贷款的现实法律契约关系,从经济学的角度分析了理想的委托贷款契约关系,并比较了两者的差异;分析了我国货币政策体系和货币传导机制,并阐述了委托贷款在其中的作用。以这两部分为基础,构建了本书主要研究内容的分析框架。

上市公司的委托贷款现状是本书问题研究的现实基础,所以在第3章对我国上市公司委托贷款的现状进行了多角度的细致考察。第4章“货币政策传导机制对企业融资的非对称效应”的研究是第5章“国家货币政策对上市公司委托贷款影响”的一个前置条件。正是由于融资的非对称效应才出现了企业之间资金约束的差异,引起了资金盈余与资金短缺企业之间的资金往来关系,形成了委托贷款产生的经济条件。而商业银行根据法规的强行介入,形成委托贷款的现实法律关系,使委托贷款成为货币传导机制中的一部分,于是,国家货币政策成为影响上市公司委托贷款的一个重要因素,委托贷款作为货币传导机制的一部分必然有其经济后果。

第6章至第8章从不同的视角研究了委托贷款对企业产生的经济后果。第6章研究了委托贷款对企业非效率投资的影响;第7章的研究目的是检验上市公司的委托贷款是否对企业的实体经营产生消极影响。从侧面观察目前宏观上是否存在企业“脱实向虚”的情况。以便为企业决策者和宏观政策制定者提供参考。第8章的研究目的是从企业内部市场的角度观察委托贷款对企业经营的现实影响,运用了多案例的研究方法,从企业的偿债能力、盈利能力、成长性、收益和成本等方面分析委托贷款对企业战略实现的经济后果。

本书最后总结了研究结论,并根据研究结论提出了政策性建议

以供参考。

由于团队的研究能力有限，在本书的研究中，可能会出现一些不妥之处，希望读者提出批评，予以指正。也欢迎读者和我们一起讨论。

最后，本书的全体作者向广大读者表示感谢。

作者

2018 年 9 月于石家庄

内 容 简 介

在宏观经济形势较为严峻的背景下，“不保本理财产品”“单一信托”“高利率委托贷款”等词语越来越多地出现在上市公司公告中，这些金融产品成为许多资金存量充足的上市公司向中小企业或者房地产等资金需求紧张的企业发放贷款的工具。据不完全统计，2011年前三季度，沪深两市已有超过130份关于“委托贷款”的公告，涉及近80家上市公司，累计贷款额度超过200亿元，贷款利率最高达24.5%。这种现象对我国实体经济的发展和资本市场秩序都有不良的影响。

本书从国家货币政策的角度对上市公司委托贷款现象进行深入研究，旨在考察不同的货币政策对我国上市公司委托贷款的影响，以及这种影响产生的微观经济后果，从而为政府相关部门和企业提供政策建议。

首先，本书分析了委托贷款的制度变迁，运用经济学理论辨析了委托贷款的本质，并与委托贷款的现实契约进行比较，阐述了委托贷款的经济学契约关系及其法律契约关系的不一致性及其产生的后果。其次，考察了我国上市公司委托贷款的现状，分析了上市公司委托贷款委托方和借款方的特点以及委托贷款资金来源与去向。最后，针对国家货币政策对委托贷款的影响及其微观经济后果进行了理论分析与实证检验。(1)研究了货币政策发挥调控作用的传导机制，以及传导机制带来的企业融资非对称效应。以此为基础，研

究了国家货币政策如何影响上市公司的委托贷款行为。(2) 研究了上市公司外部和内部委托贷款的微观经济后果。前者主要研究委托贷款对上市公司投资效率和上市公司实体经营的影响。后者主要通过多案例研究方法,把委托贷款作为企业集团内部的一种投融资方式,检验其给企业集团带来的效率以及所表现出的特征。

本书的研究结果表明:(1) 商业银行因法律规定强行介入了企业间的委托贷款契约,导致了社会资金配置成本的增加、资金配置效率和借贷契约中委托人对借款人监督效率的降低,其积极作用是在一定程度上纠正了商业银行信贷资源的错配程度。在现实中,委托贷款是相关当事人利益最大化的一种工具。这使委托贷款除了一些普遍特点外,还表现出了行业“聚集”性、企业内外部委托贷款不同区域利率和期限等方面差异性,以及时间维度上从东部向中西部转移的演化过程。(2) 在货币政策的传导过程中,中国人民银行、商业银行和企业之间的博弈不均衡导致特定货币政策下公司融资的非对称效应。在同样的货币政策影响之下,不同规模和产权属性的企业面临的信贷融资情况有所差异:在货币政策紧缩时期,规模大的企业和国有企业融资能力相对较强;在货币政策宽松时期,这种非对称效应会弱化。(3) 货币政策会影响上市公司发放委托贷款,相对于货币政策宽松时,货币政策紧缩时上市公司委托贷款会显著增加。这种影响对社会和企业都会产生经济后果:一般来讲,企业发生的对外委托贷款越多,越可能产生实体经济投资的非效率性,这种非效率性主要表现为实体经济投资的不足;企业对外委托贷款的开展也会影响企业的实体经营效率,降低了企业的主业获利能力和成长性。对企业集团内部委托贷款降低了借款企业的融资压力,压缩了交易成本和融资成本;上市公司通过委托贷款实现了优化资源配置的内部资本市场效用,同时也降低了财务风险。

本书的创新点在于:从外延上来看,不再把委托贷款看作企业

的某一项业务，而是认为委托贷款业务是国家货币政策框架下相关各方实现其利益最大化的工具。所以，本书的外延由企业本身拓展到国家货币政策和商业银行的信贷政策，以及它们之间的关联性。从内涵上来看，从理论角度探讨国家货币政策对上市公司委托贷款的影响以及货币政策对委托贷款影响的前置条件——货币政策的传导机制及其对公司融资的非对称效应。在完成货币政策对委托贷款的影响之后，进一步从宏观和微观两个方面研究了委托贷款的经济后果。因此，本书研究的理论价值在于拓展了委托贷款的外延，丰富了委托贷款的内涵。

本书还拓展了货币政策非对称效应的内容。将货币政策的非对称性从企业的产出环节延伸至企业融资环节，研究内容不再集中于货币政策对经济产出的非对称性，而是研究了货币政策对企业融资影响的非对称性。本书研究结论认为，货币政策商业银行贷款的非对称效应是货币传导机制产生阻塞的基本环节。国家的宏观货币政策与上市公司的委托贷款之间存在着一定关系：当货币政策宽松时，上市公司等资金充裕的公司为追求高利率会以委托贷款的形式增加资金供给。相对于货币政策宽松时，货币政策紧缩时，上市公司委托贷款会显著增加。总体来讲，对外委托贷款的经济后果不是积极的，一方面会产生非效率性投资；另一方面对企业的实体经营产生不利影响，降低了以实体经营为主业的企业价值。从企业集团内部的委托贷款来讲，对企业集团内部调节资金运用，提高资金运用效率，提升企业集团整体价值等有一定的促进作用。

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的	3
1.3 研究思路与内容	4
1.4 研究方法	6
1.5 基本概念界定	7
1.6 创新点	8
第 2 章 货币政策影响委托贷款的一般分析框架	11
2.1 我国货币政策和委托贷款制度的变迁	11
2.2 我国货币政策体系及货币传导机制	19
2.3 货币政策影响委托贷款的一般分析框架	28
第 3 章 上市公司委托贷款的现状	37
3.1 上市公司委托贷款总体规模	37
3.2 上市公司委托贷款委托人特点	40
3.3 上市公司委托贷款借款人特点	58
3.4 上市公司委托贷款的来源与去向	69
3.5 货币政策与委托贷款的关系	73
3.6 本章小结	75

第4章	货币政策传导机制对企业融资的非对称效应	78
4.1	引言	78
4.2	文献综述	82
4.3	货币政策传导机制作用的机理	90
4.4	企业信贷融资非对称效应的产生	95
4.5	货币政策对企业信贷融资非对称效应的实证检验	100
4.6	本章小结	117
第5章	国家货币政策对上市公司委托贷款的影响	119
5.1	引言	119
5.2	国家货币政策影响委托贷款的研究现状	120
5.3	国家货币政策对上市公司委托贷款的影响	121
5.4	本章小结	136
第6章	上市公司委托贷款对其实体投资效率的影响	137
6.1	引言	137
6.2	上市公司委托贷款对其投资效率的影响文献综述	138
6.3	上市公司委托贷款影响其投资效率的理论分析和研究假设	144
6.4	上市公司委托贷款影响其投资效率的实证分析	146
6.5	本章小结	161
第7章	上市公司委托贷款对其实体经营的影响研究	162
7.1	引言	162
7.2	上市公司委托贷款对其实体经营影响的文献综述	163
7.3	上市公司委托贷款影响其实体经营的理论分析和假设提出	165
7.4	上市公司委托贷款影响其实体经营的实证检验	170
7.5	本章小结	187

第 8 章 上市公司内部资本市场委托贷款投资效果研究	188
8.1 引言	188
8.2 相关文献综述	189
8.3 内部资本市场委托贷款投资效果的理论分析	196
8.4 案例选择及企业基本情况概要	199
8.5 上市公司内部资本市场委托贷款投资效果研究	203
8.6 本章小结	224
第 9 章 研究结论和政策性建议	226
9.1 研究结论	226
9.2 研究局限性	230
9.3 相关政策建议	231
参考文献	234
后记	243

第1章 绪 论

1.1 研究背景

1.1.1 现实背景

自金融危机以来，我国货币政策始终保持着较为稳健的步调，整个社会资金比较短缺，加之发展中国家普遍存在的金融抑制，导致银行信贷配给压力加大，很多企业的资金需求得不到满足，从而引发民间地下资本市场的形成，出现“金融脱媒”现象。在金融抑制和宏观经济环境的大背景下，根据信贷配给理论，很多非上市公司、非国有企业、中小企业以及受国家政策限制的行业的融资环境趋于恶化、资金链紧张，致使民间融资越来越普遍，即便融资成本较高，融资需求仍然得不到满足。在资金如此紧缺的环境下，相对于民营企业和中小企业，上市公司因其规模大、声誉高等特点能较容易地从银行融到资金。同时，由于2008年金融危机效应的影响，全球经济普遍萎靡，国外购买力下降，导致我国出口量减少，实体经济受到一定的冲击，企业的主业投资回报率下降（陈春华和杨天，2013）。根据资本逐利规律，这无疑会促使上市公司将资金投向回报率更高的领域。在这种情况下，委托贷款业务因其具有利率高、收益快、盘活闲置资金、调剂资金余缺等优点而倍受上市公司青睐。

据不完全统计，2011年前三季度，两市已有超过130份关于“委托贷款”

的公告,涉及近80家上市公司,累计贷款额度超过200亿元,贷款利率最高达24.5%。2012年以来,上市公司委托贷款的发展势头仍然只增不减,委托贷款业务成为许多上市公司投资理财的新途径。同时,委托贷款的风险也日益显现,截至2013年,已有33家上市公司委托贷款办理了展期,涉及金额高达56.7亿元。在资金紧缺的环境下,上市公司尤其是实体产业上市公司忽视主营业务而投入委托贷款的行为引起了社会各方广泛关注。2015年1月16日,为促进委托贷款业务健康发展,银监会制定了《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》,可以看出监管部门对委托贷款这一现象也给予了足够的重视。

那么,上市公司热衷委托贷款的现象是否会对促进我国实体经济的发展和维持资本市场秩序有不良影响呢?上市公司的资源在一定范围内是有限的,在高额利润的驱动下,如果上市公司较多地利用资金发放委托贷款,是否会影响上市公司的实体经济投资效率从而导致非效率投资呢?上市公司如此热衷的委托贷款业务到底会对其自身的财务业绩产生何种影响?应如何正确认识上市公司委托贷款现象?如何通过国家货币政策对这种现象进行调控?这些问题都有待回答。本书通过对以上问题的研究,在宏观层面可以为国家通过货币政策调节上市公司委托贷款现象提供参考,在微观层面可以为上市公司提供政策建议,以引导上市公司慎重对待委托贷款业务。

1.1.2 理论背景

目前,上市公司日益突出的委托贷款现象已成为越来越多的学者关注的焦点。

国外文献中尚未找到关于上市公司变更募集资金投向进行委托贷款的文章,分析其原因可能是国外资本市场比较发达、监管政策相对完善、变更募集资金用途须遵守相关规定给予充分披露,另外,国外上市公司非常重视公司声誉,不会轻易改变募集资金用途,因此,委托贷款在国外并未形成一种社会现象,也未引发学术界的讨论。

国内关于委托贷款的研究尚少,重要研究成果不多,大多数学者主要针对委托贷款的动因、可能的危害、法律性质等方面进行研究,关于国家货币政策

对上市公司委托贷款影响的直接研究尚未发现,且基本没有文献对此展开实证研究。目前对上市公司委托贷款问题的关注更多见诸各种媒体报道。现有的专门研究上市公司委托贷款问题的文献:一是数量很少;二是研究方法单一,主要是规范研究(周萃,2015;张晓彬,2014;李冰和宋保庆,2013;董萌筱和于鹏飞,2011;王本哲和邵志桑,2008;熊燕,2008),实证研究很少(覃士珍,2014;李梅和孙彦娜,2013);三是研究不够深入细致。

现代经济学的研究越来越关注宏观经济理论的微观经济基础,随着研究的深入,货币政策的影响效果逐步从宏观趋于微观,学者们也开始研究货币政策在不同特征企业间的非对称性影响,即货币政策是否对不同规模 and 不同产权性质的企业存在非对称效应。由于国家货币政策的传导机制导致了企业融资的非对称效应,而这种非对称效应又推动和加剧了委托贷款业务的发展,因此,如果委托贷款业务对上市公司的实体经营产生了影响,“背后的推手”实际上是国家货币政策。因此,本书运用自由现金流假说、信贷配给与信贷歧视理论和货币政策传导机制的非对称效应理论,对国家货币政策、上市公司委托贷款及委托贷款的经济后果问题进行分析,同时,运用金融抑制理论、交易成本理论、财务风险理论和资源配置理论对内部资本市场委托贷款的投资效果问题进行分析。

本书从宏观的国家货币政策角度研究微观的上市公司委托贷款现象,从理论上探讨国家货币政策对上市公司委托贷款的影响,从国家货币政策的角度对上市公司委托贷款问题进行实证研究,对丰富相关研究成果有一定的意义,希望本书的研究能为货币政策影响投资的宏观经济理论提供微观经济基础。

1.2 研究目的

基于上述研究背景,本书拟从国家货币政策的角度对上市公司委托贷款现象进行研究,旨在考察我国上市公司委托贷款的动机和行为特征,解析国家货币政策对上市公司委托贷款的影响;分析货币政策传导机制运行机理及其非对称效应,为实现国家货币政策的精准调控提供政策建议;分析上市公司委托贷