

银行监督、制度环境与 公司治理

——基于中国房地产 上市公司的实证检验

YINHANG JIANDU ZHIDU HUANJING YU GONGSI ZHILI

JIYU ZHONGGUO FANGDICHAN
SHAGNSHI GONGSI DE SHIZHENG JIANYAN

龙建辉◎著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

广东省社会科学院出版基金资助项目

银行监督、制度 环境与公司治理

——基于中国房地产上市公司的实证检验

龙建辉 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

银行监督、制度环境与公司治理：基于中国房地产上市公司的实证检验/龙建辉著. —北京：经济科学出版社，2017.9

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8491 - 4

I. ①银… II. ①龙… III. ①房地产业 - 上市公司 - 银行监管 - 研究 - 中国②房地产业 - 上市公司 - 企业制度 - 研究 - 中国③房地产业 - 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F299.233.3②F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 239236 号

责任编辑：刘 莎

责任校对：刘 昕

责任印制：邱 天

银行监督、制度环境与公司治理

——基于中国房地产上市公司的实证检验

龙建辉 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

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京季蜂印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 8.25 印张 230000 字

2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8491 - 4 定价：32.00 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 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

前 言

房地产行业是一个银行信贷依赖特征比较显著的行业，从土地储备、房地产开发、建设、投资和消费终端都离不开银行信贷的支持，银行在房地产公司经营活动中处于举足轻重的地位。因此，信贷政策是调控房地产市场失灵的重要手段，2003年6月5日，中国人民银行发布的《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（121号文件），加大了对房地产开发企业的监督力度，如禁止流动性资金贷款、禁止施工企业贷款垫资开发、严格控制土地储备贷款的发放等。此后，政府为了保持房地产市场的健康与科学发展，各种金融政策陆续出台，金融政策的频繁出台一方面凸显了银行在房地产行业中的关键地位，另一方面也暴露了银行面临的信贷风险。

国有企业的所有者缺位，民营企业的大股东控制，都使得中国房地产上市公司普遍存在内部人控制（控股股东与经理人）现象，内部人的机会主义行为将给上市公司带来一定的负面影响，如高在职消费、高薪酬、“企业帝国”扩张欲望以及控股股东资金占用和关联交易等，这些机会主义行为正在威胁着银行等债权人的切身利益。虽然银行贷款“三查”制度中的“贷前调查”和“贷时审查”能够在一定程度上了解贷款企业的经营和财务状况，然而当贷款行为发生后，银行作为“外部人”始终难以完全掌握企业的行为方

式，即使“贷后检查”制度也很难监督内部人的机会主义行为。因此，银行信贷的风险不仅表现为财务风险，更表现为公司治理风险；银行信贷风险不仅来自于事前选择，更来自于事后道德风险；银行信贷风险不仅来自于企业内部，更来自于制度因素。很多学者都认为债权人的监督工作能够提高公司治理效率（如 Grossman & Hart, 1982; Diamond, 1984; Fama, 1985; Jensen, 1986; 等等）。本研究认为商业信用和企业债券等方式对公司治理效率的影响力可能会因为债权人的分散特征而被削弱，而且分散的债权人对企业进行监督的成本也很高，银行可以凭借其“专家式”的投资角色和信息优势作为众多债权人的“受托者”对贷款企业进行监督，因此，把银行信贷从其他负债中独立出来，研究其监督作用对公司治理效率的影响更有意义。

转型期间的中国，政府控制、政府干预、信息问题、误导性规制和无效司法系统等现象普遍存在（Khanna & Palepu, 1997; Peng & Heath, 1996; Peng, 2003）。房地产企业的两大战略性资源（银行借款和土地储备）都控制在政府手中，此外，债权人监督还应该完善的法律制度才能发挥其治理效果（Shleifer & Vishny, 1997）。因此，本研究把银行监督、公司治理、政府控制和法律环境整合在一个逻辑框架之中，深入研究房地产企业、银行、政府和（法律）制度之间的关系。基本思路以银行监督与公司治理效率的关系为主线，将银行、企业与制度有机地结合在一起，从“银行监督与经理人代理成本”“银行监督与控股股东代理成本”以及“银行监督与企业绩效”三条主线展开研究。此外，从商业银行的制度变迁、政府控制、银行与房地产企业的关系以及法律环境等方面阐述了银行与房地产企业赖以生存的制度环境。同时把制度环境与以

上三条主线进行了整合,利用文献研究、比较分析、调节与交互效应检验以及计量建模等方法,以2003~2008年41家房地产上市公司为样本,得出了一些既有理论意义,又有应用价值的结论。

研究表明:①银行监督对公司治理效率的影响存在显著差异。具体而言,银行监督与经理人代理成本正相关,即银行监督不是降低了经理人代理成本,而是提高了经理人代理成本;银行监督与控股股东代理成本负相关,银行监督有利于降低控股股东代理成本;银行监督与企业绩效负相关,银行监督的治理效率处于扭曲状态。②政府控制(实际控制人性质)对公司治理效率的影响显著是一致的,即政府控制与经理人代理成本、控股股东代理成本和企业绩效(ROA和ROE)都表现出正相关关系,这说明在国有企业中,经理人代理成本和控股股东代理成本显著高于非国有企业,但是在房地产上市公司中,政府控制却有利于提高企业绩效。③相对于非国有房地产上市公司,在国有房地产上市公司中,银行监督与经理人代理成本正相关关系更强,与控股股东代理成本和企业绩效的负相关关系更强。当因变量是经理人代理成本或企业绩效时,政府控制导致了银行监督的预算软约束,从而导致银行监督的治理效率被扭曲,但是银行监督能够显著降低控股股东代理成本,甚至在国有企业这种关系表现得更为显著。④对于经理人代理成本、控股股东代理成本和企业绩效的影响上,银行监督作为一种外部治理机制与大部分内部治理机制之间表现出交互效应,具体表现为替代或互补关系。⑤改善为债权人提供保护的 legal 环境能够显著降低两类代理成本,提高企业绩效。这说明法律环境在公司治理中处于非常重要的位置。⑥除了经理人代理成本之外,对于控股股东代理成本和企业绩效的影响上,银行监督与法律环境之间表现出显著的交互效应。

一方面，法律制度本身也是一种治理机制，能够发挥一定的公司治理作用；另一方面，银行与企业之间是一种契约关系，契约关系也需要健全的法律制度作为保障。

从以上结论可以得出本书主要有以下几个方面的创新：第一，本书结合了中国制度背景（政府控制、法律环境）研究银行监督与公司治理效率之间的关系，是对资本结构理论、Berle - Means 范式以及 LLSV 范式的重要拓展；第二，本书研究了银行监督作为一种外部治理机制与传统的公司内部治理机制（如第一大股东、股权制衡度、董事会规模、高管报酬、经理人持股等）的交互作用，同时还研究了银行监督与法律环境之间的交互作用，发现银行监督与内部治理机制、银行监督与法律环境之间存在一定的替代或互补关系；第三，以中国房地产上市公司为样本，紧紧扣住房地产企业的银行信贷依赖特征，从规范和实证分别研究了银行监督对公司治理效率的影响及其内部作用机制和制度作用机制，不仅为企业外部治理机制（如产品市场竞争、劳动力市场竞争、审计服务和媒体披露等）与公司治理效率的关系研究提供了一种思路，而且丰富了代理理论与资本结构理论的实证文献。

本研究的结论说明，我们应该从多角度理解“政企关系”“银企关系”和法律制度。尽管现在大量的文献研究表明政府控制提高了代理成本，降低了企业价值，损害了外部投资者的利益，本研究表明，政府控制提高了两类代理成本，但是政府控制在获得土地储备和银行信贷方面具有独特的优势，能够改善企业绩效。所以，政府控制并不是一无是处。银行监督的治理效应并不是完全被扭曲，至少在房地产上市公司中，这种治理机制能够降低控股股东代理成本。法律环境的改善虽然有助于降低两类代理成本和提高企业绩

效，但是银行监督与法律环境的交互作用有时候表现不尽如人意，完善的法律制度可能会导致银行的“懒惰”，导致代理成本提高，如本书的第五章，银行监督与法律环境的交互项与控股股东代理成本之间表现出正相关关系。此外，在改革实践中应该警惕两种危害：一是在市场经济还很不完善的前提下一味地反对政府控制，盲目学习和借鉴西方发达国家市场运行机制将会造成社会无序，导致社会无序成本的提高；二是在市场经济制度很完善的背景下，如果政府控制还普遍存在，那么很容易形成社会专制，导致社会专制成本的提高。

作者

2017年4月

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 问题的提出	5
第三节 关键概念界定	8
第四节 研究内容与研究方法	15
第五节 全书结构安排	20
第二章 文献综述	24
第一节 银行监督的理论基础	24
第二节 银行监督的经验研究	52
第三节 文献评价与逻辑框架	61
第三章 制度环境分析	65
第一节 商业银行的制度变迁	66
第二节 政府控制与银企关系	72
第三节 债权人利益法律保护	75

第四章 银行监督与经理人代理成本	84
第一节 理论分析与研究假设	84
第二节 研究设计	92
第三节 实证检验与结果分析	102
第四节 研究发现与讨论	122
第五章 银行监督与控股股东代理成本	126
第一节 理论分析与研究假设	127
第二节 研究设计	134
第三节 实证检验与结果分析	142
第四节 研究发现与讨论	159
第六章 银行监督与企业绩效	162
第一节 理论分析与研究假设	163
第二节 研究设计	170
第三节 实证检验与结果分析	178
第四节 研究发现与讨论	199
第七章 结论与展望	207
第一节 研究结论	207
第二节 研究价值	213
第三节 研究展望	224
参考文献	227
后记	252

第一章

绪 论

第一节 研究背景

房地产业属于高度资金密集型产业，其每一步发展都非常依赖融资体制。经过十多年的改革和探索，中国已经建立了以银行信贷为主，同时包括自筹资金、定金和预收款、股权、信托、债权以及基金等融资方式在内的房地产融资体系。这种不完善的融资体系决定了中国房地产企业的融资结构具有明显的银行信贷依赖特征。短期内，中国房地产开发投资中住宅投资比重不会大幅下降，因此，房地产企业对银行信贷的依赖是不可避免的，而且还有可能进一步扩大^①。银行信贷在房地产行业中的重要性主要表现在：

第一，银行信贷是中国房地产投资的主要资金来源。中国房地产开发企业负债率很高（部分已经达到 76%^②），房地产企业多依

① 牛凤瑞，李景国．房地产蓝皮书：中国房地产发展报告 No. 4．北京：社会科学文献出版社，2007．

② 参考《中国金融年鉴》2004 年之专题与调研篇：《广东房地产开发投资与房地产信贷资金风险》。

赖卖“期房”或扩大流动资金贷款的方式来融通资金。如果将房地产开发企业自筹资金（主要包括居民购房的消费贷款）和流动性资金来源及增幅考虑在内，中国每年上万亿元（见表1-1）的商品房投资中，约有60%的资金来自银行信贷^①。截至2008年底，中国的房地产开发企业将近90 000家，资产负债率基本超过70%（见表1-1），由此可见，房地产企业是典型的负债经营性企业。

第二，房地产信贷在银行贷款总量结构中比重很大。2007年末，全国商业性房地产贷款余额4.8万亿元，比年初增加11 200亿元，同比增长30.4%，增速比上年同期快8.3个百分点。其中，房地产开发贷款余额1.8万亿元，比2007年年初增加3 900亿元，同比增长27.7%，增速比上年同期快0.7个百分点；购房贷款余额3万亿元，比年初增加7 300亿元，同比增加32.2%，增速比上年同期快13.2个百分点（见表1-2）。

表1-1 房地产开发企业的资金来源与资产负债率 单位：万元

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
企业个数	59 242	56 290	58 710	62 518	87 562
资金来源小计	171 687 669	213 978 000	271 356 000	374 780 000	396 194 000
国内贷款	31 584 126	39 181 000	53 570 000	70 156 000	76 057 000
国内贷款所占比例	18.4%	18.3%	19.7%	18.7%	19.2%
利用外资	2 282 001	2 578 000	4 002 000	6 410 000	7 282 000
自筹资金	52 075 627	70 004 000	85 971 000	117 725 000	153 121 000
资产负债率	74.1%	72.7%	74.1%	74.4%	72.3%

资料来源：中经专网。

① 李霞：《房地产信贷资金配置效率研究》，北京：中国人民大学出版社，2009：5。

表 1-2 商业银行的房地产贷款整体情况

年份	金融机构贷款 余额 (亿元)	同比增长 (%)	房地产贷款 余额 (亿元)	同比增长 (%)	房地产贷款余额占金融 机构贷款余额比例 (%)
2003	158 996	—	21 422	—	13
2004	178 198	12	26 306	23	15
2005	207 000	13	27 700	16.1	13
2006	225 300	15.1	36 800	22.1	16.3
2007	261 690.9	16.1	48 000	30.4	18.3

资料来源：2008 年房地产金融行业风险分析报告。

第三，中国越来越多的房地产企业获得银行高额授信。正当欧美许多国家还在经受金融危机的折磨之时，2009 年 8 月以来，中国房地产企业获得银行高额信贷的消息却层出不穷，首先是金地的 300 亿授信 (line of credit)，此规模超过了上半年所有房地产企业的单次授信额度。接着远洋地产也在内地和香港进行两次融资，总共获得 120 多亿元的贷款授信。其次，万科 500 亿元授信创造了房地产企业单个银行授信的纪录，此时，万科在建行的总授信额度也达到 700 多亿元。绿地集团 9 月 1 日与国家开发银行签署一项总额高达 300 亿元的授信协定，等等 (见表 1-3)。

银行的大额授信，一方面，与房地产市场恢复有关，使银行对房地产企业信心有所增加；另一方面，2009 年上半年银行贷款绝大多数流向了大型国有企业以及各地方的大型基建项目，此前央行定调下半年信贷结构的调整，再加上房地产项目资本金的下调，使业绩良好的大中型房地产企业更容易得到银行的授信。从房地产企业角度出发，银行信贷的融资成本，相比债券、信托、基金等要低很

多，所以，在信贷政策宽松情况下，房地产企业倾向于多拿银行授信，为企业发展扩张做铺垫。

表 1-3 部分房地产企业 2009 年获银行授信情况 单位：亿元

企业名称	融资金额	备注
万科	500	
金地集团	300	
绿地集团	300	
凯德置地	250	
方兴地产	245	200 + 45
上海城投	308	208 + 100
绿城集团	200	
SOHO 中国	200	100 + 100
世茂集团	150	
远洋地产	逾 120	
雅居乐	100	
瑞安	114	

资料来源：高通智库《中国房地产行业发展报告》（2009 年第三季度）。

第四，商业银行发放房地产信贷的资金流程及关系。从中国房地产市场的运行过程及其资金链来看，商业银行通过发放土地储备贷款、房地产开发贷款、建筑企业流动资金贷款、商品房销售贷款等基本参与了房地产开发和销售的全过程^①（见图 1-1）。

^① 李霞．房地产信贷资金配置效率研究．北京：中国人民大学出版社，2009：39-40.

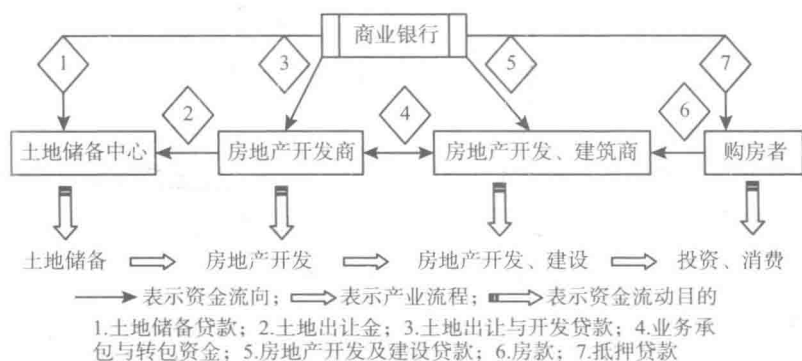


图 1-1 商业银行发放房地产信贷的资金流程及关系

第二节 问题的提出

从银行信贷在房地产投资中的比重、银行信贷的行业结构、房地产企业获得的银行授信以及商业银行发放房地产信贷的资金流程不难看出，银行已经成为中国房地产企业名副其实的大债权人，在房地产企业的土地储备、开发建设、投资型和自住型消费中发挥着举足轻重的作用。然而，国有企业的所有者缺位，民营企业的大股东控制，都使得中国房地产上市公司普遍存在内部人控制（控股股东与经理人）现象，内部人的机会主义行为将给上市公司带来很多负面影响，如高在职消费、高薪酬、“企业帝国”扩张欲望以及控股股东资金占用和关联交易等，这些机会主义行为正在威胁着银行等债权人的切身利益。银行作为一个债权人也是大的积极投资者，像大股东一样，它们在企业有大量的投资，并且希望看到它们的投资回报具体化。它们的权力一部分来自于因为当企业违反债务契约时它们收到的不同控制权（Smith & Warner, 1979），一部分来自于

因为它们的短期贷款，因此借款者必须定期地返还到期款项，短期间隔需要更多资金。虽然银行贷款“三查”制度中的“贷前调查”和“贷时审查”能够在一定程度上了解贷款企业的经营和财务状况，然而当贷款行为发生后，银行作为“外部人”始终难以完全掌握企业的行为方式，即使“贷后检查”制度也很难监督内部人的机会主义行为。因此，银行信贷的风险不仅表现为财务风险，更表现为公司治理风险；银行信贷风险不仅来自于事前选择，更来自于事后道德风险；银行信贷风险不仅来自于企业内部，更来自于制度因素。

欧美很多学者对债权人在公司治理中的作用进行了很多深入研究。格罗斯曼和哈特（Grossman & Hart, 1982）最早提出了通过债权而不是股权促使经理人努力工作的崭新观点；戴蒙德（Diamond, 1984）首先建立了债权人监督模型；法玛（Fama, 1985）提出了“拜托债权人（enlist the bondholders）”的概念，指出债权人（尤其是大债权人）专家式的监督可以减少股东的监督工作，并使监督更有效率；詹森（Jensen, 1986）认为，债务支出减少了公司的自由现金流，从而削减了经理人可以自由支配的现金流的数量，也相应减少了公司低效投资的可能性。正因为如此，青木昌彦和钱颖一（1995）将商业银行作为中国公司治理改革的主要依托而进行论述。因此，本研究将试图对以下几个问题进行深入分析：

银行作为企业的大债权人通过信贷的事前、事中和事后的审核与监督发挥了其应有的作用，这种监督是否降低了代理成本（经理人代理成本与控股股东代理成本）进而产生一定的治理效应呢？很多学者认为，考虑多重公司治理机制及其如何相互影响在公司治理研究中变得更加重要（Cremers & Nair, 2005；Gillan, 2006；郑志刚和吕秀华, 2009）；公司治理不能靠单一的治理机制发挥作用，

而是不同治理机制交互作用、相互影响的结果（张曦和周方召，2010），那么银行监督作为企业的一种外部治理机制与内部治理机制之间是否存在交互效应呢？

在市场经济条件下的企业中，债务和股权不仅仅被看成是不同的融资工具，而且还应该被看作是不同的治理结构（Williamson，1988）。债权人参与公司治理，不仅是解决债权人与企业之间代理问题的需要，也对解决股东与经理之间的代理问题有积极的作用（李维安，2005）。然而中国目前正处于计划经济向市场经济的转型阶段，存在政府控制、政府干预、信息问题（information problems）、误导性规制（misguided regulations）和无效司法系统（inefficient judicial systems）等市场失灵因素（Khanna & Palepu，1997；Peng & Heath，1996；Peng，2003）。施莱弗和韦什尼（Shleifer & Vishny，1997）也认为像大股东一样，大债权人的治理效力取决于其拥有法律上的权力。那么，转型期间的制度环境（本研究主要考虑政府控制以及为债权人提供保护的法律环境）对银行监督与公司治理效率之间的关系会产生什么影响呢？

尽管已经有很多关于银行监督的理论探讨，但是关于其功能的经验证据还比较少见（Shleifer & Vishny，1997；Ahn & Choi，2009），为了提高公司治理效率，很多学者研究发现：企业负债能够向资本市场传递利好信息（Jensen，1986）；公司治理能够有效解决企业内部的委托代理问题（Hart，1995）。因此，本研究以中国银行信贷依赖特征比较明显的房地产公司为研究对象^①，结合中

① 由于融资渠道的限制，房地产非上市公司银行信贷依赖特征可能更加明显，基于数据的可获得性，本研究以房地产上市公司为例，这并不影响本书的研究结论。