

JIYU GONGSI ZHILI DE
YINHANG ZHAIWURONGZI
QIYUEYANJIU

基于公司治理的 银行债务融资契约研究

丁庭选 著



河南大学出版社
HENAN UNIVERSITY PRESS

2009 年度河南省社科规划项目(2009BJJ011)

JIYU GONGSI ZHILI DE YINHANGZHAIWU

基于公司治理的银行债务

RONGZI QIYUE YAN JIU

融资契约研究

丁庭选 著

河南大学出版社

• 开封 •

图书在版编目(CIP)数据

基于公司治理的银行债务融资契约研究/丁庭选著. -开封:
河南大学出版社, 2009. 9

ISBN 978-7-5649-0062-5

I. ①基… II. ①丁… III. ①债权法—研究—中国
IV. ①D923.34 ②F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 172412 号

责任编辑 董庆超

责任校对 董庆超

封面设计 马 龙

出 版 河南大学出版社

地址:河南省开封市明伦街 85 号 邮编:475001

电话:0378-2825001(营销部) 网址:www.hupress.com

排 版 郑州市今日文教印制有限公司

印 刷 开封市精彩印务有限公司

版 次 2009 年 9 月第 1 版 印 次 2009 年 9 月第 1 次印刷

开 本 787mm×1092mm 1/16 印 张 17.5

字 数 204 千字 印 数 1—1000 册

定 价 26.80 元

(本书如有印装质量问题,请与河南大学出版社营销部联系调换)

摘 要

债务融资是企业外源性融资的重要渠道,而银行贷款则是上市公司债务融资最重要的筹资方式。但是由于代理成本的存在,企业债务融资面临着融资约束。我国商业银行贷款决策时比较关注借款企业的财务指标,尤其关注民营企业的财务指标,然而因商业银行不能识别借款企业的盈余管理,财务信息缓解融资约束的有用性降低。公司治理信息是企业最基础、最稳定的信息,是签约之前的重要信号机制和银行债权的重要保障机制,应该是缓解融资约束的重要信息。但是,长期以来我国学术界对公司治理如何影响银行贷款契约没有给予足够关注,探索公司治理对债务契约的影响和经济后果的内在机理,是商业银行和上市公司都必须面对的一个亟待解决的现实问题。

本文采用中国上市公司 2001 年至 2006 年的档案数据,综合运用实证研究与规范研究相结合的方法,在国内外相关研究成果的基础上,针对不同产权背景下的公司治理对债务契约的影响及其经济后果进行了新的探索。

本研究取得以下主要创新性成果：① 公司内部治理模式直接影响银行债务融资契约的签订，良好的公司治理有助于缓解债务融资约束。第一大股东持股比例是影响债务契约的重要变量，但是国有和民营上市公司第一大股东持股比例对于债务契约的影响不同；民营上市公司独立董事比例对债务期限结构具有明显的影响；适当的管理层规模有利于签订债务融资契约。② 独立审计信息对债务融资契约具有重要影响。上年获得非标审计意见的上市公司，直接影响下年贷款规模和债务期限结构。在上年审计意见类型和银行贷款规模的关系上，民营上市公司表现更为突出；民营上市公司上年聘请大型会计师事务所所有利于延长债务期限结构。③ 贷款银行按照企业的公司内部治理的优劣以及按照独立审计所传递的公司信息作出的贷款决策，具有较好的经济后果。年度贷款规模越大，上市公司综合业绩也越好；年度贷款增长幅度越大或长期借款比重越大，资金占用越少，综合绩效越好；与国有上市公司比较，如果民营上市公司从银行获得年度贷款规模越大、贷款规模增长幅度越大或长期借款比重越大，则大股东资金占用越少，综合绩效越好。

本文认为，为了提高银行贷款资金的安全性、效率性，贷款的债权银行应该更加关注借款企业的公司治理，将其作为签约前的重要信息来源和签约后的重要监督视角。本文建议，上市公司应该进一步完善公司治理，以缓解债务融资约束。相关监管部门应该进一

步加大国有上市公司和国有商业银行的市场化改革力度,让国有上市公司不再承担过重的社会负担和政策性负担。这样,国有商业银行贷款决策才能硬化预算约束,按照市场规则高效、安全运行。

关键词:上市公司 公司治理 借款规模 债务期限
综合绩效 资金占用

Abstract

Liability is an important external financing channel of enterprises, and the bank's loan plays an important role in the listed company's liability financing, but because of the existing of the agency cost, the listed company faces the financing constrain. In China, the commercial banks have paid great attention to the financial data of debtors, and the private listed companies' financial data have played more important role in the loan contracting process, but the financial data is easily manipulated by debtors, and the commercial banks can not identify the earnings management, so the financial data's usefulness in the mitigation of financing constrain of loan contracting process is harmed. The information on corporate governance is the most basic and the most stabilized information, and it is the signaling mechanism before the loan contract, it also is the safeguarding mechanism after the loan contract, so it should have the function of mitigating the financing constrain. For a long time, the

Chinese scholars have not been interested in and involved the study on how the corporate governance influences the bank loan contract, so the mechanism of corporate governance's influence on the bank loan contract and its economic result is a desiderate and practical problem for the commercial banks and the listed companies.

This dissertation adopts the Chinese listed companies' archival data from 2001 to 2006 as the sample, uses the normative and positive research method, to study the mechanism of corporate governance's influence on the bank loan contract and its economic result, and it pays more attention to the function difference between the state-owned listed companies' corporate governance and the private listed companies' corporate governance.

This dissertation has the following creative findings.

① the internal corporate governance has important influence on the bank's loan contract, and the high level of internal corporate governance is helpful for mitigating the financing constrain. The first shareholder's share proportion is an important variable to the loan contract, and this influence is different between state-owned and private listed companies. The independent directors' ratio to all directors of private listed companies has influence on the term structure of loan contract, and

moderate size of managers is helpful to the loan contracting. ② the independent auditing has important influence on the loan contract. If the companies get nonstandard auditing opinions last year, then the loan size of the companies will be smaller, and the above phenomenon is obvious among private companies. If the companies get nonstandard auditing opinions, then the loan term of the companies will be shorter. If the private companies choose big auditors, then the loan term will be longer. ③ the loan contract which are signed according to the clients' corporate governance level and the independent audit quality has good economic result. It finds that, the bigger the annual loan size, the better of listed companies' compositive performance; the bigger the annual loan size increase extent and the longer the loan term, the fewer the big shareholders' occupying the funds of the listed companies, and the better of listed companies' compositive performance; and comparing with state-owned companies, if the private companies get bigger annual loan size and get more long-term bank loan, the big shareholders' occupying the funds of the listed companies will be fewer, and the listed companies' compositive performance will be better.

This dissertation argues that, for improving the safety and the efficiency of state-owned banks' loan, the

creditor banks should pay more attention to the debtors' corporate governance before signing the loan contract, and the creditor banks should regard the corporate governance as the signaling mechanism and the monitoring mechanism of loan contract. This dissertation suggests that, the Chinese listed companies should perfect the corporate governance to mitigate the financing constrain. This dissertation also argues that, the government should accelerate the reform of state-owned enterprises and the state-owned banks, and make the state-owned enterprises bear fewer burdens for society and policy, to rigidify the budget restriction.

Key words: The listed companies Corporate governance
Loan size Loan term Compositive performance
Assets occupying

目 录

1 绪论	(1)
1.1 研究背景和研究意义	(1)
1.2 研究目标、研究内容、文章结构及关键问题	(5)
1.3 研究方法	(8)
1.4 研究结果和创新	(9)
2 基于公司治理的银行债务融资契约研究现状	(12)
2.1 债务融资的公司治理功能	(12)
2.2 公司治理对债务融资约束的缓解作用	(28)
2.3 现有研究的不足及本文的研究方向	(46)
3 转型经济背景下融资约束、公司治理与债务契约	(48)
3.1 第一大股东产权性质、融资约束与债务契约	(49)
3.2 市场化进程和融资约束与债务契约	(53)
3.3 公司内部治理的渐进式改善和融资约束与债务	

契约	(58)
3.4 独立审计监管模式的改善和融资约束与债务契约	(67)
3.5 商业银行市场化改革和融资约束与债务契约 ...	(69)
3.6 本章小结	(72)
4 公司内部治理与银行贷款债务融资实证分析	(74)
4.1 理论分析及研究假设	(75)
4.2 研究设计	(87)
4.3 实证分析	(93)
4.4 本章小结	(110)
5 独立审计信息与银行贷款债务融资契约实证分析	(113)
5.1 理论分析与研究假设	(114)
5.2 研究设计	(121)
5.3 实证分析	(129)
5.4 本章小结	(139)
6 银行贷款债务融资经济后果实证分析	(142)
6.1 理论分析与研究假设	(142)
6.2 研究设计	(156)
6.3 实证分析	(161)
6.4 本章小结	(171)

7 研究结论和展望	(172)
7.1 研究结论	(172)
7.2 研究展望与建议	(175)
参考文献	(179)
附录 1 作者 2008 年的主要论文	(198)
附录 2 作者攻读博士学位期间公开发表的学术 论文题目	(260)
附录 3 作者攻读博士学位期间的主要研究课题 目录	(262)
致 谢	(263)

1 绪 论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

我国上市公司股权融资偏好一直是学者们研究的热点问题,按照公司财务的经典理论,企业融资的顺序应该是先内源融资,次债务融资,最后才是股权融资。但是,在我国特殊制度背景下,股权融资却成为上市公司的首选,究其原因主要在于以下几个方面:一是上市公司大股东股权长期不流通,证券市场评价功能丧失,大股东通过提升上市公司业绩来提高股票价格以达到获利的意图不是很强烈;二是大股东持有股份的比例足以长期保持对上市公司的控制权,采取股权再融资方式来融资也难以撼动其控制地位;三是中小股东产权保护的相关法律建设不到位,产权保护不力。在上述条件下,上市公司大股东通过股权再融资方式套取社会公众的资金,然后据为己有,这是最便捷的获利方式。因此,证券监管机构一再修订上市公

司股权再融资的有关规则,提升融资门槛,如对上市公司净资产收益率的严格要求等,旨在提升资本市场融资效率。有关研究也发现,证券监管机构的股权再融资规则起到一定的作用,提升了融资效率。

债务融资是企业外源性融资的重要渠道,银行贷款是上市公司债务融资最重要的筹资方式。但是,由于我国大部分商业银行以及借款企业长期国有化,两者最终都受公有产权的代表——政府的控制,债务融资契约市场化程度很低。因此,长期以来,我国学术界对企业银行贷款这种债务融资问题没有给予足够的关注。

我国正处于市场转型期,制约债务资金分配市场化的上述因素近年来逐步得到改善,企业产权性质正趋向多元化,民营企业成为国民经济的重要支柱,而且商业银行市场化改革已经在2003年启动,改革进程加快。市场转型理论比较关注在经济转型过程中起作用的主要机制是什么,在这种机制的作用下哪些人或主体会在这一转型过程中占据优势地位。在我国目前的转型经济阶段,企业所有者的产权性质成为市场机制之外的另一个重要机制,它可能影响企业获取资源的能力,如从银行获得贷款的能力等。

现有研究已经发现,我国商业银行与借款企业签约之前比较关注借款企业的财务指标,尤其关注民营企业的财务指标,但是商业银行并不能识别借款企业的盈余管理,财务信息在债务契约签订过程中的有用性降低。

根据上述背景分析,笔者认为以下问题值得关注:① 公司治理信息比财务信息更加稳定且难以操纵和修饰,良好的公司治理应该是签约之前的信号传导机制和签约之后的债权资金安全保障机制。那么,公司治理与债务契约签订是否存在合理

的关系? 根据公司治理信息签订的债务契约是否有效率?

② 不同产权性质的企业, 其公司治理对债务契约的促进作用是否相同?

1.1.2 研究意义

企业外部融资的主要渠道有股权融资和银行债务融资。近年来, 受市场环境等的影响, 我国证券市场股权再融资功能受到抑制, 银行债务融资成为社会资源配置的重要渠道。社会资源配置是否合理、有效, 对国民经济有重要影响。我国银行信贷长期以来一直受到国家的严密监督和控制, 债务融资市场化程度低, 债务企业本身的特质对债务融资有重要影响, 债务融资的经济后果没有得到研究者的足够重视。随着国有商业银行市场化改革的深入和信贷资金分配的市场化步伐加快, 如何适应市场规律, 降低签约成本和履约成本, 对债权人、债务人两方都至关重要。在债务融资过程中, 信息不对称及交易成本增加是签订契约的重要阻碍因素。签约前的信息不对称会造成债务人的逆向选择, 签约后的信息不对称会造成债务人的道德风险。债务企业在签约前和签约后的信息彰显机制对于降低签约和履约成本至关重要。所以, 债务人的信号传导机制及其有效性的研究具有重大的现实意义。

民营经济占据了中国经济相当的比重, 但是商业银行大部分贷款却主要流向了国有企业, 民营企业仍面临严重的外部金融约束 (Cull 和 Xu, 2005; Allen、Qian 和 Qian, 2005)。国务院于 2005 年初颁布的《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》中特别提到, 要加大对非公有制经济的财税支持力度。在这种背景下, 研究借款上市公司的内

部治理、外部治理、企业产权性质差异导致的企业政治关系差异等在我国商业银行贷款决策中的作用,具有重要的现实意义。

莫迪格利安尼和米勒(1958)的MM理论指出,在有效的资本市场下,公司的投资决策和资本结构无关,即企业的内源融资和外部资金是可以相互替代的。但是,外部资本市场不完善、信息不对称性以及交易成本的存在,使得企业内外部融资成本有差异,这种差异就产生了融资约束。

中国商业银行贷款决策比较关注借款企业的财务指标以及借款担保能力,饶艳超、胡奕明(2005)和胡奕明、周伟(2006)均发现银行的贷款政策与借款企业财务状况存在一定的合理关系,孙铮、李增泉、王景斌(2006)以及廖秀梅(2007)都发现会计信息对于债务契约的签订具有信号作用,而且民营上市公司会计信息的信号作用更强。但是,陆正飞、祝继高、孙便霞(2008)却发现贷款银行对于企业财务信息中的盈余管理不能识别,说明盈余管理损害了会计信息在债务契约签订过程中的有用性。上述研究发现说明,银行贷款决策仅仅依据借款企业的财务指标是不够的,必须关注借款企业更基本且借款企业难以在短时间内操纵的信息,如公司治理信息等。本文力图拓宽商业银行贷款决策理论的研究视野,具有相应的理论意义。

本文力图发现公司内外部治理对于债务融资契约签订的影响以及公司内外部治理发挥作用的机制,力图发现公司治理缓解债务融资约束的经验证据。该研究一方面可以拓展资本结构理论;另一方面将公司治理理论与公司财务学、金融经济学结合,可以拓展对公司财务问题的理论解释空间。