

# 货币政策宽松、银行关联与信贷资源配置

吴霞<sup>1</sup>, 连军<sup>2</sup>(博士), 夏鑫<sup>1</sup>(教授)

(1.山东工商学院会计学院, 山东烟台 264005; 2.山东工商学院经济学院, 山东烟台 264005)

**【摘要】** 本文以我国沪深两市A股上市公司为研究样本, 实证检验了货币政策宽松期信贷资源在不同产权性质企业间的配置效率问题。研究结果表明: 在货币政策宽松期, 国有企业能以较低的贷款利率获得较多的银行贷款, 同时也更容易进行过度投资; 而当货币政策趋于宽松时, 银行关联度能有效降低民营企业融资约束水平, 但也加剧了民营企业的过度投资行为。本文的研究有助于更好地理解宽松的货币政策对实体经济的影响, 并为政府制定政策、提高信贷资源配置效率提供决策参考。

**【关键词】** 货币政策宽松; 银行关联; 信贷配置; 投资效率

## 一、引言

我国自1998年开始实行稳健的货币政策, 以币值稳定为目标, 正确处理防范金融风险与支持经济增长的关系, 在提高贷款质量的前提下, 保持货币供应量适度增长, 支持国民经济持续快速健康发展。从总体上看, 我国多年稳健的货币政策取得了明显的效果。特别是为了化解2008年全球金融危机对我国宏观经济的深度冲击, 央行频繁使用货币政策工具, 帮助实体经济解决发展中的信贷问题, 促进了我国经济平稳运行。

由于信贷渠道是我国货币政策传导的主要途径(宋立, 2002; 周英章等, 2002; 王国松, 2004; 盛朝辉, 2006), 因此, 信贷资源配置效率的高低无疑会对货币政策的调控作用产生重要影响。现有研究主要探讨了银根紧缩时期信贷资源在不同企业间的配置效率问题(叶康涛等, 2009; 饶品贵等, 2013)。然而, 我国正处于经济改革的关键时期, 即便在货币政策宽松期, 经济资源的稀缺性特征依然十分突出(张敏等, 2010), 企业间对资源的争夺必将影响到资源的配置效率。因此, 本文所关注的问题是在宽松的货币政策下, 信贷资金在不同产权性质企业间的配置是否合理? 面对银行的信贷歧视, 企业将如何应对?

实践证明, 在我国市场制度尚不完善的情况下, 企业可以通过与银行建立各种关系来缓解融资约束, 获得更多的融资便利, 如聘请具有金融从业背景的人员担任公司高管(Allen et al., 2005; Claessens et al., 2008; 张敦力等, 2013)、建立银行股权关联等(陈栋等, 2012)。那么, 银行关联能否有效提高货币政策宽松时期信贷资源的配置效率呢? 本文拟对此进行深入分析。本文的研究有助于更好地理解宽松的货币政策对实体经济的影响, 并为政策制定方提高信贷资源配置效率提供决策参考。

## 二、文献回顾

1. 货币政策主要通过货币渠道(包括利率、汇率、货币供应量、资产价格等渠道)和信贷渠道(包括资产负债表、银行贷款等渠道)对经济活动产生影响(Bernanke et al., 1988; Bernanke et al., 1992; Hubbard, 1995), 其中信贷渠道的传导效应更直接。

盛朝辉等(2006)分析了1994~2004年我国货币政策主要传导渠道效应, 研究发现, 信贷渠道在货币政策传导机制中发挥了主要作用。

盛松成等(2008)对1998年1月到2006年6月的经济金融月度数据进行研究, 指出我国基本不存在货币传导渠道, 主要的传导渠道是银行贷款。宋立(2002)、周英章等(2002)、王国松(2004)等的研究也得出相似的结论。

2. 货币政策对信贷资源配置的影响得到许多文献的支持。叶康涛等(2009)对2004~2007年间我国上市公司季度数据进行检验发现, 在银根紧缩阶段, 信贷资金向国有企业和劳动密集型企业倾斜。

饶品贵等(2011)的研究指出, 在货币政策紧缩时期, 我国的信贷市场上存在信贷配给现象, 非国有企业可以通过提高会计稳健性而获得更多的银行贷款。

朱磊等(2012)以深市上市公司为研究样本, 发现紧缩的货币政策对国有企业债务融资、投资效率敏感度的影响要小于非国有企业, 说明政府干预削弱了商业银行的信贷资金配置效率, 也削弱了货币政策的传导效率。

饶品贵、姜国华(2013)研究发现, 在银根紧缩期信贷资金的边际增加将导致企业下一年度更高的业绩增长, 这一关系在民营企业样本中更加明显, 说明我国信贷资源配置没有达到帕累托最优。

3. 现有研究对“关系”(包括政治关联、金融关联和银

行关联)影响信贷资源配置的结论并不一致。有一种观点认为,在我国制度环境尚不健全的情况下,“关系”可以替代正式制度,有效地降低了企业融资的约束水平,提高了银行信贷资源配置效率。邓建平(2011)研究发现,银行关联有助于民营企业获得更多的长期借款,且显著影响企业的债务期限结构。瞿胜宝等(2014)的研究指出,银企关系作为一种非正式的替代机制,可以降低民营企业融资的约束水平,提升其投资效率。此外,连军(2012)、程小可等(2013)等学者的研究也得出了相似的结论。

另一部分学者的研究为“关系”低效性提供了证据。张敏等(2010)的研究表明,具有政治关联的企业在获得银行贷款后更容易进行过度投资,从而损害了贷款企业的价值。梁莱歆等(2011)在研究中指出,政治关联缓解了民营企业在投资时的资金约束,致使管理层盲目扩张,企业政治关联程度越强,过度投资水平越高。

4. 上述研究的局限性在于:①大部分文献只是研究了货币政策紧缩对信贷资源配置的影响,而事实上,当央行实施宽松的货币政策时,市场流动性增强,信贷资源配置作为货币政策传导过程中的关键环节,同样应该引起关注。②“关系”影响信贷资源配置的结论其实并不矛盾,关键在于其没有将该问题置于不同的环境下进行探讨。

本文在前人研究的基础上,将宏观经济政策纳入分析框架,探究了宽松的货币政策下银行信贷资源配置的效率,以及银行关联对信贷资源配置效率的影响。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一)经济与市场制度背景

我国以公有制为主体的社会主义经济制度决定了国有企业在国民经济中的主体地位,民营企业的发展在诸多方面受到限制,以信贷歧视最为突出。国有企业往往能获得贷款的优惠政策,而民营企业即便能够获得贷款,也往往被附加了许多苛刻的条件。这主要是因为我国的银行体系仍然以国有为主导,国有企业与银行之间具有天生的“血缘关系”。

为了稳定就业、增加政府可控制资源、提升官员政绩等目标,政府可以直接干预银行的信贷资源配置决策,放松对国有企业的贷款审查和贷后监督程序(连军等,2011; Fan et al., 2010; 谢德仁等, 2009)。另外,政府还可以通过担保或财政补贴等方式,降低国有企业的违约概率(江伟等, 2006)。再者,从风险的角度考虑,银行更愿意为有政府支持的国有企业提供贷款。

#### (二)货币政策与信贷资源配置

表1列示了2007~2013年我国广义货币供应量(M2)与国内生产总值(GDP)的统计数据。从中看出,我国货币供应量在逐年增加,尤其相对GDP的增长幅度更大。但民营企业信贷融资仍很困难。民营企业受到“信贷歧视”不仅表现在货币政策紧缩时期(叶康涛等, 2009; 饶品贵等 2013),而且在宽松的货币政策条件下,民营企业“融资难、融资贵”的问题依然突出。其主要原因在于:

其一,当央行采取宽松的货币政策时,虽然货币供应量有所增加,但是真正为实体企业服务的资金却非常有限。从表1的数据可以看出,我国广义货币供应量增长率常年高于国内生产总值增长率,并且M2占GDP的比重过高,且出现逐年增长的态势。由此可见,我国资本市场中的流动性总量并不少,但是资金的使用效率比较低,存在着流动性总量过剩下的结构性固化矛盾,即大部分资金只是在金融体系间体内循环,没有实际意义的流动性,即便流入实体企业间,也被许多央企或国企用于信托贷款,为地方投融资平台提供资金支持。当货币政策趋于宽松时,市场流动性增强,但是大部分资金仅仅用于金融机构内部流动,实体经济依然面临资金紧缺的困境。尤其是民营企业在资金争夺的过程中由于缺乏政府的庇护必然在信贷配置中始终处于劣势地位。

其二,央行实施宽松的货币政策旨在保障市场流动性充裕,引导社会融资成本下行,刺激经济增长。因此,当货币政策由紧缩转向宽松时,恰恰说明此时经济形势并不乐观,经济增长乏力、投资或进出口疲软;由于政策的引导作用,大部分投资者会看好未来的经济形势,储备资金以备抓住投资机会。因此,在宽松的货币政策下,尽管信贷资源有所增长,但企业的融资需求也随之增加,资金的稀缺性没有改变,民营企业依然会在银行信贷配置中受到歧视。此外,在经济形势不好时,银行作为债权人将更加关注企业的违约风险,自然更愿意将资金借给具有政府背景的国有企业。

其三,长期以来,我国商业银行受国家政策保护,掌握着贷款利率的上浮权力和手段,因此可获得贷款利息调整的巨大空间。此外,商业银行还可采取与保险、证券、基金、担保和信托、租赁等金融机构合作的方式,以转移、复合收入的方式,提高贷款利率。当央行采取宽松的货币政策时,尽管社会融资成本有所降低,但是由于社会融资需求的扩大以及民营企业自身信用缺陷等原因,商业银

表1 2007~2013年我国广义货币供应量(M2)与国内生产总值(GDP)的统计

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
M2增长率	16.7%	17.8%	27.7%	19.7%	13.6%	13.8%	13.6%
GDP增长率	11.4%	9%	8.7%	10.3%	9.2%	7.8%	7.7%
M2/GDP	163.15%	157.81%	180.89%	182.41%	180.89%	187.675	194.55%

注:数据源于2007~2013年中国人民银行按季度公布的《中国货币政策执行报告》

行在自主调节贷款利率的范畴内,很有可能提高民营企业的贷款利率。

基于以上分析,本文提出如下研究假设:

**假设1:**当货币政策宽松时,相比民营企业,国有企业更容易获得借款,且借款利率更低。

在我国特殊的制度背景下,国有企业的发展在诸多方面受到政府的照顾。比如更容易进入一些管制行业,因此能低成本地获得更多的投资机会。除此之外,在政府的干预下,国有企业在获得配套设施支持和优惠政策方面也存在明显的优势,比如优先获得土地、较低的税率、政府补贴等等(连军等,2011; Fan et al., 2010)。当央行采取宽松的货币政策时,货币供应量增加,融资环境相对较好,企业面临的融资约束水平整体降低,国有企业凭借政府的支持能获得更多的银行贷款,致使其拥有充裕的资金流。货币政策的宽松以及政府的支持刺激着国有企业投资扩张的冲动,通过过度投资“做大做强”。据此,本文提出如下研究假设:

**假设2:**当货币政策宽松时,相比民营企业,国有企业更容易进行过度投资。

### (三)货币政策宽松、银行关联与信贷资源配置

随着我国经济体制改革的不断深化,民营企业在增加就业、稳定社会、繁荣经济方面发挥着越来越重要的作用。然而,“信贷歧视”却严重制约了民营企业的发展。当货币政策趋于宽松时,尽管整体融资水平有所提高,但由于投资机会的增加,社会融资需求也相应增加,在政府的干预下,资金的配置依然会优先满足国有企业的需求。由于民营企业存在融资困境,在通过正式制度难以获得银行贷款的情况下,为了自身的发展,因而会积极地寻找体制外的途径解决融资难的问题,比如行贿、建立政治关系、构建金融联系,其中最为直接有效的是建立银行关联,如聘请具有金融从业背景的人员担任公司高管、建立银行股权关联等。

银行关联之所以能发挥作用,原因在于以下几个方面:首先,民营企业可以利用关联高管的关系网络获得贷款便利;其次,银行关联可以加强银企间的沟通,从而降低了信息不对称引发的“不信任”风险;再次,银企关联可以向市场传递好的信号,增强企业的信用担保。基于上述分析,本文提出如下研究假设:

**假设3:**在宽松的货币政策下,银行关联能有效降低民营企业融资约束水平。

尽管银行关联能够帮助民营企业获得更多的信贷资金,但并不能说明其能提升信贷资源的配置效率。原因在于,宽松的货币政策往往能向企业传递一种乐观的信号,比如政府会继续刺激经济发展、融资成本降低、投资机会增多、投资环境良好等。民营企业的银行关联使其在投资时受到的资金约束降低,很有可能导致管理层过度自信,

盲目扩大投资规模,参与一些净现值为负的项目投资,从而损害公司价值。据此,本文提出如下研究假设:

**假设4:**在宽松的货币政策下,具有银行关联的民营企业过度投资行为为更明显。

## 四、研究设计

### (一)样本与数据

本文选取2007~2013年沪深两市A股上市公司为初始研究样本,并依次剔除金融类上市公司、被ST处理的公司、期间发生重大并购重组的公司、相关数据缺失的公司。为了更及时准确地反映货币政策及其波动,我们采用季度数据,由此得到26 672个公司的季度观测值。

货币政策与金融数据主要源于中国人民银行披露的公开信息资料,银行关联数据通过上市公司财务报告手工收集,其他财务数据主要源于CSMAR数据库。在数据处理过程中,对所有连续变量最大最小1%的极端值进行Winsorize处理,以减轻离群值的影响。

### (二)模型设计与变量定义

1. 假设1的检验模型。为了检验假设1,本文设计了如下回归模型:

$$\text{Loan}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Mp}_{t-1} + \alpha_2 \text{Holder}_{t-1} + \alpha_3 \text{Mp}_{t-1} \times \text{Holder}_{t-1} + \alpha_4 \text{Size}_{t-1} + \alpha_5 \text{Cva}_{t-1} + \alpha_6 \text{Roe}_{t-1} + \alpha_7 \text{Grow}_{t-1} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \sum \text{Quarter} + \tau \quad (1)$$

模型的被解释变量Loan分别用银行债务融资率Bdr和贷款利率Cost表示。由于银行信贷需要遵循一定的审批流程,企业当期的信贷申请往往要延迟一段时间才能得到批准,因此在模型中,被解释Loan变量采用滞后一期的数据。

模型中Mp为货币政策虚拟变量,本文直接采用中国人民银行按季度发布的《中国货币政策执行报告》中的表述来度量货币政策,该报告将货币政策执行状态描述为“紧缩”、“适度紧缩”、“稳健”、“适度宽松”、“宽松”五种。我们将被表述为“适度宽松”和“宽松”的季度定义为货币政策“宽松”。根据2007~2013年《中国货币政策执行报告》,我们定义2008年第三季度到2010年第四季度为货币政策宽松季度,赋值为1,否则赋值为0。预期Mp的回归系数 $\alpha_1$ 在因变量为银行债务融资率时显著为正,在因变量为贷款利率时显著为负,即宽松的货币政策能降低企业的融资约束水平。

核心解释变量Holder为产权性质虚拟变量,国有控股企业赋值为1,否则赋值为0。由于“信贷歧视”的存在,可以预测 $\alpha_2$ 在因变量为银行债务融资率时显著为正,在因变量为贷款利率时显著为负。

本文通过交乘项Mp×Holder的回归系数 $\alpha_3$ 来判定假设1是否成立,如果 $\alpha_3$ 在因变量为银行债务融资率时显著大于0,在因变量为贷款利率时显著小于0,则说明当货币政策宽松时,国有企业获得的银行贷款更多,且贷款利率

更低,即假设1成立。

此外,我们引入公司规模 **Size**、资产可抵押价值 **Cva**、净资产收益率 **Roe** 与成长机会 **Grow** 作为控制变量来控制公司财务状况对银行贷款规模和贷款利率的影响,相关变量定义详见表2。

2. 假设2的检验模型。借鉴 Richardson (2006) 的研究,建立模型(2)来估计出企业正常的投资水平,用模型残差的绝对值作为投资过度 and 投资不足的代理变量,在此基础上建立模型(3)来考察宽松的货币政策对不同产权性质企业投资效率的影响。即:

$$Inv_t = \beta_0 + \beta_1 Inv_{t-1} + \beta_2 Size_{t-1} + \beta_3 Grow_{t-1} + \beta_4 CF_{t-1} + \beta_5 Lev_{t-1} + \beta_6 Cash_{t-1} + \beta_7 Age_{t-1} + \sum Ind + \sum Year + \sum Quarter + \theta \quad (2)$$

$$OInv(UInv)_t = \chi_0 + \chi_1 Mp_t + \chi_2 Holder_t + \chi_3 Mp_t \times Holder_t + \chi_4 FCF_t + \chi_5 ADM_t + \chi_6 Ocy_t + \sum Ind + \sum Year + \sum Quarter + \delta \quad (3)$$

模型(3)中,被解释变量为投资过度额度 **OInv** 或投资不足额度 **UInv**,由模型(2)得到。本文通过交乘项 **Mp** × **Holder** 的回归系数  $\chi_3$  来判断假设2是否成立,如果  $\chi_3$  在因变量为过度投资时显著为正,在因变量为投资不足时显著为负,则说明在货币政策宽松期,相比民营企业,国有企业更容易出现过度投资,而投资不足的程度则较低,即假设2成立。

此外,为了控制代理成本对非效率投资的影响,本文借鉴辛清泉等(2007)、刘星等(2013)的做法,在模型中引入自由现金流量 **FCF**、管理费用率 **ADM**、大股东占款 **Ocy** 作为控制变量,相关变量定义详见表2。

3. 假设3的检验模型。为了检验假设3,笔者设计了如下回归模型:

$$Loan_t = \lambda_0 + \lambda_1 Mp_{t-1} + \lambda_2 Reb_{t-1} + \lambda_3 Mp_{t-1} \times Reb_{t-1} + \lambda_4 Size_{t-1} + \lambda_5 Cva_{t-1} + \lambda_6 Roe_{t-1} + \lambda_7 Grow_{t-1} + \sum Ind + \sum Year + \sum Quarter + \mu \quad (4)$$

模型(4)以民营企业为样本进行回归,其核心解释变量 **Reb** 为银行关联哑变量。本文借鉴程小可等(2013)的研究方法,当企业存在以下情况中的一项或多项时,被定义为有银行关联,赋值为1,否则赋值为0。具体项目包括:公司高管具有银行从业背景;公司持有银行的股份超过2%;银行为公司的前10大股东之一。

根据前文理论分析,预计交乘项 **Mp** × **Reb** 的系数  $\lambda_3$  在因变量为银行债务融资率时显著大于0,在因变量为贷款利率时显著小于0,说明在货币政策宽松期,具有银行关联的民营企业能够获得更多的银行借款,且利率更低,验证假设3成立。其他变量定义同模型(1),不再赘述。

4. 假设4的检验模型。对于假设4的检验,本文在模型(2)的基础上,设计出如下模型:

$$OInv(UInv)_t = \gamma_0 + \gamma_1 Mp_t + \gamma_2 Reb_t + \gamma_3 Mp_t \times Reb_t + \gamma_4$$

$$FCF_t + \gamma_5 ADM_t + \gamma_6 Ocy_t + \sum Ind + \sum Year + \sum Quarter + \eta \quad (5)$$

模型(5)同样以民营企业为样本进行回归,通过交乘项 **Mp** × **Reb** 的系数  $\gamma_3$  来判断假设4是否成立,若  $\gamma_3$  在因变量为过度投资时显著为正,在因变量为投资不足时显著为负,则说明假设4成立,即在宽松的货币政策下,具有银行关联的民营企业更容易进行过度投资,而投资不足的程度则较低。其他变量定义同模型(3)和模型(4)。

表2 变量定义

变量名称	变量符号	变量描述
银行债务融资率	<b>Bdr</b>	季末(短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款)/季末总资产
贷款利率	<b>Cost</b>	季度财务费用/季末(短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款)
货币政策虚拟变量	<b>Mp</b>	货币政策宽松时取值为1,否则取值为0
产权性质虚拟变量	<b>Holder</b>	国有控股赋值为1,否则赋值为0
资本投资	<b>Inv</b>	季度固定资产、长期投资、在建工程、工程物资和无形资产的净值改变量/季末总资产
过度投资额	<b>OInv</b>	等于模型(2)中大于0的回归残差
投资不足额	<b>UInv</b>	等于模型(2)中小于0的回归残差取绝对值
银行关联	<b>Reb</b>	当公司与银行存在关联关系时赋值为1,否则赋值为0
公司规模	<b>Size</b>	季末总资产的自然对数
资产可抵押价值	<b>Cva</b>	季末(存货+固定资产)/季末总资产
净资产收益率	<b>Roe</b>	季度净利润/季末所有者权益
成长机会	<b>Grow</b>	季度营业收入增长率
经营现金流	<b>CF</b>	季度经营活动产生的现金流量净额/季末总资产
资产负债率	<b>Lev</b>	季末总负债/季末总资产
现金水平	<b>Cash</b>	季度现金及现金等价物/季末总资产
上市年限	<b>Age</b>	截止当年末的公司上市年龄
自由现金流量	<b>FCF</b>	季度经营活动产生的现金流量净额减折旧、摊销和预期的资本投资/季末总资产;其中预期的资本投资为模型(3)的回归结果
管理费用率	<b>ADM</b>	季度管理费用/季度营业收入
大股东占款	<b>Ocy</b>	季末其他应收款/季末总资产
行业控制变量	<b>Ind</b>	行业按证监会的分类标准,共引入20个行业0/1哑变量
年度控制变量	<b>Year</b>	以2007年为基准年,共引入6个年度0/1哑变量
季度控制变量	<b>Quarter</b>	以第一季度为基准,共引入3个季度0/1哑变量

## 五、实证结果与分析

### (一) 货币政策与信贷资源配置

我们运用假设1的检验模型(1)回归分析当货币政策宽松时,相比民营企业,国有企业更容易获得贷款,且贷款利率更低。结果如表3所示。从中可以看出,货币政策Mp的回归系数在模型(1.1)中显著大于零,在模型(1.2)中显著小于零,说明宽松的货币政策能扩大企业的信贷融资规模,降低企业的借款利率,但是这并不能说明货币政策的调控是有效的,央行宽松的货币政策能否达到预期的调控效果,还要看银行的信贷配置效率。

因此,我们在模型(1.1)和模型(1.2)中引入交乘项Mp×Holder,以验证在货币政策宽松的情况下,我国的民营企业是否受到信贷歧视。实证结果显示:交乘项Mp×Holder的回归系数在模型(1.1)中显著为正,在模型(1.2)中显著为负。该结果表明,当货币政策趋于宽松时,相比民营企业,国有企业更容易获得借款且借款利率较低,说明在宽松的货币政策下,我国的信贷市场存在信贷配给现象,即假设1成立。

表3的数据表明,在宽松的货币政策下,信贷资源向国有企业倾斜,那么这样的配置是否合理呢?我们通过表4列出的国有企业在货币政策宽松期的投资效率数据,以回答上述问题。

表3 假设1的检验结果

变量	模型(1.1)	模型(1.2)
	Loan=Bdr	Loan=Cost
Constant	0.082*** (0.000)	0.025*** (0.000)
MP	0.073*** (0.008)	- 0.009*** (0.002)
Holder	0.102** (0.041)	- 0.008** (0.011)
Mp×Holder	0.089** (0.032)	- 0.010** (0.042)
Size	0.276*** (0.002)	- 0.328*** (0.005)
Cva	0.152*** (0.007)	- 0.257** (0.048)
Roe	- 0.458** (0.012)	- 0.272* (0.059)
Grow	0.059** (0.033)	0.182* (0.081)
Ind	已控制	已控制
Year	已控制	已控制
Quarter	已控制	已控制
Adj- R <sup>2</sup>	0.293	0.259
F- value	62.359***	64.711***

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示双侧检验在1%、5%、10%的水平上显著,括弧内为P值,下同。

从表4的数据来看,交乘项Mp×Holder的回归系数在模型(3.1)和模型(3.2)中分别为0.128和- 0.475,且分别在5%和10%的水平上显著,说明在货币政策宽松期,相比民营企业,国有企业的过度投资程度更高,而投资不足的程度则更低,说明假设2成立。

以上结果表明:尽管宽松的货币政策能引导信贷融资规模增加,借款成本下行,然而由于商业银行对信贷资源的低效率配置,大量的信贷资源流向了过度投资的企业,造成资源的浪费,从而对货币政策的调控效果产生负面的影响。

### (二) 货币政策、银行关联与信贷资源配置

表5列示假设了3的检验结果,它反映了货币政策宽松期,银行关联对民营企业信贷融资产生的影响。交乘项Mp×Reb的回归系数在模型(4.1)中显著大于零,在模型(4.2)中显著小于零,说明在货币政策宽松期,民营企业建立银行关联能帮助其获得更多的银行借款,同时降低借款利率,假设3得到验证。

表6列示了假设4的检验结果。从中可以看出,货币政策Mp和银行关联Reb的回归系数在模型(5.1)中皆不显著,而在模型(5.2)中都显著为负,说明宽松的货币政策以及与银行建立关联关系对民营企业过度投资并没有显著的影响,但是却能明显降低民营企业的投资不足程度。

交乘项Mp×Reb的回归系数在模型(5.1)和模型(5.2)中分别为0.097和- 0.159,且都在5%的水平上显著,说明在货币政策宽松期,具有银行关联的民营企业更容易进行过的投资,假设4得到验证。

表4 假设2的检验结果

变量	模型(3.1)	模型(3.2)
	OInv	UInv
Constant	0.177*** (0.000)	0.116*** (0.000)
MP	0.092* (0.062)	- 0.031** (0.022)
Holder	0.102** (0.031)	- 0.154*** (0.000)
Mp×Holder	0.128** (0.045)	- 0.475* (0.073)
FCF	0.033*** (0.005)	- 0.054** (0.015)
ADM	0.002*** (0.001)	- 0.008* (0.088)
Ocy	- 0.072** (0.021)	0.058*** (0.006)
Ind	已控制	已控制
Year	已控制	已控制
Quarter	已控制	已控制
Adj- R <sup>2</sup>	0.192	0.183
F- value	88.653***	80.246***

表 5 假设 3 的检验结果

变量	模型 (4.1)	模型 (4.2)
	Loan=Bdr	Loan=Cost
Constant	0.077*** (0.000)	0.031*** (0.000)
MP	0.062** (0.025)	- 0.010*** (0.001)
Reb	0.097*** (0.008)	- 0.005*** (0.008)
Mp×Reb	0.101** (0.024)	- 0.011** (0.012)
Size	0.567*** (0.001)	- 0.159*** (0.007)
Cva	0.312*** (0.000)	- 0.211*** (0.002)
Roe	- 0.301** (0.041)	- 0.189* (0.062)
Grow	0.091* (0.082)	0.203** (0.022)
Ind	已控制	已控制
Year	已控制	已控制
Quarter	已控制	已控制
Adj- R <sup>2</sup>	0.215	0.271
F- value	63.258**	60.255**

表 6 假设 4 的检验结果

变量	模型 (5.1)	模型 (5.2)
	OInv	UInv
Constant	0.151*** (0.000)	0.189*** (0.000)
MP	0.077 (0.184)	- 0.050** (0.015)
Reb	0.054 (0.318)	- 0.154** (0.032)
Mp×Reb	0.097** (0.046)	- 0.159** (0.041)
FCF	0.012*** (0.001)	- 0.039* (0.075)
ADM	0.011* (0.092)	- 0.005** (0.032)
Ocy	- 0.038* (0.059)	0.029** (0.015)
Ind	已控制	已控制
Year	已控制	已控制
Quarter	已控制	已控制
Adj- R <sup>2</sup>	0.158	0.168
F- value	92.659***	90.379***

## 六、研究结论与启示

本文以 2007~2013 年沪深两市 A 股上市公司为研究样本,实证检验了货币政策宽松期信贷资源在不同产权性质企业间的配置效率,并探讨了银行关联对信贷资源

配置的影响。研究表明:①在货币政策宽松期,国有企业能以较低的贷款利率获得较多的银行借款,国有企业比民营企业更容易进行过度投资。这一研究结果还表明,在宽松的货币政策下,银行对民营企业的“信贷歧视”致使更多的资源流向了过度投资的企业,造成了资源的极大浪费,低效的信贷资源配置效率必将削弱货币政策的调控效果。②当货币政策趋于宽松时,与银行建立关联关系能有效缓解民营企业的融资约束力度,然而进一步研究显示,银行关联同时加剧了民营企业的过度投资行为,这一研究结论同时说明,建立“关系”并不能取代正式制度提高货币政策宽松期的信贷资源配置效率。

本文的研究结论有两个方面的启示意义:一是我们从借款规模、贷款利率和投资效率的视角探究了宽松的货币政策下我国商业银行的信贷资源配置效率,丰富了相关研究文献,也有助于更好地理解宽松的货币政策对实体经济的影响,并为银行的信贷决策提供了有益的参考。二是本文的研究结论为非正式制度的低效率性提供了一定的经验证据,有助于决策部门强化正式制度安排,以提高信贷资源的配置效率。

### 主要参考文献

宋立.我国货币政策信贷传导渠道存在的问题及其解决思路[J].管理世界,2002(2).

周英章,蒋振生.货币渠道、信用渠道与货币政策有效性[J].金融研究,2002(9).

王国松.通货紧缩下我国货币政策传导的信贷渠道实证分析[J].统计研究,2004(5).

饶贵,美国华.货币政策、信贷资源配置与企业业绩[J].管理世界,2013(3).

Allen F., J. Qian, M. J. Qian. Law, Finance and Economic Growth in China[J]. Journal of Finance Economics, 2005(1).

陈栋,陈运森.银行股权关联、货币政策变更与上市公司现金管理[J].金融研究,2012(12).

朱磊,章杉杉.微观主体投资效率、信贷配置与货币政策传导效率[J].上海金融,2012(12).

邓建平,曾勇.金融生态环境、银行关联与债务融资[J].会计研究,2011(12).

瞿胜宝,易早琴等.银企关系与企业投资效率——基于我国民营上市公司的经验证据[J].会计研究,2014(4).

吴艺钊.银行信贷风险的审计重点[J].审计月刊,2010(3).

【基金项目】教育部人文社会科学研究青年基金项目“金融危机背景下货币政策对公司资本配置的影响研究”(批准号:13YJC630087);山东工商学院青年基金项目“多元化经营对我国上市公司现金持有水平的作用机理与实证研究”(批准号:2013QN018)