

公司集团化经营、国有产权与银行信贷

陈舒曼

(北京大学光华管理学院, 北京 100871)

【摘要】随着公司集团这一组织形式的不断普及,集团化经营对公司治理的影响也成为一个受到关注的话题。本文使用2004~2012年的数据对公司集团化经营与银行贷款之间的关系进行了检验,结果发现:选择集团化经营能够对公司的银行贷款造成显著影响,相比独立经营的公司,集团公司能够获得更多的银行贷款。同时,相比于非国有公司,国有公司能够获得更多的银行贷款。

【关键词】公司集团; 集团化经营; 银行贷款; 国有产权

一、概述

随着经济社会的不断发展,公司集团已经成为现代企业的主要组织形式,在经济社会的发展中起到了重要的作用。Faccio、Lang(2002)在对13个西欧国家的研究中发现,家族控制着其中的10个样本国家超过45%的公司。Claessens et al.(2006)发现,在他们选取的9个亚洲国家中,15个家族控制了其中8个国家超过20%的上市公司资产。在我国,截至2010年,仅国资委直接管理的中央企业集团就有122家,总资产达到24.3万亿元,净利润8489.8亿元,上缴税金1.4万亿元,超过全国税收的1/6。这些中央企业集团主要分布在交通运输、信息技术、石油电力以及国防科技等重要领域,对我国的经济社会发展有着不可替代的作用。

已有的大量文献研究了公司集团化运营对公司治理的影响,发现:公司集团在监督、激励和资源配置等方面具有优势,Gertner et al.(1994)认为在公司集团总部的监督下,集团成员公司的决策会更加有效地提供资源配置效率和管理效率;然而,集团化运营带来的双重代理问题也可能会损害公司效率,Scharfstein、Stein(2000)为公司集团化运营的负面影响提供了证据,Cheung(2006)也为这一说法提供了支持。虽然这些研究没有达成一致的结论,但都揭示了集团化运营对公司效率可能造成的影响。这些研究大都集中在公司集团化运营的公司治理特征方面,却少有研究关注公司集团化运营在对公司银行贷款方面可能带来的影响。

在我国,银行贷款在公司资金来源中占据着重要地位,对推动公司发展,社会经济的增长起着重要作用。因此研究公司集团化运营在对公司银行贷款方面的影响能为集团公司研究提供其在融资方面的证据。与独立公司相比,银行在考虑集团公司的贷款申请时,除了考虑公司自

身特征外,还需要考虑集团公司是否能为申请贷款的公司提供担保等问题。已有研究发现,面对集团公司的融资要求,债权人考虑到集团的隐性担保作用,会要求较低的利息(Lin et al., 2011)。使用2004~2012年的数据对公司集团化经营与银行贷款之间的关系进行了检验,本文发现:集团化经营能够对银行的贷款决策造成显著影响,相比独立经营的公司,集团公司能够获得更多的银行贷款。同时,相比于非国有公司,国有公司能够获得更多的银行贷款。这一结果为公司的集团化运营的经济后果提供了新的证据,这也是本文的主要贡献。

二、理论分析与研究假设

大量文献研究了公司集团化运营对公司治理的影响。一方面,公司集团在监督、激励和资源配置等方面具有优势。Gertner et al.(1994)认为在公司集团总部的监督下,集团成员公司的决策会更加有效地提高资源配置效率和管理效率。Khanna、Yafeh(2007)认为集团内部资本市场能够有效提高集团内部资源配置效率。同时,集团作为一个整体能够对集团内公司的对外融资起到担保作用,提高融资能力。

另一方面,集团公司的双重代理问题和所有权与控制权的分离问题可能会损害集团公司的运营效率。Scharfstein、Stein(2000)通过构建外部投资者、总部CEO与分部经理的双重代理模型发现:分部经理的寻租行为可能会扭曲总部CEO的资源配置决策,使得公司资源并未投向效率最高的部门。Cheung(2006)发现公司控股股东会通过上市交易达到侵占上市公司利益的目的。

对于银行来说,一方面,银行认为集团公司的所有权与控制权分离可能会导致大股东对公司的掏空行为,贷款风险较高,所以会不愿意向集团公司发放贷款,或者要

求更高的贷款利息以抵偿由此带来的风险。Lin et al. (2011)发现集团公司所有权与控制权的分离问题引起了投资者对于控股股东侵占上市公司利益的担忧,使得集团公司融资时需要承担更高的成本。

另一方面,由于内部资本市场的存在,集团成员之间可以通过资源再分配的方式平滑现金流,银行认为集团成员之间的这种风险分摊效应或者共同担保效应能够降低债务人的违约风险,贷款风险较低,因而会愿意向集团公司发放贷款,或者降低对风险补偿的要求。Hae-Young Byun et al. (2013)从贷款利息方面证实了集团公司的这种担保效应的存在,他们发现:相比于独立公司,集团内公司由于存在潜在的担保效应,在进行债务融资时能够获得更低的成本。但我们在这里更加关注的是公司集团化经营对银行贷款决策的影响,我们合理预期,因为集团公司之间存在的隐性担保效应,银行将更愿意将贷款发放给集团公司。

因此,提出本文的第一个假设:

H1:公司集团化经营与公司的银行借款率之间显著相关。

进一步,我们考虑公司的产权性质对银行贷款的影响。目前,我国的银行体系主要由人民银行、四大国有银行、由国家参与控股的10多家股份制银行和100多家由地方政府参股的城市商业银行组成。银行体系中,国有资本占绝对主导地位,这导致政府对银行具有重大影响力。Fan et al. (2008)使用我国1995~2003的数据发现,企业的银行借款情况显著受到政治因素的影响。Allen et al. (2005)发现:受到政治因素的影响,银行贷款更多地投向了国有企业。

因此,提出本文的第二个假设:

H2:公司产权性质与公司的银行借款率之间显著相关。

三、研究设计

1. 模型及变量。为检验相关假设,参照已有研究,本文建立了以下模型:

$$\text{Loan} = b_0 + b_1 \text{group} + \lambda \text{ctrl vars} + e$$

模型中被解释变量Loan是公司取得的银行贷款,主要是长期借款率。与长期贷款相比,短期贷款由于周期短,风险小,很难真正反映集团化经营因素对银行贷款的影响。

控制变量取年初数,包括:①公司资产,用总资产衡量,控制公司规模对银行贷款决策的影响;②资产负债率,用负债占总资产的比例衡量,控制公司的财务杠杆;③固定资产率,用固定资产占总资产的比例衡量,控制公司资产的变现能力;④公司成长性,用营业收入增长率衡量,控制公司的发展预期;⑤资产收益率,用净利润与总资产的比值衡量,控制公司的盈利能力;⑥是否为国有企

业,控制公司的产权性质。同时还受控制行业因素和年度因素的影响。

2. 样本选择和数据来源。我们以2004~2012年我国A股上市公司作为样本来研究公司集团化经营对银行贷款的影响。相关财务数据来源于CSMAR数据库和WIND数据库。我们还剔除了金融类公司、ST和*ST的公司,并剔除相关变量有缺失的样本,最终得到了14 148个变量。样本分布如表1所示。

表1 样本年度分布

年度	样本数	比例 (%)	累计比例 (%)	年度	样本数	比例 (%)	累计比例 (%)
2004	1 188	8.4	8.4	2009	1 536	10.86	57.64
2005	1 285	9.08	17.48	2010	1 691	11.95	69.59
2006	1 298	9.17	26.65	2011	2 032	14.36	83.96
2007	1 368	9.67	36.32	2012	2 270	16.04	100
2008	1 480	10.46	46.78	总计	14 148	100	

四、实证结果

1. 描述性统计。表2为所有变量的描述性统计。从表2我们可以看到,银行借款率的最大值、中值、均值及最小值为42.6%、1%、5.8%、0。集团化经营和国有企业的均值为0.292和0.553,说明有29.2%的企业为集团公司,55.3%的企业为国有企业。样本企业中总资产最大的为830亿元,最小的为1.3亿元,均值为48.7亿元。资产负债率的最大值、中值、均值及最小值为85.6%、49.5%、50.8%、4.7%。固定资产比例的最大值、中值、均值及最小值为77.8%、24.1%、27.3%、0.2%。营业收入增长率的最大值、中值、均值及最小值为94.8%、15.6%、18.9%、-35.8%。总资产收益率的最大值、中值、均值及最小值为31.1%、5.91%、6.1%、-27.4%。

表2 描述性统计

变量	样本	均值	标准差	最小值	中值	最大值
借款率	14 148	0.058	0.092	0.000	0.010	0.426
集团化经营	14 148	0.292	0.455	0	0	1
国有企业	14 148	0.553	0.497	0	1	1
总资产	14 148	487 440	1 098 000	13 028	177 247	8 300 000
资产负债率	14 148	0.508	0.294	0.047	0.495	0.856
固定资产比例	14 148	0.273	0.185	0.002 38	0.241	0.778
营业收入增长率	14 148	0.189	0.312	-0.358	0.156	0.948
总资产收益率	14 148	0.061	0.079 8	-0.274	0.059 1	0.311

2. 相关系数。表3列示了所有变量的相关系数。其中,集团化经营与银行借款率之间在1%的水平上显著正相关,说明相比独立经营的公司,集团公司获得银行贷款的比例显著上升,这与H1预期的一致。国有企业与银行借款率之间在1%的水平上显著正相关,说明相比非国有企业,国有企业获得银行贷款的比例显著上升,这与H2预期的一致。

表 3 相关系数

	借款率	集团化运营	国有企业	总资产	资产负债率	固定资产比例	营业收入增长率	总资产收益率
借款率	1							
集团化运营	0.076***	1						
国有企业	0.115***	0.160***	1					
总资产	0.245***	0.134***	0.082***	1				
资产负债率	0.205***	0.057***	0.075***	0.096***	1			
固定资产比例	0.246***	0.041***	0.178***	0.101***	0.087***	1		
营业收入增长率	0.066***	-0.012	0.004	0.085***	-0.057***	-0.020**	1	
总资产收益率	-0.025***	-0.062***	-0.093***	0.054***	-0.313***	-0.085***	0.322***	1

注:*表示p<0.10、**表示p<0.05、***表示p<0.01。

3. 回归结果。表4列示了所有样本的回归结果。模型1对H1进行了检验,回归结果显示集团化经营能够提升公司的银行借款率,且这一关系在1%的水平上显著,H1成立。这说明银行认为集团公司之间存在的隐性担保效应,降低了银行贷款的还款风险,所以银行更愿意向集团公司发放贷款。模型2对H2进行了检验,结果显示公司的国有产权能够提升公司的银行借款率,且这一关系在10%的水平上显著,H2成立。但是,集团化经营与国有产权的交乘项结果并不显著,说明国有产权并不能提升银行对集团公司的贷款偏好,即国有集团公司不会在集团公司的基础上再获得额外的贷款倾向。

表 4 回归系数

变 量	(1)	(2)
	模型 1	模型 2
集团化经营	0.010*** (2.98)	0.007* (1.73)
国有企业		0.006** (2.00)
集团化经营×国有企业		0.003 (0.60)
总资产	0.000 (1.22)	0.000 (1.17)
资产负债率	-0.000 (-0.18)	-0.000 (-0.20)
固定资产比例	0.075*** (6.02)	0.074*** (6.00)
营业收入增长率	0.000** (2.54)	0.000*** (2.60)
总资产收益率	-0.000 (-0.17)	-0.000 (-0.10)
常数项	0.005 (0.62)	-0.001 (-0.12)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
样本量	14 148	14 148
调整R-squared	0.240 6	0.241 6

注:*表示p<0.10、**表示p<0.05、***表示p<0.01。

五、结论

本文使用2004~2012年的数据对公司集团化经营与银行贷款之间的关系进行了检验,发现:集团化经营能够对银行的贷款决策造成显著影响,相比独立经营的公司,集团公司能够获得更多的银行贷款。这说明银行认为集团公司之间存在的隐性担保效应降低了银行贷款的还款风险,所以银行更愿意向集团公司发放贷款。同时,相比于非国有公司,国有公司能够获得更多的银行贷款。这说明银行更愿意向国有公司提供贷款。本文结果说明集团化经营能为公司带来更多的银行贷款,进而对公司的发展做出贡献。

主要参考文献

Gertner. R. H., D. C. Scharfstein, J. C. Stein. Internal versus External Capital markets [J]. Quarterly Journal of Economic, 1994(109).

Khanna. T., Y. Yafeh. Business groups in emerging markets: Paragons or Parasites? [J]. Journal of Economic Literature, 2007(45).

Scharfstein. D. S., J. C. Stein. The dark side of internal capital markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment [J]. Journal of Finance, 2000(55).

Cheung. Y. et al.. Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong [J]. Journal of Financial Economics, 2006(82).

Lin. C. Ma., Y. Malatesta. P., Xuan. Y.. Ownership structure and the cost of corporate borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 2011(100).

Hae-Young Byun et al.. Business group affiliation, ownership structure and the cost of debt [J]. Journal of Corporate Finance, 2013(23).

Fan J. P., H. Rui O. M., Zhao M.. Public governance and corporate finance: Evidence from corruption cases [J]. Journal of Comparative Economics, 2008(36).

Allen F. et al.. Law finance and economic growth in China [J]. Journal of Financial Economics, 2005(77).