

货币政策、信贷资源配置与企业业绩*

□ 饶品贵 姜国华

摘要: 货币政策是各国政府调控宏观经济的主要手段之一,是微观企业面临的重要宏观经济事件,它的波动对微观企业行为会产生显著的影响。货币政策由宽松转向紧缩,资金变得稀缺,而负债融资边际效用这时可能最大,因此更能观察到负债与业绩之间的关系。本文以我国上市公司1998~2008年数据为样本,研究货币政策紧缩期信贷资源配置及其经济后果,发现货币政策紧缩期信贷资金的边际增加将导致企业业绩下一年度有更好的表现和更高的增长。同时,这种关系主要体现在非国有企业上,表明非国有企业整体的经济效益更好却没有获得足够的信贷资金,说明我国银行体系的信贷资源配置没有达到最优。本文的研究为负债与企业业绩之间的关系提供了新的证据,同时提供了我国信贷资源配置及经济后果直接的实证证据。

关键词: 货币政策紧缩期 信贷资源配置 企业业绩 产权性质

一、引言

本文研究1998~2008年期间内,不同货币政策环境下(紧缩期相对于宽松期)我国信贷资源在国有控股上市公司和非国有控股上市公司之间配置的差异,以及信贷资源配置差异对上市公司未来业绩的影响。

本文的研究受以下三方面研究的启发。

首先是负债融资的公司治理作用。理论上讲,负债融资的企业需要定期向债权人支付利息,从而减少管理层支配的自由现金流,降低股东与管理层之间的代理成本(Jensen, 1986)。同时,主要债权人(如银行)在获取企业信息时具有比较成本优势(Diamond, 1984),债务契约一定程度上约束企业的经营行为,进而更为有效地监督管理层(Harris and Raviv, 1990)。当公司债务违约时,在公司中有大量投资的债权人与大股东的角色类似,因此能够起到积极的公司治理作用(Shleifer and Vishny, 1997)。

基于负债的公司治理作用,一些实证研究发现企业公告银行借款时资本市场给予正向的反应。例如,James(1987)发现,银行信贷协议的达成向市场传递了借款企业的信用状况,因此借款公告在资本市场上产生正向反应。Lummer和McConnell(1989)拓展以上的研究,发现只有在企业签订续借信贷协议时市场才有正向的反应。汪辉(2003)发现总体上我国上市公司的负债融资能增加公司市场价值。姜付秀和黄继承(2011)的三阶段回归分析中资产负债率对企业价值有显著正向作用。这些研究主要基于资本市场的股票回报,还较少涉及负债与会计业绩之间的关系。

*本文是饶品贵的博士论文一部分,感谢本人博士论文答辩委员王化成、姜付秀、王立彦、吴联生和岳衡,同时我们感谢陆正飞、陈磊、伍利娜、李怡宗、罗炜、陈冬华、陈宋生提出意见和建议,并感谢北大台大会计学术交流研讨会、武汉大学珞珈青年学者经济与管理论坛参与者对本文的帮助。本文的研究得到国家自然科学基金(批准号:71272213、71032006和71132004)、教育部人文社科一般项目(11YJC630166)和暨南大学科研培育与创新基金项目(12JNKY003)的支持。

然而,也有实证研究得出与之前不一致的结论。Lang等(1996)发现在企业Tobin'Q小的情况下负债对企业增长是负向的影响,而Campello(2006)进一步发现负债对企业未来业绩的影响呈现的不是线性关系,过高的负债将导致低的业绩增长。Billett等(2006)发现负债融资对企业未来业绩和未来3年的持有超额回报均有负向的影响。因此负债的公司治理作用在实证研究方面还远未达成一致的结论。负债融资是怎样发挥治理效应以及在何种环境下发挥作用可能是非常复杂的过程,已有的研究对这方面还没有一致的认识。

启发我们思考本文问题的第二个方面是结合宏观经济政策的微观企业行为研究。宏观经济学研究注重宏观经济政策与波动和经济总体产出之间的关系,而微观企业行为研究(如会计学、公司财务学)着重研究企业行为与企业产出之间的关系,两者之间存在着一定程度上的割裂。但是,微观企业行为是宏观经济政策达成目标的途径和渠道,而宏观经济政策是微观企业行为的大背景,两者结合研究可能产生出更好的成果。因此姜国华和饶品贵(2011)试图建立一个分析框架^①,倡导将宏观经济政策与微观企业行为之间的互动关系有机结合起来研究。

在负债融资与企业业绩之间的关系上,已经有一些证据表明宏观经济环境对之有重大的影响。例如Campello(2003)发现,在经济衰退时负债对业绩是负向的影响,但这种影响只出现在竞争对手负债水平较低的情况下。Korajczyk和Levy(2003)发现,宏观经济环境会对企业的资本结构产生重大影响,非融资约束的企业会根据经济周期调整企业的资本结构。李科和徐龙炳(2011)发现,在我国,当短期融资券成为企业潜在的融资工具后,能够利用这一金融工具的企业在负债能力和投资能力方面有了大幅提高,其经营业绩也出现大幅增长。这些研究更多地侧重于经济周期对这两者关系的影响,而本文关注的是货币政策对企业融资行为与企业业绩关系的影响。

货币政策是各国政府调控宏观经济的主要手段之一,是微观企业面临的重要宏观经济事件,它的波动对微观企业的投资和融资决策产生显著的影响(Hu, 1999; Kashyap et al., 1993; Nilsen, 2002)。货

币政策的调控中介目标之一就是银行对工商企业的贷款,企业的负债在紧缩期将出现显著减少,因此研究负债融资的作用机制时有必要对此加以考虑。换句话说,货币政策由宽松转向紧缩,信贷配给现象(Stiglitz and Weiss, 1981)变得严重,信贷资金变得稀缺,而这时恰恰可能是负债融资边际效用最大之时,此时更能观察到负债与业绩之间的关系。

启发我们思考本文问题的第三个方面是文献表明我国金融机构存在对非国有企业的信贷歧视。由于我国特殊的制度环境,相对于非国有企业,国有企业在财务和政治上能得到政府更多的支持(Qian, 1994),而国有银行和国有企业之间存在天然的利益关系(Kornai, 1998; 朱凯、俞伟峰, 2009),因此在国有银行占据银行信贷市场主要份额的情况下,金融机构存在对非国有企业的信贷歧视(Allen et al., 2005; Brandt and Li, 2003; Cull et al., 2006; 江伟、李斌, 2006),而这种情况在货币政策紧缩期体现得尤为明显(叶康涛、祝继高, 2009; 饶品贵、姜国华, 2013)。因此,货币政策对负债与企业业绩之间的关系的在国有企业和非国有企业之间可能存在差异。

基于上述原因,本文以我国1998~2008年上市公司为研究样本,通过央行《货币政策执行报告》考察货币政策变动,定义2004年、2006年、2007年为我国货币政策紧缩期,首先以企业的会计业绩^②为因变量,以信贷资金的变化额为自变量,对货币政策紧缩期银行信贷资源配置的经济后果进行研究,发现在货币政策紧缩期企业信贷资金的增量能显著地提高未来一年的企业业绩;其次我们对信贷资金配置与业绩之间的关系在不同产权性质企业的表现进行研究,发现货币政策紧缩期对非国有企业的信贷歧视更为严重,非国有企业获得的信贷资金显著下降,但相对于国有企业,它们却有更好的会计业绩和更高的业绩增长,表明货币政策紧缩期我国银行信贷资源配置没有体现应有的效率。

本文的研究贡献在于:首先本文以货币政策为切入点研究宏观经济政策与微观企业行为的互动关系,对这一有待拓展的研究领域进行探索性研究,丰富了宏观经济政策与微观企业行为互动关系的研究。其次本文对货币政策紧缩期企业负债融

资与业绩之间关系进行了研究,这为负债融资与企业业绩之间的关系提供了新的证据,有利于加深我们对不同宏观经济环境下这两者关系差异的认识。第三,以前研究文献表明我国金融机构存在信贷歧视,但是少有文献研究信贷歧视的经济后果(对会计业绩的影响)。本文发现我国银行的信贷歧视主要表现在货币政策紧缩期,而恰恰在货币政策紧缩期非国有企业信贷资金和未来业绩正相关的幅度更大,说明非国有企业信贷资金使用效率更高,表明货币政策紧缩期我国银行信贷资源配置没有充分考虑投资效率。因此,本文的研究证据有助于我们更好地理解我国经济体制改革中金融体系资源配置的效率并为政策监管方面提高信贷资源配置效率提供直接的决策依据。

本文以下安排如下:第二部分是文献回顾和研究假设,第三部分研究设计和研究样本,第四部分是实证结果与分析,第五部分是研究结论。

二、文献回顾与研究假设

理论文献认为,债权人具有比较信息优势,负债融资具有公司治理作用。Jensen(1986)认为,负债融资需要定期支付利息,能减少公司的自由现金流,从而有效约束管理层的过度投资行为,降低委托代理成本,因此负债融资能够提高企业业绩。Harris 和 Raviv(1990)基于他们建立的理论模型,认为负债可能产生一些企业信息,比如流动性信息,使投资者可以更好地评价管理层的经营决策,因此负债是一种约束管理层的机制。Shleifer 和 Vishny(1997)研究综述中认为,大的债权人与大股东的角色类似,他们在公司中有大量债权性投资,在公司债务违约的情况下,他们将获得企业的控制权,因此债权人会起到积极的公司治理作用。基于这些理论研究,实证研究对企业获得银行信贷的市场反应进行了分析。James(1987)发现,银行信贷协议签署在资本市场上对企业是利好消息,能为企业带来正向的超额回报,而发行债券用以偿还银行信贷却带来负向的超额回报。Lumner 和 McConnell(1989)发现只有那些续借银行信贷协议的签署才能产生正的超额回报。在我国,汪辉(2003)发现总体上负债融资具有加强公司治理和增加公司市场价值的作用。姜付秀和黄继承(2011)在研究经理激励和负债对

企业价值的替代关系时,文章的三阶段回归分析中显示资产负债率对企业价值有显著正向作用。

但是负债融资的作用机制和过程可能是复杂的,就负债融资与企业业绩以及回报之间的关系,学术领域还存在一些争议。比如 Lang 等(1996)发现在企业 Tobin'Q 小的情况下负债对企业增长是负向的影响。Campello(2006)发现,负债对企业未来业绩的影响呈现的不是线性关系,过高的负债将导致低的业绩增长。Billett 等(2006)发现,负债融资对企业业绩是负面的影响,那些获得银行信贷资金的企业在未来 3 年持有的超额回报显著为负,这和企业进行 IPO 或 SEO 之后的股票价格长期低迷现象非常相似,遗憾的是他们并没有对这种现象提供一个相对合理的解释,同时他们在研究中也并没有控制企业股份发行对股票长期回报产生的影响。于东智(2003)认为我国上市公司的资本结构存在诸多不合理的特征,债权治理表现出无效性。这些实证证据与理论上的观点不一致,表明我们对负债融资与企业业绩以及回报之间关系的认识还远没有清晰。

以上这些不一致的实证结果可能和这些研究没有考虑企业所处的宏观经济背景有关,因为不同宏观经济环境背景下企业投融资决策、负债融资与业绩相互之间的关系可能表现出一定的差异。例如 Campello(2003)发现,在经济衰退时负债对业绩是负向的影响,而这种影响只是出现在竞争对手负债水平较低的情况下。Korajczyk 和 Levy(2003)提供了宏观经济环境对企业的资本结构产生重大影响的实证证据,他们发现非融资约束的企业会根据宏观形势调整企业的资本结构,而融资约束型企业由于受到融资的约束却不能够自由地调整资本结构。Duchin 等(2000)研究发现,2008 年金融危机中持有大量现金的企业投资受到影响更小,而持有大量现金在正常情况下却表明公司代理成本较高(Dittmar and Mahrt-Smith, 2007)。李科和徐龙炳(2011)利用我国短期融资券的推出作为自然实验研究金融创新引起的公司融资约束变化对公司经营业绩的影响,发现在我国当短期融资券成为企业潜在的融资工具后,能够利用这一金融工具的企业在负债能力和投资能力方面有了大幅提高,其经营业绩也出现大幅增长。这些研究表明当前公司财务研究越来越多地关注宏观经济变化对企业财务

行为产生的深刻影响。

基于此,本文考虑重要的宏观经济政策之一,货币政策,对企业债务融资的影响以及其对企业会计业绩的影响。货币政策是各国政府调控宏观经济运行的主要手段之一,是微观企业面临的重要宏观经济事件,它的波动对微观企业的投融资决策都将产生显著的影响(Hu, 1999; Kashyap et al., 1993; Nilsen, 2002)。货币政策的作用机制是先设定最终目标,比如宏观经济平稳运行、适当的通货膨胀率和充分就业,然后中央银行调节诸如货币供应量、利率等中介目标变量对微观企业主体行为进行调控以实现最终目标,并最终影响宏观经济的总产出。货币政策中介目标之一就是银行对工商企业的贷款,货币政策不仅能够通过影响债券利率水平,而且可以通过影响银行对企业的贷款直接实现对实体经济的调控,以前文献将这一关系称为货币政策的信贷传导机制^③。Kashyap等(1993)和Nilsen(2002)验证了货币政策信贷传导机制的存在,而饶品贵和姜国华(2013)在微观层面上发现货币政策信贷传导机制在我国同样存在。在货币政策的信贷传导机制下,企业的负债在货币政策由松转紧的过程中将出现显著变化,因此研究负债融资的作用机制、负债与企业业绩之间的关系有必要对这一重要宏观经济事件进行考虑。

货币政策的波动将对企业的投资和融资决策都产生重大的影响。货币政策由宽松转向紧缩,信贷配给现象(Stiglitz and Weiss, 1981)将更为严重,资金变得稀缺,此时恰恰可能是负债融资边际效用最大之时,我们更能观察到负债与业绩之间的关系。首先,此时企业需要通过获得大量资金缓解自身流动性的压力,为补充存货和偿还借款提供资金。Kashyap等(1994)发现,1981~1982年美国实施紧缩的货币政策同时经济处于严重下滑时期,这段时间没有信用评级(穆迪和标准普尔给予的评级)的公司存货出现明显的下降。Gertler和Gilchrist(1994)发现货币政策可能通过影响企业的财务状况进而影响销售收入、存货水平和债务水平。因而在货币政策紧缩期获得可贵的信贷资金可能更好地缓解流动性压力,从而在未来实现更高的业绩增长。

其次,企业需要获得资金以延续已有的投资并

可能寻找新的投资机会以开拓新的市场。Mojon等(2002)用欧洲四国(德、法、意、西)的工业数据研究货币政策与企业投资之间的关系,他们认为货币政策的改变会影响利率水平和企业的资本成本进而影响企业的投资支出。因此如果能在货币政策紧缩期获得可贵的信贷资金,企业已有的投资项目得以延续,同时也能把握新的投资机会借以开拓新的市场。

第三,货币政策紧缩期企业债务违约可能性加大,银行作为债权人将更加关心企业质量,更有动机发挥公司治理作用抑制企业的过度投资行为,从而提高投资的质量。Hu(1999)发现,在美国货币政策紧缩期,负债多的企业投资呈现下滑态势,说明紧缩期负债能更好地抑制企业过度投资行为。饶品贵和姜国华(2011)研究发现在货币政策紧缩期债权人更加关心企业的会计信息质量(会计稳健性)和信贷资金的安全。因此紧缩期债权人可能在债务契约中更多地限制企业的投资行为,从而抑制由管理层随意行为而导致的过度投资,而这有利于企业未来的业绩增长。

基于以上的理论分析,我们提出研究假设1。

假设1:货币政策紧缩期的银行信贷资金增量和企业未来会计业绩正相关。

已有文献表明在我国的金融机构存在对非国有企业信贷歧视,其原因在于国有企业在财务和政治上能得到政府更多的支持(Qian, 1994),国有银行和国有企业之间存在天然的利益关系(Kornai, 1998; 朱凯、俞伟峰, 2009)。在国有银行还占据我国银行信贷市场主要份额的背景下,国有企业自然得到更多的照顾与扶持,他们获得的银行信贷资金要显著多于非国有企业。Allen等(2005)对中国民营企业进行的调查问卷发现民营企业在发展过程很难获得银行提供的信贷。Brandt和Li(2003)进行的调查发现,在中国乡镇一级,相比较私营企业,国有企业能获得更多的银行信贷资金。Cull等(2006)发现,在中国国有企业尽管效率低下却仍然能获得银行提供的贷款,而民营企业急需发展资金却总是受到银行的歧视,只有通过非正常机制获得融资。而这种情况在货币政策紧缩期体现得尤为明显(叶康涛、祝继高, 2009)。

然而由于组织中雇员和所有者的成本收益函

数不同,国有企业和私有企业的经营者行为存在差异,并且国有企业过多的委托代理环节以及所有者缺位等缺陷,使得国有企业具有不同于非国有企业的激励、监督和约束机制,因而国有企业经营者相比民营企业可能具有更低的努力水平和较差的经营激励(方军雄,2007)。国有企业私有化进程能一定程度提升企业的业绩就说明了这一点,例如Jiang等(2009)利用1998~2003年国有企业私有化样本,采用配对方法,发现部分私有化之后的企业盈利能力出现下滑,但相对于同期纯国有企业业绩下滑要显著少。

综上所述,相对于非国有企业而言,国有企业整体的经营效率较低,因此它们在货币政策紧缩期得到的信贷资金可能发挥不了最佳的使用效率。由此我们提出研究假设2。

假设2:货币政策紧缩期信贷资金增量与企业未来会计业绩的正向关系在非国有企业样本中更强。

三、研究样本与研究设计

(一)研究样本与数据

本文所使用的财务数据和市场数据全部来自于CSMAR数据库,每个年度的企业产权性质数据来源于SINOFIN数据库。在样本选择过程中,我们按照研究惯例删除了金融类公司、财务数据缺失和所有者权益为负的观测。为了研究结果的稳健性,我们在5%水平下^④对公司层面的连续变量进行缩尾(winsorize)处理。通过以上研究样本的处理,我们得到的最终研究样本是10278公司,年度区间是1998~2007年,由于我们需要考虑企业未来一年的业绩,因此2008年并没有在本文的样本区间内。

(二)主要变量定义

本文要考察的是产权性质、信贷资源配置与企业业绩的关系在不同货币政策环境下的差异,所以我们需要确定货币政策紧缩年度。国际文献在研究货币政策环境对经济行为的影响时采用了设立紧缩年度虚拟变量的方法,例如Romer和Romer(1990)文章中定义了美国货币政策6个区间为货币政策紧缩期的虚拟变量,后续相关研究基本参考了这种做法。

参考Romer和Romer(1990)的做法,本文首先

基于我国特定的货币政策与宏观经济环境定义我国的货币政策紧缩期的虚拟变量(MP)。

首先从央行执行的货币政策看,亚洲金融危机后中国开始长达7年的通货紧缩,为了治理通货紧缩,央行在2004年之前一直实施相对宽松的货币政策。2004年为了抑制前期投资增长过快的势头,央行执行稳健的货币政策,具体表现为:2004年4月25日提高存款金融机构准备金率、央行对金融机构的再贷款利率和再贴现利率,2004年10月29日上调金融机构存贷款基准利率。2005年3月17日央行下调金融机构的超额存款准备金率,2005年7月21日央行开始实行以市场供求为基础的、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。2005年是货币政策相对平稳的一年。2006年央行3次上调金融机构存款准备金率,同时两次上调金融机构贷款基准利率,这些表明2006年是货币政策从紧的一年。2007年央行4次上调金融机构存款准备金率,并先后5次上调金融机构存贷款基准利率,2007年是我国货币政策从紧的一年。2008年美国次贷危机蔓延加深,央行及时调整了货币政策的方向、重点和力度,实行了适度宽松的货币政策,5次下调存贷基准利率,4次下调存款准备金率,明确取消对金融机构信贷规划的硬约束,加大了金融支持经济发展的力度。

同时,我们考察两个重要的市场化利率水平——1年期国库券和银行间7日拆借利率。2002年初1年期国库券的利率是1.87%,2003年末则是1.98%,而2004年末的利率是2.92%,出现了明显的上升,而到2005年末1年期国库券的利率则下降为1.78%,到2006年末这个利率又上升至2.11%,至2007年末这个利率再次上升到3.75%。2008年末下降至1.11%。国库券利率是完全市场化的利率,这从一个侧面也反映了银行信贷资金的成本变化。从银行间7日拆借利率来看,2002年该拆借利率是2.21%,2003年末7日拆借利率水平是2.19%,至2004年9月底这个利率上升至2.42%,之后出现下降,到2005年末它下降至1.55%,然后到2006年末它升高至2.88%,2007年虽然没有出现大的上升,但一直维持在2.5%左右。2008年末再次下降至1.01%。1年期国库券和银行间拆借利率是市场资本成本和资金供给的重要标志,以上分析表明其宽

松或紧缩基本和央行直接执行的货币政策同步。

基于上述理由,我们将2004年、2006年、2007年定义为货币政策紧缩期^⑤。

会计业绩方面,本文首先使用销售收入标准化的营业利润率(*ROS*)及这个指标的变化值(*CROS*)来衡量企业会计业绩。之所以以销售收入标准化营业利润而没有以总资产标准化,其原因在于信贷资金的增减可能影响到总资产的变化,而对盈利的影响则有滞后效应,所以传统的总资产利润率会扭曲企业盈利能力的变化,但是负债的增加基本上不会立刻影响销售收入的变化(Jiang et al., 2009)。由于银行信贷资金的增减将改变企业本年度的利息支出,因此我们将财务费用加回营业利润。此外,以营业利润率计量企业业绩,能够避免企业运用线下项目进行盈余管理的问题。其次,本文还考虑销售收入增长率(*SG*),它们能反映销售收入的增长情况,Campello(2006)也通过销售收入增长率对企业业绩进行计量。

(三)研究设计

本文的研究假设1要检验的是货币政策紧缩期信贷资金增量和企业未来年度会计业绩的关系,因此我们首先建立如下的回归模型。

$$\begin{aligned} ROS_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 ROS_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} \\ & + \beta_4 Issue_{i,t} + \beta_5 GDPgrowth_t + \beta_6 MP \\ & + \beta_7 Cloan_{i,t} + \beta_8 MP \times Cloan_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$ROS_{i,t+1}$ 是企业下一年度的销售收入营业利润率, MP 是本文定义的货币政策紧缩期虚拟变量, $Cloan_{i,t}$ 是企业本年度短期借款与长期借款总和与上年度值的差异(以资产标准化),即本年度银行信贷资金的增量指标。模型(1)中我们关心的是交互项 $MP \times Cloan_{i,t}$ 的系数及其显著性,本文的假设1预期这个交互项的系数显著为正,即货币政策紧缩期信贷资源增量显著地和企业下一年度营业利润率正相关。

模型(1)中的控制变量包括:销售收入营业利润率(*ROS*),企业业绩具有持续性特征(Fama and French, 2000);对数化的总资产(*Size*),行业内规模大的企业可能获得更多的投资机会因而实现更大的增长,Campello(2006)和Billett等(2006)做了相同的控制;市值账面价值比(*MB*),我们以*MB*代表企业增长机会,有更多投资机会的企业可能会实现

更高的业绩增长,Billett等(2006)做了相同的控制;企业发行股份获得的资金^⑥(*Issue*),包括增发和配股。我国上市公司具有股权融资的偏好(陆正飞、叶康涛,2004),获得更多股权融资的企业未来可能有更好的业绩表现;年度GDP增长率(*GDPgrowth*),不同的宏观经济周期中负债对会计业绩的影响机制有所差异(Campello, 2006),因此模型(1)我们以年度GDP增长控制宏观经济环境。

Campello(2006)认为研究负债对业绩的影响时需要考虑行业因素对负债和业绩的影响,因此他对负债与业绩等变量进行了行业均值调整,因为不同的行业中负债水平和业绩指标可能存在非常显著的差别,仅仅在回归方程控制行业因素可能是不够的。有鉴于此,我们对回归模型中的因变量和公司层面的自变量均进行行业均值调整^⑦。由于模型(1)对因变量和自变量同时进行了行业均值调整,因此在回归模型中不加入行业虚拟变量,同时由于本文在回归中加入代表货币政策紧缩年度的虚拟变量,因此在模型中也不加入年度虚拟变量,后文的回归模型处理方式与此相同。此外,本文的回归分析均在公司层面进行聚类(cluster),同时采用稳健方差估计。

其次,我们以*CROS*为因变量建立如下回归模型。

$$\begin{aligned} CROS_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 Issue_{i,t} \\ & + \beta_4 GDPgrowth_t + \beta_5 MP + \beta_6 Cloan_{i,t} \\ & + \beta_7 MP \times Cloan_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

模型(2)中 $CROS_{i,t+1}$ 是下一年度的销售收入营业利润率减上年同期值^⑧,控制变量的选取与模型(1)是相同的,区别只在于模型(2)中不加入本年度的销售收入营业利润率,原因在于*CROS*本身是变化值。本文的假设1预期 $MP \times Cloan_{i,t}$ 这个交互项的系数显著为正,即货币政策紧缩期信贷资源增量显著地和企业下一年度营业利润率变化值正相关。

Campello(2006)运用美国数据研究负债与业绩之间的关系时,考察的主要因变量是销售收入增长率,因此本文也参照他的方法,建立以销售收入增长率(*SG*)为因变量的回归模型。

$$\begin{aligned} SG_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 EBITs_{i,t} + \beta_3 CAPX_{i,t} \\ & + \beta_4 Sfee_{i,t} + \beta_5 Issue_{i,t} + \beta_6 GDPgrowth_t + \beta_7 MP \\ & + \beta_8 Cloan_{i,t} + \beta_9 MP \times Cloan_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

$SG_{i,t+1}$ 是下一年度销售收入增长率,控制变量的选取参照 Campello(2006),其中 MP 、 $Cloan$ 、 $Size$ 、 $Issue$ 、 $GDPgrowth$ 与模型(1)相同。其他的控制变量包括:息税前利润(以销售收入标准化, $EBITS$), Campello(2006)认为销售收入增长率和负债同时都与盈利能力相关;资本支出额(以总资产标准化, $CAPX$),本年度资本支出越大下一年度企业增长可能越高,同时负债负担较轻的企业越有可能发生更大规模的资本支出(Campello, 2006);销售费用(以总资产标准化, $Sfee$),企业用于促销的费用越高未来销售收入增长率可能越高(Campello, 2006)。

本文的研究假设2是关于信贷资金增量与未来会计业绩之间的关系在不同产权性质企业中的表现是否相同。为此,我们对方程(1)~(3)分别在国有企业($NSTATE=0$)和非国有企业($NSTATE=1$)的子样本中进行分组回归,然后比较交互变量 $MP \times Cloan$ 的系数大小及其显著性以说明信贷资源配置的经济后果在不同产权性质企业之间是否存在显著差异,研究假设2预期 $MP \times Cloan$ 的系数在非国有企业样本中显著大于在国有企业样本中。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表1汇报了研究变量的描述性统计。由于本文回归分析中所涉及到的连续变量都经过行业均值调整,而行业均值调整后不能反映企业本身的数据特征,因此表1给出的是没有经过行业调整的原始数据。1998~2007年我国上市公司销售收

表1 描述性统计

Variables	Obs	Mean	Std	10%	25%	Median	75%	90%
ROS	10278	0.082	0.128	-0.046	0.031	0.078	0.149	0.244
$CROS$	10278	-0.014	0.092	-0.108	-0.042	-0.007	0.019	0.081
SG	10278	0.195	0.338	-0.199	-0.010	0.149	0.348	0.665
$Loan$	10278	0.242	0.146	0.032	0.128	0.240	0.353	0.449
$Cloan$	10278	0.008	0.065	-0.079	-0.030	0.003	0.046	0.100
$NSTATE$	10278	0.250	0.433	0	0	0	0	1
MP	10278	0.354	0.478	0	0	0	1	1
$Size$	10278	21.162	0.867	20.042	20.528	21.071	21.740	22.386
$EBITS$	10278	0.108	0.150	0.001	0.046	0.096	0.178	0.292
MB	10278	3.769	2.743	1.312	1.881	2.949	4.744	7.179
$Issue$	10278	0.014	0.040	0	0	0	0.004	0.045
$Sfee$	10278	0.029	0.030	0.002	0.008	0.018	0.039	0.072
$CAPX$	10278	0.096	0.082	0.010	0.031	0.074	0.141	0.226
$GDPgrowth$	10278	0.099	0.016	0.078	0.084	0.100	0.104	0.130

注:由于行业均值调整后的变量不能反映企业本身的特征,因此表1给出的是没有经过行业均值调整的变量原始值,所有公司层面连续变量在5%水平下截尾处理。

入营业利润率(ROS)均值(中位数)是8.2%(7.8%),但是盈利状况的方差较大。然而,上市公司总体盈利却呈现下降趋势,营业利润率变化($CROS$)的均值(中位数)是-1.4%(-0.7%)。销售收入增长率(SG)均值(中位数)是19.5%(14.9%),表明上市公司在这10年中呈现较快的增长。 GDP 年度增长率($GDPgrowth$)的均值是9.9%,表明我国整体国民经济在本文样本期间呈现高速增长。

银行信贷($Loan$)均值(中位数)为0.242(0.240),说明企业有24.2%的资金来源于银行负债融资。银行信贷变化值 $Cloan$ 均值(中位数)为0.008(0.003),表明上市公司获得的银行信贷相对资产总额总体上呈增加的趋势。 $NSTATE$ 均值为0.250,说明本文的研究样本中非国有企业占25%左右。当年股票发行融资额($Issue$)均值为0.014,即新增股权融资占资产的比例为1.4%^⑨。

(二)对比分析

很多文献已经对我国金融歧视问题进行了研究(Allen et al., 2005; Brandt and Li, 2003; Cull et al., 2006; 江伟、李斌, 2006),总体上发现相对于国有企业,民营企业更难获得信贷资源。表2我们对上市公司信贷资源在货币政策紧缩和宽松两个时期以及在国有和非国有企业之间的分布进行对比分析,分析变量是信贷资金的水平值($Loan$)及其变化值($Cloan$)。

Panel A 比较的是银行信贷的水平值($Loan$)。需要注意的是因为银行信贷经过资产总额标准化,所以 $Loan$ 是相对于资本规模的银行信贷水平,而非银行信贷的绝对额。从 Panel A 可以看出,在货币政策宽松期,国有企业银行信贷规模(0.237)实际上小于非国有企业(0.267),差异(-0.030)在1%水平下显著。所以,货币政策宽松期内,在控制企业规模的基础上,我们没有发现银行对非国有企业的信贷歧视。

但是,当比较货币政策紧缩期和宽松期时,国有

表2 信贷分布比较

Panel A $Loan$	MP=0	MP=1	difference (t value)	Panel B $Cloan$	MP=0	MP=1	difference (t value)
$NSTATE=0$	0.237 (5213)	0.238 (2496)	-0.001 (-0.34)	$NSTATE=0$	0.011 (5213)	0.001 (2496)	0.011*** (6.85)
$NSTATE=1$	0.267 (1425)	0.244 (1144)	0.023*** (3.96)	$NSTATE=1$	0.019 (1425)	-0.006 (1144)	0.024*** (8.65)
difference (t value)	-0.03*** (-6.97)	-0.006 (-1.12)		difference (t value)	-0.007*** (-3.67)	0.006*** (2.76)	

注:本表中 $Loan$ 、 $Cloan$ 给出的均是没有经过行业均值调整的原始值,括号内给出的观测值,差异比较栏中给出了相应的t值。***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平下显著,下同。

企业债务水平在两个时期没有明显变化,而非国有企业紧缩期的债务水平(0.244)要低于宽松期(0.267),两者的差异(0.023)在1%水平下显著异于0,说明在货币政策紧缩期银行提供给非国有企业的信贷资金出现显著下降,但国有企业却没有。这个结果说明银行对非国有企业的信贷歧视主要表现在货币政策紧缩期。

Panel B 我们比较银行信贷的变化值(*Cloan*)。货币政策紧缩期企业债务水平的变化值出现下降,表明货币政策的紧缩会对企业信贷造成重大影响,这说明我国信贷传导机制也是存在的,而这在非国有企业体现得更加明显(非国有企业宽松与紧缩期的差异为0.024,在1%水平下显著)。事实上,通过纵向对比分析,我们能发现宽松期非国有企业的信贷水平值和变化值均高于国有企业,而到紧缩期却出现根本性变化,非国有企业能获得的信贷增量要显著少于国有企业。*Cloan*的比较分析再次说明银行对非国有企业的信贷歧视主要表现在货币政策紧缩期。

(三)信贷资源与企业业绩关系初步分析

为了对信贷资源配置与企业未来业绩之间关系有个直观的认识,我们首先以行业均值调整后的银行信贷变化值(*Cloan*)作为分组依据,将样本分为5组,然后按照货币政策宽松期、紧缩期,并在紧缩期区分国有企业和非国有企业来对未来一年业绩表现进行描述性分析。分析变量是行业均值调整后的下一年度*ROS*、*CROS*和*SG*,分组结果汇报于表3中^⑨。

Panel A 是货币政策宽松期的情况,总体而言本

年度信贷资金增量越多的企业在未来一年的企业业绩并没有表现更好,甚至更差。例如,最高组*ROS*的值显著低于最低组的值(-0.022,在1%水平下显著),而且基本呈现单调下降趋势,即当年银行信贷增量越大,下一年销售收入营业利润率越低。

Panel B 是货币政策紧缩期的情况,结果则正好相反,总体而言本年度信贷资金增量越多的企业在未来一年的业绩表现也更好。具体表现在信贷增量最高组和最低组相比,下一年的*ROS*高出0.006(统计上不显著)、营业利润率变化*CROS*高出0.016(1%水平下显著)、销售收入增长率*SG*高出0.066(1%水平下显著),同时,这些指标随着*Cloan*的增加基本呈递增的状况。Panel A 和 B 的结果初步验证了本文所提出的研究假设1,即紧缩期信贷资金的增量与未来业绩正相关。

在 Panel C 和 Panel D 中,我们分别汇报了国有企业和非国有企业在货币政策紧缩期银行信贷资金增量和未来会计业绩之间的关系。首先,不论国有企业还是非国有企业,在货币政策紧缩期内银行信贷资金增量都与未来一年的销售收入营业利润率及其变化、销售收入增长率正相关,和 Panel B 的结果一致。其次,和本文的研究假设2一致,这种正相关关系在非国有企业中比在国有企业中更强。例如,信贷增量最高组和最低组相比,在国有企业,*CROS*高0.011,而在非国有企业,这个值高0.022;在国有企业,*SG*高0.055,而在非国有企业,*SG*高0.087。这些结果初步验证了本文研究假设2,即货币政策紧缩期信贷资金的增量与未来业绩的正相关关系在非国有企业中更强。

(四)回归结果与分析

首先我们进行以营业利润率*ROS_{t,t+1}*为因变量的模型(1)回归分析,回归结果汇报于表4。我们分全样本、国有企业样本、非国有企业样本及非国有企业与国有企业差异样本(以下称为差异样本)进行回归和汇报。

研究假设1关注的是回归中货币政策紧缩期虚拟变量和银行信贷资金增量的交互项*MP*×*Cloan*的系数。如果假设1成立,即货币政策紧缩期银行信贷资金增量和未来业绩正相关,*MP*×*Cloan*的系数预期为正。研究假设2关注的是该系数在国有企业样本和非国有

表3 以行业均值调整后的*Cloan*分组的未来业绩分析

Panel A 货币政策宽松期				Panel B 货币政策紧缩期			
<i>Cloan_t</i>	<i>ROS_{t+1}</i>	<i>CROS_{t+1}</i>	<i>SG_{t+1}</i>	<i>Cloan_t</i>	<i>ROS_{t+1}</i>	<i>CROS_{t+1}</i>	<i>SG_{t+1}</i>
最低组	0.008	0.002	0.013	最低组	0.000	-0.005	-0.022
2	0.000	-0.004	-0.020	2	-0.010	-0.005	-0.03
3	0.000	0.000	-0.012	3	-0.002	0.000	-0.007
4	-0.015	0.002	-0.016	4	-0.009	0.001	-0.008
最高组	-0.014	0.003	0.012	最高组	0.005	0.011	0.044
最高组减最低组	-0.022*** (-4.4)	0.001 (0.18)	-0.001 (-0.08)	最高组减最低组	0.006 (1.06)	0.016*** (4.15)	0.066*** (3.95)
Panel C 货币政策紧缩期且是国有企业				Panel D 货币政策紧缩期且是非国有企业			
<i>Cloan_t</i>	<i>ROS_{t+1}</i>	<i>CROS_{t+1}</i>	<i>SG_{t+1}</i>	<i>Cloan_t</i>	<i>ROS_{t+1}</i>	<i>CROS_{t+1}</i>	<i>SG_{t+1}</i>
最低组	-0.003	-0.001	-0.025	最低组	0.004	-0.011	-0.016
2	-0.009	0.000	-0.014	2	-0.013	-0.017	-0.070
3	-0.003	0.001	-0.011	3	0.002	-0.004	0.005
4	-0.018	0.001	-0.007	4	0.013	0.002	-0.010
最高组	0.001	0.011	0.030	最高组	0.013	0.011	0.071
最高组减最低组	0.004 (0.70)	0.011*** (2.84)	0.055*** (2.83)	最高组减最低组	0.009 (0.87)	0.022*** (3.00)	0.087*** (2.77)

注:分组变量(*Cloan*)和分析变量(*ROS*,*CROS*,*SG*)均经过行业均值调整。

企业样本之间的差异。如果假设2成立,即货币政策紧缩期银行信贷资金增量与

表4 因变量为 $ROS_{i,t}$ 的回归结果

	MODEL1 Full sample	MODEL2 NSTATE=0	MODEL3 NSTATE=1	MODEL4 Difference
$ROS_{i,t}$	0.559*** (44.12)	0.607*** (41.24)	0.456*** (18.77)	-0.151*** (-5.17)
$Size_{i,t}$	0.006*** (4.32)	0.006*** (3.80)	0.008*** (2.61)	0.002 (0.69)
$MB_{i,t}$	0.005*** (8.57)	0.004*** (6.04)	0.007*** (6.31)	0.003** (2.14)
$Issue_{i,t}$	0.036 (1.32)	0.023 (0.77)	0.061 (0.88)	0.038 (0.51)
$GDPgrowth_{i,t}$	0.187** (2.14)	0.127 (1.42)	0.299 (1.40)	0.172 (0.75)
MP	-0.003 (-1.11)	-0.001 (-0.22)	-0.010 (-1.49)	-0.010 (-1.26)
$Cloan_{i,t}$	-0.046** (-2.04)	-0.021 (-0.88)	-0.115** (-2.08)	-0.094 (-1.57)
$MP \times Cloan_{i,t}$	0.120*** (3.99)	0.063* (1.95)	0.248*** (3.68)	0.186** (2.48)
Constant	-0.023*** (-2.76)	-0.019** (-2.22)	-0.026 (-1.27)	-0.008 (-0.34)
Obs	10278	7709	2569	10278
Adjusted R ²	0.32	0.37	0.24	0.33

注:回归均在公司层面进行聚类并采用稳健方差估计,本表涉及的公司层面连续变量均进行了行业均值调整,下同。

表5 因变量为 $CROS_{i,t}$ 的回归结果

	MODEL1 Full sample	MODEL2 NSTATE=0	MODEL3 NSTATE=1	MODEL4 Difference
$Size_{i,t}$	0.002* (1.70)	0.000 (0.34)	0.003 (1.52)	0.003 (1.22)
$MB_{i,t}$	0.003*** (6.73)	0.003*** (4.92)	0.004*** (4.80)	0.001 (1.40)
$Issue_{i,t}$	-0.086*** (-3.67)	-0.084*** (-3.28)	-0.082 (-1.48)	0.002 (0.03)
$GDPgrowth_{i,t}$	-0.011 (-0.14)	-0.068 (-0.79)	0.261 (1.48)	0.328* (1.68)
MP	-0.000 (-0.08)	0.002 (0.65)	-0.006 (-0.99)	-0.008 (-1.18)
$Cloan_{i,t}$	-0.005 (-0.23)	0.002 (0.08)	-0.013 (-0.31)	-0.015 (-0.31)
$MP \times Cloan_{i,t}$	0.080*** (2.97)	0.053* (1.71)	0.129** (2.29)	0.077 (1.18)
Constant	0.002 (0.27)	0.008 (1.07)	-0.028* (-1.70)	-0.037** (-2.00)
Obs	10278	7709	2569	10278
Adjusted R ²	0.01	0.01	0.01	0.01

表6 因变量为 $SG_{i,t}$ 的回归结果

	MODEL1 Full sample	MODEL2 NSTATE=0	MODEL3 NSTATE=1	MODEL4 Difference
$Size_{i,t}$	-0.000 (-0.11)	0.001 (0.22)	-0.004 (-0.41)	-0.005 (-0.46)
$EBITS_{i,t}$	0.234*** (7.43)	0.243*** (6.83)	0.214*** (3.54)	-0.029 (-0.42)
$CAPX_{i,t}$	0.265*** (5.59)	0.293*** (5.44)	0.190* (1.91)	-0.103 (-0.90)
$Sfee_{i,t}$	-0.258** (-2.17)	-0.278** (-1.99)	-0.202 (-0.88)	0.076 (0.28)
$Issue_{i,t}$	0.304*** (3.08)	0.271** (2.48)	0.412* (1.91)	0.140 (0.59)
$GDPgrowth_{i,t}$	-0.168 (-0.63)	-0.202 (-0.68)	-0.076 (-0.13)	0.126 (0.19)
MP	0.005 (0.55)	0.009 (0.98)	-0.008 (-0.42)	-0.017 (-0.80)
$Cloan_{i,t}$	0.045 (0.58)	0.076 (0.92)	-0.056 (-0.30)	-0.132 (-0.65)
$MP \times Cloan_{i,t}$	0.337*** (3.02)	0.179 (1.45)	0.670*** (2.79)	0.492* (1.83)
Constant	0.010 (0.38)	0.010 (0.38)	0.009 (0.17)	-0.001 (-0.02)
Obs	10278	7709	2569	10278
Adjusted R ²	0.02	0.02	0.02	0.07

未来业绩的正相关关系在非国有企业样本中更强,表4中第4个回归(差异样本回归)中 $MP \times Cloan$ 的系数预期为正。同样的预期适用于表5和表6中以销售收入营业利润率变化和销售收入增长率为因变量的回归分析。

表4中的结果支持了本文的假设1和假设2。在全样本、国有企业样本和非国有企业样本中, $MP \times Cloan$ 的系数分别在1%或10%的水平下显著为正,说明银行信贷在货币政策紧缩期对企业下一年度的会计业绩有显著的正向贡献,符合假设1的预期。 $MP \times Cloan$ 的系数在国有企业样本中为0.063,在非国有企业样本中为0.248,两者的差异体现在差异样本中 $MP \times Cloan$ 的系数0.186,在5%的水平下显著,符合假设2的预期。

在控制变量方面, ROS 显著为正且 t 值很大,说明业绩具有很强的持续性; $Size$ 在1%水平下显著为正,表明在我国大企业的表现要显著好,这可能与大企业的垄断性质有关; MB 也非常显著为正,说明成长机会多的企业未来一年的业绩表现更好; $Issue$ 为正但不显著。银行信贷增量 $Cloan$ 本身的系数在前3个回归中都是负数,并有部分显著,说明在货币政策宽松期内,银行信贷的增加对企业下一年的业绩没有正向贡献。货币政策紧缩期虚拟变量 MP 的系数都不显著,应当是由于其效果主要体现在了银行信贷的变化上。

表5给出了因变量为销售收入营业利润率变化值($CROS$)的回归分析结果,考虑到文章的篇幅,在下面的回归结果解释中我们更多地关注感兴趣的变量。全样本回归中 $MP \times Cloan$ 系数为0.080,并在1%水平下显著为正,表明货币政策紧缩期获得更多信贷资金增量的企业未来一年将实现更高的营业利润率增长。而这个变量的系数在国有样本中是0.053(10%水平下显著),在非国有样本中则是0.129(5%水平下显著)。差异样本回归表明两者的系数之差为0.077(缺乏统计显著性),说明非国有企业在货币政策紧缩期如果获得信贷资金将实现更高的利润率增长,但这个差异增长率统计上不显著。

表6给出的是因变量为销售收入增长率(SG)的回归结果。全样本中 $MP \times Cloan$ 的系数0.377(1%水平下显著),表明货币政策紧缩期信贷资金的增加有助于下一年度销售收入的增长。分组回归中,国有样本 $MP \times Cloan$ 的系数为0.179但不显著,而非国有样本这个变量的系数为0.67(在1%水平下显著),两者的差异是0.492(在10%水平下显著)。

在控制变量方面, $EBITS$ 显著为正,表明本年度业绩好的企业未来一年的 SG 更高; $CAPX$ 显著为正,说明本年度资本投资额越大的企业未来一年的 SG 更高一些;这些结果与Campello(2006)是一致的。 $Sfee$ 显著为负,可能的原因是销售费用的过大支出(比如广告费用)对销售收入产生影响的周期

比较长; *Issue* 显著为正, 表明股份发行融资额越多企业销售收入增长越快。

表4、表5、表6中的结果均支持了本文的假设1和假设2。综合来讲, 在货币政策紧缩期, 银行信贷资金增量和下一年企业未来的销售收入营业利润率及其变化、销售收入增长率呈现正相关关系, 并且这个关系不论在国有样本还是非国有样本中都基本成立, 符合本文假设1的预期。在货币政策紧缩期内银行信贷资金增量和企业未来的销售收入营业利润率及其变化、销售收入增长率正相关关系在非国有企业样本中显著地强于国有企业样本, 符合本文假设2的预期。

(五) 稳健性检验

饶品贵和姜国华(2013)研究发现, 货币政策紧缩期上市公司因为银行信贷获得更为困难, 因此会转而通过商业信用作为替代的融资方式以缓解资金压力。有鉴于此, 我们以当年行业均值调整后的信贷资金变化值加上商业信用^⑩变化值之和代替本文中使用的银行信贷增量重做上述检验, 本文主要研究结果基本不变。然后, 我们同样以当年行业均值调整后的资产负债率及其变化值作为分析变量重做上述检验, 本文主要研究结果也未发生实质性变化。

因变量方面, 我们以下一年度行业均值调整后的销售收入息税前利润率及其变化值、人均营业利润及其变化值^⑪为因变量, 本文的研究结论依然成立。由于银行信贷资金的增减会直接影响到企业总资产的变化, 因此本文没有给出总资产增长率的回归分析, 但是我们在稳健性检验中进行了因变量为总资产增长率的回归分析, 得到的结果与销售收入增长率的回归结果是非常相似的。

以上稳健性检验表明我们通过分组和回归分析得到的研究结论是稳定的。

五、研究结论与研究局限

本文以上市公司1998~2008年数据为研究样本, 通过定义2004年、2006年和2007年为货币政策紧缩期, 研究不同货币政策环境下(紧缩期相对于宽松期)我国银行信贷资源在国有企业和非国有企业之间配置的差异, 以及信贷资源配置差异对上市公司未来业绩的影响。我们研究发现, 货币政策紧

缩期信贷资金的增加将导致企业下一年度有更为良好的业绩表现和更高的收入增长, 其原因可能在于紧缩期企业获得信贷资金能缓解企业流动性的资金压力、延续以后投资项目和开展新的投资项目、抑制企业过度投资行为。然而由于国有企业缺乏适当的监督和激励机制, 国有企业的经营总体上是低效率的, 信贷资金的增加与业绩的正向关系主要体现在非国有企业上, 说明货币政策紧缩期非国有企业整体的经济效益更好却没有获得足够的信贷资金用以发展, 从而说明我国银行体系的信贷资源配置没有达到帕累托最优。

本文以货币政策为切入点研究宏观经济政策与微观企业行为的互动关系, 对这一有待拓展的研究领域进行探索性研究, 丰富了宏观经济政策与微观企业行为互动关系的研究。其次我们认为研究负债与业绩之间的关系需要考虑宏观经济环境, 本文的研究为负债融资与企业业绩之间的关系提供了新的证据, 也有利于加深对不同宏观经济环境这两者关系的理解。最后本文发现, 我国金融机构对非国有企业的信贷歧视主要是在货币政策紧缩期, 而其经济后果是非国有企业信贷资金使用效率更高, 未来的业绩表现更优, 但是在紧缩期内非国有企业获得的信贷资金却少于国有企业, 银行体系的信贷资源配置还有待提高。本文的研究证据有助于更好地理解我国经济体制改革中金融体系资源配置的效率并为政策监管方面提高信贷资源配置效率提供直接的决策依据。

本文的研究还存在一定的局限性, 需要未来更进一步的研究加以补充和延伸。首先我国金融市场和整个金融体系尚处在转轨时期, 金融体系还未完全实现自由化。因为本身的经济增长速度相对较快, 货币供应高增长且难以预测, 而利率政策实行双轨制, 既有市场化利率也有官方利率, 所以我们对货币政策的理解可能不够充分。其次, 我国资本市场发展的历程还比较短, 因此可供研究的数据时间序列比较短, 数据的限制可能使得本文的研究结论的广泛性受到一定程度的影响。最后, 企业业绩与负债融资之间可能存在一定内生性, 尽管本文使用的未来一年的业绩对这一问题有所缓解, 但无法完全解决内生性问题。

本文只是对负债与业绩之间关系在货币政策

波动前提下的一个探索性研究,后续还有一些值得研究的问题:第一,本文研究的主要是负债总额,但实际上我国金融机构对非国有企业的信贷歧视更多体现在长期借款上(江伟和李斌,2006),因此后续研究要对负债总额进行分解,分别考察短期借款和长期借款对业绩的作用机制。第二,本文考虑的主要是会计业绩,而没有考虑股票价格变化作为业绩指标的情况。这些问题的解答有待我们更为深入的研究。

(作者单位:饶品贵,暨南大学管理学院会计系;姜国华,北京大学光华管理学院会计系;责任编辑:蒋东生)

注释

①有关宏观经济政策与微观企业行为之间的互动关系方面的更为详细的论述请参见姜国华和饶品贵(2011)。

②我们使用的企业业绩变量包括销售收入营业利润率及其变化和销售收入增长率,并在稳健性检验中使用了人均营业利润及其变化、销售收入EBIT利润率及其变化。2007年上市公司实行新会计准则,营业利润的构成与之前存在比较大的差异,我们这里进行了相应的调整以保持一致的口径。具体的调整为加上资产减值损失、减去投资收益和公允价值变动损益。

③关于货币政策传导机制的综述请参阅饶品贵(2010)。

④如果在1%水平下进行缩尾处理,本文的研究结论不发生实质性变化。

⑤关于我国货币政策20世纪90年代以来的演变请参见饶品贵(2010)。饶品贵和姜国华(2013)、饶品贵和姜国华(2011)采用了相同的货币政策紧缩期定义。

⑥Issue的数据来自现金流量表,因此其本身就是个流量值,实际上Issue表示的是当年企业从股票市场上获得的融资额。

⑦行业调整即以截尾处理后的原始值减去行业均值,如果以行业中位数进行调整,本文的研究结论不发生实质性改变。

⑧CROS是企业每个年度的销售收入营业利润率减去上年度同期值,然后进行截尾处理,最后在方程中进行行业均值调整。

⑨由于股份发行主要集中在30%左右的公司,我们在多元回归分析中除了使用股票融资额做控制变量外(汇报的结果),还使用是否有股票融资的虚拟变量重新运行模型(1)~(3),结果类似(结果未汇报)。

⑩表3的分组方法是所有年份的同一组放在一起然后求平均值,而没有按照Fama-MacBeth方法进行,原因是本文的样本区内货币政策紧缩期只有3年,时间序列比较短,无法计算t值;但实际上,我们按照Fama-MacBeth方法进行分组所得到的数据特征与表3基本一致。

⑪商业信用包括应付票据、应付账款和预收账款,3个科目汇总以后以总资产标准化。

⑫CSMAR从1999年开始提供上市公司的职工人数,因此以人均营业利润及其变化值为因变量的回归分析观测数分别缩减至9672和8816个公司年度。

参考文献

(1)方军雄:《所有制、市场化进程与资本配置效率》,《管

理世界》,2007年第11期。

(2)江伟、李斌:《制度环境、国有产权与银行差别贷款》,《金融研究》,2006年第11期。

(3)姜国华、饶品贵:《宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域》,《会计研究》,2011年第3期。

(4)姜付秀、黄继承:《经理激励、负债与企业价值》,《经济研究》,2011年第5期。

(5)李科、徐龙炳:《融资约束、债务能力与公司业绩》,《经济研究》,2011年第5期。

(6)陆正飞、叶康涛:《中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?》,《经济研究》,2004年第4期。

(7)饶品贵:《货币政策、融资决策及其经济后果研究》,北京大学博士论文,2010年。

(8)饶品贵、姜国华:《货币政策波动、银行信贷与会计稳健性》,《金融研究》,2011年第3期。

(9)饶品贵、姜国华:《货币政策对银行信贷与商业信用互动关系的影响研究》,《经济研究》,2013年第1期。

(10)汪辉:《上市公司债务融资、公司治理与市场价值》,《经济研究》,2003年第8期。

(11)叶康涛、祝继高:《银根紧缩与信贷资源配置》,《管理世界》,2009年第1期。

(12)于东智:《资本结构、债权治理与公司绩效:一项经验分析》,《中国工业经济》,2003年第1期。

(13)朱凯、俞伟峰:《分税制,控股权性质与公司资本结构决策》,上海财经大学、香港理工大学工作论文,2009年。

(14)Allen, F., J. Qian and M. J. Qian, 2005, "Law, Finance and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics*, 77, pp.57~116.

(15)Billett, M., M. J. Flannery and J. A. Garfinkel, 2006, "Are Bank Loans Special? Evidence on the Post-announcement Performance of Bank Borrowers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, pp. 733~751.

(16)Brandt, L. and H. B. Li, 2003, "Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information or Incentives?", *Journal of Comparative Economics*, 31, pp. 387~413.

(17)Campello, M., 2003, "Capital Structure and Product Markets Interactions: Evidence from Business Cycles", *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 353~378.

(18)Campello, M., 2006, "Debt Financing: Does it Boost or Hurt Firm Performance in Product Markets?", *Journal of Financial Economics*, 82, pp. 135~172.

(19)Cull, R., L. X. Xu and T. Zhu, 2006, "Informal Institutional Arrangements and Economic Growth in Developing Countries: The Many Faces of Trade Finance in China", Working Paper.

(20)Diamond, D., 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393~414.

(21)Dittmar, A. and J. Maht-Smith, 2007, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 83, pp. 599~634.

(22)Duchin, R., O. Ozbas and B. Sensoy, 2010, "Costly External Finance, Corporate Investment and the Subprime Mortgage Credit Crisis", *Journal of Financial Economics*, 97, pp. 418~435.

(23)Fama, E. and K. French, 2000, "Forecasting Profitability and Earnings", *Journal of Business*, 73, pp. 161~175.

(24)Gertler, M. and S. Gilchrist, 1994, (下转第47页)

(9)周晖、王擎:《货币政策与资产价格波动:理论模型与中国的经验分析》,《经济研究》,2009年第10期。

(10)Benjamin, J. D., P. Chinloy and G. D. Jud, 2004, "Real Estate Versus Financial Wealth in Consumption", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 29(3), pp.341~354.

(11)Case, K. E., J. M. Quigley and R. J. Shiller, 2005, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", *Advances in Macroeconomics*, vol 5(1), pp.1~34.

(12)Campbell, J. Y. and J. F. Cocco, 2007, "How do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data", *Journal of Monetary Economics*, vol 54(3), pp.591~621.

(13)Cocco, J. F., 2005, "Portfolio Choice in the Presence of Housing", *Review of Financial Studies*, vol 18(2), pp.535~567.

(14)Heaton, J. and D. Lucas, 1997, "Income Process Follows: Market Frictions, Savings Behavior and Portfolio Choice", *Macroeconomic Dynamics*, vol1(1), pp.76~101.

(15)Kiyotaki, N., A. Michaelides and K. Nikolov, 2008, "Winners and Losers in Housing Markets", CDMA Conference Paper Series 0705, Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis.

(16)Li, W. and R. Yao, 2006, "The Life-Cycle Effects of House Price Changes", *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(6), pp.1375~1409.

(17)Lustig, H. and S. V. Nieuwerburgh, 2010, "How Much does Household Collateral Constrain Regional Risk Sharing?", *Review of Economic Dynamics*, vol 13(2), pp.265~294.

(18)Morris, A. D. and F. Ortalo-Magne, 2011, "Household Expenditures, Wages, Rents", *Review of Economic Dynamics*, vol 14(2), pp.248~261.

(19)Muellbauer, J. and A. Murphy, 1997, "Booms and Busts in the UK Housing Market", *The Economic Journal*, vol 107(445), pp.1701~27.

(20)Ortalo-Magne, F. and S. RADY, 2006, "Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints", *Review of Economic Studies*, vol 73(2), pp.459~485.

(21)Wang, X. and Y. Wen, 2011, "Can Rising Housing Prices Explain China's High Household Saving Rates?", Working Paper, Federal Reserve Bank of St. Louis, vol 3, pp.67~88.

(22)Yang, F., 2009, "Consumption over the Life Cycle: How Different is Housing", *Review of Economic Dynamics*, vol 12(3), pp. 423~443.

(23)Yao, R. and H. H. Zhang, 2005, "Optimal Consumption and Portfolio Choice with Risky Housing and Borrowing Constraints", *Review of Financial Studies*, vol 18(1), pp. 197~239.

(上接第22页)"Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 309~340.

(25)Harris, M. and A. Raviv, 1990, "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, 45, pp. 321~349.

(26)Hu, C. X., 1999, "Leverage, Monetary Policy and Firm Investment", *Economic Review*, pp. 32~39.

(27)James, C. M., 1987, "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans", *Journal of Financial Economics*, 19, pp. 217~235.

(28)Jensen, M., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp. 323~329.

(29)Jiang, G., H. Yue and L. Zhao, 2009, "A Re-examination of China's Share Issue Privatization", *Journal of Banking and Finance*, 33, pp. 2322~2332.

(30)Kashyap, A. K., O. A. Lamont and J. C. Stein, 1994, "Credit Conditions and the Cyclical Behavior of Inventories", *The Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 565~592.

(31)Kashyap, A. K., J. C. Stein and D. W. Wilcox, 1993, "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance", *American Economic Review*, 83, 78~98.

(32)Korajczyk, R. and A. Levy, 2003, "Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints", *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 75~109.

(33)Kornai, J., 1998, "The Place of the Soft Budget Constraint Syndrome in Economic Theory", *Journal of Comparative Economics*, 26, pp. 11~17.

(34)Lang, L., E. Ofek and R. M. Stulz, 1996, "Leverage, Investment and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 3~29.

(35)Lumner, S. L. and J. J. McConnell, 1989, "Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-market Response to Bank Loan Agreements", *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 99~122.

(36)Mojon, B., F. Smets and P. Vermeulen, 2002, "Investment and Monetary Policy in the Euro Area", *Journal of Banking and Finance*, 26, pp. 2111~2129.

(37)Nilsen, J. H., 2002, "Trade Credit and the Bank Lending Channel", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34, pp. 226~253.

(38)Qian, Y., 1994, "A Theory of Shortage in Socialist Economies Based on the 'Soft Budget Constraint'", *American Economic Review*, 84, 145~156.

(39)Romer, C. D. and D. H. Romer, 1990, "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", *Brooking Papers on Economic Activity*, No.1, pp. 149~213.

(40)Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, pp. 737~783.

(41)Stiglitz, J. and A. Weiss, 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71, pp. 393~410.

BRIFE COMMENTARIES

- The Financial Guarantee for the Management Innovation of the Government of the County Level: The Relativity and our Thought on Counter Policies *Liu Guizhi, Zhang He and Wei Hongyun*
- The Establishment of the Model, Based on the Policy-decision about the Supply and Demand of the Life Insurance of the Investment Return *Long Weiyang and You Jiaxiang*
- The Stability of the Employment of Peasant-workers and its Influencing Factors *Zhang Yanhua and Shen Qinqin*
- A Study on the Effect of the Export, of China, in the Industry of the Processing of Foods: A Study Based on the Model of the Constant Market Share *Liu Zhixiong and He Zhongwei*
- The Gap and Predicament in the Transportation Cars of China's Own Brands *Wang Baolin*
- The R&D Budget Management and Innovation Performance Research Based on High-tech Enterprises Management Control System *Zhu Dan and Chen Guoqing*
- The Application of Confucianism in the Management of and Control over Enterprises *Zheng Yuzheng*

The ABSTRACTS OF SELECTED ARTICLES**The Monetary Policy, the Credit Resources Allocation and the Firm Performance***Rao Pin-gui and Jiang Guohua*

The monetary policy (MP) is one of the main means of various governments to adjust and control the macro-economy; it is an important event of the macro-economy faced by micro firms. The fluctuation of the MP will produce noticeable impact on the behavior of micro-firms. When the MP turns tight, loans become scarce; however, the marginal effect of financing by incurring debts at this time may be most powerful, therefore, the relationship between the debt and the performance is more capable to be observed. In this paper, we have, taking as a sample the data of China's listed companies between 1998 and 2008, researched the allocation of the loan resources (AOTLR) and its consequences and found that, in the period of the tightening MP, the marginal increase of the credit funds will lead to the fact that the performance of firms will be still better and increase in the next year. At the same time, this relationship mainly gives expression in non-state-owned enterprises, and indicates that the economic effect, as a whole, of the non-state-owned enterprises is still better but they have not obtained enough credit funds, which shows that the AOTLR of China's banking system has not reached the best level. In this article, we, in our research has offered new evidences for showing the relations between being in debt and firm's performance, and, at the same time, put forward direct and concrete proof for the China's AOTLR and its economic consequences.

The Lineage Networks and the Migration of the Labor Forces*Guo Yunnan and Yao Yang*

Based on the investigation made by the National Fixed-point Survey and on the supplementary survey data collected by China Center for Economic Research, we have, from the aspect of lineage networks (LN), probed the moving of the rural labor forces during the period of economic transition. The results of our study indicate that (1) the LN scope measured by the proportion of the family-name population has no great impact, and the real role has been played by the degree of the LN. In other words, compared with the families without the ancestral hall or the genealogy, the families with the ancestral hall or the genealogy have more capability to go out for work; (2) the gifts associated with the LN has provided a social insurance for labor migration, thus propelling the migration for work; (3) the LN with the consanguinity as a linkage is a typical characteristic in traditional villages, and the function of the LN tends to weakening with the economic growth and the social transition. Our discovery in this paper helps us to understand the interaction between the traditional organization (e.g. lineages) and the modern institution (e.g. the commercialization) and thus to