

银企关系、政治联系与银行借款

——基于中国民营上市公司的经验证据

杜颖洁¹, 杜兴强²

(1. 上海大学 管理学院, 上海 200444; 2. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘 要: 文章手工搜集了 2004-2008 年中国民营上市公司高管具有的银企关系和政治联系的数据, 实证研究了银企关系、政治联系对民营上市公司银行借款的影响。研究表明, 银企关系、政治联系均与民营上市公司的银行借款显著正相关。进一步, 文章发现银企关系与政治联系均与民营上市公司的长期借款显著正相关, 但仅有银企关系显著增加了民营上市公司的短期借款。

关键词: 银企关系; 政治联系; 银行借款率; 制度环境

中图分类号: F234.3 文献标识码: A 文章编号: 1005-0892 (2013) 02-0108-11

一、引言

政治联系是一种普遍存在于世界各国上市公司之中的现象 (Faccio, 2006; Fisman, 2001)。^[1-2] Khwaja and Mian(2005)、Fraser et al.(2006)、Charumilind et al.(2006)、胡旭阳(2006)、罗党论和甄丽明(2008)、余明桂和潘红波(2008)、何靖(2011)从不同侧面发现, 政治联系对企业获得银行借款具有重要的影响。^[3-9] 同时, Petersen and Rajan(1994)、何韧(2010)等的研究表明, 可以给企业融资带来便利的还有银企关系。^[10-11] 其实, 无论是政治联系还是银企关系, “关系”作为一种资源, 有助于企业从政府、银行等层面得到优惠或特权, 这对先天处于市场竞争不利地位的民营企业来说尤为重要。不仅如此, 多方位的“关系”更使民营企业能够摆脱弱势地位, 并尽可能地获得诸多便利与优惠。

本文手工搜集了上市公司高管所具有的银企关系、政治联系的数据, 以 2004 年到 2008 年的民营上市公司为研究对象, 研究银企关系、政治联系及“关系”总体对民营上市公司银行借款的影响。本文的研究结果表明, 银企关系与政治联系均对民营上市公司的银行借款产生了显著的正向影响。虽然同样为“关系”, 银企关系对企业获得长期借款与短期借款具有显著为正的影晌, 而政治联系仅对企业获得长期借款具有显著为正的影晌, 对短期借款则无显著的影响。值得指出的是, 目前的文献往往侧重于从银企关系或政治联系的一个方面来分析其对银行借款的影响, 鲜有文献将银企关系和政治联系综合起来考量这些“关系”及不同的关系类别对企业银行借款的综合影响, 这是本文的主要贡献。

本文其余部分安排如下: 第二部分是制度背景、文献回顾与研究假设的提出; 第三部分是研究设计; 第四部分是描述性统计与相关性分析; 第五部分是本文的实证研究结果及分析; 最后部分是研究结论与进一步研究的方向。

收稿日期: 2012-09-25

基金项目: 国家自然科学基金项目 (71072053)

作者简介: 杜颖洁, 上海大学讲师, 博士, 主要从事资本市场会计与审计问题研究; 杜兴强, 厦门大学教授, 博士生导师, 主要从事资本市场会计与审计问题研究。

二、制度背景、文献回顾与研究假设

(一) 制度背景

改革开放以来,我国银行体系随着国家经济体制由计划经济向市场经济转变而不断发展演变,很多学者对此进行了回顾和总结(林毅夫和李志赅,2005)。^[12]1979年到1984年,我国改变了以前中国人民银行“大一统”的银行制度,恢复和建立了包括中国农业银行、中国建设银行、中国投资银行和中国工商银行在内的几家国有独资专业银行,并使中国银行成为主要经营外汇业务的专业银行。1985年之后,根据国民经济发展对金融服务的需求,中央政府开始按照市场化运作的原则组建了一批股份制商业银行,包括交通银行、中信实业银行、华夏银行等全国性商业银行或区域性商业银行,并允许各银行业务向综合化方向发展,于是出现了银行间业务的交叉竞争,初步奠定了银行商业化改革的基础。1994年,国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行等三家政策性银行成立,负责承担原来由专业银行办理的政策性信贷业务。1995年《商业银行法》正式实施,四大国有专业银行也正式迈出了商业化改革的步伐。同时,各主要城市还掀起了新一轮建设地方商业银行的浪潮。我国银行行业的国家完全垄断状态被打破。2001年底中国加入世界贸易组织,承诺在入世二年后允许外资银行在已开放的城市内向中国企业提供本币服务,入世五年后允许其向所有中国个人提供本币服务,迫于内生制度的缺陷和外在的竞争压力,国有独资银行股份制改革逐步提上议事日程。从2005年起,中国建设银行、中国银行、中国工商银行和中国农业银行相继完成上市,银行的融资渠道得以扩大,资本充足率得以提高,治理结构和内部管理制度得以完善,外部约束和社会监督得以加强。

经历了30多年的改革后,我国银行业不管是在结构还是规模上,都得到了长足的发展。但学者对我国银行业市场结构的研究表明,其集中程度经历了从过高的垄断结构,到极高的寡头垄断,到临界值附近的垄断竞争初始阶段。但由于其垄断是政府刻意安排,所以处于规模不经济状态;市场进入壁垒客观存在,尤其是政策性进入壁垒地位突出,严重阻碍竞争机制的形成(方莹和严太华,2005;王国红,2002)。^[13-14]刘江会和刘兴堂(2011)的研究结果表明,银行业垄断程度更高,对应着更高的监管腐败。^[15]因此,即使占据市场主导地位的国有控股银行现在已经开始应用经济的原则进行决策,其信贷资源的走向仍然能被政府所左右,比如把信贷资源更多地配置给了国有企业,而非国有企业则很难得到银行的信贷支持。数据表明,虽然非国有部门对中国GDP的贡献超过了70%,但是它在过去十几年里获得的银行正式贷款却不到20%,其余的80%以上都流向了国有部门(Garnaut et al., 2000)。^[16]

(二) 文献回顾与研究假设

1. 银企关系与银行借款

Milton and Raviv(1991)梳理了研究资本结构的一系列相关文献,总结了影响资本结构的因素,发现财务杠杆与资产规模、固定资产、非负债税盾(non-debt tax shields)以及投资机会正相关,与波动性(volatility)、广告支出、破产可能性、盈利能力以及产品独特性负相关。^[17]Rajan and Zingales(1995)的研究发现,Milton and Raviv(1991)提及的四项因素——有形资产、市价净值比、企业规模和盈利水平在一系列的文献中表现出稳定的相关性。^[18]Berger and Udell(2002)指出,财务比率或抵押率属于企业的“硬信息”,其特点在于信息的相对客观性,容易取得、可量化和可验证,同时,银行还会注意搜集大量的私有信息,不断积累难量化、难查证、难传递的“软信息”,诸如企业信誉和业主个人品行的信息等,以便进行“关系借贷”决策。^[19]

“关系借贷”是解决信贷市场上“信息不对称”的一条重要途径,因为银行与企业通过长期密切的

联系来沟通信息,进行双向交流,形成了特殊的“关系”,可能给借款企业带来如下价值:(1)有助于银企之间长期隐性合同的形成;(2)包含扩展合同以利于更好地控制潜在的利益冲突;(3)涉及抵押物的监控;(4)促成短期内不盈利的贷款,因为只要银企关系足够长久,这些融资就可能盈利(Boot, 2000)。^[20]

综上所述,银企关系往往在企业融资过程中发挥作用,企业与债权人建立密切关系有利于融资(Petersen and Rajan, 1994)。^[10]基于此,本文提出假设1:

假设1:限定其他条件,民营上市公司的银行借款率和银企关系正相关。

2. 政治联系与银行借款

诺思(1994)把制度分为正式制度和非正式制度:正式制度是指有意识地设计或规定的正式约束,包括政治规则(宪法、政府管制等)、经济规则和合同;非正式制度是指社会规范、惯例、道德准则等非强制性的约束,诸如风俗习惯、声誉机制、道德水平、文化等,两者都对保证契约履行起着重要作用。^[21]在某些情况下,非正式制度比正式制度更为重要,且正式制度的缺陷至少还可以部分地通过非正式制度的运行得到弥补(林毅夫, 2004)。^[22]

政治联系可以看作是非正式制度的一种,其广泛存在于世界各国的上市公司之中(Faccio, 2006; Fisman, 2001)。^[1-2]作为一种资源或是非正式的制度安排,企业的政治联系对银行的借款行为具有重要影响。Khawaja and Mian(2005)考察了具有政治联系的公司对银行进行的政治寻租情况,发现具有政治联系的公司确实可以取得更多的借款。^[3]Faccio et al.(2006)发现在遇到经济困难时,有政治联系的企业比无政治联系的企业更容易得到政府的援助,更容易获得国际货币基金组织或世界银行的贷款。^[4]Fraser et al.(2006)也发现具有政治联系的企业举债更多。^[4]Charumilind et al.(2006)发现有银行和政治家联系的上市公司获得了更多的银行长期借款,且需要的担保物更少。^[5]

在我国司法体系尚不完善的制度环境下,具有政治联系的民营企业的确能够提高民营企业的资本获得能力(胡旭阳, 2006);有政治关系的企业比没有政治关系的企业能够获得更多的银行借款和更长的借款期限、受到更少的融资约束、承担着较低的利息费用和财务费用,而且在经济发展越落后及政府侵害产权越严重的地区、在金融发展水平越低的地区,政治关系的这种借款效应越显著,对其融资的帮助越明显(罗党论和甄丽明, 2008;余明桂和潘红波, 2008;何靖, 2011)。^[6-9]

概而言之,有政治联系的企业通过改善与政府的联系,影响政府的行政资源配置,在日常经济活动中可以获得一定的便利;通过政府干预银行的贷款自主权,促使银行发放更多的贷款。政治联系可以作为一种替代机制对银行借款产生影响。基于上述分析,本文提出假设2:

假设2:限定其他条件,民营上市公司的银行借款率和政治联系正相关。

结合中国资本市场发展的现状,一方面民营企业对国民经济的巨大贡献为大家所公认,无论是对GDP的贡献,还是解决社会就业,民营企业都起到越来越重要的作用,已经成为中国经济增长最主要的推动力。另一方面,中国的银行体系从建立之日起,其功能就定位于为国有企业服务,因此即使目前国家明确了民营企业的地位并鼓励其发展,国有银行在惯性作用下依然保持既往的做法,贷款仍然集中在国有企业(艾健明和柯大钢, 2004),使得“融资难”成为阻碍民营企业发展的主要原因之一。^[23]

根据前文的分析,本文预期非正式制度安排可以缓解民营企业在发展中所遇到的矛盾:在银企关系方面,有银企关系的民营企业能够传递更多的“软信息”给银行,建立良好的声誉,赢得银行的信任,获得融资上的便利。在政企关系方面,有政治联系的民营企业能够弥补与生俱来的弱势,通过政治联系获得隐性担保,影响银企关系,更容易获得银行借款,由此本文提出假设3:

假设3:限定其他条件,民营上市公司的银行借款率和“关系”正相关。

三、研究设计

(一) 模型和变量

为了检验相关假设,本文参考 Charumilind et al. (2006)构建如下 OLS 模型^[9]

$$LOAN_i = \alpha_0 + \alpha_1 GUANXI_j + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 NFA/TA + \alpha_4 EBIT/TA + \alpha_5 GROWTH + \alpha_6 MTB + \alpha_7 AUDITOR + \lambda IND + \omega YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

在模型(1)中,被解释变量 $LOAN_i$ 是民营上市公司取得的银行借款。具体而言, $LOAN_T$ 表示银行总借款率,即银行总借款占期初总资产的比重; $LOAN_S$ 和 $LOAN_L$ 分别是短期借款率和长期借款率,即短期借款和长期借款分别占期初总资产的比重。

本文主要的解释变量为 $GUANXI_j$, 包括三类: 银企关系 BANK_CON, 政治联系 POL_CON, 以及一般意义上未分类的 BANKPOL。若 $\alpha_1 > 0$ 且显著, 则本文的假设就为经验证据所支持。

为了控制公司各方面特征对银行借款的影响, 本文设置了以下控制变量: 资产规模 SIZE, 用期初总资产的自然对数度量, 以控制规模效应; 固定资产率 NFA/TA, 即期初固定资产净额占期初总资产的比值; 上市公司盈利水平, 用息税前利润 EBIT/TA 度量; 上市公司成长性 GROWTH, 是营业收入的增长率, 可以控制经营波动性(volatility); 每股市场价值/账面价值 MTB, 代表上市公司投资机会; 会计师事务所虚拟变量 AUDITOR 控制上市公司审计质量; 行业虚拟变量 IND 和年度虚拟变量 YEAR 分别控制观测值的行业和年度差异。所有变量的详细定义见表 1。

表 1 变量及其定义

变量	定义
LOAN _T	总借款 / 期初总资产
LOAN _S	短期借款 / 期初总资产
LOAN _L	长期借款 / 期初总资产
BANK_CON	银企关系的虚拟变量, 当公司的高管曾经或现在在国有四大商业银行、全国股份制银行、政策性银行、地方银行任职时, 赋值为 1, 否则取 0
POL_CON	政治联系的虚拟变量, 当公司的高管曾经或现在在党委(含纪委)、政府(含中国人民银行)、人大或政协常设机构、法院检察院任职时, 赋值为 1, 否则取 0
BANKPOL	银行或政治联系二者均不具备, 则 BANKPOL = 0; 若具备其一, 则 BANKPOL = 1; 若两者均具备, 则 BANKPOL = 2
SIZE	期初总资产的自然对数
NFA/TA	期初固定资产 / 期初总资产
EBIT/TA	期初息税前利润 / 期初总资产
GROWTH	成长性, 用上期的营业收入的增长率度量
MTB	期初每股市场价值 / 账面价值
AUDITOR	当公司的会计师事务所是“四大”, 则 AUDITOR = 1, 否则为 0
IND	行业虚拟变量
YEAR	年度虚拟变量

(二) 样本选择和数据来源

本文的研究样本为 2004 年至 2008 年沪深两市的 A 股民营上市公司, 并按如下原则进行了剔除: (1)金融、保险类上市公司观测值; (2)ST、*ST 等特殊处理的上市公司观测值; (3)交叉上市的上市公司

观测值；(4)高管个人简历信息缺失的上市公司观测值；(5)财务数据缺失或异常的上市公司观测值。

最终本文得到了 1584 个观测值。2004-2008 年各年的观测值个数依次为 235、280、338、341 与 390 个。表 2 报告了本文观测值及主要解释变量 GUANXI 的逐年分布情况。高管具有银企关系 BANK_CON 的民营上市公司观测值占到了全部观测值的 28.79%，高管具有政治联系 POL_CON 的观测值占全部观测值的比例高达 70.08%，两种关系具备其一或者兼具的观测值占全部观测值的 79.71%。可见，中国资本市场中具有银企关系或政治联系的民营上市公司占了全部样本观测值的很大比例。其中，具有政治联系的观测值又是具有银企关系观测值的两倍多，说明在民营上市公司中，政治联系的存在比银企关系更为普遍。

在本文研究所用的数据中，民营上市公司全部高管的“银企关系”、“政治联系”的数据系作者手工搜集，即我们依据 CSMAR 数据库中存在的上市公司高管的简历，逐一进行分析，判断是否存在银企关系或政治联系，并对其进行赋值；此外，我们还依据同样的步骤，对银企关系与政治联系的具体强度进行了赋值。其他财务数据直接取自 CSMAR 数据库，或通过必要的计算获得。为了克服极端值的影响，本文对连续变量按照前后各 1%进行了 Winsorize 缩尾处理。

表 2 样本的分布

年度	观测值	BANK_CON		POL_CON		BANKPOL		None	
		N	%	N	%	N	%	N	%
2004	235	82	34.89%	191	81.28%	196	83.40%	39	16.60%
2005	280	79	28.21%	204	72.86%	219	78.21%	61	21.79%
2006	338	96	28.40%	236	69.82%	254	75.15%	84	24.85%
2007	341	85	24.93%	216	63.34%	244	71.55%	97	28.45%
2008	390	114	29.23%	263	67.44%	289	74.10%	101	25.90%
合计	1584	456	28.79%	1110	70.08%	1202	79.71%	382	20.29%

四、描述性统计与相关性分析

1. 描述性统计

表 3 的 Panel A 报告了本文变量的描述性统计结果，揭示了如下重要信息：(1)在本文样本范围内，民营上市公司的总借款占总资产的比例($LOAN_T$)的均值为 28.32%，短期借款占总资产的比重($LOAN_S$)的均值为 20.31%，长期借款占总资产的比重($LOAN_L$)的均值为 8.01%。该结果说明，民营上市公司的银行借款以短期借款为主。(2)在主要解释变量方面，各种关系的均值都和表 2 相吻合，百分位数的分布也再次说明，全部高管中具有政治联系的观测值比例远高于具有银企关系的观测值比例。(3)在控制变量方面，固定资产占总资产的比重 NFA/TA 平均达到 25.92%，息税前利润 $EBIT/TA$ 和营业收入的增长 $GROWTH$ 均值都大于 0，最小值都小于 0，每股市场价值 / 账面价值 MTB 从最低的 84.82%到最高的 19 倍不等，只有 2.40%的公司选择“四大”进行审计。

2. 单变量 T/Z 检验

表 3 的 Panel B 是针对银企关系 BANK_CON 的单变量 T/Z 检验。均值 T 检验的结果表明，高管具有银企关系(即 $BANK_CON=1$)的民营上市公司，其总借款率($LOAN_T$)、短期借款率($LOAN_S$)和长期借款率($LOAN_L$)的均值分别在 1%、10%、1%的水平上显著高于高管不具有银企关系的公司(即 $BANK_CON=0$)。中位数 Z 检验表明，高管具有银企关系的民营上市公司，其总借款率、长期借款率

的中位数均在 1% 的水平上显著高于高管不具有银企关系的公司。上述结果初步支持假设 1。

表 3 的 Panel C 是针对政治联系 POL_CON 的单变量 T/Z 检验。均值 T 检验结果表明, 具有政治联系的民营上市公司(POL_CON=1), 其总借款率(LOAN_T)、短期借款率(LOAN_S)和长期借款率(LOAN_L)的均值分别在 1%、10%、5%的水平上显著高于不具有政治联系的上市公司(POL_CON=0); 中位数 Z 检验表明, 高管具有政治联系的民营上市公司, 其总借款率、长期借款率的中位数分别在 1%、10%的水平上显著高于高管不具有政治联系的上市公司。上述结果初步支持了假设 2。

表 3 描述性统计和单变量检验

Panel A: 变量的描述性统计								
变量	观测值	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中值	3/4 分位	最大值
LOAN _T	1584	0.2832	0.1963	0	0.1537	0.2768	0.3900	3.7207
LOAN _S	1584	0.2031	0.1422	0	0.0963	0.1949	0.2923	1.4397
LOAN _L	1584	0.0801	0.1299	0	0	0.0360	0.1097	2.2809
BANK_CON	1584	0.2879	0.4529	0	0	0	1	1
POL_CON	1584	0.7008	0.4581	0	0	1	1	1
BANK_POL	1584	0.9886	0.6864	0	1	1	1	2
SIZE	1584	21.0181	0.7980	19.2207	20.4722	20.9848	21.5399	22.9572
NFA/TA	1584	0.2592	0.1592	0.0021	0.1385	0.2432	0.3658	0.6941
EBIT/TA	1584	0.0534	0.0585	-0.2026	0.0301	0.0525	0.0805	0.2190
GROWTH	1584	0.3598	0.9844	-0.7162	0.0083	0.1767	0.3979	7.6707
MTB	1584	3.8009	3.3039	0.8482	1.7294	2.6139	4.6038	19.0109
AUDITOR	1584	0.0240	0.1531	0	0	0	0	1

Panel B: 具有银企关系和不具有银企关系的民营上市公司的 T/Z 检验								
变量	BANK_CON=1(n=456)		BANK_CON=0(n=1128)		T 检验		Z 检验	
	均值	中值	均值	中值	T 值	P 值	T 值	P 值
LOAN _T	0.3052	0.2979	0.2743	0.2629	2.84***	0.0023	3.81***	0.0001
LOAN _S	0.2107	0.2003	0.2000	0.1918	1.36*	0.0873	1.33	0.1846
LOAN _L	0.0945	0.0561	0.0743	0.0312	2.81***	0.0025	3.72***	0.0002

Panel C: 具有政治联系和不具有政治联系的民营上市公司的 T/Z 检验								
变量	POL_CON=1(n=1110)		POL_CON=0(n=474)		T 检验		Z 检验	
	均值	中值	均值	中值	T 值	P 值	T 值	P 值
LOAN _T	0.2913	0.2834	0.2641	0.2539	2.53***	0.0057	2.62***	0.0087
LOAN _S	0.2063	0.1958	0.1955	0.1915	1.39*	0.0822	1.15	0.2489
LOAN _L	0.0850	0.0387	0.0686	0.0283	2.30**	0.0108	1.94*	0.0522

注: ***, **、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平(双尾)。

3. 相关性分析

表 4 报告了本文各主要变量的 Pearson 相关系数。银企关系 BANK_CON 和总借款率(LOAN_T)、长期借款率(LOAN_L)都在 1% 的水平上显著正相关, 与短期借款率(LOAN_S)的相关系数为正但不显著。这

些结果为假设 1 提供了初步的经验证据。政治联系 POL_CON 和总借款率(LOAN_T)、长期借款率(LOAN_L)分别在 1%、5%的水平上显著正相关；POL_CON 和短期借款率(LOAN_S)的系数正相关但不显著，初步支持假设 2。一般意义上的“关系”变量 BANKPOL 和总借款率(LOAN_T)、长期借款率(LOAN_L)、短期借款率(LOAN_S)分别在 1%、1%、5%的水平上显著正相关，初步支持假设 3。

表 4 主要变量的 Pearson 检验

变量	LOAN _T	LOAN _L	LOAN _S	BANK_CON	POL_CON	BANKPOL
LOAN _T	1					
LOAN _L	0.5917***	1				
LOAN _S	0.7673***	-0.0560**	1			
BANK_CON	0.0933***	0.0921***	0.0394	1		
POL_CON	0.0670***	0.0551**	0.0370	0.1354***	1	
BANKPOL	0.1063***	0.0975***	0.0507**	0.7502***	0.7567***	1

注：***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平(双尾)。

五、实证研究结果及分析

(一) 银企关系、政治联系与银行借款率

表 5 的第(1)、(2)、(3)列分别报告了银企关系(BANK_CON)、政治联系(POL_CON)、“关系”(BANKPOL)对银行总借款率的回归结果。其中，第(1)列结果表明，BANK_CON 的系数为 0.0283，在 1%的水平上显著为正，说明具有银企关系的民营上市公司能够比不具有银企关系的上市公司筹到更多的银行借款，假设 1 得到了经验证据的支持。在第(2)列中，POL_CON 的系数为 0.0207，在 5%的水平上显著为正，揭示了民营上市公司的银行总借款率与政治联系显著正相关，假设 2 为经验证据所显著支持。在第(3)列中，BANKPOL 的系数为 0.0217，在 1%的水平上显著为正，说明具有“关系”的上市公司能够筹到更多的银行借款，从而支持了假设 3。

在控制变量方面，SIZE 和 NFA/TA 在任何一种解释变量的模型中，都与银行总借款率在 1%的显著性水平上正相关，说明资产规模越大、固定资产比重越高，筹到的银行借款越多；EBIT/TA 都与因变量在 5%的水平上显著负相关，说明息税前利润越多、公司的盈利水平越高，需要的银行借款就越少；GROWTH 的系数均为负，与预测符号一致，但不显著；MTB 的系数都显著为正，说明投资机会和银行借款正相关；AUDITOR 和因变量都在 1%的水平上显著正相关，说明由“四大”进行审计的公司筹到的银行借款比较多。上述结论和 Milton and Raviv(1991)的发现是一致的。^[17]

(二) 银企关系、政治联系与银行借款率：基于短期借款与长期借款的分类检验

本文将银行借款区分为短期借款与长期借款，分析银企关系、政治联系以及“关系”对长短期借款各自的影响，结果见表 6。表 6 的主要分析结果如下：

(1)长期借款率 LOAN_L 与 BANK_CON、POL_CON、BANKPOL 分别在 5%、5%、1%的水平上显著正相关(系数依次为 0.0106、0.0143、0.0111)，说明民营上市公司具有的银企关系、政治联系、“关系”均导致了其显著的更多的长期借款。进一步，银企关系、政治联系、“关系”分别使民营上市公司的长期借款率增加 1.06、1.43 和 1.11 个百分点。表明结果不仅统计上显著，而且具有重要的经济意义(考虑到全样本范围的长期借款率平均仅为 8.01%)，支持了本文的假设 1、假设 2 及假设 3。

(2)短期借款率 LOAN_S 与 BANK_CON、BANKPOL 均在 5%的水平上显著正相关(系数分别为

表5 “关系”影响银行总借款率(LOAN_T)的检验

变量	预测符号						
		系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
截距	?	-0.7728***	-5.99	-0.7610***	-5.88	-0.7723***	-6.01
BANK_CON	+	0.0283***	3.33				
POL_CON	+			0.0207**	2.40		
BANKPOL	+					0.0217***	3.76
SIZE	+	0.0505***	9.40	0.0500***	9.24	0.0500***	9.30
NFA/TA	+	0.2027***	6.81	0.1999***	6.74	0.2039***	6.90
EBIT/TA	-	-0.1800**	-2.30	-0.1768**	-2.25	-0.1751**	-2.23
GROWTH	-	-0.0012	-0.34	-0.0019	-0.53	-0.0015	-0.41
MTB	+	0.0044***	2.74	0.0042***	2.64	0.0041**	2.57
AUDITOR	+	0.0833***	3.17	0.0941***	3.56	0.0881***	3.38
行业		控制		控制		控制	
年度		控制		控制		控制	
观测值		1584		1584		1584	
adj_R ²		0.199		0.197		0.201	
F 值		35.49***(0.0000)		114.44***(0.0000)		107.80***(0.0000)	

注：***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平(双尾)，所有 t 值均已经过 White(1980)调整。

0.0167、0.0098)，说明民营上市公司具有的银企关系、“关系”导致了其显著的更多的短期借款。进一步，银企关系和“关系”分别使民营上市公司的短期借款率增加 1.67 和 0.98 个百分点。结果支持了本文的假设 1 和假设 3。LOAN_S 与 POL_CON 正相关但不显著，说明政治联系虽然对民营上市公司的短期借款率有影响，但是影响较为微弱。假设 2 未得到经验证据的显著支持。

表 6 的控制变量与表 5 基本一致，这里不再赘述。

(三) 敏感性测试

1. 银企关系、政治联系与银行借款率：基于不同高管类型的检验

进一步，本文检验了不同范围的高管所具有的银企关系、政治联系与一般意义上的“关系”对民营上市公司的银行总借款率(LOAN_T)的影响。结果表明，LOAN_T 与 BANK_CON_{NB} 在 5% 的水平上显著正相关(系数 = 0.0217, t = 2.33)，说明民营上市公司内部高管具有的银企关系，对企业获得银行借款具有显著为正的影 响，大约使银行总借款率增加 2.17 个百分点。LOAN_T 与 BANK_CON_{ID} 正相关但不显著。

LOAN_T 与 POL_CON_{NB} 正相关但不显著，LOAN_T 与 POL_CON_{ID} 在 1% 的水平上显著正相关(系数 = 0.0230, t = 2.92)，说明独立董事具有的政治联系使得民营上市公司获得了显著的更多的银行借款。

LOAN_T 与 BANKPOL_{NB} 在 10% 的水平上显著正相关(系数 = 0.0100, t = 1.75)，说明公司内部高管具有的“关系”显著增加了民营上市公司获得的银行借款率；LOAN_T 与 BANKPOL_{ID} 在 1% 的水平上显著正相关(系数 = 0.0181, t = 2.97)，说明独立董事具有的“关系”使得民营上市公司获得了显著的更多的银行借款。

2. 银企关系、政治联系与银行借款率：基于制度环境的分组检验

表6 “关系”影响银行长期借款率和短期借款率的检验

变量	预测符号	长期借款 / 期初总资产(LOAN _L)			短期借款 / 期初总资产(LOAN _S)		
		系数(t 值)	系数(t 值)	系数(t 值)	系数(t 值)	系数(t 值)	系数(t 值)
截距	?	-0.3256*** (-4.08)	-0.3220*** (-4.05)	-0.3273*** (-4.14)	-0.4725*** (-4.90)	-0.4646*** (-4.82)	-0.4703*** (-4.88)
BANK_CON	+	0.0106** (2.01)			0.0167** (2.34)		
POL_CON	+		0.0143*** (2.73)			0.0056 (0.80)	
BANKPOL	+			0.0111*** (3.24)			0.0098** (2.05)
SIZE	+	0.0266*** (8.06)	0.0263*** (7.91)	0.0264*** (7.99)	0.0242*** (5.62)	0.0240*** (5.58)	0.0239*** (5.56)
NFA/TA	+	0.0664*** (3.38)	0.0661*** (3.37)	0.0678*** (3.44)	0.1385*** (5.94)	0.1361*** (5.82)	0.1383*** (5.95)
EBIT/TA	-	0.0368 (1.01)	0.0396 (1.09)	0.0396 (1.09)	-0.2131*** (-3.10)	-0.2128*** (-3.09)	-0.2111*** (-3.07)
GROWTH	-	0.0038 (1.15)	0.0035 (1.05)	0.0037 (1.13)	-0.0050** (-2.11)	-0.0054** (-2.26)	-0.0052** (-2.20)
MTB	+	0.0021** (2.38)	0.0020** (2.23)	0.0020** (2.21)	0.0024* (1.84)	0.0024* (1.84)	0.0023* (1.76)
AUDITOR	+	0.0843*** (4.02)	0.0893*** (4.32)	0.0857*** (4.15)	0.0008 (0.03)	0.0063 (0.25)	0.0041 (0.17)
行业		控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度		控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值		1584	1584	1584	1584	1584	1584
adj_R ²		0.253	0.254	0.255	0.170	0.167	0.169
F		36.38***	23.26***	33.28***	26.76***	33.23***	38.68***
p-value		(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)

注：***、**、* 分别代表 1%、5%、10% 的显著性水平(双尾)，所有 t 值均已经过 White(1980)调整。

我国不同地区的市场化进程、政府干预程度和法治水平相差很大(樊纲等, 2010)。^[24]罗党论和甄丽明(2008)、余明桂和潘红波(2008)、何靖(2011)分别发现在经济发展越落后、政府侵害产权越严重的地区、在金融发展水平越低的地区, 政治联系的借款效应越显著, 对其融资的帮助越明显。^[7-9]为了考察民营上市公司所处的金融业发展环境是否会对“关系”和银行借款的相关性产生影响, 本文根据樊纲等(2010)的金融业市场化指数, 把样本公司按照高于或低于中位数分成高市场化和低市场化两个组别(子样本), 分组检验银企关系、政治联系、“关系”对银行借款率的影响。^[24]

结果表明: 在高市场化组别下, 民营上市公司的银行总借款率(LOAN_T)与银企关系(BANK_CON)、政治联系(POL_CON)与“关系”(BANKPOL)均不存在显著的相关性; 在低市场化组别下, 民营上市公司的银行总借款率(LOAN_T)与银企关系(BANK_CON)、政治联系(POL_CON)与“关系”(BANKPOL)均在1%的水平上显著正相关, 本文的假设1、2、3在低市场化环境组别下得到经验证据的显著支持。

3. 本文均采用虚拟变量法对银企关系、政治联系进行度量, 为了检验研究结果的可靠性, 本文以“高管团队中具有银企关系、政治联系的人数比例”(罗党论和甄丽明, 2008)来度量银企关系、

政治联系的强度，重复本文的研究，发现研究结论保持不变。^[7]

4. 本文进一步按照杜兴强等(2009)的方法度量政治联系的强度，并分析政治联系强度对民营上市公司获得银行借款的影响。^[25]结果显示，民营上市公司的银行总借款率(LOAN_{*t*})与政治联系的强度在1%的水平上显著正相关(系数=0.0005，t值=2.72)，假设2得到进一步的支持。

六、结论与进一步研究的方向

本文实证研究了银企关系、政治联系对民营上市公司银行借款的影响。研究结果表明，银企关系与政治联系均对民营上市公司的银行借款产生了显著的正向影响。但虽然同样是“关系”，银企关系对企业获得长期借款与短期借款具有显著为正的影 响，而政治联系仅对企业获得长期借款具有显著为正的影 响，对短期借款则无显著的影响。本文的研究结果在一定程度上揭示了“关系”这一非正式的制度安排对中国民营上市公司银行借款具有重要的影响。

本文是对非正式制度安排影响民营上市公司融资行为文献的有益补充。但是，本文还存在如下的不足之处：第一，由于受到手工搜集数据方面的制约，对银企关系的度量没有进行不同种类银行(如国有商业银行、股份制商业银行等)的细分；第二，受制于研究主题与篇幅，本文仅研究了银企关系、政治联系对银行借款率的影响，并未对民营上市公司的借款结构和借款期限以及利率等进行关注。这些问题将成为本文的进一步研究方向。

注 释：

需要说明的是，由于相关信息获取的困难，本文并不是通过银企合同来定义“银企关系”，而是通过分析高管的任职经历，判断高管任职的企业和银行之间是否存在银企关系(这一点与以往研究“关系借贷”的文献有所区别)。

限于篇幅，敏感性测试的表格从略，有需要的读者可以联系作者索取。

参考文献：

- [1]Faccio M., Masulis R. W., McConnell J. J.. Political Connections and Corporate Bailouts[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(6): 2597-2635.
- [2]Fisman R.. Estimating the Value of Political Connections[J]. The American Economic Review, 2001, 91(4): 1095-1102.
- [3]Khwaja A. I., Mian A.. Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market[J]. Quarterly Journal of Economics, 2005, 120(4): 1371-1411.
- [4]Fraser D., Zhang H., Derashid C.. Capital Structure and Political Patronage: The Case of Malaysia[J]. Journal of Banking & Finance, 2006, 30(4): 1291-1308.
- [5]Charumilind C., Kali R., Wiwattanakantang Y.. Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis[J]. The Journal of Business, 2006, 79(1): 181-218.
- [6]胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例[J]. 管理世界, 2006, (5): 107-113.
- [7]罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2008, (12): 164-178.
- [8]余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008, (8): 9-21.
- [9]何 靖. 政治关系、金融发展和民营信贷成本歧视[J]. 山西财经大学学报, 2011, (6): 36-45.
- [10]Petersen M. A., Rajan R. G.. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data[J]. The Journal of Finance, 1994, 49(1): 3-37.
- [11]何 韧. 银企关系与银行贷款定价的实证研究[J]. 财经论丛, 2010, (1): 57-63.

- [12]林毅夫,李志赞. 中国的国有企业与金融体制改革[J]. 经济学(季刊), 2005, (3): 913-936.
- [13]方莹,严太华. 中国银行业市场结构的实证分析与综合评价[J]. 财经理论与实践, 2005, (2): 29-34.
- [14]王国红. 论中国银行业的市场结构[J]. 经济评论, 2002, (2): 96-103.
- [15]刘江会,刘兴堂. 银行规模、俘获行为与监管者声誉关系研究[J]. 江西财经大学学报, 2011, (5): 5-14.
- [16]Garnaut R., Song L. G., Yao Y., Wang X. L.. The Emerging Private Enterprise in China[M]. Canberra: The National University of Australia Press, 2000.
- [17]Milton H., Raviv A.. The Theory of Capital Structure[J]. The Journal of Finance, 1991, 46(1): 297-355.
- [18]Rajan R. G., Zingales L.. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data[J]. The Journal of Finance, 1995, 50(5): 1421-1460.
- [19]Berger A. N., Udell G. F.. Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure[J]. The Economic Journal, 2002, 112(477): 32-53.
- [20]Boot A.. Relationship Banking: What Do We Know?[J]. Journal of Financial Intermediation, 2000, 9(1): 7-25.
- [21]道格拉斯·诺思. 制度、制度变迁与经济绩效(中译本)[M]. 上海: 三联书店, 1994.
- [22]林毅夫. 关于制度变迁的经济学理论: 诱致性变迁与强制性变迁[A]. R. 科斯. 财产权利与制度变迁[M]. 上海: 上海人民出版社, 2004.
- [23]艾健明,柯大钢. 民营企业的融资困境与路径依赖[J]. 当代财经, 2004, (5): 49-52.
- [24]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010.
- [25]杜富强,郭剑花,雷宇. 政治联系方式与民营上市公司业绩: “政府干预”抑或“关系”?[J]. 金融研究, 2009, (11): 158-173.

Bank-Enterprise Relationships, Political Connections and Bank Loans: Empirical Evidences from China's Private Listed Firms

DU Ying-jie¹, DU Xing-qiang²

(1. Shanghai University, Shanghai 200444; 2. Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: Having collected the data concerning the bank-enterprise relationships and political connections possessed by the top managements of China's private listed companies from 2004 to 2008, this study conducts an empirical analysis of the impact of bank-firm relationships and political connections on bank loans to the private listed companies. The results show that both bank-firm relationships and political connections have significant positive correlation with bank loans to private listed firms. Furthermore, bank-firm relationships and political connections have significant positive correlation with the long-term bank loans to them, and only bank-firm relationships can significantly increase the short-term bank loans to the private listed companies.

Key words: bank-firm relationships; political connections; bank loan ratio; institutional environment

责任编辑: 蒋尧明