

# 民营上市公司的政治关联与融资研究

——基于货币政策和媒体监督的视角

杨德明<sup>1</sup>, 赵 璨<sup>2</sup>

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632; 2. 中国海洋大学 管理学院, 山东 青岛 266000)

**[摘要]** 利用我国民营上市公司的数据研究发现: 具有政治关系的公司更容易获得长期贷款, 其债务期限也相对更长; 而没有政治关系的公司由于无法获得银行贷款, 则会利用私人关系, 获得更多的商业信用。这说明民营企业利用各种关系进行债务融资的行为确实比较普遍。进一步的研究发现: 在货币政策紧缩期, 民营企业利用各种关系进行债务融资的行为更为普遍; 随着媒体监督的加强, 利用各种关系进行债务融资的行为显著减少。本文的研究发现, 我国媒体监督阻碍了关系型契约的实施, 在一定程度上抑制腐败。因此, 政府应通过媒体之间的竞争, 提高和完善媒体的监督职能, 鼓励媒体来监督、治理腐败。

**[关键词]** 政治关联; 债务融资; 货币政策; 媒体监督; 民营上市公司; 企业融资; 替代性融资

**[中图分类号]** F279.15 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2015)02-0093-10

## 一、引言

众所周知, 由于意识形态等因素, 与国有企业相比, 民营企业不得不面临着不公正的市场环境, 即所谓的“翘起的竞技场”(A tilted playing field)问题。根据李稻葵和梅松的分析<sup>[1]</sup>, 至少有三方面对民营企业是“翘起”的: 第一是法律与行政的障碍依然存在, 比如国防、自然资源等垄断行业依然将民营投资者排除在外; 第二是信贷约束, 国有商业银行主要是服务于国有企业, 因此民营企业普遍存在贷款难的问题, 第三是受法律保护薄弱。国有企业作为政府的一部分, 更容易得到法律保护, 而民营企业不仅得不到应有的法律保护, 还可能受到一定的歧视。

那么, 民营企业如何解决融资难的问题呢? 根据已有的一些研究, 民营企业主要通过政治关系、私人关系等途径来解决融资难问题。例如, 一系列研究发现, 解释我国银行信贷决策(尤其是长期借款的信贷决策)的最主要因素之一是政治关系<sup>[2]</sup>, 而解释商业信用的最主要因素之一是私人关系<sup>[3]</sup>。应当说, 这样的研究结论非常符合逻辑: 我国是一个关系型契约盛行的社会, 个人与个人、个人与企业(组织)、企业(组织)与企业(组织)之间的关系贯穿于经济生活的方方面面。从债务融资的视角来看, 对于民营企业而言, 一方面, 他们可能会通过建立政治关系等方式, 将金融资源从国有部门转向私人部门<sup>①</sup>; 另一方面, 他们可能会利用私人关系, 寻求供应商、第三方金融等提供商业信用。本文将利用各种关系进行债务融资的行为称之为“关系型债务融资”。

在已有研究基础上, 本文希望从两个角度扩展现有文献, 第一, 考察货币政策对关系型债务融资的影响; 第二, 考察媒体监督关系性债务融资的影响。利用民营上市公司的数据, 我们研究发现: (1) 具有政治关系的公司更容易获得长期贷款, 其债务期限也相对更长, 而没有政治关系的公司由于无法

**[收稿日期]** 2014-07-28

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目(71372168); 暨南大学企业发展研究所重大项目(2014ZD001)

**[作者简介]** 杨德明(1975—), 男, 湖北鄂州人, 暨南大学管理学院副教授, 从事管理、金融、会计等研究; 赵璨(1985—), 女, 山东济南人, 中国海洋大学管理学院博士研究生, 从事管理、金融、会计等研究。

<sup>①</sup>卢峰和姚洋<sup>[4]</sup>将金融资源从国有部门流向私人部门的现象称之为“漏损效应”。他们认为, 这种资金流动机制有效地减弱了银行信贷配给制度给私人部门带来的负面影响, 并提高了全社会资金配置的效率。

获得足够的银行贷款,则会利用私人关系,获得更多的商业信用。这说明民营企业利用各种关系进行债务融资的行为确实比较普遍。(2)在货币政策紧缩期,民营企业利用各种关系进行债务融资的行为更为普遍,而在货币政策宽松期,由于企业可以便利地获得大量资金,关系的作用随之减弱,利用各种关系进行债务融资的行为变得不太普遍。(3)随着媒体监督的加强,民营企业利用各种关系进行债务融资的行为显著减少,而在货币政策紧缩期,媒体的这种作用更为突出。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 理论分析

在本文的分析中,我们将民营企业会利用各种关系的行为与过程视之为关系型合约(relation contracts)。关系型合约是一种长期的合约安排,在这种安排中,过去、现在和预期未来的个人之间的关系在合约各方之间非常重要。这种合约在某种程度上是隐性的、非正式的和非约束性的,自我实施的履约机制在其中发挥着非常重要的作用。由于有限理性和较高的交易费用,关系型合约允许漏洞的存在。而这种漏洞无法由合约法来弥补,所以说,这种关系在某种程度上具有非合约性(非法律合约)的特征。关系型合约往往会嵌入这样一种社会制度中,这种关系的开始与最终情况都无法精确地加以确定。合约双方往往会在某一发展阶段,就采取什么方式(惯例)来处理未来可能发生的任何问题,显性或隐性地达成一致。而且,合约双方由于需要在关系型合约方面保持一定的弹性,一般来说,或多或少地会就有关问题进行不断地协商。

关系型合约的另一重要特征是仅在有限的程度内受到法律的保护。因此,政府对机会主义行为的遏制很大程度上采用非法律的形式,例如,采用 Williamson<sup>[5]</sup> 所提出的“私人裁决”的形式。“私人裁决”的类型包括:第一,自我实施的履约机制。这种合约的可自我实施性来自于如下事实:长期博弈使得短期欺骗得不偿失,因为欺骗者将失去未来所有的收益或者合作剩余,包括声誉、品牌、文化、承诺以及相互间的信任,这些都会影响自我实施的履约机制的最终博弈结果。第二,“针锋相对”的策略。假设 A 与 B 形成了一种关系型契约, B 采用“针锋相对”的策略。若 A 犯错, B 将选择报复; 而若 A 改正错误, 则 B 会选择重新合作。第三,私人的第三方执行合约。假设 A 与 B 形成了一种关系型契约, 若 A 与 B 产生冲突, 他们会寻求第三方 C (非法律机构) 来解决协调纠纷。第四,管制。私人管制与政府管制都具有关系型合约第三方管理的特征。第五,各方的“统一”。这种纵向一体化的方式是一种有效的防止机会主义行为的保护方式。关系型合约理论与社会学有着明显的关系。例如,感觉和情感在其中发挥着重要的作用。这种感觉和情感包括家庭关系、地域传统、老乡关系、同学关系、朋友关系等,此外,它也包括礼物给予、食物和饮料的交换、爱的表示、拜访等等具体的投资活动。

### (二) 研究假设

以上我们分析了,面对“翘起的竞技场”问题,民营企业会利用各种关系,来规避管制、解决融资难问题。在各种关系(即关系型合约)中,自我实施的履约机制在其中发挥着非常重要的作用。其中,声誉机制是一种重要的自我实施的履约机制。当司法体系无法保证债务契约得到有效地履行时,借款人的声誉会对债务契约的结构产生重要影响<sup>[6]</sup>。在银行和企业产权公有的制度环境下,“政治关系”是一种重要的声誉机制。这是因为,由于与政府的关系更为密切,具有政治关系的企业更容易受到政府的干预。尽管这种干预有时会受到社会目标或官员自身利益的影响而违背公司利润最大化的企业经营目标,但企业陷入困境的时候也更容易得到政府的救济。国有企业普遍存在的预算软约束现象就是政府帮助企业摆脱困境的证据。另外,相关的文献还证明,具有政治关系的企业即使没有陷入困境,也会得到更多的政府优惠补助<sup>[7]</sup>。总之,在公有产权的制度背景下,政治关系对企业债务期限的影响至少体现在以下两个方面:其一,通过财政补贴降低企业违约的可能,从而企业更容易从银行取得长期借款;其二,直接通过对银行借贷决策的影响,帮助企业获得贷款,并且,为了降低官员轮换对贷款成本的影响,

这种贷款更多的是长期贷款<sup>[6]</sup>。由此,我们预期,具有政治关系的民营上市公司更容易获得长期借款。

在我国,企业负债融资的另一种重要形式是商业信用。以下我们将分析有无政治关系这个因素是否会影响民营上市公司商业信用融资。大量研究表明,商业信用作为一种重要的融资方式,在各国企业间得到了普遍应用。那么,商业信用为什么会大量而普遍地存在呢?一个被广泛接受的观点是,商业信用的存在是供给与需求共同作用下的一种均衡<sup>[8]</sup>。从供给和需求的角度来看,主要有两种理论,即替代性融资理论与买方市场理论。其中,替代性融资理论认为,商业信用的大量存在,主要源自信贷配给。信贷配给的存在使得有些借款者无论愿意支付多高的贷款利息,都可能无法获得充足的银行贷款。在这种情况下,这些难以从银行获得贷款的企业,就会转而求助于供应商(商业信用的主要债权人),促使商业信用成为银行贷款的一种重要的替代性融资方式<sup>[9]</sup>。而买方市场理论<sup>[10]</sup>则认为,商业信用大量而普遍地存在,主要是与买方(客户)强势、客户信用良好有关,供应商为了促使其产品尽快地销售,愿意为这些客户提供商业信用。

实际上,在这种依靠家庭关系、地域传统、老乡关系、同学关系、朋友关系等建立起来的关系型合约中,各方并不是陌生人,他们之间的互动通常发生在合约之外,不需要法院的条款来监督执行,取而代之的是合作与威胁、交流与策略这样一种特殊的平衡机制。考虑到民营上市公司普遍存在融资难问题,那么这种私人关系对于那些无法建立政治关系的公司而言,就显得尤为重要。这是因为,关系型合约通常都是有漏洞的,很大程度上并不受到法律条款的保护。企业与供应商之间可能会就商业信用的金额、利息等进行讨价还价,这种讨价还价甚至可能会以一种威胁的方式展开。假如企业具有政治关系,可以便利地获得长期借款,那么该企业自然可以拒绝商业信用的供给,或者是压低商业信用的利息。而拒绝商业信用或压低商业信用的利息可能会导致供应商减少商业信用供给,或者将商业信用提供给其他企业。而对于那些没有政治关系的企业,由于无法获得更多的银行贷款,会更迫切地寻求供应商提供商业信用,以满足其融资需求。因此,本文预期,从整体样本来看,无政治关系的民营上市公司更容易获得商业信用支持。

从理论上来说,关系型合约可能会存在漏洞,它往往会嵌入这样一种社会制度中,合约双方往往会在某一发展阶段,就采取什么方式来处理未来可能发生的任何问题,显性或隐性地达成一致。

货币政策的变化往往就会给合约的双方带来一定的不确定性。例如,近来的一些针对我国资本市场的研究<sup>[11]</sup>发现,当货币政策趋于从紧时,企业融资成本提高,企业会提高现金持有水平。在货币政策从紧时期,相对于国有企业,民营企业在银行信贷方面受到的冲击更大。

面临种种不确定性时,就需要合约双方重新开始新一轮的讨价还价。当货币政策趋于从紧时,银行、供应商等债权方会在新一轮的讨价还价中占据优势,他们应当向企业提出提高交易成本<sup>①</sup>、提高融资成本等苛刻条件,而对于企业而言,接受这种苛刻的条件,应该是明智的。这是因为,关系并不是一朝一夕可以建立的,货币政策趋于从紧会导致资金机会成本的提高,为了获得更多的融资,企业做出一定的牺牲,是必要的。总而言之,在货币从紧时期,关系对于企业而言,应当显得更为重要。而对于民营上市公司而言,由于其融资渠道有限,关系的意义应更显突出。

当货币政策趋于宽松时,民营上市公司利用各种关系获得融资的动机应当有所减弱。这是因为,当货币政策趋于宽松时,银行、供应商等债权方的讨价还价能力也会有所降低。由于市场流动性宽松,企业可能无需利用关系,只需要通过正常途径,就可以获得大量融资。即可以得出假设1。

假设1:货币政策紧缩期,有政治关系的民营上市公司更容易获得长期银行贷款支持,债务期限也更长,无政治关系民营上市公司更易获得商业信用支持,但在货币政策宽松期,以上结论不成立。

<sup>①</sup>如果企业是利用各种关系(而不是通过市场化的途径)获得银行贷款,我们预期企业会向银行(或银行中的个人)提供一定的隐性收入,我们将这种隐性收入视之为交易成本。

一系列研究均强调关系型合约与法律制度之间的替代效应。例如,Allen 等认为:在我国法律制度尚不健全的环境下,关系机制和声誉机制起到了替代法律保护机制的作用<sup>[12]</sup>。王永钦则认为,关系型合约可以解释中国经济在缺乏正式的法律和产权体系下取得骄人绩效的“悖论”<sup>[3]</sup>。

这些研究实际上从一个侧面证明了关系型合约的一个重要特征,即此类合约是仅在有限的程度受到法律的保护。因此,法律制度越健全,此类合约作用越有限;反之,亦然。换言之,此类合约发挥的作用在一定程度上并不受法律约束。例如,卢峰和姚洋认为,私人部门会利用一定的关系将金融资源从国有部门流向私人部门<sup>[4]</sup>。他们还认为,这种“漏损效应”虽然提高了全社会资金配置的效率,但有部分行为却不是合法的。

进一步地,我们分析媒体监督对关系型合约的影响。近年来,媒体作为一种重要的外部治理机制,作为市场与政治之外的另外一种重要的资源和财富的配置机制,媒体往往能发挥揭示公司隐性合约(甚至是“潜规则”)的作用。从理论上来看,有两个理论(即媒体有偏论和媒体治理理论)可以解释媒体为什么会报道、监督上市公司的各种“潜规则”。媒体有偏性理论的核心思想是,媒体为了追求其自身效用最大化,自然具有娱乐导向或追求轰动效应的倾向,这意味着媒体可能会更多地关注那些明星公司与热点新闻,在这种条件下报道出来的新闻可能会远离事实真相,从而误导投资者和其他信息使用者。而媒体治理理论认为,媒体是一种有效的信息中介,可以起到降低信息不对称的作用,在此基础上,媒体通过声誉机制与监督机制形成了媒体的治理功能<sup>[13]</sup>。

根据媒体有偏论,媒体会特别关注那些容易引起轰动效应的新闻。在媒体市场竞争日趋激烈的环境下,各家媒体唯有更多地报道广大读者所关注的社会热点,才能更好地提高销售量、点击率等指标。这决定了媒体会花费更多的精力来整理、发掘、并更多地报道这类公司的相关新闻。而媒体治理理论强调的是媒体会报道上市公司某些丑闻或不当行为,通过媒体的监督,影响了经理人声誉,最终促使公司改进治理<sup>[14-15]</sup>。考虑到诸多财务丑闻、行贿、寻租、规避管制等往往也是借助一定的关系,借助一定的关系型合约(甚至是“潜规则”),而得以展开的,因此一旦媒体对这类行为进行曝光,预计能在一定程度上抑制此类关系型合约。由此得出假设 2。

假设 2:在媒体监督越弱的环境下,有政治关系的民营上市公司更容易获得长期银行贷款支持,债务期限也更长,无政治关系民营上市公司更易获得商业信用支持,但在媒体监督越强的环境下,以上结论不成立。

### 三、数据与研究设计

#### (一) 数据

在色诺芬数据库中,2006 年至 2009 年,非金融类 A 股上市公司样本分别为 1420 家、1521 家、1575 家和 1721 家。删除终极控制人国有、相关数据不全的样本后,本文的研究样本为 2463 家公司。其中,2006 年至 2009 年,研究样本分别为 501 家、590 家、621 家和 751 家。本文的数据包括几个部分:(1)公司政治关系的数据来自公司年报,该数据通过手工收集完成。参考余明桂和潘红波<sup>[16]</sup>的研究,凡是某家公司的总经理或董事长曾在政府、人大、政协任职,我们认为存在政治关系。在稳健性检验中,我们以公司的总经理、高管是否曾在政府、人大、政协任职,作为政治关系的判定标准。(2)媒体监督数据。在比较了几个重要的数据库后,本文以 WIND 数据库为主收集媒体报道的各种上市公司新闻。WIND 数据库的各家上市公司深度数据中,我们整理来自中国证券报、上海证券报、证券时报、证券日报、东方财富网、和讯、华龙网、深圳商报、每日经济新闻、现代快报、东方早报、中国新闻网、《财经》网路版、全景网、第一财经、香港商报、凤凰网、南方都市报、香港文汇报、21 世纪经济报道等 100 多家媒体报道的各家上市公司新闻,该数据基本涵盖了主要财经媒体报道的所有关于上市公司上市之后的相关新闻。(3)其他相关财务数据来自色诺芬数据库。

(二) 研究设计

本文构建以下模型来检验假设 1。

$$Bank_{i,t} = \alpha + \beta_1 Poli_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Grow_{i,t} + \beta_4 Tangible_{i,t} + \beta_5 Liq_{i,t} + \beta_6 TobinQ_{i,t} + \beta_7 Lever_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$TC_{i,t} = \alpha + \beta_1 Poli_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Grow_{i,t} + \beta_4 Tangible_{i,t} + \beta_5 Liq_{i,t} + \beta_6 TobinQ_{i,t} + \beta_7 Lever_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

其中,下标  $i$  和  $t$  分别表示公司  $i$  与时期  $t$ 。 $Bank$  包括  $Bank1$  和  $Bank2$  两个变量。本文参考孙铮等的研究,以  $Bank1$  表示债务期限<sup>[6]</sup>;参考余明桂和潘红波的研究<sup>[16]</sup>,以  $Bank2$  的研究衡量长期借款;参考陆正飞和杨德明<sup>[17]</sup> 的研究,以  $TC$  衡量商业信用;以  $Poli$  衡量政治关系,凡是某家公司的总经理或董事长曾在政府、人大、政协任职,我们认为存在政治关系。如果有政治关系的民营上市公司则更容易获得长期借款,无政治关系的民营上市公司则更容易获得商业信用。那么,模型(1)中, $Poli$  系数显著为正;在模型(2)中, $Poli$  系数显著为负。模型(1)和模型(2)其他控制变量的选择,我们参考了相关研究,具体变量的定义见表 1。

研究假设 1,实际上就是需要我们将 2006 年至 2009 年分为两个期间,即货币政策紧缩期和货币政策宽松期。对于划分不同的货币政策,我们结合我国央行的相关货币政策进行分析。在我国,央行(中国人民银行)主要通过控制货币发行、控制存款准备金率、调节基准利率、调节再贴现率等方式来执行相关货币政策。单单结合某一指标,实际上很难判断货币政策究竟是紧缩,还是宽松。陆正飞和杨德明的研究采用了指标  $MP$ ( $MP = M2$  增长率— $GDP$  增长率— $CPI$  增长率)估算货币政策<sup>[5]</sup>。如果该指标偏大,则表示货币政策偏于宽松;反之,则表示货币政策偏于紧缩。而祝继高和陆正飞采用中国人民银行发布的“货币政策指数”来估算货币政策<sup>[11]</sup>。采用这两种指标,本文发现,2006—2008 年均属于货币政策紧缩期。众所周知,中国政府于 2008 年 11 月公布了高达 4 万亿元人民币的经济刺激计划,所以我们将 2009 年定义为货币政策宽松期应该是合适的。

考虑到以上一些因素,我们将 2006—2008 年定义为货币政策紧缩期,2009 年定义为货币政策宽松期。如果假设 1 成立,那么在 2006—2008 年期间,模型(1)中  $Poli$  系数应显著为正,模型(2)中  $Poli$  系数应显著为负;而在 2009 年,模型(1)和模型(2)中  $Poli$  系数应不显著。

本文构建以下模型来检验假设 2。

$$Bank_{i,t} = \alpha + \beta_1 Poli_{i,t} + \beta_2 MC\_lag_{i,t} + \beta_3 MCPO_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Grow_{i,t} + \beta_6 Tangible_{i,t} + \beta_7 Liq_{i,t} + \beta_8 TobinQ_{i,t} + \beta_9 Lever_{i,t} + \beta_{10} Size_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

$$TC_{i,t} = \alpha + \beta_1 Poli_{i,t} + \beta_2 MC\_lag_{i,t} + \beta_3 MCPO_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Grow_{i,t} + \beta_6 Tangible_{i,t} + \beta_7 Liq_{i,t} + \beta_8 TobinQ_{i,t} + \beta_9 Lever_{i,t} + \beta_{10} Size_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

在模型(3)和模型(4)中, $MC\_lag$  分别表示  $MC1\_lag$  和  $MC2\_lag$ ;  $MCPO$  分表表示  $MCPO1$ ( $MC1\_lag$  与  $Poli$  的交叉项)和  $MCPO2$ ( $MC2\_lag$  与  $Poli$  的交叉项);其他变量定义与模型(1)和模型(2)完全相同。

参考 Dyck 等的研究<sup>[14]</sup>,本文以  $MC$  作为反映媒体监督的变量。他们的研究认为媒体报道,尤其是负

表 1 变量定义

变量	变量定义与含义
BANK1	长期借款/总借款
BANK2	长期借款/总资产
TC1	(应付账款 + 应付票据 + 预收账款)/总资产
Poli	总经理或董事长曾在、现在政府任职取 1,否则取 0
MC1_lag	上一年度公司媒体报道次数的对数
MC2_lag	上一年度公司媒体负面报道次数的对数
MCPO1	MC1_lag 与 Poli 的交叉项
MCPO2	MC2_lag 与 Poli 的交叉项
ROA	资产收益率
Grow	销售收入增长率
Tangible	清算价值比率, (固定资产 - 累计折旧)/总资产
Liq	流动比率, 流动资产/流动负债
TobinQ	托宾 q 值
Lever	资产负债率
Size	总资产的对数

面的媒体报道可以作为媒体监督的代理变量。本文量化 MC 的具体方法如下:首先,通过逐条阅读 WIND 数据库深度数据提供的关于每一家上市公司的各年度的新闻,确定每一家公司每年度的新闻报道次数,并取  $MC1 = \ln(\text{上市公司被媒体报道的次数} + 1)$ 。其次,将每一年的新闻分为利好、利空与中性三组。分组的标准是这则新闻是否有利于公司的股价,如果从理论上来说这则新闻有利于公司股价,则为利好;反之,则为利空;如果这则新闻对股价可能无影响,或者无法判断新闻性质的,则为中性。然后,参考 Core 等的研究<sup>[13]</sup>,本文取  $MC2 = \ln(\text{上市公司被媒体负面报道的次数} + 1)$ 。MC\_lag 表示滞后一期的 MC。采用滞后一期的变量主要是考虑到:事前的媒体监督可能会影响银行、供应商等的信贷决策;事后的媒体监督可能会影响银行、供应商等的信贷决策。这也是控制内生性问题的一种方法。如果假设 3 成立,那么在模型(3)中,MCPO 的系数应当显著为负,在模型(4)中,MCPO 的系数应当显著为正。

(三) 描述性统计

表 2 主要变量的描述性统计

样本	统计值	BANK1	BANK2	TC1	MC1_lag	MC2_lag	ROA	Grow	Tangible	Liq	TobinQ
无政治关系	均值	0.226	0.040	0.170	3.232	1.120	0.025	0.070	0.084	1.972	2.604
	中位数	0.080	0.000	0.142	3.178	1.099	0.026	0.000	0.019	1.314	1.807
	标准差	0.284	0.072	0.129	0.652	0.901	0.095	0.684	0.137	2.112	2.533
有政治关系	样本	1713	1713	1713	1247	1247	1713	1713	1713	1713	1713
	均值	0.263	0.050	0.157	3.378	1.093	0.044	0.093	0.094	1.873	2.382
	中位数	0.143	0.005	0.133	3.332	1.099	0.042	0.000	0.028	1.429	1.955
货币政策 紧缩期	标准差	0.299	0.079	0.116	0.738	0.943	0.077	0.611	0.144	1.762	1.530
	样本	750	750	750	580	580	750	750	750	750	750
	均值	0.221	0.042	0.168	3.189	0.964	0.030	0.139	0.112	1.706	2.345
货币政策 宽松期	中位数	0.086	0.001	0.142	3.178	0.693	0.032	0.000	0.033	1.258	1.794
	标准差	0.279	0.072	0.125	0.635	0.866	0.093	0.657	0.157	1.671	2.036
	样本	1712	1712	1712	1267	1267	1712	1712	1712	1712	1712
整体样本	均值	0.274	0.045	0.163	3.481	1.445	0.032	-0.063	0.029	2.479	2.974
	中位数	0.157	0.000	0.134	3.466	1.386	0.025	-0.020	0.008	1.593	2.048
	标准差	0.309	0.079	0.125	0.745	0.934	0.084	0.654	0.051	2.550	2.700
统计检验值	样本	751	751	751	560	560	751	751	751	751	751
	均值	0.237	0.043	0.166	3.279	1.111	0.031	0.077	0.087	1.942	2.536
	中位数	0.104	0.000	0.138	3.258	1.099	0.030	0.000	0.021	1.336	1.856
统计检验值	标准差	0.289	0.074	0.125	0.684	0.914	0.090	0.663	0.139	2.012	2.277
	样本	2463	2463	2463	1827	1827	2463	2463	2463	2463	2463
	T1	-2.971***	-3.007***	2.484**	-4.248***	0.601	-4.823***	-0.787	-1.755*	1.121	2.231**
	Z1	-2.015**	-0.937	2.111**	-3.992***	0.993	-6.252***	-2.281**	-3.363***	-1.14	-1.619
统计检验值	T2	-4.243***	-0.820	0.897	-8.56***	-10.668***	-0.531	7.011***	14.137***	-8.909***	-6.365***
	Z2	-3.969***	0.141	0.245	-8.315***	-10.212***	3.057***	8.271***	12.195***	-7.888***	-6.754***

注:T1 统计值为无政治关系 VS 有政治关系样本相关变量的均值检验,Z1 为无政治关系 VS 有政治关系样本相关变量的 Wilcoxon 检验;T2 为货币政策紧缩期 VS 货币政策宽松期样本相关变量的均值检验,Z2 为货币政策紧缩期 VS 货币政策宽松期样本相关变量的 Wilcoxon 检验。\*\*\*表示 0.01 的显著性水平;\*\*表示 0.05 的显著性水平;\*表示 0.1 的显著性水平,下同。

本文采用 winsorization 的方法对所有连续变量的异常值进行处理。表 2 提供了主要变量的描述性统计。可以发现,具有政治关系的民营上市公司的债务期限要显著地高于没有政治关系的公司,且长期借款也要更高(均值检验通过了 0.01 的显著性水平);有政治关系的公司商业信用却要显著地低于无政治关系的公司(均值检验和 Wilcoxon 检验都通过了 0.05 的显著性水平)。相对没有政治关系的公司,具有政治关系的公司具有更高的媒体曝光率(MC1\_lag 显著更高)、更好的业绩(ROA 显著更高),固定资产占总资产的比重也更高(Tangible 显著更高)。相对货币政策紧缩期,在货币政策宽松期,公司具有显著更高的债务期限(BANK1 的均值检验和 Wilcoxon 检验都通过了 0.01 的显著性水平),然而长期贷款占总资产的比重并未显著改变,这说明虽然 2009 年贷款规模大幅度提高,但这些贷款更多地流入了国有企业,民营上市公司从中受惠不多。从商业信用来看,不同时期的差异不显

著,在货币政策宽松期,民营上市公司商业信用有所下降。此外,随着近年来媒体之间竞争的加剧,媒体报道数量也不断提高,因此,2009年的MC1\_lag和MC2\_lag要显著地高于以前年度。2008年底开始的金融危机也对公司财务指标产生了明显影响,表明不同时期相关财务指标差异显著。

#### 四、实证分析

从表3来看,在控制了其他因素之后,具有政治关系的公司,其债务期限显著更长,长期借款占总资产的比重显著更高,表现为在被解释变量为BANK1和BANK2的回归中,poli的系数均显著为正,都通过了0.1的显著性水平。具有政治关系的公司,其商业信用却显著更小,表现为在被解释变量为TC1的回归中,poli的系数均显著为负,通过了0.1的显著性水平。这说明“政治关系”是一种重要的声誉机制,能促使关系型合约的自我实施,能帮助民营上市公司获得更多的长期借款。表3的结果说明,私人关系对于那些无法建立政治关系的公司而言,是非常重要的。这是因为,关系型合约通常都是有漏洞的,并不完全受到法律条款的保护。企业与供应商之间可能会就商业信用的金额、利息等进行讨价还价,这种讨价还价甚至可能会以一种威胁的方式展开。假如企业具有政治关系,可以便利地获得银行贷款,则该企业自然可以拒绝商业信用的供给,或者是压低商业信用的利息。而压低商业信用的利息可能会导致供应商减少对给企业商业信用的供给,或者将商业信用提供给其他企业。对于那些没有政治关系的企业,由于无法获得更多的银行贷款,会更迫切地寻求商业信用等替代性融资。这就造成了没有政治关系的公司的商业信用显著地高于有政治关系的公司。

表4提供了假设1的检验结果。我们发现,在货币政策紧缩期(2006年至2008年),具有政治关系的公司债务期限、长期借款占总资产的比重要显著地高于没有政治关系的公司;具有政治关系的公司商业信用要显著地低于没有政治关系的公司。这说明,在货币政策紧缩期,民营上市公司利用各种关系进行债务融资的动机很强,且商业信用与银行贷款之间存在一定的替代效应。

而在货币政策宽松期(2009年),以上结果并不成立。其中,在被解释变量为BANK1和BANK2的回归中,poli回归系数的符号与预期相反;在被解释变量

表3 模型(1)和模型(2)的回归结果

变量	BANK1	BANK2	TC1
截距	-1.044 *** (0.000)	-0.403 *** (0.000)	-0.125 ** (0.026)
poli	0.019 * (0.062)	0.004 * (0.085)	-0.009 * (0.055)
ROA	0.217 *** (0.001)	-0.010 (0.528)	0.020 (0.451)
Grow	0.011 (0.213)	0.003 (0.122)	0.009 *** (0.006)
Tangible	0.240 *** (0.000)	0.093 *** (0.000)	-0.225 *** (0.000)
Liq	0.035 *** (0.000)	-0.001 (0.368)	-0.015 *** (0.000)
TobinQ	0.009 ** (0.012)	-0.003 *** (0.002)	-0.009 *** (0.000)
Lever	0.006 (0.429)	0.011 *** (0.000)	0.040 *** (0.000)
Size	0.050 (0.000)	0.020 *** (0.000)	0.018 *** (0.000)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
样本	2463	2463	2463
Adjusted R <sup>2</sup>	0.173	0.189	0.251

表4 模型(1)和模型(2)的分组回归结果(按货币政策分组)

样本期间	货币政策紧缩期			货币政策宽松期		
	BANK1	BANK2	TC1	BANK1	BANK2	TC1
变量	BANK1	BANK2	TC1	BANK1	BANK2	TC1
截距	-0.995 *** (0.000)	-0.403 *** (0.000)	-0.147 ** (0.034)	-1.061 *** (0.000)	-0.373 *** (0.000)	-0.136 (0.166)
poli	0.031 ** (0.023)	0.006 * (0.068)	-0.010 * (0.086)	-0.015 (0.527)	-0.001 (0.922)	-0.008 (0.344)
ROA	0.136 * (0.067)	-0.017 (0.361)	0.034 (0.282)	0.386 *** (0.004)	-0.0003 (0.991)	-0.014 (0.779)
Grow	0.012 (0.236)	0.003 (0.277)	0.009 ** (0.039)	0.016 (0.329)	0.005 (0.217)	0.012 * (0.054)
Tangible	0.219 *** (0.000)	0.079 *** (0.000)	-0.201 *** (0.000)	0.442 ** (0.034)	0.224 (0.000)	-0.427 *** (0.000)
Liq	0.042 *** (0.000)	0.001 (0.377)	-0.015 *** (0.000)	0.028 *** (0.000)	-0.002 * (0.076)	-0.016 *** (0.000)
TobinQ	0.012 *** (0.007)	-0.003 ** (0.020)	-0.010 *** (0.000)	0.005 (0.37)	-0.003 ** (0.023)	-0.007 *** (0.000)
Lever	0.002 (0.855)	0.012 *** (0.000)	0.043 *** (0.000)	0.017 (0.275)	0.011 *** (0.005)	0.036 *** (0.000)
Size	0.047 *** (0.000)	0.020 *** (0.000)	0.019 *** (0.000)	0.057 *** (0.000)	0.02 (0.000)	0.017 *** (0.000)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	未控制	未控制	未控制
样本	1712	1712	1712	751	751	751
Adjusted R <sup>2</sup>	0.167	0.191	0.234	0.174	0.197	0.286

为 TC1 的回归中, *poli* 回归系数的符号与预期相同, 但不显著。这说明当货币政策趋于宽松时, 民营上市公司利用各种关系获得融资的动机应当有所减弱。综合表 3、表 4 可知, 假设 1 得到了验证。

本文采用两种方法检验假设 2: 第一种方法用模型(3)和模型(4)进行检验, 表 5 提供了相关的回归结果。我们发现, 在表 5 的第(1)、第(2)、第(4)、第(5)列回归中, *poli* 的回归系数均为正, 表明利用政治关系可以获得更多的长期借款、更长的债务期限。MCPO1 和 MCPO2 的系数均为负, 且在第(1)、第(4)、第(5)列中 MCPO1 和 MCPO2 的系数均显著, 表明媒体监督程度越高, 越能抑制利用政治关系进行长期负债方面的融资。从第(3)、第(6)列的回归来看, *poli* 的回归系数均为负, 而 MCPO1 和 MCPO2 的系数均为正, 说明媒体监督能抑制利用私人关系的商业信用融资。第二种方法是, 按每年的 MC2\_lag 进行分组, 大于 MC2\_lag 中位数的一组, 视为媒体监督严格的样本组; 小于 MC2\_lag 中位数的一组, 视为媒体监督不严格的样本组。在分组的基础上, 对模型(1)和模型(2)进行回归。表 5 提供了相关的回归结果。结果显示: 在媒体监督严格的样本组, *poli* 的回归系数均不显著; 而在媒体监督不严格的样本组, *poli* 的回归系数均显著(都通过了 0.01 的显著性水平), 且与预测符号相同。表 5 和下页表 6 回归结果显示, 假设 2 通过了检验, 说明媒体监督能抑制民营上市公司利用各种关系的债务融资行为。

表 5 模型(3)和模型(4)的回归结果

变量	BANK1	BANK2	TC1	BANK1	BANK2	TC1
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
截距	-1.156 *** (0.000)	-0.486 *** (0.000)	-0.176 ** (0.012)	-1.203 *** (0.000)	-0.46 *** (0.000)	-0.115 * (0.081)
<i>poli</i>	0.182 *** (0.004)	0.015 (0.368)	-0.045 * (0.087)	0.056 *** (0.006)	0.014 ** (0.01)	-0.029 *** (0.001)
MC1_lag	0.021 * (0.094)	-0.01 *** (0.003)	-0.005 (0.311)			
MCPO1	-0.046 ** (0.013)	-0.003 (0.579)	0.009 (0.225)			
MC2_lag				0.024 *** (0.004)	-0.0007 (0.83)	-0.008 ** (0.029)
MCPO2				-0.026 * (0.072)	-0.008 ** (0.039)	0.014 ** (0.019)
ROA	0.134 * (0.067)	-0.027 (0.166)	0.023 (0.45)	0.142 * (0.052)	-0.032 * (0.093)	0.021 (0.482)
Grow	0.018 (0.121)	0.006 * (0.058)	0.012 ** (0.012)	0.018 (0.118)	0.006 ** (0.044)	0.012 ** (0.012)
Tangible	0.284 *** (0.000)	0.105 *** (0.000)	-0.232 *** (0.000)	0.291 *** (0.000)	0.103 *** (0.000)	-0.233 *** (0.000)
Liq	0.051 *** (0.000)	0.003 ** (0.025)	-0.017 *** (0.000)	0.051 *** (0.000)	0.002 * (0.058)	-0.017 *** (0.000)
TobinQ	0.006 (0.141)	-0.003 *** (0.006)	-0.006 *** (0.000)	0.005 (0.203)	-0.003 *** (0.001)	-0.006 *** (0.000)
Lever	0.023 ** (0.014)	0.015 *** (0.000)	0.033 *** (0.000)	0.02 ** (0.039)	0.015 *** (0.000)	0.034 *** (0.000)
Size	0.055 *** (0.000)	0.026 *** (0.000)	0.018 *** (0.000)	0.054 *** (0.000)	0.022 *** (0.000)	0.018 *** (0.000)
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
样本	1827	1827	1827	1827	1827	1827
Adjusted R <sup>2</sup>	0.192	0.223	0.227	0.193	0.219	0.23

本文采用以下方式进行稳健性检验, 发现结论均未发生实质性改变。



(1) 考虑到政治关系与银行贷款、商业信用之间可能存在内生性问题,我们采用 Heckman 两阶段回归模型解决这个问题。在第一阶段的 Probit 模型中,用外部经济因素(如地区的人均 GDP、GDP 增长率、财政赤字、失业率等)和企业特征(如规模、行业属性、固定资产、盈利能力和成长机会等)与虚拟变量 poli 进行回归分析,然后使用估计得到自选择系数  $\lambda$ ,再将自选择系数  $\lambda$  纳入本文的几个回归模型中。(2)以董事会有政治背景的董事比例作为量化政治关系的变量。(3)进一步控制了其他变量,如市场化水平、盈余管理等。

表 6 模型(1)和模型(2)的分组回归结果(按媒体监督分组)

样本	媒体监督严格的样本组			媒体监督不严格的样本组		
	BANK1	BANK2	TC1	BANK1	BANK2	TC1
变量						
截距	-1.112 *** (0.000)	-0.403 *** (0.000)	-0.198 ** (0.031)	-1.181 *** (0.000)	-0.456 *** (0.000)	0.022 (0.813)
poli	0.004 (0.843)	-0.003 (0.561)	-0.004 (0.598)	0.055 *** (0.002)	0.013 *** (0.006)	-0.023 *** (0.001)
ROA	0.062 *** (0.008)	-0.024 (0.295)	0.011 (0.770)	0.053 (0.717)	-0.054 (0.162)	0.156 *** (0.006)
Grow	0.017 (0.304)	0.008 * (0.065)	0.016 ** (0.023)	0.024 (0.151)	0.006 (0.205)	0.001 (0.893)
Tangible	0.213 ** (0.041)	0.074 *** (0.006)	-0.189 *** (0.000)	0.354 *** (0.000)	0.132 *** (0.000)	-0.256 *** (0.000)
Liq	0.047 *** (0.000)	0.001 (0.395)	-0.015 *** (0.000)	0.060 *** (0.000)	0.004 ** (0.030)	-0.020 *** (0.000)
TobinQ	0.006 (0.224)	-0.004 *** (0.003)	-0.006 *** (0.003)	0.003 (0.676)	-0.004 ** (0.031)	-0.008 *** (0.002)
Lever	0.013 (0.242)	0.013 *** (0.000)	0.028 *** (0.000)	0.039 * (0.076)	0.020 *** (0.001)	0.081 *** (0.000)
Size	0.053 *** (0.000)	0.020 *** (0.000)	0.020 *** (0.000)	0.059 *** (0.000)	0.023 *** (0.000)	0.008 * (0.068)
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
样本	914	914	914	913	913	913
Adjusted R <sup>2</sup>	0.201	0.225	0.213	0.186	0.219	0.297

## 五、结论与政策建议

本文从两个视角扩展现有文献,这包括:第一,考察货币政策对关系性债务融资的影响;第二,考察媒体监督关系性债务融资的影响。研究发现:相对其他民营上市公司,具有政治关系的民营上市公司更容易获得长期贷款,其债务期限也相对更长;没有政治关系的公司由于无法获得充足的银行贷款,因此会使用更多商业信用作为替代性融资。这说明民营企业利用各种关系进行债务融资的行为确实比较普遍。进一步的研究发现:在货币政策紧缩期,民营企业利用各种关系进行债务融资的行为更为普遍,但随着媒体监督的加强,利用各种关系进行债务融资的行为会显著减少。

本文的研究有一定的现实意义。我国的媒体由于受政府干预程度较高,其作用一直备受各界质疑。例如,Houston 等的研究<sup>[18]</sup>发现,媒体的国有产权与银行业腐败高度相关。按照他们的研究,我国的媒体应当难以发挥抑制腐败的治理作用。其他的一些研究也认为,国有产权的媒体很难在资本市场发挥治理功能。通过本文的研究,我们发现,媒体监督能在一定程度上抑制民营企业利用各种关系进行债务融资的行为。考虑到利用关系的融资行为是一种寻租行为,本文的研究意味着媒体在一定程度上监督、抑制了寻租、腐败行为。因此,政府要治理腐败,不仅仅应当通过建立和完善各种制度,“把权力关进制度的笼子里”,而且应考虑通过媒体监督、自媒体监督等方式,“让权力在公开透明

的环境中运行”,让普通老百姓都有可能、有机会、有权利去了解腐败、监督腐败。

参考文献:

- [1]李稻葵,梅松.中国民营企业研究文献综述[J].经济学报,2005(1):161-178.
- [2]邓可斌,李智鹏.中国式分权下的地方政府干预与控制权转移绩效[J].审计与经济研究,2014(4):89-98.
- [3]王永钦.市场互联性、关系型合约与经济转型[J].经济研究,2006(6):79-91.
- [4]卢峰,姚洋.金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J].中国社会科学,2004(1):42-55.
- [5]Williamson O E. The economic institutions of Capitalism[M]. New York: Free Press,1985.
- [6]孙铮,刘凤委,李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构[J].经济研究,2005(5):52-63.
- [7]LaPorta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A. Government ownership of banks[J]. Journal of Finance,2002,57(4):265-301.
- [8]Ge Y, Qiu J. Financial development, bank discrimination and trade credit[J]. Journal of Banking and Finance,2007,31(2):513-530.
- [9]Petersen M, Rajan R. Trade credit: theories and evidence[J]. Review of Financial Studies,1997,10(2):661-691.
- [10]Fabbri D, Menichini A M C. Trade credit, collateral liquidation, and borrowing constraints[J]. Journal of Financial Economics,2010,96(3):413-432.
- [11]祝继高,陆正飞.货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J].管理世界,2009(3):52-58.
- [12]Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics,2005,77(3):57-116.
- [13]Core J E, Guay W, Larcker D F. The power of the pen and executive compensation[J]. Journal of Financial Economics,2008,88(3):1-25.
- [14]Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: evidence from Russia[J]. Journal of Finance,2008,63(3):1093-1135.
- [15]杨德明,赵璨.媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J].经济研究,2012(6):116-126.
- [16]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.
- [17]陆正飞,杨德明.商业信用:替代性融资,还是买方市场?[J].管理世界,2011(4):6-14.
- [18]Houston J F, Lin C, Ma Y. Media ownership, concentration and corruption in bank lending[J]. Journal of Financial Economics,2011,91(4):326-350.
- [19]陈玉罡,莫夏君.后股权分置时期公司控制权及其私有收益之争——基于鄂武商的案例研究[J].审计与经济研究,2013(4):104-112.
- [20]吴福象,沈浩平.成本费用利用率与地区产业结构升级——基于长三角16个核心城市的统计数据[J].南京审计学院学报,2013(2):6-13.

[责任编辑:杨志辉]

## Political Relation of Private Listed Companies and Debt Financing: Based on the Monetary Policy and Media Monitoring

YANG Deming<sup>1</sup>, ZHAO Can<sup>2</sup>

(1. School of Management, Jinan University, Guangzhou, Guangdong 510632, China;

2. School of Management, Ocean University of China, Qingdao 266000, China)

**Abstract:** By using the data of non-state listed companies, our paper find that it is easier for the companies with political ties to get long-term loans and have longer term of the loan than the companies with no political ties. It shows it is prevalent for non-state listed companies using relation debt financing. Further investigations indicate that this phenomenon is more prevalent during monetary contraction period, and this phenomenon would lag as the enforcement of media monitoring. And finally, through the competition among different media, it stands to reason that to a certain extent, media monitoring can curb corruption in China.

**Key Words:** political relation; debt financing; monetary policy; media monitoring; non-state listed companies; enterprise financing; alternative financing