

货币政策、企业贷款续新与投资效率

黄新建,张 余

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400044)

[摘 要]货币政策对银行贷款有着重大影响,贷款续新是银行给予已获得贷款企业的再次贷款,其在监管、信息不对称方面均优于新发贷款。因此,选用2006年至2012年我国非金融类A股上市公司的年度数据,实证分析了货币政策与企业贷款续新、投资效率之间的关系。研究发现,货币政策的变动确实会影响企业贷款续新的获取和企业的投资效率,且获得贷款续新的企业其投资效率更高。研究还表明,贷款续新能够提升企业的投资效率,因此,在相同的条件下,相对于首次发放贷款,银行应该更倾向于发放贷款续新。

[关键词]贷款续新,货币政策,企业投资效率;企业融资;融资行为;金融市场;资本投资;贷款定价

[中图分类号]F820.1 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2016)02-0111-09

一、引言

我国银行普遍采取先还后借的贷款发放制度,造成企业存在信贷断点,导致企业不得不从外部获取过桥贷款来缓解这一时期的资金压力,从而形成我国特有的过桥贷款问题。过桥贷款不仅利率高出银行贷款的三四倍,还会使得贷款企业的风险被掩盖,导致银行信贷风险加剧。虽然银行通过承担风险和管理风险来获取利润,但银行仅仅在可操控范围内承担风险。贷款续新和银行新发贷款是有所不同的,新发贷款是银行对新客户的审核,没有经过长期考验。而每获得一次贷款续新则意味着企业又一次通过了银行的审核,获得贷款续新常常意味着借款人通过了银行的长期跟踪和评估,即获得贷款续新的企业比获得首次贷款的企业接受了更严格的审核。也就是说企业贷款续新的风险更小,更加难以获得。另外,考虑到我国银行和货币政策调控体系的特点,货币政策往往会通过影响银行的贷款利率和风险识别来影响银行信贷数量和信贷质量,从而改变其信贷行为。贷款续新作为银行一项重要的操作手段,有调节银行信贷风险的作用。针对具体的货币政策,银行会适当调整其贷款续新政策,以获取更多的利润或降低风险。那么货币政策如何影响企业的贷款续新呢?

俞鸿琳和解陆一发现银行贷款是影响我国企业投资的一项重要因素^[1-2],另外,我国的金融体制决定了银行贷款是企业投资最主要的资金来源之一,因此,对于我国企业而言,获得银行贷款后其融资约束状况得到减轻或改善,从而投资不足的情形得到改善或消除,企业的投资水平提升,投资效率提高。再加上银行贷款对企业具有一定的监督作用,作为银行贷款一部分的贷款续新,在一定程度上也会对企业的投资效率产生影响。获得贷款续新的企业在赢得合作人信任和对投资项目熟悉程度等各个方面均占有优势,可见贷款续新具有提升企业投资效率的作用。货币政策也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行为和投资效率都会产生显著的影响。Beaudry等研究英国上市公司的面板数据发现货币政策对企业投资行为具有显著影响^[3]。那么在我国,货币政策对企业的投资会产生何种影响?

[收稿日期]2015-07-06

[基金项目]国家社会科学基金资助项目(11CGL009)

[作者简介]黄新建(1972—),男,江西石城人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士,从事公司治理、政治关联与企业投融资行为的研究;张余(1990—),女,重庆大足人,重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生,从事企业投融资行为研究。

为回答上述问题,本文以2006年至2012年间我国A股上市公司的年度数据为原数据,对货币政策与“贷款续新”和投资效率之间的关系进行实证研究。研究发现,货币政策对我国企业获得银行“贷款续新”的情况有着显著影响,获得贷款续新企业的投资效率也因货币政策不同而存在差异。

二、文献综述与研究假设

(一) 货币政策与贷款续新

货币政策是影响企业债务结构的一个重要因素,近几年来为达到保持经济稳定增长、缓解金融危机对我国经济的影响以及控制通货膨胀等目的,国家频繁对其进行调整。货币政策通过影响风险识别等改变银行的信贷政策。在宽松的货币政策时期,资产价格上涨,抵押物资价格上升,企业财务服务费用下降,现金流增加。而银行衡量企业违约的概率和企业违约后自身的损失率等主要基于上述指标。相较于紧缩货币政策时期,在宽松的货币政策时期,银行所衡量的企业贷款风险下降,信贷政策放宽。且在宽松的货币政策时期,贷款利率相对较低,银行面临更加激烈的竞争,银行边际利润和存贷利率差下降,迫于同行业的竞争压力和达成目标收益率,银行很可能会降低借贷标准。也就是说,在紧缩的货币政策时期,银行的放贷标准会更高。虽然贷款续新在一定程度上会减少银行承担的风险,但是在紧缩的货币政策时期,不管是发放新的贷款还是贷款续新,银行所承担风险都会增加。所以在紧缩的货币政策时期,银行会减少贷款(包括贷款续新)的发放。

Kashyap 和 Stein 通过对银行贷款和商业票据融资这两种企业外部融资方式的研究,发现随着紧缩货币政策的冲击,商业票据融资增加而银行贷款减少^[4]。他们还发现面临紧缩货币政策的冲击,银行所持有的存款和证券资产都有所减少,为了缓解存款和证券持有量下降所带来的资金困境,银行只能削减贷款。饶品贵和姜国华也发现相对于货币政策宽松时期在货币政策紧缩时期我国银行信贷量有所下滑,说明紧缩的货币政策影响了银行信贷资金的供应量^[5]。作为银行信贷一部分的贷款续新,在银行信贷量下降的情况下,其发放量有所下降是非常合理的,也就是说在紧缩的货币政策时期企业获得贷款续新的难度增加。货币政策还会对企业外部融资约束产生影响,Fazzari 等在研究货币政策调整对企业融资约束产生影响时发现,货币政策越紧缩对企业产生的外部融资约束就越大^[6],即货币政策越紧,企业获得外部融资越困难。对我国企业而言,银行贷款是企业外部融资的主要来源。另外,Stiglitz 和 Weiss 发现货币政策由宽松转向紧缩时,信贷配给现象变得严重,信贷资金变得更稀缺,企业获取银行贷款的压力增加^[7]。在紧缩的货币政策时期,企业面临更为不确定的经营环境,其经营业绩受到很大影响。然而银行在对企业进行放贷时会考虑企业的经营状况,在紧缩的货币政策时期银行会更加看中该因素,进一步提高放贷标准。另外,在货币政策紧缩时,银行收回已发放贷款本金和利息的困难性增加,银行会减少贷款的发放。对企业而言,其面临的经营不确定性增加,资金紧缩,会以选择向银行增加贷款的方式来度过所面临的困境,导致企业的贷款需求增加,银行贷款供不应求,企业获取银行贷款(贷款续新)的难度增加。综上所述,本文提出假设1。

H1:相较于宽松的货币政策时期,在紧缩的货币政策时期,企业更难获得贷款续新。

(二) 贷款续新与投资效率

银行贷款主要通过三个途径影响企业的投资行为:一是通过提供企业资金来源,缓解企业因融资约束所带来的压力,改善企业投资不足的情况,进而提高企业的投资水平;二是通过银行贷款利率的高低影响企业的投资行为;三是增加企业的负债,该负债存在一定的相机治理作用,可以在一定程度上约束企业的投资行为。

国外研究表明,大多数企业的内部资金并不足以支撑其完成投资,但由于金融市场的不完善,投融资双方存在信息不对称,企业面临融资约束是一种十分普遍的现象。目前我国金融制度也并不完善,且我国企业最主要的资金来源是银行贷款,所以企业在获得银行贷款后其融资约束程度下降,投

资不足的情况得到改善。James 发现,银行信贷协议的签署在资本市场上对企业来说是好消息,能为企业带来正向的超额回报^[8],然而 Lummer 和 McConnell 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^[9],Slovin 等也发现小企业的贷款续新公告也有显著正的市场反应^[10],俞鸿琳发现企业的银行贷款(增量)有提升企业投资效率的作用^[11]。所以企业在获得贷款续新后其投资效率会有所提升。另外,我国银行业市场化的进程并不完全,大银行因为其国有的产权性质,在一定程度上受到政府的管制,所以银行贷款的利率一般低于市场利率。企业获取银行贷款所付出的代价相对于其他融资方式更低,所以企业获得贷款续新后投资成本更低,有助于提高企业的投资效率。

胡奕明等发现,与贷款续新作用类似的贷款增量对企业财务状况反应敏感,且贷款续新与企业财务状况存在相关性^[11]。胡奕明等还发现上市公司财务状况变得不佳时,更需要通过贷款来获得支持,其获得贷款续新的可能性反而提高了。这主要是因为企业在财务状况不佳时,银行很可能会出现坏账损失,为避免损失,银行很可能会和企业续约贷款,并进一步加强对该类企业的监督。另外,当公司债务违约时,在公司中有大量债权的债权人与大股东的角色类似,能够起到积极的公司治理作用,当企业可能债务违约时贷款续新的相机治理作用更加明显。该类企业也会因为自身存在的状况更加慎重的进行投资,以使得企业的投资保持在一个合理的水平,进而提高投资效率。

上述表明,贷款续新不仅投资成本较低,可以为企业提供充足的资金来源,而且可以向市场传递企业正向的信号,再加上负债的相机治理作用,企业投资效率得到提高。综上所述,本文提出假设 2。

H2:相对于无贷款续新企业,有贷款续新的企业,其投资效率更高。

(三) 货币政策、贷款续新与投资效率

Cleary 从企业的融资约束角度对企业的投资行为进行分析,通过经验数据验证了融资约束是影响企业投资决策行为的重要因素^[12]。Kashyap 和 Stein 也指出紧缩的货币政策会使得贷款供给减少,进一步加剧企业的融资约束程度^[4],也就是说在货币政策紧缩期,企业普遍存在投资不足的情况,投资效率下降。但陆正飞等发现新增长期负债作为企业资金的来源与企业的投资正相关,且在新增长期负债中只有新增的银行贷款与投资显著相关^[13]。由于银行贷款增量与贷款续新作用类似,因此在紧缩的货币政策时期,获得贷款续新的企业融资约束程度得到缓解,虽然其投资效率有所下降,但相较于无贷款续新企业下降程度较轻,因此表现为投资效率较高。

刘星等发现货币政策可以影响固定投资的需求因素,如通过市场利率影响投资成本、投资收益率,从而影响公司投资决策,并最终传导至企业投资效率^[14]。相对于宽松的货币政策时期,在货币政策紧缩时,消费者支出减少,企业资产的未来收益受到影响,资产的未来现金流下降,同时市场利率上升。获得银行贷款续新的企业,其投资成本相对更低,更能提升企业的投资效率。胡奕明和谢诗蕾发现,我国银行对借款企业的财务状况和公司治理情况具有一定的监督能力^[15];姜国华和饶品贵研究发现,在货币政策紧缩期债权人更加关心企业信贷资金的安全,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非效率投资^[16]。在紧缩期企业债务违约的可能性大大提高,银行作为大的贷款人更有动机发挥贷款续新的相机治理作用,从而抑制企业的非效率投资行为。所以相对于货币政策宽松时期,在货币政策紧缩时,企业获得银行贷款续新的企业将面临更大的压力,不得不谨慎投资,提升投资效率。综上所述,本文提出假设 3。

H3:相较于宽松的货币政策时期,在货币政策紧缩时,有贷款续新企业的投资效率比无贷款续新企业更明显。

三、研究设计

(一) 数据和样本

为检验上述假设,本文以 2006—2012 年间在沪深证券交易所上市公司的年度数据为原始样本,

按以下标准进行筛选:①剔除样本期间被 ST、PT 的公司;②剔除金融行业以及数据异常和相关指标缺失的公司;③对连续变量在 1% 和 99% 分位上进行缩尾处理(winsorize),以避免异常值对分析的影响。经过筛选,本文最终确定了 2006—2012 年间的 7430 个样本观测值。本文的主要数据都是来自深圳市国泰安信息技术有限公司提供的公司研究数据库(CSMAR 数据库)和北京色诺芬信息服务公司提供的资本市场数据库(CCER 数据库)。

(二) 贷款续新模型和 Richardson 模型设计

本文所研究的贷款续新是指企业从同一家银行再次获得的贷款,但是由于我国披露贷款银行和贷款起止时间的上市公司很少,直接通过公司披露的该方面信息所得的样本量非常少,为保证研究意义,本文借鉴胡奕明等的研究方法^[11],该方法获取“贷款续新”的主要依据是公司财务报表中的“一年内到期的长期借款”科目的变动,因为该科目余额的变动与贷款的增减有着十分密切的关系。

从上市公司的“长期借款”和“一年内到期的长期负债”两个会计报表项目的设置原理中我们可以得到以下等式:

$$LONG_{t-1} + NEW_t + INSERT_t - NEWDUE_t = LONG_t \quad (1)$$

$$DUE_{t-1} + NEWDUE_t - REPAYMENT_t = DUE_t \quad (2)$$

其中, $LONG_{t-1}$ 和 $LONG_t$ 分别表示资产负债表中长期借款的期初和期末余额, NEW_t 表示当年获得贷款续新, $INTEREST_t$ 代表年末计提的长期借款利息, DUE_{t-1} 和 DUE_t 分别表示一年内到期的长期借款的期初和期末余额, $NEWDUE_t$ 表示年末转入“一年内到期的长期借款”的长期借款金额, $REPAYMENT_t$ 表示上市公司当年偿还的长期借款。经过整理我们可以得到:

$$NEW_t = (LONG_t + DUE_t) - (LONG_{t-1} + DUE_{t-1}) + REPAYMENT_t - INTEREST_t \quad (3)$$

由于上市公司通常会在本年偿还全部年初的“一年内到期的长期借款”,则有 $DUE_t = REPAYMENT_t$,我们得到:

$$NEW_t = (LONG_t + DUE_t) - LONG_{t-1} - INTEREST_t \quad (4)$$

根据模型(4),我们对贷款续新变量(NEW)的定义如下: NEW 为银行长期借款续新的哑变量,如果存在续新则为 1,如果不存在续新则为 0。其判断标准为 NEW_t 的值是否大于 0,若 $NEW_t > 0$,则存在贷款续新;若 $NEW_t < 0$,则不存在贷款续新。

在投资过程中,企业多存在投资过度或投资不足的情况,融资资金配置效率低下,理论上企业存在一个理想投资点,企业实际投资越接近这个投资点其投资效率越高。我们采用模型估算企业的投资效率(INV_E),其值为 Richardson 模型残差的绝对值,值越大则投资效率越低,反之投资效率越高。Richardson 模型如下:

$$INV = \beta_0 + \beta_1 \times GROWTH_{t-1} + \beta_2 \times LEV_{t-1} + \beta_3 \times AGE_{t-1} + \beta_4 \times SIZE_{t-1} + \beta_5 \times ROA_{t-1} + \beta_6 \times RETURN_{t-1} + \beta_7 INV_{t-1} + \sum IND + \sum YEAR + \sum AREA + \varepsilon \quad (5)$$

(三) 模型设计和变量定义

根据前文分析,我们建立贷款续新与货币政策模型以及投资效率与贷款续新、货币政策的模型,具体如下:

$$NEW = \beta_0 + \beta_1 \times MC + \beta_2 \times LNTOAT + \beta_3 \times INTOAT + \beta_4 \times CATOAT + \beta_5 \times EXFU + \beta_6 \times LEV + \beta_7 \times RECUA + \beta_8 \times RELI + \beta_9 \times ROA + \beta_{10} \times LAWS + \beta_{11} \times COLLA + \sum IND_i + \sum AREA_j + \sum YEAR_k \quad (6)$$

$$INV_E = \beta_0 + \beta_1 \times NEW + \beta_2 \times MC + \beta_3 \times SIZE_{t-1} + \beta_4 \times GROWTH_{t-1} + \beta_5 \times LEV_{t-1} + \beta_6 \times AC_{t-1} + \beta_7 \times AGE_{t-1} + \beta_8 \times ROA_{t-1} + \beta_9 \times RECUA_{t-1} + \sum IND_i + \sum YEAR_j + \sum AREA_k \quad (7)$$

模型(6) 检验假设 1,模型(7) 检验假设 2、假设 3。

各变量的定义如表1所示。其中因变量包括 INV 、 NEW 、 INV_E 。 INV 为 Richardson 模型中的投资支出,由于工业企业数据库披露信息的限制,我们无法获得现金流量表的“本期购建固定资产”、“无形资产”及“其他长期资产的支出”的数据,于是采用“(本年固定资产净额 - 上年固定资产净额 + 本期折旧)/上年期末总资产”代替;贷款续新(NEW)由贷款续新模型求得;投资效率(INV_E)为 Richardson 模型残差的绝对值,由于残差值离 0 越远,其投资效率越低,所以其值为残差的绝对值。国外文献在研究货币政策环境对经济行为的影响时采用了设置虚拟变量的方法,例如 Romer 和 Friedman 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^[17],后续相关研究基本参考了这种做法。国内研究也多采用设置虚拟变量的做法,故本文基于我国特定的货币政策和宏观经济环境定义货币政策虚拟变量 MC ,若为货币宽松阶段则 $MC = 0$,若为紧缩的货币政策阶段则 $MC = 1$ 。由于货币政策感受指数非常直观地展现了货币政策的实施情况,本文借鉴祝继高和陆正飞^[18],曾海舰和苏冬蔚^[19]的方法,采用中国人民银行和国家统计局共同合作完成的《银行家问卷调查》提供的货币政策感受指数作为货币政策的代理变量。具体做法如下,本文计算出 2006—2012 年的货币政策感受指数的均值,分别为(67.475, 52.750, 41.075, 54.975, 60.075, 38.350, 68.700),并将均值进行排序,其中 2007 年、2008 年、2011 年为货币感受指数值最小的三年,即为货币政策紧缩的三年;2006 年、2010 年、2012 年为最大的三年,即为货币政策宽松的三年;在回归过程中本文删掉货币感受指数均值处于第四位的年度(2009 年)的数据(由于该年度的货币政策不好划分,且避免数据量的差异引起回归结果不准确)。

表1 变量定义表

变量	简写	定义
投资支出	INV	(本年固定资产净额 - 上年固定资产净额 + 本期折旧)/上年期末总资产
贷款续新	NEW	虚拟变量,存在贷款续新为 1,否则为 0
投资效率	INV_E	Richardson 模型的残差的绝对值,越小则投资效率越高
货币政策	MC	货币政策紧缩为 1,宽松为 0
上年公司规模	$SIZE_{t-1}$	上年总资产的自然对数
上年资产负债率	LEV_{t-1}	上年资产负债率
上年总资产收益率	ROA_{t-1}	企业上年资产收益率
上年主营业务收入增长	$GROWTH_{t-1}$	(上年主营业务收入 - 上两年主营业务收入)/上两年主营业务收入
企业年龄	AGE_{t-1}	上市公司上市时到该数据上年的年数
上年投资支出	INV_{t-1}	(上年固定资产净额 - 上年度固定资产净额 + 本期折旧)/上两年期末总资产
企业规模	$LNTOAT$	为虚拟变量,大于平均值为 1,否则为 0
存货	$INTOAT$	存货 / 总资产
固定资产	$CATOAT$	固定资产 / 总资产
增发	$EXFU$	如果当年企业发行配股或增发新股、发行债
资产负债率	LEV	企业资产负债率
大股东资金占用	$RECUA$	年末其他应收款余额 / 年末流动资产总额
外部公开融资	$RELI$	年末其他应付款余额 / 年末流动负债总额
总资产收益率	ROA	企业资产收益率
诉讼	$LAWS$	如果企业存在诉讼行为,则为 1,否则为 0
担保	$COLLA$	如果企业存在对外担保行为,则为 1,否则为 0
代理成本	AC_{t-1}	上年管理费用 / 上年销售收入
上年大股东资金占用	$RECUA_{t-1}$	上年年末其他应收款余额 / 上年年末流动资产总额
行业哑变量	IND	控制行业变量
年度哑变量	$AREA$	控制年度变量
年度哑变量	$YEAR$	控制年度变量

模型(6)采用上市公司的资产规模($LNTOAT$)进行控制,主要是防止银行因公司规模大小歧视企业而影响对其进行贷款,若公司增发配股、新发行股票或者发行债券($EXFU$)或者公司进行外部公开融资($RELI$),则说明企业得到了市场的认可,那么银行也会认为该企业状况良好,从而该企业获得贷款续新的可能性增加。资产负债率(LEV)和资产总收益率(ROA)表示企业的财务状况,对企业来说,其资产负债率越高,表明其面临财务困难的风险越大,银行将越少对企业进行贷款。资产收益率越

大,情况则刚好相反。大股东资金占用($RECUA$)用年末其他因收款余额/年末流动资产总额来进行衡量,大股东占用企业越多的资金说明企业的资源被掠夺越多,则企业面临越大的经营风险,那么银行越会减少对企业的贷款续新。

公司规模($SIZE_{t-1}$)越大,企业持有的投资资金也就越多,就越有存在过度投资的可能性,所以企业规模是影响企业投资的一个重要因素,企业上市时间越久(AGE_{t-1} 越大)说明企业制度等各方面建设越完善,企业内部管理越好,资金运作越有效,投资效率越高。用上年主营业务的增长($GROWTH_{t-1}$)来衡量企业的成长性,成长性好的企业其投资效率越高的可能性越大。上年投资(INV_{t-1})对企业今年投资效率会有所影响,企业的资产负债率(LEV_{t-1})和总资产收益率(ROA_{t-1})在一定程度上反映企业的财务状况,企业的财务状况能够反映公司的治理状况,公司的治理状况越好其资金的管理越好、利用率越高,对企业的投资效率越存在影响。代理成本(AC_{t-1})和大股东资金占用($RECUA_{t-1}$)在一定程度上反映了企业在管理方面的成本和风险,企业代理成本越高和大股东资金占用率越高,其资金的利用效率就越低,在一定程度上越会影响企业的投资。

四、实证结果和回归分析

(一) 描述性统计

本文数据的描述性统计如表 2 所示,限于文章篇幅只报告了主要变量和其中一部分控制变量。 NEW (贷款续新)的平均值为 0.738,可见续新率较高,即有 73.8%的企业获得了贷款续新。 INV_E (投资效率, Richardson 模型残差的绝对值)的最小值大于 0,说明企业在投资过程中,存在投资过度或投资不足的情况,与模型所预估的最佳投资点存在一定程度的差异,并不是“刚刚好”。 MC (货币政策)的均值为 0.496,这表明货币政策宽松与紧缩阶段的数据约各占一半,不存在数据选取的偏差。

表 2 各变量的描述性统计

变量	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INV	7430	-0.7909	0.971752	0.004778	0.050211
NEW	7430	0	1	0.7377675	0.439858
INV_E	7430	0.00000389	0.553362	0.105482	0.052008
MC	7430	0	1	0.495962	0.4999354
$LNTOAT$	7430	0	1	0.449782	0.497483
ROA	7430	-0.142109	0.180917	0.022624	0.042334
LEV	7430	0.0767031	1.81872	0.5396926	0.2481816
$SIZE_{t-1}$	7430	13.84912	28.28206	21.74312	1.315125
LEV_{t-1}	7430	0.076581	1.793024	0.538222	0.246587
ROA_{t-1}	7430	-0.168994	0.1904535	0.0244364	0.0475927

本文对各变量进行了相关性分析,相关性分析的结果见表 3、表 4。从 Pearson 和 Spearman 相关系数来看,模型中的自变量之间不存在严重的共线性问题。

表 3 货币政策与贷款续新主要变量的相关性分析

Variable	NEW	MC	$LNTOAT$	$INTOAT$	$CATOAT$	LEV	$RECUA$	$RELI$	ROA	$EXFU$	$LAWS$	$COLLA$
NEW	1.000	-0.016 **	0.147 ***	0.026 ***	0.077 ***	0.114 ***	-0.033 ***	-0.049 ***	-0.004	0.014 **	-0.018 ***	-0.003
MC	-0.016 **	1.000	0.003	0.026 ***	-0.052 ***	-0.009 *	-0.044 ***	0.012	0.048 ***	0.036 ***	-0.030 ***	-0.039 ***
$LNTOAT$	0.147 ***	0.003	1.000	0.060 ***	0.039 ***	0.115 ***	-0.156 ***	-0.161 ***	0.116 ***	0.069 ***	-0.054 ***	0.050 ***
$INTOAT$	-0.005	0.023 ***	0.013 ***	1.000	0.486 ***	0.168 ***	-0.186 ***	0.015 **	-0.055 ***	-0.007	0.001	-0.005
$CATOAT$	0.072 ***	-0.053 ***	0.019 ***	-0.446 ***	1.000	0.032 ***	0.020 ***	-0.057 ***	-0.097 ***	-0.019 ***	-0.004	0.029 ***
LEV	0.148 ***	-0.005	0.222 ***	0.216 ***	-0.017 **	1.000	0.237 ***	0.056 ***	-0.304 ***	-0.017 **	0.156 ***	0.072 ***
$RECUA$	-0.009	-0.040 ***	-0.119 ***	-0.156 ***	0.023 ***	0.151 ***	1.000	0.253 ***	-0.157 ***	-0.039 ***	0.158 ***	0.077 ***
$RELI$	-0.033 ***	-0.003	-0.126 ***	-0.089 ***	-0.087 ***	-0.053 ***	0.301 ***	1.000	-0.052 ***	-0.011 *	0.083 ***	-0.016 **
ROA	0.028 ***	0.056 ***	0.128 ***	-0.055 ***	-0.082 ***	-0.284 ***	-0.195 ***	-0.038 ***	1.000	0.035 ***	-0.097 ***	-0.077 ***
$EXFU$	0.014 **	0.036 ***	0.069 ***	-0.012	-0.021 ***	-0.013 *	-0.037 ***	-0.013 **	0.046 ***	1.000	-0.012 *	-0.006
$LAWS$	-0.018 ***	-0.030 ***	-0.054 ***	0.010 *	-0.007	0.104 ***	0.113 ***	0.079 ***	-0.101 ***	-0.012 *	1.000	0.048 ***
$COLLA$	-0.003	-0.039 ***	0.050 ***	0.000	0.025 ***	0.081 ***	0.107 ***	-0.007	-0.069 ***	-0.006 ***	0.048 ***	1.000

注:表的右上方是 Pearson 相关系数,左下方是 Spearman 相关系数。其中:*, **, *** 分别表示在 0.1, 0.05 和 0.01 的水平上显著相关。

表4 货币政策、贷款续新与投资效率主要变量的相关性分析

Variable	INV_E	NEW	SIZE _{t-1}	GROWTH _{t-1}	LEV _{t-1}	AC _{t-1}	AGE _{t-1}	ROA _{t-1}	RECUA _{t-1}
INV_E	1.000	-0.004 *	0.027 ***	-0.023 ***	0.001	0.002	-0.044 ***	-0.045 ***	0.018 ***
NEW	0.008	1.000	0.191 ***	0.078 ***	0.108 ***	0.004	0.013 *	-0.010	-0.013 *
SIZE _{t-1}	0.104 ***	0.191 ***	1.000	0.042 ***	0.062 ***	-0.008	0.003	0.183 ***	-0.083 ***
GROWTH _{t-1}	-0.067 ***	0.105 ***	0.059 ***	1.000	0.033 ***	-0.004	0.054 ***	0.113 ***	0.000
LEV _{t-1}	-0.078 ***	0.139 ***	0.226 ***	0.033 ***	1.000	0.014 **	0.141 ***	-0.331 ***	0.173 ***
AC _{t-1}	-0.044 ***	-0.061 ***	0.363 ***	-0.145 ***	-0.176 ***	1.000	-0.004	-0.028 ***	0.000
AGE _{t-1}	-0.147 ***	0.010	0.037 ***	0.035 ***	0.129 ***	0.076 ***	1.000	-0.051 ***	0.026 ***
ROA _{t-1}	-0.018 ***	-0.021 ***	0.208 ***	0.181 ***	-0.297 ***	-0.141 ***	-0.056 ***	1.000	-0.050 ***
RECUA _{t-1}	-0.016 **	0.036 ***	-0.091 ***	0.008	0.249 ***	0.201 ***	0.228 ***	-0.145 ***	1.000

注:表的右上方是 Pearson 相关系数,左下方是 Spearman 相关系数。其中:*, **, *** 分别表示在 0.1, 0.05 和 0.01 的水平上显著相关。

(二) 回归结果

表5 报告了货币政策与贷款续新的实证结果。表5第(1)列是基础回归结果,MC(货币政策)的值为-0.120,且在1%的水平上显著。第(2)列是加入控制变量但不考虑存货和固定资产进行回归的结果,MC的值为-0.120,且在1%的水平上显著。在第(3)列中考虑所有的控制变量,其回归结果为-0.114,在1%的水平上显著(t值为-8.34)。所有的实证结果的符号与我们所预期的一致,即相较于宽松的货币政策时期,在紧缩的货币政策时期,企业更难获得贷款续新,假设1成立。从LNTOAT(公司规模)的系数可以看出,银行更愿意贷款给规模大的企业,因为规模大的企业相对于规模小的企业实力更加雄厚,更有实力。EXFU(增发)与我们预期的符号一致,说明增发股票或者配股的企业获得了资本市场的认可,给银行传递积极的信息。然而RELI(外部公开融资)的符号却与我们预期的相反,这可能是因为银行认为公开进行外部融资的企业,会有大量的负债,很有可能会超出其偿还能力范围,从而减少对其贷款。

表6的前3列报告了贷款续新对企业投资效率的影响。其中,第(1)列是基础回归,我们发现NEW(贷款续新)的系数为-0.000297,符号与我们预期的一致,但并不显著,说明还有一些影响因素我们没有加以考虑。第(2)列和第(3)列是在第一列的基础上加入控制变量,在第(2)列中,NEW(贷款续新)的系数为-0.000536,在10%的水平上显著;在(3)列中,NEW(贷款续新)的系数为-0.000519,也在10%的水平上显著(t值为-1.67)。表6前3列的回归结果表明,贷款续新(NEW)与投资效率(INV_E)负相关,与预期一致,说明在相同的货币政策环境下,拥有贷款续新的企业,其投资效率更高。

我们采用分组回归的方法检验货币政策和贷款续新对企业投资效率的影响,结果在表6的第(4)和第(5)列。从中可见,在货币政策宽松期(MC=0)NEW的系数为-0.000294,结果不显著,可以看出在宽松的货币政策时期贷款续新对企业的投资效率没有明显的影响;但在货币政策紧缩期(MC=1)NEW的系数为-0.000844,且在5%的水平上显著(t值为-1.97),说明在紧缩的货币政策时期有贷款续新企业的相对于无贷款续新企业的投资效率更高,即贷款续新对投资效率的影响主要表现在货币政策紧缩期。也就是说相较于宽松的货币政策时期,在货币政策紧缩时,有贷款续新企业

表5 货币政策与贷款续新

变量	贷款续新(假设1)		
	(1)	(2)	(3)
MC	-0.120 *** (-8.75)	-0.120 *** (-8.72)	-0.114 *** (-8.34)
LNTOAT	0.116 *** (19.36)	0.105 *** (16.98)	0.103 *** (16.62)
INTOAT			0.0716 *** (2.88)
CATOAT			0.208 *** (10.72)
LEV	0.165 *** (13.20)	0.176 *** (13.67)	0.161 *** (12.20)
RECUA		-0.0465 (-1.41)	-0.0172 (-0.50)
RELI		-0.142 *** (-6.76)	-0.139 *** (-6.61)
ROA	-0.0950 (-1.29)	-0.104 (-1.41)	-0.00428 (-0.06)
EXFU		-0.00155 (-0.08)	0.00371 (0.20)
LAWS		-0.0324 * (-1.88)	-0.0296 * (-1.72)
COLLA		0.0250 ** (2.45)	0.0261 ** (2.56)
行业/年度/地区	控制	控制	控制
N	7430	7430	7430
	0.555	0.580	0.628

注:*, **, *** 分别表示在 0.1, 0.05 和 0.01 的水平上显著相关。

的投资效率比无贷款续新企业更明显。

(三) 稳健性测试

前文的货币政策,我们采用的是货币感受指数来衡量货币政策的状况,为提高结果的可靠性,在这里本文参考陆正飞和杨德明的方法^[20],用广义货币 $M2$ 供给量增长率减去 GDP 增长率减去 CPI 增长率所得的差值对货币政策进行衡量,并用 MP 表示,且对 MP 进行与 MC 相同的处理,区分出货币政策宽松与货币政策紧缩时期。回归结果发现,在宽松的货币政策时期企业更易获得贷款续新,有贷款续新的企业投资效率更高,且在紧缩的货币政策时期企业的投资效率更高,这和前文对 MC 进行回归的结果一样。考虑篇幅原因,本文在此不展示回归结果^[21]。

表 6 货币政策、贷款续新与投资效率

变量	投资效率(假设 2)			投资效率(假设 3)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
			MC = 1	MC = 0	
NEW	-0.000297 (-0.98)	-0.000536* (-1.73)	-0.000519* (-1.67)	-0.000844** (-1.97)	-0.000294 (-0.65)
$SIZE_{t-1}$		0.000462*** (4.02)	0.000554*** (4.64)	0.000886*** (5.36)	0.000267 (1.54)
$GROWTH_{t-1}$			0.000133 (0.75)	0.000595** (2.49)	-0.000407 (-1.55)
LEV_{t-1}		-0.000412 (-0.70)	-0.000785 (-1.30)	-0.00156* (-1.80)	-0.000691 (-0.8)
AC_{t-1}			0.00123** (2.10)	0.00234*** (2.69)	-0.000183 (-0.23)
AGE_{t-1}			-0.0000682** (-1.98)	-0.0000584 (-1.26)	-0.0000769 (-1.94)
ROA_{t-1}		-0.0239*** (-7.81)	-0.0238*** (-7.71)	-0.0213*** (-4.89)	-0.0285*** (-6.41)
$RECUA_{t-1}$			0.0000761*** (3.31)	0.000244*** (3.50)	0.0000498** (2.01)
行业/年度/地区	控制	控制	控制	控制	控制
N	7430	7430	7430	3685	3745
R ²	0.284	0.314	0.322	0.338	0.318

注: *, **, *** 分别表示在 0.1, 0.05 和 0.01 的水平上显著相关。

五、结论

本文运用我国 A 股上市公司 2006 年至 2012 年的年数据,对企业在不同货币政策时期贷款续新的获得情况和企业投资效率进行研究后发现:在紧缩的货币政策时期企业更不易获得贷款续新;在相同的环境下,有贷款续新企业其投资效率更高;对贷款续新而言,相较于宽松的货币政策时期,在紧缩的货币政策时期有贷款续新企业投资效率增量更明显。这说明货币政策从融资和投资两方面影响着企业的行为。

银行采取先还后借的贷款发放制度主要是为了保证银行资金的安全性和收益性,在紧缩的货币政策时期银行信贷资金损失的可能性增加,其放贷要求提高,企业更难获得贷款续新。企业更应重视其借贷信用的建设,按时还款,以增加其获得贷款续新的可能性。另外,银行贷款续新在一定程度上对企业具有监管作用,能够提升企业投资效率。但在我国利率还未市场化的情况下,存在信息不对称时,就会出现银行信贷配给现象,不能充分发挥银行对贷款企业的监管作用。政府部门应进一步完善相应的政策法规,规范市场,加强对金融市场的监管,促进金融市场透明度的提高,防止信贷配给现象,保证公平竞争,对银行实施监督和管理,提高银行信贷信息质量,加强银行贷款续新对企业投资效率提升的促进的作用。利率管制放开、市场化以后,银行在信贷市场上不再具有支配地位,而是由市场需求决定信贷资源的配置,商业银行之间的竞争加剧,银行可能采取更加激进的经营理念,信贷业务风险偏好上升,发展风险系数更高的客户。银行贷款整体质量将下降,银行新发放的贷款相对于利率市场化前很可能存在更高的风险,而贷款续新在一定程度上有降低银行风险的作用,银行会更倾向于给予企业贷款续新,银行发放贷款续新的标准降低,企业获取贷款续新的难度下降。贷款续新企业的质量下降,但在获取银行贷款企业整体质量都有所下降的情况下,获取贷款续新企业的投资效率是否会更高,这有待我们进一步研究。

参考文献:

- [1] 俞鸿琳. 银行贷款、管理者投资行为与公司投资效率[J]. 南方经济, 2012(7): 30-42.
- [2] 解陆一. 银行贷款对公司投资效率的影响[J]. 投资研究, 2013(12): 3-16.
- [3] Beaudry P, Schiantarelli F. Monetary Instability, the predictability of prices, and the allocation of investment: an empirical investigation using U. K. panel data[J]. American Economic Review, 2001, 91(3): 648-662.
- [4] Kashyap A K, Stein J C. What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy? [J]. Eriean Economic Review, 2000, 90(3): 407-428.
- [5] 饶品贵, 姜国华. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J]. 经济研究, 2013(1): 68-82.
- [6] Fazzari S M, Poterba J M. Financing constraints and corporate investment. BPEA[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, 1(1): 141-206.
- [7] Stiglitz J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. American Economic Review, 1981, 71(3): 393-410.
- [8] James C. Some evidence on the uniqueness of bank Loans[J]. Journal of Financial Economics, 1987, 19(2): 217-235.
- [9] Lummer S L, McConnell J J. Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25(1): 99-122.
- [10] Slovin M B, Johnson S A, Glascock J L. Firm size and the information content of bank loan announcements[J]. Journal of Banking & Finance, 1992, 16(6): 1057-1071.
- [11] 胡奕明, 林文雄, 李思琦, 等. 大贷款人角色: 我国银行具有监督作用吗? [J]. 经济研究, 2008(10): 52-64.
- [12] Cleary S. The relationship between firm investment and financial status[J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 673-692.
- [13] 陆正飞, 韩霞, 常琪. 公司长期负债与投资行为关系研究[J]. 管理世界, 2006(1): 120-128.
- [14] 刘星, 计方, 付强. 货币政策、集团内部资本市场运作与资本投资[J]. 经济科学, 2013(3): 18-33.
- [15] 胡奕明, 谢诗蕾. 银行监督效应与贷款定价——来自上市公司的一项经验研究[J]. 管理世界, 2005(5): 27-36.
- [16] 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[J]. 会计研究, 2011(3): 9-18.
- [17] Romer C D, Friedman B M. New evidence on the monetary transmission mechanism[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1990, 41(1): 149-214.
- [18] 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): 152-158.
- [19] 曾海舰, 苏冬蔚. 信贷政策与公司资本结构[J]. 世界经济, 2010(8): 17-42.
- [20] 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.
- [21] 张巧良, 刘欣佳. 高管变更与非效率投资的相关性研究——基于我国 A 股上市公司数据[J]. 南京审计学院学报, 2014(4): 49-59.

[责任编辑: 杨志辉]

Monetary Policy, Loan Renewals of Enterprise and Efficiency of Investment

HUANG Xinjian, ZHANG Yu

(School of Economics and Industrial and Commercial Management, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: Monetary policy has a significant impact on bank loans. Loan renewal means the enterprise gain loans from the same bank again. It is different from the first credit in regulatory and information symmetry. According to the annual data of Chinese non-financial listed companies in stock exchange market during the year 2006-2012, the paper investigates the relationship among monetary policy, loan renewals and investment efficiency of enterprise. The result is that it is more difficult for enterprise to get loan renewals in the period of tight monetary policy, and the enterprise that could access to loan renewals has higher investment efficiency. The paper also shows that the renewal of loans can improve enterprise's investment efficiency. Thus, under the same condition, banks tend to give loan renewals rather than the first loan.

Key Words: loan renewals; monetary policy; enterprise investment efficiency; enterprise financing; financing behavior; financial market; capital investment; loan pricing