

杠杆治理、预算软约束和 中国上市公司绩效

田利辉*

摘要 在概述西方金融理论中债务融资的公司治理功能文献之后, 本文主要探讨预算软约束下的杠杆治理是否有效这一学术问题。选用我国上市公司为样本, 本文发现随着银行贷款规模的增大, 经理层的公款消费和自由现金流增大, 企业效率和公司价值下降; 然而, 董事会成员替换频率没有显著关系。在我国, 债务融资非但没有提升公司治理, 反而扩大了经理的代理成本。这一反常的金融现象来源于预算软约束, 并且引致了我国的银行坏账问题。

关键词 资本结构, 公司治理, 预算软约束

西方财务理论推崇债务融资的公司治理作用。基于负债产生的财务危机威胁、债务引致的自由现金流的缩减和债权人的监督稽查角色, Jensen and Meckling (1976) 和 Dewatripont and Tirole (1994) 指出, 负债可以降低经理的代理成本, 从而提高公司绩效。本文将债务融资对公司治理的正面效用称为“杠杆治理”。国内也有人主张中国的公司也应该加大债务融资的力度, 从而提高公司治理的质量。

然而, Kornai (1980) 一针见血地指出, 在社会主义经济中普遍存在“预算软约束”问题。也就是说, 在政治干预下, 债权人无法强制不能按期还本付息的企业破产清算, 从而该企业的预算约束是软的。那么, 预算软约束下, 债务融资在公司治理中扮演什么角色?

中国的上市公司是按着现代企业制度设立并在市场为主的经济体系下运行的。但是, 预算软约束现象在中国, 特别是在金融系统大力改革之前, 是明显的。所以, 中国独特的转轨经济为理解预算软约束和杠杆治理这一学术问题提供了实证素材。同时, 这一问题的探讨有助于推动中国走向成熟的市场经济。

基于我国上市公司的面板数据, 本文得到了理论上惊奇而机制上合理的

* 北京大学光华管理学院金融系, 100871; 电话: 010-62757900; E-mail: tian@gsm.pku.edu.cn。作者感谢曹凤岐、姚洋和匿名审稿人的意见和建议。本课题研究得到国家自然科学基金“企业业绩、公司重组和国家持股”项目的部分资助(项目号 70403001)。

实证结果。随着财务杠杆的提高,经理人的公款消费幅度提高,企业的自由现金流规模上升。负债比率和董事会成员更换之间不存在显著关联。杠杆治理在中国是失效的。甚而,债务融资实际上推动经理代理成本的扩大。本文指出,杠杆治理的失效源自预算软约束,企业负债和经理腐败的协同关系产生于企业和银行的双重国家所有权。

一、杠杆治理理论

在企业的所有权和经营权分离的情况下,经理人追求自身利益的最大化,而非所有人的利益。代理成本由此产生。经理人的代理成本包括偷懒、避险和挤榨公司财富的各种行为。从表象上来看,合法的经理代理成本包括过度公款消费、企业盲目扩张和职务终身化。

公司治理是减少经理代理成本的一套机制。债务融资的公司治理意义在于,在企业无力偿债的状况下,债权人能够影响公司经理人选和战略决策;在企业正常运作的状况下,负债能够减少经理控制的现金,能够引致银行债权人的监督作用。

首先,较高的负债比率有可能引发较大的财务危机。财务危机是指企业在履行偿债义务方面存在困难,暂时无法对部分债务及时偿还。财务危机处理得不好,就会走向破产清算。Agion and Bolton (1992)指出,当企业因亏损而不能按时还本付息时,企业的控制权会实质上移交给债权人;因为,企业的控股股东会遵循债主的意见调整或重组企业避免破产清算。债权人通常倾向于管教以至更换股东任命的经理人(Gilson 1990)。Franks *et al.* (2002)发现,负债比率越高,董事会成员更换越为频繁。为了避免财务危机下自身利益的损失,经理人会自我约束,提高企业盈利。另一方面,企业控制权的转移是控股股东控制权私有利益的丧失。为了避免事后的利益损失,随着财务杠杆的上升,股东事前更有动力监督经理人。

其次, Grossman and Hart (1982) 和 Jensen (1986) 主张, 债务融资减少企业的自由现金流, 提高公司的治理水平。这里的“自由现金流”是经理在没有正的净现值的投资项目情况下, 仍然留存在企业的现金。经理人不愿将这样的现金以红利方式发还给股东, 而是倾向于扩大企业规模, 扩张其控制下的“王国”。然而, 负债意味着还本付息, 经理人手中控制的部分资金必须归还债权人。同时, 标准的债务合同通常制定条文规范投资范围, 制止盲目扩张。McConnell and Servaes (1995) 发现在企业增长机会较少时, 美国企业

的价值和负债比率正相关。

再次，金融中介理论认为，银行有动力和能力搜集企业信息，监督经理行为（Diamond 1984）。债务融资在一定程度上解决了公司治理的核心问题——信息不对称。银行贷款以短期为主，从而企业需要常常举借新债。贷款的批准需要通过银行的资信调查。理论上，如果公司治理不佳，银行会拒绝贷款。如果银行不发放贷款，债券市场和股票市场会意识到企业的潜在问题（Harris and Raviv 1990）。所以，债务融资带来了金融中介的监督，也产生了贷款决策给予市场投资者的信号。

总之，西方金融理论认为债务融资减少经理的代理成本，提高公司质量（Jensen and Meckling 1976 和 Harris and Raviv 1991）。亦即，杠杆理论假设公司负债比率与公司治理质量正相关。Kaplan（1989）证明了高度负债有助于美国企业的绩效提升。

二、我国上市公司数据样本

上述杠杆治理理论在西方国家积极付诸实施，例如美国 20 世纪 80 年代就出现了杠杆收购浪潮。然而，在走向新兴市场经济的中国，杠杆治理是否可行？在预算软约束下，债务融资对公司治理的影响如何？

我国在 1999 年成立了信达、华融、东方、长城四家资产管理公司，政府严令缩减不良贷款，开始一轮加强预算约束的努力。有鉴于此，本文研究在 1999 年前预算软约束更为明显的机制背景下债务融资的作用。在 1994 年，随着《公司法》付诸实施和《公开发行股票公司信息披露实施细则》开始执行，年报数据开始规范化。本文选取了 1994 年至 1998 年期间刨去缺失值后在上海和深圳上市的全部公司的五年面板数据作为样本进行研究，共 2660 个观测单位。数据主要来源于《台湾经济月报》数据库、Datastream、巨灵公司和深交所巨潮网，经作者综合比较归纳而成。

表 1 描述了各国公司的资本结构。数据的来源和计算方法是依据 Rajan and Zingales（1995）和 Booth *et al.*（2001）。我国上市公司在 1994 年至 1998 年的平均资产负债率为 43%，银行资产贷款负债率为 22%，资本贷款负债率为 46%。在各国上市公司中，我国仅高于依赖家族资本的韩国和银行体系不发达的巴西和墨西哥，而低于表中所有的发达国家。所以，我国的上市公司负债是不高的，与高达 80% 资产负债率的国有企业大相径庭。

表 1 上市公司资本结构的国际比较

	研究的公司样本数	样本期间	资产负债率	资产贷款负债率	资本贷款负债率
中国	287—826	1994—1998	0.43	0.22	0.46
美国	2580	1991	0.58	0.27	0.37
英国	608	1991	0.56	0.24	0.34
德国	191	1991	0.76	0.16	0.39
日本	514	1991	0.75	0.42	0.63
韩国	49	1985—1991	0.30		
印度	99	1980—1990	0.67		
土耳其	45	1983—1990	0.59		
巴西	49	1985—1991	0.30		
墨西哥	99	1984—1990	0.34		

表 2 我国上市公司资本结构年度分布

	1994	1995	1996	1997	1998	Total
资产负债率						
样本数	287	311	517	719	826	
平均值	0.413	0.461	0.445	0.417	0.422	0.429
中位值	0.412	0.458	0.455	0.415	0.416	0.424
在 1992 年上市公司样本						
样本数	39	39	39	39	39	
平均值	0.437	0.477	0.482	0.495	0.546	0.487
中位值	0.445	0.489	0.494	0.497	0.503	0.484
资产贷款负债率						
样本数	287	311	517	719	826	
平均值	0.205	0.225	0.224	0.212	0.215	0.216
中位值	0.193	0.212	0.216	0.201	0.206	0.206
在 1992 年上市公司样本						
样本数	39	39	39	39	39	
平均值	0.211	0.239	0.252	0.268	0.287	0.251
中位值	0.233	0.235	0.243	0.261	0.265	0.243
资本贷款负债率						
样本数	287	311	517	719	826	
平均值	0.457	0.481	0.475	0.454	0.453	0.461
中位值	0.471	0.499	0.498	0.475	0.467	0.479
在 1992 年上市公司样本						
样本数	39	39	39	39	39	
平均值	0.610	0.615	0.634	0.649	0.675	0.636
中位值	0.641	0.633	0.630	0.651	0.652	0.640

表 2 较详细地呈现了样本数据的分布。除了描述全部样本的资本结构的平均值和中位值之外, 该表选取了 1992 年上市交易的 39 家企业做为小样本。我们发现, 这些企业的债务融资比率有上升趋势, 它们在不断地扩大着债务融资。与此同时, 上市后这些公司的利润率逐年下降。债务融资的作用需要

仔细研究。

我国的上市公司依据现代企业制度设立，经营运作依据市场规范，但是融资环境存在预算软约束。由于中国公司债券市场尚不发达，债务融资主要来源于银行贷款。中国银行业由国有商业银行主导。在相当一段时期内，政府通过所有权对银行运作进行行政干预，要求这些银行不起诉无力还款的国有企业或国家控股等企业，避免失业产生的社会压力。实际上，我国尚无一部全面、翔实并且严格实施的破产法。《破产法（试行）》颁布于1986年，适用于全民所有制企业。其他企业破产事宜需要参考《民事诉讼法》的第17章原则性规定。至今我国上千家上市公司中，实施破产的寥寥无几。所以，在1999年前中国的上市公司中研究预算软约束是恰当的。

三、描述性分析

研究我国上市公司中债务融资和经理代理成本，需要检验下式：

$$MAC = C + a \times Debt + B \otimes Control + \epsilon$$

MAC是经理代理成本。根据杠杆治理文献，本文分别采用管理费用指标、过度投资指标、管理层替换比率、Ang's 营业费用比率和简化的Tobin's Q做为公司治理质量的映射变量。Debt是杠杆比率，或称债务融资比率。我们检验了资产负债率、权益负债率、利息保障倍数等等比率，得到了类似的结果。在下文的分析中，为简洁起见，只报告资产贷款负债率。为了避免计量回归上常见的问题和更清晰地将数据呈现给读者，在下节进行回归分析之前，本文先运用分组方法进行描述性分析。表3根据杠杆比率的大小将样本公司等额分成了10组，报告了MAC的映射变量在各组中的中位值和平均值。

管理费用涵盖了经理职位消费的报销范围，包括管理人员的花费，例如经营者的各种福利、办公费用、招待费用、旅游费用等。如果其他条件一致，经理人员消费越大，管理费用则越高。考虑到公司规模直接影响，本文采用营业收入调整后的管理费用比率为经理过度消费的指示变量。表3的第三栏和第四栏报告了该指标在杠杆比率分组中的分布。如果排除第四组的平均值受到野值(Outlier)的影响出现特殊情况，管理费用的平均值和中位值出现了随杠杆比率增大而上升的正相关趋势。

过度投资没有直接的财务科目可以表示，但是现金留存比率一定意义上可以反映自由现金流的大小。现金留存比率又称再投资比率，是发放股利后留存收益与可分配利润的比率。在其他条件相同的情况下，现金留存比率越

高, 自由现金流量就越大, 过度投资的可能性就越大。然而, 表3的第五栏和第六栏没有表现出现金留存比率随杠杆比率明显变化的趋势。这可能源自某些噪音变量。

表3 经理代理成本映射变量在杠杆比率分组中的分布

分组	杠杆比率范围	管理费用		自由现金		经理替换		Ang's 费用		Tobin's Q	
		中位值	平均值	中位值	平均值	中位值	平均值	中位值	平均值	中位值	平均值
1	0.0—5.3	0.052	0.093	0.674	0.762	0.375	0.521	0.707	0.645	2.036	2.423
2	5.4—9.8	0.065	0.093	0.705	0.806	0.333	0.469	0.726	0.679	2.148	2.328
3	9.8—13.1	0.067	0.082	0.719	0.095	0.363	0.456	0.753	0.697	1.854	2.033
4	13.1—16.7	0.069	0.213	0.705	0.762	0.429	0.497	0.775	0.729	1.968	2.079
5	16.7—20.6	0.073	0.092	0.796	1.132	0.375	0.464	0.750	0.731	1.982	2.168
6	20.6—24.0	0.069	0.084	0.723	0.722	0.400	0.465	0.760	0.705	1.846	1.990
7	24.0—27.6	0.073	0.107	0.829	1.347	0.355	0.414	0.773	0.732	1.778	2.033
8	27.6—32.3	0.074	0.121	0.721	1.268	0.353	0.420	0.773	0.753	1.728	1.877
9	32.3—39.4	0.080	0.116	0.787	-0.170	0.400	0.470	0.782	0.759	1.651	1.865
10	39.5—83.8	0.086	0.207	0.841	0.402	0.400	0.452	0.804	0.785	1.489	1.664
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)

管理层替换频率指标是西方文献中经常用来描述经理人职位终身化问题的指标。《台湾经济月刊》数据库提供了我国上市公司经理人轮换的数据。与西方国家的经验事实不同, 表3的第七栏和第八栏没有经理替换随杠杆比率上升的趋势。

Ang *et al.* (2000) 在 *Journal of Finance* 发表的“Agency Costs and Ownership Structure”一文以调整后的营业费用比率做为代理成本规模的主要指标之一, 可以称为Ang's 代理指标。表3第九栏和第十栏报告了该代理指标的分布。随着杠杆比率在各组的上升, 调整后的营业费用上升, 即代理成本上升。

其他条件不变, 经理代理成本必然影响公司的市场价值。现代西方文献经常用简化的Tobin's Q 做为价值指标。表3的第十列和第十二列报告了Q 随着杠杆比率提高而上升的明显趋势。

上述描述性分析不足以给出任何定论, 但是数据的分布给人以经理代理成本规模和杠杆比率正相关的印象。

四、回归分析

上节的单变量分析具有干净和易懂的优点, 但是不能控制对经理代理成本和杠杆比率都产生影响的噪音变量。所以, 上面检验等式中需要加入控制

变量。根据金融文献的传统，本文主要考虑公司规模（Size）、资产构成（Tangible）、公司历史（Age）、股权结构（Herfindhal）等。

鉴于本文的样本是自1994年至1998年的面板数据，我们采用了面板数据的固定效果分析法（Fixed-effect）、Arellano-Bond的GMM回归法和二阶段工具变量回归法来检验债务融资和经理代理成本在样本公司中的关系。

面板数据的固定效果是在线性回归中通过不同时间单元变量的相减，从而将一些无法控制的与个别效果存在多重共线性的噪音剔除或称之为“固定”，获得对因变量和自变量关系之间较为干净的分析（Baltagi 2001）。在表4和表5中，FEP是面板的固定影响模型的缩写（Fixed Effect Panel Data Analysis）。

虽然面板数据的固定效果法现在应用广泛，但是Arellano-Bond的GMM回归法能够更好的解决自相关的问题。GMM回归法通过引入滞后变量，来控制动态效果，同时提高了计量效率。本文表格主要汇报了滞后一期变量在面板数据中的效果，称之为DPD（Dynamic Panel Data Analysis）。关于GMM方法的详细探讨，请参阅Arellano and Bond（1991）。

虽然本文的核心是理解杠杆比率和代理成本之间的相关关系，而非先后因果问题，但是本文也使用两级最小二乘法分析（2SLS）进行分析。2SLS可以在从属变量类别的误差与独立变量的误差有相互关系，即杠杆比率与代理成本规模之间存在相互作用的情况下，一定程度上辨认杠杆比率能否引起作为结果的代理成本的变化。在2SLS的第一阶段，我们考虑了杠杆比率作为税率、风险、资产组成、公司规模、市值账面比和资产收益率的因变量的情况；然后根据年度进行聚类分组，进行第二级的回归。为了简洁，表格中只汇报了对本文研究问题直接相关的第二级回归，称之为CIV（Clustering Instrument Variable Analysis）。

在下面的表格中，***表示 P 值小于0.01，回归结果高度显著；**表示 P 值小于0.05，回归结果显著；*表示 P 值小于0.10，回归结果基本显著。括号中的斜体数字是标准方差。表4和表5报告了使用上述三种计量方法的回归结果。

表4中前三列显示管理费用随着杠杆比率的提高而上升。在FEP面板固定影响模型中，杠杆比率提高1%引起正的2.4%管理费用比率的上升。在第二列的DPD回归中，管理费用上升2.2%。在第三列使用了以年度聚类的工具变量稳健回归中，杠杆比率对于管理费用的作用更为显著。1%的杠杆提高伴随着管理费用3.7%。鉴于回归模型的假设和构成不同，具体数字的差异是

使用类似的回归方法,本文在表5中分析杠杆比率与Ang's费用比率和简化的Tobin's Q之间的关系。我们发现,随着债务的增加,公司的营运用支出比率上升,即营运效率下降;随着债务的增加,公司的市场价值和账面价值的比率下降,即公司的股价下降。

表4和表5发现,杠杆比率引起了经理代理成本的上升,企业价值的下降。我国上市公司的数据不仅不支持杠杆治理理论,反而得到恰恰相反的结论。

五、预算软约束

数据分析得到了杠杆治理理论在本文样本公司中失效,债务融资恶化公司治理质量的结论。这一“令人惊讶”的发现直接“挑战”西方经典理论。但是,联系到样本公司的制度背景——预算软约束,该发现是非常自然的。这一“惊讶”且“自然”的发现在公司金融理论上指出了预算软约束的理论空白,在政策实施上指出了我国银行坏账的源泉。

毋庸讳言,主流金融理论是由西方学者发展起来的。他们的观察、认知和理念基于西方发达成熟的市场环境。很多的理论需要发掘各种暗含的假设和潜在的前提。本文实际上指出,预算硬约束是杠杆治理理论的必要的条件,这是本文的理论贡献。如果没有理解这样的条件,生搬西方理论就只能造成麻烦和损失。深入一步,基于杠杆治理理论的杠杆收购等操作实践恐怕在我国尚且有待时日。本文也指出公司治理不仅仅是一套机构设置和法律条文,而必须包括相关的机制环境。

本文发现,银行贷款的债务融资提高经理代理成本,恶化公司治理的质量,但这两者之间不一定必须是前因后果,然而的确是相互促进。这一债务融资和经理代理成本的共生关系是我国的银行坏账的来源之一。国有商业银行给政府关联企业贷款,扩大了企业经理控制的资本资源,却没有相应的治理措施;企业经理使用贷款,获取个人好处;经理代理成本的增大,导致企业绩效的下降;企业经营不好,无法还本付息,银行出现呆账坏账。这就是说,解决我国银行坏账问题的根本出路是让杠杆治理发挥作用。银行在向企业贷款的同时,要向企业输出公司治理:筛选经理代理成本低的企业,督导监察贷款企业的公司治理状况,按时回收贷款控制企业的自由现金流,对无法还款付息的企业进行起诉和接管。一言以蔽之,要硬化企业的预算约束。

参 考 文 献

- [1] Aghion, Philippe and Patrick Bolton, "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, 1992, 59(3), 473—494.
- [2] Ang, James S., Rebel A. Cole and James Wuh Lin, "Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance*, 2000, 55(1), 81—106.
- [3] Booth Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demircug-Kunt and Vojislav Maksimovic, "Capital Structures in Developing Countries", *Journal of Finance*, 2001, 56(1), 87—130.
- [4] Baltagi, B. H., *Econometric Analysis of Panel Data*, 2nd edition. New York: Wiley, 2001.
- [5] Jensen, Michael C. and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305—360.
- [6] Dewatripont, Mathias and Jean Tirole, "A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence", *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4), 1027—1054.
- [7] Franks, Julian R., Colin Mayer and Luc Renneboog, "Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?", *Journal of Financial Intermediation*, 2002, 10(3—4), 209—248.
- [8] Kaplan, Steve N., "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value", *Journal of Financial Economics*, 1989, 24, 217—254.
- [9] Kornai, Janos, *Economics of Shortage*. Amsterdam: North-Holland, 1980.
- [10] Gilson, Sturt C., "Bankruptcy, Boards, Banks and Block Holders", *Journal of Financial Economics*, 1990, 27, 355—387.
- [11] Jensen, Michael C., "The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 1986, 76(2), 323—329.
- [12] Grossman, Sanford and Oliver Hart, "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives", in McCall, ed., *Economics of Information and Uncertainty*, 1982.
- [13] Harris, Milton and Artur Raviv, "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, 1990, 45(2), 321—349.
- [14] Harris, Milton and Artur Raviv, "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, 1991, 46(1), 297—355.
- [15] Hsiao, C., *Analysis of Panel Data*, 2nd edition. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- [16] McConnell, John J. and Henri Servaes, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics*, 1995, 39, 131—157.
- [17] Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, 1995, 50, 1421—1460.

Debt Governance, Soft Budget Constraints and Performance of China's Public Listed Firms

LIHUI TIAN
(*Peking University*)

Abstract This paper examines the role of debt governance under soft budget constraints. Using a sample of modern firms listed on China's burgeoning stock market, we find that in contrast to standard finance theories, debt facilitates managerial exploitation of corporate wealth in an emerging market. An increase in bank loans increases the size of managerial perks and free cash flow. Meanwhile, the size of bank loans has a negative relationship with corporate value. The failure of debt governance is attributable to the institutional setting of China, where the government owns large banks and firms.

JEL Classification G32, G34, P34