

金融危机、货币政策 与企业贷款行为

□ 金雪军 徐凯翔

浙江大学 经济学院 浙江 杭州 310027

一、引言

2007年美国次贷危机爆发,并于2008年演变为全球性金融危机,绝大多数经济体受到了不同程度的影响。为应对危机,各国货币管理局纷纷根据本国国情制定了积极的货币政策。

根据已有的货币政策传导渠道理论,货币政策主要通过信用渠道传导影响银行的信贷供给和企业的贷款行为。Bernanke等根据货币政策对金融市场上外部融资溢价的影响,将信用渠道分为银行贷款渠道和资产负债渠道。全球金融危机后,学界开始反思金融危机与货币政策的关系,货币政策立场对企业风险承担的影响成为研究热点。Borio等首次提出了货币政策传导的风险承担渠道,货币政策调整先是影响了金融机构的风险偏好或风险容忍度,进而对银行资产组合、信用风险定价以及贷款决策产生影响,并最终作用于实体经济。已有关于货币政策风险承担渠道的研究主要集中在银行层面,较少关注基于企业传导的货币政策风险承担渠道。此外,风险承担渠道应包括货币政策对风险承担水平的影响和风险承担水平变化对后一期银行贷款规模的影响两个阶段,而现有研究更侧重于第一个阶段,较少涉及第二个阶段。

二、数据与变量说明

(一)样本选择与数据来源。考虑数据的可得性和货币政策的周期变化,本文研究的样本区间为2001—2016年。公司层面的财务数据取自沪深A股上市公司年报,数据来自国泰安(CSMAR)和万德(WIND)数据库;公司的银行贷款数据取自上市公司银行贷款公告,数据来自国泰安数据库;货币政策数据和主要宏观经济数据来自中国人民银行网站和国家统计数据库。样本包括1548家上市公司和16家上市银行。

(二)变量说明。1.企业风险承担变量。根据已

有的国内外文献,常用的企业风险承担测度指标有Z值、企业收益波动率和预期违约概率等,相较于定期报表的Z值和企业收益波动率等指标。我们选择对风险测度更灵敏的企业预期违约概率(EDF)作为企业风险承担变量。企业预期违约概率可以更加全面地反映市场对企业未来表现的预期,具有更强的前瞻性。企业预期违约概率越大,则企业风险承担越高。2.货币政策代理变量。国外研究中往往选择短期银行间的市场利率作为货币政策代理变量。中国人民银行虽然以数量型指标作为货币政策的中介目标, M_1 和 M_2 等指标的变动可以作为反映国内货币状况的综合变量,但中国人民银行的货币政策调控综合使用了政策性利率、法定存款准备金率、公开市场操作等一系列直接或间接的价格和数量型工具,且不同的货币政策工具对企业风险承担渠道的影响存在差异。因此,为稳健检验货币政策对风险承担渠道的影响,我们选取1年期贷款基准利率、7天银行间同业拆借利率和法定存款准备金率作为货币政策的代理变量。3.控制变量。为控制公司、银行及宏观变量可能对基于企业微观传导的风险承担渠道造成影响,我们使用以下控制变量:企业规模、资本结构、股权结构、所有权性质、资产收益率、经济发展水平、银行规模、资本充足率、流动性比率和货币政策立场。

(三)描述性统计。上市公司单笔贷款金额的自然对数均值为18.420,标准差为1.232。标准差较大说明公司层面的贷款规模有较大差异,为研究分析提供了前提。在货币政策代理变量方面,1年期贷款利率最大值为7.470,最小值为4.350;7天银行间同业拆借率最大值为12.252,最小值为0.933;法定存款准备金率最大值为21.500,最小值为8.500。风险承担水平最高的企业预期违约概率为0.792,平均值为0.326,说明我国上市公司承担风险的意愿和能力较强。所有权性质平均值为0.413,即样本中国有企业占41.3%,民营企业占58.7%。

三、实证结果

(一)我国基于企业的货币政策风险承担渠道。

在其他因素不变的情况下,货币政策代理变量的系数在1%水平上显著为负,即当1年期贷款基准利率、7天银行间同业拆借利率和法定存款准备金率上升时,企业风险承担下降;相反,则会提高企业的风险承担。因此,在其他条件不变的情况下,货币政策越宽松,企业风险承担越高;反之则反。

从控制变量的回归结果看,企业规模的回归系数显著为负,说明大型企业风险承担较低。这是因为大型企业多元化程度较高,拥有诸多业务和投资渠道,更容易通过组合对冲市场风险。资本结构与企业风险承担呈现显著负相关,说明杠杆率越高的企业风险承担越高,越追求高风险高收益。股权结构与企业风险承担成负相关关系,即我国股权越集中的上市公司,其风险偏好越低。所有权性质的系数显著为负,表明国有企业的风险承担较低。国有企业在我国掌握着更加优质的资金和政治资源,却更倾向于通过低风险的项目获得稳定的收益。资产收益率与风险承担水平呈负相关关系,表明效益越好的企业更愿意提高风险承担水平,以追求更高的收益。

企业风险承担的回归系数均在1%水平上呈显著正相关,即企业风险承担越高,其银行贷款规模越大;反之则反。当企业风险承担提高时,企业为了追求更高的收益,必定会投入更多的成本,通过融资获得更多的资金,从而增加了银行贷款规模。企业风险承担和企业规模的交互项系数均显著为负,企业风险承担和所有权性质的交互项与银行贷款规模呈显著负相关,这表明大型企业和国有企业的银行贷款规模对企业风险承担的反应更不敏感。大型企业和国有企业的融资渠道比较丰富,当其风险承担提升需要更多的投资资金时,可以通过多种渠道进行融资,而中小企业和民营企业更加依赖于银行信贷,因此中小企业和民营企业的贷款规模对企业风险承担更加敏感。企业风险承担和企业股权结构的交互项系数显著为负,即企业股权集中度越高,其银行贷款规模对企业风险承担越不敏感。股权集中时,大股东更有动力对管理层进行监督,减少企业高风险的投资行为,企业融资需求对风险承担敏感度降低;当股权制衡时,由于缺乏有效监督,且投资失败时可以将破产风险损失转嫁给股东,管理层会偏向于高收益高风险的投资项目,其投融资行为对风险承担敏感度更高。因此,在其他条件不变的情况下,企业风险承担越高,其银行贷款规模越大,中小企业、股权分散型企业和民营企业的贷款规模对企业风险承担变化的反应更加敏感。

在其他控制变量的回归结果方面,企业规模的系数显著为正,资本结构的系数显著为负,股权结构的系数显著为正,说明资产规模越大、杠杆率越低、股权集中度越高的企业更愿意通过银行信贷融资,其获得的银行贷款规模越大;经济发展水平的系数显著为负,说明我国银行贷款规模具有逆经济周期特征,贷款规模适度逆经济周期调整有利于减少宏观经济的波动和福利损失;货币政策立场的系数显著为负,即货币政策宽松时,企业的银行贷款规模越大。这从微观层面为我国货币政策传导信用渠道畅通提供了经验证据。

(二)金融危机冲击对我国货币政策风险承担渠道的影响。回归结果显示,金融危机期间,企业风险承担对货币政策变动更加敏感,宽松货币政策提升企业风险承担意愿的程度更高。企业风险承担和金融危机虚拟变量的交互项系数均显著为负,即金融危机冲击下,企业贷款规模对企业风险承担变动的反应敏感度下降,企业降低了对银行贷款的依赖程度。在金融危机期间,市场经济主体普遍产生了悲观情绪,企业风险承担意愿对央行通过货币政策调整释放的经济预期信号更加敏感;同时,金融危机造成公司和银行的资产负债表状况恶化,削弱了公司获取银行贷款的能力和银行发放贷款的意愿。因此,在其他条件不变的情况下,金融危机冲击提升了企业风险承担对货币政策的敏感度,同时降低了企业贷款规模对企业风险承担的敏感度。

企业风险承担、企业规模和金融危机虚拟变量的交互项系数均显著为负,企业风险承担、所有权性质和金融危机虚拟变量的交互项与银行贷款规模呈显著负相关,这表明金融危机冲击下,大型企业和国有企业的银行贷款规模对企业风险承担的敏感度下降更多。在金融危机期间,经济衰退导致企业资产负债表恶化,企业倾向于降低债务性融资,提高股权融资比例。大型企业和国有企业由于股权融资渠道更畅通,降低银行贷款规模幅度更大,而中小企业和民营企业则更加依赖于债务融资,因而降低银行贷款规模幅度较小。企业风险承担、企业股权结构和金融危机虚拟变量的交互项系数显著为负,即企业股权集中度越高,企业基于风险承担水平传导的贷款行为受金融危机影响越大。大股东更倾向于债务融资以减少代理成本的控制机制,股权集中时会提高企业的负债率。而在金融危机期间,经济环境恶化,高负债率的企业为了维持资产负债表健康会大幅减少债务融资,其投融资行为对风险承担敏感度下降更快。因此,大型企业、股权集中型企业 and 国有企业基于企业风险承担传导的贷款行为受金融危机影响更大。

■ 《浙江大学学报》2018年第3期,约25500字