

# 政府控制对上市公司 债务期限结构的嵌入式影响

毛淑珍(博士) 乐国林(博士)

(青岛理工大学商学院 青岛 266520)

**【摘要】** 本文根据嵌入性理论,分析了在我国政府控制占主导地位的制度背景下,政府所有权的介入对企业债务融资期限的影响。结论为,政府与企业关系的密切程度代表了企业调度社会资源的能力,使得企业能够获得更多的债务融资尤其是长期债务融资资源;国家所有权的介入实际上以国家信用为担保,为投资者保护提供了一种隐性保险机制,增强了投资者的信心,是一种替代性投资者保护制度。

**【关键词】** 政府控制 债务期限结构 嵌入性

债务融资是企业财务决策的一项重要内容,不同期限的债务具有不同的治理效应,确定合理的债务期限结构能够优化企业的资本结构,缓解企业内部管理者与外部投资者之间的利益冲突。因此债务期限结构的选择引起了企业管理者及学者们的广泛重视,成为财务领域的重要研究课题。企业对债务期限结构进行管理的前提是了解有关债务期限结构的影响因素,当前有关企业债务期限结构影响因素的研究主要关注企业特征及公司治理因素与债务期限结构的关系,强调企业应选择与其发展战略一致或保证自身价值最大化的债务契约。国内外对债务期限结构影响因素进行实证检验的文献主要关注经济制度和正式制度对企业债务期限结构选择的影响,对非经济制度和非正式制度的影响考虑较少。事实上企业总是在其所处的社会结构中开展各种财务活动,企业财务行为的发生也是各种经济和非经济制度、正式制度和非正式制度共同作用的结果,忽视非正式制度对债务融资的影响,显然不利于对同一制度背景下处于不同社会结构和社会关系中的企业债务融资及债务期限结构的差异性做出合理的解释。虽然最近的一些研究开始关注制度环境对企业债务期限的影响,但是从嵌入性理论出发解释政府控制对企业债务期限影响的研究尚不多见。

本文企图从新的视角理解不同产权性质的企业债务期限结构的差异性,为考察在我国对投资者保护较弱的情况下,政府控制对企业财务决策的影响提供更深入的证据,也为政府处理与企业的关系和角色定位提供事实和依据。

## 一、嵌入性理论

马克·格兰诺维特在《经济行动与社会结构:有关嵌入性问题》一文中,在对主流经济学和社会学两种对立的研究倾向进行批判的基础上提出了嵌入性问题,使“嵌入性”成为新经济社会学的标志性概念。Granovetter(1985)认为经济学研究中存在社会化不足倾向,即新古典经济学在“理性”假设的框架下,认为经济行动者完全是按照自利动机,以最大化原则为

导向的理性行动者,可以完全按照自己的意愿进行经济决策。同时,社会学研究中也存在过度社会化倾向,即认为任何行动者都受到社会规范、价值体系的内化影响,将行为人视为完全受外部规范制约、无自主性的行动者,都犯了一个共同的错误,即忽略了主体之间已经存在的具体的社会关系,及其当前所处的具体社会情境对其决策和行动的影响。他明确指出,经济行为已嵌入到社会结构之中,即行动者既不是外在于社会环境像个人那样进行决策和行动,也不是固执地坚守其已有的社会规则与信条开展活动,而是嵌入到具体的、当下的社会关系体系中并作出符合自己主观目的的行动选择。因此,必须在人的理性选择中加入非经济动机和非经济因素,尤其是社会结构因素对人的行动的影响。

## 二、政府控制对企业债务融资期限选择的影响

以嵌入性理论为基础,将社会资源理论和社会资本理论相融合,美国杜克大学社会学教授林南(2005)将社会资本定义为“从社会关系(网络)中获取的资源”,并进一步关注社会资本在获取和动员社会嵌入性资源中的工具性效用。边燕杰、丘海雄(2000)将企业社会资本界定为企业通过纵向和横向联系以及各种社会关系获取稀缺资源的能力,认为根据我国情况,纵向关系是指企业与上级领导机关、当地政府部门以及下属企业、部门的联系。这种纵向联系的取向主要是向上的,目的是从“上边”获得稀缺资源。因此,政企关系这种社会资本的存在对企业获取重要的稀缺资源——债务资金,尤其是长期债务资金具有重要意义。一般来说,具有政府背景的企业或与政府关系密切的企业更容易获得政府援助。此外,这种社会关系实质上是企业的一种社会资本,代表企业的社会网络关系状况以及企业调度社会网络关系的能力,这会为银行贷款提供一种隐性担保,降低债务契约的履约成本,使得企业能够获得更多的债务资金和长期债务融资。

我国当前处于经济转轨时期,政府在资源配置中居于主导地位,政府倾向于对与其有密切关系的企业提供援助,这一

方面导致具有政治关系的企业更容易进入融资市场,获得更多的债务融资尤其是长期债务融资这种稀有资源;另一方面企业与政府的密切关系实质上能够为企业提供一种“隐性担保”,提高企业的声誉,从而导致债务契约的履约成本降低,使得企业在缺乏债权人保护法律的环境下仍能获得银行的长期贷款支持(孙铮等,2005),即存在长期负债对短期负债的“挤占效应”。很多研究对此提供了相关证据,如Charumilind等(2006)考察了“政治关系”对泰国企业获得银行长期贷款的影响。研究发现,具有政治关系的企业能从银行那里获得更多的长期贷款。

另外,还有一些研究发现,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,特别是当银行也被国家控制时,政府通过银行贷款对企业进行补助的现象就更为普遍了(Khwaja和Mian,2005)。Brandt和Li(2003)对我国浙江和江苏两省研究发现,相对乡镇企业而言,私有企业和已经实施私有化的乡镇企业更难获得国有银行的贷款,即使这些企业能获得贷款,它们也面临更高的贷款标准。也有学者认为,在我国由政府掌握企业资源的制度安排下,导致有政治关系的企业在与其它竞争者竞争的过程中处于优势地位,更容易获得长期贷款这种稀有资源。

### 三、政府控制对债权人资金供给行为的影响

有关企业融资决策的研究表明,由于长期债务对外部契约履约机制的依赖性更强(Diamond,1991),因此,如果外部契约的履约成本较高,如信息不对称问题严重、法律体系不够健全、实施效率不高或使用成本高昂,那么长期债务违约风险更高,银行为了控制风险,一般不会轻易向企业提供长期贷款服务。在我国,由于相关法律法规不完善,执行效力不高,对债权人的法律保护不足,上市公司治理结构不是很完善,信息透明度相对较低。因此,银行倾向于提供短期债务来对上市公司进行监督和控制,降低贷款违约风险(江伟、李斌,2006)。

但是,上述结论不能一概而论,因为在我国,银行对于由不同背景的终极控制人所控制的上市公司存在差别贷款行为(江伟、李斌,2006)。一般来说,银行更倾向于对政企关系密切的上市公司发放长期贷款。因为在我国企业与银行产权公有制度安排下,政府的干预行为是必然会出现的,这意味着当企业陷入财务困境时,政府出于社会稳定、职工就业等政治目的的考虑而更有可能对国有控股的企业提供财政援助(Brandt和Li,2003)。银行在进行贷款风险评估时,将充分预计政府对国有控股的企业进行援助的可能性,因此更倾向于对具有政府背景的上市公司发放长期贷款。相比之下,银行在对非国有控股的企业发放贷款时要谨慎得多,因为国家对这类公司的财政支持或政策倾斜相对较少,一旦违约,获得国家援助的可能性较低,为了控制风险,银行倾向于对其发放短期贷款。另外,政府干预程度的不同也会影响银行的资金供给行为。具体说来,在政府干预程度较强的地区,政府的政治诉求

性越强,越有可能出于选票、政绩甚至私人目的来直接干预银行的贷款行为,而这种干预更多地体现为对长期借款的影响(孙铮等,2005;黎凯等,2007)。此外,我国政府对国有企业高管人员的人事控制权,易导致国有银行经理人员的寻租行为,使其出于职位晋升等个人目的的考虑而有意迎合政府的政治目的,为国有控股的企业提供长期贷款服务,且这种倾向在政府干预行为较多的地区尤为突出。因此,在政府干预程度强的地区,国有银行的差别贷款行为会有所增强。

### 四、结论与启示

通过上述分析我们认为,在我国当前政府对资源的配置占主导地位的背景下,政府与企业的良好关系这种社会资本一方面代表了企业调度社会资源的能力,使得企业更容易接近融资市场,能够获得更多的债务融资尤其是长期债务融资;另一方面国家所有权的介入实际上以国家信用替代了企业信用,为投资者保护提供了一种隐性保险机制,从而增强了投资者的信心,实际上也是一种替代性投资者保护制度,这也可以解释由美国次贷危机引发全球金融危机后各国政府积极介入救市的原因。

因此,一方面我们主张以正式制度环境的建设为基础为企业发展提供良好的治理环境,促进现代企业制度的建立和完善。具体可以采取的措施有:进一步推进产权体制的改革,加强对债权人的法律保护;减轻政府对银行商业行为的管制,推动银行间的竞争,运用市场机制促进银行体系提高效率和强化风险管理能力。另一方面,在完善市场制度、法律体系及管制制度并使其发挥作用的同时,发展社会网络关系等非制度因素也非常重要。

### 主要参考文献

1. 边燕杰,丘海雄.企业的社会资本及其功效.《中国社会科学》,2000;2
2. 江伟,李斌.金融发展与企业债务融资.《中国会计评论》,2006;2
3. 黎凯,叶建芳.财政分权下政府干预对债务融资的影响:基于转轨经济制度背景的实证分析.《管理世界》,2007;8
4. 林南.社会资本:关于社会结构与行动的理论.上海:上海人民出版社,2005
5. 齐寅峰,王曼舒,黄福广.中国企业投融资行为研究——基于问卷调查结果的分析.《管理世界》,2005;3
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.《经济研究》,2005;5
7. 肖作平.对中国上市公司债务期限结构影响因素的分析.《经济科学》,2005;3
8. 肖作平,廖理.大股东、债权人保护和公司债务期限结构选择:来自中国上市公司的经验证据.《管理世界》,2007;10
9. 袁卫秋.上市公司债务期限结构的实证研究.《经济评论》,2005;3