

盈余质量对贷款定价的影响研究

——我国银行业改革成效检验

黄槟槟

(广东商学院 广州 510320)

【摘要】 本文通过研究 2000~2009 年间 A 股上市公司的盈余质量与贷款定价的关系来检验我国 2003 年以后银行业改革的成效。研究结果显示,2003 年以后的制度变革对两者的关系有显著影响。2003 年以后,银行能根据借款人的盈余质量相应地调整贷款定价,盈余质量越高,贷款定价越低,但 2003 年(含)以前的回归分析没有证明上述结论,这说明 2003 年以后的银行业改革取得了一定成效,银行的借贷行为更趋于市场化。

【关键词】 盈余质量 贷款定价 银行业改革

一、引言

2003 年以后银行业改革进入攻坚阶段,改革的重点是建立现代金融企业制度。各类商业银行积极引入境内外合格的机构投资者和先进的技术管理经验,国有独资商业银行完成了股份制改造并成功上市,银行的市场意识不断加强。与此同时,利率市场化改革也取得实质性进展(巴曙松,2004),金融机构(不含城乡信用社)的贷款利率从 2004 年 10 月 29 日开始不设上限,银行对贷款定价有了更多的自主权。那么,在商业银行经历一系列机制体制上的彻底变革、拥有更多的贷款自主定价权后,银行是否能识别企业的盈余管理行为并据此调整贷款定价,就成为本文的研究议题。

本文以 2000~2009 年间我国 A 股上市公司公布的贷款数据为样本,研究盈余质量与贷款定价的关系,试图对这一期间的改革成效进行检验。现有的国内学者在讨论这一议题时,所采用的数据一般来自研究者或第三方通过分析财务报表附注后的推论,而本文的研究数据直接采用上市公司公开发布的贷款公告,使得研究结果更为可信。

二、理论分析与研究假说

1. 盈余质量与债务资本成本。与一般的个人贷款人和普通股民相比,银行在分析借款人风险时更高效、成本更低(Diamond, 1984; Williamson, 1986)。在银行的贷款决策过程中,盈余信息是衡量借款企业违约风险的一个重要判断因素,并且,盈余信息在债务契约及其他债务限制性条款中也发挥着重要作用(Smith, 1993)。随着借款企业违约风险的增加,债权人可能会通过限制企业的经营活动以控制风险,这样做可能会使企业处于被动状态,甚至会陷入财务困境,因此,企业有强烈的动机进行盈余管理。但是,高度的盈余管理一方面使得企业的信息风险增大,另一方面也暗示企业可能存在财务风险,从而影响公司的融资成本,在借贷市场上就表现为贷款利率增加。

与理论预期相吻合,一系列经验证据表明,债务市场上债

权人对高质量信息的反应更为积极。Francis 等(2005)发现应计利润中的风险(波动性)越高,公司的债务成本越高;在用债务评级进行进一步检验后仍旧发现公司的应计质量越差,债务评级越低。Bharath 等(2008)通过检验银行借贷市场和公开债券市场后发现,企业的盈余质量越低,借款利率越高。Graham 等人(2008)认为企业发生财务重述后信息风险更大,会计信息质量更低,他们通过比较财务重述后企业取得的第一笔贷款和重述前贷款的差异,发现重述后企业贷款的利率更高,其他间接成本也增加了。

在国内,已有学者发现企业的盈余质量越高,贷款利率越低(姚立杰、夏冬林,2009;卢闯等,2010)。还有学者从审计师特征、信息披露质量的角度研究会计信息质量与贷款成本的关系。胡奕明、唐松莲(2007)发现审计意见、审计师规模与长、短期贷款利率之间存在反向关系,但没有发现信息透明度对贷款利率有显著影响。于富生、张敏(2007)以企业债务评级作为债务成本的替代变量后发现信息披露质量越高,债务成本越低。

由此,我们提出假设 1:在其他条件不变的情况下,公司盈余质量越高,贷款定价越低。

2. 制度环境对盈余质量与债务资本成本关系的影响。我国银行业改革 30 年可以分为四个阶段(成思危,2005):体系重建阶段(1977~1986 年)、扩大发展阶段(1987~1996 年)、深化改革阶段(1997~2002 年)、改革攻坚阶段(2003 年至今)。本文主要分析 1997 年以来的改革变化,并着重关注 2003 年以后的改革对银行借贷行为的影响。

我国银行业的改革发展到 2002 年,国有独资商业银行已经实现了政策性金融和商业性金融的分离,建立了统一法人制度,实施资产负债管理、信用风险管理,开始重视内部控制,并试行了贷款质量的五级分类方法。股份制商业银行从上世纪 90 年代中期开始也迅速发展,公司治理结构不断完善,风险管理能力得到加强。但是这时的国有银行的改革是治标不

治本。第一,信贷资金通仍带有较强的计划经济色彩,国有银行贷款变成国有企业暗中获得财政补助的一种方式,国有银行仍然受到政府的干预。第二,国有银行依旧沿袭着国有企业的治理结构,高级管理人员的任免仍然由党政机关按党政干部的管理方式进行,激励基本上还是官本位的机制,党组(党委)同时执行经理和董事会的职能,内部监管缺位。第三,1997~2002年间银行业竞争加剧,同业恶性竞争又卷土重来,国有银行贷款规模迅速增加,在1999年剥离了不良贷款后,又创造出大量不良贷款(王大用,2003)。与此同时,股份制商业银行推行的“抢市场、抢客户”的发展战略,更偏重市场扩展,贷款审批管理比较放松。到2002年底,四大国有商业银行的不良贷款率仍高达26.1%,平均资本充足率仅为4.27%,低于8%的最低监管要求。由此可以看出,政府干预、管理体制落后、盲目的信贷扩张严重影响了银行的贷款决策,使得贷款质量下降,盈余质量对贷款定价的影响也大打折扣。

针对银行改革治标不治本的问题,2003年中央政府提出“建立真正的现代金融企业制度”,改革的重点转移到制度的变革。从2004年开始,国有商业银行采取了更加彻底的市场化改革方式。在完成国家注资和财务重组后,按照《公司法》、《商业银行法》的要求组建股份公司,建立了股东大会、董事会、监事会和高级管理层的权力制衡架构,国家作为出资人在法律上仅承担有限责任,并积极引进境内外合格的机构投资者,促进国有商业银行的管理技术提升,最终谋求公开上市,接受市场监督,使其成为真正的市场主体。

在信贷风险方面,各家银行通过组织架构调整加强管理,工行、建行、交行设立了首席风险官,中行、建行建立了垂直报告的风险管理框架,对授信的集中管理使银行分支机构的工作免受政治方面的影响,使经验更丰富的人员拥有贷款决策权,并对银行面临的风险实施更为全面的监控和管理。这一系列措施取得了很好的效果,不良贷款余额和不良贷款率持续“双降”,到2008年底,工行、中行、建行、交行的平均不良贷款率仅为2.27%。股份制商业银行也积极地引入境内外机构投资者,推动流程再造。

在风险控制方面,从过去的控制风险到管理风险转换,推行信贷组合管理,细化授信政策和流程,发挥资产负债管理委员会的作用,加大现场检查和非现场检查的力度,在总行设立行业授信审贷部门。目前,股份制商业银行的不良贷款率在国内外商业银行中普遍处于较低水平。与此同时,利率市场化改革也有实质性的推进(巴曙松,2004)。2004年10月29日,人民银行报经国务院批准,决定不再设定金融机构(不含城乡信用社)人民币贷款利率上限,所有金融机构的人民币贷款利率下浮幅度仍为基准利率的0.9倍。我国金融机构人民币贷款利率已经基本过渡到上限放开,实行下限管理的阶段。

通过上述分析,我们认为,2003年以后国有独资商业银行公司治理结构的变革以及商业银行在信贷风险管理方面的完善措施,使得银行的市场意识得到加强,受到地方政府的行政干预逐渐减少,更加关注借款人的财务特征,从而提高盈余质量在贷款决策中的重要性。同时,贷款利率上限放开也使银

行在贷款定价中拥有更多的自主权。

因此,我们提出假设2:在其他条件不变的情况下,盈余质量与贷款定价之间的关系在2003年前后存在差异,即2003年之后的银行业改革对盈余质量与贷款定价的关系有显著影响。

三、研究设计

1. 样本选择。本文收集2000~2009年间沪、深A股上市公司公开发布的已签约的贷款公告,以每一条贷款信息为研究对象,在剔除金融保险行业、贷款银行为政策性银行和数据残缺及无法合并的样本后,最终获得342个有效数据,其中2003年(含)以前有168个有效样本,涵盖69个公司年数据;2003年以后有174个有效样本,包括了63个公司年数据。

在342个样本中,贷款银行为国有独资银行的有179个,占比52.3%,涉及68个公司年数据;贷款银行为股份制商业银行的有144个,占比42.1%,涉及57个公司年数据;其余皆为城市商业银行、农村信用社和其他金融机构。

2. 模型设计。本文构建如下模型来检验前文提出的假设。首先对全样本进行检验,再以2003年为界将样本分为2003年(含)以前和2003年以后两部分进行分析,模型中已控制行业、年度的影响。

$$\text{Spread}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EQ}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{term}_{it} + \alpha_3 \text{secured}_{it} + \alpha_4 \text{money}_{it} + \alpha_5 \text{size}_{it-1} + \alpha_6 \text{lev}_{it-1} + \alpha_7 \text{currRto}_{it-1} + \alpha_8 \text{intCov}_{it-1} + \alpha_9 \text{ROA}_{it-1} + \alpha_{10} \text{owner}_{it-1} + \varepsilon$$

(1)因变量。Spread为贷款利率与当期贷款基准利率之差。

(2)测试变量。夏立军(2003)的研究表明,基本Jones模型可以较好地反映我国企业盈余管理程度,因此本文采用该模型衡量企业的盈余质量。首先使用以下方程估计行业特征参数 k_1 、 k_2 、 k_3 ,当行业中的样本数小于15时,剔除该行业。

$$\frac{\text{TA}_t}{\text{A}_{t-1}} = k_1 \frac{1}{\text{A}_{t-1}} + k_2 \frac{\Delta \text{Rev}}{\text{A}_{t-1}} + k_3 \frac{\text{PPE}}{\text{A}_{t-1}}$$

再将估计的行业特征参数 k_1 、 k_2 、 k_3 代入以下方程计算每一个企业的非操纵性应计利润。

$$\text{NA}_t = \hat{k}_1 \frac{1}{\text{A}_{t-1}} + \hat{k}_2 \frac{\Delta \text{Rev} - \Delta \text{AR}}{\text{A}_{t-1}} + \hat{k}_3 \frac{\text{PPE}}{\text{A}_{t-1}}$$

其中:TA为总应计利润,其值为经营利润与经营活动现金流量净额的差额; A_{t-1} 为公司上期期末总资产; ΔRev 为当年主营业务收入与上一年主营业务收入的差额;PPE为当期固定资产的价值; ΔAR 为当期期末应收账款与上期期末应收账款的差额。

最后得出,企业操纵性应计利润 $\text{UAA}_t = |\text{TA}_t / \text{A}_{t-1} - \text{NA}_t|$,这里使用 UAA_t 作为企业盈余质量的代理变量。

(3)控制变量。基于Francis等(2005)、Bharath等(2008)、卢闯等(2011)的研究成果,选取公司规模、资产负债率、现金比率、利息保障倍数衡量借款企业的财务风险和偿债能力,选取资产收益率衡量企业的盈利能力,并使用最终控制人性质变量来控制所有权的影响,当最终控制人为国有时取1,否则取0。另外,本文还选取了贷款规模、贷款期限、是否需要担保作为贷款特征的控制变量,同时控制行业、年度的影响。所有

公司特征控制变量、盈余质量的计算均采用获得贷款的上一年财务数据,具体变量定义见表1。

	变量符号	变量名称	变量含义
因变量	spread	贷款定价	贷款利率与当期同类贷款基准利率之差
测试变量	EQ	盈余质量	使用基本Jones模型计算贷款上一年操纵性应计利润的负绝对值
贷款特征变量	money	贷款规模	贷款金额的自然对数
	term	贷款期限	贷款期限的自然对数,单位为“年”,不足年的换算成小数
	secured	保证程度	虚拟变量,当贷款为担保贷款(包括保证贷款、抵押贷款、质押贷款)时取1,为信用贷款时取0
公司特征变量	size	公司规模	总资产的自然对数
	lev	资产负债率	总负债/总资产
	currRto	现金比率	现金及现金等价物期末余额/流动负债
	intCov	利息保障倍数	(净利润+所得税+财务费用)/财务费用
	ROA	资产收益率	净利润/总资产余额
	owner	最终控制人性	虚拟变量,当最终控制人为国有时取1,否则取0

四、实证检验结果及分析

1. 描述性统计。表2为贷款定价和盈余质量的描述性统计结果。将所有样本按盈余质量由低到高分五组,将贷款定价按盈余质量的分组排序计算均值。结果显示,2003年以前(含)贷款定价并没有随盈余质量的提高而呈直线下滑的趋势,当盈余质量处于中间第3组时,贷款定价比基准利率平均下调6.1个百分点,但当盈余质量上升至第4组时,贷款定价仅比基准利率下浮2.2个百分点。2003年以后,贷款定价随盈余质量的提高直线下滑,说明2003年以后的银行业改革对现实的贷款定价产生了一定影响。

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	t-test(1)-(5)
Panel A						
EQ	-0.2187	-0.1109	-0.0483	-0.0345	-0.0114	-22.26***
spread	0.2829	0.2434	-0.0613	-0.0217	-0.2780	2.81**
Panel B:						
EQ	-0.3725	-0.0865	-0.0465	-0.0311	-0.0126	-4.41***
spread	0.3328	0.0679	-0.0482	-0.1518	-0.2083	1.81*

注:***、**、*分别表示在0.01、0.05、0.10水平上显著(双尾检验),下同。Panel A为2003年(含)前的样本,Panel B为2003年后的样本。Q1~Q5分别表示盈余质量从低到高分组,Q1为盈余质量最低组,Q5为盈余质量最高组,t-test(1)-(5)检验是盈余质量最低组与最高组的t检验。

2. 回归结果及分析。表3给出了盈余质量与贷款定价之间的回归结果。

表3 盈余质量与贷款定价的回归结果

变量	(1)全样本	(2)全样本	(3)year≤2003	(4)year>2003
intercept	3.2942**	3.3321**	6.5101***	6.3523*
EQ	-0.6012	1.2186*	1.7852***	-2.5184***
EQ* aft03		-3.0034***		
term	-0.0813	-0.0632	0.1108*	-0.1626*
secured	0.0023	0.0067	0.0097	0.2544*
money	0.0747	0.0797*	-0.0159	0.1717**
size	-0.2431***	-0.2581***	-0.2811***	-0.5570***
lev	1.1755***	1.2861***	0.0328	2.7177***
currRto	-0.1375	-0.1686	-0.4239***	0.1177
intCov	0.0034	0.0039*	0.0036**	-0.0135
ROA	-1.7923**	-1.9129**	-1.9225***	3.0039
owner	0.0194	0.0901	0.0217	0.2759
adj.R ²	0.24	0.26	0.52	0.26
F值	4.34***	4.70***	8.50***	3.21***
观测数	342	342	168	174

模型(1)是不考虑制度变化的全样本分析结果,在控制贷款特征变量、公司特征变量后,盈余质量与贷款定价的关系不显著,从总体来看,银行不能识别借款人的盈余质量。

模型(2)是考虑了2003年制度环境变化后的全样本分析结果,以2003年作为制度变化的分界线,在模型(1)的基础上设置虚拟变量aft03,样本为2003年(含)以前的取0,2003年以后的取1,然后加入盈余质量与虚拟变量之间的交叉项EQ×aft03。研究结果显示,EQ×aft03显著为负,模型的拟合度也比(1)提高了2个百分点,说明2003年以后的制度变革对盈余质量与贷款定价的关系有显著影响,高质量盈余能降低贷款定价。

为了更清楚地说明问题,模型(3)和模型(4)分别给出了以2003年为界的分样本回归结果。模型(3)为2003年(含)以前的检验结果,出人意料的是,这一阶段盈余质量与贷款定价在1%的水平上显著为正,模型拟合度达到52%,控制变量中的贷款期限、公司规模、现金比率、利息保障倍数、资产收益率都达到了显著水平。原因可能在于这一时期的信贷决策主要考察借款人报表上反映的净利润、流动性水平和业绩,忽视了对内在信息的分析,未能正确识别盈余质量,也使得模型中变量的解释程度较高。

模型(4)为2003年之后的样本回归结果,盈余质量与贷款定价的关系在1%水平上显著为负,符合假设1的推论。模型(4)的拟合度比(3)下降了26%,说明2003年以后银行考察借款人的信息范围更广,除了着重考察借款人的会计报表等主要财务信息外,对非财务信息以及其他因素也非常重视。在影响贷款定价的变量中,贷款的三个特征变量(期限、保证程度、贷款金额)也有显著影响,这说明商业银行在定价时已能综合运用贷款的非价格条款控制风险敞口并影响最终的贷款利率。

模型(2)、模型(3)、模型(4)的结果证实了假设2,假设1

江苏民营资本投资 PE 的组织形式选择及政策支持

王春香 徐新阳

(江苏信息职业技术学院 江苏无锡 214153)

【摘要】 本文在比较公司制与有限合伙制私募股权基金的优缺点的基础上,考虑江苏省民营资本的特点,认为有限合伙制是江苏民营资本参与私募股权基金的有效形式;并针对目前江苏省有限合伙制私募股权基金发展的法律困境,从地方政府的角度提出几点法律建议。

【关键词】 民营资本 私募股权基金 有限合伙 法律建议

私募股权基金(PE)是指通过私募形式对私有非上市企业进行权益性投资并在交易实施过程中附带考虑将来退出机制的一种投资形式,主要通过上市、并购或管理层回购等方式出售所持股份并获利。在世界经济领域,私募股权投资是仅次于银行贷款和资本市场上市的重要融资手段,尤其对正处于成长期的中小企业、技术创新型企业而言至关重要,是民营资本转化为产业资本的重要渠道。在组织形式上,PE主要采取的是有限合伙制与公司制,目前我国主要采用公司制。为什么作为国际PE主流形式的有限合伙制没有在民营资本实力雄厚、创业投资规模强大的江苏省得到积极发展?究竟什么样的组织形式更易激励江苏省民营资本参与PE?其发展又面临怎

样的法律困境?对于这些问题的探索将对我国的经济结构的转型升级和创新型企业的发展具有积极意义。

一、公司制与有限合伙制私募股权基金的优缺点分析

截至2009年,江苏省备案的103家创投企业中以有限责任公司注册的97家,股份有限公司制3家,有限合伙制只有3家。PE组织形式的不同决定了投资人对企业的责任和义务以及与基金管理人之间就权利义务、收益分配和风险承担的规制安排的不同,决定了企业所承担的税负不一样,进而影响民营资本参与PE行业的积极性。

公司制PE具有股东承担有限责任,融资能力较强、管理规范而便于国家调控等优点。但主要存在投资门槛高、资金闲

仅在2003年以后的样本中成立。从这里我们可以清楚地看到,从2003年开始启动的银行业深化改革,对银行的贷款定价行为产生了显著影响。从本文的研究结果来看,2003年以后,银行能根据企业的盈余质量适当地确定贷款利率,盈余质量越高,贷款定价越低,盈余质量成为了影响企业债务成本的重要因素。

五、结论和局限

本文通过研究2000~2009年间A股上市公司的盈余质量与贷款定价的关系试图检验2003年以后银行业改革的成效。在对2000~2009年间所有贷款样本进行回归后没有发现盈余质量与贷款定价存在显著关系,但是加入虚拟变量 $\text{aft}03$ 和盈余质量的交叉项 $\text{EQ} \times \text{aft}03$ 后,该交叉项对贷款定价有显著影响,说明2003年的制度环境变化影响了贷款定价。随后,本文进一步地将样本以2003年为界线分为两组,发现2003年以后,银行能根据借款人的盈余质量相应地调整贷款定价,即盈余质量越高,贷款定价越低,但2003年(含)以前的回归分析没有发现上述结论。这说明2003年以后的银行业改革取得了一定成效,银行已经能正确识别借款人的盈余质量并适当定价,借贷行为更趋于市场化和规范化,但这种成效可能是局部的。

本文采用的贷款数据来自上市公司的年报披露,仅涉及资金240亿,样本范围偏小,没有包含广大的中小企业是文章的局限。另外,本文从盈余质量与债务资本成本关系的角度来检验2003年以后的银行市场化改革的成果,不能概括所有的改革成效。

主要参考文献

1. 成思危. 路线及关键:论中国商业银行的改革. 北京:经济科学出版社,2005
2. 刘明康. 中国银行业改革开放三十年(上册). 北京:中国金融出版社,2009
3. 卢闯,郑微,吴育新等. 市场化程度、盈余管理与银行贷款定价. 科学决策,2010;9
4. 饶艳超,胡奕明. 银行信贷中会计信息的使用情况调查与分析. 会计研究,2005;4
5. 姚立杰,夏冬林. 我国银行能识别借款企业的盈余质量吗. 审计研究,2009;3
6. 肖顺武. 金融资金倾斜性配置机制研究. 财会月刊,2010;27
7. 严明燕,张同建. 我国商业银行CRM战略体系研究. 财会月刊,2010;21