

# 市场化进程、银行关联与企业价值

## ——基于我国民营上市公司的经验数据研究

翟胜宝, 易早琴, 马静静

(安徽财经大学会计学院, 安徽 蚌埠 233030)

**摘 要:** 以我国 2008-2012 年民营上市公司为样本, 研究银行关联对民营企业价值的影响。结果发现: 银行关联作为一种社会资本有助于提高民营上市公司的企业价值; 相比市场化程度高的地区, 在市场化程度低的地区, 银行关联能够更显著地提高民营上市公司的企业价值。本文的研究为切实解决我国民营企业的融资约束、金融市场资源配置以及企业价值提升问题提供了有益的启示。

**关键词:** 银行关联; 民营企业; 企业价值; 市场化进程

**中图分类号:** F275

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1004-4892(2015)06-0075-07

### 一、引 言

民营企业发展中遇到的融资难问题, 是多年来理论界和实务界关注的热点, 也是亟需解决的一大难题。由于我国的所有制歧视、金融抑制以及国有银行的垄断, 使民营企业很难从银行体系获得信贷支持<sup>[1]</sup>。近年来, 为了缓解融资难问题, 民营企业开始和银行建立关联关系, 这种现象随着我国市场化进程的发展而日益普遍<sup>[2]</sup>。银行关联这种关系机制的存在, 对处于经济转型期民营企业的发展有着重要作用, 可以帮助企业获得更多信贷额度, 降低融资成本<sup>[3][4][5][6][7]</sup>, 提高企业投资效率<sup>[8]</sup>。那么, 银行关联缓解民营企业融资约束、提高投资效率后, 是否会对企业价值产生积极作用? 这是值得进一步深入研究的重要问题。本文立足宏观经济背景, 基于关系嵌入型思维, 探讨了银行关联对民营企业价值提升的影响。研究发现: 银行关联作为企业的一项社会资本, 有助于提高民营企业价值; 进一步研究发现, 相比市场化程度高的地区, 在市场化程度低的地区, 银行关联能够更显著地提高民营企业的价值。

本文的主要贡献在于: 第一, 目前对银行关联的研究主要集中在企业贷款获得的便利性融资成本的变化以及企业投资效率等方面, 而银行关联对于企业价值的提升是否有显著效果, 尚未发现有文献深入研究。本文通过研究银行关联对企业价值提升的影响, 拓展了银行关联的研究视角。第二, 丰富了我国转型经济背景下企业价值领域的文献, 同时为切实解决我国民营企业的融资约束、金融市场资源配置及企业价值提升问题提供了有益的启示。

收稿日期: 2015-01-14

基金项目: 国家社科基金资助项目(14BJY206); 安徽省哲学社会科学规划资助项目(AHSK11-12D09); 安徽省哲学社会科学规划资助项目(AHSKQ2014D41)

作者简介: 翟胜宝(1976-), 男, 山东滕州人, 安徽财经大学副教授, 博士; 易早琴(1991-), 女, 江苏溧阳人, 安徽财经大学会计学院硕士生; 马静静(1993-), 女, 安徽亳州人, 安徽财经大学会计学院硕士生。

## 二、相关文献与研究假设

### (一) 文献回顾

近年来,学术界越来越关注银行关联这一现象。目前,大多数研究主要集中在银行关联对企业融资活动以及投资活动的影响。除了如前文所述,企业聘任有银行背景人员担任董事有助于企业获得更多的贷款、降低融资成本、提高企业的投资效率等之外,还可能带来放宽贷款期限和抵押条件等便利<sup>[9]</sup>;同时会降低投资现金流敏感度<sup>[10]</sup>。而有研究发现,在非财务困境的企业中,董事会中银行家的存在与企业负债率呈现负相关关系<sup>[11]</sup>。此外,Susanne et al. (2012)<sup>[12]</sup>的研究表明泰国企业的银行关联与其投资活动的关系取决于所处的金融环境。目前,直接研究银行关联与企业价值的成果很少,且未形成统一的观点。

### (二) 研究假设

#### 1. 银行关联与企业价值

银行关联可能有助于企业提升自身的企业价值,理由在于:

首先,社会关系网络可以看作企业的一项重要社会资本。民营企业为了获取或积累这项重要的社会资本,往往聘请有银行背景的人员担任企业的高管,采取这种方式有助于民营企业与银行建立紧密的关系网络。银行关联可以看作是企业对社会资本的投资,这一行为很可能提升企业价值。

其次,企业负债的改变意味着企业融资结构的变化,而企业融资结构理论的产生与发展阐明了企业融资结构与企业价值的关系。1963年,Miller和Modigliani认为由于债务的避税作用,一定范围内,企业价值随着企业负债率的增加而不断增加<sup>[13]</sup>。此后,随着学者们的深入研究,形成了现代企业融资结构理论,主要包括信息不对称理论、激励理论和控制权理论等。信息不对称理论认为,一定范围内,企业价值会随着负债率的增加而提升。激励理论认为,能使代理成本最小化的资本结构即为最优资本结构<sup>[14]</sup>。而控制权理论认为通过合理安排和适时调整企业的资本结构,可以实现最优的企业治理结构,从而达到企业价值最大化。因此,银行关联一定程度上可能会改善融资结构,提升企业价值。

最后,有研究表明,即便不在完美的资本市场,企业价值创造活动仍然与投资活动密切相关<sup>[15][16]</sup>。有研究指出,2001-2006年间每年我国约有39.6%的公司存在投资过度现象,约有60.74%的公司出现投资不足现象<sup>[17]</sup>。银行关联对企投资过度和投资不足的治理作用主要体现在两个方面:一是融资约束对企业的投资行为至关重要,融资约束程度降低,有利于企业发展<sup>[18]</sup>。二是银行关联带来更多负债,外部监管加强,代理成本降低,经理人的过度投资行为受到约束<sup>[19]</sup>,有助于企业提升价值。由此,我们可以推论,银行关联对提升企业价值有积极的作用。

据此,本文提出假设1。

H1: 银行关联有助于民营上市公司提升其企业价值。

#### 2. 市场化进程、银行关联与企业价值

在经济转型过程中,较差的制度环境会促使企业倾向选择以关系网络资源为重点的战略。本文的市场化程度是制度环境的一种体现,而银行关联作为企业的社会资本,属于关系网络资源的一种。银行关联对民营上市公司企业价值的作用程度因其所处地区的市场化程度差异而有所不同:在市场化进程越高的地区,企业运作主要依靠市场规律和正式制度的约束,非正式制度对经济资源的调配作用相对较小;而在市场化进程越低的地区,由于市场机制的不健全,为非正式制度作用于经济资源的调配提供了条件,民营企业可能更容易通过建立银行关联获得更多额外收益。

据此,本文提出假设2。

H2：在市场化程度较低的地区，银行关联更有助于提升民营上市公司的企业价值。

三、研究设计

(一)样本选择

本文以 2008 - 2012 年间上市的民营企业为研究样本，并对样本做如下剔除：(1)剔除企业高管成员背景披露不详的样本；(2)剔除与其他行业具有显著差别的金融、保险行业样本，最终得到 2972 个样本观测值。本文所使用的数据主要来自国泰安数据库(CSMAR)和我国证券交易所；银行关联数据来自 CSMAR 中的公司治理数据库以及我国企业年报中的高管背景资料；市场化进程数据借鉴樊纲、王晓鲁的《市场化指数》调查研究报告<sup>[20]</sup>，均为手工搜集。

(二)模型构建

为了检验假设 1，本文受到罗党论和黄琮宇(2008)<sup>[21]</sup>研究的启发，建立模型如下：

Tobin-Q = α + β<sub>1</sub>BC + β<sub>2</sub>CASH + β<sub>3</sub>LEV + β<sub>4</sub>SIZE + β<sub>5</sub>AGE + β<sub>6</sub>GROWTH + β<sub>7</sub>YEAR + β<sub>8</sub>IND + ε

(1)

为了检验假设 2，在原有基础上增加了反映各企业所在省市的市场化进程指标 MARKET，并将反映银行关联的变量 BC 与 MARKET 做了一个交叉项，构建模型如下：

Tobin-Q = α + β<sub>1</sub>BC + β<sub>2</sub>BC × MARKET + β<sub>3</sub>MARKET + β<sub>4</sub>CASH + β<sub>5</sub>LEV + β<sub>6</sub>SIZE + β<sub>7</sub>AGE + β<sub>8</sub>GROWTH + β<sub>9</sub>YEAR + β<sub>10</sub>IND + ε

(2)

相关变量及其定义，如表 1 所示。

需要关注的是，交叉项 BC × MARKET 的系数 β<sub>2</sub>，其含义是在限定其他条件的情况下，当银行关联对企业价值存在显著的正向作用时，若 β<sub>2</sub> 符号为正，表示市场化进程放大了该作用；反之，则表示市场化进程缩小了该作用。根据上文的文献回顾及理论分析，本文认为银行关系会显著提升企业价值，而市场化程度较高的地区，关系等非正式制度安排所起的作用会受到一定的削弱或限制，即市场化指数越高，银行关联对企业价值的提升作用受到的削弱越明显，故预期，β<sub>1</sub> 显著为正的同时，β<sub>2</sub> 显著为负。

表 1 变量定义

变量	符号	定 义
企业价值	Tobin-Q	(年末企业股票的市值 + 年末企业负债的账面价值)/年末企业总资产(其中,非流通股的股价用每股净资产替代)
银行关联	BC	存在银行人员担任企业高管的情形,BC 取值1;反之则取值0
市场化指数	MARKET	企业所在地区的市场化指数
现金流	CASH	现金流/总资产
财务杠杆	LEV	总负债/总资产
企业年龄	AGE	企业上市年龄,企业上市年份与样本年份之差
企业规模	SIZE	企业总资产账面价值的自然对数
企业成长	GROWTH	企业营业收入的增长率
年份	YEAR	年度固定效应,选取2008 - 2012年份,共4个年度虚拟变量
行业	IND	行业固定效应,按照中国证监会行业分类,分为十三个行业,共12个行业虚拟变量

四、回归结果与分析

(一)描述性统计

从表 2 主要变量的描述性统计结果可知，BC 的均值为 18.7%，说明在 2008 - 2012 年期间，我

民营上市企业中有约 18.7% 的企业通过聘任银行人员担任企业高管建立了银行关联。Tobin-Q 的最小值为 0.539，最大值为 14.864，表明总体上我国民营企业价值差异比较明显；均值为 2.524，则表明企业价值的差异程度分布比较均衡。同时可以看出，对于具有银行关联的民营上市公司，其在 2008 - 2012 年的 Tobin-Q 的均值 2.693，而同样期间内，不具有银行关联的民营上市公司的 Tobin-Q 的均值 2.486。初步表明，民营上市公司建立银行关联有利于自身价值的提升，这与我们的研究假设 1 相符。

此外，公司规模 (SIZE) 和公司年龄 (AGE) 的平均值分别为 20.832 和 6.116；财务杠杆 (LEV) 和现金流 (CASH) 的最小值分别低至 0.007 和 0.000，均接近于 0，而最大值分别高达 0.999 和 0.960，均接近于 1，说明民营上市公司在财务杠杆和现金流能力两方面呈现的差异均较大；而关于民营上市公司所处地区的市场化程度 (MARKET) 和成长状况 (GROWTH) 的差异则更为明显。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	全体样本企业				有银行关联的民营企业				无银行关联的民营企业			
	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差
Tobin-Q	0.539	14.864	2.524	1.965	0.539	14.864	2.693	3.215	0.679	12.994	2.486	1.540
CASH	0.000	0.960	0.211	0.159	0.003	0.954	0.224	0.163	0.000	0.960	0.208	0.158
LEV	0.007	0.999	0.443	0.208	0.018	0.974	0.444	0.199	0.007	0.999	0.443	0.210
AGE	1	21	6.116	4.413	1	21	5.974	4.426	1	21	6.148	4.411
SIZE	12.314	24.600	20.832	1.048	14.937	24.172	20.810	1.089	12.314	24.600	20.837	1.039
GROWTH	-0.996	58.357	0.324	1.882	-0.953	28.627	0.326	1.324	-0.996	58.357	0.323	1.846
MARKET	-3.150	13.330	9.846	2.251	-3.150	13.330	9.659	2.180	-3.150	13.330	9.889	2.265
样本数	2972				555				2417			

(二)单变量分析和相关系数分析

根据银行关联虚拟变量 (BC) 进行单变量检验，结果显示，具有银行关联 (BC = 1) 公司组企业价值的均值比无银行关联 (BC = 0) 公司组企业价值的均值更高，并在 5% 的水平上显著，与描述性统计结果一致。

主要变量的 Pearson 检验结果显示，Tobin - Q 与 BC 在 5% 的水平下显著正相关，Pearson 系数为 0.0411，表明民营上市公司银行关联对其企业价值提升有正向作用。其他变量的相关系数较为合理。此外，通过对 VIF 的检验，发现本文变量间不存在多重共线性问题。(篇幅有限，相关检验结果未列出)

(三)银行关联与企业价值的回归结果

表 3 给出了银行关联与企业价值之间关系的回归结果。BC 的回归系数为 0.1871，t 为 2.11，在 5% 的水平下显著。这表明，银行关联对民营企业价值有显著提升作用。这一结果印证本文提出的假设 1。

这可以理解如下。首先，企业聘任有银行背景的人员担任高管，借助自身的专业知识，帮助企业提高自身的信用条件，也方便企业与银行的交流和沟通，降低信息不对称，利于企业获得贷款，同时改变了企业的融资结构，缓解了融资约束，企业价值得以提升。

其次，当企业的融资约束得到缓解时，必然对企业的投资活动产生影响。一方面，改善企业的投资不足，增加投资机会和杠杆效应。另一方面，随着负债增加，将外部监督引入到企业内部，企业投资行为可以得到更好的监督和治理，降低了股东和经理人之间的代理成本，从而有助于企业提升自身的投资效率。

表 3 模型的回归结果

变量	系数	t 值
(常量)	12.6983 ***	17.96
BC	0.1871 **	2.11
CASH	0.8974 ***	3.91
LEV	0.1105	1.10
AGE	0.0410 ***	4.95
SIZE	-0.5140 ***	-15.26
GROWTH	0.0191	0.99
YEAR		控制
IND		控制
ADJ-R <sup>2</sup>		0.0831
F 值		45.86
观测值		2972

注：“\*\*\*”、“\*\*”和“\*”分别代表1%、5%和10%的显著性水平（双尾）。下同。

从控制变量回归结果看，SIZE 的系数显著为负，说明公司规模与企业价值之间显著负相关，这与夏立军和方轶强(2005)<sup>[22]</sup>的研究结论一致。CASH 系数显著为正，表明企业的现金流与企业价值之间显著正相关，这可能是由于具有银行关联的企业更有优势获得相关资源，进而有能力进行有效的活动，创造强大的现金流，同时促进自身企业价值的提高。而 LEV 和 GROWTH 的系数均为正，虽然统计不显著，也说明高财务杠杆和高销售增长率能促进高企业价值的实现。

(四) 市场化进程、银行关联与企业价值的回归结果

从表 4 的回归结果来看，BC 的系数为正，且在 1% 水平下显著，再次验证了银行关联有助于提高其企业价值。BC 与 MARKET 的交叉项 BC × MARKET 的系数为 -0.1016，且在 5% 的水平下显著，从而验证了本文的假设 2，即处于市场化进程越低的地区，银行关联的企业价值提升效应越明显。由于在市场化进程越低的地区，市场机制不健全，非正式制度对经济资源的调配作用相对明显，其银行关联作用相对更加显著。

表 4 市场化进程、银行关联与企业价值的回归结果

变量	系数	t 值
(常量)	12.9680 ***	18.06
BC	1.1504 ***	2.87
BC × MARKET	-0.1016 **	-2.52
MARKET	-0.0490 ***	-2.84
CASH	0.9312 ***	4.07
LEV	0.1274	1.27
AGE	0.0347 ***	4.09
SIZE	-0.5025 ***	-14.91
GROWTH	0.0197	1.02
YEAR		控制
IND		控制
ADJ-R <sup>2</sup>		0.0894
F 值		37.37
观测值		2972

(五) 稳健性检验

为检验上述研究结论的可靠性，本文参照有关文献，采用流通股的股价替代非流通股的股价。

表 5 给出模型(1)和模型(2)稳健性检验的结果。不论是否考虑市场化进程因素的影响, BC 的系数始终显著为正, 为此本文的假设 1 得到验证, 即我国民营上市公司的银行关联与其企业价值之间存在显著的正相关关系。在加入市场化进程因素的情况下, 结论也与前文保持一致, BC 与 MARKET 的交叉项  $BC \times MARKET$  的系数为  $-0.0556$ , 且在 1% 的水平下显著, 故本文的假设 2 同样得到验证, 即相对于在市场化程度越高的地区, 在市场化程度越低的地区, 银行关联对于民营上市公司的企业价值提升的作用更加显著。其他控制变量的回归结果与前文中模型(1)和模型(2)的回归结果大体一致。

表 5 模型的稳健性检验结果

变量	模型(1)		模型(2)	
	系数	t 值	系数	t 值
(常量)	12.4929 ***	16.89	12.8065 ***	17.06
BC	0.1937 **	2.09	1.2266 ***	2.92
$BC \times MARKET$			-0.1090 **	-2.58
MARKET			-0.0556 ***	-3.08
CASH	0.8852 ***	3.69	0.9218 ***	3.85
LEV	0.1219	1.16	0.1403	1.34
AGE	0.0450 ***	5.19	0.0378 ***	4.27
SIZE	-0.5039 ***	-14.30	-0.4912 ***	-13.94
GROWTH	0.0206	1.02	0.0212	1.06
YEAR	控制		控制	
IND	控制		控制	
ADJ-R <sup>2</sup>	0.0744		0.0842	
F 值	40.80		33.98	
观测值	2972		2972	

五、研究结论与启示

本文检验了银行关联这种非正式制度与我国民营上市公司企业价值之间的关系。通过对 2008 - 2012 年 2972 个样本观测值的分析发现: 第一, 我国有 18.7% 的民营企业建立银行关联, 聘任银行人员担任高管。第二, 在其他条件一定的情况下, 与没有建立银行关联的民营企业相比, 银行关联的建立有利于提升民营上市公司的企业价值。第三, 在市场化程度越低的地区, 银行关联提升民营上市公司企业价值的作用更加明显。研究结论表明, 在中国转型经济的背景下, 面临融资困境的民营企业选择银行关联这一非正式制度安排, 在缓解自身债务融资约束的同时提高了自身的企业价值, 并且意味着市场化程度的改善会减轻银行关联这种非正式机制的影响。

本文的研究为银行关联存在的合理性提供了新的证据, 拓展了银行关联的经济后果方面的研究, 丰富了企业价值领域的文献, 同时为切实解决我国民营企业的融资约束、金融市场资源配置及企业价值提升问题提供了有益的启示。

参考文献:

[1] 卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展与经济增长 [J]. 中国社会科学, 2004, (1): 42 - 55.

[2] 张敏, 刘颢, 张雯. 关联贷款与商业银行的薪酬契约 [J]. 金融研究, 2012, (5): 108 - 122.

[3] Burak, A. G., U Malmendier, and G. Tate. Financial expertise of directors [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2): p. 323 - 354.

[4] Lu, Z. F., J. G. Zhu, and W. N. Zhang. Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequences: Evidence from China [J]. Journal of Banking and Finance, 2012, 36 (2): 341 - 354.

- [5] 唐建新, 卢剑龙, 余明桂. 银行关系、政治联系与民营企业贷款——来自中国民营上市企业的经验证据 [J]. 经济评论, 2011, (3): 51 - 58.
- [6] 邓建平, 曾勇. 金融生态环境、银行关联与债务融资——基于我国民营企业的实证研究 [J]. 会计研究, 2012, (12): 33 - 40.
- [7] Ciamarra, E. S. . Monitoring by affiliated bankers on board of directors: evidence from corporate financing outcomes [J]. Financial Management, 2012, 41(3): 665 - 702.
- [8] 翟胜宝, 易早琴, 郑洁, 唐玮, 曹学琴. 银企关系与企业的投资效率——基于我国民营上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2014, (4): 74 - 80.
- [9] 杜颖洁. 银行关联是否导致了贷款歧视? ——基于中国民营上市公司的经验证据 [J]. 投资研究, 2013, (7): 84 - 107.
- [10] Gner, A. B. , U. Malmendier, and G. Tate. financial expertise of directors [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(2): 323 - 354.
- [11] Byrd, D. T. , and M. S. Mizruchi. Bankers on the board and the debt ratio of firms [J]. Journal of Corporat Finance, 2005, (11): 129 - 173.
- [12] Susanne Espenlaub, Arif Khurshed and Thitima Sithipongpanich. Bank connections, corporate investment and crisis [J]. Journal of Banking and Finance, 2012, 36: 1336 - 1353.
- [13] M. H. Miller, F. Modigliani. Corpore Income Taxes and the Cost of Capital. A Correction [J]. The American Economic Review, 1963(6): 443 - 453.
- [14] Jensen. M. , and W Meckling. Theory of firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, (4): 305 - 360.
- [15] 姚立杰, 李刚, 程小可, 陈小军. 多元化经营、公司价值和投资效率 [J]. 科学决策, 2010, (12): 9 - 18.
- [16] 杜兴强, 曾泉, 杜颖杰. 政治关联、过度投资与公司价值 [J]. 金融研究, 2011, (8): 93 - 110.
- [17] 张功富, 宋献中. 我国上市公司投资: 过度还是不足? ——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量 [J]. 会计研究, 2009, (5): 69 - 77.
- [18] Hovakimian, A. , J K Edward, and L Luc. How country and safety-net characteristics affect bank risk-shifting [J]. Journal of Financial Services Research, 2003, (3): 177 - 204.
- [19] 何进日, 周艺. 债务融资对企业过度投资约束的分析 [J]. 湘潭师范学院学报, 2004, (5): 43 - 45.
- [20] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数 [M]. 北京: 经济科学出版社. 2010.
- [21] 罗党论, 黄琮宇. 民营企业的政治关系与企业价值 [J]. 管理科学, 2008, (12): 21 - 28.
- [22] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据 [J]. 经济研究, 2005, (5): 40 - 51.

## Marketization process, Banking Connection and Firm Value: An empirical Study on Private Listed Companies

ZHAI Sheng-bao, YI Han-qin, MA Jing-jing

(School of Accounting, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu 233030, China)

**Abstract:** This paper studies the influence of the banking connection on the firm value of private listed companies based on the samples of private listed companies in China from 2008 to 2012. The results show that the banking connections as a social capital can help private listed companies improve their firm value, and that compared with the areas with higher marketization degree, this influence is much greater in areas with lower marketization degree. This paper provides some useful enlightenment for the effective solution of problems like private companies' financing constraints, resource allocation and the promotion of firm value.

**Key words:** Banking Connection; Private Listed Company; Firm Value; Marketization process

(责任编辑: 原 蕴)