

# 民营控股股东财务资助与银行贷款

## ——基于信号效应的视角

蒋华林<sup>1</sup> 周艳利<sup>2</sup>

(1.广东金融学院 会计学院,广东 广州,520521;2.广东外语外贸大学 金融学院,广东 广州,510420)

**摘要:**本文以2007~2018年A股民营上市公司作为研究样本,基于信号效应视角,探讨了民营企业控股股东财务资助行为对银行贷款政策的影响。研究表明:民营企业控股股东财务资助整体上对增加银行贷款起到了积极信号,尤其是长期财务资助信号更强,对银行贷款增强效应更明显。但区分企业信用资质来看,低信用企业的短期财务资助会降低银行贷款,只有中信用资质和高信用资质企业财务资助显著增加了银行贷款。机制分析表明,在低信用资质企业中,控股股东短期财务资助没有用于企业投资,更多的是用于维持企业日常运营,因而难以获得银行贷款。中信用资质和高信用资质企业,控股股东财务资助不仅提高了投资水平,还降低了过度投资,优化了企业投资效率,因而银行也更愿意贷款。这表明不同信用资质企业中,控股股东财务资助释放的信号内容不同,差异化地影响银行的信贷决策。

**关键词:**民营企业;控股股东财务资助;信号效应;银行贷款

**中图分类号:**F832.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2022)04-0067-15

### 一、引言

近年来,控股股东的财务资助行为屡见不鲜,尤其是在民营企业中,不少上市公司公布了企业接受控股股东财务资助的公告。依据深交所和上交所有关规定,财务资助是指一个主体有偿或者无偿向其他主体提供资金、委托贷款等债权性资金支持行为,且上交所规定财务资助的利率需低于行业一般水平,这种行为与日常生产经营活动不直接相关,包括借款或委托贷款、提供劳务或资产使用权、承担费用等。从我国民营企业实际发生的财务资助来看,控股股东财务资助利率往往低于同期银行贷

**收稿日期:**2022-04-30

**基金项目:**国家自然科学基金面上项目“创新驱动视角下中国服务业发展政策研究:事实特征、内在机理和政策优化”(71873040);国家自然科学基金青年项目“融资融券对称交易行为及其影响研究——基于科创板制度背景”(72002048);教育部人文社科基金“资本市场制度变革背景下科创板卖空机制设计与市场影响研究(20YJC790192)”;广东省教育厅项目“股权质押下控股股东财务资助行为研究:动机、作用机制和影响后果”(2021WTSCX064)

**作者简介:**蒋华林(1985—),女,湖南永州人,广东金融学院会计学院讲师;

周艳利(1989—),女,河南新郑人,广东外语外贸大学金融学院讲师,本文通讯作者。

款利率。理论上而言,在这种利率水平限制下,控股股东提供财务资助“无利可图”,积极性应该不高,但近几年来越来越多控股股东尤其是民营控股股东向上市公司提供财务资助,且财务资助的规模、频次和期限出现逐年上升之势。根据 Wind 数据统计,2016~2018 年控股股东提供财务资助的企业分别多达 428、488 和 477 家,其中,民营企业分别为 200、249 和 186 家。那么,在这种财务资助利率受到管制的背景下,民营企业控股股东财务资助为何持续上升,成为值得研究的一个问题。

长期以来,我国民营企业在信贷市场中,因产权性质、信息不对称等原因在银行信贷配置中面临着一定程度的信贷歧视<sup>[1][2]</sup>,在资本市场中因企业规模、业务前景、公司治理等因素影响也面临着融资约束,使得民营企业出现“融资难、融资贵”等问题。在这种融资环境下,来自内部控股股东的财务资助显得尤为重要。控股股东的财务资助不仅可以直接满足民营企业资金需求,缓解融资约束,尤其是当企业出现经营困难,难以获得外部融资,或宏观面出现金融危机、使得外部融资环境恶化时,企业更多会向内部控股股东寻求资金支持<sup>[3][4]</sup>。同时,控股股东作为企业内部人,不仅直接影响企业内部决策,还能通过其行为向外界传递信号,影响外部投资者对于企业的判断进而影响其决策。例如,资本市场常见的控股股东增持或减持行为,向市场传递不同信号,从而影响公司股价。控股股东财务资助作为一种“真金白银”式的资金流入,其信号效应更强。本文关注的是民营企业控股股东财务资助所带来的信号效应,探讨控股股东财务资助的差异和其企业特征所带来的信号异质性,将如何影响外部债权人银行的贷款决策。本文选取 2007~2018 年 A 股民营上市公司为标本,实证检验了控股股东财务资助和银行贷款的关系,揭示了不同信用资质民营企业控股股东财务资助信号效应的差异性。本文研究发现,银行不仅会基于会计信息对企业信用资质评估和甄别,还会对控股股东所释放的信号进行理性的、有差别化的解读,并最终决定贷款规模,这为我国银行对信贷政策评估尤其是民营企业提供了新的证据,具有一定的实践价值。

## 二、文献回顾

控股股东行为一直是学术界研究的热点,这几年随着控股股东财务资助越来越多,有关控股股东财务资助行为的动机、经济后果的研究也逐渐丰富。

对于控股股东财务资助,现有文献认为主要有“短期救助”和“长期支持”两类动机。早期研究发现,当企业出现经营困难,发生债务违约,面临退市风险时,此时控股股东控制权收益会受到威胁,为了维护自身控制权收益,控股股东往往会向企业提供“短期救助”,以帮助企业脱离财务困境,因此控股股东的支持往往发生在企业财务困境、处于危机或濒临破产时<sup>[3][4]</sup>。但这种支持行为往往是短期的,不具有持续性,而且在大股东支持后伴随着明显的掏空行为<sup>[5]</sup>。近年来随着我国金融体系的改革,融资要求日益规范,在实践中,由于控股股东财务资助具有融资成本低、内部风险可控、程序简单的优势,使得控股股东财务资助成为企业一种新的融资渠道。近期研究发现,即使企业没有出现财务困境,基于企业发展的需要,如果提供财务资助可以获得长远收益,此时控股股东也会进行支持。谭燕等发现基于战略重心转移和成长性的考虑,控股股东更可能向成长期以及非成长期向成长期更替的企业提供财务资助,以推动企业发展<sup>[6]</sup>。且这种财务支持往往更具有长期性,更能够充分发挥集团企业内部资本市场效率,缓解融资约束,降低企业融资成本<sup>[7]</sup>。从以上研究可以看出,早期控股股东的财务资助更多的是不得已而为之,对其随后带来的“掏空”问题,大多数研究持否定态度。随着监管的规范,控股股东的财务资助行为开始规范,资助动机出现转变,这种转变给企业带来了积极的影响。

现有文献认为,银行对控股股东掏空或支持动机的预期,会导致两种截然不同的信贷决策。当控股股东的控制权和现金流权分离度越大,预期其将发生转移公司资产和利润的行为,或侵占债权人利益的可能性越大时,银行为了维护自身权益会对具有掏空动机的企业要求更高的贷款利率,或提供更少的银行贷款<sup>[3][8]</sup>。而当银行发现控股股东的现金流权较高或社会声誉较好,预期控股股东具有强烈的支持企业发展的动机,银行则会降低贷款利率,或提高银行贷款额度<sup>[9][10]</sup>。近几年来,随着我国公司治理制度的完善,资本市场监管手段的加强,监管机构加大对大股东“掏空”公司行为的整治<sup>①</sup>,

使得控股股东通过财务资助掏空公司的行为得以遏制。随着控股股东财务资助从“短期救助”向着“长期发展”转变,谭燕等发现当控股股东向企业提供财务资助时,更多的是传递支持企业发展的信号,银行将扩大其贷款规模<sup>[6]</sup>。李常青等研究发现大股东有强烈的动机支持处于融资困境且与自身利益密切相关的公司,支持行为对外传递了积极信号,降低了公司债务融资成本、扩大了公司债务融资规模<sup>[11]</sup>。

然而,同样的信号行为在不同特征的企业中存在着异质性。首先,信号的强度存在异质性。于博和吴娜等认为同样是商业信用,作为一种信号效应,在民营企业的信号更强,而国有企业的信号强度却更弱<sup>[12][13]</sup>。谭燕等认为,同样是控股股东财务资助行为,银行认为成长期企业所释放的信号更多是支持企业发展,进而提供银行贷款的意愿也越强;而衰退期和成熟期企业的财务资助所释放信号强度却较弱<sup>[6]</sup>。其次,信号所传递的内容存在差异性。尹志超和甘犁研究抵押品作为一种信号效应,高信用等级企业提供抵押品目的可能是作为自己信用较好的信号,以减少因信息不对称而导致的逆向选择,低信用等级企业更可能是银行要求提供抵押品以降低事后的道德风险,防止贷款的违约,因此银行将高信用企业的抵押品视为企业高质量的信号,将低信用企业的抵押品视为事后道德风险较低的信号<sup>[14]</sup>。杨慧辉等的研究认为,对于同样的股权激励,当控股股东处于监督环境下,股权激励的实施更容易向银行传递企业内部治理水平提高的积极信号,而当控股股东具有掏空动机时,股权激励的实施更可能向银行传递治理水平不升反降的消极信号<sup>[15]</sup>。由此可见,企业的信号行为,其所释放的信号因企业特征而存在差异,外部的投资者会结合企业特征进行区分和判断。

综上所述,国内学者已经关注到控股股东财务资助在信贷市场中的信号效应,但仍有问题需要进一步补充和完善。第一,已有文献证实控股股东财务资助可以作为一种信号,但是信号强度和信号内容是否因财务资助规模、财务资助期限长短而不同,现有文献还未对此进行详细区分。第二,同样的信号行为会因企业特征不同而存在异质性,银行往往会结合企业信用资质来决定银行贷款,控股股东财务资助在信贷市场中的信号效应是否因企业信用资质而不同,现有文献也未进行深入探讨。第三,大部分文献在探讨企业行为的信号效应时,着重于信号效应的经济后果,缺乏信号效应具体机制的检验。本文的研究价值主要体现在以下方面:一是拓展了控股股东财务资助信号效应的相关研究。现有研究主要是探讨控股股东财务资助对企业内部或外部投资者的影响,鲜有文献对财务资助所释放的信号强度、信号内容差异进行研究,本文根据财务资助的规模、期限长短进行了细致区分,丰富和拓展了控股股东财务资助信号效应的研究。二是为银行信用资质评估提供了新的视角。

### 三、理论分析和研究假设

理论上而言,在银行信贷市场中,贷款企业能够向银行传递信号的行为特征有:信号是企业偿债能力的象征;信号必须有成本以及易于被银行识别,控股股东财务资助作为一种“真金白银”式资金流入,本身具有融资成本,影响公司的偿债能力,且基于证监会和交易所的监管要求,控股股东提供财务资助必须对外披露财务资助的规模、用途、期限以及利率,这使得控股股东的财务资助信息更加透明,易于被银行识别,因此可以作为信号传递的工具。

目前我国上市公司控股股东财务资助,从目的来看主要解决企业财务、经营和战略方面的问题。在财务上,财务资助可以有效降低融资成本,提高融资效率并降低财务风险;在经营上,财务资助大部分用于补充流动性资金、业务发展和项目建设;在战略上,财务资助有利于企业经营布局、推进和调整战略发展和转型。因此,控股股东提供财务资助,首先能够在一定程度缓解企业的资金紧张,为企业偿债能力和未来发展提供了潜在担保<sup>[3][16]</sup>。其次,财务资助往往是债权性质,控股股东提供财务资助后成为“股东兼债权人”,后续为了保障企业的还款能力,会加强对企业和管理层的监督,并减少控股股东对债权人利益的侵占动机。而且,具有债权性质的财务资助还具有“自由现金流约束”效应,能够有效降低管理层的机会主义行为<sup>[6]</sup>。最后,我国监管机构包括银保监会、证监会等针对大股东操纵掏空风险进行了多次专项整治,市场监管加强。因此,对银行而言,控股股东财务资助不仅可以

保障企业的还款能力,同时还能够有效的优化公司治理,加上外部资本市场监管的加强,使得银行减少了对控股股东掏空公司的担忧,更多的将控股股东的财务资助视作积极信号,从而会扩大银行贷款规模。综上所述,本文提出研究假设 1。

H1:控股股东的财务资助会提高银行贷款,且控股股东财务资助规模越大,银行贷款增加越多。

除了资金规模,资金期限的长短也是重要影响因素。对于短期财务资助而言,银行可能会将控股股东的短期财务资助视为企业流动性较差的信号,这是由于短期财务资助往往作为一种内部短期债务,当债务到期时,企业依然面临着偿还债务和再融资的双重压力<sup>[17]</sup>,在短期偿债的压力下,企业往往不会将其用于提升企业价值、支持企业长期发展的投资。而对于长期财务资助而言,由于长期财务资助提供的资金流更加稳定,短期内偿债压力较小,更能有效地支持公司扩张的需要<sup>[19](P112)</sup>,更适合被用于支持企业长期发展的项目。因此,相比短期财务资助,长期财务资助更能向银行传递企业未来发展前景良好、控股股东支持企业发展的信号,从而能促使银行提供更多的贷款。综上所述,本文提出研究假设 2:

H2:相比短期财务资助,控股股东长期财务资助信号效应更强,对银行贷款的增强效应更明显。

企业的信用资质是银行信贷决策的基础,银行往往会依据企业信用资质水平来决定银行贷款。而在不同信用资质企业中,财务资助信号内容可能存在差异。因此,在整体研究的基础上,还需要进一步结合企业信用资质区分财务资助信号效应的异质性。

一般而言,在低信用企业中,由于企业整体信用资质基础较差,即使控股股东财务资助可以满足企业基本流动性需求,但难以消除银行对其违约和破产风险的担忧<sup>[20]</sup>,尤其是控股股东提供的短期财务资助越多,银行预期其流动性问题越严重,短期财务资助更多的是为了缓解企业资金压力,其违约风险并没有得到有效控制,反而会因企业优先偿还控股股东贷款而降低银行贷款偿付的安全性<sup>[21]</sup>。因此,低信用企业控股股东财务资助向银行传递的是“短期救助”信号,且短期财务资助所释放的“救助”信号强度更大,银行预期存在短期财务资助的企业债务风险更高,进而减少银行贷款。在中信用企业中,企业拥有较好的利润或未来发展前景<sup>[22]</sup>,控股股东财务资助越多越可能向银行传递控股股东支持企业发展的信号,尤其是长期财务资助规模越大,所释放的“长期支持”信号的强度会更大,银行预期企业发展前景较好。因此,针对中信用企业,财务资助规模尤其是长期财务资助规模的扩大,更可能传递控股股东支持企业长期发展的积极信号,银行预期其债务风险更低,进而扩大银行贷款规模。在高信用资质企业中,由于高信用资质企业拥有较好的信用条件和还款能力,银行对该类企业最大的担忧是贷款后的事后监管问题<sup>[23]</sup>。此时,控股股东财务资助的债权性质使得“控股股东兼债权人”,可以加强公司监管,减少代理冲突,降低对债权人利益的侵占。因此,在高信用资质企业中,控股股东财务资助规模扩大,传递出控股股东支持企业发展、加强公司监管、公司事后代理问题较少的积极信号,银行也愿意向企业提供更多贷款。综上所述,银行会对不同信用资质的企业,结合控股股东财务资助规模以及期限所传递的信息进行差异性解读,进而作出差异性的信贷决策。基于此,本文提出研究假设 3:

H3: 控股股东财务资助的信号效应在不同信用资质企业中存在异质性,低信用资质企业控股股东财务资助会减少银行贷款,而中信用资质和高信用资质的企业,控股股东财务资助会增加银行贷款。

#### 四、样本选择和研究设计

##### (一)数据来源与样本选择

由于我国监管部门要求大股东非经营性占用上市公司资金“务必在 2006 年底前偿还完毕”,在集中解决大股东资金占用问题之后,监管部门对财务资助的资金流向和利率进行了限制。2018 年底,党中央国务院多次要求地方政府和监管部门采取措施纾解民营企业困境。初步统计,截至 2018 年底,地方政府(国资)、券商和险资已分别成立或拟成立纾困基金总计规模达 5169 亿元。另外考虑到

2020年新冠疫情的发生,控股股东自身也将面临着疫情的负面冲击,其提供财务资助的意愿和动机可能会发生改变。为了保持外部政策和融资环境的一致性,本文数据期间为2007~2018年。本文以2007~2018年沪深A股民营上市公司作为研究对象,并剔除了以下样本:金融类企业、财务数据缺失样本、资产负债率大于1的异常样本、当年上市的样本以及国有企业私有化的样本,最终共得到10108个民营企业/年度样本<sup>②</sup>。本文所使用的银行贷款及其他财务变量的数据来自CSMAR和WIND数据库。为避免异常值的影响,对连续变量进行了1%的缩尾处理。

## (二)研究设计及变量定义

针对假设1,即控股股东财务资助对银行贷款的影响,本文建立如下模型(1):

$$\text{Bankloan}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FS}_{i,t} + \beta_i \sum \text{CV}_{i,t-1} + \epsilon \quad (1)$$

式(1)中,被解释变量为新增银行贷款 Bankloan,以企业当期新增银行贷款扣除计入长短期借款科目控股股东财务资助部分,并除以期末总资产来衡量。解释变量为控股股东财务资助变量 FS,包括控股股东是否提供财务资助 FS\_D、控股股东财务资助总规模 FS\_A,同时在稳健性检验中利用财务资助总频次代替财务规模 FS\_AF。借鉴已有的研究,选取第一大股东持股比例,是否股权融资,商业信用融资,抵押品价值,盈利能力,偿债能力,是否被 ST 或 \* ST,公司规模等作为控制变量,同时控制年度和行业虚拟变量,以上变量具体定义见下表1。如果控股股东财务资助会提高银行贷款水平,那么预期  $\beta_1$  的系数应该显著大于0。

表1 变量定义

变量代码	变量描述
FS_D	控股股东当年披露向上市公司提供财务资助,则 FS_D=1,否则为0
FS_A	控股股东财务资助总规模=控股股东提供财务资助总金额/期末总资产
FS_S	短期财务资助规模=1年内(含1年)短期财务资助总金额/期末总资产
FS_L	长期财务资助规模=1年以上长期财务资助总金额/期末总资产
FS_AF	财务资助总频次= $\ln(1+\text{当年控股股东财务资助次数})$
FS_SF	短期财务资助频次= $\ln(1+\text{当年1年以下短期财务资助次数})$
FS_LF	长期财务资助频次= $\ln(1+\text{当年1年以上长期财务资助次数})$
CQL	根据主成分分析法,若企业信用资质较低,则为1,否则为0
CQM	根据主成分分析法,若企业信用资质中等,则为1,否则为0
CQH	根据主成分分析法,若企业信用资质较高,则为1,否则为0
Bankloan	新增银行贷款=(期末短期借款+期末长期借款+期末一年内到期的长期负债-期初短期借款-期初长期借款-期初一年内到期的长期负债-计入长短期借款科目的控股股东财务资助额)/期末总资产
Top1 <sub>t-1</sub>	第一大股东持股比例
SEO <sub>t-1</sub>	企业发生增发配股等股权再融资行为,SEO=1,否则为0
TC <sub>t-1</sub>	商业信用净融资=(应付账款-应收账款)/经营性现金流量净额
Tang <sub>t-1</sub>	抵押品价值=固定资产净额/期末总资产
ROA <sub>t-1</sub>	盈利能力=净利润/期末总资产
Lev <sub>t-1</sub>	资产负债率=负债除以总资产减去无形资产净额和净商誉
ST <sub>t-1</sub>	若企业被 ST 或 * ST 特殊处理,则 ST 为1,否则为0
Size <sub>t-1</sub>	公司营业总收入的自然对数
Year	年度哑变量,控制年度效应
Industry	行业哑变量,控制行业效应

针对假设2,财务资助的期限差异会影响银行贷款,本文建立如下模型(2):

$$\text{Bankloan}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FS\_Time}_{i,t} + \beta_i \sum \text{CV}_{i,t-1} + \epsilon \quad (2)$$

式(2)中,解释变量为控股股东财务资助的期限变量 FS\_Time,包括短期财务资助规模 FS\_S 和长期财务资助规模 FS\_L。短期财务资助是指控股股东向企业提供财务资助的期限在1年以内(含1年),长期财务资助则是指控股股东向企业提供财务资助的期限超过1年。同样的在稳健性检验中利

用财务资助频次代替财务规模,区分短期财务资助频次 FS\_SF 和长期财务资助频次 FS\_LF,其他变量与模型(1)相同。如果控股股东长期财务资助对银行贷款增强效应更明显,那么预期长期财务资助期限 FS\_L 的回归系数应显著大于 0。

针对假设 3,即信用资质对控股股东财务资助信号效应的影响,本文将继续利用模型(1)和模型(2)在低信用资质、中信用资质、高信用资质企业中分别检验控股股东财务资助规模 FS\_A、短期财务资助规模 FS\_S、长期财务资助规模 FS\_L 对银行贷款的影响。如果不同信用资质的企业控股股东财务资助有显著差别,那么  $\beta_1$  系数应该显著不为 0。

对企业信用资质的划分,较为常用的方法包括 Z 值分析法、主成分分析方法、判别分析法或聚类分析法。对于主成分分析方法,不仅能够实现各类财务指标项权重的客观性、克服上市公司因不同地区的融资环境差异而带来的评分标准的变化,而且这种综合预测方法对于企业违约风险的判定更加准确<sup>[24]</sup>。基于此,本文按照主成分分析方法对企业的信用资质进行划分。首先,选取财务杠杆、流动性、盈利能力、保障能力、发展能力以及运营能力六大维度的财务指标进行了主成分分析<sup>⑧</sup>。其次,根据原始指标信息的反映程度来选择主成分的个数,根据特征根大于 1 的原则,发现因子 F1~F5 解释了所有财务指标的 69.34%的信息,具有较强的解释能力。然后,本文根据这 5 个指标构建综合得分因子,以其相对应的方差贡献率作为权重,对 5 个指标加权求和得到综合得分。最后,在前面综合得分的基础上,按照综合得分高低将样本划分为信用低信用、中信用、高信用三类。为了验证按照主成分分析方法划分的企业信用资质的合理性,参考叶志锋和胡玉明的做法<sup>[25]</sup>,构建企业债务违约率,即企业当年偿还债务支付的现金小于上年末短期借款余额与一年内到期的长期负债余额之和,则代表企业存在债务违约,否则代表没有违约。最终发现低信用、中信用、高信用资质组的违约率分别为 0.37、0.25 和 0.23,因此,信用资质的划分具有一定的合理性(结果见表 2)。

表 2 不同信用资质企业的综合得分和债务违约率

企业信用资质	N	综合得分均值	债务违约率
低信用 CQL	3374	1.160	0.37
中信用 CQM	3364	1.798	0.25
高信用 CQH	3370	2.718	0.23

## 五、实证结果和分析

### (一)描述性统计结果与分析

表 3 为主要变量描述性统计结果。在总样本中,控股股东当年向上市公司提供财务资助样本占比 9.14%,在财务资助样本中,财务资助总规模 FS\_A 的均值为 0.0682,表明上市公司每 100 万元的总资产中控股股东财务资助 6.82 万元,且短期财务资助规模 FS\_S 大于长期财务资助规模 FS\_L。在财务资助频次上,财务资助频次、短期和长期财务资助频次的自然对数均值分别为 1.1055、0.8439 和 0.1617,表明当年控股股东向上市公司提供财务资助的总次数、短期和长期财务资助的总次数均值分别为 3.186 次、2.456 次和 0.389 次。

### (二)回归结果统计分析

首先,针对假设 1,本文利用模型(1)进行检验,结果见表 4。从表 4 可以看出,列(1)中是否控股股东提供财务资助变量 FS\_D 的系数在 1%的水平上显著为正,列(2)中控股股东财务资助规模变量 FS\_A 的系数在 5%的水平上也显著为正,表明当控股股东提供财务资助时显著增加了企业的银行贷款,且财务资助规模越大,银行贷款增加越多,从而验证了假设 1。

针对假设 2,财务资助的期限差异对于银行贷款的影响,本文采用模型(2)进行了检验,结果见表 5。从表 5 可以看出,列(1)中短期财务资助变量 FS\_S 的系数为正,但不显著,列(2)中长期财务资助变量 FS\_L 的系数在 5%的水平上显著为正。这表明,相比短期财务资助,长期财务资助规模越大,银行贷款增加越多,即长期财务资助的增强效应更强,假设 2 得到验证。

表 3

主要变量描述性统计

Variables	N	Mean	Min	Median	Max	Std
FS_D	10108	0.0914	0	0	1	0.2882
FS_A	924	0.0682	9.91e <sup>-6</sup>	0.0335	1.0202	0.0995
FS_S	924	0.0481	0	0.0159	1.0201	0.0900
FS_L	924	0.0104	0	0	0.5777	0.0420
FS_AF	924	1.1055	0.6931	0.6931	4.3040	0.6529
FS_SF	924	0.8439	0	0.6931	4.3040	0.7572
FS_LF	924	0.1617	0	0	2.9444	0.4321
CQL <sub>t-1</sub>	10108	0.3338	0	0	1	0.4716
CQM <sub>t-1</sub>	10108	0.3328	0	0	1	0.4712
CQH <sub>t-1</sub>	10108	0.3334	0	0	1	0.4715
Bankloan <sub>t</sub>	10108	0.0507	-0.2634	0.0252	0.6509	0.1262
Top1 <sub>t-1</sub>	10108	0.3269	0.085	0.303	0.7551	0.3270
SEO <sub>t-1</sub>	10108	0.1452	0	0	1	0.3524
TC <sub>t-1</sub>	10108	-0.0995	-1.0174	-0.0687	0.7319	0.2370
Tang <sub>t-1</sub>	10108	0.2006	0.0017	0.1759	0.7386	0.1431
ROA <sub>t-1</sub>	10108	0.0428	-0.1078	0.0382	0.1970	0.0450
Lev <sub>t-1</sub>	10108	0.4485	0.0523	0.4362	1.5872	0.2129
ST <sub>t-1</sub>	10108	0.0241	0	0	1	0.1535
Size <sub>t-1</sub>	10108	21.653	19.012	21.567	26.895	1.0580

表 4 控股股东财务资助规模对银行贷款影响的回归结果

变量	(1)	(2)
Cons	0.1910 *** (7.01)	0.1887 *** (6.98)
FS_D	0.0147 *** (3.00)	
FS_A		0.1454 ** (2.30)
Top1 <sub>t-1</sub>	0.0347 *** (3.53)	0.0351 *** (3.59)
SEO <sub>t-1</sub>	0.0250 ***	0.0253 *** (4.46)
TC <sub>t-1</sub>	0.0015 (0.18)	0.0012 (0.14)
Tang <sub>t-1</sub>	-0.0308 * (-1.91)	-0.0313 * (-1.95)
ROA <sub>t-1</sub>	0.2392 *** (6.45)	0.2372 *** (6.25)
Lev <sub>t-1</sub>	0.0349 (1.36)	0.0376 (1.48)
ST <sub>t-1</sub>	0.0146 (0.86)	0.0143 (0.83)
Size <sub>t-1</sub>	-0.0081 *** (-7.25)	-0.0080 *** (-7.21)
Ind& Year	控制	控制
N	10108	10108
F	73.6578	81.0176
R <sup>2</sup>	0.0294	0.0291

表 5 控股股东财务资助期限对银行贷款影响的回归结果

变量	(1)	(2)
Cons	0.1897 *** (6.92)	0.1790 *** (7.75)
FS_S	0.1282 (1.47)	
FS_L		0.2491 ** (2.78)
Top1 <sub>t-1</sub>	0.0357 *** (3.67)	0.0348 ** (2.54)
SEO <sub>t-1</sub>	0.0253 *** (4.45)	0.0224 *** (4.41)
TC <sub>t-1</sub>	0.0013 (0.16)	0.0008 (0.09)
Tang <sub>t-1</sub>	-0.0312 * (-1.94)	-0.0300 * (-2.07)
ROA <sub>t-1</sub>	0.2329 *** (6.30)	0.2336 *** (8.75)
Lev <sub>t-1</sub>	0.0382 (1.51)	0.0408 * (1.91)
Size <sub>t-1</sub>	-0.0081 *** (-7.16)	-0.0079 *** (-10.96)
ST <sub>t-1</sub>	0.0151 (0.88)	0.0163 (1.20)
Ind& Year	控制	控制
N	10108	10108
F	78.6140	46.6574
R <sup>2</sup>	0.0286	0.0245

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著，下表同。

针对假设 3,本文在不同信用资质样本中对模型(1)和模型(2)进行检验,结果见表 6。从表 6 的回归结果可以看出,在低信用企业中,列(1)~(3)中控股股东财务资助规模变量 FS\_A 的系数为负但不显著,短期财务资助规模变量 FS\_S 的系数在 10%水平显著为负,长期财务资助规模变量 FS\_L 的系数为负不显著,这表明在低信用企业中,控股股东财务资助规模的增加不利于企业获得更多银行贷款,尤其是短期财务资助规模反而会显著降低企业银行贷款。在中信用企业中,列(4)~(6)中控股股东财务资助规模变量 FS\_A 的系数在 5%水平显著为正,短期财务资助变量 FS\_S 的系数为正但不显著,长期财务资助变量 FS\_L 的系数在 10%水平显著为正,这表明控股股东财务资助有助于中信用企业获得更多的银行贷款,尤其是长期财务资助的增强效应更加明显。在高信用企业中,列(7)~(9)中控股股东财务资助规模变量 FS\_A 的系数在 1%水平显著为正,列(8)中短期财务资助变量 FS\_S 的系数在 1%水平显著为正,但列(9)中长期财务资助变量 FS\_L 的系数为正不显著,这表明控股股东财务资助有助于高信用资质企业获得更多的银行贷款,其中短期财务资助增强效应更明显。这可能是由于高信用资质的企业发展前景良好,盈利性较强,控股股东更多的是提供短期财务资助,一方面支持企业短期资金需求,另一方面短期财务资助还款压力下,控股股东会加强对企业监管,减少企业的代理冲突,由此假设 3 得到了验证。

表 6 不同信用资质企业控股股东财务资助对银行贷款影响的回归结果

变量	低信用资质企业			中信用资质企业			高信用资质企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Cons	0.0934** (2.34)	0.0928** (2.19)	0.0929** (2.35)	0.2365*** (4.88)	0.2430*** (5.05)	0.2429*** (5.10)	0.2965*** (4.78)	0.3000*** (4.75)	0.2926*** (4.67)
FS_A	-0.0322 (-0.65)			0.3595** (2.28)			0.5694*** (3.32)		
FS_S		-0.0841* (-1.84)			0.3209 (1.44)			0.5716*** (3.20)	
FS_L			-0.0603 (-0.72)			0.6385* (1.95)			0.3946 (0.56)
Top1 <sub>t-1</sub>	0.0266* (1.95)	0.0272* (1.74)	0.0263* (1.94)	0.0390** (2.21)	0.0398** (2.27)	0.0418** (2.39)	0.0299* (1.74)	0.0303* (1.77)	0.0339* (1.96)
SEO <sub>t-1</sub>	0.0269*** (3.35)	0.0270*** (2.88)	0.0268*** (3.34)	0.0082 (1.13)	0.0082 (1.14)	0.0087 (1.20)	0.0314*** (3.68)	0.0315*** (3.69)	0.0316*** (3.70)
TC <sub>t-1</sub>	0.0075 (0.93)	0.0072 (0.69)	0.0077 (0.95)	-0.0110 (-0.78)	-0.0099 (-0.69)	-0.0086 (-0.61)	0.0080 (0.53)	0.0083 (0.54)	0.0096 (0.63)
Tang <sub>t-1</sub>	-0.0207 (-1.22)	-0.0206 (-1.31)	-0.0210 (-1.24)	-0.0705*** (-3.35)	-0.0712*** (-3.38)	-0.0711*** (-3.36)	-0.0066 (-0.22)	-0.0071 (-0.24)	-0.0046 (-0.15)
ROA <sub>t-1</sub>	0.3693*** (8.14)	0.3683*** (8.56)	0.3713*** (8.13)	0.4371*** (7.74)	0.4336*** (7.68)	0.4327*** (7.58)	0.1110 (1.28)	0.1056 (1.22)	0.0819 (0.95)
Lev <sub>t-1</sub>	0.0327 (0.96)	0.0322 (0.94)	0.0330 (0.97)	0.0461 (0.87)	0.0451 (0.85)	0.0464 (0.87)	0.0370 (0.49)	0.0377 (0.50)	0.0377 (0.50)
ST <sub>t-1</sub>	-0.0246* (-1.87)	-0.0230* (-1.97)	-0.0257* (-1.95)	-0.0231 (-0.77)	-0.0229 (-0.75)	-0.0196 (-0.65)	0.0941** (2.58)	0.0935** (2.57)	0.0990** (2.55)
Size <sub>t-1</sub>	-0.0036* (-1.86)	-0.0036* (-1.73)	-0.0036* (-1.87)	-0.0095*** (-4.24)	-0.0098*** (-4.39)	-0.0099*** (-4.44)	-0.0140*** (-4.91)	-0.0142*** (-4.87)	-0.0138*** (-4.79)
Ind& Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	3374	3374	3374	3364	3364	3364	3370	3370	3370
F	7.0438	7.2256	7.0619	7.1859	6.9029	7.0256	3.4260	3.4078	3.1998
R <sup>2</sup>	0.0502	0.0511	0.0501	0.0499	0.0476	0.0485	0.0526	0.0517	0.0449

### (三)稳健性检验

1.内生性处理。为了控制控股股东财务资助样本组和无控股股东财务资助样本组之间存在的系统性差异,进一步减少变量间的内生性,本文利用 PSM 方法对假设 1 和假设 2 进行检验。

首先,将样本期间内由无控股股东财务资助变成有控股股东财务资助并一直持续样本期间结束的公司为处理组样本,将样本期间内从未发生过控股股东财务资助的公司为对照组样本,并通过 1:2 的半径 0.01 的匹配方法,为处理组样本寻找倾向得分值最接近的控制组样本,倾向得分的计算为控股股东财务资助根据模型 1 中的控制变量回归得到,最终得到 2184 个样本。在配对样本中,根据模型 1 检验控股股东财务资助对银行贷款的影响,回归结果如表 7 所示,列(1)~(3)的控股股东财务资助变量 FS\_D、FS\_A 和 FS\_S 均显著为正,列(4)中 FS\_L 的系数为正,但不显著。这说明控股股东财务资助可以显著提升银行的贷款水平,假设 1 依然成立。

表 7 PSM 方法下控股股东财务资助与银行贷款的回归统计

	(1)	(2)	(3)	(4)
Cons	0.1935*** (2.83)	0.1928*** (2.78)	0.1931*** (2.76)	0.1837*** (2.72)
FS_D	0.0226** (2.39)			
FS_A		0.2186*** (2.88)		
FS_S			0.2129* (1.89)	
FS_L				0.1546(0.25)
CV <sub>t-1</sub>	控制	控制	控制	控制
Ind&_Year	控制	控制	控制	控制
N	2184	2184	2184	2184
F	17.1659	16.9255	16.3172	15.7886
R <sup>2</sup>	0.0437	0.0441	0.0424	0.0409

在模型 1 的基础之上,加入企业信用资质变量以及财务资助变量与企业信用资质变量的交乘项,对配对后的样本进行回归检验。回归结果如表 8 所示,从列(1)~(3)的系数显著性以及联合系数显著性检验来看,FS\_A 和 FS\_S 均显著为正,FS\_A+FS\_A×CQL<sub>t-1</sub>的联合系数检验显著小于 0,FS\_S+FS\_S×CQL<sub>t-1</sub>的联合系数检验显著小于 0,FS\_L+FS\_L×CRM<sub>t-1</sub>的联合系数检验均显著大于 0。这表明对于低信用资质企业,财务资助规模尤其是短期财务资助显著降低了企业的贷款能力,对于中等信用资质企业,长期财务资助显著增加了银行贷款,对于高信用资质企业,短期财务资助显著增加了银行贷款。证实了不同信用资质企业控股股东财务资助信号效应的差异性,因此,假设 3 得到验证。

其次,针对财务资助的内生性问题,本文选择 T-1 期的同行业同年度的平均财务资助规模 Ind\_FS\_A 和同行业同省份的平均财务资助规模 Pro\_FS\_A 作为控股股东财务资助的工具变量,然后采用 GMM 方法进行回归检验。如表 9 所示,在中信用企业中,控股股东财务资助有助于企业获得更多的银行贷款,尤其是长期财务资助的增强效应更加明显。在高信用企业中,控股股东财务资助有助于企业获得更多的银行贷款,尤其是短期财务资助的增强效应更加明显。结果支持假设 3。

2.控股股东财务资助的其他衡量指标。本文将财务资助变量替换成控股股东财务资助总频次、短期财务资助频次和长期财务资助频次,重新对假设 1 和假设 2 进行实证检验。首先对模型(1)并进行回归分析,结果如表 10 所示。财务资助总频次以及短期财务资助频次越高,银行贷款水平也越高。结果基本支持假设 1 和假设 2。

进一步,在不同信用资质样本中检验控股股东财务资助频次对银行贷款的影响。结果如表 11 所示,发现控股股东财务资助的频次并不能显著提升低信用资质企业的银行贷款,而随着短期财务资助频次的提升,低信用资助企业银行贷款反而显著下降。但在中信用资质和高信用资质企业中,控股股东财务资助频次可以显著增加银行贷款。随着财务资助尤其是短期财务资助频次的增加,对于低信用资质而言,控股股东财务资助频次增加被外界认为企业经营较差、现金流短缺、需要股东不断“输血”,而对于中信用资质和高信用资质企业,企业发展前景良好,控股股东多次的短期财务资助更多的

表 8

PSM 方法下企业信用资质、财务资助与银行贷款的回归统计

	(1)	(2)	(3)
Cons	0.1981*** (2.85)	0.2049*** (2.95)	0.1879*** (2.71)
FS_A	0.6406* (1.92)		
FS_A×CQL <sub>t-1</sub>	-0.6598* (-1.90)		
FS_A×CQM <sub>t-1</sub>	-0.2154(-0.54)		
FS_S		0.9301** (2.26)	
FS_S×CQL <sub>t-1</sub>		-1.0111** (-2.39)	
FS_S×CQM <sub>t-1</sub>		-0.5734(-1.12)	
FS_L			-0.3709*** (-3.95)
FS_L×CQL <sub>t-1</sub>			0.2889(1.53)
FS_L×CQM <sub>t-1</sub>			1.1829** (2.04)
CV <sub>t-1</sub>	控制	控制	控制
Ind&year	控制	控制	控制
联合系数检验	FS_A+FS_A×CQL <sub>t-1</sub> <0 F=3.73*	FS_S+FS_S×CQL <sub>t-1</sub> <0 F=5.48**	FS_L+FS_L×CQL <sub>t-1</sub> <0 F=7.09***
	FS_A+FS_A×CQM <sub>t-1</sub> >0 F=1.50	FS_S+FS_S×CQM <sub>t-1</sub> >0 F=2.95*	FS_L+FS_L×CQM <sub>t-1</sub> >0 F=6.71***
N	2184	2184	2184
F	3.2104	3.2035	3.4830
R <sup>2</sup>	0.0502	0.0506	0.0455

表 9

银行贷款与控股股东财务资助的内生性检验

变量	低信用资质企业			中信用资质企业			高信用资质企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Cons	0.1426*** (2.69)	0.1275*** (2.81)	0.1500 (1.53)	-0.1559 (-0.63)	-0.0496 (-0.26)	-0.2189 (-0.72)	0.3390*** (5.42)	0.3339*** (5.19)	0.3000*** (3.56)
FS_AF	-0.5507 (-1.02)			11.7992** (2.39)			0.9269*** (2.60)		
FS_SF		-0.8516 (-1.21)			15.8420** (2.37)			1.0353*** (2.63)	
FS_LF			-2.1947 (-0.48)			47.5927** (2.09)			6.0473 (0.78)
CV <sub>t-1</sub>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind&Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	3374	3374	3374	3364	3364	3364	3370	3370	3370
Chi2	146.6703	139.0342	146.7364	60.5656	60.9731	61.0645	85.2350	84.0310	84.3861

表 10

控股股东财务资助频次对银行贷款影响的回归结果

	(1)	(2)	(3)
Cons	0.1917*** (7.02)	0.1910*** (6.98)	0.1898*** (7.05)
FS_AF	0.0099*** (3.26)		
FS_SF		0.0087** (2.62)	
FS_LF			0.0086(1.18)
Ind&Year	控制	控制	控制
N	10108	10108	10108
F	74.2967	76.4893	84.2231
R <sup>2</sup> _p	0.0291	0.0288	0.0284

表 11

不同信用资质企业控股股东财务资助频次对银行贷款影响的回归结果

变量	低信用资质企业			中信用资质企业			高信用资质企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Cons	0.1107 *** (2.70)	0.1103 *** (2.70)	0.1108 *** (2.71)	0.2405 *** (4.19)	0.2420 *** (4.18)	0.2500 *** (4.34)	0.3533 *** (5.24)	0.3519 *** (5.20)	0.3500 *** (5.17)
FS_AF	-0.0050 (-1.45)			0.0286 *** (3.06)			0.0453 *** (2.65)		
FS_SF		-0.0063 * (-1.90)			0.0291 *** (2.97)			0.0392 * (1.73)	
FS_LF			0.0033 (0.31)			0.0078 (0.38)			0.0238 (0.80)
CV <sub>t-1</sub>	控制								
Ind&Year	控制								
N	3374	3374	3374	3364	3364	3364	3370	3370	3370
F	9.0827	9.2092	9.1642	10.6529	10.8449	9.7620	4.7498	4.7502	4.7466
R <sup>2</sup>	0.0501	0.0503	0.0497	0.0451	0.0443	0.0404	0.0582	0.0558	0.0521

是支持企业发展,进而增加银行贷款。结果依然支持假设 3。

3.企业信用资质的其他衡量指标。为了保证结果的可靠性,以企业债券的信用评级来衡量企业信用资质。本文以 T-1 期上市公司为公司债券的发行主体,最终得到 1559 个样本。将评级机构对发行主体上市公司 T-1 期的信用评定为 AAA 级为高信用企业 CRH<sub>t-1</sub>,评级为 AA+和 AA 级为中信用企业 CRM<sub>t-1</sub>,评级为 AA-以下为低信用企业 CRL<sub>t-1</sub>。本文在模型 1 的基础之上,加入企业信用评级变量、财务资助变量与企业信用评级变量的交乘项,以检验不同信用评级企业控股股东财务资助对银行贷款的影响,结果如表 12 所示。从列(1)~(3)的结果中发现,FS\_A+FS\_A×CRL<sub>t-1</sub>的联合

表 12

基于企业债券信用评级指标的回归结果

	(1)	(2)	(3)
Cons	0.2179 *** (2.88)	0.2181 *** (2.86)	0.1846 ** (2.50)
CRL <sub>t-1</sub>	-0.0399(-1.40)	-0.0405(-1.41)	-0.0338(-1.14)
CRM <sub>t-1</sub>	-0.0181(-0.76)	-0.0178(-0.75)	-0.0145(-0.58)
FS_A	-2.1756 *** (-4.15)		
CRL <sub>t-1</sub> ×FS_A	1.9584 *** (2.74)		
CRM <sub>t-1</sub> ×FS_A	2.2776 *** (3.94)		
FS_S		-2.3414 *** (-3.33)	
CRL <sub>t-1</sub> ×FS_S		2.5441 *** (2.80)	
CRM <sub>t-1</sub> ×FS_S		2.4559 *** (3.01)	
FS_L			-4.7732 *** (-7.46)
CRL <sub>t-1</sub> ×FS_L			4.5420 *** (4.16)
CRM <sub>t-1</sub> ×FS_L			4.9397 *** (4.54)
CV <sub>t-1</sub>	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制
year	控制	控制	控制
联合系数	FS_A+FS_A×CRL <sub>t-1</sub> <0 F=12.71 ***	FS_S+FS_S×CRL <sub>t-1</sub> >0 F=10.33 ***	FS_S+FS_S×CRL <sub>t-1</sub> <0 F=36.97 ***
检验	FS_A+FS_A×CRM <sub>t-1</sub> >0 F=17.17 ***	FS_S+FS_S×CRM <sub>t-1</sub> >0 F=10.59 ***	FS_S+FS_S×CRM <sub>t-1</sub> >0 F=44.41 ***
N	1559	1559	1559
F	3.9850	3.7530	21.7741
R <sup>2</sup> <sub>p</sub> /R <sup>2</sup>	0.0607	0.0599	0.0536

系数检验显著小于 0,表明在低信用评级企业中,控股股东财务资助并不利于企业获得更多的银行贷款。而  $FS\_A+FS\_A \times CRM_{t-1}$  和  $FS\_L+FS\_L \times CRM_{t-1}$  的联合系数检验均显著大于 0,表明在中信用评级企业中,控股股东财务资助有利于企业获得更多的银行贷款,尤其是长期财务资助的增强效应更加明显,假设 3 得到验证。

## 六、机制分析

在上文的理论分析和实证检验中,控股股东财务资助的信号效应因信用资质而存在异质性,那到底是哪种机制导致了这种差异性呢?由于控股股东财务资助的动机有“短期救助”和“长期发展”之分,而财务资助作为“真金白银”式的资金流入,企业在拿到资金后将资金用于何处,资金的运用效率如何,可能是导致这种差异性的关键。实践中财务资助常常用于补充流动性资金、业务发展和项目建设,企业拿到资金后往往会直接影响企业投资。有鉴于此,本文以企业的投资水平和投资效率作为影响机制,来验证不同信用资质企业控股股东提供财务资助后的差异性影响。

首先,针对投资水平 Invest,本文采用固定资产净值、无形资产净值、在建工程及工程物资的净增量并除以平均资产衡量,并依据模型(1)中控制变量的选择,在不同信用资质企业中对控股股东财务资助与投资水平的关系进行了回归分析,结果如表 13 所示。整体来看,低信用资质企业的财务资助和投资水平之间呈负相关关系,说明对于低信用资质企业而言,控股股东的财务资助并没有用于提升企业投资。而在中信用资质和高信用资质企业中,财务资助总规模显著提升了投资水平。

表 13 不同信用资质企业控股股东财务资助对投资水平的影响

	(1)	(2)	(3)
	低信用资质企业	中信用资质企业	高信用资质企业
Cons	-0.0412* (-1.81)	0.0378(0.83)	0.2328*** (3.77)
FS_A	-0.0433(-1.58)	0.1035* (1.84)	0.2595* (1.95)
CV <sub>t-1</sub>	控制	控制	控制
Year&Ind	控制	控制	控制
N	3372	3363	3368
F	16.0408	86.3457	25.9765
R <sup>2</sup>	0.1142	0.0970	0.0733

其次,除了投资水平外,投资效率也是衡量企业资金效率、代理问题的重要指标之一,下文对不同信用资质企业在控股股东财务资助后的投资效率进行了分析。具体而言,本文依据 Biddle 等所提出的方法,构建企业具有过度投资或投资不足倾向的条件排序指标<sup>[26]</sup>,分别对企业的现金持有量和财务杠杆进行 10 等分排序,并用二者排序值之和平均除以 10,其值越大意味着公司的流动性越好更有可能发生过度投资,其值越小意味着企业的流动性越差发生投资不足的可能性越大,然后根据将该值从高到低三等分,在行业中处于前 1/3 分位的企业视为具有过度投资倾向的企业,后 1/3 分位的企业视为具有投资不足倾向的企业。Biddle 等认为选取现金持有量和财务杠杆这两个指标可以较好的反映公司的流动性特征,而公司的流动性在企业投资中扮演者至关重要的角色,控股股东财务资助直接影响公司的流动性。本文检验了过度投资倾向样本中控股股东进行财务资助后对企业投资水平的影响,如表 14 所示。具有过度投资倾向的低信用企业,财务资助对投资水平影响不明显,并没有显著减少过度投资。中信用企业,长期财务资助降低了投资水平,显著减少了过度投资,提高了投资效率。高信用企业,短期财务资助显著减少了过度投资,提高了投资效率。

结合对投资水平和投资效率的研究结果来看,在低信用资质企业中,控股股东短期财务资助没有用于企业投资,没有提升企业的投资水平,其可能更多的是用于企业日常经营资金的补充,更多的传递出“短期救助”的信号,因而难以获得更多的银行贷款。对于中信用资质和高信用资质企业,控股股东财务资助不仅提高了投资水平,支持了企业的发展,还降低了过度投资,优化了企业投资效率,因而银行也更愿意贷款。以上结果表明,我国银行在企业贷款政策上更多的是“锦上添花”,只有当企业自

身信用资质良好,控股股东的财务资助才被视作积极信号,此时银行也会增加贷款数量。

表 14 不同信用资质企业控股股东财务资助对过度投资的影响

变量	低信用资质企业			中信用资质企业			高信用资质企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Cons	-0.0263 (-0.66)	-0.0270 (-0.68)	-0.0266 (-0.67)	0.0129 (0.20)	0.0148 (0.23)	0.0154 (0.24)	0.3495*** (2.86)	0.3524*** (2.88)	0.3481*** (2.85)
FS_A	-0.0437 (-0.76)			0.0788 (0.52)			-0.0895 (-0.46)		
FS_S		-0.0938 (-1.00)			0.0772 (0.43)			-0.3291* (-1.75)	
FS_L			-0.2587 (-1.12)			-0.7599*** (-3.03)			2.8219 (1.60)
CV <sub>t-1</sub>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year&Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1392	1392	1392	1024	1024	1024	665	665	665
F	6.4162	6.4066	6.4093	7.0538	6.9296	7.3335	3.0292	3.0572	3.0701
R <sup>2</sup>	0.1122	0.1128	0.1123	0.1005	0.1004	0.1013	0.0864	0.0882	0.0915

## 七、研究结论和启示

本文基于控股股东财务资助的信号效应,探讨了民营企业控股股东财务资助对银行贷款政策的影响。研究发现,整体来看,近年来随着我国资本市场对控股股东行为监管的加强,公司治理的完善,控股股东财务资助的动机由“短期资助”开始向“长期发展”而转变,更多地传递出积极信号,此时外部债权人银行也会根据控股股东财务资助传递的积极信号增加银行贷款,尤其是长期财务资助信号强度更大,对银行贷款增强效应更明显。但区分企业信用资质来看,控股股东的信号效应还因企业信用资质存在异质性,低信用企业的短期财务资助会降低银行贷款,只有中信用资质和高信用资质企业的财务资助显著增加了企业银行贷款。进一步分析发现,在低信用资质企业中,控股股东短期财务资助没有用于企业投资,其可能更多的是用于企业日常经营资金的补充,更多的传递出“短期救助”的信号,因而难以获得更多的银行贷款。对于中信用资质和高信用资质企业,控股股东财务资助提高了投资水平,支持了企业的发展,且降低了过度投资,优化了企业的投资效率,银行也更愿意贷款。这表明,随着资本市场监管的加强,控股股东财务资助的行为逐步规范,银行对控股股东财务资助也更多的给予积极反馈,民营企业融资难融资贵的问题得到部分缓解,但对于低信用资质企业,自身经营能力的提高,信用资质的提升仍是获得外部融资的关键。

当前,国家充分肯定了我国民营经济的重要地位和作用,并已出台多项金融政策帮助民营企业解决融资难和融资贵的问题。然而本文的研究结论显示,对于民营企业而言,提高其自身信用资质才是获得外部融资的关键。当企业信用资质较低时,更多的只能依靠股东的内部资金输血,还是难以获得外部银行贷款支持。

针对当前民营企业中日益增多的控股股东财务资助,根据本文的研究成果,得到以下启示:(1)明确控股股东财务资助期限。当前实践中,部分控股股东财务资助并没有明确具体的使用期限,这将使得企业使用资金时缺乏约束,降低财务资助发挥债权性的“自由现金流约束”效应。因此,控股股东不仅需要明确财务资助的具体期限,而且可以根据企业不同特征,提高财务资助期限与企业发展的匹配性,适当延长中信用企业财务资助的期限。(2)鼓励财务资助用于企业战略发展的方向。之前研究发现,控股股东财务资助多数是为了解决在财务层面的融资成本和融资效率问题,以及在经营层面上面临的流动性问题。在此基础上,本文发现即使企业没有财务困境,在长期发展时控股股东也可以提供财务资助,因此也要鼓励和引导控股股东财务资助更多的用于能够支持企业战略变革和转型需要的方向,不仅满足企业发展的需求,也可以逐步转变包括银行债权人在内的外部投资者对控股股东财

务资助多是用于救助的片面认识。(3)合理安排财务资助的规模和频次。控股股东要视企业的具体情况来决定财务资助的规模和频次,对于那些存在财务困境的企业,控股股东不仅需要提供适当规模的财务资助帮助企业脱困,同时也要减少资助的频次,避免企业形成“救助依赖症”。而对于那些经营状况各方面良好的企业,控股股东利用财务资助支持企业发展的同时,还可以适当利用财务资助的频次来监管和约束管理层,进而降低代理成本。

#### 注释:

①近年来,监管部门持续、严厉打击资金侵占、违规担保以及信息披露违法行为,多家上市公司及实控人因资金占用、违规担保受到处罚。2021年,证监会集中部署专项执法行动,集中打击财务造假、资金占用、违规担保及操纵市场、内幕交易等严重违法行为,依法从严从快从重查办20起重大典型案件,其中主要是信息披露、内幕交易等占比较高。截止2022年5月30日,证监会和地方证监局已经发出114张行政处罚决定书,合计罚没金额6.61亿元。从违法违规类型来看,也是信披违法类、内幕交易类较多,占比分别为35.96%、34.21%。

②近年财务资助典型的案例有:(1)2011年5月24日,北斗星通(证券代码:002151)发布关于接受控股股东财务资助的关联交易公告,“鉴于目前信贷政策趋紧,为了解决公司快速融资问题、支持公司的战略发展、降低公司财务费用,公司控股股东、实际控制人、董事长周儒欣先生拟向公司提供不超过8000万元的现金财务资助,使用期限不超过三年。”;(2)2011年11月26日,路翔股份(证券代码:002192)发布关于接受控股股东财务资助的关联交易公告,“为支持公司战略发展,公司控股股东柯荣卿先生拟通过委托银行贷款的方式向公司提供现金借款1.5亿元,有效期限为一年,利率为同期银行贷款基准利率。”;(3)2014年6月20日,华东医药(证券代码:000963)发布了关于控股股东向公司提供无偿借款的关联交易公告,“为了支持本公司收购子公司股权,帮助公司筹措资金,降低财务费用,控股股东远大集团向公司无偿提供期限一年,总额2亿元人民币的借款。”

③财务杠杆指标为资产负债比例、权益负债比率;流动性指标为速动比率、现金比率;盈利能力为毛利率、息税前利润收入比、资产收益率;保障能力指标为营运资金借款比、利息保障倍数、现金流量利息保障倍数;发展能力指标为营业收入增长率、总资产增长率;营运能力指标为应收账款周转率,运营资金周转率。

#### 参考文献:

- [1] 李广子,刘力.债务融资成本与民营信贷歧视[J].金融研究,2009(12):137—150.
- [2] 李四海,蔡宏标,张俭.产权性质、会计盈余质量与银行信贷决策——信贷歧视抑或风险防控[J].中南财经政法大学学报,2015(5):78—87.
- [3] Friedman, E., Johnson, S., Mitton, T. Propping and Tunneling[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31(4):732—750.
- [4] 郑志刚,牟天琦,黄继承.存在退市风险公司的救助困境与资本市场的“预算软约束”[J].世界经济,2020(3):142—166.
- [5] 王亮,罗党论,姚益龙.股权分置改革、大股东支持的动机与后果——来自中国上市公司的经验证据[J].山西财经大学学报,2010(11):94—101.
- [6] 谭燕,蒋华林,吴静,施赟.企业生命周期、财务资助与银行贷款——基于A股民营上市公司的经验证据[J].会计研究,2018(5):36—43.
- [7] Gopalan, R., Nanda, V., Seru, A. Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Groups[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(3):759—795.
- [8] Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., and Xuan, Y. Ownership Structure and The Cost of Corporate Borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 100(1):1—23.
- [9] Anderson, R. C., Mansi, S. A., Reeb, D. M. Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68(2):263—285.
- [10] 肖作平,张樱.终极控制股东,社会资本与银行贷款——自中国上市公司的经验证据[J].证券市场导报,2016(4):35—48.
- [11] 李常青,曾敏,陈泽艺.大股东会支持上市公司吗?——基于大股东股权质押的视角[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2021(4):71—84.
- [12] 于博.商业信用、信号效应与银行融资——基于A股制造业上市企业的实证分析[J].证券市场导报,2017(1):34—42.
- [13] 吴娜,于博,孙利军.商业信用融资与银行信贷融资的多重结构突变——基于面板门限的非线性关系分析[J].南开管理评论,2017(4):73—81.
- [14] 尹志超,甘犁.信息不对称、企业异质性与信贷风险[J].经济研究,2011(9):121—132.
- [15] 杨慧辉,汪建新,郑月.股权激励、控股股东性质与信贷契约选择[J].财经研究,2018(1):75—86.
- [16] Riyanto, Y. E., Toolsema, L. Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership[J]. Journal of Banking & Finance, 2008, 32(10):2178—2187.

- [17] Rajan,R.G.,L.Zingales.What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data [J].*Journal of Finance*,1995,50(5):1421—1460.
- [18] Myers,S.C.Determinants of Corporate Borrowing[J].*Journal of Financial Economics*,1977,5(2):147—175.
- [19] Hart,O.Firm,Contract,and Financial Structure.[M].Oxford University Press,1995.
- [20] 何韧,刘兵勇,王婧婧.银企关系、制度环境与中小微企业信贷可得性[J].*金融研究*,2012(11):103—115.
- [21] 赵吟.论破产分配中的衡平居次原则[J].*河北法学*,2013(3):156—161.
- [22] Graham,J.R.,Harvey,C.R.The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field [J].*Journal of Financial Economics*,2001,60(2—3):187—243.
- [23] Wittenberg-Moerman,R.The Impact of Information Asymmetry on Debt Pricing and Maturity[J].*Proceedings*,2007(11):123—147.
- [24] 梁琪.企业信用风险的主成分判别模型及其实证研究[J].*财经研究*,2003(5):52—57.
- [25] 叶志锋,胡玉明.盈余管理、债权保护与债务违约率——来自中国证券市场的证据[J].*山西财经大学学报*,2009(11):67—73.
- [26] Biddle,G.C.,Hilary,G.,Verdi,R.S.How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? [J].*Journal of Accounting and Economics*,2009,48(2—3):112—131.

## Financial Support from Controlling Shareholders in Private Enterprises and Bank Loans: Base on the Perspective of Signaling Effects

JIANG Hualin<sup>1</sup> ZHOU Yanli<sup>2</sup>

(1.School of Accounting,Guangdong University of Finance,Guangzhou,520521;

2.School of Finance,Guangdong University of Foreign Studies,Guangzhou,520420)

**Abstract:** Based on the data of the A-share private enterprises in Shanghai and Shenzhen from 2007 to 2018, this paper discusses the behaviors of controlling shareholders' financial support influence on bank loans policies on the perspective of signaling effects. The empirical results show that the financial support from controlling shareholders is significantly positive with the bank loans by means of signal incentive, and the signaling effects of long-term financial support is stronger, the enhancement effect on bank loans is more obvious. However, considering firms' credit qualification, the short-term financial support is negative with bank loans in lower credit firms, but the financial support is significantly positive with bank loans in medium and higher credit firms. Mechanism analysis shows that, the short-term financial support is not used for investment and does not improve the level of investment in lower credit firms. It may be more used for daily operation, so it is difficult to obtain bank loans. For medium and high credit firms, the financial support not only improves the investment level, but also reduces over-investment and optimizes the investment efficiency. Therefore, banks are more willing to lend. Firms with different credit qualifications have different signaling effects because of the signal contents released by the controlling shareholders' financial support are different.

**Key words:** Private Enterprises; Financial Supporting from Controlling Shareholders; Signaling Effects; Bank Loans

(责任编辑:肖加元)