信贷市场：“所有制偏好”还是“规模偏好”

——基于企业营商环境视角的讨论

张晖明 刘入嘉 王 凯[[1]](#footnote-1)\*

摘要：本文从营商环境视角切入，围绕企业融资条件平等性这一评价营商环境的重要内容，讨论中小企业信贷难究竟是否导因于“所有制歧视”。本文围绕经济体制转轨背景因素、商业银行对企业融资能力的评价指标和企业信贷资金的获得性展开讨论，基于2015-2019年A股非金融类上市公司数据，通过分组回归、Oaxaca-Blinder分解，从信贷规模、信贷融资成本、信贷期限结构三个维度对信贷市场竞争公平性进行了实证研究。研究发现：从定性来看，银行自身的商业化行为可能更注重所放贷企业的盈利能力、成长性、流动性风险等因素；定量来看，相对国有企业而言，非国有企业大多为中小型企业，受自身资本规模和运营能力的制约，其信贷资源获取能力往往偏弱；民营企业贷款难不能被简单认为是其所有制身份所引致的，而是由于其在现有营商环境下较之国有企业存在的多方面禀赋不足。

关键词：信贷市场 所有制偏好 规模偏好 营商环境

一、引言

改革开放四十余年来，我国的社会主义市场经济体制不断完善，创造了更加公平的法制化的营商环境。作为市场活动主体的企业，其开展经营活动所需的资金筹措是营商环境评价的重要内容。围绕我国民营企业长期以来存在着的“融资难、融资贵”现象，学术界主要有两种分析结论：一种分析从所有制属性切入展开讨论，认为信贷市场上存在对国有企业的所有制偏好，民营企业处于“不利”地位，由此得出融资环境存在“所有制歧视”的结论；另一种分析认为，对于企业获取信贷资金的讨论还是要以信贷资金供给者——商业银行的行为分析为重点，藉此来寻找答案。

本文尝试以企业营商环境评价作为主要考察内容，结合企业经营所处经济体制转轨因素如何影响企业融资能力展开讨论。从商业银行这一企业信贷资金供给主体如何评估企业经营的“资源禀赋”，研究企业融资环境的“定性”“定量”两个方面的表现，以获取对于企业“融资环境”评价更加深入细致的理解。本文以我国2015-2019年上市公司作为研究样本，采用分组回归、Oaxaca-Blinder分解法，从企业规模、融资成本与期限结构三个方面展开讨论，测算由不同所有制企业禀赋差异造成的合理性部分和禀赋未能解释的不合理部分，以刻画出信贷市场是否存在“所有制偏好”，以及在什么意义上与企业的所有制属性有关联。本文研究发现，目前非国有企业在信贷资源获取能力上的劣势主要来自于企业自身的经济禀赋原因，特别是由企业规模能力的劣势所致；所有制“身份”对借贷融资行为的影响主要表现在经济体制转轨进程中的产业开放和市场深化发育不充分，使民营企业在商务活动中出于相对“劣（弱）势”地位，进而形成对其融资能力的制约。

二、文献综述

我国经济生活中的中小企业大多属于“民营经济”形式。现实经济生活中存在的“中小企业贷款难”现象，被直观地聚焦于“民营”身份而得出“所有制歧视”的判断。诚然，受制于信贷资金获取能力制约，必然会产生对企业运营和发展能力的制约和影响，进而又会形成对其贷款融资能力的约束。因此，不少学者正是从关注民营企业的运营和发展能力展开讨论，探讨中小企业“融资难”现象的成因。比如，有的研究认为中小企业自身经营效率相对低下会制约其融资能力(戴静、张建华，2013；邵挺，2010)、由于中小企业自身规模能力或经济实力导致创新动力相对不足制约了其融资发展的能力(袁建国等，2015)、中小企业经营行为不规范容易滋生寻租腐败同样会产生对其融资能力的负面影响(张军和詹宇波，2006)；还有研究认为中小企业在处理收入分配关系时往往存在不平等和不合理也会制约其成长发展能力和融资能力(陈斌开、林毅夫，2012)、部分中小企业的高杠杆率极易导致金融风险进而束缚其发展和融资能力(李增泉等，2006)等。上述这些研究从中小企业经营活动特点和市场环境回答了“中小企业贷款难”的原因。除了上述分析，对民营企业“贷款难”原因的分析可以归结为两种，即“所有制偏好”（也可以称之为“所有制歧视”）和民营中小企业自身的“资源禀赋”（也可以称之为商业银行的放贷行为趋向于“信贷中性”原则）。

（一）关于信贷市场“所有制偏好”的讨论

部分文献认为非国有企业在信贷资源获取上面临多方面的所有制歧视，表现在“信贷规模”“融资成本”和“信贷期限结构”等几个方面。

信贷规模方面。Cull & Xu(2003)、刘小玄和周晓燕(2011)研究发现，我国银行授信决策有时并非出于商业考虑，在“拨改贷”政策推行背景下，信贷资源配置成为了扶持低效国有企业的手段。Brandt & Li(2003)认为，地方官员通过操纵对国有银行经理晋升的评价激励机制，诱导信贷资源向国有企业倾斜，方军雄(2007)的研究也佐证了这一观点。Firth et al.(2009)、马大来等(2015)通过对混合所有制企业股权结构与企业融资关系分析发现，企业国有股份占比越多，企业可获得的贷款越多。

信贷融资成本方面。李广子和刘力(2009)研究发现，在控制其他因素后，2000-2007年民营公司发起上市的股份公司取得贷款的利息率平均比非民营上市公司高出0.5%，而财务费用与净财务费用更是分别高了1.7%和4.3%，由此证实了非国有企业在信贷融资成本上的不利竞争地位。李静等(2013)、樊明太和叶思晖(2019)的研究也通过不同方法佐证了国有企业能获取大量低息信贷资源，而非国有企业融资成本更高的事实。

信贷期限结构方面。由于我国利率市场化改革尚未完成，利率浮动管理和贷款期限结构成为银行控制信用风险的重要手段，不同所有制企业信贷期限结构的不同，也能反映出所有制偏好的存在(陆正飞等，2009)。江伟和李斌(2006)、Li et al(2009)通过研究发现，企业禀赋特征不能很好地解释不同所有制企业债务期限结构的差异，且国有企业绩效越差，反而越容易获取长期债务。黎凯和叶建芳(2007)、孙铮等(2005)认为，这是由于地方官员为避免自身离任对国有企业信贷融资的影响，往往选择干预银行向国有企业提供长期贷款。陈耿(2015)则认为，债务期限歧视的原因在于银行对非国有企业采取了更严格的风险管控措施。

一些文献从改革的动态进程和市场化推进视角，分析了信贷资源配置上存在“所有制偏好”的现象。方军雄(2007)基于市场化指数的研究认为，市场化发育水平的差异会直接引致不同所有制企业在信贷规模、信贷期限结构方面的差异。余明桂和潘红波(2008)在利用市场化指数进行研究的基础上，进一步构建了衡量地区法治化水平与产权侵害程度的指标，结果表明法治化、市场化程度的高低直接影响不同所有制企业获取信贷资金的宽松度。在信贷规模上，方军雄(2007)、段云和国瑶(2012)指出，在银根紧缩时期，政治因素和行政关系能帮助企业拥有更强的信贷融资能力；何靖(2011)发现政治关系可以显著降低企业信贷成本，且这一效果在企业失去政治关系后将会消失。在融资约束强度上，Chan et al(2012)对不同类型企业进行研究发现，无政治关系的非国有企业面临的融资约束最强，其次为有政治关系的非国有企业，而有政治关系的国有企业不存在融资约束。这些文献均证明了政府干预对所有制偏好程度的影响。联系金融活动自身的市场化发展水平考察，田利辉(2005)认为国有企业的垄断地位导致了银行信贷决策偏离商业化。Cull & Xu(2003)、李增泉等(2008)、刘星(2015)、余超等(2016)基于四大国有商业银行业务垄断程度构建金融发展水平指标，均证实了金融业竞争水平、市场化水平提高将降低信贷资源配置的所有制偏好程度，提高资本配置效率。马大来等(2015)、张庆君等(2015)以金融机构年末贷款/GDP指标衡量金融发展水平，也得到了相同结论。

(二)关于融资环境“债务中性论”的讨论

尽管有许多文献主要从企业侧角度考察得出信贷资源配置上存在“所有制偏好”的结论，但也有不少文献从商业银行作为信贷资金投放方的供给侧加以考察，围绕商业银行对申请贷款资金企业的财务指标评价如何影响贷款投放决策展开讨论，得出经济体制改革对商业银行经营机制改造已经产生积极的作用，其放贷行为更多地依据财务指标评价，在信贷资源配置上基本做到了“债务中性”。中小企业受自身资产规模、经营规模等禀赋条件特点限制，与大企业相比经常在获取信贷资金能力上处于劣势地位，其贷款难的主要原因并非来自于“所有制歧视”。

张捷和白霄(2002)较早地提出了上述观点，其区分了决定影响中小企业贷款的“特殊因素”和“一般因素”，通过对我国中小企业融资结构的研究发现，非国有中小企业的融资主要受规模因素的影响，而不应总是强调“所有制歧视”这一原因。靳来群(2017)、刘忠和李殷(2018)则进一步比较了信贷资源配置中“所有制歧视”与“规模歧视”对生产率危害的程度，其结果均指出“规模歧视”问题比“所有制歧视”问题更为严重。

白俊和连立帅(2012)基于A股非金融类上市公司对所有制歧视程度做了更为直接的研究。其测算发现，2004-2009年间信贷资金配置差异的87.45%可以由企业禀赋来解释，远高于其他因素所导致的歧视性解释部分，由此得出信贷资金配置整体有效的结论。

方军雄(2010)基于上市公司IPO前后三年的数据，发现在经历能有效缓解信息不对称的上市流程后，非国有企业与国有企业的债务融资差异反而扩大。由此其认为，非国有上市公司是从自身需求出发，决定以更短的债务期限结构获取更低规模的信贷资源，而非受到信贷市场“所有制偏好”的影响。

苟琴等(2014)重点研究了企业自主融资决策的影响。其通过PMWC模型、带删失的Probit模型等手段，在先行判断了企业是否具有融资需求的基础上，再判断其是否能得到银行贷款。最终发现，在信贷资金可得性、信贷配给方面并不存在所有制歧视现象。该研究与张杰等(2013)、王珏等(2015)的研究结论有一致之处。

总的来说，大量文献从多个角度出发开展了研究，并取得了一系列富有价值的结论，但仍有进一步完善的空间。首先，除白俊和连立帅(2012)、李静等(2013)等少数文献外，大多数文献在研究时往往采用虚拟变量的方式控制公司所有制性质，这导致其研究常停留于对“所有制偏好”是否存在的定性判断，并未对信贷资源配置中合理性部分与歧视性部分做更为细致的区分。其次，以往文献未能很好地考察信息不对称对企业信贷融资的影响，即便是考虑了信息不对称因素的文献中，研究方法也大多较为粗糙。如对于信息不对称，程海波等(2005)、方军雄(2010)采用企业年限、银企合作年限来衡量，李志军和王善平(2011)采用深圳证券交易所公布的上市公司信息披露考核结果来衡量。最后，以往文献大多是从信贷规模、信贷融资成本、信贷期限结构其中的某一个角度出发展开研究，这使其对“所有制偏好”的判断难以达成一致。在我国金融市场化程度不高、利率等受到诸多管制的背景下，综合考虑企业所获信贷资源规模、信贷融资成本、债务期限结构，从多维度研究得出的结论显然将更为可靠。

三、营商环境、企业组织特点与融资能力

我国企业融资环境在融资方式上表现为直接金融占比较低，以银行等机构为来源的间接金融显得尤为重要[[2]](#footnote-2)，而间接融资主要是银行信贷。因此，研究信贷资源配置情况，自然应聚焦于研究商业银行贷款的授信管理行为逻辑。

商业银行主要是通过对企业的价值发现与有效监管两个渠道来实现其对资金配置的金融中介功能(张军、金煜，2005)，及时发现和识别好的投资项目并发放贷款，以及后续跟踪监督，实现自身盈利与信贷资源的优化配置。这一过程中，银行可以决定是否发放贷款、贷款规模、贷款利率与贷款期限结构等，其做出这些决策的依据便是企业各方面的禀赋特征，如资产规模、债务担保能力、债务偿还能力、盈利能力、信息不对称程度等，而企业为了获取信贷资源，主要是通过三张表（资产负债表、损益表和现金流量表）向银行提供运营信息，证明自己的经营发展能力。此外，我们还要关注到由于我国处于制度转轨阶段，商业银行面临的制度环境存在一定的不确定性，除了企业禀赋评价，商业银行的信贷决策还可能受到制度因素影响，这可能导致信贷资源配置中的非商业性考虑，进而形成对债务中性的偏离，这其中便包括“所有制偏好”现象。

（一）以企业经营规模为基础的禀赋差异与信贷资源配置

信贷市场上往往存在严重的信息不对称问题。由于银行不能或极难确切了解借款者的信用风险，也难以对借款者实施有效的监督，不能直接控制借款者取得信贷资金后的实际投向与用途，转而只能选择对借款者的信贷需求实施事前限制或配给。在信贷过程中，保证信贷资金的安全性、避免坏账损失是首要原则。于是，就有了对于信息不对称是否有办法加以解决的课题。一个较为有效的方法是对借款者的各方面禀赋进行考察，判断其偿还、抵押和担保能力，测算信贷风险，从而筛选出信用较好、偿债能力较强的借款者发放贷款。这一过程的主要依据便是公司各类财务信息与非财务信息质量。为此，大量文献对影响银行信贷决策的企业禀赋因素展开了研究。Titman & Wesseles(1988)指出，企业的资产规模、盈利能力、经营能力、成长性等均会影响企业对信贷资源的获取。其中，资产规模是影响信贷资源配置的重要因素，它是企业历史业绩、市场地位、经营能力等多方面的体现，是企业未来持续盈利的基础，因此，银行对规模较大的企业发放贷款的风险相对更低。从交易成本角度来看，规模较大的企业往往贷款需求也较大，向其发放大额贷款能够使银行实现规模经济，降低银行的平均授信业务成本，因此，银行也乐意向大规模企业提供信贷服务。

随着企业的信息披露水平和质量的提高，银企间信息不对称程度将相应缓解，金融机构将会对企业有更高的认可度，企业融资难度将显著降低，并可以更低廉融资成本获取更多、期限更长的信贷资金。许多研究证明了这一点。Bamber & Stratton(1997)、Yu(2005)、李志军和王善平(2001)、周兰等(2013)分别从信贷规模、信贷融资成本、信贷期限结构等方面对我国信贷资源配置开展了研究，发现随着企业信息披露质量提升和信息不对称程度下降，企业信贷规模将上升，信贷融资成本将下降，债务期限结构将更长，进而有利于企业发展。因此，信息不对称性也是企业信贷资源获取能力的重要影响因素之一。

如前所述，我国经济生活中的企业组织形态分布呈现为中小企业群体一般都是以民营经济的形式存在。然而，经过三十多年发展，已经有一定数量的民营企业快速成长并进入大型企业行列。与为数众多的中小企业相比，这些大型民营企业或企业集团凭借自身资本规模和经营能力，与商业银行有良好的合作关系，有较强的信贷资金获取能力。有的甚至涉足了金融领域，从事金融业务经营活动。由此我们认为，简单地将民营企业贷款难归结为“所有制歧视”，在理论上并不具有直接充分的解释力。

（二）经济体制转轨特点与信贷资源配置行为特点

诚然，除了企业自身的资源禀赋直接决定影响者融资能力，我们还注意到，由于我国经济发展阶段特点和经济体制转轨等原因，市场竞争秩序、监管方式和法律等基础设施尚不完善，客观上存在着不同所有制企业的差异化环境约束，这表现在不同经济属性企业在市场准入机会和规模经营能力的差异，进而也决定了对企业融资能力评价上的差异。相较于国有企业而言，非国有企业，特别是民营中小企业的信贷资源获取能力也处在相对弱势地位。

具体而言，在企业规模方面，由于历史的原因，我国国有企业发展起步较早，资本、技术力量雄厚，占据了先发优势，加之经历了“抓大放小”的战略性调整，国有企业一般都拥有较大规模的组织形态（参见图1）。而非国有企业最初是通过填补计划经济的空隙发展起来的，且多处于资本投入门槛较低的劳动密集型行业，因此其在资产规模、业务规模上往往逊于国有企业，不易于获取信贷资源。

图1 国企数量占比大于10%的行业

注：引自巴曙松、谌鹏等：《竞争中性原则的形成及其在中国的实施》，厦门大学出版社2021年版，第189页。

在企业经营方面，国有企业除了先发优势与规模占优外，大多位于产业链上游的基础产业，如重工业、电信、能源、铁路、烟草和金融服务等。政府往往通过设立相关法律法规、事前层层审批、发放牌照等方式，只允许特定企业进入某些行业参与竞争经营，其他的企业，特别是广大非国有企业难以进入其中(李翃楠，2016)。巴曙松等(2021)指出，国有企业凭借行政垄断的天然优势，无需具备强大的经营能力、自主创新能力，也可以占据较大的市场份额，轻松获取巨额利润。其计算发现，2017年共有22个行业的国有企业市场份额在25%以上，这些行业中垄断程度最高的又以烟草制品行业与开采辅助活动行业为甚。此外，国有企业往往获得了更多的补贴[[3]](#footnote-3)，更容易获得土地、矿产等要素资源，在政府采购、招投标等方面享有行政垄断地位[[4]](#footnote-4)，在监管、执法方面享有一定优待[[5]](#footnote-5)。因此，国有企业相较非国有企业更容易做大做强，往往盈利能力更强而整体经营风险更低，这些都使其更易于获得信贷资源。

在资金流动性方面，国有企业利润留存较多，令其流动性更为充沛。自2007年我国国有企业开始施行利润上缴制度以来，国有企业上缴利润比重虽经历了多次提高，但整体仍偏低[[6]](#footnote-6)。2015年，《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》中指出，要到2020年使国有资本收益上缴财政比例提高至30%，这一目标仅与国际惯例下上市公司股东分红水平相当，但较其他国家的国有企业仍显著偏低。国有企业由于缺少分红压力，较之非国有企业而言，相当于是获取了更低成本的金融资源，这也增强了其信贷资源获取能力。

在企业信用能力建设方面，国有企业往往经营时间较长，经营更为规范，财务信息质量较高，银企达成信贷合作关系的时间更长，信用记录也更多。反观非国有企业，往往成长较晚，与金融机构合作年限较短，信用记录等资料相对匮乏。更有甚者，部分民营中小企业连会计制度都不完善，财务管理缺乏规范性，甚至财务造假问题时有发生，使得银行难以从财务信息中判断其偿债能力。此外，非国有企业可能存在更强的家庭治理控制权偏好，其往往与控制家族有较多资金来往，这些资金来往事实上处于“灰色区域”，难以被银行信贷人员确切知悉，极易造成债权人的坏账风险，加重了逆向选择与道德风险的可能性(荣兆梓，2013)。即使是那些由民营企业发起上市并实际控制的股份公司，在2002-2010年间也有近90%的信息披露质量发生过上下波动，且绝大部分企业的信息披露质量仍有较大提升空间（罗进辉，2014)）。在信息不对称较为严重的情况下，银行为了资金安全将尤为重视资产规模、有形资产等担保，这也使得规模较小的非国有企业看起来像是受到了“所有制歧视”，而事实上这一歧视的背后是商业银行理性决策的结果。

（三）体制转轨的营商环境中的制约民营中小企业融资能力的因素

随着市场化改革的逐步深入，商业银行开始作为独立个体从商业考虑出发更理性地配置资金，但在经济体制转轨过程中，以国有控股商业银行为主导的金融体系对全社会信贷资源配置仍具有关键性作用，政府调控经济稳定运行的努力形成了对信贷资源配置的直接和间接影响。

1.经济体制转轨与金融抑制导致“所有制偏好”。改革开放以来，我国经济体制改革渐进前行、不断深化，为经济增长提供了强大动力。张杰(2000)认为，改革进程使我国实现了“增长衔接”，在保证国有企业相对占比缓慢下降的同时，集体经济、民营经济等迅速发展，为经济增长增添了新生力量。在此过程中，我国金融市场也经历了系列改革，促使商业银行体系逐步发育完善，银行业经营活动的自主性不断增强。但是，由于我国早先采取重工业优先发展的赶超战略，大量国有企业处于资本密集型行业，这与我国的要素禀赋优势之间存在一定的结构性偏差，加之国有企业在多方面承担了政策性负担(陈林，2014；张辉等，2016)，必然会制约其自生能力和活力。为维持经济稳定，政府似乎有理由对其进行补贴(林毅夫、李永军，2001；林毅夫、李志赟，2005；林毅夫等，2009)。在“拨改贷”改革后，这一补贴主要是通过金融抑制来实现的。此外，政府还可以通过核准上市等手段，帮助经营不善的国有企业获取资金。这些都使得信贷资源大量流向了相对低效的国有企业，甚至是其中的“僵尸企业”(Boyreau-Debray & Wei，2005；聂辉华等，2016)，由此积累了一定的金融风险，也相对挤占了更多的信贷资源，引致了对信贷市场的“所有制偏好”评价(卢文鹏，2002；袁志刚和邵挺，2010)。

2.地方政府对银行信贷决策的干预动机也可能导致所有制偏好。1994年的分税制改革使我国在制度上形成了经济分权的M型政府结构，中央与地方政府在财政支出上制度性的责任界定相对滞后，既有的事权所需开支数量与新的财政收入分配格局存在一定程度上的不匹配(Qian & Weingast，1996；Xu，2011)。地方政府为解决财政收支压力，加强了对银行信贷决策、信贷资源配置的干预。同时，GDP锦标赛滋生了地方保护主义，也会引致地方政府对信贷资源配置的干预，最终导致信贷资金投放行为上的“所有制偏好”。

联系分税制改革措施进行考察，在新财政收支格局下，一方面存在财权、事权的严重不匹配，地方政府承担的财政收支压力增大；另一方面，地方政府又不断被动接受陆续下放的多种财政支出项目，例如社保支出等。此外，与国有企业相关的福利改革，如住房和医疗等，更使得地方政府的财政收支状况雪上加霜(朱恒鹏，2004)。当地方政府财政能力不断下降时，往往转向干预金融部门的信贷资金流向，靠金融功能财政化来弥补已经弱化的财政功能。这导致了信贷资源流向政府部门、信贷资源配置上的不合理以及对非国有企业的歧视。

在地方政府政绩考核方面，由于干部人事制度与官员考核晋升制度的激励，地方政府官员间的“政绩竞争”集中表现于追求本地区GDP的快速增长。地方政府官员势必重视对可动员资金的调度使用，谋求对银行信贷资源配置的影响力，攫取可能的金融资源，以促进地方经济发展(黎凯、叶建芳，2007)；为了提供良好的投资配套条件或其他利好因素，对银行进行诱导，还通过影响银行内部人事评价等行为干预银行信贷决策，甚至还通过默许本地企业逃废债等方式控制、争夺金融资源，使其资金流向本地国有企业(巴曙松等，2005)。地方政府常常为保护当地企业而干预信贷市场的资金配置，直接干预国有控股的商业银行分支机构对本地企业提供信贷资金支持。此外，既然公有制经济在意识形态上需要占据经济中的主体地位，将信贷资源向本地国有企业倾斜的行为便更具备了其正当性(Brandt & Zhu，2000)，这也成为“所有制偏好”出现的重要原因。

3.国有企业、政府、银行暧昧关系助长所有制偏好。由于所有制因素与历史因素的影响，国有企业与政府之间的关系要比非国有企业与政府之间的关系紧密得多，这种紧密的关系使得政企不分现象长期存在。国有企业在日常经营受到政府干预的同时，得以用非公平竞争方式获取经济资源。而政府与银行的紧密联系，更是为政府与国有企业的结合提供了资本支撑，进一步促成了这一现象。Shleifer(1998)认为，地方政府在履行出资人职责时，为达成政治目标，可能会对企业的经营决策实施干预。而由于国有企业治理结构不完善，部分地方政府对企业经营决策的干预甚至会跳过股东大会、董事会、经理层等正规决策层级。这使得国有企业虽作为自负盈亏的市场主体不仅难以做到“公司自治”，反而承担了大量的政策性负担，造成了国有企业的低绩效。正是处在这样的环境下，国有企业为获得相应的补偿，有强烈动机向政府部门申请各类补贴，或通过游说等方式获得不正当竞争优势、信贷优惠、信贷担保等。政府与国有企业之间存在着一种隐性合约，即国有企业为政府承担部分政策性负担，完成某些社会职能，政府则使国有企业在多方面获得额外优待，信贷优惠便是其中重要的一种形式。表1的数据告诉我们，在金融机构的资产总额中，由政府直接或间接控股的大型商业银行与绝大部分的股份制商业银行、城市商业银行涵盖了银行业的半壁江山(袁淳等，2010)。政府可以通过影响银行人事任用、战略决策等方式促使其对国有企业提供大量且廉价的信用贷款，对信贷资源配置形成较强的控制力，这为维持政府与国有企业的隐性合约提供了支撑。而非国有企业由于缺乏这种天生的与政府、银行的紧密联系，往往只能通过高管的政治关系等方式弥补这一竞争劣势(Chan，2012)。

表1 银行业金融机构资产占比(单位：亿元、%)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 总资产 | 占比 | 总资产 | 占比 | 总资产 | 占比 | 总资产 | 占比 |
| 大型商业银行 | 814277 | 36.00% | 871722 | 35.50% | 926922 | 35.50% | 1105731 | 39.10% |
| 股份制商业银行 | 428931 | 19.00% | 442305 | 18.00% | 461291 | 17.60% | 508351 | 18.00% |
| 城市商业银行 | 282378 | 12.50% | 317217 | 12.90% | 343459 | 13.10% | 372750 | 13.20% |
| 农村金融机构 | 299010 | 13.20% | 328296 | 13.40% | 345788 | 13.20% | 372157 | 13.20% |
| 其他类金融机构 | 437961 | 19.40% | 498245 | 20.30% | 536601 | 20.50% | 466157 | 16.50% |
| 合计 | 2262557 | 100% | 2457784 | 100% | 2614061 | 100% | 2825146 | 100% |

资料来源：中国银行保险监督管理委员会网站。

注：农村金融机构包括农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和新型农村金融机构；其他类金融机构类别，2018年以前包括政策性银行及国家开发银行、民营银行、外资银行、非银行金融机构、资产管理公司和邮政储蓄银行，2019年起邮政储蓄银行纳入“大型商业银行”汇总口径。

4.银行激励评价机制的扭曲也直接引致了“所有制偏好”。商业银行内部对信贷人员的激励机制扭曲是造成信贷市场所有制偏好的重要原因(张杰，2000；胡旭阳，2006)。我国金融体系由国有金融机构主导，其内部治理上高度重视风险控制，当贷款业务发生违约时，当事人将受到严厉处罚。但与此同时，银行内部相应的激励相容机制发育相对滞后(Brandt & Li，2003)，贷款决策并非单纯出自商业考虑。在信息不对称的环境下，信贷人员不愿因向非国有企业提供贷款而徒增不必要的风险。国有商业银行在面对国有企业时，似乎总是影子性地存在国家信用担保，由于与国有企业同属国有经济体系，即便贷款成为坏账，也是国有企业的过失而非自身过失。但面对非国有企业时，如果贷款成为坏账，相关人员便可能被认为是由于工作过失导致了国有资产流失，甚至被怀疑贪污。责任与收益的不对等导致银行在信贷决策时对非国有企业过度重视风险控制，在贷款金额、手续、抵押条件等方面要求苛刻，产生了“贷不如不贷，多贷不如少贷”的现象(向静，2006)。

总的来看，我国银行的授信行为既有出于自身商业考虑的一面，也有受到地方政府干预、人事考核激励等影响而偏离商业考虑、优待国有企业的一面。因此，国有企业在信贷资源获取上的优势地位，既可能是由于其自身禀赋条件较非国有企业更为优异，也可能是由于各类制度因素导致了信贷资源向其倾斜。

四、商业银行授信行为的实证分析

分析经济体制转轨因素对企业融资环境的影响可以发现，受制于产业活动特点、市场机会和经营能力等方面因素，不能简单地将民营企业贷款难归结为“所有制歧视”，应当说民营中小企业主要是受制于自身的资源禀赋能力而在获取信贷资金方面处于市场劣（弱）势地位，不能说民营企业的所有制属性就是直接原因。对此，我们从商业银行的信贷规模、信贷融资成本、信贷期限结构三个维度提出以下假说，并展开进一步的实证性讨论。

假说1：非国有企业在信贷规模上的劣势是基于自身禀赋劣势的合理结果。

假说2：非国有企业在信贷融资成本上的劣势是基于自身禀赋劣势的合理结果。

假说3：非国有企业在信贷期限结构上的劣势是基于自身禀赋劣势的合理结果。

为分析信贷市场上“所有制偏好”的程度，本文先采用分组回归进行定性判断，再通过Oaxaca-Blinder分解法将不同所有制企业在信贷资源获取能力上的差异分解为由企业禀赋不同导致的合理性差异与企业禀赋外因素(“所有制偏好”)导致的不合理差异两部分，并测算信贷资源配置差异中合理部分与不合理部分的比重，考察非国有企业在信贷资源获取上劣势地位的来源。

（一）变量选取、数据来源与模型构建

为了检验信贷市场上是否存在所有制偏好，本文从三个维度对企业信贷获取能力进行研究，构建了反映信贷规模、信贷融资成本、信贷期限结构的指标。同时，本文选取了反映企业担保能力、盈利能力、成长性、流动性风险、信息不对称程度等禀赋特征的指标，以此构建回归模型，分析企业禀赋、所有制性质对其信贷资源获取能力的影响。

1.被解释变量。

*Loan*：信贷规模。为反映当年企业所获得的信贷资金，本文借鉴白俊和连立帅(2012)的做法，采用企业现金流量表直接表中的“取得借款收到的现金”项目，并对其取自然对数。

*Cost*：信贷融资成本。信贷的价格具体体现为某一笔贷款的利率，但由于企业并不会披露其每笔贷款的利率，需构建指标加以衡量。李广子和刘力(2009)使用了利息支出/总借款、利息支出/总负债等指标对信贷融资成本进行衡量，但企业明细财务费用数据难以获得，不便利用。王珏等(2015)则指出财务费用率是企业财务负担的综合反映，可以用来衡量融资成本的高低，且鉴于银行贷款在公司融资中比重较大，用该指标衡量信贷价格是可行的。考虑数据可得性，本文采用财务费用/营业收入”来衡量信贷融资成本。

*TLoan*：信贷期限结构。信贷期限结构体现在企业所获信贷中长期借款的占比。本文参考江伟和李斌(2006)、方军雄(2007)等文献，采用长期借款/总负债来衡量。

2.上市公司禀赋变量。

*Size*：企业规模。用企业资产负债表中总资产项目的自然对数来衡量。大规模企业的信誉相对较高，同时大规模企业的市场竞争力更强，偿债能力更强，产生坏账以至于破产的风险更低，因此其更容易获得银行贷款，且所获贷款中长期贷款比重可能更高，贷款成本可能更低。

*Tangible*：固定资产占比。用企业资产负债表中固定资产净值与总资产的比值来衡量。企业资产中固定资产占比更高，意味着企业在清算时价值更高，债务担保能力更强，违约风险相应更低。

*Lev*：资产负债率。即总负债与总资产之比，用以衡量企业已有负债水平。企业已有负债水平越高，其财务风险越大，进而无法偿还贷款的可能性越大，能获得的贷款可能规模越小，长期贷款比重越低，贷款成本越高。但孙铮等(2005)指出，若企业权益性长期资本较充裕，资产负债率也可能与长期贷款占比正相关。

*FCF*：自由现金流。用现金流量表中经营活动产生的现金流量净额/总资产来衡量。企业的自由现金流越多，则资金越充裕，寻求信贷资源的动机越弱，借款越少。同时，充裕的现金流也代表了企业具有较强盈利、偿债能力，将降低企业信贷成本。

*Profit*：盈利能力变量。用企业的资产报酬率来衡量，即企业息税前利润/总资产。企业的资产报酬率越高，则盈利能力、偿债能力均越强，越容易从外部借到资金，信贷成本可能更低，长期借款占比可能更高。但盈利能力强的企业自身资本积累能力也较强，可能不会选择从外部借款，而选择使用内源融资。

*Turnover*：经营能力变量。用企业的资产周转率来衡量，即企业营业收入/总资产。企业资产周转率越高，代表企业经营管理能力越强，资本利用效率越高，越容易从外部筹借信贷资金。但较强的经营能力也可能缓解了对信贷资金的需求，使企业不再从外部借款。

*Cash*：现金持有量。用企业货币资金/总资产来衡量。企业现金持有量越高，代表其偿还能力越强。但现金持有量高的企业面临的融资压力较小，从外部借入的资金也应更少。

*CR*：流动比率。即企业流动资产与流动负债的比率。企业流动比率越高，资产快速变现能力越强，偿债能力也越强。但同时，较高的流动比率，使企业具备快速筹措资金的能力，可能也会减少其融资需求。

*TobinQ*：成长性变量。用企业的托宾Q值来衡量，等于企业的(每股股价×流通股股数+每股净资产×非流通股股数+负债账面价值)/总资产，其代表了资本市场对企业未来成长性的评价。企业成长性越高，对外部信贷资源的需求也越大，更容易吸引信贷资金投放。但处于快速扩张期的企业往往破产风险较大，抵押较少，承担债务的能力较弱。

*Asymmetry*：信息不对称变量。这一变量的衡量在以往研究中方法不一。伍燕然等(2016)、李志军和王善平(2011)使用了深圳证券交易所公布的上市企业信息披露考核结果，林晚发等(2013)使用了跟踪一家上市企业的分析师人数。这些指标虽能较好地衡量信息不对称程度，但失于连续性、精细度不足。本文参考Mark et al(2004)、刘海明和曹廷求(2015)的做法，使用证券分析师预测偏差来测度企业信息不对称程度，即先分别计算证券分析师（*j*）对企业（*i*）当年（*t*）每股收益的预测值（$FEPS\_{j,i,t}$）与实际每股收益（$EPS\_{i,t}$）的偏差，待将偏差绝对值平均后，再除以该企业股票年底的价格（$P\_{i,t}$）。具体计算方法如式（1）。

(1)

$Asymmetry=\left(\frac{1}{N\_{i,t}}\sum\_{j=1}^{N\_{i,t}}\left|FEPS\_{j,i,t}-EPS\_{i,t}\right|\right)/P\_{i,t}$ （1）

在计算时，$FEPS\_{j,i,t}$选取分析师在企业年报披露前的最新预测数据。显然，该数值越大，说明企业的信息不对称程度越大，投资者对公司实际经营情况越难以捕捉。

*Audit*：审计意见虚拟变量。若审计师出具标准无保留意见，则对其赋值为0，其他意见则赋值为1。审计意见代表了企业财务信息的可信度，将影响银企之间的信息不对称程度。Firth(1979)发现，若企业被出具标准无保留意见以外的审计意见，其获得的贷款规模将降低，信贷融资成本也会上升。

*Outdir*：企业治理变量。以企业董事会中独立董事占比来衡量，反映企业内部治理水平。陈国辉(2015)认为，董事会独立董事占比越高，公司的整体利益以及中小股东利益越有保障，信息披露质量将更高，决策也将更为科学。

3.上市公司非禀赋变量。

*State*：企业性质虚拟变量。即企业所有权性质变量，用企业最终控制人性质来衡量。按照国泰安数据库分类标准，当企业最终控制人为国有企业、非企业单位、国有机构、省与地区级政府时，将其归为国有企业，赋值为0，否则为非国有企业，赋值为1。

*Year*：时间虚拟变量。对不同年份赋予不同虚拟变量，控制时间因素的影响。

*Indu*：行业虚拟变量。根据证监会《上市公司分类指引》，对样本按照所处行业进行分类，其中制造业按照二级行业代码分类，其余行业按照一级行业代码分类，并分别赋予虚拟变量。

4.数据来源与样本筛选。本文研究样本为2014-2019年中国沪深两市A股非金融类上市公司。由于银行在授信决策时主要依据为企业已披露的各方面信息，因此将除信息不对称变量*asymmetry*之外的解释变量滞后一期。这样做的一个额外好处是避免了可能存在的内生性问题。因此，实证分析的研究期间实际上为2015-2019年。数据来源于CSMAR数据库。样本筛选过程如下：(1)剔除金融业的上市企业；(2)剔除缺少最终控制人资料的上市企业；(3)剔除样本期间相关数据不全的企业；(4)对样本中的连续变量进行1%~99%水平的缩尾处理，防止极端异常值造成的结果偏误。经过数据筛选后，本文最终获得9616个样本数据，其中国有企业3263个，非国有企业6353个。

5.回归模型设定。为判断信贷资源配置中是否存在所有制偏好，本文从信贷规模、信贷融资成本、信贷期限结构三个角度展开研究，结合企业各方面禀赋，构建基本回归模型如下。

$Loan\_{i,t+1}=α+β\_{1}Size\_{i,t}+β\_{2}Tangible\_{i,t}+β\_{3}Lev\_{i,t}+β\_{4}FCF\_{i,t}+β\_{5}Profit\_{i,t}+β\_{6}Turnover\_{i,t}+β\_{7}Cash\_{i,t}+β\_{8}CR\_{i,t}+β\_{9}TobinQ\_{i,t}+β\_{10}Asymmetry\_{i,t+1}+β\_{11}Audit\_{i,t}+β\_{12}Outdir+\sum\_{}^{}βYear\_{i,t}+\sum\_{}^{}βIndu\_{i,t}+ε\_{i,t}$ （2）

$Cost\_{i,t+1}=α+β\_{1}Size\_{i,t}+β\_{2}Tangible\_{i,t}+β\_{3}Lev\_{i,t}+β\_{4}FCF\_{i,t}+β\_{5}Profit\_{i,t}+β\_{6}Turnover\_{i,t}+β\_{7}Cash\_{i,t}+β\_{8}CR\_{i,t}+β\_{9}TobinQ\_{i,t}+β\_{10}Asymmetry\_{i,t+1}+β\_{11}Audit\_{i,t}+β\_{12}Outdir+\sum\_{}^{}βYear\_{i,t}+\sum\_{}^{}βIndu\_{i,t}+ε\_{i,t}$ （3）

$TLoan\_{i,t+1}=α+β\_{1}Size\_{i,t}+β\_{2}Tangible\_{i,t}+β\_{3}Lev\_{i,t}+β\_{4}FCF\_{i,t}+β\_{5}Profit\_{i,t}+β\_{6}Turnover\_{i,t}+β\_{7}Cash\_{i,t}+β\_{8}CR\_{i,t}+β\_{9}TobinQ\_{i,t}+β\_{10}Asymmetry\_{i,t+1}+β\_{11}Audit\_{i,t}+β\_{12}Outdir++\sum\_{}^{}βYear\_{i,t}+\sum\_{}^{}βIndu\_{i,t}+ε\_{i,t}$ （4）

表2 主要变量描述性统计

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 样本数 | 均值 | 最大值 | 最小值 | 标准差 |
| *Loan* | 8233 | 20.569 | 25.137 | 15.202 | 1.953 |
| *Cost* | 9616 | 0.016 | 0.168 | -0.045 | 0.032 |
| *Tloan* | 9616 | 0.082 | 0.581 | 0.000 | 0.123 |
| *Size* | 9616 | 22.422 | 26.330 | 20.073 | 1.316 |
| *Tangible* | 9616 | 0.211 | 0.694 | 0.002 | 0.161 |
| *Lev* | 9616 | 0.420 | 0.864 | 0.059 | 0.200 |
| *FCF* | 9616 | 0.050 | 0.233 | -0.149 | 0.068 |
| *Profit* | 9616 | 0.066 | 0.236 | -0.103 | 0.052 |
| *Turnover* | 9616 | 0.602 | 2.327 | 0.082 | 0.393 |
| *Cash* | 9616 | 0.177 | 0.603 | 0.019 | 0.120 |
| *CR* | 9616 | 2.359 | 13.631 | 0.302 | 2.159 |
| *TobinQ* | 9616 | 2.159 | 8.430 | 0.887 | 1.319 |
| *Asymmetry* | 9616 | 0.015 | 0.217 | 0 | 0.031 |
| *Outdir* | 9616 | 0.375 | 0.571 | 0.333 | 0.054 |

（二）所有制偏好的定性分析

依据前文对企业最终控制人性质的划分，本文将样本分为国有企业与非国有企业两组，分别进行回归，通过对比来判断信贷市场上是否存在“所有制偏好”。回归结果如表3所示。

表3 分组回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 信贷规模 | 信贷融资成本 | 信贷期限结构 |
| 变量 | 国有企业 | 非国有企业 | 国有企业 | 非国有企业 | 国有企业 | 非国有企业 |
| *Size* | 0.494\*\*\* | 0.463\*\*\* | 0.008\*\*\* | 0.003 | 0.012\*\* | 0.004 |
|  | (0.073) | (0.054) | (0.002) | (0.002) | (0.006) | (0.004) |
| *Tangible* | -0.151 | 0.200 | -4.98e-04 | 0.031\*\*\* | 0.042\* | 0.061\*\*\* |
|  | (0.311) | (0.291) | (0.010) | (0.010) | (0.024) | (0.021) |
| *Lev* | 0.438 | 0.589\*\*\* | 0.0450\*\*\* | 0.046\*\*\* | 0.062\*\*\* | 0.062\*\*\* |
|  | (0.300) | (0.205) | (0.009) | (0.007) | (0.022) | (0.014) |
| *FCF* | -1.205\*\*\* | -0.897\*\*\* | -0.026\*\* | -0.042\*\*\* | -0.091\*\*\* | -0.031 |
|  | (0.339) | (0.275) | (0.011) | (0.009) | (0.026) | (0.020) |
| *Profit* | -0.327 | 1.104\*\*\* | -0.0493\*\*\* | 0.002 | 0.006 | 0.042 |
|  | (0.506) | (0.379) | (0.0158) | (0.012) | (0.038) | (0.025) |
| *Turnover* | 0.056 | 0.103 | -0.00867\*\* | -0.008\*\*\* | -0.017\*\* | -0.025\*\*\* |
|  | (0.112) | (0.083) | (0.004) | (0.003) | (0.009) | (0.006) |
| *Cash* | -1.250\*\*\* | -0.976\*\*\* | -0.0485\*\*\* | -0.012\* | -0.0641\*\* | -0.011 |
|  | (0.381) | (0.218) | (0.011) | (0.006) | (0.025) | (0.014) |
| *CR* | -0.180\*\*\* | -0.016 | 0.001 | -0.002\*\*\* | -0.003\*\* | -0.001 |
|  | (0.038) | (0.012) | (0.001) | (2.54e-04) | (0.001) | (0.001) |
| *TobinQ* | 0.065\*\* | 0.003\*\* | 0.002\*\* | 3.52e-05 | 0.001 | 2.05e-04\* |
|  | (0.028) | (0.002) | (0.001) | (5.52e-05) | (0.002) | (1.19e-04) |
| *Asymmetry* | 0.048 | -0.642\*\*\* | 0.058\*\*\* | 0.163\*\*\* | -0.042 | -0.036\* |
|  | (0.469) | (0.238) | (0.016) | (0.009) | (0.0376) | (0.019) |
| *Audit* | -0.166 | -0.262\* | 0.005 | -0.005 | -0.003 | -0.005 |
|  | (0.181) | (0.159) | (0.006) | (0.005) | (0.014) | (0.012) |
| *Outdir* | -0.136 | -1.150\*\* | -0.005 | -0.017 | -0.018 | -0.00296 |
|  | (0.453) | (0.499) | (0.015) | (0.017) | (0.035) | (0.036) |
| *Constant* | 10.010\*\*\* | 11.230\*\*\* | -0.164\*\* | -0.068 | -0.188 | -0.136 |
|  | (1.922) | (1.379) | (0.064) | (0.047) | (0.152) | (0.101) |
| 时间 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 观测值 | 2864 | 5369 | 3263 | 6353 | 3263 | 6353 |
| 组内R2 | 0.136 | 0.186 | 0.104 | 0.161 | 0.050 | 0.063 |

注：(1)小括号里的数字为标准误；(2)\*\*\*，\*\*和\*分别表示在1%，5%和10%的水平上显著。

信贷规模方面，由于*Loan*变量为对数形式，当年通过借款获得现金为0的企业被排除。从表3中可以看到，自由现金流、现金持有量对信贷规模的影响均显著为负，托宾Q的影响显著为正。不同所有制企业主要不同之处在于，资产负债率对非国有企业信贷规模的影响显著为正，而对国有企业则影响并不显著。这可能表明，非国有企业中资产负债率较低的企业权益资金更为充沛，因而借贷需求更低，但这一效应并不存在于国有企业之中。盈利能力对国有企业信贷规模的影响并不显著，而对非国有企业信贷规模存在高度显著的正向影响，这表明银行在信贷规模决策时并不注重国有企业的盈利能力。信息不对称的影响在国有企业中并不显著，而在非国有企业中显著为负，说明银行面对非国有企业，在信贷决策时会更加担心信息不对称可能带来的风险。审计意见的影响在国有企业中不显著，而在非国有企业中显著为负，说明银行对非国有企业的财务信息质量更为关注，质量较低的财务信息将对非国有企业信贷规模产生不利影响。

信贷融资成本方面，国有企业与非国有企业在信贷成本方面的各个解释变量结果基本相同。资产负债率均显著为正，而经营能力、自由现金流、货币持有量的上升均会使信贷成本下降，符合预期。不论所有制性质如何，信息不对称程度的上升均会导致信贷成本的上升。不同的是，国有企业组中的资产规模与非国有企业组中的固定资产规模均正向显著，可能是由于更多的资产需要更多的信贷资源维持，拉高了财务费用。国有企业组内盈利能力的上升将显著降低信贷成本，而非国有企业组内不存在这一效应，说明高盈利能力的非国有企业可能并不能以相应的低成本获得信贷。非国有企业的流动比率上升可以显著降低信贷成本，表明了银行在授信决策时对非国有企业当下流动性状况的额外关注。

信贷期限结构方面，固定资产占比、资产负债率对企业长期借款占比的影响均为显著正向。企业流动性对企业长期借款将产生负向影响，说明流动性充裕的企业对长期借款需求较低。经营能力对长期借款占比的影响也为显著负向，说明资本使用效率的提高将降低企业对长期资本的需求程度。重要的不同之处在于，非国有企业组资产规模系数不显著，说明非国有大企业并未相应获得更长的信贷期限。反映流动性风险的指标系数不显著，而成长性变量的影响为显著正向，即成长性较好的企业能获得更多的长期借款，这一效应在国有企业组中未有所体现。非国有企业信息不对称程度上升将对其长期借款占比有显著负向影响，国有企业组中这一效应同样没有体现。这反映出银行做信贷期限结构决策时对非国有企业未来成长性与信息不对称程度的额外关注。

总的来说，不同所有制企业组在信贷规模、融资成本、期限结构三个方面的回归结果有所差异，反映出银行在授信过程中对非国有企业的流动性风险、盈利能力、信息不对称程度等方面有更多关注[[7]](#footnote-7)，这反映的便是制度因素对信贷资源配置的影响，即“所有制偏好”在一定意义上是存在的。然而，仅判断出信贷资源配置过程中存在“所有制偏好”尚不足够，并不能说明这便是非国有企业融资难的主要症结所在。进一步测算信贷资源配置中不同所有制企业禀赋差异的影响与“所有制偏好”的影响，对于评估信贷市场的“所有制偏好”程度，并判断非国有企业融资难的主要症结所在，具有更为重要的意义。

（三）所有制偏好的定量测算

定量研究“所有制偏好”程度，需要将不同所有制企业在信贷资源获取能力上的差异分解为由企业禀赋异质性所导致的合理性差异与企业禀赋外因素(“所有制偏好”)所导致的不合理差异两部分，通过比较两部分的比重来分析歧视程度。本文具体采用Oaxaca-Blinder回归分解模型进行分解。该方法可以将性质不同的两组(歧视组与非歧视组)样本的被解释变量均值差异，分解为合理部分与不合理部分。其中，以非歧视组的回归系数为基准，将其与两组样本在各个解释变量均值上的差异相乘，所得乘积即为因解释变量不同所导致的被解释变量差异，也即合理部分；以歧视组的解释变量均值为基准，将其与两组样本在各个解释变量回归系数上的差异相乘，所得乘积即为因回归系数不同所导致的被解释变量差异，也即歧视导致的不合理部分。基于这一方法，本文将国有企业组作为非歧视组，将非国有企业组作为歧视组，采用混合数据OLS回归，不再控制个体效应，仍控制时间效应与行业效应，对两组数据进行回归分解。具体操作方法如下。

第一步，回归过程。使用相同的解释变量，分别对两组数据进行回归，估计信贷规模、信贷融资成本、信贷期限结构方程。如式（5）所示。

$Y\_{l}=X\_{l}^{'}β\_{l}+ε\_{l} E\left(ε\_{l}\right)=0, l\in \left\{i,j\right\}$ （5）

上式中，*i*表示国有企业，*j*表示非国有企业，*Y*为信贷资源配置的相关指标(信贷规模、信贷融资成本、信贷期限结构)的向量，*X*为解释变量组成的矩阵。

第二步，对不同组被解释变量的均值差异进行分解。具体分解方法如式（6）所示

$\overbar{Y\_{i}}-\overbar{Y\_{j}}=\overbar{X\_{i}^{'}}\hat{β\_{i}}-\overbar{X\_{l}^{'}}\hat{β\_{l}}=\left(\overbar{X\_{i}^{'}}-\overbar{X\_{j}^{'}}\right)\hat{β\_{i}}+\overbar{X\_{j}^{'}}\left(\hat{β\_{i}}-\hat{β\_{j}}\right)$ （6）

其中，“−”表示平均数，“∧”表示回归方程参数的估计值。分解后，$\left(\overbar{X\_{i}^{'}}-\overbar{X\_{j}^{'}}\right)\hat{β\_{i}}$项为以国有企业样本组回归系数为基准的组间企业禀赋差异对信贷资源配置结果差异的贡献，即合理部分；$\overbar{X\_{j}^{'}}\left(\hat{β\_{i}}-\hat{β\_{j}}\right)$项表示以非国有企业禀赋特征数值为基准计算的组间回归系数差异对信贷资源配置结果差异的贡献，即不合理部分。通过比较这两部分的大小，便可以判断歧视程度。分解结果如下。

信贷规模方面，经Oaxaca-Blinder分解，由禀赋因素解释的合理部分占总差异的138.86%，而不合理部分为负数，占总差异的-38.86%。表明禀赋要素充分解释了国有企业与非国有企业在信贷规模上的差异。因此，信贷规模方面事实上不存在“所有制偏好”，验证了研究假说1。值得注意的是，在总差异的合理性部分中，企业规模指标的贡献度达到99.26%，远远高于其他指标，说明国有企业与非国有企业信贷规模的差异很大程度上来源于二者在企业规模、总资产水平上的差异，“所有制偏好”事实上很大程度是“规模偏好”。而导致银行在授信决策时对不同所有制企业存在区别对待的信息不对称、财务信息质量等因素的影响其实是微乎其微的。这一结果与张捷和王霄(2002)、白俊和连立帅(2012)一致，证明了非国有企业较小的规模是导致其信贷获取能力弱势的重要原因。

表4 不同所有制企业信贷规模差异分解结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量 | 合理部分占比 | 不合理部分占比 |
| *Size* | 99.26% | -39.02% |
| *Tangible* | 5.98% | -22.58% |
| *Lev* | 28.87% | -3.70% |
| *FCF* | -1.10% | 3.71% |
| *Profit* | -1.49% | -8.25% |
| *Turnover* | 0.09% | 11.79% |
| *Cash* | 0.87% | -22.73% |
| *CR* | 3.19% | -13.71% |
| *TobinQ* | -0.39% | 3.55% |
| *Asymmetry* | 0.03% | 0.86% |
| *Audit* | -0.05% | 0.06% |
| *Outdir* | -0.18% | -28.36% |
| 时间 | 控制 | 控制 |
| 行业 | 控制 | 控制 |
| 截距 | - | 100.93% |
| 合计 | 138.86% | -38.86% |

注：根据Blinder(1973)，将截距项列作歧视部分。(下同)

信贷融资成本方面，经Oaxaca-Blinder分解，由禀赋因素解释的合理部分占总差异的111.08%，而不合理部分为负数，占总差异的-11.08%。企业禀赋异质性很好地解释了不同所有制企业在信贷融资成本上的差异。由于样本中国有企业平均财务费用率高于非国有企业，这一分解结果说明国有企业虽在一定程度上享受了优待，但优待幅度很小。其中，贡献率最大的解释变量为资产负债率，即国有企业财务费用率更高的主要原因是其更高的杠杆率。该结论符合前文预期，说明银行在决定企业贷款价格时，将企业已有财务杠杆率，即财务风险，作为其主要考虑因素。分解结果支持了研究假说2，即不同所有制企业的信贷融资成本差异中不存在严重的“所有制偏好”。

表5 不同所有制企业信贷融资成本差异分解结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量 | 合理部分占比 | 不合理部分占比 |
| *Size* | -3.92% | -65.16% |
| *Tangible* | 10.74% | -3.67% |
| *Lev* | 77.98% | 16.95% |
| *FCF* | -0.63% | -14.53% |
| *Profit* | -2.87% | 25.66% |
| *Turnover* | -6.43% | -55.58% |
| *Cash* | 7.70% | -37.96% |
| *CR* | 12.13% | 16.69% |
| *TobinQ* | -0.16% | -9.61% |
| *Asymmetry* | -1.52% | -7.16% |
| *Audit* | -0.07% | 4.58% |
| *Outdir* | -0.12% | -17.66% |
| 时间 | 控制 | 控制 |
| 行业 | 控制 | 控制 |
| 截距 | - | 202.35% |
| 合计 | 111.08% | -11.08% |

信贷期限结构方面，经Oaxaca-Blinder分解，由禀赋因素解释的合理部分占总差异的77.81%，而不合理部分占总差异的22.19%。可见，国有企业与非国有企业在信贷期限结构方面的差异主要是禀赋特征差异所引起。国有企业虽在期限结构上受到了一定优待，但程度有限。分解结果支持了研究假说3。经对比可以发现，资产和固定资产占比的差异贡献率较大，说明企业规模与资产有形性是影响银行信贷期限决策的关键因素。这一结果表明，非国有企业在规模、债务担保能力上的弱势是其难以获得长期借款的主要原因。而前文发现的银行在做信贷期限决策时对不同所有制企业在信息不对称、成长性禀赋方面的区别对待，对不同所有制企业信贷期限结构差异的影响很小。

表6 不同所有制企业信贷期限结构差异分解结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量 | 合理部分占比 | 不合理部分占比 |
| *Size* | 22.34% | 152.19% |
| *Tangible* | 12.22% | 34.40% |
| *Lev* | 29.55% | 44.86% |
| *FCF* | -0.16% | -8.40% |
| *Profit* | -1.98% | 3.78% |
| *Turnover* | -3.74% | -6.87% |
| *Cash* | 1.68% | -17.06% |
| *CR* | -0.02% | 17.95% |
| *TobinQ* | -0.44% | -18.43% |
| *Asymmetry* | 0.05% | -3.08% |
| *Audit* | -0.14% | 1.09% |
| *Outdir* | -0.32% | -111.39% |
| 时间 | 控制 | 控制 |
| 行业 | 控制 | 控制 |
| 截距 | - | -31.74% |
| 合计 | 77.81% | 22.19% |

综合分析以上分解结果，国有企业与非国有企业无论是在信贷规模、信贷融资成本还是信贷期限结构方面，其差异的合理部分均远高于不合理部分，这表明信贷资源配置过程中，企业的各方面禀赋，特别是企业规模与固定资产占比，是银行的主要考虑因素。分解中并未发现信贷市场上“所有制偏好”的明显证据。实证结果支持了前文提出的全部研究假说，即“所有制偏好”本质上是“规模偏好”，我国信贷市场基本做到了“债务中性”。

这其实与靳来群(2017）、刘忠和李殷（2018）、张捷和白霄（2002)等诸多研究的结论是一致的，其可以从两方面得到解释。第一，我国银行业的市场结构高度集中，特别是集中于大型国有商业银行。对银行而言，每笔贷款的发放都需要对企业开展调研，因此，单位贷款的处理成本将与贷款规模负相关。规模较小的企业贷款需求往往也相对较小，财务等各方面信息也更为不规范、不透明，银行对其提供信贷服务所需要付出的信息搜寻等交易成本也更高，因此，银行从自身业务的成本—收益出发，也缺少动机为中小企业提供信贷服务(林毅夫、孙希芳，2005)。第二，就规模较小的企业自身而言，其市场竞争地位往往也相对弱势，可供抵押的资产不足，债务担保能力低，抗风险能力弱，这些都使其难以从商业银行获得信贷资源。

上述研究结论还说明，当下非国有企业融资难、融资贵的问题，绝不能简单地归结为其所有制身份。深入检讨寻找造成不同所有制企业各项禀赋特征差异，特别是规模差异的深层次原因，才能真正触及到如何提升非国有企业禀赋的根本因素，聚焦于这些因素才能准确找到深化改革的突破口。

(四)稳健性检验与异质性分析

考虑到非国有企业在行业准入上面临更大困难，而国有企业在部分行业事实上获取了行政垄断地位，更容易从商业银行获取信贷资源，若商业银行把信贷资源向国有企业集中的行业加以倾斜，前文对行业效应的控制可能将低估信贷市场上的“所有制偏好”程度。故本文不再控制行业效应，再次进行分解。结果如表7所示，仍然支持了我国信贷市场不存在严重的“所有制偏好”。

表7 行业效应未控制分解结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 指标 | 合理部分占比 | 不合理部分占比 |
| *Loan* | 138.94% | -38.94% |
| *Cost* | 99.73% | 0.27% |
| *Tloan* | 63.83% | 36.17% |

既有研究指出，承担了部分政策性负担的国有企业没有自生能力，是政府干预信贷资源流向国有企业的重要原因(林毅夫和李永军，2001；林毅夫和李志赟，2005；林毅夫等，2009)。本文对样本中盈利能力最低的10%、25%的企业进行了进一步的分析。这些企业由于种种原因盈利能力低下甚至陷入亏损，在它们中的非国有企业可能更难以获得信贷资源，而国有企业可能更有动机通过游说等方式让政府操纵信贷资源向其倾斜，帮助其维持生存。

表8对低盈利能力样本进行了分解，从结果中可以看到，即便在盈利能力较差的样本中，不同所有制企业信贷获取能力差异仍能由其禀赋差异得到较好的解释，这说明盈利能力较差的国有企业并没有受到不正当的信贷资源倾斜，不存在政府操纵信贷资源维持其生存的现象。由此进一步验证了前文的结论。

表8 低盈利能力样本组分解结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 指标 | 合理部分占比 | 不合理部分占比 |
| *Profit*最低的10%样本 | *Loan* | 112.18% | -12.18% |
| *Cost* | 111.78% | -11.78% |
| *Tloan* | 107.93% | -7.93% |
| *Profit*最低的25%样本 | *Loan* | 126.50% | -26.50% |
| *Cost* | 132.03% | -32.03% |
| *Tloan* | 88.60% | 11.40% |

银行在授信决策时，为避免坏账风险造成资产损失，将高度重视企业资产抵押能力。然而，孙铮等(2005)认为，国有企业较非国有企业与政府关系更近，拥有更紧密的政治联系。当其面临债务违约风险时，更有可能得到政府帮扶补贴，从而减少银行的坏账损失。这种政府的隐性担保降低了国有企业的信用风险，提高了其借款能力，债务人将不再高度重视企业资产抵押担保能力，且国有企业的信用评级越差，政府隐性担保对债务人的风险降低效果越明显(韩鹏飞、胡奕明，2015)。表9对低资产担保能力样本进行了分解，结果显示，在固定资产占比最低的样本中，并未出现严重的“所有制偏好”现象，不同所有制企业的信贷资源获取能力差异仍能被禀赋差异有力解释。这一结果说明，债务担保能力较弱的国有企业并没有因政府在背后隐性担保而获得不正当的信贷资源倾斜。

表9 低资产担保能力样本

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 指标 | 合理部分占比 | 不合理部分占比 |
| *Tangible*最低的10%样本 | *Loan* | 117.39% | -17.39% |
| *Cost* | 97.64% | 2.36% |
| *Tloan* | 82.18% | 17.82% |
| *Tangible*最低的25%样本 | *Loan* | 126.91% | -26.91% |
| *Cost* | 87.33% | 12.67% |
| *Tloan* | 85.32% | 14.68% |

综上所述，在不控制行业效应、在更难获取信贷资源的样本中，信贷市场也不存在“所有制偏好”，非国有企业信贷资源获取劣势主要是由于自身禀赋不足。

五、结论与政策建议

本文围绕“信贷中性”这一企业营商环境的主要方面展开讨论，结合经济体制转轨因素分析发现，市场发育、产业开放和政府调控监管行为等方面存在的路径依赖因素，对民营企业发展机会和发展能力有着一定的影响，进而造成民营企业在信贷资金需求评价方面处于劣势地位。在商业银行对于信贷资金投放的授信管理行为方面，以2015-2019年A股非金融类上市公司为研究样本，对信贷市场上不同所有制企业获取信贷资源的公平性进行了综合研究。综合考虑企业规模、债务担保能力、经营盈利情况、负债水平、信息不对称程度等多方面禀赋特征后，进行了分组回归与Oaxaca-Blinder分解，从定性和定量两个方面分析得出非国有企业信贷融资劣势的具体成因。

定性分析方面，本文发现银行在做出授信决策时，无论是对于国有企业还是非国有企业，都高度看重企业资产规模、固定资产等因素。不同之处在于，面对非国有企业时，银行将更为注重其盈利能力、成长性、信息不对称、流动性风险等因素，而对国有企业的这些方面并不是特别关注。这反映出信贷市场对不同所有制企业可能存在一定的区别对待，但是这并不直接反映出“所有制偏好”。

在利用Oaxaca-Blinder分解法定量计算后发现，这样的所有制偏好即便有，影响程度也较低。国有企业虽较非国有企业获得了更大规模的信贷资源，享有更优惠的信贷成本与期限结构，但这一优势能被国有企业相较非国有企业的禀赋优势充分解释。换句话说，商业银行对于放贷行为的风险控制管理上首先考虑的还是企业的资产规模和运营能力所决定的偿债风险约束问题。现实经济生活中，民营大企业在信贷资金获取上恰恰容易被银行所看好，以至于民营大企业往往拥有足够的授信，甚至都已经涉足金融业务经营。这也进一步加强了商业银行对于企业偿债风险的考量是其放贷行为决策最重视的约束因素。

据此，本文认为，我国非国有企业融资难的问题不能被简单认为是其所有制身份所引致的，而是由于其在现有营商环境下较之国有企业存在的多方面禀赋不足。另外，本文发现，不同所有制企业在信贷资源获取上的差异主要是缘于其在资产规模、资产有形性方面的异质性，在信贷市场上的“所有制偏好”本质上是“规模偏好”。因此，应当寻找引致这些禀赋方面异质性的深层次原因。

基于以上分析所得，本文提出以下政策建议。

第一，深化市场化改革，在完善经济体制的“系统集成”功能发育上下功夫。推进金融体系改革，降低企业获取信贷资源时对自身规模的依赖。将普惠金融导入商业银行业务结构，同时建立相应的监管考核。结合金融体制改革举措，完善多层次、广覆盖的银行业体系，优化我国银行业内部的行业竞争结构，发展基于本地的地方性中小银行，使授信服务与我国中小企业融资发展需求相匹配。

第二，与银行业改革相配套，增强面向中小企业债务担保能力和担保机制建设，设立由政府控股的融资担保、再担保机构，与商业银行等金融机构开展批量担保贷款合作，完善贷款风险分担补偿机制，为中小企业融资增信。与此同时，应进一步完善信息披露评级、征信制度建设，鼓励设立第三方信用评级机构、建立征信数据中心，扩大信用信息共享，提升中小企业的信息透明度。应进一步完善金融机构考核、评价和尽职免责制度，引导商业银行在信贷规模、信贷价格等方面向非国有中小企业倾斜，消除“不敢贷、不愿贷、不能贷”问题。

第三，致力于优化公平竞争环境的营造，着力提升非国有企业经营能力禀赋。法律方面，可以借鉴国际经验，构建完善健全的竞争法体系，特别是要加强对各类行政垄断的规制。同时，应强化竞争法的执行与监督，建立公平竞争审查制度，确保法律执行效果。政府方面，应完善相关行政法，建立与现代市场经济相匹配的治理体系、治理能力，厘清权力边界，加强信息公开。减少各类限制非国有企业参与的不合理条件，避免政策实施中可能存在的偏向。

参考文献

巴曙松，2019：《竞争中性原则的形成及其在中国的实施》，《当代金融研究》第4期。

巴曙松 谌鹏 等，2021：《竞争中性原则的形成及其在中国的实施》，厦门大学出版社。

巴曙松 刘孝红 牛播坤，2005：《转型时期中国金融体系中的地方治理与银行改革的互动研究》，《金融研究》第5期。

白俊 连立帅，2012：《信贷资金配置差异：所有制歧视抑或禀赋差异?》，《管理世界》第6期。

常修泽 等，2018：《所有制改革与创新——中国所有制结构改革40年》，广东经济出版社。

陈斌开 林毅夫，2012：《金融抑制、产业结构与收入分配》，《世界经济》第1期。

陈耿 刘星 辛清泉，2015：《信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构》，《会计研究》第4期。

陈国辉 胡欣 刘斌，2015：《公司治理、信息披露质量与知情交易》，《审计与经济研究》第5期。

陈林 唐杨柳，2014，《混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究》，《经济学家》第11期。

程海波 于蕾 许治林，2005，《资本结构、信贷约束和信贷歧视：上海非国有中小企业的案例》，《世界经济》第8期。

戴静 张建华，2013，《金融所有制歧视、所有制结构与创新产出——来自中国地区工业部门的证据》，《金融研究》第5期。

段云 国瑶，2012，《政治关系、货币政策与债务结构研究》，《南开管理评论》第5期。

樊明太 叶思晖，2019，《竞争中性、融资约束不对等性与经济效果评价》，《金融评论》第6期。

方军雄，2007：《所有制、制度环境与信贷资金配置》，《经济研究》第12期。

方军雄，2010：《民营上市公司真的面临银行贷款歧视吗?》，《管理世界》第11期。

苟琴 黄益平，2014：《我国信贷配给决定因素分析——来自企业层面的证据》，《金融研究》第8期。

苟琴 黄益平 刘晓光，2014：《银行信贷配置真的存在所有制歧视吗?》，《管理世界》第1期。

韩鹏飞 胡奕明，2015：《政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究》，《金融研究》第3期。

胡旭阳，2006：《民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例》，《管理世界》第5期。

江伟 李斌，2006：《制度环境、国有产权与银行差别贷款》，《金融研究》第11期。

靳来群，2017：《所有制歧视还是规模歧视?——基于资本错配程度的比较》，《现代经济探讨》第12期。

李广子 刘力，2009：《债务融资成本与民营信贷歧视》，《金融研究》第12期。

李翃楠，2016：《我国市场准入制度中的所有制歧视分析》，《当代财经》第4期。

李静 彭飞 毛德凤，2013：《企业金融资源配置：禀赋差异抑或所有制歧视》，《南方经济》第6期。

李志军 王善平，2011：《货币政策、信息披露质量与公司债务融资》，《会计研究》第10期。

黎凯 叶建芳，2007：《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》第8期。

李增泉 辛显刚 于旭辉，2008：《金融发展、债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据》，《管理世界》第1期。

林晚发 等，2013：《分析师预测与企业债券信用利差——基于2008-2012年中国企业债券数据》，《会计研究》第8期。

林毅夫 李永军，2001：《中小金融机构发展与中小企业融资》，《经济研究》第1期。

林毅夫 李志赟，2005：《中国的国有企业与金融体制改革》，《经济学(季刊)》第3期。

林毅夫 孙希芳，2005：《信息、非正规金融与中小企业融资》，《经济研究》第7期。

林毅夫 孙希芳 姜烨，2009：《经济发展中的最优金融结构理论初探》，《经济研究》第8期。

刘海明 曹廷求，2015：《广告宣传、信息不对称与债务融资成本》，《审计与经济研究》第6期。

刘戒骄，2019：《竞争中性的理论脉络与实践逻辑》，《中国工业经济》第6期。

刘小玄 周晓艳，2011：《金融资源与实体经济之间配置关系的检验——兼论经济结构失衡的原因》，《金融研究》第2期。

刘星 蒋水全，2015：《银行股权关联、银行业竞争与民营企业融资约束》，《中国管理科学》第12期。

刘哲希 等，2020：《降低间接融资占比有助于去杠杆吗——金融结构与杠杆率关系的检验》，《财贸经济》第2期。

刘忠 李殷，2018：《“所有制歧视”VS“规模歧视”：谁对企业全要素生产率的危害更大——基于地区信贷腐败的视角》，《当代经济科学》第3期。

卢文鹏，2002：《金融抑制、路径依赖与中国渐进改革中的制度性公共风险》，《复旦学报(社会科学版)》第4期。

陆正飞 祝继高 樊铮，2009：《银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失》，《金融研究》第8期。

罗进辉，2014：《上市公司的信息披露质量为何摇摆不定?》，《投资研究》第1期。

马大来 陈仲常 王玲，2015：《金融发展、所有制约束与企业资本结构——基于省级规模以上工业企业面板数据的实证研究》，《经济经纬》第2期。

聂辉华 等，2016：《我国僵尸企业的现状、原因与对策》，《宏观经济管理》第9期。

裴长洪，2014：《中国公有制主体地位的量化估算及其发展趋势》，《中国社会科学》第1期。

荣兆梓，2013：《也论国有经济与私营经济的不平等竞争》，《政治经济学评论》第2期。

邵挺，2010：《金融错配、所有制结构与资本回报率：来自1999～2007年我国工业企业的研究》，《金融研究》第9期。

孙铮 李增泉 王景斌，2006：《所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据》，《管理世界》第10期。

孙铮 刘凤委 李增泉，2005：《市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据》，《经济研究》第5期。

田利辉，2005：《国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理》，《管理世界》第7期。

王珏 骆力前 郭琦，2015：《地方政府干预是否损害信贷配置效率?》，《金融研究》第4期。

伍燕然 等，2016：《公司治理、信息披露、投资者情绪与分析师盈利预测偏差》，《世界经济》第2期。

向静，2006：《民营企业在信贷市场面临的所有制歧视分析》，《理论与改革》第2期。

余超 杨云红，2016：《银行竞争、所有制歧视和企业生产率改善》，《经济科学》第2期。

余明桂 潘红波，2008：《政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款》，《金融研究》第9期。

袁淳 荆新 廖冠民，2010：《国有公司的信贷优惠：信贷干预还是隐性担保?——基于信用贷款的实证检验》，《会计研究》第8期。

袁建国 后青松 程晨，2015：《企业政治资源的诅咒效应——基于政治关联与企业技术创新的考察》，《管理世界》第1期。

袁志刚 邵挺，2010：《国有企业的历史地位、功能及其进一步改革》，《学术月刊》第1期。

张辉 黄昊 闫强明，2016：《混合所有制改革、政策性负担与国有企业绩效——基于1999—2007年工业企业数据库的实证研究》，《经济学家》第9期。

张杰，2000：《民营经济的金融困境与融资次序》，《经济研究》第4期。

张杰 等，2013：《银行歧视、商业信用与企业发展》，《世界经济》第9期。

张捷 王霄，2002：《中小企业金融成长周期与融资结构变化》，《世界经济》第9期。

张军 詹宇波，2006：《金融歧视、“腐败”与中国私人企业的增长：基于转轨的理论分析和经验观察》，《世界经济文汇》第2期。

张军 金煜，2005：《中国的金融深化和生产率关系的再检测：1987—2001》，《经济研究》第11期。

张琳 东艳，2014：《国际贸易投资规则的新变化：竞争中立原则的应用与实践》，《国际贸易》第6期。

张庆君 朱方圆 胡秀雯，2015：《融资约束、所有制歧视与金融资源配置效率》，《江汉论坛》第10期。

周兰 谢海强，2013：《基于经济波动的企业信贷融资与信息透明度关系研究》，《中国管理科学》第1期。

朱恒鹏，2004：《分权化改革、财政激励和公有制企业改制》，《世界经济》第12期。

Bamber E M, Stratton R A.,1997, “The information content of the uncertainty-modified audit report: Evidence from bank loan officers”, Accounting *Horizons*, 11(2): 1-11.

Blinder A S.,1973, “Wage discrimination: reduced form and structural estimates”. *Journal of Human Resources*, 8(4):436-455.

Brandt L, Li H.,2003, “Bank discrimination in transition economies: ideology, information, or incentives?”, *Journal of Comparative Economics*, 31(3): 387-413.

Brandt L, Zhu X.,2000, “Redistribution in a decentralized economy: Growth and inflation in China under reform”, *Journal of Political Economy*, 108(2): 422-439.

Boyreau-Debray G, Wei S J.,2004, “Pitfalls of a state-dominated financial system: The case of China”, *Social Science Electronic Publishing*

Cull R, Xu L C., 2003, “Who gets credit? The behavior of bureaucrats and state banks in allocating credit to Chinese state-owned enterprises”, *Journal of Development Economics*, 71(2): 533-559.

Firth M, 1979, “Qualified audit reports and bank lending decisions”, *Journal of Bank Research*, 9(4):237-241

Firth M, Lin C, Liu P, et al.,2009, “Inside the black box: Bank credit allocation in China’s private sector”, *Journal of Banking & Finance*, 33(6): 1144-1155.

Joseph E. Stiglitz, Andrew Weiss.,1981, “Credit rationing in markets with imperfect information”, *The American Economic Review*, 71(3): 393-410.

Li K, Yue H, Zhao L.,2009, “Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China”, *Journal of Comparative Economics*, 37(3): 471-490.

Lin J Y, Cai F, Li Z.,1998, “Competition, policy burdens, and state-owned enterprise reform”, *The American Economic Review*, 88(2): 422-427.

Oaxaca R L.,1973, “Male-Female Wage Differentials in Urban Labor Markets”, *International Economic Review*, 14(3):693-709.

Qian Y, Weingast B R.,1996, “China's transition to markets: market-preserving federalism, Chinese style”, *The Journal of Policy Reform*, 1(2): 149-185.

Shleifer A., 1998, “State versus private ownership”, *Journal of Economic Perspectives*, 12(4): 133-150.

Titman S, Wessels R., 1988, “The determinants of capital structure choice”, *The Journal of Finance*, 43(1): 1-19.

XU C., 2011, “The fundamental institutions of China's reforms and development”, *Journal of Economic Literature*, 49(4):1076-1151.

Yu F., 2005, “Accounting transparency and the term structure of credit spreads”, *Journal of Financial Economics*, 75(1): 53-84.

1. \* 张晖明，复旦大学经济学院、复旦大学政治经济学研究中心，邮政编码：200433，电子信箱：hmzhang@fudan.edu.cn，；刘入嘉、王凯，复旦大学经济学院，邮政编码：200433，电子邮箱：16110680002@fudan.edu.cn，18210680002@fudan. edu.cn。 [↑](#footnote-ref-1)
2. 据刘哲希等(2020)计算，我国间接融资比重常年在70%以上。 [↑](#footnote-ref-2)
3. 据巴曙松(2019)，2018年A股上市公司中，中央国有企业所获政府补贴均值为4.3亿元，地方国有企业为1.53亿元，民营企业为0.73亿元。 [↑](#footnote-ref-3)
4. 部分招投标项目显性、隐性门槛严重，即便不存在行政权力的直接限制，政府在招投标过程中也常设置与业务开展无关的业绩门槛、规模门槛，进而将民营企业排除在外，故意使信息发布不及时不充分，导致民营企业难以参与其中。 [↑](#footnote-ref-4)
5. 例如，据原冶金部副部长赵喜子：河北省承担了全国钢铁去产能任务的三分之一，但其中97%由民营企业承担。参见http://finance.sina.com.cn/zl/china/2018-09-30/zl-ihkmwytq0950662.shtml。 [↑](#footnote-ref-5)
6. 2019年，国有企业上缴利润占国有企业利润总额比重为9.36%(巴曙松等，2021)。 [↑](#footnote-ref-6)
7. 这与孙铮等(2006)的结论一致，其也发现银行对不同所有制企业的偿债能力、盈利能力重视程度不同。 [↑](#footnote-ref-7)