

担保物权制度改革 降低了企业债务融资成本吗？ ——来自中国《物权法》自然实验的经验证据

钱雪松 唐英伦 方 胜

(华中科技大学经济学院 湖北武汉 430074; 中山大学国际金融学院 广东珠海 519082)

摘 要: 本文运用双重差分法考察以《物权法》出台为标志的担保物权制度改革是否降低了企业的债务成本。实证结果显示,《物权法》出台后,与固定资产占比较高的企业相比,固定资产占比较低企业的债务成本显著降低。进一步,与《物权法》出台通过扩大可抵押资产范围、加强债权人保护等渠道降低企业债务成本的经济直觉一致,三重差分检验结果表明,担保物权制度改革对企业债务成本的降低作用表现出丰富差异性:其一,与法律制度环境较好地区相比,《物权法》对企业债务成本的降低作用在法律制度环境较差地区相对更大;其二,与金融市场化程度较高地区相比,《物权法》对企业债务成本的降低作用在金融市场化程度较低地区相对更大;其三,与融资约束较弱企业相比,对于融资约束较强的企业而言,《物权法》对债务成本的降低作用相对更强。这些基于中国经济实践的经验证据识别并揭示出了担保物权制度改革促使企业债务成本下降的作用机理,从而对有效缓解企业融资难、融资贵等问题具有借鉴意义。

关键词: 《物权法》; 担保物权制度; 债务融资成本; 债权人保护; 双重差分法

JEL 分类号: G32, K11, P37 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2019)07-0115-20

一、引 言

企业融资难和融资贵问题一直困扰我国的经济发展。改革开放以来,政府采取推动金融市场化改革、调整“直接融资-间接融资”结构、鼓励中小银行发展等举措改善企业融资环境。然而,企业融资贵等问题仍未得到有效解决,全国工商联 2017 年调研数据显示,融资成本因素仍居于影响企业发展的各项成本因素之首。党的十九大报告强调要深

收稿日期: 2018-01-30

作者简介: 钱雪松, 经济学博士, 教授, 华中科技大学经济学院, E-mail: qianxuesong2008@163.com.

唐英伦, 博士研究生, 华中科技大学经济学院, E-mail: tangyl93@163.com.

方 胜(通讯作者), 经济学博士, 博士后, 中山大学国际金融学院, E-mail: fangsh8@mail.sysu.edu.cn.

* 本文感谢国家自然科学基金面上项目(批准号: 71872067)、教育部人文社会科学研究青年基金项目(批准号: 19YJC790027)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

化供给侧结构性改革,坚持“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”2019 年政府工作报告也将缓解企业融资难融资贵问题列为重点工作任务。此背景下,如何有效降低企业融资成本问题成为政府、企业和学术界关注的焦点。特别是,考虑到我国法律制度环境不断优化,以《物权法》出台为标志的担保物权制度改革是否以及如何影响企业债务成本等问题也急需回答。

实际上,企业债务融资成本问题一直受到学术界的密切关注。早在 20 世纪 50 年代,Modigliani and Miller (1958) 运用经济学方法分析企业融资结构相关问题时指出,在完美资本市场条件下,企业融资成本取决于其现金流量的风险状况及其溢价。随后,研究者引入信息不对称、代理问题等不完美因素考察企业债务成本问题发现,一方面,会计信息质量通过降低借贷双方信息不对称从而降低企业的债务融资成本(Bharath et al. 2008; 周楷唐等 2017),另一方面,企业管理层存在自利动机引致的债务代理成本使得债权人通过更严苛的债务合约来限制企业的行为,不仅在合约中加入更多条款、要求提供担保,而且提高借款利率(Graham et al. 2008),当债权人预期公司内部人(经理人或者大股东)可能存在机会主义行为时,将会要求更高的风险溢价以弥补其较高的投资风险(Kabir et al. 2013; 王运通和姜付秀 2017; 林钟高和丁茂桓 2017)。

近年来,随着新兴市场国家的市场化改革和微观金融数据可得性增强,从法律制度环境切入考察企业债务融资成本的研究不断涌现。Qian and Strahan(2007) 研究发现,对于债权人权利的保护条款越完善,执行效率越高,不仅借款期限越长,而且借款利息越低;Demirgüç - Kunt et al. (2004) 研究发现,债权保护制度环境越好,银行收取的利差越低;Bae and Goyal (2009) 运用 48 个国家 1994 - 2003 年银行贷款数据的研究强调,加强债权保护显著降低了借款利率溢价,而且这种降低作用在金融危机背景下尤为突出;王彦超等(2016) 基于中国 2003 - 2013 年债务诉讼案件的实证分析发现,在诉讼普遍性较高及信贷市场化进程较高地区,潜在诉讼风险对债务成本的推高作用相对较强。

这些从国家或地区法律制度环境差异切入考察企业债务融资成本的经验研究增进了我们对企业债务成本的认识和理解。但需要指出的是,上述文献大多从不同国家或地区的法律环境横截面差异出发考察企业债务成本问题,不仅容易受到遗漏变量、法律变量测度偏误等问题的困扰,而且难以清晰揭示出法律环境因素影响债务成本的作用机理。

为考察法律制度环境如何影响企业债务成本,一个理想方法是借助法律变化的自然实验。在我国从计划经济向市场经济转型过程中,为完善市场经济法律环境,新的法律法规不断出台。其中,以《中华人民共和国物权法》(以下简称《物权法》) 出台为标志的担保物权制度改革为考察法律制度变化如何影响企业债务成本提供了很好的研究素材。其一,《物权法》于 20 世纪 90 年代开始起草,几经波折后在 2007 年 3 月 16 日正式通过,考虑到《物权法》出台很大程度上是政府为完善市场经济制度不断推进的结果,这对微观企业而言是外生冲击;其二,《物权法》加强了债权人保护,扩大了抵押担保资产类型和范围,这不仅降低了借贷风险,还有助于增强企业借款时的议价能力,这都会对企业债务成本产生影响。

基于此,本文以我国《物权法》出台为自然实验,选取中国工业企业数据库中制造业企业为研究对象,从《物权法》出台对企业债务成本施加影响的差异性切入,将样本中固定资产占比最高的 1/3 企业和最低的 1/3 企业分别界定为对照组和实验组,运用双重差分法实证检验担保物权制度改革如何对企业债务融资成本施加影响。本文检验结果表明,《物权法》出台之后,与固定资产占比较高企业相比,固定资产占比较低企业的债务融资成本显著降低。在此基础上,本文基于地区制度环境和企业特征的三重差分检验结果表明,担保物权制度改革对企业债务成本的降低作用表现出丰富差异性:其一,与法律制度环境较好(或金融市场化程度较高)地区相比,《物权法》对企业债务成本的降低作用在法律制度环境较差(或金融市场化程度较低)地区相对更大;其二,与融资约束较弱企业相比,对于融资约束较强的企业而言,《物权法》对债务成本的降低作用相对更强。

本文贡献主要在于,我们从中国担保物权制度改革切入考察法律制度环境变化如何影响企业债务成本的研究丰富了“法与金融”研究文献。现有关法律制度与企业债务成本关系的文献大多从法律制度环境的国家(或地区)差异切入进行考察(Demirgüç - Kunt et al. 2004; Qian and Strahan 2007; Bae and Goyal 2009; 王彦超等 2016),虽然有少量研究尝试利用法律改革的自然实验探讨企业债务成本问题,但这些文献大都基于印度、巴西等新兴市场国家的经济实践,得到的实证发现也不一致(Lilienfeld - Toal et al. , 2012; Vig 2013; Assunção et al. 2014),学术界还十分缺乏来自中国这一新兴经济体的经验证据。

考虑到我国法律制度还不完善,《物权法》出台等担保物权制度改革是否对企业债务融资成本产生影响等问题十分重要。在 Berkowitz et al. (2015)、江伟和姚文韬(2016)、姜军等(2017)、钱雪松和方胜(2017)、张小茜和孙璐佳(2017)、钱雪松等(2019)关于《物权法》研究的基础上,本文基于中国《物权法》出台这一自然实验,利用担保物权制度改革对企业融资环境产生的外生冲击,从法律变化引致冲击的差异性角度切入构造对照组和实验组,运用双重差分法考察担保物权制度改革对企业债务融资成本的影响。实证检验结果表明,与对照组相比,对实验组企业而言,《物权法》出台带来的借款风险下降程度和议价能力提升力度相对较大,这会降低企业的债务融资成本;而且,三重差分检验结果显示,担保物权制度改革对企业债务成本的降低作用不仅在法律制度环境较差地区相对较大,还在企业融资约束层面表现出系统差异。这些经验证据进一步支持了“《物权法》出台→提升债权人保护和借款企业议价能力→降低企业债务成本”这一经济逻辑。本文清晰识别出担保物权制度改革降低企业债务成本的作用机制,不仅增进了我们对债权人保护等法律制度环境如何影响企业债务融资成本问题的理解,而且还为“法与金融”研究领域提供了来自中国的新鲜经验证据。

本文结构如下:第二部分简述制度背景,并提出研究假设;第三部分为实证研究设计;第四部分检验《物权法》出台对企业债务成本的影响;第五部分是基于地区制度环境和企业融资约束视角的扩展性检验;第六部分为总结。

二、制度背景与研究假设

(一)《物权法》出台和担保物权制度改革

我国关于担保制度的法律修订之路十分曲折。1995 年实施的《中华人民共和国担保法》(以下简称《担保法》)系统规定了抵押权、质权和留置权等概念,但由于我国尚未建立基本物权制度,基于《担保法》的担保制度设计存在诸多不足,鉴于此,我国最早于 1993 年开始起草《物权法》,历经十四年的激烈讨论,几经波折后,终于在 2007 年 3 月 16 日第十届全国人民代表大会第五次会议正式出台了《物权法》。在已有的法律制度基础上,《物权法》构建了系统完善的担保物权制度,具体表现在以下三个方面:其一,《物权法》明确了物的归属,并强调对权利人拥有物权的保护,为我国担保制度奠定了基础;其二,《物权法》丰富了担保物权类型,扩大了担保财产范围,明确规定存货、应收账款、基金份额等新型可抵押资产和可质押权利,这将拓宽企业运用担保物权的操作空间;其三,《物权法》进一步完善了担保物权的设定和实现程序,明确了担保物权的受偿方式和顺序,并简化了抵押权受偿过程,从而降低了担保物权运作的交易成本。

(二)担保物权制度改革对企业债务融资成本的影响及作用机制分析

从担保物权制度改革层面审视,《物权法》主要实施了两个重要举措:其一,《物权法》丰富了可担保资产范围,增加了存货、应收账款、基金份额等新型担保物权;其二,完善了担保物权的设定和实现程序,降低了担保物权运作的交易成本,有利于抵押贷款纠纷处理,从而有利于参与抵押借贷的经济主体形成稳定预期。这些举措增加了债权人保护自身利益的工具选择空间,还有利于加强企业向银行借款时的议价能力。这会通过以下机制对企业债务成本产生影响。

其一,《物权法》增加了存货、应收账款、基金份额等新型担保物权,扩大了可抵押资产范围,允许企业在借款时提供流动资产作为抵押,这不仅可以增强债权人利益的保障力度从而降低放贷风险,而且在一定程度上提升了借款企业的议价能力,最终会有助于降低企业借款成本。

一方面,从债权人视角看,与《物权法》出台之前相比,在《物权法》出台之后,银行提供贷款时可以向借款企业索取存货、应收账款等新型担保物权作为抵押,这不仅会降低借款企业的违约风险,还会减少违约情形下的损失,从而促使企业债务成本下降。实际上,基于发达国家和新兴市场国家的经验证据表明,借款企业提供抵押品有助于降低借款利率(Berger et al. 2011; Cerqueiro et al. 2016)。同时,需要指出的是,在中国经济实践中,为了保护自身利益,银行在提供信贷时十分依赖抵押品,尤其青睐厂房、机器设备等固定资产抵押品。这样一来,在《物权法》出台之前,与固定资产占比较高的企业相比,固定资产占比较低企业由于没有充足的固定资产作为抵押,其借款时处于相对劣势,银行向其发放贷款时面临的风险往往相对较高;与之形成鲜明对比的是,《物权法》出台之后,可担保资产范围扩大,存货、应收账款、基金份额等流动性资产可以出质,在此背景下,固定资产占

比较低企业向银行借款时可以提供流动性资产作为抵押,这弥补了其固定资产抵押品的不足,不仅有助于降低借款企业的违约风险,还减少了银行在借款企业违约时的损失,进而有助于加强债权人利益的保障程度,最终通过降低银行放贷风险促使企业借款成本下降。

另一方面,从借款企业视角看,《物权法》出台通过扩大企业可抵押资产范围,提升了企业向银行借款时的议价能力,从而有助于降低企业债务融资成本。具体而言,《物权法》出台将应收账款、存货等流动资产纳入可抵押资产范围,这一担保物权制度改革举措不仅使得企业借款时可以提供流动资产作为抵押,还可以通过提升应收账款的市场价值加大了企业运用应付账款等商业信用进行负债融资的可能,从而扩大了企业融资渠道(江伟和姚文韬 2016; 钱雪松和方胜 2017)。在此背景下,在向商业银行等金融机构借款时,企业不仅因为能提供流动资产作为抵押而要求银行降低借贷利率,还可以在多种负债融资渠道中选择有利于自己的融资方式,从而提高其议价能力。而且,值得强调的是,由于固定资产占比较高企业的抵押资产(尤其是固定资产)相对较多,流动性资产可以出质这一法律变化对固定资产占比较低企业议价能力的影响相对较大。

其二,《物权法》完善了担保物权的设定和实现程序,降低了担保物权运作的交易成本,有利于贷款违约情况下债权人对抵押物尤其是流动资产抵押物的处理,这将促进借贷交易中广泛运用流动性资产作为抵押,有助于“担保物权制度改革通过扩大可抵押资产范围提升债权人保护和借款企业议价能力,进而降低企业债务成本”这一机制发挥作用,从而促使企业债务融资成本下降。实际上,与固定资产抵押品相比,存货、应收账款等流动资产出质有一定特殊性,不仅债权人对流动资产抵押品的监督成本较高,而且债务人违约情形下针对流动资产抵押品的处置面临相对较大的不确定性。这样一来,如果没有良好的担保物权设定和实现程序作为制度保障,流动资产出质的交易费用较高,从而阻碍流动资产抵押品在借贷交易中发挥积极作用。

值得指出的是,《物权法》出台简化并完善了担保物权的设定和实现程序,为债权人处置流动性抵押资产提供了更多便利。例如,《物权法》针对抵押权受偿过程做出了新规定,如果抵押权人和抵押人不能就抵押权的实现方式达成协议,抵押权人可以跳过诉讼,直接提请法院拍卖、变卖抵押财产;我国于 2007 年实施了《应收账款质押登记操作规则》,并上线了相应的登记系统,这为我国金融机构开展动产融资业务提供了规范的登记程序,增大了企业事后对其动产的处置空间和灵活性。简言之,《物权法》出台极大节省了担保物权的实现成本,有利于流动性资产抵押纠纷的处理,从而促进流动资产出质在借贷交易中的运用,最终为担保物权制度改革“扩大可抵押资产范围→提升债权人保护和借款企业议价能力→降低企业债务成本”这一机制发挥作用创造了良好的制度环境。

基于以上分析,对于我国固定资产较少难以提供固定资产抵押的企业而言,我们预期《物权法》出台将显著降低其债务成本。因而,本文提出以下研究假设。

假设 1: 与固定资产占比较高企业相比,对固定资产占比较低企业而言,以《物权法》出台为标志的担保物权制度改革降低了其债务融资成本。

在剖析了《物权法》出台通过何种机制影响企业债务融资成本之后,考虑到我国地区

制度环境存在丰富差异,企业外部融资能力也参差不齐,一个自然的问题是,担保物权制度改革对企业债务成本的作用是否在地区及企业特征层面表现出系统差异?

其一,大量研究指出,中国各地区的法律制度环境表现出极大差异(樊纲等 2011; 罗煜等 2016)。与法律制度环境较差地区相比,法律制度环境较好的地区不仅产权保护力度更大,而且投资者保护水平和契约执行效率较高(王彦超和陈思琪 2017)。此背景下,在《物权法》出台之前,对于法律制度环境较好地区而言,由于其拥有较高的投资者保护水平和契约执行效率,这会在一定程度上弥补担保物权制度不足;与之形成鲜明对比的是,对于法律制度环境较差地区的企业,由于投资者保护水平和契约执行效率较低,商业银行等金融机构放贷风险相对较高,这会导致这些企业因为缺乏固定资产抵押品而面临相对较高的债务成本。这样一来,《物权法》出台对法律制度环境不同地区企业的债务融资成本就会产生差异性影响。具体而言,在《物权法》出台之后,与法律制度环境较好地区的企业相比,法律制度环境较差地区企业对担保物权制度改革举措的反应相对更加敏感。

其二,我国各地区的金融市场化程度也存在较大差异。具体而言,与金融市场化程度较低地区相比,在金融市场化程度较高地区,信息不对称程度相对较低,针对债务人的监管机制相对较成熟,商业银行之间竞争程度也相对较高,而且企业也拥有相对更多的外部融资渠道。在此背景下,在《物权法》出台之前,对于金融市场化程度较高地区而言,丰富的信息获取和融资渠道以及相对成熟的债务监管机制在一定程度上可以弥补担保物权制度的不完善,从而缓解了企业因固定资产抵押品不足引致的高融资成本问题。与之不同,对金融市场化程度较低地区而言,信息不对称问题突出,企业融资渠道单一,银行间竞争程度也相对较低,这使得缺乏固定资产抵押品的企业面临相对较高的债务融资成本。这样一来,《物权法》出台对金融市场化程度不同地区企业的债务融资成本就产生了差异性影响。在《物权法》出台之后,与金融市场化程度较高地区的企业相比,扩大抵押品范围、完善担保物权设定和实现程序等担保物权制度改革举措对金融市场化程度较低地区企业产生的积极作用相对更大。

其三,从企业自身特征来看,即使对于固定资产占比都较低的企业,它们在资产规模、年龄、融资需求和成长性等特征层面也可能存在系统差异,这导致这些企业在信息不对称、风险及相关的融资约束程度方面参差不齐。此背景下,《物权法》出台之前,在固定资产占比较低企业中,与融资约束较弱的企业相比,融资约束较强的企业,它们往往面临相对更加严峻的融资环境,固定资产抵押品缺乏对其债务融资成本的影响相对较大。这样一来,《物权法》出台之后,与前者相比,扩大抵押品范围、完善担保物权设定和实现程序等担保物权制度改革举措对后者产生的积极作用相对更大。

基于上述分析,我们提出以下研究假设。

假设 2a: 与法律制度环境较好地区相比,《物权法》出台对债务成本的降低作用在法律制度环境较差地区相对更大。

假设 2b: 与金融市场化程度较高地区相比,《物权法》出台对债务成本的降低作用在

金融市场化程度较低地区相对更大。

假设 2c: 与融资约束程度较低企业相比,对融资约束程度较高的企业而言,担保物权制度改革对其债务成本的降低作用相对更大。

三、研究设计

(一) 数据样本

为考察以《物权法》出台为标志的担保物权制度改革如何影响企业债务融资成本,本文围绕 2007 年《物权法》出台这一自然实验,选取 2003 – 2008 年中国工业企业数据库中的制造业企业作为研究对象。我们对样本进行了如下筛选:剔除总资产、总负债、销售额、利息支出等指标数据缺失的观测值;剔除实收资本小于 0、等于 0 或者缺失的观测值;剔除流动资产大于总资产、固定资产大于总资产、本年折旧大于累计折旧等异常观测值等。最后,由于考察《物权法》的效应需要对企业在法律出台前后情况进行对比,为保证前后样本的可比性,我们选取至少在 2006、2007 两年均存在观测值的企业组成样本。最终得到包含 249740 家企业、1210724 个观测值的非平衡面板。

(二) 变量定义与描述性统计

本文被解释变量为企业的债务融资成本。在借鉴 Vig (2013)、李广子和刘力(2009)等研究测度方法的基础上,考虑到数据可得性,我们采取“企业利息支出除以总负债”度量债务融资成本,并以“利息支出除以期初期末平均负债”和“财务费用除以总负债”两个指标进行稳健性检验。分组虚拟变量为 *Low*,时间变量为 *After*。

表 1 变量定义

变量	变量定义
<i>Debtcost</i>	债务成本 = 利息支出 / 总负债,百分数形式
<i>Size</i>	滞后一期的总资产取对数
<i>Roa</i>	滞后一期的资产收益率
<i>Age</i>	企业当年年龄加 1 取对数
<i>Lev</i>	滞后一期的资产负债率
<i>SOE</i>	企业当年的所有制属性,国企取 1,非国企取 0
<i>FA</i>	固定资产净值 / 总资产,2005、2006 两年的平均值
<i>After</i>	样本观测期在 2007 年前取 0,在 2007 年及之后取 1
<i>Low</i>	属于实验组的企业取 1,属于对照组的企业取 0
<i>Fin</i>	企业所在省份“金融业的市场化指数”在 2006 年排名全国前十则取 1,否则取 0
<i>Law</i>	企业所在省份“市场中中介组织的发育与法律制度环境指数”在 2006 年排名全国前十则取 1,否则取 0
<i>SA</i>	融资约束指数 $(-0.737 * \text{资产}) + (0.043 * \text{资产的平方}) - (0.040 * \text{年龄})$

为了控制企业层面的特征,我们选取了资产规模(*Size*)、杠杆率(*Lev*)、年龄(*Age*)、盈利能力(*Roa*)和所有制属性(*SOE*) 5 个控制变量,为降低内生性,资产规模、杠杆率和盈利能力选取滞后一期的数据。

另外,为了检验担保物权制度改革影响企业债务成本在地区制度环境层面的差异,本文基于樊纲等编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》中“市场中介组织的发育与法律制度环境指数”和“金融业的市场化指数”,定义了法律制度环境虚拟变量 *Law* 和金融市场化程度虚拟变量 *Fin*。为了检验担保物权制度改革对企业债务成本效应在企业融资约束层面的差异,借鉴 Almeida et al. (2013)、鞠晓生等(2013)文献的处理方法,本文选择 Hadlock and Pierce (2010) 构建的 SA 指数测度企业融资约束程度。SA 指数基于企业资产规模和年龄构造,其中资产和年龄我们选取 2005、2006 两年的平均值。企业 SA 指数越大,表明融资约束越强。具体变量定义如表 1 所示。

表 2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最大值	最小值
<i>Debtcost</i>	1210724	2.6225	5.6197	40.7367	-1.1381
<i>Size</i>	957875	9.8406	1.3609	13.9006	7.2584
<i>Roa</i>	957875	8.9283	16.0859	90.6250	-17.0267
<i>Age</i>	1210590	1.9618	0.7729	3.9120	0.0000
<i>Lev</i>	957875	56.4213	26.6939	124.4361	2.1875
<i>FA</i>	1210720	0.3191	0.2064	0.8614	0.0096
<i>SA</i>	1210547	-0.6337	0.6511	-0.0279	-3.4174
<i>SOE</i>	1210724	0.0328	0.1782	1.0000	0.0000
<i>Fin</i>	1210717	0.6961	0.4599	1.0000	0.0000
<i>Law</i>	1210717	0.7495	0.4333	1.0000	0.0000

表 2 给出了主要变量的描述性统计。表 2 显示,被解释变量——债务融资成本的均值为 2.62%,标准差为 5.62%,这表明,债务成本水平浮动区间较大,从而为考察《物权法》出台如何影响债务成本提供了很好的素材。需要指出的是,我们对所有连续变量进行了 1% 水平上的双边缩尾处理(Winsorize),以避免异常值的影响。

(三) 识别策略和模型设定

本文使用双重差分法(DID)考察《物权法》出台对企业债务融资成本的效应。在自然实验情形下,双重差分法通过比较某一事件对实验组和对照组影响的差异,可以克服干扰因果关系的其他因素或遗漏变量的影响,从而识别出因果关系。基于此,我们需要构造合适的实验组和对照组。由于《物权法》是一部面向全国的法律,而且没有进行试点,难以

找到同一时期完全不受该法律影响的企业作为对照组。

本文借鉴 Vig (2013)、钱雪松和方胜(2017)、钱雪松等(2019)的处理方法,从《物权法》出台对不同企业债务融资成本施加的差异性影响切入构造实验组和对照组,在此基础上进行双重差分检验。我们将固定资产占比高的企业设为对照组,固定资产占比低的企业设为实验组。这样处理的逻辑在于,中国的经济实践中,银行出于保护自身利益的原因,在提供信贷时十分依赖抵押品(特别是企业的固定资产)。在此背景下,对固定资产占比较高的企业而言,由于拥有相对较多固定资产,它们在《物权法》出台前就能通过固定资产抵押获取债务融资,债权人向这些企业提供贷款时风险相对较低,因此担保物权制度改革对这些企业债务成本的影响相对有限。与之形成鲜明对比的是,对于固定资产占比较低的企业,由于缺乏抵押物,银行向这些企业提供贷款时面临较高风险,从而促使银行索取相对较高的利率。在《物权法》出台后,存货、应收账款等流动资产也可以进行抵押,此时,对于固定资产占比较低企业,可以将流动资产进行抵押向债权人借款,这将增强债权人保护力度,降低其放贷风险,从而这些企业的债务成本对担保物权制度改革更为敏感。

简言之,与固定资产占比较高企业相比,对于固定资产占比较低企业,《物权法》出台对其债务成本的作用相对更强。因此,本文将基于企业固定资产占比层面的差异构造实验组与对照组。我们首先计算出每家企业在 2005–2006 年两年的固定资产占比平均值,然后将这一均值从低到高排序,以最低的 1/3 企业为实验组,以最高的 1/3 企业为对照组。为消除时间和个体之间的差异,本文运用控制双向固定效应的计量模型进行回归分析:

$$Debtcost_{it} = \alpha + \beta_1 Low_i * After_t + \beta_2 X_{it-1} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在该模型中, i 表示企业, t 表示时间,被解释变量 $Debtcost_{it}$ 是企业的债务融资成本。 Low_i 为虚拟变量,实验组企业取 1,对照组企业取 0; $After_t$ 是一个指示变量,当样本观测值发生在《物权法》出台之后(即 2007 年及之后),其取值为 1,否则取值为 0; X_{it-1} 为控制变量,包括企业当年年龄、所有制属性以及滞后一期的资产规模、杠杆率和盈利能力; μ_i 为个体固定效应, λ_t 为时间固定效应。我们主要关注 $Low_i * After_t$ 的系数 β_1 ,其衡量了《物权法》出台对企业债务融资成本的效应。另外,本文实证结果的统计标准误在企业层面进行了聚类调整。

表 3 平行趋势检验

债务融资成本的变动: 均值、差异和显著性				
时间	对照组	实验组	差异	P 值
改革前第 1 年(2006 年)	0.0963	0.0591	-0.0372	0.1844
改革前第 2 年(2005 年)	0.0507	0.0546	0.0038	0.8825
改革前第 3 年(2004 年)	0.0042	-0.0214	-0.0257	0.5145

(四) 平行趋势检验

本文采用双重差分法,其关键假设前提在于:如果没有《物权法》出台这一外生冲击,实验组和对照组企业债务成本应该保持相同的变化趋势。因此,我们需要检验实验组和对照组企业债务成本变动在《物权法》出台前是否满足平行趋势假设。本文借鉴 Campello and Larrain (2016) 的做法,在《物权法》出台之前的第 1 年(第 2 年或第 3 年)内,针对两组企业的债务成本变动进行 t 检验,结果如表 3 所示。表 3 显示,在《物权法》出台之前,对照组企业和实验组企业的债务成本变动不存在显著差异。这说明,在《物权法》出台之前两组企业债务成本变动维持着相同的趋势,即满足双重差分法的平行趋势假设。

四、实证检验和分析

为考察以《物权法》出台为标志的担保物权制度改革如何影响企业债务融资成本并识别其中的作用机理,我们进行了以下实证检验:其一,使用双重差分法检验担保物权制度改革对企业债务成本的影响;其二,分别进行了改变实验组和对照组构造方法、调整样本时间窗口、改变债务成本衡量指标等稳健性检验。

(一) 担保物权制度改革对企业债务融资成本的影响

本文使用控制双向固定效应的双重差分模型检验以《物权法》出台为标志的担保物权制度改革是否以及如何影响企业债务融资成本。实证检验结果如表 4 所示。表 4 第 1 列结果显示,当不加入企业特征变量,仅控制个体和年度固定效应时,Low* After 的系数估计值在 1% 的显著性水平下为负;表 4 第 2 列结果显示,进一步控制企业年龄、资产规模、杠杆率、盈利能力和所有制属性等特征变量后,Low* After 的系数估计值仍在 5% 的显著性水平下为负。这些结果表明,与对照组(固定资产占比较高)企业相比,以《物权法》出台为标志的担保物权制度改革降低了实验组(固定资产占比较低)企业债务融资成本。

表 4 担保物权制度改革对企业债务融资成本的影响

被解释变量	债务成本 = 利息支出 / 总负债	
	(1)	(2)
Low* After	-0.2554 *** (0.0000)	-0.0626 ** (0.0123)
Age		0.1244 *** (0.0000)
Size		0.2151 *** (0.0000)
Roa		0.0020 ** (0.0356)

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/206112045030010131>