

文章编号 1672-6634(2021)06-0007-13

DOI 10.19728/j.issn1672-6634.2021.06.002

基于固定效应模型的银行业竞争与企业金融化关系研究

唐瑜泽¹,李慧嘉²

(1.中央财经大学 保险学院,北京,102206; 2.北京邮电大学 理学院,北京 100876)

摘要 以2007-2018年我国非金融类上市公司数据为样本,构建银行业竞争与企业金融化指标,通过对面板数据进行固定效应回归得到银行业竞争与企业金融化程度间的作用关系,并通过中介效应经验验证其影响机制,同时基于二者影响方向检验企业金融化的主导动机。结果表明银行业竞争越激烈,企业金融化问题越严重,我国企业金融化主导问题为投机动机,进一步放宽信贷市场不能成为缓解企业金融化的手段;其次,融资约束起到中介作用,银行业竞争使得企业融资约束减少,企业能够获得更多的信贷融资,但可能造成过度信贷扩张,随着企业财务风险减少和可得资金增多,企业将更多钱投入收益高的金融部门,金融化投机动机增加;最后,不同股权性质、不同银企关系、不同金融化水平下该种影响机制均存在较大差异,相关政策部门应加强信贷配置效率,同时注重信贷市场完善与金融服务实体经济进程协调并进,推动去金融化进程。不仅丰富了银行业竞争与企业财务行为的研究,而且为企业金融化的动机分析提供了新角度的经验证据,为抑制企业金融化等方面提供了政策建议。

关键词 银行业竞争;企业金融化;融资约束;信贷扩张;信贷配置效率

中图分类号 F832.5,F832.2

文献标识码 A

开放科学(资源服务)标识码(OSID)



Research on the Relationship Between Banking Competition and Enterprise Financialization Based on Fixed Effect Model

TANG Yuze¹,LI Huijia²

(1.School of Insurance,Central University Of Finance And Economics,Beijing 102206,China;

2.School of Science,Beijing University of Posts and Telecommunications,Beijing 100876,China)

Abstract Based on the data of China's non-financial listed companies from 2007 to 2018,this paper constructs the indicators of banking competition and enterprise financialization,and obtains the relationship and influence mechanism between banking competition and enterprise financialization through the fixed effect regression and the mediating effect test of panel data.At the same time,it tests the dominant motivation of enterprise financialization based on the two influence directions.The results show that the more fierce the competition in the banking industry,the more serious the problem of enterprise financialization.The dominant problem of enterprise financialization in China is the investment opportunity,and further

收稿日期:2021-03-08

基金项目:国家自然科学基金项目(71871233);北京邮电大学提升科技创新能力行动计划项目(2020XD-A01-1)资助

通讯作者:李慧嘉,男,汉族,博士,教授,研究方向:数据挖掘、复杂网络、信息检索,E-mail: hljli@amss.ac.cn.

relaxing the credit market can not be a means to ease the enterprise financialization. Secondly, the financing constraints play an intermediary role. The competition in the banking industry reduces the financing constraints of enterprises, and enterprises can obtain more credit financing, but it may cause excessive financing. Credit expansion, with the decrease of financial risk and the increase of available funds, enterprises invest more money in the financial sector with high income, and the financial investment opportunities increase. Finally, there are great differences in this kind of influence mechanism under different equity nature, different bank enterprise relationship, and different financial level. Relevant policy departments should strengthen the efficiency of credit allocation, and pay attention to the improvement and improvement of credit market. The process of financial services to the real economy should be coordinated to promote the process of de financialization. This study not only enriches the research on banking competition and corporate financial behavior, but also provides empirical evidence from a new perspective for the motivation analysis of corporate financialization, and provides policy suggestions for restraining corporate financialization.

Key words banking competition; enterprise financialization; financing constraints; credit expansion; credit allocation efficiency

0 引言

企业金融化是近几年政策界和学术界关注的热点问题。当前我国经济下行压力增大,实体企业出现产能过剩、利润空间减小等问题,而金融房地产行业仍以高利润回报吸引着企业^[1]。2015年习近平总书记对我国经济现实做出研判,认为“大量资金流向虚拟经济,需要鼓励实体经济发展”,2018年在经济会议上强调,要寻找适当的经济政策抑制企业金融化,引导金融回归服务式经济的本源。但事实是,如图1中我国非金融类上市公司长期股权投资等金融资产均值(左轴)和金融资产占公司总资产占比均值(右轴)变化趋势所示,我国非金融企业金融资产投资量逐渐增加,经济金融化格局正在加速形成,企业金融化问题日益突出,在非金融企业上的表现则为非金融企业实业投资意愿低迷、基于金融部门的利润积累逐渐成为主导^[2]。而这种企业金融化的格局对我国信贷市场也产生了较大影响,使得我国宏观流动性过剩与微观流动性紧缩之间出现矛盾:由于经济金融化的逐渐加深,实体企业逐渐偏离主体业务,实体经济与虚拟经济之间出现结构性失衡,越来越多的资金在金融市场中局部空转^[3],金融链条被拉长,层层增加金融的运作成本,最终导致企业的融资成本上升,使得我国货币的流通速度在下降,货币存在超发的现象,但中小企业融资还是很难,融资成本仍很高。那政府该从什么角度切入,推行哪些措施才可以抑制企业金融化呢?

自改革开放以来,我国虽进行了渐进式市场化改革,但银行信贷卖方歧视仍然存在,中小企业仍长期面临融资难的财务困境。为提高金融服务实体经济的质量,政府出台了放宽银行进入管制等政策,中小银行逐渐发展壮大。目前学术界关于企业金融化动机的观点主要有蓄水池动机和投机替代动机两种^[4],而银行业竞争加剧对以上两种动机会产生不同的影响,银行业竞争的加剧能够减弱金融化的蓄水池动机但不能替代投资的投机性,因此通过银行业竞争对企业金融化的影响能够识别我国企业金融化动机以哪种为主导,从而提升银行业竞争为企业提供金融服务的有效性。

Magdoff & Foster 指出企业金融化的实现机制与经济停滞有关^[5],张瑾等指出企业金融化与企业规模、融资等企业性质有关^[6]。同时,银行业竞争能够影响信贷市场,对金融市场许多方面具有显著影响,张璇指出银行业竞争可以通过融资约束中介机制影响企业创新投入占比^[7],黄晶发现银行业竞争会通过利率传导

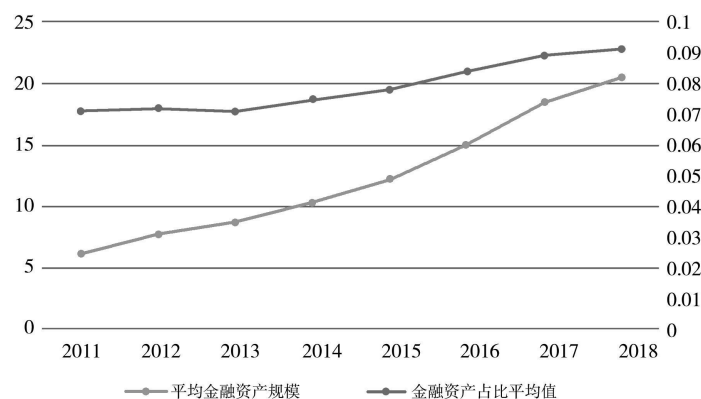


图1 2010-2018年我国非金融类上市公司金融资产情况

机制促进保障基金实体经济^[8]。图2是由前五大行市场份额反映的银行业竞争程度与企业金融资产占公司总资产反映的企业金融化水平的分组分组统计散点图,可以看出我国银行业竞争程度与企业金融化水平存在着相关的趋势,那银行业竞争对企业金融化是否具有显著影响?如果银行业竞争对企业金融化具有显著影响,又是通过何种机制发挥作用的呢?该如何根据该种机制与中介的特殊性促进企业去金融化呢?

目前关于银行业竞争对企业财务行为的研究主要集中在微观的短贷长投、信用供给等方面,较少关于企业金融化等宏观层面研究,同时关于企业金融化动机的研究目前仍存争议尚无定论。本文试利用非金融企业的经验数据对银行业竞争程度与企业金融化水平进行实证检验,同时分析检验其中介作用,为银行业竞争对企业金融化影响提供证据,丰富银行业竞争对企业财务行为的研究,初步检验银行业竞争的政策思路,同时为企业金融化动机提供经验证据。

1 文献综述

关于企业金融化的研究主要集中在其原因和经济效益两个方面。目前关于企业金融化原因的结论主要有以下几点:一是企业管理层的短视化,企业对管理层实行期权激励制度使得管理者利益与股东一致,管理者从自己短期获利的角度进行企业资产配置而不再关注公司的长远发展^[9],从而将更多资金用于金融业以获取更高的短期利润率而在有利于公司长远收益的实体研发投资方面配置较少资金^[10],同时非金融业产品竞争日益激烈,迫使企业加强对短期盈利目标的关注,加剧了企业短视化;二是实体企业获利能力降低,而当实体企业收益率降低到低于金融资产收益率水平时,企业变化将资产转而配置到金融领域,其根本原因是实体企业增长的停滞,同时,企业金融化的发展又使得整个市场变得过于急躁,对实体企业获利能力的长期增长失去耐心,反过来又进一步促进金融化;三是由于信贷歧视和财务风险,目前我国信贷歧视问题仍然存在,且各市场竞争十分激烈,企业投资金融领域可以防止现金融流动性紧张时财务压力和企业融资约束对实体的挤出效应。

基于以上金融化原因,关于企业金融化动机的研究学术界目前尚无定论,主要观点有两种,其一为“蓄水池”动机^[11],因为金融资产比其他资产容易变现同时优于无收益的现金,所以将大量资金投入金融资产作为预防性努力以备未来可能出现的资金短缺,这部分的需求可以解释为日常交易需求^[12]和预防性需求^[13];其二为“投资替代”动机^[14],当出现负债多权益少的资产负债结构时,因为企业为有限责任,风险厌恶相对较弱,在优先考虑收益而非风险情况下,金融领域收益高则导致大量企业资金涌入金融部门。

关于企业金融化的影响,目前国内研究普遍认为过度金融化对企业的发展具有负面作用。过度金融化会挤占企业资源,导致企业创新投资不足^[15],降低实体企业创新活动^[16],企业发展受阻^[17],最终显著降低企业价值^[18]。武文静认为过度金融化会进一步强化社会价值的虚拟化,膨胀资本的投机冲动,同时造成经济结构失衡、金融体系自身畸形发展,进一步抬高中小企业的融资成本^[19]。谢家智还发现政府控制会放大金融化对创新的消极影响^[20]。

目前关于银行业竞争的研究主要集中在银行业竞争对中小企业融资约束作用的探讨上。唐建新指出银行业竞争对中小企业融资约束产生重要影响,同时由于对外开放后银行业集中度成双向变化,中小企业融资约束也呈现出双向变化^[21],张晓玫通过面板数据分析得我国银行业市场结构与银企关系之间呈现“倒U型效应”^[22],尹志超指出银企关系对中小企业借贷成本具有显著的正向影响,银行业竞争则对中小企业借贷成

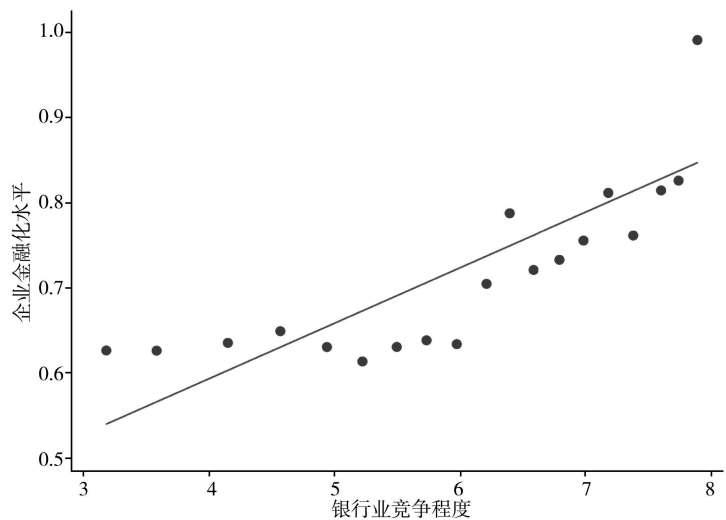


图2 企业金融化水平与银行业竞争程度趋势图

本具有显著的负向影响^[23],余静文提出银行业竞争的“市场势力假说”成立,银行业竞争程度的提升能够缓解企业融资约束^[24],戴静等研究发现银行业竞争提高能够提高银行对高效率企业的信贷支持,优化企业间资源配置,进而提高企业的创新投入和创新效率^[25],洪金明等提出银行业竞争激烈降低了企业债务融资成本,深化了企业长期投资意愿,使“短贷长投现象”更严重^[26],肖继辉等提出银行竞争程度提高有助于降低企业投融资期限错配的程度^[27]。

综合以上研究可以发现,国内外学者关于企业金融化的研究较为丰富但目前尚无定论且尤其关于企业金融化的动机和影响仍存在较大相悖,且当前观点中许多理论在我国并不完全使用,同时关于企业金融化动机或结果的描述大多关于企业的微观层面,因此在中国特殊制度环境下,从宏观角度探究相比于发达国家我国金融化的动因及影响因素,探究优化企业发展,提升企业发展质量的方向尤为重要。同时我国目前关于银行业竞争的研究主要集中于对中小企业的融资约束影响,但缺乏关于其对中小企业及金融化间接影响的探究,因此本文将考察银行业竞争对企业金融化的直接、间接影响并利用经验数据考察企业金融化的动机证据并探究其传导机理。

2 理论分析与假设提出

在中国银行业市场发展过程中,大量非国有商业银行和外资银行的进入优化和调整了中国银行业市场结构,提升了银行业市场竞争程度,改变了企业所面临的融资约束,同时产生了信贷扩张甚至过度扩张的影响。银行业在竞争过程中通过提高存款利率以吸纳储户资金、降低贷款利率以降低客户贷款门槛等手段可以释放更多的银行信贷资金,也有利于更多的企业获得贷款机会,可以使信贷扩张进而降低企业财务风险。同时商业银行通过设立或者收购异地分支机构的方式进行跨区域经营,实现银行的规模经济,可以国有商业银行的垄断地位^[28],这些区域性商业银行、城商行等有着先天的自然优势,其与当地企业关系密切、业务频繁,因而可以建立良好的银企关系,且这些中小银行的市场定位在于积极地服务于当地中小企业,具有自身灵活性规模优势和收集“软”信息的优势^[29]。因此本文提出待检验假设:银行业竞争扩大能够缓解企业融资约束问题,且其为银行业竞争与企业金融化影响中介。

目前企业金融化存在“蓄水池”动机和投机动机两种可能的动机,基于融资约束的中介假设,银行业竞争对企业金融化的影响存在两种可能的传导机制。因此银行业竞争与企业金融化关系存在两种可能:(1)若企业金融化为蓄水池动机,当银行业竞争加剧时,企业融资成本降低,企业更可能得到较多的外部融资,资金短缺时得到融资的可能性也增大,企业预防性动机与预防性努力减弱,企业金融化水平应降低。(2)若企业金融化为投机动机,当银行业竞争加剧时,企业融资约束降低,企业更容易得到贷款或能以更低的价格得到贷款,根据投机动机的原理,企业会逐利心理将得到的更多贷款配置利润更高的金融资产,即企业金融化水平反而会升高。

综上本文提出假设,若银行业竞争程度与企业金融化间为显著负相关则企业金融化预防性动机成立,反之则投机动机成立,再在此基础上通过中介检验可以识别银行业竞争与企业金融化间影响机制。

3 模型及数据说明

3.1 样本选取及数据来源

本文选取 2007-2018 年我国上市公司样本,以避免新企业会计准则带来的统计口径的改变。本文对样本进行了处理:(1)将金融行业、房地产行业样本剔除,获得非金融企业样本数据;(2)将有退市风险的及包含缺失值的样本剔除,保障样本数据的准确性与合理性;(3)对连续变量进行了上下 0.5% 的缩尾处理,防止数据异常值对研究产生的干扰。本文最终获得 23140 个样本观测值,其中样本公司财务数据主要来自于 CSMAR 数据库,地级市商业银行数量数据来自中国银保监会网站。

3.2 变量说明

3.2.1 企业金融化指标。目前学术界对于企业金融化的度量主要有三个角度:非金融企业的金融资产比例、非金融企业金融收益的占比、非金融企业利益分配的金融化程度,因为本文讨论企业金融化的动机问题,其

直接影响企业的资产配置,而收益和分配等受其他间接因素影响,同时考虑数据可获得性等因素,故本文采用第一种金融资产比例作为度量指标。张成思和张步昙认为根据 Demir 以及中国的会计定义,金融资产研究范畴应包括长期股权投资等项目^[30],而虑到数据的可获得性以及部分相关项目数据缺失严重,为了满足研究需要,本文借鉴王瑶和黄贤环,通过“(交易性金融资产+衍生金融资产+发放贷款及垫款+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+股权投资+投资性房地产净额)/资产总额”计算出实体企业金融化程度指标(Fin)。 Fin 指标数值越大代表非金融企业金融资产占比越大,金融化水平越高^[31]。

3.2.2 银行业竞争指标。由于数据限制,很难通过公开渠道获取分地区的银行业数据,本文从中国银保监会网站提供的商业银行分支机构的金融许可证信息中统计了各地级市商业银行全部分支机构的数量。进一步地,借鉴蔡竞和董艳,利用商业银行在各城市的分支行数量份额构造了赫芬达尔指数(HHI)指标,计算公式为 $HHI = \sum_{i=1}^N S_i^2$,其中 S 是每家商业银行分支行数量与城市内商业银行分支行数量总数的比值。 HHI 指标数值越大,代表商业银行存在的垄断成分越大,银行业市场竞争程度越低^[32]。

3.2.3 控制变量。为了控制一系列影响企业金融化的因素,借鉴杜勇等的研究,本文选取了如下表所示的控制变量。在本文中企业金融化程度主要体现在其金融资产投资水平上,其除受到来自宏观、中观和微观等方面因素的影响,作为一种投资行为,还主要受到企业自身特征的影响,包括企业自由现金流量(Cf)会影响企业的融资约束,而受融资约束不同的企业在配置金融资产时的行为不同。同时,企业财务杠杆(Lev)是影响企业财务风险的主要因素,会限制并影响企业资金配置及投资策略。此外,孙洁研究发现独立董事占比($Indirect$)等监督职能与高管薪酬(Pay)政策等公司治理策略会影响企业战略差异度及代理成本,并且企业战略差异度越大,企业金融化程度显著增加。变量定义如表 1 所示。

表 1 变量设计

变量名称	变量简称	变量解释
金融化程度	Fin	(交易性金融资产+衍生金融资产+发放贷款及垫款+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+长期股权投资+投资性房地产净额)/资产总额
银行集中度	HHI	基于市级商业银行分支行数量的赫芬达尔指数
企业规模	$Size$	以企业资产总额取自然对数表示
独立董事占比	$Indirect$	独立董事人数/董事会人数
高管薪酬	Pay	前三大高管薪酬之和/
自由现金流量	Cf	经营活动产生的现金净流量/资产总额
成长能力	$Growth$	以营业收入增长率表示,(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
企业财务杠杆	Lev	以资产负债率表示
资产结构	Fix	以固定资产占总资产的比例表示
所属行业	$Industry$	企业所属行业代码
股权性质	$Equity$	虚拟变量,国有企业为 0,民营企业为 1,外资企业为 2
银企关系	$Relationship$	虚拟变量,具有银企关系为 0,不具有银企关系为 1
金融发展水平	$Level$	30 虚拟变量,前十名发达地区为 0,其余不发达地区为 1

3.3 模型设计

针对面板数据分析问题,通常有随机效应模型和固定效应模型两种模型,通过 Hausman 检验,本文采取固定效应模型对行业及年份进行控制。为了验证前文提出的研究假设,构造如下实证模型。为了验证前文提出的研究假设,构造实证模型

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HHI_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Indirect_{it} + \alpha_4 Pay_{it} + \alpha_5 Cf_{it} + \alpha_6 Growth_{it} + \alpha_7 Lev_{it} + \alpha_8 Fix_{it} + Year_t + Industry_t + \epsilon_{it},$$

模型中的被解释变量为 Fin ,反映企业金融化水平, Fin 值越大代表企业金融化水平越高,核心解释变量为 HHI ,反映银行业竞争水平, HHI 值越小代表产业集中度越低、竞争程度越高, $Size$ 、 $Indirect$ 等为控制变

量。本文对面板数据进行了回归及一系列检验,并在检验中控制了年份和行业。其中 α_1 为本文关注的核心要点,刻画了银行业竞争程度对企业金融化的影响,根据假设若 α_1 为负则说明银行业竞争越激烈,企业金融化水平越高,即企业金融化为投机动机,若 α_1 为正则说明银行业竞争越激烈,企业金融化水平越低,即金融化更多的出于稳定财务的蓄水池动机。

3.4 描述性统计

表 2 报告了变量描述性统计结果,可以看出,样本公司在不同程度上存在着金融化问题, Fin 最大值为 0.3281,最小值为 0.0009,标准差为 0.0906,说明不同的样本公司在金融化水平上存在较大差异。 Fin 的均值为 0.0728,中位数为 0.0343 小于均值,说明其大致呈正偏态分布,大部分企业金融化水平较低,但金融化水平高的企业 Fin 指标值极大、接近于 1,企业间金融化水平极差较大。同时 HHI 最小值为 0.0236,最大值为 0.1413,说明不同区间银行业竞争程度也存在一定差异,但标准差仅为 0.0335,差异程度不如金融化水平大。

表 2 变量描述性统计结果

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Fin	23140	0.0728	0.0343	0.0906	0.0009	0.3281
$Fin2$	23140	0.0593	0.0254	0.0786	0.0000	0.2865
HHI	23118	0.0589	0.0486	0.0335	0.0236	0.1413
$CR5$	23118	0.6070	0.6310	0.1404	0.3182	0.7919
$Size$	23140	22.0956	21.9407	1.1882	20.2808	24.6188
$Indirect$	22201	0.3685	0.3333	0.0431	0.3333	0.4545
Pay	22226	0.0006	0.0004	0.0005	0.0000	0.0020
Cf	23140	0.0468	0.0453	0.0620	-0.0734	0.1678
$Growth$	20849	0.1552	0.1129	0.2690	-0.2664	0.8417
Lev	23140	0.4451	0.4416	0.1977	0.1172	0.7931
Fix	23140	0.2318	0.1985	0.1600	0.0202	0.5758

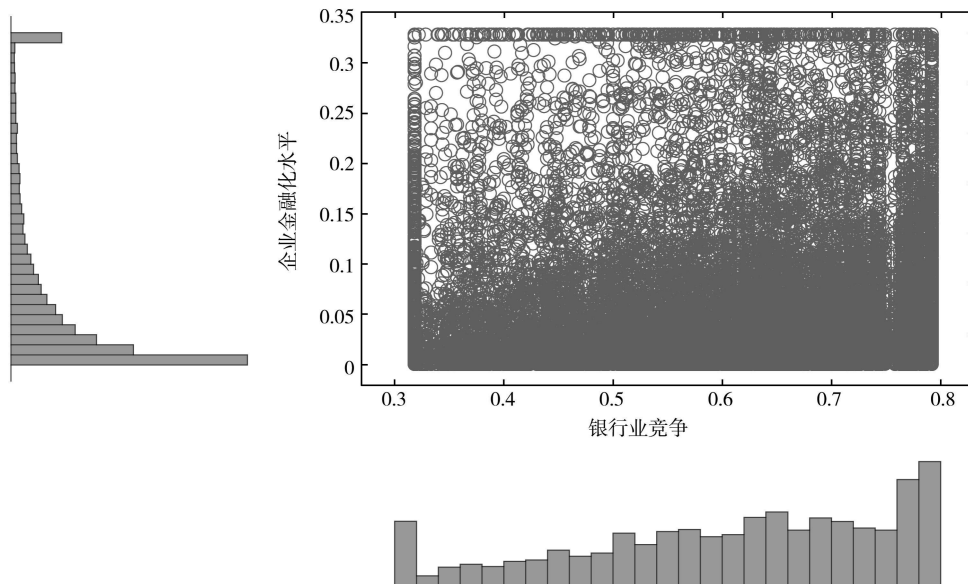


图 3 企业金融化水平与银行业竞争程度散点图

4 实证结果

4.1 银行业竞争程度影响企业金融化的基准检验

首先,本文对银行业竞争水平与企业金融化程度的关系进行检验,回归结果如表 3 所示。在列(1)中,为

了检验银行业竞争的直接影响,回归仅控制了年度-企业固定效应,未添加其他控制变量,可以看出 *HHI* 的回归系数为-0.2125,在1%的水平上显著为负,表明银行业竞争水平越高,企业金融化水平也越高。为了进一步确认这一正向关系是否稳健成立,在列(2)-(4)中在回归中逐步加入了样本公司属性特征、公司治理特征、公司财务特征等一系列控制变量。*HHI* 的回归系数仍在1%的水平上显著为负。从经济学意义上讲,平均而言,银行业竞争程度每增加一个单位,企业金融化程度增加0.0839个单位。综合以上结果可以看出,在控制了样本公司属性特征、财务特征以及公司治理特征时,银行业竞争越激烈,融资约束应越小,但企业金融化水平反而越高,根据假设说明企业金融化应为投机动机。

表3 银行业竞争对企业金融化影响检验

VARIABLES	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>Fin</i>	(3) <i>Fin</i>	(4) <i>Fin</i>
<i>HHI</i>	-0.2125 *** (-11.093)	-0.2129 *** (-11.092)	-0.1613 *** (-8.270)	-0.0839 *** (-4.193)
<i>Size</i>		-0.0002 (-0.334)	0.0006 (0.836)	0.0036 *** (4.634)
<i>Indirect</i>			0.0290 ** (2.253)	0.0188 (1.445)
<i>Pay</i>			-1.7476 (-1.168)	-1.7802 (-1.130)
<i>Cf</i>				-0.0583 *** (-5.857)
<i>Growth</i>				-0.0365 *** (-17.178)
<i>Lev</i>				-0.0434 *** (-12.281)
<i>Fix</i>				-0.1458 *** (-31.103)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.0853 *** (2.860)	0.0893 *** (68.266)	0.0571 *** (7.529)	0.0524 *** (3.269)
<i>Observations</i>	23117	23117	22125	19945
<i>R-squared</i>	0.190	0.190	0.177	0.239

注:*t*-statistics in parentheses; *** : $p < 0.01$; ** : $p < 0.05$; * : $p < 0.1$ 。

4.2 中介机制检验

为了研究银行业竞争对企业金融化影响的机制途径,检验融资约束在银行业竞争与企业金融化影响过程中的中介作用,本文检验了银行业竞争对融资约束的影响效应。为了避免指数构建过程中的内生性问题,本文采用反映公司融资约束程度的 *SA* 指数,*SA* 指数为负数,其绝对值越大表示企业受到的融资约束程度越严重,表4分别报告了银行业竞争程度与金融化程度、企业融资约束的回归结果。从列(1)可以看出,银行业竞争水平与企业金融化的回归系数为-0.0839,且在1%的水平上显著。这说明银行业竞争越激烈,企业金融化水平越高,根据假设可推得金融化出于投机动机。由列(2)可以看出,银行业竞争程度与融资约束的回归系数为-0.307,且在1%的水平上显著,这说明银行业竞争越激烈,企业融资约束越小,企业越容易获得融资。以上结果说明当银行业竞争增加时,融资约束减少,进而使得企业拥有更多的闲散资金出于投机动机投资于金融业,企业金融化水平增加导致过度金融化。

4.3 稳健性检验

本文对银行业竞争水平与企业金融化程度进行量化分析,由于主要指标存在多种衡量方法且时间序列中包含较大外部环境干扰,为避免主要指标计算方法偏差及外部金融环境对研究结果造成影响,本文采取变量替代法及分时段回归检验法进行稳健性检验,分别替换被解释变量与主要解释变量计算指标并进行子样本回归,检验二者关系是否稳健成立。

4.3.1 更换银行业竞争指标。为保证检验结果的稳健性,避免指标计算方法或偏差等对研究结果可能造成的干扰,本文引入新的银行业竞争水平指标进行检验。借鉴方芳和蔡卫星,采用前5大银行市场份额来衡量银行业市场竞争程度,定义 $CR5=1-cr5$,其中 $cr5$ 是前五大银行,即中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行和交通银行分支机构数占该市全部商业银行分支机构数的比重^[33]。 $CR5$ 指标取值 0~1 之间,指标值越大、越接近 1 时,表示银行业市场竞争程度越强。采用 $CR5$ 进行回归结果如表 5 列(1)所示,当替换使用 $CR5$ 时, Fin 变量估计系数为正,即银行业竞争水平越高,企业金融化程度越高,得到与主检验一致的结论。

4.3.2 更换企业金融化指标。考虑到根据现有的企业会计准则规定,投资性房地产项目不属于企业金融资产范畴,为了排除会计准则不同对研究结果可能造成的影响,本文将投资性房地产项目剔除企业金融资产表达式,重新测算不含投资性房地产项目的企业金融化水平指标($Fin2$),当 $Fin2$ 越大时企业金融

化水平越高。采用 $Fin2$ 指标进行回归,结果如表 4 列(2)所示,当替换使用 $Fin2$ 时, HHI 回归系数为负,说明当五大银行占比越低时,银行业竞争越激烈,企业金融化程度越大,与主检验一致,进一步证明了结果的稳健性。

4.3.3 子样本回归。因为 2007 年底开始的国际性金融危机对企业金融策略及投资行为造成的影响持续到 2012 年才基本结束,所以本文将 2012 年前的数据剔除,采用 2013 年至 2018 年数据进行子样本回归,回归结果如表 4 列(3)所示,与主检验研究结果一致。

4.4 内生性检验

4.4.1 遗漏变量。为防止模型遗漏关键变量所导致的内生性问题干扰模型解释力,本文采用增加控制变量的方法,在模型基础上分别增加企业盈利能力(Roa)、企业年龄(Age)外生控制变量。 Roa 以企业总资产报酬率表示, Age 以企业成立年限表示,回归结果报告如表 6(1)和(2)所示,在增加了控制变量后, Fin 与 HHI 仍为显著的负相关关系,与主回归结果一致。

4.4.2 互为因果。在上述回归中关键的解释变量银行业竞争程度可能存在内生性问题,比如当银行业竞争程度越强时企业金融化程度越高,而某一城市的企业金融化程度高又会刺激当地的金融发展,吸引更多的银行进入,这种双向的因果关系可能会导致模型存在内生性问题。因此文本借鉴蔡竞和董艳构造工具变量,将城市按地理位置和经济情况分为三类:副省级城市、直辖市、同一省份内城市(除去副省级城市)然后使用同地区城市银行竞争度均值 $HHI-mean$ (不包括自身城市银行竞争度)作为工具变量^[32]。构建原因在于,企

表 4 机制检验结果

VARIABLES	(1) Fin	(2) SA
HHI	-0.0839 *** (-4.193)	-0.307 *** (-5.612)
$Size$	0.0036 *** (4.634)	0.0320 *** (15.02)
$Indirect$	0.0188 (1.445)	0.401 *** (11.26)
Pay	-1.7802 (-1.130)	78.13 *** (18.15)
Cf	-0.0583 *** (-5.857)	-0.0993 *** (-3.652)
$Growth$	-0.0365 *** (-17.178)	0.0322 *** (5.541)
Lev	-0.0434 *** (-12.281)	-0.117 *** (-12.17)
Fix	-0.1458 *** (-31.103)	0.0110 (0.859)
$Year$	控制	控制
$Industry$	控制	控制
$Constant$	0.0524 *** (2.860)	-4.560 *** (-91.14)
$Observations$	19945	19945
$R-squared$	0.239	0.245

注:t-statistics in parentheses; *** : $p < 0.01$; ** : $p < 0.05$; * : $p < 0.1$ 。

业投资及资产配置本身存在信息不对称问题,而银行跨区借贷会进一步增加信息成本和交易成本,因此其他城市银行分布对本地区企业研发创新融资的影响可能相对较低。另一方面,我国同一区域内城市具有地理邻近或经济相似特征,银行在新设立分支行时,可能会选取该区域中银行竞争度较低的省份作为备选地,因此同一区域之间银行分布情况具有相关性。表7是工具变量的二阶段回归结果,可以看出银行竞争变量与企业金融化程度的关系依然显著为负,与主回归结果相同。

表5 稳健性检验

VARIABLES	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>Fin2</i>	(3) <i>Fin</i>
<i>CR5</i>	0.0275 *** (5.669)		
<i>HHI</i>		-0.0549 *** (-3.107)	-0.0825 *** (-3.153)
<i>Size</i>	0.0035 *** (4.457)	0.0065 *** (9.435)	0.00526 *** (5.399)
<i>Indirect</i>	0.0186 (1.431)	-0.0114 (-0.990)	0.0138 (0.908)
<i>Pay</i>	-2.1420 (-1.359)	-1.5796 (-1.134)	0.364 (0.191)
<i>Cf</i>	-0.0582 *** (-5.851)	-0.0582 *** (-6.616)	-0.0363 *** (-2.950)
<i>Growth</i>	-0.0365 *** (-17.193)	-0.0314 *** (-16.721)	-0.0373 *** (-14.79)
<i>Lev</i>	-0.0433 *** (-12.271)	-0.0470 *** (-15.063)	-0.0426 *** (-9.745)
<i>Fix</i>	-0.1449 *** (-30.893)	-0.1133 *** (-27.345)	-0.142 *** (-24.70)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.0339 * (1.888)	-0.0219 (-1.354)	0.00933 (0.408)
<i>Observations</i>	19945	19945	13356
<i>R-squared</i>	0.240	0.216	0.252

注:*t*-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$ 。

4.5 异质性检验

为了进一步地研究银行业竞争与金融化问题,本文对样本企业的不同性质进行了异质性检验。

4.5.1 股权性质。张敏认为在我国市场中国有企业具有特殊的地位,其具有更大的资产规模、融资能力和政企关系,同时融资约束、融资风险等均相对较低,而非国有企业则受监管程度较低,这种国有与非国有企业的异质性特点会对企业金融化产生不同的影响。因此本文参照庞凤喜等的做法,将样本公司按股权性质的不同分成国有企业、民营企业、外资企业三类,并分别对银行业竞争程度与各股权性质企业金融化水平执行回归^[34],表8报告了回归结果。从列(1)可知国有企业中银行业竞争程度与企业金融化水平回归系数为-0.2071,且在1%的水平上显著,说明银行业竞争越激烈,国有企业金融化水平越高,投机动机占主导;由列(2)可知民营企业中银行业竞争程度与企业金融化水平回归系数为0.0848,且在1%的水平上显著,说明银行业竞争越激烈,民营企业金融化水平越低,蓄水池动机为主导;从列(3)可知外资企业中银行业竞争程度

与企业金融化水平回归系数为-0.1802,且在10%的水平上显著,说明银行业竞争越激烈,外资企业金融化水平越高。综合以上结果可知,银行业竞争对国有企业和民营企业影响较大,对外资企业影响较小,可能由于外资企业融资渠道与资金来源的特殊性,使其对融资约束及银行业状态表现不敏感。对于国有企业与民营企业,银行业竞争程度作用相反,这是由于随着银行业竞争加强,信贷扩张情况下,融资约束本就较小的国有企业具有融资优势,相较于民营企业能够获得更多的信贷融资同时财务风险进一步降低,其金融化动机进一步加强。而由于民营企业在融资市场上存在信贷歧视,在信贷扩张背景下其融资问题有所改善但仍面临较严重的资金问题和财务风险,所以仍以蓄水池动机为主导。

表6 遗漏变量检验

VARIABLES	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>Fin</i>
<i>HHI</i>	-0.0876 *** (-4.229)	-0.0987 *** (-3.668)
<i>Size</i>	0.00178 * (1.800)	0.00153 (1.587)
<i>Indirect</i>	0.0219 (1.282)	0.0393 ** (2.352)
<i>Pay</i>	-3.366 (-1.640)	-6.086 *** (-3.029)
<i>Cf</i>	-0.0830 *** (-6.116)	-0.0863 *** (-6.508)
<i>Growth</i>	-0.0348 *** (-12.21)	-0.0294 *** (-10.51)
<i>Lev</i>	-0.0434 *** (-9.477)	-0.0617 *** (-13.59)
<i>Fix</i>	-0.146 *** (-24.69)	-0.148 *** (-25.49)
<i>Roa</i>	0.0273 (1.396)	0.0318 * (1.661)
<i>Age</i>	-	0.00394 *** (23.91)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
<i>Constant</i>	0.0944 *** (4.119)	0.0453 ** (2.012)
<i>Observations</i>	12333	12333
<i>R-squared</i>	0.242	0.276

注:t-statistics in parentheses; *** : $p < 0.01$; ** : $p < 0.05$;
* : $p < 0.1$ 。

表7 互为因果检验

VARIABLES	<i>Fin</i>
<i>HHI</i>	-0.199 *** (0.0260)
<i>Size</i>	0.00529 *** (0.000779)
<i>Indirect</i>	-0.0336 ** (0.0141)
<i>Pay</i>	-2.131 (1.698)
<i>Cf</i>	-0.0454 *** (0.0106)
<i>Growth</i>	-0.0400 *** (0.00228)
<i>Lev</i>	-0.0141 *** (0.00358)
<i>Fix</i>	-0.115 *** (0.00426)
<i>Year</i>	控制
<i>Industry</i>	控制
<i>Constant</i>	0.0211 (0.0187)
<i>Observations</i>	19,950
<i>R-squared</i>	0.066

注:t-statistics in parentheses; *** : $p < 0.01$;
** : $p < 0.05$; * : $p < 0.1$ 。

民营中小企业融资难问题一直是亟待解决的难题,随着银行业竞争增加,融资约束应该降低,融资难问题应该能够得到有效缓解,而当前发展现状为银行业竞争增加使融资约束本就小的国有企业成为最大收益者,将融资资金投入金融领域进行投机操作,使得资金投入金融领域空转而非流入真正需要资金的中小企业。因此即使在过度信贷扩张情况下,中小企业融资约束问题仍未得到有效解决,因此银行及有关政策应加强注重信贷配置效率而非规模。

表 8 股权性质分类检验结果

VARIABLES	国有企业 <i>Fin</i>	民营企业 <i>Fin</i>	外资企业 <i>Fin</i>
<i>HHI</i>	-0.2071 *** (-7.121)	0.0848 *** (2.841)	-0.1802 * (-1.884)
<i>Size</i>	-0.0003 (-0.260)	0.0063 *** (5.008)	-0.0052 (-1.269)
<i>Indirect</i>	0.0361 * (1.798)	0.0233 (1.301)	0.1396 ** (2.464)
<i>Pay</i>	-8.1367 *** (-3.005)	2.7994 (1.354)	-4.2538 (-0.683)
<i>Cf</i>	-0.1447 *** (-9.706)	0.0097 (0.703)	0.1649 *** (4.200)
<i>Growth</i>	-0.0295 *** (-9.114)	-0.0336 *** (-11.543)	-0.0424 *** (-4.711)
<i>Lev</i>	-0.0827 *** (-15.672)	-0.0153 *** (-3.026)	0.0118 (0.761)
<i>Fix</i>	-0.1555 *** (-22.961)	-0.1311 *** (-18.473)	-0.0800 *** (-3.872)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.1828 *** (7.022)	-0.0514 * (-1.763)	0.1443 (1.521)
<i>Observations</i>	9432	9456	765
<i>R-squared</i>	0.341	0.152	0.507

注: *t*-statistics in parentheses; *** : $p < 0.01$; ** : $p < 0.05$; * : $p < 0.1$ 。

4.5.2 银企关系。杨玉龙等(2020)研究发现银企关系会显著影响企业债务结构,减少企业对经营负债的占用,可以起到蓄水池的作用,增加企业融资规模,减少企业财务风险,因此银企关系对企业金融资产和财务、债务分配策略具有显著异质性影响。本文根据 CSMAR 数据库中高管简历的提取数据,依据是否具有银行背景将企业分为具有银企关系和没有银企关系两类,对两类企业分别进行回归,结果如表 9 所示。检验结果显示,没有银企关系的企业银行业竞争程度越高,企业金融化水平越高,企业金融化主导动机为投机动机,与研究主体检验结果一致。而对于具有银企关系的企业,银行业竞争程度越强,企业金融化水平有降低的趋势,但不显著。这是由于具有银企关系的企业因其与银行关系的便利性能够获得显著高于没有银企关系企业的银行信贷^[35],在此信贷便利基础上银行业竞争导致的对其融资约束的解除作用不明显,对金融化水平也无显著影响;对于没有银企关系的企业,其获得的银行贷款相比较少,当银行业竞争高时企业融资约束降低,同时企业金融化水平显著提高。

4.5.3 金融发展水平。金融发展水平不仅对企业的融资约束、投资渠道等有较大影响,同时还对企业的金融排斥、金融包容具有影响^[36],在不同的金融发展水平上,银行业竞争对企业金融化水平将产生异质性影响。因此本文根据各省金融发展水平排名,认为排名前十的省份属于发达地区,其余省份属于不发达地区,将其分别进行回归,表 10 为回归结果。从列(1)可知,发达地区银行业竞争程度与企业金融化水平的回归系数为-0.1376 且在 1%的水平上显著。由列(2)知,不发达地区银行业竞争程度与企业金融化水平间不显著。综上所述可知,在金融业发达的地区,银行业竞争对企业金融化影响较大,且为银行业竞争越激烈,企业金融化水平越高的投机动机,这也进一步验证了东部地区由于金融较为发达表现为显著的投机动机,而对金融发展

不发达的中西部地区则影响较小。

对于经济不发达地区企业,当银行业竞争程度增强时,企业“蓄水池”动机减弱,剩余资金增多,此时该部分企业应利用剩余资金加大企业创新投入,牢固公司实业基础,提升公司盈利能力。而当信贷市场逐渐完善,金融投资渠道日益扩充后,企业亦可能出现类似东部的金融化投机动机,此时企业金融化水平将进一步增高,不利于实体经济的发展。应注意信贷市场、金融市场的完善与金融服务实体经济进程协调并进,其对企业去金融化具有重要现实意义。

表 9 银企关系分类检验结果

VARIABLES	具有银企关系 Fin	没有银企关系 Fin
<i>HHI</i>	0.0488 (1.450)	-0.170*** (-6.815)
<i>Size</i>	0.00663*** (5.205)	0.000569 (0.571)
<i>Indirect</i>	0.0139 (0.630)	0.0264 (1.635)
<i>Pay</i>	1.109 (0.426)	-5.008** (-2.527)
<i>Cf</i>	-0.0467*** (-2.812)	-0.0539*** (-4.337)
<i>Growth</i>	-0.0384*** (-11.16)	-0.0365*** (-13.58)
<i>Lev</i>	-0.0491*** (-8.396)	-0.0396*** (-8.901)
<i>Fix</i>	-0.170*** (-21.79)	-0.126*** (-21.34)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
<i>Constant</i>	-0.00694 (-0.231)	0.112*** (4.813)
<i>Observations</i>	7331	12611
<i>R-squared</i>	0.326	0.194

注:t-statistics in parentheses; ***: $p < 0.01$; **: $p < 0.05$; *: $p < 0.1$ 。

表 10 金融发展水平分类检验结果

VARIABLES	发达地区 Fin	不发达地区 Fin
<i>HHI</i>	-0.1376*** (-4.778)	0.0531 (1.570)
<i>Size</i>	0.0006 (0.646)	0.0083*** (6.480)
<i>Indirect</i>	0.0080 (0.502)	0.0748*** (3.376)
<i>Pay</i>	-8.6593*** (-4.524)	11.8287*** (4.259)
<i>Cf</i>	-0.0302** (-2.454)	-0.0980*** (-5.968)
<i>Growth</i>	-0.0395*** (-14.965)	-0.0282*** (-8.189)
<i>Lev</i>	-0.0377*** (-8.596)	-0.0529*** (-8.864)
<i>Fix</i>	-0.1439*** (-24.556)	-0.1331*** (-17.297)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制
<i>Constant</i>	0.1256*** (5.473)	-0.0887*** (-2.961)
<i>Observations</i>	13784	6160
<i>R-squared</i>	0.256	0.269

注:t-statistics in parentheses; ***: $p < 0.01$; **: $p < 0.05$; *: $p < 0.1$ 。

5 研究结论与启示

本文选取了 2007-2018 年我国实体企业及银行数据,考察了银行竞争程度与企业金融化之间的关系。研究表明,银行业竞争越激烈,企业金融化水平反而越高,即企业金融化是出于获利的投机动机,银行业竞争激烈无法有效缓解金融化问题,对抑制企业金融化的政策导向提供依据。通过机制检验发现,银行业竞争主要通过减少企业的融资约束使企业金融化水平提高;同时,地区越发达、金融发展水平越高对企业金融化影响越显著,且对民营企业、国有企业有相反的影响态势。本文研究结论补充了针对我国经济环境下的金融化动机和原因研究的不足,丰富了金融化影响因素的研究。

本文研究结论也有比较好的现实意义。首先,我国企业金融化主要出于获取利益的投机动机,融资约束降低等宏观情势并不能使金融化情况获得改善,面对我国实体经济与虚拟经济间的结构性失衡风险,应该更

多地关注和致力于内部控制的建设,通过加强内部管控、内部风险评估等方式抑制企业金融化。同时,我国国有企业金融化主要出于投机动机,但面临较大融资约束的民营企业则主要是为抵御不确定的财务风险,即对于企业金融化问题不应采取一刀切态度,否则易使中小企业陷入更大财务困境,使中小型实体经济陷入恶性循环。最后,在金融发展水平较低的中西部地区,银行业竞争程度不会加剧企业金融化水平,且我国中西部地区银行业发展及竞争程度远低于东部地区,应将银行业发展重心向中心部地区倾斜。

参 考 文 献

- [1] 王瑶,黄贤环.内部控制与实体企业金融化:治理效应抑或助推效应[J].财经科学,2020(2):26-38.
- [2] 张成思,张步县.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].经济研究,2016,51(12):32-46.
- [3] 周维富.我国实体经济发展的结构性困境及转型升级对策[J].经济纵横,2018(3):52-57.
- [4] 杜勇,何硕颖,陈建英.企业金融化影响审计定价吗[J].审计研究,2019(4):101-110.
- [5] MAGDOFF F, FOSTER J B. Stagnation and financialization: the nature of the contradiction[J]. Monthly Review, 2014(1): 3-18.
- [6] 张瑾.非金融业上市企业持有金融资产规模影响因素探究[D].上海:上海交通大学,2013.
- [7] 张璇,李子健,李春涛.银行业竞争、融资约束与企业创新-中国工业企业的经验证据[J].金融研究,2019(10):98-116.
- [8] 黄晶.货币政策的利率传导机制及其有效性研究[J].云南财经大学学报,2020,36(8):55-67.
- [9] LAZONICK W, SULLIVAN M O'. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporation governance[J]. Economy and Society, 2000, 29 (1): 1-6.
- [10] FLIGSTEIN, NEIL, LINDA M. Financial reorganization of american corporations in the 1980s[J]. Sociology and the Public Agenda, 1993, 36(2): 185-206.
- [11] STULZ R M. Rethinking risk management[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1996, 9(3): 8-25.
- [12] TOBIN, LIQUIDITY J. Preference as behaviour towards risk[J]. Review of Financial Studies, 1958, 25: 65-86.
- [13] MILLER M H, ORR D. Model of the demand for money by firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1966, 80: 413-435.
- [14] FIRAT D. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of Development Economics, 2008, 88(2): 25-37.
- [15] HWAN J S, HAN S K, YOO C K. Financialization and the slowdown in korean firms' R&D investment[J]. Asian Economic Papers, 2012, 11(3): 469-475.
- [16] 王红建,李茫茫,汤秦劫.实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J].中国工业经济,2016(11):73-89.
- [17] STOCKHAMMER E. Financialization and the slowdown of accumulation[J]. Cambridge Journal of Economics, 2004, 28 (5): 719-741.
- [18] 戚聿东,张任之.金融资产配置对企业价值影响的实证研究[J].财贸经济,2018,39(5):38-52.
- [19] 武文静,周晓唯.过度金融化对我国实体经济的影响及例证分析[J].理论月刊,2017(5):120-124.
- [20] 谢家智,王文涛,江源.制造业金融化、政府控制与技术创新[J].经济学动态,2014(11):78-88.
- [21] 唐建新,陈冬.银行业市场结构变化与中小企业融资环境分析[J].财会通讯(学术版),2006(2):36-42.
- [22] 张晓玫,李梦渝.银行业市场结构与资产风险研究[J].国际金融研究,2013(4):83-95..
- [23] 尹志超,钱龙,吴雨.银企关系、银行业竞争与中小企业借贷成本[J].金融研究,2015(1):134-149.
- [24] 余静文,惠天宇.银行业竞争有助于产品质量升级吗-基于中国出口企业数据的分析[J].金融学季刊,2019,13(4):23-46.
- [25] 戴静,杨笋,刘贯春,等.银行业竞争、创新资源配置和企业创新产出-基于中国工业企业的经验证据[J].金融研究,2020(2):51-70.
- [26] 洪金明,桑倩兰,龙海红.银行业竞争会影响企业“短贷长投”吗-来自 A 股上市公司的证据[J].经济经纬,2020,37(5):141-150.
- [27] 肖继辉,李辉煌.银行业竞争与微观企业投融资期限错配[J].南京审计大学学报,2019,16(3):38-45.
- [28] 蔡卫星.分支机构市场准入放松、跨区域经营与银行绩效[J].金融研究,2016(6):127-141.
- [29] 林毅夫,李永军.中小金融机构发展与中小企业融资[J].经济研究,2001(1):10-18.
- [30] 张成思,张步县.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].经济研究,2016,51(12):32-46.
- [31] 王瑶,黄贤环.内部控制与实体企业金融化:治理效应抑或助推效应[J].财经科学,2020(2):26-38.
- [32] 蔡竞,董艳.银行业竞争与企业创新-来自中国工业企业的经验证据[J].金融研究,2016(11):96-111.
- [33] 方芳,蔡卫星.银行业竞争与企业成长:来自工业企业的经验证据[J].管理世界,2016(7):63-75.
- [34] 庞凤喜,刘畅.企业税负、虚拟经济发展与工业企业金融化-来自 A 股上市公司的证据[J].经济理论与经济管理,2019(3):84-94.
- [35] 梁少定.金融市场发展、银企关系与民营企业信贷融资关系[J].湖南第一师范学院学报,2020,20(3):122-128.
- [36] 张国俊,周春山,许学强.中国金融排斥的省际差异及影响因素[J].地理研究,2014,33(12):2299-2311.