

银行竞争与企业金融化

——基于融资约束及银行监督的双重视角

杜勇¹, 王婷^{1,2}

(1. 西南大学经济管理学院, 重庆 400715; 2. 西南政法大学商学院, 重庆 401120)

摘要: 如何预防我国实体经济“脱实向虚”, 是当前我国经济发展的重要课题。文章以2007—2020年非金融上市公司为样本, 从我国银行业结构竞争视角, 着重探究并检验银行竞争加剧对实体企业金融化水平的影响及其作用机理。文章发现, 整体上银行业竞争的加剧显著抑制了实体企业金融化, 且该效应是通过缓解企业融资约束和强化银行作为“大债权人”的外部监督机制的双重路径实现的。进一步地, 文章从微观产权性质、中观外部制度环境以及宏观货币政策三方面进行异质性检验, 研究发现国有企业、制度环境较差地区的企业中, 银行竞争的抑制效应更显著, 而货币政策未能与银行竞争达成协同效应抑制金融化。文章的研究对于深化银行业改革以构建健康、有序的实体经济与虚拟经济关系具有重要意义。

关键词: 银行竞争; 融资约束; 银行监督; 实体企业金融化

中图分类号: F832 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2023)02-0037-16

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2023.02.003

Bank Competition and Financialization of Enterprises: Based on the Perspective of Financing Constraints and Banking Supervision

DU Yong¹, WANG Ting^{1,2}

(1. School of Economics and Management, Southwest University, Chongqing 400715, China;

2. Business School, Southwest University of Political Science & Law, Chongqing 401120, China)

Abstract: How to prevent China's real economy from "departing from the real to the virtual" is an important issue for China's current economic development. The research takes non-financial listed companies from 2007 to 2020 as a sample, and from the perspective of structural competition in China's banking industry, focuses on exploring and testing the impact and mechanism of intensified banking competition on the level of financialization of physical enterprises. We find that the overall intensification of competition in the banking industry has significantly suppressed the financialization of physical enterprises, and this effect is achieved through a dual path of alleviating corporate financing constraints and strengthening the external supervision mechanism of banks as "major creditors". Further, this paper discusses the nature of property rights at the micro level, the institutional environment at the meso level and the monetary policy at the macro level. The research finds that the effect is more significant in state-owned enterprises and enterprises in areas with poor institutional environment. Combined with the nature of property rights, we also find that the modera-

收稿日期: 2022-09-07

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“机构共同持股下的实体企业影子银行化同群效应: 表征识别、驱动机理与经济后果”(72072146); 2022年度中央高校基本科研业务费专项资金项目“共同分析师、生产网络与企业数字化转型”(SWU2209217); 西南大学创新研究2035先导计划“乡村振兴与金融创新”(SWUPilotPlan026)

作者简介: 杜勇, 男, 教授, 博士生导师, 管理学博士, 主要从事资本市场与财务管理研究; 王婷, 女, 讲师, 博士研究生, 主要从事财务管理研究。

ting effect of monetary policy on the relationship between the two is more significant in state-owned enterprises. The above research results indicate that increasing fierce competition by deepening the banking reform in the future is of great significance to establish the good interactive relationship between real economy and virtual economic.

Key words: bank competition; financing constraints; banking supervision; financialization of entity enterprises

一、引言

当前实体企业金融化问题受到监管部门及学界的高度重视,上市公司的金融化水平更是备受关注。2007—2020年,中国上市公司的金融资产持有水平呈现逐年递增的趋势,中国沪深两市A股上市公司(不包括金融和地产行业)持有金融资产的金额从2007年的2750亿元增至2020年的7.9万亿元,持有金融资产的企业数量从2007年的879家增至2020年的3587家,总体来看中国经济“脱实向虚”趋势明显。针对企业金融化的动机,当前学者主要从“预防储蓄”和“资本逐利”两个视角进行了解释,认为金融资产的双重属性使得企业可能通过配置金融资产降低企业经营风险,增强企业财务柔性,也可能通过金融资产的高收益性实现“资本逐利”(Opler等,1999; Duchin, 2010; 杨肇等, 2017; 张成思和郑宁, 2019; 邓路等, 2020; Demir, 2009; 宋军和陆旸, 2015; 许罡和伍文中, 2018)^[1-8]。然而无论企业金融化是源于融资约束下的“预防储蓄”,还是“投资错配”下的“资本逐利”,其金融投资决策均会受到企业融资能力及融资环境的影响。但是关于金融化影响因素方面,现有的研究主要集中于企业高管背景(戴维奇等, 2016; 杜勇等, 2019)^[9-10]、宏观政策(彭俞超等, 2018; 刘贯春等, 2020; 陈春华等, 2021)^[11-13]等方面,就企业融资环境变化对企业金融化的影响效应研究不足。

近年来,在一系列以放松管制为基本特征的渐进式改革思路的推动和引导下,我国银行竞争格局发生了剧烈变化,国有五大银行的营业网点数量逐步收缩,股份制商业银行和城市商业银行的分行、支行、营业网点数量迅速增加。截至2021年6月末,中国共有外国及港澳台银行分行115家,银行业金融机构法人4608家,目前,我国银行业已进入以大型国有银行为主体,股份制银行、城市商业银行以及其他金融机构数量逐步增加的多元化竞争阶段,银行间的竞争日趋激烈。对于我国企业而言,有别于国外企业可以通过发达的资本市场直接融资,在公司债券市场发展相对缓慢、股权融资门槛较高的背景下,银行信贷仍旧是企业获取外部资金的主要来源(易纲和赵先信, 2001; 唐清泉和巫岑, 2015, Allen等, 2017)^[14-16],银行竞争是影响企业资金供给的重要因素,将极大地影响信贷资源的可获得性和企业面临的外部融资约束程度,进而影响企业资源配置策略(姜付秀等, 2019; 刘莉亚等, 2017)^[17-18]。那么银行竞争加剧对企业融资环境的改善会影响企业金融投资策略吗?如果会,其具体的影响机理是什么?伴随着银行竞争程度的提升,银行作为“大债权人”的监督效应有所提升吗?对于以上疑问,本文基于我国银行在各地区的分支机构数据构造银行竞争指标,考察银行竞争对企业金融化的影响效应及作用机制,有助于理解商业银行作为重要的金融机构在缓解企业融资约束和外部治理中扮演的重要角色。

本文以我国2007—2020年非金融上市公司为样本,从中国银行业结构竞争视角,试图梳理和验证银行竞争加剧对企业金融化水平的影响效应及作用机理。通过一系列的实证检验,本文发现,银行竞争加剧显著抑制了实体企业金融化,经过一系列稳健性检验,该结论依然成立。本文重点对银行竞争抑制企业金融化的影响机理进行了深入探讨,研究发现银行竞争是通过缓解企业融资约束和强化银行作为“大债权人”的外部监督机制双重路径抑制企业金融化的。此外,本文还进一步从微观产权性质、中观制度环境、宏观货币政策三方面进行进一步讨论,研究发现该效应在国有企业、制度环境较差地区的企业中更加显著,而货币政策未能与银行竞争达成协同效应抑制金融化。

与已有文献相比,本文可能的研究贡献包括:(1)本文的研究进一步拓展了银行竞争对企业微观层面影响的研究。银行竞争的相关研究,最早聚焦于银行竞争对宏观经济的影响方面,且并未有一致性结论(Javaratne和Strahan, 1996; Levine等, 2000; 贾春新等, 2008; Love和Peria, 2014)^[19-22]。之后有学者开始探索银行竞争对于企业微观层面的影响,主要集中在银行竞争对信贷可得性、企业融资约束、企业成长、企业实体投资与创新等方面(Baum等, 2011; 方芳和蔡卫星, 2016; 张杰等, 2017)^[23-25],有关银行竞争对企业金

融化的影响效应及机理研究不足。与本文研究较为相似的是戴静等(2022)^[26]的论文,该文发现,银行竞争加剧促使企业降低了短期金融资产配置,同时提升了长期金融资产配置水平。但该文的研究主要是从银行竞争改善企业融资约束的视角,关注银行竞争对企业金融资产配置结构的影响,忽略了银行的外部治理效应。此外当前研究对于企业面临的外部融资环境如货币政策、制度环境等因素的影响考虑不足。本文则更加关注银行竞争对企业金融化的具体影响机制及外部政策环境可能产生的影响,可以看作对该问题的补充和深化。本文实证检验了银行竞争通过融资约束及外部监督双重机制能够显著抑制企业金融化,进一步揭示了中国银行竞争对企业金融化的作用机理,明确了银行竞争对实体企业经营影响的路径和渠道,为理解银行业改革与企业投融资的关系提供了新的微观层面的经验证据。(2)现有研究主要基于西方发达市场展开,国内有关银行竞争的研究也忽略了中国特殊的制度环境导致的企业所面临的信贷融资歧视问题,加上近年来,实业投资收益率不断下滑而金融资产收益率却高居不下的现状,在中国企业独有的特殊投融资环境下,企业金融化水平将如何随着银行业竞争加剧而变化亟待探究。本文结合我国企业产权性质、制度环境差异及货币政策等,基于中国经济“脱实向虚”的现实,讨论了银行业竞争对企业金融化影响的差异,对于深化银行业改革以构建健康、有序的实体经济与虚拟经济关系具有重要意义。(3)本文对企业金融化的研究进行了丰富和补充。已有学者从高管特征、企业收益率、经济不确定性等视角对企业金融化的影响因素进行了研究(宋军和陆旸,2015;杜勇等,2019;彭俞超等,2018)^[7,10-11],但对银行作为“大贷款人”的监督效应并未进行系统讨论,本文则为银行作为“大贷款人”是否能够发挥外部治理效应,抑制企业“脱实向虚”提供了经验证据。

二、理论分析与研究假说

首先,银行竞争加剧能够缓解企业融资约束,削弱企业“预防储蓄动机”下的金融资产配置。我国企业一直面临着融资难且贵的多重困局,部分企业持有金融资产主要是借助金融资产的“蓄水池”效应,缓解企业面临的融资约束,从而增加企业的财务柔性。当企业面临较好投资机会或需要进行研发投入时,能快速将金融资产变现获得充足的资金支持,以达到降低调整成本的目的(Opler等,1999;刘贯春等,2018)^[1,27]。从银行竞争加剧有利于降低信贷成本和缓解融资约束的角度分析,若企业外部融资环境有所改善,企业不再需要通过持有大量的金融资产充当“蓄水池”以应对经营风险。出于成本收益角度考虑,企业将减少金融资产的持有水平。此外基于资源配置理论,外部融资环境的变化,使得企业可能调整投资策略,加大固定资产、研发创新等支出(蔡竞和董艳,2016)^[28],从而对金融资产配置产生“挤出效应”。因此银行竞争将通过提高企业贷款可得性、缓解企业融资约束,削弱企业持有金融资产的“蓄水池”动机,从而抑制企业金融化水平。

其次,银行竞争加剧能够强化银行对企业的外部治理作用,从而抑制企业金融化。从监督能力上来讲,银行有能力实施监督。依据信息不对称理论(Fama等,1985)^[29],银行在获取和处理借款人信息上比单一贷款人具有更大的比较优势,能够发挥“大贷款人”监督作用,从而更有效地监管借款人。已有研究发现,银行对企业的信贷契约使其更加关注企业的财务状况、信用额度和抵押资产,银行贷款具有监督效应(Chung等,1993)^[30]。从现实来看,我国银行的贷款利率与借款企业的财务状况、公司治理状况有一定的相关关系,表明我国银行对于借款企业具有一定的监督作用(胡奕明和谢诗蕾,2005;王满四和徐朝辉,2020)^[31-32]。从监督意图来讲,银行竞争加剧强化了其发挥外部监督效应的动机。银行竞争加剧导致银行业市场压力不断增强,出于保护自身利益方面的考虑,银行作为企业的重要债权人将更加注意风险和收益的匹配,其更有动机利用自身的信息优势,发挥外部治理机制的作用(唐清泉和巫岑,2015)^[15]。由于金融资产的“挤出效应”可能会对企业带来如挤出实体投资、抑制研发投入、影响企业未来业绩、加大企业违约风险、提高股价崩盘风险等诸多负面影响(Demir,2009;彭俞超等,2018;Orhangazi,2008;王红建等,2017;杜勇等,2017)^[6,11,33-35],企业过多地持有金融资产会加大企业经营风险。出于自身利益及规避风险考虑,银行更加重视企业的成长性,倾向于向创新能力较强的优质企业放贷(蔡竞和董艳,2016)^[28]。因此对企业而言,为了获得信贷资源,其将审慎选择投资策略,降低金融资产持有水平。

最后,从资金需求视角分析,银行竞争将很大程度地影响企业的信贷资源可得性和企业面临的外部融

资约束程度(姜付秀等,2019)^[17],从而降低企业投融资错配问题(刘莉亚等,2017)^[18],更多的企业可以按照市场运行原则,通过正规金融机构获得融资,进而弱化了非正式市场上的资金需求,也进一步抑制了企业金融化。基于以上分析,本文提出以下假设:

假设1:在其他条件相同的情况下,银行竞争程度的提升对企业金融化具有显著的抑制效应。

但是另一方面,银行竞争可能通过缓解融资约束,增加企业可支配资源从而促进企业金融化。企业是否进行金融投资以及金融投资的规模,很大程度上取决于企业的“可支配资金数量”及金融投资动机。基于“市场势力假说”,学者研究发现银行竞争加剧能够降低信贷成本、放宽抵押条件(Rice和Strahan,2010;Martinez-Miera和Repullo,2010;李志生等,2020)^[36-38],竞争使得银行效率得到提高,让贷款变得更为方便(Dehejia和Lleras-muney,2005)^[39],增加原本不易获得贷款的企业的贷款可得性,弱化银行体系信贷配给造成的影响,从而缓解企业普遍所遭受的融资约束程度(姜付秀等,2019;Chava等,2013;Chong等,2013)^[17,40-41]。然而由于我国特殊的制度背景和企业融资环境,扭曲了部分企业的投资行为。当前中国银行贷款成本显著低于非正式渠道的融资成本,导致国有企业等更易获得信贷资源的企业从中获益,也诱发了这些企业的过度投资(张佩和马弘,2012)^[42]。加之当前中国实体企业收益率大幅下滑,企业投资实业的意愿低迷,投资金融资产的动机却越发强烈。金融业与实体企业的利润差距,促进了能够获得低成本外部融资的企业的资本逐利行为。因此银行竞争可能通过增加企业信贷数量、降低信贷融资成本、缓解企业融资约束,提升企业可支配资源,使得企业拥有更加充裕的资金满足过度金融化所需资金,从而促进企业金融化。基于以上分析,本文提出以下假设:

假设2:在其他条件相同的情况下,银行竞争程度的提升对企业金融化具有显著的促进效应。

三、研究设计

(一) 数据来源及样本选择

论文的研究对象最终包括26113个观测值,来自2007—2020年中国沪深两市A股上市公司。为确保研究的准确性,其中不包括金融和保险类,房地产类等企业,也进一步剔除了上市不足一年的公司和ST公司。为降低极端异常值的影响,本文对模型中的连续变量进行了上下1%的Winsorize处理。本文的数据中银行竞争数据为根据中国银监会网站公布的金融机构许可证信息手工搜集整理所得,制度环境数据来自樊纲和王小鲁(2019)^[43]的市场化指数,其他数据来源于国泰安数据库(CSMAR)及上市公司年报。

(二) 模型与变量

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Bank + \alpha_2 CVs + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

本文构造了模型(1)对假设1进行检验:根据理论分析,若 α_1 为负向显著,则银行竞争显著抑制企业金融化,假设1A得证;若 α_1 为正向显著,则为促进企业金融化水平,假设1B得证。其中主要变量定义见表1。

1. 金融化(Fin)指标。借鉴杜勇等(2017)^[35]、彭俞超等(2018)^[11]的研究,本文所指的金融资产包括交易性金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、衍生金融资产、投资性房地产净额和持有至到期投资净额。对于企业金融资产的度量,当前研究并不完全一致,刘贯春等(2018)^[27]将企业持有的货币资金及长期股权投资计入金融资产的范畴,但是本文认为,企业持有货币资金多为日常运营需要而非金融投资,且很难区分长期股权投资的目的是金融投资还是因战略意图对主业的一种扩张,因而本文中的金融资产不包括货币资金、应收账款及长期股权投资。综上所述,本文的金融化度量指标为金融资产所占企业总资产的比例。^①

^①此外,2017年3月31日,财政部发布了修订的《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号——金融转移》、《企业会计准则第24号——套期会计》和《企业会计准则第37号——金融工具列表》等金融工具相关会计准则,新会计准则中不再使用“可供出售金融资产”和“持有至到期投资”项目,对于2019年及2018年这两个项目缺失的企业,分别使用“其他债权投资”“其他权益工具投资”项目之和,“债权投资”进行替代。

2. 银行业竞争 (*Bank*) 指标。对于银行竞争的度量,目前主要采用存贷款集中度和银行机构集中度来反映。然而囿于中国国有银行和股份制银行的规模差异,存贷款集中度并不能很好地反映中国银行业实际的竞争水平。中国各个银行之间的竞争实际上是通过分布在各地的分支机构展开的(刘伟和黄桂田,2003)^[44],因此借鉴 Jayaratne 和 Strahan(1996)^[19]、方芳等(2016)^[24]的研究方法,本文从银行业结构竞争的视角展开研究。使用各个地级城市银行分支机构数据构造了银行业竞争程度指标。本文银行业竞争指标 *Bank* 为国有五大银行以外的其他商业银行分支机构数量占比,*Bank* 取值区间为 $[0,1]$,数值越大表示银行业竞争越强。

3. 控制变量指标。借鉴杜勇等(2017)^[35]、彭俞超等(2018)^[11]的研究,本文分别控制了企业特征变量,包括企业规模、杠杆率、盈利能力、资产可抵押性、现金流量、投资机会、企业价值、企业年龄。公司治理变量包括管理层持股、股权集中度、独立董事比例、领导权结构、机构投资者持股比例。具体如表1所示,此外本文还控制了地区经济增长、行业、年度等因素对回归结果可能的影响。

表1 主要变量定义

变量	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	企业金融化	<i>Fin</i>	$Fin = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额}) / \text{总资产}$
解释变量	银行竞争	<i>Bank</i>	$Bank = 1 - CR5$,其中 $CR5$ 代表前五大银行的集中度,使用工商银行、建设银行、农业银行、中国银行和交通银行五大银行分支机构数占该市全部商业银行分支机构数的比重来度量
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	企业当年年末,总资产的自然对数
	杠杆率	<i>Lev</i>	资产负债率,为总负债/总资产
	盈利能力	<i>Roa</i>	企业年末净利润/总资产
	资产可抵押性	<i>PPE</i>	固定资产/总资产
	现金流量	<i>CFO</i>	经营活动产生的现金流/(总资产 - 货币资金)
	投资机会	<i>Growth</i>	主营业务收入增长率 = (本年度主营业务收入 - 上年度主营业务收入) / 上年度主营业务收入
	企业价值	<i>TobinQ</i>	市场价值/总资产
	企业年龄	<i>LnAge</i>	(企业成立年度 + 1)取对数
	管理层持股	<i>Msh</i>	管理层持股比例
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会人数
	领导权结构	<i>Dual</i>	董事长和总经理兼任为1,否则为0
	机构投资者持股比例	<i>Ins</i>	机构投资者持股占上市公司总股份比例
	地区经济增长	<i>GDP</i>	各地区经济增长率:各地区 $(GDP_t - GDP_{t-1}) / GDP_{t-1}$
	行业	<i>Industry</i>	行业哑变量,按证监会《上市公司行业分类指引(2012)》分类
年度	<i>Year</i>	年度哑变量,控制年度的影响	

四、实证检验结果及分析

(一) 主要变量的描述性统计分析

表2为主要变量的描述性统计结果。数据显示,上市公司因投融资政策不同,对金融资产的持有水平存在很大的差异,企业金融资产占比最高为39.8%,最低为0,均值为3.80%。银行竞争指标最大值为0.774,最小值仅有0.233,均值为0.594,表明国有银行垄断局面已有所缓解,但占比仍旧不低,银行业竞争程度还有很大的改善空间。实体企业 *Roa* 均值为4.6%,盈利水平偏低。而平均资产负债率为42.8%,表明负债仍是企业重要的融资渠道之一。其他变量均与已有研究一致。

表2 变量的描述性统计结果

变量	Obs	Mean	SD	Min	P25	Median	P75	Max
Fin	26113	0.038	0.072	0.000	0.000	0.007	0.039	0.398
Bank	26113	0.594	0.095	0.233	0.544	0.604	0.658	0.774
Size	26113	22.094	1.240	19.731	21.202	21.922	22.801	26.018
Lev	26113	0.428	0.200	0.056	0.269	0.423	0.579	0.894
Roa	26113	0.046	0.070	-0.287	0.018	0.044	0.078	0.233
PPE	26113	0.230	0.164	0.004	0.103	0.196	0.322	0.727
CFO	26113	0.065	0.093	-0.186	0.012	0.058	0.112	0.397
Growth	26113	0.158	0.358	-0.544	-0.023	0.105	0.262	2.089
TobinQ	26113	2.070	1.304	0.872	1.263	1.657	2.367	8.733
Lnage	26113	2.815	0.355	1.609	2.639	2.833	3.045	3.466
Msh	26113	12.004	18.912	0.000	0.000	0.153	20.822	67.177
Top1	26113	36.180	14.838	8.400	24.570	34.590	46.430	74.440
Indep	26113	37.294	5.339	30.000	33.330	33.330	42.860	57.140
Dual	26113	0.254	0.435	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Ins	26113	44.314	24.209	0.359	25.164	46.467	63.540	90.968

(二) 实证结果与分析

1. 单变量分析。本文将企业按照银行业竞争年度中位数分为银行竞争程度高组与银行竞争程度低组,分别使用均值检验法和秩和检验法对两组的企业金融化水平差异进行检验,检验结果见表3。从单变量分析结果来看企业金融化水平在不同银行竞争程度下存在显著差异,且表现为银行业竞争程度越高,企业金融化水平越低,即银行业竞争显著抑制了企业金融化。

表3 单变量检验

分组	均值检验			中位数检验	
	N	均值	t 值	中位数	Z 值
银行竞争程度高	8301	0.0348	4.5607 ***	0.0063	5.391 ***
银行竞争程度低	17812	0.0391		0.0079	

注:***表示在1%的水平上显著。

2. 多元回归分析。表4为多元回归分析结果。回归(1)中,在仅控制行业、年度虚拟变量的情况下,银行业竞争在1%的显著性水平下与企业金融化水平负相关(-0.0120,5%),初步印证了假设1A。引入其他控制变量,但未控制行业、年度虚拟变量的情况下,Bank回归系数为-0.0171,且在1%的水平上显著,与回归(1)结论一致。本文进一步控制行业、年度虚拟变量后,银行业竞争在1%的显著性水平下与企业金融化水平负相关(-0.0083,10%)。即伴随着银行业竞争水平的增强,企业配置金融资产的水平受到了显著的抑制。在经济意义上,银行竞争指标每提高一个单位,企业金融化水平将降低1.10%个标准差,表明银行业竞争程度的加剧确实显著抑制了企业金融化水平,假设1A得到了验证。

表4 基本回归

	(1)	(2)	(3)
	Fin	Fin	Fin
Bank	-0.0120 ** (-2.536)	-0.0171 *** (-3.746)	-0.0083 * (-1.787)
Size		0.0041 *** (9.424)	0.0037 *** (7.956)
Lev		-0.0554 *** (-19.136)	-0.0629 *** (-20.627)
Roa		-0.0127 (-1.463)	-0.0026 (-0.298)
PPE		-0.0927 *** (-36.560)	-0.0809 *** (-29.425)

(续表4)

	(1)	(2)	(3)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>CFO</i>		0.0072 (1.429)	-0.0124 ** (-2.495)
<i>Growth</i>		-0.0100 *** (-7.845)	-0.0083 *** (-6.649)
<i>TobinQ</i>		0.0012 *** (2.618)	0.0012 ** (2.397)
<i>Lnage</i>		0.0277 *** (22.856)	0.0162 *** (13.093)
<i>Msh</i>		-0.0006 *** (-14.809)	-0.0005 *** (-14.438)
<i>Top1</i>		0.0002 *** (5.296)	0.0002 *** (7.197)
<i>Indep</i>		0.0001 (1.593)	0.0001 (1.617)
<i>Dual</i>		0.0011 (1.038)	0.0004 (0.355)
<i>Ins</i>		-0.0004 *** (-11.627)	-0.0004 *** (-12.738)
<i>GDP</i>		-0.0012 (-0.142)	0.0278 ** (2.321)
<i>_cons</i>	0.0332 *** (8.255)	-0.0650 *** (-6.644)	-0.0258 ** (-2.413)
<i>Industry fe</i>	Yes	No	Yes
<i>Year fe</i>	Yes	No	Yes
r^2_a	0.1026	0.0959	0.1638
<i>F</i>	66.4080 ***	157.8374 ***	74.5302 ***
<i>N</i>	26113	26113	26113

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 *t* 值。

(三) 具体作用机制

1. 缓解企业融资约束机制。从前文的研究结论可以发现,银行竞争的确抑制了企业金融化。本部分内容重点讨论银行竞争抑制企业金融化的具体机制,以期打开银行竞争影响企业资产配置的“黑箱”。银行竞争对企业金融化的抑制具体有两条途径,第一条途径:银行竞争—企业融资约束—企业金融资产配置。据前文分析,银行竞争有效缓解了企业融资约束(姜付秀等,2019)^[17],外部融资环境的改善,抑制了企业因为“预防储蓄动机”而投资金融资产的动机。持有过多的闲置资金也会增加企业资金成本,出于成本收益角度考虑,企业将降低金融资产投资规模。

银行业竞争可能通过提高企业信贷数量、缓解企业融资约束,削弱企业持有金融资产的“预防储蓄动机”,从而抑制企业金融化水平。然而对于我国企业持有金融资产“预防储蓄动机”是否存在,一直存在争议。大部分学者认为我国企业持有金融资产多为“投机动机”而非“预防储蓄”目的(杜勇等,2019;彭俞超等,2018)^[10-11]。那么本部分内容重点回答以下问题:第一,银行竞争加剧究竟是否缓解了企业融资约束?第二,融资环境改善是增加了企业金融投资资源还是降低了企业“预防储蓄动机”?

本文借鉴 Hadlock 和 Pierce(2010)^[45]构建的 *SA* 指数来衡量企业融资约束,计算公式为 $SA = 0.043 \times (\ln Size)^2 - 0.737 \times \ln Size - 0.040age$,其中 *LnSize* 为公司规模的自然对数,*age* 为公司上市时间,即当年年份减去上市年份。该指数取值越大,则企业面临的融资约束程度越高。为了检验银行竞争是否通过缓解企业融资约束而影响企业金融资产投资策略,本文构建模型(2)。^①

^①*Media* 为 *SA*、*SFin*、*LFin*, *CV* 为系列控制变量,与模型(1)相同。

$$Media_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Bank + \alpha_2 CVs + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

由表5的回归结果可知回归(4) *Bank* 的系数为 -0.0324且在1%的水平上显著,表明银行竞争确实能够缓解企业融资约束。按照本文的分析,如果银行竞争是通过缓解融资约束抑制企业持有金融资产的“预防性动机”的话,那么其会对企业的金融资产结构产生显著影响。随着银行业竞争程度的提升,企业持有金融资产充当“蓄水池”的动机减弱,企业将降低金融化水平以降低企业的资金成本。本文进一步验证企业是否伴随着银行竞争的提升,降低了企业短期金融资产配置水平。本文使用交易性金融资产占比来度量企业短期金融资产(*SFin*),^①其余金融资产占比来度量长期金融资产(*LFin*),将 *SFin*、*LFin* 代入模型(2)进行检验。从表5回归结果(5)、(6)可知,银行业竞争对短期金融资产(-0.0037,10%)存在显著的抑制效应,而对长期金融资产的影响不显著。表明银行竞争确实通过缓解企业融资约束,抑制企业持有金融资产的“预防性动机”,显著抑制了其金融化水平,该路径得到验证。

为了检验银行竞争对于金融资产期限的影响在不同产权性质的企业中是否存在差异,本文构造银行竞争与产权性质(*SOE*)的交乘项,使用模型(3)进行检验。

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Bank + \alpha_2 TJ_{it} + \alpha_3 Bank \times TJ_{it} + \alpha_4 CVs + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

表5 作用机制检验(1)

变量名称	模型(2)	模型(2)		模型(3)	
	(4) <i>SA</i>	(5) <i>SFin</i>	(6) <i>LFin</i>	(7) <i>SFin</i>	(8) <i>LFin</i>
<i>Bank</i> × <i>SOE</i>				-0.0122 ***	-0.0331 ***
				(-3.697)	(-4.731)
<i>Bank</i>	-0.0324 ***	-0.0037 *	-0.0034	0.0015	0.0110 **
	(-4.521)	(-1.732)	(-0.912)	(0.466)	(2.465)
<i>SA/SOE</i>				(-3.697)	(-4.731)
				0.0061 ***	0.0220 ***
<i>CV</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-2.6537 ***	-0.0085	-0.0191 **	-0.0130 **	-0.0257 ***
	(-90.640)	(-1.451)	(-2.355)	(-2.172)	(-3.087)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r²_a</i>	0.8245	0.1858	0.1491	0.1861	0.1501
<i>F</i>	1813.4139 ***	41.0104 ***	55.4153 ***	39.5919 ***	53.3657 ***
<i>N</i>	26113	26113	26113	26113	26113

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 *t* 值。

有趣的是,本文发现在国有企业中,银行竞争加剧不仅对短期金融资产有较强的抑制效应,同时对长期金融资产也存在较强的抑制效应,且抑制效应强于短期资产。如此一方面证明银行竞争—企业融资约束—降低企业“预防储蓄”动机—抑制企业短期金融资产配置的路径确实存在;另一方面也说明金融资产的“双重属性”决定了企业持有金融资产的动机并不单一,企业持有金融资产也有可能是为了“投机动机”。从金融投资收益视角分析,银行竞争加剧提升了银行的信贷资源配置效率,从而缓解中小企业等原本处于融资劣势企业的融资约束程度,降低非金融渠道的资金需求。且伴随银行利率市场化的推进,银行的自主定价权得到有效发挥,银行将依据企业风险调整资金成本,降低原本易于获得资金企业的金融投资利差,从而抑制企业金融化。因此银行竞争可能通过另一条途径:银行竞争—缓解企业融资约束—降低金融投资收益率—影响企业金融资产配置。为了验证这一条途径,本文借鉴王红建等(2016)^[46]的思路,使用金融及房地行业的平均利润率 *FinanceR* 来刻画金融业收益率,本文将 *FinanceR* 作为被解释变量,代入模型(2)。

① *SFin* = 交易性金融资产/总资产,衡量短期金融资产水平, *LFin* = (可供出售金融资产净额 + 衍生金融资产发放贷款及垫款净额 + 持有至到期投资净额 + 投资性房地产净额)/总资产,衡量长期金融资产水平。

由表6回归(9)可知银行竞争确实显著抑制了金融业收益率,从而抑制了企业投资金融资产的“投机动机”,但由于系数较小,可能其影响效应非常有限。为了进一步验证这一路径,本文构造了企业金融投资收益率指标 $FinR$,本文采用企业金融资产投资收益 = (投资收益 + 公允价值变动收益 + 其他综合收益)/金融资产总计来度量,结果(10) $Bank$ 的系数为 -0.0555 ,且在10%的水平上显著,表明银行竞争确实抑制了企业金融资产收益率。以上实证结果表明,银行竞争—缓解企业融资约束—降低金融行业收益率—抑制企业金融化这一途径确实存在。银行竞争加剧确实能够缓解企业融资约束,并通过抑制企业“预防储蓄动机”减少短期金融资产配置和降低企业金融资产收益率抑制企业“投机动机”从而降低企业金融化水平。

2. 强化银行外部治理机制。银行竞争对企业金融化水平的抑制作用也很可能是由于银行竞争加剧强化了其外部监督机制而产生的,即第二条途径:银行竞争—强化外部监督机制—抑制企业金融化。

表6 作用机制检验(2)

变量名称	模型(2)	
	(9) $FinanceR$	(10) $FinR$
$Bank$	-0.0000^{***} (-10.679)	-0.0555^* (-1.788)
CV	Yes	Yes
$_{-cons}$	$6.2e+03^{***}$ ($2.2e+13$)	0.2278^{***} (3.463)
$Industry\ fe$	Yes	Yes
$Year\ fe$	Yes	Yes
r^2_a	1.0000	0.0835
F	.	38.3422^{***}
N	26113	26113

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 t 值。

表7 作用机制检验(3)

变量名称	模型(1)		国有企业		非国有企业
	(11) $Loan$	(12) $Sloan$	(13) $Lloan$	(14) $Inte$	(15) $Inte$
$Bank$	-0.0084 (-1.185)	0.0199^{***} (3.242)	-0.0273^{***} (-4.855)	0.0395^{**} (2.298)	-0.0110 (-0.875)
CV	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$_{-cons}$	-0.0166 (-0.967)	0.2837^{***} (19.786)	-0.2998^{***} (-22.476)	-0.4765^{***} (-10.320)	-0.1837^{***} (-4.629)
$Industry\ fe$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Year\ fe$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
r^2_a	0.6196	0.4433	0.4284	0.1450	0.2743
F	952.9931^{***}	407.3822^{***}	280.2243^{***}	21.8254^{***}	49.8300^{***}
N	26113	26113	26113	5036	5168

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 t 值。

当企业风险水平提高时,银行可能采取的策略包括增加抵押资产、提高利率,甚至不再进行续新贷款,以此来传递债权人的意愿和压力。从贷款期限方面来看,对于短期贷款和长期贷款,银行关注的对象是不同的。胡奕明和谢诗蕾(2005)^[31]认为,短期和长期的银行借贷都能在一定程度上影响借款人的经营活动,但由于其本质上的差异,短期借款的主要用途是流动性较大的资产,相对于长期借款来说,风险更低,有利于控制其偿债风险。Diamond等(1991)^[47]指出,银行在监督债务人方面的信息优势主要体现在短期贷款方面。而我国银行对外发出的长期贷款更容易受到政府干预,在银行和企业共同的产权公有制下,长期借款对企业的约束力不强。徐昕和沈红波(2010)^[48]证实,在我国短期银行贷款的监督作用比长期银行贷款的监督作用更强。借鉴已有研究,本文使用企业年末短期和长期借款之和度量企业获得的信贷资金($Loan$),企业获得的短期借款、长期借款数量度量银行外部监督力度($Sloan, Lloan$),代入模型(1)进行实证检验,相关指标均经过总资产标准化。由表7(11)–(13)的回归结果可知, $Loan$ 的系数为 -0.0084 ,但不显著, $Sloan, Lloan$ 的系数分别为 0.0199 、 -0.0273 ,且均在1%的水平显著。结果表明银行竞争对不同期限的信贷资金影响效应不同,银行竞争加剧帮助企业获得更多短期信贷资金的同时,抑制了长期信贷资金的

投放。这一结论支持了外部监督效应的存在,即银行竞争促使银行处于风险控制目的,加大了短期信贷,强化了银行的外部监督机制。因此第二条途径得到验证:银行竞争—强化外部监督机制—抑制企业金融化。

银行对企业的监督策略不只反映在信贷期限上,也可能体现在资金价格方面。本文进一步考察银行的“利率政策”。使用利息支出与有息负债的比值(*Inte*)来度量企业承担的资金成本,代入模型(2)检验,发现银行竞争与企业有息负债的系数在非国有企业中为负,但不显著。而在国有企业中却显著为正(0.0395, 5%)。结果表明伴随银行竞争的加剧,银行间信贷投放时对于产权性质的重视程度有所减弱,但出于风险溢价考量并没有显著降低民营企业资金成本。综上所述,银行外部治理效应的发挥,目前主要体现在信贷期限的缩短和国有企业资金成本的提升方面。

(四) 稳健性检验与内生性处理

1. 稳健性检验。核心变量度量指标的替换。在主回归中,本文使用的是金融资产占比这一相对比例指标进行度量,稳健性检验中分别使用绝对规模、是否持有金融资产等指标重新检验。

表8 稳健性检验(1)

变量名称	模型(1)				
	(16) <i>FinL</i>	(17) <i>FinX</i>	(18) <i>Fin2</i>	(19) <i>Fin</i>	(20) <i>Fin</i>
<i>Bank</i>	-1.8493 *** (-3.423)	-0.5241 *** (-2.821)	-0.0292 *** (-3.407)		
<i>BankG</i>				-0.0029 *** (-3.529)	
<i>BankHHI</i>					-0.0366 *** (-3.765)
<i>CV</i>	Yes	Yes		Yes	Yes
<i>_cons</i>	-37.7054 *** (-31.077)	-13.1966 *** (-25.687)	0.2801 *** (14.066)	-0.0268 ** (-2.541)	-0.0094 (-0.797)
<i>Industry fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r²_a</i>	0.2820		0.3582	0.1641	0.1641
<i>F</i>	288.2950 ***		275.1014 ***	74.6284 ***	74.8723 ***
<i>N</i>	26111	26090	26113	26113	26113

注:**、***分别表示在5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 *t* 值。

(1)在表8的(16)、(17)中,使用金融资产的绝对数量(金融资产规模的自然对数 *FinL*)和企业有无持有金融资产的虚拟指标(*FinX*)进行检验,结论稳健。

(2)将货币资金和长期股权投资纳入金融资产范畴,重新代入模型检验,即 $Fin2 = Fin + (\text{货币资金} + \text{长期股权投资}) / \text{总资产}$,回归结果见表8(18),结论稳健。

(3)将样本企业按照是否高于银行业竞争年度中位数为标准进行分组,并设定银行竞争程度虚拟变量(*BankG*),*BankG* = 1表示银行业竞争水平高,否则 *BankG* 取0,将银行竞争程度虚拟变量带入模型检验,原结论不变,回归结果见表8(19)。

(4)采用银行分支机构数量构造的赫芬达尔指数(*HHI*)来重新度量银行业的竞争程度,将银行竞争程度($Bank3 = 1 - HHI$)变量代入模型,结果显示银行业竞争(*BankHHI*)的回归系数为-0.0366,且在1%的水平上显著,检验结果与前文结论一致,回归结果见表8(20)。

PSM 检验。为了控制样本的选择性偏误,本文使用配对后的样本代入模型(1)进行回归,结论稳健(-0.0111, 10%),回归结果见表9(21)。

样本区间变换。按照“金融工具准则”的规定,境内上市企业最晚将于2019年1月实施新准则,但企业可以自主选择是否提前使用,因此可能对样本中2018年的数据已经有所影响。此外2008年金融危机也可能对企业外部融资环境有较大影响,因此本文选择2009—2017年的相关样本重新进行检验,未改变本文研究的基本结论,回归结果见表9(22)。

控制区域影响。为控制不同区域其他政策环境、政府制度等可能对企业经营决策的影响,参照国家统计局划分标准,将各省份划分为东部地区、中部地区、西部地区,将地区哑变量加入模型,以控制地区差异造成的其他遗漏变量的影响,回归结果见表9(23),未改变本文研究的基本结论。

表9 稳健性检验(2)

变量名称	PSM	区间变化	控制区域	工具变量检验
	(21) <i>Fin</i>	(22) <i>Fin</i>	(23) <i>Fin</i>	(24) <i>Fin</i>
<i>Bank</i>	-0.0111*	-0.0118**	-0.0084*	-0.0579***
	(-1.682)	(-2.347)	(-1.790)	(-7.592)
<i>_cons</i>	0.0092	-0.0399***	-0.0224**	-0.0022
	(0.615)	(-3.422)	(-2.092)	(-0.195)
<i>CV</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Region fe</i>			Yes	
<i>Industry & Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
r^2_a	0.1695	0.1629	0.1656	0.1186
<i>F</i>	44.0940***	40.7624***	71.9318***	
<i>N</i>	14398	15717	26113	26113

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 *t* 值。

2. 内生性处理: (1) 工具变量检验。理论上讲银行竞争程度对于企业金融资产配置的影响属于外生制度,但还是有可能存在内生关系。出于稳健性考虑,本文选取省份内城市的银行竞争均值作为工具变量。首先,处于同一省份,所处的地方制度环境和经济环境类似,同一地区内银行机构分布具有相关性,因而满足相关性要求;另外,由于我国制度背景约束,企业跨区域进行信贷的成本较高,因此一般情况下其他地区的银行结构竞争不会直接影响本地区企业的金融资产配置策略,是满足外生性要求的。表9(24)为工具变量回归的第二阶段的实证结果,与原结论一致,结论稳健。

(2) 外生事件检验。本文的解释变量银行业竞争是使用商业银行分支机构数据构造的结构竞争变量,其优势是既包含地区层面又包含时间层面的银行业竞争程度信息。因而可以较好地克服由于其他的全国性政策带来的潜在的复合效应。但出于稳健性考虑,本文使用2009年银行业放松管制这一外生事件,进行外生事件检验。2009年中国银监会《关于中小商业银行分支机构市场准入政策的调整意见(试行)》(银监办发[2009]143号)的通知中进一步放松了银行机构设立的条件限制,^①这一事件不会直接影响企业金融化,但会显著引起商业银行分支机构数量的增加,从而引起银行业竞争程度变化。这一外生事件冲击为本文提供了一个天然的实验场景,从而克服了研究的内生性问题。

结合假设1本文推测,2009年之后,由于银行业放松管制改革,各地区商业银行数量出现了大幅增加的态势,促使银行业竞争加剧,因而这一冲击将加大银行竞争对企业金融化水平的抑制作用。为了检验该外部事件的冲击影响,本文采用构建如下双重差分(DID)模型来进行稳健性检验,其中D2009为银行业放松管制事件的虚拟变量,2009年及以后年度取1,其余年度取0,*FixL*为分组变量,若企业固定资产占比小于年度行业中位数,则取1,否则取0。由平行趋势检验可知

表10 稳健性检验(3)

模型(4)	
变量名称	双重差分
	(25) <i>Fin</i>
D2009	0.0144***
	(3.938)
<i>FixL</i>	0.0094***
	(3.022)
D2009 × <i>FixL</i>	-0.0062**
	(-1.976)
<i>CV</i>	Yes
<i>_cons</i>	-0.0371***
	(-3.506)
<i>Industry fe</i>	Yes
<i>Year fe</i>	Yes
r^2_a	0.1641
<i>F</i>	73.0711***
<i>N</i>	26113

注: **、***分别表示在5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 *t* 值。

^①通知中明确“已在省会(首府)城市设有分行的股份制商业银行,在该城市所在省(自治区)内的其他城市再申请设立下设分行和支行,不再受数量指标控制”。

满足平衡性趋势假设。^①

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D2009 + \alpha_2 FixL + \alpha_3 D2009 \times FixL + \alpha_4 CVs + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

由表10(25)的回归结果可知2009年的政策冲击显著抑制了企业金融化水平,即该结果通过克服内生性强化了本文研究结论的可靠性。

五、进一步的研究

(一) 产权性质的影响

余明桂和潘红波(2008)^[49]研究发现,中国政府在许多资源配置的过程当中,倾向于国有企业的现象依然存在,而且在国有企业的贷款中起到了隐性担保的作用。融资约束程度反映了企业经营中所面临的调整成本,而国有企业中普遍存在预算软约束,从银行竞争缓解企业融资约束的机理来看,在国有企业中,其所有制形式可能会带来的融资优势会削弱银行业竞争对企业金融化的影响。因此国有企业可能对银行竞争产生的影响效果并不敏感,信贷歧视使得民营企业投资行为受银行业竞争的影响更大。然而基于银行业的外部监督机理,国有企业普遍存在过度投资和经营效率低下的现象,随着利率市场化进程的推进,利率上限的放开使得国有企业取得低成本信贷资金而投入金融资产“赚快钱”的现象受到抑制,而银行竞争的提升可能使得“优质企业”成为争夺对象而非国有企业,因此从银行业外部监督机理的视角分析,银行竞争对企业金融化的抑制效应在国有企业中更大。

本文构造银行竞争与产权性质的乘积项 $Bank \times Soe$ 代入模型(3)中进行实证检验。从表11(26)的结果来看,全样本回归中交乘项 $Bank \times Soe$ 的系数为 -0.0486 ,在1%的水平上显著。而在表12(29)、(30)中,银行竞争对企业金融化的影响主要体现在国有企业中。结合上文中银行竞争加剧提升了国有企业信贷成本来看,本文分析,银行竞争加剧使得银行作为“大贷款人”的监督效应有所提升,此前国有企业由于产权性质带来的融资优势,而将低成本信贷资金投入金融资产“赚快钱”的行为受到抑制,因此基于银行竞争的外部治理效应,银行竞争对国有企业金融化的抑制作用更大。

表11 产权性质、制度环境、货币政策的调整效应分析(1)

变量名称	模型(4)		
	(26) Fin	(27) Fin	(28) Fin
$Bank \times TZ$	-0.0486 *** (-5.785)	-0.0088 *** (-4.580)	-0.0028 (-0.884)
$Bank$	0.0126 ** (2.087)	0.0141 * (1.714)	0.0316 (0.699)
$Soe/MarketC/M2$	0.0305 *** (5.924)	0.0025 ** (2.280)	0.0085 *** (2.968)
CV	Yes	Yes	Yes
$_cons$	-0.0375 *** (-3.418)	-0.0275 ** (-2.399)	-0.1378 *** (-3.446)
$Industry\ fe$	Yes	Yes	Yes
$Year\ fe$	Yes	Yes	Yes
r^2_a	0.1648	0.1670	0.1638
F	71.7946 ***	72.6042 ***	72.8774 ***
N	26113	26113	26113

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 t 值, TZ 分别是指产权性质(Soe)、制度环境($MarketC$)、货币政策($M2$)三个调节变量。

^①由于篇幅限制,并未列示,留存备索。

(二) 制度环境的影响

国外关于银行业竞争的研究,隐含的假定之一是银行对借款人的审查是客观、有效的,且相关合同的履行能够得到保障。Love 和 Peria(2014)^[22]指出在该国金融发展水平较高的地区中,银行业低水平竞争对企业信贷可得性的负面效应得到了抑制。与发达国家相比,中国区域经济与金融发展很不平衡,各省市地区无论是制度环境还是政府干预程度等方面差距都较大,这会导致我国不同地区企业融资环境差异显著。不同于市场经济国家,中国国有商业银行分支机构的设置和发展中存在严重的地方政府干预和特殊利益驱动,部分地方政府并不是因为经济发展而是避免本地存款流出而大力鼓励本地的商业银行在当地开设更多的分支机构(岳改之,2002)^[50]。因此本文认为在制度环境较好的地区,政府对于商业银行信贷资源配置行为干预得越少,法律对于企业合同等执行的保护更强,银行资源配置更多是基于市场需求而非银行配给,银行竞争对金融化的抑制效应有多削弱。而制度环境差的地区企业由于政府、制度不完善等因素面临较强的融资约束,因此银行竞争对金融化的抑制效应在制度环境差的地区更显著。本文构造银行竞争与制度环境指数的乘积项 $Bank \times MarketC$ 代入模型(3)中进行实证检验,为了便于分析,本文使用 $MarketC$ 来刻画制度环境指标, $MarketC = 10 - Market$, $Market$ 采用樊纲和王小鲁(2019)^[43]编制的《中国市场化指数》,因此 $MarketC$ 越大,则制度环境越差。^①表11的回归(27)显示, $Bank \times MarketC$ 系数为 -0.0088 ,在1%的水平上显著,表明银行竞争对企业金融化水平的负向抑制效应主要体现在制度环境较差地区的企业中。本文还按照产权性质进行了分组检验,发现制度环境的调节效应在非国有企业中更显著。

表12 产权性质、制度环境、货币政策的调整效应分析(2)

变量名称	产权性质		制度环境		货币政策	
	国有企业 (29) Fin	非国有企业 (30) Fin	国有企业 (31) Fin	非国有企业 (32) Fin	国有企业 (33) Fin	非国有企业 (34) Fin
$Bank \times TZ$			0.0004 (0.134)	-0.0091*** (-4.229)	0.0646 (0.490)	0.0820 (0.669)
$Bank$	-0.0191*** (-2.587)	-0.0001 (-0.021)	-0.0289** (-2.017)	0.0237** (2.466)	-0.0294 (-1.315)	-0.0115 (-0.631)
$Soe/MarketC/M2$			-0.0036** (-2.067)	0.0035*** (2.834)	0.1867* (1.739)	-0.3967*** (-3.859)
$-cons$	-0.0352** (-2.055)	-0.0543*** (-3.135)	0.0006 (0.033)	-0.0628*** (-3.514)	-0.0667*** (-2.622)	0.0111 (0.476)
$CVs\&IND\&Year$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
r^2_a	0.2067	0.1597	0.2119	0.1616	0.2067	0.1597
F	65.2977***	67.9699***	64.3758***	65.9540***	63.8145***	66.4671***
N	10609	15504	10609	15504	10609	15504
组间差异	$chi2(1) = 4.14 \quad p = 0.0418$		$chi2(1) = 7.75 \quad p = 0.0054$		$chi2(1) = 0.01 \quad p = 0.9172$	

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号中为采用 Robust 异方差修正的 t 值, TZ 分别是指产权性质(Soe)、制度环境($MarketC$)、货币政策($M2$)三个调节变量。

(三) 货币政策的影响

货币政策直接影响着企业所面临的外部融资环境,当我国处于紧缩货币政策时,不仅会直接影响企业权益融资的机会,而且还导致银行信贷资金供给减少,从而强化了企业融资约束程度(饶品贵和姜国华,2013)^[51]。银行竞争对企业金融化的影响主要是通过缓解企业融资约束和强化债权人监督实现的,货币政策环境变化将直接影响银行风险承担行为(Rajan,2006)^[52],当前研究中忽略了货币政策对银行竞争与企

^①由于樊纲、王小鲁(2018)的指标的数据期间为2008—2016年,且该指标体系以2008年为基数测算,与以往发布的指标数据不具有可比性,因此,本文按照近三年的平均增长值估计了2007年和2017年及以后的数据值。

业投融资行为的影响效应。为了检验货币政策的调节效应,本文构造银行竞争与货币政策的乘积项 $Bank \times M2$ 代入模型(3)中进行实证检验,其中货币政策($M2$)指标,本文采用 $M2$ 增长率来衡量, $M2$ 增长率越高,货币政策越宽松。表11的回归(28)显示, $Bank \times M2$ 系数为 -0.0028 ,但不显著。进一步地,本文按照产权性质进行分组,发现宽松的货币政策在国有企业中会显著促进金融化,而在非国有企业中则表现有抑制效应,即在宽松的货币政策环境下,银行倾向于向国有企业提供更多的流动性,因此国有企业获得了更多的可支配资金用于金融投资,表明货币政策的传导渠道依然还是体现在国有企业中。回归中 $Bank \times M2$ 的系数在两类企业中均不显著,即货币政策未能与银行竞争达成协同效应。本文分析,由于宽松的货币政策提供了更多的可配置资源,银行的监督治理效应被削弱,此时更多地体现为向企业的资金融通作用。本文的实证结果也表明,当前政府通过银行信贷对货币政策进行传导的效果有待强化。

六、结论、启示与展望

(一) 研究结论

在实体经济增速下行的大背景下,大量企业“脱实入虚”形成“流动性陷阱”的现象需高度警惕。本文以我国2007—2020年非金融上市公司为样本,从缓解企业融资约束及强化银行外部监督双重视角,探究银行竞争加剧对企业金融化水平的影响及其作用机理。本文研究发现,银行竞争加剧显著抑制了企业金融化水平,且银行竞争确实是通过缓解企业融资约束和强化银行作为“大债权人”的外部监督机制双重路径实现的。本文通过分析银行竞争对不同期限的金融资产的影响,发现银行竞争对短期金融资产存在显著的抑制效应。而为了应对银行竞争加剧的影响,银行会显著增加短期信贷供给增加外部监督效应,这也进一步印证了银行业竞争确实是通过提高企业贷款可得性、缓解企业融资约束,削弱企业持有金融资产的“蓄水池”动机以及强化商业银行外部监管效应抑制企业金融化水平的。进一步地,本文从微观产权性质、中观外部制度环境、宏观货币政策三方面进行了异质性分析,发现银行竞争对企业金融化的抑制效应主要体现在制度环境较差地区的企业中和国有企业中,但货币政策没有同银行竞争产生协同效应从而抑制企业“脱实向虚”。

(二) 启示与展望

本文的实证结果表明,总体上来看,银行竞争的加剧确实有助于缓解中国企业当前面临的严重融资约束问题,为银行竞争的“市场力量假说”在中国的适用性提供了经验证据。同时本文也进一步证实,当前我国银行作为“大贷款人”能够发挥外部监督机制,提升企业的外部治理水平。因此本文的研究具有如下政策启发:

首先,加强对实体企业“脱实入虚”行为的宣传引导,使企业意识到资金“空转”的危害与后果,恢复资金主动投向实业功能。如果任由实体企业资金“脱实入虚”的趋势蔓延下去,将会导致实体企业丧失扩大再生产的欲望和动力,收缩整个经济成长空间,甚至会影响经济复苏和国家经济增长目标的实现。因此政府应加强对实体企业的宣传引导、加大对企业实体投资扶持力度,对立足实业投资的企业,尤其是高新技术产业的企业给予信贷扶持、税收优惠等政策倾斜。同时政府应在货币与财政政策上共同发力、有所作为,为企业资金“脱虚入实”营造环境。

其次,进一步优化银行业结构,提高银行业的竞争水平,从而缓解企业融资约束,抑制企业过度金融化。伴随着国内外经济不确定性的增加,实体经济的收益率降低及企业融资成本的增加给实体企业经营造成了双重压力。外部融资约束程度的增加,进一步为实体企业资金“脱实入虚”创造了条件,要解决企业资金“脱实入虚”是一个复杂的问题,一方面有赖于经济形势的根本好转,另一方面更需要政府、银行等部门服务实体企业理念、行为的根本转变。因此政府应继续推进银行业改革,降低银行业集中度,提升银行业竞争对缓解中国企业融资约束,为中小企业创造一个良好的经营环境有着积极重要的意义,这也为中国下一阶段银行业改革提供一个方向指引。

最后,政府应进一步加大企业相关信息的披露力度,改善银行与企业之间的信息不对称性,促进银行外部监管效应的发挥。银行竞争性的提高、行业竞争压力的增强,能够更好地促进银行履行其评估和监督职责,提升其外部治理作用,从而抑制企业金融化。因此政府应在完善金融监督制度的基础上,加大企业相关信息的披露力度,抑制实体企业资金过度涌入股市、楼市领域,促进银行外部监管效应的发挥。

参考文献:

- [1] OPLER T, PINKOWITZ L, STULZ R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(1): 3-46.
- [2] DUCHIN R. Cash holdings and corporate diversification [J]. *Journal of Finance*, 2010, 65(3): 955-992.
- [3] 杨箬, 刘放, 王红建. 企业交易性金融资产配置: 资金储备还是投机行为? [J]. *管理评论*, 2017(2): 13-25, 34.
- [4] 张成思, 郑宇. 中国实业部门金融化的异质性 [J]. *金融研究*, 2019(7): 1-18.
- [5] 邓路, 刘欢, 侯繁荣. 金融资产配置与违约风险: 蓄水池效应, 还是逐利效应? [J]. *金融研究*, 2020(7): 172-189.
- [6] DEMIR F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in E-merging markets [J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2): 314-324.
- [7] 宋军, 陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据 [J]. *金融研究*, 2015(6): 111-127.
- [8] 许罡, 伍文中. 公司金融化投资之谜: 盈余管理抑或金融套利? [J]. *证券市场导报*, 2018(8): 20-28.
- [9] 戴维奇, 刘洋, 廖明情. 烙印效应: 民营企业谁在“不务正业”? [J]. *管理世界*, 2016(5): 99-115, 187-188.
- [10] 杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化 [J]. *中国工业经济*, 2019(5): 136-154.
- [11] 彭俞超, 韩珣, 李建军. 经济政策不确定性与企业金融化 [J]. *中国工业经济*, 2018(1): 137-155.
- [12] 刘贵春, 刘媛媛, 张军. 经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势 [J]. *经济学(季刊)*, 2020(5): 65-86.
- [13] 陈春华, 曹伟, 曹雅楠, 等. 数字金融发展与企业“脱虚向实” [J]. *财经研究*, 2021(9): 78-92.
- [14] 易纲, 赵先信. 中国的银行竞争: 机构扩张、工具创新与产权改革 [J]. *经济研究*, 2001(8): 25-32.
- [15] 唐清泉, 巫岑. 银行业结构与企业创新活动的融资约束 [J]. *金融研究*, 2015(7): 116-134.
- [16] ALLEN F, QIAN J, GU X. An overview of China's financial system [J]. *Annual Review of Financial Economics*, 2017, 9(1): 191-231.
- [17] 姜付秀, 蔡文婧, 蔡欣妮, 等. 银行竞争的微观效应: 来自融资约束的经验证据 [J]. *经济研究*, 2019(6): 72-88.
- [18] 刘莉亚, 余晶晶, 杨金强, 等. 竞争之于银行信贷结构调整是双刃剑吗? ——中国利率市场化进程的微观证据 [J]. *经济研究*, 2017(5): 131-145.
- [19] JAVARATNE J, STRAHAN P E. The finance-growth nexus: evidence from bank branch deregulation [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1996, 111(3): 639-670.
- [20] LEVINE R, LOAYZA N, BECK T. Financial intermediation and growth: causality and causes [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2000, 46(1): 31-77.
- [21] 贾春新, 夏武勇, 黄张凯. 银行分支机构、国有银行竞争与经济增长 [J]. *管理世界*, 2008(2): 7-14, 187.
- [22] LOVE I, PERIA M. How bank competition affects firms' access to finance [J]. *The World Bank Economic Review*, 2014, 29(3): 413-448.
- [23] BAUM C F, SCHAFER D, TALAVERA O. The impact of the financial system's structure on firm's financial constraints [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2011, 30(4): 678-691.
- [24] 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.
- [25] 张杰, 郑文平, 新夫. 中国的银行管制放松、结构性竞争和企业创新 [J]. *中国工业经济*, 2017(10): 118-136.
- [26] 戴静, 杨箬, 刘贵春. 银行业竞争与企业金融资产配置结构异质性 [J]. *管理评论*, 2022(1): 69-78.
- [27] 刘贵春, 张军, 刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率 [J]. *世界经济*, 2018(1): 148-173.
- [28] 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.
- [29] FAMA E. What's different about banks? [J]. *Journal of Monetary Economics*, 1985, 1(15): 29-39.

- [30] CHUNG K-H, GHICAS D, PASTENA V. Lenders' use of accounting information in the oil and gas industry[J]. *Accounting Review*, 1993, 68(4): 885-895.
- [31] 胡奕明, 谢诗蕾. 银行监督效应与贷款定价——来自上市公司的一项经验研究[J]. *管理世界*, 2005(5): 27-36.
- [32] 王满四, 徐朝辉. 考虑市场治理体系的银行债权治理及其效应研究——来自A股工业企业的经验证据[J]. *会计研究*, 2020(1): 145-159.
- [33] ORHANGAZI Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973—2003[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(6): 863-886.
- [34] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. *南开管理评论*, 2017(1): 155-166.
- [35] 杜勇, 张欢, 陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响: 促进还是抑制[J]. *中国工业经济*, 2017(12): 113-131.
- [36] RICE T, STRAHAN P E. Does credit competition affect small-firm finance? [J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3): 861-889.
- [37] MARTINEZ-MIERA D, REPULLO R. Does competition reduce the risk of bank failure? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(10): 3638-3664.
- [38] 李志生, 金凌, 孔东民. 分支机构空间分布、银行竞争与企业债务决策[J]. *经济研究*, 2020(10): 141-158.
- [39] DEHEJIA R, LLERAS-MUNEY A. Financial development and pathways of growth: state branching and deposit insurance laws in the united states from 1900 to 1940[J]. *Journal of Law and Economics*, 2005, 50(2): 239-272.
- [40] CHAVA S, OETTL A, SUBREMANIAN A, et al. Banking deregulation and innovation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(3): 759-774.
- [41] CHONG T T L, LU L, ONGENA S. Does banking competition alleviate or worsen credit constraints faced by small-and medium-sized enterprises? Evidence from China[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2013, 37(9): 3412-3424.
- [42] 张佩, 马弘. 借贷约束与资源错配——来自中国的经验证据[J]. *清华大学学报(自然科学版)*, 2012(9): 1303-1308.
- [43] 樊纲, 王小鲁. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019: 216-223.
- [44] 刘伟, 黄桂田. 银行业的集中、竞争与绩效[J]. *经济研究*, 2003(11): 14-21.
- [45] HADLOCK C, PIERCE J. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [46] 王红建, 李茫茫, 汤泰劼. 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.
- [47] DIAMOND D W. Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt[J]. *Journal of Political Economy*, 1991, 99(4): 689-721.
- [48] 徐昕, 沈红波. 银行贷款的监督效应与盈余稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J]. *金融研究*, 2010(2): 102-111.
- [49] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. *管理世界*, 2008(8): 9-21, 39, 187.
- [50] 岳改之. 我国商业银行分支机构市场准入问题探讨[J]. *金融理论与实践*, 2002(1): 25-26.
- [51] 饶品贵, 姜国华. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J]. *经济研究*, 2013(1): 68-82, 150.
- [52] RAJAN R C. Has finance made the world riskier? [J]. *European Financial Management*, 2006, 12(4): 499-533.



(责任编辑 傅凌燕)