

DOI:10.15918/j.jbitss1009-3370.2020.1565

银行业竞争对企业投资效率的影响

——基于债务治理与融资约束的双重视角

宋凯艺, 卞元超

(南京师范大学 商学院, 江苏 南京 210023)

摘要: 在全面加快金融供给侧结构性改革背景下,推动银行业竞争是促进金融服务实体经济发展、提升企业投资效率的重要途径之一。基于手动收集的中国各省区商业银行分支机构数据,结合中国上市企业财务数据,考察银行业竞争对企业投资效率产生的影响。研究发现:尽管银行业竞争显著地增加了企业投资水平,但是并未对企业投资效率产生直接的影响。进一步地,银行业竞争虽然通过减少融资约束和加强债务治理来缓解国有企业投资不足行为,但是融资作用的发挥也可能会加剧国有企业过度投资,因而银行业竞争对国有企业投资效率将取决于投资不足和过度投资的相对程度。同时,银行业竞争通过加强债务治理作用抑制非国有企业的过度投资,也通过缓解融资约束问题来减弱非国有企业的投资不足问题,进而共同促进非国有企业投资效率的提高。

关键词: 银行业竞争; 投资效率; 融资约束; 债务治理

中图分类号: F830.2

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2020)03-0099-12

改革开放以来,中国金融业发展取得历史性的成就,金融也成为国家重要的核心竞争力。在中共中央政治局第十三次集体学习中,金融供给侧结构性改革成为关键议题之一,也成为新时期加快中国金融体制改革、促进经济高质量发展的重要途径。事实上,金融供给侧结构性改革的一个关键特征在于政府对于银行业管制的不断放松,银行业金融体系的市场竞争程度逐步提升。近年来,伴随着中国金融体制改革和利率市场化改革的深入推进,各类城市商业银行、农村商业银行、外资银行在全国各地迅速兴起,这在削弱部分大型国有商业银行垄断地位的同时,也进一步提升了中国银行业的竞争程度^[1-2]。

银行业市场的快速发展也是影响企业投资的重要因素。长期以来,以银行信贷为主的间接融资一直是中国企业的主要融资方式。但是,由于信息不对称和代理冲突问题的广泛存在,中国企业依然面临着投资难的问题,企业实际投资规模远偏离于最优水平^[3-4]。一方面,即使部分企业面对较好的投资机会,但是由于信息不对称的存在,企业不得不因为高昂的融资成本放弃好的投资机会,造成投资不足问题^[5];另一方面,即使部分企业无法取得好的投机机会,但是由于自身控制权利益问题,管理层也可能会盲目提高投资支出,造成过度投资问题^[65-67]。在这一背景下,以提高银行业竞争程度为主要标志的金融供给侧结构性改革不仅能够增加有效供给,缓解企业融资约束,还能够降低金融市场的信息不对称,抑制企业的代理冲突,进而对企业投资水平和投资效率产生重要影响。以林毅夫和李永军^{[8]10-18}等为代表的“最优金融结构”理论学者较早关注银行业结构问题,他们指出大力发展和完善中小金融机构是解决中国中小企业融资难问题的根本出路。

这些研究为本文的选题和研究提供了直接的借鉴和启示意义。但是,遗憾的是,限于数据获取等诸多原因,以往文献对于银行业竞争与企业投资之间关系的研究较为缺乏,银行业竞争对企业投资的影响效应究竟如何依然悬而未决。更为重要的是,在经济高质量发展背景下,企业的提质增效是转变经济发展方式、促进产业结构转型升级的核心内容之一,提高投资效率、降低非效率投资进而也成为企业投资决策过程中考虑的重要问题。那么,银行业竞争对企业投资效率是否也产生了显著影响呢?其影响机制又是什么?不仅如此,银行业竞争所导致的大型国有商业银行垄断地位的逐步降低,以及非国有商业银行市场份额的不断提

收稿日期: 2019-05-15

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“研发要素流动对区域创新绩效的影响:基于空间资源配置的视角”(71874054);教育部人文社会科学研究青年基金项目“国内市场整合视角下环境污染区域协同治理的内在逻辑与提升策略研究”(20YJC790001);江苏省研究生科研创新计划“银行业竞争与中小企业投资决策:最优金融结构视角”(KYCX19_0709)

作者简介: 宋凯艺(1994—),女,博士研究生,E-mail:18255297056@163.com;卞元超(1991—),男,经济学博士,讲师,E-mail:bycdats@163.com

高,是否会对不同性质企业的投资水平和投资效率产生差异化影响呢?对这些问题的思考和回答,形成本文研究的直接来源。

相比以往研究,本文的边际贡献主要体现在:(1)在“深化金融供给侧结构性改革、增强金融服务实体经济能力”的背景下,考察银行业竞争对企业投资效率的影响效应及其内在机制,这不仅有助于更加清晰地认识金融供给侧结构性改革对实体经济的影响,还能够为全面地考察制约中国企业投资效率提升的关键因素提供有益的参考。(2)目前大多数学者均认为,中国经济的快速增长与金融体系的低效率同时并存,而金融体系的低效率主要归因于国有银行的主导地位和国有银行在贷款方面的所有制偏向,以及由此所导致的市场竞争不充分。本文探讨中国银行业竞争对国有企业和非国有企业投资效应的影响机制和作用效果,这有助于为探究当前中国金融体系效率低下,以及银行贷款所有制偏向所引发的企业投资不足等问题提供更多的经验证据。(3)企业融资约束问题和代理冲突问题一直是制约中国实体经济持续健康发展的重要因素。在中国以银行主导型为特征的金融体系中,从融资约束和委托代理问题等角度考察银行与企业的关系,分析银行业竞争影响企业投资效率的内在机制和作用路径,有利于更好地制定缓解企业融资约束困境和委托代理冲突的解决方案,进而促进企业的高质量发展。

一、理论分析与研究假设

(一)银行业竞争与企业投资

在资本市场完全竞争条件下,企业的投资决策与融资决策相互独立,企业投资仅仅取决于投资机会^{[9]288},自Modigliani和Miller^{[9]261-297}的开创性研究以来,投资决策一直成为相关领域研究的热点问题。然而,中国处在经济转型的特殊时期,一方面,资本市场发育并不完善,导致上市公司面临内部融资成本和外部融资成本存在很大的差异,从而表现为严重的融资约束问题^{[10]51-57};另一方面,公司内部的治理机制和所有权结构不完善,导致严重的代理冲突以及投资过度问题^[11]。因此,由于信息不对称所致的融资约束问题和内部结构不完善所致的代理冲突可能会对企业的投资决策和投资效率产生重要影响,且它们之间的相对强弱共同决定企业投资的扭曲程度。

在中国,企业通过内部融资很难满足投资需求,导致企业十分依赖外源融资,而债权融资给予企业更多的收益索取权,因此企业更优先考虑债权融资^[12]。但是,大多数企业不具备债权融资资格,这就导致了银行信贷成为企业主要融资方式,并且长期成为中国企业资金的主要来源。目前关于融资约束对企业投资行为的影响研究主要基于信息不对称理论。资本市场上的信息不对称导致部分公司面临融资约束,从而引起公司的投资不足^{[13]214-215}。Fazzari^[14]、冯巍^{[10]53-54}、何金耿和丁加华^{[15]45-46}均证实了信息不对称假说,并将其表现的较高的投资—现金流敏感性视为融资约束的证据。随后,部分学者开始从不确定性^[16]、制度环境^[17]、企业并购^{[18]323-329}等角度进一步探讨融资约束对企业投资效率的影响。然而,Kaplan和Zingales^[19]却认为高投资—现金流敏感性并不一定必然代表企业因面临融资约束而导致投资不足问题,而委托代理冲突的存在同样可以表现出较高的投资—现金流敏感性,即使企业不存在融资约束问题,企业实际控制人也可能会滥用资金,通过过度投资的非效率投资行为获取控制权私有收益。而国内外学者的研究均发现委托—代理冲突所致的过度投资也确实存在^{[16]201[15]47[20]}。

因此,公司非效率投资行为同时受到融资约束和代理冲突的共同作用,两种影响的相对强弱共同决定了企业的投资行为状态^[21]。现有文献表明银行业发展对企业投融资活动具有重要的促进作用,银行市场化改革不仅有助于改善企业生产经营状况^[22],还能够改变企业融资约束和治理环境^{[23]98-109}。一方面,由于中国资本市场的完善,“所有权歧视”“规模歧视”等非正常现象加剧部分企业融资难、融资贵等问题,因此即使企业具有较好的投资机会,也会因为资金不足而放弃投资,从而形成投资不足;另一方面,由于银企之间的信息不对称以及企业治理结构不完善,造成股东与债权人冲突、大股东与小股东冲突、股东与经理层冲突,企业也会有意愿投资净现值为负的投资项目,形成过度投资。综上所述,银行业竞争将通过以下两个途径来影响企业投资行为:融资约束和债务治理。本文也将从这两个方面考察银行业竞争影响企业投资效率的内在机制。

1. 缓解融资约束

当银行业竞争程度提高时,其对企业投资效率的影响主要体现在以下三个方面:第一,银行竞争有助于

减少信息不对称。在竞争性的银行业市场中,银行与银行、银行与企业之间透明度相对较高,银行不再具有企业信息独占的优势,其为了扩大市场份额,会通过降低贷款利率、抵押品价值等方式来减少企业信贷成本以降低贷款审批门槛,提高企业贷款可得性和积极性^[24]。而对于企业来说,竞争性的银行体系使得企业也不再依赖于某一家银行进行融资,企业议价能力逐渐提升,这不仅能够降低银行抬高价格的可能性,其中信息不对称的缓解还有助于减轻企业的融资约束,为企业带来更多的信贷机会,进而带来企业投资规模扩张所需的资金支持的可能性,避免企业投资不足。第二,银行业竞争有助于提高资本配置效率。随着银行业竞争的加剧,市场影响力逐渐增强,资本配置的市场化程度迅速提高。此时,政府会减少干预银行分配信贷资源,这会促使资源流入效率更高的企业。同时银行为争夺客户资源,不断进行产品和业务创新,导致企业获得信贷的机会增大,缓解企业融资约束,进而促进其扩大投资规模^[25],提高企业投资效率。第三,银行业竞争有助于促进技术溢出。竞争性的银行业市场透明度越高,银行之间的交流机制越健全,越有助于促进银行之间的技术溢出,促进银行间形成良性竞争,不断提高银行业务服务能力和信息获取能力,在降低自身成本的同时降低企业信贷成本,从而为企业能够进行有价值的项目投资提供资金支持,以减少企业投资不足风险,进而促进企业投资效率的提高。综上所述,银行业竞争能够带来增量资金的增加和信贷成本的降低,这有助于丰富企业的融资渠道、提升融资的可能性,进而缓解融资约束,提高企业投资效率。

2.提高债务治理能力

随着银行业竞争的逐步提高,其也可能会通过作用于企业的债务治理能力,进而对企业投资效率产生影响。这体现在:第一,银行业竞争有助于减少企业逆向选择和道德风险。银行为了自身经营绩效的提高,也就是说银行出于保护自己债权人利益的考虑,通过签订契约等手段获取企业信息,这种约束性行为不仅能够减少逆向选择的风险,还有助于降低企业道德风险。同契约中的约束性条款也会降低企业道德风险^[26],故而有效地发挥外部治理机制的作用。第二,银行业为提高监管效力,势必会改善信贷结构。为了减少坏账发生的概率,银行可通过优化信贷结构来加强债权的治理作用。对于企业来说,由于长期贷款的期限较长,企业可以暂不考虑还款需要,于是在获得信贷初期时出现过度投资、在临近还款时出现投资不足;而短期贷款的期限较短,使企业面临着流动性压力和再融资难的困境,一旦企业管理层因在还款期限到达时无力偿还贷款,将面临控制权转移和丧失的风险,这也使得短期借款能够起到监督借款人行为的作用^[27]。同时,短期贷款也使得银行与企业加强交流的频繁性,可以随时了解企业财务状况^[28],进而约束企业自由现金流引发的过度投资。因此,银行不能为了提高绩效而过于热衷长期贷款,应当做到长、短期贷款的有效结合,从而对企业形成有力的监控作用。综上可知,银行业竞争加强银行信贷的约束力,增加了企业过度投资的风险和成本,从而在一定程度上抑制代理冲突,提高企业的投资效率。因此,本文提出如下假设:

假设 1. 银行业竞争是影响企业投资效率提升的重要因素。

假设 2. 银行业竞争影响企业投资效率是通过缓解融资约束和加强债务治理发挥作用的,影响结果将取决于融资约束和债务治理的强弱程度。

(二)产权性质、银行业竞争与企业投资

银行业竞争对于企业投资效率的影响往往会受到企业产权性质因素的影响,以国有商业银行为主导的银行业结构体系下,一方面,由于国有企业与其有着天然的政治关联,加之国有企业有着政府引导下的金融偏好以及父爱主义下的预算软约束的优势,更容易获得融资来源。部分研究证实中国的银行业将大部分信贷资源流向国有企业,而私营企业盈利能力较强,难以获得银行资金支持^{[8][729-30]}。当然,这种所有制歧视是长期存在的,中国的非国有企业在市场上面临很多约束,如融资渠道、市场准入等,这也使得非国有企业往往存在着更为严重的融资约束问题。在竞争性的银行业市场中,银行自主性较强,较少受到国有企业的干预和影响,其为了扩大市场份额,也愿意向私营企业进行贷款,这有助于缓解非国有企业的融资约束。因此,银行竞争通过增加企业获得信贷的机会和降低企业信贷成本,缓解了国有企业与非国有企业由于融资约束所致的投资不足问题,但是宽松的融资环境也会引发国有企业过度投资。

另一方面,国有企业所有者与政府同源,企业代理链条较长,层次也相对非国有企业变得更多,存在更加复杂的委托—代理关系。加之各级政府部门控制企业经营者任免权,导致在“所有者缺位”的环境下,激励不足的管理层可能会采取“搭便车”和“在职消费”等非效率投资行为,以最大化自身控制权利益,投资于不

利于企业价值提升、净现值为负的项目^[31]。因此,在信息不对称的条件下,不论是管理者经营管理不善所致的利润下降还是由于承担了政府的“战略性政策负担”所致的亏损,外界都无法清晰地界定。此时,管理层为推卸责任,必然将企业价值的下降归咎于企业承担的“战略性政策负担”,从而进一步加剧委托—代理冲突^[32]。故而,在竞争的环境下,银行势必会加强债权治理能力,对国有企业发挥有效地监督和约束作用,减少国有企业的盲目投资和风险投资行为,从而有助于抑制国有企业过度投资。相反,非国有企业的所有者权利相对独立,较少受到政府的干预,因此缩短了委托—代理链条,委托—代理关系的复杂性较低。因此,随着银行竞争的加剧,加之银行与非国有企业股东的非同源性,银行信贷约束力将会更加刚性,故银行竞争能够通过发挥债务治理作用,有助于抑制非国有企业的过度投资问题。因此,本文提出如下假设:

假设3. 从融资约束视角,银行业竞争会通过缓解融资约束渠道加剧国有企业过度投资问题,但是银行竞争会通过缓解融资约束渠道减弱非国有企业投资不足问题。

假设4. 从债务治理视角,银行业竞争会通过加强企业债务治理作用减少国有企业及非国有企业的过度投资问题。

二、研究设计

(一)数据来源

本文分析对象为沪深两市的上市公司,数据来源于 Wind 数据库。考虑到新会计准则实施所导致的会计科目核算不一致问题,继而选择 2007—2017 年作为样本区间。企业数据分析中剔除了金融业和房地产业、ST 类以及退市等交易状态异常的企业,为减少异常值对回归分析的影响,对回归中的主要变量进行缩尾处理,选取的显著性水平为 1%。由于数据的缺失,剔除了西藏地区的上市公司,最后整理得到 1 947 家上市公司。

接着,希望将银行业竞争数据与上市公司数据相匹配,以考察银行业竞争对企业投资效率的影响,故本文需要衡量出分地区层面的银行业竞争指标。然而,由于数据限制,当前公开的银行业数据渠道均难以获得各省份的商业银行存贷款数据,导致以存贷款为基础的银行业竞争指标测量方法不可取。不过,中国银监会提供专门用于查询商业银行分支机构的许可证信息的网站,从中可以获得各银行分支机构名称、批准日期、住所等金融许可要素。根据这一信息,手动收集、整理大型国有商业银行、股份制商业银行、农村商业银行、城市商业银行和邮政储蓄银行等分支机构信息,并据此统计各省份商业银行分支机构数量以及该省份每家商业银行的全部分支机构数量等数据,从而衡量银行业竞争指标。

(二)计量模型的构建

1. 银行竞争与企业投资效率的计量模型

为实证考察银行竞争与企业投资效率的关系,通过构建模型以研究银行竞争对企业投资效率的影响效应以及不同产权性质企业的异质性作用

$$ABR_{i,t} = \alpha + \beta_1 Bank_{i,t} + \gamma_1 control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,ABR 代表企业投资效率; α 为常数项;Bank 表示银行业竞争度; β_1 为银行业竞争的系数,如果系数为正,意味着银行业竞争抑制企业投资效率的提高,如果系数为负,意味着银行业竞争促进企业投资效率的提高; γ_1 为一系列控制变量 control 的相关系数; ε 为随机误差项; t 为样本时间; i 代表样本企业。

2. 银行业竞争影响公司投资效率的作用机制检验

为了进一步考察银行业竞争对企业投资效率的影响机制,参考杨兴全等^{[23]105-107}的研究方法,将企业的非效率投资进一步区分为过度投资(Over_inv)和投资不足(Short_inv)两种,通过模型(2)和模型(3)来检验银行竞争影响公司投资效率的具体作用机制

$$Over_inv_{i,t} = \alpha + \beta_2 Bank_{i,t} + \gamma_2 control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Short_inv_{i,t} = \alpha + \beta_3 Bank_{i,t} + \gamma_4 control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, β_2 和 β_3 分别表示银行业竞争对企业过度投资和投资不足的影响效应;其余变量含义与式(1)一致。

(三)变量选取

1. 投资效率

在资本市场完美且企业不存在代理成本的理想条件下,企业的投资可实现企业价值的最大化水平^[33]。但

是,现实的世界表明,企业的投资难以达到最优的状态。信息的不对称会导致企业投资不足^{[13]187-221},而经理人与股东之间的利益冲突会引发企业过度投资^{[18]323-324}。企业投资不足与过度投资均会降低企业经营利润和盈利能力,从而损害企业的资本市场价值,因此称其为“非效率投资”^[34],也即投资效率较低。不同于传统的企业经营效率,即企业产出量与生产要素投入量之比,本文的投资效率表示企业真实投资偏离正常投资的程度,偏离程度越大,说明企业投资效率越低。

在众多对投资效率衡量的模型中, Richardson^{[35]161-171}的投资期望模型认同度较高,应用比较广泛,运用较为方便。故本文也将采用这一模型对企业投资效率进行衡量。具体地,根据 Richardson 的残差估计模型,将企业的总投资分为资本保持支出和新增项目投资支出,新增项目投资支出又可以进一步划分为最优投资和非效率投资,即真实投资与最优投资之间的差额,如果真实投资大于最优投资,则残差为正,表示过度投资(Over_inv);相反,如果真实投资小于最优投资,则残差为负,表示投资不足(Short_inv)。具体计算如下

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TQ_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 CF_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} + \alpha_5 Ret_{i,t-1} + \alpha_6 Inv_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $TQ_{i,t-1}$ 为投资机会的滞后一期; $Lev_{i,t-1}$ 为财务杠杆的滞后一期; $CF_{i,t-1}$ 为现金持有的滞后一期,用企业货币资金与总资产的比来衡量; $Size_{i,t-1}$ 为企业规模的滞后一期; $Ret_{i,t-1}$ 为企业盈利能力的滞后一期; $Inv_{i,t-1}$ 为企业投资水平的滞后一期。

2. 银行业竞争

参考 Degryse 和 Ongena^[36]、Chong 等^[37],利用各省中小银行分支机构总数与银行业分支机构总数的比重对银行业竞争程度进行衡量,图 1 报告了 2007—2017 年中国银行业竞争度的时间变化趋势。由图 1 可知,近年来中国银行业竞争度呈现出缓慢上升的趋势,说明中国银行业市场化程度也在不断改善。但是,银行竞争度的增长幅度较少,其市场化进程依然较为缓慢,且银行竞争度的绝对水平仍相对较低。因此,中国应当进一步加快调整和优化银行业市场结构,加强对小微企业和民营企业的支持,这也是金融供给侧结构性改革的重要组成部分。

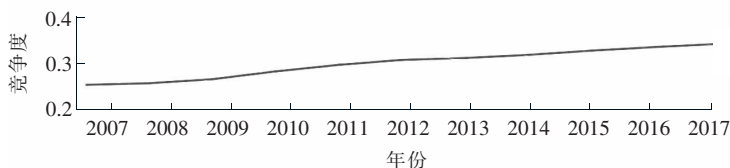


图 1 2007—2017 年银行业竞争度的时间趋势

此外,参考蔡竞和董艳^[38],本文还采用银行集中度(CR_5)作为银行竞争度的替代变量进行稳健性检验, CR_5 是衡量银行数目和相对规模差异以及决定银行市场结构最基本的度量指标,是指前五家银行分支机构与银行业分支机构数比重之和。其公式表示为: $CR_5 = \sum_{i=1}^5 (X_i/X)$,其取值介于 0~1 之间,越接近 1 表示银行结构越集中,竞争度越小。故 CR_5 的系数为正,意味着银行业竞争促进企业效率的提高; CR_5 的系数为负,意味着银行业竞争抑制企业效率的提高。

3. 控制变量

本文还选取了以下控制变量:托宾 Q 值(TQ)表示企业投资机会, Vogt^{[6]12}发现企业投资机会与投资支出的关系显著为正,企业需要更大的投资规模来促进其发展。资产负债率(Lev)表示企业的财务杠杆水平,杠杆率较高的企业面临较高的财务风险,获取外部资金的难度较大,对投资产生不利的影 响。企业规模(Size)在企业投资中也发挥着重要角色,规模较小的企业面临较大的融资困境,造成投资不足的问题,相反规模较大的企业融资环境较为便利,但是由于代理冲突的产生,易造成管理层的投资支出增加,形成过度投资问题。因此,控制企业规模是非常必要的。CF 表示企业的自由现金流, Hubbard^[39]和 Richardson^{[35]172-179} 等企业自由现金流的研究发现,当企业有充足的现金流时,投资支出显著增加,易造成投资过度,而当企业现金流不足时,则形成相反的情况。故他们认为企业自由现金流与企业投资支出显著为正。企业盈利能力(Ret)代表其发展水平,如果企业主营业务收入稳定增长,则企业在债务融资中便取得有利条件。谢佩洪和汪春霞^[40]发现管理层激励机制作为缓解委托—代理冲突的有效措施,往往能够直接影响管理层的投资策略,高管薪酬激励(MS)能够显著抑制成长期企业的过度投资,促进成熟期企业的投资不足。最后,考虑到时间、行业、地区差异对企业投资的影响,我们同时控制了时间效应、行业效应与地区效应,具体变量定义如表 1 所示。

表1 变量定义

变量类别	变量符号	变量名称	变量度量
被解释变量	Inv	投资水平	公司购置固定资产、无形资产及其他长期资产的净支出除以总资产
	ABR	投资效率	Richardson 的残差估计模型中残差的绝对值 ^①
	Over_inv	过度投资	Richardson 的残差估计模型中的正残差
	Short_inv	投资不足	Richardson 的残差估计模型中的负残差的绝对值
解释变量	Bank	银行竞争	中小银行分支机构总数与银行业分支机构总数的比重
	TQ	投资机会	(年末企业股票的市值+年末企业负债的账面价值)/年末企业总资产(其中非流通股的股价用每股净资产替代)
控制变量	Lev	财务杠杆	资产负债率
	Size	企业规模	总资产的自然对数
	CF	自由现金流	经营活动现金流量净额占比总资产
	Ret	盈利能力	净利润占比总资产
	MS	高管薪酬激励	金额最高的前三位高管人员薪酬总额的自然对数
	Year	年度固定效应	选取 2007—2017 年,共 10 个年度虚拟变量
	Ind	行业固定效应	按照中国证监会行业分类,分为 16 个行业,共 15 个行业虚拟变量
	Pro	地区固定效应	西藏地区除外,样本中有 30 个省和直辖市,共 29 个地区虚拟变量

三、实证分析结果与讨论

(一)描述性统计

根据表 2 描述统计,从全样本的结果来看,企业投资水平(Inv)的平均值为 0.052 6,中位数为 0.039 0,四分位上下限分别为 0.075 0 和 0.016 3,说明公司很难达到最佳投资规模,但是偏离程度不是很大,Inv 达到 0.075 0 的样本企业占据 25%。企业投资效率(ABR)的中位数和四分位数下限均为负值,说明

表2 描述性统计结果

变量	均值	标准差	最大值	最小值	中位数	四分位数 下限	四分位数 上限
Inv	0.052 6	0.050 9	0.240 8	-0.041 9	0.039 0	0.016 3	0.075 0
ABR	0.000 0	0.026 8	0.261 9	-0.188 1	-0.005 9	-0.019 8	0.013 3
Over_inv	0.032 1	0.034 5	0.262 0	0.000 0	0.020 4	0.007 7	0.044 0
Short_inv	0.021 4	0.019 0	0.188 2	0.000 0	0.016 6	0.008 5	0.027 9
Bank	0.326 9	0.081 8	0.480 3	0.001 2	0.320 5	0.269 2	0.399 0
TQ	0.027 2	0.024 8	0.145 8	0.002 4	0.019 8	0.011 2	0.034 4
Lev	0.426 4	0.213 4	0.956 0	0.046 3	0.418 5	0.256 2	0.585 7
Size	21.875 6	1.260 4	25.799 6	19.286 1	21.718 3	20.961 5	22.589 8
CF	0.044 5	0.072 2	0.245 7	-0.174 8	0.043 8	0.004 9	0.086 9
Ret	0.039 5	0.052 3	0.193 1	-0.180 8	0.036 9	0.014 0	0.065 8
MS	14.048 1	0.740 3	15.922 0	12.043 5	14.070 5	13.594 6	14.525 3

投资不足的上市企业数量可能高于过度投资的企业数量,这也与实际情况较为一致。相比投资不足(Short_inv)的样本企业,过度投资(Over_inv)的样本企业的平均值、中位数和四分位数上限相对较大,说明中国上市企业的过度投资的程度大于投资不足的程度。银行业竞争指标的平均数和中位数较为接近,四分位数上下限也相差不大,说明不同企业面临的银行业竞争变化差异不大。企业投资机会(TQ)的平均值和中位数为 0.027 2 和 0.019 8,说明企业价值提高的金额比企业价值降低的金额大。财务杠杆水平(Lev)的平均值和标准差分别为 0.426 4 和 0.213 4,说明不同企业的资本结构调整速度差异很大。企业规模(Size)的平均值和标准差分别为 21.875 6 和 1.260 4,说明上市企业之间规模差异不大。自由现金流(CF)的平均值、中位数、四分位数上限和四分位数下限均为正数,说明大多数公司自由现金流为正,不足 25%的上市企业投资所需的资金主要依赖于外部融资。企业盈利能力(Ret)的平均值、中位数、四分位数上限和四分位数下限均为正数,说明从整体上来看中国上市企业的经营效益处于不断增长的趋势。高管薪酬(MS)的平均值、中位数、四分位数上限和四分位数下限差距不大,说明上市企业的高管薪酬差异不大。

(二)银行竞争与企业投资效率的估计结果

在考察银行业竞争对企业投资效率的影响效应之前,首先对银行业竞争与企业投资水平之间的关系进行了检验和识别,这也将有助于更加全面地认识银行业竞争对企业投资行为的影响,也能够为解释银行业竞争与企业投资效率之间的关系奠定基础。具体地,企业投资水平主要是指企业发生的购买固定资产、无形

^①描述性统计中,在分析企业投资效率指标时,考虑到企业投资效率低下可能是过度投资或者投资不足所致,两者数值的方向相反,因此仅分析 Richardson 的残差估计模型中残差的原值,不对其绝对值进行分析。

资产、其他长期资产等各项业务的支出。参考以往关于企业投资的研究^[41-42],本文选择公司购置固定资产、无形资产及其他长期资产的净支出,并除以总资产以消除企业规模的影响作为企业投资水平的代理变量。通过实证检验银行业竞争对企业投资水平的影响,并将样本分为全样本企业、国有企业样本和非国有企业样本,样本划分标准为上市公司实际控制人性质,将实际控制人为“国有企业”“行政机关与事业单位”“中央机构”和“地方机构”的企业类型划分为国有企业,其他则为非国有企业。同时控制企业层面相关变量、时间效应、行业效应和地区效应,估计结果如表3所示^①。

从全样本企业的估计结果中可以发现,银行业竞争的估计系数为正,说明在银行竞争的环境下,企业投资支出水平也会增加。考虑到解陆一^{[43]12}的观点,银行竞争与企业投资水平之间的正向关系,并不一定表明企业是因为银行竞争激烈进而获得贷款才增加投资支出,也有可能是因为企业存在较高的投资机会,因此在竞争的环境下提高贷款能力从而促进投资水平,以上两种情况表明,银行竞争与企业投资水平之间存在一定的内生性。进一步参考解陆一^{[43]12}的方法,本文首先根据企业投资支出对投资机会的敏感性(即托宾Q值的系数)来判断。如果公司投资机会对投资支出的影响较小,且不显著,则可以推断公司投资支出的上升并非由于投资机会较高所致,而确实是由于银行业竞争的增加而导致企业投资水平的上升。从表3可以看出,无论是全样本还是国企或非国企样本,代表投资机会的托宾Q值对投资支出的影响都接近于0,并且不显著,因此,我们没有充足的理由推断公司在竞争的环境下增加投资支出是由于企业的投资机会较高所引起的。当然,把托宾Q值作为公司投资机会的代理变量也可能存在一定的偏差,故将在后文的稳健性检验中对这一问题进行再次检验和识别。

表3中第三列和第四列分别表示国有企业样本和非国有企业样本的估计结果。从第三列和第四列可以发现,以产权界定的国有企业样本和非国有企业样本均表明银行业竞争与企业投资水平的正相关关系,即银行业竞争促进企业投资水平。但是国有企业样本中的估计结果在10%水平上依然是不显著的,银行业竞争并未显著地增加国有企业投资水平,由于国有企业与大型国有商业银行之间天然的政治关联,以及国有企业自身的优越性,竞争的银行业结构与国有企业信贷规模之间的关联程度较小。

进一步,本文考察了银行业竞争对企业投资效率的研究^②,估计结果如表4所示,其中第二列第四列分别表示所有上市企业、国有企业和非国有企业的估计结果。研究发现,对于全样本企业,银行业竞争与企业投资效率的系数为负值,表明银行业竞争促进企业投资效率的提高。因此,银行业竞争总体上改善了企业过度投资和投资不足问题。但是国有企业样本的估计结果显示,银行业竞争与企业投资效率的系数为正值,说明银行业竞争抑制企业投资效率的提高,且抑制效应较为显著,考虑到中国国有企业普遍存在过度投资的情况,而银行业竞争提高了企业贷款可得性和信贷成本,使得国有企业进一步加剧过度投资现象,导致企业投资效率低下。同时,非国有企业样本估计结果显示,银行业竞争与企业投资效率的系数为负值,意味着银行竞争促进企业投资效率的提高,但是效果并不显著,说明银行竞争可能通过改善企业投资不足的状态,从而提高投资效率,但是也可能通过缓解融资约束增加企业过度投资的机会,进而降低企业效率,两者表现强度均衡,因此使得非国有企业样本表现得较为不显著。

表3 银行业竞争与企业投资水平

变量	全样本	国有企业样本	非国有企业样本
Bank	0.029 8** (0.012 7)	0.015 6 (0.018 8)	0.044 3** (0.017 2)
TQ	0.056 3 (0.039 8)	0.110 8 (0.138 5)	0.053 4 (0.034 2)
CF	0.062 0*** (0.002 5)	0.066 9*** (0.005 6)	0.061 2*** (0.002 9)
Lev	-0.009 0*** (0.002 6)	0.000 0 (0.004 3)	-0.010 0*** (0.003 3)
Size	0.003 7*** (0.000 6)	0.004 7*** (0.000 9)	0.002 9*** (0.000 8)
Ret	0.110 9*** (0.007 8)	0.108 3*** (0.012 6)	0.111 7*** (0.010 0)
MS	0.004 3*** (0.000 8)	0.005 7*** (0.001 2)	0.003 9***
-cons	-0.102 7*** (0.015 9)	-0.145 0*** (0.024 5)	-0.103 8*** (0.021 5)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Pro	控制	控制	控制
R ²	0.127 5	0.121 6	0.136 7
观测值	21 989	8 629	13 360

注:***、**、*分别在1%、5%和10%水平上显著;括号内数值为稳健标准误。

①需要指出的是,表3第二列~第四列的最大VIF分别为1.89、1.83和1.86,远小于经验值10,故可以认为该模型不存在严重的多重共线性。

②需要指出的是,表4第二列~第四列的最大VIF分别为1.86、1.82和1.86,远小于经验值10,故可以认为该模型不存在严重的多重共线性问题。

此外,全样本和分样本的回归结果还存在以下差异:第一,全样本和非国有企业样本中,投资机会促进企业投资效率,表明银行竞争改善企业投资不足的非效率行为,或者企业加强债务治理能力。而非国有企业样本中,投资机会抑制企业的投资效率,影响效应不显著,说明银行竞争提高企业融资能力,或者并未缓解企业的代理矛盾,从而导致企业过度投资增加,降低投资效率。第二,虽然各样本中,企业现金流对投资效率的影响方向一致,但是企业现金流对非国有企业投资效率的影响大于企业现金流对国有企业投资效率的影响,说明企业经营现金流越多,非国有企业越有激励改善投资不足问题,进而提高投资效率,而国有企业管理层为了自身利益出发,会增加过度投资等非效率行为,损害企业投资效率的改善。第三,国有企业样本中,企业财务杠杆水平促进企业投资效率,而非国有企业财务杠杆水平抑制企业投资效率。可能因为非国有企业较高的财务杠杆加剧了企业投资不足、或者通过过度投资提高收入来源,导致投资效率低下。而国有企业高财务杠杆并未对企业管理层造成过大的压力和威胁,反而改善国有企业投资不足的困境,进而提高投资效率。第四,在各样本中,高管薪酬激励提高企业投资支出,促进企业投资效率,但是影响系数相对较小。

从以上银行竞争与企业投资效率的实证分析中可以发现,在不同产权性质的企业中,银行业竞争对企业投资效率的影响结果不同,银行竞争显著地抑制国有企业投资效率,但是银行业竞争促进非国有企业的投资效率。然而无法获知,银行业竞争在改善企业投资效率是否是通过缓解融资约束或者减少代理成本发挥作用的。从理论上说,银行业竞争提高企业投资效率,一方面,通过拓宽融资渠道、增加信贷供给来缓解公司所面临的融资约束,进而降低公司的投资不足,另一方面,通过较强的债权人治理机制来获取更多的公司信息,降低公司的代理问题,从而抑制公司的过度投资。因此,我们将在机制检验中进行深入的研究。

(三)稳健性与内生性检验

为检验以上实证研究结论的稳健性,本文对其进行稳健性检验,其基本思路如下。

第一,如前文所述,银行业竞争与企业投资水平之间可能存在着双向因果关系,其所引发的内生性问题可能会使研究结果产生偏误,仅仅根据企业投资支出对投资机会的敏感性(即托宾 Q 值的系数)来判断必然存在一定的缺陷,因此,我们将采用面板工具变量法和两阶段最小二乘法对内生性问题进行处理,选取的工具变量为银行业竞争(Bank)的一阶滞后项,内生解释变量与其滞后变量是显著相关的,而且从当期的角度来看,滞后变量已经发生,其取值已经固定,因而与当期的随机扰动项不相关,故其满足工具变量的相关条件。

第二,尽管本文在回归模型中引入省份虚拟变量(Pro)控制地区层面的固定效应,仍然可能忽略了诸如地区金融发展水平等遗漏变量引致的内生性问题。解维敏^[44]认为,地区金融市场发育程度越高,越有助于缓解各个主体之间的信息不对称程度,融资约束问题相对较轻,企业融资更加便利,投资效率也不断提高,因此在模型中进一步控制各地区金融发展水平,并用各省信贷总额与各省生产总值的比值来衡量金融发展水平(Fd)。

第三,用 CR5 来替代 Bank 衡量银行业竞争,CR5 越小,银行业竞争越激烈。表 5 中第二列和第三列为采用面板工具变量法的内生性检验结果,第四列和第五列为替换银行业竞争指标的稳健性检验结果,第 6 列和第 7 列为加入金融发展水平的估计结果,

根据表 5 中内生性检验和稳健性检验的结果估计,银行业竞争对企业投资水平具有显著的正向影响,即银行业竞争促进企业投资支出;银行业竞争与企业投资效率显著负相关,也即银行业竞争显著地降低了

表 4 银行业竞争与企业投资效率

变量	全样本	国有企业样本	非国有企业样本
Bank	-0.013 6 (0.010 4)	0.031 0** (0.013 5)	-0.009 2 (0.016 1)
TQ	-0.063 9 (0.054 4)	0.010 3 (0.027 0)	-0.085 9 (0.088 0)
CF	-0.021 4*** (0.002 5)	-0.015 1*** (0.004 3)	-0.023 8*** (0.003 2)
Lev	-0.000 1 (0.001 6)	-0.001 1 (0.002 5)	0.000 4 (0.002 2)
Size	-0.000 4 (0.000 3)	-0.009 0** (0.000 4)	-0.000 2 (0.005 0)
Ret	0.031 8*** (0.005 3)	0.032 6*** (0.008 2)	0.032 1*** (0.007 1)
MS	-0.000 6 (0.000 5)	-0.000 4 (0.000 7)	-0.000 6 (0.000 6)
_cons	0.024 5*** (0.009 1)	0.025 2* (0.012 9)	0.028 1** (0.013 2)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Pro	控制	控制	控制
R ²	0.052 3	0.051 0	0.055 8
观测值	15 648	6 839	8 809

注:***、**、* 分别在 1%、5%和 10%水平上显著;括号内数值为稳健标准误。

企业的非效率投资,提高企业投资效率。这与前文的基本结论一致。从其控制变量的估计结果来看,也没有发生实质性的变化,故本文的研究结果具有较好的稳健性。

表5 内生性和稳健性检验结果

变量	Inv	ABR	Inv	ABR	Inv	ABR
Bank	0.027 1*** (0.007 5)	-0.025 8*** (0.003 5)	.	.	0.019 3*** (0.001 2)	-0.016 7** (0.008 1)
CR _s			-0.010 3*** (0.000 6)	0.021 8*** (0.005 6)		
TQ	0.027 5* (0.014 7)	-0.020 2 (0.016 3)	0.048 3 (0.030 5)	-0.065 9 (0.044 4)	0.047 2 (0.030 5)	-0.065 9 (0.044 4)
CF	0.092 5*** (0.005 1)	-0.022 1*** (0.003 2)	-0.057 4*** (0.002 6)	-0.021 6*** (0.002 5)	0.057 4*** (0.002 6)	-0.021 6*** (0.002 5)
Lev	-0.009 4*** (0.002 5)	-0.000 2 (0.001 4)	-0.017 6*** (0.002 6)	-0.000 5 (0.001 6)	-0.017 8*** (0.002 6)	-0.000 5 (0.001 6)
Size	0.004 0*** (0.000 4)	-0.000 8*** (0.000 3)	0.003 9*** (0.000 5)	-0.000 7** (0.000 3)	0.003 9*** (0.000 6)	-0.000 7** (0.000 3)
Ret	0.106 1*** (0.009 2)	0.027 2*** (0.005 6)	0.091 4*** (0.007 9)	0.032 6*** (0.005 3)	0.091 3*** (0.007 9)	0.032 6*** (0.005 3)
MS	0.003 2*** (0.000 7)	-0.000 9** (0.000 4)	0.005 1*** (0.000 7)	-0.000 5 (0.000 5)	0.005 1*** (0.000 7)	-0.000 6 (0.000 5)
Fd					0.048 3*** (0.003 4)	-0.002 4** (0.001 2)
_cons	-0.094 1*** (0.014 0)	0.035 3*** (0.007 8)	-0.131 7*** (0.015 4)	0.033 2*** (0.008 7)	-0.118 1*** (0.015 9)	0.030 4*** (0.009 2)
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
地区	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Cragg-Donald	20 000	18 000				
Wald F statistic	(16.38)	(16.38)				

注:***、**、* 分别在 1%、5%和 10%水平上显著; 回归系数下方括号内数值为稳健标准误;Cragg-Donald 和 Wald F statistic 为检验弱工具变量检验的 Cragg-Donald Wald F统计量,下方括号内为 10%水平的临界值。

四、进一步研究

(一)企业非效率投资动因的检验模型结果

Vogt^{[6]-16} 通过构建投资现金流敏感性动因模型来检验不同产权性质下企业非效率投资产生的原因,并发现企业代理问题和信息不对称对企业投资现金流敏感性与投资机会之间的关系有一定的影响。一方面,当企业面对较多的投资机会,但是由于信息不对称导致这些企业无法顺利地获得外部融资支持时,引发企业投资不足,造成较高的投资现金流敏感性,因此信息不对称导致的投资现金流敏感性与企业投资机会呈现正相关关系,也即投资不足是因为信息不对称导致的融资约束引发的。另一方面,当企业缺乏投资机会,且代理成本较高时,管理层为扩大企业规模以增加企业经营效益,便把企业新增的现金流用于投资,导致过度投资,因此也会使得企业投资对现金流较为敏感,因此由于代理问题引发的企业过度投资会引发投资现金流敏感性与企业投资机会呈现负相关关系。本文根据 Vogt 构建的理论模型,建立上市企业投资现金流敏感性动因检验模型,如式(5)所示,得到中国上市企业投资现金流敏感性动因的检验结果。估计结果如表 6 所示。

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TQ_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 CF_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Ret_{i,t} + \alpha_6 TQ_{i,t-1} \times CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

从表 6 中可以看出,国有企业和非国有企业的现金流(CF)与企业投资机会(TQ)交叉项(TQ×CF)均与过度投资变量显著负相关,这说明国有企业和非国有企业的过度投资问题均由于企业自由现金流充足,且代理问题较为严重。非国有企业的现金流(CF)与企业投资机会(TQ)交叉项(TQ×CF)与投资不足变量显著正相关,说明非国有企业投资不足是由于信息不对称导致的融资约束所致。但是从国有企业的投资不足样本中,我们发现,可能存在股东和债权人的代理冲突引发的企业投资不足,然而,由于交叉项(TQ×CF)的负相关并不显著,因此我们的结果并不排除该

表6 上市企业非效率投资的动因检验

变量	国有企业样本		非国有企业样本	
	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足
TQ×CF	-0.413 6** (0.188 9)	-0.322 2 (0.270 6)	-0.720 8** (0.351 6)	0.570 3*** (0.132 2)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Pro	控制	控制	控制	控制
R ²	0.048 0	0.089 8	0.049 7	0.075 8

注:***、**、* 分别在 1%、5%和 10%水平上显著; 回归系数下方括号内数值为稳健标准误

样本中存在由于融资约束所致的投资不足。那么,银行业竞争究竟是通过何种机制影响企业的投资效率呢?对于不同产权性质的企业,其影响机理又有何差异呢?

(二)银行业竞争影响企业投资效率的路径分析

根据前文的理论分析可知,从融资约束视角,银行业竞争会通过缓解融资约束渠道加剧国有企业过度投资问题,但是银行业竞争会通过缓解融资约束渠道减弱非国有企业投资不足问题。从债务治理视角,银行业竞争会通过加强企业债务治理作用减少国有企业及非国有企业的过度投资问题。对此,本文对银行业竞争影响企业投资效率的路径做出如下检验,检验结果如表7所示。

表7中第二列和第三列是国有企业样本的银行业竞争与企业过度投资和投资不足的回归结果,从中发现,在国有企业样本中,银行业竞争程度越大,国有企业过度投资问题越严重,说明银行竞争并未起到抑制过度投资的作用,反而促进企业融资能力,引发更为严重的过度投资。这与表4中国有企业样本中银行业竞争与企业投资效率的研究结果一致。同时,银行业竞争与国有企业投资不足显著负相关,说明银行业竞争缓解企业投资不足现象,但是从国有企业投资不足的原因来看,主要是由于代理冲突引发的投资不足,所以国有企业的银行业竞争能够缓解企业投资不足,主要是发挥了债务治理作用,有效缓解股东和债权人、大股东与小股东之间的代理矛盾。第四列和第五列是非国有企业样本的银行业竞争与企业过度投资和投资不足的回归结果,从中我们发现,在非国有企业样本中,银行业竞争与企业过度投资显著负相关,说明银行业竞争抑制企业过度投资行为,减少股东与债权人、大股东与小股东之间的代理冲突,发挥债务治理作用。这与表4中非国有企业样本中银行业竞争与企业投资效率的研究结果一致。同时,银行业竞争与非国有企业投资不足显著负相关,说明银行业竞争缓解企业投资不足现象,但是从非国有企业投资不足的原因来看,主要是由于融资约束引发的投资不足,所以非国有企业的银行业竞争能够缓解企业投资不足现象,主要是竞争的银行业发挥为企业提供资金的作用。这也与表4中非国有企业样本中银行业竞争与企业投资效率的研究结果一致。综上所述可知,对于国有企业而言,银行业竞争虽然通过减少融资约束和代理冲突来缓解企业投资不足行为,提高企业投资效率,但是也通过发挥融资作用加剧企业过度投资行为,降低企业投资效率。因此,国有企业的投资效率的大小取决于二者的强弱。而对于非国有企业,银行业竞争既通过发挥债务治理作用来缓解企业过度投资问题,也通过缓解企业融资约束问题来提高企业投资水平,从而提高非国有企业投资效率。

表7 银行业竞争与企业投资效率:作用机制检验

变量	国有企业样本		非国有企业样本	
	过度投资	投资不足	过度投资	投资不足
Bank	0.029 8** (0.012 8)	-0.034 5*** (0.012 4)	-0.039 9*** (0.014 1)	-0.009 8** (0.004 7)
TQ	0.017 3 (0.052 0)	0.037 8 (0.024 8)	-0.122 7*** (0.035 8)	-0.047 7*** (0.016 8)
CF	-0.036 6** (0.010 6)	-0.021 5*** (0.004 6)	-0.031 0*** (0.010 2)	-0.010 8*** (0.004 2)
Lev	-0.000 2 (0.004 7)	-0.003 6* (0.002 2)	-0.007 3* (0.004 4)	-0.006 5*** (0.002 0)
Size	-0.001 6** (0.000 8)	-0.000 7 (0.000 4)	-0.000 2 (0.001 0)	-0.000 8* (0.000 5)
Ret	0.002 6 (0.018 0)	0.027 9*** (0.007 6)	0.039 8*** (0.015 3)	0.005 8*** (0.006 6)
MS	0.000 2 (0.001 3)	-0.001 3** (0.000 6)	-0.002 1* (0.001 2)	-0.000 3 (0.000 5)
-cons	0.031 1 (0.023 8)	0.034 7*** (0.011 4)	0.025 2* (0.012 9)	0.031 9*** (0.012 0)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Pro	控制	控制	控制	控制
R ²	0.039 3	0.090 3	0.051 0	0.072 1

注:***、**、* 分别在 1%、5%和 10%水平上显著;括号内数值为稳健标准误。

五、结论与启示

在推进金融供给侧结构性改革、加快金融服务实体经济的进程中,中国银行业市场的竞争程度不断提高,这在缓解企业融资需求、提升债务治理方面发挥了重要作用,进而也深刻地影响了企业的投资水平和投资效率。本文通过收集商业银行分支机构数据构造省级层面的银行业竞争指标,同时利用沪深上市企业数据深入考察银行业竞争与企业投资之间的关系。研究发现:(1)从整体上看,银行业竞争显著地增加企业投资水平,说明银行业竞争在满足企业融资需求方面发挥了有效的作用。进一步探讨可知,银行业竞争并未显著地增加企业投资效率,且不同产权性质的企业影响效果也不相同。(2)银行业竞争虽然通过减少融资约束和代理冲突来缓解国有企业投资不足行为,提高国有企业投资效率,但是也通过发挥融资作用加剧国有企业过度投资行为,降低国有企业投资效率,因此国有企业投资效率将取决于两者的强弱。同时,银行业竞争既通过发挥债务治理作用来抑制非国有企业过度投资问题,也通过缓解融资约束问题来提高非国有企业投

资水平,从而提高非国有企业投资效率。

本文的研究结果为当前金融供给侧结构性改革提供了更多的经验证据,其研究启示在于:(1)银行业竞争在一定程度上缓解企业融资约束和抑制企业代理冲突,因此应当继续加大银行业市场化进程,优化和调整银行业结构,从而降低中小金融机构市场准入门槛,加强对企业的信贷支持和金融支持,这也是金融供给侧结构性改革的重要方面。(2)由于不同产权性质下,银行业竞争对企业投资效率的影响和作用机制都不相同,因此政府在制定相关政策时,还应针对不同性质的企业分别采取相关措施。非国有企业投资不足现象较为严重,融资约束是导致投资不足的重要因素,因此,政府应当更多发展一些为非国有企业服务的金融机构,定向解决它们的贷款需要,并督促城市商业银行和农村商业银行尽快回归本源,更加专业、专项地服务于本地的非国有企业。不仅如此,由于“所有者缺位”所致的代理冲突在国有企业频繁发生,国有企业过度投资现象较为严重,而竞争并未有效缓解国有企业的过度投资问题,因此政府应当适度放松银行管制,鼓励银行形成良好的竞争环境,提高银行学习经验和技术水平,进而强化银行债务治理水平以抑制企业过度投资。(3)信息不对称是影响企业投资效率低下的主要原因,导致银行在确定信贷客户时由于较大的收集信息成本与监督成本,承担较大的风险。因此,加快信用体系建设对于缓解信息不对称至关重要,各个行业信息互通不仅降低银行搜集信息的难度,也会减少银行收集信息的成本,而银行成本降低的最大受益者则是企业。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 张杰,郑文平,新夫. 中国银行管制放松、结构性竞争和企业创新[J]. 中国工业经济,2017(10):118-136.
- [3] 王霄,张捷. 银行信贷配给与中小企业贷款[J]. 经济研究,2003(7):68-75.
- [4] 张军,易文斐,丁丹. 中国的金融改革是否缓解了企业的融资约束[J]. 中国金融评论,2008(1):1-30.
- [5] 刘星,蒋水全. 银行股权银行业竞争与民营企业融资约束[J]. 中国管理科学,2015(12):1-10.
- [6] VOGT S C. The cash flow/investment relationship:evidence from U. S. manufacturing firms[J]. Financial Management,1994,23(2):3-20.
- [7] 连玉君,程建. 投资—现金流敏感性:融资约束还是代理成本? [J]. 财经研究,2007(2):37-46.
- [8] 林毅夫,林永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究,2001(1):10-18.
- [9] MODIGLIANI F, MILLER M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. The American Economic Review,1958,48(3):261-297.
- [10] 冯巍. 内部现金流量和企业投资——来自我国股票市场上市公司财务报告的证据[J]. 经济科学,1999(1):51-57.
- [11] 唐雪松,周晓苏,马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究,2007(7):44-52.
- [12] BROWN J R, MARTINSSON G, PETERSEN B C. Do financing constraints matter for R&D? [J]. European Economic Review,2012,56(8):1512-1529.
- [13] MYERS S, MAJLUF N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics,1984,13:187-221.
- [14] FAZZARI S M, HUBBERD R G, PETERSEN B C. Financing constraints and corporate[J]. Brookings Paper on Economic Activity,1988(1):141-195.
- [15] 何金耿,丁加华. 上市公司投资决策行为的实证分析[J]. 证券市场导报,2001(9):44-47.
- [16] LEAHY J V, WHITED T M. The effect of uncertainty on investment:some stylized facts[J]. Journal of Money, Credit, and Banking,1996,28:64-83.
- [17] 杨华军,胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界,2007(9):99-117.
- [18] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review,1986,76:323-329.
- [19] KAPLAN S N, ZINGALES L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. Quarterly Journal of Economics,1997,20:169-215.
- [20] STRONG J S, MEYER J R. Sustaining investment, discretionary investment, and valuation:a residual funds study of the paper industry[R]. Chicago:University of Chicago Press,1990:127-148.
- [21] 刘星,刘理,窦炜. 融资约束、代理冲突与中国上市公司非效率投资行为研究[J]. 管理工程学报,2014(3):64-73.
- [22] 解维敏,方红星. 金融发展、融资约束与企业研发投入[J]. 金融研究,2011(5):171-183.
- [23] 杨兴全,申艳艳,尹兴强. 外资银行进入与公司投资效率:缓解融资约束抑或抑制代理冲突? [J]. 财经研究,2017(2):98-109.
- [24] BERGER A N, BONIME S D, GOLDBERG L G. The dynamics of market entry:the effects of mergers and acquisitions on entry

- in the banking industry[J]. *Journal of Business*, 2004, 77(4): 797-834.
- [25] CLAESSENS S, DEMIRGUC-KUNT A, HUIZINGA H. How does foreign entry affect domestic banking markets? [J]. *Journal of Banking and Financial*, 2001, 25(5): 891-911.
- [26] SHLEIFER A, VISHNY R W. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(2): 734-783.
- [27] GROSSMAN S J, HART O D. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration[J]. *The Journal of Political Economy*, 1986, 94(4): 691-719.
- [28] ORTIZ-MOLINA H, PENAS M F. Lending to small businesses: the role of loan maturity in addressing information problem[J]. *Small Business Economics*, 2008, 30(4): 361-383.
- [29] ALLEN F, QIAN J, QIAN M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [30] 李增泉, 辛显刚, 于旭辉. 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[J]. *管理世界*, 2008(1): 123-135.
- [31] 杨善林, 王素凤, 李敏. 国有企业经营者负激励机制设计——“油锅合同”模型解析[J]. *财经研究*, 2005(9): 114-123.
- [32] 林毅夫, 李志赟. 政策性负担、道德风险和软预算约束[J]. *经济研究*, 2004(2): 17-27.
- [33] HAYASHI F. Tobin's marginal Q and average Q: a neoclassical interpretation[J]. *Econometrica*, 1982, 50(1): 213-224.
- [34] 张功富, 宋献中. 我国上市公司投资: 过度还是不足? [J]. *会计研究*, 2009(5): 69-77.
- [35] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [36] DEGRYSE H, ONGENA S. The impact of competition on bank orientation[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2007, 16(3): 399-424.
- [37] CHONG T T L, LU L, ONGENA S. Does banking competition alleviate or worsen credit constraint faced by small- and medium-sized enterprises? evidence from China[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(9): 3412-3424.
- [38] 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.
- [39] HUBBARD R G. Capital-market imperfections and investment[J]. *Journal of Economic Literature*, 1998, 36(1): 193-225.
- [40] 谢佩洪, 汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——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): 57-66.
- [41] 郑江淮, 何旭强, 王华. 上市公司投资的融资约束: 从股权结构角度的实证分析[J]. *金融研究*, 2001(11): 92-99.
- [42] 屈文洲, 谢雅璐, 叶玉妹. 信息不对称、融资约束与投资—现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究[J]. *经济研究*, 2011(6): 105-117.
- [43] 解陆一. 银行贷款对公司投资效率的影响[J]. *投资研究*, 2013(12): 3-16.
- [44] 解维敏. 中国企业投资效率省际差异及影响因素研究[J]. *数量经济技术经济研究*, 2018(9): 41-59.

The Impact of Banking Competition on Enterprise Investment Efficiency —Dual Perspectives based on Debt Governance and Financing Constraints

SONG Kaiyi, BIAN Yuanchao

(School of Business, Nanjing Normal University, Nanjing Jiangsu 210023, China)

Abstract: Under the background of speeding up the structural reform of the financial supply side, promoting banking competition is one of the important ways to promote the economic development of financial service entities and enhance the efficiency of firm investment. The intention of this paper is to investigate the impact of banking competition on firm investment efficiency, based on data collected manually from the branches of commercial banks and combined with the financial data of Listed Companies in China. It is found that banking competition has significantly increased the level of firm investment, but not had a direct impact on the efficiency of firm investment. On the one hand, although banking competition alleviates the underinvestment of state-owned enterprises by reducing financial constraints and strengthening debt governance, the role of financing may also aggravate the overinvestment of state-owned enterprises, so the investment efficiency of banking competition for state-owned enterprises will depend on the relative degree of underinvestment and overinvestment. On the other hand, banking competition not only restrains excessive investment of non-state-owned enterprises by strengthening the role of debt governance, also alleviates the problem of insufficient investment of non-state-owned enterprises by alleviating financial constraints, which jointly promote the improvement of investment efficiency of non-state-owned enterprises.

Key words: bank competition; firm investment efficiency; financial constraints; debt governance

[责任编辑: 宋宏]