

持有金融机构股份与企业资金配置效率

朱松, 杨丹

(北京师范大学 经济与工商管理学院, 北京 100875)

[摘要]采用2007年到2011年我国上市公司数据,就持有金融机构股份对投资现金流敏感度以及投资效率的影响进行分析,研究结果显示:持有金融机构股份会提高企业的投资现金流敏感度,会降低企业的投资效率,导致企业过度投资行为更加严重,而这种现象在民营企业中更加显著。

[关键词]持有金融机构股份;投资现金流敏感度;资金配置效率;非效率投资;投资效率;公司治理;会计信息

[中图分类号]F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)03-0014-12

一、引言

《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(简称“新国36条”)的出台从政策上进一步明确要“鼓励民营资本进入金融领域”。实际上,近些年来,很多企业投资于金融机构,包括投资于未上市的城市商业银行、保险公司以及证券公司等。那么,持有金融机构的股份是否能够为企业的运营带来便利?鼓励民营资本进入金融领域能否提高民营企业的效率呢?已有研究集中在现金储备方面^[1-3],而企业和政策制定者更加关心的是这一政策导致的资金配置效率问题。但是,目前尚无相关研究,学术界无法为现有政策制定提供借鉴参考,更无法为政策的深入细化提供证据和依据。因此,本文试图通过对中国民营企业持有金融机构股份引发的资金配置效率问题进行大样本实证研究,以期政策制定提供依据和借鉴。

企业投资效率一直是财务研究领域中的一个重要论题。其中,投资现金流敏感度以及投资效率两个方面的话题是近些年来研究热点。但是,对于投资现金流敏感度和投资效率的研究似乎缺少了一种联系,即企业投资现金流敏感度的提高或者降低是否会导致企业出现过度投资或者投资不足的非效率投资情况。一些学术研究往往只是从一个方面分析,并没有较为综合地考察资金配置效率,从而使得现有研究无法得到一致的结论。本文试图从资金供给角度分析持有金融机构股份对投资现金流敏感度的影响以及这种影响最终导致的投资效率的变化,从而将这两个方面联系起来以合理地评价企业的资金配置效率。

二、文献回顾

投资现金流敏感度的研究始于Fazzari等学者,他们发现面对较大融资约束的企业投资现金流敏感性较强^[4]。但Kaplan和Zingales、Cleary等则得出了相反的结论,即融资约束较少企业的投资决策

[收稿日期]2014-09-22

[基金项目]国家自然科学基金项目(71302023);教育部人文社会科学研究青年基金项目(14YJC790149);中央高校基本科研业务费专项资金(2012WYB35);北京市高校青年英才计划(YETP0298)

[作者简介]朱松(1982—),男,陕西西安人,北京师范大学经济与工商管理学院副教授,博士,主要研究方向为会计信息与公司治理、企业投融资决策;杨丹(1983—),女,黑龙江大庆人,北京师范大学经济与工商管理学院讲师,博士,主要研究方向为国际财务报告准则、会计信息、公司治理。

对现金流的敏感度最大^[5,6]。Oliner 和 Rudebusch 发现信息不对称理论能够更好地解释投资现金流敏感度的产生^[7],Vogt 则发现自由现金流假说和信息不对称理论都对投资现金流敏感性有解释力^[8]。如果说投资现金流敏感度是由于融资约束问题而出现的,那么这种敏感度的改变是否会改变由融资约束造成的投资效率?另外,如果说投资现金流敏感度是由“自由现金流”导致的,那么投资现金流敏感度的变化是否会造成“自由现金流”导致的过度投资的变化呢?国内很多关于投资现金流敏感度的研究都只是侧重探讨投资现金流敏感度的理论解释^[9,10],或者某项因素对投资现金流的影响^[11-12],没有能够进一步将这种融资约束或者过度投资与实际投资效率联系在一起。

针对投资效率,国内外学者大多从制度环境^[11]、经济周期^[13]、外部公司治理机制^[14]、内部公司治理措施^[15]、信息质量^[16]等因素考虑,目前也只是限于研究影响投资效率的宏观以及微观因素等。已有研究表明,能够获得更多银行贷款和更长贷款期限的企业往往会出现较差的资金配置效率,即出现过度投资行为^[17]。而且,当企业持有过多现金时,对于融资不受约束的企业而言,它们更容易出现过度投资问题^[14]。但是,已有研究也没有将投资效率与投资现金流敏感度联系在一起,也就是说,以往研究只是侧重“投资现金流敏感度”或者投资效率某一方面,没有分析其中的联系,使得投资现金流敏感度的研究往往无法与实际投资效率联系在一起。

企业出现投资效率低下的重要原因在于融资受到约束(会造成投资不足)或者是拥有资金过多(会导致过度投资)。企业很大一部分资金来源于银行等金融机构,如果企业与银行保持紧密的联系,那么在企业需要资金时可以及时获得银行资金支持^[18-19]。但是,目前国内关于“银企关系”的研究并没有统一的结论,有研究发现银企关系对企业是有利的^[20-21],也有研究得出了相反结论,如张杰等发现作为利用银企间长期合作关系所产生的“软信息”的“关系型借贷”在中国银行机构中并未得到有效使用^[22],杨毅和颜白鹭发现企业的贷款成本反而会因为维持银企关系不断上升^[23]。国内有关持有金融机构股份方面的研究集中在现金储备方面, Lu Zhengfei 等人^[1]、陈栋和陈运森^[2]从宏观货币政策角度针对持有金融机构股份与企业现金持有水平进行了研究,朱松等检验了持有金融机构股份、融资约束与现金储备之间的关系^[3]。但是,与金融机构保持紧密的关系即持有金融机构股份是否会对企业的资金配置产生影响呢?目前鲜有相关研究。

三、理论分析与研究假设

持有现金是有成本的,因此企业会尽量降低现金储备。但是,较低的现金储备很可能导致企业失去临时出现的投资机会和潜在收益,尤其是对于那些无法及时通过其他途径获取资金补充现金储备的企业而言,这种“机会损失”会更加严重。也就是说,投资现金流敏感度不仅取决于企业的投资机会,还取决于企业的融资约束情况^[4,5]。而后者则与企业的融资渠道、潜在融资对象有着非常紧密的联系。已有研究发现,持有金融机构股份使得企业与金融机构之间有了更紧密的联系,可以使企业及时获得需要的资金。也就是说,企业可以不必持有过多的现金储备^[1,2]。换言之,与企业保持紧密联系的金融机构充当了企业存放现金储备的“银行账户”,企业可以在降低现金储备以提高资产运行效率的同时,保障投资所需的资金。这也就是为何 Kaplan 和 Zingales 发现融资约束较高的企业反而投资现金流敏感度更高的原因,因为貌似融资约束较高的企业有可能存在其他及时获得资金的途径,较低的现金储备依旧可以实现较高的资本投资^[5]。也就是说,持有金融机构股份能够为企业“便利”的发展资金^[1,2],尤其是当企业出现较多投资机会时,即使企业账户里并没有较多的现金持有量,但凭借与金融机构的这种关系,持有金融机构股份的企业也能够及时获得资金,缓解企业的融资约束^[3,18],从而进行投资和扩张。

综上所述,持有金融机构股份实际上能够令企业降低现金储备,降低企业的融资约束状态,使企业有了更多的“账外”现金储备能够进行投资。因此,本文提出假设 1。

假设 1:持有金融机构股份可提高企业的投资现金流敏感度。

近年来,我国上市公司非效率投资问题严重,人们普遍认为企业过度投资行为是导致投资无效的重要原因之一^[15]。不仅是上市公司,实际上中国目前经济发展依旧依赖于投资,而且很多行业 and 地区都存在过度投资。很多企业的投资属于冲动型投资,即有了大量的资金,就会进行固定资产等投资。很多企业和地方政府的投资不计成本,没有进行合理的预算约束,因此使得大多数投资属于非效率投资,整体呈现过度投资状态。而且,当资金不受到约束时,企业的投资行为会更加不受约束,容易出现过度投资现象。有研究表明控股股东会利用银行融资便利,进行过度投资以最大化自己的控制权私利,从而降低信贷资金的配置效率^[17]。尤其是,由于银行存在短期内扩张信贷规模的道德风险,易与存在过度信贷融资需求的上市公司大股东形成合谋,导致利益侵占风险高的公司获得过多的银行信贷资金支持,从而出现投资过度问题^[24]。而且,由于银行借款受到政府干预,银行对企业过度投资行为缺乏约束作用^[25]。

一方面,持有金融机构股份能够为企业带来更多的资金来源,但是,由于企业本身就有很强的扩大投资的动机,而政府和银行又往往被很多企业“绑架”,加之中国经济这些年来主要靠投资拉动,地方政府也都有很强的投资动机,无法监督和约束企业的过度投资行为,因此,持有金融机构股份为企业带来的更多资金来源可能会进一步刺激企业进行过度的投资,因为资金推动型的投资会使得企业在投资时更加不注重预算以及合理的计划,容易出现投资无效行为。

另一方面,在中国,民营企业(非国有企业)先天处于劣势,在融资方面相对缺乏便利的资金,而在投资方面也缺乏良好的投资机会,在发展过程中受到很大的约束。为了突破这种约束,民营企业需要更多的机会,因此发展规模对于民营企业而言更加关键。投资是规模发展的重要方式,为了获得规模上的发展,民营企业会进行更多的投资,尤其是当资金较为充裕时,民营企业更具投资冲动。持有金融机构股份能够更进一步为民营企业提供资金支持,降低民营企业在投资上受到的融资约束影响,从而使得民营企业的投资可能更不容易受到限制,也会出现过度投资的问题。

假设 2:持有金融机构股份会降低企业的投资效率,尤其对民营企业影响更为明显。

假设 1 和假设 2 并不矛盾,因为持有金融机构股份能够向企业提供及时的资金来源,从而降低企业的现金储备。当企业需要资金时,凭借其与金融机构的紧密联系便可获得及时的资金,能够用于投资,因此较低的现金储备也可以实现更多的投资。额外增加的现金能够增加更多的投资,从而提高了企业的投资现金流敏感度。但是提供更多及时的资金,提高投资现金流敏感度并不一定意味着企业会更加谨慎地投资,原因在于中国很多企业自身有很强的投资和扩张动机,银行和一些金融机构往往被企业“绑架”,加之政府较强投资动机具有的负外部性,导致企业通过持有金融机构股份带来的融资便利往往被滥用,增加出现过度投资的可能性。因此,持有金融机构股份为企业带来的更多资金来源可能会进一步刺激企业进行过度的投资,因为资金推动型的投资会使得企业在投资时更加不注重预算以及合理的计划,出现非效率投资行为。

四、研究设计

(一) 模型设定

为检验持有金融机构股份对投资现金流敏感度的影响,本文构建如下模型:

$$I = \alpha_0 + \alpha_1 Finhold + \alpha_2 Cash + \alpha_3 Finhold \times Cash + \alpha_4 Prel + \alpha_5 Lev + \alpha_6 Size + \alpha_7 Age + \alpha_8 Market + \alpha_9 NSTATE + \alpha_{10} V + \alpha_i \sum Inds + \alpha_j \sum Years + \varepsilon \quad (1)$$

I 表示当期的资本投资, $Finhold$ 为持有金融机构股份变量, $Cash$ 为现金持有量, $Finhold \times Cash$ 为持有金融机构股份与现金持有量的交叉变量。 $Prel$ 为上一期资本投资水平, Lev 为资本结构, $Size$ 为企业规模, Age 为企业上市年限, $Market$ 为企业所在地区市场化水平, $NSTATE$ 为非国有控股变量, V

为最终控制人控制权水平, $Inds$ 为行业变量, $Years$ 为年度变量。本文预期: $\alpha_2 > 0$ 且 $\alpha_3 > 0$, 即持有金融机构股份会提高企业的投资现金流敏感度。

为检验持有金融机构股份对企业资金配置效率(投资效率)的影响, 本文构建如下模型:

$$AresI = \beta_0 + \beta_1 Finhold + \beta_2 Finhold \times NSTATE + \beta_3 NSTATE + \beta_4 SLEV + \beta_5 LLEV + \beta_6 ROE + \beta_7 FCF + \beta_8 V + \beta_9 Market + \beta_i \sum Inds + \beta_j \sum Years + \varepsilon \quad (2)$$

$AresI$ 表示非效率投资, $Finhold$ 为持有金融机构股份, $NSTATE$ 为非国有控股变量(民营企业)^①, $Finhold \times NSTATE$ 为持有金融机构股份与非国有控股的交叉变量。 $SLEV$ 和 $LLEV$ 分别为短期和长期的资本结构, ROE 为盈利能力, FCF 为自由现金流水平, V 为最终控制人控制权水平, $Market$ 为企业所在地区市场化水平, $Inds$ 为行业变量, $Years$ 为年度变量。本文预期: $\beta_1 > 0$, 即持有金融机构股份会促使企业进行过度投资; $\beta_2 > 0$, 即持有金融机构股份对投资效率的影响在民营企业中更加明显。

(二) 变量定义

Richardson 模型^[26]能直接度量特定公司和年度的资本配置效率, 很多实证研究都采用该模型计算投资效率指标, 本文也采用该方法。 $AresI$ 为根据 Richardson 模型计算的非效率投资指标, 即回归残差的绝对值^②。其中资本投资采用长期资产^③的变化除以期末资产总额来表示。稳健性检验中, 本文采用了 Ding Sai 等人的投资模型估计非效率投资^[27]。

$Finhold$ 表示银企关系, 采用企业持有的非上市金融机构的股权除以资产总额来表示。持有金融机构股份^④能够为企业带来更多的金融联系。当企业需要现金以及发展资金时, 可以凭借持有的金融机构股权影响金融机构的决策。另外, 即使持有的股权比例没有达到影响决策的程度, 持有金融机构股权形成的关联“关系”也能够使企业与金融机构关系更加紧密。而且, 伴随着金融机构上市潮的来临, 尤其是近年来国内城市商业银行上市热潮, 持有金融机构股份越多越能够为企业带来高的股权增值, 提高企业价值, 而且金融股权也是较高价值的担保物, 能够降低企业的融资约束。因此, 持股非上市金融机构股权在一定程度上能够代表企业与银行(其他金融机构)之间的密切关系。

现金持有量($Cash$)采用期初货币资金占总资产的比例表征; 公司规模($Size$)为期初总资产的自然对数; 资本结构(Lev)为期初总资产负债率, 其中 $SLEV$ 为流动负债占总资产比例, $LLEV$ 为长期负债占总资产比例; 盈利水平(ROE)为当期净利润与期末总资产的比例; FCF 为企业每股自由现金流^⑤; Age 为企业上市年限, 即样本年份与 IPO 年份之间的年份差; $Market$ 为企业所在地区市场化水平, 采用樊纲等提出的各地区市场化指数^[28]表征; $NSTATE$ 为哑变量, 1 表示最终控股股东为非政府机构(民营企业), 否则为 0; V 为最终控制人控制权比例^[29]。行业($Inds$)为行业哑变量, 证监会行业分类为 13 类, 剔除金融保险行业, 剩下 12 个行业采用 11 个变量控制行业特征; $Years$ 为年度哑变量, 5 年采用 4 个哑变量控制。

变量定义见下页表 1。

(三) 数据来源与样本选择

上市公司持有的非上市金融机构股权数据来自于中诚信资讯数据库, 其他财务数据来自于万德

①为了和国有企业比较, 下文将民营企业统一称为非国有企业。

②Richardson 投资模型中 I 为当期资本资产投资, $PreI$ 为上期资本资产投资, $PreCash$ 为期初现金持有量, $PreLEV$ 为期初资产负债率, $PreSize$ 为期初总资产规模, $PreQ$ 为上期投资机会, $PreRet$ 为上一年度公司股票市场收益, Age 为企业年龄, $Inds$ 为行业变量, $Years$ 为年度变量。回归残差 ε 代表偏离企业预期投资的水平, 即非效率投资。不论过度投资还是投资不足都表示非效率投资, 因此 ε 的绝对值可以代表企业的非效率投资。

③长期资产项目包括长期股权投资、固定资产、工程物资、在建工程以及无形资产。长期资产的变化是当年这 5 项总和相对于上一年的变化。

④这里的金融机构不仅指银行, 还包括信用合作社、财务公司、证券公司、保险公司、期货经纪公司。

⑤企业每股自由现金流来自于锐思数据库。

(Wind)和锐思(Resset)数据库,最终控制人数据来自于上市公司年报(手工收集),市场化排名来自于樊纲等的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》^[28]。

表 1 变量定义

类别	变量名称	符号	变量含义及说明
被解释变量	投资效率	<i>AresI</i>	根据 Richardson 模型计算的非效率投资指标,即回归残差的绝对值。本文也采用了 Ding Sai 等人的投资模型估计非效率投资
解释变量	银企关系	<i>Finhold</i>	企业持有的非上市金融机构的股权除以资产总额
控制变量	现金持有量	<i>Cash</i>	期初货币资金占总资产的比例
	公司规模	<i>Size</i>	期初总资产的自然对数
	资本结构	<i>Lev</i>	期初总资产负债率,其中 <i>SLEV</i> 为流动负债占总资产比例, <i>LLEV</i> 为长期负债占总资产比例
	盈利水平	<i>ROE</i>	当期净利润/期末总资产
	自由现金流	<i>FCF</i>	企业每股自由现金流
	上市年限	<i>Age</i>	样本年份与 IPO 年份之间的年份差
	市场化水平	<i>Market</i>	采用文献[28]中各地区的市场化指数表征
	股权性质	<i>NSTATE</i>	股权性质哑变量,1 表示最终控股股东为非政府机构(民营企业),否则为 0
	控制权比例	<i>V</i>	最终控制人控制权比例 ^[29]
	行业	<i>Inds</i>	行业哑变量,证监会行业分类 13 类,剔除金融保险行业,剩下 12 个行业采用 11 个变量控制行业特征
年份	<i>Years</i>	年度哑变量,5 年采用 4 个哑变量控制	

本文从中诚信资讯获得了 2007 年到 2011 年年报中披露的上市公司持有的非上市金融机构股权投资样本共计 4108 条,合计 2375 家上市公司^①。全部观测样本为 2007 年到 2011 年的全部上市公司,剔除金融行业、最终控制人数据缺失、上市未满 1 年^②以及其他财务数据缺失的样本,最终获得 7841 个样本公司。其中,持有金融机构股份的样本量为 2099,未持有金融机构股份的样本量为 5742。

为了避免异常值的影响,本文对所有连续变量上下 1% 都进行了 Winsorize 处理。

五、实证分析

(一) 描述性统计

表 2 为回归样本的描述性统计结果,按照是否持有金融机构股权(*Finhold* > 0 和 *Finhold* = 0)进行区分。持有金融机构股份的上市公司的资本投资(*I*)的均值以及中位数都要显著高于未持有金融机构股份公司的资本投资,这可能是因为持有金融机构股份会导致企业更多的资本投资。对非效率投资 *AresI* 的比较表明:持有金融机构股份公司的非效率投资程度显著低于未持有金融机构股份公司的非效率投资,均值和中位数的比较都是如此。以上投资规模以及投资效率的差异可能是由于两类公司在基本上存在较大的差异。

现金持有量(*Cash*)、企业背景(最终控制人属性 *NSTATE*)、企业规模(*Size*)、负债水平(*Lev*)、盈利能力(*ROE*)、自由现金流水平(*FCF*)、股权结构(*V*)以及企业所处的地区环境在两类公司中都存在明显差异,而这些因素严重影响着企业的资本投资以及投资效率问题。

①很多上市公司持有多家非上市金融机构的股权。

②Richardson 模型中估计非效率投资需要采用企业过去一年的市场回报数据。

表2 描述性统计结果

变量	类型	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>I</i>	Finhold > 0	2099	0.042	0.091	-0.368	0.026	0.394
	Finhold = 0	5742	0.036 ^a	0.103	-0.368	0.022 ^b	0.394
<i>AresI</i>	Finhold > 0	2099	0.055	0.061	0.001	0.036	0.358
	Finhold = 0	5742	0.061 ^a	0.068	0.001	0.040 ^b	0.358
<i>Cash</i>	Finhold > 0	2099	0.158	0.108	0.001	0.132	0.928
	Finhold = 0	5742	0.186 ^a	0.152	0	0.144 ^b	0.928
<i>NSTATE</i>	Finhold > 0	2099	0.322	0.467	0	0	1
	Finhold = 0	5742	0.460 ^a	0.498	0	0 ^b	1
<i>Size</i>	Finhold > 0	2099	22.114	1.244	18.366	21.923	25.393
	Finhold = 0	5742	21.463 ^a	1.246	18.366	21.356 ^b	25.393
<i>Lev</i>	Finhold > 0	2099	0.533	0.224	0.053	0.534	2.401
	Finhold = 0	5742	0.521	0.327	0.053	0.496 ^b	2.401
<i>ROE</i>	Finhold > 0	2099	0.126	0.192	0.003	0.090	2.404
	Finhold = 0	5742	0.158 ^a	0.308	0.003	0.089	2.404
<i>FCF</i>	Finhold > 0	2099	0.628	0.765	0.002	0.351	4.515
	Finhold = 0	5742	0.594 ^a	0.815	0.002	0.295 ^b	4.515
<i>V</i>	Finhold > 0	2099	0.377	0.155	0.094	0.362	0.7644
	Finhold = 0	5742	0.393 ^a	0.159	0.094	0.381 ^b	0.7644
<i>Market</i>	Finhold > 0	2099	9.753	8.075	1	7	31
	Finhold = 0	5742	10.057 ^a	8.138	1	8 ^b	31

注: a 表示均值检验至少在 0.10 水平上存在显著差异; b 表示中位数检验至少在 0.10 水平上存在显著差异。

(二) 回归分析

本文首先对持有金融机构股份与企业投资现金流敏感度之间关系进行了检验, 结果见表 3。表 3 第 1 列为全部样本的结果, 后 2 列分别为国有公司和非国有公司的检验结果。

从表 3 中, 我们可以发现: (1) 资本投资具有延续性 (*PreI* 的系数显著为正), 即投资较多的企业往往会继续进行更多的投资; (2) 负债融资能够抑制企业的过度投资倾向 (*Lev* 的系数显著为负), 表现出债权人的治理作用; (3) 大型企业更加倾向于进行更多的投资 (*Size* 的系数显著为正); (4) 新生企业会因为规模欲望进行更多资本投资 (*Age* 的系数显著为负); (5) 市场环境好的企业会因为竞争的加剧进行更多投资 (*Market* 的系数显著为正)。

更重要的是, 现金持有量 *Cash* 的系数显著为正, 即企业的现金持有水平与资本投资显著正相关, 与以往研究一致。持有金融机构股份与现金持有量的交叉变量 *Finhold* × *Cash* 系数为正, 且高度显著, 说明持有金融机构股份能够提高企业现金流与资本投资之间的相关性, 即提高投资现金流敏感度, 假设 1 得到验证。

不论是对于国有上市公司, 还是对于非国有上市公司, 持有金融机构股份都会提高企业投资与现金持有量之间的敏感度, 表现在 *Finhold* × *Cash* 的系数都显著为正, 假设 1 进一步得到验证。即使国有企业和非国有企业在融资约束以及资本投资等方面都存在差异, 持有金融机构股份对其投资现金流敏感度的影响是一致的, 原因在于持有金融机构股份为企业提供了储存于企业外的额外现金储备, 因此企业需要资金进行投资时, 就可以及时得到相应资金, 从而提高资本投资水平, 提高了投资与现金持有之间的敏感度。表 3 中回归变量的 VIF 都小于 10, 说明不存在严重的共线性问题。

表 3 中 *Finhold* 的显著性不是很显著的原因在于持有金融机构股份与企业的投资比重之间可能

不存在很强的正相关性,也就是说持有金融机构股份的股权比重越多,企业的投资并不一定就越多。表3重点分析的是持有金融机构股份给企业投资与现金流之间的关系带来的影响,持有金融机构股份会导致企业投资现金流敏感度的提高,但并不意味着企业投资规模就会扩大。

表3表明持有金融机构股份会造成企业投资现金流敏感度的提高,那么这种影响最终表现在投资效率上,到底是造成投资不足,还是造成投资过度呢?表4对此进行了进一步的分析。表4研究的是持有金融机构股份与企业投资效率之间的关系,国有企业样本组两者关系不显著,表明持有金融机构股份对国有上市公司的投资效率并没有明显的恶化作用,而对于非国有企业(民营企业)而言,持有金融机构股份却进一步加剧了非效率投资程度(主要表现在过度投资上)。而表2中国有企业持有金融机构股份与国有企业的投资显著正相关,说明国有企业持有金融机构股份会导致其投资更多,但是投资更多并不意味着投资效率就一定会恶化,因为国有企业投资本身资金规模以及比重就较大。

表4将Richardson模型^[26]的全部回归残差作为非效率投资(残差大于零表示过度投资,残差小于零表示投资不足),分析了持有金融机构股份对投资效率的影响。*Finhold*的系数显著为正,即持有金融机构股份促使企业增加了非效率投资,因为持有金融机构股份提高了企业的投资现金流敏感度,企业因为有了额外的现金储备,因此就有了更大的动力和实力进行投资。而过多的资金提供往往可能造成企业过度的无效的投资行为,因此持有金融机构股份反而使得企业投资效率下降。持有金融机构股份与股权性质的交叉变量 *Finhold* × *NSTATE* 的系数也显著为正,表明对于非国有企业而言,持有金融机构股份造成非效率投资的影响更加严重。因为非国有企业在与国有企业竞争中往往处于劣势,因此一旦有了充足的资金进行投资时,可能会由于竞争压力的影响导致投资效率有所下降,假设2得到验证。区分国有样本和非国有样本分别回归,我们发现, *Finhold* 在国有样本的

表3 持有金融机构股份对投资现金流敏感度的影响

	全部样本	国有样本	非国有样本
<i>Finhold</i>	-0.081 (-1.10)	-0.181* (-1.92)	-0.027 (-0.45)
<i>Cash</i>	0.077*** (9.21)	0.076*** (5.53)	0.065*** (5.73)
<i>Finhold</i> × <i>Cash</i>	0.751** (2.22)	1.111*** (2.65)	0.656* (1.67)
<i>PreI</i>	0.219*** (14.40)	0.248*** (12.42)	0.170*** (10.43)
<i>Lev</i>	-0.022*** (-4.09)	-0.030*** (-3.31)	-0.021*** (-4.97)
<i>Size</i>	0.005*** (4.69)	0.006*** (4.04)	0.005*** (3.05)
<i>Age</i>	-0.002*** (-5.59)	-0.001*** (-2.83)	-0.002*** (-5.01)
<i>Market</i>	0.001*** (2.73)	0.001*** (4.22)	-0.001 (-0.06)
<i>NSTATE</i>	0.001 (0.20)		
<i>V</i>	0.043*** (5.53)	0.029*** (2.78)	0.059*** (5.13)
<i>Inds&Years</i>	控制	控制	控制
N	7841	4529	3312
R ²	0.180	0.171	0.206

注:括号中为White-t统计量,考虑了异方差问题;***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著水平。下同。

表4 持有金融机构股份对企业投资效率的影响
(被解释变量:*AresI*)

	全部样本	国有样本	非国有样本
<i>Finhold</i>	0.071** (2.41)	0.008 (0.21)	0.085*** (2.69)
<i>Finhold</i> × <i>NSTATE</i>	0.080* (1.72)		
<i>NSTATE</i>	0.009*** (5.67)		
<i>SLEV</i>	0.001*** (3.03)	-0.004 (-1.12)	0.001*** (3.05)
<i>LLEV</i>	0.003*** (2.72)	0.042*** (5.16)	0.002** (2.12)
<i>ROE</i>	0.028*** (11.01)	0.030*** (8.26)	0.029*** (7.16)
<i>FCF</i>	0.014*** (14.73)	0.012*** (10.32)	0.014*** (8.76)
<i>V</i>	-0.006 (-1.36)	0.007 (1.19)	-0.022*** (-3.01)
<i>Market</i>	0.001*** (5.49)	0.001** (2.39)	0.001*** (4.76)
<i>Inds&Years</i>	控制	控制	控制
N	7841	4529	3312
R ²	0.084	0.099	0.082

回归中不显著,而在非国有样本中显著为正,这进一步证明了持有金融机构股份对投资效率的影响在非国有企业中更加显著。

虽然表4说明了持有金融机构股份对投资效率的影响,那么这一影响到底是加重了融资约束造成了投资不足,还是增加投资机会造成了过度投资?表5采用过度投资(残差大于零)样本进行回归,表6采用投资不足(残差小于零)样本进行检验。

在表5全部样本的回归中,*Finhold*和*Finhold*×*NSTATE*的系数都依旧显著为正,说明持有金融机构股份造成了企业的过度投资,而对于民营企业而言,这种影响更加严重。区分国有和非国有的回归中,*Finhold*在国有样本中不显著,而在非国有样本中显著为正,这进一步支持了全部样本过度投资的回归结果,假设2得到验证。

在表6全部样本的回归中,*Finhold*和*Finhold*×*NSTATE*的系数都不显著,即持有金融机构股份对企业的投资不足没有明显的影响,而对于民营企业而言,这种影响也没有加重的情况。区分国有和非国有的回归中,不论是国有样本还是非国有样本,*Finhold*的系数都不显著,即持有金融机构股份对企业的投资不足没有影响。

表5 持有金融机构股份对企业投资过度的影响
(投资过度: $ResI > 0$)

	全部样本	国有样本	非国有样本
<i>Finhold</i>	0.107** (2.03)	-0.001 (-0.01)	0.120** (2.22)
<i>Finhold</i> × <i>NSTATE</i>	0.132* (1.71)		
<i>NSTATE</i>	0.008*** (3.05)		
<i>SLEV</i>	0.001** (2.57)	-0.032*** (-4.13)	0.001*** (2.76)
<i>LLEV</i>	0.002* (1.74)	0.077*** (5.89)	0.002 (1.17)
<i>ROE</i>	0.004 (0.74)	0.018** (2.26)	-0.000 (-0.02)
<i>FCF</i>	0.017*** (12.12)	0.014*** (7.76)	0.017*** (7.50)
<i>V</i>	0.019** (2.43)	0.031*** (2.91)	0.006 (0.57)
<i>Market</i>	0.001*** (4.30)	0.001** (2.44)	0.001*** (3.21)
<i>Inds&Years</i>	控制	控制	控制
N	3448	1975	1473
R ²	0.095	0.131	0.089

表6 持有金融机构股份对企业投资不足的影响
(投资不足: $ResI < 0$)

	全部样本	国有样本	非国有样本
<i>Finhold</i>	0.047 (1.44)	-0.007 (-0.16)	0.071 (1.61)
<i>Finhold</i> × <i>NSTATE</i>	0.064 (1.14)		
<i>NSTATE</i>	0.009*** (4.90)		
<i>SLEV</i>	0.001 (1.23)	0.003 (1.03)	0.001 (0.55)
<i>LLEV</i>	0.003*** (2.61)	-0.009 (-0.88)	0.004*** (2.94)
<i>ROE</i>	0.041*** (15.01)	0.036*** (10.20)	0.048*** (10.07)
<i>FCF</i>	0.006*** (4.51)	0.006*** (4.15)	0.006*** (2.63)
<i>V</i>	-0.029*** (-5.21)	-0.012 (-1.61)	-0.049*** (-5.32)
<i>Market</i>	0.001*** (2.65)	0.001 (0.21)	0.001*** (3.00)
<i>Inds&Years</i>	控制	控制	控制
N	4393	2554	1839
R ²	0.104	0.101	0.124

总之,表4、表5、表6的结果意味着持有金融机构股份会促使企业进行非效率投资,尤其表现为过度投资问题。综合表3至表6,我们发现:持有金融机构股份由于能够向企业提供更多的资金,因此使得企业投资欲望增强,企业的投资现金流敏感度提高,造成过度投资行为的进一步加剧。总之,本文的两个假设都得到验证。

(三) 稳健性检验

1. 样本自选择问题的检验

企业之所以持有金融机构股份,很大程度上可能是由于企业存在融资约束问题,导致投资出现无

效状态,因此以上结果很可能存在自选择问题。因此,为了降低样本自选择对回归造成的偏误,本文采用 Heckman 两步法来进行稳健性检验,即在原模型中加入逆米尔森系数(*IMR*),看回归系数是否发生变化。而逆米尔森系数(*IMR*)则来自于是否持有金融机构股份的概率回归模型。具体模型设定如下:

$$Dumhold = \lambda_0 + \lambda_1 PreCash + \lambda_2 PreFCF + \lambda_3 PreROE + \lambda_4 PreLEV + \lambda_5 PreSIZE + \lambda_6 Market + \sum \lambda_i Inds + \varepsilon \quad (4)$$

$$I = \alpha_0 + \alpha_1 IMR + \alpha_2 Finhold + \alpha_3 Cash + \alpha_4 Finhold \times Cash + \alpha_5 PreI + \alpha_6 LEV + \alpha_7 Size + \alpha_8 Age + \alpha_9 Market + \alpha_{10} STATE + \alpha_{11} V + \alpha_i \sum Inds + \alpha_j \sum Years + \varepsilon \quad (5)$$

$$AresI = \beta_0 + \beta_1 IMR + \beta_2 Finhold + \beta_3 Cash + \beta_4 Finhold \times Cash + \beta_5 PreI + \beta_6 LEV + \beta_7 Size + \beta_8 Age + \beta_9 Market + \beta_{10} STATE + \beta_{11} V + \alpha_i \sum Inds + \beta_j \sum Years + \varepsilon \quad (6)$$

模型(4)考察了持有金融机构股份(*Dumhold*)的自选择问题,即企业的资金状态与融资约束情况是否决定其持有金融机构股份,而这些因素又是否同时显著影响企业的投资效率^①。期初现金储备(*PreCash*)^②、期初自由现金流情况(*PreFCF*)^③以及上期的盈利能力(*PreROE*)、期初负债水平(*PreLEV*)、期初规模(*PreSize*)、企业所在地区的市场化水平(*Market*)^④以及行业特征都在一定程度上影响企业的金融机构持股水平。

模型(5)中加入逆米尔森系数(*IMR*)检验持有金融机构股份对投资现金流敏感度的影响,模型(6)中加入逆米尔森系数检验持有金融机构股份对企业资金配置效率的影响。各变量定义与之前相同,不再赘述。本文分别对模型(5)和模型(6)进行回归,见表7。结果显示:逆米尔森系数(*IMR*)的回归系数都显著,即以上解释存在样本自选择问题。但是,模型(5)的回归中,*Finhold* × *Cash*的系数依旧显著为正,即持有金融机构股份提高了投资现金流敏感度,支持了假设1。模型(6)的回归中,*Finhold*系数显著为正,即持有金融机构股份促进了企业的非效率投资,而*Finhold* × *NSTATE*的系数也显著为正,即对于民营企业而言,持有金融机构股份能够进一步加剧企业的非效率投资行为,假设2进一步得到验证。

总之,Heckman 两步法的回归说明:虽然影响企业投资以及投资效率的因素可能导致上市公司选择持有金融机构股份,但持有金融机构股份确实提高了企业的投资现金流敏感度,加剧了企业的过度投资,导致非效率投资问题更为严重。

2. 仅针对持有金融机构股份的样本

由于持有金融机构股份的样本只有26.7%,这可能导致大量零持股数据造成样本的回归误差。因此本文剔除了未持有金融机构股份的样本,对剩余2099个持有金融机构股份样本重新进行回归,结果见表8。结果显示:即使剔除了未持有金融机构股份的样本,模型(1)中*Finhold* × *Cash*的系数依旧显著为正,与之前一致;而模型(2)的回归中,*Finhold*系数显著为正,*Finhold* × *NSTATE*的系数也显著为正,与全部样本的结果都一致。也就是说,假设1和假设2都得到了验证。

剔除未持有金融机构股份样本的回归结果说明:上市公司持有金融机构股份越多,投资现金流敏感度越高,从而会在一定程度上造成企业非效率投资(主要是过度投资)的加剧,而这种影响在民营企业中更加明显。

3. 非效率投资的衡量

虽然Richardson模型能够计量出特定企业特定时期的非效率投资,但该模型受到了Bergstresser^[19]

① *Dumhold* 为哑变量,1表示 *Finhold* > 0,即样本公司持有金融机构股权,0表示 *Finhold* = 0,即样本公司未持有金融机构股权。

② 采用货币资金除以资产总额表征。

③ *PreFCF* 表示上期每股自由现金流。

④ 采用樊纲等提出的市场化指数表征。

表 7 稳健性检验(一): 样本自选择问题			表 8 稳健性检验(二): 仅针对持有金融机构股份的样本		
	<i>I</i>	<i>AresI</i>		<i>I</i>	<i>AresI</i>
<i>IMR</i>	0.028 *** (3.31)	0.197 *** (4.78)	<i>IMR</i>		
<i>Cash</i>	0.054 *** (5.12)		<i>Cash</i>	0.058 *** (2.76)	
<i>Finhold</i>	-0.082 * (-1.73)	0.081 *** (2.75)	<i>Finhold</i>	-0.132 (-1.60)	0.140 *** (4.47)
<i>Finhold</i> × <i>Cash</i>	0.798 *** (3.05)		<i>Finhold</i> × <i>Cash</i>	0.799 ** (2.05)	
<i>Finhold</i> × <i>NSTATE</i>		0.090 * (1.94)	<i>Finhold</i> × <i>NSTATE</i>		0.082 * (1.67)
<i>NSTATE</i>	0.001 (0.02)	0.007 *** (4.33)	<i>NSTATE</i>	0.010 ** (2.35)	0.006 * (1.79)
<i>PreI</i>	0.221 *** (21.41)		<i>PreI</i>	0.169 *** (6.05)	
<i>LEV</i>	-0.026 *** (-7.35)		<i>LEV</i>	-0.036 *** (-3.04)	
<i>Size</i>	0.010 *** (5.58)		<i>Size</i>	0.006 *** (2.61)	
<i>Age</i>	-0.001 *** (-5.39)		<i>Age</i>	-0.001 ** (-2.45)	
<i>SLEV</i>		0.001 *** (2.60)	<i>SLEV</i>		-0.005 * (-1.75)
<i>LLEV</i>		0.003 *** (2.93)	<i>LLEV</i>		0.021 * (1.90)
<i>ROE</i>		0.029 *** (11.26)	<i>ROE</i>		0.021 *** (3.10)
<i>FCF</i>		0.014 *** (14.88)	<i>FCF</i>		0.018 *** (10.21)
<i>V</i>	0.042 *** (5.79)	-0.009 * (-1.86)	<i>V</i>		0.003 (0.37)
<i>Market</i>	0.001 *** (2.92)	0.001 *** (7.00)	<i>Market</i>	0.001 *** (4.33)	0.001 *** (2.83)
<i>Inds&Years</i>	控制	控制	<i>Inds&Years</i>	控制	控制
N	7841	7841	N	2099	2099
R ²	0.183	0.087	R ²	0.166	0.110

的质疑。为了降低非效率投资的衡量误差, 本文采用了 Ding Sai 等^[27] 的投资模型^①来估计非效率投资, 对持有金融机构股份与资金配置效率之间的关系重新进行了检验, 见下页表 9。结果显示: 模型(3)的回归中, *Finhold* 的系数依旧显著为正, 即持有金融机构股份促使企业出现更多的非效率投资, 而 *Finhold* × *NSTATE* 的系数也显著为正, 即非国有企业持有金融机构股份会进一步促进非效率投资; 非效率投资主要表现在过度投资上, 即持有金融机构股份促进了过度投资, 尤其是民营企业的过度投资问题更为显著。

①Ding Sai 的非效率投资估计模型原理与 Richardson 一致, 只是在估计非效率投资时考虑了所有权性质的影响。Ding Sai 投资模型中 *I* 为当期资本资产投资, *PreI* 为上期资本资产投资, *PreCash* 为期初现金持有量, *PreLEV* 为期初资产负债率, *PreSize* 为期初总资产规模, *PreGrow* 为上期成长能力, *Age* 为企业年龄, *Ownership* 为股权性质变量, *Inds* 为行业变量, *Years* 为年度变量。回归残差 ε 代表偏离企业预期投资的水平, 即非效率投资。不论过度投资, 还是投资不足都表示非效率投资, 因此 ε 的绝对值可以代表企业的非效率投资。

六、结论

本文采用2007年到2011年我国上市公司数据,探讨了持有金融机构股份对投资现金流敏感度以及投资效率的影响,得到以下研究结论:(1)持有金融机构股份提高了企业的投资现金流敏感度;(2)持有金融机构股份降低了企业的投资效率,导致企业过度投资行为更加严重,而这种现象在民营企业中更加显著。

持有金融机构股份能够为企业“便利”的发展资金,尤其是当企业出现较多投资机会时,即使企业账户里并没有较多的现金持有量,但凭借与金融机构的这种关系,持有金融机构股份能够为企业及时获得资金,以进行投资扩张。因此,持有金融机构股份提高了企业的投资现金流敏感度。但是,由于企业自身存在较强的投资扩张动机,加上银行与政府容易被规模经济“绑架”,无法对企业形成较好的监督和约束,导致持有金融机构股份为企业带来的融资便利却没有达到有效的资源配置目标,反而进一步刺激了企业的投资欲望,恶化了企业的投资行为,导致企业出现非效率投资,尤其是加剧了过度投资。由于民营经济在中国的规模和

比重都较小,规模是企业发展的重要目标,因此,民营企业与金融机构的紧密联系使其过度投资行为更加严重。

本文的研究表明由于持有金融机构股份能够为企业及时的资金来源,能够有效降低企业的现金储备^[1-3],因此企业即使账面上没有足够的资金依旧可以进行更多的投资,导致企业的投资现金流敏感度提高。持有金融机构股份在这一方面的影响是积极的,能够帮助企业提高资金运行效率。因此,加快我国的金融市场改革,进一步加强银行等金融机构对实体经济的支持是非常紧迫和必要的。但是,金融机构对企业支持的最终效果如何还得靠企业自身对于资金使用效率的把控,企业盲目的扩张反而会导致金融体系的支持效果适得其反,导致企业的非效率投资加剧。也就是说,为了更好地实现金融机构对于企业实体经济的支持作用,必须首先加强企业自身资金使用的规范性和合理性;同时银行也需要加强对于企业资金使用的监管和约束;相应地,政府也应当降低非市场化的干预,降低盲目投资的负外部效应。

参考文献:

- [1] Lu Zhengfei, Zhu Jigao, Zhang Weining. Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequence: evidence from China[J]. Journal of Banking and Finance, 2012,36:341-354.
- [2] 陈栋,陈运森. 银行股权关联、货币政策变更与上市公司现金管理[J]. 金融研究,2012(12):122-136.
- [3] 朱松,陈关亭,杜文翠. 持股金融机构、融资约束与企业现金储备[J]. 中国会计与财务研究,2014(3):1-66.
- [4] Fazzari S M, Hubbard R G, Peterson B C. Financing constrains and corporate investment [R]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988:201-219.
- [5] 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.
- [6] Cleary S. The relationship between firm investment and financial status[J]. Journal of Finance,1999,54:673-691.

表9 稳健性检验(三):采用Ding Sai等^[27]非效率投资模型

	<i>AresI</i>	<i>AresI(ResI>0)</i>
<i>Finhold</i>	0.067** (2.26)	0.116** (2.20)
<i>Finhold</i> × <i>NSTATE</i>	0.070* (1.90)	0.137* (1.75)
<i>NSTATE</i>	0.009*** (5.51)	0.007*** (2.69)
<i>SLEV</i>	0.001*** (3.18)	0.001*** (2.61)
<i>LLEV</i>	0.003*** (2.81)	0.002* (1.74)
<i>ROE</i>	0.028*** (10.99)	0.005 (0.87)
<i>FCF</i>	0.014*** (14.80)	0.016*** (11.87)
<i>V</i>	-0.006 (-1.26)	0.023*** (2.89)
<i>Market</i>	0.001*** (5.59)	0.001*** (4.49)
<i>Inds&Years</i>	控制	控制
<i>N</i>	7841	3436
<i>R</i> ²	0.085	0.096

- [7] Oliner S D, Rudebusch G D. Sources of financing hierarchy for business investment[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 1992, 74: 643 - 654.
- [8] Vogt S C. The cash flow/investment relationship: evidence from U. S. manufacturing firms[J]. *Financial Management*, 1994, 23: 3 - 20.
- [9] 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.
- [10] 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.
- [11] 陈运森,朱松. 政治关系、制度环境与上市公司资本投资[J]. *财经研究*, 2009(12): 27 - 39.
- [12] 胡杰. 债务期限结构对过度投资的影响研究——基于非金融类上市公司的数据[J]. *南京审计学院学报*, 2014(1): 70 - 77.
- [13] 应惟伟. 经济周期对企业投资影响的实证研究[J]. *财政研究*, 2008(5): 30 - 34.
- [14] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. *金融研究*, 2009(7): 121 - 133.
- [15] 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.
- [16] 朱松,夏冬林. 稳健会计政策、投资机会与企业投资效率[J]. *财经研究*, 2010(6): 69 - 79.
- [17] 潘红波,余明桂. 集团化、银行贷款与资金配置效率[J]. *金融研究*, 2010(10): 83 - 102.
- [18] Petersen M A, Rajan R G. The benefits of leading relationships evidence for small business data[J]. *The Journal of Finance*, 1994, 49: 407 - 443.
- [19] Bergstresser D. Discussion of “overinvestment of free cash flow”[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11: 192 - 202.
- [20] 何韧. 银企关系与银行贷款定价的实证研究[J]. *财经论丛*, 2010(1): 57 - 63.
- [21] 罗正英,周中胜,王志斌. 金融生态环境、银行结构与银企关系的贷款效应[J]. *金融评论*, 2011(2): 64 - 82.
- [22] 张杰,经朝明,刘东. 商业信贷、关系型借贷与小企业信贷约束:来自江苏的证据[J]. *世界经济*, 2007(3): 75 - 85.
- [23] 杨毅,颜白鹭. 银企关系对制造业中小企业贷款利率的影响研究[J]. *经济问题*, 2012(7): 111 - 114.
- [24] 万良勇. 银行道德风险、利益侵占与信贷资金配置效率[J]. *金融研究*, 2010(4): 177 - 190.
- [25] 黄乾富,沈红波. 债务来源、债务期限结构与现金流的过度投资[J]. *金融研究*, 2009(9): 143 - 155.
- [26] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11: 159 - 189.
- [27] Ding Sai, Guariglia A, Knight J. Does China overinvest? Evidence from a panel of Chinese firms [R]. Working paper, 2010.
- [28] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告 [M]. 北京:经济科学出版社, 2011.
- [29] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54: 471 - 517.

[责任编辑:杨凤春]

Shareholding in Financial Institutions and Firms' Investment Efficiency

ZHU Song, YANG Dan

(School of Economics and Business Administration, Beijing Normal University, Beijing 100875, China)

Abstract: Based on the data in China's listed companies from 2007 to 2011, this paper examines the influence of shareholding in financial institutions on firms' sensitivity of investment cash flow and the change of investment efficiency. The result shows that shareholding in financial institutions increases the sensitivity of investment cash flow and leads to more inefficient investment, especially overinvestment. This influence is more evident for non-state owned enterprises.

Key Words: shareholding in financial institutions; sensitivity of investment-cash flow; capital allocation efficiency; non-efficient investment; investment efficiency; corporate governance; accounting information