

贷款利率市场化与企业金融资产投资:抑制还是促进

黄贤环,姚荣荣

(山西财经大学 会计学院,山西 太原 030006)

[摘要]选取2007—2017年我国沪深上市公司的数据,实证检验了贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的影响。研究发现,贷款利率市场化显著推动了企业金融资产投资行为,这主要是因为贷款利率市场化使企业能够获得更多的长期资金用于金融资产投资。进一步研究发现:相对于金融资产投资较多的企业,贷款利率市场化对金融资产投资行为较少的企业具有更明显的促进作用;同时,贷款利率市场化使得企业更倾向于对长期金融资产的投资;宏观经济越不景气,贷款利率市场化越能促进企业金融资产投资,而货币政策宽松程度对二者关系并不存在显著影响。研究结论能够揭示贷款利率市场化与企业金融资产投资行为的关系,为进一步考察贷款利率市场化的经济后果以及更具针对性地防控实体企业“脱实向虚”风险提供新的微观层面证据。

[关键词]贷款利率市场化;金融资产投资;金融化;脱实向虚;金融风险;货币政策;融资约束

[中图分类号]F830 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2021)02-0091-11

一、引言

实现经济社会高质量发展,需要充分发挥市场在资源配置中的基础性作用,而利率市场化直接影响到宏观层面的投融资效率。自从1993年货币市场利率市场化使得贷款利率逐渐上升以来,我国就不断深化利率市场化改革,至2013年全面放开贷款利率管控,2015年已经完全实现利率市场化改革。进一步地,2019年8月16日,国务院常务会议提出通过采取应用市场化改革的办法降低实际利率水平。鉴于此,中国人民银行在2019年8月直接改革LPR机制,以缓解企业融资难问题。与利率管制所造成的融资难、融资贵问题不同,贷款利率市场化要做的是转变政府职能,充分发挥市场在资金供给和需求之间实现均衡的重要作用,这必然会影响到企业投融资行为。与此同时,由于宏观经济下行压力较大,以及实体企业主业利润普遍下滑、产能过剩、回报周期较长等,我国实体企业走向“脱实向虚”的道路,大规模地将资金投资于金融以及房地产领域,已成为我国爆发系统性金融风险的重要源头。实体企业金融化有其复杂根源,而其核心在于实体企业出于逐利动机,将资金投资于金融和房地产行业以获取高额回报。贷款利率市场化背景下,市场资金的配置根据资金的供给和需求决定。既然如此,那么贷款利率市场化对企业金融资产投资行为起到抑制作用还是促进作用?回答这一问题有助于更好地评估我国贷款利率市场化的经济后果以及更好地应对实体企业金融化问题。鉴于此,本文将2013年我国全面放开贷款利率管制事件为契机,选取2007—2017年我国沪深上市公司的数据,采用双重差分模型DID,考察贷款利率市场化与企业金融资产投资行为二者的关系。

本文的研究贡献在于:(1)与已有文献研究货币政策、经济不确定性、公司治理等对实体企业金融资产投资行为的影响以及利率市场化对企业融资成本和资本结构的影响不同,本文研究要素市场化特

[收稿日期]2020-09-21

[基金项目]教育部人文社会科学研究青年项目(19YJC630058);山西省高等学校哲学社会科学研究项目(2019W066);山西省哲学社会科学规划课题(2019B136;2019B135)

[作者简介]黄贤环(1989—),男,江西吉安人,山西财经大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为集团财务与公司金融,邮箱:158982753@qq.com;姚荣荣(1996—),女,山西晋中人,山西财经大学会计学院硕士生,主要研究方向为集团财务与公司金融。

别是资本市场中的资本价格形成机制的演进,即贷款利率市场化的推进如何影响企业金融资产投资行为。(2)本文从企业长期信贷资金角度考察贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的影响机制,能够为我国实体企业金融化提供新的理论解释,并有助于理解我国贷款利率市场化影响企业金融资产配置的中间环节和更隐秘的作用机理。(3)本文将考察不同金融资产配置程度,不同期限金融资产投资行为以及不同宏观经济景气度、行业差异和货币政策差异下贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的影响,有利于揭示贷款利率市场化影响企业金融资产投资行为的约束条件。(4)本文的研究发现还能够为我国利率市场化,尤其是LPR机制改革提供微观层面的理论依据,并为防范化解实体企业金融资产投资所带来的“脱实向虚”风险和金融领域重大风险提供微观层面的经验证据。

二、文献综述

(一) 利率市场化的经济后果研究

利率市场化改革是我国改革的重要组成部分,很多学者对其宏观或微观经济后果进行了相应研究。在宏观层面,传统的金融抑制理论和金融深化理论认为应该将利率管制取消,因为利率上升能够增加储蓄、改善资金配置,并促进经济效率的提高^[1-2]。利率市场化则通过加剧银行间的竞争进而提高了银行效率^[3]。利率管制之后,中国股市出现了低收益率、高波动性、强投机性的状况,而只有逐步放松利率管控,才能改善资本流入市场的条件,促进经济快速增长。与此同时,也有学者认为,取消利率管制能够加速利率市场化,促进经济效率的提升^[4]。利率市场化进一步改革将使利率达到均衡,消除监管套利空间,维护金融环境稳定。通过调节价格或利用政府的作用,市场在金融资产投资中发挥着至关重要的作用,便于完成利率市场化改革的目标,进而促进经济高质量发展。以上研究分析了利率市场化对宏观经济的影响,认识到了放松利率管制的必要性。

在微观层面,利率市场化在降低企业债务融资成本方面发挥着重要作用^[5]。从长期来看,企业存在资金配给低效率问题,利率市场化可减少该类问题的产生,并促进经济高速增长。从企业融资角度看,利率市场化也减少了对中小企业融资的限制,并通过抑制对资金的过度需求来改善企业的资本结构^[6];但也有部分学者对该结论提出了质疑,认为民营企业债务融资成本会随着利率市场化程度的提高而上升^[7]。以上文献研究了利率市场化在降低企业成本方面的影响,并认为利率市场化促进了企业资金配置,同时缓解了企业融资约束。

(二) 实体企业金融资产投资的影响因素研究

在宏观因素方面,已有研究认为,宏观经济状况、金融市场和资本市场的困境以及企业内部治理存在的缺陷和外部引导与监管的缺位导致了企业资金出现严重“脱实向虚”行为^[8]。金融领域资源供给的增加,金融市场的滞后,实体经济环境的恶劣,劳动力成本的上升,沉重的税费负担等挤压了实体经济的利润空间,使实体经济纷纷进入金融和房地产领域,以便获取更多利益^[9]。同时,国家监管环境、部门和地方监管政策的不完善也进一步加剧了以上行为^[10]。此外,货币政策越宽松,越能够促进企业持有交易性金融资产,尤其对民营企业的影响更为明显^[11],而企业金融化程度会随着实际税负的降低而降低。进一步地,经济政策的不确定性不仅对企业金融资产投资的总量产生影响,还会对企业金融资产投资的结构造成影响,并能够抑制企业金融化趋势^[12]。

在微观治理机制方面,CFO的专业背景会对企业交易性金融资产的持有行为产生显著影响,尤其财务会计专业教育背景的CFO更加偏好对金融资产的投资^[13]。机构投资者也会加大对实体企业金融资产投资,尤其短期机构投资者的持股行为效应更加明显^[14]。也有学者研究发现,出于金融逐利动机,企业对高管的薪酬激励促进了金融资产投资行为,而股权激励则通过遏制金融逐利行为显著抑制了金融资产投资行为^[15]。进一步地,公司治理水平较差、管理层过度自信和多元化经营的企业更倾向于持有更多的风险金融资产^[16],而改善公司治理机制以及改善投资者保护机制能够从一定程度上抑制企业

金融资产投资;反之,多元化投资与市场价格会推动企业走向金融化道路^[17]。而集团内部资本市场越活跃,越可能通过提升代理问题和可用资金水平促进实体企业金融资产投资行为^[18]。此外,还有文献发现,与业绩下滑企业相比,业绩上升企业更可能出现过度金融化现象,而这种差异是由两类企业所面临的融资约束和财务风险不同造成的^[19]。

综上,现有文献已对金融资产投资的宏观、微观层面的影响因素和利率市场化的经济后果进行了比较深入的研究,然而,鲜有文献涉及贷款利率市场化对企业金融资产投资的影响,而事实上企业进行金融资产投资必然会受到金融市场上融资成本和融资便捷度的影响。贷款利率市场化改革作为金融市场上利率形成机制的重要变革,必然对企业获取资金的便捷程度和融资成本造成一定的影响,进而影响企业金融资产投资行为的选择,然而这并没有引起学术界的足够重视。鉴于此,本文借助2013年贷款利率市场化这一事件,着重考察贷款利率市场化对企业金融资产投资的影响机理以及在不同环境下二者关系是否存在异化。

三、理论分析与研究假设

企业的金融资产投资不仅受到货币政策、财政政策等各种宏观环境的影响,同时还会受到金融市场上利率高低的影响。在进行利率市场化之前,利率被政府干预,由政府管控所形成的利率水平通常低于市场均衡水平,且与现实中的资金供求状况并不契合。加之我国信贷配给较严重,存在“信贷歧视”,资金供给方之间的竞争不够激烈,使得资金供给方出现“惜贷”现象,进一步提升了企业以正常利率从外部金融机构获取资金的难度。然而,伴随贷款利率市场化进程的逐步推进,贷款利率也逐步由政府管控向市场主导转变。可贷资金理论认为,由于资金的放贷过程会产生利息,因此利率的选取应该考虑可用作放贷的资金的供给和需求。在利率逐步市场化的进程中,市场上资金的价格即市场化利率由市场资金的供给和需求决定,市场上的金融机构可以自主制定符合资金供求关系的利率政策。随着利率市场化水平的提升,企业作为资金的需求方,处于买方市场,很可能占据市场的主导地位。利率市场化加剧了银行间的竞争程度,从而也提高了银行效率^[3]。由于银行从卖方市场变成了买方市场,企业获取资金的渠道增加,且外部信贷机构之间的竞争也会使得企业融资更方便,对资金满足程度也会得到提升,这就很可能促进实体企业对金融资产的投资。资金资源始终是一种稀缺资源,而需求是无限的,资金的高需求很有可能提升贷款利率,导致资金获取成本较高,而从事具有高收益的金融投资能够很好地满足信贷利息的需求。企业持有不同类别的金融资产而挤出主业投资,表现出一定的“替代动机”^[20]。贷款利率的市场化,使得实体企业拥有更加便捷的融资渠道,有更高的动机将资金投向高风险、高收益的金融领域,如持有不同类别的金融产品、投资性房地产等,从而增加了企业金融资产投资行为。

贷款利率市场化对不同产权性质的企业产生不同的影响。相对于国有企业,非国有企业在我国面临信贷歧视,融资相对比较困难,而国有企业可以依靠自身政治关联和政府扶持,比较容易地从银行获取信贷资金^[21]。因此,贷款利率市场化对非国有企业金融资产投资的驱动作用比对国有企业的更加明显。国有企业能通过公开市场的方式融资,并以银行基准及下浮利率获得信贷资金,这种获取资金方式成本较低,而中小民营企业没有足够的融资渠道,不得不借助其他融资方式,如内部融资、信托、商业信用和民间借贷等,其成本比国有企业昂贵。相比于国有企业,民营企业还缺乏政府的支持,在执行隐性契约时,银行对待民营企业是不平等的,民营企业在和银行谈判中处于被动地位,贷款被留存的可能性更大。我国这种信贷歧视,使得国有与非国有这两类不同产权性质的企业在金融资产投资行为方面存在明显差异。在政府干预以及信贷歧视下,国有企业面对的融资约束水平显著低于非国有企业,而非国有企业却困难重重,表现为融资难、融资贵。国有企业和非国有企业之间存在的信贷歧视很可能由于贷款利率市场化而消失。因此,可以认为非国有企业是贷款利率市场化的受益者,受到政策冲击;而国有企业很可能受到的影响不大,可以视为对照组。

进一步地,贷款利率市场化对企业金融资产投资可能带来两种不同的结果。一方面,利率管制导致了资本错配,而贷款利率市场化能够通过市场化的机制优化金融资源配置。随着贷款利率市场化的推进,企业面临的融资约束更低,金融化行为导致的实体企业“脱实向虚”效应更加明显。当企业管理层有动机通过金融投资调节利润时,其会主动增加对金融资产的投资^[22],而贷款利率市场化通过降低融资成本,拓宽企业获得资金的渠道,进而促进金融资产投资行为。当然,利率市场化也可能导致融资成本的增加,为应对融资成本和业绩需求,企业更趋向于高收益的投资项目,比如进行金融资产投资。贷款利率市场化水平越高,金融机构资金的吸储和放贷的速度越快。在利率市场化改革的背景下,企业有了便捷的融资渠道,能够获得比之前更加充沛的可利用资金。出于逐利动机,在高收益的金融资产与实体资产面前,企业会将资金投资于高收益的金融业。此外,根据资源有限理论以及金融投资的“替代效应”,当企业将资金投资于金融领域以便获取高于实业的收益时,必然会减少对实业的投资。同时,根据“蓄水池理论”,为了预防未来可能存在的财务困境和未来不确定性所带来的财务冲击,企业甚至会减少实业投资,而倾向于选择具有高收益、变现能力较强、转换成本较低的金融投资。另一方面,银行等金融机构进行放贷时,会考虑企业资金流向,严格审核企业投资项目。如果资金流向于高风险领域,银行很可能不愿意放贷,而对金融和房地产等虚拟行业的投资具有高风险性,因此,贷款利率市场化之后,银行等金融机构很可能不愿意为企业提供金融资产投资所需要的资金。综上,本文提出以下两个竞争性假设:

假设 1:贷款利率市场化改革促进了企业金融资产投资行为。

假设 2:贷款利率市场化改革抑制了企业金融资产投资行为。

四、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选择 2007—2017 年我国沪深上市公司的样本数据,剔除金融业和房地产业样本,删除 ST 类样本以及数据缺失、存在异常值和资产负债率大于 1 的样本,同时,对连续变量进行上下 1% 的缩尾处理以避免极端值的影响。经过以上处理,本文得到 15232 个样本观测值。样本数据主要来源于国泰安数据库,贷款利率市场化数据则从中国人民银行官方网站调查统计数据库和中宏数据库获得。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:金融资产投资。当前学术界并没有对金融资产的构成达成统一的见解。借鉴 Demir 以及张成思等的研究^[23-24],本文对金融资产进行如下定义:金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、长期股权投资、应收股利和应收利息以及投资性房地产。考虑到 2007—2017 年衍生金融资产、发放贷款及垫款、应收股利和应收利息这部分数据缺失严重,因此不考虑这几项金融资产。企业金融资产投资(Fin)用交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资、投资性房地产之和占资产总额的比例来表示。

2. 解释变量:贷款利率市场化。借鉴杨笨等的研究^[25],本文将 2013 年放开贷款利率这一事件作为临界点,设置贷款利率市场化事件变量 $Post$,若处于贷款利率市场化事件当年及以后年份,取值为 1,否则取值为 0。针对处理组和控制组的确定,本文借鉴李维安和马超的研究^[26],将国企作为对照组,非国企作为处理组。这主要是因为与国企相比,非国企在贷款利率市场化之前存在信贷歧视。国企依托于其政治背景、资产规模和政府扶持等优势,相较于非国企能够更好地获得金融机构的信赖,因此比非国企具有融资优势;而一旦放开贷款利率,非国企能够与国企享受同等的贷款政策。本文认为非国企是贷款利率市场化的处理组,受到政策的冲击,国企则作为控制组。鉴于此,本文设置变量 Soe ,取值为 1 时表示非国企,受到政策冲击;而取值为 0 时表示国企,为对照组。

3. 控制变量:依据已有文献^[21,27],本文控制了上市公司特征等因素。其中,企业规模($Size$)以企业期末资产总额的自然对数表示;盈利能力(Roe)以净利润占期末净资产比例表示;财务杠杆(Lev)以期

末负债总额与资产总额的比值表示;成长能力(*Growth*)以营业收入增长率表示;自由现金流量(*Cf*)以经营活动产生的现金净流量与资产总额比值表示;资本性支出(*Fa*)以固定资产占资产总额比例表示;代理问题严重程度(*Dlwt*)以管理费用和销售费用之和与主营业务收入的比值表示;内部积累水平(*Cash*)以未分配利润占资产总额比例表示;独董比例(*Indirect*)以独立董事在董事会中的比例表示;股权集中度(*Top1*)以第一大股东持股比例表示;二职合一(*Dual*)则按董事长与总经理二者合一,赋值为1,否则赋值为0。本文还控制了年度效应(*Year*)和行业效应(*Industry*)。

(三) 模型设定

考虑到贷款利率市场化之前国企和非国企本身存在投融资方面的差异,仅对国企和非国企金融资产投资或纵向贷款利率市场化前后进行对比,会忽略事前差异,从而导致对贷款利率市场化效果估计出现偏差,很难分辨出是否是贷款利率市场化的政策效应。因此,本文采用双重差分模型考察贷款利率市场化对实体企业金融资产投资的影响。本文构建了模型(1)实证检验贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的影响。

$$Fin = \beta_0 + \beta_1 Post + \beta_2 Soe + \beta_3 Post \times Soe + \sum \beta_n Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (1)$$

其中,*Fin*为被解释变量金融资产投资;*Post*为解释变量贷款利率市场化;*Soe*为产权性质;*Controls*为控制变量集合,包括企业规模、盈利能力、产权性质、偿债能力、成长能力、自由现金流量、资本性支出、代理问题严重程度、内部积累水平、独董比例、股权集中度与二职合一; ε 为模型扰动项。本文主要关注*Post* × *Soe*的系数,若为正则说明贷款利率市场化对企业金融资产投资具有助推作用,若为负则说明贷款利率市场化对企业金融资产投资具有抑制作用。

五、实证分析

(一) 描述性统计

如表1所示,被解释变量*Fin*的最小值趋于0,最大值为0.929,均值为0.204,说明样本公司的金融资产投资行为差异较大。解释变量*Post*的均值为0.460,说明在我国的上市公司中贷款利率市场化有46%的影响力,即贷款利率市场化政策的实施对上市公司的影响较大。从产权性质看,*Soe*的均值为0.566,说明在选取的样本中,有56.6%的上市公司为非国有企业;*Post* × *Soe*的均值为0.288,说明非国有企业中有28.8%的企业受到了贷款利率市场化的影响。此外,样本公司其他控制变量也存在较大差异,可能影响企业的金融资产投资行为。

表1 描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
<i>Fin</i>	15232	0.204	0.232	0.000	0.018	0.110	0.325	0.929
<i>Post</i>	15232	0.460	0.498	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>Soe</i>	15232	0.566	0.496	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>Post</i> × <i>Soe</i>	15232	0.288	0.453	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

(二) 基本回归分析

表2列示了2013年贷款利率市场化对企业金融资产投资行为影响的实证结果。从表中可知,交乘项*Post* × *Soe*的回归系数为0.012,在10%的水平上显著,这表明2013年贷款利率市场化促进了企业金融资产投资行为,假设1得到支持。这也与徐亚琴和陈娇娇的贷款利率市场化降低了融资成本,提升了长期贷款的研究发现^[28]相一致。一方面,贷款利率市场化使得实体企业拥有更加多元和便捷的融资渠道,在充沛的资金资源支持下,有更大的动机将资金投向高风险、高收益的金融领域,以获取更高的投资收益,导致实体企业“脱实向虚”效应更加明显。再者,根据资源有限理论,在资源

一定的条件下,企业为预防未来可能存在的财务困境和未来不确定性所带来的财务冲击,会减少实业投资进而增加金融资产投资。另一方面,贷款利率市场化使得资金资源的配置更加依赖于市场资金供给和需求的平衡,资金的提供方由原来的卖方市场变成了买方市场。此时,银行等金融机构作为资金的提供方,在贷款利率市场化之后对资金需求方资金投向的监督被弱化,它们甚至通过寻租的方式提供信贷资金。因此,贷款利率市场化并没有有效抑制实体企业金融投资,假设 2 并没有得到支持。此外,交乘项 $Post \times Soe$ 的回归系数也表明贷款利率的高低反映的是企业从市场上获取资金的成本,而贷款利率市场化则反映出企业获取资金成本的决定因素由原来的利率管制到利率放开过程。贷款利率市场化使资金成本由市场资金供给和需求双方决定,这就打破了原来利率管制下信贷歧视和高额信贷成本的局面。贷款利率市场化促进了企业金融资产投资行为,在一定程度上反映出贷款利率市场化能够更好地满足金融资产投资的资金需求。其余控制变量的回归结果,此处不再一一赘述。

表 2 基准回归结果

	<i>Post</i>	<i>Soe</i>	<i>Post</i> × <i>Soe</i>	<i>Controls</i>	<i>Year/Industry</i>	<i>Constant</i>	N	R-squared
<i>Fin</i>	0.555 *** (2.91)	-0.006 (-1.28)	0.012 * (1.91)	控制	控制	-0.580 *** (-13.42)	15232	0.336

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著,括号内为 t 值。下同。

使用双重差分法进行政策效应评估时需要满足平衡性假设,因此,有必要对数据进行平衡性假设检验。针对基准回归结果,对 DID 估计的有效性进行平行趋势检验和安慰剂检验。

1. 平行趋势检验

考虑到企业对行业政策的敏感性,本文选择前后三年数据进行检验。以 2013 年为分界点,该政策实施之前三年 *Before3*、*Before2*、*Before1* 各自回归系数都不显著,而政策当年 *Current* 回归系数在 10% 的水平上显著,其之后的三年 *After1*、*After2*、*After3* 的回归系数则都在 1% 的水平上显著。这说明 2013 年贷款利率市场化政策的出台是影响企业金融投资行为的一个重要分界点,样本数据基本符合平衡性假设的要求,可以进行 DID 分析。

2. 安慰剂检验

考虑到企业金融资产投资会受到某些潜在的不可观察因素的影响,而不仅仅是因为贷款利率市场化这一政策实施带来的效应,因此,本文采用安慰剂检验。假设贷款利率市场化政策发生在 2013 年之前的某个时期,且样本期依然设定在 2007—2017 年。为了确保实证结果的稳健性,分别将政策冲击时间设定为 2011 年和 2012 年,相应的估计结果分别见表 3 的第(1)列和第(2)列。根据表 3,可以发现 $Post \times Soe$ 的估计系数并不显著,因此可以排除其他潜在的不可观测因素对本文企业金融资产投资行为的影响。

表 3 安慰剂检验结果

	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
	(1)	(2)
<i>Post</i>	0.563 *** (2.742)	0.271 *** (18.082)
<i>Soe</i>	0.004 (0.343)	0.002 (0.263)
<i>Post</i> × <i>Soe</i>	0.003 (0.272)	0.006 (0.664)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes
<i>Cons</i>	-0.697 *** (-13.070)	-0.698 *** (-13.101)
N	12140	12140
R-squared	0.298	0.298

(三) 稳健性检验

1. 替换被解释变量衡量方法

按照会计准则中对投资性房地产的规定,它并不属于金融资产,只是在现实生活中因为追逐高收益,投资者大规模投资于投资性房地产,使其具有了金融资产的特征。因此,借鉴黄贤环和王瑶的研究^[18],本部分在计算实体企业金融资产投资水平 *Fin* 时,不考虑投资性房地产,而是用交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资总额占资产总额的比例来表示。如表 4 所示,列(1)、列(2)为替换金融资产投资 *Fin* 测度方法后的回归结果。当控制相关因素检验贷款利率市场化对实体企业金融资产

投资行为的影响时,交乘项 $Post \times Soe$ 的回归系数为 0.013,在 5% 的水平上显著。这表明 2013 年贷款利率市场化促进了企业金融资产的投资行为,得到了与主检验一致的结论,说明本文研究结论具有稳健性。

2. 子样本回归

实体企业对金融资产的投资受到来自外部宏观环境的影响,其中我国政府在 2008 年推出的“四万亿投资计划”就很可能影响到企业投资决策。2008 年这一政策使社会流通资金增加,为国家宏观经济发展提供了新动力,在一定程度上为社会投资提供了新活力,但也出现通货膨胀、产能过剩加重及商品价格上涨等副作用。鉴于此,本部分剔除 2007—2009 年的数据,将样本选择区间缩小为 2010—2017 年,重新进行回归。表 4 列(3)、列(4)中 $Post \times Soe$ 的回归系数分别为 0.013 和 0.015,且都在 10% 的水平上显著,这表明贷款利率市场化促进了企业金融资产的投资行为,得到了与主检验一致的研究结论。

表 4 稳健性检验结果

变量	Fin		Fin	
	替换被解释变量衡量方法		缩小样本选择区间	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Post</i>	0.598 *** (3.127)	0.568 *** (3.033)	0.283 *** (18.797)	0.266 *** (17.875)
<i>Soe</i>	-0.019 *** (-4.304)	-0.002 (-0.324)	-0.024 *** (-3.920)	-0.002 (-0.280)
$Post \times Soe$	0.009 (1.395)	0.013 ** (1.982)	0.013 * (1.704)	0.015 * (1.889)
<i>Controls</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Cons</i>	0.055 *** (2.980)	-0.636 *** (-14.964)	0.046 * (1.956)	-0.698 *** (-13.105)
N	15232	15232	12140	12140
R-squared	0.316	0.343	0.269	0.298

六、进一步分析

(一) 机制检验

前文研究结论已表明,贷款利率市场化会助推实体企业金融资产的投资。那么贷款利率市场化是如何影响实体企业金融资产投资行为的呢?金融市场和资本市场存在信息不对称的现象,导致企业从银行等金融机构获取信贷资金的成本较高、难度较大。尤其非国企,由于自身较少具备政治关联和政府的扶持,加之公司治理水平和资产质量较差,市场占有率较低等劣势,难以从银行获取信贷资金满足投资需求^[27]。利率市场化使得原来利率管制下的资金需求被无限放大,且国企和非国企之间的信贷差异逐步缩小。此外,在逐利动机下,贷款利率市场化使得企业更加倾向于从金融机构进行长期融资,以满足长期性、高收益项目的投资。相对于实业投资,对金融资产的投资具有更高收益,尤其对长期金融资产的投资,那么企业很可能选择从银行获取长期信贷资金后投资于具有更高收益的金融资产。鉴于此,本部分构建贷款利率市场化通过影响企业长期融资,进而影响企业金融资产投资行为的中介效应模型:

$$Fin = \beta_0 + \beta_1 Post + \beta_2 Soe + \beta_3 Post \times Soe + \sum \beta_n Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (2)$$

$$Debt = \beta_0 + \beta_1 Post + \beta_2 Soe + \beta_3 Post \times Soe + \sum \beta_n Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (3)$$

$$Fin = \beta_0 + \beta_1 Post + \beta_2 Soe + \beta_3 Post \times Soe + \beta_4 Debt + \sum \beta_n Controls + Year + Industry + \varepsilon \quad (4)$$

式中,*Debt* 表示长期融资,等于长期借款除以负债总额。控制变量与上文一致,如表 5 中列(1)至列(3)所示,第(2)列中 $Post \times Soe$ 的回归系数为 0.016,且在 1% 的水平上是显著的,说明贷款利率市场化增加了非国企的长期借款比例。第(3)列中 $Post \times Soe$ 的回归系数为 0.015,显著水平为 5%。综上所述可以看出,贷款利率市场化提升了企业长期借款,缓解了企业融资约束,进而在逐利动机下选择偏离主业的金融资产投资。

(二) 考虑企业金融资产投资行为差异

在对各变量进行描述性统计分析后发现,上市公司的金融资产投资水平最小值接近0,最大值为0.929,均值为0.204,差异较明显。为了更好地研究我国贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的影响,本文进一步以金融资产投资水平的均值为标准分两组进行回归。表6列示了贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的分组回归结果。列(1)和列(2)回归结果显示,当企业金融资产投资行为小于或等于平均值时, $Post \times Soe$ 的回归系数为0.010,在1%的水平上显著;当企业金融资产投资行为大于平均值时, $Post \times Soe$ 的回归系数为0.010,但并不显著。这表明,相较于金融资产投资水平大于均值的企业,当企业金融资产投资行为小于或等于平均值时,贷款利率市场化对企业金融资产投资行为具有正向的效应。本文认为,这主要是因为企业金融资产投资行为小于或等于平均值,表明该上市公司的金融资产投资行为在当前上市公司中处于劣势地位,贷款利率市场化的行为给非国有企业提供了机会,进而更加显著地促进了非国有企业金融资产投资。

(三) 按金融资产期限分组回归

交易性金融资产这类短期金融资产,持有期限较短、流动性强、变现快,企业持有短期金融资产可能表现出“蓄水池效应”,而可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资以及投资性房地产这类长期金融资产,持有期限较长、流动性差、变现速度慢,企业持有长期金融资产很可能主要表现为对主业投资的“挤出效应”^[21,27]。因此,贷款利率市场化之后,实体企业对不同期限金融资产的投资行为很可能存在差异。基于此,本部分根据金融资产的流动性将金融资产划分为短期金融资产和长期金融资产。如表6所示,列(3)贷款利率市场化与短期金融资产的回归系数趋近于0.000,未通过显著性检验,而列(4)与长期金融资产的回归系数为0.012,且在10%水平上显著。这表明,贷款利率市场化促进了实体企业对长期金融资产的投资,也印证了前文贷款利率市场化通过提升长期融资,进而助推企业对长期金融资产的投资。

(四) 按宏观经济景气程度分组回归

为考察宏观经济景气程度对贷款利率市场化与金融资产投资行为关系的影响,本部分从中国人民银行调查统计数据库中手工搜集企业家信心指数反映宏观经济景气度。因收集到的数据是各季度数据,本部分将各季度企业家信心指数求和取平均值。2007—2017年各自对应的企业家信心指数分别为76.5、65.275、62.25、77.975、72.675、64.325、65.125、64.125、53.5、49.525和66.85。据此,将2009、2012、2014、2015和2016年划分为宏观经济不景气组,将2007、2008、2010、2011、2013和2017年划分为宏观经济景气组。如表6所列示,列(5)中 $Post \times Soe$ 回归系数为0.027,且在1%水平上显著,而列(6)

表5 机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Fin</i>	<i>Debt</i>	<i>Fin</i>
<i>Post</i>	0.156 *** (19.053)	-0.043 *** (-9.073)	0.150 *** (18.407)
<i>Soe</i>	-0.006 (-1.262)	-0.008 *** (-2.951)	-0.007 (-1.426)
$Post \times Soe$	0.013 * (1.949)	0.016 *** (4.397)	0.015 ** (2.277)
<i>Debt</i>			-0.127 *** (-9.021)
<i>Dual</i>	0.011 *** (2.891)	0.004 ** (1.966)	0.011 *** (3.002)
<i>Lev</i>	-0.043 *** (-4.176)	0.101 *** (19.068)	-0.032 *** (-3.059)
<i>Size</i>	0.034 *** (18.174)	0.014 *** (14.693)	0.036 *** (19.124)
<i>Dlcb</i>	0.070 *** (3.153)	0.149 *** (11.516)	0.088 *** (3.948)
<i>Indirect</i>	0.008 (0.266)	0.006 (0.313)	0.010 (0.311)
<i>Growth</i>	-0.003 *** (-5.517)		-0.003 *** (-5.328)
<i>Roe</i>	0.028 * (1.670)		0.027 (1.621)
<i>Cf</i>	-0.011 (-0.466)		-0.022 (-0.897)
<i>Fa</i>	-0.141 *** (-11.662)		-0.123 *** (-10.079)
<i>Cash</i>	-0.100 *** (-9.437)		-0.097 *** (-9.212)
<i>Top1</i>	-0.071 *** (-6.329)		-0.074 *** (-6.597)
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Cons</i>	-0.580 *** (-13.423)	-0.308 *** (-13.053)	-0.623 *** (-14.370)
N	15221	15221	15221
R-squared	0.336	0.257	0.339

中 $Post \times Soe$ 的回归系数为 -0.011 , 未通过显著性检验。这表明, 当宏观经济不景气时, 贷款利率市场化更容易助推实体企业金融资产投资行为。这可能是因为, 宏观经济不景气反映出实体企业主业获利比较困难, 而对金融领域的投资很可能是反哺实业的重要手段; 相反, 在宏观经济比较景气时, 实体企业有更高的意愿进行实业投资, 而不去从事自己本身并不熟悉的金融领域投资。

表6 多种分组回归结果

变量	按企业金融资产投资行为分组		按金融资产期限分组		考虑宏观经济景气程度		考虑企业层面特征的因素差异	
	$Fin < 0.204$	$Fin > 0.204$	短期金融资产	长期金融资产	宏观经济不景气	宏观经济景气	制造业企业	非制造业企业
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Post</i>	0.049*** (8.408)	0.159*** (7.099)	-0.001 (-0.241)	0.557*** (2.926)	0.228*** (13.616)	0.637*** (4.297)	0.199*** (12.257)	0.649*** (3.180)
<i>Soe</i>	-0.008*** (-5.116)	-0.011 (-1.091)	0.000 (1.011)	-0.006 (-1.335)	0.001 (0.149)	-0.016*** (-3.349)	0.000 (0.008)	-0.022** (-2.263)
$Post \times Soe$	0.010*** (4.176)	0.010 (0.890)	0.000 (0.394)	0.012* (1.916)	0.027*** (2.620)	-0.011 (-1.410)	0.024*** (3.186)	0.006 (0.466)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Cons</i>	-0.046*** (-3.035)	-0.050 (-0.686)	-0.001 (-0.953)	-0.580*** (-13.440)	-0.871*** (-12.540)	-0.229*** (-4.681)	-0.638*** (-13.126)	-0.328*** (-4.416)
N	9634	5598	15232	15232	8004	7228	10378	4704
R-squared	0.239	0.134	0.033	0.337	0.235	0.335	0.315	0.359

(五) 考虑企业所处行业特征差异

考虑到制造业企业固定资产多, 资金回报率低, 而非制造业企业固定资产较少, 经营灵活, 为了更好地研究我国贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的影响, 本文进一步将企业分为制造业企业与非制造业企业。表6列示了贷款利率市场化对两类行业企业金融资产投资行为的影响。列(7)和列(8)回归结果显示, 当企业所属行业为制造业时, $Post \times Soe$ 的回归系数为0.024, 在1%的水平上显著; 当企业所属行业为非制造业时, $Post \times Soe$ 的回归系数为0.006, 但并不显著。这表明, 相较于非制造业企业, 当企业所属行业为制造业时, 贷款利率市场化对企业金融资产投资行为具有正向的效应。这可能是因为制造业企业面临着低回报率、高风险的困境, 它们受到资本逐利动机的驱使, 将资金投资于高收益的金融资产, 从而追求更高的收益。

(六) 按货币政策分组回归

货币政策的宽松程度会影响到金融市场和资本市场资金的流通, 其中, 宽松的货币政策能够增加市场上流通中的货币, 导致企业融资约束降低, 为企业投资行为提供便利; 相反, 紧缩的货币政策会导致市场上流通中的货币减少, 企业融资约束加剧, 进而抑制了企业投资行为。因此, 货币政策的宽松程度很可能会影响到贷款利率市场化和企业金融资产投资水平的关系。基于此, 本文依据陆正飞和杨德明的研究^[29], 货币政策宽松程度 MP 由“广义货币 M2 增长率 - CPI 增长率 - GDP 增长率”计算所得, 若指标偏大表示货币政策宽松, 反之表示货币政策紧缩。本部分广义货币 M2 增长率、GDP 增长率和 CPI 增长率都是从中国人民银行调查统计数据库中手工获取, 因收集的数据是各个季度的, 本文对各季度数据求和取平均值。经计算, 2007—2017 年 MP 值分别为 2.325%、-0.475%、21.225%、6.2%、-0.075%、3.225%、4.25%、3.45%、4.1%、3.325% 和 0.975%。本文设置货币政策变量 ($Hbzc$), 将 2007、2008、2011、2012、2016 和 2017 年作为货币政策紧缩年, 取值为 1; 将 2009、2010、2013、2014 和 2015 年作为货币政策宽松年, 取值为 0。考虑货币政策的回归结果如表 7 所示, 列(2)中, 在控制变量情况下, $Post \times Soe \times Hbzc$ 交乘项的回归系数为 0.044, 未通过显著性检验, 这很有可能是因为贷款利率市场化之后, 货

币政策对于实体企业融资的影响减弱。

七、结论性评述

本文基于我国 2013 年贷款利率全面放开的准自然实验,实证检验了贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的影响。研究表明,贷款利率市场化显著提升了企业金融资产投资行为,且主要是长期金融资产投资。同时,宏观经济景气度、货币政策宽松度、行业类型等对二者关系的影响存在差异。据此,本文提出以下政策建议:(1)从银行金融机构层面看,由于贷款利率市场化的推进,银行由卖方变为买方,银行竞争加大,而实体企业从银行获取长期借款后,从事偏离主业的金融资产投资,存在“脱实向虚”风险。因此,贷款利率市场化后,虽然银行之间竞争加剧,但是也仍需严格审核企业信贷资金的使用去向,合理评估风险,并强化对资金需求方的约束和监督。(2)从实体企业层面看,贷款利率市场化能够有效缓解企业融资约束,提升企业融资的便捷性,但是值得注意的是偏离主业进行金融资产的投资会加剧企业风险和降低企业未来业绩,不利于企业长远发展。因此,实体企业应该积极回归主业,加大对主业的投资,例如增加固定资产、无形资产等的投资,提升研发创新投资、新产品开发等的投入,促进主业发展,提升企业核心竞争力。(3)从政府层面看,应该重视贷款利率市场化对企业金融资产投资行为的助推效果,有效规避实体企业金融资产投资可能带来的金融领域重大风险,合理评估贷款利率市场化之后企业投资行为决策的方向,引导实体企业强化主业投资,并考虑继续实施更大力度的“减税降费”政策,促进实体企业高质量发展。

本文研究的是贷款利率市场化这一金融政策对企业金融资产投资的影响,然而这仅仅是政府宏观调控政策的一种形式,未来还可以进一步探讨产业政策、财政政策等对企业金融化的影响。

参考文献:

- [1] Mckinnon R. Money and capital in economic development[M]. Washington, D. C. :Brookings Institution, 1973.
- [2] Shaw E. Financial deepening in economic development[M]. New York: Oxford University Press, 1973.
- [3] Ataulhah A, Cockerill T, Le H. Financial liberalization and bank efficiency: A comparative analysis of India and Pakistan[J]. Applied Economics, 2004, 36(17): 1915 - 1924.
- [4] 谭语嫣, 纪洋, 黄益平. 利率市场化改革对经济效率的影响[J]. 世界经济, 2017(4): 3 - 28.
- [5] 张伟华, 毛新述, 刘凯璇. 利率市场化改革降低了上市公司债务融资成本吗? [J]. 金融研究, 2018(10): 106 - 122.
- [6] 王东静, 张祥建. 利率市场化、企业融资与金融机构信贷行为研究[J]. 世界经济, 2007(2): 50 - 59.
- [7] 杨昌辉, 张可莉. 民营企业债务融资成本研究——基于利率市场化和会计稳健性双重视角[J]. 中国管理科学, 2016(S1): 405 - 412.
- [8] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”: 风险、动因及治理[J]. 财经科学, 2018(11): 83 - 94.
- [9] Davis L E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States [J]. Metroeconomica, 2018, 69(1): 270 - 307.
- [10] Bernt M, Colini L, Förste D. Privatization, financialization and state restructuring in eastern Germany: The case of AM südpark[J]. International Journal of Urban and Regional Research, 2017, 41(4): 555 - 571.
- [11] 杨笋, 刘放, 王红军. 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.
- [12] 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.
- [13] 李四海, 江新峰, 宋献中. CFO 专业背景与交易性金融资产投资[J]. 世界经济文汇, 2017(5): 91 - 116.
- [14] 刘伟, 曹瑜强. 机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗[J]. 财贸经济, 2018(12): 80 - 94.

表 7 考虑货币政策的回归结果

变量	Fin	
	(1)	(2)
Post	0.528 *** (2.692)	0.513 *** (2.670)
Soe	-0.023 *** (-5.030)	-0.006 (-1.294)
Hbzc	0.005 (0.639)	0.009 (1.017)
Post × Soe	0.008 (1.163)	0.011 * (1.677)
Post × Soe × Hbzc	0.046 * (1.683)	0.044 (1.637)
Controls	No	Yes
Year/Industry	Yes	Yes
Cons	0.063 *** (3.353)	-0.588 *** (-13.502)
N	15232	15232
R-squared	0.308	0.336

- [15] 安磊,沈悦,余若涵. 高管激励与企业金融资产配置关系——基于薪酬激励和股权激励对比视角[J]. 山西财经大学学报, 2018(12):30-44.
- [16] 闫海洲,陈百助. 产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机[J]. 经济研究,2018(7):152-166.
- [17] 柳永明,罗云峰. 外部盈利压力、多元化股权投资与企业的金融化[J]. 财经研究,2019(1):68-79.
- [18] 黄贤环,王瑶. 集团内部资本市场与企业金融资产配置:“推波助澜”还是“激浊扬清”[J]. 财经研究,2019(12):124-137.
- [19] 黄贤环,王瑶,王少华. 谁更过度金融化:业绩上升企业还是业绩下滑企业? [J]. 上海财经大学学报,2019(1):80-94.
- [20] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”? ——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2017(1):181-194.
- [21] 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.
- [22] Jin L, Myers S C. R2 around the world: New theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2): 257-292.
- [23] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of Development Economics, 2009, 88(2): 314-324.
- [24] 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(12):32-46.
- [25] 杨箐,刘放,李茫茫. 利率市场化、非效率投资与资本配置——基于中国人民银行取消贷款利率上下限的自然实验[J]. 金融研究,2017(5):81-96.
- [26] 李维安,马超. “实业+金融”的产融结合模式与企业投资效率——基于中国上市公司控股金融机构的研究[J]. 金融研究, 2014(11):109-126.
- [27] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究,2018(12):100-112.
- [28] 徐亚琴,陈娇娇. 利率市场化能抑制企业投融资期限错配么? [J]. 审计与经济研究,2020(5):116-127.
- [29] 陆正飞,杨德明. 商业信用:替代性融资,还是买方市场? [J]. 管理世界,2011(4):6-14.

[责任编辑:黄 燕]

Marketization of Loan Interest Rate and Financial Assets Investment of Enterprises: An Inhibition or Promotion?

HUANG Xianhuan, YAO Rongrong

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China)

Abstract: Based on the data of listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2007 to 2017, this paper empirically tests the impact of marketization of loan interest rate on financial asset investment behavior of enterprises. The study finds that the marketization of loan interest rate significantly promotes the financial asset investment behavior of enterprises, which is mainly because the marketization of loan interest rate enables enterprises to obtain more long-term funds for financial asset investment. It is further found that the marketization of loan interest rate has an effect on enterprises with less financial asset investment behavior. And the marketization of loan interest rate makes enterprises more inclined to invest in long-term financial assets. When the macro-economy is more depressed, the marketization of loan interest rate promotes the financial asset investment of enterprises. However, the degree of monetary policy easing has no significant effect on the relationship between the two. The conclusion of this paper can reveal the relationship between the marketization of loan interest rate and the financial asset investment behavior of enterprises, and provide new micro-level evidence for further investigating the economic consequences of the marketization of loan interest rate and more targeted prevention and control of the real enterprise from the real risk to the virtual risk.

Key Words: marketization of loan interest rate; financial assets investment; financialization; removing from the real to virtual; financial risk; monetary policy; financing constraints