

过度融资、挤出效应与资本脱实向虚*

——中国实体上市公司 2007—2015 年的证据

文春晖^{1,2} 李思龙² 郭丽虹² 余晶晶³

(1. 湖南农业大学经济学院, 湖南 长沙 410128;

2. 上海财经大学金融学院, 上海 200433;

3. 中国社会科学院财经战略研究院, 北京 100028)

内容提要: 本文通过研究上市公司基于金融股权投资目的的过度融资行为及其挤出效应, 诠释了资本脱实向虚的微观机理, 并选取 2007—2015 年实体上市公司数据进行实证检验。研究发现: ①经济新常态下经营风险上升导致企业产生额外保值的融资需求, 成为上市公司过度融资的重要原因; ②上市公司的过度融资行为通过挤出效应强化二元融资市场的价格歧视, 二元市场的反馈效应致使上市公司与非上市公司资本双双脱实向虚; ③在高经营风险的经济新常态中, 参与金融投机的上市公司对实体投资关注度和积极性下降, 脱实向虚动机更为强烈, 其中, 国有、东部以及商业上市公司过度融资规模更大, 资本脱实向虚动机更强, 对非上市公司融资市场挤出效应也更为明显。因此, 政府应该科学合理地引导资本流向实体经济, 出台监管政策, 禁止上市公司融资资金再次进入金融体系空转, 严格监管实体上市公司参股控股金融企业, 加强对实体非上市公司的贷款扶持。

关键词: 经济新常态 二元融资市场 过度融资 挤出效应 脱实向虚

中图分类号: F830.59 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2018)07—0039—17

一、引言

在增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”的经济新常态背景下, 实体经济发展面临前所未有的压力和风险, 投资效率不断降低, 一般商品价格持续低迷, 实体投资回报率、劳动生产率增速以及全要素生产率均呈现下滑趋势, 特别是制造业与重工业等基础产业部门受到严重冲击, 能否继续承担经济增长“火车头”存在疑虑(叶祥松和晏宗新, 2012)^[1]。而货币增速与 GDP 增长背离、金融增长与投资效率背离、资产价格与商品价格背离等资本脱实向虚问题越来越凸显为酿成实体经济发展风险的主导因素。货币增速与金融资产规模持续增大, 资产价格持续增长, 金融增加值占国民生产总值比重不断升高, 资金空转、高杠杆、虚拟经济利润虚高等现象导致严重资产泡沫与“虚火过旺”。资本“脱实向虚”致使: 一是资金没有进入实体经济, 在金融体

收稿日期: 2018-01-22

* 基金项目: 湖南省自然科学基金项目“资本脱实向虚的微观机理研究”(2018JJ2189); 湖南省社会科学基金一般项目“长株潭自主创新示范区智能制造协同创新发展机制与对策研究”(15YBA206)。

作者简介: 文春晖, 男, 副教授, 经济学博士, 博士后, 研究领域是公司金融, 电子邮箱: wchui0207@163.com; 李思龙, 男, 博士研究生, 研究领域是公司治理, 电子邮箱: lsldestiny@163.com; 郭丽虹, 女, 教授, 经济学博士, 博士生导师, 研究领域是企业价值评估, 电子邮箱: keikou@mail.shufe.edu.cn; 余晶晶, 女, 经济学博士, 博士后, 研究领域是公司财务, 电子邮箱: 280919995@qq.com。通讯作者: 李思龙。

系内进行套利活动形成“空转”;二是实体资本运营存在配置错位,过度流向房地产而没有流入制造业;三是最终流入的实体经济资本,融资链条复杂冗长,融资成本高昂(文春晖和任国良,2015)^[2]。

是什么原因导致资本脱实向虚?外生理论认为,资本脱实向虚是金融市场分化的结果。Tobin(1984)^[3]提出金融不稳定性假说,从金融市场不稳定角度分析了金融与实体经济分离的趋势。Robert(1993)^[4]从市场短期投机行为出发,阐述了信息套利效率、基本价值效率、完全保险效率和功能效率的相互关系,认为虚拟经济部门对存货、交易量、持续交易与具有最小交易成本金融市场的关注吸引了短期投资者,短期投机行为扭曲了资本价格,实体经济投资比较收益下降,实体经济投资动机减弱。Goldstein(1995)^[5]分析了企业融资行为改变的原因,坚持融资行为致使金融上层建筑比例失衡的观点,认为“羊群效应”和“权益要求”使投资者对金融投资产生偏好,虚拟投机资本挤占实体资本投资,制约了实体经济发展,虚拟经济过度膨胀破坏实体经济的发展。卢卡斯·门克霍夫(2005)^[6]分析了德国金融资产比率,结果表明,以金融为代表的虚拟经济部门已经和实体经济发生分离,针对这一分离现象首次提出了“背离假说”。内生理论则认为,资本脱实向虚的主要原因在于实体经济自身发展受阻,实体经济和虚拟经济的风险和回报率的差异使得企业在进行投资决策时呈现多元化和差异化,实体经济的金融化趋势越来越强。Foster和Magdoff(2009)^[7]认为,实体经济发展停滞是因为金融业繁荣改变了经济周期,金融体系的过度繁荣使金融脱离了“服务实体经济”的轨道,实体经济金融虚拟化趋势越来越明显。在中国,实体经济“金融化”现象更为突出,实体企业利润增加对金融的依赖越来越强(张成思和张步昙,2015)^[8]。实体企业从金融获取利润包括非金融企业的利息收入、分红收益与资本利得等。一方面,上市公司从发放债务取得较高的利息收入;另一方面,企业利用金融渠道进行股权投资取得投资收益(Krippner,2005)^[9]。胡奕明等(2017)^[10]从金融资产配置的动机入手,探讨了上市公司持有金融资产的机理,认为非金融企业为了追求金融资产收益,会减少实体经济的投资,从而增加金融资产的投资总额。然而,中国金融部门体系中存在着严重的市场分化,正规金融的排斥性造成了不同企业的融资歧视,为金融市场分化创造了条件。国有大中型上市公司基于自身优势受到正规金融机构的信赖,在金融市场融资中处于优势地位,而一些中小型非上市公司由于缺乏抵押、缺乏担保、缺乏信用保证而处于融资歧视境地(林毅夫和孙希芳,2005)^[11]。金融二元融资市场的信贷配给和融资偏好导致虚拟经济投资动机加大,金融业的高利润导致了企业投资转向虚拟经济(陆岷峰和张惠,2012)^[12]。而实体企业对其他企业的控股和投资本质上是“实体经济在公司治理结构上的重构”,国有大中型上市公司利用这种二元融资市场的融资歧视增加了对股权投资的融资需求,在资本市场上过度融资,挤占非上市公司融资空间(吕劲松,2015)^[13]。罗来军等(2016)^[14]认为,部分为实体经济提供的融资并没有进入实体经济,反而继续留在虚拟经济中,制约了实体经济的发展。一般而言,企业的融资需求主要指企业项目投资,即企业的实际增长率减去可持续增长率(Demircuc-Kunt和Maksimovic,1998)^[15]。“金融化”趋势导致企业外部融资需求扩大,同时,寄生于二元金融市场的利益集团成为了资金掮客,通过银行体系套取资金渗透进入民间金融以牟取巨大利差;特别在经济下行阶段,企业的经营风险增加,为确保不发生资金链断裂,企业需要吸收相当数量的资金来应对企业风险,资金套利和“风险应对”使得具有融资优势的企业在金融市场上大量融资,对非上市公司融资产生“挤出效应”。综上,许多学者从虚拟经济与实体经济分离、金融虚拟化等方面间接探讨了资本脱实向虚问题,但是,呈现出以下特点:一是从宏观经济和货币视角探讨的文献比较多,从微观企业视角探讨相对较少;二是许多学者虽然从企业层面找到了虚拟行业与实体行业资本收益差异导致资本脱实向虚的证据,但是,却没有将中国二元融资市场考虑进来,缺乏系统逻辑性。本文主要贡献在于:第一,突破传统融资约束理论,将经济新常态中经营风险上升导致企业流动性趋紧拓展为

的企业融资约束理论,并运用过度融资及其挤出效应诠释了二元融资市场的形成,为融资成本上升及资本脱实向虚提供新的理论依据;第二,用数据挖掘技术得到非金融非房地产企业对金融业进行长期股权投资的数据,采用定量方法研究实体上市公司对金融业的长期股权投资,丰富了“实体企业投资虚拟经济”的文献。

二、理论分析

本文主要从微观视角探讨资本脱实向虚的金融投机行为。主要以非金融非房地产上市公司为研究对象,分析其金融投机动机及对非上市公司的融资挤出效应。

1. 经营风险上升与企业过度融资需求

经济新常态中,企业经营风险上升导致了企业资本流动性紧缺。此时,上市公司则会通过借贷来实现公司保值(Froot等,1993^[16];Tirole,2007^[17])。假定企业持续经营,受到流动性冲击后需要 ρI 的现金注入(I 为初始投资金额, A 为自有资金)。

如果没有 ρI 的现金注入,企业将会面临破产清算。假定 ρ 为连续分布,密度函数为 $f(\rho)$,分布函数为 $F(\rho)$ 。企业收入为 RI ,企业股东选择卸责时私人收益为 BI 。对企业来说,必然存在某个临界值 $\bar{\rho}$,当且仅当 $\rho > \bar{\rho}$ 时,企业选择终止项目,终止项目使得企业无法收回初始投资,带来非常大的损失。则受到流动性冲击时企业净现值(NPV)为正的条件的为:

$$\max_{\bar{\rho}} \{ F(\bar{\rho})P_H R - 1 - \int_0^{\bar{\rho}} \rho f(\rho) d\rho \} > 0 \quad (1)$$

由于借款人与放贷者信息不对称,借款人可以选择懈怠或者冒进投资的道德风险行为来获得私人收益,假定道德风险为借款人带来的私人收益为 BI 。此时项目成功的概率从 P_H 降为 P_L ,并令 $\Delta P = P_H - P_L$ 。存在一个最后的临界值 ρ^* ,当且仅当 $\rho \leq \rho^*$ 时,企业才会继续经营,此时对股东的激励约束与不存在流动性冲击时相同(Fazzari等,1998)^[18]。即:

$$(\Delta P)R_b \geq BI \quad (2)$$

其中, R_b 为企业即借款人的收益,由于存在连续的流动性冲击,盈亏相抵条件有细微变化:

$$F(\rho^*) [P_H(RI - R_b)] \geq I - A + \int_0^{\rho^*} \rho f(\rho) d\rho \quad (3)$$

(3)式意味着,只有企业持续经营时,投资者才能得到回报,概率为 $F(\rho^*)$ 。从(2)式和(3)式可以导出企业最优投资规模为:

$$I = k(\rho^*)A \quad (4)$$

$$k(\rho^*) = \frac{1}{1 + \int_0^{\rho^*} \rho f(\rho) d\rho - F(\rho^*)\rho_0} \quad (5)$$

其中, $\rho_0 = P_H(R - B/\Delta P)$ 为预期每单位可保证收入。由于投资者是互相竞争的,因此,投资者没有利润,故股东借款的净效用为项目社会剩余,即:

$$U_b = [F(\rho^*)P_H R - 1 - \int_0^{\rho^*} \rho f(\rho) d\rho]k(\rho^*)A \quad (6)$$

当且仅当持续经营时才是事后有效率的,即当且仅当 $\rho \leq P_H R$ 时,持续经营才是合理的(Kaplan和Zingales,1997)^[19]。在 $\rho^* = P_H R$ 时,乘数 k 会随着 ρ^* 的递增而递减,故应该选择一个比事后有效率临界值更低的临界值,从(5)式和(6)式可得:

$$U_b = \frac{P_H R - (1 + \int_0^{\rho^*} \rho f(\rho) d\rho)/F(\rho^*)}{(1 + \int_0^{\rho^*} \rho f(\rho) d\rho)/F(\rho^*) - P_H(R - B/\Delta P)} A \quad (7)$$

因此,最优临界值可以使得有效投资预期单位成本最小,即:

$$\rho^* \text{ 最小化 } c(\rho^*) \equiv \frac{1 + \int_0^{\rho^*} \rho f(\rho) d\rho}{F(\rho^*)} \quad (8)$$

$$\int_0^{\rho^*} \rho f(\rho) d\rho = 1 \quad (9)$$

通过分部积分,求得:

$$c(\rho^*) \equiv \rho^* + \frac{1 - \int_0^{\rho^*} \rho f(\rho) d\rho}{F(\rho^*)} \quad (10)$$

(10)式说明,在最优时,临界流动性冲击等于有效投资预期单位成本,即:

$$c(\rho^*) \equiv \rho^* \quad (11)$$

结合(7)式可得:

$$U_b = \frac{\rho_1 - \rho^*}{\rho^* - \rho_0} A \quad (12)$$

因为临界值 ρ^* 依赖风险管理政策,如果采取保值措施,上述结论是成立的。即在风险增大时,企业为了应对经营风险上升而进行额外融资对企业进行保值(David 和 Marie-Claire, 2008)^[20]。如果企业不保值时,临界值就变得随机了,假定收入受到冲击为 εI ,冲击为正意味着收入增加,冲击为负意味着收入降低(Stiglitz 和 Weiss, 1981)^[21]。 $\varepsilon = 0$ 时的临界值 ρ^* ,对任意收入冲击 ε ,企业可抵挡流动性冲击 ρ 需满足:

$$\rho + \varepsilon \leq \rho^* \quad (13)$$

当企业不选择额外融资对企业进行保值时,企业效用变为:

$$\bar{U}_b \equiv \frac{\rho_1 - \bar{c}(\rho^*)}{c(\rho^*) - \rho_0} A \quad (14)$$

$$\bar{c}(\rho^*) \equiv \frac{1 + E_\varepsilon \left[\int_0^{\rho^* - \varepsilon} \rho f(\rho) d\rho \right]}{E_\varepsilon [F(\rho^* - \varepsilon)]} A \quad (15)$$

式中, E_ε 为对 ε 求期望。根据 Arrow-Pratt 定理,可知对每一个 ρ^* ,存在一个,使得 $c(\bar{\rho}) \leq \bar{c}(\rho^*)$,由此可推出:

$$U_b \geq \bar{U}_b \quad (16)$$

因此,当经营风险增加,企业则会通过增加银行信贷来进行保值以最大化企业价值。这种融资需求仅为应对企业经营风险,与企业投资机会无直接关系。经营风险、流动性冲击造成了企业保值融资需求。由此,本文提出如下假设:

H₁:在其他条件不变的情况下,经营风险上升导致企业流动性趋紧,上市公司过度融资行为加剧。

2. 过度融资行为与二元市场的挤出效应

上市公司外源融资需求主要由企业投资成长机会与企业留存收益决定。但在面对经营风险及流动性冲击时,企业不得不通过增加外部借款对企业进行保值,产生企业额外的外源融资需求(Tirole, 2007)^[17]。另外,基于二元融资市场中上市公司和非上市公司融资能力差异,部分利益集团通过专业借道银行体系套取资金,渗透进入民间金融以赚取利率差价(吕劲松, 2015)^[13]。上市公司也会利用这种投资机会进行金融投机,从而增加上市公司过度融资需求。上市公司过度融资需求(Excess External Financing, EEF)表现为企业实际外源融资($REF_{i,t}$)与正常外源融资($A_{i,t}$)的

差额,即:

$$EEF_{i,t} = REF_{i,t} - A_{i,t} \quad (17)$$

考虑到上市公司公开信息披露更加充分,企业资产规模较大,市场占有率和影响率较高以及在正规金融融资更具有优势,因此,相比非上市公司,上市公司更容易从正规金融获得融资。假定在不存在过度融资条件下,第*i*个上市公司第*t*年对外融资规模为*A_{i,t}*,则上市公司总体融资规模为:

$$A_{normal,t} = \sum_{i=1}^N A_{i,t} \quad (18)$$

其中,*N*为上市公司数量,令*j*个非上市公司外源融资规模为*B_{j,t}*,则非上市公司融资规模为:

$$B_{normal,t} = \sum_{i=1}^n B_{i,t} \quad (19)$$

则第*t*年上市公司和非上市公司融资规模*M_t*为:

$$M_t = A_{normal,t} + B_{normal,t} \quad (20)$$

由(17)式可知,存在过度融资的条件下,第*i*个上市公司第*t*年的实际融资为:

$$REF_{i,t} = EEF_{i,t} + A_{i,t} \quad (21)$$

则第*t*年外源融资总规模*M_t*为:

$$M_t = A_t + \sum_{i=1}^N EEF_{i,t} + (B_t - \sum_{i=1}^N EEF_{i,t}) \quad (22)$$

故第*t*年上市公司实际融资变为:

$$B_{real,t} = B_t - \sum_{i=1}^N EEF_{i,t} \quad (23)$$

上市公司外源融资被挤占额为:

$$B_{Crowd,t} = B_{real,t} - B_t = \sum_{i=1}^N EEF_{i,t} \quad (24)$$

通过分析,上市公司为了应对经营风险和金融投机,会导致上市公司过度融资,令上市公司风险应对*Risk_{i,t}*和金融投机*IF_{i,t}*对过度融资的影响系数分为为*α_{i,t}*和*β_{i,t}*,则第*i*个上市公司第*t*年的额外融资额为:

$$EEFR_{i,t} = \alpha_{i,t}Risk_{i,t} + \beta_{i,t}IF_{i,t} + \Delta_{i,t} \quad (25)$$

其中,*Δ_{i,t}*为影响额外融资的其他因素,则(24)式变为:

$$B_{Crowd,t} = \sum_{i=1}^N \alpha_{i,t}Risk_{i,t} + \sum_{i=1}^N \beta_{i,t}IF_{i,t} + \sum_{i=1}^N \Delta_{i,t} \quad (26)$$

由(26)式可知,第*i*个上市公司第*t*年风险应对和金融投机对上市公司融资挤占效应分别为:

$$\frac{\partial B_{Crowd,t}}{\partial Risk_{i,t}} = \alpha_{i,t} > 0 \quad (27)$$

$$\frac{\partial B_{Crowd,t}}{\partial IF_{i,t}} = \beta_{i,t} > 0 \quad (28)$$

由(27)式和(28)式可知,上市公司应对经营风险和金融投机,会造成非上市公司外源融资挤占,导致了融资市场的结构性短缺,加剧了二元融资市场资本价格歧视,非上市公司融资价格高企,面临融资难与融资贵的双重困境(吕劲松,2015)^[13],经营风险增加助长了上市公司过度融资行为,形成了强烈的挤出效应。由此,本文提出如下假设:

H₂:在其他条件不变的情况下,上市公司过度融资挤占非上市公司融资空间,在经济新常态中挤出效应更为明显。

3. 过度融资行为与企业资本脱实向虚

由(24)式可知,二元融资市场的挤出效应对非上市公司形成了融资饥渴,相反,却给上市公司创造了更好的套利机会。相比非上市公司,上市公司可抵押资产规模更大、可利用公开信息更多、声誉更好,因而更容易从银行取得贷款。假定H公司为规模较大的上市公司,L公司为跟H公司

有业务往来的下游小规模非上市公司。L公司需要支付资金 W 给H公司以购买物资材料或设备等,L公司选择一年期银行贷款以满足经营需要。由于非上市公司信息不透明程度较低、可利用信息较少,故银行给予L公司贷款利息为 R_L 。对L公司而言,从银行贷款成本 C_L 为:

$$C_L = W \times R_L \quad (29)$$

上市公司由于声誉较好、可利用的信息较多,因此H公司能够以较低的利率 R_H 从银行获得贷款,并有 $R_H < R_L$ 。由于H公司与L公司有业务往来,因此,H公司相比银行而言,掌握更多L公司非公开信息。另外,在L公司破产时,H公司更容易用预收账款抵扣债务以及L公司清算资产利用更加有效,使得不对称信息所造成的债务风险对H公司而言相比银行较低,因此,H公司愿意以低于 R_L 的利率 R_{idle} 向L公司提供贷款。H公司选择向银行一年期贷款 W ,付出的贷款成本为:

$$C_H = W \times R_H \quad (30)$$

H公司选择高于 R_H 的利率 R_{idle} 将一年期贷款转贷给L公司,则有:

$$C_H = W \times R_H < W \times R_{idle} \text{ 且 } C_L = W \times R_L > W \times R_{idle} \quad (31)$$

由(31)式可知,H公司将银行贷款转贷给L公司有利可图且能够被L公司接受。但根据中国人民银行颁布的《贷款通则》规定:“企业有关借款合同违反有关金融法规,属无效合同。”由于H公司并非金融行业公司,故不能直接向L公司进行贷款。H公司通过设立金融行业子公司M从事金融借贷业务,H公司将银行贷款 W 注资给M公司,M公司将资金 W 转贷给L公司。上市公司正常资本需求的影响因素主要是现金流和投资机会,即具有增长机会和盈利能力经营业务的投资,特指上市公司实体经济投资。上市公司主要通过企业现金流管理应对经营风险,考虑到上市公司交易性金融资产、可供出售金融资产都是短期的金融产品投资,故交易性金融资产、可供出售金融资产持有决策是上市公司现金流管理决策而非金融投机决策,因此,会通过应对经营风险机制来影响上市公司过度融资行为。

资本脱实向虚是指上市公司利用银行融资优势及非上市公司信息优势进行过度融资,融资的目的并非投资于企业主营业务,而是投资于与自身主营业务无关的虚拟经济,投资的目的也并非增加主营业务收入而是金融套利。因此,上市公司通过设立金融子公司、联营及合营金融公司,纷纷将从正规金融市场融资的资金绕过实体经济,通过信贷业务再次发放给非上市公司,形成了资本脱实向虚(张成思和张步昙,2015)^[8]。可见,二元融资市场套利机会的增加反过来又刺激了上市公司过度融资的动机,进一步引发资本市场下一轮二元融资市场的价格歧视,陷入经营风险上升—过度融资—价格歧视—再过度融资的恶性循环。由此,本文提出如下假设:

H₃:在其他条件不变的情况下,二元融资市场金融套利机会增加,资本脱实向虚行为的金融投机导致的上市公司过度融资行为加剧。

经济新常态中,一方面,实体企业投资收益率不高、资金周转速度放慢,企业偿债风险加大,不良贷款余额与不良贷款坏账率“双升”,投资实体经济风险增大;另一方面,商业银行基于流动性考虑,融资准入与抵押质押率门槛都会做相应调整,非上市公司从正规渠道融资更加艰难,非上市公司融资市场供需矛盾更加突出。许多上市公司寄生于二元融资市场的利益集团甚至资金掮客等,专业借道银行体系套取资金牟取巨大利差,为融资饥渴的虚拟经济投资提供了资金源(吕劲松,2015^[13];邱杨茜等,2012^[22])。相较于投资实体经济,虚拟经济投资具有收益高、见效快的特点,因此,经济处于下行阶段,上市公司对实体投资关注度下降,虚拟投资增加幅度远远大于实体经济投资,资本脱实向虚行为加剧。由此,本文提出如下假设:

H₄:其他条件不变的情况下,经济新常态下参与金融投机的上市公司对实体经济投资关注度下降,对风险应对的过度融资行为不再显著,金融化的过度融资动机更加强烈,资本脱实向虚行为更加明显。

三、研究设计

1. 数据处理、变量选取与模型设计

本文选取 2007—2015 年 A 股非金融非房地产行业上市公司(下文称实体上市公司)为样本^①,按照如下程序进行筛选:①剔除 ST 与 PT 企业样本,删除额外融资比率最小与最大 1% 以及销售收入缺失的样本数据,其中上市公司财务数据包括资产负债表、利润表及公司治理数据直接从 CSMAR 数据库得到;②选取上市公司财务报告附注中长期投资变量,运用数据挖掘技术,对上述样本公司所持股的子公司、联营及合营公司按经营业务性质进行分类,筛选出持股的子公司、联营及合营公司为金融行业企业样本,并以年为单位对其长期股权投资额进行加总,得到实体上市公司金融投机数据,总共得到 16443 个有效样本,其中从事金融投机样本数量为 3175 个;③根据企业经营利润、销售收入是否增加来判断企业经营风险,剔除掉不存在经营风险的样本数据,得到存在经营风险样本为 10957 个,其中从事金融投机的样本为 2904 个;④外部贷款总额选取社会融资规模中的人民币贷款数据,来源于中国人民银行官方网站。非上市公司可贷资金总量用人民币贷款总额减去上市公司贷款总额表示,其中上市公司贷款总额为所有上市公司短期借款与长期借款之和。

2. 变量选取

本文选择过度融资比率、经营风险和金融投机率等作为关键变量,在融资挤出效应度量方面参照张延(2010)^[23]度量财政政策挤出效应的方法,用非上市公司可贷资金占人民币贷款比重来衡量融资挤出效应。为了在微观层面检验实体上市公司应对经营风险和金融投机对过度融资行为的影响,以及在整体层面检验过度融资行为的融资挤出效应,本文分别列出两个实证检验的因变量与自变量。

(1)因变量。主要包括:

1)过度融资比率($EEFR_t$)。过度融资行为主要指上市公司为了应对经营风险和金融投机,利用外源融资优势进行过度融资。本文主要用上市公司实际借款(短期借款和长期借款)减去上市公司正常融资需求表示上市公司过度融资需求。本文借鉴 Demircuc-Kunt 和 Maksimovic (1998)^[15]提出的计算上市公司融资需求的方法,将企业成长性融资需求与可实现内生增长融资需求之差作为正常融资需求,其值越大,表示企业正常的外源融资需求越高,其计算公式为:

$$NEFR_{i,t} = (Asset_{i,t} - Asset_{i,t-1}) / Asset_{i,t} - ROE_{i,t} / (1 - ROE_{i,t}) \quad (32)$$

其中, $Asset_{i,t}$ 为企业总资产; $ROE_{i,t}$ 为企业净资产收益率,结合(20)式可得企业额外外源融资比率为:

$$EEFR_{i,t} = (LD_t + SD_t) / Asset_{i,t} - [(Asset_{i,t} - Asset_{i,t-1}) / Asset_{i,t} - ROE_{i,t} / (1 - ROE_{i,t})] \quad (33)$$

其中, LD_t 和 SD_t 分别表示上市公司长期借款和短期借款。

2)非上市公司贷款规模占人民币贷款比重($NLEFR_t$)。按照啄序理论(Jensen 和 Meckling, 1976)^[24],企业会优先选择银行贷款,而后才会选择债券融资和股票融资,对于上市公司而言,银行贷款更具有优势。一般而言,实体上市公司从银行取得贷款,投资到主营或者非主营业务当中,资金从金融系统直接流向实体经济。通过上文分析,部分上市公司会进行资本投资,而这种投资通过专业金融公司以信托贷款、委托贷款等形式流向非上市公司,资金从金融系统流向上市公司再回流到金融系统,然后再流向实体经济。而企业债券融资成本较高,金融投机套利空间较小,故本文不考虑委托贷款、信托贷款以及企业债券等,只考虑银行体系的人民币贷款。社会融资规模是实体企业从金融系统获得的信贷总额,而人民币贷款是实体企业从银行系统获得的贷款总额,因此,用人民币贷款总额减去实体上市公司外部借款总额能够有效衡量实体非上市公司人民币贷款总额。由

① 本文研究实体经济企业的投融资行为,故剔除金融行业和房地产行业的上市公司。

于人民币贷款总额逐年递增,故非上市公司人民币贷款总额并不能有效衡量融资挤出效应,本文用非上市公司人民币贷款总额与人民币贷款总额的比重来衡量上市公司整体对非上市公司融资挤出效应。

(2)自变量。主要包括:

1)金融投机率(Financial Capital Investment Rate, $FCIR_{i,t}$)。由第二部分的理论分析可知,实体上市公司金融投机会导致上市公司过度融资行为。由于交易性金融资产、可供出售金融资产为企业现金流管理决策所考虑的资产选择,与利用银行借款优势以及对非上市公司信息优势的金融投机不同,故采用实体上市公司对金融行业长期股权投资来衡量金融投机率。本文用实体上市公司长期股权投资对金融子公司、联营或合营金融公司持股总额表示该实体上市公司金融投机规模。为考虑可比性,用金融投机总额占总资产($Asset$)比率表示实体上市公司金融投机率。

2)经营风险(Operating Risk, $OR_{i,t}$)。经营风险主要指企业经营环境变化与企业内部原因导致企业业绩下降,表现为销售收入或者销售利润下降。本文对经营风险的衡量参考陈震(2012)^[25]的方法,用企业前五年利润总额的标准差除以平均值所得的变异系数,来度量企业面临的经营风险。

3)非金融非房地产上市公司过度融资总额($AEEFR_t$)。本文将所有实体上市公司过度融资额按季度进行加总,得到实体上市公司过度融资总额。在整体层面上对非上市公司贷款规模占人民币贷款比重进行回归,分析上市公司过度融资的融资挤出效应。

4)非金融非房地产上市公司金融投机总额($AIDLE_t$)。本文将所有实体上市公司金融投机按照季度加总,得到每季度实体上市公司金融投机总额。在整体层面对非上市公司贷款规模占人民币贷款比重进行回归,检验上市公司金融投机的融资挤出效应。分析金融投机的融资挤出效应,主要因为金融投机会使经济“脱实向虚”,如果金融投机的融资挤出效应较大,说明金融投机较多来自信贷市场,则对实体经济损害较大。

(3)其他控制变量。考虑上市公司异质性受地区、行业及企业所有制性质的影响,本文选取企业总资产、企业资产利润率、销售收入、杠杆率、所在省份、上市公司所处行业、企业控股股东属性作为控制变量(王正位,2010)^[26],其中,企业所处行业按照中国证监会对上市公司从A-S的分类标准。企业控股股东属性按照最终控制人属性划分为国有企业和非国有企业。此外,本文还对上市公司年龄进行控制,按上市公司成立到会计统计期的年限计算。对融资挤出效应的实证检验采用宏观季度层面数据,考虑到在经济下行的情况下,非上市公司融资门槛较高,正规金融渠道对非上市公司歧视程度较高(吕劲松,2015)^[13],故经济形势对非上市公司融资挤出有较大影响,本文用企业景气指数和GDP的同比增长率作为控制变量。

3. 实证模型设定

该部分主要实证分析上市公司应对经营风险及金融投机的融资挤出效应以及上市公司过度融资行为的结果。考虑到并非所有的实体上市公司都会从事金融投机,因此,需要分样本进行讨论。首先,用全样本分析应对经营风险对过度融资行为的影响。然后,分析从事金融投机的这些上市公司风险应对和金融投机对过度融资的综合影响,采用固定效应模型进行估计:

$$EEFR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OR_{i,t} + \gamma X_{i,t} + u_i + u_{i,t} \quad (34)$$

$$EEFR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FCIR_{i,t} + \gamma X_{i,t} + u_i + u_{i,t} \quad (35)$$

其中, $X_{i,t}$ 为控制变量。考虑到高阶理论认为企业决策团队的统计性特征与认知将会影响企业风险行为(陈闯等,2016)^[27],基于对经营风险认知差异,企业经营投资决策也会不同,故企业经营风险变化可能会影响企业金融投机行为,因此,估计模型可能会有内生性问题。为了解决金融投机行为的内生性,本文将地区差异、所有权属性差异、行业差异、年龄等变量加以控制,使用系统GMM方法进行回归,建立动态面板数据模型:

$$EEFR_{it} = \beta_0 + \beta_1 EEFR_{i,t-1} + \beta_2 OR_{i,t} + \beta_3 FCIR_{i,t} + \beta_4 LnAsset_{i,t} + \beta_5 LnAge_{i,t} + \beta_6 PR_{i,t} + \beta_7 LnRevenue_{i,t} + \beta_8 Lev + \beta_9 d_{pro} + \beta_{10} d_{ind} + \beta_{11} d_{state} + u_i + u_{i,t} \quad (36)$$

其中, $EEFR_{i,t}$ 代表上市公司 i 在 t 年的额外融资比率, 用来衡量上市公司过度融资效应; $OR_{i,t}$ 表示上市公司 i 在 t 年的企业经营风险; $FCIR_{i,t}$ 是上市公司 i 在 t 年的金融投机比例; $LnAsset$ 、 $LnAge$ 分别表示企业资产规模、企业年龄的对数变量, 控制上市公司年龄异质性对企业融资挤出效应的影响; PR 、 $LnRevenue$ 、 Lev 分别表示企业的企业资产利润率、销售收入对数、杠杆率, 用来控制影响过度融资的企业其他因素的影响; d_{pro} 、 d_{ind} 、 d_{state} 分别表示上市公司所在省份、企业所属行业以及企业是否为国有企业等控制变量, 反映企业异质性对企业产出效率的影响; 反映企业个体差异的随机干扰项, 是所有企业所有年份的随机扰动项。

虚拟经济的过度投资是以减少实体经济为代价的, 一方面, 非金融公司以减少企业自身实体项目的投资为代价 (胡奕明等, 2017) [10]; 另一方面, 本来应该流入实体经济的资金, 并没有进入实体经济, 反而通过非正规金融渠道继续滞留在金融体系内, 造成对其他实体企业的投资挤占 (吕劲松, 2015 [13]; 罗来军等, 2016 [14])。对融资挤出效应的实证分析, 主要聚焦于上市公司过度融资对非上市公司融资挤出效应以及上市公司金融投机对非上市公司融资挤出效应, 估计模型为:

$$NLEFR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LnAEEFR_{i,t} + \gamma Y_{i,t} + u_i \quad (37)$$

$$NLEFR_i = \beta_0 + \beta_1 LnAIDLE_i + \gamma Y_{i,t} + u_i \quad (38)$$

其中, $NLEFR_i$ 为所有非上市公司贷款规模占人民币贷款社会融资规模比重; $LnAEEFR_i$ 为所有上市公司过度融资总额对数; $LnAIDLE_i$ 为所有上市公司金融股权投资总额对数; $Y_{i,t}$ 为控制变量。

四、实证分析

1. 变量描述性统计

根据筛选的 16443 个非金融与非房地产开发上市公司样本中, 得到存在经营风险的样本 10957 个, 其中 2904 个样本通过子公司、联合合营公司从事金融投机业务。2015 年深沪主板市场上市公司总数为 2827 家, 有 34.8% 的实体上市公司从事金融投机业务。关键变量的描述性统计结果如表 1 所示:

表 1 主要变量描述性统计

	变量	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
全样本	过度融资比率 ($EEFR$)	10957	0.176	0.126	0.001	0.598
	经营风险 (OR)	10957	4.653e-4	0.025	0.000	2.653
	金融投机率 ($FCIR$)	10957	0.011	0.032	0.000	0.247
	总资产对数 (ln_asset)	10957	22.119	1.275	18.384	28.509
	上市公司年龄 (Age)	10957	14.304	5.214	1	35
	上市公司所有权性质 (1 为国企, 0 为非国企)	10957	0.481	0.500	0	1
从事金融投机样本	过度融资比率 ($EEFR$)	2904	0.190	0.127	0.001	0.598
	经营风险 (OR)	2904	1.053e-4	0.049	0.000	2.653
	金融投机率 ($FCIR$)	2904	0.042	0.050	0.000	0.247
	总资产对数 (ln_asset)	2904	22.641	1.476	19.027	28.509
	上市公司年龄 (Age)	2904	14.868	5.071	1	35
	上市公司所有权性质 (1 为国企, 0 为非国企)	2904	0.581	0.493	0	1

资料来源: 本文整理

从表 1 可以看出:(1)样本企业普遍存在过度融资,且企业间分离差异度较大。7011 家样本企业中,企业平均过度融资比率为 0.176,最小值为 0.001,最大值高达 0.598。(2)样本企业经营风险的差异较大。基于 2008 年以来金融危机影响,企业经营风险普遍上升,加上新常态下经济下行压力增大,企业经营环境恶化。但整体变动相对较为平稳,说明 2007—2015 年企业经营风险波动性不大。但是,存在经营风险的企业在所有样本中占比为 66.6%,说明近几年企业经营环境普遍较差。(3)企业金融投机率较高,且企业间差距较大。此外,样本企业中,国有企业占比稍高于非国有企业,规模与年龄差异较大。

2. 经营风险上升对上市公司过度融资的影响

考虑到并非所有的实体上市公司都会从事金融投机,选取从事金融投机的实体上市公司样本,并分别用包含没有经营风险的上市公司样本和剔除不存在经营风险的上市公司样本,实证检验应对经营风险与流动性冲击及金融投机对过度融资的影响。分别用全样本和剔除不存在经营风险后的上市公司样本分析应对经营风险与流动性冲击对过度融资的影响,实证检验结果如表 2 所示:

表 2 经营风险上升与过度融资行为估计结果(全样本)

因变量 解释变量	RE(全样本)	FE(全样本)	FE(国有企业)	FE(非国有企业)
	过度融资率(EEFR)	过度融资率(EEFR)	过度融资率(EEFR)	过度融资率(EEFR)
经营风险(OR)	0.1117*** (5.32)	0.0912*** (4.18)	0.1459*** (5.60)	0.0807* (2.54)
总资产对数 (ln_asset)	8.4145*** (12.84)	8.2497*** (5.68)	9.4802*** (8.64)	7.0435** (2.72)
上市公司年龄对数 (ln_age)	1.0667 (1.16)	-0.6551 (-0.26)	-3.0293 (-1.48)	1.2211 (0.28)
资产利润率	26.0016*** (3.64)	18.4918 (1.89)	8.4314 (1.12)	26.6141 (1.55)
销售收入对数 (ln_revenue)	-8.3477*** (-14.86)	-9.1462*** (-7.34)	-7.6864*** (-7.78)	-10.1633*** (-4.73)
资产负债率	20.1168*** (8.03)	8.0078 (1.81)	10.1874*** (2.93)	6.5200 (0.84)
行业	控制	控制	控制	行业
省份	控制	控制	控制	省份
常数项	-16.4306* (-1.97)	15.1566 (0.76)	-38.6348** (-2.52)	57.9872 (1.66)
观测值数量	10747	10747	5140	5607
R ²		0.0082	0.0296	0.0064
F		11.6833 [0.0000]	21.5923 [0.0000]	4.5251 [0.0000]

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$;()内为 t 值,[]内为 P 值

资料来源:本文整理

分别固定效应和随机效应回归并进行 Hausman 检验,检验结果为 48.96,拒绝原假设,故选择固定效应模型。通过回归,可以看出企业经营风险上升对企业过度融资的回归系数显著为正。从表 2 可以看出,经营风险对过度融资率的影响系数为 0.0912,说明企业经营风险越高,企业需要应对风险的过度融资需求越大,验证了假设 H₁。考虑到企业经营特性与产权性质差异会导致企业应对经营风险的态度不同,故本文将样本企业分为国有企业和非国有企业两个样本分别进行回归,所得结果如表 2 第 4 列和第 5 列所示。对国有企业而言,经营风险对企业过度融资影响显著。相比非国有企业,国有企业经营风险上升对过度融资的影响系数大于非国有企业估计结果,主要是国有企业在银行贷款更具有优势,从而银行贷款数量更大。从控制变量来看,企业规模越大,杠杆率越高,需要过度融资数量越多。资产利润率越高的企业对经营风险的反应越敏感,从而导致过度融资的数量更多。而销售收入较多的企业,可用现金流较多,从而可以降低经营风险带来的流动性冲击,需要的过度融资数量较少。

3. 上市公司过度融资行为与挤出效应的检验

从(24)式可以看出,如果社会总可贷资金不变,上市公司过度融资必然会减少非上市公司可融资规模总量,对非上市公司融资形成挤出效应。为了验证上市公司过度融资行为会挤出非上市公司外源融资,本文用人民币贷款减去上市公司借款总额衡量非上市公司外部借款总额。然后用实体上市公司过度融资总额以及金融投机总额作为解释变量分别进行回归。考虑到 2007—2015 年的时间序列数据较少,为了更有效地检验上文结论,本文用社会融资规模的季度数据,实体上市公司过度融资总额季度数据,以及金融投机总额的季度数据进行实证检验,所得结果如表 3 所示。

从表 3 第 2 列融资影响回归结果可以看出,实体上市公司过度融资对上市公司外部借款总额的回归系数显著为正,表明上市公司过度融资行为会增加上市公司外部借款总额。但是,这种影响是否是以非上市公司外源融资减少为代价,是否会造成非上市公司融资挤出效应呢?从表 3 第 3 列的回归结果可以看出,上市公司过度融资总额对非上市公司外部借款总额的影响系数不显著,说明上市公司过度融资行为对非上市公司外源融资总额没有显著影响。考虑到经济不断增长,社会的可融资规模总量不断扩大,因此,上市公司过度融资行为对非上市公司挤出效应并不是减少其他可融资规模总量,而是减少社会人民币贷款总额中非上市公司借款比率。表 3 第 4 列回归结果表明,上市公司过度融资行为显著地减少了非上市公司外源融资总额比重,这说明,上市公司过度融资行为造成了非上市公司融资挤出效应。为了进一步观察上市公司金融投机的融资挤出效应,本文用实体上市公司金融投机总额分别对非上市公司外部借款总额及非上市公司外部借款比率进行回归。从表 3 第 5 列和第 6 列回归结果可以看出,实体上市公司金融投机能够显著降低非上市公司外部借款比率,这说明,实体上市公司从银行系统获得资金用于金融投机,会显著挤占非上市公司银行贷款规模,验证了假设 H₂。实体上市公司这种金融投机行为不仅降低了资本市场的资本配置效率,还会造成资金的多次配置,增加非上市公司融资成本。

表 3 过度融资行为与挤出效应估计结果

因变量 解释变量	融资自影响	融资挤出效应			
	上市公司 外部借款总额	非上市公司 外部借款总额	非上市公司 外部借款比率	非上市公司 外部借款总额	非上市公司 外部借款比率
上市公司过度融资 总额	1.0245*** (102.71)	0.0675 (0.05)	-3.26e-14* (-1.85)		

续表 3

因变量 解释变量	融资自影响	融资挤出效应			
	上市公司 外部借款总额	非上市公司 外部借款总额	非上市公司 外部借款比率	非上市公司 外部借款总额	非上市公司 外部借款比率
上市公司金融投机 总额				-70.5913 (-1.46)	-1.50e-12** (-2.32)
企业景气指数	-3.59e+11 (-1.63)	-2.79e+13 (-0.96)	-0.0710 (-0.18)	-3.38e+12 (-0.13)	-0.0613 (-0.17)
GDP 同比增长率	1.89e+12 (1.46)	-8.46e+13 (-0.49)	-1.4675 (-0.64)	-2.40e+14 (-1.82)	-0.9842 (-0.56)
常数项	1.57e+12 (1.67)	1.58e+14 (1.28)	1.3863 (0.84)	5.85e+13 (0.51)	1.2674 (0.83)
观测值数量	36	36	36	36	36
R ²	0.9993	0.2789	0.1919	0.3239	0.2338
F	1.44e+04 [0.0000]	4.1254 [0.0140]	2.5329 [0.0744]	5.1106 [0.0053]	3.2540 [0.0343]

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$;()内为 t 值,[]内为 P 值

资料来源:本文整理

4. 资本脱实向虚与过度融资行为的检验

考虑到并非所有的实体上市公司都会从事金融投机,因此,本文选取从事金融投机的非房地产非金融上市公司样本,由于面临不同的风险,企业金融投机决策也会产生差异(文春晖和任国良,2015)^[2],因此,企业风险不仅通过应对经营风险来对上市公司过度融资产生影响,而且还会通过企业金融投机决策来间接影响上市公司过度融资行为。考虑到企业金融投机行为受到上市公司经营风险的影响,因此,上市公司金融投机行为具有内生性。为了克服金融投机行为的内生性,另外考虑到银行贷款期限较长使得过度融资具有跨期性,因此,本文用系统 GMM 对风险应对和金融投机行为对上市公司外源融资模型进行回归。解决内生性和滞后性影响进行 SGMM 回归,所得结果如表 4 所示。

从表 4 从事金融投机行为的实体上市公司样本估计结果可以看出,金融投机行为的过度融资效应非常显著,验证了假设 H₃ 的成立。假设 H₃ 成立意味着实体上市公司所持有的金融业股权越高,从金融体系进行的过度融资就越多。这种过度融资有别于实体上市公司从金融体系的正常融资,跟实体经济投资无关,主要用于虚拟经济的投资,过度融资越高,使得经济脱实向虚越严重。对比表 2 结果可以看出,在使用系统 GMM 解决金融投机的内生性问题之后,经营风险对过度融资的直接影响不再显著,而金融投机行为对过度融资影响仍然显著。这主要是因为,经营风险会影响企业金融投机决策,特别在整体市场不景气时,经营风险加大,实体上市公司更愿意利用银行贷款的融资优势来从事金融投机。从而使得经营风险上升对实体上市公司过度融资影响不再显著,而金融投机对过度融资的影响非常显著,验证了假设 H₄。对比国有企业和非国有企业样本的估计结果可以看出,非国有企业金融投机率对过度融资的影响大于国有企业,这主要因为,相比国有企业而言,非国有实体上市公司更加注重利用正规金融的融资优势,从金融体系获得资金投入到非正规金融市场进行套利,更愿意进行金融投机。在控制变量上,资产利润率、销售收入对数和资产负债率对过度融资影响显著,部分行业和省份的估计系数显著,其他控制变量的估计系数不显著。这主要

是因为,在整体市场不景气的情况下,银行对实体上市公司进行贷款,要重点考察企业盈利能力和财务杠杆,从而对企业过度融资产生影响。

考虑到 2008 年金融危机对世界经济的冲击,市场整体不景气,企业经营风险偏高。从表 4 可以看出,经济萧条时,实体经济萎靡不振,经营风险均较高,投资实体经济赚取利润的风险大于金融投机的金融风险,实体上市公司更愿意从事金融投机业务。因此,这种金融投机行为使得金融投机的企业对实体经济关注度下降,一方面,使得实体经济投资缩减,虚拟经济膨胀;另一方面,提高了从非正规金融获得融资的融资成本,加大了萧条时期非上市公司生存难度,从而抑制非上市公司实体经济投资。最终使得实体经济更加萧条,而虚拟经济虚假繁荣,造成经济泡沫,加大了经济运行风险。

表 4 资本脱实向虚与过度融资行为的估计结果(系统 GMM)

因变量 解释变量	SGMM (金融投机样本)	SGMM (非国有企业)	SGMM (国有企业)
	过度融资率(<i>EEFR</i>)	过度融资率(<i>EEFR</i>)	过度融资率(<i>EEFR</i>)
过度融资率滞后一期 (<i>L.EEFR</i>)	0.2937 ** (0.005)	0.5918 *** (0.000)	0.3539 ** (0.002)
经营风险(<i>OR</i>)	-782.6944 (0.841)	-3.64e + 03 (0.270)	1489.5293 (0.096)
金融投机率(<i>FCIR</i>)	0.9209 *** (0.000)	1.0118 ** (0.008)	0.9753 *** (0.000)
总资产对数 (<i>ln_asset</i>)	-3.3508 *** (0.000)	-0.6417 ** (0.007)	-2.5846 ** (0.001)
上市公司年龄对数 (<i>ln_age</i>)	-3.3021 (0.505)	-0.2243 (0.219)	0.2526 (0.672)
资产利润率	-20.0200 ** (0.009)	-5.2257 (0.053)	-14.8246 * (0.035)
销售收入对数	3.9224 *** (0.000)	0.3832 * (0.024)	3.3177 ** (0.001)
资产负债率	-3.4989 (0.219)	2.2559 ** (0.004)	-3.1507 (0.180)
行业	控制	控制	控制
省份	控制	控制	控制
常数项	-4.7542 (0.675)	3.7451 (0.424)	-19.1175 * (0.014)
观测值数量	1578	621	956
<i>F</i>	11.2989 [0.0000]	12.9166 [0.0000]	20.5567 [0.0000]
arl	-1.8626 [0.0625]	-1.1943 [0.2324]	-1.8564 [0.0634]

续表 4

因变量 解释变量	SGMM (金融投机样本)	SGMM (非国有企业)	SGMM (国有企业)
	过度融资率 (<i>EEFR</i>)	过度融资率 (<i>EEFR</i>)	过度融资率 (<i>EEFR</i>)
ar2	-0.8744 [0.3819]	0.0288 [0.9771]	-0.6189 [0.5359]
Hansen	65.7162 [0.1757]	45.3648 [0.9194]	67.3711 [0.2125]

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$; () 内为 t 值, [] 内为 P 值

资料来源:本文整理

5. 进一步讨论

考虑到我国经济发展地域性差异较大,不同地区和不同行业实体上市公司应对经营风险和金融投机行为差异较大,而且不同地域及行业的融资环境也有较大区别,因此,本文分行业和地区对样本分别讨论。通过分地区所得结果可以看出,各地区实体上市公司应对经营风险对过度融资影响都不显著,而金融投机对过度融资影响都比较显著。对比不同地区投资金融对过度融资的估计系数可以看出,西部地区 t 统计量为 1.928,仅在 10% 置信度下显著,主要原因是西部经济发展水平较低,外源融资市场并不完善。东北部地区实体上市公司金融投机对过度融资影响的估计系数 t 值为 10.273,在 1% 显著性水平上显著,但是,估计系数远小于其他地区,说明东北地区上市公司金融投机的动机不强烈,特别是在经营风险较低时,金融投机行为较为温和。这主要是因为东北地区是老工业基地,非上市公司相比其他地区数量较少,非正规金融融资需求较低,2013 年第一季度委托贷款和信托贷款在全国占比仅为 6.332% 和 6.907%。中部地区金融投机对过度融资的影响系数比较显著, t 值 2.561,估计值高于东北和西部地区。这主要是因为中部地区经济发展水平高于西部和东北地区,非正规金融融资需求较大,上市公司金融投机机会较多。东部地区金融投机对过度融资的影响显著, t 值为 4.591,而且影响系数高于其他三个地区,说明东部地区上市公司金融投机行为较为严重,企业面对经济形势较差时的金融投机动机较强。这主要是因为东部地区经济较为发达,各行业中企业数量较多,特别是中小规模的非上市公司较多,因此,对资金需求较大,上市公司通过金融投机的机会及利润空间较大,故金融投机对过度融资影响较为显著,而且远大于其他三个地区。

通过分行业所得结果可以看出,应对经营风险对过度融资的影响都不显著,除了其他综合行业外,其他行业金融投机对过度融资都比较显著。其中,商业行业上市公司金融投机行为对过度融资影响非常显著(t 值为 2.866),而且大于全样本企业回归所得结果,商业行业的上市公司金融投机行为较为强烈。这说明,商业行业相较于工业和公共事业而言,企业收益率较高,资金周转较快,特别在经济新常态下资本流动性也相对较强,相应地企业偿债风险较低,不良贷款余额与不良贷款坏账率相对较低,金融投机动机强烈;而工业行业固定资产投资较大,投资回收期长,自身占有资金比较多。另外,基于工业投资收益率较低,投资预期不高,商业银行基于流动性考虑,融资策略和融资歧视产生变异,融资渠道相应受到约束,因而金融投机行为显著性相对较低(t 值为 1.778)。而公共事业基于公共产品的特性,具有稳定的收益率,其流动性、偿债风险均介于商业与工业之间,因而其金融投机率也相应处于次之地位。这与假设 H_4 的结论吻合。因此,应该重点监管商业行业中非金融非房地产上市公司,规范其投融资行为,引导资金直接流向实体经济,防止虚拟经济过度膨胀。

6. 稳健性检验

为使研究结论更加可靠,本文对实证结果进行稳健性检验。上文中企业风险主要是用净利润

下降额除以企业净资产表示企业经营风险高低来衡量,为检验结果的稳健性,用销售收入的减少额除以企业总资产来衡量企业风险程度。替换上市公司风险变量后,利用系统 GMM 对全样本、非国有企业、国有企业回归后所得结果基本一致,说明上文对实体上市公司应对经营风险与投资金融资本对实体上市公司过度融资影响分析所得结论是有效的。

为了解决内生性,本文选取投资金融资本率的滞后项作为工具变量进行 2SLS 回归,同时,为了解决被解释变量滞后项的内生性,选择其他解释变量的滞后项作为工具变量,用面板工具变量法回归。通过所得结果可以看出,采用工具变量进行 2SLS 回归,投资金融资本率对过度融资率影响显著,经营风险对过度融资率影响不显著。投资金融资本率的估计系数,非国有企业小于国有企业,这与前文所得结果基本一致,说明上文应对经营风险与投资金融资本对实体上市公司过度融资影响分析结论是有效的。

五、主要结论与建议

本文构建了包含经营风险和金融投机的企业融资行为模型,分析了上市公司过度融资行为动机及对二元融资市场非上市公司的融资挤出效应,诠释了资本脱实向虚的微观机理,并选取 2007—2015 年非金融非房地产行业上市公司 16443 个样本数据进行实证检验。研究发现,在经济新常态下,外部经营风险与流动性紧缺是企业产生额外保值融资需求的主要原因,上市公司过度融资动机强烈;上市公司会利用自身基于银行借款优势通过设立联营、合营及金融子公司或通过通道业务向非上市公司进行贷款,将已有的融资绕过实体经济在资本市场中空转,形成资本脱实向虚;上市公司在金融投资选择中会更加倾向于回报率高、资金周转快的虚拟经济,加剧资本脱实向虚行为;上市公司过度融资行为通过二元融资市场对非上市公司产生强烈的挤出效应,降低了非上市公司实体经济投资资金总量,导致非上市公司经营环境恶化,遭受融资难与融资贵的双重约束,限制了非上市公司的实体经济投资。因此,需要加强对上市公司资本监管:

1. 禁止企业资金参与金融体系资金空转

经济新常态下,整体经济市场不景气,企业经营风险上升,企业资本流动性紧缺加大。为了防范金融风险,企业保值融资需求增加,一些信誉较好、融资能力较强的大企业纷纷进行了过度融资。这些企业并没有将融资直接用于投资实体企业,而是通过金融二元金融市场产生的价格歧视效应对非上市公司进行贷款,这就导致了信贷资金绕过实体经济在资本市场空转,形成资本脱实向虚。如 2016 年 10 月 21 日中国银监会宣布严禁信贷、理财资金违规流入房地产;2017 年 4 月的银监会 6 号文禁止同业投资嵌套、严格资本计提、规范委外业务和债券统一授信等。因此,需要银监会进一步出台政策规范大企业融资使用用途,严禁企业资金通过各种渠道进入金融体系空转。

2. 严格监管实体上市公司参股控股金融企业

在资本脱实向虚的过程中,过度融资上市公司倾向于通过设立联营、合营及金融子公司或通过通道业务向非上市公司进行贷款套利,对于已经参与金融投机的上市公司尝到了金融投机牟利的甜头,会更加倾向于回报率高,资金周转快的虚拟经济投资;相反,对于收益率不高,投资规模大,回收期相对较长的实体经济投资关注度下降,投资实体经济规模和增速下降,虚拟投资膨胀,资本脱实向虚更加严重。因此,严格监管实体上市公司参股控股金融企业十分必要。

3. 加大对实体非上市公司贷款扶持

上市公司的过度融资与资金空转反过来又加剧了二元融资市场的形成。首先是对非实体上市公司融资空间的挤出。上市公司基于优越的融资条件以及强烈的融资动机抢占了本应该投资非上市公司的融资;商业银行基于流动性考虑也通过融资门槛设定和抵押质押条件的设立,将非上市公司拒之于正规融资门外,非上市公司融资空间受到双重挤压。其次是对非上市

公司融资价格的挤出。上市公司过度融资加剧了二元市场结构的供需结构矛盾,非上市公司融资成本高企,致使非上市公司资金成本高于企业利润,经营环境恶化,非上市公司遭受融资难与融资贵的双重约束。而非实体上市公司,占据了总体企业数量的90%以上,为从事实体投资的主体,却遭受了融资难与融资贵的双重挤压,因此,需要加大对非上市公司贷款的扶持措施:一是要对非上市公司施行贷款利率的优惠或者贷款补贴,消除二元融资市场的利率价格歧视;二是要降低非实体上市公司的融资门槛,创新贷款抵押担保方式,给实体非上市公司营造公平的贷款环境。

参考文献

- [1]叶祥松,晏宗新.当代虚拟经济与实体经济的互动——基于国际产业转移的视角[J].北京:中国社会科学,2012,(9):63-81.
- [2]文春晖,任国良.虚拟经济与实体经济分离发展研究——来自中国上市公司2006—2013年的证据[J].北京:中国工业经济,2015,(12):115-129.
- [3]Tobin James. On the Efficiency of the Financial System[J]. Lloyds Bank Review,1984,(153):112-125.
- [4]Robert G. K., Ross L. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence[J]. Journal of Monetary Economics,1993,(32):513-542.
- [5]Goldstein Don. Uncertainty, Competition, and Speculative Finance in the Eighties[J]. Journal of Economic Issues,1995,(29):719-746.
- [6]卢卡斯·门克霍夫等.金融市场的变迁——金融部门与实体经济分离了吗?[M].北京:中国人民大学出版社,2005.
- [7]Foster, J. and F. Magdoff, The Great Financial Crisis: Causes and Consequences[M]. Monthly Review Press,2009.
- [8]张成思,张步县.再论金融与实体经济:经济金融化视角[J].北京:经济学动态,2015,(6):56-66.
- [9]Krippner G R. The Financialization of the American Economy[J]. Socio-Economic Review,2005,3,(2):173-208.
- [10]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].北京:经济研究,2017,(1):181-194.
- [11]林毅夫,孙希芳.信息、非正规金融与非上市公司融资[J].北京:经济研究,2005,(7):35-44.
- [12]陆岷峰,张惠.金融产业资本与实体经济利润合理分配研究[J].北京:经济学动态,2012,(6):53-57.
- [13]吕劲松.关于非上市公司融资难、融资贵问题的思考[J].北京:金融研究,2015,(11):115-123.
- [14]罗来军,蒋承,王亚章.融资歧视、市场扭曲与利润流失——兼议虚拟经济对实体经济的影响[J].北京:经济研究,2016,(4):74-88.
- [15]Demircug-Kunt, Maksimovic. Law, Finance, and Firm Growth[J]. Journal of Finance,1998,(6):2107-2213.
- [16]Froot, K., D. Scharfstein, J. Stein. Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies[J]. Journal of Finance,1993,(48):1629-1658.
- [17]Jean Tirole. The Theory of Corporate Finance[M]. Princeton University Press,2007.
- [18]Fazzari, S., R. G. Hubbard, and B. C. Petersen, Financing Constraints and Corporate Investment[J]. Brooking Papers on Economic Activity,1998,(1):141-206.
- [19]Kaplan, S., and L. Zingales, Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow? [J]. Quarterly Journal of Economics,1997,(112):169-215.
- [20]David Dickinson, Marie-Claire Villeval. Does Monitoring Decrease Work Effort? The Complementarity between Agency and Crowding-out Theories[J]. Games and Economic Behavior,2008,(63):56-76.
- [21]Stiglitz, J. E., Weiss Andrew. Credit Rationing in Market with Imperfect Information[J]. The American Economic Review,1981,(71):393-410.
- [22]邱杨茜,陈颖,余军,何孝星.当前我国金融体系与实体经济运行的问题与对策研究[J].北京:经济学动态,2012,(8):57-62.
- [23]张延.中国财政政策的“挤出效应”[J].北京:金融研究,2010,(1):58-66.
- [24]Jensen M C, Meckling W H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,(3):305-360.
- [25]陈震.经营风险、管理层权力与企业高管层内部薪酬差距[J].北京:经济管理,2012,(12):51-61.
- [26]王正位,王思敏,朱武祥.股票市场融资管制与公司最优资本结构[J].北京:管理世界,2011,(2):40-48.
- [27]陈闯,吴晓晖,卫芳.团队异质性、管理层持股与企业风险行为[J].天津:管理科学学报,2016,(5):1-13.

Excessively Financing ,Squeezing-out Effect and Capital Degenerating to Virtue: Evidence of China's Real Listed Firms from 2007 to 2015

WEN Chun-hui, LI Si-long, GUO Li-hong, YU Jing-jing

- (1. Economic School of Hunan Agricultural University, Changsha, Hunan, 410128, China;
2. Finance School of Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China;
3. National Academy of Economic Strategy, CASS, Beijing, 200433, China)

Abstract: Under the background of the new normal with slowing growth period, structural adjustment period, and stimulus policy coming into play, the development of the real economy is facing unprecedented pressure and risks. Investment efficiency is continuously declining, general commodity prices continue to be sluggish, and the return rate of physical investment and labor productivity growth and total factor productivity have shown a downward trend. In particular, the basic industrial sectors such as manufacturing and heavy industry have been severely impacted, and doubts remain as to whether they can continue to promote economic growth. The divergence between the growth rate of money and GDP growth, the deviation of financial growth and investment efficiency, and the deviation of asset prices from commodity prices, etc. . Those problem of capital disintegration become more and more apparent, which is the main factor of the real economy development risk. Monetary growth and the scale of financial assets continued to increase. Asset prices continued to grow. The proportion of financial value added in GDP continued to rise. Capital transforming real economy into virtual economy, high leverage, and the false profit of virtual economy lead to serious asset bubbles and abnormal development of virtual economy. The result of the “capital transforming real economy into virtual economy” : Firstly, capital does not enter into the real economy, and lead to arbitrage activities within the financial system; Secondly, there is a misalignment of physical capital operations, which make capital excessively flow to real estate without flowing into the manufacturing industry; The inflow of real economic capital have the lengthy financing chain and high financing costs. The trend of “financialization” has led to the expansion of external financing needs of enterprises. At the same time, special interests parasitizing in the dual financial market have become financial clients. They have used bank systems to absorb funds to penetrate into private finance in order to extract huge interest-rate spread. In particular, during the economic downturn, the company's operating risks have increased. To ensure that capital chain will not break, companies need to absorb amount of capital to cope with corporate risks, so that companies with financing advantages will make substantial financing in the financial market and produce squeezing-out effect for non-listed companies. This article studies the excessively financing behavior and crowding-out effect of listed companies on the purpose of financial equity investment. We explain the microcosmic mechanism of capital divestment and select the data of listed companies of real economy from 2007 to 2015 to do empirical tests. The study finds that: 1 The increase in operating risk under the new normal economy leads to the financing needs of the company to increase the value of company is an important reason for excessively-financing of listed companies; 2 The excessively-financing behavior of listed companies strengthens the price discrimination in the dual financing market through the crowding-out effect. The feedback effect of the market caused both the listed company and the non-listed company's capital to transform real economy into virtual economy. 3 In the new normal economy with high business risk, the listed companies participating in financial speculation have decreased their attention and enthusiasm for entity investment, and their motivations for transforming real economy into virtual economy have become stronger. State-owned, eastern and commercial listed companies have a larger scale of excessively-financing. There is even greater motivation to invest virtual economy, and squeezing out effect of the non-listed company financing market is even more serious. Therefore, the government should scientifically and rationally guide the flow of capital to the real economy, introduce regulatory policies to prohibit the refinancing of listed company financing funds entering the financial system again, eliminate the participation of listed companies in controlling financial companies, and strengthen the loan support for non listed companies.

Key Words: China's new normal; the dual structure of the financing market; excessively financing; squeezing-out effect; transforming real economy into virtual economy

JEL Classification: G31, G34, O12

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2018.07.003

(责任编辑:刘建丽)