

金融改革与制造业上市公司的金融关联

吕玉霞 于 丛

摘要: 受结构性因素影响,制造业近年来经营绩效下降;而另一方面,金融业的改革降低了进入门槛,使得大量制造业上市公司参股金融机构。文章利用制造业上市公司数据,讨论了制造业上市公司建立金融关联的动因及其影响。研究发现:制造业上市公司投资金融机构行为存在一定的“马太效应”,资产收益率和资产净额高的上市公司更容易实现对金融机构的投资;制造业上市公司投资金融机构并没有提高其主营业务的经营绩效和市值;制造业上市公司投资金融机构也没有迫使被投资贷款类金融机构的目标发生偏移。其结论是,通过创新实现“智能制造”才是保证制造业持续发展的正确道路。

关键词: 金融改革; 制造业; 金融关联; 经营绩效

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2020.04.018

一、引言

建立与产业结构相匹配的金融结构是中国等发展中国家所要面临的重要问题。中国劳动力丰富而资本相对稀缺的要素禀赋结构,决定了发展劳动密集型的成熟制造业符合其比较优势。这些产业的技术或产品都曾经存在于发达国家而风险较低,银行业能够较好地处理信息不对称问题,从而发挥资金监督的作用而实现高效率的金融资源配置^{①②}。制造业中最具有活力的是众多中小企业,因而,发展为中小企业服务的中小银行是进入 21 世纪以来金融结构优化和改革的方向。根据银保监会 2015 年年报,民间资本进入银行业已经基本实现常态化。

但是,现实中制造业公司大多面临由金融抑制而导致的融资难和融资贵问题。研究者担心,由于监管机构过度干预金融活动而形成对金融体系发展的限制,可能对制造业融资和经营活动产生负面影响^③。在中国,监管机构严格限制直接和间接融资模式,致使融资形式单一,无法满足企业的多样化需求。然而,金融资源还可能由获得金融资源的企业以商业信用的形式进行金融资源二次分配。如王彦超研究发现,较易获得银行融资的企业实际上充当了“影子银行”的角色^④。这些研究启发了本文从制造业参与金融机构经营的角度来考虑金融抑制问题。

近年来,制造业 TFP 增速和企业间资源配置效率都有所下降,根据杨汝岱的研究,制造业企业间的配置效率在 2004 年后不断恶化^⑤。2008 年美国金融危机后人民币升值进一步压缩了制造业的

收稿日期: 2019-11-13

基金项目: 山东省自然科学基金面上项目“房地产周期与土地资源配置的经济效应”(ZR2016GM24); 山东省高等学校青创科技计划团队项目“社区支持农业”(2019RWG032)。

作者简介: 吕玉霞,山东大学经济研究院博士后、山东青年政治学院副教授(济南 250100; yuxialv@126.com); 于丛(通讯作者),山东大学经济研究院博士研究生(济南 250100; 17860626028@163.com)。感谢山东大学法学院硕士生韩杰杰出的助研工作。

① 林毅夫、孙希芳、姜烨:《经济发展中的最优金融结构理论初探》,《经济研究》2009 年第 8 期。

② 龚强、张一林、林毅夫:《产业结构、风险特性与最优金融结构》,《经济研究》2014 年第 4 期。

③ 王勋、Anders Johansson:《金融抑制与经济结构转型》,《经济研究》2013 年第 1 期。

④ 王彦超:《金融抑制与商业信用二次配置功能》,《经济研究》2014 年第 6 期。

⑤ 杨汝岱:《中国制造业企业全要素生产率研究》,《经济研究》2015 年第 2 期。

盈利空间。与之相对,金融业改革后降低了企业的进入门槛。研究者普遍担心,制造业企业转向金融行业投资可能会影响到其主业的发展。本研究从实证角度出发,从三个方面展开讨论:第一,制造业上市公司建立金融关联的影响因素;第二,制造业上市公司建立金融关联对其自身经营绩效的影响;第三,制造业上市公司对金融机构的投资行为是否改变关联金融机构的经营政策及资金流向。

本研究可以归入金融业和实体经济之间相互关系的研究。Guzman 等认为集中度高的金融业结构通常不利于经济增长^①。Rajan 和 Zingales 则从甄别借款者角度出发,认为此举可以减少过度竞争而引发的金融波动,从而有利于经济增长^②。林毅夫和姜烨则认为金融结构内生于禀赋比较优势所决定的产业结构,鉴于中国相当长时期内以劳动密集型的中小企业为主导,因而金融改革的方向是建立面向中小企业、以间接融资为主导的金融体系^③。吴晗和贾润崧在产业层面上验证了中小银行对于信贷资源配置效率的影响,发现中小银行发展有利于僵尸企业退出市场^④。与这类基于宏观或产业层面的研究不同,本文着重研究制造业上市公司建立金融关联的行为。

与本研究密切相关的文献还有关于银行关联与企业经营绩效方面的研究。Lu 等发现持有银行股份的企业能得到更高的信贷额度,使得目标资本结构的偏离度更低^⑤。张胜等、翟胜宝等则发现,银行关联企业的风险高于非银行关联企业,特别是非国有企业和规模较小的企业承担的风险更高^{⑥⑦}。本文与这些文献的差异在于视角不同,是从制造业自身发展的角度,讨论金融改革对于制造业建立金融关联的影响以及这类金融关联对于制造业发展的意义。

利用制造业上市公司 2007-2014 年数据,本文建立生存分析模型和倍差法模型,分别讨论了制造业上市公司建立金融关联的动因及其影响。研究发现:资产收益率和资产净额高的上市公司更容易实现对金融机构的投资;制造业上市公司投资金融机构并没有提高其主营业务的经营绩效;制造业上市公司投资金融机构后市场价值并未提高,减少主营业务投资则降低了长期盈利性,从而一定程度上抵销了建立金融关联的短期获利;制造业上市公司投资金融机构也没有迫使投资贷款类金融机构发生目标偏移。

本文在以下方面拓展了已有研究。一是本研究聚焦于制造业上市公司的金融关联及其对于上市公司主营业务和融资便利的影响。已有文献多讨论银行关联的影响,而忽略了近年来发展较快的贷款类金融机构和担保公司。此外,已有文献多讨论银行关联与一般企业经营之间的关系,而本文在制造业转型升级背景下讨论制造业上市公司建立金融关联的相关问题,对于指导制造业发展具有更为明确的指向性。二是利用生存分析模型能够考察数据动态特征的优势,讨论了制造业上市公司建立金融关联的动态特征。而 Lu 等(2012)仅使用 Probit 模型考察了企业建立银行关联的静态特征。从统计意义上,本研究使用生存分析模型充分考虑了企业决策的动态特征,所估计的系数在统计意义上更有效。三是利用制造业上市公司建立金融关联的时间差异,在倍差法(Difference in Difference)的框架下,更为可信地估计了金融关联对企业经营绩效和关联金融机构资金流向的影响。本文所使用

① Guzman, M., "Bank Structure, Capital Accumulation and Growth: A Simple Macroeconomic Model", *Economic Theory*, 2002, 16(2), pp. 421-455.

② Rajan, R. G., Zingales, L., "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, 11(3), pp. 40-48.

③ 林毅夫、姜烨:《发展战略、经济结构与银行业结构:来自中国的经验》,《管理世界》2006 年第 1 期。

④ 吴晗、贾润崧:《银行业如何支持实体经济的供给侧改革?——基于企业进入退出的视角》,《财经研究》2016 年第 12 期。

⑤ Lu, Z. F., Zhu J. G. and Zhang W. N., "Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China", *Journal of Banking and Finance*, 2012, 36(12), pp. 341-354.

⑥ 张胜、张敏:《企业持股银行与资本结构动态调整》,工作论文,2013 年。

⑦ 翟胜宝、张胜、谢露、郑洁:《银行关联与企业风险——基于我国上市公司的经验证据》,《管理世界》2014 年第 04 期。

的倍差法框架和面板数据结构能在很大程度上控制随时间不变的偏差,从而能够有效地估算出金融关联的净影响。

后文安排如下:第二部分简要介绍了制造业上市公司建立金融关联的现状以及研究所用数据的来源;第三部分分析了制造业上市公司建立金融关联的动因;第四部分考察了制造业上市公司金融关联对主营业务经营绩效和市场价值以及被投资金融机构政策目标的影响;第五部分给出研究结论并讨论其政策含义。

二、制造业上市公司建立金融关联的现状与数据来源

(一)制造业上市公司建立金融关联的现状

基于廉价劳动力、高储蓄和高投资的制造业粗放型增长方式难以为继。随着中国进入中等收入国家行列,老龄化程度深化和劳动力资源利用度升高,人口红利已经逐渐消失,而资本投入和出口增长率已经处于高位,维持现有水平都非常困难。自2004年前后东部区域制造业发展出现的民工荒和电荒、水荒就是粗放型增长方式亟须改变的明证。因而,制造业转型升级实现内生增长模式才能保证宏观经济稳定持续增长。

制造业企业面临的经营困难有逐渐加剧的趋势。根据杨汝岱(2015)利用 Penn World Table 8 数据的估算结果,TFP 增速近年来有所放缓,1998-2007 年间中国 TFP 平均增速为 3.3%,而 1998-2011 年间这一数值降为 2.9%,企业间配置资源而产生的效率提升也有所下降。2008 年美国金融危机和人民币升值,使得制造业出口受到较大冲击,增长率也出现较大幅度回落。制造业自身发展面临的困境促使企业寻找新的发展机遇,而金融改革后放松对金融业的准入限制则为制造业公司建立金融关联提供了机会。

银行业在中国金融体系中占据主导地位,2015 年末,银行业金融机构资产总额为 199.3 万亿元,是 GDP 的 2.94 倍。针对以大银行为主导的金融体制造成中小企业融资困难问题,银保监会在 2006 年成立后对银行业进行了一系列改革,包括对信用社进行经营体制改革和引入民间资本等。由此,制造业公司投资金融机构而建立金融关联在政策上才具有可能性。

制造业建立金融关联在 2007 年后有了长足发展。下表列出了 2007-2014 年间制造业上市公司投资金融机构行为的类型,如果一家上市公司多次对同一家金融机构投资,则归并为一项投资业务。从投资业务总量上看,制造业上市公司共投资了 1356 家金融机构,在所有投资中,对银行类金融机构的投资占比 41.67%,其他主要投资则分布在证券和贷款类公司,剩余种类的投资则仅占总投资的 20%。按金融机构的经营特征来区分,银行、贷款类公司、担保公司的核心业务都为信贷业务,制造业上市公司热衷于投资这些信贷金融机构可能是因为制造业上市公司的贷款需求较高,而证券、保险、基金、期货等金融业态的业务则相对独立于制造业上市公司的主营业务。从制造业上市公司建立金融关联的动因来考虑,制造业上市公司投资信贷类金融机构有可能为自身主营业务融资。所以,在后文分析我们主要评估信贷类金融机构的影响。

表 1 制造业上市公司投资金融机构行为类型(2007-2014)

业务类型	观测值(个)	占比(%)
银行	565	41.67
贷款类公司	309	22.78
证券	204	15.04
保险	71	5.24

续表 1

业务类型	观测值(个)	占比(%)
担保公司	65	4.79
融资租赁公司	39	2.88
基金	38	2.8
期货	34	2.51
信托	14	1.03
典当	10	0.74
其他	7	0.52

注:本表按制造业上市公司所投资的每个金融业务分别计算。银行主要指城市、农村商业银行和村镇银行;贷款类公司指小额贷款公司和城市、农村信用社以及信用合作社等;担保公司指为方便企业取得贷款而进行信用担保的公司。

制造业上市公司参股贷款类金融机构与金融业改革和民营化的进程相一致。国家在 2006 年后推行以信用社改制和设立中小贷款类公司为重点、提升其经营能力的一系列改革,同时吸引民营资本进入。图 1 展示了 2007-2014 年间制造业上市公司投资三类金融信贷机构业务的年度变化。总体上看,制造业上市公司在样本期间每年都有一定数量的新增投资。从类别上看,在三类信贷机构中,新增的银行和贷款类公司投资高于新增担保公司的投资。值得注意的是,银行在 2007 年之前就有比较大的投资总量,这可能与商业银行市场化改革起步较早有关系。

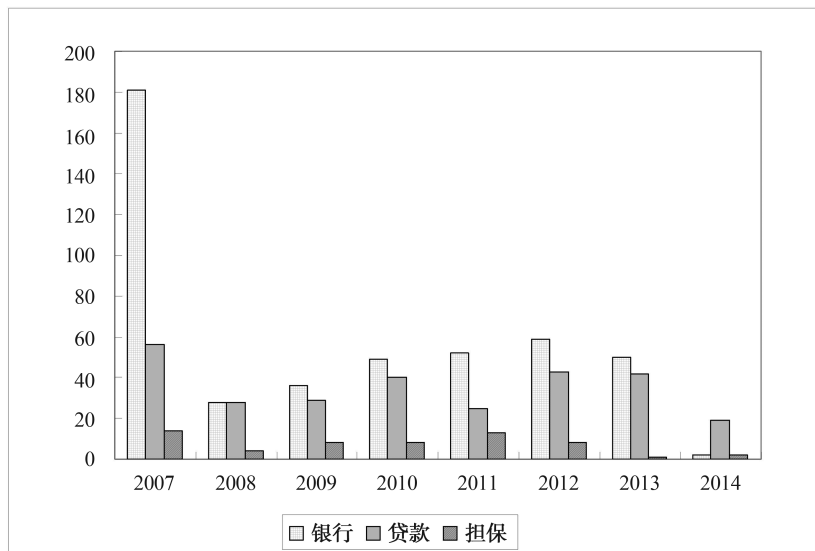


图 1 制造业上市公司投资三类金融信贷机构业务的年度变化(2007-2014)

注:2007 年数据统计了至 2007 年所有在投的金融业务。

(二)制造业样本公司未建立金融关联状态的基本统计

生存函数(survival function)是描述生存时间统计特征的基本函数,我们将其定义为制造业上市公司在样本中持续超过 t 年未建立金融关联的概率,即 $S_i(t) = P(T_i > t)$ 。本文定义公司“生存”时间为某一制造业公司从进入样本到初次投资金融机构所持续的时间。对于某个具体年份而言,如果公

司投资于金融机构,则定义 $failure=1$;没有投资,则 $failure=0$ 。根据 Kaplan 和 Meier (1958)^①,我们采用 K-M 生存函数进行如下统计:

$$S(t) = \prod_{k=1}^t \frac{nk - dk}{nk}$$

其中, nk 是指在 k 期处于有待于投资于金融机构中的制造业上市公司个数, dk 代表同期观测到的实际投资于金融机构的制造业上市公司个数。基于 Kaplan-Meier 估计,图 2 估计了制造业上市公司投资金融机构行为的累计概率。累计概率可以看做样本期间投资金融机构的制造业上市公司占全部制造业上市公司的比例。在样本期间,制造业上市公司投资金融机构的累计概率为 20%,这意味着平均来看,20%的制造业上市公司参与了投资金融机构。从年度分布上看,每年平均的新增投资概率在 2%-4%之间,这一概率在 2012 年以后略有上升,这表明这制造业上市公司积极投资于金融机构的热情仍旧没有消退。

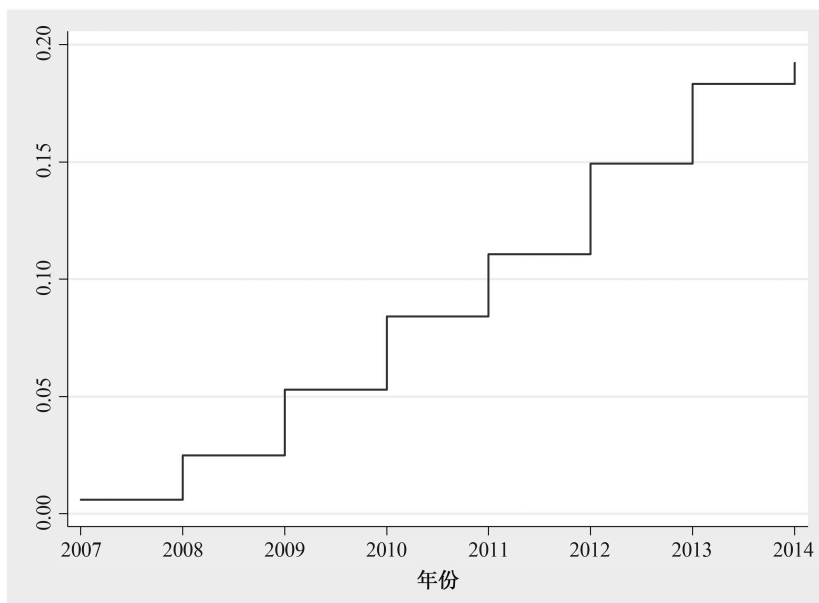


图 2 制造业上市公司投资金融机构行为的累计概率估计

(三) 样本选择与数据来源

本研究样本选取 2007-2014 年我国沪深主板市场、深市中小企业板和深市创业板全部制造业上市公司。在进行样本筛选过程中,剔除存在变量缺失的观测值。经过处理后,最终样本为 2007-2014 年间 1657 个制造业上市公司的 9950 个观测值。为了消除异常值的影响,本研究对所有连续变量在 1%和 99%分位上进行了 Winsorize 处理。本研究所用财务数据均来自国泰安(CSMAR)数据库,制造业上市公司投资金融机构的相关数据根据年报经手工整理而得。

表 2 是对研究所用变量的统计性描述。从资产规模、公司成立历史和所有权结构看,沪深主板市场上的制造业上市公司的资产净额更大,成立的时间更长,国有股份占比更高。而深市中小企业板和创业板上的上市公司盈利性指标的要好于沪深主板市场的制造业上市公司,前二者的资产收益率分别为 0.5%和 0.6%,而后者仅为 0.2%。

^① Kapla, E. and Meier P., "Nonparametric Estimation from Incomplete Observations", *Journal of the American Statistical Association*, 1958, 53(282), pp. 457-481.

表 2 变量描述性统计

英文变量名	中文变量名	沪深市场		中小企业板		创业板	
		均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
<i>cap_profit_org</i>	资产收益率(%)	0.02	0.14	0.05	0.07	0.06	0.05
<i>firm_age</i>	公司成立年限(年)	14.8	4.4	10.05	4.45	10.06	4.58
<i>share_state</i>	国有股占比(%)	11.01	18.92	3.66	12.32	1.83	7.66
<i>turnover</i>	资产周转率(次)	77.66	52.94	68.97	48.21	45.21	20.25
<i>tangible</i>	有形资产占比(%)	27.98	16.29	23.64	12.78	16.91	11.29
<i>roa</i>	资产收益率(%)	2.58	76.31	5.18	7.37	5.87	4.49
<i>fixed_employee</i>	ln(员工人均固定资产净额)	1.93	0.99	1.75	0.86	2.23	0.86
<i>ln(net_asset)</i>	ln(资产净额)	3.51	1.33	2.87	0.78	2.42	0.61
<i>cap_loan</i>	资产负债率(%)	0.6	1.84	0.35	0.19	0.23	0.15

三、制造业上市公司建立金融关联的动因

为了研究哪类制造业上市公司更倾向于建立金融关联,我们使用了生存分析模型。比例风险模型(proportional hazard model, 简称为 PH 模型)和加速死亡模型(accelerated failure time model, 简称为 AFT 模型)是两种最常见的连续时间生存分析模型(Jenkins)^①。我们首先对本文的样本进行了“比例风险检验”(proportion hazards assumption test), 结果发现本文中影响企业存活的重要变量如资产规模、经营年限等都无法满足 COX 模型的“比例风险”关键假设, 因而我们采用加速死亡模型来估计制造业上市公司建立金融关联的影响因素。加速死亡模型的基本设定为:

$$\ln T = \beta X + z$$

其中 T 为制造业上市公司未向金融机构投资的“存活期限”, 向量 X 为影响企业生存时间的一组因素, 向量 β 为待估计参数。令 $\mu = z/\sigma$, z 是误差项, σ 是生存危险函数的规模因子, 其中 μ 服从极值(Gumbel)分布。把 $z = \sigma\mu$ 代入上式有:

$$\ln T = \beta X + \sigma\mu$$

上式可转化为 $T \cdot \exp(-\beta X) = e^{\sigma\mu}$, 其中 $\exp(-\beta X)$ 是生存时间的比例因子。AFT 模型的优点在于容易理解制造业上市公司未向金融机构投资的“存活期限”的影响因素; 如果 $\exp(-\beta X) > 1$, 那么制造业上市公司向金融机构投资会加速到来, 即生存时间(survival time)被缩短了; 当 $\exp(-\beta X) < 1$ 时, 制造业上市公司向金融机构投资会延迟发生, 生存时间被延长。

我们首先采用生存分析模型估计了制造业上市公司未建立金融关联状态的持续时间, 估计结果见表 3。其中各个变量的估计系数表示各个因素对公司投资金融机构情况的边际影响, 系数大于 0 表明该因素有助于制造业上市公司投资金融机构。表 3 中第一列和第二列分别采用了 Weibull 和 Gompertz 模型, 结果发现, 两类影响制造业上市公司投资金融机构因素的估计系数, 无论系数方向和显著性水平都较为一致。

实证结果表明, 基本面较好的制造业上市公司更容易建立金融关联, 资产收益率和资产净额高的上市公司更有可能投资金融机构, 而经营期限较短的年轻制造业上市公司在投资金融方面也略占优

^① Jenkins, S., “The Shapes of Hazard, Survival and Related Functions”, Memo, 2005, University of Essex.

势。具体而言,给定其他条件不变,当资产收益率每增加1个百分点时,制造业上市公司投资金融机构的概率提高1.993个百分点。这表明,制造业上市公司投资金融机构投资存在一定的“马太效应”;尽管那些盈利性差的制造业上市公司更希望投资于金融机构以改善利润状况,而实际能够实现投资的反而是那些盈利性更强的公司。由于担心金融机构的投资方“跑路”(Bank Run),管理当局对投资方施加了一系列限制,造成只有资产规模大、收益率高的企业才能争取到向金融机构投资的机会。

其他控制变量中,资产负债率在统计上也是显著的,但由于其系数过小,这一效应在经济意义上并不显著。此外,这种金融机构投资机会也没有趋向于国有股份高的公司,民营企业并没有受到投资机会的限制,这从侧面也证实了银保监会将民营资本引入银行业政策的有效性。

表3 制造业上市公司投资金融机构期间的影响因素分析

变量	Weibull	Gompertz
<i>cap_profit_org</i>	1.993** (0.973)	1.993** (0.973)
<i>ln(net_asset)</i>	0.200*** (0.050)	0.200*** (0.050)
<i>firm_age</i>	-0.028** (0.012)	-0.028** (0.012)
<i>share_state</i>	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.004)
<i>turnover</i>	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
<i>tangible</i>	0.008 (0.005)	0.008 (0.005)
<i>roa</i>	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)
<i>fixed_employee</i>	-0.087 (0.081)	-0.087 (0.081)
<i>cap_loan</i>	0.064*** (0.024)	0.064*** (0.024)
<i>intercept</i>	-5077.283*** (213.247)	-671.574*** (27.996)
<i>/ln_sig</i>	6.503*** (0.042)	
<i>/ln_gam</i>		0.332*** (0.014)
<i>N_fail</i>		
<i>N_sub</i>	8978	8978
<i>N</i>	9950	9950

注:括号内为标准差。***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.10$,下同。

四、制造业上市公司金融关联的影响

(一)倍差法模型

接下来我们讨论制造业上市公司金融关联的影响。制造业上市公司投资金融类公司,一方面,可能会提高这些公司融资便利性,从而对其主营业务的经营绩效和 market 价值产生正向作用;另一方面,

也有可能将本应用于主营业务的资金投入到与主营业务关联性较差的金融领域,对其主营业务的经营绩效和市值产生负向作用。为了评估制造业上市公司建立金融关联的影响,我们建立了以下基于面板数据的倍差法模型:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treat + \beta_2 Policy + \beta_3 Treat \times Policy + \mu_i + X_{it}\gamma + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 i 代表制造业上市公司, t 代表年份。变量 $Treat$ 反映制造业上市公司是否建立金融关联,对于建立金融关联的实验组, $Treat$ 取值为 1, 而对照组中 $Treat$ 取值为 0。变量 $Policy$ 表示建立金融关联的年份,在建立金融关联前取值为 0, 而建立金融关联后取值均为 1。 $Treat$ 和 $Policy$ 交叉项的系数就是制造业上市公司金融关联的效应。被解释变量 Y_{it} 此处分别是第 i 个制造业上市公司在第 t 年的经营绩效、市场价值和融资结构。 X_{it} 为一组反映公司特征的控制变量,模型还控制了公司层面的固定效应,以减少不随时间变化的不可观测因素的影响。公司固定效应吸收了金融关联 ($Treat$) 的影响,因此方程(1)回归结果中没有这个变量的一次项。

(二)金融关联对制造业上市公司经营绩效和市值的影响

我们以下评估了制造业上市公司投资于贷款类金融机构对其经营绩效的影响。评估利用了倍差法模型,分别考察了投资行为对资产周转率、资产收益率、营业利润率的影响。从三个指标来看,制造业上市公司投资金融机构并没有提高其主营业务的经营绩效。这从另外一个方面证明,制造业上市公司对金融机构的投资并非是为了改善主营业务,而是为了直接从对金融机构的投资中获利。与此相关的辅助证据是,这些制造业上市公司大多投向了中小型金融机构,被投资金融机构的体量较小,尚无法影响到制造业上市公司的主营业务经营绩效。

表 4 制造业上市公司投资金融机构行为对主营业务经营绩效的影响

变量	资产周转率	资产收益率	营业利润率
<i>policy</i>	-1.438*** (0.479)	-20.259 (13.200)	1.546 (1.267)
<i>treatment</i> × <i>policy</i>	-0.058 (1.106)	8.995 (30.509)	-2.607 (2.930)
<i>firm_age</i>	-0.749*** (0.065)	0.179 (1.792)	0.600*** (0.172)
<i>share_state</i>	-0.004 (0.009)	0.246 (0.242)	0.016 (0.023)
<i>lncap</i>	3.015*** (0.276)	14.962** (7.611)	-10.088*** (0.730)
<i>cap_loan</i>	-3.646*** (0.089)	0.321 (2.447)	-1.125*** (0.235)
<i>intercept</i>	6.691*** (0.829)	-34.988 (22.857)	95.179*** (2.194)
R^2	0.169	0.002	0.013
N	9950	9950	9950

如果制造业上市公司投资金融机构可以获得利润,那么这些投资是否能够改善股票市场对公司价值的评价呢?我们同样利用了倍差法模型,讨论了金融关联对制造业上市公司市值的效应。下表两个模型分别使用了 $TobinQ1$ 、 $TobinQ2$ 作为被解释变量,同样也控制了制造业上市公司的个体效应和。

实证结果表明,市场并没有对制造业上市公司投资金融机构做出正面反应,表 5 中 $treatment \times policy$ 的估计系数在两个模型中均不显著。从短期看,制造业上市公司向金融机构投资即便能够获

利,但同时也减少了本应用于主营业务的投资,降低了其长期盈利的可能性。短期和长期两方面因素所产生效应很大程度上会相互抵消,所以,理性的市场投资者并没有对制造业上市公司建立金融关联做出积极反应。

表 5 制造业上市公司投资金融机构行为对市场绩效的影响

变量	TobinQ1	TobinQ2
<i>policy</i>	-0.400*** (0.098)	-0.406*** (0.111)
<i>treatment</i> × <i>policy</i>	-0.313 (0.224)	-0.379 (0.255)
<i>firm_age</i>	0.188*** (0.014)	0.225*** (0.015)
<i>share_state</i>	0.003 ⁺ (0.002)	0.005** (0.002)
<i>cap</i>	-2.131*** (0.060)	-2.309*** (0.068)
<i>cap_loan</i>	0.182*** (0.018)	0.271*** (0.020)
<i>intercept</i>	6.994*** (0.175)	7.205*** (0.199)
R^2	0.167	0.168
<i>N</i>	9950	9950

(三)金融关联与被关联金融企业的政策目标

制造业上市公司所投向的贷款类金融机构主要为城市和农村商业银行、信用社、小额贷款公司等,国家设立这些贷款类金融机构主要目的是面向中小企业和“三农”融资。如果制造业上市公司通过股权纽带获得贷款便利性,那么就使得这些贷款类金融机构目标发生偏移,从政策实施的角度,这背离了国家设立这些贷款类金融机构的初衷。

由于受数据限制,我们无法观测到贷款类金融机构对外发放信贷的情况,所以我们从制造业上市公司的角度,评估其所投资的贷款类金融机构是否偏向于作为投资方的制造业上市公司。具体而言,我们进一步考察制造业上市公司投资贷款类金融机构是否改善了其贷款结构。结果发现,无论当年银行贷款发生额还是当年银行贷款发生额占负债百分比,投资于贷款类金融机构都没有改善作为投资主体的制造业上市公司的贷款结构。这说明制造业上市公司向金融机构的投资并没有提高其自身贷款的便利性,也没有影响这些贷款类金融机构的信贷发放方向。

表 6 制造业上市公司投资金融机构行为对贷款结构的影响

变量	当年银行贷款发生额	当年银行贷款发生额占负债的百分比
<i>policy</i>	-4.111*** (1.021)	-0.045* (0.026)
<i>treatment</i> × <i>policy</i>	0.066 (2.360)	-0.065 (0.061)
<i>firm_age</i>	1.320*** (0.139)	0.059*** (0.004)

续表 6

变量	当年银行贷款发生额	当年银行贷款发生额占负债的百分比
<i>share_state</i>	-0.006 (0.019)	0.002*** (0.000)
<i>lncap</i>	2.314*** (0.588)	-0.028* (0.015)
<i>cap_loan</i>	0.202 (0.189)	0.001 (0.005)
<i>intercept</i>	-17.411*** (1.768)	-0.484*** (0.045)
R^2	0.018	0.001
公司数量	1657	1657
<i>N</i>	9950	9950

本文还进行了一系列稳健性检验。(1)将金融关联变量重新定义为包括所有投资类型;(2)通过引入公司规模二次项,考察公司规模的非线性影响;(3)删除被解释变量最高和最低1%的样本。这些稳健性检验的结果与前文回归分析所得到的结论完全一致,限于篇幅,我们没有一一列出所有的估计结果。

五、结论

伴随着金融业市场化改革,制造业上市公司大量参股金融机构。研究者担心,制造业公司建立金融关联可能会分散用于主业发展的资源。利用制造业上市公司2007-2014年数据,本研究建立生存分析模型和倍差法模型,分别讨论了制造业上市公司建立金融关联的动因及其影响。研究发现,由于监管当局的有效管制措施,制造业上市公司对金融机构的投资存在一定的“马太效应”,资产收益率和资产净额高的上市公司更容易实现对金融机构的投资;制造业上市公司投资金融机构并没有提高其主营业务的经营绩效,这可能是由于制造业上市公司的投资目的只是为了直接从金融机构投资中获利;制造业上市公司投资金融机构后市场价值并未提高,减少主营业务投资降低了长期盈利性,从而一定程度上抵销了建立金融关联的短期获利;制造业上市公司投资金融机构也没有迫使被投资贷款类金融机构发生目标偏移。

本研究对于制造业转型升级和相关产业政策制定具有重要的指导意义。首先,制定产业政策时要充分考虑产业间的相互关联。研究表明,如果金融行业放松管制,企业可能受其相对较高的利润率吸引而投资于该行业。行业政策只有将企业投资决策的影响因素纳入充分考虑,才能有效地发挥作用。其次,实证研究表明,维持金融业过高的资本收益率可能会损害制造业主营业务投资的积极性。如当前量化宽松的货币政策使得金融业等行业阶段性收益过高,会诱使制造业一定程度上的资本流出,短期不利于转型升级目标的实现。最后,实证分析的结论还表明,投资金融机构并没有增加制造业上市公司的市场价值。这说明,只有坚持创新实现“智能制造”,才是保证制造业健康持续发展的正确道路。

为了防止制造业过度涉足金融行业,保持制造业自身的竞争优势,政策监管当局可以考虑采取以下措施:一是要加强相关制度的执行力度,保证制造业法人股东与所持股金融机构关联方交易透明化。制造业上市公司所投资中小金融机构大多要完成一定政策目标,如小额贷款公司面向“三农”和小微企业提供金融服务,如果大企业股东过多占有资金,无疑会目标偏移。二是要从多方面入手保证

制造业企业合理的利润预期,促使制造业上市公司专注于主营业务。依靠高投资和高出口促进增长的模式已经难以为继,必须着力于提升要素配置效率。一方面,通过继续深化改革发挥市场在资源配置中的基础性作用,让要素在企业、产业和地区之间合理流通。另一方面,强化以工艺工程和技术开发为基础的创新力度,加大在人才、信贷和税收方面的支持,致力于发展科技含量高、经济效益好的高端制造业。

Financial Reform and Financial Investments of Manufacturing Listed Companies

Lv Yuxia Yu Cong

(Center for Economic Research, Shandong University, Jinan 250100, P. R. China)

Abstract: The operational performance in manufacturing sectors has declined in the recent years, mainly ascribing to the structural transformation. At the same time, the financial reform lowers the threshold to the financial sector, inspiring many manufacturing listed companies to hold equity of financial institutions. Using the data on manufacturing listed companies during 2007-2014, the paper investigates the driving forces of financial investments and their impact on manufacturing listed companies' performance. The study finds that, the "Matthew Effect" appears when manufacturing listed companies invest in financial institutions, namely, those companies with higher Return-On-Asset (ROA) and net capital have easier access to investment into financial institutions. These financial investments did not enhance manufacturing listed companies' operational performance or add market value, while these investments did not force the invested lending financial institutions to deviate from their policy target. Only when the economy uses innovations to realize "intelligent manufacturing", can the manufacturing sectors keep on the right track of sustainable development.

Keywords: Financial reform; Manufacturing listed companies; Financial investments; Operational performance

[责任编辑:邵世友]