

产融结合与实体企业竞争力

——来自制造业样本的实证分析

盛安琪¹, 汪顺², 盛明泉²

(1. 安徽财经大学 安徽经济社会发展研究院, 安徽 蚌埠 233030; 2. 安徽财经大学 会计学院, 安徽 蚌埠 233030)

摘要: 实体经济是经济发展的基础。使用 2005 年~2015 年 A 股制造业企业上市公司样本, 探究实体企业构建产融结合与其竞争力水平之间的互动性关系。结果表明: 通过构建金融股权关联实现产融结合确实能够提升实体企业的竞争力水平, 且这一正向的竞争力效应在经过处理效应模型、倾向匹配得分等一系列内生性与稳健性控制之后仍然显著。拓展性研究表明, 产融结合的竞争力效应还会受到实体企业内外制度情境的影响, 在民营样本组以及所在地区制度环境更为完善的样本组内, 产融结合的竞争力效应将更加凸显。

关键词: 产融结合; 融资约束; 金融股权关联; 制度环境; 企业竞争力; 实体企业; 制造业

中图分类号: F830.2 文献标志码: A 文章编号: 1008-2506(2018)01-0015-12

一、引言

实体经济是经济发展的基础, 目前我国经济正处于“三期叠加”的新常态阶段, 如何增强实体经济的生命力, 助推实体企业转型升级、实现创新式驱动, 成为当前我国经济建设中的核心命题。随着金融业改革的深入推进, 产融结合式的企业发展模式也日渐普遍, 大量的实体资本与金融资本相互融合, 构建密切的金融股权关联^①。但相较于产融结合在经济实践中的迅速发展, 学界与之相关的研究成果仍滞后(万良勇等 2015)^[1], 特别是以新疆德隆集团为代表的一批大型本土企业产融结合的失败案例, 更使现有研究难以获得收敛的结果。

企业实体是宏观经济活动的基本单元, 宏观经济的增长与企业价值的提升理应协同一致, 因此从企业这一微观视角着手, 管窥产融结合的内在逻辑以及其对于微观企业竞争力影响的作用路径, 对于厘清当前宏观经济建设进程中的诸多问题具有重要意义。基于此, 本文以正处于金融市场化改革浪

■收稿日期: 2017-07-18

■基金项目: 国家自然科学基金项目(71540004); 蚌埠市领导圈定课题(BBSLDQDKT2017B02)

■作者简介: 盛安琪(1990-), 女, 安徽蚌埠人, 安徽经济社会发展研究院研究实习生; 汪顺(1993-), 男, 安徽枞阳人, 安徽财经大学会计学院研究生; 盛明泉(1964-), 男, 安徽淮南人, 安徽财经大学会计学院教授, 博士研究生导师(兼)。

^①由于我国商业银行法明确规定商业银行不能向非金融企业投资, 因此金融股权关联的主要表现形式是实体企业持有有一定规模的商业银行等金融机构股份。

潮中的制造业企业为研究样本,实证检验产融结合与实体企业竞争力水平之间的数量关系与深层机理。研究发现:实体企业建立金融股权关联能够提升其竞争力水平,但由于企业在融资约束程度、内部代理问题以及外在制度环境等方面均存在显著差异,因而产融结合的“竞争力效应”发挥将受到企业所处的内外部制度情景的影响;相对而言,融资约束程度更高、内部代理问题较少的民营产权样本,以及所在地区政府干预程度较低、正式制度更为完备的发达地区样本,从产融结合中获益更多。

本文可能的边际贡献在于:在理论层面,紧密结合我国的制度背景,从实体企业建立金融股权关联、实施产融结合战略这一创新且兼具一定现实价值的视角考察其竞争力效应,不仅从微观层面丰富了相关研究文献,亦为产融结合及其经济后果这一争鸣不断的公司财务话题提供了较为全面的经验发现;在实践层面,《中国制造2025》已经提出,完善的金融政策配套是建设制造业强国的重要前提,对于大型制造业集团应当鼓励和推动其进行产融结合试点,而本文对于产融结合竞争力效应的经验分析在一定程度上支持并丰富了上述论断,也为当下我国推行产融结合政策、提升实体企业竞争力提供了方向性的参考。

二、文献回顾与假说的提出

(一) 产融结合与企业竞争力提升

受新古典经济理论范式的影响,实体企业产融结合的经济后果往往被归结为资源效应与信息效应,亦即产融结合可以通过帮助企业便利地获取信贷资源,而缓解资金需求方(实体企业)与供给方(银行等金融机构)之间的信息不对称程度,从而降低交易成本(万良勇等,2015)^[1]。在此基础上,大量文献探讨了产融结合对于软化微观企业融资约束的积极效应,因为融资约束软化意味着交易成本的降低(支燕和吴河北,2011)^[2]。事实上,按照波特的竞争优势理论,总成本领先、专一化与多元化是企业实现竞争力提升的三个重要路径,而其中的总成本降低路径与产融结合的资源效应与信息效应不谋而合,因此,产融结合在一定程度上具有提升企业竞争力的功用。当然,除却总成本领先路径,现代企业竞争力的提升往往是多重路径的集合作用。那么在上述理论逻辑中,产融结合又扮演着哪些角色呢?

在制约我国实体经济发展的诸多因素中,融资约束普遍存在,对于微观企业实体而言,软化其严苛的外部信贷壁垒是提升企业价值、实现竞争优势的关键。通过持股银行等金融机构实现“实体+金融”的产融结合模式,可加强企业与银行间的信息沟通,降低由于信息不对称所导致的逆向选择进而缓解企业融资约束(Myers和Majluf,1984;Lu等,2012)^[3-4]。另外,产融结合的信息效应同样可以降低银企间出现道德风险的可能,这将有效缓解债权人(银行)对于债务人(企业)的监督压力,直接降低企业的融资成本,并有效提升银行的信贷意愿,从而实现银企共赢。此外,产融结合同样是一种正式的“关系”资源,不仅可以向潜在投资者传递积极正向的信号,还有助于实体企业融入金融行业“关系圈”(李维安和马超,2014;Putnam,1993)^[5-6],这种资源效应能够帮助企业更加便捷地获取信贷资金,在缓解外部融资约束的同时也充分释放实体企业自身的竞争力。

创新是企业持续竞争力的源泉。企业研发项目具有天然的高风险性,尽管研发投入有内源融资、信贷融资以及股权融资等多种融资渠道,但由于研发创新需要有长期稳定的资金投入,且企业外部环境亦会随商业周期而不断变化,因此单纯借助于内源性融资往往难以满足创新投入的需要(解维敏和方红星,2011)^[7]。而股票融资对于信息的强制性公开要求也与企业内部R&D信息的保密性原则相悖,因此,软化外源性信贷约束对于实体企业创新意义重大。前已述及,产融结合具有信息效应与资源效应,而上述效应同样可以降低企业R&D项目的信息不对称,吸引银行支持R&D投资,而正是由于R&D项目的不确定性和高风险性,一些重大研发项目的成功不仅能有效改善企业业绩,更能够形成技术领先与竞争优势(唐清泉和巫岑,2015)^[8]。此外,产融结合不仅能通过缓解创新过程中的外部信贷约束这一间接渠道促进企业创新,事实上,这一过程的本质就是对企业外部知识资源的有效整

合,以形成多元化的知识结构,帮助企业突破其核心能力的路径依赖,直接促进企业竞争力的提升与技术创新。基于上述分析提出:

假设1:在控制其他条件不变的基础上,实体企业建立金融股权关联能够提升其竞争力水平,亦即产融结合具有正向的竞争力效应。

(二) 产融结合、内外部制度情景与企业竞争力提升

1. 内生所有权安排与产融结合的竞争力效应发挥

上文已经述及,产融结合可通过信息效应与资源效应软化企业融资约束进而提升企业竞争力,但其正向的竞争力效应的发挥同样可能存在所有制差异,主要是由于不同所有制安排的企业其所面临的融资约束程度不同。一方面,以政府政策为主导方向的国有银行体系和国有产权企业二者之间存在密不可分的血缘联系,在信贷资源配置时更偏好于国有企业(张敦力和李四海,2012)^[9];另一方面,在我国特殊的制度背景下,以法律环境等为代表的正式制度尚不健全,对于非国有企业的歧视性政策亦不鲜见,比如融资渠道与市场准入等,这也使得非国有企业往往面临较强的外部融资约束。但国有企业则恰恰相反,享有预算软约束(盛明泉等,2012)^[10]。

进一步地,由于行政干预下的内部人控制与所有者缺位的国有控股企业治理现实,有关管理者代理行为的监督机制与激励机制相对缺乏,此时管理层更有动机利用其所拥有的资源满足自身利益需求(陈运森等,2015)^[11]。尽管产融结合可以软化融资约束并为企业带来足量的自由现金流(Fazzari等,1988; Jensen,1986)^[12-13],但由于严重的内部代理问题,这种资金优势往往并不能提升企业竞争力,而是更有可能招致严重的过度投资与盲目扩张问题(罗琦等,2007)^[14]。而多数民营企业的管理层实际上也是其最终控制人,两权分离程度以及由之衍生的委托代理问题亦相对较低,且出于自身发展壮大的考虑必须审慎投资,将外部资金优势转化为企业核心竞争力。综合上述分析,可以合理预期的是,对于建立银行股权关联的实体企业而言,非国有样本的受益程度可能更加显著,而国有样本竞争力的提升则相对有限。由此提出:

假设2:在其他条件相同的情况下,实体企业建立金融股权关联对其竞争力的提升效应在非国有产权样本中表现得更为显著。

2. 外生制度环境与产融结合的竞争力效应发挥

新制度经济学主张制度是决定经济主体行为的基本因素。改革开放以来,我国各地区间经济、社会发展差异巨大。在正式制度约束弱化的情况下,非正式制度往往可以代替正式制度发挥作用,对经济活动的影响可能更为显著(Allen等,2005)^[15]。产融结合属于实体企业所拥有的正式关系资本,是通过持股金融机构这一正式契约来实现的,而政治关联、银行背景董事等则是企业所拥有的非正式关系,其立足点往往是“关系”和“人情”等非正式契约。两者在不同的市场发展水平下其作用的发挥具有替代关系(陈运森等,2015)^[11]。在欠发达地区,银行业结构较为单一,且银行信贷配置往往会受到政府干预,此时非正式关系对于实体企业获得银行信贷的作用显得更加重要;在制度环境相对完善的发达地区,由于正式制度更能保障正式契约的履约过程,比较而言,非正式契约的作用效果将明显下降,与之对应的是金融股权关联这一正式契约的作用效果更加突出(陈运森和朱松,2009)^[16]。另外,外生制度的完善往往意味着金融机构、咨询公司、律师和会计师事务所等外部治理机构较为成熟,且法律保护相对健全,此时上市公司将面临更加完善的外部监督治理机制,其代理行为也会有所收敛(高雷和宋顺林,2007)^[17],由产融结合带来的外源融资便利与充裕的自由现金流将充分助益于实体企业提升竞争力水平。综合上述分析提出:

假设3:在其他条件相同的情况下,相较于所在地区正式制度更为落后的企业样本,实体企业建立金融股权关联对其竞争力的提升效应在外生制度完善时效果更加显著。

三、研究设计

本文的研究设计由两个阶段构成:首先,实证检验建立金融股权关联是否具有提升企业竞争力的

功用,亦即产融结合的竞争力效应,并通过处理效应模型(Treatment Model)、关键变量替换、估计方法变更以及倾向匹配得分控制等一系列方法,以确保主效应回归的稳健性;其次,将作为内生制度起点的产权性质以及外生的宏观经济环境纳入实证框架,进一步扩充原有的逻辑内容。

(一) 样本与数据来源

初始数据集为2005年~2015年的A股上市公司,删除ST与金融类公司样本,以及基础数据缺失或基本指标存在明显偏误的公司样本(如负债率大于1),并进行Winsorize处理。在此基础上按照金碚(2003)^[18]提出的企业竞争力测度思路,使用上市公司财务数据计算企业的基础竞争力得分,并以之作为企业竞争力的代理变量。企业金融股权关联数据由企业持股上市金融机构与持股非上市金融机构两部分构成,其中前者来源于RESSET数据库,后者来源于IFIND数据库以及WIND数据库。此外,由于本文主要关注实体企业产融结合对其竞争力水平的影响,因此仅保留了其中的制造业样本。经上述数据处理后最终得到6475个样本观测值,各控制变量均整理来自于CSMAR数据库。

(二) 基本模型设定

为了实证检验实体企业产融结合与其竞争力得分之间的内在联系,按照盛明泉和汪顺(2017)^[19]的思路建立模型1,以探索假设1中的竞争力效应是否成立。

模型1:

$$Competition_{i,t} = \alpha_1 Connection_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Grow_{i,t} + \alpha_5 Tax_{i,t} + \alpha_6 Share2_5_{i,t} + \alpha_7 Dual_{i,t} + \alpha_8 Insti_share_{i,t} + \alpha_9 MSH_{i,t} + Year + Ind + Constant + \varepsilon_{i,t}$$

其中,企业竞争力得分(Competition)为被解释变量,解释变量Connection为虚拟变量。模型1重点考察变量Connection的系数 α_1 ,其符号为正且满足一定的显著性要求,则在一定程度上说明产融结合与企业竞争力之间存在较为稳健的正向联系。此外,现有文献表明,部分财务指标以及股权结构、董事会结构、高管激励等公司治理指标均与企业竞争力存在一定的相关性,因此本文同样将该类指标作为控制变量纳入模型^①,另外还控制了年度与行业效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为回归残差。

(三) 主要变量界定

1. 企业竞争力测度

企业竞争力的度量方法众多,其中以金碚(2003)^[18]提出的“中国企业竞争力监测体系”影响最大,该方法综合考虑了企业竞争力的三个评价要素,即规模因素、增长因素和效率因素,并赋以相应权重^②。囿于数据获取的局限性,本文未能获取关于企业竞争力的调研测评数据,但由于该数据直接内生于企业的基础竞争力水平,因此由公司财务数据合成的基础竞争力得分往往具有更强的解释力(张旭等2010)^[23]。

2. 自变量及其含义

自变量Connection为虚拟变量,其值为1说明实体企业具有金融股权关联,反之则无。另外,金融股权关联数据的整理过程中有如下情况需要说明:一是被持股金融机构既可能是上市公司也有可能是非上市公司,当公司同时持有若干家金融机构时,按持股比例最高的予以考虑;二是部分企业样本尽管持有一定的金融股权,但由于其持股规模过小,仅仅是“形式”上的金融股权关联,未必能够产生牢固的银企关系,此处参考刘星和蒋水全(2015)^[24]的研究设计,对于企业持股金融机构的规模及比

^①李刚(2004)^[20]实证检验了企业主要财务指标与竞争力得分之间的相关性,卞琳琳等(2008)^[21]以及徐和清(2009)^[22]则分别从股权结构、董事会结构以及高管激励等公司治理视角出发,论证企业竞争力的影响因素,因此,本文亦在回归模型中控制了相应变量,具体的变量定义见表1。

^②金碚(2003)^[18]以及其后续专著《中国企业竞争力报告》中均使用熵值法确定企业竞争力各分项指标的权重大小,本文中的竞争力权重设定参照其计算结果,具体数值见表1所示;另外根据李刚(2004)^[20]的实证结果显示,出口收入占比数据与企业竞争力得分相关性过小,且收集难度过高,因此本文参考张旭等(2010)^[23]的指标体系设计,剔除了这一指标,并将原权重设定进行了适当调整,例如销售收入指标,在金碚(2003)的文献中,权重为19%,但由于本文剔除了出口收入占比这一权重为5%的指标,因此将原权重等比例扩大为20% = 19% * (100/95),其他指标同样如此处理,并取四舍五入后的结果。

例提出了限制条件,即只有当企业是被持股金融机构前10大股东且同时持有2%以上的股份时,才将其认定为金融股权关联样本。各主要变量释义如表1所示。

表1 主要变量释义

变量类别	变量名	权重(%)	变量释义	
企业竞争力	销售收入	20	国泰安数据库	
	规模因素	净利润	11	国泰安数据库
		净资产	16	国泰安数据库
		营业收入增长率(3年期)	17	$(\text{本期营业收入}/\text{3期前营业收入})^{1/3}-1$
	增长因素	净利润增长率(3年期)	14	$(\text{本期净利润}/\text{3期前净利润})^{1/3}-1$
		净资产利润率	8	当期利润额/平均净资产额
	效率因素	总资产利润率	8	当期利润额/平均总资产额
		全员劳动效率	6	营业收入/员工总数
	综合指标	企业竞争力(Competition)		上述各财务指标加权汇总而出
	自变量	金融股权关联(Connection)		哑变量,表明企业是否建立金融股权关联
控制变量	企业规模(Size)		采用对数化的员工数量衡量实体企业规模	
	负债率(Lev)		期末负债/平均总资产	
	成长性(Grow)		本期收入的差份额/上期收入总额	
	实际所得税比率(Tax)		所得税费用除以利润总额	
	大股东制衡(Share2_5)		第2~第5大股东持股比例合计额	
	两职合一(Dual)		总经理和董事长由同一人兼任取值1	
	机构投资者持股(Insti_share)		机构投资者制衡	
	管理层持股(MSH)		管理层持股比例	

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表2展示了各主要变量的基础数据特征,其中企业竞争力得分均值为0.0438,明显高于中位数-0.0630,说明竞争力得分很可能符合右偏分布的特征;此外,样本企业间的标准差数值同样较高,说明不同样本之间也具有较强的异质性。约13.4%的制造业样本建立了金融股权关联,成为相关金融机构的前十大股东并持有超过2%这一门槛的金融股权,上述比例与刘星和蒋水全(2015)^[24]、陈运森等(2015)^[11]的描述结果基本一致。如若降低金融股权关联的判定阈值,则金融关联样本占比将进一步提高,这充分说明我国实体企业的产融结合已初具规模,也凸显了本文的实践价值。

表2 描述性统计

Variables	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Competition	6 475	0.043 8	-0.063 0	0.319 8	-0.331 4	1.339 0
Connection	6 475	0.134 1	0	0.340 7	0	1
Size	6 475	7.908 7	7.873 6	1.098 1	5.081 4	10.788 1
Lev	6 475	0.445 0	0.445 9	0.190 0	0.065 6	0.870 4
Grow	6 475	0.201 5	0.120 5	0.459 1	-0.422 3	3.194 9
Tax	6 475	18.617 2	16.274 5	15.065 0	-38.006 5	78.534 5
Share2_5	6 475	15.548 5	13.600 0	10.582 1	1.030 0	43.640 0
Dual	6 475	0.210 3	0	0.407 6	0	1
Insti_share	6 475	39.424 2	39.946 2	23.237 7	0.611 5	87.362 4
MSH	6 475	0.083 3	0.000 2	0.165 7	0.000 0	0.655 9

(二) 相关性分析

表3报告了主要变量的皮尔森相关和斯皮尔曼相关系数。首先,无论是皮尔森系数还是斯皮尔曼系数,变量 *Connection* 与 *Competition* 皆在 1% 水平上显著正相关,初步印证了假设 1,一定程度上表明企业产融结合与竞争力水平之间存在着正向关联。其次,两职合一 (*Dual*) 与企业竞争力负相关,但良好的公司治理制衡与竞争力得分正相关,公司治理类变量 *Share2_5*、*Insti_share* 均与变量 *Competition* 在 1% 水平上显著正相关,该数据特征与现有的公司治理理论亦较为一致,体现了股权制衡以及机构投资者制衡的积极作用。最后,包含 *Size*、*Growth* 在内的财务特征变量亦与 *Competition* 变量正向相关。

表3 主要变量的相关系数表

	<i>Competition</i>	<i>Connection</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Grow</i>	<i>Tax</i>	<i>Share2_5</i>	<i>Dual</i>
<i>Competition</i>	1	0.091***	0.50***	0.15***	0.23***	-0.047***	0.047***	-0.069***
<i>Connection</i>	0.14***	1	0.16***	0.069***	-0.027*	-0.002	-0.11***	-0.036**
<i>Size</i>	0.52***	0.16***	1	0.36***	0.013	0.088***	-0.056***	-0.11***
<i>Lev</i>	0.15***	0.068***	0.35***	1	0.064***	0.14***	-0.17***	-0.097***
<i>Grow</i>	0.17***	-0.027*	-0.017	0.070***	1	-0.084***	0.079***	0.0091
<i>Tax</i>	-0.045***	0.0087	0.050***	0.12***	-0.045***	1	-0.096***	-0.049***
<i>Share2_5</i>	0.062***	-0.100***	-0.024*	-0.17***	0.092***	-0.086***	1	0.085***
<i>Dual</i>	-0.058***	-0.036**	-0.11***	-0.099***	-0.0069	-0.038**	0.071***	1
<i>Insti_share</i>	0.28***	0.016	0.28***	0.057***	-0.027*	-0.028*	0.074***	-0.096***
<i>MSH</i>	-0.14***	-0.095***	-0.22***	-0.28***	0.032**	-0.091***	0.33***	0.22***

说明: *、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 的程度上显著,下表同。

(三) 实证结果及讨论

表4报告了实体企业金融股权关联对于其竞争力水平的影响,即本文所探讨的主效应。具体而言,列(1)为未加入公司财务特征、治理特征以及行业年度效应之前的回归结果。其中,金融股权关联与企业竞争力水平之间呈显著正相关关系(系数为 0.1320,在 1% 水平显著),即相对于未建立金融股权关联的对照组样本而言,产融结合样本的竞争力得分明显更高,从而再次证明产融结合的积极效应。

表4 产融结合与实体企业竞争力——主效应回归

<i>Variables</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Competition</i>	<i>Competition</i>	<i>Competition</i>	<i>Competition</i>
<i>Connection</i>	0.1320*** (11.39)	0.1320*** (11.34)	0.0540*** (5.35)	0.0671*** (6.76)
<i>Size</i>			0.1493*** (46.34)	0.1359*** (41.37)
<i>Lev</i>			-0.0497*** (-2.61)	-0.0194 (-1.02)
<i>Grow</i>			0.0012*** (4.28)	0.0012*** (4.58)
<i>Tax</i>			-0.0016*** (-6.94)	-0.0013*** (-5.77)
<i>Share2_5</i>				0.0019*** (5.60)
<i>Dual</i>				0.0110 (1.32)
<i>Insti_share</i>				0.0025*** (14.74)
<i>MSH</i>				0.0667*** (2.65)
<i>Constant</i>	0.0254*** (5.98)	0.0932*** (3.96)	-0.9980*** (-31.99)	-1.0201*** (-32.52)
<i>Year&Ind</i>	未控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	6475	6475	6475	6475
<i>Adj_R2</i>	0.02	0.03	0.29	0.32

列(2)(3)(4)依据逐步回归的思想,依次在列(1)的单变量回归中加入行业年度效应、公司财务特征以及公司治理特征等控制变量,但金融股权关联 (*Connection*) 变量的符号方向以及显著性水平无

明显改变,仍在1%水平正向显著。该结果表明,在充分考虑企业其他异质性特征之后,产融结合的正向影响仍然显著。另外,相较于列(1),调整后的R²逐列提高,一定程度上说明模型中其他控制变量的选取具有一定的合理性。

最后,控制变量的回归结果亦表明其他因素对于竞争力得分的作用方向。例如,税收负担(*Tax*)负向影响企业竞争力,一定程度上表明减税降费对于实体企业竞争力提升的重要性与必要性。另外,良好的公司治理对于企业竞争力具有明显的提升效应,股权制衡度(*Share2_5*)、机构投资者制衡度(*Insti_share*)以及高管持股(*MSH*)的系数回归结果亦与现有的文献结论相一致(卢锐,2008;吴超鹏等,2012;刘星等,2012)^[25-27]。

(四) 内生性问题与稳健性检验

1. 内生性问题

本文旨在探讨实体企业建立金融股权关联与其企业竞争力之间的互动性关系。由于金融关联这一虚拟变量并非随机分布,存在较强的内生性困扰,竞争力更强的实体企业更有可能建立金融关联,用来获取产融结合所能带来的资源效应与信息效应,此时,普通OLS回归所获取的建立金融股权关联的实体企业其竞争力更高这一推论存在较强的内生性。为消除估计偏差,借鉴于新亮等(2017)^[28]的研究方法,采用处理效应模型进行估计。

第一阶段模型: $Prob(Connection = 1) = c_1 + \chi \times z + \kappa \times Convar + \varepsilon_1$

第二阶段模型: $Competition = c_2 + \alpha \times Connection + \beta \times Convar + \delta \times \lambda + \varepsilon_2$

其中, ε_1 和 ε_2 为残差, λ 为逆米尔斯比率(Inverse Mills Ratios),由一阶段回归计算而来, z 为外生工具变量,且按照处理效应模型的设置要求,工具变量还需满足相关性(即与*Connection*直接相关)与排他性原则(即与*Competition*不相关),因此借鉴盛明泉和汪顺(2017)^[19]的研究设计,分别选取实体企业所在行业的金融关联比率(*Rate_ind*)以及所在省份的金融关联比率(*Rate_pro*)作为外生的工具变量。回归结果如表5所示。

表5 处理效应模型

Variables	以 <i>Rate_ind</i> 为外生 IV		以 <i>Rate_pro</i> 为外生 IV	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	结构方程 <i>Connection</i>	决策方程 <i>Competition</i>	结构方程 <i>Connection</i>	决策方程 <i>Competition</i>
<i>Connection</i>		0.2012*** (6.28)		0.1103*** (4.97)
<i>Rate_ind</i>	3.9850*** (4.25)			
<i>Rate_pro</i>			3.9257*** (16.95)	
<i>Listage</i>	0.0355*** (8.36)		0.0314*** (6.95)	
<i>Size</i>	0.2384*** (11.25)	0.1296*** (35.87)	0.2404*** (11.10)	0.1339*** (39.30)
<i>Lev</i>	-0.2118* (-1.71)	-0.0186 (-0.97)	-0.2162* (-1.70)	-0.0192 (-1.01)
<i>Grow</i>	-0.0014 (-0.72)	0.0012*** (4.62)	-0.0021 (-0.72)	0.0012*** (4.62)
<i>Tax</i>		-0.0013*** (-5.89)		-0.0013*** (-5.78)
<i>Share2_5</i>		0.0019*** (5.72)		0.0019*** (5.65)
<i>Dual</i>		0.0119 (1.43)		0.0115 (1.39)
<i>Insti_share</i>		0.0025*** (14.97)		0.0025*** (14.82)
<i>MSH</i>		0.0805*** (3.16)		0.0712*** (2.82)
<i>IMR</i>		-0.7459*** (-4.37)		-0.0255** (-2.17)
Constant	-3.7573*** -14.37	-0.9968*** (-31.01)	-3.6980*** (-17.76)	-1.0129*** (-32.14)
<i>Year&Ind</i>	控制	控制	控制	控制
Observations	6475	6475	6475	6475

首先,列(1)和列(2)是以 *Rate_ind* 为外生工具变量获取的估计结果,列(3)和列(4)是以 *Rate_pro* 为外生工具变量的估计结果,值得关注的是,逆米尔斯比(*IMR*)均为显著,表明金融股权关联(*Connection*)确实存有较强的内生性问题。另外,工具变量 *Rate_ind* 与 *Rate_pro* 同样皆为显著,满足工具变量的选取条件。最后,尽管控制了变量 *Connection* 可能存在的自选择效应,但金融股权关联(*Connection*)的回归系数仍为显著,表明在降低内生性干扰的同时保证了结论的稳健性。

2. 稳健性测试

稳健性测试结果见表6。具体来说,列(1)与列(2)采取变更主要变量的检验策略,列(1)使用行业均值调整的竞争力得分数据(*Adj_Compet*)作为被解释变量,用以剔除行业异质性可能带来的干扰。另外,由于建立金融股权关联的实体企业样本之中,非上市金融机构股权关联样本占据主要地位,因此列(2)单独考虑了建立非上市金融机构股权关联(*Nolist_con*)对于企业竞争力的影响。经上述的变量替换调整之后,金融股权关联的竞争力效应依然显著。各主要变量的回归系数均未发生明显的符号改变。

为保证结论的稳健性,列(3)改变了回归估计方法,对样本进行公司层面的聚类处理(*Cluster*)并估计了稳健(*Robust*)标准误,回归调整未影响主效应的成立性,金融股权关联变量(*Connection*)依旧高度正向显著。另外,还使用行业-年度-规模配对的方法为每个金融股权关联样本寻找对照样本,按照行业年度相同以及企业规模差异度最小化的匹配原则构建对照组。共获取868组样本,在上述配对后的样本基础上重新进行回归,结果如列(4)所示,金融关联变量仍保持高度显著,进一步确保了主效应的稳健性。

表6 稳健性测试

Variables	更换因变量	更换自变量	调整估计方法	行业-年度-规模配对
	(1) <i>Adj_Compet</i>	(2) <i>Competition</i>	(3) <i>Competition</i>	(4) <i>Competition</i>
<i>Connection</i>	0.067 2*** (6.81)		0.067 1*** (2.77)	0.060 2*** (4.01)
<i>Nolist_con</i>		0.048 3*** (4.77)		
<i>Size</i>	0.135 8*** (41.62)	0.137 1*** (42.08)	0.135 9*** (13.25)	0.189 8*** (25.97)
<i>Lev</i>	-0.020 3(-1.08)	-0.018 4(-0.98)	-0.019 4(-0.52)	-0.034 9(-0.77)
<i>Grow</i>	0.001 2*** (4.46)	0.001 2*** (4.62)	0.001 2*** (2.88)	0.011 9*** (5.65)
<i>Tax</i>	-0.001 2*** (-5.60)	-0.001 2*** (-5.40)	-0.001 3*** (-4.64)	-0.002 1*** (-4.41)
<i>Share2_5</i>	0.001 9*** (5.68)	0.002 0*** (6.11)	0.001 9** (2.37)	0.003 1*** (4.12)
<i>Dual</i>	0.010 2(1.23)	0.012 8(1.57)	0.011 0(0.79)	0.028 2(1.44)
<i>Insti_share</i>	0.002 4*** (14.44)	0.002 4*** (14.24)	0.002 5*** (6.68)	0.003 7*** (9.78)
<i>MSH</i>	0.067 2*** (2.68)	0.062 6** (2.53)	0.066 7* (1.66)	0.078 3(1.24)
<i>Constant</i>	-1.134 8*** (-36.43)	-1.029 3*** (-33.06)	-1.020 1*** (-13.01)	-1.454 4*** (-20.71)
<i>Year&Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Observations</i>	6 475	6 395	6 475	1 736
<i>Adj_R2</i>	0.31	0.32	0.32	0.41

3. 倾向匹配得分测试

在现有的研究方法中,反事实因果推断可以有效解决回归模型存在的不足,此处采用倾向匹配得分法控制建立金融股权关联与未建立金融股权关联两组样本的组间差异性。该方法的基本逻辑是为每个建立金融股权关联的实体企业样本寻找一个基本特征相似但未建立金融股权关联的控制组样本。首先参考陈运森等(2015)^[11]、张璇等(2016)^[29]的研究设计,构建下述二值选择模型:

$$\Pr(\text{Connection} = 1) = \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Lev} + \beta_3 \text{Grow} + \beta_4 \text{Listage} + \beta_5 \text{Rate} + \text{Year} + \text{Contant} + \varepsilon$$

在控制了企业规模(*Size*)、负债率(*Lev*)等基本的公司特征后,进一步计算出实体企业建立金融股权关联的概率(即 *pscore*),并按照概率得分(*pscore*)最邻近原则无放回筛选出配对样本,以此计算平均

处理效应(ATT) 结果见表7 Panel A所示,产融结合所带来的竞争力效应依然稳健,进一步说明主效应的稳健性,并再次排除了可能的内生性困扰。匹配后,各控制变量不再具有显著的组间差异,表明匹配结果较好地平衡了数据。

表7 倾向得分匹配检验

Panel A: 倾向匹配得分的处理效应表						
Variable	处理效应	处理组	控制组	组间差异	标准误差	T 值
Competition	匹配前	0.157	0.025	0.132	0.012	11.390
ATT	0.157	0.107	0.050	0.019	2.620	
Panel B: 匹配前后的平衡性检验表						
Variables	处理效应	处理组	控制组	组间差异	标准误差	T 值
Size	匹配前	8.364	7.829	0.535	0.041	13.120
	匹配后	8.364	8.337	0.027	0.055	0.480
Lev	匹配前	0.478	0.442	0.037	0.007	5.180
	匹配后	0.478	0.473	0.005	0.009	0.580
Growth	匹配前	0.345	0.564	-0.219	0.456	-0.480
	匹配后	0.345	0.962	-0.617	0.781	-0.790
Listage	匹配前	11.540	9.607	1.933	0.190	10.190
	匹配后	11.540	11.364	0.176	0.238	0.740
Rate	匹配前	0.159	0.130	0.029	0.002	13.850
	匹配后	0.159	0.161	-0.002	0.003	-0.540

五、进一步的研究

前文已证实,实体企业通过金融股权关联实现产融结合能够有效提升企业的竞争力水平,但在不同的内外部制度情境下,产融结合的竞争力效应是否存在差异? 本文将企业内生的产权要素以及外生宏观制度环境要素纳入研究框架,以期丰富已有的研究文献。

(一) 产融结合的竞争力效应: 产权性质安排的影响

在我国独特的制度背景下,产权性质是企业的核心特征,同时也是企业后续制度安排的起点。国有企业与非国有企业不仅在经营目标、公司治理等诸多方面存在巨大差异,其所面临的制度成本亦迥然不同。在“慈父之手”的照拂之下,国有企业往往面临预算软约束,而缺乏政府“隐性担保”的非国有企业却会遭遇严苛的融资约束,信贷市场存在明显的所有制歧视。囿于上述制度背景,产融结合所带来的边际效应往往受到企业产权性质的影响。基于此,我们将研究样本按照产权属性进行分组,同时添加金融股权关联(Connection) 与产权性质(Soe) 的交互项 Soe_connection,以进一步分析国有和非国有样本组内产融结合竞争力效应发挥的差异性。

回归结果见表8所示。其中列(1)为民营样本组回归结果,核心变量(Connection) 符号为正且在1%水平显著;列(2)为国有样本组回归结果, Connection 系数为正但不显著,且远低于非国有样本组(上述组间系数差异同样具有统计显著性,系数差异检验结果的卡方值为16.77,十分显著);交互项 Soe_connection 系数显著为负。这一结果充分表明,实体企业产融结合竞争力效应的发挥会受到公司自身产权制度安排的影响,其对于企业竞争力的提升在非国有样本组表现得更为明显;在国有样本组内,建立金融股权关联的作用有限。

(二) 产融结合的竞争力效应: 宏观外部环境的影响

前已述及,金融股权关联属于企业建立的正式关系,产融结合事实上是一种正式契约,而政治关联、由高管或董事的社会资本等建立的银企关联则是企业建立的非正式关系,两者之间存在着此消彼涨的替代关系(陈运森等 2015)^[11]。在制度环境较差的地区,企业更注重非正式的关联关系,因此此

表8 产融结合的竞争力效应——产权性质的影响

Variables	非国有样本	国有样本	全样本
	(1)	(2)	(3)
	Competition		
Connection	0.119 1*** (9.50)	0.016 4(1.09)	0.099 5*** (6.91)
Soe			0.0118(1.40)
Soe_connection			-0.060 3*** (-3.10)
Size	0.095 0*** (23.57)	0.180 5*** (33.84)	0.135 7*** (40.93)
Lev	-0.007 5(-0.34)	-0.061 3* (-1.95)	-0.022 1(-1.16)
Grow	0.001 3*** (4.12)	0.001 1** (2.45)	0.001 2*** (4.57)
Tax	-0.001 1*** (-3.76)	-0.001 4*** (-4.36)	-0.001 2*** (-5.62)
Share2_5	0.001 6*** (3.75)	0.001 9*** (3.74)	0.001 9*** (5.76)
Dual	-0.002 2(-0.25)	0.028 5(1.60)	0.012 1(1.43)
Insti_share	0.001 8*** (8.57)	0.003 5*** (13.00)	0.002 5*** (14.60)
MSH	0.010 5(0.42)	0.916 9*** (3.36)	0.071 7*** (2.75)
Constant	-0.718 1*** (-17.51)	-1.377 9*** (-28.59)	-1.027 4*** (-32.65)
Year&Ind	控制	控制	控制
N	3 428	3 047	6 475
Adj_R2	0.27	0.38	0.32

时市场力量有限,而在外生制度环境较为完善的地区,由金融股权关联这一正式关系所带来的竞争力效应理应更强。

为进一步刻画外生宏观制度环境对于产融结合竞争力效应的影响效果,利用市场化进程东部优于中部、中部优于西部这一不平衡的格局分布,将实体企业划分为东部地区(East = 1)与非东部地区(East = 0)^①两组样本,并同时构建交互项 East_connection 和 Market_connection 以保证结论的稳健性。结果如表8所示。

回归结果见表9。其中列(1)为东部发达地区样本组的回归结果,核心变量(Connection)符号为正且在1%水平显著;列(2)为中西部欠发达地区组回归结果,Connection系数为正且显著,但却远低于东部样本组(上述组间系数差异同样具有统计显著性,组间系数差异检验结果的卡方值为11.41,p值为0.0007,通过了显著性检验)。另外,交互项 East_connection、Market_connection的系数均显著为正。这充分说明实体企业产融结合的竞争力效应发挥亦会受到外生制度环境的影响,所在地的制度环境越完善,市场化程度越高,越有利于产融结合竞争力效应的发挥;而在外生制度环境较为落后的地区,实体企业建立产融结合这一正式联系的作用效果相对较弱。

六、结论

本文使用制造业样本研究实体企业建立金融股权关联与其竞争力水平之间的互动关系,结果显示:总体来看,实体企业的产融结合确实能够提升其竞争力水平,在经过处理效应模型、变量替换、回归方法调整以及倾向匹配得分控制等一系列稳健性测试之后,其正向的竞争力效应依然十分显著;进一步的分组研究以及调节效应研究的结果均表明,实体企业产融结合的竞争力效应还会受到企业内外部制度情境的影响,相较于国有企业而言,产融结合的正向效应在非国有样本中表现得更为显著;在外生制度环境较为完善的样本组,产融结合的竞争力效应更加凸显。

上述研究结论丰富了产融结合与实体企业竞争力等相关领域的研究文献。其政策启示在于:首先,应继续深化金融业(银行业)股权结构的多元化改革,适当引入高质量的产业资本而非“热钱”。这

^①East为虚拟变量,若实体企业所在省份属于东部地区,则East = 1,反之则为0。另外,借鉴已有文献的主流做法,采用经中心化处理的市场化进程指数(Market)刻画外生的制度环境,当然,各省的市场化进程指数得分与其东西部的区域分布高度一致。

表9 “产融结合”的竞争力效应——外生制度环境的影响

Variables	东部地区样本	非东部地区样本	全样本	全样本
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Competition	Competition	Competition	Competition
Connection	0.108 6*** (8.05)	0.023 8* (1.66)	0.028 2* (1.94)	0.076 4*** (7.55)
East			0.032 8*** (4.29)	
East_connection			0.078 7*** (4.05)	
Market				0.010 7*** (4.71)
Market_connection				0.013 2*** (2.58)
Size	0.129 9*** (32.62)	0.154 1*** (26.66)	0.136 0*** (41.56)	0.136 6*** (41.70)
Lev	0.024 7(1.02)	-0.101 7*** (-3.32)	-0.015 3(-0.81)	-0.014 3(-0.75)
Grow	0.001 5*** (4.08)	0.000 7* (1.86)	0.001 2*** (4.57)	0.001 2*** (4.62)
Tax	-0.001 3*** (-4.54)	-0.001 2*** (-3.88)	-0.001 3*** (-5.80)	-0.001 2*** (-5.65)
Share2_5	0.000 4(1.08)	0.005 0*** (8.93)	0.001 9*** (5.70)	0.001 9*** (5.74)
Dual	0.001 4(0.14)	0.033 2** (2.23)	0.008 2(0.98)	0.006 7(0.81)
Insti_share	0.002 5*** (11.89)	0.001 9*** (6.38)	0.002 4*** (14.16)	0.002 4*** (14.20)
MSH	0.070 0** (2.30)	-0.016 7(-0.36)	0.048 6* (1.92)	0.048 1* (1.90)
Constant	-0.953 0*** (-23.31)	-1.160 3*** (-23.00)	-1.028 9*** (-32.60)	-1.005 2*** (-32.07)
Year&Ind	控制	控制	控制	控制
N	4 178	2 297	6 475	6 475
Adj_R2	0.33	0.35	0.33	0.33

不仅有助于打破垄断、促进中小型银行的成长 形成更贴合我国经济现实的以中小型银行为主导的最优金融结构(林毅夫等 2009)^[30],也更有利于形成产融结合的良好循环,提升实体企业的竞争力。其次,防止产融结合脱实向虚必须充分把握实体企业的内外制度情境。对于国有企业而言,实施产融结合之前必须先理顺政企关系,以市场化的信贷资源配置模式替代原有的预算软约束,并进一步改革内部治理机制以消弭代理问题带来的效率耗损。对于制度环境较差的地区,则应在充分完善制度环境、减少政府不必要干预的前提下,推动实施产融结合,以最大化发挥其对于实体企业的竞争力效应。

参考文献

[1] 万良勇, 廖明情, 胡璟. 产融结合与企业融资约束——基于上市公司参股银行的实证研究[J]. 南开管理评论, 2015 (2): 64-72.

[2] 支燕, 吴河北. 动态竞争环境下的产融结合动因——基于竞争优势内生论的视角[J]. 会计研究, 2011(11): 72-77.

[3] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.

[4] LU Z, ZHU J, ZHANG W. Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequences: evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(2): 341-354.

[5] 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.

[6] PUTNAM R D. The prosperous community[J]. The American Prospect, 1993, 4(13): 35-42.

[7] 解维敏, 方红星. 金融发展、融资约束与企业研发投入[J]. 金融研究, 2011(5): 171-183.

[8] 唐清泉, 巫岑. 银行业结构与企业创新活动的融资约束[J]. 金融研究, 2015(7): 116-134.

[9] 张敦力, 李四海. 社会信任、政治关系与民营企业银行贷款[J]. 会计研究, 2012(8): 17-24.

[10] 盛明泉, 张敏, 马黎珺, 等. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 管理世界, 2012(3): 151-157.

[11] 陈运森, 李培馨, 陈栋. 银行股权关联、融资约束与资本投资行为[J]. 中国会计评论, 2015(2): 205-228.

[12] FAZZARI S M, HUBBARD R G, PETERSEN B C, et al. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, 1: 141-206.

[13] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.

[14] 罗琦, 肖文翀, 夏新平. 融资约束抑或过度投资——中国上市企业投资-现金流敏感度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2007(9):

- [15] ALLEN F, QIAN J, QIAN M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [16] 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.
- [17] 高雷, 宋顺林. 治理环境、治理结构与代理成本——来自国有上市公司面板数据的经验证据[J]. *经济评论*, 2007(3): 35-40.
- [18] 金碚. 企业竞争力测评的理论与方法[J]. *中国工业经济*, 2003(3): 5-13.
- [19] 盛明泉, 汪顺. 年金与企业竞争力提升[J]. *中央财经大学学报*, 2017(6): 91-100.
- [20] 李刚. 财务指标对企业竞争力影响的实证分析[J]. *管理科学*, 2004(4): 72-77.
- [21] 卞琳琳, 王怀明, 汤颖梅. 农业上市公司治理结构与竞争力关系研究[J]. *南京农业大学学报: 社会科学版*, 2008(1): 26-31.
- [22] 徐和清. 高管薪酬与企业竞争力关系的实证研究——以我国上市公司为例[J]. *华东经济管理*, 2009(9): 122-126.
- [23] 张旭, 宋超, 孙亚玲. 企业社会责任与竞争力关系的实证分析[J]. *科研管理*, 2010(3): 149-157.
- [24] 刘星, 蒋水全. 银行股权关联、银行业竞争与民营企业融资约束[J]. *中国管理科学*, 2015(12): 1-10.
- [25] 卢锐. 高管权力、薪酬与业绩敏感性分析[J]. *当代财经*, 2008(7): 107-112.
- [26] 吴超鹏, 吴世农, 程静雅, 等. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究[J]. *经济研究*, 2012(1): 105-119.
- [27] 刘星, 代彬, 郝颖. 高管权力与公司治理效率——基于国有上市公司高管变更的视角[J]. *管理工程学报*, 2012(1): 1-12.
- [28] 于新亮, 程远, 胡秋阳. 企业年金的“生产率效应”[J]. *中国工业经济*, 2017(1): 155-173.
- [29] 张璇, 周鹏, 李春涛. 卖空与盈余质量——来自财务重述的证据[J]. *金融研究*, 2016(8): 175-190.
- [30] 林毅夫, 孙希芳, 姜烨. 经济发展中最优金融结构初探[J]. *经济研究*, 2009(8): 4-17.

(责任编辑: 汤菲)

Integration of Industry and Finance and Entity Enterprise Competitiveness: An Empirical Analysis from the Sample of Manufacturing

SHENG An-qi¹, WANG Shun², SHENG Ming-quan²

(1. Institute of Anhui's Economic and Social Development Research,
Anhui University of Finance & Economics, Bengbu 233030; 2. School of Accounting,
Anhui University of Finance & Economics, Bengbu 233030, China)

Abstract: Real economy is the foundation of economic development. The paper uses manufacturing enterprises in China's Stock Market A-share listed company from the year 2005 to 2015 as the research sample to discuss the influence of integration of industry and finance on competitiveness. The study finds that building financial stakes association to realize the integration of industry and finance does promote the level of competitiveness of the entity enterprise, and that positive "competitiveness effect" is still significant after a series of control of endogeneity and robustness, such as treatment effect model and propensity score matching method. Further research shows that the competitive effect of integration of industry and finance is also influenced by the context of internal and external system of the entity enterprise, and the competitive effect of integration of industry and finance will be more prominent within the sample group where private sample group and area system environment are more perfect.

Keywords: integration of industry and finance; financing constraints; financial stakes association; institutional environment; enterprise competitiveness; entity enterprise; manufacturing