

经济政策不确定性下银行风险承担 对企业投资效率的影响

朱 丹¹, 潘 攀²

(1. 中国社会科学院大学 经济学院, 北京 102488;

2. 四川农业大学 管理学院, 四川 成都 611130)

摘 要:在不确定性因素日益增加形势下, 银行作为最重要金融机构, 其风险承担行为将直接影响企业投资效率, 进而影响宏观经济和系统性金融风险。采用上市公司季度数据, 同时从表内和表外分析了银行风险承担对企业投资效率的影响, 还探讨了经济不确定性下银行风险承担对企业投资效率的影响。实证结果表明, 无论银行是提高表内风险承担水平, 还是提高表外风险承担水平, 均增加了非效率投资。受经济政策不确定性影响, 银行风险承担主要通过降低企业过度投资来缓解非效率投资。进一步分析还发现, 尽管多数企业存在投资不足情况, 但银行风险承担对其无显著影响。目前, 应健全银行表内外融资统一风险管控体系, 强化对实体经济支持作用。同时, 更多采用市场、经济、技术等手段来分担银行风险, 切实提升银行风险承担意愿能力, 合理引导银行信贷资金流向, 并进一步加强各类政策协同性和衔接性, 引导和稳定市场预期, 多措并举来扩大有效投资。

关键词:经济政策不确定性; 银行风险承担; 投资效率

中图分类号: F127.658

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2022)03-0173-10

Research on the Influence of Bank Risk-taking on Enterprise Investment Efficiency under the Condition of Economic Policy Uncertainty

ZHU Dan¹, PAN Pan²

(1. School of Economics, University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102488, China;

2. School of Management, Sichuan Agricultural University, Chengdu 611130, China)

Abstract: In the situation of increasing uncertainty, as an important financial institution, the risk-taking behavior of banks will directly affect the investment efficiency of enterprises, and then affect the macro-economy and systemic financial risks. The paper analyzes the impact of bank risk-taking on the investment efficiency from both inside and outside the balance sheet, and explores the impact of bank risk-taking on the investment efficiency under economic uncertainty. The empirical results show that whether the bank increases the on-balance sheet risk taking or off-balance sheet risk taking, it will increase the firm's inefficient investment. Affected by the uncertainty of economic policies, bank risk-taking mainly reduces the excessive investment of enterprises to alleviate the inefficient investment. It is

收稿日期: 2021-10-18 修回日期: 2022-03-04

基金项目: 中国社会科学院大学青年英才课题“区域经济合作的深度一体化特征”(02011903820083)。

作者简介: 朱丹(1983—), 女, 黑龙江哈尔滨人, 中国社会科学院大学经济学院助理教授, 博士, 研究方向为企业理论、区域经济。通信作者: 潘攀。

important to note that although most firms are underinvested, bank risk-taking does not have a significant impact on them. At present, we should improve the unified risk control system of bank financing on and off the balance sheet, and strengthen the role of supporting the real economy. At the same time, more measures such as market, economy and technology should be adopted to share bank risks, effectively enhance banks' willingness to bear risks, and reasonably guide the flow of bank credit funds. In addition, we will further strengthen policy coordination and coherence, guide and stabilize market expectations, and take a combination of measures to expand effective investment.

Key words: economic policy uncertainty; banks' risk taking; enterprise investment efficiency

目前,我国人均资本存量水平约为发达经济体的 20%,未来投资需求潜力仍然巨大。毋庸置疑,新冠疫情加速了百年未有之大变局,为抓住战略机遇期,未来一段时期仍需加大有效投资力度,并有效防范和对冲各类重大风险。

在当前不确定性因素日益增加形势下,银行作为最重要的金融机构,其风险偏好与承担意愿将直接影响企业投资,进而影响宏观经济和系统性金融风险。长期以来,我国金融体系主要依赖银行为主体的间接融资,银行业资产一直占金融业总资产的 90% 左右。但是,“稳投资”不能搞“大水漫灌”,否则,银行不合理的信贷支持,必然会降低企业投资效率,助推将来新一轮的产能过剩和“僵尸企业”浮现。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标》特别指出,“未来一个时期外部环境不稳定不确定因素较多”,应进一步“形成市场主导的投资内生增长机制”。故而,银行作为企业资金最重要的供给方,如何提升企业投资效率并维护金融安全应引起高度重视。鉴于此,银行风险承担机制如何影响企业投资效率,在经济政策不确定性的作用下又会产生何种影响等问题均需要深入探讨。

一、文献回顾

银行随着经济形势调整信贷政策和风险承担方式。在 2007 年次贷危机前,学者多是对银行的货币政策传导渠道进行研究,他们认为银行主要发挥了货币渠道和利率渠道两大传导功能^[1]。然而,在对次贷危机根源反思时,学者们普遍认为将银行假设为风险中性是不对的,实际上银行是有风险偏好的,银行风险偏好和风险承担意愿会对整个实体经济产生重大影响^[2]。银行风险承担主

要表现在其信贷规模和风险偏好方面,即在相同风险偏好下提供更多信贷资金,或是在同等信贷规模下采取更低的信贷审批标准^[3]。但也有研究认为,银行风险承担还体现在负债选择上,或资产选择上^[4-5]。

在对我国银行风险承担研究时,一部分学者逐渐将目光集聚到了影子银行上。长期以来,很多研究主要集中在传统正规金融上,没有系统考虑以影子银行为代表的非正规金融的影响与后果^[6]。我国资产证券化市场不发达,很多商业银行通过影子银行业务将表内资产转移到表外,其本质上还是由商业银行主导^[7-8]。影子银行绕开了严格的金融监管,具有更高的杠杆率,强大的逐利性还让影子银行具有顺周期性和脆弱性,其规模快速上升的背后隐藏了巨大的资产价格泡沫破裂风险^[9]。当然不可否认的是,影子银行利用其灵活性,对正规金融不能覆盖的小微企业进行了互补,避免了正规金融对民营企业和规模较小企业的信贷歧视,在一定程度上有利于扩大企业投资^[9-10],但仍不可忽视影子银行所带来的负面影响。

近年来,经济政策不确定性对银行风险、企业投资的影响研究受到了人们的广泛关注。很多研究认为,政府有利于克服市场失灵问题,但政府频繁干预市场会使经济政策不确定性不断上升^[11-12]。对银行风险承担而言,经济不确定性上升时,银行会对企业表现出“惜贷”和“慎贷”行为^[13]。尤其是,经济政策不确定性会削弱银行主动风险承担行为,但加剧银行被动风险承担行为^[14]。对于企业投资效率而言,经济政策不确定性会加大企业投资面临的风险,或加剧企业融资约束,从而降低企业投资效率^[15-16]。尽管多数学者认为经济政策不确定性降低了企业投资效率,但也有研究认为,由于我

国特殊国情,经济政策不确定性可能有利于提升企业投资效率^[17]。

综上所述,已有文献对银行信贷与企业投资效率,经济不确定性与银行风险承担、企业投资效率等都进行了积极探索。但现有文献,缺乏从风险偏好角度去考察银行信贷对企业行为的影响,也未将表内信贷和表外影子银行纳入到同一框架,来分析银行风险承担对企业投资效率产生的不同作用,更未分析在经济政策不确定性和银行风险承担交互作用下企业投资效率会产生何种影响。

二、理论分析与研究假设

银行在整个金融体系占主导地位,银行风险偏好和风险承担意愿会影响企业融资难易程度,改变企业经济行为,进而影响企业投资效率。当银行提升其风险承担意愿时,意味着企业能够从银行获得更多的信贷资金,或节省更多的融资成本。但也应看到,投资也是各地经济快速发展及企业快速扩张的“利器”。受多重利益驱动,在地方政府干预或企业管理层“投资冲动”等因素影响下,企业投资决策与效率将受到极大影响。一方面,在较容易从银行获得资金支持的情况下,许多企业放松了对资金管理的重视程度,形成了资金浪费^[18]。另一方面,一些企业管理者利用银行监管的放松,在有限理性、过度乐观、自身控制权利益等影响下,可能会导致企业投资规模膨胀,在一定程度上会导致过度投资和资金低效行为^[19]。不止于此,由于存在信息不对称和道德风险,可能出现银行提升风险承担水平,而获得银行信贷支持的企业反而降低了投资效率。

此外,我国影子银行由商业银行主导,主要从事资金借贷业务。在银行传统信贷业务中,银行偏好产生的“信贷歧视”普遍存在,同时,信贷资金往往受到严格的监管,造成许多中小企业、民营企业难于通过银行表内业务获取信贷资金。表外影子银行业务通过绕开监管,向高风险企业和项目注入流动性,有效支持了银行表内业务无法覆盖的实体企业发展^[6]。但是,影子银行业务绕开了监管,但也导致企业融资成本更高,也使整体风险

增大^[7]。当遇到外部冲击时,影子银行还会快速撤回,加剧企业经营困境。我国影子银行实际上是表内业务的延深,从隐含风险和融资成本看,会催生企业投资扩张激励、降低企业投资效率。

据此,提出研究假设 H1:无论是银行是提高表内风险承担水平,还是提高表外影子银行风险承担水平,均会导致企业投资效率下降。

企业投资决策除受到银行信贷资金约束外,还受到宏观经济环境和政府政策的影响。经济政策不确定性是指,企业不知道政府何时、采取何种政策对经济进行干预,也无法准确预测经济政策的变化会产生何种影响^[17]。经济政策不确定性既来源于政府政策立场的不确定性,也来源于政策执行的不确定性,还来源于政策预期的不确定性^[11]。从经济后果看,经济政策不确定性增加了企业对未来发展前景判断难度,降低了企业投资意愿和投资效率。通常地,经济政策不确定性会通过以下几个方面影响企业投资效率:其一,经济政策不确定性增加,企业投资风险会上升,出现投资失败的概率急剧增加,投资效率将大大降低^[15]。其二,即使企业面临较好的投资机会,但政策不确定性的增加,会使其难于获得外部融资支持,或者在获得外部融资支持时所承担的强制条款更多、融资成本更高,故而融资约束的加剧也会降低企业投资效率。其三,政策不确定性还可能加剧企业未来现金流的波动性,即使企业获得外部融资也可能将其用于弥补现金流动性,实则挤占了投资资金,这也会降低企业投资效率^[16]。经济政策不确定性恶化了企业经营环境,增加了投资的等待价值。

除直接降低企业投资效率外,经济政策不确定性还通过改变银行风险承担行为间接影响企业投资效率。经济政策不确定性对银行风险承担的影响,主要体现在银行风险承担意愿和风险承担能力两方面。经济政策不确定性上升,银行预计企业出现违约的概率将上升,出于规避风险的动机,银行表现出“惜贷”和“慎贷”^[13]。同时,银行风险承担能力主要依赖于存款吸收能力,经济政策不确定性降低了家庭居民当期收入,还会恶化

收入预期,导致银行的存款吸收能力下降,从而降低银行风险承担能力^[12]。另外,随着政策不确定性程度上升,金融监管部门出于维护整个经济体系安全考虑,要求银行必须提高存款准备金、收紧流动性等,缩减了银行可支配资金规模。因此,在经济政策不确定性下,银行出于自身风险与能力考量,会主动降低风险,迫使企业重视资金管理、提升投资效率。可见,经济政策不确定性加剧,在一定程度上缓解了银行风险承担对企业非效率投资的正向影响。

如果进一步将投资非效率区分为投资不足、投资过度两类来看,银行风险承担能力减弱可能对企业投资过度的影响更大。我国银行主要属于国有性质或国有控股,在逆周期调控影响下,银行在发放信贷时,天生偏好国有企业、大型企业,以降低融资风险和未来不确定性。但这些大企业虽然具有“在位优势”,但大都从事的是比较成熟且相对饱和的市场业务,未来市场增长潜力存在较大不确定性,可能会导致投资过度或产能过剩。因而,在经济政策不确定性下,如果银行降低风险承担水平,可能会更多压减一些投资过度项目,企业不得不考虑将战略从市场扩展转向为愈加重视效率。据此,提出研究假设 H2:经济政策不确定性的加剧会影响银行风险承担行为,减弱了银行风险承担对企业非效率投资的正向作用;研究假设 H3:经济政策不确定性下,银行风险承担主要通过降低企业过度投资行为来缓解企业非效率投资。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

经济政策不确定性数据在采用 Baker 等(2016)^[11]构建的中国经济政策不确定指数。银行风险承担中贷款审批指数来源于中国人民银行官方网站公布的银行家问卷调查,影子银行数据同样来源于中国人民银行官方网站。宏观经济层面,GDP、CPI 来源于国家统计局。企业层面,本文选择 2012 年第 1 季度至 2018 年第 4 季度我国所有上市企业季度数据为初始样本,并按以下标准对样本进行筛选:①删除金融、保险类的上市企业,因为金融和保险类上市企业的财务数据跟其他行业的差异较

大;②删除 ST 或者 ST* 企业,这两类企业容易出现财务困境情况,而且可能不进行理性投资;③删除数据缺失的企业,最终得到 59315 个季度观测值。企业层面的财务报表季度数据来自 CSMAR 中上市企业财务报表数据库,缺失数据使用 Wind 数据库进行补充。为消除异常值对回归结果的影响,对连续变量进行了 1% 和 99% 分位数上的 Winsorize 缩尾处理。

(二)变量选取与度量

1. 银行风险承担 (*Risktaking*)。使用贷款审批指数 (*Loanapproval*) 度量银行表内业务方面的风险承担水平,用影子银行规模 (*Shadowbank*) 度量表外业务风险承担水平,采用增量而非存量。

2. 经济政策不确定性 (*EPU*)。使用 Baker 等 (2016)^[11] 发布的中国经济政策不确定性月度指数来衡量我国经济政策不确定性程度。

3. 企业投资效率 (*Invest*)。参考 Richardson 等 (2016)^[20] 研究,构建估计模型来测度企业投资效率,具体形式如式 (1) 所示。

$$Invest_t = \alpha_0 + \alpha_1 Invest_{t-1} + \alpha_2 Tobins' Q_t + \alpha_3 Lev_t + \alpha_4 Cash + \alpha_5 Age_t + \alpha_6 Size_t + \alpha_7 Return_t + Quarter + Industry + \varepsilon_t \quad (1)$$

Return 表示净资产收益率,其他各变量的含义见表 1。按照模型 (1) 回归得到模型的残差,然后对其取绝对值得到企业各季度的投资效率 (*Inveff*),该值越大表示企业投资的非效率程度越高;残差大于 0 的为过度投资 (*Overinvest*),用残差小于 0 并取其绝对值作为投资不足 (*Underinvest*)。

4. 控制变量。根据已有文献,分别控制了财务杠杆 (*Lev*)、股权集中度 (*Shrcr*)、企业规模 (*Size*)、投资机会 (*Tobins' Q*)、现金持有量 (*Cash*)、资产收益率 (*ROA*)、融资约束 (*Exfin*) 和企业年龄 (*Age*),宏观层面控制了物价指数 (*CPI*) 和经济增长 (*GDP*)。主要变量具体定义见表 1。

(三)回归模型

借鉴已有研究成果,使用模型 (2) 检验银行风险承担对企业投资效率的影响,使用模型 (3) 检验经济政策不确定性下银行风险承担对企业效率的影响如下:

表1 主要变量的定义

变量名称	变量符号	变量定义
因变量		
企业投资效率	<i>Inveff</i>	使用的 Richardson (2006) 方法, 由公式(1) 的残差绝对值而得
过度投资	<i>Overinvest</i>	根据公式(1), 用残差大于 0 进行衡量
投资不足	<i>Underinvest</i>	根据公式(1), 用残差小于 0 并取绝对值进行衡量
自变量		
贷款审批指数	<i>Loanapproval</i>	使用中国人民银行官方网站公布的银行家问卷调查中银行贷款审批指数, 同时除以 100
影子银行规模	<i>Shadowbank</i>	(委托贷款 + 信托贷款 + 未贴现银行承兑汇票)/社会融资规模
调节变量		
经济政策不确定性	<i>EPU</i>	使用 Baker 等(2016) 构建的中国经济政策不确定性指数
控制变量		
财务杠杆	<i>Lev</i>	负债总额/总资产
股权集中度	<i>Shrcr</i>	前三大股东占总股数的比率
企业规模	<i>Size</i>	企业账面总资产取自然对数
投资机会	<i>Tobins' Q</i>	(每股价格 × 全部股份 + 负债账面价值)/总资产
现金持有量	<i>Cash</i>	货币资金/总资产
资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/总资产
融资约束	<i>Exfin</i>	借鉴杨继伟(2011) 的思路, 以利息保障倍数表示
企业年龄	<i>Age</i>	当年减去企业成立年份
物价指数	<i>CPI</i>	居民消费价格增长率
经济增长	<i>GDP</i>	国内生产总值增长率
季度虚拟变量	<i>Quarter</i>	季度虚拟变量, 当季取 1, 否则为 0
行业虚拟变量	<i>Industry</i>	行业虚拟变量, 属于该行业取 1, 否则为 0

$$Inveff = \beta_0 + \beta_1 Risktaking + \beta_2 Lev + \beta_3 Shrcr + \beta_4 Size + \beta_5 Tobins' Q + \beta_6 Cash + \beta_7 ROA + \beta_8 Exfin + \beta_9 Age + \beta_{10} CPI + \beta_{11} GDP + Quarter + Industry + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$Inveff = \beta_0 + \beta_1 EPU + \beta_2 Risktaking + \beta_3 EPU \times Risktaking + \beta_4 Lev + \beta_5 Shrcr + \beta_6 Size + \beta_7 Tobins' Q + \beta_8 Cash + \beta_9 ROA + \beta_{10} Exfin + \beta_{11} Age + \beta_{12} CPI + \beta_{13} GDP + Quarter + Industry + \varepsilon_2 \quad (3)$$

其中, 银行风险承担 (*Risktaking*) 包含贷款审批指数 (*Loanapproval*) 和影子银行规模 (*Shadowbank*) 两方面。模型(2)和模型(3)不仅控制了宏观经济层面的物价指数 (*CPI*)、经济增长率 (*GDP*) 以及季度虚拟变量 (*Quarter*), 还对企业层面财务杠杆 (*Lev*) 等进行了控制。对于模型(2), 如果银行风险承担回归系数 β_1 显著为正, 说明银行风险承担增加了企业非效率投资水平。而对于模型(3)则关注的重点是交互性 $EPU \times Risktaking$ 的回归系数, 如果该系数 β_3 显著为负, 则说明经济政策不确定性缓解了银行风险承担对企业非效率投资的促进作用。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

对宏观和企业层面的数据进行描述性统计

(见表2)。可见, 样本期间内企业非效率投资 (*Inveff*) 的均值为 0.021, 过度投资 (*Overinv*) 的企业样本数为 21127, 而投资不足 (*Underinv*) 的企业样本数为 38188, 说明大多数企业存在投资不足情况。贷款审批指数 (*Loanapproval*) 均值为 0.465, 最小值和最大值分别为 0.431 和 0.498, 说明我国银行实施的中性偏紧的信贷政策。影子银行规模 (*Shadowbank*) 占社会融资规模的比率最小值和最大值分别为 -26.7% 和 33.5%, 表明近年来我国影子银行增量变化较大, 侧面说明应将影子银行纳入到银行风险承担研究框架之中。经济政策不确定性 (*EPU*) 最小值为 0.891、最大值为 7.448, 表明我国经济政策不确定性出现比较大变化。

(二) 回归结果分析

使用模型(2)对银行风险承担与企业投资效率之间的关系进行检验(见表3)。列(1)和列(2)检验的是银行表内风险承担对企业投资效率的影响, 列(3)和列(4)检验了银行表外风险承担对企业投资效率的影响, 列(1)和列(3)未控制任何变量, 而列(2)和列(4)对文中列示的所有控制变量进行了控制, 因变量均为企业的非效率投资 (*Inveff*)。列(1)和列(2)中贷款审批指数 (*Loanapproval*) 的回

表 2 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	MIN	P25	P50	P75	MAX
<i>Inveff</i>	59315	0.021	0.055	0.000	0.008	0.016	0.025	11.540
<i>Overinv</i>	21127	0.030	0.039	0.000	0.007	0.018	0.040	1.669
<i>Underinv</i>	38188	0.017	0.061	0.000	0.008	0.015	0.022	11.540
<i>Loanapproval</i>	59315	0.465	0.015	0.431	0.451	0.470	0.477	0.498
<i>Shadowbank</i>	59315	0.095	0.173	-0.267	-0.029	0.101	0.264	0.335
<i>EPU</i>	28	2.602	1.399	0.891	1.440	2.473	3.676	7.448
<i>Lev</i>	59315	0.427	0.450	-0.684	0.243	0.407	0.583	63.970
<i>Shrcr</i>	59315	0.490	0.157	0.006	0.374	0.488	0.602	0.984
<i>Size</i>	59315	22.070	1.339	14.760	21.130	21.900	22.810	28.540
<i>Tobins' Q</i>	59315	2.339	1.845	0.339	0.950	1.774	3.164	7.126
<i>Cash</i>	59315	0.174	0.133	0	0.083	0.136	0.225	1
<i>ROA</i>	59315	2.492	2.812	-1.888	0.531	1.811	4.012	9.096
<i>Exfin</i>	59315	0.140	26.970	-73.710	-4.028	2.373	8.311	58.930
<i>Age</i>	59315	17.010	5.561	2	13	17	21	51
<i>CPI</i>	28	1.965	0.455	1.190	1.600	1.970	2.273	2.910
<i>GDP</i>	28	7.089	0.427	6.600	6.800	6.800	7.400	7.900

归系数分别为 0.0835 和 0.0458,且均在 1% 水平显著,说明银行表内风险承担的增加会加大企业非效率投资程度。而列(3)和列(4)的结果显示,影子银行(*Shadowbank*)的回归系数为 0.0166 和 0.0170,均在 1% 水平显著,说明银行表外风险承担的增加也会加大企业非效率投资程度。

上述结果表明,无论银行是增加表内风险承担还是增加表外风险承担水平,均加大了企业的非效率投资程度。对于正规金融来讲,银行通过放宽贷款审批条件提升表内风险承担水平,能够普遍使企业获得充足资金,但这样使得企业降低了资金管理的重视程度,进而降低了企业投资效率。影子银行弥补了传统正规金融不能所覆盖的领域,其逻辑与表内信贷一致,并且风险更大,因此银行提升表外影子银行风险承担水平,实则也降低了企业投资效率。故而,第一个研究假设得证。

根据模型(3),对经济政策不确定性、银行风险承担与企业投资效率之间的关系进行检验,结果如表 4 所示。列(1)和列(2)展示了经济政策不确定性下银行表内风险承担对企业投资效率的影响,列(3)和列(4)则展示了经济政策不确定性下银行表外风险承担对企业投资效率的影响。对于模型(3)我们更加关注的是交互性的回归系数,列(1)和列(2)中经济政策不确定性与银行表内风险承担交互性(*EPU* × *Loanapproval*)的回归系数分别

表 3 银行风险承担与企业非效率投资

序号	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	<i>Inveff</i>	<i>Inveff</i>	<i>Inveff</i>	<i>Inveff</i>
<i>Loanapproval</i>	0.0835 *** (10.98)	0.0458 *** (4.25)		
<i>Shadowbank</i>			0.0166 *** (9.39)	0.0170 *** (12.46)
<i>Lev</i>		0.0041 * (1.84)		0.0040 * (1.84)
<i>Shrcr</i>		-0.0003 (-0.13)		-0.0001 (-0.02)
<i>Size</i>		-0.0010 *** (-2.84)		-0.0009 *** (-2.58)
<i>Tobins' Q</i>		0.0010 *** (3.45)		0.0011 *** (3.88)
<i>Cash</i>		-0.0011 (-0.13)		-0.0019 (-0.23)
<i>ROA</i>		0.0009 *** (6.13)		0.0008 *** (5.69)
<i>Exfin</i>		0.0000 *** (2.74)		0.0000 ** (2.49)
<i>Age</i>		-0.0003 *** (-4.64)		-0.0003 *** (-4.32)
<i>CPI</i>		0.3757 *** (3.67)		0.3544 *** (3.72)
<i>GDP</i>		0.0013 (1.12)		0.0091 *** (5.80)
<i>Constant</i>	-0.0174 *** (-5.05)	-0.3705 *** (-3.58)	0.0200 *** (161.46)	-0.4252 *** (-3.94)
<i>Quarter</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Industry</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Cluster at firm</i>	No	Yes	No	Yes
<i>N</i>	59315	59315	59315	59315
<i>adj. R²</i>	0.001	0.012	0.003	0.014

注:(1) * 为 10% 水平显著, ** 为 5% 水平显著, *** 为 1% 水平显著;(2) 括号中报告的是 T 统计量;(3) 标准误经异方差(heteroskedasticity)和企业聚类(cluster)调整。

为-0.0169和-0.0103,且均在1%水平显著,说明经济政策不确定性减少了银行表内风险承担对企业非效率的促进作用。同样,列(3)和列(4)中交互项 $EPU \times Shadowbank$ 的回归系数分别为-0.0416和-0.0184,说明经济政策不确定性缓解了银行表外风险承担对企业非效率的正向作用。在经济政策不确定性影响下,企业出现违约的概率增加,银行会主动减少部分风险承担,使企业获得银行融资减少,重视资金管理并提升自身投资效率。故而,第二个研究假设得证。

表4 经济政策不确定性、银行风险承担与企业非效率投资

变量	(1) <i>Inveff</i>	(2) <i>Inveff</i>	(3) <i>Inveff</i>	(4) <i>Inveff</i>
<i>EPU</i>	-0.0013 *** (-6.81)	-0.0012 *** (-7.08)	0.0001 (1.20)	-0.0005 *** (-4.07)
<i>Loanapproval</i>	0.2020 *** (9.91)	0.1432 *** (16.69)		
<i>EPU</i> × <i>Loanapproval</i>	-0.0169 *** (-7.19)	-0.0103 *** (-3.66)		
<i>Shadowbank</i>			0.0738 *** (5.75)	0.0417 *** (2.80)
<i>EPU</i> × <i>Shadowbank</i>			-0.0416 *** (-5.06)	-0.0184 * (-1.80)
<i>Lev</i>		0.0039 * (1.85)		0.0038 * (1.85)
<i>Shrscr</i>		-0.0001 (-0.06)		0.0001 (0.02)
<i>Size</i>		-0.0009 *** (-2.66)		-0.0009 ** (-2.48)
<i>Tobins' Q</i>		0.0010 *** (3.53)		0.0011 *** (3.94)
<i>Cash</i>		-0.0012 (-0.14)		-0.0017 (-0.20)
<i>ROA</i>		0.0008 *** (5.65)		0.0007 *** (5.65)
<i>Exfin</i>		0.0000 *** (2.66)		0.0000 ** (2.46)
<i>Age</i>		-0.0003 *** (-4.22)		-0.0003 *** (-4.10)
<i>CPI</i>		0.3445 *** (3.45)		0.3675 *** (3.64)
<i>GDP</i>		0.0062 *** (3.66)		0.0108 *** (7.86)
<i>Constant</i>	-0.0583 *** (-7.73)	-0.4356 *** (-4.28)	0.0200 *** (69.64)	-0.4592 *** (-4.30)
<i>Quarter</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Industry</i>	No	Yes	No	Yes
<i>Cluster at firm</i>	No	Yes	No	Yes
<i>N</i>	59315	59315	59315	59315
<i>adj. R²</i>	0.002	0.013	0.003	0.014

注:(1)*为10%水平显著,**为5%水平显著,***为1%水平显著;(2)括号中报告的是T统计量;(3)标准误经异方差(heteroskedasticity)和企业聚类(cluster)调整。

(三)进一步检验:过度投资和投资不足

将样本分为过度投资(*Overinvest*)和投资不足(*Underinvest*)两组,表5中列(1)—列(4)展示的是过度投资组的回归结果,列(5)—列(8)则展示的是投资不足组的回归结果。在过度投资组中,列(1)银行表内风险承担(*Loanapproval*)和列(2)银行表外风险承担(*Shadowbank*)的回归系数均显著为正,说明银行风险承担加大了企业过度投资。列(3)和列(4)中交互项的系数均显著为负,说明经济政策不确定性缓解了银行风险承担对企业过度投资的促进作用。然而,在投资不足组,列(5)和列(6)中表内风险承担、表外风险承担的回归系数以及列(7)和列(8)中交互项的回归系数均不显著,说明银行风险承担对企业投资不足没有显著影响。原因可能是,在经济政策不确定性下,来自大企业的过度投资这部分融资需求被压减得更多,而中小企业本身投资意愿不高、融资可得性差,造成对投资不足没有多少影响。故而,第三个研究假设得证。

(四)稳健性检验

1. 使用滞后一期数据。尽管本文沿着宏观影响微观的思路展开研究,出现自变量于因变量互为因果的可能性极小。为进一步排除由此导致的内生性问题,使用下一期的投资效率作为因变量进行稳健性检验,结果如表6列(1)—列(4)所示。表明结论是可靠的。

2. 更换经济政策不确定性计算方式。论文采用算数平均法将经济政策不确定性月度数据转换为季度数据。为避免计算方式导致的内生性问题,我们使用了算数加权法进行数据转换。季度内根据月份的先后分别赋权重1/6、1/3和1/2。重新回归结果如表6列(5)、列(6)所示,结果再次证明了结论的可靠性。

3. 删除宏观控制变量。在删除宏观控制变量后重新回归进行稳健性检验,结果如表6中列(7)—列(10)所示。回归结果显示,核心变量的符号和显著性未发生实质性变化,所得结论是可靠的。

总体来看,经济政策不确定性能够缓解银行风险承担对企业非效率投资的促进作用。

表 5 过度投资和投资不足

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Overinv</i>	<i>Overinv</i>	<i>Overinv</i>	<i>Overinv</i>	<i>Underinv</i>	<i>Underinv</i>	<i>Underinv</i>	<i>Underinv</i>
<i>EPU</i>			0.0003 (0.71)	-0.0014 *** (-5.35)			-0.0059 ** (-2.38)	0.0001 (0.78)
<i>Loanapproval</i>	0.0337 * (1.72)		-0.0152 (-0.73)		0.1750 (0.76)		-0.2047 * (-1.75)	
<i>EPU × Loanapproval</i>			-0.0107 ** (-2.41)				0.1359 (1.59)	
<i>Shadowbank</i>		0.0197 *** (12.34)		0.0535 *** (4.45)		0.0363 (0.76)		0.0176 (0.85)
<i>EPU × Shadowbank</i>				-0.0282 *** (-3.27)				-0.0036 (-0.27)
<i>Lev</i>	0.0068 *** (3.61)	0.0066 *** (3.77)	0.0061 *** (4.42)	0.0065 *** (3.88)	0.0022 (0.96)	0.0022 (0.96)	0.0022 (0.96)	0.0019 (0.86)
<i>Shrcr</i>	0.0023 (0.74)	0.0031 (1.01)	0.0043 (1.38)	0.0030 (0.97)	-0.0010 (-0.36)	-0.0010 (-0.36)	-0.0010 (-0.36)	-0.0003 (-0.12)
<i>Size</i>	-0.0012 ** (-2.24)	-0.0012 ** (-2.16)	-0.0011 ** (-2.04)	-0.0010 * (-1.92)	-0.0005 (-1.27)	-0.0005 (-1.27)	-0.0005 (-1.27)	-0.0005 (-1.34)
<i>Tobins' Q</i>	0.0015 *** (3.78)	0.0016 *** (4.09)	0.0018 *** (4.64)	0.0017 *** (4.42)	0.0011 *** (3.70)	0.0011 *** (3.70)	0.0011 *** (3.70)	0.0010 *** (3.33)
<i>Cash</i>	-0.0202 *** (-4.33)	-0.0215 *** (-4.64)	-0.0212 *** (-4.51)	-0.0212 *** (-4.56)	0.0101 (0.93)	0.0101 (0.93)	0.0101 (0.93)	0.0103 (0.96)
<i>ROA</i>	0.0010 *** (5.55)	0.0009 *** (4.70)	0.0005 *** (2.69)	0.0008 *** (4.29)	0.0000 (0.18)	0.0000 (0.18)	0.0000 (0.18)	-0.0002 (-0.60)
<i>Exfin</i>	0.0000 (0.92)	0.0000 (0.63)	0.0000 (0.81)	0.0000 (0.53)	0.0000 (1.41)	0.0000 (1.41)	0.0000 (1.41)	0.0000 (1.40)
<i>Age</i>	-0.0005 *** (-4.89)	-0.0005 *** (-4.43)	-0.0004 *** (-3.47)	-0.0005 *** (-4.23)	-0.0002 *** (-3.02)	-0.0002 *** (-3.02)	-0.0002 *** (-3.02)	-0.0002 ** (-2.50)
<i>CPI</i>	0.5340 *** (6.81)	0.4347 *** (6.20)	0.4610 *** (6.01)	0.5991 *** (8.00)	-1.2442 (-0.75)	-0.7031 (-0.74)	-0.5280 (-0.63)	0.1498 (1.06)
<i>GDP</i>	0.0086 *** (3.26)	0.0159 *** (6.02)	-0.0111 ** (-2.30)	0.0231 *** (7.34)	-0.0172 (-1.01)	0.0131 (0.57)	0.0705 ** (1.97)	-0.0058 *** (-3.54)
<i>Constant</i>	-0.5917 *** (-6.83)	-0.5669 *** (-6.78)	-0.2659 *** (-2.79)	-0.8210 *** (-9.02)	1.4284 (0.79)	0.5920 (0.85)	-0.2594 (-0.54)	-0.0541 (-0.35)
<i>Quarter</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Cluster at firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	21127	21127	21127	21127	38188	38188	38188	38188
<i>adj. R²</i>	0.050	0.056	0.070	0.059	0.010	0.010	0.010	0.007

注:(1)*为10%水平显著,**为5%水平显著,***为1%水平显著;(2)括号中报告的是T统计量;(3)标准误经异方差(heteroskedasticity)和企业聚类(cluster)调整。

表 6 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	<i>Inveff_{t-1}</i>	<i>Inveff_{t-1}</i>	<i>Inveff_{t-1}</i>	<i>Inveff_{t-1}</i>	<i>Inveff</i>	<i>Inveff</i>	<i>Inveff</i>	<i>Inveff</i>	<i>Inveff</i>	<i>Inveff</i>
<i>EPU</i>			-0.0012 *** (-7.02)	-0.0010 *** (-8.16)	-0.0014 *** (-7.76)	-0.0008 *** (-6.51)			-0.0010 *** (-6.04)	0.0001 (0.97)
<i>Loanapproval</i>	0.0301 *** (2.64)		0.0207 * (1.69)		0.1320 *** (16.95)		0.0649 *** (8.80)		0.1613 *** (13.50)	
<i>EPU × Loanapproval</i>			-0.0064 *** (-4.95)		-0.0072 *** (-2.64)				-0.0136 *** (-6.24)	
<i>Shadowbank</i>		0.0079 *** (12.31)		0.0141 *** (3.94)		0.0308 (1.04)		0.0153 *** (10.55)		0.0572 *** (4.44)
<i>EPU × Shadowbank</i>				-0.0064 ** (-2.37)		-0.0104 ** (-2.10)				-0.0304 *** (-3.57)
<i>Constant</i>	-0.0458 (-1.21)	-0.0147 (-0.41)	-0.2026 *** (-4.48)	-0.1797 *** (-4.09)	-0.4969 *** (-4.68)	-0.5019 *** (-4.68)	0.0291 *** (2.96)	0.0522 *** (6.90)	-0.0093 (-1.24)	0.0524 *** (6.90)
<i>Quarter</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Cluster at firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	39542	39542	39542	39542	59315	59315	59315	59315	59315	59315
<i>adj. R²</i>	0.045	0.048	0.049	0.050	0.013	0.015	0.011	0.013	0.012	0.014

注:(1)*为10%水平显著,**为5%水平显著,***为1%水平显著;(2)括号中报告的是T统计量;(3)标准误经异方差(heteroskedasticity)和企业聚类(cluster)调整。

五、结论和启示

(一) 结论

实证研究结果表明,无论银行是提高表内风险承担,还是提高表外风险承担水平,均增加了企业非效率投资程度。然而,经济政策不确定性加剧,会促使银行重视信贷管理、企业强化资金使用效率,减弱了银行风险承担对企业非效率投资的正向作用。进一步研究表明,经济政策不确定性形势下,银行风险承担主要是降低了企业过度投资来缓解非效率投资。但不可忽视的是,尽管多数企业存在投资不足情况,但银行风险承担对企业投资不足并无显著影响。

(二) 启示

第一,健全影子银行等表外业务的监管制度,实施表内外融资统一风险管控,既发挥对实体经济支持作用,又注重防范金融风险。鼓励银行分类规范和处置影子银行业务,推动“类信贷”等表外业务回表,严禁资金空转、脱实向虚以及各类“伪创新”行为。确保各种金融创新在审慎监管的前提下进行,对一些跨市场、交叉性的新产品、新业务要通过金融监管协调机制,按“实质重于形式”原则及时监管,防止监管空白和监管套利。

第二,更多采用市场、经济、技术等手段来分担银行风险,切实提升银行风险承担意愿和能力,合理引导银行信贷资金流向。不宜过多、过频采取行政干预措施,或过度强调银行单方承担风险。否则,这将加剧未来企业投资低效行为,造成大量资源浪费。在风险分担安排上,可采用激励性的财税金融政策,如再贷款、再贴现、贷款贴息、政策性担保、税费减免、政策性报销、财政补贴等措施。此外,加快企业信用体系建设、鼓励银行发展金融科技,充分利用区块链、人工智能等技术,完善信用评价及风控模型,合理承担和管控风险,激发企业投资活力。在银行信贷独立审慎评估的基础上,引导银行合理满足企业融资需求,提升资金使用效率。

第三,在政策不确定性形势下,不能简单放松银行贷款审批,而要基于企业投资效率和项目收益水平来强化银行独立、审慎的风险管控能力,防

范企业过度或低效投资行为。经济面临下行压力下,不能只关注投资规模和短期拉动作用,而应注重长期投资效率和未来市场发展前景。尤其是要限制金融资源进入于产能过剩、高污染、高耗能等产业领域,以及重复建设或重点风险领域。

第四,关注经济不确定形势下企业投资不足现象,加强各类政策协同性和衔接性,引导、稳定市场预期,多措并举来扩大有效投资。切实构建以国家远景规划和战略目标为导向的长期预期,促进经济、金融、财政、投资等活动的稳定运行,形成鼓励创新创业、扶持中小企业和民间投资的稳定预期。采取定向增加流动性、降息降准、完善考核评价制度等,引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户,使资金更多流向科技创新、绿色发展、乡村振兴领域,更多支持中小微企业、新型农业经营主体等弱资质市场主体。同时,不能过度依赖银行,更好发挥多层次资本市场作用,拓展市场主体融资渠道,大力发展风险投资、产业基金、股票、债券、资产证券化等工具。当然,企业投资效率不应仅限于金融支持,最根本仍是企业自身发展质量和经营效益。

参考文献:

- [1] 王晋斌, 李博. 中国货币政策对商业银行风险承担行为的影响研究[J]. 世界经济, 2017(1): 27-45.
- [2] BORIO C, ZHU H. Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism? [J]. Journal of financial stability, 2012, 8(4): 236-251.
- [3] 金鹏辉, 张翔, 高峰. 银行过度风险承担及货币政策与逆周期资本调节的配合[J]. 经济研究, 2014(6): 73-85.
- [4] ANGELONI I, FAIA E, DUCA M L. Monetary policy and risk taking [J]. Journal of economic dynamics and control, 2015(52): 285-307.
- [5] BRUNO V, SHIN H S. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy [J]. Journal of monetary economics, 2015(71): 119-132.
- [6] 潘彬, 金雯雯. 货币政策对民间借贷利率的作用机制与实施效果[J]. 经济研究, 2017(8): 80-95.
- [7] 汪莉, 陈诗一. 利率政策、影子银行与我国商业银行风险研究[J]. 经济学(季刊), 2018(1): 1-22.
- [8] 潘攀, 邓超, 邱煜. 经济政策不确定性、银行风险承担

与企业投资[J]. 财经研究, 2020(2): 67-81.

[9] 侯成琪, 黄彤彤. 影子银行、监管套利和宏观审慎政策[J]. 经济研究, 2020(7): 58-75.

[10] 杨德明, 赵璨, 曹伟. 寻租与企业绩效: “绊脚石”还是“润滑剂”[J]. 财贸经济, 2017(1): 130-145.

[11] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring economic policy uncertainty [J]. The quarterly journal of economics, 2016, 131(4): 1593-1636.

[12] 田国强, 李双建. 经济政策不确定性与银行流动性创造: 来自中国的经验证据[J]. 经济研究, 2020(11): 19-35.

[13] BORDO M D, DUCA J V, KOCH C. Economic policy uncertainty and the credit channel: aggregate and bank level U. S. evidence over several decades [J]. Journal of financial stability, 2016(26): 90-106.

[14] 顾海峰, 于家珺. 中国经济政策不确定性与银行风险承担[J]. 世界经济, 2019(11): 148-171.

[15] DROBETZ W, EL GHOUL S, GUEDHAMI O, et al. Policy uncertainty, investment, and the cost of capital [J]. Journal of financial stability, 2018(39): 28-45.

[16] CANES-WRONE B, PARK J K. Electoral business cycles in OECD countries [J]. American political science review, 2012, 106(1): 103-122.

[17] 饶品贵, 岳衡, 姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. 世界经济, 2017(2): 27-51.

[18] 刘冲, 周峰, 刘莉亚, 等. 财政存款、银行竞争与僵尸企业形成[J]. 金融研究, 2020(11): 113-132.

[19] 夏秀芳, 吴卫星, DANIEL CHI. “过度投资”是低效率投资吗? ——来自中国上市公司的证据[J]. 中国软科学, 2020(12): 117-129.

[20] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2/3): 159-189.

(本文责编: 辛 城)

(上接第 172 页)

[18] 余丽丽, 彭水军. 国内增加值率的空间分布及其影响因素研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2019(6): 79-97.

[19] HUMMELS D, ISHII J, YI K M. The nature and growth of vertical specialization in world trade [J]. Journal of international economics, 2001, 54(1): 75-96.

[20] KOOPMAN R, POWERS W, WANG Z, et al. Give credit where credit is due: tracing value added in global production chains [R]. NBER Working Paper No. w16426, 2010.

[21] 刘志彪, 张杰. 我国本土企业制造业出口决定因素的实证分析[J]. 经济研究, 2009(8): 99-112.

[22] 王岚, 李宏艳. 中国制造业融入全球价值链路径研究——嵌入位置和增值能力视角[J]. 中国工业经济, 2015(2): 76-88.

[23] 高翔, 黄建忠, 袁凯华. 价值链嵌入位置与出口国内增加值率[J]. 数量经济技术经济研究, 2019(6): 41-61.

[24] FERNÁNDEZ V R. Global value chains in global political networks tool for development or neoliberal device? [J]. Review of radical political economics, 2015, 47(2): 209-230.

[25] MENG B, WANG Z, KOOPMAN R. How are global value chains fragmented and extended in China's domestic production networks? [R]. IDE discussion paper No. 424, 2013.

[26] PEI J, MENG B, WANG F, et al. Production sharing, demand spillovers and CO₂ emissions: the case of Chinese regions in GVCs [R]. IDE discussion paper No. 493, 2015.

[27] DIETZENBACHER E, GUILHOTO J, IMORI D. The role of Brazilian regions in the global value chain [R]. MPRA paper No. 54368, 2012.

[28] LOS B, TIMMER M P, DE VRIES G J. Tracing value-added and double counting in gross exports: comment [J]. American economic review, 2016, 106(7): 1958-66.

[29] LOS B, TIMMER M P. Measuring bilateral exports of value added: a unified framework [R]. NBER working paper No. w24896, 2018.

[30] JOHNSON R C, NOGUERA G. Accounting for intermediates: production sharing and trade in value added [J]. Journal of international economics, 2012, 86(2): 224-236.

[31] WANG Z, WEI S J, YU X, et al. Measures of participation in global value chains and global business cycles [R]. NBER working paper No. w23222, 2017.

[32] TIMMER M P, DIETZENBACHER E, LOS B, et al. An illustrated user guide to the world input-output database: the case of global automotive production [J]. Review of international economics, 2015, 23(3): 575-605.

[33] 王磊, 魏龙. 新兴经济体如何进行价值链升级: 基于国际分工视角的文献综述[J]. 经济评论, 2018(3): 92-104.

(本文责编: 辛 城)