

区域金融发展对企业投资效率的影响

李嘉豪, 李 飞, 夏 梦

(北京工商大学经济学院, 北京 100048)

摘要: 基于中国情境探讨区域金融发展水平对企业投资效率的影响及其作用机制意义重大。基于 2005—2021 年我国 A 股上市公司年度数据和区域金融发展水平数据, 分析地区金融发展水平对企业投资效率的影响, 得到以下结论: ① 区域金融发展水平能够通过缓解企业融资约束显著促进企业投资效率提升, 且这一结论具有稳健性; ② 区域金融发展水平对“投资不足”企业和“投资过度”企业的投资效率均具有显著促进作用, 但这种促进作用具有明显的异质性, 对东部和中部地区、行业竞争能力越强以及股权较为集中企业的促进作用更大; ③ 经济政策不确定性在区域金融发展促进企业投资效率过程中起到负向调节作用。

关键词: 区域金融发展; 企业投资效率; 经济政策不确定性

中图分类号: F832.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1671-1807(2024)06-0010-10

金融服务实体经济高质量发展的过程, 也是金融机构自身实现高质量发展的过程, 金融业与实体经济互相成就^[1]。整体经济实力提升, 离不开金融发展的贡献。区域金融发展不仅体现了区域内金融体系建设的完备性, 还对应着区域内经济水平的繁荣程度。投资是企业财务管理决策的核心, 高效的投资活动可以驱动企业高质量发展。然而, 由于融资约束问题和代理问题的普遍存在, 企业投资决策可能会偏离实现企业价值最大化目标, 这不利于企业的生存和发展。随着我国经济环境总体趋势向好, 各区域金融发展水平提高, 金融活动在量上得到扩张, 金融机构和金融工具在质上得到优化^[2], 金融市场建设逐渐完备, 企业融资渠道被拓宽, 降低了投资者投资成本。西方金融理论认为, 金融发展可以降低企业的融资约束, 缓解投资不足, 提高投资效率。不同于发达国家, 我国金融市场形成较晚, 存在区域发展不平衡、不充分、信息不对称等问题^[3]。因此, 西方有关金融发展影响企业微观层面的结论不能直接照搬到在我国。

那么, 在中国情境下, 不同区域的金融发展水平, 对所在区域公司的融资约束问题和投资效率究竟会产生怎样影响? 区域金融发展是否通过缓解企业融资约束问题进而使得企业投资更加高效?

本文将以我国不均衡的区域金融发展为背景, 研究区域金融发展对企业投资效率的作用机理和影响路径, 分析区域金融发展对“投资过度”和“投资不足”上市公司的影响差异以及不同股权性质、不同行业竞争能力和不同地域的企业投资效率影响差异, 分析经济政策不确定性在区域金融发展对投资效率影响过程中的调节效应。

1 文献综述与研究假设

1.1 文献综述

国内外学者关于金融发展促进企业投融资效率的观点基本一致, 认为金融发展能够缓解企业融资约束。Wurgler^[4]认为金融发展能提高资源的配置效率; Love^[5]认为金融发展通过减少融资约束来影响经济增长; Love 和 Zicchino^[6]发现金融发展能通过减少信息不对称和契约不完备减轻企业融资约束, 从而提高资源配置效率; Beck 等^[7]发现金融发展加速了总体经济增长, 金融发展对小企业的贡献尤为明显; Mallick 和 Yang^[8]发现金融发展水平较低国家的公司盈利性和投资效率较低; 李红和谢娟娟^[9]基于中国上市企业 2002—2013 年的数据发现, 金融发展可以矫正企业过度投资行为和改善企业投资不足行为; Naeem 和 Li^[10]发现金融发展对企业投资有积极影响, 通过融资约

收稿日期: 2023-12-17

基金项目: 国家社会科学基金后期资助(23FGLB037)

作者简介: 李嘉豪(2001—), 男, 江西宜春人, 研究方向为区域金融和数字金融; 通信作者李飞(1967—), 男, 河南信阳人, 博士, 教授, 研究方向为金融工程和数字金融; 夏梦(1999—), 女, 陕西汉中, 研究方向为区域金融。

束机制影响投资不足的企业,通过代理问题机制影响投资过度企业。

学对于影响企业投资效率的因素进行了大量研究,这些因素主要包括以下四类:①要素/产品市场。Wurgler^[4]分析了要素市场对投资效率的影响,发现金融发展水平的提升可以帮助治理企业内部代理问题,缓解企业投资者与企业的信息不对称,提高资本配置效率。②政策负担/行政干预。刘瑞明和石磊^[11]发现政府对国有企业的政策支持,会造成国有企业的信息不对称问题,并且还会拖累民营企业的效率,形成双重效率损失。③融资约束。Vogt^[12]认为受融资约束的企业会表现为投资不足,也有一些学者认为企业的非效率投资行为是融资约束和代理问题的共同作用结果;韩元亮和郑晓佳^[13]认为在出现过度投资行为时,受到融资约束的企业会对管理者过度投资起到抑制作用,进而提高投资效率。④其他因素。会计计量基础^[14-15]、管理者能力^[16]、股票市场开放^[17]、投资者情绪^[18]等因素都会影响企业投资效率。由于企业投资效率的影响因素较为多样,所以区域金融发展对企业投资效率的影响路径还需要结合我国实际情况进行进一步分析。

近年来,国内关于区域金融发展的研究主要聚焦于数字普惠金融、农村经济发展、金融效率和金融生态环境等方面,但是对于微观机制效应和调节效应方面的研究还不够深入。多数学者认为区域金融发展可以提高企业投资效率。苏亚民和陈琛^[19]基于2013—2015年战略性新兴产业数据研究发现,一个地区的金融发展水平越高,就越能控制战略性新兴产业的投资效率,从而有助于提高区域资源配置效率,促进经济增长,在一定程度上缓解战略性新兴产业的投资不足问题。许诗源^[20]基于2010—2019年29个省份商贸流通企业数据,分析发现我国金融发展水平的提高可以促进商贸流通企业总体投资效率的提升。但是现有关于区域金融发展和企业投资效率的文献,鲜有涉及金融发展对投资过度企业的影响分析。

总体而言,现有文献对金融发展、融资约束和企业投资效率的研究取得了丰硕成果,为本文研究提供了坚实的理论基础和研究工具。由于企业投资效率受到多重因素影响,而且不同区域的金融发展对企业投资效率的影响存在差异性,这种微观视角的研究,可能由于时间选取和指标选取的差异,得出的结论存在差异。现有关于区域金融发展与

企业投资效率的微观层面研究较少,尤其是在影响机制分析、异质性分析等方面有待进一步深化。本文基于2005—2021年我国A股上市公司数据,从微观层面进一步探讨区域金融发展对企业投资效率的影响,并将企业划分为投资过度和投资不足两种类型,分析区域金融发展对企业投资效率影响的区域异质性、行业异质性等,讨论经济政策不确定性在区域金融发展和企业投资效率关系间的调节作用。

1.2 理论分析和研究假说

1.2.1 区域金融发展与企业投资效率

我国地域辽阔,受经济、政治、文化、人口等因素影响,各省份金融发展水平存在不平衡现象。因此基于注册地不同的企业,在进行投资决策时,面临的投融资交易成本、市场运行效率会存在差别。由于我国区域金融发展程度不平衡,因此各地区企业面临的信息不对称问题、融资约束问题和投资效率问题及其缓解程度不一致。但基于已有研究梳理,金融发展可以增强资源配置效率、风险分摊水平及信息传递效率等,进而降低企业交易成本、财务费用和缓解外部融资约束。区域金融市场发展水平越高,说明区域内金融机构和金融体系构建越完善,完善的金融体系可以促进投融资信息的传递,帮助金融市场各主体短时间、低成本地获取外部融资所需信息,减少金融市场和企业之间的信息不对称,有利于进一步优化金融市场资源配置,提高市场资金使用效率。投资不足企业和投资过度企业都可以在金融发展水平提高的情况下提高企业自身投资效率。基于此提出以下假设。

H1:区域金融发展水平有助于提高企业投资效率;

H2a:区域金融发展水平有助于提高“投资不足”企业投资效率;

H2b:区域金融发展水平有助于提高“投资过度”企业投资效率。

1.2.2 融资约束渠道

基于现有文献发现,融资约束会抑制企业投资效率。融资约束会限制企业抓住潜在的投资机会,导致投资机会流失,从而导致企业投资非效率。企业的投资效率不仅受制于信息不对称所导致的投资机会差异^[21]和融资约束^[12],同时还由代理成本的高低所决定^[22]。根据投资效率可将企业分为投资过度和投资不足两个类型。对于投资不足的企

业,融资约束对投资效率的抑制作用会更加明显。孙芳城等^[23]发现缓解融资约束显著改善了企业投资不足现状。对于投资过度的企业,融资约束可能会激励公司投资选择充分权衡,减少公司的非效率投资现象。Naeem 和 Li^[10]发现金融发展对企业投资有积极影响,通过融资约束机制影响投资不足企业,通过代理问题机制影响投资过度企业;陈金勇等^[3]发现区域金融发展程度越高,企业更容易获得外部资金支持,进而能够有效缓解企业融资约束难题。另外,投资不足的企业主要受到融资约束影响,因此区域金融发展对该类型企业的融资约束缓解作用将更加明显;投资过度的企业主要受到代理问题的影响,因此区域金融发展对该类型企业的融资约束缓解作用将较不明显。投资过度企业低效率的原因是代理问题,但融资约束的缓解会增加企业的非效率投资行为,加剧投资过度,则融资约束缓解的中介作用对投资过度企业较不明显。因此,本文提出以下假设。

H3:区域金融发展会缓解企业的融资约束,从而提高企业投资效率;

H4:融资约束的中介作用对“投资不足”企业将较为明显;

H5:融资约束的中介作用对“投资过度”企业将较不明显。

1.2.3 经济政策不确定性的调节作用

经济政策是影响企业投资决策的重要外部因素之一,政府出台了一系列经济政策以维护经济平稳运行,增加了我国经济政策不确定性。经济政策不确定性会影响企业投资决策效率^[24-25],一方面经济政策不确定性会使企业项目未来现金流的不确定性会增加,进而增加了企业管理者投资决策难度^[26];另一方面经济政策不确定性会影响管理者态度,通过最后归咎于经济外部政策的不确定性,为了个人利益做出有损股东利益的决策,使得企业做出低效率投资^[26]。此外,经济政策不确定性还会导致企业资源配置效率降低和资产贬值的可能,如果企业进行银行贷款,其抵押品贬值,会提高企业还债压力和财务成本,进而提高企业管理者投资决策难度^[27]。因此,经济政策不确定同样值得企业关注,其在区域金融发展提高企业投资效率中起到抑制作用。基于上述分析,本文提出以下假设。

H6:经济政策不确定在区域金融发展与企业投资效率之间起到负向调节作用。

2 研究设计

2.1 样本选择

以2005—2021年中国A股上市公司为研究对象,企业层面数据来源于中国经济金融研究数据库(China Stock Market & Accounting Research Database,CSMAR数据库)、(锐思)金融研究数据库(RESSET)和Wind数据库。各省份金融发展水平数据来源于《中国分省份市场化指数报告(2021)》^[28],并将省级层面的区域金融发展指数与注册地于该省份的上市企业数据相匹配。此外,对数据进行了如下处理:剔除连续三年资不抵债的上市企业;剔除银行、保险等金融类企业;剔除数据严重缺失的企业。各省份人均生产总值数据来源于国家统计局网站。另外,对主要连续变量作首尾1%的缩尾处理,最后得到1951家企业共25394个年度观测值的面板数据。

2.2 模型构建

为了检验上述研究假设,分别构建了普通最小二乘法(ordinary least square,OLS)、双重固定和三重固定回归模型如下:

$$ABSInv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FD_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ABSInv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FD_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \gamma_i + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ABSInv_{i,t} = \chi_0 + \chi_1 FD_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry_i + \sum Year + \gamma_i + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

式中:ABSInv为企业投资非效率程度,则ABSInvUnder为投资不足企业的投资非效率程度,ABSInvOver为投资过度企业的投资非效率程度;FD为区域金融发展水平; $\sum Controls_{i,t}$ 为所有控制变量; γ_i 为个体固定效应; $\sum Year$ 为时间固定效应; $\sum Industry_i$ 为行业固定效应; α, β, χ 为系数; ϵ 为随机干扰项。

$$SA_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 FD_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry_i + \sum Year + \gamma_i + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ABSInv_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 FD_{i,t} + \mu_2 SA_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry_i + \sum Year + \gamma_i + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

模型(4)和(5)用来考察区域金融发展是否通过融资约束渠道对企业投资效率产生影响。其中,SA为金融约束,若系数 δ_1 和 μ_1 显著为负,系数 μ_2 显著为正,说明区域金融对企业投资效率影响过程

中,融资约束起到中介效应。

2.3 变量设定

2.3.1 被解释变量:企业投资效率(INV)

参考 Richardson^[29] 构建企业投资效率测度模型如下:

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Growth}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Lev}_{i,t-1} + \\ & \alpha_3 \text{Cash}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{Age}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{Size}_{i,t-1} + \\ & \alpha_6 \text{RRate}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{Invest}_{i,t-1} + \sum \text{Year} + \\ & \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

式中:Invest 为企业新增投资;Growth 为企业投资机会,采用企业成长性衡量;Lev 为企业杠杆率,用负债总额与资产总额之比来计算;Cash 为企业现金资产状况;Age 为企业年龄;Size 为企业规模,用总资产对数值表示;RRate 为企业股票回报率; α 为系数。为避免内生性问题,采用动态面板 GMM 方法对式(4)进行回归,并取残差绝对值作为被解释变量企业投资非效率程度 (ABSInv),该指标值越大,表明企业投资效率越低,反之亦然。另外,若残差项大于零,表明企业投资过度;若残差项小于零,表明企业投资不足。

2.3.2 核心解释变量:区域金融发展水平(FD)

金融发展程度不同,各区域企业受到的融资约束影响程度也会不同。借鉴陈金勇等^[3] 方法,采用《中国分省份市场化指数报告(2021)》中的各省份市场化指数来衡量各区域金融发展水平。

2.3.3 中介变量:融资约束(SA)

借鉴 Hadlock 和 Pierce^[30] 的 KZ 方法,依据企业财务报告划分企业融资约束类型,然后使用企业

规模(Size)和企业年龄(Age)两个随事件变化不大且具有很强外生性的变量,构建企业融资约束指数,计算公式为

$$\text{SA} = -0.737\text{Size} + 0.043\text{Size}^2 - 0.04\text{Age} \quad (7)$$

2.3.4 控制变量

根据已有文献,控制变量包括年份(Year)、行业(Industry)、企业投资机会(BINQ)、企业规模(Size)、企业资产负债率(Lev)、企业成长性(Growth)、企业年龄(Age)、股权集中度(Top1)、独立董事比例(Indep)、董事会规模(BSize)与各省人均生产总值(Gdp)。

2.3.5 调节变量

调节变量为经济政策的不确定性(EPU),以 Baker 等^[31] 编制的中国经济政策不确定性指数为基础,计算每年 12 个月的加权平均值作为年度数据。

2.3.6 其他变量

为了后续进行分组回归,引入地域划分虚拟变量(Type)和行业竞争能力(HHI_1 和 HHI_2)。地域划分(Type)主要包括东部、中部、东北部和西部。行业竞争能力(HHI)用赫芬达尔指数衡量,计算公式为

$$\text{HHI} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i}{x} \right)^2 \quad (8)$$

式中: x_i 为单个公司的营业收入或者单个公司所有者权益的账面价值; x 为公司所属行业的营业收入或是账面价值的总计。

令 HHI_1 为采用单个公司主营业务收入计算其所占行业市场份额,HHI_2 为采用单个公司所有者权益的账面价值计算其所占行业市场份额。主要变量说明如表 1 所示。

表 1 主要变量说明

变量名称	变量	变量定义	计算方式
被解释变量	ABSInv	企业投资非效率程度	企业投资效率(INV)回归的残差值
	ABSInvUnder	投资不足	企业投资效率(INV)回归的残差值为负的部分,取绝对值
	ABSInvOver	投资过度	企业投资效率(INV)回归的残差值为正的部分,取绝对值
解释变量	FD	区域金融发展水平	选用《中国分省份市场化指数报告(2021)》区域金融发展指数
中介变量	SA	融资约束	见式(5)
控制变量	BINQ	企业投资机会	企业托宾 q 值
	Size	企业规模	企业当年总资产的自然对数值
	Lev	企业资产负债率	企业当年总负债/总资产
	Growth	企业成长性	营业收入增长率
	Age	企业年龄	当前年份与公司成立日期相减
	Top1	股权集中度	公司第一大股东持股比例
	BSize	董事会规模	董事会人数的自然对数值
	Indep	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
调节变量	Gdp	经济规模	各省人均生产总值
	EPU	经济政策不确定性	每年中国经济政策不确定性指数的加权平均值
其他变量	HHI_1	行业竞争能力	基于主营业务收入核算
	HHI_2	行业竞争能力	基于所有者权益账面价值核算
	Type	地域	东部、中部、东北部和西部

3 实证结果分析

3.1 描述性统计及相关性分析

3.1.1 描述性统计分析

表 2 展示了各变量的描述性统计结果,可见 A 股上市公司投资不足的最小值为 0.112,最大值为 0.987,平均值为 0.381,说明我国上市公司存在投资不足现象。我国 A 股上市公司投资过度的最小值为 0.111,最大值为 1.344,平均值为 0.399,说明我国上市公司同样也存在投资过度现象。因此,我国上市公司存在明显非效率投资行为。区域金融发展水平的最大值、最小值、平均值分别为 12.390、3.359 和 9.213,说明各省份的金融发展水平存在着明显差异。企业融资约束(SA)指数的平均值为-3.791,表明我国上市公司企业存在一定的融资约束问题。

3.1.2 相关性分析

根据相关性分析结果,企业投资非效率程度和投资不足与融资约束在 1%的水平上显著正相关,投资过度与融资约束呈正相关关系,但不显著。企业投资不足和投资过度与区域金融发展分别在 1%和 10%的水平上显著负相关,初步说明区域金融发展水平能在一定程度上减少非效率投资。融资约束与区域金融发展水平在 1%的水平上负相关,说明区域金融发展能够缓解企业融资约束问题。主要变量的相关系数的绝对值绝大部分低于 0.5,方差膨胀因子 VIF 小于 5,表明各变量之间不存在多重共线性问题,各变量选取较为合理。

表 2 描述性统计分析

变量	观测值	平均值	最小值	最大值
AbsINV	25 394	0.040	0.000	0.783
ABSInvUnder	15 848	0.381	0.112	0.987
ABSInvOver	9 546	0.399	0.111	1.344
FD	25 394	9.213	3.359	12.390
EPU	25 394	1.905	0.504	3.904
SA	25 394	-3.791	-4.526	-3.017
BINQ	25 394	1.995	0.790	13.527
Growth	25 393	0.157	-0.767	4.712
lev	25 387	0.468	0.057	1.154
Size	25 394	8.530	5.558	12.933
Age	25 388	24.939	13.000	38.000
Top1	24 844	34.333	7.950	76.680
BSize	25 392	2.154	1.609	2.708
Indep	25 392	0.372	0.200	0.600

3.2 基准回归分析

表 3 展示了区域金融发展水平和企业投资效率的回归结果。结果显示,OLS、双重固定效应模型和三重固定效应模型的回归结果均显示,区域金融发展对企业非投资效率的影响均在 1%的水平上显著为负,即区域金融发展水平的提高可以促进企业投资效率,H1 得到验证。

为进一步探讨区域金融发展水平对不同类型企业投资效率的影响,对“投资不足”和“投资过度”两类企业进行了分组回归,基于三重固定效应模型的回归结果如表 4 所示。结果显示,区域金融发展对投资不足和投资过度企业的影响分别在 1%和 5%的水平上显著为负,表明区域金融发展水平的提高,既可以提高投资不足企业的投资效率,也可以提高投资过度企业的投资效率,验证了 H2a 和 H2b。从分组回归结果来看,对投资效率过度的企业来说,区域金融发展对企业投资效率作用更加明显。

表 3 区域金融发展水平和企业投资效率的回归结果

变量	OLS	双重固定	三重固定
FD	-0.001 78 (-9.52)***	-0.003 47 (-4.98)***	-0.003 41 (-4.89)***
Growth		0.026 7 (34.54)***	0.026 7 (34.56)***
BINQ		0.002 63 (7.67)***	0.002 70 (7.84)***
lev		-0.010 8 (-3.46)***	-0.009 94 (-3.16)***
Size		0.007 06 (9.86)***	0.007 43 (10.20)***
Age		-0.008 44 (-2.74)***	-0.008 29 (-2.70)***
Top1		0.000 080 5 (1.60)	0.000 096 4 (1.91)*
BSize		-0.005 01 (-1.55)	-0.005 73 (-1.78)*
Indep		-0.024 1 (-2.44)**	-0.023 6 (-2.39)**
Gdp		-0.000 000 282 (-10.95)***	-0.000 000 283 (-10.94)***
个体	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
常数项	0.056 3 (32.17)***	0.254 (3.26)***	0.265 (3.39)***
观测值	25 394	24 829	24 829

注:*、**和***分别代表在 10%、5%和 1%的水平上显著;括号内为 t 值。

表 4 区域金融发展水平和企业投资效率的分组回归结果

变量	ABSInvUnder	ABSInvOver
FD	-0.003 10 (-5.53)***	-0.004 20 (-2.46)**
Controls	控制	控制
个体/Year	控制	控制
Industry	控制	控制
常数项	0.357 (4.27)***	0.0298 (0.14)
观测值	15 514	9 315

注:*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著;括号内为t值。

3.3 稳健性检验

解释变量区域金融发展水平为宏观层面数据,不受单个微观主体影响,基本不存在反向因果的可能,但仍可能存在遗漏变量导致的内生性问题,导致基准回归结果存在非一致性估计。为了进一步检验区域金融发展与企业投资效率之间的因果关系,采取滞后一阶和滞后二阶的金融发展变量作为工具变量,利用GMM法对模型再次进行估计。Sargan检验P为0.2465,大于0.1,说明工具变量具有良好的外生性,且回归结果依然稳健。

为了进一步检验回归结果的稳健性,运用替代变量、添加新变量和改变样本量三种方法进行稳健性检验,结果如表5所示,结果均显示基准回归结果具有稳健性,区域金融发展水平的提高可以促进企业投资效率提升。

3.3.1 替代变量法

借鉴李红和谢娟娟^[9]的方法,基于Richardson^[29]的计算公式,用托宾Q替代企业增长性(Growth)代表投资机会,计算得到企业投资非效率情况(ABSInv_2)替代原因变量(ABSInv),代入混合固定效应模型,进一步增强基准回归结果的说服力。

3.3.2 添加新变量

借鉴赵晓涛等^[31]的方法,为了避免受到行业时间趋势影响,控制变量中加入行业与时间的交互项进行回归。回归结果显著且符合预期,增强了基准回归结果的说服力。

3.3.3 改变样本量

借鉴韩静和刘树园(2023)^[33]的方法,为了避免时间区间选取而带来偏差,分别将2014年前后两个区间进行回归。改变样本时间区间的稳健性检验结果符合预期,增强了基准回归结果的说服力。

表 5 稳健性检验

变量	ABSInv_2		ABSInv	
	替换变量	添加变量	2014年前	2014年后
FD	-0.002 06 (-2.77)***	-0.003 42 (-4.91)***	-0.016 03 (-3.16)***	-0.002 35 (-1.74)*
Industry×Year		-0.000 000 677 (-2.80)***		
Controls	控制	控制	控制	控制
个体	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
常数项	0.294 (3.82)***	0.272 (3.47)***	0.034 3 (0.16)	0.231 (2.45)**
观测值	24 829	19 826	15 447	10 990

注:*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著;括号内为t值。

3.4 机制分析

表6探讨了全样本下,区域金融发展、融资约束和企业投资效率三者关系,第2列是基准回归结果,第3列是区域金融发展对融资约束的回归结果,结果表明区域金融发展对融资约束在1%的水平上负相关,即区域金融发展水平提高可以缓解融资约束。第4列是区域金融发展、融资约束和企业投资效率的回归结果,可见区域金融发展水平可以通过缓解融资约束进而降低企业非效率程度,即验证了H3。

为了进一步探讨区域金融发展对不同类型企业投资效率的作用机制,进行了分组检验,结果如表7所示。结果显示,“投资不足”和“投资过度”企业都通过融资约束渠道受到区域金融发展的影响,从而验证了H4,否定了H5。区域金融发展之所以对投资过度企业的融资约束缓解作用更加明显,是因为企业做出过度投资的决策,该类型企业获得融资支持的能力较强,当金融发展水平提高,基于融

表 6 全样本区域金融发展、融资约束和企业投资效率回归结果

变量	ABSInv	SA	ABSInv
FD	-0.003 41 (-4.89)***	-0.060 9 (-51.30)***	-0.003 93 (-5.32)***
SA			0.026 7 (34.53)***
Controls	控制	控制	控制
个体/Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
常数项	0.265 (3.39)***	-2.512 (-18.87)***	0.244 (3.09)***
观测值	24 829	24 829	24 829

注:*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著;括号内为t值。

资能力强的优势,该类型公司更容易获得资金支持,如果把握潜在投资机会进行充分投资,同样提升“投资过度”企业的投资效率,存在部分中介效应。

为了进一步验证上述机制分析结果,采用Bootstrap方差检验中介效应。如表8结果所示,“投资不足”和“投资过度”企业在融资约束部分中介作用下,受到区域金融发展的影响,进一步验证了H4,否定了H5。

3.5 异质性分析

3.5.1 按照地域分组

将样本根据所属经济地带不同,划分为东部、中部、西部、东北部四个区域。东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南10省份,中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南6省,西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青

海、宁夏和新疆12省份,东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江。表9展示了金融发展水平对企业投资效率影响的区域异质性结果。回归结果显示,金融发展水平对东部、中部、西部、东北部地区企业的投资效率均具有显著促进作用,且均在1%的水平上显著,但东北部和西部地区效果不及中部和东部地区。

3.5.2 按照行业竞争能力分组

按照行业竞争能力不同,将企业划分为较弱、中等和较强三种竞争能力程度,回归结果如表10所示。回归结果显示,不同行业竞争能力下的企业投资效率受区域金融发展的影响情况依然满足之前的结论。而且,行业竞争能力在不同度量方式下,分组回归结果均显著。另外,比较系数大小发现,行业竞争力越强的企业,区域金融发展对其投资效率的促进作用越强。

表7 区域金融发展、融资约束和企业投资效率分组回归结果

变量	投资不足企业			投资过度企业		
	ABSInvUnder	SA	ABSInvUnder	ABSInvOver	SA	ABSInvOver
FD	-0.003 10 (-5.53)***	-0.056 7 (-40.02)***	-0.003 08 (-5.17)***	-0.004 20 (-2.46)**	-0.065 2 (-28.44)***	-0.005 81 (-3.22)***
SA			0.005 93 (8.84)***			0.047 9 (27.95)***
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.357 (4.27)***	-2.380 (-11.28)***	0.358 (4.26)***	0.029 8 (0.14)	-2.857 (-9.98)***	-0.040 7 (-0.19)
观测值	15 514	15 514	15 514	9 315	9 315	9 315

注:*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著;括号内为t值。

表8 Bootstrap方差检验结果

渠道	检验结论	中介效应	直接效应	中介效应占比
区域金融发展-融资约束-投资效率	部分中介	0.000 155 04	0.011 748	0.013 026
区域金融发展-融资约束-投资不足企业的投资效率	部分中介	0.000 067 94	0.012 827	0.005 268
区域金融发展-融资约束-投资过度企业的投资效率	部分中介	0.000 082 96	0.015 259	0.005 407

注:*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著;括号内为t值。

3.5.3 股权结构分组

按照股权结构不同,将企业划分为股权集中、股权制衡和治理结构三个层次。根据已有研究发现,股权结构会影响企业内部的代理成本,进而影响企业的投资效率。因此,如此分组可以探究股权结构对区域金融发展对企业投资效率的调节作用。

(1)股权集中度。股权集中度是股权结构中反映股权分布情况的指标,一般用控股股东的股份持有情况来衡量。目前,股权集中度的衡量指标一般是采用第一大股东持股数量或前几大股东持股数量总和占企业总股数的比例来衡量,将比值大于51%的企业定义为股权较为集中的企业,且比例越

表9 东、中、西、东北部的回归结果

变量	AbsINV			
	东部	中部	西部	东北部
FD	-0.011 1 (-2.73)***	-0.010 2 (-6.34)***	-0.005 40 (-4.15)***	-0.008 39 (-11.61)***
Controls	控制	控制	控制	控制
个体/Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
常数项	0.023 8 (0.04)	-0.231 (-0.71)	0.157 (0.23)	0.335 (4.22)***
观测值	1 054	3 989	3 702	16 084

注:*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著;括号内为t值。

表 10 基于不同行业竞争能力的回归结果

变量	HHI_1			HHI_2		
	较弱	中等	较强	较弱	中等	较强
FD	-0.002 41 (-1.69)*	-0.003 84 (-3.12)***	-0.004 09 (-2.91)***	-0.003 07 (-2.42)**	-0.003 27 (-2.36)**	-0.005 30 (-3.94)***
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.013 (0.06)	-0.126 (-0.71)	0.107 (0.53)	0.216 (1.40)	0.337 (2.89)***	0.170 (0.86)
观测值	8 452	8 277	8 006	8 442	8 300	7 993

注：*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著；括号内为t值。

大，则表明企业的股权集中度越高。考虑到混合所有制企业是有国有企业改革而成，国有资本的主体地位仍然不可撼动，故选择第一大股东的持股数量占总股数的比例作为股权集中度的衡量指标。

(2) 股权制衡度。股权制衡度虽然也是衡量企业股权分布情况的指标，但是它主要衡量的是企业的中小股东对控股股东的制约情况，通过比较中小股东占股比例与控股股东占股比例，可以反映一个企业的股权制衡度。国内外学者一般用第二大股东至第十大股东的持股比例占第一大股东的持股比例的比例来衡量股权制衡度，将比值大于1的企业定义为股权制衡情况较好的企业，且两者比值越大，说明中小股东占股比例越高，说明对控股股东的制衡效果越好。

(3) 治理结构。管理层持股是企业采取的重要的股权激励措施，只有当管理层判断自己在企业剩余索取权中占有相当的比例时，这种激励才会使管理层拥有主人翁意识，从而减少对企业利益的侵占。所以，使用两权分离率(股东所持有的股份数减股东所持有的董事会和高管层职务的股份数的差，占公司总股本的比例)来作为衡量股权和管理权在公司的分离情况，将比值为0的企业定义为治理结构优秀的企业，且比率越低说明公司治理结构越优秀。

表 11 展示了不同股权结构的回归结果。回归结果显示，股权较为集中和制衡效果较差，治理结构不完善的企业，区域金融发展对企业的投资效率的促进作用更为明显，主要原因可能是股权较为集中有利于企业决策制定和管理。

3.6 调节效应分析

经济政策不确定性使得区域金融发展促进企业投资效率提升作用被弱化。金融发展促进企业投资效率的同时，增加了风险传染和金融危机的可能性。经济政策不确定性会弱化区域金融发展对企业投资效率的提升作用。基于 Baker 等^[31]构建的中国经济政策不确定性指数，计算加权平均值作为年度经济政策不确定性程度(EPU)。EPU 值越大说明经济政策不确定性越高。模型公式如下

$$ABSInv_{i,t} = k_0 + k_1 EPU_{i,t} + k_2 FD_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry_i + \sum Year + \gamma_t + \epsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$ABSInv_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 EPU_{i,t} + \lambda_2 FD_{i,t} + \lambda_3 FD_{i,t} \times EPU_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry_i + \sum Year + \gamma_t + \epsilon_{i,t} \quad (10)$$

引入交互项调节效应检验结果如表 12 所示。将数据去中心化后，区域金融发展对企业投资效率的回归系数为-0.004 14，交互项 FD×EPU 的系

表 11 基于不同股权结构的回归结果

变量	股权集中度		股权制衡度		治理结构	
	较集中	较分散	较均衡	较偏向	优秀	待优化
FD	-0.006 29 (-3.21)***	-0.002 92 (-3.83)***	-0.003 48 (-2.21)**	-0.003 58 (-4.53)***	-0.003 31 (-3.54)***	-0.003 57 (-3.21)***
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.066 4 (-0.42)	0.057 7 (0.53)	0.203 (1.04)	-0.112 (-1.11)	0.033 9 (0.33)	0.049 1 (0.29)
观测值	3 736	20 021	7 085	16 672	12 787	10 970

注：*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著；括号内为t值。

表12 调节效应检验

变量	模型(9)	模型(10)
EPU	-0.004 14 (-8.21)***	-0.008 20 (-4.31)***
FD	-0.002 27 (-3.19)***	-0.002 82 (-3.75)***
FD×EPU		0.026 2 (33.91)***
Controls	控制	控制
个体/Year	控制	控制
Industry	控制	控制
常数项	0.241 (3.08)***	0.245 (3.13)***
观测值	24 829	24 829

注：*、**和***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著；括号内为t值。

数为0.026 2,与基准回归中系数方向相反,说明在经济政策不确定性提高时,区域金融发展对企业投资效率的提升作用会被削弱,H6得证。

4 结论和建议

区域金融发展水平是影响企业投资效率的重要因素。本文基于2005—2021年我国A股上市公司数据,从微观层面探讨了区域金融发展对企业投资效率的影响及其作用机制,并将企业划分为投资过度和投资不足两种类型,分析了区域金融发展对企业投资效率影响的区域异质性、行业异质性、股权结构异质性等,讨论了经济政策不确定性在区域金融发展和企业投资效率关系间的调节作用。研究发现:①无论是“投资不足”还是“投资过度”企业,区域金融发展能够显著促进企业投资效率提升;②“投资不足”和“投资过度”企业都可以在区域金融发展水平提高的情况下,通过融资约束的缓解提高自身的投资效率;③经济政策不确定性在区域金融发展促进企业投资效率过程中起到负向调节作用;④通过异质性分析发现,区域金融发展对企业投资效率的作用,西部和东北部地区的企业促进效果不及东部和中部地区,行业竞争能力越强的企业受到的促进效果越明显。

基于以上研究结论,得到以下启示:①地方政府和金融机构应在发展地方金融业的同时,防范好金融风险,主动将发展金融业务与大数据等先进技术结合,进一步为服务实体企业提供多样化金融产品,降低企业投资融资成本,缓解企业融资约束;②企业管理者要积极把握金融发展带来的红利,在抓住潜在投资机会的同时,也要谨防过度投资带来的低效率问题,企业管理者要提高金融知识储备能

力、财务管理能力和甄别能力;③企业应注重经营业务的发展,根据行业政策变动情况及时调整战略方向,提高自身产品竞争能力,以此间接提高自身投融资转换效率。

参考文献

- [1] 左希. 提升服务实体经济的精准性和有效性[N]. 金融时报, 2022-12-23(004).
- [2] 张倩, 张玉喜. 区域金融发展、企业财务柔性 with 研发投入——以中小企业为例[J]. 科研管理, 2020(7): 79-88.
- [3] 陈金勇, 舒维佳, 牛欢欢. 区域金融发展、融资约束与企业技术创新投入[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2020(5): 38-54.
- [4] WURGLER J. Financial markets and the allocation of capital[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 58(1): 187-214.
- [5] LOVE I. Financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model[J]. The Review of Financial Studies, 2003, 16(3): 765-791.
- [6] LOVE I, ZICCHINO L. Financial development and dynamic investment behavior: evidence from panelVAR[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2006, 46(2): 190-210.
- [7] BECK T A, DEMIRGUC K A, LAEVEN L, et al. Finance, firm size and growth[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2008, 40(7): 1379-1405.
- [8] MALLICK S, YANG Y. Sources of financing, profitability and productivity: first evidence from matched firms [J]. Financial Markets Institutions and Instruments, 2011, 20(5): 221-252.
- [9] 李红, 谢娟娟. 金融发展、企业融资约束与投资效率——基于2002—2013年上市企业面板数据的经验研究[J]. 南开经济研究, 2018(4): 36-52.
- [10] NAEEM K, LI M C. Corporate investment efficiency: the role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms[J]. International Review of Financial Analysis, 2019, 62: 53-68.
- [11] 刘瑞明, 石磊. 国有企业的双重效率损失与经济增长[J]. 经济研究, 2010(1): 127-137.
- [12] VOGT S C. The cash flow investment relationship: evidence from US manufacturing firms[J]. The Journal of the Financial Management Association, 1994 (11): 3-20.
- [13] 韩元亮, 郑晓佳. 融资约束影响企业投资效率的作用机制研究[J]. 管理现代化, 2021(1): 4-7.
- [14] LIANG P J, WEN X. Accounting measurement basis, market mispricing, and firm investment efficiency[J]. Journal of Accounting Research, 2007, 45(1): 155-197.

- [15] LARA J, OSMA B G, PENALVA F. Accounting conservatism and firm investment efficiency[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(1): 221-238.
- [16] 李延喜, 盖宇坤, 薛光. 管理者能力与企业投资效率——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J]. *东北大学学报(社会科学版)*, 2018(2): 131-139.
- [17] 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. *金融研究*, 2019(8): 151-170.
- [18] 罗斌元. 内部控制、投资者情绪与企业投资效率[J]. *中南财经政法大学学报*, 2017(6): 11-20.
- [19] 苏亚民, 陈琛. 区域金融发展水平对战略性新兴产业投资效率的影响研究[J]. *财政监督*, 2018(1): 110-116.
- [20] 许诗源. 商贸流通企业投资效率与金融发展水平的互动关系分析[J]. *商业经济研*, 2021(8): 9-11.
- [21] 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.
- [22] JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329.
- [23] 孙芳城, 伍桂林, 蒋水全. 数字普惠金融对企业投资效率的影响研究[J]. *华东经济管理*, 2023(1): 95-107.
- [24] 顾海峰, 朱慧萍. 经济政策不确定性、融资约束与企业投资效率[J]. *现代经济探讨*, 2021(12): 93-104.
- [25] 雷新途, 姜君如. 经济政策不确定性与民营企业投资效率: 高效决策还是约束限制[J]. *商业研究*, 2023(1): 108-119.
- [26] 潘越, 汤旭东, 宁博, 等. 连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋[J]. *中国工业经济*, 2020(2): 136-164.
- [27] 顾海峰, 刘子栋. 高管薪酬激励、银行关联与企业资本结构偏离——来自 A 股上市公司的证据[J]. *证券市场导报*, 2020(8): 40-50.
- [28] 王小鲁, 胡李鹏, 樊纲. 中国分省份市场化指数报告(2021)[M]. 社会科学文献出版社, 2021.
- [29] RICHARDSON S. Over-investment of free cashflow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006(11): 159-189.
- [30] HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [31] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J, et al. Measuring economic policy uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [32] 赵晓涛, 邱斌, 陈晓平. 关税对企业贸易边际的异质性影响——基于关税水平和关税政策不确定性的视角[J]. *北京工商大学学报(社会科学版)*, 2020(3): 59-73.
- [33] 韩静, 刘树园. 业绩期望顺差、财务柔性与企业绿色创新[J]. *会计之*, 2023(2): 115-123.

The Influence of Regional Financial Development on Enterprise Investment Efficiency

LI Jiahao, LI Fei, XIA Meng

(School of Economics, Beijing Technology and Business University, Beijing 100048, China)

Abstract: Exploring the impact and mechanism of regional financial development level on corporate investment efficiency based on the Chinese context is of great significance. Based on annual data of A-share listed companies in China from 2005 to 2021 and regional financial development level data, the impact of regional financial development level on corporate investment efficiency was analyzed. The conclusions are as follows. Regional financial development level can significantly promote corporate investment efficiency by alleviating financing constraints, and this conclusion is robust. The level of regional financial development has a significant promoting effect on the investment efficiency of both “underinvested” and “overinvested” enterprises, but this promoting effect has obvious heterogeneity, with a greater promoting effect on enterprises with stronger industry competitiveness and more concentrated equity in the eastern and central regions. Economic policy uncertainty plays a negative regulatory role in promoting corporate investment efficiency in regional financial development.

Keywords: regional financial development; corporate investment efficiency; economic policy uncertainty