

产融结合、产权性质与企业投资规模

尹长萍¹ 钟 丽² 罗 涵³

1. 重庆银行博士后科研工作站, 重庆;

2. 重庆理工大学会计学院, 重庆;

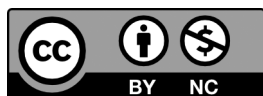
3. 西安大略大学国王学院, 加拿大伦敦市

摘 要 | 本文以中国沪深 A 股非金融类上市公司为研究样本, 考察了实体企业参股金融机构实施产融结合对企业总体投资规模的影响, 并进一步分析了不同产权性质下的差异性影响。研究发现, 企业参股金融机构实施产融结合有助于给企业带来融资便利, 提高企业投资规模, 并且民营企业产融结合提高企业投资规模的效果要好于国有企业。上述结论为引导产融结合促进实体企业发展提供了依据。

关键词 | 产融结合; 产权性质; 投资规模

Copyright © 2022 by author (s) and SciScan Publishing Limited

This article is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/). <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>



1 引言

进入二十一世纪以来, 政府监管政策的支持、鼓励与企业自身寻求做大做强的冲动, 使得越来越多的实体企业纷纷涉足金融业, “实体 + 金融”的产融结合模式成了潮流和趋势。当前, 中国许多实体企业皆成功地通过参股或控股

基金项目: 中国博士后科学基金资助项目“数字普惠金融支持中小企业对外直接投资研究: 机制识别、结构特征与监管评估 (项目编号: 2021M693765)” ; 教育部人文社会科学研究青年基金项目“‘实体 + 金融’的产业扩张效应研究: 动因与作用机制 (项目编号: 19YJC630205)”。

通讯作者: 尹长萍, 重庆银行博士后科研工作站, 博士后, 研究方向: 企业投融资、宏观经济政策与微观企业行为研究、数字普惠金融, E-mail: 963684274@qq.com。

文章引用: 尹长萍, 钟丽, 罗涵. 产融结合、产权性质与企业投资规模 [J]. 金融分析与管理, 2022, 4 (2): 49-65.

<https://doi.org/10.35534/fam.0402006>

金融机构的方式实施“实体+金融”的产融结合模式来解决企业不同发展阶段面临的需求和痛点,以保障实业主体获得更好的发展,增强企业核心竞争力,推动企业做大做强,其中,首先是以中央企业为主导,如华润集团、招商局集团、国家电网、中石油和中国五矿等都先后涉足证券、保险、信托、基金等,甚至开始控制商业银行(如珠海华润银行和昆仑银行)。此外,不少民营企业也成功实施“实体+金融”的产融结合模式,推动企业发展,如美的集团在实业主业发展的基础上,自2009年成立美的集团财务公司以来,开始全面渗透金融领域,参股了金鹰基金和华夏幸福基金两家基金,参股了顺德农商行、江苏银行和湖北银行等六家银行等,直接或间接地为核心实业的发展做出了贡献。

在企业做大做强的过程中,投资是企业成长的必经之路,是企业存续和扩张的基础,是企业核心实业发展的源泉,相关研究表明,企业“实体+金融”的产融结合模式会对企业投资产生重要影响,主要表现在产融结合一方面有助于企业缓解融资约束,获取管理协同和财务协同效应,优化企业资源配置;另一方面产融结合还有助于企业获得金融机构的专业人才、技术及社会网络资源(Khanna and Yafeh, 2007; Maurer and Haber, 2007; Lu et al., 2012; 李维安、马超, 2014; 万良勇等, 2015)。海尔、联想、美的等成功的“实体+金融”产融结合模式实践也表明产融结合对实体企业投资与实业发展的重要作用。那么,我国实体企业产融结合究竟能否促进企业投资以实现做大做强?此外,我国上市公司具有明显的产权性质特征,不同产权性质的企业面临的融资环境有所不同,产融结合对企业投资的影响又是否受到产权性质的影响,这些都是值得探究的问题。基于此,本文以我国非金融上市公司为对象,从产权性质角度,研究产融结合对实体企业投资规模的影响,对完善我国产融结合、促进实体企业投资发展,具有更紧迫和现实的意义。

本文的主要贡献有:一是从企业投资规模视角拓展了产融结合微观经济后果的研究。目前,已有研究主要从企业融资、投资效率、业绩层面研究产融结合微观经济后果,尚未研究产融结合对企业投资规模的影响;二是进一步比较不同产权下产融结合对企业投资规模影响的差异,进一步深化和拓展了相关研究,为当前不同企业产融结合实践的不同后果提供了理论依据。

2 理论分析与研究假设

投资是企业成长的必经之路，是企业存续和扩张的基础，若没有投资，企业便无法获得与扩大其生产能力，也就无法实现企业成长与发展。但是，现实中并不存在完备资本市场，企业投资时往往会因信息不对称（Greenwald et al., 1984; Myers and Majluf, 1984; Myers, 1984）等增强企业的外部融资约束，而融资约束会影响企业投资行为，对企业投资产生抑制作用，这不仅会导致企业投资不足，还会使企业被迫放弃一些好的投资机会。相关研究表明，与发达国家相比，我国企业普遍存在不同程度的外部融资约束，特别是中小企业或民营企业融资困境较严重（李增泉等，2008）；盛明泉和李昊（2010）研究进一步指出，2007年的全球金融危机显著降低了金融机构的贷款意愿，导致我国企业面临更加严重的外部融资约束。胡奕明等（2008）、祝继高和陆正飞（2009）等研究表明，我国企业当前的外部资金主要来源于信贷资金，也就是说，信贷资金的获取有助于缓解企业融资约束。因此，企业的投资行为会受其获取信贷资金的成本及便利性的影响（张敏等，2010；吴超鹏等，2012）。

作为企业成长过程中信贷资金的主要融资来源，金融机构对企业的投资行为具有重要的影响。在国家与相关政策的大力支持推动下，以海尔、联想、新希望等为首的国有与民营实体企业纷纷开始参股、控股或成立金融机构进入金融领域，“由产到融”的产融结合模式逐渐形成与发展，而这一参股或控股金融机构行为很有可能与我国企业普遍存在的融资约束有关（李维安、马超，2014）。相关研究表明，与未参股金融机构实施产融结合的实体企业相比，当实体企业参股金融机构实施产融结合时，一方面，作为金融机构的股东，尤其是控股股东，企业可以行使任免权甚至派驻董事影响金融机构的信贷决策，使得企业更容易获得成本较低的银行贷款（Petersen and Rajan, 1994; Berger and Udell, 1995; Laeven, 2001; Maurer and Haber, 2007; Lu et al., 2012; 万良勇等，2015）。另一方面，企业参股金融机构实施产融结合不仅有助于企业与金融机构之间通过正式的股权关系建立紧密联系，拓宽信息沟通渠道，提高信息交流及时性，进而降低企业与金融机构之间的信息不对称程度，缓解企业融资约束（万良勇等，2015），有助于企业获得成本较低的银行贷款，给企业带来融资便利。

除了被参股的金融机构能够为实施产融结合的企业提供较多成本较低的贷款以外,还有助于企业获取其他未被参股的金融机构的贷款支持。这是因为企业参股金融机构有助于企业更好地进入金融行业的关系圈子,增加圈内成员之间的信任(Putnam, 1993),使得企业会因金融机构偏好优先为其信任的企业发放更多低成本的信贷决策而获得更多成本较低的银行贷款(Petersen and Rajan, 1994; 李维安、马超, 2014)。可见,企业参股金融机构实施产融结合有助于降低企业融资成本,缓解融资约束,获得更多的银行贷款融资,给企业融资带来便利。因此,参股金融机构实施产融结合的企业能够获得更多银行贷款和成本较低的融资便利,与未参股金融机构实施产融结合的企业相比,其面临的融资约束较低,企业便拥有更多的资金资源进行投资,进而促进企业投资规模增加(Almeida and Campello, 2007; Bertoni et al., 2012, 2013; 陈运森、朱松, 2009; 俞鸿琳, 2012; 吴超鹏等, 2012; 黄宏斌、刘志远, 2014)。

基于此,本文认为企业参股金融机构实施产融结合有助于给企业带来融资便利,进而有助于提高企业投资规模,便提出假设H1。

H1: 产融结合有助于提高企业投资规模。

我国存在民营企业与国有企业两种不同产权性质的企业,然而,在我国的信贷市场中,普遍存在偏好国有企业的信贷歧视现象,与民营企业相比,我国大部分的银行贷款主要流向了国有企业,我国民营企业面临着十分严重的“金融歧视”问题(饶品贵、姜国华, 2013),更难获得信贷资金(Allen et al., 2005; 胡奕明等, 2008)。这主要是因为:一方面,国有企业比民营企业拥有更多的政治关系、更软的预算约束(孙铮等, 2005; 江伟、李斌, 2006),政府对国有企业存在“父爱主义”行为(谢德仁、陈运森, 2009)。在我国,金融体系主要由政府控制,那么国有企业会因政府的“父爱主义”更容易获得更多成本较低的银行信贷资金,面临较小的融资约束,相反,政府的这种“父爱主义”较难转移给民营企业,民营企业较难获得银行信贷资金,因此,民营企业面临较大的融资约束。另一方面,与国有企业相比,由于较短的经营历史,民营企业与金融机构之间尚未建立起长期客户关系,金融机构需要花费更多的信息成本去评价判断企业,导致民营企业较难获取信贷资金(张文汇,

2005)。因此,在面临“金融歧视”的环境中,与国有企业相比,民营企业更有动力加强与金融机构之间的紧密联系,以缓解融资约束,获取更多成本较低的信贷资金,产融结合给民营企业带来的融资便利效应更强。民营企业参股金融机构不仅有助于民营企业与金融机构之间建立起紧密联系,减少信息不对称,使得金融机构对民营企业的信息搜索成本及其谈判成本降低,进而有助于企业信贷资金的获取;还有助于企业(尤其是控股金融机构的企业)通过股权强化话语权,影响金融机构的信贷决策,缓解金融机构对其的信贷歧视,使其更容易获得成本较低的银行贷款(李维安、马超,2014)。反之,具有政治关系和预算软约束的国有企业会因政府的“父爱主义”带来的融资优势,较容易获取更多成本较低的信贷资金,融资约束较小,进而较少依赖参股金融机构获取融资便利。因此,相比较,民营企业参股金融机构实施产融结合所带来的融资优势更为明显,进而促进民营企业投资规模提高更为明显。也就是说,与国有企业相比,民营企业参股金融机构带来的低成本融资优势更明显,使其投资规模的提高也更明显。基于此,本文提出假设H2。

H2:与国有企业相比,民营企业参股金融机构实施产融结合更有助于提高民营企业的投资规模。

3 数据来源与研究设计

3.1 样本选择与数据来源

本文选择2007—2014年中国沪深两市的A股上市公司为研究样本,数据主要来源于CSMAR数据库和Wind数据库。其中,上市公司参股上市金融机构数据主要来源于CSMAR数据库,上市公司参股非上市金融机构的数据主要来源于Wind数据库;企业投资规模数据来源于CSMAR数据库,其他财务数据等主要来源于CSMAR数据库。本文对数据进行如下筛选与处理:(1)剔除研究主体为金融类的上市公司,以保障研究样本为“由产到融”这一产融结合形式;(2)剔除ST、PT类公司,因为这类公司的财务指标等比较异常;(3)剔除财务数据缺失的样本。

3.2 模型设计

为了验证假设 H1, 本文借鉴相关学者的研究 (黄福广 等, 2013; 徐业坤 等, 2013; 潘红波 等, 2017), 构建模型 (1) 进行实证检验。

$$\begin{aligned} INVEST_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Finhold_{it} + \alpha_2 Size_{it-1} + \alpha_3 Age_{it-1} + \alpha_4 Lev_{it-1} \\ & + \alpha_5 TobinQ_{it-1} + \alpha_6 CF_{it-1} + \alpha_7 Cash_{it-1} \\ & + \alpha_8 \sum Year + \alpha_9 \sum Indcd + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

为了验证假设 H2, 本文引入产权性质调节变量, 进一步分析不同产权性质企业的产融结合对其投资规模的不同影响, 本文构建了调节效应模型 (2) 进行验证。

$$\begin{aligned} NVEST_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Finhold_{it} + \alpha_2 Property_{it} + \alpha_3 Finhold_{it} \times Property_{it} \\ & + \alpha_4 Size_{it-1} + \alpha_5 Age_{it-1} + \alpha_6 Lev_{it-1} + \alpha_7 TobinQ_{it-1} + \alpha_8 CF_{it-1} \\ & + \alpha_9 Cash_{it-1} + \alpha_{10} \sum Year + \alpha_{11} \sum Indcd + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

在模型 (1) (2) 中, α_0 为截距项, α_i 为回归模型中各个变量的系数, i 为个体企业, t 为时间, ε 为随机扰动项。企业投资规模 (INVEST) 为被解释变量, 即企业的总体投资水平; 企业产融结合 (Finhold) 是解释变量, 即企业是否参股金融机构 (Finhold)。其他变量为控制变量, 具体变量定义与衡量方法详见表 1。

3.3 变量定义与衡量

3.3.1 被解释变量

企业投资规模 (INVEST), 即企业总体投资水平, 现有文献大多用“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”反映企业的投资水平, 但该指标主要反映企业在内部资本投资支出方面的情况, 为了进一步反映企业所有投资活动的总体投资情况, 本文借鉴贾吉明 (2017) 等人的研究, 用企业投资活动的现金流支出除以期初总资产来衡量。

3.3.2 解释变量

我国实体企业参股或控股的金融机构分为上市金融机构和非上市金融机构。其中, 根据 Wind 数据库统计, 企业参股的非上市金融机构主要有 7 类: 银行、

证券、财务、保险、信托、基金和期货公司，银行、证券和财务公司是企业参股最多的 3 种金融机构；持股的上市金融机构主要为银行、证券 2 种金融机构，其次是保险公司，极少数参股其他类型的上市金融机构。本文用企业是否参股金融机构（Finhold）这一虚拟变量衡量产融结合，若实体上市公司参股了金融机构，则为 1，否则为 0。

3.3.3 控制变量

借鉴黄福广等（2013）、徐业坤和钱先航等（2013）、金宇超和靳庆鲁等（2016）和潘红波等（2017）的研究，本文控制了企业规模（Size）、上市年龄（Age）、资产负债率（Lev）、托宾 Q（TobinQ）、经营活动现金流（CF）和现金持有量（Cash）等控制变量，具体变量定义及其衡量见表 1。

表 1 变量定义与衡量
Table 1 Variable definition

	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	企业投资规模	<i>INVEST</i>	用投资活动的现金流支出 / 期初总资产衡量
	产融结合	<i>Finhold</i>	主要用企业是否参股金融机构（Finhold）衡量
	企业规模	<i>Size</i>	企业年末总资产的自然对数
	企业年龄	<i>Age</i>	企业上市年限
	财务杠杆	<i>Lev</i>	企业资产负债率
控制变量	托宾 Q	<i>TobinQ</i>	企业市场价值 / 总资产
	经营现金流	<i>CF</i>	企业经营活动现金流量净额除以期末总资产
	现金持有量	<i>Cash</i>	企业现金水平与总资产的比值
	产权性质	<i>Property</i>	虚拟变量，若企业为国有企业，则为 1；否则为 0
	年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
	行业	<i>Indcd</i>	行业虚拟变量

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

表 2 报告了本文主要关键变量的描述性统计结果，从表中结果可以看到，企业是否参股实施产融结合（Finhold）的均值为 0.29，说明在样本企业中，我国参股金融机构的非金融上市公司所占平均比例为 29%，其中位数为 0，标准差

为 0.454。可见，我国非金融上市公司参股金融机构实施产融结合的行为差异较大。从企业投资规模指标来看，企业投资规模（INVEST）的均值为 0.155，中位数为 0.0851，标准差为 0.224，说明我国上市公司的投资规模差异比较大。

表 2 主要变量的描述性统计

Table 2 Descriptive statistics

变量名	样本量	均值	最小值	最大值	标准差	中位数
<i>Finhold</i>	10137	0.29000	0.00000	1.00000	0.45400	0.00000
<i>INVEST</i>	10137	0.15500	0.00018	1.45300	0.22400	0.08510
<i>Size</i>	10137	21.75000	16.16000	28.48000	1.25300	21.60000
<i>Lev</i>	10137	0.47500	0.04250	1.70400	0.26100	0.47000
<i>Age</i>	10137	9.67000	1.00000	24.00000	5.89700	10.00000
<i>TobinQ</i>	10137	2.14500	0.22100	11.33000	1.90700	1.60000
<i>CF</i>	10137	0.04390	-0.21600	0.27200	0.08170	0.04370
<i>Cash</i>	10137	0.19600	0.00828	0.68500	0.14600	0.15500
<i>Property</i>	10137	0.48900	0.00000	1.00000	0.50000	0.00000

表 3 报告本文主要关键变量的 Pearson 相关性检验结果，从相关系数表中可以看到，在不考虑其他因素的情况下，企业是否参股金融机构实施产融结合（*Finhold*）与企业投资规模（*INVEST*）显著正相关，说明企业参股金融机构实施产融结合有助于促进企业总体投资规模提高，在一定程度上支持了研究假设 H1。

表 3 主要变量相关系数

Table 3 Correlation analysis

	<i>Finhold</i>	<i>INVEST</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Age</i>	<i>TobinQ</i>	<i>CF</i>
<i>Finhold</i>	1						
<i>INVEST</i>	0.040*	1					
<i>Size</i>	0.293***	0.006	1				
<i>Lev</i>	-0.003	-0.040***	-0.130***	1			
<i>Age</i>	0.252***	-0.100***	0.177***	0.058***	1		
<i>TobinQ</i>	-0.175***	0.165***	-0.429***	0.055***	-0.124***	1	
<i>CF</i>	0.002	0.051***	0.037***	-0.011	-0.001	0.021**	1

注：***表示在 1% 的水平上显著；**表示在 5% 的水平上显著；*表示在 10% 的水平上显著。

4.2 回归分析

为了验证假设 H1，即检验企业参股金融机构实施产融结合是否有助于提高企业总体投资水平，增大企业投资规模，本文对模型（1）进行了估计，表 4 报告了企业是否参股金融机构实施产融结合（Finhold）对企业投资规模的影响的回归结果，从回归结果可以看到，企业是否参股金融机构实施产融结合（Finhold）对企业投资规模（INVEST）的影响系数为 0.0105（1% 水平显著），说明企业参股金融机构有助于提高企业投资规模，假设 H1 得到验证，综上，本文的假设 H1 均得到验证，即企业参股金融机构实施产融结合有助于给企业带来融资便利，进而促进企业投资规模增大。

考虑到不同产权性质企业自身融资能力的不同，本文进一步分析了不同产权性质的企业的产融结合的实施对其投资规模的不同影响，本文引入了产权性质调节变量，采用调节效应模型（2）进行回归分析，结果详见表 4。从表 4 的回归结果中可以看到，企业是否参股金融机构实施产融结合（Finhold）、对企业投资规模（INVEST）的影响系数为 0.0178（1% 水平显著）；企业是否参股金融机构实施产融结合与企业产权性质的交乘项（Finhold*Property）的影响系数为 -0.0153（5% 水平显著），说明企业的国有产权性质会负向调节产融结合与企业投资规模之间的正向关系，即与国有企业实施产融结合相比，民营企业实施产融结合促进投资规模提高的作用更明显，假设 H2 得到验证，进一步在一定程度上说明了企业参股金融机构实施产融结合促进企业投资规模提高主要表现在带来融资便利上。

表 4 产融结合、产权性质和企业投资规模

Table 4 Industrial-financial integration, ownership and investment scale

	(1)	(2)
	INVEST	INVEST
Finhold	0.0105*** (2.66)	0.0178*** (2.88)
Finhold*Property		-0.0153** (-2.17)
Size	0.00127 (0.73)	0.00335* (1.69)
Lev	-0.00385*** (-4.23)	-0.00426*** (-3.86)

续表

	(1)	(2)
	<i>INVEST</i>	<i>INVEST</i>
<i>Age</i>	-0.00200*** (-6.00)	-0.000744 (-1.55)
<i>TobinQ</i>	0.0159*** (14.03)	0.0184*** (9.00)
<i>CF</i>	0.0264** (2.16)	-0.00320 (-0.06)
<i>Cash</i>	0.141*** (11.78)	0.155*** (8.18)
<i>Property</i>		-0.0254*** (-5.23)
<i>Constant</i>	0.0599 (1.54)	0.0193 (0.44)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Indcd</i>	控制	控制
<i>N</i>	10137	10137
<i>adj. R²</i>	0.082	0.077

注：***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平下显著；括号内为 *t* 值。

5 稳健性检验

为了增加研究结果的有效性和可靠性，本文进行了如下的稳健性检验。

5.1 参股比例 5% 以上 +PSM 匹配样本检验

本文在实证检验时将参股金融机构的样本作为实施产融结合的企业样本，其中隐藏了一个问题，即在参股金融机构的非金融上市公司，部分企业的持股比例非常小，这些企业对所参股的金融机构的实际影响力可能较为有限，将这些企业纳入样本可能会带来噪音。考虑到银行等金融机构的股权高度分散，借鉴万良勇等（2015），选取 5% 作为界定标准，本文首先选取了参股金融机构持股比例在 5% 以上的样本视为实施了产融结合的企业样本，其他样本（参股比例在 5% 以下及未参股）视为没有实施产融结合的样本，这能在一定程度上消除这一噪音的影响。考虑到筛选处理后样本中未实施产融结合的企业样本比较多于实施产融结合企业的样本，同时为了避免因截面上上市公司的内在特征而不是产融结合决策所产生的对企业决策后果的影响和解决样本自选择与内生性问题，

本文借鉴黎文靖和李茫茫（2017），使用了倾向性得分配对（PSM）方法，对样本进行匹配，并选用了公司规模、财务杠杆、盈利能力、成长性、经营活动净现金流、第一大股东持股比例作为配对标准，控制年度和行业，使用 0.005 的半径进行配对，得到配对样本后再进行回归检验。

基于此，本文将产融结合界定为参股金融机构 5% 以上比例的样本，并同时采用 PSM 方法进行检验，在解决内生性的基础上，以消除一些参股比例非常低且对金融机构不具有影响力的噪音影响，实证结果详见表 5。其中，表 5 报告了企业是否参股金融机构实施产融结合（Finhold）对企业投资规模（INVEST）的影响，发现企业是否参股金融机构实施产融结合（Finhold）与企业投资规模（INVEST）正相关，与主体研究结论保持一致，即企业参股金融机构实施产融结合，有助于给企业带来融资便利，进而使得企业投资规模更大，假设 H1 得到了验证。表 5 也报告了产权性质对产融结合与投资规模两者之间关系的影响，发现企业的国有产权性质会弱化企业产融结合对投资规模的提高作用，与主体研究结论一致，即与国有企业相比，民营企业参股金融机构实施产融结合更能促进其投资规模提高，假设 H2 得到验证。

表 5 产融结合、产权性质与企业投资规模（参股比例 5% 以上 +PSM 检验）

Table 5 Industrial-financial integration, ownership and investment scale (test of shareholding ratio of more than 5% and PSM)

	(1)	(2)
	INVEST	INVEST
Finhold	0.0168*** (3.11)	0.00944* (1.77)
Finhold*Property		-0.0131* (-1.80)
Size	0.00537** (2.14)	0.0175*** (6.69)
Lev	-0.109*** (-6.10)	-0.0328*** (-3.73)
Age	-0.000807 (-1.51)	-0.00212*** (-4.33)
TobinQ	0.0119*** (5.35)	0.0195*** (7.90)
CF	0.187*** (5.22)	0.213*** (5.55)

续表

	(1)	(2)
	<i>INVEST</i>	<i>INVEST</i>
<i>Cash</i>	0.0834*** (3.50)	0.0861*** (4.07)
<i>Property</i>		-0.0193*** (-3.34)
<i>Constant</i>	0.0273 (0.49)	-0.293*** (-4.73)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Indcd</i>	控制	控制
<i>N</i>	2218	3036
<i>adj. R²</i>	0.114	0.140

注：***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平下显著；括号内为 *t* 值。

5.2 投资规模指标重新衡量

为了更加具体反映企业的总体投资规模，本文借鉴童盼和陆正飞（2005）、张兆国等（2011）、刘星等（2013）、王义中和宋敏（2014）、杨畅等（2014）和潘玉香与杨悦等（2015），使用固定资产、长期投资、在建工程、工程物资和无形资产的增加值之和除以期初总资产重新衡量企业投资规模，并进行回归检验，其中由于 2007 年施行的会计准则的变化，本文基于杨畅等（2014）将持有至到期投资和长期股权投资视为长期投资，具体实证回归结果详见表 6，发现结果仍保持不变，与主体研究结论一致。

表 6 产融结合、产权性质与企业投资规模（投资规模重新衡量）

Table 6 Industrial-financial integration, ownership and investment scale (re-measurement of investment scale)

	(1)	(2)
	<i>INVEST</i>	<i>INVEST</i>
<i>Finhold</i>	0.152* (1.86)	0.00719** (2.42)
<i>Finhold*Property</i>		-0.0102*** (-2.71)
<i>Size</i>	-0.182** (-1.98)	0.00995*** (9.67)

续表

	(1)	(2)
	<i>INVEST</i>	<i>INVEST</i>
<i>Lev</i>	0.0200 (0.47)	-0.00197*** (-3.75)
<i>Age</i>	0.225 (1.52)	-0.00335*** (-16.64)
<i>TobinQ</i>	0.272** (2.31)	0.00821*** (13.13)
<i>CF</i>	0.356 (1.34)	-0.00885 (-1.27)
<i>Cash</i>	-0.296 (-0.35)	0.0177*** (2.63)
<i>Property</i>		0.000377 (0.15)
<i>Constant</i>	2.211 (1.61)	-0.150*** (-6.52)
<i>Year</i>	控制	控制
<i>Indcd</i>	控制	控制
<i>N</i>	10528	10528
<i>adj. R2</i>	0.118	0.083

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著；括号内为*t*值。

6 结论

本文以2007—2014年中国沪深A股非金融类上市公司为研究样本，考察了企业参股金融机构实施产融结合对企业总体投资规模的影响，并进一步分析了不同产融结合特征的不同影响。研究发现，总体上来说，企业参股金融机构实施产融结合有助于带来融资便利，进而提高了企业投资规模；此外，进一步研究发现对于国有企业来说，民营企业参股金融机构实施产融结合更能显著提高企业投资规模。

本文的研究结论支持“鼓励产业资本进入金融领域”的政策，因为实体企业参股非上市金融机构的方式实施产融结合有助于促进企业投资规模，对实体企业通过投资实现做大做强具有积极作用。本文的结论为当前大力推进“金融支持实体经济发展”的时代背景下，如何引导企业有效实施产融结合，促进企业实体产业发展，实现规模扩张与做大做强提供重要的理论依据和实践参考，也为政府进一步推动促进产业资本与金融资本实现实质上的内在融合，对产融结合企业合理政策引导和有效监管提供一定政策建议。

参考文献

- [1] 祝继高, 陆正飞. 货币政策、企业成长与现金持有水平变化[J]. 管理世界, 2009(3): 152-158.
- [2] 张兆国, 曾牧, 刘永丽. 政治关系、债务融资与企业投资行为: 来自我国上市公司的经验证据[J]. 中国软科学, 2011(5): 106-121.
- [3] 张文汇. 不完全信息与长期客户关系: 民营经济融资研究[J]. 金融研究, 2005(11): 164-171.
- [4] 张敏, 张胜, 王成方, 等. 政治关联与信贷资源配置效率: 来自我国民营上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2010, 22(11): 143-153.
- [5] 俞鸿琳. 银行贷款、管理者投资行为与公司投资效率[J]. 南方经济, 2012, 30(7): 30-42.
- [6] 杨畅, 刘斌, 闫文凯. 契约环境影响企业的投资行为吗: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2014(11): 79-93.
- [7] 徐业坤, 钱先航, 李维安. 政治不确定性、政治关联与民营企业投资: 来自市委书记更替的证据[J]. 管理世界, 2013(5): 116-130.
- [8] 谢德仁, 陈运森. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应[J]. 经济研究, 2009(5): 118-129.
- [9] 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.
- [10] 王义中, 宋敏. 宏观经济不确定性、资金需求与公司投资[J]. 经济研究, 2014(2): 4-17.
- [11] 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, 18(2): 64-72.
- [12] 童盼, 陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005(5): 75-84.
- [13] 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构[J]. 经济研究, 2005, 5(5): 52-63.
- [14] 盛明泉, 李昊. 优序融资理论对上市公司融资行为的解释力[J]. 山西财经大学学报, 2010(10): 49-56.

- [15] 饶品贵, 姜国华. 货币政策, 信贷资源配置与企业业绩 [J]. 管理世界, 2013 (3): 12-22.
- [16] 潘玉香, 杨悦, 魏亚平. 文化创意企业管理者特征与投资决策关系的研究 [J]. 中国软科学, 2015 (3): 172-181.
- [17] 潘红波, 陈世来. 《劳动合同法》、企业投资与经济增长 [J]. 经济研究, 2017 (4): 92-105.
- [18] 刘星, 计方, 付强. 货币政策、集团内部资本市场运作与资本投资 [J]. 经济科学, 2013, 35 (3): 18-33.
- [19] 李增泉, 辛显刚, 于旭辉. 金融发展, 债务融资约束与金字塔结构: 来自民营企业集团的证据 [J]. 管理世界, 2008 (1): 123-135.
- [20] 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.
- [21] 黎文靖, 李茫茫. “实体+金融”: 融资约束、政策迎合还是市场竞争: 基于不同产权性质视角的经验研究 [J]. 金融研究, 2017 (8): 100-116.
- [22] 金宇超, 靳庆鲁, 宣扬. “不作为”或“急于表现”: 企业投资中的政治动机 [J]. 经济研究, 2016 (10): 126-139.
- [23] 江伟, 李斌. 制度环境、国有产权与银行差别贷款 [J]. 金融研究, 2006 (11): 119-129.
- [24] 贾吉明. 保险参股、经济环境与企业投融资 [D]. 北京: 对外经济贸易大学, 2017.
- [25] 黄宏斌, 刘志远. 投资者情绪、信贷融资与企业投资规模 [J]. 证券市场导报, 2014 (7): 28-34.
- [26] 黄福广, 彭涛, 田利辉. 风险资本对创业企业投资行为的影响 [J]. 金融研究, 2013 (8): 180-192.
- [27] 胡奕明, 林文雄, 李思琦, 等. 大贷款人角色: 我国银行具有监督作用吗 [J]. 经济研究, 2008 (10): 52-64.
- [28] 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, 35 (12) : 27–39.
- [29] Putnam R D. The Prosperous Community: Social Capital and Public Life [J] . American Prospect, 1993, 13 (13) .
- [30] Petersen M A, Rajan R G. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data [J] . Journal of Finance, 1994, 49 (1) : 3–37.
- [31] Myers S C. The capital structure puzzle [J] . The journal of finance, 1984, 39 (3) : 574–592.
- [32] 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.
- [33] Maurer N, Haber S. Related Lending and Economic Performance: Evidence from Mexico [J] . The Journal of Economic History, 2007, 67 (3) : 551–581.
- [34] 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.
- [35] Laeven L. Insider Lending and Bank Ownership: The Case of Russia [J] . Journal of Comparative Economics, 2001, 29 (2) : 207–229.
- [36] Khanna T, Yafeh Y. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites [J] . Journal of Economic Literature, 2007, 45 (2) : 331–372.
- [37] Greenwald B C, Stiglitz J E, Weiss A. Informational imperfections in the capital market and macro–economic fluctuations [J] . Andrew Weiss, 1984.
- [38] Bertoni F, Ferrer M A, Martí J. The different roles played by venture capital and private equity investors on the investment activity of their portfolio firms [J] . Small Business Economics, 2013, 40 (3) : 607–633.
- [39] Bertoni F, Croce A, Guerini M. How and When Venture Capital Affects the Investment of Portfolio Firms [J] . Social Science Electronic Publishing, 2012.
- [40] Berger A N, Udell G F. Relationship Lending and Lines of Credit in Small

- Firm Finance [J]. Journal of Business, 1995, 68 (3): 351–381.
- [41] Almeida H, Campello M. Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment [J]. Review of Financial Studies, 2007, 20 (5): 1429–1460.
- [42] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China [J]. Journal of financial economics, 2005, 77 (1): 57–116.

Industrial-financial Integration, Ownership and Enterprise Investment Scale

Yin Changping¹ Zhong Li² Luo Han³

1. Post-doctoral research workstation of Bank of Chongqing, Chongqing;
2. Accounting School of Chongqing University of Technology, Chongqing;
3. Western University, King's University College, London, Canada

Abstract: This article examines the impact of the combination of entity enterprise and financial institution on enterprise investment scale, and explores the different effects of different ownership based on a sample of Chinese listed companies. The results suggest the combination of entity enterprise and financial institution has positive impacts on enterprise investment scale. Moreover, the positive impacts are more pronounced for private enterprise than state-owned enterprises. The above conclusions provide a basis for guiding the combination of entity enterprise and financial institution to promote the development of real enterprises.

Key words: Industrial-financial integration; Ownership; Investment scale