金融生态环境、银行融资与民企投资

郭志仪　　吴　桢
（兰州大学 经济学院，甘肃 兰州　730000）

内容摘要：基于金融生态环境这一新视角，研究金融生态环境、银行融资和民企投资之间的关系。利用上市民企2006-2010年的经验数据，将民企投资细分为总投资、固定资产投资和无形资产投资三种情况分别进行实证检验。研究结果表明：在这三种情况中，银行融资与民企投资过度/投资不足之间存在负/正相关性。并且在金融生态环境较好的地区，公司的过度投资/投资不足与银行融资的相关性会增强。这意味着金融生态环境建设有利于公司投融资，进而提高上市民企质量。

关 键 词：金融生态环境；银行融资；过度投资；投资不足
中图分类号：G323.22　　**文献标示码：**A　　**文章编号：**1000-2804（2015）02-0112-08

在企业的融资结构中，负债是一种重要的资本来源[1]。外部融资是促进我国企业发展的重要因素，尤其是直接影响到民营企业的投资发展能力。当前，我国民营企业普遍存在“融资难”问题，其诱因是我国金融环境的恶化。基于此，周小川提出金融生态环境的概念，包括经济环境、法制环境、信用环境、市场环境和制度环境等一系列金融运行的外部条件[2]。由于金融生态环境建设构成区域经济发展、金融稳定的重要保障，地方政府纷纷采取措施着力改善地区金融生态环境。谢德仁则把金融生态环境建设的优劣归结为地方政府治理质量的高低，认为它根本上反映的是各地区政府适应市场经济而进行的政府治理的质量，反映了地区政府对该地区经济控制能力和直接介入经济活动的强弱，以及市场本身力量的强弱（地区经济市场化程度）[3]。又由于我国银行股权中存在的国有股权性质决定了银行资金投向受政府的干涉[4]，无疑，同国有企业相比，民营企业的银行融资可获得程度受到地方政府治理质量的约束。因此，从某种角度而言，民营企业投融资能力将容易受到所在地区金融生态环境的制约。

国内外已有较多学者从不同角度研究了银行融资和公司投资行为的关系。Aivazian以加拿大的公司为研究对象，从公司成长性入手，发现低成长性公司的投资和负债比率之间呈显著的负相关关系[5]。Firth对我国的上市公司进行研究，发现上市公司的投资决策深受银行贷款的影响[6]。肖金桂等验证了银行信贷与企业的投资支出显著正相关，而高融资约束企业，银行信贷与投资支出的正相关关系进一步提高。并认为相对于国有公司，私有产权公司更可能出现投资不足[7]。邓建平等从金融关联的角度论证了这种关联效应有效地缓解了民企的融资约束[8]。张兆国等得出有政治关系的企业更容易获得更多的贷款，从而也更容易造成过度投资[9]。江伟研究金融发展对银行贷款控制效应，认为同国有上市公司相比，民营上市公司过度投资与银行之间的负相关关系增强[10]。

纵观文献，尽管国内外学者从许多角度对公司投资行为和银行融资进行研究，但均未能涉及金融生态环境与民营企业投资不足、民营企业过度投资和银行融资关系研究。本文以2006-2010年我国上市民营企业为研究样本，将公司总投资细分为固定资产投资和无形资产投资（包括长期股权投资等非实物投资），利用面板数据模型实证分析银行融资对民营企业总投资、固定资产投资和无形资产投资的影响。

本文的贡献主要表现在以下两点：其一，本文拓展了银行融资与民营企业投资行为的研究视角。以往的这些研究主要从金融发展、货币政策、政治关系、管理者投资行为等角度进行探

收稿日期：2014-12-14
作者简介：郭志仪（1949-），男，甘肃通渭人，教授，博士生导师，从事区域经济研究。

讨，自金融生态环境这一制度环境引入到上市公司负债治理中后，如管考磊分析了不同金融生态环境下财务风险对银行信贷决策影响的差异性[11]。孙刚检验了在不同金融生态环境下股价波动同步性对企业融资约束的影响[12]。以上研究均发现，上市公司所处地区的市场化程度越好，政府干涉越少，即金融生态环境越好的地方，企业的融资能力越强。本文在以上发现基础上研究银行融资和公司投资关系，旨在进一步揭示金融生态环境影响民营企业投资行为的具体途径。其二，本文深化了银行融资与民营企业投资行为的研究内容。周小川提出了金融生态环境概念，谢德仁认为金融生态环境从根本上而言，即是政府治理质量和地区经济市场化程度的综合反映，但二者并未就金融生态对民营企业投资影响做出研究。所以，本文考察在这一制度环境下银行融资同民营企业总投资、固定资产投资和无形资产投资的关系，对于进一步深入研究企业融资和投资行为具有重要意义。

一、理论分析与研究假设

Modigliani等提出“无关性定理”，认为在“完善的资本市场”前提下，企业投资与融资决策是相互独立的，投资取决于投资机会[13]。但是，现实中并不存在所谓完善的资本市场，企业的投资行为必然会受到外部融资的影响。当前，关于企业外部融资对企业投资行为的影响，大体可以归纳为以下两种：一是融资引起公司投资过度；二是融资引起公司投资不足。

一方面，管理机会主义学说认为，监管成本的存在使得管理者将资源投入到盈利非最大的项目上，由于内部资金在管理者的控制之下，减少了外部融资对管理者的外部约束，因此会导致公司过度投资[14]。何金耿等验证了管理机会主义的假说，证明我国上市企业中管理者自我约束机制并不十分有效，管理机会主义是公司谋求高额利润留存的动机，抑制上市公司管理机会主义的投资决策是治理公司过度投资的关键[15]。因此，Jensen提出最优的融资结构，认为负债的运用以及负债比率的提高将有利于减少公司的闲余现金流量，抑制管理者因资金流量闲余而造成过度投资的行为。由此，从融资的角度治理过度投资，主要是加强负债融资的比例，从而降低股东和管理者的代理成本，抑制管理机会主义与公司过度投资[16]。

另一方面，又由于借款和贷款之间存在信息不对称和逆向选择，导致外部融资成本高于内部融资成本，出现“融资约束”现象而导致投资不足[17]，因此，企业常常不得已放弃投资机会。同时，也由于民营企业私有产权性质使得企业在发生财务困境时，不易得到政府援助和隐形担保，为此民营企业普遍存在上述“融资约束”和“融资难”的问题，迫使民企不得不减少经营过程中的投资行为，因而导致投资不足。Kaplan通过实证研究也发现，民营投资不足现象在较大程度上是“融资难”而造成的，融资约束和公司投资——现金流敏感性之间呈负向关系。可见，在企业缺乏自有资金的前提下，外部融资的难获得性使得企业出现投资不足现象[18]。

企业的总投资通常分为两类：一类是固定资产投资，它具有转移相对困难，控制权收益相对较低的特征[19]。在公司本身资金相对充裕的情况下，这一特征将使其出现投资不足的可能性[13]。相反，外部资金的获得可以增大公司对固定资产的投资；另一类是无形资产投资（包括长期股权投资等），具有酌量性的特点，即不受企业经营能力的约束。因为无形资产可监控难度大，收益者获利的隐蔽性高[20]，所以上市民营企业对无形资产过度投资应多于固定资产的过度投资。然而，这类情况下它和银行融资的负相关关系是否更为显著？相反，在融资难的情况下，公司是否存在固定资产的投资不足？它与银行融资又存在怎样的正相关关系？基于上述原因，本文提出下面两个假设：

假设1：与固定资产投资过度相比，上市民营企业无形资产投资过度与银行融资呈显著负相关关系。

假设2：上市民营企业固定资产投资不足与银行融资呈显著正相关关系。

Rajan认为企业的融资约束不但受到企业自身因素的影响，而且在很大程度上取决于外部金融环境的制约。我国金融业尤其是银行业向市场经济转轨的进程中，由于各地区的资源禀赋、地区政策、政府治理等外部环境的差异，导致我国各地区的金融发展呈现较大差距[21]。为了更好地解释这一现象，周小川将生态学概念引入金融领域，认为构成金融生态系统的金融主体及其赖以

Journal of Lanzhou University (Social Sciences) Vol. 43 No.2 / March, 2015

存在和发展的金融生态环境，两者彼此依存、共同发展，是一个动态平衡的运行系统。周小川同时提出，用生态学的方法来考察金融发展问题，首先需要通过完善法律制度营造金融生态环境，金融生态环境即由政治、经济、法律、信用环境等支撑金融业健康发展的有机协调状态。因此，金融生态环境的差异是产生地区间金融差异的根本原因。李扬等在2005年和2007年我国城市金融生态环境评价指标的基础上，对中国30个省份和100个核心城市金融生态环境构成的九大要素（法制环境、经济基础、地方金融发展、金融部门独立性、社会诚信文化、社会中介、地方政府服务、企业诚信和社会保障）进行量化评价，形成并公布了2008年地区金融生态环境评价报告，认为地区金融生态环境，特别是其中的制度因素是造成我国地区经济活动差异的主要原因[22]。谢德仁等研究也发现，地方金融生态环境从根本上反映出地方政府治理质量和地方经济市场化程度，其差异程度直接关系到地区上市公司的可持续性发展程度[23]。管考磊则通过分析进一步认为，良好的地区金融生态环境有助于提升银行对财务风险不可控企业的信贷决策效率[11]。上述研究表明，地方政府治理质量高低是影响地区金融生态环境优劣诸要素中的根本性因素，而金融生态环境的地区差异必然影响地区企业发展，并进而影响地区经济的整体发展水平。

受地方政府治理质量影响而产生的金融生态环境表现为以下几种形态。首先，金融生态环境较好的上海、浙江、江苏、广东等省份，地方政府有较强的服务意识和开放的管理理念，政府治理正外部性效应使得当地金融业内部改革更加深入，地区金融生态环境改善更加彻底。地区金融生态环境改善主要表现为，以政府为“背景”的国有股权性质企业“免费融资”功能有所减弱，这使得银行资金更多地流入市场，当地民营企业可以在一个较公正的竞争环境中获得融资，从而促进了地区民营企业的良性发展。与此同时，由于金融生态较好的地区金融业相对发达，银行业的市场集中度亦相应降低，银行之间出现相互竞争以及对盈利目标的追求，硬化了银行对国有上市公司的预算约束，从而提高了对上市民营企业融资的关注度。与关注度相对应，银行对上市民营企业监督控制、及事后对经营不善民营企业的破产威慑力也随之加大，银行对上市民营企业融资的控制效应得到强化。

其次，在金融生态环境较差的地区，地方政府对地区经济控制力度越强。这类地区往往经济薄弱，金融资源缺乏而金融发展相对滞后，具有市场竞争力的优质企业较少[3]。究其原因，是由于地方政府治理质量和法治环境较差，使得地区的市场经济适应能力较低，导致诚信文化和社会中介服务等也相应落后。但为了提高当地GDP等目标，地方政府不得不成为融资交易的参与者，干预银行资金流向国有企业和资金的最终运用情况，从而导致地区上市民营企业的银行融资能力减弱，投资机会也大大减少。同时，在金融生态环境越差的地区，企业与外界信息不对称的程度越高，面对借贷双方信息不对称和借方道德风险控制难度增加的情况，银行为上市民营企业融资的成本就越高。罗党论也认为在金融环境越差的地区这种情况越显著，因此，这些地区的银行更愿意为国有上市企业而不是民营企业融资[24]。由此，本文提出下面另一组假设：

假设3a：金融生态环境好的地方，银行融资对上市民营企业过度投资的负向关系会增强。

假设3b：金融生态环境不好的地方，银行融资与上市民营企业投资不足正向关系会增强。

二、变量选取与研究设计

（一）变量选取和数据来源

本文的研究样本为2006−2010年在沪深证券所上市的国有企业和民营企业。为了提高分析的准确性，选取样本时剔除了以下企业：1）金融业企业；2）非在A股发行的企业；3）在样本期间内财务报表中本文涉及数据不全的企业。最后，本文筛选2 180个样本作为研究的观测值。其中，样本公司的所有财务数据和公司治理的数据均来自于CSMAR数据库、CCER数据库、上市公司资讯网以及各上市公司公布的年报；金融生态环境评价指标来源于李扬等编制的中国地区金融生态环境评价指标体系。

本文主要研究银行融资对我国上市民营企业投资行为的影响。被解释变量为公司过度投资或公司投资不足，解释变量为银行融资比率、金融生态环境因素（本文借鉴谢德仁[23]的方法，采用

李扬[22]等构建的金融生态环境评价指数）。同时，本文还选取了一些控制变量，它们分别为公司成长机会、资产负债率、年初现金余额、企业规模及股票收益等。YEAR和IND分别为年度变量和行业变量，其中行业变量划分根据《上市公司行业划分指引》，以综合类为参照系，共有20个行业哑变量。各变量的定义如表1所示。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
投资总量	INV	（公司固定资产净值的增加值+在建工程净值增加值）/年初固定资产总额
投资过度	overINV	公司投资总量减去模型（1）估计的合理投资水平后>0的一组差值
投资不足	underINV	公司投资总量减去模型（1）估计的合理投资水平后不大于0的一组差值
银行融资比率	DEBT	（公司年末短借 + 一年内到期的非流动负债）/当年年末总资产
金融生态环境指数	FENV	李扬等（2008）构建的金融生态环境评价指数
金融生态环境虚拟变量	FENV_i	金融生态环境指数中大于全部样本中值的公司为1，其余为0
成长机会	GROW	主营业务收入年增长率
资产负债率	LEV	公司总负债/总资产
年初现金余额	CASH	公司现金余额/总资产
上市年龄	AGE	公司上市年龄
企业规模	SIZE	公司总资产的自然对数
自由现金流	CF	公司经营活动现金流量净值/总资产
股票收益	RET	税后利润/股本总数
经营利润率	PROF	公司利润/主营业务收入

（二）研究设计

本文主要借鉴Richardson[25]、张兆国等[9]对公司合理投资水平的估计及其在研究企业投资行为中得到的应用。估计企业合理投资水平的模型如下：

$$\mathrm{INV}_{it}=\alpha+\beta_1\mathrm{GROW}_{t-1}+\beta_2\mathrm{LEV}_{t-1}+\beta_3\mathrm{CASH}_{t-1}+\beta_4\mathrm{SIZE}_{t-1}+\beta_5\mathrm{AGE}_{t-1}+\beta_6\mathrm{RET}_{t-1}+\beta_7\mathrm{INV}_{i(t-1)}+\sum_{i=8}^{10}\beta_i\mathrm{YEAR}_i+\sum_{i=11}^{31}\beta_i\mathrm{IND}_i+\varepsilon \quad (1)$$

其中，（i=1、2、3，分别为合理总投资、合理固定资产投资和合理无形资产投资）。采用上市民营企业2006−2010年的数据对上述模型（1）进行回归，进而得出合理投资水平。然后，用上市民企的投资总量减去合理投资水平后，其差值大于零的一组值表示上市民营企业投资过度量，而差值不大于零的一组值表示上市民营企业投资不足量。分别用符号overINV和underINV表示。

为了对假设1和假设2进行检验，验证其银行融资对上市民营企业投资过度或投资不足的影响，建立如下模型（2）。模型中引入的控制变量为公司规模（SIZE）、公司成长机会（GROW）经营利润率（PROF）和自由现金流（CF），是根据firth[6]和张兆国等[11]的研究发现它们都对公司投资行为有显著的影响。

$$over\mathrm{INV}_{it}(or\quad under\mathrm{INV}_{it})=\alpha+\beta_{i1}\mathrm{DEBT}_t+\beta_{i2}\mathrm{GROW}_t+\beta_{i3}\mathrm{FC}_t+\beta_{i4}\mathrm{SIZE}_t+\beta_{i5}\mathrm{PROF}_t+\sum_{i=6}^{9}\beta_i\mathrm{YEAR}_i+\sum_{I=10}^{30}\beta_i\mathrm{IND}_i+\varepsilon \quad (2)$$

其中，（i=1、2、3，分别为总投资过度或不足、固定资产投资过度或不足和无形资产投资过度或不足）。

运用模型（2）来检验假设1时，根据β_{31}的符号及显著性来加以判断，当β_{31}为负且显著时，表明此假设成立，否则不成立；当检验假设2时，同样根据β_{21}的符号及显著性来加以判断，当β_{21}为正且显著时，表明此假设成立，否则不成立。

为了检验假设3a和假设3b，从金融生态环境角度验证银行融资对上市民企投资过度或投资不足的影响，建立如下模型（3）。

$$over\mathrm{INV}_{it}(or\quad under\mathrm{INV}_{it}) = \alpha + \beta_{i1}\mathrm{DEBT}_t + \beta_{i2}\mathrm{DEBT}_t \times \mathrm{FENV(FENV_i)} + \beta_{i3}\mathrm{FENV(FENV_i)} + \beta_{i4}\mathrm{GROW}_t + \beta_{i5}\mathrm{FC}_t + \beta_{i6}\mathrm{SIZE}_t + \beta_{i7}\mathrm{PROF}_t + \sum_{i=8}^{10}\beta_i\mathrm{YEAR}_i + \sum_{i=11}^{31}\beta_i\mathrm{IND}_i + \varepsilon \quad (3)$$

其中，（i =1、2、3，分别为总投资过度或不足、固定资产投资过度或不足和无形资产投资过度或不足）。

同样运用模型（3）来检验假设3a时，则根据 β_{i1} 和 β_{i2} 的符号及显著性来加以判断，当 β_{i1} 和 β_{i2}（i =1、2、3）均为负且显著时，表明此假设成立，否则不成立；当检验假设3b时，同样根据 β_{i1} 和 β_{i2} 的符号及显著性来加以判断，当 β_{i1} 和 β_{i2}（i =1、2、3）为正且显著时，表明此假设成立，否则不成立。

三、实证结果与分析

（一）回归结果分析

1. 上市民营企业投资和银行融资的实证结果。表2列出了模型（2）对假设1和假设2的实证检验结果。从公司投资过度中可以看出，总投资过度、固定资产投资过度及无形资产投资过度和DEBT均呈显著负相关关系，并且针对无形资产的DEBT参数估计值是−0.349，且在1 %水平下显著，而固定资产的DEBT参数估计值为−0.423，且在1 %水平上显著，这一结果否定了本文假设1的提法。这可能是由于固定资产相对于无形资产的有形性的特点，它使得银行的监管相对容易。从公司投资不足中可以看出，总投资不足、固定资产投资不足和DEBT呈显著正相关关系，但与无形资产投资不足正相关关系并不显著，这一结果支持了本文对假设2的提法。

表2　假设1和假设2实证检验结果

变量	公司投资过度			公司投资不足		
	总投资过度	固定资产投资过度	无形资产投资过度	总投资不足	固定资产投资不足	无形资产投资不足
常数	2.987** （3.211）	1.837** （2. 709）	2.183** （3.879）	0.731** (2.843)	0.625*** (2.753)	0.789*** (2.610)
DEBT	−0.501*** （−27.541）	−0.423*** （−11.837）	−0.349*** (−19.957)	0.426*** (5.715)	0.273*** (5.705)	0.009 (1.197)
GROW	0.048 （1.512）	0.036 (1.367)	0.041 (1.379)	0.002 (0.367)	7.97E-05 (0.257)	−5.61E−06 (−0.117)
FC	0.009 （0.038）	0.011 （0.147）	0.017 (0.735)	0.102 (1.787)	0.211** (2.207)	0.002 (0.328)
SIZE	−0.054*** （−4.873）	0.038*** （4.213）	−0.033*** (−3.791)	−0.096** (−2.754)	−0.017* (−1.928)	−0.014** (−2.011)
PROF	0.007** （2.567）	0.021*** （3.137）	0.005** (2.211)	−0.041*** (−11.525)	0.057*** (11.621)	−0.043*** (−10.638)
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R−Squared	0.219	0.157	0.086	0.104	0.098	0.118

注：表中括号内为t值，*、**、***分别表示10%、5% 和1% 的显著水平

2. 金融生态环境、银行融资与上市民营企业过度投资的实证结果。表3列出了模型（3）对假设3a的实证检验结果。从中可以看出，总投资过度和DEBT仍呈显著负相关关系，并且DEBT参数估计值高于−0.501，且在1% 水平下显著，DEBT×FENV和DEBT×$\mathrm{FENV_i}$均为负且显著，这一结果支持了本文假设3a的提法。其细分下的无形资产投资过度符合此假设，但固定资产投资过度的DEBT参数估计值低于−0.423，且DEBT×$\mathrm{FENV_i}$为负但不显著。说明在金融生态环境较好地区，公司固定资产过度投资和银行融资负相关关系没有明显增强。

表3 金融生态环境、银行融资与企业投资过度

变量	总投资过度		固定资产投资过度		无形资产投资过度	
常数	2.765** (3.587)	2.683** (3.834)	1.751** (2.453)	1.623** (2.147)	2.657** (3.555)	2.398** (3.119)
DEBT	−0.551*** (−29.502)	−0.503*** (−20.014)	−0.327*** (−11.957)	−0.416*** (−10.175)	−-0.473*** (−17.705)	−0.409*** (−17.197)
DEBT*FENV	−0.271*** (−2.501)		−0.132* (−1.957)		−0.173** (−2.075)	
EEBT*FENV$_i$		−0.191** (−2.249)		−0.016 (−0.715)		−0.101* (−1.957)
FENV	−0.091* (−1.741)		−0.073* (−1.657)		−0.083* (−1.705)	
FENV$_i$		−0.077* (−1.801)		−0.003 (−0.608)		−0.059* (−1.827)
GROW	0.047 (1.410)	−0.046 (−1.467)	0.039 (1.370)	0.040 (1.375)	0.041 (1.357)	0.043 (1.517)
FC	0.009 (0.036)	0.006 (0.049)	0.013 (0.153)	0.012 (0.181)	0.017 (0.176)	0.018 (0.426)
SIZE	−0.059*** (−5.364)	0.058*** (5.230)	0.031*** (3.263)	0.037** (2.954)	−0.041*** (−3.782)	−0.043*** (−4.287)
PROF	0.005** (2.576)	0.009** (2.073)	0.025*** (3.239)	0.021** (2.552)	0.007** (2.367)	0.003** (2.620)
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R-Squared	0.211	0.208	0.126	0.126	0.078	0.079

注：表中括号内为t值，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平

3. 金融生态环境、银行融资与上市民营企业投资不足的实证结果。表4列出了模型（3）对假设3b的实证检验结果。从中可以看出，总投资不足和DEBT仍呈显著正相关关系，并且DEBT参数估计值高于−0.426，且在1%水平下显著，DEBT×FENV和DEBT×FENV$_i$均为负且显

表4 金融生态环境、银行融资与上市企业投资不足

变量	总投资不足		固定资产投资不足		无形资产投资不足	
常数	0.987*** (3.211)	0.883*** (3.879)	0.676*** (3.081)	0.731** (2.843)	0.625** (2.753)	0.709** (2.710)
DEBT	0.501*** (5.541)	0.449*** (5.837)	0.323*** (4.957)	0.426*** (5.715)	0.013 (1.305)	0.011 (1.297)
EEBT*FENV	0.161** (2.541)		0.111** (2.723)		0.007 (0.527)	
EEBT*FENV$_i$		0.101** (2.114)		0.098* (−2.051)		0.010 (0.739)
FENV	0.087* (1.941)		0.061* (1.751)		0.001 (0.141)	
FENV$_i$		0.081** (2.019)		0.017 (0.701)		−0.001 (0.112)
GROW	0.003 (0.212)	0.001 (0.167)	6.89E-05 (0.379)	7.21E-05 (0.267)	−5.97E−06 (−0.158)	−5.66E−06 (−0.097)
FC	0.109 (1.038)	0.111 (1.547)	0.217** (2.035)	0.182* (1.991)	0.001 (0.207)	0.002 (0.229)
SIZE	−0.094** (−2.873)	−0.098** (−2.213)	−0.013* (−1.791)	−0.016 (−0.754)	−0.017** (−2.728)	−0.014** (−2.011)
PROF	−0.047*** (−10.567)	−0.043*** (−11.137)	0.055*** (11.211)	0.056*** (10.525)	−0.047*** (−11.601)	−0.043*** (−10.158)
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R-Squared	0.099	0.099	0.087	0.088	0.122	0.122

注：表中括号内为t值，*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平

著，这一结果支持了本文假设3b的提法。其细分下的无形资产投资不足和固定资产投资不足与融资正相关关系是有所增强的，也均符合此假设。

（二）稳健性检验

本文最后对结果进行稳健性检验：（1）用资产负债率代替银行融资比率，对模型（2）和模型（3）重新回归，发现各变量估计值的符号和显著性没有明显变化。（2）采用固定效应模型进行了检验，发现上述结果是没有明显变化的。说明以上检验结果具有较好的稳健性。

四、结论及建议

本文基于金融生态环境这一全新的视角，探究了银行融资与上市民营企业投资过度或投资不足的关系问题，丰富了企业投融资问题的研究视域和研究成果。本研究将公司总投资细分为固定资产投资和无形资产投资（包括长期股权投资等非实物投资），通过对2006−2010年我国上市民营企业样本面板数据实证分析发现：地方政府治理力度是形成金融生态环境的根本作用力，金融生态环境反映了地方政府对地区经济的控制力和直接介入经济活动的强弱，以及该地区市场本身力量的强弱。数据分析显示，政府治理较好的地区金融生态环境良好，民营企业的融资可得性增强，民营企业投资过度（总投资过度、固定资产投资过度和无形资产投资过度）与银行融资负相关关系亦增强。相反，金融生态环境较差的地方，银行信贷受到地方政府的行政干涉，大量资金投向国有企业，银行和国有企业在某种程度上成为地方政府的“免费”融资平台，民营企业出现较严重投资不足现象。以上发现说明：金融生态环境对民营企业投资和融资具有很强的影响力，作为市场运行的外部条件金融生态环境有益于提高上市民营企业的银行融资能力，但这一作用直接受地方政府治理水平的影响，也可能由于政府不当干预而产生恶化地区金融生态环境的负面效应。

为此，一方面需提高地方政府治理水平，以完善地区金融生态环境建设为目标导向，规范政企关系，建立良好的市场化机制，促进地区上市民营企业发展而带动地区整体经济的健康发展。另一方面，需要针对不尽相同的地区特点建立相应机制，提高金融机构经营独立性和风险防范性能力，有效改善银行与企业之间的信息不对称现象，加大监管部门对上市民营企业投资行为的监管力度，积极地解决民营企业“融资难”问题，进一步提高公司投资效率。

参考文献

[1] Grossman S, Hart O D. Corporate Financial Structureand Managerial Incentives[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1982.

[2] 周小川. 完善法律制度，改善金融生态[N]. 金融时报，2004-12-07（01）.

[3] 谢德仁，张高菊. 金融生态环境、负债的治理效应与债务重组：经验证据[J]. 会计研究，2007（12）：43-50.

[4] Sapienza P. The Effect of Governance Ownership on Bank Lending[J]. Journal of Financial Economics, 2004 (2): 357-383.

[5] Aivazian V A. Debt Maturity Structure and Firm Investment[J]. Financial Management Association international, 2005(4): 106-119.

[6] Firth M, Chen L, Wong S M L. Leverage and Investment under a State-Owned Bank Lending Environment: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2008(14): 642-653.

[7] 肖金桂，杨亦民. 银行信贷、商业信用与中小企业投资行为分析[J]. 湖南农业大学学报：社会科学版，2010（5）：63-68.

[8] 邓建平，曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束[J]. 金融研究，2011（8）：78-92.

[9] 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）：106-119.

[10] 江伟. 金融发展、银行贷款与公司投资[J]. 金融研究，2011（4）：113-128.

[11] 管考磊. 金融生态环境、财务风险与银行信贷决策[J]. 中南财经政法大学学报，2010（6）：71-76.

[12] 孙刚. 金融生态环境、股价波动同步性与上市企业融资约束[J]. 证券市场导报，2011（1）：49-55.

[13] Modigliani F, Miller M H. The Cost of Capital , Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. American Economic Review, 1958 (3): 261-297.

[14] 俞鸿琳. 银行贷款、管理者投资行为和公司投资效率[J]. 南方经济，2012（7）：21-23.
[15] 何金耿，丁加华. 上市公司投资决策行为的实证分析[J]. 证券市场导报，2001（9）：44-47.
[16] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986 (2): 323 -329.
[17] Myers S C, Majluf N S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J]. Journal of Finance Economics, 1984 (1): 187-221.
[18] Kaplan S, Zingales L. Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Cor-Related with Cash Flow?[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997(12): 168-216.
[19] Demsetz H, Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences [J]. Journal of Political Economy, 1985(3): 187-199.
[20] Denis D, McConnell J. International Corporate Governance[J]. Journal of Finance and Quantitative Analysis, 2003(38): 1-36.
[21] Rajan R, Zingales L. Financial Dependence and Growth[J]. American Economic Review, 1998(88): 559-586.
[22] 李扬，张涛. 中国地区金融生态环境评价（2008−2009）[M]. 北京：中国金融出版社，2009.
[23] 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）：119-129.
[24] 罗党论，甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验数据[J]. 金融研究，2008（12）：164-178.
[25] Richardson S. Over-Investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006(2/3): 160-190.

Financial Ecological Environment, Bank Financing, and Investment of Private Enterprises

GUO Zhi-yi　WU Zhen
(School of Economics, Lanzhou University, Lanzhou 730000, China)

Abstract: Based on the perspective of financial ecological environment, this paper studies the relationship among financial ecological environment, bank financing, and investment of private enterprises. By using the data of listed private enterprises in 2006-2010 as samples, this paper subdivides the investment of private enterprises into total investment, investment in fixed assets, and investment in intangible assets; further research has been done. The results show that in terms of the above three dimensions, positive/negative co-relationship exists between bank financing and overinvestment/underinvestment of private enterprises, and this co-relationship will increase in regions with better financial ecological environment. This means that the construction of financial ecological environment benefits the investment and financing of private enterprises; it also helps improve the quality of the listed private enterprises.
Keywords: financial ecological environment; bank financing; overinvestment of private enterprise; underinvestment of private enterprise

（责任编辑：贾　宜）