

中国银行业竞争与 非金融企业影子银行化

司登奎 李颖佳 李小林

【摘要】本文结合非金融企业影子银行化的形成机制以及中国金融市场发展的特征事实,从“供给侧”和“需求侧”双重视角探究银行竞争如何抑制非金融企业影子银行化。以2003—2019年中国非金融上市企业为研究样本,分析发现,银行竞争能够显著降低非金融企业影子银行化。进一步以放松中小商业银行分支机构市场准入为标志事件构造准自然实验,基于双重差分法的计量结果为识别银行竞争对非金融企业影子银行化的抑制效应提供了稳健的经验证据。机制分析发现,银行业竞争通过弱化“信贷扭曲”和“监管套利”两个维度的作用机制抑制非金融企业影子银行化。异质性分析表明,银行竞争对非金融企业影子银行化的抑制作用在融资约束较高和投资机会较少的样本中尤为明显。

【关键词】银行竞争;影子银行;信贷扭曲;监管套利

【作者简介】司登奎,经济学博士,教授,青岛大学经济学院,E-mail:sidkfinance@163.com;李颖佳,硕士研究生,青岛大学经济学院,E-mail:lingjiaaa@126.com(山东 青岛 266061);李小林(通讯作者),经济学博士,副教授,中国海洋大学经济学院,E-mail:smileman2004@126.com(山东 青岛 266100)。

【原文出处】《金融研究》(京),2022.8.171~188

【基金项目】本文感谢山东省“泰山学者”专项工程项目(tsqn202103054)、国家统计局重点项目(2020LZ24)、山东省自然科学基金青年项目(ZR2019QG010)和山东省青创科技支持计划(2020REW06)的资助。

一、引言

党的十九大报告明确指出“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”。影子银行风险具有系统性风险特征,其与金融系统之间的风险网络演化对实体经济所产生的潜在威胁引起了决策部门和学者的高度重视。在2008年之前,影子银行的规模相对较小,业务也相对简单。但2008年之后,影子银行规模呈现出快速增长态势。其中,仅以银行的“理财产品”和信托公司的“信托产品”定义的狭义影子银行规模从2008年的2.18万亿元增长至2009年的3.03万亿元,增长率高达38.99%,占GDP比重约为9.04%。截至2019年底,我国狭义影子银行规模已经增至39.14万亿元,广义的影子银行规模更是高达84.80万亿元(中国银保监会政策研究局课题组、中国银保监会统计信息与风险监测部课题组,2020)。由于影子银行中的集合投资多为风险较高的结构化和资产证券化等金融创新工

具,其特有的结构化投资方式所导致的期限错配容易引发内在不稳定并加剧金融风险演化。

2020年12月发布的《中国影子银行报告》(以下简称《报告》)指出,经过三年(2017—2019年)的专项治理,我国影子银行野蛮生长的态势得到了有效遏制。同时,该《报告》也指出,要时刻把握好既治标又治本的原则,既解决短期问题,压降突出风险和乱象,又立足长远,补短板,注重加强制度建设,建立健全风险防控长效机制。

探讨影子银行治理的长效机制除了关注治理的持续性和稳定性之外,更需要关注其根源性。目前,一个重要的方向似乎未引起学者的足够重视,即影子银行规模之所以发展迅速,是否是由于我国正规金融市场发展的广度和深度不够,进而为影子银行规模的迅速扩张留下滋生空间呢?具体而言,从非金融企业涉足影子银行业务的方式以及规模可知,委托贷款、委托理财和民间借贷构成了非金融企业

参与影子银行业务的重要方式,且委托贷款和委托理财占比较大。一个自然被提及的问题是:非金融企业为何能够通过委托贷款、委托理财和民间借贷等方式涉足影子银行业务呢?从供给侧而言,金融机构为增加流动性储备以提升市场竞争力,倾向于绕开监管体系涉足委托贷款、理财产品等过度嵌套的影子银行业务。换言之,出于“监管套利”动机,金融机构会通过开展表外渠道的影子银行业务进行高风险资金融通(Ahn and Breton, 2014)。从需求侧而言,对影子银行业务有较强需求的非金融企业普遍具有较高的融资约束特征,融资约束较大且市场势力较小的非金融企业倾向于通过非正规金融渠道获得资本,这为影子银行业务的迅速扩张提供了空间(Allen et al., 2019; 司登奎等, 2021)。

本文的边际贡献主要体现在:第一,不同于以往研究着重分析影子银行的短期治理问题,本文从正规金融与非正规金融“博弈”的视角,试图从根源上揭示影子银行治理的长效机制。特别地,鉴于银行在现代经济金融体系中的关键地位,本文从“供给侧”和“需求侧”双重视角探究银行竞争如何抑制非金融企业影子银行化。第二,本文分别从“信贷扭曲(包括信贷价格扭曲与信贷数量扭曲)”和“监管套利”双重视角探讨银行竞争对非金融企业影子银行化抑制效应的机制。其中,“信贷扭曲”重点围绕融资优势企业和融资弱势企业之间的融资约束差异考察企业之间的影子银行业务(如企业之间从事的委托贷款业务),而“监管套利”则着重考察企业参与金融机构派生的影子银行业务(如企业涉足金融机构发行的理财产品业务)。换言之,“信贷扭曲”与“监管套利”渠道分别是通过“企业”和“银行”异质性部门探讨银行竞争对非金融企业影子银行化的影响。因此,“信贷扭曲”与“监管套利”渠道既存在“需求”和“供给”的统一性,又具有“部门属性”的差异。

余文结构安排如下:第二部分为文献回顾与研究假说;第三部分为研究设计,包括模型设定、指标选取和数据来源;第四部分为实证结果与分析,包括基准回归、机制检验、稳健性检验和内生性控制;第五部分为进一步分析,主要从异质性视角为强化机制检验提供辅助性经验证据支撑;最后为本文的研究结论与启示。

二、文献回顾与研究假说

(一)文献回顾

本文与以下两支文献密切相关。第一支文献聚

焦于银行竞争的宏微观经济效应研究。就宏观层面而言,学者重点关注银行竞争对经济增长的影响,且已形成银行竞争有利于促进经济增长的共识(Banya and Biekpe, 2017)。还有研究从经济周期的视角考察银行竞争的宏观经济效应,Kerr and Nanda(2009)研究发现,银行竞争显著缩短了经济周期,导致不同地区经济周期的关联性上升。自2008年美国次贷危机以来,银行竞争对经济波动和金融稳定的影响备受关注,一部分研究认为银行竞争能有效遏制银行的风险投机行为,提高金融系统的稳定性(Akins et al., 2016);另一部分研究则认为银行竞争增加了银行的风险暴露,不利于经济和金融稳定(Fernández et al., 2016)。

银行竞争对微观企业影响的研究主要集中在全要素生产率、融资决策和创新等方面。张健华等(2016)基于1999—2012年银行业细分视角,实证分析了银行业结构对中国全要素生产率的影响,研究发现,信贷资源供给较低且信贷环境较好时,银行业集中度下降有利于提高全要素生产率。李志生和金凌(2021)指出,银行结构性竞争有利于提高企业投融资效率。还有研究发现,实施有助于促进银行结构性竞争的政策不仅会降低银行体系信贷配给的扭曲效应,而且有助于降低企业贷款成本及缓解企业面临的融资约束,进而对企业创新活动形成有效的正向激励(Chava et al., 2013; Cornaggia et al., 2015)。

第二支文献聚焦于“影子银行”相关研究。在影子银行业务的演化成因方面,主要存在以下五种重要观点:一是弥补竞争损失说。监管体系之下的商业银行为提升市场竞争力,倾向于通过开展表外影子银行业务进行高风险资金融通以弥补市场竞争带来的潜在利润损失(Ahn and Breton, 2014)。二是融资约束说。实体企业以较高的成本获取资本后,会进一步加剧道德风险并强化“利润追逐”动机,此时非金融企业会通过从事产品过度嵌套的影子银行业务匹配相应的风险溢价(Chen et al., 2018)。三是监管套利说。由于影子银行业务不受巴塞尔协议的监管,监管套利形成的超额利润会吸引非金融企业脱离主营业务(Xiao, 2020)。四是投资机会说。为弱化实体经济投资机会不足所带来的冲击,非金融企业倾向于持有期限较短的金融资产,这有助于降低高昂的外部融资成本并缓解企业财务困境(李建军和韩珣, 2019)。五是管理层机会主义说。当企业业绩下滑时,管理层为了追逐岗位晋升、薪酬激励计划

等私利,会从事相关机会主义行为,通过涉足影子银行业务以实现捂盘的持续性和隐瞒性(司登奎等,2021)。

关于影子银行经济后果的研究主要存在以下三种观点:第一,影子银行不受巴塞尔协议的监管,由此会降低市场信息透明度并加剧不同经济主体之间的信息不对称性,进而会加剧金融摩擦并降低资源配置效率(Allen et al.,2019)。第二,影子银行在降低信息质量的同时还会强化监管套利动机,极易在影子银行业务中形成隐性债务和担保网络,进而加剧系统性金融风险(祝继高等,2016;郭晔和赵静,2017;司登奎等,2021)。第三,影子银行不仅会恶化企业的基本面,还会削弱货币政策的有效性,进而会加剧金融市场波动并威胁经济与金融系统的健康与稳定发展(杜立和钱雪松,2021)。

(二) 研究假说

国有企业通常更容易以较低的利率获得较长期限的贷款,而民营企业申请信贷时需提供更多担保、更高的信贷价格,导致其面临的融资约束相对较大,融资成本相对较高(沈永建等,2018;李建军和韩珣,2019)。与此同时,当经济增速下滑、实体企业投资意愿低迷时,国有企业倾向于将从金融机构获得的低成本信贷以委托贷款类的金融形式为高融资约束企业提供流动性(余琰和李怡宗,2016;Allen et al.,2019)。从供给侧而言,融资约束较小且市场势力较大的国有企业是委托贷款的重要提供者。从需求侧而言,信贷扭曲会对融资约束较大的企业造成不利冲击,其管理层倾向于从非正规金融市场涉足影子银行业务,由此会加剧非金融企业影子银行化(司登奎等,2021)。因此,无论是从供给侧还是需求侧而言,信贷扭曲是加剧非金融企业影子银行化的重要因素。

近年来,为提高市场份额,商业银行倾向于通过发行收益率较高的理财产品稳定流动性储备(Cong et al.,2019)。一方面,较高的理财产品收益率会吸引实体企业脱离主营业务而涉足嵌套理财产品的影子银行业务进行投资,从而加剧非金融企业影子银行化。另一方面,商业银行依靠高成本的理财产品所获得的流动性储备,又会以较高的贷款利率流向实体企业,甚至还会通过超募资金、委托贷款、股权创新、过桥贷款等多元化投资渠道嵌套影子银行业务进行利润追逐(Ahn and Breton,2014;李建军和韩珣,2019;Xiao,2020)。对于前者而言,基于隐含信贷

歧视引致的资金配置失衡和低效会从“需求侧”助推影子银行规模扩张。对于后者而言,商业银行涉足嵌套影子银行业务又会从“供给侧”促进影子银行规模扩张。从这一角度来讲,“监管套利”是助推影子银行业务扩张的重要因素。

根据“结构绩效假说”和“市场力量假说”可知,银行竞争程度的不断提高能够在较大程度上削弱银行业的垄断势力,为提高市场份额,商业银行倾向于通过降低贷款利率、抵押品和贷款额的门槛为实体企业提供流动性,这对于缓解企业融资约束并抑制企业从非正规金融市场以高息影子银行业务形式获得流动性具有重要作用(Jiang et al.,2020)。伴随着银行竞争程度的增加,商业银行主动收集和挖掘企业信息的能力也会提高,这不仅有利于提高信息环境的透明度,还能提高信贷资源供需的“搜寻—匹配”效率(Leon,2015)。同时,企业自身也会通过主动提高信息披露质量的方式提升融资能力,这对于降低信贷扭曲进而抑制非金融企业从事影子银行业务的动机具有重要作用。

在竞争性环境下,银行和企业的财务信息披露更加透明化,此时商业银行依靠发行理财产品而获取超额流动性储备的优势难以为继(Jiang et al.,2020),换言之,在银行竞争程度提高的环境下,商业银行通过发行理财产品不仅无法达到提高市场份额的目的,而且还会在负债端增加商业银行的边际成本(Goetz et al.,2016;Allen et al.,2019)。与此同时,理财产品和实体投资之间的收益率差距也会逐渐缩小甚至趋于均等化,这也会在一定程度上抑制金融机构发行理财产品的动机,进而对于降低影子银行规模具有重要作用(Chen et al.,2020)。从这一角度而言,伴随着银行业竞争程度的不断提升,基于“成本—收益”视角的综合考虑,金融机构通过实施嵌套影子银行业务的“监管套利”动机会被抑制。

当银行竞争程度增加时,为降低信贷风险并提高边际利润,金融机构倾向于将信贷投向盈利能力较强、生产率较高的企业或行业,不仅能够优化资源配置及增强金融服务实体经济的结构调节功能,还有助于弱化银企之间的信贷摩擦,由此会提高信贷配置效率(Zuzana et al.,2017;Jiang et al.,2020)。特别地,当银行竞争程度提高时,国有企业以较低信贷成本获取超额信贷资金的现象将会被抑制,而具有发展潜力、生产率较高的中小企业和民营企业的信贷可得性也会进一步得到提高(Gonzalez,2016)。

总之,银行竞争程度的提升不仅有助于消除融资优势企业和弱势企业基于隐含信贷歧视引致的资源配置失衡和低效现象,而且在抑制监管套利的基础上能够从“供给侧”降低基于商业银行体系派生出的影子银行业务,从“需求侧”抑制非金融企业涉足影子银行业务的行为具有重要作用。为此,本文提出以下理论研究假说:

假说:银行竞争程度增加能够抑制非金融企业影子银行化。

三、研究设计

(一) 模型设定

基于前文理论分析,银行竞争会通过弱化“信贷扭曲”和“监管套利”对非金融企业影子银行化产生抑制效应。为验证上述推论,本文以影子银行规模为主要被解释变量,以银行竞争为核心解释变量,构建基准模型如下:

$$Shban_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HHI_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_{it} + \gamma_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,下标 i 代表上市公司,时期由 t 来表示; $Shban$ 、 HHI 分别代表非金融企业涉足影子银行业务的规模和城市层面的银行业赫芬达尔指数, $Controls$ 为控制变量。同时,模型还纳入“城市—年份”固定效应 μ_{it} 和“行业—年份”固定效应 γ_{it} , ε_{it} 为外生扰动项。 α_1 是本文关注的核心系数,描述了银行竞争对非金融企业影子银行化的影响。

(二) 指标选取和数据来源

基于数据可得性和研究的时效性,本文的研究样本为 2003—2019 年中国非金融类上市公司。关于影子银行规模($Shban$)的计算,借鉴李建军和韩珣(2019)、司登奎等(2021)的研究,本文采用委托贷款、委托理财和民间借贷三者之和衡量,并对其进行自然对数化处理。其中,对于委托贷款数据的统计,我们手动查询了沪深股票交易市场中 A 股上市公司发布的委托贷款公告,并基于公告的文本内容详细整理了委托贷款的具体数据,委托理财数据来自 CSMAR 数据库中的中国对外投资子数据库。而对于民间借贷的统计,本文采用“其他应收款科目”衡量企业之间资金漏损并以此作为民间借贷的代理变量,数据来自 CSMAR 数据库中的上市公司资产负债表。

对于银行竞争的刻画,本文依据银保监会发布的全国金融机构的金融许可证信息,根据各分支机构设立和撤销记录,计算各年份各地级市的银行分支机构数量,并据此测算城市层面的银行业赫芬达

尔指数。其中,银行业赫芬达尔指数本质上反映了银行业集中度,且银行业集中度越高,表明银行业竞争水平越低。为了体现银行竞争的经济含义,本文将城市层面的银行业赫芬达尔指数进行百分化处理。

在控制变量层面,借鉴李建军和韩珣(2019)、司登奎等(2021)的研究,本文选取以下控制变量:(1)企业规模($size$),采用企业总资产刻画,并对其进行自然对数化处理;(2)企业年龄(age),采用当年与成立年之间的差额表示;(3)净资产收益率(roe),采用净利润与企业总资产之比予以衡量;(4)资产负债率($leverage$),采用企业负债总额与总资产之比刻画;(5)企业成长性($tobinq$),采用股票市值与债务总额之和占总资产的比例进行衡量;(6)前十大股东持股比例($top10$),采用公司前十的股东持股份额之和表示;(7)管理层持股比例(mh),采用公司管理层持股数量占总股本百分比表示;(8)机构投资者持股比例($insthold$),采用机构投资者所持股份在总股本中所占比例表示。

本文按照以下程序筛选和处理样本:(1)剔除金融及保险行业的上市公司数据;(2)剔除负债率大于 100% 的样本;(3)剔除主要变量缺失的观测值;(4)为消除极端值的影响,对所有连续型变量按照 1% 和 99% 的水平进行缩尾(Winsorize)处理,在剔除 ST、*ST 和 PT 公司之后最终获得 30232 个非平衡面板观测值。

表 1 为本文主要变量的描述性统计结果,其中,影子银行规模($Shban$)的均值为 16.55,其 90% 分位值为 20.94,且标准差为 5.17,一方面表明非金融企业从事影子银行业务的规模相对较大,另一方面也隐含不同企业在从事影子银行业务中的差异较明显。核心解释变量银行竞争的均值为 10.25,从 10%~90% 的分位来看,银行竞争水平整体呈现渐进增加态势,这与中国的发展现实相吻合。同时,控制变量的分布与已有文献基本一致(李建军和韩珣,2019;司登奎等,2021)。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

本文首先对式(1)所示的基准模型进行参数估计,结果如表 2 所示。从第(1)列可以发现,在不加入任何控制变量时,银行竞争对非金融企业影子银行化的影响系数为 0.19,且在 1% 的水平上显著,表

表 1 主要变量的描述性统计

变量	均值	标准差	P10	P25	P50	P75	P90
<i>Shban</i>	16.5543	5.1730	13.7272	15.8749	17.5086	19.2769	20.9499
<i>HHI</i>	10.2528	4.8300	6.4061	7.6818	9.3376	11.5194	14.4138
<i>size</i>	21.9321	1.2953	20.4471	20.9919	21.7582	22.6616	23.6758
<i>age</i>	15.0132	5.9460	7.0000	11.0000	15.0000	19.0000	23.0000
<i>roe</i>	0.0913	0.0674	0.0184	0.0427	0.0783	0.1213	0.1771
<i>leverage</i>	0.4281	0.2037	0.1511	0.2666	0.4259	0.5832	0.6991
<i>tobinq</i>	1.9085	1.1485	1.0494	1.1989	1.5245	2.1604	3.2019
<i>top10</i>	0.6008	0.1539	0.3855	0.4941	0.6136	0.7160	0.7795
<i>mh</i>	0.1229	0.2002	0.0000	0.0000	0.0007	0.1983	0.4813
<i>insthold</i>	0.3391	0.2473	0.0182	0.1070	0.3241	0.5374	0.6868

表 2 银行竞争影响非金融企业影子银行化的基准结果

	(1)	(2)
	<i>Shban</i>	<i>Shban</i>
<i>HHI</i>	0.1978*** (0.0579)	0.1709*** (0.0410)
控制变量	No	Yes
城市—年份效应	Yes	Yes
行业—年份效应	Yes	Yes
调整 R ²	0.0275	0.0611
观测值	30232	27192

注：小括号内数值为聚类到“城市—行业”和“城市—年份”层面上的稳健标准误；***、**、* 分别表示系数在 1%、5% 和 10% 的水平上显著，下同。

明在不考虑其他控制变量的情况下，银行竞争程度增加能够显著降低非金融企业影子银行化。第(2)列为纳入所有控制变量后的参数估计结果，可以发现，在纳入控制变量后，银行竞争对非金融企业影子银行化的影响系数依然显著为正(0.17)，意味着银行竞争程度增加能够显著抑制非金融企业影子银行化的结论较稳健。从经济意义上而言，银行竞争程度每增加 1 单位标准差，非金融企业影子银行化下降幅度相当于样本标准差的 15.88% (0.17×4.83/5.17)。

(二) 机制检验

结合理论分析可知，一方面，银行竞争程度的增加有助于降低“信贷扭曲”并从需求侧抑制非金融企业影子银行化；另一方面，银行竞争程度的增加还能够通过弱化“监管套利”并从供给侧抑制影子银行规

模的演化。为此，本文将重点围绕“信贷扭曲”与“监管套利”在银行竞争影响非金融企业影子银行化中所发挥的机制作用进行检验。

对于“信贷扭曲”的刻画，本文分别采用“信贷价格扭曲”和“信贷数量扭曲”予以综合反映。其中，对于“信贷价格扭曲”的测度，本文采用“城市层面非国有企业的单位信贷成本与国有企业的单位信贷成本之差”进行衡量，单位信贷成本采用“利息支出与企业从银行获得的信贷总额之比”衡量。进一步地，本文依据企业所在城市分别对国有企业样本和非国有企业样本进行平均，并分别获得城市层面的“非国有企业信贷成本”与“国有企业信贷成本”，进而采用二者之差刻画“信贷价格扭曲”。特别地，非国有企业的单位信贷成本与国有企业的单位信贷成本之差越大，表明信贷价格扭曲越严重。

对于“信贷数量扭曲”的测度，本文采用“城市层面国有企业单位资产的信贷总额与非国有企业单位资产的信贷总额之差”进行刻画，其中，单位资产的信贷总额采用“企业从银行获得的信贷与企业固定资产之比”表示。在测算企业层面的单位资产信贷总额后，本文依据企业所在城市分别对国有企业样本和非国有企业样本进行平均，进而计算出城市层面的平均“国有企业单位资产信贷总额”与“非国有企业单位资产信贷总额”，然后用二者之差刻画“信贷数量扭曲”。当面对相同数量的资产抵押时，国有企业比非国有企业获得的银行信贷数量越多，则表明信贷数量扭曲越严重。

对于“监管套利”而言，从中国影子银行业务的数据分布特征可知，委托贷款和理财产品在影子银

行规模中占据较大比例。鉴于此,本文采用“企业持有的金融机构理财产品收益率与实体主营业务收益率之差”刻画“监管套利”。其中,理财产品收益率是指企业持有金融机构所发行的理财产品年化收益率。对于实体主营业务收益率的测算,本文采用“扣减营业成本、营业税金及附加、期间费用和资产减值损失后的营业收入与经营资产总额的比值”予以刻画。特别地,理财产品收益率与实体主营业务收益率之差越大,表明“监管套利”动机越强。为了使得“监管套利”与“信贷扭曲”指标在测度属性上保持一致,本文还进一步将“监管套利”指标依据企业所在的城市将其平均至地区层面。

表3显示了银行竞争影响非金融企业影子银行化的机制分析结果。其中第(1)―(2)列分别显示了银行竞争对“信贷价格扭曲”和“信贷数量扭曲”的实证分析结果。不难发现,银行竞争对“信贷价格扭曲”和“信贷数量扭曲”的影响均在1%的显著性水平上为正(分别为0.24和0.010),隐含了银行竞争能够通过降低信贷扭曲(包括信贷价格扭曲和信贷数量扭曲)进而抑制影子银行规模的演化。这是因为,银行竞争程度提高能够在一定程度上削弱银行的垄断势力,使得银行倾向于降低贷款利率,减少审批程序,这对于缓解企业的融资约束具有重要的积极作用。同时,银行竞争程度增加还会提高信息环境的透明度及信息质量,进而提高信贷资源供需的“搜寻—匹配”效率。从这一角度而言,信贷扭曲作为银行竞争影响非金融企业影子银行化的机制得证。

第(3)列汇报了“监管套利”机制的检验结果。不难发现,银行竞争对监管套利的影响系数显著为正(0.35),体现了银行竞争能够通过降低“监管套利”并从“供给侧”抑制影子银行规模的演化。一方面,在竞争性环境下,由于金融机构和企业之间的信息不对称性降低,金融机构依靠发行理财产品获取超额流动性储备以提高市场份额的动机将被弱化。另一方面,在竞争性环境下,企业投资理财产品所获得的收益率与实体投资收益率之间的差距逐渐缩小甚至趋于均等化,这会促进企业将资本投向具有长期发展价值的实体业务,进而有助于抑制非金融企业影子银行化。总之,银行竞争在抑制“监管套利”的基础上,不仅能从“供给侧”降低基于银行体系派生出的表外影子银行业务,还能从“需求侧”抑制非金融企业涉足影子银行业务的动机。

表3 银行竞争影响非金融企业
影子银行化的机制分析

	信贷扭曲机制		监管套利机制
	(1)	(2)	(3)
	价格扭曲	数量扭曲	监管套利
HHI	0.2482*** (0.0967)	0.0107*** (0.0013)	0.3555*** (0.0806)
控制变量	Yes	Yes	Yes
城市—年份效应	Yes	Yes	Yes
行业—年份效应	Yes	Yes	Yes
调整 R ²	0.1934	0.2985	0.0651
观测值	24259	25290	19124

(三) 稳健性检验

1. 替换变量的度量方式

为验证本文研究结果的稳健性,本文分别采用民间借贷、委托理财和委托贷款作为非金融企业影子银行化的代理变量。同时,借鉴李志生和金凌(2021),本文基于企业和银行分支机构地址信息,依据百度地图测算每家企业和银行地理位置所对应的经纬度,进一步计算企业与银行分支机构的空间距离小于5公里的银行分支机构数量(Lnn5),并将其作为银行竞争的另一代理变量。特别地,银行分支机构数量越多,表明银行业竞争程度越高。此外,本文还采用地区前五大银行分支机构占比(CR5)作为银行竞争的代理变量,该指标为反向指标,即CR5越大,表示银行竞争程度越低。为弱化企业规模和营业收入对实证结果所产生的干扰,本文分别采用企业“总资产”和“营业收入净额”对影子银行进行标准化。在经过替换银行竞争和影子银行变量的测度方式后,核心研究结论是银行竞争程度增加能够抑制非金融企业影子银行化依然稳健。

2. 基于准自然实验的进一步检验

为提高金融服务实体经济的效率,中国银保监会对银行业进行了一系列市场化改革,其中代表性的举措之一是2009年4月16日印发的《关于中小商业银行分支机构市场准入政策的调整意见(试行)》(银监办发[2009]143号)。143号文的出台降低了中小商业银行异地新设分支机构的进入成本,加剧了银行业竞争并促使信贷规模扩张(蔡卫星,2016)。为提高研究结论的稳健性,本文选择2009年143号文的出台作为银行竞争的标志性外生冲击事件并构造

替换变量度量方式

从表 5 可以发现, $Post \times Treated$ 的系数均显著为负, 体现了银行竞争程度增加能够显著抑制非金融企业影子银行化。同时, 从平行趋势检验结果可知, 由于 $Before \times Treated$ 系数不显著, 而 $After \times Treated$ 系数显著为负, 表明本文构造的准自然实验能够通过平行趋势检验, 再次证明了银行竞争显著抑制非金融企业影子银行化的结论稳健。

$$Shban_{it} = \varphi_{1i}(Before \times Treated) + \varphi_{2i}(After \times Treated) +$$

表 5 银行竞争与非金融企业影子银行化:准自然实验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	DID	DID 平行趋势	PSM-DID	PSM-DID 平行趋势
<i>Post</i> × <i>Treated</i>	-0.1873** (0.0627)		-0.1889*** (0.0631)	
<i>Post</i>	0.3625*** (0.0478)		0.3642*** (0.0482)	
<i>Treated</i>	0.0608 (0.0388)		0.0621 (0.0391)	
<i>Before</i> × <i>Treated</i>		-0.2459 (0.1556)		-0.2491 (0.1559)
<i>After</i> × <i>Treated</i>		-0.4296*** (0.1368)		-0.4253*** (0.1365)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
城市—年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业—年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
调整 R ²	0.0485	0.0578	0.0487	0.0575
观测值	28867	28867	28824	28824

3. 反事实检验

考虑到上述检验仍可能存在无法观测到的遗漏变量对研究结论产生影响,因此,本部分通过对样本城市组和政策实施时间进行随机处理以构造反事实检验。具体而言,本文在样本期内随机选取 1 年作为政策冲击年份,每年随机抽取城市组作为实验组,使用随机抽取的伪冲击年份与实验组城市进行 DID 回归。由于对城市组划分与政策实施时间的选择具有随机性,因此这种“虚假”回归的估计结果应产生分布于 0 两侧的估计值。为提高反事实检验的有效

性,本文将上述过程重复 1000 次。

图 1 报告了 1000 次随机抽样后回归估计值的分布特征。容易看出,1000 次随机模拟回归得到的估计系数均显著异于表 5 第(1)列中的真实系数 -0.18,所有回归的 *t* 统计量的绝对值均小于真实系数所对应的 *t* 统计量的绝对值(2.98),充分表明前文基准分析中银行竞争能够显著抑制非金融企业影子银行化的研究结论并非由模型以外其他不可观测的随机因素导致,再次证明了本文研究结论的稳健性。

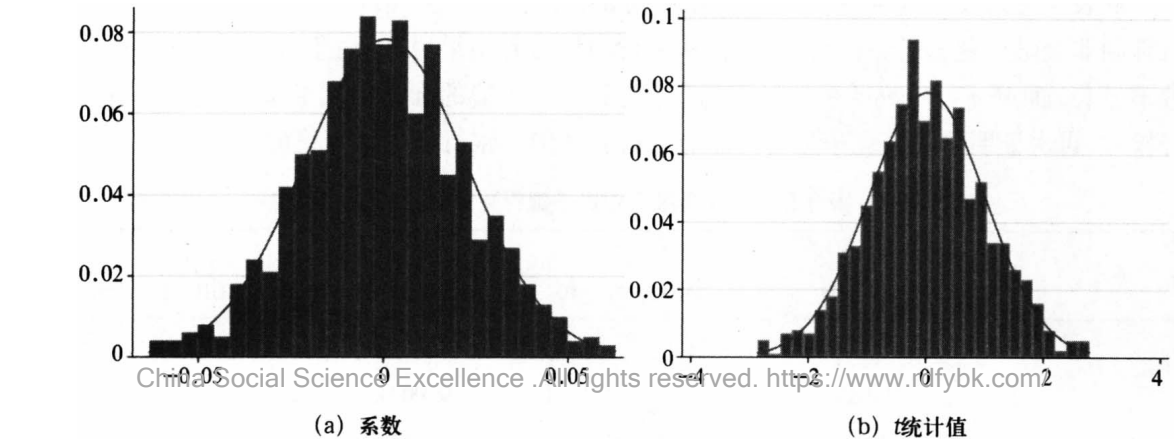


图 1 反事实检验

表 7 投资机会视角

	(1) 投资机会高	(2) 投资机会低	(3) 非成长期	(4) 成长期
HHI	0.1692** (0.0443)	0.1781*** (0.0429)	0.1713** (0.0421)	0.1279** (0.0411)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
城市—行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
城市—年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
调整 R ²	0.0604	0.0726	0.0696	0.0451
观测值	14586	12596	13530	14229

六、结论与启示

当前,我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。如何切实帮助企业解决生产经营中的困难问题,避免非金融企业过度涉足高风险影子银行业务,不仅是健全金融有效支持实体经济的体制机制,更是促进经济结构转型升级和高质量发展的重要“助推器”。本文从正规金融和非正规金融“博弈”的视角探究银行竞争对非金融企业影子银行化的影响,并重点围绕“信贷扭曲”和“监管套利”双重渠道展开理论分析,同时选取 2003—2019 年中国非金融上市公司年度数据,以期为抑制非金融企业影子银行化提供一种可行性机制诠释和经验证据。研究结论如下:

银行竞争能够显著抑制非金融企业影子银行化,这说明正规金融的充分发展能够对非正规的影子银行起到遏制作用,从而形成长效治理机制的基础。从经济意义而言,银行竞争程度每增加 1 单位标准差,非金融企业影子银行化下降幅度相当于样本标准差的 15.88%。以放松中小商业银行分支机构市场准入管制作为标志事件构造准自然实验,基于双重差分法的计量结果为准识别银行竞争对非金融企业影子银行化的抑制效应提供了经验证据。机制分析发现,银行竞争抑制非金融企业影子银行化的作用机制主要表现在两个方面,即银行竞争能够通过降低“信贷扭曲”(包括信贷价格扭曲和信贷数量扭曲)和弱化“监管套利”抑制非金融企业影子银行化,这说明降低“信贷扭曲”与弱化“监管套利”对于遏制非金融企业过度参与影子银行业务至关重要。异质性分析发现,银行竞争对非金融企业影子银行化的抑制效应在融资约束较高、投资机

会较少的样本中尤为明显,这说明,在发挥银行竞争抑制影子银行演化的长效机制过程中,从“融资”和“投资”双重视角有效提供分类辅助能够遏制影子银行规模扩张,对于维持经济平稳、健康发展具有重要作用。

本文政策启示如下:首先,我国在近年来一直致力于健全金融有效支持实体经济的体制机制,金融市场化改革有序推进,金融服务实体经济发展的能力得到明显提升,本文研究结果表明,银行竞争水平的提升有利于降低信贷扭曲(包括信贷价格扭曲和信贷数量扭曲),这对于引导信贷资金流向实体经济具有重要作用。因此,持续深化金融市场体制机制改革,在促进金融市场双向开放的基础上提升金融机构参与我国经济发展的广度与深度具有重要意义。特别地,相关部门可考虑进一步深化要素市场化改革,完善金融基础设施建设,提高信贷配置效率,进而提高金融服务实体经济发展的结构性调节功能。

其次,由于银行竞争在弱化信贷扭曲并进而抑制非金融企业影子银行化中的一个重要隐含路径是降低金融机构和企业之间的信息不对称性,由此通过降低融资优势企业和融资弱势企业之间的融资约束差异而提高信贷配置效率。因此,可考虑通过加强功能性金融监管,提高公司信息披露质量,降低投资者、企业、市场与监管部门之间的信息不对称性。

最后,监管套利也是加剧非金融企业影子银行化的重要机制,因此相关部门应着力对金融机构的表内与表外业务进行动态跟踪与实时监测,弱化影子银行业务超额收益的形成机制。

参考文献:

[1] 蔡卫星, 2016, 《分支机构市场准入放松、跨区域经营与银行绩效》, 《金融研究》第 6 期, 第 127 ~ 141 页。

[2] 杜立和钱雪松, 2021, 《影子银行、信贷传导与货币政策有效性——基于上市公司委托贷款微观视角的经验证据》, 《中国工业经济》第 8 期, 第 152 ~ 170 页。

[3] 郭晔和赵静, 2017, 《存款竞争、影子银行与银行系统风险》, 《金融研究》第 6 期, 第 81 ~ 94 页。

[4] 李建军和韩珣, 2019, 《非金融企业影子银行化与经营风险》, 《经济研究》第 8 期, 第 21 ~ 35 页。

[5] 李志生和金凌, 2021, 《银行竞争提高了企业投资水平和资源配置效率吗——基于分支机构空间分布的研究》, 《金融研究》第 1 期, 第 111 ~ 130 页。

[6] 沈永建、徐巍和蒋德权, 2018, 《信贷管制、隐性契约与贷款利率变相市场化——现象与解释》, 《金融研究》第 7 期, 第 49 ~ 68 页。

[7] 司登奎、李小林和赵仲匡, 2021, 《非金融企业影子银行化与股价崩盘风险》, 《中国工业经济》第 6 期, 第 174 ~ 192 页。

[8] 许和连和王海成, 2016, 《最低工资标准对企业出口产品质量的影响研究》, 《世界经济》第 7 期, 第 73 ~ 96 页。

[9] 余琰和李怡宗, 2016, 《高息委托贷款与企业创新》, 《金融研究》第 4 期, 第 99 ~ 114 页。

[10] 张健华、王鹏和冯根福, 2016, 《银行业结构与中国全要素生产率——基于商业银行分省数据和双向距离函数的再检验》, 《经济研究》第 11 期, 第 110 ~ 124 页。

[11] 中国银保监会政策研究局课题组和中国银保监会统计信息与风险监测部课题组, 2020, 《中国影子银行报告》, 《金融监管研究》第 11 期, 第 1 ~ 23 页。

[12] 祝继高、胡诗阳和陆正飞, 2016, 《商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系资金融出方的实证研究》, 《金融研究》第 1 期, 第 66 ~ 82 页。

[13] Ahn, J. H., and R. Breton, 2014. "Securitization, Competition and Monitoring", *Journal of Banking & Finance*, 40(3): 195 ~ 210.

[14] Akins, B., L. Li, J. Ng, and T. O. Rusticus, 2016. "Bank Competition and Financial Stability: Evidence from the Financial Crisis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1): 1 ~ 28.

[15] Allen, F., Y. Qian, G. Tu, and F. Yu, 2019. "Entrusted Loans: A Close Look at China's Shadow Banking System", *Journal of Financial Economics*, 133(1): 18 ~ 41.

[16] Banya, R. M., and N. Biekpe, 2017. "Bank Competition and Economic Growth: Empirical Evidence from Selected Frontier African Countries", *Journal of Economic Surveys*, 44(2): 245 ~ 265.

[17] Chang, C., Z. Liu, M. Spiegel, and J. Zhang, 2019. "Reserve Requirements and Optimal Chinese Stabilization Policy", *Journal of Monetary Economics*, 103(5): 33 ~ 51.

[18] Chava, S., A. Oettl, A. Subramanian, and K. V. Subramanian, 2013. "Banking Deregulation and Innovation", *Journal of Financial Economics*, 109(3): 759 ~ 774.

[19] Chen, K. J., Y. Ren, and T. Zha, 2018. "The Nexus of Monetary Policy and Shadow Banking in China", *American Economic Review*, 108(12): 3891 ~ 3936.

[20] Chen, Z., Z. G. He, and C. Liu, 2020. "The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes", *Journal of Financial Economics*, 137(7): 42 ~ 71.

[21] Cong, L., H. Wang, J. Gao, and X. Yang, 2019. "Credit Allocation under Economic Stimulus: Evidence from China", *The Review of Financial Studies*, 32(9): 3412 ~ 3460.

[22] Cornaggia, J., Y. Mao, X. Tian, and B. Wolfe, 2015. "Does Banking Competition Affect Innovation?", *Journal of Financial Economics*, 115(1): 189 ~ 209.

[23] Dickinson, V., 2011. "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle", *Accounting Review*, 86(6): 1969 ~ 1994.

[24] Fernández, A. I., F. González, and N. Suárez, 2016. "Banking Stability, Competition, and Economic Volatility", *Journal of Financial Stability*, 22: 101 ~ 120.

[25] Goetz, M. R., L. Laeven, and R. Levine, 2016. "Does the Geographic Expansion of Banks Reduce Risk", *Journal of Financial Economics*, 120(5): 346 ~ 362.

[26] Gonzalez, F., 2016. "Creditor Rights, Bank Competition and Corporate Investment during the Global Financial Crisis", *Journal of Corporate Finance*, 37(4): 249 ~ 270.

[27] Jiang, T. J., R. Levine, C. Lin, and L. Wei, 2020. "Bank Deregulation and Corporate Risk", *Journal of Corporate Finance*, 60(2): 1 ~ 25.

[28] Kerr, W. R., and R. Nanda, 2009. "Democratizing; Entry: Banking Deregulations, Financing Constraints, and Entrepreneurship", *Journal of Financial Economics*, 94(1): 124 ~ 149.

[29] Leon, F., 2015. "Does Bank Competition Alleviate Credit Constraints in Developing Countries?", *Journal of Banking & Finance*, 57(8): 130 ~ 142.

[30] Xiao, K., 2020. "Monetary Transmission through Shadow Banks", *The Review of Financial Studies*, 33(6): 2379 ~ 2420.

[31] Zuzana, F., A. Shamshur, and L. Weill, 2017. "Does Bank Competition Reduce Cost of Credit? Cross-country Evidence from Europe", *Journal of Banking & Finance*, 83(10): 104 ~ 120.