

# 中国制造业企业金融化与资本配置效率研究

□刘 广

以2008—2020年A股制造业企业为样本,借助双向固定效应模型考察企业金融化对资本配置效率的影响。研究发现,企业金融化对改善资本配置效率存在显著抑制作用,在替换核心变量测度方法或控制模型内生性后依然成立;国有企业和低绩效企业的金融化对改善资本配置效率的抑制作用更大,企业持有长期金融资产形成的金融化对改善资本配置效率的抑制作用更大,企业金融化对投资过度企业改善资本配置效率的抑制作用更大;财务风险在企业金融化影响资本配置效率中具有显著调节作用,企业金融化对实物投资存在“挤出”效应,且该效应在持有更多长期金融资产的企业和非国有企业中更强。本文的政策意蕴是企业应充分认识金融化对实物投资的影响,不合理分配资金和优化金融资产期限结构,避免“脱实向虚”,助力经济高质量发展。

**关键词:** 资本配置效率;金融化;“挤出”效应

**中图分类号:** F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003—5656(2023)12—0036—10

DOI:10.16158/j.cnki.51-1312/f.2023.12.009

## 一、引言与文献述评

制造业高质量发展是经济高质量发展的关键。受内外部因素冲击,我国制造业近年出现利润率下滑和金融化水平上升并存局面,产业资本向金融资本转向的趋势增强,经济“脱实向虚”的风险增大。不断改善资本配置效率是制造业高质量发展的关键。企业资本配置有效率是指对高成长性项目追加投资而对低成长性项目削减投资,使投资规模正好达到期望合意投资水平。投资过度或不足都是资本配置效率不高的表现。企业持有金融资产兼具“蓄水池”效应和“挤出”效应,既可能通过提高资产流动性缓解融资约束,也可能通过挤占实物投资而加剧融资约束。企业金融化对资本配置效率的影响及其异质性和调节因素等值得深入探究。

企业金融化指企业持有金融资产、从事金融业务并因此获得更多金融利润的现象<sup>[1-2]</sup>。资本有逐利天性,企业金融化的原因在于金融投资收益率相对实物投资收益率上升,造成金融投资吸引力逐渐高于实物投资<sup>[3]</sup>。如果加入风险考量,原因还包括实物投资面临的不确定性增强<sup>[4]</sup>。企业金融化的动机主要分为预防性储蓄和投机性套利两种<sup>[5]</sup>。前者的主要目的是防范流动性风险和避免陷入财务困境,持有的金融资产能够提升资产流动性,部分缓解实物投资面临的融资约束,产生“蓄水池”效应<sup>[6-7]</sup>。后者的主要目的是获得更高收益,但持有金融资产会使有限资金被占用,从而缺乏足够资金进行研发创新、固定资

基金项目:国家社会科学基金项目“机构投资者持股网络与企业资本配置效率改善研究”(19BJY249)

作者简介:刘广,广州大学经济与统计学院讲师。

产投资或设备更新升级改造,产生“挤出”效应<sup>[1-8]</sup>。国内企业金融化主要基于投机性套利动机,主要存在“挤出”效应<sup>[9]</sup>。预期不确定性越强,企业的套利动机越强,金融化的“挤出”效应相应越强<sup>[5]</sup>。

企业金融化的经济后果众多,在微观上可能对企业业绩<sup>[8]</sup>、劳动生产率<sup>[10]</sup>、创新<sup>[11]</sup>等造成极大影响。由于其与资金投放密切相关,因此对投资和资本配置效率造成的影响备受关注。国外研究发现,企业金融化会减少实物投资,阻碍设备更新换代<sup>[12]</sup>。国内研究同样发现,企业金融化主要源于金融资源供给增加而非经营利润增加,因此不能改善金融资源配置效率<sup>[13]</sup>。企业借助金融化跨行业套利不仅没有缓解投资活动面临的融资约束,反而导致主业投资不断缩小,造成主营业务“空心化”<sup>[14]</sup>。企业金融化的动机不同,或所处的市场情境不同,对投资造成的影响也不同<sup>[15]</sup>。

既有研究从不同方面为本文研究提供了重要启示。但目前对企业金融化如何影响企业投资水平和效果的解释仍比较零碎。在经济增长动能转换过程中,既要避免投资规模快速下滑,也要重视改善资本配置效率,直接讨论企业金融化对资本配置效率的影响十分必要。鉴于此,本文拟从以下几方面进行拓展和创新:(1)进一步完善金融化的研究层次和体系,为金融化的经济后果提供更多微观证据;(2)拓展企业金融化的研究领域,从优化资本配置视角出发,填补既有研究对资本要素关注不足的缺漏;(3)深化对企业资本配置效率影响因素的认识,为不断改善资本配置效率提供理论指导;(4)揭示企业资金合理分配的机理,为在微观层面优化企业资产负债结构和风险收益权衡、在宏观层面促进社会资源优化配置提供依据。

## 二、机理与研究假设

企业金融化对资本配置效率的影响效果复杂,本文偏向于认为存在抑制作用。首先,企业将持有的金融资产当作实物资产的替代而非补充,存在“挤出”效应。这会导致资本积累减缓,产生投资不足<sup>[7]</sup>。其次,企业金融化可能存在路径依赖和自我实现。企业如果在上一期中从金融资产投资获得的收益更多,则下一期会倾向于将增量资金仍优先投向金融领域。如果企业之间相互模仿,则会推高金融资产价格,导致金融投资行为形成正反馈,进而推高社会整体金融化水平,“挤出”效应更强<sup>[16]</sup>。最后,企业持有金融资产会通过资产负债表途径影响实物投资。如果金融资产增值,企业会因为价值提升而加大投资,造成投资过度;如果金融资产减值,企业会因为价值下降而缩减投资,造成投资不足。此外,金融投资本身还可能存在风险收益错配或期限错配,进一步扭曲价格信号,加剧资本误置。

可见,当企业面临不确定未来时,持有金融资产是经过仔细权衡后的“个体理性”选择。具体到我国,由于金融领域改革滞后,市场存在较多套利机会,企业金融化还具有一定的“羊群行为”特征,最终表现为“群体不理性”。据此提出假设1。

假设1:企业金融化存在“挤出”效应,对改善资本配置效率存在抑制作用。

企业的产权性质不同,金融化对资本配置效率的影响可能也不相同。国有企业相对非国有企业存在“预算软约束”问题,且受到各种政策保护,面临的融资约束较小。同时,国有企业管理层与各级政府之间的目标并不总是一致。在业绩锦标赛驱动下,管理层可能更重视金融化带来的短期收益而轻视主营业务带来的长期收益,进而通过盈余管理等方式引导企业新增资金向金融投资而非实物投资倾斜。非国有企业尤其是民营企业中两类委托代理问题相对更少,更倾向于将有限的资金用于技术创新和设备更新改造等方面,以使资本与技术和劳动力等要素更好融合。据此提出假设2。

假设2:相比非国有企业,金融化对国有企业改善资本配置效率的抑制作用更大。

企业绩效越好,金融化的动机越弱,金融化水平越低,“挤出”效应越小;企业绩效越差,通过金融化改善绩效的动机越强,金融化水平可能越高,“挤出”效应越大。企业持有的短期金融资产流动性更高,

变现能力更强,“挤出”效应更小;企业持有的长期金融资产流动性更低,变现能力更弱,“挤出”效应更大。相比存在投资过度的企业,存在投资不足企业的资金较为短缺,金融化会加剧资金短缺状况,因此“挤出”效应更大。据此提出如下三个假设。

假设3:相比对高绩效企业,金融化对低绩效企业改善资本配置效率的抑制作用更大。

假设4:相比持有短期金融资产,企业持有长期金融资产对改善资本配置效率的抑制作用更大。

假设5:相比投资过度企业,投资不足企业金融化对改善资本配置效率的抑制作用更大。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

选择A股全部制造业上市公司作为初始样本,然后剔除ST、重大资产重组、数据严重缺失等企业样本,最终获得2280个制造业企业。为了规避2007年牛市对企业投资造成的异常影响,样本期选择2008—2020年。样本数据均来自国泰安CSMAR数据库,数据处理使用Stata15.1。为剔除异常值可能对回归结果的影响,对所有连续变量进行上下1%的Winsorize缩尾处理。

#### (二)变量定义

##### 1.被解释变量:资本配置效率(E)

参考Richardson<sup>[17]</sup>的研究,采用改良后的期望投资模型测算企业资本配置效率,具体见式(1)。

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 TBQ_{t-1} + \alpha_2 LEV_{t-1} + \alpha_3 CAS_{t-1} + \alpha_4 SIZ_{t-1} + \alpha_5 AGE_{t-1} + \alpha_6 RET_{t-1} + \alpha_7 INV_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中, $INV_t$ 代表企业当年的新增投资净值增长规模,用投资净值变化量与资产总额的比值表示。模型的残差 $\varepsilon_t$ 代表企业的资本配置效率,反映了企业的实际投资与期望最佳投资之间的偏差; $\varepsilon_t > 0$ 代表投资过度, $\varepsilon_t < 0$ 代表投资不足。记 $E = |\varepsilon|$ ,其值越大,表明企业真实投资水平偏离合意投资水平的程度越大,资本配置效率越低。

##### 2.解释变量:金融化水平(FIN)

Demir<sup>[6]</sup>从金融资产端出发,使用金融资产与净资产之比来度量。由于持有金融资产在前而收益在后,且资产更易度量,因此国内研究较多使用该度量方法<sup>[8,18]</sup>。本文也采取该度量方法,具体见式(2)。

$$FIN = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额}) / \text{资产总额} \quad (2)$$

##### 3.控制变量

参照张成思和张步昙<sup>[16]</sup>、彭俞超等<sup>[18]</sup>的研究,控制若干可能影响企业资本配置效率的其它重要因素,分别是:企业规模(SIZ),用年末资产总额取自然对数核算;总资产周转率(ATO),用“营业收入/平均资产总额”核算;成长能力(GRO),用营业收入增长率代替;托宾Q值(TBQ),用“期末市值/资产总额”核算;现金流状况(CAS),用“经营活动产生的现金流净额/资产总额”核算;总资产收益率(ROA),用“净利润/总资产”核算;股权集中度(SH3),用前3位大股东持股比例的平方和核算;公司年龄(AGE),用“当年年度—公司成立年度+1”核算。

#### (三)模型设定

为验证前文提到的研究假设,构建如下回归模型,见式(3)。

$$E_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIN_{it} + \sum \Phi CV_{it} + ENT_i + YR_t + \eta_{it} \quad (3)$$

其中, $E$ 代表企业资本配置效率, $FIN$ 代表企业金融化水平, $\sum \Phi CV$ 和 $\eta$ 分别表示控制变量集和模型随机误差项, $ENT$ 和 $YR$ 分别代表个体效应和时间效应项。

## 四、实证检验与结果分析

### (一)描述性统计

样本数据的描述性统计结果见表1。资本配置效率均值为0.03,最大值达到0.42,标准差为0.05,表明制造业企业资本配置效率整体状况不佳,且各企业的资本配置效率差异较大。企业金融化水平平均值为0.03,最大值为0.95,标准差为0.07,表明制造业企业金融化水平总体不算太高,但不同企业间的差异较大。其他变量状况不赘述。

### (二)回归分析

企业金融化对资本配置效率影响的回归结果见表2。未加控制变量时,FIN的系数为0.0252,且在1%的水平上显著;陆续加入控制变量、稳健标准误和时间个体双向固定效应后,FIN的系数仍然为正且仍显著。该结果证实了假设1,即企业金融化对改善资本配置效率有抑制作用。

表2 基准回归结果

变量	(1)未加控制变量	(2)加入控制变量	(3)稳健标准误	(4)时间个体双向固定
FIN	0.0252*** (5.476)	0.0253*** (5.816)	0.0191** (2.402)	0.0191*** (2.923)
ATO		0.0067*** (9.301)	0.0205*** (7.386)	0.0205*** (14.097)
SH3		0.0103*** (3.761)	0.0321*** (3.414)	0.0321*** (4.756)
ROA		0.0007 (0.724)	-0.0001 (-0.151)	-0.0001 (-0.114)
CAS		0.0246*** (8.707)	0.0369*** (8.490)	0.0369*** (9.696)
GRO		-0.0250*** (-30.976)	-0.0256*** (-12.604)	-0.0256*** (-30.020)
TBQ		-0.0024*** (-9.442)	-0.0020*** (-5.157)	-0.0020*** (-5.591)
AGE		0.0002*** (4.578)	0.0002 (1.530)	0.0002 (0.859)
SIZ		-0.0015*** (-26.348)	-0.0016*** (-23.330)	-0.0016*** (-20.536)
C	-0.0322*** (-92.301)	-0.0064*** (-6.107)	-0.0264*** (-8.075)	-0.0189*** (-8.697)
时间效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	-	-	-	Yes
N	20452	20452	20452	20146
R <sup>2</sup>	0.0043	0.1225	0.1133	0.2612

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

表1 描述性统计

Variable	Mean	P50	Max	Min	Std
E	0.03	0.02	0.42	0	0.05
FIN	0.03	0.01	0.95	0	0.07
ATO	0.65	0.56	8.60	0	0.43
ROA	0.04	0.04	22.01	-29.61	0.33
CAS	0.05	0.03	2.87	-1.480	0.08
SH3	0.16	0.13	0.81	0	0.11
GRO	0.15	0.07	3.15	-0.630	0.38
TBQ	1.85	1.56	8.32	0	1.39
AGE	8.20	7	26	0	6.93
SIZ	19.34	21.67	26.02	0	7.27

### (三)稳健性检验

#### 1. 替换核心变量

##### (1)替换解释变量

首先以基准回归模型中的双向固定模型为基础,通过替换解释变量进行稳健性检验。

式(2)中纳入核算的金融资产主要包括六大类。而胡奕明等<sup>[7]</sup>指出,根据新《会计准则》,购买房地产属于经营性投资,不纳入金融资产的范畴。于是剔除式(2)中的投资性房地产,重新计算得到企业金融化水平 $FIN_{it}$ 。重新实施检验,结果见表3。此时, $FIN_{it}$ 的系数依然显著为正,表明企业金融化对改善资本配置效率有抑制作用,与基准回归结论一致,继续支持假设1。

##### (2)替换被解释变量

为避免资本配置效率测度偏误对实证结果的影响,借鉴陈运森和黄健峤<sup>[9]</sup>的做法,在式(1)中加入企业收入增长率作为虚拟变量,新的测度模型见式(4)。

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TBQ_{it-1} + \alpha_2 LEV_{it-1} + \alpha_3 CAS_{it-1} + \alpha_4 SIZ_{it-1} + \alpha_5 AGE_{it-1} + \alpha_6 RET_{it-1} + \alpha_7 INV_{it-1} + \alpha_8 GRO_{it-1} * NEG_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,NEG为哑变量,当营业收入增长率低于0时取值为1,否则取值为0;其他变量与式(1)相同。将式(4)得到的残差代入式(3)中,回



归结果见表3,此时 $FIN_{-1}$ 的系数依然显著为正,表明企业金融化对改善资本配置效率有抑制作用,与基准回归结论一致,继续支持假设1。

## 2. 内生性检验

为防止内生性问题对实证结果产生影响,采用工具变量法进行内生性检验。首先以解释变量滞后一期作为工具变量,采用GMM法重新进行回归分析,结果见表3。此时,FIN的系数依然显著为正,结论稳健,继续支持假设1。

此外,处于同一行业或区域中的企业持有金融资产时可能会相互学习和效仿,进而造成金融化水平呈现出较强的近邻效应。相比较而言,企业所在行业或区域中的平均金融化水平具有较高独立性,与企业投资扰动项之间的相关性较小,可当作外生变量。因此以企业所在行业或区域中的平均金融化水平为工具变量,继续运用GMM法进行回归,结果见表3。此时,FIN的系数依然显著为正,结论稳健,继续支持假设1。

## 3. 异质性检验

### (1) 依据产权性质分组

根据产权性质不同将样本企业分为国有企业与非国有企业两组,分组回归结果见表4。

由结果可知,在两个样本组中,FIN的系数都显著为正,与基准回归结果一致,同样支持假设1。对比FIN系数的大小,可发现国有企业组的系数大于非国有企业组的系数,表明金融化对国有企业改善资本配置效率的抑制作用更大,支持假设2。其原因可能在于,国有企业受到的融资约束相对更小,金融化的动机更强、水平更高,因此“挤出”效应更强。为了全面提升资本配置效率,务必加强对国有资本的管理,重点防止国有企业“脱实向虚”。

表3 稳健性检验

变量	(1) 替换解释变量	(2) 替换被解释变量	(3) 滞后一期工具变量	(4) 平均值工具变量
$FIN_{-1}$	0.0166** (2.286)			
FIN		0.0182** (2.575)	0.0232*** (3.546)	0.0714*** (3.779)
ATO	0.0204*** (14.052)	0.0176*** (11.245)	0.0070*** (8.727)	0.0068*** (9.032)
SH3	0.0314*** (4.666)	0.0282*** (3.883)	0.0085*** (2.775)	0.0096*** (3.491)
ROA	-0.0001 (-0.065)	-0.0006 (-0.554)	0.0014 (1.290)	0.0005 (0.529)
CAS	0.0368*** (9.651)	0.0466*** (11.360)	0.0236*** (7.991)	0.0246*** (8.673)
GRO	-0.0256*** (-30.036)	-0.0230*** (-25.042)	-0.0254*** (-29.923)	-0.0242*** (-30.125)
TBQ	-0.0020*** (-5.512)	-0.0015*** (-3.915)	-0.0027*** (-10.303)	-0.0028*** (-10.834)
AGE	0.0002 (0.854)	-0.0003 (-1.241)	0.0003*** (4.888)	0.0002*** (4.095)
SIZ	-0.0016*** (-20.508)	-0.0018*** (-21.700)	-0.0015*** (-18.503)	-0.0014*** (-25.662)
C	-0.0185*** (-8.575)	-0.0171*** (-7.336)	-0.0064*** (-3.994)	-0.0080*** (-6.207)
时间效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20146	20146	18147	20452
R <sup>2</sup>	0.2610	0.2638	0.0860	0.1139

表4 依据产权性质和绩效高低分组的检验结果

变量	(1) 国有企业组	(2) 非国有企业组	(3) 高绩效企业组	(4) 低绩效企业组
FIN	0.0271* (1.907)	0.0216*** (2.851)	0.0217** (2.445)	0.0233** (2.125)
ATO	0.0130*** (6.353)	0.0280*** (13.864)	0.0252*** (10.530)	0.0195*** (9.044)
SH3	0.0109 (1.073)	0.0332*** (3.693)	0.0501*** (4.612)	0.0172* (1.698)
ROA	-0.0003 (-0.329)	0.0016 (0.918)	0.0020 (1.119)	-0.0000 (-0.010)
CAS	-0.0048 (-0.678)	0.0457*** (9.846)	0.0493*** (9.755)	0.0101 (1.482)

GRO	-0.0164*** (-12.312)	-0.0310*** (-28.015)	-0.0272*** (-21.256)	-0.0217*** (-17.065)
TBQ	-0.0013** (-2.188)	-0.0022*** (-4.918)	-0.0026*** (-5.290)	-0.0010 (-1.630)
AGE	0.0001 (0.416)	-0.0001 (-0.376)	-0.0001 (-0.395)	0.0003 (0.773)
SIZ	-0.0014*** (-6.863)	-0.0015*** (-16.419)	-0.0014*** (-13.684)	-0.0016*** (-9.243)
C	-0.0112*** (-2.701)	-0.0235*** (-9.310)	-0.0273*** (-7.820)	-0.0153*** (-4.695)
时间效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6239	13741	10304	9362
R <sup>2</sup>	0.2174	0.2882	0.3456	0.2983

### (2) 依据绩效高低分组

依据 ROA 中位数将样本企业分为高绩效企业和低绩效企业两组, 分组回归结果见表 4。由结果可知, 在两个样本组中, FIN 的系数都显著为正, 与基准回归结果一致, 支持假设 1。对比 FIN 系数的大小, 可发现低绩效企业组的系数略大于高绩效企业组的系数, 表明企业金融化在低绩效企业中造成的资本误置程度更高, 支持假设 3。原因可能在于, 企业绩效低下时, 受到的融资约束本来就大, 金融化会加剧融资约束。监管层从 2017 年起开始加强清理僵尸企业, 加大绩差企业退市力度, 这恰是提升市场整体资本配置效率的良性举措。

### (3) 依据持有金融资产类别分组

参考杜勇等<sup>[8]</sup>的做法, 依据持有期限将企业持有的金融资产划分为短期金融资产和长期金融资产两类, 前者包括交易性金融资产, 后者包括除交易性金融资产的其他五大类别, 两种金融化水平分别记为 SFIN 和 LFIN, 分组回归结果见表 5。由结果可知, SFIN 和 LFIN 的系数仍然为正, 与基准回归结果一致, 支持假设 1。但 SFIN 的系数不显著, LFIN 的系数依然显著, 且比总样本组的值更大, 支持假设 4。这表明, 如果企业持有的长期金融资产更多, 对改善资本配置效率的抑制作用更大。原因可能在于, 企业持有短期金融资产与交易性和预防性动机有关, 持有长期金融资产与投机性动机

表 5 依据持有金融资产类别和资本误置状况分组的检验结果

变量	(1)短期金融资产组	(2)长期金融资产组	(3)投资过度组	(4)投资不足组
SFIN	0.0084 (0.925)			
LFIN		0.0299*** (3.214)		
FIN			0.0622*** (2.619)	0.0095* (1.742)
ATO	0.0204*** (14.001)	0.0205*** (14.111)	0.0487*** (10.449)	0.0053*** (4.332)
SH3	0.0314*** (4.658)	0.0326*** (4.832)	0.0310 (1.548)	-0.0053 (-0.952)
ROA	-0.0000 (-0.032)	-0.0001 (-0.133)	-0.0051 (-0.313)	0.0006 (0.778)
CAS	0.0362*** (9.517)	0.0366*** (9.640)	0.0227* (1.662)	-0.0073** (-2.206)
GRO	-0.0256*** (-30.052)	-0.0256*** (-29.995)	-0.0466*** (-20.127)	-0.0062*** (-7.939)
TBQ	-0.0019*** (-5.448)	-0.0020*** (-5.559)	-0.0015 (-1.123)	-0.0015*** (-5.090)
AGE	0.0002 (0.767)	0.0002 (0.831)	-0.0062 (-0.664)	-0.0013 (-0.396)
SIZ	-0.0016*** (-20.406)	-0.0016*** (-20.495)	-0.0144*** (-5.293)	-0.0024*** (-3.442)
C	-0.0182*** (-8.458)	-0.0190*** (-8.746)	0.3043*** (2.641)	0.0367 (0.976)
时间效应	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20146	20146	5267	9998
R <sup>2</sup>	0.2609	0.2612	0.4278	0.3158

有关,并不是正常经营活动所必需的,是产生“挤出”效应的主因。通过资产负债表途径,企业要么因为长期金融资产增值而加大实物投资,要么因为其缩水而削减实物投资,这种情况具有顺经济周期性和杠杆效应,会加剧资本误置。

#### (4)依据资本误置类型分组

依据式(1)的回归结果,将样本企业分为投资过度和投资不足两组,进一步考察金融化对资本配置效率影响的差异性,分组回归结果见表5。由结果可知,两个样本组中的FIN系数都显著为正,与基准回归结果一致,支持假设1。此外,投资过度组的FIN系数大于投资不足组的FIN系数,表明企业金融化对投资过度企业造成的资本误置程度更高,不支持假设5。其原因可能在于,上市公司融资渠道较多,受到的融资约束相对较小;金融化后进一步缓解了融资约束,具有更强的扩张倾向,最终加剧了向合意投资水平的偏离。

## 五、进一步分析

### (一)中介效应检验

为进一步探究企业金融化对资本配置效率影响的传导路径,选择财务风险(ZSC)作为中介变量。ZSC用企业的“ $1.2 \times \text{营运资金} / \text{总资产} + 1.4 \times \text{留存收益} / \text{总资产} + 3.3 \times \text{息税前利润} / \text{总资产} + 0.6 \times \text{股票总市值} / \text{负债} + 0.999 \times \text{销售收入} / \text{总资产}$ ”度量,值越大代表财务风险越小。中介效应模型见式(5)和式(6),检验结果见表6。

$$ZSC_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIN_{it} + \sum \Phi CV_{it} + \xi_{it} \quad (5)$$

$$E_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FIN_{it} + \gamma_2 ESC_{it} + \sum \Phi CV_{it} + \zeta_{it} \quad (6)$$

由式(5)的检验结果可知,FIN的系数显著为正,表明企业金融化对ZSC值有促进作用,即降低了财务风险。该结果与理论分析相一致,证明金融化具有规避财务困境的作用。由式(6)的检验结果可知,ZSC的系数显著为正,表明财务风险在企业金融化抑制资本配置效率改善中同样发挥了正向传导作用,即随着企业财务风险降低,资本误置程度增加。但ZSC的系数较小,表明财务风险的正向传导作用有限。产生该结果的原因可能在于,企业的金融化程度越高,陷入流动性困境的可能性越小,财务风险因之降低。管理层在过度自信等心理因素驱动下,可能会加大风险偏好和投资冲动,进而加大投资。这可能会加剧资本误置,抑制资本配置效率改善。

### (二)企业金融化对投资水平的检验

为了更深刻地识别企业金融化的经济后果,进一步直接探析其对投资水平的影响。为保持研究一致性,仍采用INV度量企业投资水平,检验模型见式(7)。

表6 基于财务风险的中介效应检验结果

变量	(1)ZSC	(2)E	变量	(1)ZSC	(2)E
FIN	6.8827*** (7.147)	0.0184*** (2.806)	AGE	0.0302 (1.031)	0.0002 (0.843)
ZSC		0.0001** (2.118)	SIZ	-0.3084*** (-27.233)	-0.0016*** (-19.701)
ATO	1.0373*** (4.842)	0.0204*** (14.013)	C	4.1581*** (13.030)	-0.0193*** (-8.863)
SH3	-1.1407 (-1.149)	0.0322*** (4.774)	时间效应	Yes	Yes
ROA	3.4934*** (25.399)	-0.0005 (-0.507)	个体效应	Yes	Yes
CAS	9.0175*** (16.090)	0.0359*** (9.374)	N	20146	20146
GRO	-0.6659*** (-5.306)	-0.0255*** (-29.915)	R <sup>2</sup>	0.5791	0.2614
TBQ	2.6752*** (51.365)	-0.0023*** (-5.980)			

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIN_{it} + \sum \Phi CV_{it} + ENT_i + YR_t + \eta_{it} \quad (7)$$

各变量的含义与式(3)相同。回归结果见表7。

表7 企业金融化影响投资水平的检验结果

变量	(1)总样本组	(2)短期金融资产组	(3)长期金融资产组	(4)国有企业组	(5)非国有企业组
FIN	-0.0542*** (-5.741)			-0.0357* (-1.743)	-0.0487*** (-4.466)
SFIN		-0.0464*** (-4.745)			
LFIN			-0.0608*** (-6.697)		
ROA	0.0027** (1.990)	0.0038*** (2.767)	0.0037*** (2.697)	0.0012 (0.805)	0.0038 (1.506)
CAS	-0.0061 (-1.116)	-0.0097** (-2.270)	-0.0102** (-2.388)	0.0386*** (3.779)	-0.0306*** (-4.580)
GRO	0.0435*** (35.309)	0.0479*** (39.167)	0.0478*** (39.166)	0.0318*** (16.567)	0.0496*** (31.148)
TBQ	-0.0003 (-0.593)	0.0001 (0.180)	0.0001 (0.201)	0.0005 (0.555)	-0.0009 (-1.364)
AGE	-0.0036*** (-12.673)	-0.0031*** (-39.964)	-0.0030*** (-38.434)	-0.0022*** (-4.492)	-0.0039*** (-9.714)
SIZ	0.0036*** (32.449)	0.0032*** (37.442)	0.0032*** (37.612)	0.0021*** (7.163)	0.0041*** (30.981)
C	0.0207*** (6.620)	0.0082*** (5.182)	0.0084*** (5.280)	0.0238*** (3.986)	0.0222*** (6.101)
时间效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20146	20452	20452	6239	13741
R <sup>2</sup>	0.3887	0.1970	0.1978	0.3094	0.4121

总样本组结果显示,FIN的系数显著为负,即企业金融化对实物投资有抑制作用。企业的金融化水平越高,实物投资水平相应越低,表明金融化对实物投资存在“挤出”效应。分组结果显示,企业金融化对实物投资仍存在显著抑制作用。其中,短期金融资产组中FIN系数的绝对值小于长期金融资产组中FIN系数的绝对值,表明企业持有长期金融资产对实物投资的“挤出”效应更大,继续支持假设4。原因可能在于,短期金融资产由于变现能力强,在企业出现财务困境时可以快速变现,因此对实物投资的“挤出”影响相对较小。而长期金融资产流动性较低,难以随时变现,也难以及时转换为生产性投资和研发投入,因此对实物投资的“挤出”影响更大。国有企业组中FIN系数的绝对值小于非国有企业组中FIN系数的绝对值,表明金融化对非国有企业实物投资的“挤出”效应更突出,继续支持假设2。原因可能在于,相比国有企业,非国有企业缺乏各种显性和隐性融资支持,一旦将有限资金投入 to 金融资产上,对实物投资的挤占作用更大。

综合来看,企业金融化的经济后果是复杂的,既会加剧下一期增量实物投资偏离期望合意投资水平,也会抑制企业当期的合意实物投资水平。结合前面异质性检验所得结论,为了改善整体资本配置效率,应重视企业投资在实物资产和金融资产上的“跷跷板”效应,防止企业“脱实向虚”和实物投资规模下滑,不断激发企业夯实主业的积极性,引导其将“好钢用在刀刃上”。



## 六、结论与启示

本文以A股制造业企业为样本,系统探究金融化对资本配置效率的影响,结果发现:(1)企业金融化对改善资本配置效率存在显著抑制作用,该结论在替换核心变量测度方法或使用工具变量法控制内生性后仍然稳健;(2)异质性分析发现,企业金融化对改善资本配置效率的抑制作用在国有企业和低绩效企业中更加突出,企业持有长期金融资产形成的金融化对改善资本配置效率的抑制作用更大,企业金融化对投资过度企业改善资本配置效率的抑制作用更大;(3)财务风险在企业金融化影响资本配置效率中起到了中介作用;企业金融化对实物投资的确存在“挤出”效应,且该效应在持有长期金融资产的企业和非国有企业中更加突出。可见,企业内部的资金分配决策既会影响合意投资规模,也会影响资本配置效率,进而在微观上影响企业产出、绩效和价值等,在宏观上影响经济增长方式和效果。

综上,企业将有限资金分配于实物投资和金融投资是经过审慎权衡后的“个体理性”选择,完全杜绝持有金融资产并不现实。随着互联网金融和数字普惠金融发展,企业金融化更加便利。但企业过度金融化会从整体上阻碍资源优化配置,对经济高质量发展形成制约,导致出现“群体不理性”的矛盾结果。如何克服企业金融化带来的负面经济后果至关重要。本文得到如下启示。

制造业企业应全面深刻理解金融化的经济后果,认识到金融化虽然可能带来短期收益,但从长远角度看,不仅对自身实物投资和资本配置效率带来负面影响,而且可能对整体资源优化配置和高质量发展带来制约。企业应结合自身产权、绩效水平等现实状况,一方面不断优化资产结构,尽量将所持有的金融资产维持在合理规模和比例,不断弱化金融投资对实物投资的“挤出”效应;另一方面不断优化金融资产期限结构,积极抵御金融化带来的短期收益的诱惑,尽量减少资本误置和期限错配。在经济增速下行趋势下,坚决防止“脱实向虚”和实物投资快速下滑,将有限资金更多投入到技术研发、设备改造升级等有利于形成核心竞争力或解决“卡脖子”问题的关键领域。

监管层应密切关注制造业企业的资金分配意愿和使用动向,引导企业将金融化水平控制在合理范围内,夯实企业高效投资的基础和保障,防止行业出现“去工业化”和资产泡沫化倾向。一方面,应加强对制造业企业的规制和监管,通过诸如完善立法出台行业政策、实施区域振兴举措等,不断消除制度性融资歧视,持续引导金融为实体经济赋能。另一方面,应面向不同类型企业或情境出台更多针对性和结构性措施,比如抑制企业财务杠杆高企冲动、加速绩差企业出清等,不断改善企业整体资本配置效率和全要素生产率。

### 参考文献:

- [1]ORHANGAZI O. Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy:1973-2003[J].Cambridge journal of economics,2008,32(6):863-886.
- [2]温 旭.数字资本主义金融化的政治经济学分析[J].经济学家,2023(3):14-23.
- [3]张成思,郑 宁.中国实业部门金融化分层驱动机制[J].金融研究,2023(5):1-19.
- [4]张成思,贾翔夫,唐火青.金融化学说研究新进展[J].经济学动态,2020(12):125-139.
- [5]翟光宇,姜美君,段秋爽.实体企业金融化与实物资本投资——基于2009—2018年制造业上市公司的实证分析[J].经济学动态,2021(1):85-104.
- [6]DEMIR F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets[J].Journal of development economics,2009,88(2):314-324.
- [7]胡奕明,王雪婷,张 瑾.金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2017(1):181-194.

- [8]杜 勇,张 欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017(12):113-131.
- [9]李青原,陈世来,陈 昊.金融强监管的实体经济效应——来自资管新规的经验证据[J].经济研究,2022(1):137-154.
- [10]罗明津,铁 瑛.企业金融化与劳动收入份额变动[J].金融研究,2021(8):100-118.
- [11]彭 龙,詹惠蓉,文 文.实体企业金融化与企业技术创新——来自非金融上市公司的经验证据[J].经济学家,2022(4):58-69.
- [12]LAZONICK W. Innovative business models and varieties of capitalism: financialization of the US corporation[J]. Business history review, 2010, 84(4): 675-702.
- [13]张慕濒,孙亚琼.金融资源配置效率与经济金融化的成因——基于中国上市公司的经验分析[J].经济学家,2014(4):81-90.
- [14]王红建,李茫茫,汤泰劼.实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J].中国工业经济,2016(11):73-89.
- [15]马亚明,杨 兰.金融严监管、企业金融化与实体经济资本配置效率[J].财贸研究,2022(1):40-52.
- [16]张成思,张步昙.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].经济研究,2016(12):32-46.
- [17]RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [18]彭俞超,倪骁然,沈 吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018(10):50-66.
- [19]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.

(收稿日期:2023—10—16 责任编辑:张 鹏)

## The Financialization and Capital Allocation Efficiency of Manufacturing Enterprises in China Liu Guang

**Abstract:** This paper selects the A-share listed manufacturing companies from 2008 to 2020 as samples to study the impact of enterprises' financialization on capital allocation efficiency. It is found that there is a significant inhibitory effect of financialization of enterprises on improving the efficiency of capital allocation, and this conclusion still holds after replacing the core variable measures or controlling for model endogeneity. The financialization of state-owned enterprises and lower performance enterprises has a greater inhibition on the improvement of capital allocation efficiency, so does the financialization formed by holding long-term financial assets. The financialization has a greater inhibition on the improvement of capital allocation efficiency of enterprises with excessive investment. The financial risk plays a significant intermediary role in the impact of financialization on the capital allocation efficiency. The financialization has a "crowding out" effect on real investment, and this effect is stronger among enterprises holding more long-term financial assets and non-state-owned enterprises. The policy implication of this paper is that enterprises should fully understand the impact of financialization on physical investment, continue to rationally allocate funds and optimize the maturity structure of financial assets, and avoid being diverted out of the real economy, so as to promote the high quality development of economy.

**Key Words:** Capital Allocation Efficiency; Financialization; "Crowding Out" Effect