

金融化对民营企业投资效率的影响研究

孙华平^{1,2} 张旭³

(1. 江苏大学, 江苏 镇江 212013; 2. 山东大学, 山东 威海 264209;
3. 巴黎综合理工大学, 法国 巴黎 91120)

摘要: 民营企业经过一定程度的金融化, 可以改善其投资环境, 让金融资源为企业创新发展服务, 此为金融化的蓄水池效应; 同时, 民营企业金融化也可能对实业投资造成挤出效应。本文以沪深两市的非金融类民营上市企业为样本, 实证检验了金融化对民营企业投资效率的综合影响。研究发现: 金融化加剧了民营企业投资非效率程度; 而对于过度投资的民营企业来说, 金融化改善了其投资非效率情况。此外, 对于投资不足的民营企业来说, 实业投资改善了其投资非效率程度; 对外直接投资在金融化影响民营企业投资效率过程中发挥中介作用。政府应为民营企业提高实业投资回报率提供政策支持。民营企业一方面要让金融化服务于其主营业务发展, 提高投资效率; 另一方面, 在推进国际化过程中, 要防范金融化对出口、对外投资与跨国并购等行为产生的负向影响。

关键词: 民营企业; 金融化; 投资效率; 对外直接投资

中图分类号: F830

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2022) 04-0039-12

在面临融资难、融资贵的困境下, 部分民营企业选择购入金融资产来缓解资金压力, 并把资金投入实业资产来提高其回报率。在国家“走出去”战略的引导下, 不断有民营企业进入国际市场, 但是其在出口、对外投资和跨国并购的过程中也面临着诸多挑战。因此, 如何规范企业金融化行为、提升国内外投资效率已成为亟需研究的理论与现实问题。

一、文献述评

(一) 企业金融化及界定

“金融化”一词首先由 Arrighi (1994) 提出, 并指出资本市场可能通过金融化引发经济危机。金融化在宏观层面主要指“经济金融化”, 表现为金融部门资本与规模的迅速扩张 (张成思和张步昙, 2016); 在微观层面表现为“企业金融化”, 企业侧重金融投资, 持有金融资产比例上升, 甚至通过金融投资获得的利润成为企业的主要收入来源。Stockhammer (2004)、Krippner (2005) 和 Epstein (2005) 对金融化与经济发展的关系进行了深入分析, 认为金融化实质是企业利用资本自我增值的特点对自身财富不断积累与扩大的过程, 而非通过正常生产、加工、出售、

作者简介: 孙华平, 江苏大学财经学院教授、博导, 山东大学商学院教授, 研究方向: 产业组织与可持续发展; 张旭, 巴黎综合理工大学硕士研究生, 研究方向: 金融风险与投资效率。

基金项目: 国家社科基金重点项目 (项目编号: 21AZD067)。

贸易等赚取利润，原本作为企业主要利润来源的主营业务收入占比不断下降，投资投机获得的收益占比不断上升，企业的发展战略逐渐向投资金融市场与房地产市场倾斜，从而对实体经济造成直接的损害。徐云松和戚瀚英（2020）剖析了金融化的内涵、机制与演进特征。Dore（2002）认为，企业金融化不仅将重心放在金融领域，而且支付方式逐渐电子化、虚拟化，过度依靠外源融资，实质上其自身财富被金融市场以及金融操控者牢牢把控。刘骏民（1998）指出，作为虚拟资本的证券等通过自我增值的经济行为并不能直接创造社会价值，过多的虚拟资本会迅速导致泡沫经济。因此，企业金融化最明显的标志是企业配置大量的金融资产，企业活动逐渐向金融活动倾斜，金融投资获利成为企业的主营业务。

（二）企业金融化的积极影响

在哈罗德—多马模型中，资本被视为经济增长的决定性因素。因此，经济学家对如何推动发展中国家经济增长从资本角度提出了一系列方案，比如通过增加储蓄率、引进外资等措施来提高资本形成率，从而提升整个国家对资源的配置效率。对于企业而言，企业配置金融资产除了可以及时弥补资金空缺尤其是研发部门资金的不足以外，还可以降低企业经营的各类风险。Duchin等（2010）认为，企业配置金融资产更多地是为了防止负向经济冲击给现金流带来的影响，也有助于解决资金不足及代理等问题。Almeida等（2004）发现企业金融化可以有效抵御外部重大风险。刘志远等（2017）剖析了政策不确定性对企业风险承担的影响机制。高翔和李凌（2019）实证检验了资本市场发展等因素对企业海外并购区位选择的影响。

（三）企业金融化的消极影响

企业过度金融化对经济会产生负向影响（刘丽娜和马亚民，2018；Cecchetti and Kharroubi，2012）。根据金融深化理论，投资者在考虑融资成本和期望收益的基础上，会将资金投入最高收益项目，从而提高整体的资源配置效率。由于目前金融与房地产的整体投资回报率大于其他产业，因此投资者愿意将资金投入其中，这进一步加速了虚拟经济的发展，也造成虚拟经济与实体经济发展的显著失衡。金融化也造成了企业实体业务与金融投资业务的发展失衡。肖忠意和林琳（2019）认为金融化可能会抑制企业创新能力提升。王博和毛毅（2019）认为实体企业金融化会降低企业利润分成率，进而对劳动份额产生负向影响。龙迎客和罗斌（2019）发现金融化降低了制造业资源配置效率。假设企业金融化带来的“挤出效应”超过“蓄水池效应”，那么就会降低企业实体部门的运营效率及创新能力（杜勇等，2017；张昭等，2018；郭丽婷，2018）。实体企业对金融资产的投资容易出现过度化倾向，从而降低投资效率（潘军，2019；Tori and Onaran，2017）。金融负债渠道对民营企业创新规模有促进作用，但是投资房地产会抑制企业扩大创新规模（孙平，2019）。

（四）影响民营企业投资效率的因素

企业的高质量发展离不开良好的经济环境，制度质量和技术发展对效率提升都

很重要（孙华平等，2021）。2012年后，我国经济处于结构转型时期，政府的宏观调控深刻影响企业的发展战略。韩东平和张鹏（2015）认为，宽松的货币政策扭曲了民营企业投资的融资条件，进而降低其投资效率。唐建新和罗文涛（2016）发现产业政策与政治关联在民营企业投资效率上具有互补作用。市场对民营企业产权保护不足会降低其投资效率，而在稳定的宏观经济环境中，政治联系可以缓解民营企业的非效率投资（段姝和钟宇，2019）。关宇航和师一帅（2019）剖析了产业政策影响民营企业投资效率的路径，并检验了治理质量在产业政策执行中的调节机制。

综上，尽管国内外学者对金融化与企业投资效率间的关系进行了大量研究，却得出了不同的结论。现有研究结论上的不一致也从侧面说明金融化影响企业投资效率路径的传导机制仍未明晰。同时，现有研究忽视了中国结构转型的制度背景以及企业主体自身的差异性，不能很好地厘清处于相同金融化环境中企业投资效率的差别。本文试图从金融化的微观效应入手，研究蓄水池效应与挤出效应如何共同作用于民营企业投资效率的内在机理，并将金融化的宏观涌现与微观传导相结合，考虑不同区域和不同阶段民营企业的异质性，引入对外直接投资作为中介变量，厘清金融化对具有不同国际化特征的民营企业发生作用的内在传导机制，以弥补目前研究的不足，拓宽金融化影响民营企业投资效率的分析思路，为相关理论研究提供借鉴与启示。

二、理论分析与研究假设

（一）企业配置金融资产的动机

资本是经济发展中的关键要素。根据金融抑制理论，发展中国家由于金融业受到抑制导致资本市场配置效率降低，经济增长达不到潜在最优水平。对于企业来说，扩大生产、改进生产技术、创新管理模式都需要大量的资本投入，因此企业需要通过配置金融资产来解决融资成本增加（邱杨茜等，2012）及委托代理（许新强，2014；王红建等，2017）等问题，并进行资金储备和资本套利（Demir，2009；许新强，2014；张成思和张步昙，2015，2016）。企业利用部分资金购买金融资产，如果出现资金链断裂、融资成本过高等情况，企业可以迅速变卖金融资产填补资金缺口，可以通过投资金融资产获取高收益。但是由于金融深化程度不足，有限资金投入高收益的金融产品和金融服务，会造成企业实业投资不足以及主体业务停滞或衰败。

基于企业配置金融资产这两种动机可以看出，金融化影响民营企业投资效率的机制表现为：民营企业面临资金有限与融资贵的问题，出于资金储备的动机，企业可以一定程度上降低外源融资的成本，并且产生的收益可以投资到实体业务中，提高投资效率；但如果出于资本套利的目的，民营企业的有限资金用在金融投机而不是主营业务上，那么企业会大大增加对金融资产收益的依赖，进而企业生产活动便逐渐向金融活动转移，实业投资不足，投资效率下降，于是产生“挤出效应”。

（二）企业投资效率的测算

基于企业的投资理论基础，国外学者首先对企业的投资效率进行了模型测算。

比如将企业现金流与投资结合起来,在托宾Q模型的基础上将内源融资与外源融资考虑在内,考察投资与现金流的敏感性,但是无法解释这种敏感性是源于过度投资还是投资不足。有些学者在加入投资机会与现金流的交互项后解决了这个问题。Richardson(2006)在以往研究的基础上构建了投资效率模型,利用新增投资额与上期新增投资额以及其他对投资效率产生影响的变量进行回归,最终得到残差的绝对值作为企业的投资效率,如果残差大于0,那么企业就存在过度投资的现象;如果残差小于0,那么存在投资不足的现象。鉴于此模型的广泛应用性与内在合理性,本文在此基础上进行适当的变量调整和优化后对民营企业投资效率进行测算。

(三) 研究假设

基于以上两种理论机制的分析,我们提出以下假设:

假设1:企业金融化提高民营企业的投资效率。即在民营企业金融化过程中,金融资产缓解了资金压力,改善民营企业的非效率投资。

假设2:企业金融化降低民营企业的投资效率。即在民营企业金融化过程中,金融资产的高收益让民营企业逐渐转换企业战略,使得企业更多靠“投机”盈利,减少生产性活动,降低投资效率。

此外,在这两种假设基础上对样本进行组间分类,将民营企业根据投资效率模型中残差的正负分为投资不足与投资过度两大类。实业投资与企业金融化也有密不可分的关系,无论民营企业储备金融资产出于何种动机都会对实业投资产生影响,进一步对其投资效率造成影响,因此我们假设:

假设3:金融化经由实业投资路径对民营企业的投资效率产生影响。

宫旭红和任颀(2017)证明了融资约束会对民营企业对外直接投资产生影响,那么金融资产的“蓄水池效应”会缓解融资约束,从而增加其对外直接投资,进一步影响投资效率。因此我们假设:

假设4:对外直接投资在金融化影响民营企业投资效率中发挥中介作用。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

基于数据可得性,我们以深交所和上交所两地的民营上市企业为研究样本,时间跨度为2011~2019年;同时剔除企业财务指标缺失的样本,也排除了金融与房地产等虚拟行业的上市企业样本。最终,民营上市企业样本以制造业等实体行业为主,共得到383家企业在2011~2019年的3,447个观测值。研究使用的财务数据均来自CSMAR数据库。为了尽量避免极端值的影响,对模型中的全部连续变量进行了1%和99%分位的缩尾处理。

(二) 变量定义

(1) 金融化(*Fin*)。实体企业金融化用流动性资产以及短期投资性科目之和

与企业总资产的比例来衡量 (Demir, 2009)。在研究实体企业金融化的文献中, 主要对实体企业金融资产的具体科目存在争议。刘珺等 (2014) 进一步从影子银行业务的重要参与主体视角, 对金融资产进行了更详细的划分。杜勇等 (2017) 参考谢家智等 (2014)、宋军和陆旸 (2015) 的方法对金融资产进行划分, 剔除货币资金, 加入投资性房地产科目。胡奕明等 (2017) 将 2002~2014 年的金融资产分为两个时间节点, 重新细分金融资产。戴颢等 (2018) 从广义与狭义两个角度对金融资产进行定义, 广义上加入了应收股利与长期股权投资科目, 狭义上除去货币基金与长期股权投资两个科目。因此, 本文采用金融资产与企业总资产比重代表企业金融化: $Fin = (\text{交易性金融资产} + \text{货币资金} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{买入返售金融资产净额} + \text{短期投资净额} + \text{衍生金融资产} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额} + \text{发放贷款及垫款净额}) / \text{企业总资产} \times 100\%$ 。

(2) 民营企业的投资效率 ($InvEffi$)。对于企业投资效率的度量, 绝大部分文献都基于 Richardson (2006) 的方法进行指标构建。首先, 对投资水平的预测与模型构建, 参考李维安和马超 (2014)、柯艳蓉等 (2019)、潘越等 (2020) 的研究, 建立如下投资模型, 变量定义见表 1。

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Invest_{i,t-1} + \beta_2 TobinQ_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Ret_{i,t-1} + \beta_6 lnsize_{i,t-1} + \beta_7 lnage_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (1)$$

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
第 t 年新增投资	$Invest_{i,t}$	民营企业第 t 年新增的实际投资 (固定资产、在建工程、工程物资、无形资产的项目总额) 与总资产的比值
第 $t-1$ 年新增投资	$Invest_{i,t-1}$	民营企业第 $t-1$ 年新增的实际投资与总资产的比值
托宾 Q 值	$TobinQ_{i,t-1}$	民营企业第 $t-1$ 年市值与总资产之比
货币资金持有率	$Cash_{i,t-1}$	民营企业第 $t-1$ 年货币资金与总资产之比
资产负债率	$Lev_{i,t-1}$	民营企业第 $t-1$ 年的资产负债率
股票回报率	$Ret_{i,t-1}$	民营企业第 $t-1$ 年考虑现金红利再投资的年个股回报率
企业规模	$lnsize_{i,t-1}$	民营企业第 $t-1$ 年营业收入的自然对数
企业年限	$lnage_{i,t-1}$	截至第 $t-1$ 年民营企业年限的自然对数
投资效率	$InvEffi_{i,t}$	$\varepsilon_{i,t}$ 的绝对值
投资不足	$UnderInv_{i,t}$	当 $\varepsilon_{i,t} < 0$ 时的绝对值
过度投资	$OverInv_{i,t}$	当 $\varepsilon_{i,t} > 0$ 时的绝对值

如果残差 $\varepsilon_{i,t}$ 大于 0, 表示民营企业存在过度投资 ($OverInv$) 的现象; 如果残差 $\varepsilon_{i,t}$ 小于 0, 那么民营企业存在投资不足 ($UnderInv$) 的现象; 残差 $\varepsilon_{i,t-1}$ 越接近 0, 民营企业的投资效率越高。民营企业的投资效率 ($InvEffi$) 可以用残差 $\varepsilon_{i,t-1}$ 的绝对值表示, 残差的绝对值越大, 民营企业投资越无效率。

(3) 民营企业实业投资率 ($Invest$)。实业投资率可以用民营企业第 t 年新增的实际投资与总资产之比表示。

(4) 企业对外直接投资 ($Ofdi$)。对外直接投资作为虚拟变量, 可以用 0 和 1 来表示。如果企业有对外直接投资, 那么它的值就为 1; 反之则为 0。

(5) 控制变量。控制变量的选择是实证研究中非常重要的步骤。本文考虑民营

企业动态特征，选择下列变量作为民营企业投资效率影响的控制变量：企业规模、企业人数、上市年限、资产回报率，具体定义见表 2。

表 2 控制变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
企业规模	$\ln size_{i,t}$	民营企业第 t 年营业收入的自然对数
企业人数	$\ln employee_{i,t}$	民营企业第 t 年员工总人数的自然对数
上市年限	$\ln age_{i,t}$	截至第 t 年民营企业年限的自然对数
资产回报率	$Ro a_{i,t}$	民营企业第 t 年净利润与总资产之比

(三) 模型构建

根据以上理论机制分析与变量定义，就企业金融化对民营企业投资效率的影响建立以下面板模型：

$$\begin{aligned} InvEffi_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \gamma \sum Controls_{i,t} + \xi_{i,t} \\ UnderInv_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \gamma \sum Controls_{i,t} + \xi_{i,t} \\ OverInv_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \gamma \sum Controls_{i,t} + \xi_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

在上述模型中， $InvEffi_{i,t}$ 为民营企业的投资效率， $UnderInv_{i,t}$ 、 $OverInv_{i,t}$ 分别为投资不足和过度投资的民营企业投资效率， $Fin_{i,t}$ 为民营企业的金融化程度， $Controls_{i,t}$ 为诸多控制变量， $\xi_{i,t}$ 为随机扰动项。

在模型 (2) 的基础上，为了探究实业投资是否进一步在民营企业金融化对其投资效率影响的过程中发生作用，构建以下模型：

$$\begin{aligned} InvEffi_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \alpha_2 Invest_{i,t} + \alpha_3 Fin_{i,t} \times Invest_{i,t} + \gamma \sum Controls_{i,t} + \xi_{i,t} \\ UnderInv_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \alpha_2 Invest_{i,t} + \alpha_3 Fin_{i,t} \times Invest_{i,t} + \gamma \sum Controls_{i,t} + \xi_{i,t} \\ OverInv_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \alpha_2 Invest_{i,t} + \alpha_3 Fin_{i,t} \times Invest_{i,t} + \gamma \sum Controls_{i,t} + \xi_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

在模型 (3) 中， $Invest_{i,t}$ 为民营企业的实业投资，并且引入实业投资 ($Invest_{i,t}$) 与金融化程度 ($Fin_{i,t}$) 的交叉项进行验证。

$$\begin{aligned} Prob(Ofdi_{i,t} > 0) &= \begin{cases} 1, & \text{if } \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \gamma \sum Controls_{i,t} + \xi_{i,t} > 0 \\ 0, & \text{else} \end{cases} \\ InvEffi_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \alpha_2 Ofdi_{i,t} + \gamma \sum Controls_{i,t} + \xi_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

在模型 (4) 中， $Ofdi_{i,t}$ 为民营企业的对外直接投资，我们运用中介变量的逐步回归法进行中介效应验证。

四、实证结果

(一) 投资效率模型

1. 描述性统计和相关性分析

通过表 3 可以看出，首先，在投资效率模型中，经过缩尾处理后的所有变量中 $TobinQ$ 值有最大的标准差，这表明民营企业在市场价值与重置成本比较这方面差异很大，其均值为 2.35。其次，民营上市企业在企业规模上差别很大，这可能是由于民营企业的上市年份不同，加之企业发展历史有很大的差异性，因而企业规模异质性较强。另外，从企业上市年限 (Age) 的自然对数可以看出，有的企业 2010 年上市，

而有的企业则比 2010 年上市的民营企业早了 20 年。其他各变量在数值上也有较大的差异。

对投资效率模型中的各变量进行多重共线性检验。Spearman 系数与 Pearson 系数显示：所有变量之间的相关系数都较低，因此可以排除多重共线性问题。

2. 实证结果

缩尾处理后，根据 Hausman 的检验结果选择固定效应模型。从表 4 的回归结果可以看出，民营企业当年的新增投资与上期投资、现金持有量、资产负债率呈正向关系；而与上期成长价值、股票回报率、企业规模与上市年限呈负向关系。模型结果显著性较高，实证结果与 Richardson 及多数学者的研究结论基本一致。之后就可以得到这个模型的残差值，民营企业投资效率（*InvEffi*）就是这个残差的绝对值。

（二）民营企业金融化与投资效率模型

1. 描述性统计和相关性分析

在对所有变量缩尾处理后，从表 5 可以看出民营企业在投资效率上差异较大，最小值为 0.0003，最大值为 0.246；将民营企业分为投资不足和过度投资两个样本后，样本量几乎各占一半，在数值上也很接近。民营企业的金融化程度均值为 22.2%，这表明民营企业超过 1/5 的资产为金融资产。所有控制变量也在一定程度上有差异。

通过相关性分析发现，解释变量（*Fin*）与其他控制变量的相关系数均较小，控制变量之间也基本通过了相关性检验。但是在企业规模（*lnsize*）与企业员工人数（*lnemployee*）上的相关系数为 0.74，进一步对其作 VIF 检验。从 VIF 检验结果可以看出所有变量的 VIF 值均严格小于 5，排除多重共线性问题。

2. 实证结果

从回归结果看（表 6），金融化显著影响民营上市企业投资效率。总体而言，金融化加剧了民营企业投资非效率程度。模型

表 3 各变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Invest_t</i>	3,447	0.31	0.18	0.01	0.794
<i>Invest_{t-1}</i>	3,447	0.31	0.18	0.01	0.808
<i>TobinQ</i>	3,447	2.35	1.64	0.91	11.422
<i>Cash</i>	3,447	0.18	0.13	0.015	0.618
<i>Lev</i>	3,447	0.45	0.20	0.096	0.95
<i>Ret</i>	3,447	0.09	0.51	-0.586	2.032
<i>Size</i>	3,447	21.39	1.28	17.852	24.429
<i>Age</i>	3,447	2.28	0.62	0	3.178

表 4 投资效率模型回归结果

变量	系数	标准误	T 值	P 值	显著性
<i>Invest_{t-1}</i>	0.642	0.015	43.09	0.000	***
<i>TobinQ</i>	-0.004	0.001	-3.11	0.002	***
<i>Cash</i>	0.060	0.015	3.92	0.000	***
<i>Lev</i>	0.022	0.011	2.02	0.044	**
<i>Ret</i>	-0.005	0.003	-1.99	0.046	**
<i>Size</i>	-0.005	0.002	-2.08	0.038	**
<i>Age</i>	-0.010	0.004	-2.67	0.008	***
<i>Constant</i>	0.230	0.052	4.47	0.000	***

注：*** $p < 0.01$ ，** $p < 0.05$ ，* $p < 0.1$ 。

表 5 模型描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>InvEffi</i>	3,447	0.036	0.041	0.0003	0.246
<i>Fin</i>	3,447	0.222	0.152	0.022	0.779
<i>lnsize</i>	3,447	21.486	1.3	17.948	24.586
<i>lnemployee</i>	3,447	7.766	1.145	4.344	10.264
<i>Roa</i>	3,447	0.043	0.065	-0.218	0.231
<i>lnage</i>	3,447	2.4	0.531	0.693	3.219
<i>OverInv</i>	1,719	0.036	0.039	0.0003	0.221
<i>UnderInv</i>	1,728	0.036	0.042	0.0003	0.253
<i>Ofdi</i>	3,447	0.579	0.494	0	1

(1) 中金融化程度 (Fin) 的估计参数显著为正 (0.026) 表明, 随着民营企业的金融化程度不断提高, 其无效率投资程度也在增加。假设 1 没有通过检验, 假设 2 通过检验。模型 (2) 和 (3) 将总体样本分为投资不足样本和过度投资样本, 对于投资不足的民营企业, 其金融化程度 (Fin) 的估计参数也显著为正 (0.109), 这表明对其来说, 配置更多的金融资产只会占据更多的主营业务发展空间, 进一步加剧非效率投资; 而对于过度投资的民营企业, 其金融化程度 (Fin) 的估计参数显著为负 (-0.08), 这表明民营企业储备金融资产虽然会对实业投资有一定挤占, 但是可以缓解紧张的投资环境, 改善其非效率投资。

(三) 实业投资渠道

为了探究实业投资在民营企业金融化影响投资效率过程中是否发挥了调节作用, 模型中引入实业投资 ($Invest$) 以及它与金融化 (Fin) 的交叉项 ($Invest \times Fin$)。从表 7 可以看出, 3 个模型中金融化程度 (Fin) 都对民营企业投资效率产生显著影响; 对于投资不足的民营企业, 金融化加剧了其投资非效率程度; 对于过度投资的民营企业, 金融化降低了其投资非效率程度。在这 3 个回归中实业投资 ($Invest$) 也显著通过了检验, 表明民营企业的实业投资在总体上及过度投资情况下加剧了其非效率投资; 但对于投资不足的民营企业, 其实业投资改善了投资无效率程度。交互项只有模型 (1) 和模型 (3) 通过了显著性检验, 对于过度投资的民营企业来说, 反而通过实业投资加剧了其投资非效率。

(四) 对外直接投资的中介效应

为了探究对外直接投资在民营企业金融化影响投资效率过程中是否发挥了中介

表 6 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	总体样本	投资不足	过度投资
Fin	0.026*** (3.65)	0.109*** (9.60)	-0.080*** (-6.89)
$lnsize$	0.004*** (2.59)	0.004* (1.82)	0.006*** (2.63)
$lnemployee$	-0.010*** (-6.96)	-0.012*** (-5.10)	-0.013*** (-5.49)
Roa	-0.053*** (-4.06)	-0.119*** (-5.67)	-0.009 (-0.46)
$lnage$	0.007 (1.54)	-0.001 (0.27)	-0.001 (-0.08)
$Constant$	0.024 (0.86)	0.015 (0.32)	0.026 (0.60)
样本量	3,447	1,728	1,719
$R-squared$	0.035	0.114	0.068
企业数	383	383	383
Company FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES

注: 括号内为 T 值, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

表 7 引入实业投资的模型回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	总体样本	投资不足	过度投资
Fin	0.052*** (4.51)	0.048*** (2.84)	-0.049*** (-2.70)
$Invest$	0.021** (2.05)	-0.344*** (-16.90)	0.328*** (18.80)
$Invest \times Fin$	-0.117*** (-2.86)	0.047 (0.69)	0.111* (1.94)
$lnsize$	0.004*** (2.73)	0.004* (1.76)	0.011*** (5.57)
$lnemployee$	-0.011*** (-7.12)	-0.005** (-2.23)	-0.013*** (-6.49)
Roa	-0.051*** (-3.93)	-0.133*** (-7.24)	0.029* (1.82)
$lnage$	0.007 (1.55)	-0.001 (-0.13)	-0.001 (-0.14)
$Constant$	0.016 (0.55)	0.083* (1.94)	-0.218*** (-5.58)
样本量	3,447	1,728	1,719
$R-squared$	0.037	0.324	0.301
企业数	383	383	383
Company FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES

注: 括号内为 T 值, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

作用,模型中引入对外直接投资(*Ofdi*)中介变量。从表8可以看出,民营企业金融化抑制了其对外直接投资,金融化程度不断提高反而使民营企业降低了对外直接投资。虽然企业的对外直接投资可以提高其投资效率,但是民营企业的金融化首先减少了其对外投资活动,进一步加剧了非效率投资程度。在3个模型中,所有的解释变量均通过了显著性检验。

五、稳健性检验

(一) 替换解释变量

学者对企业金融化界定的资产种类不同,也会导致不同的实证结果。在此将民营企业金融化程度(*Fin*)进一步界定:由于“投资性房地产”和“持有至到期投资净额”这两个科目相对而言流动性较差,变现能力不强,因此将这两个科目从金融资产中剔除,然后定义一个新的民营企业金融化程度(*Fin1*)变量,将其代入上述几个模型中,表9和表10显示替换解释变量后的实证结果与原先实证结果一致且都通过了显著性检验。

(二) 内生性问题

内生性问题主要是由于模型数据误差、反向因果或者遗漏变量偏误等引起的。本文数据还会存在时间滞后的问题。笔者本计划将“投资性房地产”和“持有至到期投资净额”这两个科目单独作为民营企业金融化程度的工具变量,但是,因为有的民营企业除了货币资金有数据外,在其他科目中都没有数据记录,因此使用解释变量的滞后一期与两期作为工具变量,并采用工具变量法中的GMM估计法,解决了工具变量外生有效的问题,同时也检验了不可识别问题、弱工具变量问题和过度识别问题。模型中所有变量均通过了检验,结果与前面结论一致。

表8 对外直接投资的中介效应模型结果

变量	(1)	(2)	(3)
	基准回归	中介变量	中介效应
<i>Ofdi</i>			-0.005* (-1.74)
<i>Fin</i>	0.026*** (3.65)	-1.638*** (-3.01)	0.025*** (3.59)
<i>lnsize</i>	0.004*** (2.59)	0.122 (1.27)	0.004*** (2.62)
<i>lnemployee</i>	-0.010*** (-6.96)	-0.020 (-0.21)	-0.011*** (-6.99)
<i>Roa</i>	-0.053*** (-4.06)	-1.840* (-1.89)	-0.054*** (-4.11)
<i>lnage</i>	0.007 (1.54)	-0.659** (-2.50)	0.007 (1.51)
<i>Constant</i>	0.024 (0.86)	-0.237 (-0.14)	0.027 (0.94)
样本量	3,447	3,447	3,447
企业数	383	383	383
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES

注:括号内为*T*值,*** $p<0.01$,** $p<0.05$,* $p<0.1$ 。

六、结论与政策性建议

(一) 结论

本文分析了金融化对民营企业投资效率的影响及其作用机制,结合上市企业9年的财务数据进行了实证检验。结果表明,总体而言金融化对民营企业的投资效率产生了负向作用,民营企业金融化程度加深会加剧民营企业非效率投资程度。对于

投资不足的民营上市企业来说,金融化程度加深降低了其投资效率;对于过度投资的民营上市企业而言,一定的金融化有利于提高其投资效率。在民营企业金融化与实业投资共同作用下,民营企业投资的非效率程度得到改善;对于过度投资的民营企业来说,在实业投资渠道下金融化降低了投资效率,这可能是因为在实业投资这个渠道中,过度投资的民营企业金融化的“挤出作用”大于“蓄水池作用”,所以反而使投资效率降低。

(二) 政策建议

(1) 构建重大金融风险防范机制,提高民营企业实业资本的投资回报率。一方面,由于“挤出效应”的存在,民营企业金融化会产生巨大风险,因此应坚持主营业务的主体地位,在战略上引导金融化服务于实业投资。企业应抓住数字化转型的战略机遇,利用金融科技和人工智能等技术手段提升自身主营业务的盈利能力,提高实体企业主营业务投资效率。另一方面,由于实体经济的投资回报率低于金融行业,民营企业才把大量资金投入金融领域,国家要适时进行宏观调控,进一步提高民营企业实业资本的投资回报率,提升实体企业主营业务的竞争能力,保证企业实体业务可持续发展。

(2) 加强对企业投资房地产行为的管控,限制房地产投资的“挤出效应”。民营企业对房地产的大量投资大大削弱了企业的创新能力,如果民营企业把研发资金全部投资房地产,那么企业主营业务就可能止步不前。如今我国不少城市经济的发展过度依赖土地财政,实体企业和民营企业的发展进入深水期,必须脱虚向实,将资源尽快集中到实业投资与主营业务中才是正道。政府适当引导民营实体企业投资房地产,鼓励民营企业做大做强实体产业。

表 9 替换变量模型回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	总体样本	投资不足	过度投资
<i>Fin1</i>	0.031*** (4.28)	0.110*** (9.45)	-0.074*** (-6.13)
<i>lnsize</i>	0.004** (2.49)	0.004 (1.53)	0.006*** (2.75)
<i>lnemployee</i>	-0.010*** (-6.92)	-0.012*** (-5.04)	-0.013*** (-5.48)
<i>Roa</i>	-0.055*** (-4.18)	-0.121*** (-5.76)	-0.009 (-0.47)
<i>lnage</i>	0.008* (1.76)	0.003 (0.35)	-0.001 (-0.14)
<i>Constant</i>	0.024 (0.85)	0.030 (0.62)	0.018 (0.43)
样本量	3,447	1,728	1,719
<i>R-squared</i>	0.036	0.113	0.061
企业数	383	383	383
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES

注:括号内为 *T* 值,*** $p < 0.01$,** $p < 0.05$,* $p < 0.1$ 。

表 10 替换变量在实业投资渠道回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	总体样本	投资不足	过度投资
<i>Fin1</i>	0.065*** (5.38)	0.050*** (2.89)	-0.043** (-2.30)
<i>Invest</i>	0.025** (2.48)	-0.343*** (-17.20)	0.333*** (19.47)
<i>Invest × Fin1</i>	-0.149*** (-3.47)	0.040 (0.58)	0.100* (1.69)
<i>lnsize</i>	0.004*** (2.68)	0.003 (1.58)	0.011*** (5.59)
<i>lnemployee</i>	-0.011*** (-7.13)	-0.005** (-2.19)	-0.013*** (-6.51)
<i>Roa</i>	-0.053*** (-4.08)	-0.134*** (-7.29)	0.030* (1.82)
<i>lnage</i>	0.009* (1.79)	-0.001 (-0.09)	-0.001 (-0.13)
<i>Constant</i>	0.014 (0.48)	0.091** (2.13)	-0.221*** (-5.69)
样本量	3,447	1,728	1,719
<i>R-squared</i>	0.040	0.323	0.300
企业数	383	383	383
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES

注:括号内为 *T* 值,*** $p < 0.01$,** $p < 0.05$,* $p < 0.1$ 。

(3) 降低民营企业的融资成本, 放宽民营企业的融资条件。银行严格的借贷条件和高昂的借贷成本, 使得中小微企业很难从银行借款, 被迫选择民间借贷平台, 导致巨大融资风险。许多中小微企业都是民营企业, 一定程度的金融化有利于发挥“蓄水池效应”, 促进企业创新发展。面对融资难、融资贵的问题, 银行可以根据政策放宽中小微企业的融资条件, 政府也可以通过税收等政策鼓励中小微企业尽量从正规平台融资, 提升其主营业务的核心竞争力。金融机构也要提升行业制度质量, 通过大数据等技术手段识别有潜力的优质民营企业, 配合政府培育专精特新产业集群, 为中小微企业的发展营造良好的制度环境, 反哺实体企业的持续发展。

(4) 合理控制金融化程度, 加强实业投资, 提高企业国际竞争力。目前越来越多的民营企业走出国门, 不仅对外出口产品, 还逐步深度参与国际投资及海外并购。在此过程中要控制好金融资产投资规模, 借力金融工具但不宜过度依赖金融化。积极利用国际金融资源, 注重引进先进技术, 在推进产学研用深度合作中提升实业投资效率。通过国际化的金融资源支持做大做强实体产业和主营业务才是立业之本, 才能不断提升民营企业核心竞争力, 在全球价值链重构浪潮下站稳脚跟并实现高质量发展。

参考文献:

- [1] 戴贇等. 从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J]. 外国经济与管理, 2018,(11).
- [2] 杜勇等. 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).
- [3] 段姝, 钟宇. 民营企业投资效率: 政治联系的制度效应与宏观经济波动[J]. 经济问题, 2019,(9).
- [4] 高翔, 李凌. 中国企业海外并购区位选择影响因素研究[J]. 国际商务研究, 2019,(3).
- [5] 官旭红, 任颀. 融资约束、信贷支持与民营企业对外直接投资[J]. 产业经济研究, 2017,(5).
- [6] 关宇航等. 产业政策、公司治理与民营企业投资效率——一个有调节的中介效应模型[J]. 当代经济管理, 2019,(11).
- [7] 郭丽婷. 企业金融化、融资约束与创新投资——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 金融与经济, 2018,(5).
- [8] 韩东平等. 货币政策、融资约束与投资效率——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2015,(4).
- [9] 胡奕明等. 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).
- [10] 柯艳蓉等. 控股股东股权质押与企业投资行为——基于金融投资和实业投资的视角[J]. 财贸经济, 2019,(4).
- [11] 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).
- [12] 刘丽娜, 马亚民. 实体企业金融化、过度负债与股价崩盘风险——基于上市公司投资视角的检验[J]. 云南财经大学学报, 2018,(3).
- [13] 刘珺等. 企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析[J]. 金融研究, 2014,(5).
- [14] 刘骏民. 从虚拟资本到虚拟经济[M]. 济南: 山东人民出版社, 1998.
- [15] 刘志远等. 政策不确定性与企业风险承担: 机遇预期效应还是损失规避效应[J]. 南开管理评论, 2017,(6).
- [16] 龙迎客, 罗斌. 企业金融化对我国制造业企业资本配置效率的影响[J]. 金融经济, 2019,(4).
- [17] 潘军. 实体企业金融化对企业价值的影响分析[J]. 中国物流与采购, 2019,(15).
- [18] 潘越等. 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).
- [19] 邱杨茜等. 当前我国金融体系与实体经济运行的问题与对策研究[J]. 经济学动态, 2012,(8).
- [20] 宋军, 陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的U形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. 金融研究, 2015,(6).
- [21] 孙平. 中国非金融企业金融化对企业创新的影响[J]. 科技进步与对策, 2019,(14).
- [22] 唐建新, 罗文涛. 产业政策、政治关联与民营企业投资[J]. 商业研究, 2016,(11).
- [23] 王博, 毛毅. 实体企业金融化对中国劳动收入份额的影响机制与效应[J]. 经济与管理研究, 2019,(10).

- [24] 王红建等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究 [J]. 南开管理评论, 2017,(1).
- [25] 肖忠意等. 企业金融化、生命周期与持续性创新——基于行业分类的实证研究 [J]. 财经研究, 2019,(8).
- [26] 谢家智等. 制造业金融化、政府控制与技术创新 [J]. 经济学动态, 2014,(11).
- [27] 徐云松, 戚瀚英. 金融化的内涵、机制与表现形式——基于宏观与微观视角的文献综述 [J]. 征信, 2020,(9).
- [28] 许新强. 中国非金融企业金融化程度和原因研究 [D]. 四川: 西南财经大学, 2014.
- [29] 张成思, 张步昙. 再论金融与实体经济: 经济金融化视角 [J]. 经济学动态, 2015,(6).
- [30] 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).
- [31] 张昭等. 企业金融化是否降低了投资效率 [J]. 金融经济研究, 2018,(1).
- [32] Almeida,H.,Campello,M.,Weisbach,M. S.The Cash Flow Sensitivity of Cash[J].The Journal of Finance,2004,(4).
- [33] Arrighi,G.The Long Twentieth Century:Money,Power,and the Origins of Our Times[M].New York:Verso,1994.
- [34] Cecchetti,S. G.,Kharroubi,E. Reassessing the Impact of Finance on Growth[R].BIS Working Papers 381,Bank for International Settlements,2012.
- [35] Demir,F.Financial Liberalization,Private Investment and Portfolio Choice:Financialization of Real Sectors in Emerging Markets[J].Journal of Development Economics,2009,(2).
- [36] Dore,R.Stock Market Capitalism and its Diffusion[J].New Political Economy,2002,(1).
- [37] Duchin,R.,Ozbas,O.,Sensoy,B. A.Costly External Finance,Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis[J].Journal of Financial Economics,2010,(3).
- [38] Epstein,G. A.Financialization and the World Economy[M].Northampton,A:Edward Elgar,2005.
- [39] Krippner,G. R.The Financialization of the American Economy[J].Socio-Economic Review,2005,(2).
- [40] Richardson,S.Over-investment of Free Cash Flow[J].Review of Accounting Studies,2006,(11).
- [41] Stockhammer,E.Financialisation and the Slowdown of Accumulation[J].Cambridge Journal of Economics, 2004,(5).
- [42] Sun,H.,et al.Energy Efficiency:The Role of Technological Innovation and Knowledge Spillover[J]. Technological Forecasting and Social Change,2021,vol. 167,120659.
- [43] Tori,D.,Onaran,Ö.The Effects of Financialisation and Financial Development on Investment: Evidence from Firm-level Data in Europe[R].Post Keynesian Economics Study Group,Working Paper 1705,2017.

Research on the Impact of Financialization on the Investment Efficiency of Private Enterprises

SUN Huaping ZHANG Xu

Abstract: After a certain degree of financialization, private enterprises can improve their investment environment and make financial assets serve their own development, which is the reservoir effect of financialization. The financialization of private enterprises may also cause crowding out effect on physical investment. Taking the listed companies of non-financial private enterprises in Shanghai and Shenzhen stock markets as samples, this paper empirically tests the comprehensive impact of financialization on the investment efficiency of private enterprises. It is found that the financialization of private enterprises reduces their investment efficiency and for over invested private enterprises, financialization improves their investment efficiency. In addition, for private enterprises with insufficient investment, industrial investment improves their investment efficiency; and outward foreign direct investment plays an intermediary role in the process of the impact of financialization on the investment efficiency of private enterprises. The government should provide policy support for private enterprises to improve the rate of return on industrial investment, and at the same time, private enterprises should let the financialization serve their main business development, so as to improve their investment efficiency. In the internationalization of private enterprises, we should guard against the negative impact of financialization on private enterprises in the process of export, foreign investment and cross-border mergers and acquisitions.

Keywords: private enterprises; financialization; investment efficiency; outward foreign direct investment

(责任编辑: 张建华)