

# 金融资产配置对企业价值影响的 实证研究<sup>\*</sup>

戚聿东 张任之

**内容提要:**随着中国经济金融化程度的不断加深,金融资产已经成为实体企业资产的重要组成部分,对企业价值的创造具有重要影响。本文以2007—2016年中国A股非金融上市公司为研究样本,通过构建不同持有动机下的计量模型,实证分析金融资产配置与企业价值之间的关系。研究表明,企业金融资产配置在整体上显著降低了企业价值,对于融资约束程度不同的公司,企业金融资产比重与企业价值之间并不存在显著相关关系;而对于市场套利动机越强的公司而言,企业金融资产比重与企业价值之间的负向相关关系越显著。进一步研究发现,企业配置金融资产对研发投入和资本投资产生“挤出效应”,而且显著抑制了企业经营业务全要素生产率的提升。最后,本文针对“脱实入虚”“实体部门金融化”等现象从政府和企业两个层面提出了相关政策建议。

**关键词:**金融资产配置 企业价值 传导机制 市场套利

**作者简介:**戚聿东,北京师范大学经济与工商管理学院教授、博士生导师,100875;

张任之(通讯作者),首都经济贸易大学工商管理学院博士研究生,100070。

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2018)05-0038-15

## 一、引言

随着中国经济进入结构转型期,在传统行业产能过剩、出口需求萎缩、产品核心竞争力不足、成本大幅上升等不利因素的背景下,实体经济普遍面临经营利润下滑的困境。而金融行业却凭借着准入管制和利率管制等政策优势保持着高额的资本回报率,与此同时,受益于近年来房价的快速上涨,房地产行业经历了前所未有的黄金发展期,金融和房地产行业的利润率远远高于实体经济的平均利润率水平。在资本逐利动机的驱使下,实体企业通过各种方式进入金融和房地产行业以获得高额回报,其中一种重要方式就是在企业资产负债表中大量配置金融资产。国泰安(CSMAR)数据库显示,2007—2016年中国非金融上市公司所持有的金融资产数量大幅上升,由2007年的2547亿元上升至2016年的15006亿元,配置金融资产的非金融上市公司数量由2007年

<sup>\*</sup> 基金项目:国家社会科学基金重点项目“深化国有企业改革问题研究”(13AJY012)。作者感谢匿名审稿人对本文提出的宝贵意见。文责自负。

的 672 家增加至 2016 年的 1055 家。同时金融资产的持有方式也呈现多元化趋势,从传统的资本市场上流通的股票和债券到参股金融机构、委托贷款、购买理财信托产品等,金融资产的种类越来越复杂化。由此可见,金融资产已经成为实体企业资产的重要组成部分,对企业价值的创造具有重要影响。而企业价值作为反映企业财务决策效果的最佳指标,充分考虑资金的时间价值和风险因素,体现了企业的长期可持续发展能力,实现企业价值最大化是企业各项财务活动的最终目标。那么,由此引出两个问题:企业配置金融资产是否有助于提升企业价值?如果有,又是通过何种传导机制对企业价值产生作用。

基于以上问题,本文以 2007—2016 年中国 A 股非金融上市公司为研究样本,通过构建不同持有动机下的计量模型,实证检验企业金融资产配置与企业价值之间的关系,并进一步分析两者之间的传导机制。研究发现,企业金融资产比重在整体上显著降低了企业价值,对于融资约束程度不同的公司,企业金融资产比重与企业价值之间并不存在显著相关关系,而对于市场套利动机越强的公司而言,企业金融资产比重与企业价值之间的负相关关系越显著;同时企业配置金融资产会对研发投资和资本投资产生挤出效应,而且显著抑制了企业全要素生产率的提升。本文的研究结论表明,当前中国上市公司配置金融资产更多的是出于市场套利动机,且对企业经营资产投资和经营效率产生明显抑制效应,严重降低了企业价值。

相较于以往文献,本文的贡献主要体现在以下三个方面:(1)通过实证分析金融资产配置对企业价值的影响及其传导机制,有助于指导企业管理层在实际生产经营过程中采取有效措施来优化配置金融资产和经营资产的比重,更好地发挥金融资产的预防性储蓄、分散与对冲风险等作用,为企业主营业务发展服务,实现企业价值的最大化;(2)综合现有文献,发现企业配置金融资产主要出于融资约束和市场套利两种动机,两种配置动机产生的经济后果迥然不同,而现有大多数文献在研究时并未对这两种动机进行具体区分,本文通过分别分析融资约束和市场套利两种动机下企业金融资产配置对企业价值产生的影响,有利于揭示中国上市公司配置金融资产的动机,并且进一步丰富实体企业金融化经济后果的研究;(3)已有文献较多运用宏观层面的数据对虚拟经济如何侵蚀实体经济进行分析,而鲜有文献从企业层面来揭示实体经济被“挤出”的影响机理,本文通过分析金融资产配置对企业经营活动产生的影响,为当前中国经济运行中出现的“脱实入虚”“实体部门金融化”“产业空心化”等现象提供微观层面的证据,进而有助于政府制定相关政策抑制实体企业金融化、引导金融更好地服务实体经济、有效防范和化解系统性金融风险、促进经济可持续发展。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一)文献回顾

国内外已有文献主要从企业金融资产与实体经营之间的关系对企业配置金融资产的经济后果进行分析,得到的结论存在明显分歧。一方面,企业配置的金融资产规模不断上升,会挤占企业原本用于投资经营性业务的资源,对实体投资产生“挤出效应”。Orhangazi(2008)以 1973—2003 年美国非金融企业为样本,实证分析企业金融化水平与实业投资率之间的关系,结果表明两者呈显著的负相关关系,即企业投资金融资产会降低用于实体投资的资金。Seo 等(2012)、Akkemik 和 Ozen(2014)分别以韩国和土耳其的非金融企业为样本,对企业金融资产影响实体经济的途径进行了研究,结果发现随着企业加大对金融资产的投资,其会通过降低固定资产投资和研发投资,进而

影响实体经济的发展。此外, Demir (2009)、Tori 和 Onaran (2016) 基于不同国家的数据也证实了金融资产投资对实体投资会产生抑制效应的结论。国内学者张成思、张步昙 (2016) 针对近年来中国实业投资率持续下滑的趋势, 从经济金融化的视角对此进行了分析, 结果表明, 经济金融化显著降低了企业的实业投资率, 同时金融资产的风险收益错配也会抑制实业投资, 并且这种抑制效应随着金融化程度的提高而增强。刘笃池等 (2016) 以 2008—2014 年 A 股非金融上市公司为研究对象, 实证分析企业金融化水平对实体企业经营性业务生产效率的影响, 研究发现, 企业金融资产水平无论是在总量上还是增量上均对经营性业务的全要素生产率产生抑制效应。此外, 还有部分学者发现企业的金融化同样会对企业创新产生抑制作用。谢家智等 (2014) 通过建立企业技术创新投资行为模型, 利用中国上市公司的数据证实了制造业过度金融化抑制了企业技术创新能力的提升。王红建等 (2017) 研究发现实体企业配置金融资产更多的是出于市场套利动机, 从长期来看高额资本收益率会使企业失去进行技术研发的动力。

另一方面, 企业持有金融资产也可能对实体经营产生正向促进作用, 原因在于企业利用闲置资金配置金融资产能够为企业带来融资便利, 缓解企业所面临的融资约束压力, 促进企业的实体投资。Smith 和 Stulz (1985)、Stulz (1996) 研究发现企业配置的金融资产在企业经营生产活动过程中发挥着“蓄水池”的作用, 即企业在资金富余时购买金融资产, 而当企业面临财务困境时通过出售金融资产来降低财务困境成本, 进而增加企业的实业投资。Aivazian 等 (2005)、Denis 和 Sibilkov (2010) 研究发现, 企业通过持有较高水平的金融资产可以获得更多可支配的资金, 降低企业所面临的融资约束程度, 进而促进实业投资水平的上升。国内学者杨箐等 (2017) 以中国上市公司配置的交易性金融资产为例, 发现交易性金融资产使得民营企业的融资约束程度显著降低, 进而提升了民营企业研发支出的持续性。

综合以往文献可以发现, 造成实体企业金融化经济效应显著不同的原因在于企业配置金融资产的动机存在差异性, 目前鲜有文献从企业配置金融资产不同动机的视角下对企业价值展开具体研究。对该问题深入分析不仅有利于揭示实体企业配置金融资产的具体动机, 而且也进一步拓展和丰富了实体企业金融化经济后果的研究。

## (二) 理论分析与研究假设

通过文献回顾部分可以发现, 金融资产持有动机是衡量企业金融资产与经营资产是否相互匹配的一个重要影响因素。由于当前我国金融资产与经营资产收益率之间存在巨大差异, 本文将非金融企业配置金融资产的动机大致分为融资约束动机和市场套利动机两类。其中, 融资约束动机是指企业将资金用于投资流动性较强的金融资产, 使企业在面临财务困境的时候, 能够发挥金融资产的“蓄水池”功能以解决经营活动投资不足的问题, 而且可以通过产融结合的方式拓宽融资渠道、降低融资成本、缓解企业在规模扩张过程中所面临的资金压力; 市场套利动机则是指企业以降低经营活动的资源投入为代价, 转向配置收益率较高但与自身经营业务并不密切相关的金融资产, 其目的在于获取金融资产的高额收益率。因此, 本节将从融资约束动机和市场套利动机两个方面对企业金融资产配置与企业价值之间的关系进行分析。

从融资约束动机的角度来看, 金融资产主要通过以下三种方式来促进企业的经营活动, 进而提升企业的价值: (1) 金融资产配置能够较好地解决企业经营资产投资不足的问题。企业的资本投资和研发创新活动具有周期长、投入资金大、不确定性高等特征, 使得企业面临高风险和信息不对称等问题, 特别是在以银行贷款为企业主要融资来源的特殊市场环境下, 企业的融资约束问题更加凸显。如果企业配置金融资产是出于融资约束动机, 当企业面临外部经营不确定性所带来的

冲击时,可以将变现能力较强的金融资产进行出售,以缓解由外部融资成本高昂和内部资金不足所引起的财务困境压力,进而解决企业经营投资不足的问题,促进企业价值的提升(Stulz,1996)。(2)金融资产配置可以降低企业的融资成本。根据企业会计准则的规定,大部分金融资产和投资性房地产是按照公允价值属性进行计量的,因此当企业所投资的金融资产价格上升时,会改善企业和银行的资产负债状况,具体表现为,企业的市场价值得到提升,偿还贷款能力加强,相应的银行的不良资产比例下降,进而促使银行放宽对实体企业的信贷约束,有助于降低企业的外部融资成本(许圣道、王千,2007)。(3)金融资产配置能够提高企业的资金使用效率、分散主营业务风险以及提升企业的资本运作能力。在企业资金富余而且缺乏净现值为正的投资项目时,相比于现金资产,投资金融资产可以获取一定的投资收益,提高了企业的资金使用效率,为企业经营活动储备更多的现金(Sean,1999),特别是在企业经营业务利润严重下滑的时候,较高的金融资产持有份额能够起到一定的缓冲作用,在短期内改善企业的经营状况(Baud和Durand,2012)。同时,企业可以通过参股金融机构的形式提升资本运作能力,借助金融机构的专业、人才和技术实现新市场的开发、上下游产业链的整合、核心技术的获取等企业经营战略性目标,更好地提升企业价值。据此,本文提出假设1。

假设1:如果企业配置金融资产是出于融资约束动机,那么对于融资约束程度越强的企业而言,其金融资产比重与企业价值之间的正相关关系越显著。

从获取金融资产高额收益率的市场套利动机来看,金融资产比重对企业价值产生影响主要通过以下两种渠道:(1)金融资产配置会抑制企业经营活动的投入,两者之间存在替代关系(Tobin,1965)。当金融资产的投资收益率高于经营资产时,在资本逐利动机的诱导下,企业会将更多的资金投向金融资产,在企业面临的融资约束程度给定的情况下,必然会对经营活动的投入资源产生“挤出效应”。特别是企业的研发创新活动是一个累积的、持续的和不确定的过程,要求企业保持连续稳定的资金投入(Lazonick和Teece,2012),在市场套利动机下,企业为了追求金融资产的超额收益会降低研发创新等经营性活动的投入,不利于企业经营性业务的长期可持续发展,导致企业价值并不能得到有效提升。(2)金融资产配置改变了企业的投资偏好和管理模式,阻碍了企业经营效率的提升。金融资产获利在企业利润中的占比越来越高,在市场套利动机的驱使下,会使得企业管理层改变金融投资在经营决策中的优先顺序,增加金融投资活动的投入资源,同时管理的重心从传统的生产经营领域转向金融投资领域,失去了对于开发市场、提高产品质量、加强技术研发、完善经营管理制度等经营活动的积极性,并且基于市场套利动机的金融资产投资往往与企业自身经营业务的长期竞争优势相脱离,导致形成企业内部资源错配现象,造成企业经营效率的低下(王竹泉等,2017),制约企业价值的提升。根据以上分析,本文提出假设2。

假设2:如果企业配置金融资产是出于市场套利动机,那么对于市场套利动机越强的企业而言,其金融资产比重与企业价值之间的负相关关系越显著。

### 三、实证研究设计

#### (一)样本数据来源

本文选择2007—2016年所有A股上市公司作为原始样本,并对其做出如下步骤的处理:剔除金融类和房地产类上市公司,剔除ST类上市公司,剔除数据缺失和异常的上市公司,剔除2016年新上市的公司。经过以上筛选,最终共获得9398个公司年度观测值。之所以将初始年份定为

2007年,是因为从2007年开始实施的新企业会计准则对企业金融资产的计量重新做出了规定,为了确保结果的一致性,因而未将2007年之前的样本纳入本文的分析中。同时为了控制极端值对回归结果可靠性可能产生的影响,本文对所有连续变量在1%和99%水平上进行了Winsorize缩尾处理。上市公司的财务数据均来自国泰安(CSMAR)数据库,使用的数据处理以及计量分析软件为Stata12.0。

## (二)研究设计与变量定义

参考已有关于企业金融化经济后果的相关文献,本文使用以下计量模型对研究假设进行实证检验,具体模型如下:

$$TobinQ = \alpha_0 + \alpha_1 Financial + \alpha_2 FC + \alpha_3 FC \times Financial + \Sigma \alpha_i X_i + \varepsilon \quad (1)$$

$$TobinQ = \alpha_0 + \alpha_1 Financial + \alpha_2 Arbitrage + \alpha_3 Arbitrage \times Financial + \Sigma \alpha_i X_i + \varepsilon \quad (2)$$

其中,被解释变量 *TobinQ* 表示企业价值,等于公司股票市价与债务账面价值之和与企业总资产的比值。解释变量 *Financial* 表示企业金融资产与期末总资产的比值,其中金融资产的分类借鉴宋军、陆旸(2015)的研究,具体包括交易类金融资产、长期金融股权投资、委托贷款及理财、投资性房地产四类。交易类金融资产是指流动性较强、受资本市场波动较大的资产,主要包括资产负债表中的交易性金融资产、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、衍生金融资产、买入返售金融资产净额等科目;长期金融股权投资是指企业所持有的银行、券商、基金和信托等金融机构的股权金额,具体数据可从长期股权投资的明细中筛选得到;委托贷款及理财是指企业委托银行等金融机构向其他企业发放的贷款以及购买银行理财和信托产品的年末余额,具体数据可通过资产负债表中的其他流动资产明细筛选得到;投资性房地产的数据来源于资产负债表中的投资性房地产净额科目,近年来我国房地产行业的快速发展使其逐渐具有金融属性,因此,本文将其看作企业持有的一种特殊金融资产。

模型(1)用来检验企业的金融资产比重在不同融资约束程度下与企业价值之间的关系是否存在显著性差异。其中,*FC*表示企业所面临的融资约束程度,本文根据Hadlock和Pierce(2010)提出的SA指数来计算融资约束指标,具体算法为: $SA = -0.737 \times \ln asset + 0.043 \times \ln asset^2 - 0.04 \times age$ ,该指数值越大,表明企业所面临的融资约束程度越严重。之所以选择SA指数,主要是因为与其他几种测度方法包含财务杠杆、托宾Q值等众多内生性变量相比,SA指数仅包含了企业年龄和企业资产规模两个外生性变量,结果相对而言更加稳健。*FC*变量的具体计算过程如下:将计算出来的各年份SA指数按照中位数进行划分,其中大于中位数的视为融资约束程度较高组,*FC*取值为1;反之,则视为融资约束程度较低组,*FC*取值为0。根据假设1,如果 $\alpha_3$ 显著为正,说明对于融资约束程度越强的公司而言,其金融资产比重与企业价值之间的正相关关系越显著,则支持假设1的成立。模型(2)检验企业的金融资产比重在不同市场套利动机下与企业价值之间的关系是否存在显著性差异,其中,*Arbitrage*是表示市场套利动机强弱的虚拟变量,本文采用金融资产获利与净利润的比重来衡量,其中金融资产获利主要包括企业的利息收入、与金融资产有关的投资收益以及公允价值变动收益三部分,之所以选择这个指标是因为:金融资产获利占比是一个流量性质的指标,反映了企业净利润中金融资产获利所占的比重,能够较好地刻画企业为实现利润最大化而基于市场套利动机的金融投资行为。*Arbitrage*变量的具体计算过程如下:将各年份的金融资产获利与净利润的比值按照中位数来划分,大于各年度中位数的视为市场套利动机较强组,*Arbitrage*取值为1;反

之,则视为市场套利动机较弱组, *Arbitrage* 取值为 0。如果  $\alpha_3$  显著为负,说明企业的市场套利动机越强,其金融资产比重与企业价值之间的负相关关系越显著,则假设 2 成立。

*X* 为控制变量,根据已有文献的研究结论,本文分别控制了公司规模 (*lnasset*)、营业规模 (*lnsales*)、资产负债率 (*Lev*)、营业收入增长率 (*Growth*)、自由现金流量 (*FCF*)、国有企业 (*SOE*)、公司年龄 (*Age*)、股权集中度 (*Top1*) 等影响企业价值的变量。此外,针对每个样本观测值分别设置了行业虚拟变量和年度虚拟变量以控制行业与年度效应,具体变量的名称及定义见表 1。

表 1 变量名称与定义

变量类型	变量	变量名称	变量定义
因变量	<i>TobinQ</i>	企业价值	(股票市价 + 债务账面价值)/总资产
自变量	金融资产比重	<i>Financial</i>	公司金融资产与总资产的比值,其中金融资产分为交易类金融资产、长期金融股权投资、委托贷款及理财以及投资性房地产四类
调节变量	融资约束	<i>FC</i>	根据 Hadlock 和 Pierce(2010) 提出的 SA 指数来计算融资约束程度,其中大于年度中位数的视为融资约束程度较高组,取值为 1,反之,则视为融资约束程度较低组,取值为 0
	市场套利	<i>Arbitrage</i>	通过计算金融资产获利与净利润的比值来衡量市场套利动机的强弱,其中金融资产收益包括利息收入、与金融资产有关的投资收益以及公允价值变动收益三部分,其中大于各年度中位数的视为市场套利动机较强组,取值为 1,否则取值为 0
控制变量	公司规模	<i>lnasset</i>	公司总资产的自然对数
	营业规模	<i>lnsales</i>	公司营业收入的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额与资产总额比值
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	(本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
	自由现金流量	<i>FCF</i>	经营活动产生的现金净流量与总资产的比值
	国有企业	<i>SOE</i>	若企业为国有企业,则取值为 1,否则取值为 0
	公司年龄	<i>Age</i>	当年年度 - 公司成立年度
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
	行业虚拟变量	<i>Industry</i>	当公司位于该行业时,取值为 1,否则取值为 0
	年度虚拟变量	<i>Year</i>	当公司位于该年度时,取值为 1,否则取值为 0

#### 四、实证结果分析

##### (一)描述性统计分析

表 2 列示了本文主要变量的描述性统计结果,其中,因变量 *TobinQ* 的均值为 2.437,远高于国外文献的标准,说明我国股票市场普遍存在定价过高的现象。企业金融资产比重 (*Financial*) 的均值为 6.4%,超过中位数 2.4%,说明有相当一部分上市公司配置了较多的金融资产。其余控制变量的均值与中位数基本接近,表明控制变量未出现异常分布。

表 2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>Financial</i>	9398	0.064	0.102	0.000	0.024	0.554
<i>lnasset</i>	9398	22.321	1.370	19.295	22.155	26.253
<i>TobinQ</i>	9398	2.437	1.808	0.892	1.863	11.749
<i>lnsales</i>	9398	21.747	1.570	17.695	21.635	25.811
<i>Growth</i>	9398	0.176	0.552	-0.561	0.085	4.024
<i>FCF</i>	9398	0.049	0.073	-0.174	0.047	0.256
<i>Age</i>	9398	16.227	4.944	0.000	16.000	36.000
<i>Lev</i>	9398	0.511	0.203	0.084	0.514	1.037
<i>Top1</i>	9398	0.363	0.156	0.085	0.341	0.751

## (二) 实证分析结果

由于模型(1)和模型(2)中的因变量企业价值与解释变量企业金融资产比重之间可能存在反向因果关系,会引起模型的内生性问题。通过对模型进行 Hausman 内生性检验,结果显著拒绝了模型不存在内生性的原假设。为了避免内生性问题给估计结果带来的偏差,需要寻找合适的工具变量对模型进行回归。然而,上市公司都面临相同的宏观经济政策、金融市场环境等影响因素,难以利用制度背景等外生工具变量来解决模型中存在的内生性问题,因此,本文选取变量 *Financial* 的滞后 1~2 期作为内生变量的工具变量。当然,设定的工具变量是否合适,还需要经过过度识别等相关诊断性检验进行确认。在计量模型估计过程中,本文采用带有工具变量的固定效应模型 (FE-IV) 对样本进行回归分析。此外,本文还列示了固定效应模型 (FE) 的估计结果进行对比,具体结果如表 3 所示。

表 3 融资约束动机下的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	FE	FE-IV	FE	FE-IV
<i>Financial</i>	-0.150 (-0.41)	-0.295*** (-4.24)	-0.648 (-1.52)	-0.798*** (-5.09)
<i>FC</i>			0.411 (0.40)	0.401 (0.16)
<i>FC × Financial</i>			1.755 (0.66)	-2.255 (-0.06)
<i>lnasset</i>	-1.300*** (-13.17)	-1.095*** (-9.24)	-1.375*** (-12.99)	-1.157*** (-4.59)
<i>Lev</i>	-0.282*** (-3.08)	-0.592*** (-3.87)	-0.305*** (-4.18)	-0.603*** (-6.84)
<i>Growth</i>	0.132*** (3.86)	0.217*** (4.66)	0.133*** (3.90)	0.218*** (3.12)



续表 3

	(1)	(2)	(3)	(4)
	FE	FE-IV	FE	FE-IV
<i>lnsales</i>	0.014* (1.19)	0.100*** (4.05)	0.003*** (4.04)	0.110*** (6.52)
<i>FCF</i>	0.932*** (3.64)	0.516*** (3.79)	0.961*** (3.77)	0.513*** (4.63)
<i>SOE</i>	-0.223*** (-3.46)	-0.241*** (-5.16)	-0.234*** (-3.53)	-0.260*** (-6.26)
<i>Age</i>	0.047*** (3.76)	-0.380*** (-9.58)	0.056*** (4.18)	-0.374*** (-5.74)
<i>Top1</i>	1.098** (2.49)	0.770*** (5.33)	1.095** (2.49)	0.746*** (4.28)
<i>_cons</i>	1.593*** (18.32)	1.213*** (5.74)	1.166*** (16.18)	1.518*** (7.29)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
Sargan(p 值)		0.309		0.329
<i>N</i>	9398	6263	9398	6263
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.376	0.317	0.381	0.321
<i>R</i> <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.374	0.184	0.378	0.188

注:括号内的数值为 *t* 值,\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。下同。

根据表 3 中第(2)列的回归结果发现,金融资产比重 *Financial* 的系数为 -0.295,在 1%的水平下显著,说明企业金融资产比重越高越不利于企业价值的提升。而在第(4)列中加入融资约束变量以及融资约束与金融资产比重的交互项之后,金融资产比重与企业价值之间仍然呈现显著负向相关关系,而融资约束与金融资产比重的交互项系数不显著,表明对于融资约束程度较强的公司而言,金融资产比重与企业价值之间并不存在显著正相关关系,说明企业配置金融资产并没有起到缓解融资约束的作用,因此,假设 1 不成立。从 Sargan 过度识别检验结果来看,均没有拒绝原假设的成立,说明模型所选取的工具变量是合理的。在控制变量的回归结果中,公司规模、资产负债率以及国有企业与企业价值呈显著负相关关系,而营业收入增长率、营业规模、自由现金流量、公司年龄、股权集中度与企业价值呈显著正相关关系,与已有关于企业价值的研究结论基本一致。

表 4 为在市场套利动机下,企业金融资产比重与企业价值之间的回归结果。表 4 中第(2)列的回归结果与表 3 中第(2)列的结果完全一致,因此不再详细阐述。从第(4)列的回归结果可以发现,在加入市场套利动机以及市场套利动机与金融资产比重的交互项之后,企业金融资产比重与企业价值之间仍然呈现显著负相关关系,市场套利动机以及市场套利动机与金融资产比重的交互项系数均在 1%的水平下显著为负,表明对于市场套利动机越强的公司而言,金融资产比重越高,越不利于企业价值的提升,揭示出我国上市公司配置金融资产更多的是出于市场套利动机,由此可以得出假设 2 成立的结论。



表 4 市场套利动机下的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	FE	FE-IV	FE	FE-IV
<i>Financial</i>	-0.150 (-0.41)	-0.295 *** (-4.24)	-0.045 (-0.09)	-0.422 *** (-5.14)
<i>Arbitrage</i>			-0.108 (-0.42)	-0.078 *** (-6.07)
<i>Arbitrage</i> × <i>Financial</i>			-0.352 (-0.88)	-0.401 *** (-4.12)
<i>lnasset</i>	-1.300 *** (-13.17)	-1.095 *** (-9.24)	-1.295 *** (-13.13)	-1.088 ** (-9.07)
<i>Lev</i>	-0.282 *** (-3.08)	-0.592 *** (-3.87)	-0.301 *** (-4.16)	-0.639 *** (-5.83)
<i>Growth</i>	0.132 *** (3.86)	0.217 *** (4.66)	0.131 *** (3.83)	0.222 *** (3.58)
<i>lnsales</i>	0.014 * (1.19)	0.100 *** (4.05)	0.011 (0.15)	0.086 *** (3.52)
<i>FCF</i>	0.932 *** (3.64)	0.516 *** (3.79)	0.925 *** (3.61)	0.525 *** (6.79)
<i>SOE</i>	-0.223 *** (-3.46)	-0.241 *** (-5.16)	-0.225 (-1.47)	-0.239 *** (-4.13)
<i>Age</i>	0.047 *** (3.76)	-0.380 *** (-9.58)	0.047 *** (3.77)	-0.384 *** (-7.91)
<i>Top1</i>	1.098 ** (2.49)	0.770 *** (5.33)	1.088 ** (2.48)	0.790 *** (5.21)
_cons	1.593 *** (18.32)	1.213 *** (5.74)	1.616 *** (18.40)	1.095 *** (11.45)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
Sargan(p 值)		0.309		0.380
<i>N</i>	9398	6263	9398	6263
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.376	0.317	0.377	0.305
<i>R</i> <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.374	0.184	0.375	0.170

### (三) 稳健性检验

为了使研究结论更加具有稳健性,本文做了三个稳健性检验:(1)采用 Kaplan 和 Zingales (1997)提出的 KZ 指数来构建融资约束变量,以反映企业在不同融资约束程度下,金融资产比重与企业价值之间的关系,回归后发现结论不变;(2)选取企业金融资产与经营资产收益率之间的差值作为市场套利动机的替代变量,该差值越大,表明企业的市场套利动机越强,实证结果仍支持原假设的成立;(3)公允价值变动受市场因素的影响较大,不能真实反映企业主动配置金融资产的行

为,因此将金融资产账面价值中的“公允价值变动收益”予以剔除,以排除公允价值变动给企业金融资产规模带来的变化,实证分析后发现结论不变。<sup>①</sup>

### 五、进一步分析

上文已证实我国上市公司主要是出于市场套利动机来配置金融资产,并且随着企业金融资产比重越高,越不利于企业价值的提升。那么金融资产配置又是通过哪些传导机制对企业价值产生不利影响,本部分将对此进行深入分析。

#### (一) 金融资产配置对企业价值的传导机制

下图反映了企业金融资产配置对企业价值的传导机制,其中,经营资产以及经营业务全要素生产率是金融资产配置作用于企业价值的重要因素,具体而言:

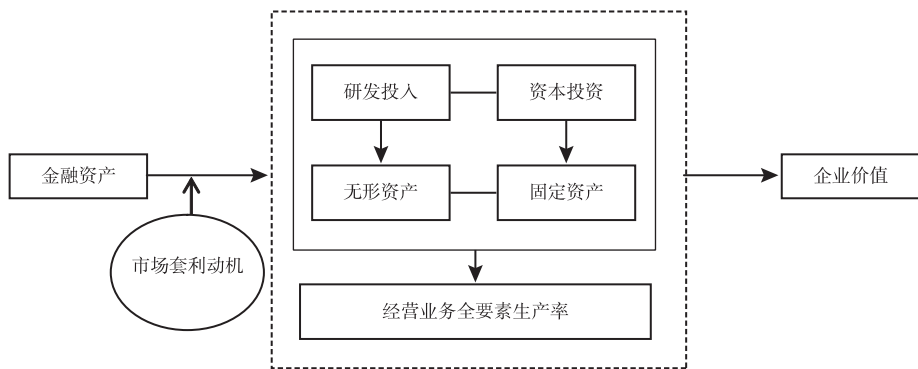


图 金融资产配置对企业价值的传导机制

1. 实体企业的经营资产主要包括固定资产和无形资产两种类型,它们来源于企业的物质资本投资和研发投入。市场套利动机下的金融投资活动会导致企业选择短期回报率较高的金融投资项目,而忽视经营业务的长期发展战略和目标。一旦企业基于短期市场套利动机进行金融资产投资,会使其削减资本投资和研发投入,将原本投入长期经营性业务的投资转向金融投资,并且金融资产的收益率越高,企业投入金融资产的资金越多,在企业资金总量一定的情况下,必然会对实体经营投入即经营资产产生“挤出效应”。企业的固定资产和无形资产作为企业价值创造的基础,实体经营投入的减少最终将会导致企业价值的降低。

2. 实体企业经营业务全要素生产率是衡量企业生产效率的关键指标,反映了企业生产经营过程中要素平均产出水平、技术创新、制度环境、管理技能等因素的影响。在当前实体经济利润率持续下滑以及金融行业高额收益率的背景下,企业管理层迫于经营业绩的压力,会将管理的重心从传统的生产经营部门转向金融部门,以期在短期内提升企业的利润率。这种管理模式的转变将会降低企业的生产经营效率。这是因为,金融行业的超额回报率会诱导企业管理者将更多的精力用于金融投资活动,相应地减少了适应市场、降低成本、提高产品质量、开发新产品、完善企业管理制度等方面的努力。同时,基于市场套利动机下的金融投资活动往往是以短期投机为交易导向,脱离了企业长期经营业务的竞争优势所在,造成企业内部资源的低效配置,不利于企业长期价值的提升。

<sup>①</sup> 限于篇幅,稳健性检验结果从略。可联系作者索取。

## (二)金融资产配置对经营资产的实证分析结果

本部分以企业的研发投入(当期研发投入与总资产的比值)和资本投资(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与总资产的比值)作为被解释变量,将金融资产收益率 $r_f$ (企业金融资产收益与金融资产的比值)和金融资产收益率与金融资产比重的交互项引入模型中,其余控制变量与上文相同,具体回归结果如表5所示。

表5 企业金融资产比重与研发投入、资本投资的回归结果

	研发投入		资本投资	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Financial</i>	-0.005 *** (-4.02)	-0.004 *** (-3.81)	-0.044 *** (-5.16)	-0.047 *** (-5.15)
$r_f$		-0.004 *** (-5.25)		-0.056 ** (-2.01)
$r_f \times Financial$		-0.054 *** (-3.52)		-0.012 *** (-4.00)
<i>lnasset</i>	-0.010 *** (-4.66)	-0.012 *** (-4.70)	0.016 *** (6.65)	0.056 *** (8.59)
<i>Lev</i>	-0.005 * (-1.79)	-0.015 * (-1.78)	-0.028 *** (-4.95)	-0.037 *** (-5.07)
<i>Growth</i>	0.003 (0.01)	0.024 ** (2.02)	0.003 *** (3.36)	0.031 ** (1.34)
<i>lnsales</i>	0.007 *** (4.83)	0.036 *** (4.81)	-0.009 *** (-4.23)	-0.018 *** (-4.25)
<i>FCF</i>	0.001 (0.27)	0.009 * (1.25)	0.004 *** (2.73)	0.019 *** (2.65)
<i>SOE</i>	0.001 (0.54)	0.023 ** (1.53)	-0.005 (-1.19)	-0.014 *** (-3.18)
<i>Age</i>	0.001 *** (5.83)	0.016 *** (4.82)	-0.004 *** (-12.41)	-0.028 *** (-7.80)
<i>Top1</i>	-0.001 (-0.18)	-0.017 *** (-2.16)	0.011 (1.01)	0.018 *** (4.65)
_cons	0.073 ** (1.97)	0.075 * (1.96)	-0.038 (-1.12)	-0.034 (-0.99)
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3200	3200	9398	9398
$R^2$	0.120	0.120	0.090	0.090
$R^2\_a$	0.112	0.112	0.086	0.087

表5中的模型(1)和模型(2)是以研发投入作为被解释变量的回归结果。由模型(1)的回归结果可知,金融资产比重的回归系数为-0.005,且在1%的水平下显著,说明企业金融资产比重与

研发投入之间呈显著负相关关系,金融资产对研发投入产生“挤出效应”。在模型(2)的回归结果中,金融资产收益率的回归系数为  $-0.004$ ,且在 1% 的水平下显著,即金融资产收益率越高,企业研发投入的资金越少。金融资产收益率与金融资产比重交互项的系数为  $-0.054$ ,且在 1% 的水平下显著,说明金融资产收益率的提高加剧了金融资产投资对企业研发投入的“挤出效应”,证实了企业配置金融资产更多的是出于市场套利动机的结论。模型(3)和模型(4)是以资本投资作为被解释变量的回归结果。根据模型(3)的回归结果可知,金融资产比重的回归系数为  $-0.044$ ,且在 1% 的水平下显著,说明金融资产与企业资本投资之间存在显著负相关关系,金融资产投资造成资本投资的“挤出效应”。在模型(4)的回归结果中,金融资产收益率的回归系数为  $-0.056$ ,且在 5% 的水平下显著,表明金融资产收益率的提高会使企业资本投资减少。而金融资产收益率与金融资产比重交互项的系数为  $-0.012$ ,且在 1% 的水平下显著,即金融资产收益率的提高同样会加剧金融资产投资对企业资本投资的“挤出效应”,说明获取金融行业的高收益率是企业配置金融资产的主要考虑因素。

(三)金融资产配置对经营业务全要素生产率的实证分析结果

本部分参考鲁晓东、连玉君(2012)的文献,分别使用 OLS、OP 以及 LP 三种方法对上市公司的经营业务全要素生产率进行估计,然后将三种方法计算得到的全要素生产率作为被解释变量,企业金融资产比重作为解释变量,其余控制变量与上文相同,得到的回归结果如表 6 所示。

表 6 企业金融资产比重与经营业务全要素生产率的回归结果

	(1)	(2)	(3)
	OLS	OP	LP
<i>Financial</i>	-0.011 ** (-1.22)	-0.101 *** (-3.71)	-0.065 *** (-7.81)
<i>lnasset</i>	-0.306 *** (-19.82)	0.092 *** (5.30)	-0.017 * (-1.89)
<i>Lev</i>	-0.161 *** (-4.22)	0.208 *** (4.80)	0.125 *** (7.66)
<i>Growth</i>	0.027 *** (3.63)	-0.035 *** (-4.13)	-0.013 *** (-5.36)
<i>lnsales</i>	0.303 *** (19.22)	0.787 *** (44.23)	0.136 *** (12.38)
<i>FCF</i>	0.686 *** (14.80)	-0.755 *** (-14.20)	-0.016 ** (-1.61)
<i>SOE</i>	-0.076 *** (-3.21)	0.142 *** (5.29)	-0.315 ** (-2.50)
<i>Age</i>	0.013 *** (7.95)	-0.016 *** (-8.12)	0.093 *** (7.92)
<i>Top1</i>	0.017 (0.24)	-0.008 (-0.10)	-0.013 (-0.33)
<i>_cons</i>	0.062 (0.29)	-1.108 *** (-4.31)	-0.247 *** (-10.34)

续表 6

	(1)	(2)	(3)
	OLS	OP	LP
行业效应	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	9369	9369	9380
$R^2$	0.349	0.851	0.248
$R^2_a$	0.346	0.850	0.246

表 6 中的模型(1)~(3)列示了三种方法计算得到的经营业务全要素生产率与企业金融资产比重的回归结果。模型(1)中使用 OLS 方法计算得到的企业全要素生产率作为因变量,其中金融资产比重的回归系数为  $-0.011$ ,且在 5% 的水平下显著,说明企业配置金融资产阻碍了全要素生产率的提升。模型(2)中使用 OP 方法估算得到的企业全要素生产率作为因变量,结果显示,金融资产比重的回归系数为  $-0.101$ ,且在 1% 的水平下显著,表明企业的金融资产显著降低了企业的全要素生产率。模型(3)中使用 LP 方法计算得到的企业全要素生产率作为因变量,发现金融资产比重的回归系数为  $-0.065$ ,且在 1% 的水平下显著,说明企业金融资产配置严重阻碍了全要素生产率的提升。通过以上回归结果,可以发现基于市场套利动机下的金融资产投资活动显著降低了企业经营业务的全要素生产率,阻碍了企业核心竞争力的提升,不利于企业的长期可持续发展。

## 六、结论与启示

随着我国实体企业配置的金融资产规模不断上升,其在企业经营活动过程中发挥着日益重要的作用,对企业价值的影响也越来越显著。本文以 2007—2016 年中国 A 股非金融上市公司为样本,采用企业持有的交易类金融资产、长期金融股权投资、委托贷款及理财、投资性房地产四类资产的期末余额作为金融资产配置的衡量指标,实证检验了不同持有动机下企业金融资产比重与企业价值之间的关系,并进一步深入分析了企业金融资产配置对企业价值的传导机制。研究结果表明,企业金融资产比重在整体上显著降低了企业价值,对于不同融资约束程度的公司,企业金融资产比重与企业价值之间并不存在显著相关关系,而对于套利动机越强的公司而言,企业金融资产比重与企业价值之间的负相关关系越显著。内生性检验和稳健性检验均证实了上述结论的成立。进一步对企业经营活动的研究发现,企业配置金融资产对当期的研发投入和资本投资产生“挤出效应”,并且金融资产的收益率越高,金融资产对研发投入和资本投资的“挤出效应”越明显,而通过将 OLS、OP 和 LP 三种方法计算得到的企业经营业务全要素生产率作为被解释变量对企业金融资产比重进行回归后发现,企业金融资产比重的系数均显著为负,说明企业配置金融资产抑制了企业经营业务全要素生产率的提升。本文的研究结论揭示了当前我国上市公司更多的是出于市场套利动机来配置金融资产,基于市场套利动机下的金融投资活动不仅对企业的研发投入和资本投资产生“挤出效应”,而且显著降低了企业的全要素生产率,最终阻碍了企业价值的提升。

本文的研究结论对于当前中国经济运行中出现的“脱实入虚”“实体部门金融化”“产业空心化”等现象可以提供具有较强实践意义的政策启示。为此,本文提出以下两个层面的政策建议。

从政府层面来看,(1)进一步扩大金融业对内对外开放,不断降低金融行业的准入壁垒。长期

以来,金融行业依靠着严格的制度性进入壁垒和利率管制获取超额收益率,因此,需要放松金融行业的进入规制,放宽民营资本的准入条件,加快利率市场化改革,实现不同市场主体的公平竞争,促进不同行业间的利润均等化。(2)继续深化供给侧结构性改革,围绕降低企业制度性交易成本、税费负担以及贷款成本等方面出台一系列切实可行的措施,为企业创造良好的营商环境,提升实体经济的效益(何德旭、王朝阳,2017)。(3)加快推进实体经济的转型升级,现阶段,以“互联网+”为底层推动力的新技术、新产业、新业态、新模式方兴未艾,通过不断向传统实体企业“渗透”和“赋能”,使企业不断向平台经济、分享经济、智能化、柔性化等方向转型升级。鉴于企业配置金融资产抑制了企业经营业务全要素生产率的提升,而且总体上不利于企业价值的提升,因此,政府应该引导企业资金“脱虚入实”,不断加大“转型升级”投资,推动国民经济高质量增长。

从企业层面来看,(1)合理配置金融资产和经营资产的比重。企业的金融资产和经营资产作为企业金融投资活动和经营活动的表现形式,反映了企业资源在不同活动之间的分配情况,合理配置企业的金融资产和经营资产是提升企业价值的关键所在,实体企业在经营过程中应协调好金融投资与实体经营业务之间的关系,根据企业自身的行业特点和竞争优势,在资产配置中合理设定金融资产和经营资产的比重。(2)完善公司治理机制,建立与金融投资活动相关的决策与风险控制机制。企业在具体配置金融资产时应着眼于长期企业价值最大化目标,综合考虑企业长期发展战略和目标、风险和收益等因素,尽量减少以短期市场套利为目标的投资行为,发挥金融投资活动对企业经营活动的促进作用,实现长期企业价值的不断提升。(3)鉴于出于套利动机配置金融资产总体上不利于企业价值提升,企业应该更多地出于长期投资目的来合理配置金融资产,特别是准备面向平台化转型和智能化升级的传统企业,为避免转型升级过程中人力资源的“阵痛”和固定资产的“沉没成本”,企业应该不断增持与转型升级领域相关的投资性金融资产比例,为适时“华丽转身”而平稳过渡。

参考文献:

1. 何德旭、王朝阳:《中国金融业高增长:成因与风险》,《财资经济》2017年第7期。
2. 刘笃池、贺玉平、王曦:《企业金融化对实体企业生产效率的影响研究》,《上海经济研究》2016年第8期。
3. 鲁晓东、连玉君:《中国工业企业全要素生产率估计:1999—2007》,《经济学(季刊)》2012年第2期。
4. 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》,《金融研究》2015年第6期。
5. 谢家智、王文涛、江源:《制造业金融化、政府控制与技术创新》,《经济学动态》2014年第11期。
6. 王红军、曹瑜强、杨庆、杨筝:《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》,《南开管理评论》2017年第1期。
7. 王竹泉、段丙蕾、王苑琢、陈冠霖:《资本错配、资产专用性与公司价值——基于营业活动重新分类的视角》,《中国工业经济》2017年第3期。
8. 许圣道、王千:《基于全象资金流量观测系统的虚拟经济与实体经济的协调监管思路》,《中国工业经济》2007年第5期。
9. 杨筝、刘放、王红军:《企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为?》,《管理评论》2017年第2期。
10. 张成思、张步昙:《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》2016年第12期。
11. Aivazian, V., Ge, Y., & Qiu, J., The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, No. 1, 2005, pp. 277 - 291.
12. Akkemik, K. A., & Ozen, S., Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialization of Non-financial Firms: Case Study of Turkey. *Socio-Economic Review*, Vol. 12, No. 1, 2014, pp. 71 - 98.
13. Baud, C., & Durand, C., Financialization, Globalization and the Making of Profits by Leading Retailers. *Socio-Economic Review*, Vol. 10, No. 2, 2012, pp. 241 - 266.

14. Demir, F. , Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, Vol. 88, No. 2, 2009, pp. 314 – 324.
15. Denis, D. J. , & Sibilkov, V. , Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 1, 2010, pp. 247 – 269.
16. Hadlock, C. J. , & Pierce, J. R. , New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 5, 2010, pp. 1909 – 1940.
17. Kaplan, S. N. , & Zingales, L. , Do Investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 1, 1997, pp. 169 – 215.
18. Lazonick, W. , & Teece, D. J. , *Management Innovation: Essays in the Spirit of Alfred D. Chandler, Jr.* Oxford: Oxford University Press ,2012.
19. Orhangazi, O. , Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973 – 2003. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32, No. 6, 2008, pp. 863 – 886.
20. Sean, C. , The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, 1999, pp. 673 – 692.
21. Seo, H. J. , Kim, H. S. , & Kim, Y. C. , Financialization and the Slowdown in the Korean Firms' R&D Investment. *Asian Economic Papers*, Vol. 11, No. 3, 2012, pp. 35 – 49.
22. Smith, C. W. , & Stulz, R. M. , The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, No. 4, 1985, pp. 391 – 405.
23. Stulz, R. M. , Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, No. 3, 1996, pp. 8 – 25.
24. Tobin, J. , Money and Economic Growth. *Econometrica*, Vol. 33, No. 4, 1965, pp. 671 – 684.
25. Tori, D. , & Onaran, O. , Evidence from Firm-level Data for the UK. Post Keynesian Economics Study Group Working Paper, 2016.

## **The Empirical Research on the Impact of the Financial Asset Allocation on Firm Value**

QI Yudong (Beijing Normal University, 100875)

ZHANG Renzhi (Capital University of Economics and Business, 100070)

**Abstract:** With the deepening of financialization, financial assets have become an important part of firms' assets, and have an important influence on firm value creation. This paper takes the non-financial listed companies of A shares in China from 2007 to 2016 as the study subject, by constructing the model under different holding motives, and empirically analyzes the relationship between the financial asset allocation and firm value. The results show that the firm financial asset allocation as a whole can significantly reduce the firm value of the enterprise. For companies with different levels of financing constraints, there is no significant correlation between financial assets allocation and firm value; and for the firms with stronger arbitrage motive, there is a significant negative correlation between the financial asset allocation and firm value. Further studies have found that the allocation of financial assets has a crowding out effect on R&D investment and capital investment, and significantly inhibits the promotion of TFP. Finally, this paper puts forward relevant policy recommendations from two aspects of government and enterprise and in view of the phenomenon of “off real but into fictitious economy” and “the real sector being financial”.

**Keywords:** Financial Asset Allocation, Firm Value, Transmission Mechanism, Arbitrage Motive

**JEL:** G31, G33

责任编辑:文 静