

国有企业金融化、股票流动性和企业价值

郑博予, 郭继辉

贵州大学经济学院, 贵州 贵阳

收稿日期: 2024年3月18日; 录用日期: 2024年3月29日; 发布日期: 2024年5月28日

摘要

选取2015~2021年深沪两市A股上市国有企业作为研究对象, 深入研究了国有企业金融化对企业价值的影响, 并探讨了企业金融化和企业价值的二者之间的关联路径。结果表明: 国有企业金融化对于企业价值影响效应与企业金融化水平有关, 发现: 金融化程度与国有企业价值有明显的负相关关系, 当企业金融化水平过高金融化对国有企业的价值产生负面影响, “挤出效应”更明显, 同时股票流动性作为国有企业金融化和企业价值之间的中介变量, 部分中介效应显著存在, 即企业金融化的提升通过降低股票流动性从而降低企业价值。

关键词

企业金融化, 企业价值, 国有企业, 中介效应

State-Owned Enterprise Financialization, Stock Liquidity, and Enterprise Value

Boyu Zheng, Jihui Guo

School of Economics, Guizhou University, Guiyang Guizhou

Received: Mar. 18th, 2024; accepted: Mar. 29th, 2024; published: May 28th, 2024

Abstract

Selecting A-share listed state-owned enterprises in the Shenzhen and Shanghai stock markets from 2015 to 2021 as research objects, this paper deeply studies the influence of state-owned enterprise financialization on enterprise value, and discusses the correlation path between enterprise financialization and company value. The results show that effect of state-owned enterprise financialization on enterprise value is related to the level of enterprise financialization, and it is found that there is a significant negative correlation between the level of enterprise financialization and the value of state-owned enterprises. When the level of enterprise financialization is too high, the

melting of gold has a negative impact on the value of state-owned enterprises, and the “crowding out effect” is more obvious. At the same time, stock liquidity, as a mediating variable between the financialization of state-owned enterprises and enterprise value, some intermediary effects exist obviously, that is, the promotion of enterprise financialization reduces enterprise value by reducing stock liquidity.

Keywords

Enterprise Financialization, Enterprise Value, State-Owned Enterprises, Mesomeric Effect

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

近年来人口、资源红利逐步淡去,各地的资源分配越来越公平,偏远地区的人们也能享受到国家政策的扶持。整个社会大部分的财富被少数富人占有,在2008年发生的金融危机,整个实体经济利润低增长、经济高债务,企业深受打击、需求萎缩、导致投资回报率变得越来越差。相反地市场上的大量资金涌入金融业这个高风险高收益行业,大量投资人追涨杀跌,趁着市场的低迷阶段,低价买入等着后续再高价卖出,所以这个行业发展态势相当迅猛,也使得我国经济的金融化水平始终在提高。整个市场浮躁,经济有所回转,但是有的企业甚至借钱去投资于金融业,严重阻碍了企业的发展。2013年发布重大文件中指出我国要积极发展混合所有制经济,最主要的一项就是国有企业可以允许非国有资本参与经营,可以提高公司的经营效率,防止经济脱实向虚,这是对国有企业的一次大整改。直到2021年,已经有49家央企和34家地方国企入围2021《财富》世界前500强排行榜,我们要努力加快向世界一流经济体迈进。

企业金融化水平不断攀升,导致了我国企业杠杆率不断上升,高杠杆必然带来微观主体高债务负担和更高的利率敏感度或资产价格敏感度。而偶发个体风险的暴露具有传染性和放大作用,令市场转向主动逃离风险的反向周期,而最终引发局部的金融动荡。我国决策层截止2021年将去杠杆化作为经济治理的头等任务之一,在2015年中央经济工作会议中提出了“去杠杆”概念,2016年、2017年中央经济工作会议也提出要继续抓住好“三去一降一补”,这一系列的去杠杆措施是供给侧结构性改革、资金“脱虚入实”的内在要求。同时党中央国务院在十九大报告中强调经济发展的重心在于发展实体经济,要深化金融体制改革,增强金融服务于实体经济的能力;党的二十大报告当中也提出,建设现代化产业体系,要坚持把发展经济的着力点放在实体经济上,以缓解当前我国实体企业金融化趋势的增强,从而导致的企业“脱实向虚”日益明显的严峻形势。

金融化对于企业的影响是有争议的,有研究认为是正面的作用,还有的人认为是负面影响占主导,久而久之这是一个显而易见的趋势。从此,“产业空心化”是我国政策制定当局需要考虑的一个问题。数据显示,117家国企中有90多家在不同程度上涉猎金融投资,研究国有企业可以加快向世界一流经济体迈进。国有企业体现着政府的意志和利益,更是我国国民经济中的中流砥柱。因此,越来越多的钻研去探究金融化行为的利害,研究金融化对其价值的影响,才能避免实体企业过度金融化的行为,导致企业出现脱实向虚的趋势,不仅让金融业回归本源为实体经济效力,为民众的生活服务,并且有利于国家控制国有企业金融化和防范系统性风险,有助于国企改革政策的制定。

根据对已有文献进行总结, 我们发现: 第一, 对公司的金融化的研究有许多的研究主体, 比如: 朱莹莹[1]研究的是中国非金融企业的金融化问题; 陈文川、李文文、李建发[2]以国有企业为研究对象; 李承璋、匡晓璐[3]选择了制造业 A 股上市企业, 国内外学者很少专门研究国有企业金融化的影响。第二, 已有研究中企业金融化对企业影响的结论是不同的, 有认为是正相关, 也有认为是负相关的, 甚至还有 U 型关系, 没有确定的结论。第三, 有的论文讨论了企业金融化造成的经济影响, 但是鲜少有文献基于不同的视角研究企业金融化的经济效应, 比如引入调节变量或者中介变量等。现有文献为本文的研究提供了启发。以前的文章已经对企业金融化行为有了较多且充分的研究, 但是随着国企改革和金融化行为的探索, 已有研究也鲜少聚焦于国有企业分析金融化与企业价值之间的关系, 同时现有研究文献鲜少将企业金融化、股票流动性以及企业价值三者共同研究, 并且基于股票流动性视角研究国有企业金融化对企业价值的影响。

因此, 本文以最近几年国有企业配置金融资产的程度为主要解释变量, 研究国有企业金融化与企业价值之间的相关关系, 基于股票流动性的视角研究企业金融化对企业价值的作用强度分析, 丰富现有关于金融化的研究, 为国有企业的发展提供方法, 对政策决定部门提供建议。利用 2015~2021 年深沪两市 A 股上市国有企业的金融化程度数据, 深入研究国有企业金融化对企业价值的影响, 并探讨了企业金融化和企业价值的二者之间的关联路径。

根据数据的回归模型找到国有企业金融化与企业价值之间的关系, 并基于股票流动性视角进一步研究国有企业金融化对企业价值的影响。本文可能的增量研究贡献在于: 一是本文探讨国有企业金融化的行为对企业价值的影响, 以期望补充在国有企业领域的研究; 二是本文的研究利用调节效应模型, 考察了股票流动性在金融化行为对国有企业价值影响当中发挥的作用, 为我国经济脱离脱实向虚尤其是国有企业的高质量发展提供新的经验证据和经验建议。

本文余下部分结构安排为: 第二部分为文献综述; 第三部分为理论分析与研究假设; 第四部分为研究设计; 第五部分为实证结果与分析; 第六部分为结论与启示。

2. 文献综述

2.1. 企业金融化的动机

企业金融化是一种投资决策, 目的是追求企业利益最大化, 是提高企业价值的手段[4]。从“蓄水池动机”和“投资替代动机”来看。首先基于凯恩斯预防性储蓄理论的“蓄水池动机”观点, 该理论假说认为, 与持有现金类似, 企业配置金融资产也可能出于“预防性”目的, 为了防止现金流短缺引起的资金链异动对企业经营产生不利影响[5]。企业配置的非流动性或风险金融资产的规模随着企业融资约束程度的加剧而提高。其次, “投资替代动机”观点认为, 资产收益率的高低才是企业做出决策的最重要的因素, 企业配置金融资产或者实体经济投资的规模与其收益率高低成正比。即是当金融资产投资收益率较实体经济投资收益率更高时, 企业会更多的投资金融资产, 反之, 则更多投资于实体经济投资。也就是说, 追求利润最大化是企业金融化的主要目的[6]。

综合而言, 一般来说, 企业为了获利, 对金融资产的投资即企业金融化, 对企业的主营业务、财务状况和现金流量等方面产生影响。研究了有关于金融化的论文, 发现与大部分资产相比, 金融资产是特殊的资产, 对企业的影响更为复杂。

2.2. 企业金融化与公司发展持续性、创新

在金融化对公司发展持续性的研究中, 是存在歧义的。刘梦凯, 谢香兵[7]发现企业进行金融化行为的目的是蓄水池, 提高企业的可持续增长水平, 融资约束是两者之间的中介变量, 且存在地区异质性。

但是, 和丽芬, 张丹, 王巧义[8]认为金融化对可持续性具有负向作用, 公司投资于金融资产是为了储备资金, 虽然能够增加现金流, 但并未对可持续性产生促进作用, 创新能力是两者之间的中介因子。

创新虽然在许多文献中被看做中介变量, 但金融化与公司创新的关系研究也受到许多人的关注, 大部分研究结果显示两者是负相关关系。韩岚岚、李百兴[9]和万良勇, 查媛媛, 饶静[10]均认为企业金融化会抑制公司的创新, 但两者之间的中介变量不同, 且后者研究了国有和非国有企业之间有异质性。仲旦彦[11]发现企业创新效率高使公司治理水平提升, 进而会抑制企业金融化程度, 有利于企业脱虚返实。顾海峰, 张欢欢[12]发现融资约束的中介作用局部减少了央行货币政策的调节作用。

2.3. 企业金融化与企业业绩和绩效

对于公司业绩的研究中, 阳旸、刘姝雯[13]认为企业金融化与短期业绩是正相关关系, 与长期业绩是负相关关系, 即存在 U 型关系, 在产权性质、所处生命周期和地域位置方面有异质性。巩娜[14]认为公司业绩与金融化之间存在明显的负向关系, 投资于大量金融产品会严重损害公司的主营业绩。货币政策宽松度上升、股权集中度的下降会增加金融化对主营业绩的负向影响。而实物资本投资是两者之间的一个中介变量。

对于公司绩效的研究中, 李利婷[15]发现金融化与企业的经营绩效之间存在显著的正相关关系, 杠杆率是两者之间的中介变量, 但是其对长短期资产有相反影响。张敏[16]发现金融化对于企业业绩有负向影响, 按股权分类, 非国有企业中的负相关关系更显著。

3. 理论分析与研究假设

3.1. 国有企业金融化与企业价值

金融化是指一些企业为了取得更高的收益, 投资于金融产品, 如: 证券、债券、保险、基金、金融衍生工具等。金融产品具备高风险高收益的特点, 不同于主营业务的产品, 其收益和损失都是不确定的, 且时间是相隔的。随着经济快速发展、行业的性质和体制的改革进行, 金融行业和房地产行业不同于实体行业, 受到更多的偏爱, 一些大型企业更是放弃部分主营产品, 去投资于金融业, 获取更多的利润, 但过度沉迷金融市场而极端套利, 该行为对一些国有企业也会有不利影响, 比如企业动用本该属于主业的资金去投资金融产品, 这样会让虚拟经济的繁荣遮盖了实体主业的进步, 会使金融行业泡沫加剧, 一旦泡沫被刺破, 资产价格下跌, 影响公司价值。

企业价值可以准确地衡量企业发展质量的高低。在我国目前的企业价值计量方法中, 主要有现金流量折现法、实物期权定价法、成本法、市场法、经济增加值法等。前两种是较为常见的[17]。货币是有时间价值的, 将现金流折现到当下的方法是最为准确的。企业价值越高, 说明公司规模大发展的好的, 对于社会的贡献更大, 提供更多的产品和服务, 更符合目前可持续绿色健康发展的趋势。

目前, 已有的文献研究中既有认为两者是促进关系、又认为是抑制关系, 同时更有促进与抑制两种关系并存的说法, 即存在 U 型关系。有研究认为, 企业金融化行为对公司价值的影响在企业产权、所处行业、生命周期、杠杆率等方向上存在异质性。

现有的国内研究中把金融化作为自变量, 从而研究其对公司价值的影响。戚聿东、张任之[18]发现实体企业金融化对公司价值有负面影响。刘立夫、杜金岷[19]认为企业金融化对企业价值的关系为“倒 U 型”关系, 并且在产权和行业中金融化对于企业价值的影响表现出异质性。蔡艳萍, 陈浩琦[20]也发现两者之间呈现“倒 U 型”关系。而在公司金融化水平适度的情况下, 利用闲置的资金投资于金融资产, 能够增加企业的利润, 改善资金的利用效率, 强化企业的价值。

对于本文关注的国有企业金融化研究中, 当公司主营业务经营不善、融资约束程度弱以及经营水平

多元化高的国有企业将更喜欢配置金融资产[21]。金融化行为的后果是提高国有企业的经营风险,降低公司高管层薪酬业绩的敏感性,降低企业的创新效率。非国有资本加入国有企业加剧了公司金融化对公司生产率的负面影响[22]。狄灵瑜,步丹璐[23]发现混合所有制改革后的国企可以显著降低公司金融化水平,并且与企业价值显著负相关。

综合上述分析,本文提出:

H1: 国有企业金融化与企业价值之间存在负面影响,即企业投资于更多的金融资产,金融化程度越高,企业价值会下降。

3.2. 国有企业金融化、股票流动性和企业价值

股票流动性作为资本市场重要特征之一,不仅会影响市场投资者的投资决策,也会通过改变企业管理层的风险偏好、可得利益等影响企业财务决策,进而影响企业价值。自股权分置改革以后,股权激励在中国上市公司当中作为激励管理层的手段逐渐占据重要地位,股权激励实际上将经理人的薪资结构与股价挂钩,加剧了经理人对短期业绩或股票价格的关注度,理性经理人往往会为了实现自身利益最大化重点关注短期股价波动以采用短视行为。

在中国,不同产权性质的企业在公司经营目标上存在较大的差异。国有企业作为国家担保企业,不仅要实现企业自身的一些既定的经济目标,同时还需要承担一定的社会责任,协助政府部门完成既定的社会发展目标,比如维持就业、保障民生等,因此相比非国有企业,国有企业的目标更加多元,同时对于公司发展政策制定者而言,也要更加谨慎,不仅要考虑公司自身的发展,同时也要考虑对社会的影响,因而其对经济利益的追逐有所弱化。尽管金融资产投资可以带来短期绩效的提高,但同时也容易导致企业资金在金融市场循环空转,不利于企业的转型升级,继而不利于企业社会目标的实现。综上所述,在面对更高的股票流动性时,较之非国有企业,国有企业经理人通过短期投机增加企业金融资产配置的行为会更加谨慎,从而降低企业金融化,进而缓解企业金融化对企业价值的负向影响。

因此,本文提出:

H2: 股票流动性作为国有企业金融化和企业价值之间的中介变量,即企业金融化的提升通过降低股票流动性从而降低企业价值。

4. 研究设计

4.1. 样本选择与数据来源

本文将2015~2021年7年深沪两市A股上市国有公司作为研究对象,1)剔除企业财务状况出现异常(如ST、*ST等)的企业;2)剔除存在缺失值或异常值的企业,最终收集了208家国有企业,共1456个样本观测值。数据来自于国泰君安数据库、瑞思数据库。财务数据均来自于国泰君安数据库,将其加工处理后,实证研究使用Stata15统计软件。

4.2. 变量的界定

1) 解释变量: 金融化

目前的研究关于金融化的度量有两种:第一种是国有企业拥有的金融资产与总资产的比;第二种是国有企业的金融投资收益与当期利润总额的比。两种方式都有各自的优缺点,但是综合考虑,第二种方法中金融收益不总是为正,且有的公司数据不够完整,本文采用第一种方法来衡量国有企业金融化的程度。国内的研究已经有了金融资产比较完整、系统的分类,本文采用从资产科目的角度来测度企业金融化程度,即金融资产占总资产的比值,记为Fin,具体计算公式如下:

$$\text{Fin} = \text{FA} / \text{Asset} = (\text{MFA} + \text{TFA} + \text{SFA} + \text{HFA} + \text{LEI} + \text{IRE} + \text{RFA}) / \text{Asset} \quad (1)$$

其中, Asset 为企业总资产, FA 为企业持有的金融资产, 金融资产的统计口径根据宋军和陆旸[24], MFA、TFA、SFA、HFA、LEI、IRE、RFA 分别表示企业所持有的货币资金、交易类金融资产、可供出售金融资产、持有至到期金融资产、长期股权投资、投资性房地产、应收利息和应收股利。

2) 被解释变量: 企业价值

目前的研究关于企业价值的度量有三种: 第一种: 经济增加值(EVA)法是指企业经营中收入所得减去所投入的全部成本后所留存的价值; 第二种: 托宾 Q 值法, 使用了国泰君安中的数据, 即托宾 Q = 托宾 Q 值 = (股票市值 + 净债务)/有形资产现行价值; 第三种: 财务指标法, 偿债能力、营运能力、盈利能力、发展能力。而本文选用托宾 Q 来度量企业价值更合适。

3) 调节变量: 股票流动性

Amihud [25]中的 stock illiquidity 指标可以用于衡量股票流动性, 该指标越低意味着股票流动性越高。ILLIQ 是股票流动性的反向指标。加入股票流动性后, 可以看出股票流动性高, 可得股票信息反映在股价上, 管理者能更好的做出决策, 企业价值越高。鉴于 Amihud [25]提出的非流动性指标在国内外研究中被广泛证实是较好的低频流动性间接指标[26], 本文也采用该指标构建相应的股票流动性度量变量。Amihud 非流动性指标定义如下:

$$\text{ILLIQ}_{i,t} = -\frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{D_{i,t}} \frac{|R_{i,t,d}|}{V_{i,t,d}}$$

其中: $R_{i,t,d}$ 和 $V_{i,t,d}$ 分别表示股票 i 在 t 年度第 d 天不考虑红利再投资的收益率和交易金额(以亿元人民币为单位); $D_{i,t}$ 是股票 i 在 t 年度的交易天数; ILLIQ 刻画了单位交易金额对股票价格的冲击程度, 反向度量了股票流动性, 即 ILLIQ 越大, 表明股票流动性越低。

由于均是股票流动性的反向指标, 本文借鉴柳木华[27]的做法, 将 ILLIQ 进行负向对数化处理, 定义 $\text{AMI} = -\ln(\text{Amihud})$ 。AMI 越大, 表明股票流动性越好。

4) 控制变量

参考目前已有文献的研究, 本文选取以下控制变量: 营业收入增长率(Growth)、公司规模(SIZE)、公司年龄(Age)、可持续增长率(Sus)、固定资产净额(Fixed)、资产负债率(Lev)。所有变量详细定义见表 1。

Table 1. Variable names

表 1. 变量名称

变量	具体说明
Fin	公司金融化, 本文主要从资产科目的角度来测度企业金融化程度, 即金融资产占总资产的比值, 金融资产包括: 企业所持有的货币资金、交易类金融资产、可供出售金融资产、持有至到期金融资产、长期股权投资、投资性房地产、应收利息和应收股利
STFin	短期公司金融化, 企业所持有的货币资金、交易类金融资产、应收利息和应收股利之和占总资产比例
LTFin	长期公司金融化, 可供出售金融资产、持有至到期金融资产、长期股权投资、和投资性房地产之和占总资产比例
TobinQ	托宾 Q 系数, 托宾 Q 值 = (股票市值 + 净债务)/有形资产现行价值
lev	资产负债率, 总负债/总资产
SIZE	公司规模, 企业总资产取对数
Age	公司年龄, 已成立年数取对数
Fixed	固定资产净额, 固定资产净额取对数

续表

Growth	营业收入增长率: (本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入
Sus	可持续发展率 = 净资产收益率 × 收益留存率/(1 - 净资产收益率 × 收益留存率)
Rio	公司前十大股东所占比例
Flow	现金流状况, 经营活动产生的现金流/总资产
Amihub	股票流动性, 每日交易量中每一美元对应的绝对(百分比)价格变化

4.3. 模型设定

在面板数据回归模型设定过程中, 本文分别进行了 BP 检验、hausman 检验由于两次检验对应的 p 都为 0.000, 因此拒绝原假设, 选择变截距和固定效应。接着我们又分别进行了个体固定效应模型检验、时刻固定效应模型检验以及时刻个体双固定效应模型检验, 根据检验结果, 我们最终选择时刻个体双固定效应模型。

为检验假说 1, 即国有企业金融化与企业价值之间存在负面影响, 即企业投资于更多的金融资产, 金融化程度越高, 企业价值会下降。基于以上分析, 建立以下稳健的时刻个体双固定效应模型:

$$\text{TobinQ}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Fin}_{it} + \sum k \beta_k \text{controls}_{k,i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中 β_0 是截距项, 下标 i 和 t 分别表示公司 i 和第 t 年; Fin 表示企业金融资产投资水平。 λ_i 表示不因时间而改变的个体效应, μ_t 表示不随个体改变的时间效应, ε_{it} 为随机扰动项。

同时, 为了检验假说 2, 股票流动性会缓解国有企业金融化削弱公司价值的强度, 在基准回归模型的基础上加入公司金融化和股票流动性的交乘项, 设定了以下调节效应模型:

$$\text{TobinQ}_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 \text{Fin}_{it} + \varphi_2 \text{Amihub}_{it} + \varphi_3 \text{Fin} * \text{Amihub}_{it} + \sum k \beta_k \text{controls}_{k,i,t} + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中: 代表股票流动性, 是企业金融化与股票流动性的交乘项。

4.4. 描述性统计

Table 2. Descriptive statistics
表 2. 描述性统计

VARIABLES	N	mean	sd	min	max
id	1456	104.5	60.06	1	208
date	1456	2018	2.001	2015	2021
Fin	1456	0.264	0.163	0.0134	0.883
STFin	1456	0.201	0.135	0.00665	0.714
LTFin	1456	0.0647	0.114	0	0.960
TobinQ	1456	5.686	7.713	0.00207	149.2
lev	1456	0.444	0.250	0.0290	5.535
SIZE	1456	9.822	0.601	8.089	12.17
Age	1456	1.445	0.400	1.176	7.342
Growth	1456	13.52	59.71	-87.18	1810
Sus	1456	0.0456	0.133	-3.064	0.773
Rio	1490	0.592	0.148	0.0878	1

续表

Flow	1457	0.245	1.356	-9.593	24.92
Fixed	1457	8.880	0.788	5.823	11.38
Amihub	1435	0.815	13.72	0.000621	406.1

首先,我们对选出的控制变量进行了描述性统计,结果见表2,可以看到各变量的样本数、平均值、标准差、以及最大值和最小值。可以看到,作为解释变量各国有上市企业的金融化水平较为接近,最小值为0.0134,最大值为0.883,方差为0.163,说明各个国有企业的金融化水平有存在很小的差异,表明投资于金融资产的行为在公司的运行中占据较为重要的位置。而被解释变量托宾Q最小值为0.00207,最大值为149.2,方差为5.686,说明国有上市企业的价值的有很大的差距,有研究价值。对于其他的控制变量,固定资产净额、营业收入增长率、公司规模、公司年龄的方差较大,说明各国企在这四个方面存在不平衡。其他数据可持续增长率、资产收益率等的方差较小,变化不大。

5. 实证结果与分析

5.1. 相关性分析

为了分析变量间的两两线性相关关系,对营业收入增长率(Growth)、现金流状况(Flow)、资产收益率(ROA)、公司年龄(Age)、投资收益(Invest)、可持续增长率(Sustain)、固定资产净额(Fixed)、资产负债率(Lev)等进行相关分析,结果可知,各解释变量之间的相关系数均低于0.7,其中固定资产净额和公司规模的相关性最高,因为固定资产是企业资产的一种,一般来说,企业的规模越大、拥有的资产越多、其固定资产净额也就越多。其次就是公司规模与资产负债率的相关性较高,一般而言,公司在扩张时,会举债购买资产或者投资,从而扩大公司规模,所以规模大的公司,相对来说其杠杆率就会越大。

5.2. 回归分析

Table 3. Regression results

表 3. 回归结果

	(1) 未加入控制变量	(2) 控制年度和个体
VARIABLES	TobinQ	TobinQ
Fin	-5.415** (-2.39)	-4.030* (-1.83)
lev		2.870*** (2.64)
SIZE		5.782*** (4.01)
Age		0.114 (0.17)
Fixed		-2.739*** (-2.93)
Growth		-0.007** (-2.28)

续表

Sus		-0.426
		(-0.31)
Constant	7.115***	-23.177*
	(11.48)	(-1.70)
年份固定效应		YES
个体固定效应		YES
Observations	1456	1456
Number of id	208	208
R-squared	0.005	0.115
F test	0.0170	0
r2_a	-0.161	-0.0421
F	5.715	12.40

表 3 回归结果表明, 第(1)列说明金融化与企业价值是负相关, 第(2)列加入控制变量后选择个体时间双固定模型可以发现金融化与企业价值在 10%的显著性水平下显著。结果研究来分析, 作为国民经济的主梁柱—国有企业应该把控好投资于金融行业的限度, 不能过度投资。在金融化投资时, 虽然有“蓄水池”效应, 但随着越来越多的资产投资于金融业, 会使企业主营业务收入下降, 财务状况会恶化, 企业的收益会更依赖于不稳定的金融行业, 金融资产使用的越来越多, 投资支出增加, 企业运营效率降低, 对企业价值有负面影响。

控制变量: 对于资产负债率来说, 企业负债越高, 说明公司可用资产越高, 有更强的能力去投资, 投资者也更喜欢这种实力强的企业, 当负债比率达到 100%时, 企业综合资金成本最低, 企业价值最大, 由于债务资金成本低于权益资金成本, 运用债务筹资可以降低企业资金的综合资金成本, 且负债程度越高, 综合资金成本就越低, 企业的价值就越高。对于固定资产来说, 固定资产多, 企业可用资金越低, 企业用于非实物投资的资金变少, 企业价值越低。主营业务收入增长率可以用来衡量公司的产品生命周期, 判断公司发展所处的阶段。主营业务收入增长率越高, 一般来说, 如果主营业务收入增长率超过 10%, 说明公司产品处于成长期, 将继续保持较好的增长势头, 尚未面临产品更新的风险, 属于成长型公司, 企业价值较低。当营业收入增长率低, 说明公司产品已进入稳定期, 市场份额占比较大, 企业价值较高。其他三个控制变量不显著。

总结来说, 国有企业进行投资时, 拥有了流动性较强的金融资产, 当公司资金短缺面临经营困境时, 可以卖出金融资产来解决当下的资金流难题, 减轻企业的负担以及投资者对于企业的担忧, 从而更好地保证了公司的发展。但是企业有过度的企业金融化行为, 会导致国有企业依赖于金融市场的发展, 使实体企业越来越脱离了生产性的经营, 最后伤害到了国民经济和国有企业的健康发展, 导致实体生产严重脱轨情况。

5.3. 中介效应

在回归中加入中介变量股票流动性, 由于学生能力有限, 采用逐步回归法即三个回归模型法来验证中介效应 H2。通过设置下列三个公式, 对企业金融化与企业价值的传导路径进行分析。结果见表 4。

$$AMI_{it} = \beta_0 + \beta_1 Financial_{it} + \sum cv + \alpha_i + \mu_{it}$$

$$\text{TobinQ}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Financial}_{it} + \sum cv + \alpha_i + \mu_{it}$$

$$\text{TobinQ}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Financial}_{it} + \beta_2 \text{AMI}_{it} + \sum cv + \alpha_i + \mu_{it}$$

其中 $\sum cv$ 为模型中的全部控制变量。

Table 4. Mediating effects

表 4. 中介效应

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	AMI	TobinQ	TobinQ
AMI			1.163*** (6.37)
Fin	-0.963*** (-2.75)	-4.030* (-1.83)	-5.195** (-2.32)
lev	-0.774*** (-4.48)	2.870*** (2.64)	5.183*** (4.66)
SIZE	1.494*** (7.12)	5.782*** (4.01)	-1.509 (-1.11)
Age	0.382*** (3.58)	0.114 (0.17)	-0.670 (-0.98)
Fixed	-0.125 (-0.93)	-2.739*** (-2.93)	-5.378*** (-6.24)
Growth	0.000 (0.09)	-0.007** (-2.28)	-0.005* (-1.65)
Sus	0.186 (0.82)	-0.426 (-0.31)	-0.333 (-0.23)
Constant	-9.818*** (-5.84)	-23.177* (-1.70)	64.179*** (5.90)
年份固定效应	NO	YES	NO
个体固定效应	NO	YES	NO
Observations	1435	1456	1435
R-squared	0.081	208	0.093
Number of id	208	0.115	208
F test	0	0	0
r2_a	-0.0797	-0.0421	-0.0670
F	15.46	12.40	15.61

根据回归结果表 4，本文认为企业金融化降低股票流动性的主要作用机理包括：第一，企业金融化程度加剧可能使投资者下调企业的市场估值，最终造成股票流动性下降。具体传导路径如下：当企业过度配置金融资产时，投资者认为企业金融化将会给企业带来负面影响，因此下调企业市场估值。与此同

时，投资者会产生“企业股价下跌”的预期，因此股票持有者会倾向于抛售所持股票，而场外关注者则会推迟买入股票或者取消买入股票，造成股票的供求关系失衡，引起企业的股票流动性下降。第二，企业金融化程度的加剧可能会增加企业与投资者之间的信息不对称性，从而使股票流动性降低。彭俞超等[28]认为，出于粉饰财报与隐藏坏消息的目的，企业管理层会通过配置金融资产来获得短期利润，以此对企业的坏消息进行“捂盘”。因此，这会加剧企业管理者与交易者之间的信息不对称程度，从而降低企业的股票流动性。

股票流动性的提高能够吸引更多的机构投资者进入企业并使其成为有影响的公司股东。流动性的提升为国有大股东减持股票提供了必要条件。国有上市公司股权高度集中，股票不流通所带来的股东缺乏激励以及“所有者缺位”问题导致大股东对上市公司的监督动力不足。股票流动性提高引致的股权制衡度增加能够有效缓解第一种代理冲突，进而提高国企价值。

第(1)列，Fin 的系数为正，且在 1%的水平下显著，说明企业金融化对股票流动性产生负向影响，即企业金融化程度越高，Amihud 的反向流动性指标值越大，其对应的股票流动性则越低。结合前文理论分析，本文认为可能的原因在于：过度金融化会影响企业主营业务，加大企业的经营风险，从而对企业的市场估值与预期股价产生负向影响。因此，过度的金融化会导致“卖出行为增加，买入行为减少”，从而使股票的供求关系失衡，最终导致企业股票流动性下降。

第(3)列，在加入股票流动性这一中介变量后，金融化与企业价值之间仍为显著负相关关系，说明部分中介效应显著，证明企业金融化通过股票流动性进而影响企业价值，所以假设 2 成立。股票流动性提高引致的股权制衡度增加能够有效缓解第一种代理冲突，提高国企价值。

5.4. 稳健性检验

为检验回归稳健性的准确性和完整性，保证本文实证模型成果的可靠性，用两种方法来实证研究。

1) 替换解释变量——变换金融化的度量方法

关于投资性房地产是否认定为金融资产存在一定的争论，胡奕明等[5]认为，从《会计准则》中的定义来看，购买房地产应该认定为经营资产投资，因此并不属于金融资产配置。有鉴于此，本文重新定义企业金融化的计算口径，用企业所持有的货币资金、交易类金融资产、可供出售金融资产、持有至到期金融资产、长期股权投资、应收利息和应收股利六类金融资产与总资产的比重作为企业金融化指标。

2) 加入两个其他的控制变量——前十大股权占比、经营活动占比

前文使用了五个控制变量，参考其他文献，加入两个其他的控制变量前十大股权占比、经营活动占比来验证实证结果的稳健性。

为检验回归稳健性的准确性和完整性，保证本文实证模型成果的可靠性，新的实证结果见表 5，回归结果仍然显著。

Table 5. Replacing explanatory variables and adding other control variables

表 5. 替换解释变量以及加入其他的控制变量

VARIABLES	TobinQ	TobinQ
FINCE	-2.123*	-4.141*
	(-1.73)	(-1.87)
lev	3.981***	2.772**
	(3.57)	(2.55)
SIZE	0.828	5.952***

续表

	(0.62)	(4.12)
Age	-0.126	0.240
	(-0.18)	(0.36)
Fixed	-5.280***	-2.613***
	(-6.06)	(-2.79)
Growth	-0.005*	-0.007**
	(-1.72)	(-2.43)
Sus	-0.636	-0.293
	(-0.44)	(-0.21)
Rio		-4.071***
		(-2.59)
Flow		0.262*
		(1.11)
Constant	45.884***	-23.657*
	(4.33)	(-1.73)
Observations	1451	1451
R-squared	0.057	208
Number of id	208	0.121
F test	0	0
r2_a	0.108	0.379
F	8.235	11.27

5.5. 异质性回归

Table 6. Heterogeneity results

表 6. 异质性结果

VARIABLES	短期金融化	长期金融化
	TobinQ	TobinQ
STFin		-0.441*
		(-0.18)
LTFin	-8.158**	
	(-2.56)	
lev	3.034***	2.984***
	(2.80)	(2.74)
SIZE	5.597***	5.648***
	(3.90)	(3.91)
Age	0.107	0.167
	(0.16)	(0.25)

续表

Fixed	-2.562*** (-2.78)	-2.488*** (-2.66)
Growth	-0.007** (-2.33)	-0.007** (-2.30)
Sus	-0.338 (-0.24)	-0.400 (-0.29)
Constant	-23.495* (-1.73)	-25.116* (-1.85)
年份固定效应	YES	YES
个体固定效应	YES	YES
Number of id	208	208
R-squared	0.118	0.113
F test	0	0
r2_a	0.394	0.449
F	12.68	12.12

本文选用时间为依据，分为长期金融化与短期金融化，具体划分：短期公司金融化，企业所持有的货币资金、交易类金融资产、应收利息和应收股利之和占总资产比例；长期公司金融化，可供出售金融资产、持有至到期金融资产、长期股权投资、和投资性房地产之和占总资产比例。表 6 可以看出，企业金融化对价值的影响在短期金融化的企业中更明显，短期金融化对企业价值在 5%的显著性水平下负相关显著，长期金融化对企业价值的在 10%的显著性水平下显著，更能验证假设 1，当企业金融化过高时，投资金融资产会挤出实体投资，导致“产业空心化”问题，使得企业收益更加依赖金融资产投资、或者依赖房地产投资，而不是主业经营，降低企业投资效率，损害了企业市场竞争力，不利于企业长期发展，对企业价值产生负面影响。

6. 实证结果与分析

6.1. 结论

本文使用 2015~2021 年沪深两市 A 股上市国有公司的完整数据，在分析总结国内外的关于企业金融化相关研究的基础上，对企业金融化与公司价值的关系展开研究，主要内容是企业金融化与企业价值的相关关系、企业金融化行为的治理，得出以下结论：国有企业金融化对国有企业的价值的影响路径是显著的负相关关系，即随着公司金融化的上升，价值下降。并且两者之间的负相关关系会通过股票流动性的中介作用影响企业价值，即金融化程度越高时，公司流动性越低，企业价值越低。

实体企业在金融市场上投资的目的是为了“蓄水池”，保证公司资金的流动性，而是为了公司进行市场套利从而赚取利润[20]。国有企业也是如此，公司使用部分闲暇资金买入金融资产，一方面是把部分流动的闲散资金投资于收益更高的地方，不仅限于主要营业业务，使资金的使用效率提高；另一方面企业的金融化行为，虽然面临着较大的风险，但是风险高也意味着收益高，当企业内部资金流通出现问题，可以卖出金融资产，使公司脱离破产危机，增加多种投资方式，根据马科维兹的投资理论，投资于多种金融资产进行分散化投资，不只是房地产投资，可以使企业价值更大。但是根据本文的结论，当国

有企业过度金融化时, 公司的自由现金流越来越少, 因此会占用主营业务的资金资源, 使得资源利用不能达到帕雷特最优的状态, 不利于国有企业自身专门经营的业务的发展, 而公司也没有更多的资金去投资其他项目, 企业正常营运受到威胁, 投资者会担心企业是否能持续发展, 股票价格下降, 金融市场上的收益变少, 导致公司价值会下跌。

6.2. 建议

所以, 国有企业对资金的利用要更加谨慎, 国有企业只有把金融资产的配置效率控制在合理范围内, 才能提高企业自由资金的使用效率, 提升公司的创新能力, 保障公司的可持续健康绿色发展, 把从金融市场获得的收益用在企业的主要项目上, 提升企业价值。

本文的研究结论可以应用于解决经济“脱实向虚”的趋势: 目前, 国家积极领导和推行各个企业尤其是国有企业混合所有制改革, 非国有股东进入高管层并在国有企业的经营中享受话语权的现象将更为普遍, 所以一方面, 国有企业应正确对待自己的经营业务, 多投资于与自身主要经营的业务相关的研发活动、经营活动和调研活动, 公司主管人应该合理配置金融资产, 根据国有企业的实际情况, 对症下药, 改善企业内部控制制度, 加强内部控制制度的实施和评估程序的完善程度, 从而形成完整的内在机制, 建立公司内部的财务预警机制和风险预警机制, 从上层管理层到下层员工都享受对公司的监督权, 将对于企业长期发展不利的金融化行为减少甚至杜绝; 而另一方面政府作为市场的监督者和管理者, 控制一些公司对于金融资产的投机行为, 以防国有企业的闲散资金过度流向金融市场, 市场作为“看不见的手”, 能及时反映市场资源的配置效率, 放在被放在绝对性的位置, 而政府对于市场盲目滞后的部分加以管控, 遵守市场道德规范, 为国有企业的可持续发展和经营开辟完整的道路。只有金融市场和实体经济协同并进、共同发展, 才能保证国家安全、经济安全。

参考文献

- [1] 朱莹莹. 企业异质性对企业金融化程度的影响[D]: [硕士学位论文]. 上海: 上海社会科学院, 2020.
- [2] 陈文川, 李文文, 李建发. 政府审计与国有企业金融化[J]. 审计研究, 2021(5): 16-28.
- [3] 李承璋, 匡晓璐. 中国制造业企业扩大金融投资: 逐利还是避险[J]. 当代财经, 2021(11): 65-75.
- [4] Fine, B. (2013) Financialization from a Marxist Perspective. *International Journal of Political Economy*, 42, 47-66. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916420403>
- [5] 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, 52(1): 181-194.
- [6] Orhangazi, Ö. (2008) Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32, 863-886. <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>
- [7] 刘梦凯, 谢香兵. 企业金融化、融资约束与可持续增长[J]. 南方金融, 2021(11): 38-50.
- [8] 和丽芬, 张丹, 王巧义. 企业金融化与盈余持续性——兼论创新与机构投资者效应[J]. 财会月刊, 2021(13): 28-35.
- [9] 韩岚岚, 李百兴. 企业金融化对创新持续性影响机理研究[J]. 财会通讯, 2021(22): 69-73.
- [10] 万良勇, 查媛媛, 饶静. 实体企业金融化与企业创新产出——有调节的中介效应[J]. 会计研究, 2020(11): 98-111.
- [11] 仲旦彦. 公司治理、创新效率与企业“脱虚返实”[J]. 财会通讯, 2021(24): 47-51.
- [12] 顾海峰, 张欢欢. 企业金融化、融资约束与企业创新——货币政策的调节作用[J]. 当代经济科学, 2020, 42(5): 74-89.
- [13] 阳旸, 刘姝雯, 徐照宜, 王青松. 企业金融化对企业业绩的影响研究——基于期限结构异质性视角[J]. 会计研究, 2021(9): 77-94.
- [14] 巩娜. 企业金融化、股权激励与公司绩效[J]. 经济管理, 2021, 43(1): 156-174.

-
- [15] 李利婷. 企业金融化对企业经营绩效的影响——基于杠杆率的中介效应研究[J]. 呼伦贝尔学院学报, 2021, 29(3): 133-138, 148.
- [16] 张敏. 股权性质、企业金融化与经营绩效[J]. 商业会计, 2020(7): 67-71.
- [17] 王语涵, 李玉菊. 企业价值计量方法的比较分析[J]. 现代商业, 2021(25): 175-177.
- [18] 戚聿东, 张任之. 金融资产配置对企业价值影响的实证研究[J]. 财贸经济, 2018, 39(5): 38-52.
- [19] 刘立夫, 杜金岷. 企业金融化对企业价值的影响——兼论过度金融化识别与治理[J]. 南方经济, 2021(10): 122-136.
- [20] 蔡艳萍, 陈浩琦. 实体企业金融化对企业价值的影响[J]. 财经理论与实践, 2019, 40(3): 24-31.
- [21] 罗党论, 潘昕彤, 刘聪聪. 国有企业金融化: 动因与经济后果[J]. 金融学季刊, 2021, 15(2): 116-138.
- [22] 熊爱华, 张质彬, 张涵. 国有企业混合所有制改革对创新绩效影响研究[J]. 科研管理, 2021, 42(6): 73-83.
- [23] 狄灵瑜, 步丹璐. 非国有股东参股与国有企业金融化——基于混合所有制改革的制度背景[J]. 山西财经大学学报, 2021, 43(3): 96-111.
- [24] 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): 111-127.
- [25] Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986) Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6)
- [26] 王东旋, 张峥, 殷先军. 股市流动性与宏观经济——有关中国股市的新证据[J]. 经济科学, 2014(3): 61-71.
- [27] 柳木华, 任嘉乐, 郭振. 关键审计事项披露的信息价值——基于股票流动性视角[J]. 审计与经济研究, 2021, 36(3): 21-32.
- [28] 戴颢, 彭俞超, 马思超. 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, 40(11): 31-43.