

地区金融发展、异质性与 实体企业金融化

宋清华 谢坤¹

【摘要】：基于中国金融发展的地区分布特征，利用 2007—2018 年沪深 A 股上市企业微观数据及中国地级城市金融发展数据实证检验了地区金融发展对实体企业金融化影响及微观作用机制。研究发现，地区金融发展的提升使金融投资对实业投资存在挤出影响，且挤出影响大小取决于企业的个体特征，如规模和所有制形式等。金融资产逐利和经营避险是地区金融发展影响实体企业金融化的两条途径，区分样本地区异质性后，研究发现，中西部地区金融发展则主要是通过融资约束缓释渠道而对实体企业金融化形成了显著抑制作用。进一步分析发现，金融发展进入拐点后，中国及地区资本流动性的结构性下降是产生这一影响机制的深层原因。

【关键词】：地区金融发展 金融投资 资产逐利 企业避险 资本流动性

【中图分类号】：F424；F832 **【文献标识码】**：A **【文章编号】**：1009-2382(2021)02-0041-09

一、引言

依赖资本和劳动力等要素优势驱动是我国经济快速增长的结构特征，长期低成本与资源密集型生产模式也导致了我国产业结构失衡，经济增长动能不足等问题。十九大报告提出要加快转变经济发展方式，推动经济向质量变革、效率提升及动力转换并轨，中国经济步入高质量发展时期。在这一背景下，我国实体企业囿于传统依赖要素投入和规模扩张的粗放型增长模式，以技术进步、劳动者素质提升和管理创新等为核心驱动力的现代企业生产体系尚未形成，转型阶段下我国实体投资收益率出现下滑。与此同时，金融行业却迎来快速发展时期，以信息科技为推动力，尤其是以互联网技术为重要载体的新一轮科技浪潮的崛起，加速了全球金融市场的创新步伐，互联网金融等新金融业态的兴起降低了金融交易成本，提升了金融投资收益。实体投资收益收缩而金融行业利润趋升，逐利动机下我国实体企业金融投资规模持续增加，对金融渠道获利依赖性显著增强，学者称这一现象为企业金融化(Demir, 2009; 彭俞超等, 2018)。虚拟经济脱离实体过度膨胀将引发产业空心化，不利于国民财富的积累和创造，而过多的资金集聚在金融体系内部空转，容易引发资产价格泡沫，推升经济运行风险。

在推动我国经济向高质量发展过程中，政府强调要充分发挥金融支持实体经济的基础性功能，深化金融体制改革，提升金融供给效率。对于由计划经济转轨而来的我国市场经济体制决定了政府在宏观资源配置和社会产品供给领域仍存在重要影响，各种区域性发展政策和经济资源会优先向局部地区倾斜，区域经济发展差异也会促使金融要素和资源向地区集聚。而受到转轨体制影响，我国金融资源跨地区流动的各种体制性壁垒依然广泛存在，使得金融交易过程中由于空间区位和资源积累差异而引发的市场摩擦更为严重，尤其是近年来金融改革的纵深推进，国家加快自由贸易区和国际金融中心建设又促使了金融资源加速向局部地区集聚，而引发了区域金融供给失衡问题。与经济转型并发出现的实体企业脱实向虚是否同地区金融发展有关？特别是，当前我国金融市场中的“规模歧视”和“所有制歧视”现象仍未得到明显改善。中小企业遭遇信贷配给难以突破成长瓶颈，国有企业面临预算软约束而自生能力不足，这又进一步加剧了地区金融资源的不均衡配置。地区金融发展及其空间异质性是引发实体企业脱实向虚的直接诱因？如果是其影响的途径和产生机制又是何种？这是本文试图探索和解决的重要内容。

¹**作者简介**：宋清华，中南财经政法大学金融学院教授；
谢坤，中南财经政法大学金融学院博士生(武汉 430073)。

有鉴于此,本文重点考察了地区金融发展对实体企业金融化影响,结合我国经济转轨体制特点分析这种影响在企业个体层面的类别差异;并依据金融资产特征识别影响企业金融化途径;从资本流动性视角进一步分析了这种影响产生的内在机制。以期为深入理解金融与实体经济关系,推动金融高质量服务实体经济提供新的见解和经验证据。

二、金融发展空间分布与实体企业金融化

1. 金融发展的空间分布特征

我国金融市场结构受转轨体制和经济发展战略影响呈现出显著的地理和经济特征,空间区位和资源禀赋优势会优先集聚金融机构和金融资源,并发挥金融协同带动经济增长功能。地区金融协调发展是区域经济协调发展的重要环节,有形、无形生产要素都必须依附资金的媒介渠道,在以资本回报为导向的要素市场中实现流通和转换,并伴随金融资源的集聚和扩散过程。表 1 是依据 Dagum(1997)空间基尼系数分解方法测算的我国金融发展的空间分布概况,分别从地区内差距、地区间差距、区域内与区域间差距贡献率三个维度描述了我国金融发展¹的空间演化特征。金融发展的基尼系数值介于 0.207~0.263,表明我国金融发展的总体差异较大。2007~2013 年金融发展差距在波动中具有小幅上升的趋势,2014 年金融发展差距达到最大,此后出现了小幅度回调但差距依然比较显著。从地区内差距来看,金融发展的基尼系数值在东部和西部地区明显更高,这说明东部和西部地区金融发展差距是形成我国金融发展总体差异的主要原因,中部地区金融发展差距较小,整体相对均衡稳定。从地区间金融发展差距来看,中部和西部地区金融发展差距变化比较平稳且差距不大,构成差异的主体来源于东部与中部地区和东部与西部地区,并且地区间金融发展差异在时间拐点处发生了趋势转变。2014 年以前,这一差距主要反映在东部与中部地区,而从 2014 年开始,东部与中部地区金融发展差距有所减少,东部与西部地区金融发展差距出现了跳跃式拉伸,差距逐步扩大,并成为了影响我国地区间金融发展差异的最主要原因。而从地区内与地区间金融发展差距贡献率来看,地区内金融发展差距贡献率在 31.7%左右且历年保持稳定,说明我国地区内金融发展保持了相对稳定的空间结构,而地区间金融发展差距对金融发展总体差距的贡献率最大,均值达到了 34.217%,超变密度贡献率次之,均值为 34.083%,可见地区间金融发展差距依然是形成当前我国金融发展空间差异的主要原因。

表 1 我国金融发展的 Dagum 基尼系数及其分解

年份	地区内差距				地区间差距			贡献率(%)		
	总体	东部	中部	西部	东-中	东-西	中-西	地区内	地区间	超变密度
2007	0.207	0.231	0.115	0.174	0.219	0.207	0.179	31.8	34.4	33.8
2008	0.219	0.243	0.127	0.175	0.235	0.215	0.189	31.4	36.2	32.4
2009	0.240	0.300	0.127	0.163	0.272	0.242	0.182	31.1	30.1	38.8
2010	0.223	0.249	0.128	0.186	0.233	0.224	0.194	31.8	33.0	35.2
2011	0.235	0.250	0.132	0.187	0.249	0.225	0.210	30.7	37.0	32.3
2012	0.227	0.233	0.138	0.19	0.234	0.217	0.213	30.8	33.2	36.0
2013	0.216	0.228	0.115	0.175	0.226	0.207	0.195	30.6	37.5	31.9
2014	0.263	0.210	0.133	0.293	0.210	0.267	0.282	32.5	39.3	28.2
2015	0.230	0.236	0.106	0.210	0.223	0.228	0.216	31.5	33.5	35.0
2016	0.238	0.226	0.106	0.248	0.214	0.243	0.236	32.5	33.1	34.4

2017	0.256	0.276	0.122	0.235	0.257	0.258	0.235	32.5	32.4	35.1
2018	0.236	0.244	0.074	0.264	0.212	0.253	0.222	33.2	30.9	35.9

Dagum 基尼系数分解方法从相对差异视角刻画了我国金融发展的空间演化特征,而借助核密度函数在描述非均衡及动态演进方面的独特优势,可以进一步更为准确地捕获到我国金融发展绝对差异的动态演进规律。图1是利用高斯核密度函数估计的我国金融发展的空间演化动态。金融发展的空间分布经历了先左移后右移的演变过程,但总体表现出右移趋势。2007年我国金融发展均值为2.5223,2008年下降为2.5190,2017年增长至最高达到3.8607后,2018年又小幅下降为3.7283。这表明我国金融发展水平呈现出显著上升趋势,在小幅下降后又迅速回升,金融发展的主峰高度先减小后上升,宽度先缩小后变大,但总体上表现为主峰高度在上升,宽度在变大,说明我国金融发展的绝对差异有扩大的态势。而金融发展的分布则基本由一个主峰和一个侧峰所构成,意味着我国金融发展除了具有扩大的绝对差距外,还兼具金融集聚和扩散的两极分化特点。

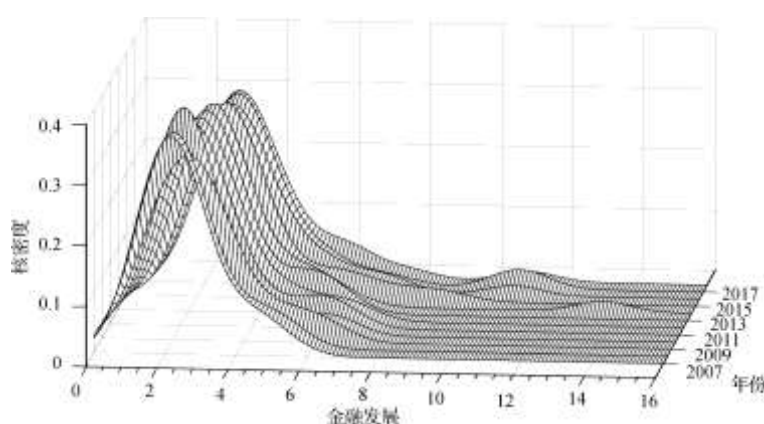


图1 我国金融发展的分布动态

2. 地区金融发展与实体企业金融化

新凯恩斯主义货币非中性(monetary non-neutrality)理论认为金融资源在地区间流动和替代受到地理空间层面限制,企业外部资金可获得性受金融空间供给结构影响(Klaggeetal.,2006)。早期受经济发展水平限制,有关金融发展与实体企业关系的研究多从金融的储蓄功能角度,认为金融发展有助于改善实体企业外部融资环境,通过缓解企业融资约束而促进了实业投资规模扩张。这种影响机制主要体现在两方面。一是资金成本效应。金融发展能够带来金融机构的空间集聚,金融供给量的增长通过发挥降低资金成本功能而缓解了企业外部融资约束(Laeven,2003)。二是信息扩散机制。金融发展带来金融机构的空间集聚有助于形成更加完善的地方性金融市场体系,可以帮助地方企业克服自身信息不透明造成的融资障碍(黄婷婷等,2020),并且地区金融发展还能有效发挥引导实体产业部门聚集的功能,基于产业聚集所形成的信息共享、技术溢出等效应也能使本地企业获益。而随着经济发展水平的提升及金融市场化进程的推进,人们开始越发关注金融资源配置的效率问题,认为金融发展支持实业投资的积极效应并非一直有效,还可能出现负向影响。金融发展带来金融要素的不断集聚可能降低资源使用效率,使金融发展不仅不利于实业投资增长,反而可能侵蚀实业投资资源,阻碍实体经济发展(唐根年等,2009)。具体而言,一是金融发展影响金融资产价格。金融发展的提高会助长金融资产价格增长,受高额资本回报率驱使,大量实业资金停留在金融体系内部空转,不仅恶化了实业投资环境,也挤压了实业投资利润。企业在金融投资中获得高额收益后,并没有用于满足实业投资需求,反而是再次投入金融市场,导致企业不断加大对金融投资依赖而使实业投资投入不足(马红等,2018)。二是金融发展影响了金融机构间的竞争。随着地区金融发展的提高,金融机构的空间集聚数量不断增加,在有限的市场规模约束下,金融机构为获取市场投资群体,容易形成价格竞争扭曲资源配置,通过降低资金的投资门槛而使金融市场出现虚假繁荣,增强了企业对于金融投资的热情(Juan,2014)。

结合我国金融发展的空间分布特征及转型时期的经济特点,我国的金融生态环境与发达国家相比仍处于不断完善阶段,金融发展的提高能在我国金融抑制程度较高的制度背景下,拓宽企业实业投资的外部融资渠道,使金融生态环境功能能够得到有效发挥。但受到转轨体制及长期来自底层观念的影响,金融发展的提高更容易引发市场对于金融投资的热潮,尤其是当前政府在金融资源配置过程中仍具有重要影响,在推行区域经济金融中心建设过程中,金融资源更容易在某一地区优先集聚,而加剧了我国具有较大发展差距和两极分化特征的金融发展格局的形成,导致实体经济与虚拟经济非协调发展的趋势愈发明显。

假设 1:实体企业金融投资受地区金融发展影响,金融发展的提高使金融投资会对实业投资形成挤出影响。

在我国,产权性质和规模异质性企业在金融市场中遭受的信贷约束存在差异。不同所有权和规模的企业,金融发展对其经营活动的影响具有不同的效应表现。国家控股性商业银行与国有企业之间天然的政治联系决定了政府和银行对于国有企业存在一定程度的政策倾斜,即使相比非国有企业,国有企业在经营产出方面更低,但由于政府的行政干预和政策支持,各种显性和隐性的金融支持也会优先向国有企业集中(林毅夫等,2009)。由于所有权上的优势,金融支持国有企业的生产效应可能被扭曲,甚至事与愿违,降低国有企业生产积极性(李青原等,2010),而产生金融资源被挪用等外部性问题。除了“所有制歧视”外,“规模歧视”现象在我国金融市场中依然比较突出(王霄等,2003)。大企业尤其是上市大企业在行业规模和市场收益方面具有比较优势,企业信用度高,风险相对较小。而小企业由于其自身局限性,风险和收益往往不对称,尤其是在信用去杠杆背景下,企业自身抵押资源不足,同小企业相比,银行等金融机构也更倾向于向大规模企业贷款。基于企业规模异质性所产生的信贷风险差异也会促使金融市场中的信贷资源向大规模企业集中。因而,企业规模异质性下地区金融发展也会通过信贷渠道对不同规模企业的投资效率产生影响。

假设 2:金融市场中的产权和规模异质性使地区金融发展对不同所有权性质和规模企业金融化影响存在差别。

我国金融发展空间差异较大,东部和中西部地区金融发展差距是形成我国金融发展差异的主要原因。结合金融发展的空间分布特征,从企业金融化动机来看:一是金融资产具有较强流动性,企业持有金融资产具有缓释融资约束功能(胡奕明等,2017)。实体企业融资难与融资不足依旧是当前影响和制约我国实体经济高质量发展的重要原因。虽然以金融科技为代表的互联网金融的快速发展能够有效弥补传统金融机构在信贷资源配给方面存在的不足,但受其较高私人信息约束和贷款成本制约,企业的融资约束问题依然没有获得明显改善。尤其是对于我国中西部地区而言,区域经济金融发展水平还比较滞后,以属地发展为依托的地方性金融市场体系还不健全和完善,企业的融资途径有限,融资渠道单一,解决实体企业信贷需求还主要依赖于地方金融机构。而我国的金融资源分布呈现出中西部地区相对不足特点,导致了地方企业的融资约束问题更为突出,从而加剧了地方企业的替代融资。随着地区金融发展的提高,金融供给的增加会通过改善实体企业外部融资环境(Degryse et al., 2005),而弱化其替代融资动机。二是金融市场具备投资和风险管理的功能,通过金融资产组合投资能够有效分散实业经营风险,金融资产价格的高波动性还能为企业进行短期资产套利创造条件(Stulz, 2010)。与中西部地区不同,我国东部地区依附其长期增长优势和国家政策的有利扶持加速了资本在地区的积累和集聚,资源的累积效应也形成了因果循环机制驱动了地方经济快速增长,并吸引了大规模的金融机构和具备高创新素养的金融企业家和金融服务人才,各类创新型金融产品和金融工具的流通与应用也为实体企业的外部需求创造了有效条件,而伴随地区金融发展的提升,这种建立在区域资源和地区发展基础上的集聚优势会进一步凸显和积累并强化金融支持实体经济的功能效应。

假设 3:实体企业金融化受地区金融发展影响,金融发展影响企业金融化途径存在区域异质性。

三、研究数据及研究设计

1. 样本选取与数据来源

本文以我国沪深 A 股上市企业作为实证分析样本,2007 年我国开始使用新的会计核算准则,为统一数据统计口径,选取的样本

时间区间为 2007–2018 年。为提升实证分析结果的准确性,本文对样本数据作了以下处理:一是剔除数据缺失较为严重样本、ST 类企业样本以及对研究结果具有较强扰动影响的金融行业和房地产行业样本;二是将样本中选取的所有连续变量通过 1%双侧缩尾处理的方式来排除可能存在的极端值影响。本文的微观企业数据来自国泰安数据库(CSMR),有关宏观经济及地区金融发展等指标的数据在查阅《中国金融年鉴》和《中国城市统计年鉴》后经手工整理而得。

2. 变量定义

(1) 实体企业金融化。

企业资产负债表中交易性金融资产、买入返售金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、长期股权投资、持有至到期投资、投资性房地产与发放贷款及垫款等科目资产具备金融资产的属性及特征,其规模变化能够有效地刻画和反映企业从事金融投资活动的意愿和强弱(彭俞超等, 2018)。因此,本文将这七项资产总额与期末总资产之比作为实体企业金融化的度量。在后文中,基于企业利润来源方式的差别,本文选用了其他金融化指标以进行研究结果的稳健性检验。

(2) 地区金融发展。

考虑到我国金融体系中银行仍处于主导地位,借鉴张成思等(2013)的做法,本文以区域金融机构存贷款规模与 GDP 的比值来度量地区金融发展。

3. 模型设定

为研究地区金融发展对实体企业金融化的影响,本文构建了如下基准方程进行分析:

$$FinInvest_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FinDep_{it} + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中,角标 i 和 t 分别代表企业和年份。 $FinInvest$ 是因变量表示企业金融化,核心解释变量 $FinDep$ 是地区金融发展。若回归系数 α_1 显著大于 0,则说明实体企业金融化受地区金融发展影响,金融发展的提高会促使企业增加金融投资而对实业投资形成了挤出影响。 X 是一系列控制变量,包括企业和宏观层面影响因素。企业层面控制了以下变量:资产负债率(Leverage),用期末总负债与总资产之比度量;每股净资产(Naps),以股东权益总额与总股本面额之比表示;托宾 Q (TobinQ),采用企业市场价值总额与期末总资产之比衡量;经营性现金流(Cashflow),以经营活动产生的现金流净额除以总资产表示;公司规模(Size),采用总资产的自然对数值衡量。宏观层面控制了以下变量:地区固定资产投资率(Investrate),以地区固定资产投资总额除以地区 GDP 度量, M2 增长率(M2growth),采用相邻两时期内本期与上一期货币供给量的绝对差额除以上一期货币供给量表示。

为明确地区金融发展通过何种途径影响了实体企业金融化,本文对基准回归方程进行了扩展,在基准回归模型中引入了实体投资收益率(Repro)、融资约束(KZ)和企业经营风险(Risk)及其与地区金融发展(FinDep)的交互项。其中,实体投资收益率采用营业收益抵减营业成本、税金、期间费用及资产减值损失后的余额与期末总资产之比表示;融资约束使用 KZ 指数度量,本文将这两项指标定义为虚拟变量,若其值大于同年份同行业的中位数则取为 1,否则为 0。企业经营风险使用经行业均值调整后的 ROA 五年滚动标准差表示,此指标也设定为虚拟变量,定义同前述两项虚拟变量相同,扩展后的回归模型如下:

$$FinInvest_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FinDep_{it} + \alpha_2 Repro_{it} + \alpha_3 FinDep_{it} \times Repro_{it} + \alpha_4 KZ_{it} + \alpha_5 FinDep_{it} \times KZ_{it} + \alpha_6 Risk_{it} + \alpha_7 FinDep_{it} \times Risk_{it} + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中,地区金融发展与实体投资收益率交互项的回归系数 α_3 若显著小于 0,则说明实体投资收益率越低时,地区金融发展对实体企业金融化的影响效应更强。地区金融发展与企业融资约束交互项的回归系数 α_5 若也显著小于 0,则说明金融发展水平越低,金融资源越稀缺地区,企业为改善融资约束越会增加金融投资,也即说明金融发展的提高会通过融资约束缓释渠道抑制企业金融化倾向。而地区金融发展与企业经营风险交互项的回归系数 α_7 若显著大于 0,则意味着缓释经营风险动机下,地区金融发展的提升会加剧实体企业金融化趋势。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计

表 2 列出了样本统计区间内主要变量的描述性统计特征。实体企业金融化均值为 0.081,表明上市公司总资产中金融资产的规模平均约达到了 8%,最大值为 0.598,最小值为 0,说明不同企业金融化存在较大差异,部分企业存在过度金融化趋势。地区金融发展均值为 3.601,最大值为 7.506,最小值为 1.013,说明我国金融发展的地区差异较为明显和突出,金融集聚和金融供给不足的资源非均衡配置现象显著存在,这也为本文的研究提供了现实依据。企业财务杠杆率、每股净资产、公司规模及地区固定资产投资率等指标的描述性统计结果同现有研究基本保持一致。

表 2 主要变量的描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
FinInvest	15274	0.081	0.113	0.000	0.598
FinDep	15274	3.601	1.659	1.013	7.506
Leverage	15274	0.474	0.200	0.074	0.983
Naps	15274	4.250	2.723	0.018	15.413
TobinQ	15274	2.167	1.518	0.883	10.214
Cashflow	15274	0.050	0.071	-0.167	0.256
Size	15274	22.215	1.292	19.148	25.969
M2growth	15274	0.138	0.049	0.081	0.277
Investrate	15274	0.575	0.269	0.139	1.362

2. 基准回归

依据样本数据特征,本文综合 F 检验和 Hausman 检验结果使用固定效应模型进行实证分析。表 3 对应为基准回归的结果,其中,列(1)反映的是只包含企业财务层面影响因素,结果显示金融发展(FinDep)的回归系数为 0.0042,且在 1%统计水平上显著。列(2)是在列(1)基础上进一步控制了地区经济发展与宏观货币政策等因素,回归结果显示金融发展(FinDep)的系数依然在 1%统计水平上正向显著。基准研究结果表明:实体企业金融投资受地区金融发展影响,金融发展的提高会促使企业增加金融投资而对实业投资形成挤出影响,验证了假设 1 的成立。

3. 基于企业特征的回归检验

表 4 是依据企业所属行业规模均值分组的回归检验结果,以考察地区金融发展对不同规模企业金融化的影响。结果显示在两类样本中,地区金融发展(FinDep)的回归系数均在 1%统计水平上正向显著,且大规模企业样本中的回归系数明显更大。这表明地区金融发展对不同规模企业金融化均存在促进影响,并且对大规模企业金融化的促进作用更强。在我国以银行为主导且金融行业具有较高准入门槛的制度背景下,信贷资金更容易流向大规模企业,特别是随着地区金融发展水平的提升,外部金融市场环境的改善,使大规模企业不仅可以凭借其融资优势获取更多的银行信贷资金,还能利用股权、债券等融资方式融入超过其生产经营所需的资金,而转向从事股票、债券、银行理财等金融投资活动(刘珺等,2014)。这也间接验证了我国金融市场中信贷资源往往会优先向大规模企业集中,小企业更容易遭遇信贷“规模歧视”,地区金融发展有利于解决小企业的信贷约束(Guiso et al.,2004),从而弱化了其金融化趋势。

表 3 基准回归

变量	FinInvest	
	(1)	(2)
FinDep	0.0042***	0.0034***
	(0.0008)	(0.0008)
Leverage	-0.0639***	-0.0588***
	(0.0048)	(0.0048)
Naps	-0.0016***	-0.0015***
	(0.0004)	(0.0004)
TobinQ	0.0007	0.0009*
	(0.0005)	(0.0005)
Cashflow	-0.0598***	-0.0543***
	(0.0086)	(0.0086)
Size	-0.0082***	-0.0121***
	(0.0011)	(0.0012)
M2growth		-0.1060***
		(0.0126)
Investrate		-0.0088**
		(0.0038)
常数项	0.2860***	0.3910***
	(0.0232)	(0.0265)

观测值	15274	15274
R ²	0.027	0.032

表 4 按企业规模分组的回归检验

变量	规模分组			
	小规模企业		大规模企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
FinDep	0.0042***	0.0050***	0.0060***	0.0064***
	(0.0010)	(0.0010)	(0.0012)	(0.0012)
企业层面控制变量	YES	YES	YES	YES
宏观层面控制变量	YES	No	YES	No
常数项	0.4250***	0.3210***	0.3350***	0.1640***
	(0.0365)	(0.0321)	(0.0545)	(0.0452)
观测值	10914	10914	4360	4360
R ²	0.030	0.025	0.039	0.030

表 5 是依据企业所有制形式分组的回归检验结果,以考察地区金融发展对不同产权性质企业金融化影响。结果显示在国有和非国有两类企业样本中,地区金融发展(FinDep)的回归系数均正向显著,但国有企业中的回归系数值更高。这说明地区金融发展影响企业金融投资存在着产权异质性,国有企业更容易受地区金融发展影响从事金融投资活动。可能因为国有企业具有产权优势能够从金融市场中获取足够的信贷支持而积累了一定富余资金,地区金融发展的提高进一步提升了国有企业的资金积累优势而加速了其资金积累规模,在外部投资环境改善与企业内部流动性储蓄充足条件下,地区金融发展的提升会促使国有企业将闲置资金投向金融市场,从而加剧了其金融化趋势。这也从侧面反映出信贷的“产权歧视”现象引致了金融资源的低效率配置。综合表 4 和表 5 的回归结果,假设 2 得到验证。

表 5 按企业所有权性质分组的回归检验

变量	所有权性质分组			
	国有企业		非国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)
FinDep	0.0046***	0.0053***	0.0037***	0.0047***
	(0.0010)	(0.0010)	(0.0012)	(0.0012)

企业层面控制变量	YES	YES	YES	YES
宏观层面控制变量	YES	No	YES	No
常数项	0.4620***	0.3890***	0.3960***	0.2160***
	(0.0374)	(0.0329)	(0.0411)	(0.0349)
观测值	8394	8394	6880	6880
R ²	0.045	0.043	0.029	0.015

4. 地区金融发展与实体企业金融化动机

表6是依据金融资产特征,进一步采用实体投资收益率、融资约束和企业经营风险及其与地区金融发展的交互项识别金融发展影响实体企业金融化动机。表6中的列(1)对应为全样本的回归,结果显示实体投资收益率(Repro)系数在1%统计水平上负向显著,表明我国实体企业金融化具有缓释实业利润下滑的金融资产逐利动机,且地区金融发展与实体投资收益率交互项的回归系数也显著为负,进一步验证了实体投资收益率越低时,地区金融发展对企业金融化的影响作用越强。这可能缘于地区金融发展的提高改善了金融市场运营效率,信贷资产存量的增长加剧了金融资产价格的波动性,企业以期通过金融投资扭转实业利润下滑困境,金融资产成为弥补实业经营亏损的替代性选择。而企业经营风险(Risk)的回归系数在5%统计水平上也负向显著,意味着经营风险越低的企业,金融化水平越高,这与彭俞超等(2018)的研究结论一致。可能原因为银行对风险异质性企业存在差别性贷款,使经营风险不同的企业之间形成了借贷关系。低风险的企业将从银行体系获得的过剩流动性投放到影子银行体系,成为高风险企业补充资金的来源,导致经营风险更低的企业,金融化水平更高。而地区金融发展与企业经营风险交互项的回归系数则在1%统计水平上显著为正,说明出于缓释经营风险的动机,金融发展水平越高,金融市场越为发达地区,企业会倾向于增加金融投资以转嫁实业经营风险。

表6 地区金融发展与企业金融化动机

变量	全样本(1)	东部(2)	中西部(3)
FinDep	0.0039***	0.0049***	0.0037**
	(0.0012)	(0.0016)	(0.0018)
Repro	-0.0105***	-0.0123***	-0.0132***
	(0.0034)	(0.0047)	(0.0044)
FinDep×Repro	-0.0021**	-0.0024**	0.0007
	(0.0008)	(0.0011)	(0.0012)
KZ	0.0017	-0.0014	0.0070*
	(0.0030)	(0.0041)	(0.0039)
FinDep×KZ	-0.0009	0.0002	-0.0031***

	(0.0007)	(0.0010)	(0.0011)
Risk	-0.0057**	-0.0074*	-0.0009
	(0.0027)	(0.0038)	(0.0037)
FinDep×Risk	0.0020***	0.0025***	0.0006
	(0.0007)	(0.0009)	(0.0011)
企业层面控制变量	YES	YES	YES
宏观层面控制变量	YES	YES	YES
常数项	0.3750***	0.4240***	0.3110***
	(0.0266)	(0.0371)	(0.0376)
观测值	15274	9980	5294
R ²	0.044	0.055	0.041

结合我国金融发展的地区分布特征,进一步将样本分组为东部和中西部地区两类子样本,分别考察不同地区企业金融化受地区金融发展的影响途径是否存在差别,回归结果对应表6中的列(2)和列(3)所示。在东部地区样本中,金融发展与实体投资收益率和企业经营风险交互项的回归系数均至少在5%统计水平上显著,说明东部地区金融发展主要是通过金融资产逐利和经营避险途径影响了企业金融投资。而在中西部地区样本中,实体投资收益率(Repro)负向显著,融资约束(KZ)则正向显著,意味着我国中西部地区企业金融化除了为缓释实业利润下滑外,还存在显著的融资约束缓释动机,且地区金融发展与融资约束两者交互项的回归系数负向显著。这表明金融发展影响企业金融化动机具有显著的区域异质性。我国东部地区具有一定的资源、政策等优势,金融发展水平的提高更容易吸引金融机构的空间聚集,这为资本市场服务实体经济功能的发挥创造了有效条件;而中西部地区受其经济发展水平与金融市场化程度等因素制约,企业融资约束问题依然显著存在,实体投资流动性不足致使企业不得不依赖于金融投资渠道疏解其资金流压力,而随着地区金融发展水平的提升,外部融资环境的改善将通过缓解企业融资约束而显著抑制其金融化趋势。综合研究结果,假设3得以验证。

5. 稳健性检验

为验证实证结果的有效性,本文进一步从改变估计方法和替换回归变量等方面对模型进行检验。第一,考虑到城乡居民储蓄存款余额作为社会储蓄与投资转化的直接资金来源,同时其规模主要受边际消费倾向的影响而与企业金融投资之间不存在直接关联,从而与影响企业金融化的遗漏变量间相关度较低,为此本文使用滞后一期城乡居民储蓄存款余额与GDP比值作为工具变量,采用2SLS方法来减弱模型由于遗漏变量等而产生的内生性影响。第二,依据构建的回归方程形式,针对动态面板模型估计,本文还使用了系统GMM方法来控制内生性问题。第三,鉴于企业利润来源方式的不同,借鉴张成思等(2013)的研究,本文还从资产负债表中的利润端来度量企业金融化。第四,为反映地区金融资源配置结构对实体企业金融化影响,本文进一步使用了地区贷款总额与GDP比值作为金融发展的替代变量,对模型进行了回归。稳健性检验结果²表明,虽然不同回归检验中,金融发展变量的系数大小存在差异,但其符号和显著性均未发生明显改变,这说明本文的研究结果具有稳健性。

五、进一步分析

地区金融发展与实体企业金融化动机的实证回归结果表明:不同地区企业金融化受地区金融发展的影响途径存在差异,为进

一步揭示这一异质性途径产生的根源,本文尝试从资本流动性视角对其形成的深层原因进行解释。

在检验资本流动性时,Feldstein 和 Horioka(1980)最早提出以地区投资率和储蓄率的相关性来刻画资本的流动性强弱,如果两者间的相关性越弱,则表明地区间资本流动性越强,反之则说明地区间资本的流动性较弱。借鉴这一研究思路,考虑到本文是以银行等金融机构的存贷款资源衡量地区金融发展,因而有必要对 F-H 这一研究方法进行适度变换,参考俞颖等(2017)的做法,本文以地区金融机构贷款替代投资,以存款替换储蓄,构建如下回归方程进行分析:

$$(L/Y)_i = \alpha_i + \beta_i (S/Y)_i + \mu_i$$

其中,L/Y 表示地区金融机构贷款与地区产出之比;S/Y 表示地区金融机构存款与地区产出的比例; β 是储蓄保留系数, β 越小反映地区投资与储蓄的相关性越低,资本在地区间流动能力越强,反之则越弱。本文的前述部分揭示了我国金融发展存在时间拐点特征,地区金融发展差异在时间拐点处发生了趋势转变,因而有必要分时段对时间拐点前后地区资本流动性展开探讨。以时间拐点 2014 年作为时间节点,将样本企业统计到所处的地级市并分时段和分地区进行回归,对应结果如表 7 和表 8 中所示。

表 7 和表 8 分别反映了统计的时间区间内,我国及分地区资本的流动性状况。2007 年至 2018 年,我国的储蓄保留系数为 0.7600,东部地区为 0.6710,中西部地区为 0.8140,表明这一时期我国的金融资源流动性整体不强,东部地区金融资源流动性要明显高于中西部地区。进行分时段回归后发现造成我国金融资源流动性较低的主要原因为金融发展拐点后我国的地区资本流动性出现了急剧下降。2007 年至 2013 年期间,我国及各地区的储蓄保留系数都相对较低,说明这一时期我国区域内及区域间的资本流动性均比较强,金融资源的相对自由流动熨平了由于金融空间分布差异造成的金融要素供给失衡问题。而从 2014 年开始我国的地区资本流动性出现了结构性突变,储蓄保留系数出现了大幅上升,尤其是中西部地区的储蓄保留系数增长最快,表明这一时期我国的资本流动性陷入低潮。金融资源流动性减弱使资金被圈制于局部地区而无法回流至资源稀缺金融市场,造成金融供给与实体企业需求无法实现及时有效适配。

表 7 我国金融资源流动性

	全国		
时间:年	2007-2018	2007-2013	2014-2018
β	0.7600***	0.4120***	0.7940***
	(0.0139)	(0.0310)	(0.0181)
常数项	-0.1400***	0.2440***	-0.1310***
	(0.0188)	(0.0378)	(0.0271)
观测值	3471	2030	1441
地级市样本	290	290	290
R^2	0.485	0.092	0.626

表 8 分地区金融资源流动性

	东部			中西部		
时间:年	2007-2018	2007-2013	2014-2018	2007-2018	2007-2013	2014-2018
β	0.6710***	0.3370***	0.6120***	0.8140***	0.4350***	0.8530***
	(0.0178)	(0.0552)	(0.0210)	(0.0204)	(0.0364)	(0.0274)
常数项	0.00617	0.3900***	0.1560***	-0.2210***	0.1880***	-0.2190***
	(0.0255)	(0.0701)	(0.0340)	(0.0266)	(0.0435)	(0.0395)
观测值	1209	707	502	2262	1323	939
地级市样本	101	101	101	189	189	189
R^2	0.561	0.058	0.680	0.435	0.112	0.564

六、研究结论与启示

本文利用我国 2007-2018 年沪深 A 股上市企业微观数据及我国地级城市金融发展数据,实证考察了地区金融发展对实体企业金融化影响及微观作用机制。相关研究结论概括如下:第一,地区金融发展对实体企业金融投资存在显著正向影响,且影响效应具有规模和产权异质性,对大规模和国有企业金融化的促进作用更强。第二,金融资产逐利和企业经营避险是地区金融发展影响实体企业金融化的两条途径,在缓释实业利润和规避经营风险动机下,地区金融发展的提升会加剧企业金融化趋势,而这也与当前我国实体投资收益率下滑和宏观经济不确定性增加导致实业经营风险增大相印合,区分样本地区异质性后,本文还发现中西部地区金融发展则主要是通过融资约束缓释渠道而对企业金融化形成了显著抑制作用。第三,金融发展拐点后,我国及地区资本流动性的结构性下降是导致不同地区企业金融化受地区金融发展异质性影响途径的深层原因。

本文的研究结论对于如何从金融供给端发力,推动实体经济高质量发展具有一定的启示性意义。本文的研究表明金融发展与实体企业发展之间并非相依相融和相辅相成的关系,金融发展的提升会对实业投资产生挤出影响,因而片面追求金融体量和规模增长,其经济后果是导致实体企业脱实向虚。如何进一步完善金融供给结构,稳金融规模增长的同时不断优化地区间金融供给结构是实现金融助力实体企业高质量发展的重要内容。地区金融发展既能通过实业经营避险和融资约束缓释途径为实体企业的发展赋能,也会通过金融逐利渠道加剧实业资金脱实向虚从而产生损害实体经济发展等问题。合理引导金融高效服务实体经济还需进一步深化实体企业与金融供给侧结构性改革。一是加大技术创新,深化实体企业改革。针对实体投资收益率过低的问题,降低企业金融资产逐利动机,要逐步摒除依靠要素投入和低成本优势驱动的传统企业盈利增长模式,构建以科技创新和管理创新等为核心竞争力的现代企业生产体系,逐步加大技术创新对企业全要素生产率的提升作用,为实体企业转型升级释放更多盈利空间。二是以服务实体经济为导向,深化金融供给侧结构性改革。地区金融发展要以其辐射范围内的实体企业现实需求为依托,不断强化金融对地区实体企业的薄弱和重点环节支撑,尤其是对于地方民营和中小企业的融资支持。在国家推行区域经济金融中心建设过程中,要更为注重地区间金融发展的均衡问题,防止出现由于金融供给结构失衡下金融过度集聚引发的资产逐利和金融供给不足导致的融资约束而加速资金脱实向虚等问题。政策适度向中西部地区倾斜,打通地区间金融资源流动的地方性行政壁垒,降低资源跨区域流通成本,使金融要素能够在市场机制作用下充分自由流动是实现金融高质量服务实体经济的有效途径。

参考文献:

[1]. Demir, F. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. Journal of Development Economics, 2009, 2: 314-324.

-
- [2]. Klagge, B., and R. Martin. Decentralized Versus Centralized Financial Systems: Is There a Case for Local Capital Markets?. *Journal of Economic Geography*, 2006, 5(4):387-421.
- [3]. Leaven, L. Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints? Evidence from Panel Data on Emerging Market. *Financial Management*, 2003, 32(1):5-34.
- [4]. Juan, D. Financialization: The AIDS of Economic System. *Ensayos de Economia*, 2014, 23(44):55.
- [5]. Degryse, H., and S. Ongena. Distance, Lending Relationships, and Competition. *Journal of Finance*, 2005, 60(1), 231-266.
- [6]. Stulz, M. Does the Cost of Capital Differ across Countries? An Agency Perspective. *European Financial Management*, 2010, 1:11-22.
- [7]. Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales. Does Local Financial Development Matter?. *Quarterly Journal of Economics*, 2004, 119(3):929-969.
- [8]. Feldstein, M., and C. Horioka. Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal*, 1980, 90(3):314-329.
- [9]. 彭俞超、黄志刚：《经济“脱实向虚”的成因与治理：理解十九大金融体制改革》，《世界经济》2018年第9期。
- [10]. 黄婷婷、高波：《金融发展、融资约束与企业创新》，《现代经济探讨》2020年第3期。
- [11]. 唐根年、管志伟、秦辉：《过度集聚、效率损失与生产要素合理配置研究》，《经济学家》2009年第11期。
- [12]. 马红、侯贵生：《金融集聚能促进企业的实业投资吗？——基于金融生态环境和要素拥挤理论的双重视角》，《现代财经》2018年第8期。
- [13]. 林毅夫、孙希芳、姜烨：《经济发展中的最优金融结构理论初探》，《经济研究》2009年第8期。
- [14]. 李青原、潘雅敏、陈晓：《国有经济比重与我国地区实体经济资本配置效率——来自省级工业行业数据的证据》，《经济学家》2010年第1期。
- [15]. 王霄、张捷：《银行信贷配给与中小企业贷款——一个内生性抵押品和企业规模的理论模型》，《经济研究》2003年第7期。
- [16]. 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》，《经济研究》2017年第1期。
- [17]. 张成思、朱越腾、芦哲：《对外开放对金融发展的抑制效应之谜》，《金融研究》2013年第6期。
- [18]. 俞颖、苏慧琨、李勇：《区域金融差异演进路径与机理》，《中国工业经济》2017年第4期。

注释:

1 采用地区金融机构存贷款规模除以地区 GDP 衡量金融发展,此定义与后文中金融发展含义一致。

2 限于篇幅,稳健性检验结果未列出,备索。