

# 企业金融化对实业投资的影响研究

刘丽丽

湖南科技大学, 湖南 湘潭 411100

DOI:10.61369/SE.2026030044

**摘 要 :** 本文基于2009–2018年沪深A股非金融上市公司数据,从金融收益与支出双维度实证考察了企业金融化对实业投资的影响机制。研究发现,企业金融化程度加深显著抑制了实业投资,表现出明显的“挤出效应”。本研究为厘清实体经济投资困境提供了微观证据,并对政府引导资本“脱虚向实”具有现实参考价值。

**关 键 词 :** 企业金融化; 实业投资; 挤出效应

## Research on the Impact of Corporate Financialization on Industrial Investment

Liu Lili

Hunan University of Science and Technology, Xiangtan, Hunan 411100

**Abstract :** Using data from non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen A-shares from 2009 to 2018, this study empirically examines the impact mechanism of corporate financialization on real economy investment through dual dimensions of financial returns and expenditures. The findings reveal that increased corporate financialization significantly suppresses real economy investment, demonstrating a pronounced "crowding-out effect." The research provides micro-level evidence to clarify investment challenges in the real economy and offers practical insights for government guidance in steering capital from speculative sectors toward real economic activities.

**Keywords :** financialization; industrial investment; crowding out effect

## 引言

在我国经济增速放缓的背景下,实体企业面临的经营压力与金融市场的高额回报形成鲜明对比,引致大量产业资本“脱实向虚”,非金融企业的“金融化”趋势日益显著。企业将更多资源配置于金融资产,是否会挤占其主营业务的实业投资,从而影响实体经济的长期稳定发展,是亟待回答的关键问题。鉴于此,本文旨在通过构建多元线性回归模型,对二者关系进行实证检验。本研究有助于企业规避过度金融化的风险,并且为政府部门制定引导资本服务实体经济的有效政策提供经验证据与决策参考。

## 一、文献回顾

学术界对企业金融化与实业投资的关系主要存在两种观点。

一为“挤出效应”,金融投资替代并抑制实业投资。Stockhammer (2004)<sup>[1]</sup>、Orhangazi (2008)<sup>[2]</sup>及 Demir (2009)<sup>[3]</sup>等相继在国际样本中证实了此负相关性。国内学者亦发现,企业出于逐利动机的金融化行为<sup>[7]</sup>,会通过加剧资源错配<sup>[4]</sup>、降低投资效率及全要素生产率<sup>[5-6]</sup>等途径挤占实业投资;且过度金融化时该效应占主导<sup>[8]</sup>。

二为“蓄水池效应”,认为金融资产能平滑现金流、缓解融资约束从而反哺实业。Denis和Sibilkov (2010)<sup>[9]</sup>、Aivazian等 (2015)<sup>[10]</sup>指出,持有金融资产能提升借贷能力并拓宽融资渠道;Kliman和Williams (2015)<sup>[11]</sup>证实美国企业的金融化收益最终流入了实业。在国内,该效应则多见于投资不足的企业中<sup>[8]</sup>。

综上,金融化对实业投资犹如“双刃剑”,鉴于现有结论分歧,本文拟对此问题作进一步检验。

## 二、理论分析与研究假设

企业配置金融资产的动机决定了其对实业投资的影响,主要表现为“挤出效应”与“蓄水池效应”。其一,“投资替代”动机引发“挤出效应”。当金融市场回报率远超实体产业时,追求利润最大化的企业倾向将有限资本投向高流动性、高回报的金融资产,从而直接挤占周期长、变现慢的实业投资。其二,“预防性储蓄”动机带来“蓄水池效应”。为应对经营不确定性及高昂的外部融资成本,企业常持有易变现的金融资产来平滑现金流、缓解融资约束,此时金融收益最终将反哺主业。

然而,金融化的“双刃剑”作用受宏观环境深刻影响。近年来,我国实体经济增速放缓、转型承压,而金融市场的高回报预期显著强化了企业的“投资替代”动机。当前社会对“脱实向虚”的普遍担忧亦侧面印证,“挤出效应”可能已成为当前我国企业金融化影响实业投资的主导力量。据此,本文提出假设:

H1: 非金融企业金融化对实业投资具有显著的挤出效应。

### 三、研究设计

#### （一）样本选取与数据来源

本文选取2009–2018年沪深A股非金融上市公司为研究样本，数据来源于国泰安数据库。在剔除金融与房地产业、数据缺失的样本，并对所有连续变量进行1%的Winsorize缩尾处理后，最终获得1349家公司的13490个年度观测值。

#### （二）变量定义

##### 1. 被解释变量

实业投资（Invest）。借鉴钱浩（2018）<sup>[22]</sup>的做法，用“购买固定资产、无形资产及其他长期资产所支付的现金”与期末净资产的比值来衡量。

##### 2. 核心解释变量

企业金融化。从收益与支出两个维度衡量：一是金融利润（Profit），参考张成思和张步昙（2016）<sup>[6]</sup>，用公允价值变动损益、投资收益及利息收入之和与期末净资产的比值表示；二是金融支付（Pay），借鉴Tori和Onaran（2018）<sup>[13]</sup>，用利息支出与应付股利之和与期末净资产的比值表示。

##### 3. 控制变量

参考胡奕明等（2017）<sup>[14]</sup>，选取了盈利能力（E）（用“营业收入/净资产”表示）和资产负债率（Debt）（用“长期负债/净资产”表示）作为控制变量。

#### （三）模型构建

为检验研究假设，并考虑到金融化对实业投资影响的滞后性，本文设定如下多元线性回归模型：

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Profit_{it-1} + \alpha_2 Pay_{it-1} + \alpha_3 E_{it-1} + \alpha_4 Debt_{it-1} + e_{it}$$

其中，i代表公司，t代表年份， $e_{it}$ 为随机扰动项，所有解释变量均采用滞后一期的数据。

### 四、实证分析

#### （一）基准回归

表1报告了基准回归结果，结果显示，核心解释变量金融利润Profit和金融支付比率Pay的系数分别为-0.169和-0.321，且分别在1%和5%的水平下显著为负。这表明，无论从收益还是支出端衡量，非金融企业金融化程度的提升均显著降低了实业投资水平，企业金融化对实业投资具有明显的“挤出效应”，本文假设得到验证。

在控制变量方面，盈利能力E与资产负债率Debt的系数分别为0.007和0.106，均在1%的水平下显著为正，说明企业较强的盈利能力为实业投资提供了资金保障；同时，适度增加负债能够拓宽融资渠道，对实业活动产生正向促进作用。

表1 基准回归结果

| 变量              | Invest               |
|-----------------|----------------------|
| <i>L.Profit</i> | -0.169***<br>(-6.84) |
| <i>L.Pay</i>    | -0.321**<br>(-2.17)  |

|                    |                     |
|--------------------|---------------------|
| <i>L.E</i>         | 0.007***<br>(10.88) |
| <i>L.Debt</i>      | 0.106***<br>(40.13) |
| 常数项                | 0.080***<br>(51.11) |
| 样本量                | 12,141              |
| 调整R <sup>2</sup> 值 | 0.136               |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著；括号中为t值，下表同。

#### （二）稳健性检验与内生性处理

##### 1. 替换变量检验

为验证“挤出效应”结论的可靠性，本文分别替换了解释变量与被解释变量。首先，采用“金融资产持有比例（Asset）”替换原金融化指标，其中，金融资产具体包括：交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产、投资性房地产、短期投资、长期债权投资、长期股权投资、持有至到期投资、应收利息和应收股利，替换后的回归结果如表2列（1）所示，Asset系数为-0.062且在1%水平下显著为负；其次，采用“固定资产、无形资产及其他长期资产之和占总资产比重（Sub-Invest）”替换原实业投资指标，结果如表2列（2）所示，金融利润Profit仍在1%水平下显著为负，金融支付比率Pay系数虽未通过显著性检验但方向依然为负。总体而言，替换指标后的核心结论未发生根本改变，验证了结果的稳健性。

| 表2 替换变量            |                       |                       |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|
| 变量                 | (1)                   | (2)                   |
|                    | <i>Invest</i>         | <i>Sub-Invest</i>     |
| <i>L.Asset</i>     | -0.062***<br>(-12.82) |                       |
| <i>L.Profit</i>    |                       | -0.540***<br>(-14.29) |
| <i>L.Pay</i>       |                       | -0.140<br>(-0.62)     |
| <i>L.E</i>         | 0.007***<br>(11.16)   | -0.014***<br>(-14.90) |
| <i>L.Debt</i>      | 0.109***<br>(41.36)   | 0.169***<br>(41.86)   |
| 常数项                | 0.085***<br>(52.30)   | 0.312***<br>(130.57)  |
| 样本量                | 12,141                | 12,141                |
| 调整R <sup>2</sup> 值 | 0.144                 | 0.142                 |

##### 2. 内生性问题处理

考虑到遗漏变量和双向因果可能导致的内生性偏误，本文采用两阶段最小二乘法进行缓解，回归结果如表3所示。选取核心解释变量的滞后两期L2.Profit和L2.Pay作为工具变量。有效性检验显示，弱工具变量检验F值为724.519，且豪斯曼检验显著拒绝外生性假设，表明工具变量选取合理有效。第二阶段回归结果显示，Profit与Pay的系数分别为-0.419和-0.630，且分别在1%和10%的水平下显著。这表明，在有效控制内生性问题后，企业金融化对实业投资的显著抑制作用依然成立，证实了前文结论的

准确性。

表3 工具变量法

| 变量                  | 第一阶段                |                     | 第二阶段                 |
|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
|                     | <i>Profit</i>       | <i>Pay</i>          | <i>Invest</i>        |
| <i>L2.Profit</i>    | 0.352***<br>(18.42) | 0.003*<br>(1.70)    |                      |
| <i>L2.Pay</i>       | 0.186**<br>(2.27)   | 0.437***<br>(17.61) |                      |
| <i>Profit</i>       |                     |                     | -0.419***<br>(-5.03) |
| <i>Pay</i>          |                     |                     | -0.630*<br>(-1.76)   |
| <i>E</i>            | 0.002***<br>(6.16)  | 0.0003***<br>(5.66) | 0.011***<br>(10.79)  |
| <i>Debt</i>         | 0.004***<br>(3.33)  | 0.0006***<br>(3.03) | 0.133***<br>(27.01)  |
| 常数项                 | 0.008***<br>(10.13) | 0.0002**<br>(2.43)  | 0.069***<br>(34.29)  |
| 样本量                 | 10,792              | 10,792              | 10,792               |
| 调整 R <sup>2</sup> 值 | 0.144               | 0.257               | 0.213                |

## 五、研究结论与建议

本文研究表明，我国非金融企业金融化对实业投资存在显著的“挤出效应”。无论从金融收益还是金融支出角度衡量，企业金融化程度的加深均会显著抑制其实业投资水平。

尽管适度配置金融资产可能发挥缓解融资约束的积极作用，但在当前现实条件下，过度金融化的负面影响更为突出。据此，本文提出以下建议：

首先，在企业层面，企业自身需明确主次，坚守主业核心地位，合理且适度地配置金融资产以缓解融资约束，避免因追逐短期高息而偏离长期健康发展的轨道。其次，在政策层面，应直击资本避实就虚的痛点，通过减税降费、优化营商环境及定向科研扶持等组合拳，切实提高实业投资回报率并降低融资成本，从根本上引导资金回流实体。最后，在监管层面，需进一步完善资本市场监管机制，对非金融企业的金融活动进行常态化监测，防范过度金融化风险。

## 参考文献

- [1]Stockhammer E. Financialisation and the slowdown of accumulation[J]. Cambridge Journal of Economics, 2004, 28(5): 719-741.
- [2]Orhangazi Ö. Financialisation 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.
- [3]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.
- [4] 张慕涵, 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, (04): 81-90.
- [5] 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, 51(12): 32-46.
- [6] 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 [J]. 上海经济研究, 2016, (08): 74-83.
- [7] 彭俞超, 韩珣, 李建军. 经济政策不确定性与企业金融化 [J]. 中国工业经济, 2018, (01): 137-155.
- [8] 张昭, 朱峻萱, 李安渝. 企业金融化是否降低了投资效率 [J]. 金融经济研究, 2018, 33(01): 104-116.
- [9]Denis D J, Sibilkov V. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings[J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(1): 247-269.
- [10]Aivazian V A, Ge Y, Qiu J. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence[J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11(1-2): 277-291.
- [11]Kliiman A, Williams S D. Why ‘financialisation’ hasn’t depressed US productive investment[J]. Cambridge Journal of Economics, 2015, 39(1): 67-92.
- [12] 钱浩. 经济金融化对中国实业投资的挤出效应研究 [D]. 安徽财经大学, 2018.
- [13]Tori D, Onaran Ö. The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK[J]. Cambridge Journal of Economics, 2018, 42(5): 1393-1416.
- [14] 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(01): 181-194.