

doi:10.3969/j.issn.1674-117X.2023.05.006

财务柔性能促进企业金融化吗? ——融资约束的调节效应

肖俊斌, 杨帆

(湖南工业大学 经济与贸易学院, 湖南 株洲 412007)

摘要: 基于2011—2020年沪深A股上市公司财务数据, 探究了财务柔性对企业金融化的影响程度, 并引入融资约束实证检验其是否在二者关系中起到调节作用。研究发现: 财务柔性能显著促进企业金融化, 且促进效果在不同行业竞争与不同地区条件下不同产权性质和企业规模的企业中呈现显著差异。在竞争激烈的行业, 财务柔性更能提升企业金融化水平; 在经济发达的东部地区的国有企业和大规模企业中, 其促进效果尤为显著; 融资约束正向调节了二者之间的关系。细分财务柔性后发现, 在高竞争行业中, 融资约束对负债柔性与企业金融化之间的调节作用更显著; 现金柔性的促进效果在中西部地区的国有企业中并不明显, 而负债柔性对国有企业的促进效果在东部地区和中西部地区均显著高于非国有企业。据此, 企业应提高财务柔性意识, 合理选择财务柔性政策, 政府应加大对非国有企业的帮扶力度, 拓宽其融资渠道, 缓解其融资压力。

关键词: 企业金融化; 财务柔性; 融资约束; 异质性分析

中图分类号: F275

文献标志码: A

文章编号: 1674-117X(2023)05-0038-14

引用格式: 肖俊斌, 杨帆. 财务柔性能促进企业金融化吗?: 融资约束的调节效应[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2023, 28(5): 38-51.

Can Financial Flexibility Facilitate the Financialization of Entity Enterprises?: Regulatory Effects of Financing Constraints

XIAO Junbin, YANG Fan

(College of Economy and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou 412007, China)

Abstract: This paper explores the extent to which financial flexibility affects the financialization of enterprises based on the financial data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2011 to 2020, followed by an introduction of financing constraints for an empirical test of whether they play a moderating role in the relationship between the two. The study finds that financial flexibility significantly promotes the financialization of enterprises, and the promotion effect varies significantly across industries with different competition, property rights and enterprise size in different regions. In competitive industries, financial flexibility is more likely to enhance the financialization level of enterprises; in the economically

收稿日期: 2023-05-25

作者简介: 肖俊斌(1964—), 男, 湖南衡阳人, 湖南工业大学教授, 硕士生导师, 研究方向为公司财务;
杨帆(1999—), 女, 湖南邵阳人, 湖南工业大学硕士研究生, 研究方向为企业财务会计。

developed eastern region, the promotion effect is particularly remarkable in state-owned enterprises and large-scale enterprises; financing constraints positively regulate the relationship between the two. A breakdown of financial flexibility reveals that in highly competitive industries, financial constraints have a more significant moderating effect on debt flexibility and corporate financialization; the facilitating effect of cash flexibility is not significant among SOEs in the central and western regions, while the facilitating effect of debt flexibility on SOEs is significantly higher than that of non-SOEs in both the eastern and central and western regions. Accordingly, enterprises should raise their awareness of financial flexibility and reasonably choose financial flexibility policies. At the same time, government departments should increase assistance to non-SOEs by broadening their financing channels and easing their financing pressure.

Keywords: financialization of enterprises; financial flexibility; financing constraints; heterogeneity analysis

全球经济下行的大环境下,我国实体企业为消除经营活动不振所引起的利润瓶颈,开始涉足金融投资活动,通过股票投资和购买金融衍生品类理财产品等获得利润,分配在主营业务上的资金比例不断降低,企业呈现出显著的金融化趋势。中共二十大强调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。中国人民银行发布的《2022年金融统计数据报告》显示,2022年我国金融体系运行平稳,金融为实体经济提供了更有力、更高质量的支持。从宏观层面来看,金融行业获得的超额收益是吸引其他实体企业进行金融投资的主要因素^[1]。从微观层面来看,金融投资所带来的超额回报势必会吸引企业的注意力,从而减少其他投资支出,加快金融化进程^[2]。因此,探究企业金融化的成因及经济后果,引导实体企业建立合理的金融化水平,正确利用金融建设服务,达到金融化程度与实体经营活动的结构均衡,推动公司的健康发展,具有重要的现实意义^[3]。

企业金融化是指企业将资金更多地用于金融投资活动而非传统经营生产业务的一种资源配置方式^[4]。刘梦凯等^[5-6]认为,企业金融化在一定程度上缓解了企业的融资压力,提高了自身的可持续增长水平,帮助实体企业扩大其发展规模。

“蓄水池效应”指出,企业可以利用闲散资金,购置变现能力强的金融资产,来防范经营过程中的资金链断裂风险^[7-8]。预防性资金储蓄理论也表示,企业将富余资金投资金融产品,所带来的收益可以更好地分散企业经营风险,为后续展开经营业务储备更多的资金^[9-10]。财务柔性是指企业为

规避市场中的某些风险而设立的一种内部管理手段,分为现金柔性和负债柔性两种。现金柔性表现为企业持有高额现金的一种能力,负债柔性表现为企业通过负债手段筹集资金的一种能力^[11]。Arslan-ayaydin等^[12]研究发现,储备财务柔性不仅可以帮助企业顺利度过危机,还能帮助企业及时抓住风险中的“投资风口”。

目前,有关财务柔性与企业金融化之间的研究较少。本文运用“年度-行业”双向固定效应模型,从现金柔性和负债柔性两个角度,研究财务柔性对企业金融化的影响,探究企业是否可以通过调整财务柔性储备水平获得优质金融投资机会,以促进企业的高质量发展。

一、理论分析与研究假设

(一) 财务柔性与企业金融化

鲍群^[13]认为,财务柔性是企业面对由环境变化引起的不确定因素时,能否有效调整资本结构、及时实施财务管理以实现企业价值最大化的一种能力。研究发现,财务柔性主要通过以下三种政策影响企业金融化水平。

第一,高额现金政策。凯恩斯货币需求理论认为,企业持有货币有交易动机、谨慎动机和投机动机。投机动机表示,企业利用货币资金的高流动性及高周转性,可以及时根据市场变化抓住金融投资机会。筹资优序理论指出,企业持有富余资金不仅能节约筹资成本,还能规避因低估金融产品收益而带来的风险^[14]。实体企业若将闲散资金投资在经营生产活动中,资金回笼时间较长,

而参与金融投资活动不仅可缩短资金回笼周期,还能增加短期投资收益,可促进企业金融化水平。

第二,财务杠杆政策。企业获取财务柔性的的重要手段之一就是保持较低的财务杠杆,以提升企业在未来进行投资活动或筹资活动的 ability^[15]。信息不对称理论表明,企业可能会通过负债经营的手段,增加其在未来获取投资机会的优势。因此,实体企业前期通过保持较低的财务杠杆,保留在未来提高负债比率筹集借款的能力,有利于企业未来赢得参与金融投资活动获取短期收益的机会。

第三,合适财务政策。根据 H. DeAngelo 和 L. DeAngelo 所提出的 DD 理论,企业的财务柔性可以细分为现金柔性、负债柔性和权益柔性,三者之和越大,企业筹集资金的能力越强^[16]。同时,DD 理论也指出选择合适的财务政策,能有效降低机会成本,提高财务柔性水平,确保企业经营活动所需资金的稳定性。

综上,本文认为,企业拥有财务柔性意识有利于其赢得金融投资机会,获取短期收益,对提高实体企业金融化水平具有积极推动作用,基于此,提出研究假设 H1。

假设 H1: 财务柔性对企业金融化具有积极影响。

(二) 融资约束、财务柔性与企业金融化

基于有效资本市场理论,资本市场中的信息披露应是充分、准确和及时的,企业和债权人之间不存在信息不对称情况;然而,实际的资本市场并不满足该理论下的市场特性^[17]。在不完全有效的资本市场中,交易双方会存在信息不对称问题,投资者为降低投资风险,在作出相关决策时往往会严格考察企业内部治理情况及经营状况。

MM 理论表示,双方信息不对称问题,造成了企业通过外源融资渠道筹集资金所支付成本远高于内源融资的局面,当内源融资所筹资金无法满足企业需求时,企业就会陷入融资约束的困境。而财务柔性也是企业因为不确定性而设立的一种管理手段,融资约束是其存在的前提条件之一,企业若不会受到融资约束,通过外源融资便能获取所需资金,财务柔性也就没有存在的价值了^[18],即企业所受融资约束的程度会影响财务柔性的储备水平。企业所受的融资约束程度越高,其为规避资本市场中的风险,会更加积极地储备财务柔性,

为企业的后续发展提供资金保障^[19]。

研究表明,高融资约束虽加大了企业外界筹资的难度,但从预防性动机出发,企业通过提高资金流动性和实施积极的资金管理政策,增加未来投资选择权的价值^[20]。即实体企业在面临高融资约束时,会表现出更明显的现金-现金流敏感性,以备在未来把握住优质的投资机会,为企业创造更多的价值。

综上,本文认为,企业面临高融资约束时会更积极调整财务柔性储备对策,把握投资机会,提高跨期投资价值,基于此,提出研究假设 H2。

假设 H2: 融资约束能正向调节财务柔性对企业金融化的影响。

企业金融化是公司管理层购入金融资产以在短期内获取超额回报、积累实业投资金额的一种经营手段,其常会受到企业内部的资本积累率、固定资产收益率、股东价值取向以及外部的环境不确定性和资本市场风险水平等因素影响^[21-22]。本文的财务柔性包括现金柔性与负债柔性之和。现金柔性是指企业持有高额现金量,为企业提供资金支持的一种能力;负债柔性则指企业具备较强的举债能力,是企业在进行负债融资时的一种优势。

企业的融资渠道可分为内源融资和外源融资。从内源融资渠道来看,在竞争激烈的资本市场中,现金柔性可以更好地为企业提供资金支持,帮助企业抓住投资机会;从外源融资渠道来看,负债柔性能帮助企业营造经营状况良好的社会印象,在未来拥有较高的偿债能力,有助于企业获得负债融资。无论是何种渠道获取的资金,都有利于企业把握金融投资机会,获取高回报的投资收益。

目前,由于我国资本市场发展不够成熟,大部分上市企业都可能面临融资约束困境。权衡理论认为,企业持有的现金量要以股东利益最大化为标准,企业需要在持有成本与所获收益之间权衡。代理理论也指出,高额的现金持有量会加大高管违背股东意愿进行过度投资的风险。因此,企业为保持财务柔性水平处于合适的范围,会降低现金柔性储备而适度增强负债柔性^[23],即企业储备财务柔性的同时为了合理规避风险,会控制现金持有量,更倾向于采取负债融资的手段,为企业提供资金支持。

综上, 本文认为, 企业通过外源融资渠道筹集资金时, 融资约束对其影响较大, 基于此, 提出研究假设 H3。

假设 H3: 相比于现金柔性, 融资约束对负债柔性与企业金融化之间的调节作用更显著。

二、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2011—2020 年沪深 A 股上市公司财务数据为初始样本, 为规避其他因素对研究产生的影响, 对初始样本进行如下筛选: (1) 剔除金融类、保险类及房地产类上市公司; (2) 剔除 ST、*ST 及 PT 类上市公司; (3) 剔除财务数据统计不全面以及相关财务指标异常的上市公司。为消除极端值对回归结果的影响, 对所选变量均进行 1% 的 Winsorize 处理, 最终获得 21 814 个有效样本。本文所有数据均来自于 CSMAR 国泰安数据库, 分析处理软件为 Stata 17.0。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

企业金融化 (*FINRATIO*)。本文参考杜勇等^[24]的做法, 采用金融资产与总资产的比值作为衡量企业金融化的指标。该比值越大, 说明企业金融化程度越高。本文对金融资产的定义剔除了货币

资金, 但包括了房地产投资。因为企业持有货币资金并不能使资本增值, 而是为了维持日常生产经营; 目前许多企业持有投资性房地产多数是为了获取收益, 这与本文金融资产定义相符, 故将其包括在内。

2. 解释变量

财务柔性 (*FFW*)。本文参考曾爱民等^[25]的衡量方法, 将财务柔性分为现金柔性与负债柔性。

3. 调节变量

融资约束 (*KZ*)。学界多以 *KZ* 指数、*SA* 指数、*WW* 指数等衡量企业所受融资约束的程度。本文参考魏志华等^[26]提出的衡量方式构建融资约束 *KZ* 指数。*KZ* 指数越大, 说明企业受到的融资限制越多, 也即融资约束程度越高。

4. 控制变量

本文借鉴俞鸿琳^[27]的研究方法, 选取企业成长性 (*Growth*)、企业规模 (*Size*)、公司成立年限 (*FirmAge*)、企业盈利水平 (*Roe*)、产权性质 (*Soe*)、两职合一 (*Dual*)、独立董事比例 (*Indep*) 作为控制变量。同时引入年份虚拟变量 (*Year*) 和行业虚拟变量 (*Industry*), 以控制年度固定效应和行业固定效应, 减弱年度变化和行业之间发展水平差异对企业决策行为的影响。相关变量及定义如表 1 所示。

表 1 相关变量及定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	企业金融化	<i>FINRATIO</i>	金融资产 / 总资产
解释变量	财务柔性	<i>FFW</i>	财务柔性 = 现金柔性 + 负债柔性
	现金柔性	<i>CFW</i>	现金柔性 = 企业现金比率 - 行业平均现金比率, 现金比率 = 现金及现金等价物 / 总资产
	负债柔性	<i>DFW</i>	负债柔性 = Max{0, 行业平均负债比率 - 企业负债比率}, 负债比率 = 负债合计 / 总资产
调节变量	融资约束	<i>KZ</i>	以 <i>KZ</i> 指数衡量
控制变量	企业成长性	<i>Growth</i>	本年营业收入 / 上一年营业收入 - 1
	企业规模	<i>Size</i>	年总资产的自然对数
	公司成立年限	<i>FirmAge</i>	ln(当年年份 - 公司成立年份 + 1)
	企业盈利水平	<i>Roe</i>	净利润 / 股东权益平均余额
	产权性质	<i>Soe</i>	国有控股企业取值为 1, 其他为 0
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理是同一个人取值为 1, 否则为 0
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事除以董事人数
	年份	<i>Year</i>	控制年度固定效应
	行业	<i>Industry</i>	控制行业固定效应

(三) 模型构建

为研究财务柔性与企业金融化之间的关系, 本文分别引入财务柔性 (*FFW*)、现金柔性 (*CFW*) 以及负债柔性 (*DFW*) 三个变量 ($X_{i,t}$), 测度其对企业金融化 (*FINRATIO*) 的影响, 并构建模型 1,

见式 (1)。

$$\begin{aligned}
 FINRATIO_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 X_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \\
 & \beta_4 FirmAge_{i,t} + \beta_5 Roe_{i,t} + \beta_6 Soe_{i,t} + \beta_7 Dual_{i,t} + \\
 & \beta_8 Indep_{i,t} + Year_t + Industry_t + \varepsilon_{i,t}。
 \end{aligned}
 \quad (1)$$

为研究融资约束对财务柔性与企业金融化的调节作用,检验H2和H3,在模型1的基础上,引入变量($X_{i,t}$)与融资约束($KZ_{i,t}$)的交乘项($X_{i,t} \times KZ_{i,t}$),构建模型2,见式(2)。

$$\begin{aligned} FINRATIO_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 X_{i,t} + \beta_2 KZ_{i,t} + \\ & \beta_3 X_{i,t} \times KZ_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \\ & \beta_6 FirmAge_{i,t} + \beta_7 Roe_{i,t} + \beta_8 Soe_{i,t} + \\ & \beta_9 Dual_{i,t} + \beta_{10} Indep_{i,t} + Year_i + Industry_i + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (2)$$

式中:检验财务柔性时, $X_{i,t}=FFW_{i,t}$,检验现金柔性时, $X_{i,t}=CFW_{i,t}$,检验负债柔性时, $X_{i,t}=DFW_{i,t}$; β 为各个变量的系数; i 表示企业; t 表示年度; $Year_i$ 表示年度固定效应; $Industry_i$ 表示行业固定效应; ε 表示残差项。

三、实证分析

(一) 描述性统计

相关变量的描述性统计结果见表2。由表2可知,企业金融化($FINRATIO$)的均值为0.0354,中位数为0.0071,最大值为0.4000,标准差为0.0688,表明企业存在金融化,且有部分企业的金融化水平极高。财务柔性(FFW)的均值为0.0797,中位数为0.0272,最大值与最小值之间差额较大,表明样本企业的财务柔性储备存在较大差异,虽大部分企业具有了财务柔性储备意识,但财务柔性水平仍需提升。现金柔性(CFW)和负债柔性(DFW)的均值分别为-0.0084、0.0876,标准差分别为0.1200、0.1160,表明企业对两种柔性的储备意识相差并不大。融资约束(KZ)的均值为1.2940,中位数为1.4984,最小值为-5.3940,最大值为6.6100,表明样本企业都存在融资限制,但资本市场对不同规模或不同性质的样本企业可能存在区别对待。

表2 描述性统计结果

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$FINRATIO$	21 814	0.035 4	0.007 1	0.068 8	0	0.400 0
FFW	21 814	0.079 7	0.027 2	0.195 0	-0.230 0	0.734 0
CFW	21 814	-0.008 4	-0.029 7	0.120 0	-0.241 0	0.394 0
DFW	21 814	0.087 6	0.019 4	0.116 0	0	0.440 0
KZ	21 814	1.294 0	1.498 4	2.295 0	-5.394 0	6.610 0
$Size$	21 814	22.350 0	22.170 2	1.313 0	19.890 0	26.330 0
ROE	21 814	0.058 4	0.067 9	0.133 0	-0.686 0	0.342 0
$Growth$	21 814	0.169 0	0.099 1	0.434 0	-0.572 0	2.792 0
$FirmAge$	21 814	2.871 0	2.944 4	0.336 0	1.792 0	3.497 0
SOE	21 814	0.386 1	0	0.487 0	0	1.000 0
$Indep$	21 814	0.375 0	0.357 1	0.053 9	0.333 0	0.571 0
$Dual$	21 814	0.254 0	0	0.435 0	0	1.000 0

(二) 相关性分析

本文在进行回归分析之前,对主要变量进行了相关性分析。结果表明, $FINRATIO$ 与 FFW 、 CFW 以及 DFW 的相关系数分别为0.057、0.028以及0.065,两者在1%的水平下显著正相关,初步验证了财务柔性与企业金融化之间显著正相关的假设。且方差膨胀因子 VIF 均小于2.5,各关键变量之间不存在多重共线性问题,所选取变量符合要求,适宜进行回归分析。

(三) 基准回归分析

表3为模型1的回归结果,分别检验财务柔性、现金柔性以及负债柔性与企业金融化之间的关系。列(1)和列(2)在控制年份固定效应和行业固定效应的基础上,分别研究在不加入控制变量和加入控制变量的条件下,财务柔性对企业金融化的影响。结果显示,无论是否加入控制变量,财务柔性均在1%的水平下显著促进企业金融化。列(3)和列(4)则是在双固定效应以及加入控制变量的基础上,分别研究现金柔性和负债柔性对

表3 基准回归结果

变量	(1) $FINRATIO$	(2) $FINRATIO$	(3) $FINRATIO$	(4) $FINRATIO$
FFW	0.014 3*** (5.898 2)	0.015 4*** (6.134 6)		
CFW			0.021 6*** (5.913 7)	
DFW				0.018 0*** (3.835 7)
$Size$		-0.004 3*** (-5.310 7)	-0.004 8*** (-6.081 7)	-0.004 3*** (-5.265 2)
ROE		-0.003 4 (-1.200 9)	-0.002 7 (-0.973 9)	-0.002 2 (-0.780 8)
$Growth$		-0.002 6*** (-3.425 7)	-0.002 7*** (-3.617 6)	-0.002 6*** (-3.475 3)
$FirmAge$		0.046 6*** (7.526 0)	0.044 6*** (7.254 8)	0.043 9*** (7.098 7)
SOE		-0.005 0** (-2.010 8)	-0.005 1** (-2.057 3)	-0.005 2** (-2.106 5)
$Indep$		-0.011 1 (-1.219 9)	-0.010 9 (-1.194 3)	-0.011 1 (-1.218 8)
$Dual$		-0.000 9 (-0.859 4)	-0.001 0 (-0.909 4)	-0.000 8 (-0.730 8)
$Constant$	0.016 9*** (15.888 3)	-0.003 8 (-0.162 6)	0.015 3 (0.667 3)	0.003 8 (0.158 1)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
N	21 814	21 814	21 814	21 814
R^2	0.102	0.107	0.107	0.106

注: **、*** 分别表示在5%、1%水平下显著,括号内为 t 值,下同。

企业金融化的影响。结果显示, 现金柔性和负债柔性均在 1% 的水平下显著正向影响企业金融化。这说明是否细分财务柔性指标, 都不影响其在 1% 的统计水平下显著提高企业金融化水平, 即财务柔性能促进企业金融化, 由此, 假设 H1 得到验证。

(四) 调节效应分析

表 4 为融资约束对财务柔性与企业金融化的调节效应检验结果。

表 4 融资约束的调节效应检验结果

变量	(1) <i>FINRATIO</i>	(2) <i>FINRATIO</i>	(3) <i>FINRATIO</i>
<i>FFW</i>	0.023 3*** (7.305 9)		
<i>CFW</i>		0.030 5*** (6.829 9)	
<i>DFW</i>			0.025 8*** (4.924 3)
<i>FFW</i> × <i>KZ</i>	0.002 8*** (3.562 3)		
<i>CFW</i> × <i>KZ</i>		0.000 9 (0.750 3)	
<i>DFW</i> × <i>KZ</i>			0.007 9*** (5.385 0)
<i>KZ</i>	0.001 0*** (3.569 4)	0.000 9*** (3.367 0)	0.000 1 (0.257 4)
<i>Size</i>	-0.003 7*** (-4.582 6)	-0.004 7*** (-5.962 8)	-0.004 0*** (-4.817 3)
<i>ROE</i>	-0.002 1 (-0.713 7)	-0.000 2 (-0.064 0)	-0.003 9 (-1.342 5)
<i>Growth</i>	-0.002 3*** (-3.052 6)	-0.002 5*** (-3.368 2)	-0.002 6*** (-3.418 1)
<i>FirmAge</i>	0.044 7*** (7.209 2)	0.042 4*** (6.868 7)	0.042 2*** (6.799 6)
<i>SOE</i>	-0.004 8* (-1.954 0)	-0.005 2** (-2.094 9)	-0.004 9** (-1.992 9)
<i>Indep</i>	-0.011 3 (-1.243 6)	-0.010 9 (-1.194 5)	-0.011 3 (-1.244 0)
<i>Dual</i>	-0.001 0 (-0.917 4)	-0.001 0 (-0.934 0)	-0.000 8 (-0.751 4)
<i>Constant</i>	-0.013 7 (-0.581 3)	0.016 6 (0.724 3)	0.001 4 (0.056 5)
年度固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	21 814	21 814	21 814
<i>R</i> ²	0.108	0.107	0.107

注: * 表示在 10% 水平下显著, 下同。

列 (1) 中财务柔性 (*FFW*) 的回归系数为 0.023 3, 财务柔性 with 融资约束的交互项 (*FFW* × *KZ*) 的影响系数为 0.002 8, 且均通过了 1% 的显著性检验。说明财务柔性能提高企业金融化水平, 而交互项的回归系数为正, 则说明融资约束能正向调节财务柔性对企业金融化的影响, 由此, 假设 H2 得到

验证。

列 (2) 中现金柔性 (*CFW*) 的回归系数及其与融资约束交互项 (*CFW* × *KZ*) 的系数均为正, 前者通过了 1% 水平下的显著性检验, 后者未通过 10% 水平下的显著性检验。说明融资约束对现金柔性与企业金融化之间的关系可能并未产生影响; 现金柔性可视为企业调用现金存量的一种能力, 融资约束可能对其产生的影响较小。而从列 (3) 可知, 负债柔性 (*DFW*) 及其与融资约束的交互项 (*DFW* × *KZ*) 的影响系数分别为 0.025 8 和 0.007 9, 均通过了 1% 水平下的显著性检验, 说明负债柔性能促进企业金融化, 同时, 融资约束正向影响两者之间的关系, 由此, 假设 H3 得到验证。

(五) 异质性分析

1. 行业竞争异质性检验

目前, 我国经济正朝着高质量发展阶段迈进, 且不同行业之间的竞争机制及相关政策的支持度等都存在较大差别^[28]。行业竞争可视为资源汇聚及外部动力的一种信号, 其差异可能会直接影响企业储备财务柔性水平。本文采用赫芬达尔指数来衡量行业竞争程度, 以其平均值作为划分标准; 该指数越小, 说明竞争越激烈。因此, 以不高于平均值的样本企业作为高竞争组, 反之作为低竞争组。

行业竞争角度下分组回归结果如表 5 所示。由表 5 可知, 在低竞争组中, 财务柔性在 10% 的显著性水平下正向影响企业金融化; 现金柔性通过 5% 的显著性检验; 负债柔性未通过 10% 的显著性检验。而在高竞争组中, 财务柔性、现金柔性以及负债柔性均在 1% 的水平下显著。这表明行业竞争越激烈, 企业通过储备财务柔性提高金融化程度的效果越明显。

行业竞争角度下融资约束的调节作用回归结果如表 6 所示。由表 6 可知, 在高竞争组中, 财务柔性 with 融资约束的交互项 (*FFW* × *KZ*) 以及负债柔性 with 融资约束的交互项 (*DFW* × *KZ*) 均通过了 1% 水平的显著性检验, 现金柔性 with 融资约束的交互项 (*CFW* × *KZ*) 未通过 10% 水平下的显著性检验。而在低竞争组中, 只有负债柔性 with 融资约束的交互项通过了显著性检验。说明竞争越激烈, 企业越倾向于采取负债融资的手段获得资金支持。这再次验证了融资约束可能并未影响现金柔性与

企业金融化之间的关系,而对负债柔性与企业金融化之间的影响较大,假设H3再次得到验证。

表5 行业竞争角度下分组回归结果

变量	(1) 高竞争组	(2) 低竞争组	(3) 高竞争组	(4) 低竞争组	(5) 高竞争组	(6) 低竞争组
<i>FFW</i>	0.010 1*** (3.232 3)	0.008 2* (1.806 5)				
<i>CFW</i>			0.011 7*** (2.581 6)	0.013 2** (2.044 3)		
<i>DFW</i>					0.017 5*** (2.984 2)	0.002 6 (0.307 0)
<i>Size</i>	-0.003 6*** (-3.516 9)	-0.004 9*** (-3.243 1)	-0.004 0*** (-3.935 1)	-0.005 3*** (-3.519 3)	-0.003 4*** (-3.293 6)	-0.005 2*** (-3.362 9)
<i>ROE</i>	-0.003 9 (-1.077 7)	0.000 8 (0.170 7)	-0.003 3 (-0.926 8)	0.001 0 (0.221 8)	-0.003 5 (-0.970 2)	0.001 9 (0.403 7)
<i>Growth</i>	-0.003 0*** (-3.238 0)	-0.002 5* (-1.839 0)	-0.003 1*** (-3.367 2)	-0.002 5* (-1.884 1)	-0.002 9*** (-3.196 7)	-0.002 6* (-1.892 6)
<i>FirmAge</i>	0.022 1*** (2.842 1)	0.051 2*** (4.419 9)	0.019 8** (2.575 4)	0.051 0*** (4.407 3)	0.021 5*** (2.767 7)	0.049 5*** (4.275 7)
<i>SOE</i>	-0.006 5** (-2.030 5)	-0.003 7 (-0.814 0)	-0.006 6** (-2.066 6)	-0.003 7 (-0.822 2)	-0.006 6** (-2.069 2)	-0.003 8 (-0.843 6)
<i>Indep</i>	-0.000 2 (-0.020 9)	-0.029 0* (-1.792 0)	-0.000 2 (-0.014 1)	-0.028 9* (-1.788 2)	-0.000 4 (-0.037 4)	-0.028 7* (-1.771 5)
<i>Dual</i>	-0.002 3* (-1.749 4)	-0.001 0 (-0.514 5)	-0.002 3* (-1.761 5)	-0.001 1 (-0.536 3)	-0.002 2* (-1.699 6)	-0.000 9 (-0.447 3)
<i>Constant</i>	0.045 0 (1.507 4)	0.002 0 (0.045 4)	0.060 5** (2.083 2)	0.011 3 (0.262 0)	0.042 1 (1.386 9)	0.013 4 (0.299 3)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	14 509	7 305	14 509	7 305	14 509	7 305
<i>R</i> ²	0.100	0.114	0.100	0.114	0.100	0.114

2. 地区异质性检验

我国各地区的经济发展水平存在较大差距,从整体层面研究财务柔性对企业金融化产生的影响,或许难以反映出各地区的真实情况。因此,本文将样本企业划分为东部地区和中西部地区,以此检验在地区经济发展水平不同时,企业的产权性质与规模大小是否会影响财务柔性对企业金融化的作用。

(1) 不同地区下产权性质异质性分析

东部地区产权性质分组回归结果如表7所示。由表7的列(1)至列(4)回归结果可知,在东部地区无论是否属于国有企业,财务柔性(*FFW*)及现金柔性(*CFW*)的回归系数都为正,均通过了1%水平下的显著性检验,说明在东部地区,财务柔性对企业金融化的提升作用具有普遍性,并不因产权性质的差异而发生改变。列(5)至列(6)的结果显示,负债柔性(*DFW*)的影响系数在国有企业中为0.077 9,且在1%水平下显著为正,

说明在国有企业中,负债柔性对企业金融化的影响是积极的;而在非国有企业中,负债柔性的影响系数虽为正,但未通过10%水平下的显著性检验,说明在非国有企业中负债柔性对提升企业金融化的影响并不明显。

中西部地区产权性质分组回归结果如表8所示。由表8的列(1)(2)可知,是否属于国有企业不会改变财务柔性(*FFW*)在1%的显著性水平下正向影响企业金融化。列(3)和列(5)回归结果显示,在中西部地区的国有企业中,负债柔性(*DFW*)在1%的显著性水平下能提高企业金融化程度,而现金柔性(*CFW*)对企业金融化的促进作用则不太明显。列(4)和列(6)回归结果显示,非国有企业中,现金柔性对企业金融化的促进作用比较明显,其影响系数为0.035 7且通过了1%的显著性水平检验;而负债柔性的影响系数仅为0.007 1且未通过10%水平下的显著性检验,说明其对提高企业金融化水平的作用较小。

表 6 行业竞争角度下融资约束的调节作用回归结果

变量	(1) 高竞争组	(2) 低竞争组	(3) 高竞争组	(4) 低竞争组	(5) 高竞争组	(6) 低竞争组
<i>FFW</i>	0.019 4*** (4.592 6)	0.016 9*** (2.882 0)				
<i>CFW</i>			0.019 0*** (3.155 1)	0.019 8** (2.423 3)		
<i>DFW</i>					0.025 3*** (3.860 2)	0.012 5 (1.314 3)
<i>FFW</i> × <i>KZ</i>	0.002 9*** (3.025 0)	0.002 1 (1.514 4)				
<i>CFW</i> × <i>KZ</i>			0.001 5 (1.024 1)	-0.000 6 (-0.292 0)		
<i>DFW</i> × <i>KZ</i>					0.007 4*** (4.081 1)	0.008 7*** (3.290 8)
<i>KZ</i>	0.000 6* (1.834 3)	0.000 8* (1.740 8)	0.000 5 (1.410 1)	0.000 8* (1.845 0)	0.000 1 (0.286 8)	0.000 1 (0.347 0)
<i>Size</i>	-0.003 2*** (-3.074 2)	-0.004 4*** (-2.883 9)	-0.003 9*** (-3.882 1)	-0.005 3*** (-3.509 2)	-0.003 1*** (-2.995 1)	-0.004 6*** (-2.959 7)
<i>ROE</i>	-0.003 5 (-0.939 4)	0.002 0 (0.395 3)	-0.002 2 (-0.593 6)	0.003 8 (0.774 5)	-0.004 9 (-1.304 0)	0.000 1 (0.015 4)
<i>Growth</i>	-0.002 8*** (-3.032 7)	-0.002 2* (-1.646 2)	-0.003 0*** (-3.284 0)	-0.002 3* (-1.714 4)	-0.002 9*** (-3.106 9)	-0.002 6* (-1.888 2)
<i>FirmAge</i>	0.021 1*** (2.716 1)	0.049 9*** (4.300 1)	0.018 7** (2.417 8)	0.049 6*** (4.279 9)	0.019 7** (2.529 8)	0.049 0*** (4.222 8)
<i>SOE</i>	-0.006 2* (-1.953 8)	-0.003 7 (-0.827 7)	-0.006 6** (-2.070 9)	-0.003 7 (-0.813 4)	-0.006 2* (-1.949 5)	-0.004 1 (-0.919 4)
<i>Indep</i>	-0.000 3 (-0.024 5)	-0.028 9* (-1.784 3)	-0.000 2 (-0.020 8)	-0.028 5* (-1.758 0)	-0.000 3 (-0.023 0)	-0.029 3* (-1.813 3)
<i>Dual</i>	-0.002 3* (-1.713 8)	-0.001 2 (-0.599 8)	-0.002 3* (-1.752 1)	-0.001 0 (-0.522 3)	-0.002 2* (-1.650 2)	-0.001 0 (-0.486 9)
<i>Constant</i>	0.036 6 (1.219 3)	-0.007 8 (-0.177 8)	0.061 3** (2.111 7)	0.011 9 (0.276 6)	0.040 7 (1.339 6)	0.002 7 (0.060 8)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	14 509	7 305	14 509	7 305	14 509	7 305
<i>R</i> ²	0.102	0.115	0.100	0.115	0.102	0.115

对比表 7 与表 8 可发现,无论是在经济发达的东部地区,还是在经济发展相对落后的中西部地区,财务柔性均对企业金融化具有促进作用,且促进效果在国企更加明显,假设 H1 进一步得到验证。细分财务柔性后发现,对国有企业而言,中西部企业利用现金柔性促进企业金融化水平的能力弱于东部地区,但负债柔性均在 1% 水平下显著为正,说明负债柔性对企业金融化的影响是积极的;对非国企而言,东部地区和中西部地区的企业均能很好地利用现金柔性来提升企业的金融化水平,但负债柔性均未通过 10% 水平下的显著性检验,说明负债柔性对提升企业金融化的作用并不明显。或许在资本市场眼中,国企的信誉度和稳定性皆高于非国企,与政府的联系也更紧密牢

靠,因此更容易吸引投资者进行投资,以较低的成本及时获取外部资金,从而助力企业提升金融化水平。

(2) 不同地区下企业规模异质性分析

企业的外部生存环境与地区经济发展水平息息相关,企业规模差异在一定程度上反映出企业内部储备现金以及获取外部融资的能力。本文以样本企业的年总资产平均值为划分标准,将样本企业分为大规模企业和小规模企业两组,不低于平均值的企业列入大规模企业组,反之则列入小规模企业组,检验在不同规模的企业中,财务柔性、现金柔性以及负债柔性对企业金融化的影响是否存在差异,回归结果如表 9~10 所示。

由表 9 和表 10 可知,无论是在东部地区还是

中西部地区,财务柔性、现金柔性及负债柔性均在1%的显著性水平下对企业金融化起到了积极作用,且大规模企业的回归系数是小规模企业的2倍左右,说明在大规模企业中,二者之间的正向

影响更明显。这或许是因为在资本市场中,大规模企业拥有更多的市场份额以及更高的信用等级,更容易获得外部融资和提高现金存量,对提高企业金融化水平起到了显著作用。

表7 东部地区产权性质分组回归结果

变量	(1) 国企	(2) 非国企	(3) 国企	(4) 非国企	(5) 国企	(6) 非国企
<i>FFW</i>	0.036 7*** (5.827 2)	0.014 5*** (3.877 2)				
<i>CFW</i>			0.025 7*** (2.866 3)	0.027 5*** (5.048 3)		
<i>DFW</i>					0.077 9*** (6.842 4)	0.006 1 (0.874 3)
<i>Size</i>	-0.003 2* (-1.730 9)	-0.006 7*** (-4.974 3)	-0.004 2** (-2.279 3)	-0.007 2*** (-5.362 6)	-0.001 7 (-0.928 6)	-0.007 2*** (-5.242 6)
<i>ROE</i>	-0.004 4 (-0.676 8)	-0.003 0 (-0.645 7)	-0.002 1 (-0.314 5)	-0.002 7 (-0.599 1)	-0.003 0 (-0.459 2)	-0.001 0 (-0.217 9)
<i>Growth</i>	-0.000 3 (-0.174 9)	-0.001 5 (-1.218 7)	-0.000 5 (-0.277 1)	-0.001 6 (-1.306 7)	0.000 0 (0.006 6)	-0.001 8 (-1.438 1)
<i>FirmAge</i>	0.010 2 (0.735 1)	0.042 9*** (4.574 8)	0.008 2 (0.587 5)	0.042 4*** (4.544 8)	0.008 3 (0.599 1)	0.038 9*** (4.142 0)
<i>Indep</i>	-0.012 9 (-0.733 2)	-0.014 7 (-0.945 6)	-0.011 9 (-0.673 2)	-0.014 6 (-0.940 3)	-0.012 4 (-0.705 7)	-0.015 0 (-0.960 7)
<i>Dual</i>	-0.001 7 (-0.659 7)	0.002 3 (1.408 7)	-0.002 1 (-0.823 3)	0.002 2 (1.356 1)	-0.001 2 (-0.470 6)	0.002 4 (1.486 8)
<i>Constant</i>	0.081 2 (1.406 2)	0.051 3 (1.390 2)	0.111 4* (1.933 2)	0.064 2* (1.772 4)	0.049 9 (0.857 8)	0.073 2* (1.950 2)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	4 958	9 994	4 958	9 994	4 958	9 994
<i>R</i> ²	0.08 8	0.132	0.082	0.133	0.090	0.131

表8 中西部地区产权性质分组回归结果

变量	(1) 国企	(2) 非国企	(3) 国企	(4) 非国企	(5) 国企	(6) 非国企
<i>FFW</i>	0.020 1*** (3.495 3)	0.019 6*** (3.283 4)				
<i>CFW</i>			0.011 1 (1.392 5)	0.035 7*** (4.232 8)		
<i>DFW</i>					0.045 8*** (4.493 8)	0.007 1 (0.621 6)
<i>Size</i>	-0.004 4*** (-2.933 0)	-0.003 8** (-2.055 5)	-0.005 3*** (-3.573 6)	-0.004 5** (-2.426 0)	-0.003 1** (-2.018 4)	-0.004 3** (-2.265 7)
<i>ROE</i>	-0.001 0 (-0.230 2)	-0.008 6 (-1.272 4)	0.000 2 (0.044 0)	-0.009 0 (-1.340 1)	-0.000 9 (-0.197 3)	-0.005 6 (-0.832 6)
<i>Growth</i>	-0.002 3* (-1.830 1)	-0.004 6*** (-2.809 5)	-0.002 5* (-1.948 8)	-0.004 8*** (-2.912 4)	-0.002 2* (-1.695 5)	-0.004 8*** (-2.928 3)
<i>FirmAge</i>	-0.001 8 (-0.131 9)	0.050 0*** (3.069 7)	-0.006 6 (-0.475 6)	0.047 5*** (2.944 8)	-0.000 3 (-0.020 8)	0.043 6*** (2.658 2)
<i>Indep</i>	0.007 1 (0.480 3)	-0.015 2 (-0.648 7)	0.007 2 (0.486 9)	-0.014 7 (-0.627 2)	0.005 7 (0.388 8)	-0.015 0 (-0.637 1)
<i>Dual</i>	-0.004 9** (-2.086 7)	-0.009 4*** (-3.726 0)	-0.005 1** (-2.154 0)	-0.009 5*** (-3.766 0)	-0.004 4* (-1.876 5)	-0.008 7*** (-3.454 3)
<i>Constant</i>	0.113 7** (2.208 1)	-0.025 7 (-0.447 9)	0.147 5*** (2.921 4)	-0.003 2 (-0.056 4)	0.079 7 (1.510 6)	0.002 5 (0.042 0)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3 465	3 397	3 465	3 397	3 465	3 397
<i>R</i> ²	0.098	0.114	0.095	0.116	0.100	0.110

表 9 东部地区企业规模分组回归结果

变量	(1) 大规模	(2) 小规模	(3) 大规模	(4) 小规模	(5) 大规模	(6) 小规模
<i>FFW</i>	0.035 7*** (5.794 7)	0.014 9*** (3.661 6)				
<i>CFW</i>			0.046 7*** (5.560 2)	0.019 1*** (3.233 0)		
<i>DFW</i>					0.041 0*** (3.517 7)	0.019 5*** (2.581 5)
<i>Size</i>	-0.001 6 (-0.839 6)	-0.009 5*** (-4.655 0)	-0.002 7 (-1.428 9)	-0.010 4*** (-5.225 7)	-0.001 6 (-0.806 8)	-0.009 7*** (-4.724 5)
<i>ROE</i>	-0.004 1 (-0.744 0)	0.001 7 (0.333 8)	-0.003 1 (-0.571 4)	0.002 8 (0.570 6)	-0.001 7 (-0.304 3)	0.002 3 (0.466 8)
<i>Growth</i>	-0.002 8** (-2.086 3)	-0.000 6 (-0.399 1)	-0.003 0** (-2.252 0)	-0.000 7 (-0.509 8)	-0.002 8** (-2.042 1)	-0.000 6 (-0.428 9)
<i>FirmAge</i>	0.023 4** (2.095 1)	0.059 4*** (4.870 8)	0.022 7** (2.028 7)	0.057 5*** (4.728 6)	0.020 7* (1.847 7)	0.056 9*** (4.673 7)
<i>SOE</i>	-0.007 2 (-1.530 9)	0.000 7 (0.141 8)	-0.007 5 (-1.590 2)	0.000 5 (0.103 9)	-0.007 6 (-1.599 0)	0.000 5 (0.089 8)
<i>Indep</i>	-0.010 4 (-0.652 8)	-0.012 2 (-0.711 6)	-0.009 4 (-0.593 7)	-0.012 6 (-0.732 9)	-0.009 7 (-0.611 9)	-0.012 5 (-0.729 2)
<i>Dual</i>	0.002 1 (1.024 3)	0.000 5 (0.289 8)	0.002 0 (0.948 6)	0.000 5 (0.280 3)	0.002 2 (1.061 7)	0.000 6 (0.339 2)
<i>Constant</i>	0.010 6 (0.196 1)	0.064 3 (1.254 5)	0.039 9 (0.746 7)	0.091 7* (1.846 0)	0.015 7 (0.287 6)	0.076 3 (1.473 7)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	6 443	8 509	6 443	8 509	6 443	8 509
<i>R</i> ²	0.107	0.127	0.106	0.126	0.103	0.126

表 10 中西部地区企业规模分组回归结果

变量	(1) 大规模	(2) 小规模	(3) 大规模	(4) 小规模	(5) 大规模	(6) 小规模
<i>FFW</i>	0.034 9*** (4.598 4)	0.018 5*** (3.490 3)				
<i>CFW</i>			0.034 6*** (3.524 0)	0.020 8*** (2.755 2)		
<i>DFW</i>					0.054 4*** (3.685 3)	0.029 9*** (2.985 7)
<i>Size</i>	0.000 5 (0.246 6)	-0.001 8 (-0.781 5)	-0.000 6 (-0.301 5)	-0.002 9 (-1.270 2)	0.001 3 (0.584 5)	-0.001 4 (-0.598 9)
<i>ROE</i>	-0.007 2 (-1.376 4)	-0.010 4* (-1.769 0)	-0.006 1 (-1.158 9)	-0.009 1 (-1.564 0)	-0.005 7 (-1.087 6)	-0.009 6 (-1.634 3)
<i>Growth</i>	-0.003 2** (-2.470 4)	-0.005 0*** (-2.982 0)	-0.003 4*** (-2.599 0)	-0.005 2*** (-3.104 6)	-0.003 0** (-2.303 8)	-0.004 9*** (-2.911 0)
<i>FirmAge</i>	-0.005 2 (-0.314 2)	0.047 5*** (2.851 8)	-0.009 3 (-0.560 3)	0.043 9*** (2.645 5)	-0.007 0 (-0.423 9)	0.046 0*** (2.763 1)
<i>SOE</i>	-0.030 9*** (-5.954 2)	-0.004 0 (-0.757 7)	-0.031 0*** (-5.966 0)	-0.004 5 (-0.843 1)	-0.031 4*** (-6.049 2)	-0.004 2 (-0.790 9)
<i>Indep</i>	-0.003 7 (-0.209 0)	-0.006 1 (-0.300 9)	-0.003 9 (-0.219 1)	-0.005 5 (-0.273 6)	-0.005 2 (-0.290 7)	-0.006 1 (-0.300 7)
<i>Dual</i>	-0.004 8* (-1.909 8)	-0.009 4*** (-3.872 6)	-0.004 8* (-1.877 3)	-0.009 3*** (-3.808 9)	-0.004 4* (-1.728 7)	-0.009 2*** (-3.777 2)
<i>Constant</i>	0.038 5 (0.568 2)	-0.066 9 (-1.054 2)	0.077 7 (1.157 3)	-0.031 8 (-0.513 2)	0.025 3 (0.365 5)	-0.072 8 (-1.123 8)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	3 220	3 642	3 220	3 642	3 220	3 642
<i>R</i> ²	0.133	0.110	0.131	0.109	0.131	0.109

(六) 稳健性检验

为使研究结果更稳健可信,本文分别采用工具变量法、增加控制变量法以及替换回归模型的方法来进行稳健性检验,实证结果如表11~13所示。

1. 工具变量法

由于财务柔性与企业金融化之间存在互为因果的关系,以及财务柔性的内生性本质和其他不可观测的因素,可能对模型的稳定性造成一定的影响,因此,本文借鉴肖忠意等^[29]的方法,选取同一省份同一行业企业的财务柔性平均值(*FFE*)作为工具变量来缓解内生性问题。相应地,将财务柔性平均值(*FFE*)细分为现金柔性平均值(*CFE*)和负债柔性平均值(*DFE*),分别作为现金柔性(*CFW*)和负债柔性(*DFW*)的工具变量,运用两阶段最小二乘法(2SLS)进行内生性检验。

首先,对所选取的工具变量进行“弱工具变量*F*检验”,结果表明,工具变量的*F*值大于10,

说明工具变量选择合理。如表11的列(2)(4)(6)结果所示,使用工具变量后,财务柔性(*FFW*)、现金柔性(*CFW*)以及负债柔性(*DFW*)的回归系数分别为0.037 9、0.032 7、0.074 9,且依旧在1%的水平下显著为正,与前文假设一致,因此,财务柔性促进企业金融化的结论是稳健可靠的。

2. 增加控制变量法

为了减少遗漏变量导致的估计偏误以及企业内外部因素对模型稳定性造成的影响,加入以下控制变量:企业价值(*TobinQ*),以股东权益市场价值与总资产的比值来衡量;机构投资者持股比例(*INST*),以机构投资者持股总数与流通股本的比值来衡量。回归结果如表12所示。结果显示,在基准回归与调节效应检验中,所有核心变量的显著性和回归系数的符号均和前文一致,说明本文的实证模型稳定可靠。

表 11 2SLS 回归检验结果

变量	(1) 第一阶段 <i>FFW</i>	(2) 第二阶段 <i>FINRATIO</i>	(3) 第一阶段 <i>CFW</i>	(4) 第二阶段 <i>FINRATIO</i>	(5) 第一阶段 <i>DFW</i>	(6) 第二阶段 <i>FINRATIO</i>
<i>FFE</i>	0.975 1*** (390.012)					
<i>FFW</i>		0.037 9*** (14.111)				
<i>CFE</i>			0.992 2*** (479.095)			
<i>CFW</i>				0.032 7*** (8.001)		
<i>DFE</i>					0.957 0*** (307.177)	
<i>DFW</i>						0.074 9*** (15.439)
<i>Size</i>	-0.008 0*** (-21.308)	0.001 9*** (4.725)	-0.000 4** (-2.144)	0.000 5 (1.305)	-0.008 0*** (-29.741)	0.002 7*** (6.625)
<i>ROE</i>	0.021 4*** (6.180)	0.002 2 (0.618)	0.002 8 (1.490)	0.007 4** (2.043)	0.020 0*** (8.317)	0.003 7 (1.015)
<i>Growth</i>	0.000 5 (0.470)	-0.006 8*** (-6.225)	0.001 7*** (3.081)	-0.007 4*** (-6.794)	-0.001 7** (-2.344)	-0.006 5*** (-5.985)
<i>FirmAge</i>	-0.025 3*** (-18.861)	0.039 1*** (27.722)	-0.016 9*** (-23.591)	0.037 7*** (26.767)	-0.009 7*** (-10.279)	0.039 0*** (27.739)
<i>SOE</i>	-0.001 8* (-1.785)	-0.003 5*** (-3.352)	0.007 8*** (14.671)	-0.003 7*** (-3.531)	-0.009 2*** (-13.229)	-0.002 7** (-2.571)
<i>Indep</i>	0.007 6 (0.931)	0.038 9*** (4.565)	-0.003 0 (-0.694)	0.039 9*** (4.679)	0.007 8 (1.366)	0.038 4*** (4.518)
<i>Dual</i>	0.000 1 (0.088)	0.000 7 (0.624)	-0.000 9 (-1.525)	0.000 6 (0.527)	0.000 6 (0.750)	0.000 9 (0.793)
<i>Constant</i>	0.274 0*** (30.322)	-0.134 3*** (-13.842)	0.065 3*** (13.926)	-0.096 8*** (-10.511)	0.225 5*** (34.566)	-0.157 1*** (-15.453)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	21 814	21 814	21 814	21 814	21 814	21 814
<i>R</i> ²	0.892	0.043	0.917	0.037	0.849	0.045

表 12 增加控制变量检验结果

变量	基准回归				调节效应		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>FFW</i>	0.014 3*** (5.898 2)	0.016 5*** (6.560 2)			0.024 6*** (7.383 6)		
<i>CFW</i>			0.022 8*** (6.239 0)			0.029 0*** (6.117 1)	
<i>DFW</i>				0.019 9*** (4.229 4)			0.0244*** (4.657 8)
<i>FFW</i> × <i>KZ</i>					0.002 7*** (3.437 9)		
<i>CFW</i> × <i>KZ</i>						0.000 9 (0.750 6)	
<i>DFW</i> × <i>KZ</i>							0.007 5*** (5.115 6)
控制变量		YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>TobinQ</i>		0.002 6*** (6.260 7)	0.002 5*** (6.137 7)	0.002 5*** (6.080 6)	0.002 3*** (5.290 0)	0.002 3*** (5.379 8)	0.002 5*** (5.752 2)
<i>INST</i>		-0.005 0** (-2.056 6)	-0.005 1** (-2.095 7)	-0.004 9** (-2.006 4)	-0.005 1** (-2.088 8)	-0.005 2** (-2.130 3)	-0.004 9** (-2.003 9)
<i>Constant</i>	0.016 9*** (15.888 3)	-0.036 7 (-1.522 3)	-0.015 3 (-0.650 2)	-0.028 6 (-1.165 8)	-0.039 5 (-1.638 2)	-0.011 7 (-0.496 3)	-0.028 5 (-1.163 7)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	21 814	21 814	21 814	21 814	21 814	21 814	21 814
<i>R</i> ²	0.102	0.109	0.109	0.108	0.110	0.109	0.109

3. Tobit 模型检验法

Tobit 模型是指因变量虽然在正值上大致连续分布, 但包含一部分以正概率取值为 0 的观察值的一类模型。此处采用 Tobit 模型对假设进行稳健

性检验, 可以较好地排除遗漏的干扰因素。

Tobit 模型检验结果如表 13 所示。由表 13 可知, 检验结果皆与前文保持一致, 表明研究结论比较可靠。

表 13 Tobit 模型检验结果

变量	基准回归				调节效应		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>FFW</i>	0.007 2** (2.490 5)	0.012 2*** (4.043 6)			0.025 1*** (6.237 1)		
<i>CFW</i>			0.016 7*** (3.803 0)			0.026 3*** (4.636 8)	
<i>DFW</i>				0.013 7** (2.482 2)			0.026 6*** (4.262 1)
<i>FFW</i> × <i>KZ</i>					0.004 5*** (4.631 2)		
<i>CFW</i> × <i>KZ</i>						0.001 3 (0.909 6)	
<i>DFW</i> × <i>KZ</i>							0.013 2*** (7.258 0)
控制变量		YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	-0.016 9** (-1.996 8)	-0.137 2*** (-6.715 4)	-0.126 0*** (-6.289 7)	-0.133 9*** (-6.426 6)	-0.147 4*** (-7.151 9)	-0.126 8*** (-6.325 0)	-0.138 8*** (-6.640 1)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	21 814	21 814	21 814	21 814	21 814	21 814	21 814

四、结论与建议

(一) 研究结论

本文以2011—2020年沪深A股非金融保险类、非房地产类上市公司为研究样本,运用OLS回归模型、双向固定效应、两阶段最小二乘法(2SLS)和Tobit模型等多种方法,研究了财务柔性对企业金融化的影响,以及融资约束对二者关系的调节作用。同时将财务柔性细分为现金柔性和负债柔性,再次检验了核心变量之间的关系。得到以下结论:

第一,财务柔性、现金柔性及负债柔性均与企业金融化显著正相关,且融资约束正向调节财务柔性对企业金融化的促进作用。具体而言,融资约束的调节作用主要体现在负债柔性部分,即相比现金柔性,融资约束的调节效果在负债柔性与企业金融化二者之间更明显。

第二,不同行业竞争程度下,财务柔性对高竞争行业的金融化促进效果更明显,融资约束的调节作用也更显著。因为竞争激烈的外部环境会提高企业的危机意识,使企业更积极地储备财务柔性,从而为企业发展提供稳定的资金支持。

第三,在不同地区下,财务柔性对不同产权性质以及不同规模的企业金融化效果均未改变。但细分财务柔性后发现,在中西部地区的国有企业中,现金柔性对企业金融化的促进效果并不明显;而负债柔性对企业金融化的促进效果,在东部地区和中西部地区国有企业均显著高于非国有企业。这可能是由于投资者认为非国有企业融资渠道单一,信誉度和稳定性不够,无形中加大了非国有企业的外部筹资难度。同时,相较于小规模企业,大规模企业中财务柔性对企业金融化的提升效果更显著,这可能是因为大规模企业具有更完善的内部管理制度和更丰富的外部筹资渠道。

(二) 对策建议

基于上述结论,本文提出以下政策建议:

对上市公司而言,应提高建设企业财务柔性机制的意识。在变化多端的资本市场环境中,企业普遍受到融资约束的影响,在外部不确定因素的干扰下,很难及时获得所需资金额。企业应提高财务柔性储备意识,提前做好资金储备,合理规划投资资金与企业运营资金。同时,企业也可从

国家经济政策、所处行业特征以及自身经营特点出发,采取适合自身发展的财务柔性方式,结合现金柔性以及负债柔性的特征去实现企业价值最大化的战略目标,满足预期外的投资活动或经营活动需求,消除外部风险,促进企业积极发展。

对政府部门而言,应针对不同地区的发展情况,加快制定资本市场融资管理办法的步伐,给企业提供更好的发展机会。非国有企业外部融资难度远大于国有企业,且其外部筹资渠道单一,政府应加大对非国有企业的扶持力度,推动建立企业信用评级制度,提升市场信息透明度,完善市场借贷管理条约,简化贷款服务类机构与非国有企业之间的贷款手续,缓解非国有企业的资金压力,助力非国有企业良性发展。

参考文献:

- [1] 杨 箐,王红建,戴 静,等.放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚”[J].金融研究,2019(6): 20-38.
- [2] 徐寿福,姚禹同.股价信息含量与非金融企业金融化[J].会计研究,2021(8): 22-37.
- [3] 杜 勇,谢 瑾,陈建英.CEO金融背景与实体企业金融化[J].中国工业经济,2019(5): 136-154.
- [4] 刘姝雯,刘建秋,阳 旸,等.企业社会责任与企业金融化:金融工具还是管理工具?[J].会计研究,2019(9): 57-64.
- [5] 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.
- [6] 马妍妍,俞毛毛.企业金融化行为对出口规模的影响分析:来自A股上市公司的微观证据[J].世界经济研究,2021(6): 121-134, 137.
- [7] STULZ R M. Rethinking Risk Management[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1996, 9(3): 8-25.
- [8] 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.
- [9] 刘贯春.金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”[J].统计研究,2017,34(7): 49-61.
- [10] ALMEDIA H, CAMPELLO M, WEISBACH M S. The Cash Flow Sensitivity of Cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(4): 1777-1804.
- [11] 曾爱民,傅元略,魏志华.金融危机冲击、财务柔性储备和企业融资行为:来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2011(10): 155-169.
- [12] ARSLAN-AYAYDIN Ö, FLORACKIS C, OZKAN A. Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance: Evidence from Financial Crises[J]. Review

- of Quantitative Finance and Accounting, 2014, 42(2): 211-250.
- [13] 鲍群. 金融危机、财务柔性与企业投融资行为: 《财务柔性与企业投融资行为》评介[J]. 江西财经大学学报, 2017(3): 131-132.
- [14] MYERS S C, MALJUF N S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [15] BILLETT M T, KING T H D, MAUER D C. Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(2): 697-730.
- [16] DEANGELO H, DEANGELO L, FAMA E, et al. Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility[J]. SSRN Electronic Journal, 2007(2): 2-6.
- [17] 黄治蓉, 刘运国. 分形资本市场对有效资本市场的挑战及其应用[J]. 现代管理科学, 2009(6): 45-47.
- [18] 王满, 许诺, 田旻昊. 融资约束、财务柔性与企业投资不足[J]. 财经问题研究, 2016(9): 85-93.
- [19] 于赛渊. 融资约束、财务柔性与企业投资: 理论分析与实证检验[J]. 财经问题研究, 2016(8): 65-72.
- [20] 连玉君, 彭方平, 苏治. 融资约束与流动性管理行为[J]. 金融研究, 2010(10): 158-171.
- [21] 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.
- [22] 张成思, 贾翔夫, 唐火青. 金融化学说研究新进展[J]. 经济学动态, 2020(12): 125-139.
- [23] 黎精明, 李欣. 房价、融资约束与企业现金持有行为: 基于财务柔性视角[J]. 财会月刊, 2019(4): 9-15.
- [24] 杜勇, 张欢, 陈建英. 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): 113-131.
- [25] 曾爱民, 魏志华. 融资约束、财务柔性与企业投资: 现金流敏感性: 理论分析及来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经研究, 2013(11): 48-58.
- [26] 魏志华, 曾爱民, 李博. 金融生态环境与企业融资约束: 基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014(5): 73-80, 95.
- [27] 俞鸿琳. 实体企业金融化: 管理者短视角度的新解释[J]. 经济管理, 2022, 44(3): 55-71.
- [28] 唐玉兰, 刘幸. 企业的慈善捐赠行为能获得价值回报吗?: 基于技术创新和融资约束双视角[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2022, 27(4): 49-58.
- [29] 肖忠意, 林琳, 陈志英, 等. 财务柔性能力与中国上市公司持续性创新: 兼论协调创新效应与自适应效应[J]. 统计研究, 2020, 37(5): 82-93.

责任编辑: 徐海燕