

# 房地产企业金融化对财务风险的影响研究

赵雅倩

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2024年2月19日; 录用日期: 2024年2月29日; 发布日期: 2024年5月21日

## 摘要

贯彻落实金融支持实体经济发展, 促进房地产市场平稳健康发展背景下, 研究房地产企业金融化对财务风险的影响具有重要意义。文章以2008年~2022年A股房地产上市公司为研究样本, 实证探讨房地产企业金融化对财务风险的影响。研究表明: 房地产企业金融化与财务风险呈U型关系, 在经过稳健性检验后依然成立; 进一步研究发现, 企业杠杆率在房地产企业金融化与财务风险的关系中发挥中介作用。此外, 异质性分析表明, 房地产企业配置短期金融资产有利于缓解财务风险, 而企业配置长期金融资产与财务风险呈U型关系。文章丰富了企业金融化与公司治理方面的研究, 为平衡房地产行业的健康发展和金融风险的防控提供参考。

## 关键词

房地产企业金融化, 财务风险, U型关系, 企业杠杆率, 金融资产期限

# Research on the Impact of Financialization of Real Estate Enterprises on Financial Risks

Yaqian Zhao

School of Management Studies, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Feb. 19<sup>th</sup>, 2024; accepted: Feb. 29<sup>th</sup>, 2024; published: May 21<sup>st</sup>, 2024

## Abstract

It is of great significance to study the impact of financialization of real estate enterprises on financial risk in the context of implementing financial support for the development of the real economy and promoting the stable and healthy development of the real estate market. The article takes A-share real estate listed companies from 2008 to 2022 as the research sample, and empirically explores the impact of financialization of real estate enterprises on financial risk. The study shows

that the financialization of real estate firms has a U-shaped relationship with financial risk, which still holds after the robustness test; it is further found that corporate leverage plays an intermediary role in the relationship between financialization and financial risk of real estate firms. In addition, the heterogeneity analysis shows that real estate firms' allocation of short-term financial assets is conducive to mitigating financial risk, while firms' allocation of long-term financial assets has a U-shaped relationship with financial risk. The article enriches the research on enterprise financialization and corporate governance, and provides reference for balancing the healthy development of the real estate industry and the prevention and control of financial risks.

## Keywords

Financialization of Real Estate Enterprises, Financial Risk, U-Shaped Relationship, Corporate Leverage, Financial Asset Duration

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,我国房地产行业在国家政策不断调整的背景下,其在经济中的地位略有下滑。尽管如此,不可否认的是,房地产行业仍是我国支柱产业之一,对经济发展有着重要影响。然而,随着以金融业为主导的虚拟经济快速蓬勃发展以及房地产行业的飞速发展,也导致一些房地产开发企业在追求高额利润和实现业务的超常规发展的驱动下,纷纷涉足金融领域,导致产业资本过度涌入金融行业,这即表现为房地产企业的金融化行为。相关数据表明<sup>1</sup>,在2008年~2022年间房地产业金融化程度整体呈不断增长的趋势,由2008年的6.57%增长至2022年的12.66%,房地产企业金融化在我国经济发展的进程中愈发显著。为防控金融风险,促使我国房地产业向更为高质量的发展模式转变,以助力实体经济的健康成长,中国近年来连续推出一系列相关房地产金融政策。通过观察不难发现,解决问题的关键并非将房地产业与金融脱钩,而在于进一步完善金融服务。那么房地产业金融化行为究竟对我国房地产企业和市场的稳定运行有何影响呢?

国内外学者围绕企业金融化的动因、企业金融化的度量、企业金融化的经济后果展开了深入研究。关于企业金融化对财务风险的影响研究,目前已有学者研究企业金融化和财务风险二者的关系,然而关系究竟如何仍存在分歧。多数研究认为实体企业金融化是一种套利行为,是一种“舍本逐末”行为,会加剧财务风险,并通过提高融资约束影响财务风险[1][2]。也有学者认为企业资产金融化有利于降低企业财务风险[3]。此外,也有文献认为两者之间存在非线性关系[4]。上述文献虽已有文献探讨了企业金融化和财务风险的非线性关系,但并未深入研究两者之间的机制路径。

基于上述讨论,本文拟从微观角度对房地产企业金融化行为进行深入分析,并试图探讨以下问题:房地产企业金融化与财务风险存在何种关系?房地产企业金融化是否可以通过影响企业杠杆率进而影响财务风险?不同期限的金融资产是否对财务风险的影响存在差异?本文可能的潜在贡献在于:第一,本文通过对房地产企业金融化对财务风险的影响及路径和金融资产期限进行研究,丰富了企业金融化的经济后果相关研究。第二,与以往文献集中于非实体企业金融化不同,本文着重考察房地产企业金融化对

<sup>1</sup>数据来源于国泰安数据库。

财务风险带来的影响。金融业为房地产行业提供了必要的融资渠道，但过度金融化可能会为房地产企业带来风险。

## 2. 理论分析与研究假设

从已有文献的研究角度来看：企业配置金融资产主要基于“蓄水池”效应或者“挤出”效应，进而造成企业适度金融化或过度金融化，并为企业降低或提高财务风险。房地产本身属于资本密集型行业，相较于其他行业，房地产行业 and 金融业有着紧密联系。一方面，房地产企业通常面临大量的资金需求，企业金融化有助于缓解融资约束，以支持业务运营或企业的扩张，降低企业财务风险[5]。其次，房地产项目资金回笼时间较长且具有不确定性，企业金融化的多元化投资策略能够实现风险分散，有助于维护财务稳定性[6]。最后，房地产企业通过合理配置金融资产可以获得相对较高的投资回报，降低企业财务风险。另一方面，房地产企业流动资金较为有限，过度配置金融资产将挤占实体经济的储备资金，提高企业的经营风险[7]。其次，房地产企业过度金融化意味着过度依赖金融杠杆，承担更多的债务负担，将加剧陷入财务困境的可能性[8]。最后，房地产企业过度金融化通常是为了谋求较高的投资回报，但当企业持有的金融资产价值下跌或收益率减小，将使企业陷入财务困境[9]。基于上述分析，本文提出以下假设 H1：

H1：房地产企业金融化对其财务风险存在 U 型影响。适度的金融化降低了财务风险，而过度的金融化将增加其财务风险。

房地产企业通过灵活配置金融资产可以有效降低对债务融资的过度依赖，有利于降低企业杠杆率[10]，但金融资产配置本身也可能导致杠杆率上升。一方面，房地产企业将闲置资金投资金融资产，不仅充分利用内部现金流，还使企业获得相对较高的投资回报，从而避免大规模债务举债，降低企业杠杆率[11]。另一方面，当房地产企业为追求高额回报使其通过借债来过度投资金融资产，将加剧其债务水平，提高企业杠杆率[12]，金融市场波动、利率变化也将加剧偿债压力，导致企业杠杆率的急剧上升。

一般而言，企业杠杆率的提高会加剧财务风险。企业杠杆率越大，杠杆收益越高，而杠杆收益与财务风险呈正相关[13]。此外，企业资产负债率上升将降低企业绩效，增加企业经营风险[14]。因此房地产企业金融化既可直接影响财务风险，又可通过影响企业杠杆率间接对财务风险造成影响。

基于上述分析，提出以下研究假设：

H2a：房地产企业金融化对企业杠杆率的影响呈 U 型关系。

H2b：企业杠杆率在房地产企业金融化和财务风险的关系起到中介作用。

## 3. 研究设计

### 3.1. 样本选取与数据来源

本文选取我国沪深 A 股 2008 年~2022 年的房地产上市企业为研究样本，并对数据进行以下筛选：(1) 剔除在此期间财务数据缺失而且无法手工补齐的企业样本；(2) 剔除在此期间属于 ST、\*ST、PT 的企业样本；(3) 本文对所有连续型变量均进行了 1%水平上的缩尾处理。最终共得到了 106 家企业的 1101 个样本观测值。

### 3.2. 变量定义

#### 3.2.1. 被解释变量

财务风险(Zscore)：本文使用 Zscore 计算模型作为衡量企业财务风险的代理指标。由于 Zscore 为负向指标，计算出的 Zscore 越小则企业财务风险越大。计算公式如(1)所示：

$$Zscore = 1.2 \times X_1 + 1.4 \times X_2 + 3.3 \times X_3 + 0.6 \times X_4 + 0.999 \times X_5 \quad (1)$$

其中,  $X_1$  为营运资本/总资产,  $X_2$  为留存收益/总资产,  $X_3$  为息税前盈余/总资产,  $X_4$  为市值/总负债,  $X_5$  为营业收入/总资产。

### 3.2.2. 解释变量

房地产企业金融化(Fin): 由于本文研究的是房地产企业配置金融资产的行为对企业财务风险产生的影响, 故从资产角度衡量房地产企业金融化水平。本文借鉴杜勇等[15]研究, 采用房地产企业配置金融资产占总资产的比重来衡量房地产企业金融化程度。此外, 本文引入房地产企业金融化的平方项(Fin<sup>2</sup>)来检验企业金融化和财务风险之间是否存在 U 型关系。房地产企业金融化的衡量指标见公式(2):

$$\begin{aligned} \text{Fin} = & (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} \\ & + \text{可供出售金融资产净额} + \text{持有至到期投资净额} \\ & + \text{投资性房地产净额}) / \text{总资产} \end{aligned} \quad (2)$$

### 3.2.3. 中介变量

企业杠杆率(Lev): 企业杠杆率反映了企业通过债务融资获取资金的程度, 本文使用资产负债率代表企业杠杆率(Lev)即总负债/总资产。

### 3.2.4. 控制变量

考虑到企业发展状况、企业财务情况和公司治理对企业金融化的影响。本文选取总资产净利润率(Roa)、营业收入增长率(Growth)、流动比率(Liq)、企业现金流(Cf)等 10 个主要指标作为控制变量。变量定义见表 1。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

| 变量类型  | 变量名称    | 变量符号   | 变量测量方法                    |
|-------|---------|--------|---------------------------|
| 被解释变量 | 财务风险    | Zscore | Zscore 模型计算得来             |
| 解释变量  | 企业金融化   | Fin    | 金融资产/总资产                  |
| 中介变量  | 企业杠杆率   | Lev    | 总负债/总资产                   |
|       | 总资产净利润率 | Roa    | 净利润/期末总资产                 |
| 控制变量  | 总资产增长率  | Growth | (本年总资产 - 上年总资产)/上年总资产     |
|       | 流动比率    | Liq    | 流动资产/流动负债                 |
|       | 企业现金流   | Cf     | 企业经营活动产生的现金流量净额/期末总资产     |
|       | 资本性支出   | Exp    | 固定资产/资产总额                 |
|       | 企业规模    | Size   | 期末总资产取自然对数                |
|       | 企业年龄    | Age    | 取(年份 - 企业上市年份 + 1)的自然对数衡量 |
|       | 独立董事占比  | Indep  | 独立董事人数/董事人数               |
|       | 股权集中度   | First  | 第一大股东持股比例                 |
|       | 两职兼任情况  | Dual   | 董事长与总经理两职合一取 1; 否则, 取 0   |

## 3.3. 模型设计

为检验房地产企业金融化与其财务风险是否存在 U 型关系, 本文借鉴马连福等[16]方法构建多元回

归固定效应模型(3):

$$Zscore_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{it} + \alpha_2 Fin_{it}^2 + \sum_j \alpha_j Control_{it} + Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, Zscore 表示企业财务风险; Fin 表示房地产企业金融化程度; Control 表示所有控制变量; Year 表示年份固定效应;  $\varepsilon$  表示随机误差项;  $i$  和  $t$  分别表示企业和年份。由于 Zscore 为负向指标, 若系数  $\alpha_2$  显著为负, 则表明房地产企业金融化程度与财务风险是 U 型关系。即适当的企业金融化降低其财务风险, 当企业金融化水平超过某临界点后, 过度的金融化将会提高其财务风险, 假设 H1 得到验证。此外, 本文使用 Utest 命令对变量之间是否存在 U 型关系进行更加精确地检验。

为了检验假设 H2a、H2b, 本文参考林伟鹏和冯保艺[17]的方法, 先判断解释变量与中介变量及中介变量与被解释变量的函数关系是 U 型和线性(或线性和 U 型), 再基于此选择合适的中介效应模型进行模型构建, 最终构建模型(4)、(5):

$$Lev_{it} = b_0 + b_1 Fin + b_2 Fin^2 + \sum_j b_j Control_{it} + Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Zscore_{it} = c_0 + c_1 Fin + c_2 Fin^2 + c_3 Lev_{it} + \sum_j c_j Control_{it} + Year + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, Lev 表示中介变量即企业杠杆率, 其他与上述模型(3)一样。若模型(4)中的  $b_1$ 、 $b_2$  和模型(5)中的  $c_3$  同时显著, 则说明中介效应存在。若  $c_1$ 、 $c_2$  也显著, 则表明杠杆率起到了部分中介作用。

## 4. 实证结果及分析

### 4.1. 描述性统计

表 2 为本文的描述性统计结果, 其中被解释变量财务风险(Zscore)最小值为 0.279, 最大值为 13.550, 两者之间存在较大的差异, 反映了不同房地产企业之间在财务风险方面存在显著差异。解释变量房地产企业金融化(Fin)最小值为 0, 最大值是 0.606, 标准差为 0.124, 表明部分沪深 A 股房地产上市公司并没有配置金融资产, 不同企业金融资产持有比例存在较大差异。均值为 0.099, 中位数为 0.052, 表明多数房地产企业并未处于过度金融化水平。

Table 2. Results of descriptive statistics

表 2. 描述性统计结果

| Variable | N    | Mean   | p50    | p75    | SD    | Min    | Max    |
|----------|------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| Zscore   | 1101 | 1.897  | 1.407  | 2.035  | 1.806 | 0.279  | 13.550 |
| Fin      | 1101 | 0.099  | 0.052  | 0.120  | 0.127 | 0      | 0.606  |
| Roa      | 1101 | 0.028  | 0.025  | 0.0420 | 0.035 | -0.130 | 0.132  |
| Growth   | 1101 | 0.299  | 0.133  | 0.410  | 1.032 | -0.816 | 7.730  |
| Liq      | 1101 | 2.002  | 1.783  | 2.244  | 0.893 | 0.403  | 6.133  |
| Cf       | 1101 | 0.003  | 0.010  | 0.072  | 0.120 | -0.393 | 0.313  |
| Exp      | 1101 | 0.022  | 0.011  | 0.025  | 0.030 | 0      | 0.170  |
| Size     | 1101 | 23.500 | 23.340 | 24.350 | 1.463 | 19.800 | 27.390 |
| Age      | 1101 | 2.800  | 2.944  | 3.135  | 0.542 | 0      | 3.466  |
| Indep    | 1101 | 0.378  | 0.364  | 0.429  | 0.055 | 0.300  | 0.571  |
| First    | 1101 | 0.401  | 0.393  | 0.516  | 0.159 | 0.089  | 0.805  |
| Dual     | 1101 | 0.145  | 0      | 0      | 0.353 | 0      | 1      |

## 4.2. 基准回归分析

表 3 列示了房地产企业金融化和财务风险的回归分析结果。第(1)列是未控制年份固定效应，也未加入控制变量的回归结果。可以看出房地产企业金融化(Fin)和其平方项(Fin<sup>2</sup>)的回归系数分别为 10.141、-13.915，且均通过了 1%的显著性检验。由于 Zscore 为负向指标，即房地产企业金融化与财务风险呈正 U 型关系。第(2)列是加入控制变量但未控制年份固定效应的回归结果，房地产企业金融化和其平方项的回归系数分别在 1%的水平显著为正、负。第(3)列在加入控制变量且控制年份固定效应后，房地产企业金融化和其平方项的回归系数仍然分别为正、负，且在 1%的统计水平上显著，验证了假设 H1，房地产企业金融化与财务风险呈正 U 型关系。说明房地产企业适当金融化的行为有利于缓解企业的财务风险，但当企业金融化水平超过临界点后，房地产企业过度金融化将会增加企业的财务风险。

为了更精确地检验房地产企业金融化与其财务风险之间的正 U 型关系，本文使用 Utest 命令检验企业金融化的拐点，具体结果“见表 4”。Fin 的拐点值为 0.366，恰好落在本文的样本区间[0, 0.606]内，且通过 1%的显著性检验，再次验证了假设 H1。

**Table 3.** Regression results on the impact of financialization of real estate firms on financial risk

**表 3.** 房地产企业金融化对财务风险的影响回归结果

| Variables          | (1)                    | (2)                    | (3)                    |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                    | Zscore                 | Zscore                 | Zscore                 |
| Fin                | 9.944***<br>(9.891)    | 8.220***<br>(9.466)    | 8.692***<br>(10.445)   |
| Fin <sup>2</sup>   | -12.883***<br>(-6.386) | -10.600***<br>(-6.246) | -11.871***<br>(-7.309) |
| Cons               | 1.222***<br>(18.746)   | 9.343***<br>(7.436)    | 13.326***<br>(8.555)   |
| N                  | 1101                   | 1101                   | 1101                   |
| Year               | No                     | No                     | Yes                    |
| Controls           | No                     | Yes                    | Yes                    |
| Adj-R <sup>2</sup> | 0.016                  | 0.354                  | 0.417                  |

注：表中数据展示了各个变量的回归系数，回归系数后的括号内为 T 值，\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%的显著性水平下显著。下表同。

**Table 4.** Utest test

**表 4.** Utest 检验

| t 值  | p 值   | 拐点值   | Slope 上界 | Slope 下界 |
|------|-------|-------|----------|----------|
| 4.48 | 0.000 | 0.366 | 8.692    | -5.697   |

## 4.3. 稳健性检验

### 4.3.1. 非线性关系检验

为了进一步验证假设 H1，本文根据 Utest 计算的拐点值在二维平面上拟合出房地产企业金融化与财务风险的关系图以及边际效应图。图 1 显示房地产企业金融化和财务风险呈 U 型关系，证明了基准回归

结果的可靠性，再一次验证了本文的研究结论。图 2 展示了房地产企业金融化对财务风险的边际效应。由图可知，在企业金融化程度较低时，房地产企业金融化对财务风险的边际效应为负。随着房地产企业金融化的提高，对财务风险的效应也在逐渐减弱。当房地产企业金融化到达拐点 0.366 后，房地产企业金融化对财务风险的边际效应开始由负变为正，进一步证明房地产企业金融化与财务风险之间存在“U 型”关系。

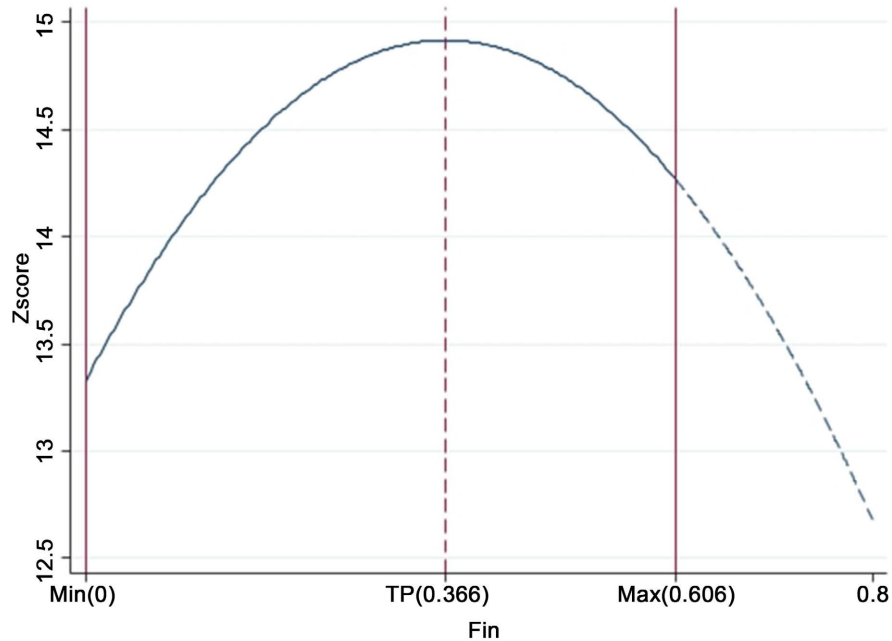


Figure 1. Diagram of the relationship between financialization and financial risk in real estate companies  
图 1. 房地产企业金融化和财务风险的关系图

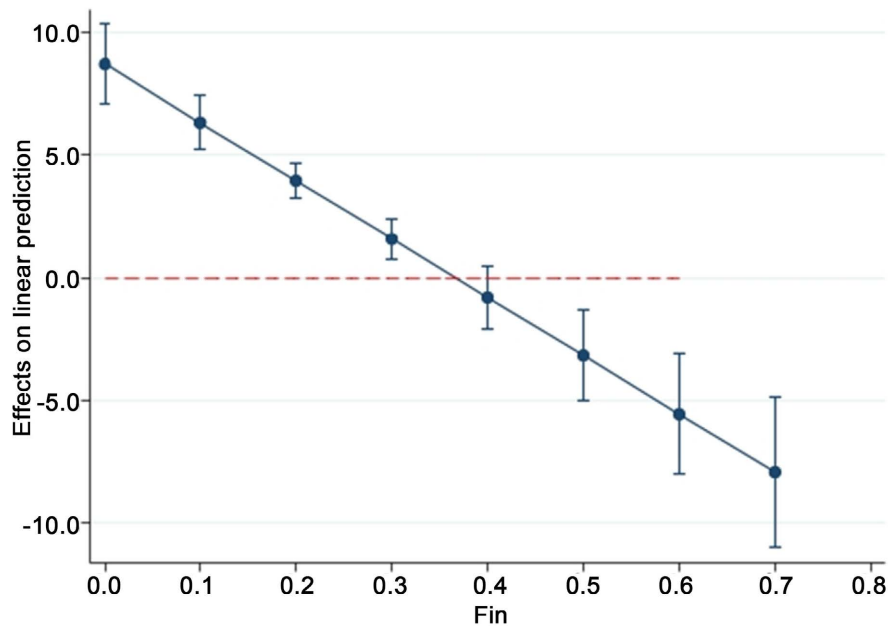


Figure 2. Map of marginal effects of financialization and financial risk in real estate firms  
图 2. 房地产企业金融化和财务风险的边际效应图

### 4.3.2. 更换关键变量度量指标

本文借鉴宋军和陆旸(2015) [18]研究方法更换了测度房地产企业金融化的指标并重新使用模型(3)进行回归,具体测度方法见公式(6):

$$\text{Fin} = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额} + \text{长期股权投资}) / \text{总资产} \quad (6)$$

结果见表5第(1)列所示。房地产企业金融化(Fin)和其平方项(Fin<sup>2</sup>)的回归系数分别为4.921、-4.387,且通过了1%的显著性检验,即房地产企业金融化仍与财务风险呈正U型关系。

### 4.3.3. 控制个体固定效应

考虑到房地产企业的管理水平、产业特征等的差异可能对金融化与财务风险之间的关系产生干扰。为了确保研究结论的准确性和可靠性,本文通过控制个体固定效应以减小这些异质性的影响。具体结果见表5列(2)。结果显示除了回归系数与原回归结果存在差异外,关键变量的影响方向并未改变,研究结论依然成立。

**Table 5.** Robustness test results  
**表 5.** 稳健性检验结果

| Variables          | (1)                   | (2)                    | (3)                   |
|--------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
|                    | Zscore                | Zscore                 | Zscore                |
| Fin                |                       | 8.692***<br>(10.445)   |                       |
| Fin <sup>2</sup>   |                       | -11.871***<br>(-7.309) |                       |
| WFin               | 4.921***<br>(5.847)   |                        |                       |
| WFin <sup>2</sup>  | -4.387***<br>(-2.988) |                        |                       |
| L.Fin              |                       |                        | 4.222***<br>(4.787)   |
| L.Fin <sup>2</sup> |                       |                        | -5.513***<br>(-3.193) |
| Cons               | 13.403***<br>(8.211)  | 13.326***<br>(8.555)   | 11.110***<br>(6.580)  |
| N                  | 1101                  | 1101                   | 1021                  |
| Year               | Yes                   | Yes                    | Yes                   |
| Stkcd              | No                    | Yes                    | No                    |
| Controls           | Yes                   | Yes                    | Yes                   |
| Adj-R <sup>2</sup> | 0.372                 | 0.417                  | 0.439                 |

### 4.3.4. 滞后一期解释变量

考虑到房地产企业金融化对企业财务风险影响未必体现在当期,其影响可能存在滞后效应,同时为



缓解房地产企业金融化和企业财务风险可能的反向因果关系，确保研究结果更为准确和可靠。本文将解释变量进行滞后一期处理，包括房地产企业金融化(Fin)和其平方项(Fin<sup>2</sup>)，并将滞后的变量引入回归模型。表 5 列(3)结果显示，房地产企业金融化和其平方项滞后一期的回归系数分别在 1%的水平上显著为正、负，表明房地产企业金融化和财务风险之间存在 U 型关系，且这种影响存在一定的滞后性，本文的研究结论未受影响。

#### 4.4. 企业杠杆率的中介效应

表 6 列示了假设 H2a、H2b 的回归结果，即房地产企业金融化对企业杠杆率的影响呈 U 型关系，且财务杠杆在房地产企业金融化和财务风险的关系起到中介作用。从回归结果来看：第(1)列为房地产企业金融化(Fin)和企业杠杆率(Lev)的回归结果，房地产企业金融化和其平方项指数的估计系数分别为-0.532、0.519，且均通过了 1%的显著性检验，表明房地产企业金融化水平与企业杠杆率是 U 型关系，这也验证了假设 H2a。第(2)列在加入中介变量企业杠杆率后，房地产企业金融化和其平方项的回归系数分别为 6.736、-9.965，均通过了 1%的显著性检验，且企业杠杆率的系数为-3.673，通过 1%的显著性检验，说明企业杠杆率在房地产企业金融化与财务风险之间发挥了部分中介作用，验证了假设 H2b。

鉴于 KHB 法可以有效估计非线性回归模型的中介变量，为进一步确定企业杠杆率间接作用大小的稳健性，本文参考 Breen 等(2018) [19]研究，利用 KHB 中介效应模型进行验证，结果如表 7 所示。总效应、直接效应、间接效应的置信区间均不包含 0，且系数均在 1%的水平上显著，表明企业杠杆率在房地产企业金融化和财务风险之间发挥部分中介作用。

**Table 6.** Regression results on the mediation effect of corporate leverage

**表 6.** 企业杠杆率的中介效应回归结果

| Variables          | (1)                    | (2)                   |
|--------------------|------------------------|-----------------------|
|                    | Lev                    | Zscore                |
| Fin                | -0.532***<br>(-8.355)  | 6.736***<br>(8.144)   |
| Fin <sup>2</sup>   | 0.519***<br>(4.172)    | -9.965***<br>(-6.334) |
| Lev                |                        | -3.673***<br>(-9.128) |
| Cons               | -1.439***<br>(-12.064) | 8.041***<br>(5.013)   |
| N                  | 1101                   | 1101                  |
| Year               | Yes                    | Yes                   |
| Controls           | Yes                    | Yes                   |
| Adj-R <sup>2</sup> | 0.602                  | 0.463                 |

**Table 7.** KHB test results

**表 7.** KHB 检验结果

| 中介效应检验 | 阶段   | 系数    | p 值   | 95%置信区间 |       |
|--------|------|-------|-------|---------|-------|
| KHB 检验 | 总效应  | 3.250 | 0.000 | 2.671   | 3.829 |
|        | 直接效应 | 1.262 | 0.000 | 0.602   | 1.921 |
|        | 间接效应 | 1.988 | 0.005 | 0.585   | 3.391 |

#### 4.5. 金融资产期限异质性

短期金融资产由于其较高的流动性和较强的变现能力，有效平衡了企业的财务流动性，通常起到“蓄水池”的作用。房地产企业的项目开发通常需要大量资金且资金回笼时间较长，通过持有短期金融资产，短期金融资产由于其较高的流动性和较强的变现能力，有助于缓解企业的融资约束和财务压力。而长期金融资产则有所不同，一方面，长期金融资产通常具有更高的长期投资回报潜力，房地产企业配置长期金融资产可以为长期发展提供坚实的支撑。同时，房地产企业通过配置长期金融资产，可以实现企业风险分散，对冲未来经营损失。另一方面，相较于短期金融资产，长期金融资产的流动性较低，从而增加了房地产企业的流动性风险。其次，过度投资长期金融资产将挤占房地产项目开发资金，增加企业的财务负担。故房地产企业持有不同期限的金融资产对财务风险的影响可能不同。本文根据金融资产期限的不同将其分为短期金融资产和长期金融资产，并进一步按照期限不同划分为短期金融化和长期金融化，见公式(8)、(9)，并构建模型(10)、(11)探讨房地产企业持有不同期限金融资产对财务风险的影响。

$$Sfin = \text{交易性金融资产} / \text{总资产} \quad (7)$$

$$Lfin = (\text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额}) / \text{总资产} \quad (8)$$

$$Zscore_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Sfin_{it} + \sum_j \alpha_j \text{Control}_{it} + \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$Zscore_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Lfin_{it} + \alpha_2 Lfin_{it}^2 + \sum_j \alpha_j \text{Control}_{it} + \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

**Table 8.** Results from regressions on maturity heterogeneity of financial assets

**表 8.** 金融资产期限异质性回归结果

| Variables          | (1)                  | (2)                    |
|--------------------|----------------------|------------------------|
|                    | Zscore               | Zscore                 |
| Sfin               | 10.483***<br>(4.503) |                        |
| Lfin               |                      | 8.590***<br>(10.382)   |
| Lfin <sup>2</sup>  |                      | -12.466***<br>(-7.581) |
| Cons               | 15.678***<br>(9.795) | 13.952***<br>(8.933)   |
| N                  | 1101                 | 1101                   |
| Year               | Yes                  | Yes                    |
| Controls           | Yes                  | Yes                    |
| Adj-R <sup>2</sup> | 0.352                | 0.412                  |

表 8 列(1)展示了房地产企业短期金融化和财务风险的回归分析结果。房地产企业短期金融化的回归系数为 10.483，且通过了 1% 的显著性检验。表明房地产企业配置短期金融资产行为主要是出于预防性储蓄动机，即房地产企业短期金融化有利于降低企业的财务风险。表 8 列(2)展示了房地产企业长期金融化和财务风险的回归分析结果。房地产企业长期金融化和其平方项的回归系数分别为正、负，且在 1% 的统

计水平上显著，即房地产企业长期金融化与财务风险呈正 U 型关系。说明房地产企业适当配置长期金融资产的行为有利于缓解企业的财务风险，但当企业长期金融化水平超过临界点后，房地产企业过度长期金融化将会增加企业的财务风险。表 9 Utest 检验结果显示 Lfin 的拐点值为 0.345，落在本文的样本区间 [0, 0.606] 内，且通过 1% 的显著性检验。

**Table 9.** Utest test  
**表 9.** Utest 检验

| t 值  | p 值   | 拐点值   | Slope 上界 | Slope 下界 |
|------|-------|-------|----------|----------|
| 5.00 | 0.000 | 0.345 | 8.590    | -6.519   |

## 5. 结论与建议

本文基于 2008 年~2022 年我国沪深 A 股房地产上市企业的财务数据，探讨房地产企业金融化与财务风险之间的关系。研究表明：(1) 房地产企业金融化水平与财务风险呈 U 型关系，在经过稳健性检验后该结论依然成立。(2) 房地产企业金融化与企业杠杆率呈 U 型关系，企业杠杆率在房地产企业金融化与财务风险之间起到了部分中介作用。(3) 异质性研究表明，房地产企业通过配置短期金融资产可以有效降低财务风险；而房地产企业配置长期金融资产对财务风险的影响呈 U 型关系。

根据以上研究结论，本研究从企业、政府两个层面提出了平衡房地产企业与金融业发展的政策建议：企业方面，房地产企业应结合自身财务状况、盈利能力等因素适度配置金融资产，合理搭配金融资产组合，引导金融投资反哺主业经营，提升企业整体的抗风险能力。此外，房地产企业应关注经济形势、金融市场走势和行业发展趋势等因素，合理预估未来市场的变化，并根据预期的投资周期和收益预期，灵活调整金融资产的配置比例。政府方面，政府应加强对金融机构和金融产品的监管，促进金融市场的健康发展，并加强监测和预警机制，及时应对金融市场的波动性和风险。同时，相关部门应出台相应优惠政策，引导房地产企业理性参与金融投资，避免企业过度依赖金融化手段。此外，政府应有针对性的制定转型政策和支持措施，鼓励企业加大固定资产、研发投入，推动房地产企业的产业结构调整。

## 参考文献

- [1] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 金融资产配置与企业财务风险: “未雨绸缪”还是“舍本逐末” [J]. 财经研究, 2018, 44(12): 100-112+125.
- [2] 臧秀清, 张赛君, 陈思. 非金融企业金融化对财务风险影响研究——基于内部控制的实证检验[J]. 会计之友, 2020(21): 32-38.
- [3] 杨有红, 赵晓梅. 实体企业扩大金融活动能够降低财务风险吗? [J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2021, 36(5): 64-76+88.
- [4] 刘柏, 琚涛. 资产金融化、研发创新与财务风险: “共振”抑或“冲销” [J]. 财经科学, 2019(10): 20-29.
- [5] 王芳云, 扈文秀, 刘莉. 企业金融化、融资约束与并购行为[J]. 运筹与管理, 2023, 32(6): 225-232.
- [6] 邓超, 夏文珂, 陈升萌. 非金融企业金融化: “股价稳定器”还是“崩盘助推器” [J]. 金融经济研究, 2019, 34(3): 120-136.
- [7] 徐国祥, 郝晋豪. 非金融企业金融化、货币政策与经营风险[J]. 国际金融研究, 2023(5): 85-96.
- [8] 周剑南, 王志涛. 金融化对企业未来财务状况的影响研究[J]. 财会通讯, 2020(19): 81-85.
- [9] 马凌远, 尤航. 违约风险视角下企业金融化的影响与最适规模研究[J]. 金融与经济, 2022(3): 28-38.
- [10] 刘贯春, 张军, 刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. 世界经济, 2018, 41(1): 148-173.
- [11] Myers, S.C. (1984) The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, **39**, 575-592. <https://doi.org/10.3386/w1393>
- [12] Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S. (2001) The Debt-Equity Choice. *The Journal of Financial and Quantitative*

*Analysis*, **36**, 1-24. <https://doi.org/10.2307/2676195>

- [13] 全介, 陈景云. 企业风险的杠杆原理[J]. 北京科技大学学报, 1998(6): 604-608.
- [14] 綦好东, 刘浩, 朱炜. 过度负债企业“去杠杆”绩效研究[J]. 会计研究, 2018(12): 3-11.
- [15] 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.
- [16] 马连福, 王丽丽, 张琦. 混合所有制的优序选择: 市场的逻辑[J]. 中国工业经济, 2015(7): 5-20.
- [17] 林伟鹏, 冯保艺. 管理学领域的曲线效应及统计检验方法[J]. 南开管理评论, 2022, 25(1): 155-166.
- [18] 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.
- [19] Breen, R., Karlson, K.B. and Holm, A. (2018) Interpreting and Understanding Logits, Probits, and Other Nonlinear Probability Models. *Annual Review of Sociology*, **44**, 39-54. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073117-041429>