

# 实体企业金融化与债务融资成本

## ——基于沪深两市制造业企业的实证分析

雷 研

福建师范大学经济学院, 福建 福州

收稿日期: 2024年1月16日; 录用日期: 2024年1月29日; 发布日期: 2024年3月15日

### 摘 要

本文基于2012到2021年沪深两市制造业企业数据, 探究企业金融化对债务融资成本的影响及其影响路径, 并进一步考察不同期限的金融资产配置对企业债务融资成本影响的差异性。研究结果表明: 总体上, 企业金融化程度的提升显著提高了其面临的债务融资成本。进一步来讲, 企业长期金融资产配置增加会导致经营风险升高, 进而引起债务融资成本上升; 而短期金融资产的分配具有明显的“蓄水池”效应, 通过降低企业的经营风险减少其债务融资成本。本文的研究拓展了实体企业金融化方面的研究视角, 有助于更全面地认识实体企业金融化带来的影响, 对引导企业合理配置金融资产、推动国内经济高质量发展具有一定的现实启示。

### 关键词

实体企业, 金融化, 经营风险, 债务融资成本

# Financialization of Entity Enterprises and the Cost of Debt Financing

## —Research Based on Manufacturing Enterprises in Shanghai and Shenzhen Stock Markets

Yan Lei

School of Economics, Fujian Normal University, Fuzhou Fujian

Received: Jan. 16<sup>th</sup>, 2024; accepted: Jan. 29<sup>th</sup>, 2024; published: Mar. 15<sup>th</sup>, 2024

### Abstract

This study is based on manufacturing enterprise data from the Shanghai and Shenzhen stock

markets from 2012 to 2021. It explores the impact of corporate financialization on the cost of debt financing and its influencing pathways. Furthermore, the study examines the differential effects of financial asset allocation with different time horizons on the cost of corporate debt financing. The research findings indicate that, overall, the increased level of corporate financialization significantly raises the cost of debt financing. Specifically, an increase in the allocation of long-term financial assets by enterprises leads to higher operational risks, subsequently causing an increase in the cost of debt financing. On the other hand, the allocation of short-term financial assets exhibits a distinct “reservoir” effect, reducing operational risks and, in turn, lowering the cost of debt financing. This study broadens the research perspective on the financialization of real enterprises, contributing to a more comprehensive understanding of the implications of corporate financialization. It provides practical insights for guiding enterprises in rational financial asset allocation and promoting high-quality development in the domestic economy.

## Keywords

Entity Enterprise, Financialization, Business Risk, Debt Financing Cost

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

党的二十大报告提出，要把发展经济的着力点放在实体经济上，推动新型工业化，推动国内经济高质量发展，提出这一建议的背景，正是国内经济发展的高度不平衡。自改革开放尤其是十八大以来，国内经济高速发展，金融领域在国家政策的支持下一片繁荣，虚拟部门的投资利润率呈现出显著上升的趋势；而在实体经济方面，市场需求逐渐饱和，实体企业的利润率逐渐下降。在此背景下，一些民营企业受制于融资约束难以为继，而资金充裕的企业不愿将资金投向低回报的实体领域，转而投资于金融领域来获取短期高额收益，实体领域呈现出严重的金融化趋势。从宏观角度来说，实体经济与虚拟经济的发展是一个动态平衡的过程，资金大量流入虚拟经济领域会抑制实体经济投资，挤占实体经济的发展空间。虚拟经济与实体经济相互依存，当虚拟经济发展远超实体经济规模时，实体经济难以支撑虚拟经济发展，极易产生泡沫，引起系统性金融风险。然而，在微观层面上，个别企业进行金融化对其自身发展的利弊尚无定论。一些学者认为，实体企业金融化通过抑制企业的创新投入和产出，阻碍了企业的高质量发展；实体企业配置金融产品是为了获得短期内的高额回报，当治理观念发生改变，会促使管理层不顾相关风险，倾向于短期套利投资，而轻视企业的长期发展(谢家智等，2014) [1]。另外一些学者认为，实体企业配置金融资产是基于预防性动机，表现出“蓄水池”效应(胡奕明等，2017) [2]，获取的超额投资收益不仅可以缓解企业的融资问题，降低企业的财务困境成本，并且可以使公司将更多的资金投资于主营业务，支撑主业发展(Stulz 等，1996) [3]。

现有文献大多从实体投资、创新投入、资产配置等内部视角对金融化问题进行相关研究，而较少站在外部利益相关者的视角进行分析。苏坤(2018)学者指出，实体企业的金融化行为会导致公司经营风险上升[4]，黄贤环等(2018)学者认为企业金融化增加了企业的经营风险和财务风险[5]。探讨企业金融化对债权人影响的相关文献较少，债权人对企业金融化的态度如何？这些问题值得探讨。鉴于此，本文选择 2011 到 2022 年跨度为 12 个年度的沪深两市 A 股上市制造业企业数据，分析债权人对负债企业金融化行为的

态度和应对,进一步分析对企业债务融资成本的影响。

## 2. 理论分析与研究假设

### 2.1. 文献回顾

#### 2.1.1. 企业金融化经济后果相关研究

通过梳理相关文献,发现现有学者主要从实业投资、企业创新等角度研究金融化的相关影响,多数学者认为金融化带来的影响是负面的。

在实业投资方面,Orhangazi (2008)发现金融业的高收益给管理层带来了业绩压力,迫使企业将更多的资源配置于金融领域,从而降低了实业投资[6]。胡奕明等(2017)也发现了企业存在降低实体投资,追求金融投资高收益的动机[2]。盛明泉等(2018)认为实体企业的过度金融化对实体领域投资存在挤压效应,两者之间存在严重的资源错配,过度金融化阻碍了实体企业的高质量发展[7]。少部分如Stulz (2010)等学者认为企业配置金融资产缓解了自身的融资约束,提升了企业进行实业投资的可持续性,进而增加了企业的实业投资[3]。

在企业创新方面,王红建等(2017)认为企业在短期内基于套利动机持有金融资产有助于提升经营绩效,但长期来看对企业的创新动力存在抑制效用[8]。肖忠意等(2019)通过研究发现金融化对企业的持续性创新能力影响显著为负,其中成长性企业的金融化对持续性创新能力的影响更大[9]。史学智和阳镇(2021)通过实证验证了企业的金融化不利于创新能力的提高,在对金融资产进行分类检验后,结果依旧稳健[10]。

#### 2.1.2. 债务融资成本相关研究

债务融资是企业重要的外部融资方式之一,可以有效的为企业筹集资金,对企业的持续经营具有重要意义。债务融资成本是债权人让渡资金使用权的合理报酬,其中包含着风险溢价。影响债务融资成本的因素一般包括信息披露、企业规模、公司内部控制、企业稳健性水平等因素。于富生和张敏(2007)研究发现,企业对外披露的信息质量越高,债权人对企业的了解程度就越高,债务企业的融资成本就相应越低[11]。孟晓俊等(2010)通过研究发现,企业主动披露信息不仅有助于减少信息不对称,同时也会提升企业的社会声誉,这两者都能够对企业的债务融资成本产生积极作用,从而帮助企业降低债务融资成本[12]。从企业自身来看,企业的规模和内部控制质量对债务融资成本也存在一定的影响。规模较大的企业拥有更多的资源、拥有更强的能力,可以提供更为完善的信息;高质量的内部治理可以增加债权人对企业的信任,进而降低债务企业的债务违约风险(蒋琰,2009)[13]。这两者的作用都会降低企业的债务融资成本。刘琳等(2022)研究认为社会资本也会对企业的债务融资成本产生影响,主要是由于社会资本影响到企业的信息透明度,进而影响到债权人对企业的风险评估[14]。可以看到,对于企业债务融资成本的相关研究比较丰富,但较少涉及金融化问题,本文将对此进行相关分析。

### 2.2. 假说提出

当前对实体企业持有金融化资产动机的研究存在差异,一部分学者认为实体企业持有金融化资产的动机是为了预防未来的资金周转困难,利用金融资产的“蓄水池”效应来缓解企业的融资约束;另一些学者认为企业持有金融化资产的动机则是追逐短期的高利润,而不是预防性储蓄。不同动机下,实体企业进行金融化对债务融资成本的影响并不相同。

从金融资产的预防性储蓄动机来看,若企业持有金融资产是为了实现流动性储备,预防未来的资金短缺风险,那么金融资产的存在可以有效降低企业存在的现金流风险,实现持续性经营,从而能够提高债权人的资金安全。此外,金融资产的高收益可以部分缓解企业盈利能力不足带来的资金问题,降低企

业的经营风险。

然而，更多的学者通过研究发现，中国实体企业持有金融资产的动机并非预防性储蓄，而是更倾向于追逐短期高额收益。实体企业出于预防性储蓄动机持有的金融资产仅限于现金(胡奕明等，2017) [2]，企业配置的其他金融资产更多的体现出对实体经济的“挤出”。研发创新需要时间、资金、人才的高投入，周期较长，而将资金投资于金融市场成本较低、收益较高，企业出于逐利动机进行金融投资的意愿较强，易偏离主业发展，将金融投资视为获取收益的主要来源，增加了企业的经营风险。不仅如此，由于实体企业对于资金的流动性要求较高，当企业增加对长期金融资产的投资时，由于长期金融资产变现的困难，当金融市场出现波动时，极易将风险从金融领域传导至自身经营领域，大大增加了企业面临的风险。企业无法根据金融市场的波动及时调控长期金融资产的投资额，无法发挥短期金融资产的“蓄水池”效应，经营风险和财务风险进一步增加，而债务人面对的风险大小是债权人评估确定贷款利率的重要因素之一，决定了债务企业面临的债务融资成本。由此可以预测，债权人要求的资金成本会随着企业金融化程度的提高而增加。基于此，本文提出以下两个假设：

假设 1：实体企业的金融化程度越高，债权人要求的资金成本越高。

假设 2：长期金融资产配置对实体企业债务融资成本的影响更显著。

### 3. 研究设计

#### 3.1. 样本与数据

本文选择 2012 到 2021 年跨度为 10 个年度的 A 股沪深两市上市制造业企业数据，并按照以下原则进行数据筛选：剔除存在严重缺失值和 ST、\*ST 企业；剔除净资产为负的企业；

对企业样本数据的连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。数据来源于国泰安数据库，最终保留了 5433 个数据进行实证检验。

#### 3.2. 变量定义

##### 3.2.1. 解释变量——企业金融化水平(Fin)

对于金融化水平的测度，现有研究大致从两个方面展开。一是以企业的金融投资收益在总收入中占的比例衡量金融化程度，二是以企业持有的金融类资产比例来衡量金融化水平。对于制造业企业来讲，其金融化水平本身相对较低，金融投资收益类数据量较小；另一方面，持有的金融资产比例更能表现企业的金融化意愿。因此，本文借鉴张成思和郑宁(2020)等学者的研究，将交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售的金融资产、持有至到期投资、长期金融股权投资、投资性房地产、应收利息、应收股利视为金融资产[15]。金融资产除以总资产即为金融化指标，该指标值越大，表明企业金融化的意愿越强，金融化程度越高。根据流动性水平，本文进一步将持有的金融资产划分为短期金融资产(Fin\_S)和长期金融资产(Fin\_L)。

##### 3.2.2. 被解释变量——债务融资成本(Cost)

对于债务融资成本的测度，本文参照白雪莲(2021)的研究，以利息支出除以有息负债的年初和年末平均值来得到债务融资成本[16]。其中有息负债采用国泰安中的计算方法，等于总负债扣除预收账款、应付账款、应交税费、应付职工薪酬、其他应付款后的余额。

##### 3.2.3. 控制变量

考虑到可能影响企业债务融资成本的其他因素，本文选择企业规模、资本结构、产权性质、盈利能力、股权集中度、企业成长性、企业年龄、托宾 Q、固定资产比例等作为控制变量。本文主要变量的详

细定义及指标测度方式见表 1 所示。

**Table 1.** Definitions of the main variables  
**表 1.** 变量定义表

变量	名称	符号	描述
被解释变量	债务融资成本	Cost	利息支出/[(有息负债年初 + 年末)/2]
解释变量	企业金融化水平	Fin	金融资产/总资产
	短期金融资产比例	Fin_S	(交易性金融资产 + 应收利息 + 应收股利)/总资产
	长期金融资产比例	Fin_L	(衍生金融资产、可供出售的金融资产、持有至到期投资、长期金融股权投资、投资性房地产)/总资产
控制变量	企业规模	Size	ln(企业资产总额)
	资本结构	Lev	总负债/总资产
	产权性质	Soe	国有企业赋值为 1，非国有企业赋值为 0
	盈利能力	Prof	净利润/主营业务收入
	股权集中度	Own	第一大股东持股比例
	固定资产比例	FA	固定资产/总资产
	企业成长性	Grow	(本期营收 - 上期营收)/上期营收
	企业年龄	Age	上市时长
	托宾 Q	Q	(净债务+股权市值)/总资产

### 3.3. 模型设计

参考白雪莲的研究设计，本文构建以下回归模型来验证假说 1：

$$\text{Cost} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Fin}_{it-1} + \alpha_2 \text{Controls}_{it-1} + \sum \text{year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 Fin 为企业金融化水平，Controls 为各控制变量，year 为时间固定效应，用于控制不可观测的时间因素，Ind 为行业固定效应，用于控制行业差异。随后将 Fin 指标替换为 Fin\_S 和 Fin\_L，并分别进行回归，分别探究长短期金融资产的持有对企业债务融资成本的影响。

$$\text{Cost} = \beta_0 + \beta_1 \text{Fin\_S}_{it-1} + \beta_2 \text{Fin\_L}_{it-1} + \beta_3 \text{Controls}_{it-1} + \sum \text{year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

进一步同时对长短期金融资产持有比例进行回归，结合以上对单独长短期金融资产持有比例的回归结果，以验证假设 2。

考虑到债权人根据历史数据评估企业风险，本文对相关变量进行滞后一期处理以消除内生性问题。同时，本文在所有回归中采用 Robust 方法处理标准误，以控制异方差和时间序列上的自相关性问题。

## 4. 实证结果分析

### 4.1. 描述性统计

由表 2 可以看出，债务融资成本(Cost)的均值为 6.6%，中位数为 6.5%，两者相差不大，最大值为 27%，可见不同企业的债务融资成本存在较大的差异，但相差程度处于可接受的范围之内。金融化程度(Fin)的最大值为 40.3%，最小值为 0，标准差为 6.9%，表明不同企业对金融资产的配置存在显著差异。从企业配置金融资产的期限结构来看，短期金融资产(Fin\_S)的均值为 0.9%，长期金融资产(Fin\_L)的均值为 4.7%，

企业更倾向于配置长期金融化资产。

**Table 2.** Descriptive statistics of the main variables  
**表 2.** 主要变量的描述性统计

变量名称	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Cost	5433	0.0660	0.0650	0.0350	0	0.270
Fin	5433	0.0560	0.0310	0.0690	0	0.403
Fin S	5433	0.00900	0	0.0290	0	0.236
Fin L	5433	0.0470	0.0230	0.0620	0	0.398
Size	5433	22.32	22.19	1.017	20.22	25.66
Soe	5433	0.320	0	0.466	0	1
Lev	5433	0.425	0.421	0.164	0.0750	0.862
Prof	5433	0.0570	0.0570	0.110	-0.788	0.364
Own	5433	0.327	0.310	0.127	0.0960	0.700
FA	5433	0.234	0.215	0.125	0.0220	0.622
Grow	5433	0.120	0.0800	0.187	-0.294	1.155
Ind	5433	22.36	24	7.482	1	46

#### 4.2. 回归结果分析

根据上述模型对金融资产进行回归，结果如下表 3 所示，其中(1)列为企业配置金融资产与债务融资成本的回归结果，(2)~(3)列为企业长短期金融资产持有比例与债务融资成本的回归结果，(4)列为债务融资成本同时对两类金融资产进行回归的结果。

从表 3 列(1)可以看出，企业配置金融资产与债务融资成本的回归系数为 0.039，且在 1%的水平上显著，说明企业配置金融资产会显著提高企业的债务融资成本。表 3 列(2)~(4)结果显示，企业配置短期金融资产的回归系数为-0.083，企业配置长期金融资产的回归系数为 0.052，两者都在 1%的水平上显著。对两者同时回归，结果相差不大，这说明企业增加长期金融资产的投资会显著提升企业的债务融资成本，而短期金融资产则与之相反。这可能是因为短期金融资产由于其资产特性，可以作为企业资金的“蓄水池”，为企业未来的资金不确定性提供一层保障，从而提高其持续经营能力。

**Table 3.** Regression results of models  
**表 3.** 模型回归结果

变量名称	(1)	(2)	(3)	(4)
L.Fin	0.039*** (5.63)			
L.Fin_S		-0.083*** (-4.28)		-0.087*** (-4.41)
L.Fin_L			0.052*** (6.94)	0.052*** (7.01)
L.Size	-0.003*** (-5.91)	-0.003*** (-5.33)	-0.003*** (-6.00)	-0.003*** (-5.90)

续表

L.Lev	0.053*** (14.71)	0.050*** (13.90)	0.052*** (14.63)	0.051*** (14.15)
L.Prof	-0.034*** (-5.78)	-0.033*** (-5.73)	-0.033*** (-5.78)	-0.033*** (-5.77)
L.Own	-0.016*** (-4.54)	-0.017*** (-4.67)	-0.016*** (-4.39)	-0.015*** (-4.26)
L.FA	0.037*** (9.18)	0.031*** (7.86)	0.038*** (9.49)	0.037*** (9.24)
L.Grow	-0.015*** (-6.05)	-0.016*** (-6.84)	-0.014*** (-5.93)	-0.015*** (-6.04)
L.Soe	-0.009*** (-8.72)	-0.008*** (-8.48)	-0.009*** (-8.86)	-0.009*** (-8.94)
Constant	0.152*** (8.36)	0.147*** (8.04)	0.152*** (8.40)	0.151*** (8.35)
Observations	5433	5433	5433	5433
R-squared	0.222	0.219	0.225	0.227
Ind FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

### 4.3. 进一步分析

参考温忠麟等(2004)的做法[17],在模型(1)的基础上,建立中介效应模型以探究经营风险在企业金融化与债务融资成本关系中的影响。在经营风险的处理上,本文采用企业前后共5年的资产收益率(ROA)标准差作为衡量标准。其他变量与前文一致,当考察金融资产的期限影响时,将Fin分别替换为Fin\_S和Fin\_L。

$$\text{Cost} = \delta_0 + \delta_1 \text{Fin}_{i-1} + \delta_2 \text{Risk}_{i-1} + \delta_3 \text{Controls}_{i-1} + \sum \text{year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

表4展示了中介效应检验的结果。表4中(1)列Fin的系数为3.9%,且十分显著,表明企业的金融化行为和企业面临的债务融资成本之间呈现出显著的正相关关系;表4列(2)中Fin与Risk呈现出显著的正相关关系,表明企业的金融化水平越高,经营风险越高;表4列(3)中加入中介变量Risk后,Fin的系数由3.9%变为3.7%,系数显著,表明中介效应存在。实体企业增加金融资产的配置会增加其经营风险,进而增加企业的债务融资成本,上文理论分析成立。表4列(4)~(9)表明企业增加短期金融资产的投资降低了经营风险,进而降低了企业的债务融资成本;而企业增加长期金融资产的配置会显著增加企业的经营风险,显著提高企业的债务融资成本,说明长期金融资产在企业金融化影响债务融资成本的机制中起着更关键的作用。

总体上来看,企业配置金融资产的行为增加了其面临的经营风险,债权人因而会通过要求更高的风险溢价以保护自身利益,从而影响到企业的债务融资成本。不同期限的金融资产配置分析结果表明,企业适度配置一定的短期金融资产可以缓解企业面临的融资约束,同时在一定程度上提高了企业的收益率,降低了企业面临的资金压力。而长期金融资产的配置显著增加了企业面临的经营风险,使得债权人要求

更高的风险溢价，对企业而言则表现为债务融资成本的上升。

**Table 4.** Results of the mediation effect test

**表 4.** 中介效应检验结果

变量名称	(1) Cost	(2) L.Risk	(3) Cost	(4) Cost	(5) L.Risk	(6) Cost	(7) Cost	(8) L.Risk	(9) Cost
L.Risk			0.097*** (5.88)			0.100*** (5.96)			0.096*** (5.82)
L.Fin	0.039*** (5.55)	0.019*** (2.83)	0.037*** (5.37)						
L.Fin_S				-0.085*** (-3.98)	-0.029 (-1.46)	-0.082*** (-3.81)			
L.Fin_L							0.049*** (6.67)	0.023*** (3.25)	0.047*** (6.47)
Constant	0.147*** (8.11)	0.080*** (5.05)	0.139*** (7.42)	0.142*** (7.81)	0.078*** (4.93)	0.135*** (7.13)	0.147*** (8.15)	0.081*** (5.06)	0.140*** (7.47)
Observations	5312	5312	5312	5312	5312	5312	5312	5312	5312
R-squared	0.223	0.110	0.229	0.219	0.109	0.226	0.225	0.111	0.231
Ind FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

#### 4.4. 稳健性检验

##### 4.4.1. 内生性问题

本文对回归中的相关变量采用了滞后一期的数据进行分析，从而部分控制了债务融资成本和企业金融化之间可能存在的反向因果问题。另一方面，考虑到企业债务融资成本的上升可能会影响到企业对于金融资产的配置，进而增加一定的现金储备以应对债务危机。下面本文对债务融资成本和货币资金储备进行回归，结果如表 5 所示。

**Table 5.** Regression results of debt financing cost and monetary fund reserve

**表 5.** 债务融资成本和货币资金储备回归结果

变量名称	(1) Cost
Cash	-0.028*** (-5.38)
Size	-0.001*** (-2.99)
Lev	0.032*** (9.88)

续表

Prof	-0.028 <sup>***</sup> (-5.82)
Soe	-0.004 <sup>***</sup> (-4.70)
Own	-0.019 <sup>***</sup> (-6.05)
FA	0.029 <sup>***</sup> (8.02)
Grow	-0.023 <sup>***</sup> (-10.73)
Constant	0.140 <sup>***</sup> (9.15)
Observations	7,503
R-squared	0.192
Ind FE	YES
Year FE	YES

表 5 中显示, Cash 的系数为-2.8%, 且在 1%的水平上显著, 说明债务融资成本较高的企业货币资金储备反而较低, 企业拥有的货币资金量与债务融资成本间呈现出显著的负相关关系, 回归结果进一步证明了债务融资成本与企业金融化之间的反向因果关系不存在。

#### 4.4.2. 改变解释变量和替换被解释变量

改变金融资产统计口径, 在其中加入长期债券投资, 将其记为 Fin1, 在将其与债权融资成本回归后, 结果依旧显著。对于债务融资成本, 借鉴谢获宝等(2019)的方法[18], 使用利息支出与总负债的比值来衡量, 如表 6 所示, 回归结果依旧显著。

**Table 6.** Robustness test  
**表 6.** 稳健性检验结果

变量名称	(1) Cost	(2) Cost1
L.Fin		0.026 <sup>***</sup> (6.19)
L.Fin1	0.033 <sup>***</sup> (5.17)	
L.Size	-0.003 <sup>***</sup> (-5.65)	-0.001 <sup>***</sup> (-3.25)
L.Lev	0.053 <sup>***</sup> (15.45)	0.067 <sup>***</sup> (30.86)

续表

L.Prof	-0.033*** (-5.54)	-0.023*** (-6.12)
L.Soe	-0.008*** (-8.36)	-0.009*** (-15.05)
L.Own	-0.012*** (-3.43)	-0.018*** (-8.04)
L.FA	0.036*** (9.27)	0.040*** (15.02)
L.Grow	-0.013*** (-5.60)	-0.010*** (-6.57)
Constant	0.141*** (8.41)	0.049*** (4.96)
Observations	5,334	5,334
R-squared	0.227	0.406
Ind FE	YES	YES
Year FE	YES	YES

## 5. 结论与建议

本文选取 2012 到 2021 年跨度为 10 个年度的沪深两市 A 股上市制造业企业为研究对象，实证分析了实体企业的金融化行为对债务融资成本的影响，并将金融资产划分为长短期金融资产并分别进行探讨，进一步研究了经营风险在两者之间的作用机理，得出了以下结论：1) 实体企业配置金融资产会增加其债务融资成本。2) 实体企业金融化行为推高其债务融资成本的一个原因是金融化增加了企业的经营风险。3) 实体企业持有短期金融资产有利于在一定程度上降低经营风险，从而降低企业的债务融资成本。长期金融资产则恰恰相反。

根据研究结果提出以下建议：

1) 投资者在进行投资决策时，应将企业金融化水平纳入评估范围。由于金融化增加了企业的经营风险，因此投资者最好权衡分析企业金融化带来的收益和风险，综合多方面因素进行考虑，做出合理的投资决策。

2) 企业应优先发展主业，合理安排持有金融资产结构。制造业企业可以适当配置短期金融资产，降低长期金融资产的配置比重，控制自身的经营风险。在安排其所持金融资产的结构时，应考虑自身资金状况以及金融市场情况等内外相关因素。另外，在利用金融化“蓄水池”效应的同时，企业要认识到其带来的风险，切勿盲目追求金融市场带来的高收益，建立金融化相关的内控指标和制度，提高风险防范能力。

政府应营造良好的市场竞争环境，加强对企业金融化水平的引导和监管。政府可以通过营造良好营商环境，实施减税降费、资金支持等更多惠企政策，引导实体企业投资发展主业。另一方面，提高企业金融化程度相关信息披露的要求，对实体企业金融投机行为施加外部监督，防止企业过度金融化，进而促进经济高质量发展。

## 参考文献

- [1] 谢家智, 王文涛, 江源. 制造业金融化、政府控制与技术创新[J]. 经济学动态, 2014(11): 78-88.
- [2] 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.
- [3] Stulz, R.M. (1996) Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 8-25.  
<https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00295.x>
- [4] 苏坤. 实体企业金融化、货币政策与股价崩盘风险[J]. 云南财经大学学报, 2018, 34(9): 59-67.
- [5] 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.
- [6] Orhangazi, O. (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] 盛明泉, 汪顺, 商玉萍. 金融资产配置与实体企业全要素生产率: “产融相长”还是“脱实向虚” [J]. 财贸研究, 2018, 29(10): 87-97+110.
- [8] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨笋. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, 20(1): 155-166.
- [9] 肖忠意, 林琳. 企业金融化、生命周期与持续性创新——基于行业分类的实证研究[J]. 财经研究, 2019, 45(8): 43-57.
- [10] 史学智, 阳镇. 企业金融化与企业创新——基于产业政策视角的重新审视[J]. 科研管理, 2021, 42(4): 147-157.
- [11] 于富生, 张敏. 信息披露质量与债务成本——来自中国证券市场的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2007(5): 93-96.
- [12] 孟晓俊, 肖作平, 曲佳莉. 企业社会责任信息披露与资本成本的互动关系——基于信息不对称视角的一个分析框架[J]. 会计研究, 2010(9): 25-29+96.
- [13] 蒋琰. 权益成本、债务成本与公司治理: 影响差异性研究[J]. 管理世界, 2009(11): 144-155.
- [14] 刘琳, 王金凤. 社会资本、公司透明度与债务融资成本[J]. 调研世界, 2022(11): 32-43.
- [15] 张成思, 郑宁. 中国实体企业金融化: 货币扩张、资本逐利还是风险规避? [J]. 金融研究, 2020(9): 1-19.
- [16] 白雪莲, 贺萌, 张俊瑞. 企业金融化与债务融资成本——来自中国 A 股上市公司的证据[J]. 金融论坛, 2021, 26(7): 39-49.
- [17] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004(5): 614-620.
- [18] 谢获宝, 丁龙飞, 廖珂. 海外背景董事与债务融资成本——基于董事会咨询和监督职能的中介效应[J]. 管理评论, 2019, 31(11): 202-211.