

# 金融资产配置与企业财务风险： “未雨绸缪”还是“舍本逐末”

黄贤环, 吴秋生, 王 瑶

(山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006)

**摘要:** 基于我国企业金融化趋势和实体经济“脱实向虚”可能带来系统性重大风险的背景, 文章选择2007—2016年A股上市公司数据, 研究了金融资产配置特征与企业财务风险之间的关系。研究发现: (1) 金融资产配置总额越大, 企业面临的财务风险越大。(2) 持有短期金融资产能够降低企业面临的财务风险, 表现为“蓄水池效应”, 是“未雨绸缪”的活动; 而持有长期金融资产则挤出了主业投资资金, 表现为“挤出效应”, 提升了企业面临的财务风险, 是“舍本逐末”的行为。(3) 金融资产配置增量与企业财务风险之间不存在显著关系。进一步研究发现, 企业面临的融资约束越严重、越是紧缩的货币政策环境以及属于国有控股公司, 则金融资产配置所引起的财务风险越大。文章的研究结论为理性认识金融化趋势下的金融资产配置, 充分发挥金融化的积极效果, 抑制“脱实向虚”可能带来的财务风险提供了经验证据。

**关键词:** 金融资产; 财务风险; 金融化; 脱实向虚; 融资约束

**中图分类号:** F275.1   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1001-9952(2018)12-0100-13

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.2018.12.008

## 一、引言

20世纪80年代以来, 发达国家经济呈现明显的金融化趋势。金融化所导致的虚拟经济过度发展被认为是2008年美国次贷危机的重要根源之一(Stockhammer和Grafl, 2010)。在我国, 随着实体企业的产能过剩问题愈发突出, 投资回报率远低于金融等虚拟经济。实体企业纷纷持有金融资产, 以获取高于主业投资的收益。总结国内外实体企业金融化趋势, 可以发现两个明显的现象: 一是金融机构将金融资源配置于金融体内赚取的报酬远高于投向实体经济, 形成资金在金融体内循环的怪圈, 而实体企业普遍面临融资约束, 尤其是中小企业融资难、融资贵; 二是实体企业面临产能过剩、产品滞销, 成本上升、利润下滑等问题, 资本的逐利性也使其热衷于将资金投向高风险高回报的虚拟经济领域。这加剧了金融化趋势, 削弱了实体经济在国民经济中的基础性作用, 导致实体经济与虚拟经济之间出现结构性失衡, 加大了经济运行风险(Orhangazi, 2008; 杜勇等, 2017)。

越来越多的企业配置金融资产, 呈现严重金融化趋势, 导致虚拟经济过度膨胀的问题。中共

收稿日期: 2018-04-24

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(71872105); 教育部人文社会科学研究青年项目(16YJC630032); 山西省“1331工程”重点创新团队建设计划项目(晋教科[2017]12号)

作者简介: 黄贤环(1989—)(通讯作者), 男, 江西吉安人, 山西财经大学会计学院教师, 博士;  
吴秋生(1962—), 男, 江苏东台人, 山西财经大学会计学院教授, 博士生导师, 博士;  
王 瑶(1991—), 女, 山西孝义, 山西财经大学会计学院教师, 硕士。

中央和国务院及相关部门在重要场合和重要文件中强调发展实体经济、防范重大风险的重要性。2017年7月,中央金融工作会议提出“金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点”,同时要求守住不发生系统性金融风险的底线。2017年中央经济工作会议又提出“打好防范化解重大风险攻坚战,重点是防控金融风险”,“促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环,做好重点领域风险防范和处置”。不难发现,政府部门已意识到金融领域可能存在的风险,而金融风险只是表征,实体经济发展问题才是根源,必须由关注金融领域风险为重点,转向关注实体企业金融化可能对经济发展带来的系统性风险(黄群慧,2017)。实体企业对虚拟经济的偏爱或过度金融化会直接影响企业财务状况。金融资产配置很可能加剧企业财务风险,也可能使其能够通过出售金融资产来降低财务困境成本,改善资产负债表,进而有利于再融资(Smith和Stulz,1985;Stulz,1996)。那么,实体企业的金融资产配置是出于防范可能出现的融资约束、投资不足、无法偿还到期债务等财务风险的“未雨绸缪”活动,还是出于逐利动机挤出主业投资、抑制创新投资的“舍本逐末”行为?弄清这个问题,对于正确认识和有效监管实体企业资产金融化,充分发挥金融资产配置的良性作用,有效遏制国民经济的脱实向虚问题具有重要的意义。本文认为,如果实体企业的金融资产配置能够缓解其融资约束,改善财务状况,则主要表现为“未雨绸缪”的活动;而如果金融资产配置挤出了固定资产更新改造、技术创新和新产品研发的资金,并因“风险传染效应”导致风险上升,则主要表现为“舍本逐末”的行为。

本文选择2007—2016年我国A股上市公司数据,实证检验了金融资产配置总额、期限和增量与企业财务风险之间的关系。研究发现,企业配置金融资产的总额越大,面临的财务风险越大,而这种效应主要来自持有长期金融资产的“挤出效应”,持有短期金融资产则具有“蓄水池效应”,能够缓解企业财务风险。此外,在不同的融资约束水平、货币政策宽松度以及产权性质下,金融资产配置与企业财务风险之间的关系有所差异。

本文可能的研究贡献有:(1)与现有文献关注金融化对企业创新、未来主业发展、投融资效率等(Orhangazi,2008;Seo等,2012;Gleadle等,2014;杜勇等,2017)不同,本文从总额、期限和增量三个维度研究了金融资产配置与企业财务风险之间的关系,丰富了金融化、脱实向虚的相关理论,为全面认识实体企业配置金融资产的经济后果提供了经验证据,为遏制过度金融化、预防系统性重大风险以及深化金融改革和国家战略转型提供了政策指引。(2)与现有文献从总体上考察金融化的“蓄水池效应”和“挤出效应”(Seo等,2012;杜勇等,2017;王红建等,2017)不同,本文不仅从总体上考察了金融资产配置总额与企业财务风险的关系,而且将金融资产划分为短期和长期两类,发现持有短期金融资产是“未雨绸缪”的活动,而持有长期金融资产是“舍本逐末”的行为。这为合理区分对待金融化方式,而非一味地将金融资产配置作为负面行为提供了经验证据。(3)本文考虑了融资约束水平、货币政策宽松程度、产权性质差异等对金融资产配置与企业财务风险之间关系的影响,这为企业在不同的内外部约束条件下,合理把握金融资产配置的总额、期限和增量提供了指导。

## 二、文献综述

现有文献研究了金融资产配置的动因和经济后果。对于金融资产配置的动因,高业绩与低业绩公司都倾向于持有金融资产,但各自动机不同,高业绩公司表现出富余效应,而低业绩公司则是替代效应(宋军和陆旸,2015)。资本的逐利性、恶劣的实业环境和滞后的金融市场使实体企业在金融和房地产暴利的驱使下,通过各种方式进入这两个领域,以获取更多利益(Orhangazi,2008)。房地产相对价格的上升助推了市场乐观预期,并驱使企业显著增加资产的购买规模,而

减少实业投资,产生“资本挤出效应”(陈彦斌和刘哲希,2017)。而货币增速剪刀差扩大表现出更严重的“脱实向虚”,资金错配导致资产价格泡沫和实体经济“缺血”,企业试图通过短期投资来缓解资金压力,进而形成“虚绑架实”的循环机制(任羽菲,2017)。劳动力成本上升、落后产业产能过剩、繁冗的税费等因素挤压了实体经济的盈利空间,导致经济“脱实向虚”(周密和刘秉镰,2017)。此外,企业配置交易性金融资产和现金主要出于资金储备动机,除此以外主要表现为“替代”动机(胡奕明等,2017)。

关于金融资产配置的经济后果,从宏观层面看,金融化使虚拟经济不但没有为实体经济提供必要的资金,反而吸走了实体经济发展资金,并导致区域经济发展不平衡,扩大了失业率和社会收入差距(Stockhammer,2004)。金融化所导致的虚拟经济过度发展也被认为是2008年美国次贷危机的重要根源之一(Stockhammer和Grafl,2010)。虽然实业金融化提高了企业股票股息,扩大了投机者的资本积累,但是其资金来源于金融资源的供给而非经营利润的增长。这不仅不能改变金融资源错配状况,还可能影响实业金融环境(Trivedi,2014)。比如,降低实业投资率、弱化货币政策效果,使资金从实体经济回流到金融体系,造成虚拟经济过度膨胀,增加系统性风险(张成思和张步昙,2016)。从微观层面看,金融化使实体企业偏离主业,过度金融化加剧了“去工业化”与资产泡沫化的矛盾,削弱了制造业的发展基础,导致产业“空心化”,挤出了企业创新投资和固定资产等实物资本投资(Orhangazi,2008; Seo等,2012; Tori和Onaran,2017)。金融资产配置显著减少了企业当期研发投入,金融渠道获利也抑制了企业创新(Gleadle等,2014),且其“挤出效应”大于“蓄水池效应”,从而损害了未来主业业绩(杜勇等,2017)。而Smith和Stulz(1985)以及Stulz(1996)认为,金融资产配置的“蓄水池效应”使企业能够通过出售金融资产来降低财务困境成本,改善资产负债表,实现再融资,并降低杠杆率(刘贯春等,2018)。

关于企业财务风险的现有文献主要探讨了公司治理特征、外部环境与财务风险的关系。研究发现,内部控制五要素与财务风险显著正相关,终极控股股东现金流权与财务风险负相关,两权分离程度与公司财务风险正相关;拥有较强控制权的高管实施的多元化扩张战略会加大企业财务困境风险(代彬和彭程2012),而Amit和Livant(1988)认为企业多元化经营如同构建了一项资产组合,能够降低企业陷入财务困境的可能性;董事会能力、风险偏好及其动机以及董事会的女性占比、独立性、持股比例等都对财务风险存在显著影响(Huang和Kisgen,2013)。此外,良好的法治和法律环境有助于降低财务风险;地区投资者保护程度越高,财务风险越小;政府干预则显著加大了财务风险(Gietzen,2017)。宽松的货币政策能够有效降低企业财务风险,反之则会加大财务风险(季伟伟等,2014)。

目前,尚没有文献研究金融资产配置可能导致的财务风险。事实上,实体企业金融化所带来的产业“空心化”、资产“金融化”正在逐步弱化实体经济的基础性作用,导致实体经济与虚拟经济之间产生严重的结构性失衡,且风险联动性大大增强(彭俞超等,2018),为经济平稳发展埋下重大安全隐患。鉴于此,本文重点考察金融资产配置与企业财务风险之间的关系,以期防范系统性重大风险提供参考。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一)金融资产配置总额与企业财务风险

伴随我国企业金融化趋势和实体经济“脱实向虚”,越来越多的企业偏离主业,将资金投向高风险高收益的虚拟经济,如持有金融产品、投资房地产等。根据Demir(2009)、张成思和张步昙(2016)、王红建等(2017)等研究以及中国会计准则对金融资产的定义,金融资产一般主要包括交

易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、长期股权投资等。与主业投资周期长、回报率低等特征不同,持有金融资产能够带来可观的收益。现有研究发现,企业的金融资产配置可能具有“挤出效应”和“蓄水池效应”。

一方面,一定时期内企业资金是有限的,当企业持有较多的交易性金融资产、长期股权投资和投资性房地产等金融资产时,用于主业创新、固定资产更新改造以及产品生产与研发的资金必然减少,从而出现“挤出效应”(Orhangazi, 2008; Seo 等, 2012; 王红建等, 2017)。企业持有现金以外的金融资产表现出一定的“替代动机”,会挤出主业投资,以便获取更高收益(胡奕明等, 2017)。金融领域的高收益则会使企业管理层改变实业投资的优先顺序,降低实业投资率(Orhangazi, 2008)。伴随金融资产配置总额的上升,企业用于主业投资和营运的资金会减少,进而影响未来主业业绩(杜勇等, 2017)。同时,根据资源配置理论,金融资产配置数量越多,固定资产投资数量就越少(Tori 和 Onaran, 2017)。此时,抵押品减少有可能降低企业的偿债与筹资能力,导致银行等金融机构减少对企业的信贷,甚至出现断贷等现象(刘贯春等, 2018)。此外,由于金融和投资性房地产领域具有更高的风险,将资金投向这些领域势必会给企业带来风险,即持有金融资产具有“风险传染效应”。金融理财产品受到利率、汇率、政策监管等方面风险的影响,收益具有不确定性,损失风险也较高,而这种风险很可能传染至实体企业。综上分析,金融资产配置总额越大,企业面临的财务风险越高,持有金融资产是一种“舍本逐末”的行为。

另一方面,企业持有金融资产主要为了获取高收益,具有“蓄水池效应”。“蓄水池效应”是指企业当前持有大量金融资产,是为了将闲散资金或多余资金充分利用起来,在需要资金时再将金融资产迅速变现。即持有金融资产能够保持一定的流动性和变现能力,是对未来所需资金的储备(王红建等, 2017)。当企业面临融资约束或者主业亏损时,金融资产所带来的收益能够弥补企业主业亏损,满足资金需求,提升筹资能力、偿债能力和营运能力(王红建等, 2017)。“蓄水池效应”使企业能够通过出售金融资产来降低财务困境成本,且伴随金融资产价格的上升,有利于改善资产负债表,进而实现企业再融资(Smith 和 Stulz, 1985; Stulz, 1996; 张成思和张步昙, 2016)。此外,持有金融资产总额越大,企业杠杆率越低,财务风险就越低(刘贯春等, 2018)。从“蓄水池效应”来看,金融资产配置总额越大,企业面临的财务风险越低,持有金融资产是一项“未雨绸缪”的活动。基于上述分析,本文提出以下竞争性假设:

假设 1a: 持有金融资产总额越大,企业面临的财务风险越高。

假设 1b: 持有金融资产总额越大,企业面临的财务风险越低。

## (二)金融资产配置期限与企业财务风险

根据资产负债表项目排列顺序,货币资金与交易性金融资产属于流动资产,持有期限较短,变现能力较强,且具有较好的流动性;而可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资以及投资性房地产等属于长期金融资产,持有期限较长,变现能力较弱,流动性较差。根据现金资产需求理论,交易性金融资产是现金的替代物,企业持有交易性金融资产是财务危机的缓冲器,且伴随宏观经济不确定性和财务约束的增强,其需求不断上升(许罡和朱卫东, 2017)。

为应对融资约束所带来的高昂成本和融资困境,企业往往持有一些转换成本较低的金融资产作为预防性资产,以发挥“蓄水池”的作用(刘贯春等, 2018)。企业持有短期金融资产具有资金储备的动机,在应对现金流风险、缓解外部融资约束等方面发挥着重要作用(杨笋等, 2017)。持有短期金融资产占用主业资金的时间相对较短,具有“蓄水池效应”,可作为财务缓冲器(许罡和朱卫东, 2017)。当主业发展或营运需要资金、急需资金偿还到期债务时,企业能够将短期金融资产快速变现,降低财务困境成本,补充所需流动性,且有利于改善资产负债表,提升企业再融资能

力,进而有效降低财务风险(Smith和Stulz,1985;Stulz,1996;张成思和张步县,2016)。因此,企业持有短期金融资产可能主要表现出“蓄水池效应”,是一项应对未来融资约束的“未雨绸缪”活动。

相反,由于长期金融资产缺少足够的流动性,不能迅速变现,当面临融资约束时,企业的财务风险相对较高。实体企业发展离不开设备更新改造以及新产品、新技术研发,而如果企业过度持有变现能力较差、转换成本较高的长期金融资产,上述资金需求就无法得到有效满足,从而实业投资被挤出(Orhangazi,2008;Demir,2009;Tori和Onaran,2017)。这会影响实体企业的未来主业业绩,导致财务不具可持续性,且缺少足够的抵押品用于获取外部信贷资金或抵偿到期债务(刘贯春等,2018),进而企业财务风险上升。因此,持有长期金融资产可能主要表现出对主业投资的“挤出效应”,是一种“舍本逐末”的行为。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设2:相对于配置短期金融资产,持有长期金融资产越多,企业财务风险越高。

假设2a:持有短期金融资产以“蓄水池效应”为主,能够有效降低企业面临的财务风险。

假设2b:持有长期金融资产以“挤出效应”为主,会增加企业面临的财务风险。

### (三)金融资产配置增量与企业财务风险

在一定时期内,企业的经营战略与投资战略相对稳定;而为了获取投资收益,企业会选择合理的投资战略(许罡和朱卫东,2017)。现实中绝大部分企业是风险厌恶者,都希望在既定的风险下获得最大收益。企业配置金融资产能够获取一定的收益,但同时伴有较高的风险。在营运资金有限的条件下,配置金融资产必然会占用主业投资所需资金(张成思和张步县,2016),尤其是持有长期金融资产对主业发展资金的挤出效应更明显(杜勇等,2017)。根据金融加速器理论,在存在信息成本、控制成本、监督成本和市场分割的金融环境下,当配置高风险的金融资产且前后期持有量变化过大时,实体企业会受到更大的冲击,从而面临更大的财务风险(Calomiris和Ramirez,2010)。实体企业一般会持有一定的营运资金,而金融资产配置增量过大,由于缺少足够的缓冲器,企业的财务活动会受到很大冲击(许罡和朱卫东,2017),且这种冲击对于不同期限金融资产的增持活动都存在。一方面,在外部融资既定的条件下,金融资产配置增量越大,对主业发展资金的挤占效应越明显。这会抑制主业投资和经营活动,影响主业未来业绩和发展潜力,进而抑制企业财务可持续性。另一方面,过度增持金融资产对企业资产负债表结构会产生很大的影响(Smith和Stulz,1985;Stulz,1996),现金持有量会显著减少,导致偿还到期债务可用资金不足,对未来财务风险的预防作用下降。此外,过度增持金融资产会使企业的实物资本投资大大压缩(Tori和Onaran,2017),由于缺少足够的抵押品,企业的信贷融资需求难以满足(刘贯春等,2018),很可能面临财务困境。因此,金融资产配置增量越大,企业财务风险可能越高。根据上述分析,本文提出以下假设:

假设3:金融资产配置增量越大,企业面临的财务风险越高。

## 四、研究设计

(一)样本选择与数据来源。我国2007年开始全面执行新企业会计准则,为了统一财务数据口径,本文以2007—2016年我国沪深A股上市公司为研究样本,共得到16473个初始样本观测值。本文对初始数据进行了如下处理:(1)删除金融业和房地产业的样本;(2)删除数据缺失的样本;(3)删除ST类上市公司;(4)删除异常值;(5)删除资产负债率大于1的样本。本文最终得到了10463个样本观测值。本文数据主要来自CSMAR数据库。为了减少极端值的影响,本文对连续变量进行了上下1%的缩尾处理。本文将运用Stata13对样本数据进行实证分析。

## (二) 变量定义

1. 被解释变量：财务风险。财务风险的测度方法包括：(1) Altman(1968)提出的  $Z\text{-score}$ ,  $Z\text{-score}=(1.2\times\text{营运资金}+1.4\times\text{留存收益}+3.3\times\text{息税前利润}+0.6\times\text{股票总市值}+99.9\times\text{销售收入})/\text{资产总额}$ , 其数值越大, 企业面临的财务风险越小; (2) Altman(2002)修正的  $Z\text{-score}$ , 修正后的  $Z\text{-score}=(0.717\times\text{营运资金}+0.847\times\text{留存收益}+3.107\times\text{息税前利润}+0.42\times\text{股票总市值}+0.998\times\text{销售收入})/\text{资产总额}$ ; (3) Zmi-jewski(1984)提出的破产预测指数,  $Z=-4.336-4.513\times\text{总资产报酬率}+5.679\times\text{资产负债率}+0.004\times\text{流动比率}$ ; (4) 股票收益波动性; (5)  $\beta$  系数; (6) 财务杠杆。借鉴 Tykvová 和 Borell(2012)等研究, 本文采用 Altman(2002)修正的  $Z\text{-score}$  来度量财务风险, 因为它在保留指数综合性的同时, 更符合新兴资本市场环境下上市公司的财务状况, 且在国内外得到广泛运用。

2. 解释变量：金融资产配置。借鉴 Demir(2009)、张成思和张步昙(2016)等研究, 本文将交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、衍生金融工具、长期股权投资、投资性房地产纳入金融资产的范畴。因此, 金融资产配置总额( $Total$ )=(交易性金融资产+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+发放贷款及垫款净额+衍生金融工具+长期股权投资+投资性房地产净额)/资产总额。根据流动性水平, 我们区分了不同期限的金融资产, 短期金融资产( $Short$ )=交易性金融资产/资产总额, 长期金融资产( $Chang$ )=(可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+发放贷款及垫款净额+衍生金融工具+长期股权投资+投资性房地产净额)/资产总额。此外, 借鉴许罡和朱卫东(2017)的研究, 金融资产增量( $Increase$ )= $\ln(\text{当期金融资产总额}/\text{当期资产总额})-\ln(\text{上期金融资产总额}/\text{上期资产总额})$ 。

3. 控制变量。借鉴 Huang 和 Kisgen(2013)、Gietzen(2017)等研究, 本文控制了上市公司特征和宏观环境等因素。其中, 企业规模( $Size$ )以资产总额取自然对数表示; 成长能力( $Growth$ )以营业收入增长率表示; 盈利能力( $Roe$ )以净资产收益率表示; 财务杠杆( $Lev$ )以资产负债率表示; 两职合一( $Dual$ )则按董事长与总经理是否兼任, 兼任则取 1, 否则取 0; 高管薪酬( $Pay$ )以前三大高管薪酬取自然对数表示; 独立董事规模( $Indirector$ )以独立董事人数与董事人数比值表示; 董事会规模( $Director$ )以董事会人数表示; 上市公司资本性支出( $Expenditure$ )以固定资产占资产总额比例表示; 现金流状况( $Cf$ )以经营现金净流量除以资产总额表示; 股权集中度( $H_5$ )以前五大股东持股比例平方和表示; 上市年限( $Age$ )以  $\ln[(\text{当年}-\text{上市年份})+1]$  表示; 宏观环境因素( $Qyjqzsh$ )以企业景气指数表示。本文还控制了年度( $Year$ )和行业( $Industry$ )。

(三) 模型设计。为了有效检验金融资产配置总额与企业财务风险之间的关系, 缓解可能存在的内生性问题, 本文构建了以下双固定效应模型:

$$Z\text{-score}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Total_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + v_i + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,  $v_i$  为时间固定效应,  $u_i$  为个体固定效应。如果  $\alpha_1$  显著为负, 则表明金融资产配置总额越多, 企业财务风险越高。当考察金融资产配置期限、增量与企业财务风险之间的关系时, 我们分别用  $Short$ 、 $Chang$  和  $Increase$  替换  $Total$  进行回归。

## 五、实证结果分析

(一) 描述性统计。表 1 报告了主要变量的描述性统计结果。财务风险指标  $Z\text{-score}$  的最大值为 27.8147, 最小值为 0.1770, 均值为 3.4694。可见, 样本公司面临的财务风险存在较大差异。样本公司所持有金融资产占比( $Total$ )的最大值为 98.07%, 最小值接近 0, 均值为 8.99%; 相对于短期金融资产, 样本公司持有长期金融资产的比重较高; 从整体上看, 样本公司持有金融资产的总额在不断上升。此外, 样本公司的偿债能力( $Lev$ )、现金流状况( $Cf$ )、高管薪酬( $Pay$ )、股权集中度

( $H_5$ )、盈利能力( $Roe$ )以及成长能力( $Growth$ )都存在较大差异,这些财务状况和公司治理特征都可能影响企业面临的财务风险。

表 1 主要变量描述性统计

| 变量              | 观测数    | 均值      | 标准差    | 最小值      | 25% 分位数 | 中位数     | 75% 分位数 | 最大值     |
|-----------------|--------|---------|--------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <i>Z-score</i>  | 10 463 | 3.4694  | 4.1245 | 0.1770   | 1.3676  | 2.2521  | 3.7698  | 27.8147 |
| <i>Total</i>    | 10 463 | 0.0899  | 0.1270 | 0.0000   | 0.0103  | 0.0403  | 0.1145  | 0.9807  |
| <i>Short</i>    | 10 463 | 0.0023  | 0.0146 | 0.0000   | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000  | 0.4483  |
| <i>Increase</i> | 7 952  | -0.1197 | 0.9144 | -10.6927 | -0.3801 | -0.1074 | 0.1423  | 10.8845 |
| <i>Chang</i>    | 10 463 | 0.0875  | 0.1257 | 0.0000   | 0.0094  | 0.0381  | 0.1097  | 0.9807  |

(二)回归结果分析。表 2 报告了金融资产配置特征与企业财务风险的回归结果。列(1)结果显示,实体企业持有金融资产总额的系数在 1% 的水平上显著为负,表明金融资产配置水平越高,企业财务风险越大,假设 1a 得到验证。这说明实体企业持有金融资产存在“挤出效应”和“风险传染效应”:一方面,持有金融资产会占用主业发展资金,使企业缺少足够的资金用于主业创新投资和应对财务冲击;另一方面,由于金融和房地产领域的风险传染至企业,企业财务风险也会上升。列(2)结果显示,金融资产配置增量的系数不显著,表明前后期金融资产变化量并没有影响企业面临的财务风险。这可能是因为:虽然金融资产持有量的变化会引起财务状况的变化,且金融资产增持行为会在一定程度上挤出主业投资,但是作为理性的经济人,企业会保持一定的财务弹性,对内外部环境变化以及投融资行为等带来的财务影响存在一定的免疫能力,能够在一定程度上缓解金融资产增持行为带来的财务冲击。假设 3 没有得到验证。由列(3)和列(4)结果可知,短期金融资产配置的系数在 1% 的水平上显著为正,而长期金融资产配置的系数在 1% 的水平上显著为负。这表明由于短期金融资产具有较强的变现能力,实体企业能够根据自身需要及时、方便地将其变现,满足自身的资金需求,降低财务风险,因而持有短期金融资产表现为“未雨绸缪”的活动。相反,由于亏损和收益的不确定性较高,且变现能力较弱,持有长期金融资产使实体企业面临较高的财务风险,表现为“舍本逐末”的行为。假设 2 得到验证。

表 2 基本回归结果

|                 | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     |
|-----------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <i>Total</i>    | -1.9055***<br>(-5.1823) |                         |                         |                         |
| <i>Increase</i> |                         | 0.0043<br>(0.1676)      |                         |                         |
| <i>Short</i>    |                         |                         | 7.1479***<br>(3.7716)   |                         |
| <i>Chang</i>    |                         |                         |                         | -2.2544***<br>(-6.0253) |
| 控制变量            | 控制                      | 控制                      | 控制                      | 控制                      |
| <i>cons</i>     | 42.9849***<br>(27.3465) | 36.7566***<br>(18.1703) | 41.9487***<br>(26.8027) | 43.0831***<br>(27.4353) |
| <i>N</i>        | 10 463                  | 7 952                   | 10 463                  | 10 463                  |
| $R^2$           | 0.3856                  | 0.3664                  | 0.3847                  | 0.3862                  |

注:括号内为  $t$  值,\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。下表同。

### (三) 稳健性检验

1. 改变金融资产的范围。借鉴杜勇等(2017)的研究,我们剔除了长期股权投资,金融资产仅包含交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款净额、衍生金融工具、投资性房地产等。我们重新进行了回归分析,得到与上文一致的结论。

2. 考虑 2008 年政府“四万亿投资计划”。为有效应对国际金融危机对我国经济发展的冲击,2008 年我国政府推出“四万亿投资计划”。这一政策为宏观经济发展注入了新的活力,增加了社会流通中的资金,在一定程度上激发了社会投资的热情。为缓解“四万亿投资计划”对研究结论的影响,我们剔除 2008 年和 2009 年数据重新进行了回归,依然得到与上文一致的结论。

3. 考虑内生性问题。金融资产的界定和财务风险的测度至今依然不完全统一,因而很可能存在变量测度误差所导致的内生性问题。同时,影响企业财务风险的因素很多,模型构建过程中无法穷尽,因而可能存在遗漏变量所导致的内生性问题。此外,持有金融资产带来的“蓄水池效应”和“挤出效应”会影响企业财务风险,而面临财务危机的企业为获取高额收益、快速摆脱财务危机,可能更倾向于投资金融资产。因此,持有金融资产与企业财务风险之间可能存在反向因果关系,这也可能导致内生性问题。鉴于以上问题,本文分别以 *Total*、*Increase*、*Short* 和 *Chang* 的滞后一期作为工具变量,采用 2SLS 法进行了回归。我们依然得到与上文一致的结论。

4. 改变模型研究方法。上文检验中采用的是面板固定效应模型。为了保证研究结论的稳健性,我们还采用 OLS 回归,使用稳健标准误,并进行公司层面的 *Cluster* 处理。结论依然与上文一致。

(四) 进一步分析。实体企业投资金融资产需有一定的资金支持,企业面临的融资约束会影响其是否有足够资金来配置金融资产。货币政策是企业获取信贷资金便捷程度和融资成本的重要影响因素,也会对金融资产配置资金产生重要影响。此外,不同产权性质企业的融资渠道和融资成本有所差异。那么,当企业面临不同的融资约束、货币政策环境以及属于不同产权性质时,金融资产配置与企业财务风险之间的关系会有什么样的差异呢?

1. 融资约束的影响。企业的融资渠道与便捷程度会影响其对金融产品的投资。当面临较严重的融资约束时,企业难以从金融机构获取信贷资金来满足投资需求。此时,企业将资金投向衍生金融工具和投资性房地产等,会严重挤压主业投资所需资金,增加财务风险。因此,本文预期当融资约束较严重时,持有金融资产总额越大,越是持有长期金融资产,企业面临的财务风险越高。而当面临较轻的融资约束时,企业能够从银行等金融机构获取一定的信贷资金来满足投资和营运需求。此时,虽然持有金融资产会占用一定的主业投资资金,但是企业能够从外部较便捷地获取资金,因此财务风险可能相对较低。本文借鉴 Hadlock 和 Pierce(2010)的研究,采用 *SA* 指数来测度上市公司的融资约束水平, $SA \text{ 指数} = -0.737 \times \text{Size} + 0.043 \times \text{Size}^2 - 0.04 \times \text{Age}$ 。其中, *Age* 表示上市年限,  $\text{Size} = \ln(\text{企业资产总额}/1\,000\,000)$ 。本文对其取绝对值,绝对值越大,企业面临的融资约束越严重。我们根据 *SA* 指数绝对值的中位数进行分组,大于中位数的样本为融资约束较高组,其他为融资约束较低组。如表 3 所示,相对于融资约束较低组,融资约束较高组持有金融资产总额越大,面临的财务风险越高,且持有长期金融资产的“挤出效应”更加明显,带来的财务风险更高。而当企业面临较轻的融资约束时,持有短期金融资产对财务风险的抑制作用更加突出。

表 3 考虑融资约束差异的回归结果

|              | (1)                     | (2) | (3) | (4) | (5)                | (6) | (7) | (8) |
|--------------|-------------------------|-----|-----|-----|--------------------|-----|-----|-----|
|              | 融资约束较高组                 |     |     |     | 融资约束较低组            |     |     |     |
| <i>Total</i> | -3.8985***<br>(-9.6690) |     |     |     | 0.0397<br>(0.0592) |     |     |     |

续表 3 考虑融资约束差异的回归结果

|                 | (1)     | (2)                | (3)                | (4)                     | (5)     | (6)                | (7)                  | (8)                  |
|-----------------|---------|--------------------|--------------------|-------------------------|---------|--------------------|----------------------|----------------------|
|                 | 融资约束较高组 |                    |                    |                         | 融资约束较低组 |                    |                      |                      |
| <i>Increase</i> |         | 0.0011<br>(0.0444) |                    |                         |         | 0.0258<br>(0.5474) |                      |                      |
| <i>Short</i>    |         |                    | 0.8249<br>(0.2773) |                         |         |                    | 6.6547**<br>(2.5045) |                      |
| <i>Chang</i>    |         |                    |                    | -3.9595***<br>(-9.7658) |         |                    |                      | -0.4100<br>(-0.5914) |
| 控制变量            | 控制      | 控制                 | 控制                 | 控制                      | 控制      | 控制                 | 控制                   | 控制                   |

2. 货币政策的影响。在我国,越来越多的实体企业从银行等金融机构获取信贷资金后并未投向主业发展,而是用于购买金融理财产品和投资性房地产等高风险高报酬的金融产品,形成“钱生钱”的怪圈(杜勇等,2017;王红建等,2017)。当政府实施宽松的货币政策时,银行等信贷机构能够向企业提供更多的信贷额度,放松信贷审批约束。此时,企业能够便捷地获取更多的信贷资金用于金融资产配置。由于资本逐利性和理性经济人假设,企业很可能加大对金融资产的投资,挤出主业投资资金,从而增加财务风险。而在货币政策紧缩期,当信贷融资受到较多限制时,企业没有足够的资金来满足投资和营运需求。此时,如果企业配置较多金融资产,将会加剧自身财务风险。本文从中宏观经济数据库中获取广义货币  $M2$  供应增长率来判断货币政策的宽松程度。2007—2016 年,我国  $M2$  供应增长率分别为 16.7%、17.8%、28.5%、19.73%、13.61%、13.84%、13.59%、12.16%、13.34% 和 11.3%。本文将 2007—2010 年作为货币政策宽松年,而其他年份作为货币政策紧缩年,分组检验不同货币政策下金融资产配置与企业财务风险之间关系的差异。如表 4 所示,相对于货币政策宽松期,在货币政策紧缩期,持有金融资产总额越大,企业面临的财务风险越高;金融资产配置增量和持有短期金融资产的回归系数不显著,持有长期金融资产总额的回归系数则在 1% 的水平上显著为负。可见,在货币政策收紧的环境下,金融资产配置特别是长期金融资产配置会严重加剧企业财务风险。

表 4 考虑货币政策差异的回归结果

|                 | (1)                  | (2)                  | (3)                | (4)                  | (5)                     | (6)                | (7)                  | (8)                     |
|-----------------|----------------------|----------------------|--------------------|----------------------|-------------------------|--------------------|----------------------|-------------------------|
|                 | 货币政策宽松组              |                      |                    |                      | 货币政策紧缩组                 |                    |                      |                         |
| <i>Total</i>    | -0.3545<br>(-0.5399) |                      |                    |                      | -3.6046***<br>(-5.7483) |                    |                      |                         |
| <i>Increase</i> |                      | -0.0281<br>(-0.6425) |                    |                      |                         | 0.0159<br>(0.5015) |                      |                         |
| <i>Short</i>    |                      |                      | 5.0134<br>(1.5209) |                      |                         |                    | -3.9776<br>(-1.5426) |                         |
| <i>Chang</i>    |                      |                      |                    | -0.5693<br>(-0.8549) |                         |                    |                      | -3.5911***<br>(-5.5445) |
| 控制变量            | 控制                   | 控制                   | 控制                 | 控制                   | 控制                      | 控制                 | 控制                   | 控制                      |

3. 产权性质的影响。相对于非国有企业,国有企业承担着解决就业、维护社会稳定、遏制国有资产流失、维护国有经济基础性地位等社会责任。国有实体企业对投资的科学性和合理性有更加严格的要求,一旦投资出现失误,不仅影响企业自身发展,还会产生一系列负面影响。此外,国有企业长期存在预算软约束和内部人控制问题,且管理层“短视”行为使企业内部代理问题比

较突出(杜勇等, 2017), 这些因素可能会使国企金融化所带来的财务风险较高。现有研究发现, 相对于非国有企业, 国有企业管理层出于完成考核目标而出现短视行为, 将资金投向高风险高收益的房地产和金融行业, 对未来主业业绩的损害更加严重(杜勇等, 2017)。而非国有企业在经营管理中更具灵活性, 且受到信贷融资等方面的约束, 在投资房地产和金融行业时会更加谨慎。因此, 非国企金融化过程中产生的财务风险可能相对较低。如表 5 所示, 相对于非国有控股企业, 国有控股企业持有的金融资产越多, 财务风险越高; 持有长期金融资产会显著加剧企业财务风险, 而持有短期金融资产能够显著缓解企业财务风险。

表 5 考虑产权性质差异的回归结果

|                 | (1)                     | (2)                | (3)                    | (4)                     | (5)                  | (6)                | (7)                  | (8)                  |
|-----------------|-------------------------|--------------------|------------------------|-------------------------|----------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
|                 | 国有控股组                   |                    |                        |                         | 非国有控股组               |                    |                      |                      |
| <i>Total</i>    | -2.2319***<br>(-5.0343) |                    |                        |                         | -0.7008<br>(-1.0748) |                    |                      |                      |
| <i>Increase</i> |                         | 0.0065<br>(0.2258) |                        |                         |                      | 0.0113<br>(0.2314) |                      |                      |
| <i>Short</i>    |                         |                    | 17.9138***<br>(8.5468) |                         |                      |                    | -3.4373<br>(-1.0134) |                      |
| <i>Chang</i>    |                         |                    |                        | -3.1992***<br>(-7.0337) |                      |                    |                      | -0.5858<br>(-0.8892) |
| 控制变量            | 控制                      | 控制                 | 控制                     | 控制                      | 控制                   | 控制                 | 控制                   | 控制                   |

## 六、机制检验

为了检验实体企业的金融资产配置是否真正挤出了主业投资, 从而增加了企业财务风险, 本文构建了以下中介效应模型:

$$Z-score_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Total_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Expenditure_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Total_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Z-score_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Total_{it} + \alpha_2 Expenditure_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,  $Z-score$  表示财务风险,  $Expenditure$  为实体企业资本性支出, 仍以固定资产占资产总额比例表示, 反映主业投资水平。其他变量定义与上文一致。若模型(2)、模型(3)和模型(4)通过了显著性检验, 则主业投资在金融资产配置总额与财务风险之间存在中介效应。同理, 当考察长期金融资产持有水平与企业财务风险之间的作用机制时, 以  $Chang$  替换  $Total$  进行检验。

当检验短期金融资产持有水平对企业财务风险的作用机制时, 本文构建了以下中介效应模型:

$$Z-score_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Short_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$SA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Short_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$Z-score_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Short_{it} + \alpha_2 SA_{it} + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中,  $SA$  表示实体企业的融资约束水平, 由  $SA$  指数取绝对值表示, 数值越大, 融资约束越严重。其他变量定义与上文一致。表 6 汇报了机制检验结果。由列(1)、列(2)和列(3)可知, 金融资产配置总额越多, 越是挤出了主业投资, 企业财务风险越高; 同样, 由列(7)、列(8)和列(9)可知, 持有长期金融资产越多, 越是挤出了主业投资, 实体企业财务风险越高。而由列(4)、列(5)和列(6)可

知,持有短期金融资产能有效缓解企业的融资约束,从而降低财务风险。综上分析,持有金融资产总额越大,对主业投资的“挤出效应”越明显,企业财务风险越高,而这来自持有长期金融资产对主业投资的“挤出效应”,表现为“舍本逐末”的行为;而持有短期金融资产表现出“蓄水池效应”,能够缓解融资约束,降低财务风险,表现为“未雨绸缪”的活动。

表 6 机制检验结果

|             | (1)                     | (2)                      | (3)                      | (4)                    | (5)                     | (6)                      | (7)                     | (8)                      | (9)                      |
|-------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|
|             | Z-score                 | Expenditure              | Z-score                  | Z-score                | SA                      | Z-score                  | Z-score                 | Expenditure              | Z-score                  |
| Total       | -0.9639***<br>(-3.8129) | -0.3197***<br>(-27.8211) | -1.7686***<br>(-6.7927)  |                        |                         |                          |                         |                          |                          |
| Expenditure |                         |                          | -2.5165***<br>(-11.7253) |                        |                         |                          |                         |                          | -2.5670***<br>(-11.9947) |
| Short       |                         |                          |                          | 18.0370***<br>(9.0142) | -0.3733***<br>(-4.4888) | 15.5628***<br>(8.0825)   |                         |                          |                          |
| SA          |                         |                          |                          |                        |                         | -6.6276***<br>(-29.1770) |                         |                          |                          |
| Chang       |                         |                          |                          |                        |                         |                          | -1.2707***<br>(-4.9878) | -0.3134***<br>(-26.9912) | -2.0753***<br>(-7.9278)  |
| 控制变量        | 控制                      | 控制                       | 控制                       | 控制                     | 控制                      | 控制                       | 控制                      | 控制                       | 控制                       |

## 七、结论与政策建议

本文基于我国企业金融化趋势和实体经济脱实向虚的背景,研究了金融资产配置与企业财务风险之间的关系。研究发现,从总体上看,持有金融资产越多,企业面临的财务风险越高。持有短期金融资产存在“蓄水池效应”,能够缓解企业面临的财务风险,表现为“未雨绸缪”的活动;而持有长期金融资产则主要表现为“挤出效应”,加剧了企业财务风险,是一种“舍本逐末”的行为。没有证据表明金融资产配置增量越大,越容易增加企业财务风险。此外,当企业面临较严重的融资约束、越是紧缩的货币政策以及属于国有控股性质时,金融资产配置越多,越是持有长期金融资产,越容易加剧企业面临的财务风险。

本文的政策建议在于:(1)合理把握持有金融资产的限度,预防可能存在的财务风险。资本具有逐利性,在主业投资周期长、回报率低的情形下,金融化成为当前许多企业选择的获利途径。但应意识到过度配置金融资产会严重挤占主业发展资金,加剧企业财务风险。因此,在金融化趋势下,实体企业可依据自身自由现金流状况和长期发展目标,结合国家宏观调控政策,合理把握持有金融资产的限度,不应过分追求眼前利益而持有过多、期限过长的金融资产。(2)优化持有金融资产的结构,可适度持有短期金融资产,谨慎持有长期金融资产,防止形成过高的财务风险。短期金融资产的变现能力强、流动性高,具有“蓄水池效应”,适度配置可起到财务缓冲器作用;而长期金融资产投资时间长、转换成本高、变现能力弱,对主业资金的占用时间长,过多持有会严重影响企业营运活动,带来较高的财务风险。因此,企业在制定资产配置战略时,应优化金融资产配置结构,合理搭配金融资产的期限,以更好地满足企业主业发展资金需求。值得强调的是,在我国经济存在“脱实向虚”风险的背景下,不鼓励实体企业过度持有短期和长期金融资产。(3)合理配置金融资产、防范财务风险,还应充分考虑融资约束、产权性质和货币政策的影响。企业融资约束越严重、属于国有控股性质以及货币政策越宽松,金融资产配置带来的财务风险越大。

主要参考文献:

- [1]陈彦斌,刘哲希. 推动资产价格上涨能够“稳增长”吗?——基于含有市场预期内生变化的 DSGE 模型[J]. *经济研究*, 2017, (7): 49–64.
- [2]代彬,彭程. 高管控制权、资本扩张与企业财务风险——来自国有上市公司的经验证据[J]. *经济与管理研究*, 2012, (5): 20–30.
- [3]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.
- [4]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, (1): 181–194.
- [5]黄群慧. 论新时期中国实体经济的发展[J]. *中国工业经济*, 2017, (9): 5–24.
- [6]季伟伟,陈志斌,赵燕. 货币政策与企业财务风险变化[J]. *上海经济研究*, 2014, (5): 27–37.
- [7]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, (1): 148–173.
- [8]彭超,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, (1): 137–155.
- [9]任羽菲. 经济“脱实向虚”的流动性风险——基于货币增速剪刀差与资产价格相互作用的分析[J]. *财经研究*, 2017, (10): 31–42.
- [10]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.
- [11]王红建,曹瑜强,杨庆,等. 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, (1): 155–166.
- [12]许罡,朱卫东. 金融化方式、市场竞争与研发投入挤占——来自非金融上市公司的经验证据[J]. *科学学研究*, 2017, (5): 709–719, 728.
- [13]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, (12): 32–46.
- [14]周密,刘秉镰. 供给侧结构性改革为什么是必由之路?——中国式产能过剩的经济学解释[J]. *经济研究*, 2017, (2): 67–81.
- [15]Amit R, Livnat J. Diversification and the risk-return trade-off[J]. *Academy of Management Journal*, 1988, 31(1): 154–166.
- [16]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.
- [17]Gietzen T. The exposure of microfinance institutions to financial risk[J]. *Review of Development Finance*, 2017, 7(2): 120–133.
- [18]Gleadle P, Parris S, Shipman A, et al. Restructuring and innovation in pharmaceuticals and biotechs: The impact of financialisation[J]. *Critical Perspectives on Accounting*, 2014, 25(1): 67–77.
- [19]Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909–1940.
- [20]Huang J K, Kisgen D J. Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 822–839.
- [21]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.
- [22]Seo H J, Kim H S, Kim Y C. Financialization and the slowdown in Korean firms’ R&D investment[J]. *Asian Economic Papers*, 2012, 11(3): 35–49.
- [23]Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms’ hedging policies[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Ana-*

- lysis, 1985, 20(4): 391—405.
- [24]Stockhammer E. Financialisation and the slowdown of accumulation[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2004, 28(5): 719—741.
- [25]Stockhammer E, Grafl L. Financial uncertainty and business investment[J]. *Review of Political Economy*, 2010, 22(4): 551—568.
- [26]Stulz R M. Rethinking risk management[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, 9(3): 8—25.
- [27]Tori D, Onaran O. The effects of financialisation and financial development on investment: Evidence from firm-level data in Europe[R]. Working Paper No.16089, 2017.
- [28]Trivedi S R. Financialisation and accumulation: A firm-level study in the Indian context[J]. *Procedia Economics and Finance*, 2014, 11: 348—359.
- [29]Tykvová T, Borell M. Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(1): 138—150.

## Financial Asset Allocation and Financial Risks of Enterprises: “Precautions” or “Bartering”

Huang Xianhuan, Wu Qiusheng, Wang Yao

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China)

**Summary:** Along with the problems of excessive capacity and declining investment returns of China’s real enterprises, more and more real enterprises are involved in the financial and real estate fields, allocating excessive financial assets, so as to obtain higher returns comparing with the main investment. The preference for virtual economy or excessive financialization will directly affect the financial status of enterprises. The existing research just involves the reasons of financial asset allocation of real business, economic consequences, and enterprise financial risk study alone. While the motivation of financial asset allocation of real enterprises is “preparing for a rainy day”, such as preventing possible financing constraints, unable to repay maturing debt and for other financial risk activities, or is “putting the cart before the horse” to seek profits, such as giving up main business investment and inhibiting innovation, there is no literature study currently. However, it is of great significance to correctly understand and effectively supervise the financialization of real enterprises, fully play the benign role of financial asset allocation, and effectively curb the disconfirmation of national economy.

Based on the above, this paper selects the empirical data of China’s A-share listed companies from 2007 to 2016, and empirically tests the relationship between the total amount, term and other static dimensions of financial asset allocation and financial risks of enterprises. In general, the more financial assets a company has, the more serious financial risks it faces. Holding short-term financial assets can alleviate financial risks faced by enterprises and is manifested as the activity of “preparing for a rainy day”. Holding long-term financial assets aggravates financial risks of enterprises, which is an act of “putting the cart before the horse”. However, there is no evidence that the larger the increment of financial assets is, the easier it is to increase financial risks of enterprises. In addition, when enterprises are faced with higher financing constraints, tighter monetary policies and belong to the state-owned enterprise, the more financial asset allocation and long-term financial

(下转第 125 页)

nouncement event of antitakeover provision amendment is less pronounced in private enterprises, in firms having the largest shareholder with higher ownership, and in firms with lower institutional ownership, suggesting that the characteristics of the ownership structure including the nature of property rights, ownership concentration, and institutional ownership are important contingent factors in influencing the value of antitakeover provisions. In addition, this study further finds that ownership concentration, managerial ownership, and the nature of industry monopoly are important determinants of the likelihood of amending antitakeover provisions for listed companies.

Overall, the potential contributions of this study are as follows: First, this study takes advantage of China's special institutional background to investigate the short-term market reaction to the event announcement of listed companies' antitakeover provision amendment by use of the event study method, and in such way we measure the effect of antitakeover provisions on shareholder wealth in China's capital markets. Second, we find that under different contingent factors, the value of antitakeover provision amending could be varied, which may help us understand the controversial research conclusions before. What's more, it not only can enrich the literature regarding antitakeover provisions and the market for corporate control, but also can deepen our understanding of listed companies' antitakeover provision amending behavior, and thus provide some valuable implications for practitioners and references for policy makers about hostile takeover and takeover defense.

**Key words:** market for corporate control; corporate provisions; antitakeover provisions; ownership structure; event study

(责任编辑 康健)

(上接第 112 页)

asset holdings they have, the easier it is to increase financial risks faced by enterprises.

This paper gives three policy recommendations: (1) Real enterprises should reasonably grasp the limits of financial asset holdings based on their own free cash flow status and long-term development goals, and combined with the national macro-control policies. They should not hold too many and too-long-term financial assets due to the excessive pursuit of immediate interests. (2) When formulating the asset allocation strategy, enterprises should optimize the financial asset allocation structure and reasonably allocate the term of financial assets to better meet the capital needs of the enterprise's main business. (3) Rational allocation of financial assets and prevention of financial risks should also take full account of the impact of financing constraints, property nature and monetary policies.

The marginal contributions of this paper can be elaborated from three aspects: (1) It can further enrich relevant theories on financialization and reality-to-fiction, and provide empirical evidence and policy guidance for deepening China's financial reform and national strategic transformation. (2) It provides necessary micro-level evidence for rational allocation of financial assets, curbing excessive financialization and preventing major systemic risks. (3) It provides necessary empirical evidence for reasonably distinguishing the financialization approach rather than blindly regarding financial asset allocation as a negative behavior. (4) It can guide enterprises to reasonably grasp the total amount, term and increment of financial asset allocation under different internal and external constraints.

**Key words:** financial assets; financial risks; financialization; removing reality to virtual; financing constraints

(责任编辑 康健)