

# 金融科技对企业金融化的影响 ——基于企业金融投资动机角度

周圆圆

齐鲁工业大学(山东省科学院)经济与管理学院

DOI: 10.12238/jpm.v5i2.6573

**[摘要]** 构建2011—2022年省级金融科技指数和A股上市非金融企业作为研究样本,运用双向固定效应回归模型检验了金融科技对企业金融化起促进作用,企业对金融资产持有主要目的是投机收益。本研究通过对企业持有金融资产动机作为引入研究,分析金融科技宏观层次对企业金融化微观层次的作用机制,为引导金融科技发展、减少企业“脱实向虚”提供借鉴意义。

**[关键词]** 金融科技;企业金融化;融资约束;投机动机

The Impact of Fintech on Corporate Finance

——Based on the perspective of financial investment motivation of enterprises

Zhou Yuanyuan

School of Economics and Management, Qilu University of Technology (Shandong Academy of Sciences), Jinan City, Shandong Province, 250100

**[Abstract]** Based on the provincial financial technology index from 2011 to 2022 and A-share listed non-financial enterprises as research samples, this paper uses a two-way fixed effect regression model to test that financial technology promotes the financialization of enterprises, and the main purpose of enterprises' holding of financial assets is speculative income. By introducing the motivation of enterprises to hold financial assets into the research, this study analyzes the mechanism of financial technology at the macro level on the micro level of enterprise financialization, providing reference for guiding the development of financial technology and reducing the "diversion from reality to virtuality" of enterprises.

**[Key words]** financial technology; enterprise financialization; financing constraints; speculative motives

## 1 引言

新时代下,金融科技的应用为企业提供了更加便捷、高效、低成本的金融服务,使得企业能够更好地管理资金、扩大投资范围、提高投资收益。同时,金融科技的发展也推动了金融市场的创新和变革,为企业提供了更多的融资渠道和投资机会。2022年1月,中国人民银行印发《金融科技发展规划(2022—2025年)》,强调充分发挥金融科技赋能作用,推动中国金融业高质量发展。作为规范金融科技发展的顶层文件,给予金融科技相当高的政策定位,金融科技发展自此进入健康有序、稳步增长的新时期。金融科技发展对金融市场以及金融服务业的供给方式产生了巨大冲击,这势必会对企业投资决策带来影响。

然而,当前中国实体经济面临的“脱实向虚”问题不容小觑,随着经济全球化和国内经济结构的调整,企业面临的外部环境越来越复杂,经济下行压力增大,实体行业投资回报率低以及实体企业普遍面临较大的融资困境,导致越来越多的实体企业减少主业生产投资而将资金从生产领域配置到非生产领域,例如将制造类企业将生产资金投入股市和房地产市场等来获得高额收益。企业金融化投资存在着风险和不确定性。如果企业过度追求金融投资收益,这些偏离主业的倾向势必会导致企业出现财务风险、经营风险,不利于实体企业长期发展,不利于产业结构优化,不利于金融高质量发展。

## 2 理论分析及研究假设

从企业内部看,企业金融化主要源于风险规避和投资逐利

两方面动机。

对于风险规避动机方面，在以往的研究中，学者通过研究金融科技协同货币政策认为金融科技对企业脱实向虚起抑制作用[1]，王婧菲[2]利用双重差分法验证数字产业化抑制企业脱实向虚的进程中，金融科技创新是重要渠道。辛大楞[3]认为金融科技的发展使得企业金融收益率下降同时企业管理成本下降，促进企业进行实业化投资。

对于投资逐利动机方面，在实体投资收益率与金融投资收益率差距不断扩大的情况下，企业基于短期利益最大化“逐利性”偏好，导致非金融企业减少实体投资，转向收益率更高的金融投资。在经济普遍下行且外部压力增加的近些年，实体经济与金融经济趋于愈加融合状态，中国企业投资金融资产更加偏向于追逐投机利得而非预防流动性储备[4]，同时企业投资决策受到其他企业投资行为影响，具有趋同效应[5]。企业可能更加偏向于金融化投资，牟卫卫等[6]认为金融科技的发展有助于规范管理层、增强信息披露，对于金融市场发展发挥促进作用。

基于以上分析，本文将以往的研究进行了归纳和总结。一方面，金融科技通过减少信息不对称、拓宽融资渠道等方式，使得企业减少了为预防流动性不足而储备的金融资产。金融科技的发展使得企业更容易获得融资，从而降低了对金融资产储备的需求。另一方面，金融科技通过改善金融环境、提高金融资产收益率等方式，使得企业增加了为投机获利而持有的金融资产。金融科技为企业提供了更多的投资机会和更高的投资收益，从而吸引了企业将更多的资金投入金融资产中。因此，本文据此提出以下假设：

假设 1：金融科技抑制企业金融化。

假设 2：金融科技促进企业金融化。

### 3 研究设计

#### 3.1 样本选取与数据来源

对 2011-2022 年沪深 A 股上市公司进行了研究，数据来源于 CSMAR 以及 Wind 数据库，为了确保研究结果的稳健性，剔除在 2011-2022 年由于财务异常等受到 ST、\*ST、PT 等处理的上市公司样本、剔除金融行业样本、数据不完整的公司样本。为了避免极端数值对实证结果的影响对所有相关变量缩尾调整。

采用企业的金融化状况作为被解释变量，借鉴杜勇[7]研究的做法，采用金融资产与总资产的比例金融资产持有率 (FIN) 衡量企业金融化程度。金融资产由交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产、投资性房地产、发放贷款及垫款、持有至到期投资等资产构成。

采用金融科技发展指数作为解释变量，参考盛天翔[8]基于金融科技相关关键词的百度搜索指数例如技术角度的“大数据”“云计算”“人工智能”、资金支付角度的“在线支付”“移动支付”、金融科技中介服务模式“网贷”“网络融资”、金融科技的称呼等，利用熵值法赋予权重形成综合指数后除以各省全部人口数，构建省级金融科技指数 (Fintech)。

选取融资约束作为中介变量，采用 Hadlock 和 Pierce[9]计算的 SA 指数。

参考以往研究，还引入用如下其他控制变量：企业规模 (Size) 取企业年末总资产的自然对数、资产负债率 (Lev) 年末总负债与年末总资产的比、盈利能力 (Roa) 净利润与总资产平均余额的比、托宾 q 值 (Tq) 市值与总资产的比、董事会规模 (Board) 董事会人数的自然对数、董事会结构 (Indep) 独立董事人数与董事会人数的比、账面市值比 (Bm) 账面价值与总市值的比、股权集中度 (Top) 第一大股东持股数量与总股数的比。

#### 3.2 模型设计与说明

基于前文的假设，构建的基准回归模型如下：

$$FIN_{ipt} = \beta_0 + \beta_1 Fintech_{ipt} + \beta_2 control_{ipt} + \lambda_i + \delta_t + \varepsilon_{ipt}$$

其中  $i$  为个体即企业， $p$  为企业所处地区即省份， $t$  为时间即年份， $FIN_{ipt}$  表示金融资产持有率。control<sub>ipt</sub> 代表控制变量； $\lambda_i$  代表企业固定效应； $\delta_t$  代表年度固定效应； $\varepsilon_{ipt}$  代表非观测随机干扰项。本文将立足于金融科技发展的背景利用双向固定模型分析金融科技对企业金融化投资的影响。若实证结果金融科技系数为正，说明金融科技有利于企业金融化，金融科技的发展加剧企业投机逐利行为；若金融科技系数为负，说明金融科技抑制企业金融化，金融科技的发展能够缓解企业资金流动性，使得企业减少持有金融资产。

### 4 实证结果与分析

#### 4.1 基准回归

从下表 1 结果中得到，(1) 论证金融科技指数对金融资产持有率影响的基准回归结果。模型中调整的 R-squared 是 0.045，该结果表明模型结果具有线性关系。从结果可得，金融科技指数对金融资产持有率的回归系数均为正数，同时在 1% 统计显著性水平下显著，该结果说明金融科技指数的上升有助于提升金融资产持有率。

(2) 论证在加入控制变量下，金融科技指数对金融资产持有率影响的回归结果。从结果 (2) 中可得金融科技指数 Fintech 对金融资产持有率的回归系数是 0.0001，同时在 1% 统计显著性水平下显著。该结果也表明金融科技指数对金融资产持有率具有正向关系。综上，基准回归结果论证出金融科技

促进企业金融化的假设2成立。

表1 金融科技指数对金融资产持有率影响的基准回归

	(1)	(2)
	FIN	FIN
Fintech	0.0001*** (6.0660)	0.0001*** (6.7397)
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
N	26135	26135
adj. R <sup>2</sup>	0.045	0.139

t statistics in parentheses

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

#### 4.2 替换变量

改变企业金融化的衡量指标得到回归结果(3)。考虑到企业对金融资产的投资主要目的是为了投机收益[10],本文选择将金融资产收益率替代金融资产持有率衡量企业金融化水平。借鉴张成思[11]利用企业投资收益、公允价值变动损益和其他综合收益等金融渠道获得的利润与营业利润之比作为衡量企业金融化的替换指标(FIN1)。回归结果在10%统计下正向显著。该估计结果与前文一致,体现金融科技促进企业金融化,结果稳健。

改变金融科技的衡量指标得到回归结果(4)。参考宋敏[12]做法,采用北京大学省级数字普惠金融指数总指数作为金融科技替换指标(index\_aggregate)进行模型估计,根据结果分析解释变量金融科技系数显著为正,与前文研究结论保持一致,说明得到的结果较为可靠。

表2 稳健性检验的回归

	(3)	(4)
	FIN1	FIN
Fintech	0.0045* (1.7359)	
index_aggregate		0.0003*** (5.3666)
N	26135	22946
adj. R <sup>2</sup>	0.186	0.030

t statistics in parentheses

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

### 5 研究结论与启示

基于2011-2022年的微观企业数据结合宏观层面省级金融科技指数,探索宏观金融科技环境对企业的金融化投资影响。研究发现,金融科技对企业的金融化起到显著促进作用,进一步证实企业进行金融化投资主要为了投机性收益,具体提出以下启示:

从投机逐利角度,企业的最终目的为获得利润,金融业的高回报吸引着实体企业将资金运用到金融资产投资而非实业

资产投资,如果企业过于注重短期收益,忽视实业投资,会导致产业空洞化,投机性投资往往伴随着高风险,如果企业过度追求投机性收益,而没有进行有效的风险管理,会导致企业面临巨大的金融风险。要规制企业金融化,减少企业投机动机。从企业内部来看,完善公司治理结构,强化董事会和监事会的职责,建立有效的内部控制机制,防止企业高管过度追求短期利益而忽视长期风险。从市场外部来看,改善企业营商环境,鼓励企业将更多的资金用于技术创新、产品研发和产能扩张,同时政府利用科技建立信息服务平台,为企业提供政策咨询、项目对接、融资服务、法律咨询等服务,帮助企业了解市场动态和政策法规,促进企业之间的交流和合作。

从金融科技角度,金融科技的发展最终目的是为了促进金融帮助资金的调配从而更好的服务实体经济。近些年,金融科技的快速发展存在一些未顾及的弊端,导致金融市场与实体市场的资源错配,政府和监管机构需要制定合理的监管政策,规范金融科技的发展,以科技手段增强信息透明,优化市场资源配置,提高资源配置的效率和质量,推动金融业的高质量发展,减少出现金融超额利润。

#### [参考文献]

- [1]翟君,王少华.金融科技、货币政策与企业“脱虚向实”[J].东岳论丛,2023,44(03):159-173.
- [2]王婧菲,孙立.数字产业化、金融科技创新与实体经济“脱实向虚”[J].商业研究,2023,(03):30-38.
- [3]辛大楞.金融科技与企业“脱实向虚”——来自中国A股上市公司的证据[J].当代财经,2021,(07):65-76..
- [4]段军山,庄旭东.金融投资行为与企业技术创新——动机分析与经验证据[J].中国工业经济,2021,(01):155-173.
- [5]黄琼宇,姚琼,黄晓珊等.经济政策不确定性与企业投资趋同行为[J].南方经济,2021,(05):69-90.
- [6]牟卫卫,刘克富.金融科技发展能抑制公司违规吗[J].山西财经大学学报,2021,43(09):29-43.
- [7]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.
- [8]盛天翔,范从来.金融科技、最优银行业市场结构与小微企业信贷供给[J].金融研究,2020,(06):114-132.
- [9]Hadlock J C ,Pierce R J .New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index[J].The Review of Financial Studies,2010,23(5):1909-1940.
- [10]庄旭东,王仁曾.金融科技、企业金融投资动机与“脱实向虚”问题——基于中国企业微观数据的实证证据[J].南方经济,2023,(02):90-109.
- [11]张成思,张步县.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].经济研究,2016,51(12):32-46.
- [12]宋敏,周鹏,司海涛.金融科技与企业全要素生产率——“赋能”和信贷配给的视角[J].中国工业经济,2021,(04):138-155.