

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741 _____



硕士学位论文

论文题目 实体企业金融化对股价崩盘风险的影响
——基于融资约束的门限效应研究

研究生姓名: 张毓婷

指导教师姓名、职称: 刘志军 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融工程

研究方向: 金融投资管理

提交日期: 2021年5月25日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 张毓婷 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 刘克军 签字日期： 2021.5.25

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 张毓婷 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 刘克军 签字日期： 2021.5.25

The Impact of Financialization of Real Enterprises on the Risk of Stock Price Collapse--Research on Threshold Effect Based on Financing Constraints

Candidate : Zhang Yuting

Supervisor : Liu Zhijun

摘要

随着我国实体经济市场产能过剩、增速放缓、投资回报率下降，以金融业和房地产业为代表的虚拟经济蓬勃发展，越来越多的实体企业不愿将过多的资金用于深耕原有产业，而是将更多的资金投入到金融业及房地产业。“实体企业金融化”的现象逐渐普遍起来了，对实体经济的发展也造成了一定的影响。已有研究发现，实体企业金融化对股价崩盘风险有正向影响也有负向影响，也有不少研究结论为随着实体企业金融化程度的不断加深，股价崩盘风险先减小后增加，即两者之间呈现 U 型关系。关于企业金融化与股价崩盘风险之间的关系尚未有一致的结论。因此，本文研究了在有限的资金流里，企业金融化对股价崩盘风险的影响是否会随着融资约束不同而有所不同，并结合理论分析了企业金融化到底是发挥了“蓄水池效应”通过平滑资金流来减小股价崩盘风险，还是发挥“挤出效应”来增加股价崩盘风险？

本文选取了我国 A 股上市实体企业 2009 年至 2019 年的年度数据，基于融资约束视角，运用门限回归模型研究实体企业的金融化对股价崩盘风险的影响。研究结论表明：一、实体企业金融化与股价崩盘风险的关系关于融资约束存在单一门限，即并非线性关系。二、对于融资约束大于门限值的实体企业来讲，其金融化对股价崩盘风险的正向影响大于融资约束小于门限值的实体企业，而且显著；对于融资约束小于门限值的实体企业来说，金融化虽然会增加其股价崩盘的风险，但是影响不显著。在实证结果的基础上结合理论和影响机理分析了其中的原因：实体企业出于短期投资套利动机持有金融资产，挤占了主营业务资金，内部资金在金融系统循环空转，导致企业资金错配，并且增加了股价泡沫，脱离金融服务实体经济的初衷。

最后，在加强企业配置金融资产监管、改善融资环境、提高信息透明度方面提出相关建议，让实体企业合理适量的持有金融资产，充分利用金融来促进企业发展，维持金融与经济市场平稳。

关键词：实体企业金融化 股价崩盘风险 融资约束 门限效应

Abstract

With overcapacity, slow growth and declining investment returns in China's real economy market, the virtual economy represented by the financial industry and the real estate industry is booming. Instead of spending too much money on cultivating original industries, more and more real enterprises invest more capital in the financial industry and real estate. The phenomenon of financialization of real enterprises is gradually becoming more widespread, which also has a certain influence on the development of the real economy. Existing studies have found that the financialization of the real industry has both positive and negative impact on the risk of stock prices crash, and also a number of researches have concluded that with the continuous deepening of the financialization of real enterprises, the risk of stock price crash decreases first and then increases, namely, the relationship between them is U-shaped. There is still no consistent conclusion on the relationship between corporate financialization and the risk of stock price crash. Therefore, this paper studies in a limited flow, whether the relationship between enterprise financialization and stock price collapse will vary depending on the financing constraints, and combines the theories to analyze the enterprise financialization plays a "reservoir effect" through smooth cash flow to reduce the risk of the stock price crash, or plays "crowding-out effect" to increase the risk of share price collapse?

This paper selects the annual data of China's A-share listed entities from 2009 to 2019, and from the view of financing constraints, uses the threshold regression model to research the impact of financialization behavior of real businesses on the risk of stock price collapse. The research conclusions show that: Firstly, entity enterprise financialization of degree and the risk of the enterprise's share price collapse in the relationship of financing constraints exist single threshold, which is non-linear. Secondly, for real enterprises whose financing constraints are exceed the threshold value, the positive influence of financialization on the risk of share price collapse is greater than the enterprises that are less the threshold, and it is significant; For enterprises whose financing constraints are less than the threshold, financialization will increase the risk of stock price crash, while the impact is not significant. Based on the empirical results of this paper, the reasons are discussed by combining theory and mechanism: Real enterprises holds financial assets for short-term investment arbitrage purposes, crowding out the capital of main business, the internal funds circulates idling in the financial system, leading to the mismatch of enterprise funds, and increasing the stock price bubble, which deviates from the original intention of financial services to the real economy.

Finally, it puts forwards some appropriate proposals on strengthening supervision of financial assets allocation, improving financing conditions

and enhancing transparency of information, make full use of the finance to promote enterprise development, to maintain financial and economic market smoothly.

Keywords: Financialize of real businesses; Stock price crash risk; Financing constraints; Threshold effect

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	4
1.2 文献综述	5
1.2.1 实体企业金融化的研究	5
1.2.2 融资约束与实体企业金融化	6
1.2.3 股价崩盘风险研究	8
1.2.4 实体企业金融化影响股价崩盘风险的研究	9
1.2.5 文献综评	10
1.3 研究内容、思路与方法	11
1.3.1 研究思路和主要内容	11
1.3.2 研究方法	13
1.4 创新与不足	14
2 实体企业金融化影响股价崩盘风险的理论分析	15
2.1 实体企业金融化及股价崩盘风险概念界定	15
2.1.1 实体企业金融化概念的界定	15
2.1.2 股价崩盘风险概念的界定	15
2.2 理论基础	16
2.2.1 资本循环理论	16
2.2.2 蓄水池效应理论与挤出效应理论	17
2.2.3 委托代理理论	19
2.2.4 信息不对称理论	21
2.2.5 MM 定理与融资约束	21
2.2.6 信息隐藏假说	22
2.3 实体企业金融化影响股价崩盘风险的机理分析	23
2.3.1 挤占实业投资从而增加股价崩盘风险	23

2.3.2 掩盖主营业务负面消息增加股价崩盘风险.....	24
2.3.3 融资约束对企业金融化与股价崩盘风险关系的影响.....	25
3 研究设计	27
3.1 研究假设.....	27
3.2 变量的选取与度量.....	27
3.2.1 股价崩盘风险.....	27
3.2.2 实体企业金融化.....	29
3.2.3 融资约束.....	29
3.2.4 控制变量.....	30
3.3 模型构建.....	30
4 实体企业金融化与股价崩盘风险的实证分析	34
4.1 样本选取及数据处理.....	34
4.2 描述性统计分析.....	34
4.3 实证结果分析.....	37
4.4 稳健性检验.....	40
5 结论与建议	43
5.1 结论.....	43
5.2 建议.....	44
5.2.1 加强金融资产配置监管.....	44
5.2.2 改善企业融资环境.....	45
5.2.3 加强信息透明度.....	46
参考文献	47
后记	52

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

2008 年次贷危机的爆发给全球经济造成了巨大的冲击，学术界和实务界均认为这场危机是由企业过度金融化引发的。而企业金融化这种趋势并非是突然出现的，它是实体经济长期低迷伴随着金融行业快速发展产生的必然结果。长此以往，实体企业过度的金融化会导致产业空心化。没有实体经济支撑的金融业如同空中楼阁，给经济市场埋下了巨大的隐患。我国国家层面也非常重视金融与经济的关系。

第五次金融工作会议与中共十九大报告都重点强调了金融服务实体经济的重要作用，并要求牢牢守住防范重大金融风险的红线，加之前央行行长周小川明确要重点防范“明斯基时刻”，充分体现了党和国家维护金融稳定的决心及发展实体经济的重要性。

实体企业和金融业的发展不平衡在我国表现为：实体企业产品供过于求、发展缓慢且投资收益率下降，而金融业和房地产业这类虚拟经济则相反。自 2013 年互联网金融元年以来，购买理财产品的公司数量及其所购买的理财产品的规模均急剧增加，金融业 GDP 及房地产业 GDP 在我国 GDP 中的贡献也是急剧增加。我国的金融业以银行为主导，银行连接着房地产的供和需，随着房地产的快速发展获取了高额利润，带动了金融业的高速发展。面对实体产业低迷而金融业和房地产业的快速发展，越来越多的实体企业不愿将过多的资金用于原有产业的深耕，更愿意让更多的资金进入繁荣的金融市场，或者用于投资火爆的房地产业。将较多资金用于配置金融资产会导致企业资金空转，实体企业的主营业务逐渐荒废，生产性企业“空心化”的现象逐渐显现。“非金融企业金融化”的现象在我国日渐普遍。投资金融资产的上市公司数量和规模逐年增加。

如表 1.1 数据所显示，我国持有理财产品的上市公司数量、持有规模均逐年增加，增速在 2013 年突然提高。2013 年持有理财产品的上市公司有 286 家，2019

年增长至 1191 家，持有理财产品的规模自 2013 年以来增长了近 9 倍，截止 2019 年，共有 1191 家公司持有 14659 亿元理财产品。

表 1.1 购买理财产品的公司数量及规模

时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
购买理财产品的 公司数量(单位:个)	1	26	286	442	640	846	1273	1317	1191
购买理财产品的 规模(单位:亿元)	24	113	1647	3489	5665	8520	13977	17943	14659

资料来源: wind 数据库

图 1.1 和图 1.2 分别更加直观的展现了我国上市公司持有理财产品的数量及持有规模的增长情况,可以明显看到我国上市公司中购买理财产品的公司数量和公司所购买的理财产品规模自 2013 年开始急剧增加,增势持续到了 2018 年。2019 年有所下降,但整体规模与数量仍非常大。

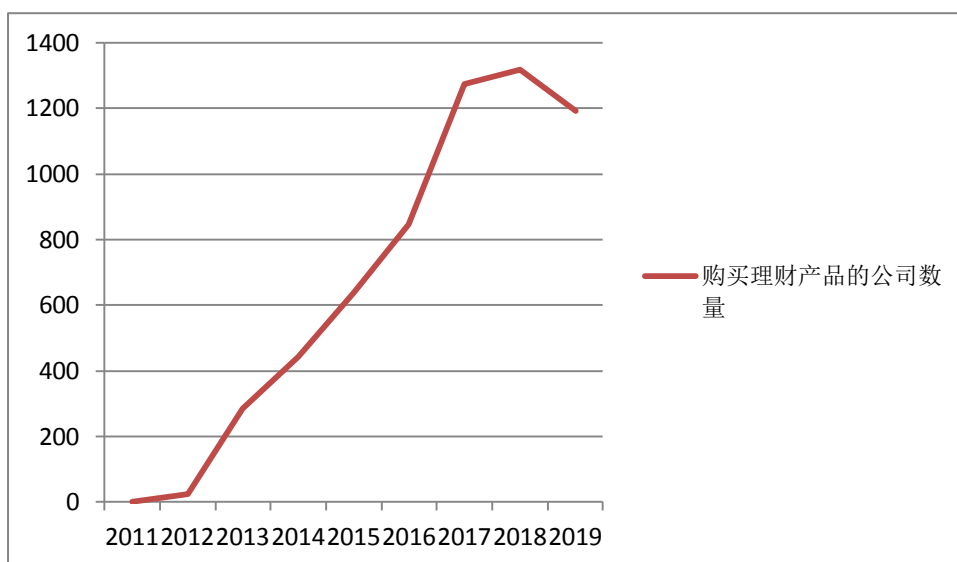


图 1.1 购买理财产品的公司数量

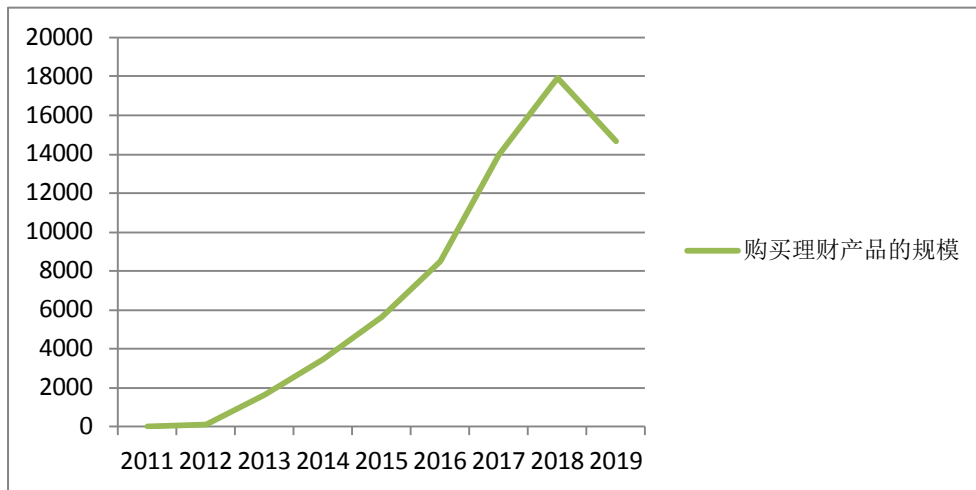


图 1.2 购买理财产品的规模

图 1.3 描述了金融业与房地产业对 GDP 的贡献度。如图 1.3 所示，金融业与房地产业对 GDP 的贡献逐年增加，金融业的贡献甚至保持高于房地产业，金融业对 GDP 的贡献在 2015 年至 2018 年间有所下降且趋势缓慢，下降幅度较小，2018 年后又呈现缓慢上升趋势。

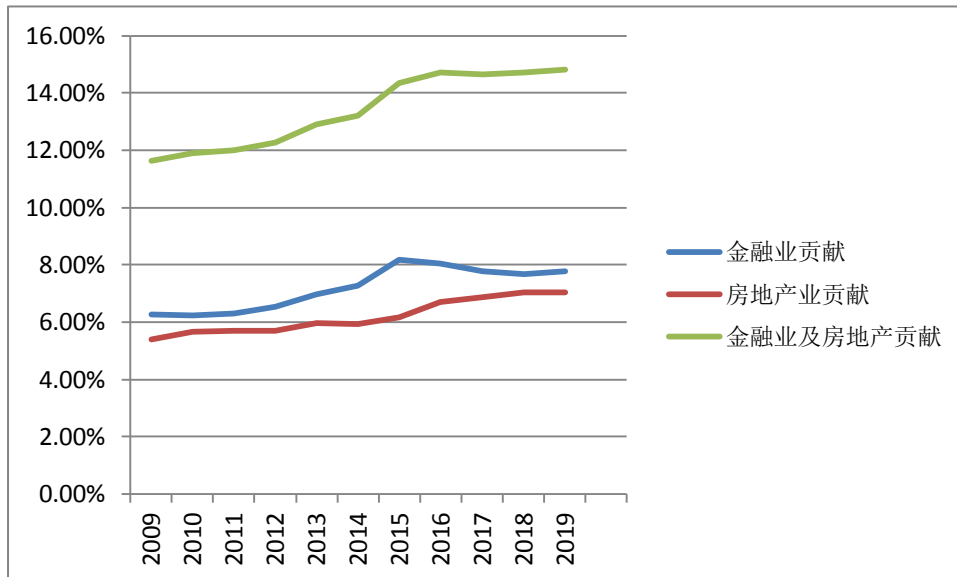


图 1.3 金融业及房地产业 GDP 的贡献

从实体企业购买理财产品现状、金融业及房地产业对 GDP 的贡献可以看出实体企业金融化程度在不断加深及金融业和房地产业的繁荣。

很多企业利用资本市场的繁荣让报表显示扭亏为盈，企业金融化在一定程度上

上粉饰了企业的经营业绩，但扭亏为盈也只是在报表上，企业的经营水平并没有提升，也不能说明实体经济环境得到了改善。

资本的逐利性让企业越来越多的资金流向金融业和房地产业。由于企业投资金融资产的规模扩大，导致资产出现泡沫，并且对实体企业的主营业务投资产生了挤占，进而加剧了实体企业的“空心化”问题，我国经济“脱实向虚”的趋势出现。受金融化的影响，我国经济运行中股市、房地产及期货市场出现价格大幅度波动。市场监管者及实体企业应该对金融化予以高度重视。

在这样的背景下，研究实体企业金融化与股价崩盘风险之间的关系，是正向、负向还是受到其他因素的调节会有所不同。对于全面认识金融与实体经济之间的关系，加强金融服务实体经济具有重要的参考价值。因此，本文选取 A 股上市实体企业作为研究对象，实证分析在企业面临融资约束问题时，企业金融化与股价崩盘风险之间的关系。并据此提出相关建议，确保企业能够合理持有金融资产，保持流动性，进一步促进金融更好地服务于实体经济。

1.1.2 研究意义

现有文献研究了实体企业金融化的动机，企业金融化对创新研发、实业投资、企业价值和股价崩盘风险的影响，鲜有文献结合企业面临的融资约束来研究。但融资约束对实体企业的发展至关重要，于是本文在实证分析中，选用融资约束作为门限变量，通过门限回归，研究得出实体企业金融化与股价崩盘风险的关系是以融资约束程度为单一门限的非线性关系的结论。对已有的研究结果作出补充。

实体企业在经济活动中往往面临着不同程度的融资约束。在研究非金融企业金融化对股价崩盘风险的影响时，忽略融资约束的制约问题会导致所得出的结论及提出的建议针对性不强，在一定程度上削弱了建议的有效性。因此，基于融资约束的差异性，研究企业金融化与股价崩盘风险的关系，对于全面认识金融与实体经济之间的关系具有一定的作用。有助于促使金融更好的服务于实体经济，促进实体经济发展。基于此，结合当前经济形势下实体企业面临的融资约束，研究受到融资约束的影响，企业金融化对股价崩盘风险的作用，并针对性的提出相应的建议。充分利用金融促进实体经济发展，对于我国经济发展和实体企业经营管理都具有重要的现实意义。

1.2 文献综述

1.2.1 实体企业金融化的研究

二十世纪初期,西方许多国家因为剩余价值被金融资本控制的生产模式,出现了很多社会矛盾。国外学者对金融化的研究有:上世纪九十年代初,Hobson (1902)、Hilferding (1910)和 Lenin (1922)把金融化定义为社会食利阶层不断扩张的现象。在本世纪初期,国外学者立足于金融部门、金融资产、金融收益和金融活动等不同角度对金融化定义作出了界定。经济活动的中心逐渐由实体经济部门变为金融部门,实体经济被金融活动逐渐取代(Orhangazi, 2006);在经济活动中,金融资产的控制权和支配权逐渐提升,成为重要的资产形式(Krippner, 2005);金融收益将取代产品生产,在经济利润中占主导地位(Dore, 2002),并拉动经济增长(Wade, 2005)。国内学者对于金融化的研究是从上世纪九十年代末开始,最开始主要围绕国外的研究成果展开对金融化概念的探讨,指出金融化最明显的表现是,金融工具在经济运行过程中的占比不断增加(王广谦, 1996)。也有学者认为金融化是经济发展的必然结果(刘俊民, 1998)。而陈享光和郭祎(2017)则认为金融化从本质上来讲是一种资本累积方式的转变,不能将其作为简单的金融现象看待。当前,随着学者们对金融化研究的程度不断加深,企业金融化也开始被关注。

对实体企业金融化的研究是从其概念的界定出发的,研究企业进行金融资产投资的动因及这种行为对企业发展的影响。首先,关于实体企业金融化的概念界定,主要围绕实体企业对金融资产的投资和收益两个方面展开。从过程来看,企业金融化是资金从实体经济转向金融市场(蔡明荣, 2014、张慕瀨, 2013、许新强, 2014)。从结果来看,企业金融化是企业利润对金融收益的依赖性高于主营业务(张慕瀨, 2013、许新强, 2014)。而许新强(2014)又分别从资产和利润角度理解静态和动态的金融化,实体企业金融资产持比高为静态金融化,实体企业对金融收益的依赖性增强的过程则为动态金融化。

其次,对实体企业金融化的动机进行研究时,主要分为投机性和预防性两种。投资获利动机的研究认为,实体企业为了获取金融资产的超额利润,伴随着资本市场的发展,金融资产品类也随之增加,实体企业对金融资产的投资会更加主动

(Brown, 2014); 且对于资本市场上的各种金融资产, 实体企业更偏向于投资长期金融资产, 这类资产具有收益率高但流动性差的特征(Cardella et al., 2014)。部分资金宽裕的实体企业利用自身内部资金和外部融得的资金充当影子银行中介, 将多余资金用于放贷, 追求超额收益(文春晖, 2018)。有学者认为实体企业金融化是出于预防性储蓄的目的, 利用金融资产变现快且成本低的特点, 将资金投资于金融资产。能够确保企业在生产经营活动中发生融资困难时资金迅速变现, 保持流动性的同时还可以获得一些收益, 对企业的主营业务资金有一定的平滑作用(李思龙, 2017、胡奕明, 2017)。

最后, 关于实体企业金融化对其自身发展的影响研究。目前已有研究表明, 实体企业金融化对企业自身发展的影响主要有两种观点, 包括促进实体企业发展和抑制实体企业发展。实体企业可以利用金融资产变现快和成本低的特点来盘活实体企业的内部资金流, 对实体企业的内部资金流起到“平滑”的作用, 从而缓解主营业务经营利润下降的压力(Baud and Durand, 2012)。除了平滑企业内部资金流, 金融化在提高企业的融资能力与融资效率方面具有显著作用, 能够有效降低实体公司的融资约束程度(张军, 2008、Gehring, 2013), 增强其研发支出的持续性(杨箐, 2017), 促进实体企业发展。对于企业自身外的意外事件, 比如宏观经济或者其他的外部事件带来冲击, 企业持有的金融资产可以对其进行分散(王芳, 2004)。从另一个角度来说, 实体企业金融化对实体投资资金“挤出”, 导致实体经济发展受阻, 致使资金不参与实体企业的生产性活动, 而是在资本市场循环空转(王红建, 2017 和 Tori and Onaran, 2018), 对企业的主营业绩产生负面影响(杜勇, 2017), 甚至削弱制造业的发展基础(戚聿东, 2018)。

1.2.2 融资约束与实体企业金融化

我国企业最主要的融资方式是银行信贷。通过对《银行家问卷调查(季)》中的企业对银行的贷款需求指数和银行的贷款审批指数分析, 可以看出我国企业对银行信贷的贷款需求程度相当高。该调查在进行问卷设计时按照企业规模将其主要分为三个种类, 即小规模企业、中规模企业和大规模企业。数据显示, 不论企业规模大小, 贷款需求指数均在 50%以上。其中, 大型企业由于自身的规模优势, 相比其他两类企业, 融资渠道更加宽泛, 因而贷款需求指数最小。中型企业

次之，小型企业受融资渠道有限的影响，贷款需求指数最高。贷款需求指数在2016年之前呈下降趋势，2016年之后逐渐上升，且小型企业与大中型企业相比，上升速度更快。此外，整体贷款需求指数要远远高于银行贷款审批指数，而银行信贷恰恰是我国企业的主要外部融资渠道。不难看出，我国实体企业在进行融资时受到不同程度的桎梏。邓超，夏文珂和陈升萌（2019）研究表明，在企业金融化影响股价崩盘风险的过程中，融资约束处于中介地位发挥作用。企业金融化能够有效减小企业面临的融资约束，进而在一定程度上降低了股价的暴跌风险。我国资本市场虽然在不断的发展，但仍不完善。我国企业进行外部融资时历来以银行发放贷款作为主要资金来源，而银行出于对坏账损失风险的防控，在进行贷款审批时往往会依据企业的产权和规模等属性为不同的企业提供不同成本、不同额度的贷款，导致实体企业之间融资约束差异显著。鉴于此，实体企业在选择投资项目时，除了要综合分析该项目的成本和收益外，更要综合考虑企业自身的资金状况及融资约束。

企业为了预防未来生产经营和投资中的不确定性会持有部分现金，但是以现金形式持有资产会使企业机会成本增加。因此，企业利用金融资产高流动性和低转化成本的特征进行流动性储备。具体的研究结果有，Almeida et al.（2004）认为金融资产拥有快速变现的特征，在企业出现投资机会或者财务出现困境的时候，作为流动性管理工具，来缓解企业面临的融资问题；Ding（2013）研究表明，当企业处于资金充裕状态时，投资金融资产能够有效增强自身抗风险的能力，并对企业的资金水平起到一定的调节作用。Duchin et al.（2016）针对美国实体企业进行研究，结果表明美国大部分实体企业更倾向于在企业内部现金流宽松时持有金融资产，持有金融资产的目的是出于预防性储蓄。我国小微企业“融资难、融资贵”问题依然存在，肖明和崔超（2016）的研究证实了我国上市公司持有金融资产的动机及目的是降低资本成本、缓解融资约束。胡奕明（2017）的观点与Ding（2013）观点一致，认为企业为了调节资金水平并增加财务柔性而持有金融资产。杨箐（2017）研究表明，企业金融资产投资是为了减小其生产经营中面临的融资约束，尤其是交易类金融资产，能够有效缓解小微企业的融资困境；企业金融化也被认为是企业进行盈余管理的方式（许罡，2018），表现为通过管理企业的内部现金流在企业融资受限时提供资金支持，进而对企业的营业利润起到

“平滑”的作用，避免企业出现财务困境。还有研究表明金融资产的收益可以为企业提供稳定的现金流（张文中，2004），保证了企业资本的流动性和收益性（宋军，2015）的同时让企业的内部资金得到了充分利用，提高了资源整合效率（蔡明荣，2014）。

但是，张慕瀨和孙亚琼（2014）认为企业面临融资困难时，购买的金融资产并不能降低企业的融资约束。当前我国的经济市场中，实体企业主要通过银行信贷取得外源性融资，而银行为了减小坏账损失，控制信贷风险，提供的贷款金额有限。对于企业来说，受自身产权和规模等属性的制约，获得的银行贷款的难易程度及可获得的金额差异较大，这些制约是企业进行投资决策时必然要考虑的。王红建（2016）研究表明实体企业因为实体行业市场盈利能力下降加之竞争压力大，进入金融业和房地产业进行跨行业套利，为了分享更多的超额利润，企业甚至会将通过增加杠杆获取到的资金投入金融业和房地产业。李思龙（2017）、文春晖（2018）研究发现由于企业之间融资约束程度存在差异，导致融资约束弱的上市公司利用其自身特点以低成本获得银行信贷，转手就将资金用于给面临融资约束强的企业放贷。在这个过程中，融资约束弱的实体企业充当影子银行的角色，从中赚取利差。很多从银行信贷渠道很难获得融资的实体企业为了自身生存，只好借助影子银行获得融资，增加了企业间融资约束的差距，进一步恶化了中小企业的融资问题。融资约束强的实体企业为了能够按时归还借贷的本息，很有可能将这部分资金用于投资金融资产获取高额回报，导致这部分资金不参与实体经济的生产环节而是重新流回金融领域，资金在资本市场循环空转。给整个经济市场带来了巨大的隐患，金融市场中泡沫的存在让整个经济呈现出一派繁荣的虚假景象，进一步加剧经济“脱实向虚”。

1.2.3 股价崩盘风险研究

委托代理理论及信息不对称理论为从公司层面研究股票价格的暴跌提供了理论框架。前者从现代企业制度中委托代理关系出发，认为管理层的行为和股价骤跌的概率有关。比如，公司管理层实行股权激励会增加公司的股价崩盘风险（Kim, Wang and Zhang, 2016）。以及公司高管出于长时间享受额外福利的目的，故意把会对自己的福利产生不利影响的消息隐藏，增加了企业的股价崩盘风险

(Xu, Li and Yuan, et al, 2014)。公司第一大股东持股比例越高,出于自身和公司的利益考虑,会加强对管理层的监管,防止管理层藏匿负面消息,在一定程度上减小了公司的股价崩盘风险(王化成,2015)。

基于信息不对称理论研究股价崩盘风险主要针对企业和投资者之间的信息不对称。对于企业信息透明度的衡量通常选用可操纵盈余管理,信息不透明会增加股价崩盘风险(Jin and Myers, 2006)。机构投资者因持股比例较大,对股价的影响也更大(Hutton, Marcus and Tehranian, 2009)。对投资者保护可以减少管理层盈余操纵,减小企业股价崩盘风险(王化成,2014)。

委托代理理论解释了管理层为了自身利益隐瞒负面消息,信息不对称为管理层藏匿负面消息提供了机会(褚健,2016),股价崩盘风险上升。

1.2.4 实体企业金融化影响股价崩盘风险的研究

关于企业投资金融资产对其股价到底有怎样的影响,目前尚未有统一的结论。但是主流研究的结论主要三个,一个是增加了股价骤跌的可能,即不利于股价稳定增长;还有研究认为企业投资金融资产能够减小股价崩盘的可能,有利于稳定股价;最后一种结论认为企业投资金融资产对股价崩盘风险的影响不是单一的加剧或减缓,而是先减小,随着金融资产投资增加,达到一定度后会提高股价崩盘的风险,即呈现U性影响。

Epstein(2005)提出企业的金融化行为直接导致其股价泡沫积聚。而泡沫破裂,股价无征兆暴跌是股价崩盘的具体表现。彭俞超,倪骁然,沈吉(2018)通过实证表明,企业投资金融资产对其股价崩盘的风险有显著的增加作用,且这种增加作用在经营风险高、内部信息透明度低的企业中尤为显著。刘丽娜和马亚民(2018)研究表明,实体企业投资金融资产是为了获取金融资产的超额收益,且以企业的负债水平为中介,增加股价崩盘的风险。该作者还对不同种类的金融资产进行了研究,认为是交易类金融资产发挥了主要作用。在研究方法上,该作者采用了加平方项和门限回归的方法研究得出交易类金融资产对股价崩盘风险的影响不是线性的。加平方项拐点为金融资产占总资产比值6%。并通过门限回归发现交易类金融资产对股价崩盘风险的影响在6.06%处发生结构性突变。苏坤(2018)指出,实体企业金融化加剧企业未来经营的不确定性,导致股价崩盘风

险发生的概率增加。此外，货币政策能够在一定程度上影响两者之间的关系。张慕瀨（2014）认为是企业将本应投入实业生产的资产转向投入金融等虚拟经济体中，结果使得虚拟资产价格虚高，股价崩盘风险增大。Blanchard（1982）提出的随机泡沫理论认为，企业之所以会发生股价的大幅下跌是因为企业前期资产的泡沫过大，后期随着泡沫的破裂，股价崩盘发生。Orhangazi（2008）认为管理层将更多的资金投入到金融产品上以提高短期利润的短视行为增加了企业未来股价崩盘的风险。

邓超（2019）研究表明，非金融企业金融化对股票暴跌风险的影响先是降低，达到拐点后提高，即呈 U 型关系。拐点为 25.51%，意味着企业的总资产中金融资产的比重超过此数值时，实体企业金融化行为扩大了股票暴跌的风险，在我国经济市场来看，金融化还没有达到这个拐点。刘放（2018）对不同产权属性的企业投资金融资产的行为进行研究，研究结果显示非国有企业投资金融资产对降低股票暴跌风险的作用更有效，且实体企业的非效率投资在中间发挥着中介作用。卢闯（2019）同样认为非金融企业投资金融资产的行为可以有效降低股票价格骤降的风险。

1.2.5 文献综评

综上所述，当前已有文献对实体企业金融化的界定、动机及与股价崩盘风险的关系进行了深入的研究，认为金融化就是金融在市场中的份额增加，对实体经济产生挤占。金融化不仅是金融行业规模的扩大，还有金融工具作用显现及金融在经济活动中地位的提升。经济“脱实向虚”主要表现为实体企业的金融化行为，企业的这种行为也是金融化在公司层面的微观表现，体现在实体企业金融资产份额的增加和利润对金融资产收益的依赖性增加。实体企业金融化的动机主要有投机性和预防性，两种动机下的金融化对实体企业产生不同的效应。预防性储蓄动机下的金融化会盘活企业资金，平滑企业现金流，发挥“蓄水池”效应。投机套利动机下的金融化会因为其短视行为对实业投资资金产生挤占现象，导致产业空心化，股价未能如实反映企业价值，产生了“泡沫”。不同动机下的金融化对股价崩盘风险的影响也不相同。预防性动机下，实体企业金融化会通过平滑企业资金来减小股价崩盘风险。但是出于投机动机的金融化不会考虑企业主业的长期发

展,在一定程度上挤占实业投资,企业出现空心化,导致公司股价泡沫增加,股价崩盘风险随之增加。

实体企业在产权性质、规模效应和地区经济发展等方面存在差异,在这些因素的影响下,企业面临的融资约束程度也会不同,企业金融化对实业投资的挤占程度也会不同,进而对股价崩盘风险有着不同的影响。国务院发展研究中心在对我国企业经营者进行了跟踪调查之后,于2017年发布了该调查报告,从中可以看出,融资约束被我国大多数企业家认定为制约自身发展的主要因素。也就是说,融资约束对实体企业的发展至关重要。但是很少有文献研究在实体企业金融化与股价崩盘风险的关系中,是否呈现出以融资约束程度为门限的非线性关系。在有限的资金流里,不同融资约束的实体企业金融化到底是作为“蓄水池”来平滑资金流,减小股价崩盘风险,还是发挥“挤出效应”来增加股价崩盘风险。基于此,本文用门限回归方法来研究实体企业金融化与股价崩盘风险呈现出的以融资约束程度为门限的非线性关系,以期对现有的研究成果做出一些补充。

1.3 研究内容、思路与方法

1.3.1 研究思路和主要内容

本文通过对企业金融化概念的理解,结合当前我国企业金融化的现状,对现有文献和相关理论进行梳理并提出假设,进而实证检验所提出的假设。

本文从CSMAR(国泰安数据库)获得A股2009年至2019年期间有连续11年交易的非金融行业上市公司的相关数据。通过Stata软件对数据进行清洗整合,运用门限回归的方法验证模型假设,研究实体企业金融化与股价崩盘风险的关系是否关于融资约束存在结构性转折点,不同程度融资约束的实体企业金融化对股价崩盘风险分别有着怎样的影响。进而提出相关建议,更好的防范股价崩盘风险,维护经济金融市场的稳定。

本文框架如图1.3所示。本文共包括五个部分,整个研究是遵循“提出问题—理论推演—数据准备—实证研究—得出结论”的逻辑思路来展开的。

第一部分是绪论。主要介绍了本文的研究背景及该研究的理论意义和现实意义,并梳理了相关文献,提出本研究存在的一些创新和不足。其中文献综述主要

包括对实体企业金融化的概念、动机、影响及股价崩盘风险的相关文献进行梳理、归纳和总结。

第二部分是理论分析。本章首先介绍了实体企业金融化、融资约束及股价崩盘风险的相关理论。接着结合理论，对主要变量之间的影响机理进行了分析。

第三部分是研究设计。首先根据机理分析提出研究假设，包括实体企业金融化对股价崩盘风险的影响在融资约束的调节下是否存在门限效应，门限值两边分别有怎样的影响。接着阐述了关于本文变量的选取及度量、根据已提出的假设构建相关模型。其中变量选取及度量是在以往研究的基础上结合本文所构建的模型，选择合适的变量，主要包括实体企业金融化和股价崩盘风险及融资约束和相关控制变量的度量。最后对所选的门限模型进行了简要说明并构建本文所需的模型。

第四部分是实证分析。根据第三章的研究设计，选取数据并清洗整理，接下来对数据的平稳性及数据是否更适合固定效应进行了检验，以保证回归结果真实可信；最后将数据带入所构建的门限模型进行回归，检验所提出的假设，并进行稳健性检验以保证结果稳健。

第五部分为研究结论与建议。对本文的研究结果进行总结，并据此提出相关建议。

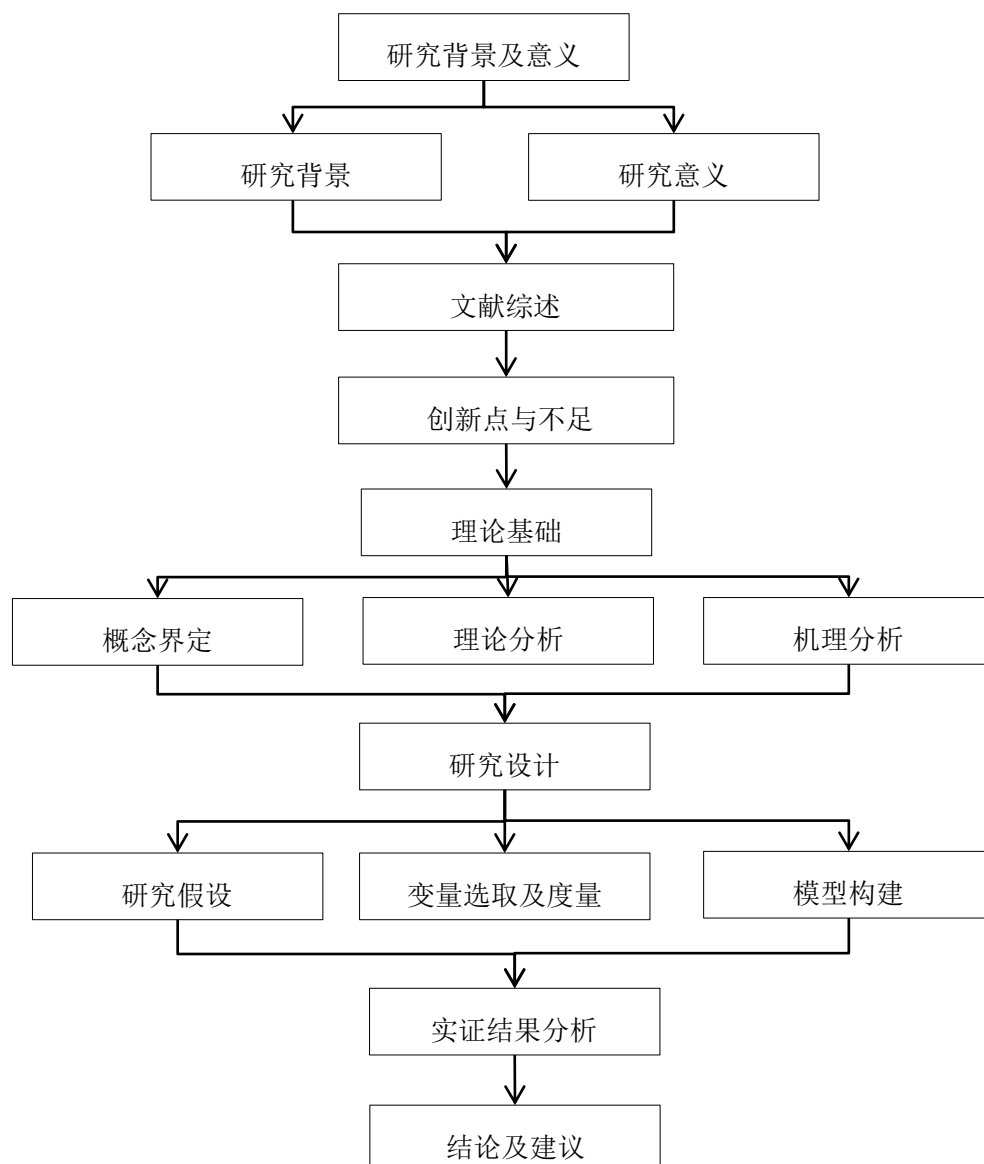


图 1.4 本文结构框架图

1.3.2 研究方法

本文通过文献研究和实证研究的分析方法对企业金融化与股价崩盘风险的关系进一步分析研究。在文献研究方面，通过对相关文献进行分类整理；比较分析、归纳总结完成了文献综述。在实证研究方面，本文首先通过归纳总结相关文献进而选择合适的变量衡量实体企业金融化、股价崩盘风险、融资约束及其他控

制变量, 构建了有效的模型, 其次, 通过国泰安数据库 (CSMAR) 收集样本公司相关数据并利用 Stata 数据处理软件对所选数据进行清洗整合; 最后, 运用所构建的门限模型验证模型假设。

1.4 创新与不足

已有文献研究实体企业金融化对股价崩盘风险的影响有线性也有非线性的, 对于非线性的研究大部分是选用加平方项进行研究, 也有部分学者以实体企业金融化作为门限变量进行研究, 或者根据企业属于国有还是民营等方法将企业分组进行研究。在已有研究的基础上, 考虑到企业金融化对股价崩盘风险有非线性影响是因为企业面临的融资约束程度不同, 因此本文选用融资约束作为门限变量, 选用门限模型研究面临不同融资约束的实体企业, 金融化对股价崩盘风险的结构影响。一方面, 结合当前实体企业面临的融资约束, 分析金融化对股价崩盘风险的结构影响。针对不同融资约束的企业提出结构性建议, 有利于实体企业充分利用金融促进自身发展。另一方面, 选用门限回归可以避免根据融资约束变量的分位数或均值分组的主观性。

本文研究存在以下三点不足。第一、选用的门限回归模型要求数据为平衡面板数据, 在数据整理过程中会将关键数据少于 11 年的样本予以剔除, 导致数据丢失较多, 样本量减小; 第二、考虑数据的可得性, 所选样本为 A 股上市公司, 缺乏对于非上市实体企业的研究; 第三、考虑数据的可得性, 模型所加入的控制变量有限, 未能将影响股价崩盘风险的全部要素纳入模型。

2 实体企业金融化影响股价崩盘风险的理论分析

2.1 实体企业金融化及股价崩盘风险概念界定

2.1.1 实体企业金融化概念的界定

最早的金融化概念界定是 Baran and Sweezy 在上世纪六十年代中期提出的。随后学者们主要从金融行业的发展、金融收益的增加、金融交易的增加及新兴金融工具的出现四个方面对金融化进行了界定。Epstein (2001) 结合其他学者对金融化的研究,对金融化的定义是金融行业、机构在经济社会中地位的提升和支配权的获得。企业金融化是经济“脱实向虚”的微观表现,表现为金融资产在资产总量中占比较大且呈上升趋势、从金融市场获得的收益在企业利润总额中比重较大并持续增加,实体企业更愿意通过金融资产获取金融收益。关于实体企业金融化的界定也是从资产和收益两个角度进行的,实体企业和金融市场的关系在金融资产和金融收益方面出现了转变,具体表现为实体企业将更多的内部资金投向金融市场,而非主营业务(Krippner, 2005、Orhangazi, 2006 和王红建, 2017);以及实体企业金融收益增加(Krippner, 2005), 实体企业的主要利润来源是金融市场投资收益而非企业的正常生产经营所得(Orhangazi, 2006、王红建, 2017)。企业金融收益增加也是企业持有金融资产进一步增加的原因。本文借鉴上述国内外学者对企业金融化的定义,认为实体企业金融化是指企业生产、经营等主营业务活动的资金逐渐减少,原本用于主营业务发展的资金流向金融市场,企业也更倾向投资金融资产获取收益,实体企业利润不再依靠生产性活动来创造。本文用金融资产在总资产中的占比来度量企业金融化。

2.1.2 股价崩盘风险概念的界定

学者们通常将事前无任何信息预警,企业的股票价格突然发生快速、大幅下降的罕见现象,称之为股价崩盘。就概念的界定来看,股价崩盘分为广义和狭义两种形式。广义的股价崩盘是指整个股市都受到严重影响,产生大幅波动或股价持续大幅下降。狭义的股价崩盘描述的则是单只股票价格毫无预兆、持续暴跌的

情形。本文是在微观层面研究个股的崩盘可能。既然是股价暴跌，那么何种程度的暴跌算作崩盘呢。这个问题在理论界和实务界得到了统一，认为在单日跌幅或者数日累计跌幅超过 20%。将股价突然快速的暴跌现象发生的可能性或者几率称为股价崩盘风险。对股价崩盘现象发生的原因可归纳为三个方面：一是缺乏公开信息支持，在股价急剧下跌前，市场上没有出现投资者能够辨别的影响该公司股价的坏消息，积累的坏消息突然释放导致股价骤降；二是股价上涨和下跌不具有对称性。换句话说，相对于利好消息促进股价上涨，利空消息加剧股价暴跌的威力更大，而且大幅下跌的幅度通常也大于大幅上涨的幅度；三是股价大幅下跌在市场中就会产生连锁反应，单个股票突然暴跌很有可能引起整个股票市场的价格波动，并且还存在着市场之间相互传染的现象。随着我国资本市场的发展及国家对系统性风险的严格把控，学者们对股价暴跌的研究转向个股层面。“信息隐藏假说”被众多学者认为是解释单个股票崩盘的主要理论之一，该假说将管理层捂盘定性为股价崩盘的最根本的原因，即是因为管理层没有将负面消息及时公之于众，所藏匿的利空消息量会随着企业经营状况不良逐渐累积，但是管理层不可能无限的藏匿利空消息，当超过临界值时，这些不利消息将爆出，导致企业的股价急剧下跌。也有学者认为实体企业金融化程度加深，一方面，过度投资金融资产会挤占实体企业的主营业务投资资金，导致企业经营出现“空心化”，资金空转，增加了未来股价暴跌的可能；另一方面，企业持有金融资产粉饰了企业财务报表，报表显示企业经营业绩较好，向投资者传递利好消息，实际上，公司股价并不能如实反映企业的真实价值，股价反映出虚假的繁荣景象，公司股价中存在大量的泡沫，提高了未来股价崩盘的几率。本文从实体企业投资金融资产的角度出发，分析企业的金融化行为对未来股价的暴跌有怎样的影响。

2.2 理论基础

2.2.1 资本循环理论

在资本主义生产方式下，产业资本需要经历三个阶段，在原材料采购阶段发挥货币资本职能，接着在产品加工阶段发挥生产资本的职能，最后在产品销售阶段发挥商品资本的职能，实现价值增值。在第一阶段，即原材料采购阶段，产业

资本运动也是从这开始。在此阶段，货币主要是用来购买生产过程中可能需要的原材料或用于支付劳动成本，为下一阶段的顺利开展做好基础准备；第二阶段为生产阶段，各企业为了得到新的产品而将第一阶段购置的前期准备材料用于生产当中，原材料的价值在这一过程得到增值；第三阶段为最终阶段，企业家将第二阶段生产出来的具有剩余价值的产品进行出售，通过销售行为获得更多的资本积累，直到销售阶段结束。接着第二次循环的开始。

在产业资本的循环过程中，产业资本开始循环的第一部分就是货币资本。同时在金融市场中，也是金融的起点，从职能资本中分离出借贷资本形式。货币资本家拥有对货币资本的支配处置权，他们通过货币资本参与金融活动。而产业资本家购买生产必需品时则需要从货币资本家手里进行融资，接着生产加工并出售产品，出售产品获得原预付资本和剩余价值。产品包含的剩余价值主要具有两种用途：一是转化为利润形式，留存于企业；二是用于偿还融资利息转入金融资本家手中。这个过程中，金融资本家因掌握了货币资金的所有权而在分割劳动产品剩余价值时占有绝对优势，以此完成了自身的资本积累。货币资本是连接金融市场和实体经济的桥梁，货币资本从货币资本家手里到产业资本家再回到货币资本家就完成资本的一次循环。在这次循环中，金融的主要功能便是服务于产业资本家，从而促进实体经济的进一步发展。

但是随着经济的发展，货币资本家发现直接将货币投资于金融市场赚取买卖差价能够获得更高收益，此发现导致货币资金的用途发生转移，脱离了传统的生产环节。马克思认为劳动产品的价格中包含了产品自身价值和通过剩余价值转化后形成的利润两部分，而通过在金融市场上赚取差价的行为并未形成产品真正的价值增值。

资本的循环理论从政治经济学的角度阐述了最初的实体企业与金融的关系，以及实体企业金融化的形成。面对实体经济萎缩和金融行业膨胀的非平衡发展，受资本逐利驱使，实体企业为了追求更高的利润，资本运用将从实体企业的主营业务脱离出来，转向金融行业。

2.2.2 蓄水池效应理论与挤出效应理论

如果实体企业持有金融资产是出于预防性储蓄动机，公司闲置资金较多，资

金宽裕时，将闲置资金投入金融资产，获取收益的同时保持了流动性，在资金紧张时，将金融资产变现，在一定程度上平滑了企业资金，防止资金链断裂，从而减小股价崩盘风险；如果实体企业持有金融资产出于投资获利动机，为了追求金融资产的超额利润，挤占了主营业务资金，资金在资本市场空转，企业空心化，并且增加了股价泡沫，通常表现为负面效应，会增加其股价崩盘风险。

凯恩斯于 1936 年提出预防性储备理论，该理论认为风险厌恶者为了满足日常生活及未来发生意外需要的开支，会提前储蓄现金资产。该理论同样适合企业的生产经营。金融资产凭借其高流动性和低转换成本的特点，可以在一定程度上代替现金资产，因此，预防性储蓄理论可以延伸至实体企业的金融资产投资。托宾和米勒认为企业为了能够提高自身应对未来不确定性和抗风险的能力，会有意识的储备金融资产。实体企业进行预防性储蓄的用途有两个，其一是企业为了防止由于资金短缺而影响企业的生产经营而储备，另一个是企业出于长远考虑，在对项目进行投资决策时，缓冲未来项目中的不确定性持有金融资产。实体企业以预防储蓄目的持有的金融资产相当于企业的“蓄水池”，在维持企业长期经营、缓冲未来不确定性风险即保持流动性充足的同时还能获得金融资产收益，提高投资效用。在金融资产中，风险和收益成正比，因此，企业在出于预防储蓄目的持有金融资产时更应该持有低风险、高流动性的金融资产。企业的预防性储蓄行为缓解未来不确定性冲击的同时，生产经营中需要资金时，可以通过变现金金融资产，避免以更高的成本通过外源融资获得所需资金。在我国经济发展过程中，信息不对称问题根深蒂固，使得部分企业在通过外部渠道进行融资时常常面临融资难、融资贵的困境。相比较外源融资，企业更倾向于采取内源融资方式，这是因为在通过外部渠道获得资金来源时需要给投资者一定的报酬。这意味着，企业在未来经营环境不确定且企业面临较大的融资约束问题的情况下，有更加强烈的预防动机，也就是说企业出于长期发展考虑，会为了未来的生产经营活动而进行储蓄。余静文(2012)认为，当前经济环境及发展不完善的市场中，企业面临不同强度的融资约束，出于谨慎，企业都会进行预防性进行储蓄。

综上所述，从预防储蓄角度来看，企业配置金融资产可以平滑企业资金，在资金宽裕时期将闲散资金投资于低风险、高流动性的金融资产，即保持了企业内部资金的流动性，同时还能获得金融收益，“蓄水池”理论所解释的金融化是服

务实体经济的，维持了企业的流动性，有利于实体业的长期发展，对实业投资有正向推动作用，从而减小股价崩盘风险。具体表现为两个方面：一方面是实体企业利用金融资产相比实业投资独有的高流动和低周转成本的特点，资金短缺时能够快速低成本的转为企业内部资金流，能够缓解企业的资金紧张；另一方面是金融资产的收益在一定程度上修饰了企业的经营业绩，有利于企业再融资，从而缓解了企业的融资余约束。

托宾(1965)认为实体投资和金融投资互相形成了替代关系。企业能够获得的货币资金从总体上来看是有限的，如果将更多的货币资金用于金融投资势必会对实体投资资金份额造成挤占，二者是此消彼长的关系。国内外许多学者也对上述观点进行了验证。部分研究发现，过度的企业金融化会挤出企业创新资金，从而抑制企业创新。同时，也有部分研究表明，企业金融化对固定资产等实体产业资本产生了挤占。在实体经济增长乏力、回报率锐减的萧条阶段，实体经济将更多资金投入金融市场及房地产市场，而这些资金本应投入到实体经济。总的来说，实体企业金融化对传统实体经济在很大程度上产生了“挤出”效应。

与“蓄水池效应”理论相反，“挤出效应”理论认为，投资套利是实体企业金融化的主要动机，实体企业为了追求金融资产的超额利润，将过多的资金用于投资金融资产，挤占实体经济资金份额，不但对实体经济的主营业务发展起不到正向促进作用，反而不利于实体企业的长期发展。国外学者 Orhangazi(2008)和 Demir(2009a)也指出，实体企业金融化最根本的目的在于追求自身利益最大化，在企业作出投资决策之前，往往会对金融投资收益率和实业投资收益率进行对比，投资两者中投资收益率较高者。当实体企业发挥“挤出”效应时，越来越多的资金在资本市场空转，企业逐渐缩减用于支持生产经营的资金，阻碍实体经济发展。而且，由于金融资产和实业投资投资收益率之间存在的差距，企业资产中用于金融活动的资金不断增加，会进一步推动金融资产价格的上涨，使金融投资和实业投资之间收益率的差距进一步扩大，加剧了金融化挤出实体经济投资。

2.2.3 委托代理理论

经济学家 Berle 和 Means(1932)在对企业经营权和所有权分离进行了详实研究后提出了委托代理理论。由于单个人的知识储备和管理能力始终是有限的，

因此，为了提高社会生产效率，专业化分工的工作模式便应运而生。在企业的日常经营过程中，企业所有者不再独揽大权，而是选择将公司管理权委托给具有专业能力的高级管理人员，由他们来维护企业的正常经营与运转。在这个过程中，企业所有者需要为高级管理人员提供相应的工作报酬，并对其经营决策的实行使监督权。在现代企业制度中，由于双方掌握信息程度存在差异，经营权与所有权的分离会导致这种委托代理关系存在不少问题。具体表现为：企业所有者作为委托人追求股东财富最大化，更加看重维持企业的长远健康发展；而管理者作为代理人只是从所有者那里获取报酬，而企业报酬与业绩正相关，管理者追求的目标是其个人在职期间尽可能取得更高的报酬，只在乎眼前得失。在委托代理关系中，两者利益不一致加之委托人如果监管不到位，管理者会出于个人短期报酬最大化的考虑，在企业经营中做出牺牲所有者利益的行为。

实体企业金融化与委托代理关系有着密不可分的联系。尤其对上市公司而言，实体企业的委托代理关系会进一步的加深企业的金融化程度。委托代理关系加剧实体企业金融化的原因有两个：其一、为了激励企业管理者尽职工作，高级管理人员的薪资报酬通常是与公司发展状况紧密相关的。在委托代理的关系中，这种激励措施会促使公司的管理者为了提高自己的薪酬而对公司股价进行操控。管理者在盲目追求公司股价上涨的过程中，管理者的重心由原来注重企业长期发展转向更注重企业的短期利润，面对金融业和房地产业的繁荣和实体经济的低迷，管理者会为了短期利润而增加对金融资产的投资，管理者将资金用于金融资产投资在一定程度上对实体生产活动的资金产生挤占，加之金融资产本身价格波动较大，且存在不同程度的风险，加剧了股价崩盘风险。其二、我国企业所有人对管理者的金融投资行为结果存在“重奖励轻惩罚”现象，也就是说管理人在维护企业日常运转的过程中投资金融资产且结果是使企业从金融资产获得收益时，企业所有人将业绩归功于管理人，并因提高业绩而给其支付更高的工资福利；但是如果管理人因为投资金融资产给公司带来亏损的，管理人为了保住自己的职位通常将投资失败归咎于自身能力及操作之外的系统风险等不可抗拒因素，企业管理人不会因此受到严重处罚。“重奖励轻惩罚”的现象会使得管理者更加倾向于进行金融投资，企业金融化程度随之加深。

综上所述，基于投资获利动机的实体企业金融化在委托代理关系中进一步加

深，并加大了股价崩盘风险。

2.2.4 信息不对称理论

二十世纪七十年代 J. E. Stiglitz、M. Spence and G. Akerlof 首次提出了信息不对称理论。该理论具体是指，由于信息自身稀缺及获取信息需要成本的特点，在经济活动中信息的提供方和信息的需求方对信息数量和深度的掌握不同，信息的提供方在交易过程中具有绝对优势，相反，信息的需求方则处于劣势地位。市场中存在的逆向选择和道德风险问题便是信息不对称所引发的。逆向选择是指具有信息优势的一方在交易过程中存在以次充好的行为，给信息劣势方造成损失，最终导致市场中价格紊乱，即“劣币驱逐良币”。道德风险则是主要发生在合同签订之后，信息优势方为实现自身利益最大化，不惜牺牲他人的正当利益。

在实体企业的发展中，企业管理者、所有者与投资者两两之间普遍存在信息不对称的问题。由于投资者了解企业具体经营状况的途径只有通过官方披露的财务报告等公开信息，很难获得内部信息。因此，他们只能通过提高对企业的融资成本补偿不确定性风险。而企业为了降低融资成本，愈发增加对其不利消息的隐藏，导致市场中融资成本进一步提高。换言之，信息不对称问题导致企业难以通过正常渠道获得融资。道德风险主要发生在企业所有者与管理人员之间，代理人在企业经营活动中具有信息优势，而委托者只能通过代理者公布的有限信息了解公司的经营状况，两者之间利益不一致加之企业缺乏监管机制，导致代理方在企业经营过程中主要考虑自身利益最大化，在向所有者汇报时刻意隐藏不利信息。这种行为会进一步加深两者之间的信息不对称程度。

总的来看，信息不对称一方面恶化了企业的融资约束问题，另一方面为管理人员采取极端经营决策提供了掩盖机会，导致股价崩盘风险增加。

2.2.5MM 定理与融资约束

融资约束理论源自非完美市场的 MM 定理。1958 年，美国著名的经济学家 Modigliani 和 Miller 共同提出了 MM 定理，他们指出当市场处在完美状态时，公司的价值不会随着企业资本结构的变化而变化，即就企业而言，企业在完美的市场条件下进行融资时，内部融资与外部融资方式之间不存在差异。也就是说，

在完美的市场中，融资约束问题是不存在的。但是就实践中来看，企业并没有将外部融资与内部融资看作是无差别的资金来源方式。这种理论与实践的差异使很多学者从不同角度对 MM 定理的理论假定进行了修订，试图探究企业在不同时期选择不同融资策略的原因。完美市场假设存在的缺陷伴随着学者对该理论研究的深入逐渐被认识，在现实的市场经济运作过程中，由于信息不对称和委托代理问题不可消除，导致内外源融资方式成本差异显著，且最终造成企业的融资约束问题。

部分学者通过对企业面临的实际问题研究发现，企业面临的约束问题是约束组合问题。学者们还发现不完备的金融市场致使企业面临非线性的外源性融资成本与内源性融资成本的变化，进而导致企业不同融资手段之间不能完全替代。在此基础上，学者选取了独立企业视角来对企业的融资约束形成进行研究。最早的融资约束概念是 Fazzari 在 1988 年提出的，当市场处于非完美状态时，信息不对称问题导致企业通过外部融资渠道方式获得资金的成本过高，使得其不能被内源性融资完全替代。实际中，引起内源融资与外源融资之间成本差异的还有委托代理问题，它也是融资约束问题产生的重要原因。Kaplan and Zingales (1997) 通过对以往研究结果的分析，对融资约束的概念做出了界定，认为它是内部融资渠道和外部融资渠道因信息不对称和委托代理问题产生的成本差异。Love (2003) 进一步研究发现，企业所面临的融资约束主要通过成本和数量差异两种形式体现，包括外源融资和内源融资成本的差异及企业所能获得的融资数量。

2.2.6 信息隐藏假说

信息藏匿假说主要是从代理理论和信息不对称理论的角度进行解释，公司管理层选择性的披露消息，藏匿利空消息，导致公司股价不能如实反映真实的企业价值，然而，管理层藏匿坏消息的能力有限，不可能持续隐瞒，随着利空消息的积累，达到管理层所能藏匿的最大限度，累积的负面消息会一涌而出，这些负面信息一经爆发便在投资者之中引发恐慌情绪，并在羊群效应的加剧作用下，导致该公司股票被大规模抛售，市场不能及时接收所抛售的股票，引起股价暴跌导致崩盘。

除信息不对称外，委托代理问题也会使得企业管理人员可以隐蔽不利于自己

的信息。例如，企业管理层往往为了谋求私利、提升个人业绩、获得职位晋升而藏匿对企业短期业绩不利的负面消息。Jin and Myers (2006) 基于委托代理理论，构建了信息结构模型，通过研究发现信息透明度较差的企业中，管理者可以通过隐瞒利空消息获利，这种情况更容易造成股价暴跌现象，当负面消息向外部投资者释放时，会引发公司股价崩盘。

增强外部监管及公司内部的信息透明度，能够有效缓解企业经营过程中存在的不对称和委托代理问题，使股价能够准确反映公司价值，降低股价崩盘风险。

2.3 实体企业金融化影响股价崩盘风险的机理分析

2.3.1 挤占实业投资从而增加股价崩盘风险

胡奕明（2017）研究结论表明对于我国实体企业来说，其金融化的动机会随着资金环境和宏观的经济形势而变化。具体表现为：实体企业金融化的行为在资金环境变动时更多的是出于预防储蓄动机；而在经济形势变化时，更多的是出于投资套利动机。将金融资产分类讨论时，在度量企业金融化程度的时候，如果将现金包括在金融资产里面，结果认为这样的金融化可以用预防储蓄动机解释；但是如果在金融资产中剔除现金，金融资产投资行为不再是为了预防储蓄，更多的表现为资本逐利。在实体企业的生产经营中，为了企业自身正常运转，必须持有部分现金，因此本文认为度量金融化的金融资产不包括现金。鉴于此，就我国实体企业来说，与其说其金融化行为是出于预防性动机，倒不如说是企业为了追逐金融市场的超额回报。

如果实体企业在进行投资活动时存在短视行为，忽略了维持企业长期稳健发展，那这种短期套利的行为会挤出实业投资，甚至在一定程度上占用实业投资资金，尤其对于不能及时以合理成本获得外源性融资的企业，由于这些企业往往更难以得到有效的外部资金支持，这种挤占更为明显。接下来分别从企业视角和投资者视角分析金融化对股价崩盘风险的影响。

基于上市公司视角，Orhangazi（2008）研究发现企业金融投资越多，实业投资则越少，原因如下：第一，增加的金融投资和金融利润可能通过改变管理层

的激励机制，从而挤占实体投资；第二，金融投资占用了企业内部现金流，产业资本减少。即实体企业金融化导致企业实业投资率下降，国家层面为了促进实体经济发展而出台的相关货币政策，金融化对实业的挤占导致货币政策未能有效促进实体经济发展（张成思和张步县，2016）。将过多资金投资于金融资产，导致资金长期在金融系统空转，企业的内部资金严重错配。同时，金融资产粉饰了财务报表，Jin and Myers（2006）、Hutton Marcus and Tehranian（2009）的研究发现，上市公司可以利用金融投资掩盖企业生产性活动的负面消息。比如说，当企业购买的金融资产获利时，短期内可以提高企业利润；但是经过金融资产投资收益粉饰过的企业业绩，会引起股价被高估，实体企业主营业务生产经营中的负面消息被掩盖，股价并没有反映出企业的真实价值，增加了未来股价泡沫破灭的风险。

基于投资者视角，公司经营能力及经济环境不同，投资者对于企业金融化的看法也会不同。金融化程度加深，投资者对其看法也会影响其股价波动。主业经营长期稳定、规模较大、现金流充裕的公司，持有金融资产增加后，投资者可能认为不会影响公司主营业务，也就不会影响股价崩盘风险；但是对于小规模公司，资金有限且融资困难，当企业持有金融资产过多时，市场上投资者可能认为这会在很大程度上影响实业经营资金，加之金融资产本身具有风险性，投资者为了避免自己的资金受损，对公司的负面消息极度敏感，一旦出现风吹草动，投资者就会抛售该公司股票，股价下跌，投资者之间的羊群效应会加剧下跌速度和幅度，导致股价崩盘风险增加。

2.3.2 掩盖主营业务负面消息增加股价崩盘风险

我国上市公司普遍存在重奖励而轻惩罚的现象，投资成功时，所有者将其归功于管理者，给与高额薪酬；投资失败后管理者会为了自身利益，将其归咎于自身之外的因素。这种奖惩机制助长了管理者隐藏坏消息的机会主义行为，当管理层把金融投资作为隐瞒负面消息的一种手段时，虽然在短期内可以粉饰财务报表，但随着管理者所隐瞒的负面消息的不断积累，达到一定程度负面消息会集中爆出，导致股价骤跌。如果企业信息透明度高，利好消息和利空消息能够及时反映在股价上，会在一定程度上减小股价崩盘风险。

彭俞超(2018)通过构建博弈模型来研究企业持有金融资产与股价崩盘风险之间的影响关系。该模型包含企业、管理人员和市场,且模型共有三期,下文用 $t=0$ 、 $t=1$ 和 $t=2$ 分别表示三个时期,在模型分析中管理者用经理人代表。该模型针对资本市场提出三条假设,构造出一个有效的市场。假设有:股价包括所有的市场信息,市场定价者是风险中性的,所有主体的贴现率为零。该模型将经理人分为能干经理人和无能经理人,每个公司不能不雇佣经理人,而且经理人数只能是一个,经理人的能力只有经理人自己知道,公司与市场无从知晓。在 $t=1$ 和 $t=2$ 时期,能力不同的经理人为公司创造不同的价值,体现为给公司带来的现金流数量。在 $t=1$ 时,两位经理人所带来的现金流公布于市场,同时,经理人的能力被公司和市场知晓。公司会保留有能力的经理人而解雇无能经理人。但是如果无能经理人为了保住自己的职位,在 $t=0$ 时持有部分与主营业务无关的金融资产,持有什么金融资产及持有多少只有经理人自己知道,在 $t=1$ 时,总收益可以被公司和市场观察到,但是市场和公司无从知晓总收益里主营业务收益和金融资产收益各占多少。但是持有金融资产不能完全保证收益,即不能百分百保证无能经理人掩盖在职期间与有能经理人之间的收益差距,无能经理人会投资更多的金融资产来对有能经理人的业绩进行干扰。通过贝叶斯法分离出主营业务收益后,结合用负收益偏态系数度量的股价崩盘风险,研究表明无能经理人在中期主营业务现金流越差时,为了自己的职位及报酬,会想方设法提升自己的业绩,奈何能力有限,主营业务业绩并不能提高,只好借助金融资产,该经理人在 $t=1$ 期持有的金融资产就越多, $t=2$ 期股价崩盘风险就会上升。

2.3.3 融资约束对企业金融化与股价崩盘风险关系的影响

企业内部资金有限,在企业发展过程中需要外部资金支持。但是目前我国资本市场虽然在不断发展,但仍不完善,企业外源性融资的工具和渠道有限,加之银行在我国金融业占主导地位,银行信贷就成了企业外源性融资的主要渠道,企业也更依赖银行信贷。《银行调查问卷(季)》数据显示,我国企业整体对银行信贷的需求指数要高于银行贷款审批指数,按照企业规模分类来看,大型企业所受到的融资约束较弱,外源融资渠道多,融资成本低,因此对银行贷款需求较小。小规模企业的贷款需求指数最高且增长速度更快。商业银行出于风险防控目的,

以及大型企业自身资金雄厚和政府支持的背景，商业银行更愿意以低利率将贷款发放给大型企业。中小型企业获得贷款额度较小且利率高，进一步恶化了中小型企业融资问题。也有研究发现受到较强融资约束的企业往往倾向于选择较为极端的投资策略，融资约束放大了上市公司股价波动，增加了我国企业经营风险与投资者投资风险。企业在融资能力受限时，要么激进投资以覆盖成本，要么放弃投资机会（康海俐，2019）。

实体企业能否以低成本顺利融到资金关乎企业现金流，进而关乎该企业经营的持续性，并影响股价崩盘风险。从《银行调查问卷（季）》可以明显看出，融资约束问题确实存在于不同规模的企业当中且受制约程度不尽相同。实体企业资金有限，如果将过多的资金投入金融资产，不仅不能够发挥平滑现金流的作用，反而挤占实业投资，导致产业空心化，没有实体经济支撑的实体企业未来股价崩盘风险增大。

3 研究设计

3.1 研究假设

我国实体企业存在不同程度的融资约束，当企业将过多的资金用于投资金融资产追求资本市场的超额收益时，用于投资主营业务发展的资金份额就会缩减。因而，在实体企业发生资金短缺时，由于内部资金流不足加上融资受限，必然导致其发展规模受限。这意味着将有限的资金流用于投资金融资产会对主营业务投资产生挤占，不利于企业的长期发展，未来企业股价崩盘的可能性增加。但是融资约束弱的实体企业相对融资约束强的实体企业能够以更低的成本融到所需资金，资金链断裂的可能性更小，投资金融资产对股价崩盘风险影响不大。根据以上理论及影响机制分析，提出以下假设：

H1：实体企业金融化会因为企业面临的融资约束不同，对股价崩盘风险产生不同的影响。企业金融化对股价崩盘风险的影响存在一个门限值，以门限值为分界线，两边呈现非对称影响。

H2：对于融资约束强的实体企业来说，其金融化行为会显著的提高未来的股价崩盘风险；但是融资约束弱的实体企业在生产经营中容易获得外部资金支持，其金融化行为不会对企业的生产经营产生较大影响，未来股价崩盘风险不会因此增加。

3.2 变量的选取与度量

3.2.1 股价崩盘风险

已有关于股价崩盘风险研究的文献中，衡量股价崩盘风险的指标有三个：

NCSKEW、DUVOL 和 CRASH，具体指负收益偏态系数、股票收益率的上下波动率及股票暴跌概率，其中前两个是连续指标，CRASH 是离散指标。三类指标的具体计算过程如下：

第一步，用式 (3.1) 对个股周收益率分年回归以计算股票的周特定收益率：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 * R_{m,t-2} + \beta_2 * R_{m,t-1} + \beta_3 * R_{m,t} + \beta_4 * R_{m,t+1} + \beta_5 *$$

$$R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

式 (3.1) 表示以经流通市值加权后的市场周收益率的当期值 $R_{m,t}$ 、超前两期收益率 $R_{m,t+1}$ 和 $R_{m,t+2}$ 、滞后两期收益率 $R_{m,t-1}$ 和 $R_{m,t+2}$ 为解释变量, 对股票的考虑现金红利再投资的当期周收益率 $R_{i,t}$ 进行回归。该回归所得的残差 $\varepsilon_{i,t}$ 就是股票的周特定收益率, 即个股股价中去除宏观经济对股票市场整体的系统性影响, 因为公司自身的发展带来的收益率。

第二步, 用式 (3.2) 使式 (3.1) 计算得出的股票周特定收益服从正态分布:

$$W_{i,t} = \ln (1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (3.2)$$

第三步, 在式 (3.2) 算得的周特定收益率 $W_{i,t}$ 的基础上, 分别用式 (3.3)、式 (3.4)、式 (3.5) 计算 NCSKEW、DUVOL 及 CRASH:

$$NCSKEW_{i,t} = -[n * (n - 1)^{\frac{3}{2}} * \sum W_{i,t}^3] / [(n - 1) * (n - 2) * (\sum W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (3.3)$$

n 表示个股 i 当年的交易周数。NCSKEW 数值越大说明股价暴跌的可能性越大, 即股价崩盘风险越大。

$$DUVOL_{i,t} = \log\{[(n_u - 1) * \sum_{down} W_{i,t}^2] / [(n_d - 1) * \sum_{up} W_{i,t}^2]\} \quad (3.4)$$

DUVOL 数值越大说明股价崩盘风险越大, 其中, n_d (n_u) 表示个股 i 在第 T 年特定周收益率 $W_{i,t}$ 大于 (小于) 年均收益率的周数。

$$CRASH_{i,t+1} = \begin{cases} 0 & W_{i,t} \leq \text{Average}(W_{i,t}) - 3.2 * \text{std}(W_{i,t}) \\ 1 & W_{i,t} > \text{Average}(W_{i,t}) - 3.2 * \text{std}(W_{i,t}) \end{cases} \quad (3.5)$$

将 $W_{i,t}$ 的年度均值与 3.2 倍的年度标准差作差, 对差值与 $W_{i,t}$ 作比较。若 $W_{i,t}$ 大, 则 $CRASH_{i,t+1}$ 等于 1, 否则 $CRASH_{i,t+1}$ 等于 0。 $CRASH_{i,t+1}=0$ 表明企业不存在股价崩盘风险, $CRASH_{i,t+1}=1$ 表明企业存在股价崩盘风险。

本文研究门限效应模型要求变量为连续变量, 因此, 结合本文所用模型, 采用 NCSKEW 作为被解释变量检验模型假设, 并用 DUVOL 替换被解释变量 NCSKEW 对回归结果进行稳健性检验。

3.2.2 实体企业金融化

度量金融化的主流方法有以下两种，金融资产占比和金融收益占比。本文借鉴顾雷雷（2020）对实体企业金融化的衡量，如式（3.6）：

$$\text{金融资产份额} = (\text{FIN}) = \text{金融资产} / \text{总资产} \quad (3.6)$$

其中金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、其他应收款、买入返售金融资产、一年内到期的非流动资产、其他流动资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资、投资性房地产以及其他非流动资产。

3.2.3 融资约束

融资约束是指企业不能以合适的成本获取足额资金，从《中国企业经营者问卷调查跟踪调查报告》中可以看出，融资约束被我国大多数企业家认定为制约自身发展的主要因素。也就是说融资约束对实体企业的发展至关重要，并引起了学者的关注。学者们从微观企业调查与财务数据入手，运用不同的指标衡量企业面临的融资约束程度，比如企业的规模及企业发行债券的评级等，但这些标准缺乏对企业融资状况的整体描述。鉴于此，Lamont et al. (2001)构造了KZ指数，后来Whited and Wu(2006)又构造了WW指数。但是KZ指数和WW指数的构造包含了能够衡量企业财务状况的指标，这些指标和融资约束之间极有可能存在双向影响。

2010年，Hadlock和Pierce通过企业的年龄、规模计算得出SA指数，此方法能够有效克服KZ指数和WW指数计算过程中由于变量之间可能存在相关性导致的内生性问题，具有较强的外生性。本文借鉴已有文献，对融资约束的度量选用SA指数，具体计算方法如式（3.7）：

$$SA = -0.737 * \text{Size} + 0.043 * \text{Size}^2 - 0.040 * \text{Age} \quad (3.7)$$

其中Size表示消除通胀调整的企业规模， $\text{Size} = \ln(\text{年末总资产} / 1000000)$ ，为了消除通胀调整，将期末总资产的单位元换算成百万元（刘莉亚等，2015）；Age表示企业年龄，SA越大，企业面临的融资约束越大。

之所以选用SA指数来度量融资约束是出于以下两个方面的考虑，其一，SA

指数可以避免内生性问题；其二，计算 SA 指数所用到的数据可以在公司年报和各大数据库找到，便于数据查询，检验更加稳定。

3.2.4 控制变量

主要控制变量的界定及其对股价崩盘风险的影响如下：

股票回报率 (RET) :用公司年度收益率衡量，该指标过高说明该公司股价存在泡沫，会加剧股价崩盘。

股票波动率 (SIGMA) : $SIGMA = std(W_{i,t})$ ，SIGMA 越小表示经市场调整后的周收益率之间差距较小，收益率较稳定，能够降低股价崩盘风险，反之则增加。

信息透明度 (DISACC) :用可操纵应记盈余的绝对值来衡量，可操纵盈余越多意味着公司的财务信息透明度越低，信息透明度低会给管理层创造窖藏负面消息的动机及环境，增加股价崩盘风险，即企业 DISACC 对股价崩盘风险有正向影响。

资产负债率 (LEVER) :由企业负债比资产计算得来，资产负债率高意味着该企业杠杆率更高，股价崩盘风险更大。

企业规模 (SIZE) : $Size = \ln(\text{年末总资产}/1000000)$ 。企业规模不论是对融资约束还是对股价崩盘风险都有较大的影响，企业规模越大，说明企业资金雄厚，更容易获得银行贷款，且公司抵御风险的能力越强，股价崩盘的可能性越小。

第一大股东持股比例 (%) (TOP1) :该指标反映了企业的年度股权集中度，数值越大，说明该公司在这一年所有权的集中程度越高，增加了未来股价暴跌的几率。

资产回报率 (ROA) :实体企业净利润如果单纯来自于实业经营，那么资产回报率对股价崩盘风险的影响是负向的，资产回报率越高，说明企业业绩越好；但是，较高的金融化可以粉饰财务报表，提高资产回报率，会提高股价，增加股价的泡沫积累，进而增加股价崩盘风险。

3.3 模型构建

在研究变量之间关系时，研究者往往会考虑两者之间是否是线性关系，是否

存在结构性关系，如果分组研究，各小组的回归系数是否大致一样。意味着，如果数据是时间序列，研究者会考虑各变量之间的关系会不会随着时间而不同，如果数据是横截面数据，研究者则会考虑分组研究。对于离散型变量，分组相对容易很多。但是连续性变量研究者通常会主观的定下一个标准进行分组，这种对连续性变量分组的方法缺乏对分组标准进行参数估计及显著性检验，影响了结果的稳健性。

Hansen (1999) 提出了对样本量为 n 时间为 T 的面板数据 $\{y_{it}, x_{it}, q_{it}; 1 \leq i \leq n, 1 \leq t \leq T\}$ 用固定效应门限回归模型：

$$\begin{cases} y_{it} = \alpha_i + \beta_1' x_{it} + \varepsilon_{it}, & \text{若 } q_{it} \leq \gamma \\ y_{it} = \alpha_i + \beta_2' x_{it} + \varepsilon_{it}, & \text{若 } q_{it} > \gamma \end{cases} \quad (3.8)$$

模型中门限变量 q_{it} 可以是解释变量外的其他变量，也可以是任意一个 x ， γ 表示门限值， ε_{it} 为扰动项且独立同分布。该模型为静态面板模型，且是固定效应模型。用示行函数 $I(\cdot)$ 可以将模型用式 (3.9) 表示，如果 $I(\cdot)$ 括号内的表达式成立，令 $I(\cdot)$ 等于为 1，否则等于 0：

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{it} I(q_{i,t} \leq \gamma) + \beta_2 x_{it} I(q_{i,t} > \gamma) + \varepsilon_{it} \quad (3.9)$$

定义 $\beta \equiv \begin{pmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \end{pmatrix}$ ， $x_{it}(\gamma) \equiv \begin{pmatrix} x_{it} \cdot I(q_{it} \leq \gamma) \\ x_{it} \cdot I(q_{it} > \gamma) \end{pmatrix}$ 则方程 (3.9) 可进一步简化为式 (3.10)：

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta' x_{i,t} I(\gamma) + \varepsilon_{i,t} \quad (3.10)$$

对变量关于时间求均值得 (3.11)：

$$\bar{y}_i = \alpha_i + \beta' \bar{x}_i I(\gamma) + \bar{\varepsilon}_i \quad (3.11)$$

其中， $\bar{y}_i \equiv \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T y_{i,t}$ ， $\bar{x}_i(\gamma) \equiv \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T x_{i,t}(\gamma)$ ， $\bar{\varepsilon}_i \equiv \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \varepsilon_{i,t}$ 。用方程 (3.10)

减去方程 (3.11) 可得模型的离差形式 (3.12)：

$$y_{i,t} - \bar{y}_i = \beta' [x_{i,t}(\gamma) - \bar{x}_i(\gamma)] + (\varepsilon_{i,t} - \bar{\varepsilon}_i) \quad (3.12)$$

记 $y_{it}^* \equiv y_{it} - \bar{y}_i$ ， $x_{it}^* \equiv x_{it}(\gamma) - \bar{x}_i(\gamma)$ ， $\varepsilon_{it}^* \equiv \varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i$ ，式 (3.12) 简化为式 (3.13)：

$$y_{it}^* = \beta' x_{it}^* + \varepsilon_{it}^* \quad (3.13)$$

其矩阵形式为：

$$Y^* = X^*(\gamma)\beta + e^* \quad (3.14)$$

估计参数 β ：

$$\hat{\beta}(\gamma) = (X^*(\gamma)'X^*(\gamma))^{-1}X^*(\gamma)'Y^* \quad (3.15)$$

并求得残差平方和：

$$S_1(\gamma) = \hat{e}^*(\gamma)' \hat{e}^*(\gamma) \quad (3.16)$$

根据 Hansen(1999)的做法, $\hat{\gamma} = \text{argmin} S_1(\gamma)$, 即 $\hat{\gamma}$ 能够使残差平方和最小。

求出门限值后还需一系列检验, 包括检验单一门限效应是否显著、是否存在双重门限效应及门限值是否真实存在。

以上为单一门限模型的估计方法, 如果存在不止一个门限值, 则重复上述过程, 搜寻第二个门限值。

两个门限值的门限模型为：

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1' x_{it} I(q_{i,t} \leq \gamma_1) + \beta_2' x_{it} I(\gamma_1 < q_{i,t} \leq \gamma_2) + \beta_3' x_{it} I(q_{i,t} > \gamma_2) + \varepsilon_{it} \quad (3.17)$$

其中门限值 $\gamma_1 < \gamma_2$, 使得 $SSR(\gamma_1, \gamma_2)$ 最小的 (γ_1, γ_2) 就是门限值的估计值。

用门限模型来研究经济变量之间的结构性关系再适合不过了, 因此, 本文选用门限模型来研究不同融资约束下的实体企业金融化对股价崩盘风险的结构性影响。

已经有文献研究得出实体企业金融化对股价崩盘风险的影响是非线性的结论, 但是非线性影响的研究方法多为加入金融化的平方项来研究 U 型影响, 并没有结合实体企业面临的经济环境来研究。Hansen 提出的门限回归方法, 不需要事先确定影响拐点及变量之间的影响方向, 用自回归抽样法 (bootstrap) 根据样本数据决定门限值及门限个数。

因为企业的股价并不是受金融化这一单一因素影响, 因此在构建模型时借鉴 Hansen 的门限回归模型, 并在此基础上加入其他控制变量。以股价崩盘风险的度量指标为被解释变量, 实体企业金融化为核心解释变量, 融资约束为门限变量, 研究实体企业金融化对股价崩盘风险的以融资约束程度为单门限的非线性影响。为了避免根据分位数或均值分组的主观性和回归结果受内生性的影响, 使回归结果更加合理, 本文对解释变量、门限变量、控制变量滞后一期, 在门限回归中选择网格搜索数量为 300、bootstrap (自抽样次数) 为 500 且每个门限分组

内按上下 1% 的比例去除异常值。具体门限模型如下：

$$NCSKEW_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 FIN_{i,t-1} I(SA_{i,t-1} \leq \gamma) + \beta_2 FIN_{i,t-1} (SA_{i,t-1} \geq \gamma) + \gamma ControlVariables_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.18)$$

用模型 (3.18) 验证假设 H1 和 H2，检验实体企业金融化影响股价崩盘风险的门限效应，并得到门限变量融资约束在该门限效应中的门限值，在门限值的两边实体企业金融化对股价崩盘风险的结构性影响。

本文用两种方法对上述模型的回归结果进行稳健性检验，替换关键变量中的被解释变量和增加模型 bootstrap 自抽样次数至 1000 对模型 (3.18) 的回归结果进行稳健性检验，第一种稳健性检验的具体模型如下：

$$DUVOL_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 FIN_{i,t-1} I(SA_{i,t-1} \leq \gamma) + \beta_2 FIN_{i,t-1} (SA_{i,t-1} \geq \gamma) + \gamma ControlVariables_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.19)$$

4 实体企业金融化与股价崩盘风险的实证分析

4.1 样本选取及数据处理

考虑到企业财务数据的可得性及样本的代表性,本文选取 A 股所有上市公司为初始样本,观测区间为 2009-2019 年,结合本文研究内容及所用模型,借鉴已有文献,按照如下原则筛选:(1)从初始样本中剔除金融行业及房地产行业样本;(2)为防止异常企业对结果造成干扰,剔除中途退市、暂停上市、停牌及 ST 和 ST* 企业样本;(3)剔除年交易周数小于 30 的企业样本;(4)为了满足面板门限模型对数据的要求:平衡面板数据,需要剔除关键变量缺失的样本。最终得到 8855 条年度观测数据,包括 805 家实体企业。已有研究为了消除异常值的影响,会对数据进行缩尾处理,而门限模型会对每个门限分组去掉异常值,所以本文不对原始数据进行缩尾处理。样本中数据来自国泰安数据库 (CAMAR)。

4.2 描述性统计分析

表 4.1 数据显示,将时间固定后,观测期间的样本企业金融资产占总资产的份额 (%) 均值每年都大于中位数,说明大多数实体企业金融化水平高于实体企业金融化的平均水平;金融资产份额最大值每年都在 0.86 以上,即实体企业 86% 的资产是金融资产,可以看出这部分企业的金融化程度相当高。结合均值和中位数可以看出金融资产占比 86% 以上的实体企业占少部分。

表 4.1 金融化程度的描述性统计

时间	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	median
2009	805	0.102	0.124	0.000	0.880	0.057
2010	805	0.102	0.121	0.000	0.885	0.059
2011	805	0.101	0.119	0.000	0.866	0.060
2012	805	0.107	0.124	0.000	0.949	0.068
2013	805	0.120	0.132	0.000	0.943	0.079
2014	805	0.135	0.136	0.000	0.907	0.092

续表 4.1 金融化程度的描述性统计

时间	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	median
2015	805	0.144	0.146	0.000	0.934	0.096
2016	805	0.155	0.148	0.002	0.946	0.110
2017	805	0.164	0.155	0.001	0.950	0.111
2018	805	0.168	0.157	0.000	0.965	0.118
2019	805	0.149	0.139	0.002	0.869	0.107

图 4.1 可以看出，实体企业金融化的均值和中值走向基本一致，且从互联网金融元年开始，急剧上升，直到 2018 年。整体来看实体企业金融化程度在加深，且均值大于中值，说明较多实体企业金融化程度较深。

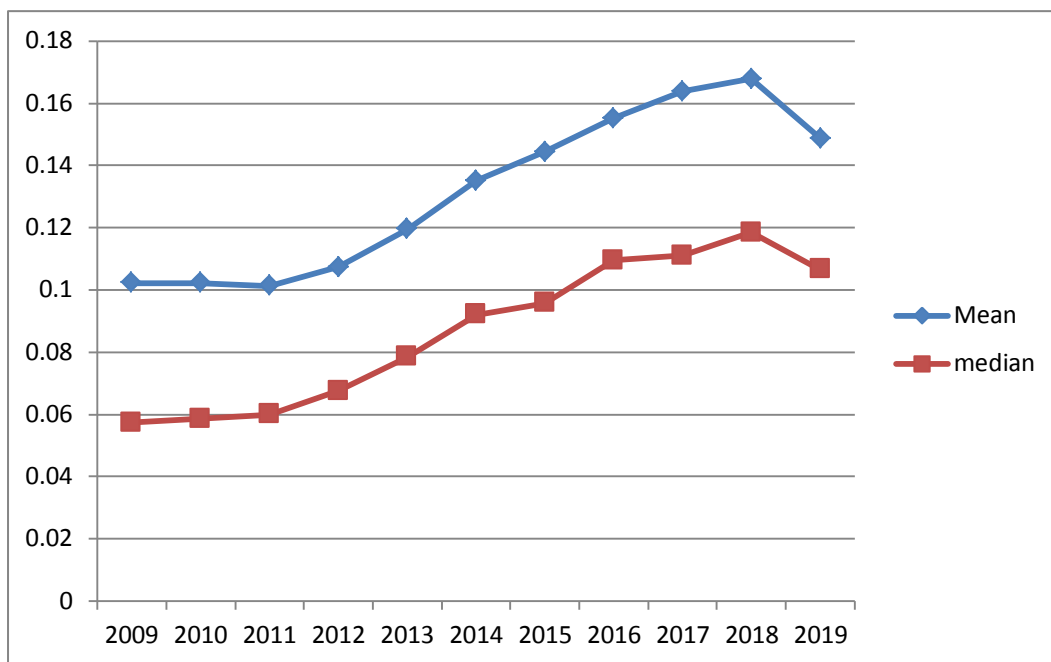


图 4.1 实体企业金融化程度

对各变量观测年间的描述性统计结果见表 4.2，由统计结果可以看出，衡量股价崩盘风险的指标负收益偏态系数（NCSKEW）的均值和中值分别为-0.336 和 -0.289，最大值和最小值分别为 4.166 和-5.203，标准差为 0.724，足可以看出，实体企业股价崩盘风险最大值与最小值差距非常大，且大部分企业的股价崩盘风险与其均值差异较大，股价崩盘风险的描述性统计符合其分布不对称和左偏峰的

界定。企业金融资产占比的连续变量均值为 0.132，大于中位数为 0.086，最小值为 0.000，最大值为 0.956，实体企业持有金融资产的份额两极分化比较严重，说明企业金融化程度有较大差异且分布有偏，大部分实体企业金融化程度较高；样本企业 SA 指数均值为-3.793，大于中位数-3.812，最小值为-4.809，最大值为-2.126，由前文可得，SA 越大企业融资约束越大，描述性统计数据显示均值大于中位数，说明企业的融资约束偏强的企业居多，即大部分实体企业面临较强的融资约束，最大值与最小值差别较大，说明实体企业之间面临的融资约束程度差距很大；根据控制变量的描述性统计，股票回报率和经市场调整后的周收益率的标准差均较小，衡量信息透明度的指标可操纵盈余的绝对值最大值与最小值差别非常大，可见所选样本信息透明度差别很大；所选样本的第一大股东持股比例差距非常大，最大达到了 89.99%，企业股权相对集中；所选样本企业的规模差距也较大，经营业绩有正有负。

表 4.2 各变量的描述性统计

变量类型	变量 符号	Obs	Mean	StdDev	Min	Max	Median
被解释变量	NCSKEW	8855	-0.336	0.724	-5.203	4.166	-0.289
解释变量	FIN	8855	0.132	0.139	0.000	0.965	0.086
门限变量	SA	8855	-3.793	0.266	-4.809	-2.126	-3.812
	RET	8855	0.004	0.010	-0.029	0.062	0.002
	SIGMA	8855	0.059	0.023	0.014	0.229	0.055
	DISACC	8855	0.055	0.084	0.000	2.904	0.036
控制变量	TOP1	8855	35.624	15.167	3.620	89.99	33.5
	SIZE	8855	8.757	1.361	5.230	14.821	8.606
	LEVER	8855	0.474	0.188	0.007	1.056	0.485
	ROA	8855	0.042	0.051	-0.556	0.384	0.035

4.3 实证结果分析

为了避免多重共线性问题对结果产生的影响,通过分析解释变量的方差膨胀因子,判断变量间是否存在多重共线性问题。从表 4.3 可以看出,在总体样本中,各解释变量的方差均未超过 10,可认为各个解释变量之间不存在非常严重的多重共线性的问题,不会对研究结果造成影响。

表 4.3 多种共线性检验结果

变量	RET	LEVER	SIGMA	SIZE	ROA	SA	TOP1	FIN	DISACC	Mean
VIF	1.61	1.60	1.59	1.49	1.28	1.18	1.16	1.13	1.02	1.34

由于所选数据为面板数据,涉及时间序列,为了排除门限模型回归结果受非平稳数据的影响,运用 Fisher、IPS 检验方法对样本数据进行了单位根检验,其中第一个是不同根的单位根检验,第二个是相同根的单位根检验。两种检验的结果均表明,样本数据在 1%的显著性水平上可以认为该面板为平稳过程。

表 4.4 各变量单位根检验

变量	Fisher 检验统计量	IPS 检验统计量
NCSKEW	28.960***	38.360***
FIN	21.185***	-10.569***
SA	15.453***	-3.844***
RET	50.827***	-66.281***
SIGMA	38.360***	-43.078***
DISACC	30.352***	-51.180***
LEVER	27.414***	-18.189***
ROA	28.817***	-31.192***
TOP1	33.044***	-68.730***
SIZE	18.172***	-10.035***

*、**、***分别代表检验结果在 10%、5%、1%的显著性水平上显著。

通过 F 检验比较对样本数据来说固定效应和混合效应哪个更优，并利用 Hausman 检验对比固定效应和随机效应，在这三种模型中选择最优的模型。检验结果见表 4.5，结果显示两种检验的 P 值均为 0.0000。F 检验认为固定效应优于混合效应，豪斯曼检验认为固定效应优于随机效应，三者对比之下认为固定效应模型最优。因此，可以适用 Hansen 的包含个体固定效应的静态平衡面板数据门限模型。

表 4.5 F 检验和豪斯曼检验结果

检验方法	备择假设	统计量	P 值
F 检验	固定效应优于混合效应	24.69	0.0000
Hausman 检验	固定效应优于随机效应	65.28	0.0000

对于门限模型的门限效应检验，单一门限检验原假设为在门限值两边系数相等，即变量间不存在转折点。以此类推，双重门限效应检验的原假设为变量间仅存在一个转折点。门限效应的检验结果见表 4.6，很明显，单一门限的 p 值为 0.064，小于 0.1，因此可以认为在 10% 的显著性水平上拒绝原假设，同样的对双重门限效应进行检验，结果是在 10% 的显著性水平上接受原假设。综合上述两次检验的结果，可以认为在 10% 的显著性水平上，实体企业金融化与股价崩盘风险的关系是以融资约束程度为单一门限的非线性关系。

表 4.6 门限效应显著性检验

	F 统计值	p 值	1%临界值	5%临界值	10%临界值
单一门限	12.92	0.064	16.343	13.674	11.472
双重门限	4.83	0.712	18.230	12.568	11.626

表 4.7 显示门限值为 -3.480，95% 水平的置信区间上限为 -3.475，下限为 -3.596，回归得到的门限值在 95% 的置信区间内，可以认为该门限值真实存在。

表 4.7 门限估计值的真实性检验

门限值估计	门限值估计结果	95%置信区间
单一门限	-3.480	[-3.569, -3.475]

由回归结果表 4.8 可以看出, 实体企业金融化与股价崩盘风险的关系是以融资约束程度为单一门限的非线性关系, 且门限值的准确度较高。具体来看, 门限值为-3.480, 门限值为金融化影响股价崩盘风险的转折点。根据门限值将实体企业样本分为融资约束强的实体企业和融资约束弱的实体企业, 融资约束小于-3.480 的样本为融资约束弱的实体企业, 融资约束大于-3.480 的实体企业为融资约束强的实体企业。门限回归结果显示, 在门限值两边, 实体企业金融化与股价崩盘风险的关系并不一致。虽然影响方向均为正向, 融资约束小于-3.480 时, 实体企业金融化对股价崩盘风险的影响为正, 系数是 0.118, 但是不显著。融资约束大于-3.480 时, 实体企业金融化对股价崩盘风险的影响在 1%显著性水平下显著为正, 影响系数是 1.259。实体企业金融化对其股价未来暴跌几率的加剧作用在融资约束强的实体企业中作用更大且更显著。模型回归结果中各控制变量的影响方向也基本符合预期。

总的来说, 实体企业金融化与股价崩盘风险之间存在非线性关系。前者对后者的影响关于融资约束有一个门限值。当融资约束程度小于门限值时, 企业的金融化行为不会对其未来股价崩盘风险造成太大影响, 随着融资约束的增强并大于门限值时, 企业投资过多金融资产会显著加大未来股价的暴跌可能。我国实体企业金融化程度较深, 对于融资约束强的实体企业来说, 持有大量的金融资产一方面会挤占主营业务的资金, 导致内部资金严重错配, 资金脱离主营业务在金融市场循环空转, 增加了该企业股价的崩盘风险; 另一方面金融化在短期内粉饰了企业的财务报表, 同时为管理层藏匿主营业务的负面消息提供了方便, 经营业绩虚高, 股价泡沫积累, 股价不能反映真实的企业价值, 股价崩盘风险增加。融资约束较弱的实体企业相对容易获得外部融资, 即使投资金融资产占比较大, 但当实业投资需要资金时能够及时融到资金, 不会对主业经营造成太大影响, 从而不会显著增加股价崩盘风险。

表4.8 门限模型估计结果

变量	系数 (t统计量)	标准误差	95%置信区间
$FIN_{i,t-1}$ $I(SA_{i,t-1} \leq \gamma)$	0.118 (0.970)	0.122	[-0.121, 0.356]
$FIN_{i,t-1}$ $I(SA_{i,t-1} > \gamma)$	1.259 ^{***} (3.670)	0.343	[0.586, 1.932]
RET	11.780 ^{***} (11.160)	1.055	[9.711, 13.849]
SIGMA	-3.587 ^{***} (-7.690)	0.466	[-4.501, -2.673]
DISACC	0.202 ^{**} (2.030)	0.099	[0.007, 0.396]
LEVER	0.074 (0.720)	0.103	[-0.128, 0.277]
ROA	0.862 ^{***} (3.910)	0.220	[0.430, 1.294]
TOP1	0.002 (1.430)	0.002	[-0.001, 0.005]
SIZE	-0.004 (-0.200)	0.018	[-0.039, 0.032]
_cons	-0.303 [*] (-1.80)	0.169	[-0.634, 0.027]
R^2		0.028	
F值		23.14 ^{***}	

*、**、***分别代表在回归系数 10%、5%、1%的显著性水平上显著， γ 代表门限值。

4.4 稳健性检验

本文用替换被解释变量的方法和增加门限回归中 bootstrap 抽样次数对模型 (3.18) 的回归结果进行检验。第一种稳健性检验就是将股价崩盘风险的衡量指标由 DUVOL 替换。表 4.9 结果显示，替换被解释变量的度量指标后，实体企业金融化对股价崩盘风险的影响关于融资约束存在单一门限效应。

表 4.9 DUVOL 作为被解释变量的门限效应显著性检验结果

	F 统计值	p 值	1%临界值	5%临界值	10%临界值
单一门限	11.90	0.084	17.419	12.948	11.258
双重门限	5.48	0.590	15.535	12.185	10.632

表 4.10 结果表明，经检验，单一门限的门限值为-3.615，95%置信区间下限为-3.638，上限为-3.613，门限值处于 95%的置信区间里，门限值真实存在。

表 4.10 门限估计值的真实性检验

门限值估计	门限估计结果	95%置信区间
单一门限	-3.615	[-3.638, -3.613]

稳健性检验回归结果见表 4.11，实体企业金融化与股价崩盘风险的关系是以融资约束程度为单一门限的非线性关系。此外，门限值两边有非对称影响，且影响方向与显著性与前文的回归结果保持一致。各控制变量的影响也基本保持一致。

表 4.11 门限估计结果的稳健性检验

变量	系数 (t 统计量)	标准误差	95%置信区间
$FIN_{i,t-1}$ $I(SA_{i,t-1} \leq \gamma)$	0.050 (0.61)	0.081	[-0.109, 0.208]
$FIN_{i,t-1}$ $I(SA_{i,t-1} > \gamma)$	0.511*** (3.39)	0.151	[0.216, 0.807]
RET	6.615*** (9.51)	0.696	[5.252, 7.979]
SIGMA	-2.495*** (-8.12)	0.307	[-3.097, -1.893]
DISACC	0.170*** (2.60)	0.065	[0.042, 0.296]
LEVER	0.035 (0.51)	0.068	[-0.099, 0.168]
ROA	0.584*** (4.02)	0.145	[0.299, 0.869]

续表 4.11 门限估计结果的稳健性检验

变量	系数 (t 统计量)	标准误差	95%置信区间
TOP1	0.001 (0.74)	0.001	[-0.001, 0.003]
SIZE	-0.014 (-1.14)	0.012	[-0.037, 0.010]
_cons	-0.066 (-0.59)	0.112	[-0.287, 0.154]
R^2		0.025	
F值		20.41***	

*、**、***分别代表检验结果在 10%、5%、1%的显著性水平上显著。

第二种稳健性检验就是将bootstrap抽样次数增加至1000对检验模型(3.18)进行回归。结果表明门限效应及门限值大小、影响方向、影响大小及显著性均与500次自抽样回归结果一致，模型回归结果稳健。

5 结论与建议

5.1 结论

自 2008 年次贷危机爆发以来，实体经济发展增速缓慢，导致越来越多的实体企业将投资目标转向金融市场。与此同时，企业所配置的金融资产在资产总量中所占的份额也在逐年增加，挤占了实业投资。进一步影响了实体企业在实业经营方面的深耕，最终会导致企业资金空转，对经济发展有负面作用。

本文选用 2009 年至 2019 年 A 股上市实体企业为样本，借鉴其他学者股价崩盘风险的度量方法，用实体企业的股价周数据计算得出股价崩盘风险的衡量指标，整理合并得到平衡面板数据，最终得到 8855 条年度样本数据。为保证回归结果更加稳健可信，在回归之前对数据进行了模型需要的检验。以融资约束作为门限变量研究实体企业金融化与股价崩盘风险的关系关于融资约束的门限效应，通过门限模型回归发现：

一、实体企业金融化对股价崩盘风险的影响在不同融资约束的企业中表现不同。具体来说，实体企业的金融化对其未来股价崩盘风险的影响是以融资约束程度为单一门限的非线性影响。以 SA 指数度量的单门限值为-3.480，SA 指数大于门限值表示面临融资强，反之明则表示面临的融资约束弱。

二、门限值两边金融化对股价崩盘风险的影响虽然都为正。但是融资约束强的实体企业其金融化行为对股价崩盘风险的影响更大，且显著；而融资约束弱的实体企业金融化对股价崩盘风险影响并不显著。

不论融资约束强的实体企业还是融资约束弱的实体企业，金融化行为均没有起到减小其股价崩盘风险的作用。具体原因如下：我国实体企业金融化程度很深，挤占了主营业务投资，导致实体企业内部资金严重错配，资金在金融系统空转，企业得不到实体经济的支撑，未来股价崩盘风险增加；企业金融化短期内粉饰了企业经营业绩，为管理层藏匿负面消息提供了方便，增加了股价的泡沫积聚，使得股价崩盘风险增加。进一步来讲，对于融资约束强的实体企业，企业自身现金流有限，并且不能以合理的成本及时融到所需资金。金融化程度加深意味着金融资产占比过高，严重挤占实业经营投资资金，很容易造成现金流短缺、资金链断裂，导致股价崩盘风险增加。对于融资约束较弱的实体企业，金融化程度虽深，

但其在现金流短缺时能够以较低的成本及时的得到外源融资，不会对实业投资挤占太多，对实体企业的生产和研发不会造成太大影响，甚至，会在一定程度上改善实体企业投资效率，不会显著增加股价崩盘风险。

最后，通过替换被解释变量和增加 bootstrap 抽样次数进行稳健性检验。结果均表明我国实体企业金融化与股价崩盘风险的关系是以融资约束程度为单一门限的非线性关系，融资约束强的实体企业金融化显著增加了股价崩盘风险。

5.2 建议

当前，我国正处于经济转方式、调结构的攻坚期，传统的制造业、重工业呈现出产能过剩的特点，实体经济收益下滑，而金融业及房地产业利润远高于实体经济。企业为了追求超额收益将资金投入到金融业及房地产业，企业持有的金融资产逐年增加，占总资产的份额也在增加，金融化程度越来越深。然而获得金融业和房地产业的超额收益使股价不能如实反映企业真实价值，并且挤占了主营业务投资，导致企业出现资金空转、钱生钱的经营模式，股价崩盘风险随之增加。并没有突出金融服务实体经济的作用，不利于经济金融市场的稳定发展。根据本文文献研究及实证研究得出结论，针对性的提出以下建议，防止企业金融化引起股价崩盘，维持金融与经济市场的稳定。

5.2.1 加强金融资产配置监管

实体企业管理的当务之急是加强对金融资产的实时监管。实体企业持有一定额度的金融资产能够有效保持自身流动性合理充裕，但是，我国经济市场中金融资产的配置对实业投资是以“挤出效应”为主。金融资产持有比例过多会对企业主营业务发展产生负面影响，增加股价崩盘风险。因此，应该加强对上市公司金融资产配置的监管，根据企业融资约束程度的不同，设置不同的金融资产配置额度上限，并根据市场环境的变化定期调整，积极引导实体企业严格把控金融资产的配置额度，防止其金融化程度加深，增加了未来股价暴跌的可能。其次，优化企业的金融资产配置结构，对于融资约束大的实体企业，更应该配置货币性金融资产，实现金融资产蓄水池效用最大化。当企业持有更多货币资金时可将其用于投资金融产品，在需要资金并且难以在外部融到资金的时候能够将金融资产快速

变现。在不影响企业的正常投融资行为的条件下，在正常范围内的金融化是必要的，可以使金融更好的服务实体经济。企业出于预防性储蓄目的持有的“发挥蓄水池效应”的金融资产可以在一定程度上缓解企业的资金压力，防止股价暴跌。因而企业应该适度持有有利于企业长期发展的金融资产，尤其对于融资约束程度强的实体企业，要充分利用金融资产的蓄水池功效。金融资产的逐利动机挤占了企业的主业经营资金，且粉饰报表，强化管理层捂盘的动机，股价泡沫积累，从而增加了股价崩盘风险。因而企业应该谨慎、适度持有金融资产，企业所有者及监管者应该加强对企业的监管。

对于融资约束小的企业，虽然本文研究结果显示金融化对股价崩盘风险的影响不显著。但是将资金过多的投资于高风险的金融资产，也会带来一定风险，同时恶化融资约束强的实体企业的融资约束问题。企业应及时披露公司信息，将风险暴露控制在可控范围内，深耕实体经济发展，使金融更好的服务实体经济。

5.2.2 改善企业融资环境

在竞争日益激烈的市场中，实体企业若想取得竞争优势主要有两个途径，一个途径就是通过多元化经营横向的扩大规模，另一个途径就是通过创新研发来实现产品差异化。这两种途径都离不开大量的资金支持，尤其是银行信贷。在经济活动中，受企业自身特征及我国资本市场发展的限制，大量的实体企业难以及时地以合理的成本获取外部融资，中小企业“融资贵，融资难”状况仍在继续，大量的中小规模企业与民营企业很可能因缺乏抵押品无法通过银行信用评级来获得融资。在这样的情况下，即使公司持有再好的投资项目也无法进行投资。将大量资金投资于金融资产挤占了实业投资。

与之相反的是，许多融资环境好的上市公司，却不妥善利用，而是将其所获得的低成本资金转贷给其他企业，导致融资约束强的企业的融资成本持续攀升。融资约束弱的企业因其再放贷行为获取了丰厚的收入，而此举也进一步深化了实体企业的金融化程度。本文认为可以从以下几个方面改善企业的融资环境。

第一、增加银行与企业之间的信息透明度，建立多元化的信用担保体系，把控贷款风险的前提下适当放宽贷款政策，并加强贷款资金去向的监管；第二、对融资约束弱的实体企业资金运用要加强监督，防止在有限资源里，融资约束弱的

企业将资金用于放贷，在一定程度上恶化其他企业的融资约束程度。

5.2.3 加强信息透明度

实体企业信息透明度增加，会减小管理层捂盘的动机和机会，并且减小股价泡沫，稳定股价，减小崩盘风险。加强企业信息透明度需要各方合力，本文认为从以下两方面重点解决实体企业信息披露问题。

一方面加强实体企业所有者和管理者之间的信息透明度。企业通常把高管货币薪酬、股权激励和企业业绩相挂钩，虽然这种激励方式有助于把企业所有者与管理者的利益结合，高管可能为了获取更多的薪酬回报而选择更优的投资项目以提高企业业绩，但是高管也很可能也会为了获取短期高收益而把大量资金投资到金融资产等不利企业长期发展的投资项目上面。企业不断加强对监管制度的完善，加强对高管的监督，增加管理者 and 所有者之间的信息透明度，防止管理层捂盘，减小股价崩盘风险。

另一方面是加强实体企业与投资者之间的信息透明度。相关监管部门应该加强对实体企业信息披露的监管，并提高投资者素质。实体企业应将影响股价的信息及时如实公布，使其能够有效的反映在股价上，减小公司股价泡沫。

参考文献

- [1] Callen J.L.,and Fan X..Crash Risk and the Auditor ClientRelationship [J].Contemporary Accounting Research,2017,Vol.34,No.3: 1715-1750.
- [2] Ding, S.,Guariglia, A.and Knight, J. B. Investment and Financing Constraint in China:DoesWorking Capital Management Make a Difference?[J].Journal of Banking&Finance, 2013, Vol.37(5): 1490-1507.
- [3] Duchin, R., Gilbert, T., Harford, J. and Hrdlicka, C. M. Precautionary Savings with Risky Assets:When Cash Is Not Cash[J]. Journal of Finance, 2016,Vol. 72(6): 45-56.
- [4] Epstein,G.Financialization,rentier interest and central bank policy.manuscript, Department of Economics,University of Massachusetts,Amherst,MA,December. 2011.
- [5] Gehringer A..Growth,Productivity and Capital Accumulation: The Effects of Financial Liberalization inthe Case of European Integration,International Review of Economics & Finance,2013,Vol.25,No. 4: 291-309.
- [6] Hutton A. P. ,Marcus A. J. ,and Tehranian H. Opaque Financial Reports, R2,and Crash Risk. Jour-nal of Financial Economics,2009,Vol. 94, No. 1: 67-86.
- [7] Kim J.B.,Li Y.,and Zhang L.,CFOs Versus CEOs: Equity Incentives and Crashes. Journal of Fi-nancial Economics, 2011,Vol. 101,No. 3: 713-730.
- [8] Krippner,G.R..The financialization of the American economy[J]. Socio Economic Review,2005, Vol. 3(2):173-208.
- [9] Lenin. The discussion on self-determination summed up[J].CollectedWorks,1922, Vol .4(1):32-60.
- [10]Modigliani F, Miller MH.The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. The American Economist . 1958.
- [11]N. Xu, X. Li, Q. Yuan, et al. Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 25: 419~43.
- [12]Orhangazi . Financialization of the United States economy and its effects on capital accumulation: a theoretical and empirical investigation[J].Value

- Engineering, 2006, Vol. 2(1):11-27.
- [13]Orhangazi. Financialisation and capital Zccumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003[J].Cambridge Journal of Economics.2008, Vol.32(6),863-886.
- [14]Tobin. Money and economic growth econometrica. Journal of the econometric, 1965, Vol.33:671-684
- [15]Tori D, and Onaran O.,The Effects of Financialization on Investment: Evidence from Firm——Level Data for the UK. Cambridge Journal of Economics,2018, Vol.42,N.5: 1393-1416.
- [16]Wade R H. .Globalization as the institutionalization of neoliberalism: commodification,financialization,and the anchorless economy[J].UK:Palgrave Macmillan,2005,36-59.
- [17]蔡明荣,任世驰. 企业金融化:一项研究综述[J]. 财经科学, 2014, (07) :41-51.
- [18]陈浩琦. 实体企业金融化的动机及对企业价值的影响研究 [D]. 湖南大学, 2019.
- [19]陈享光,郭祎. 论金融化及其对经济发展的影响[J]. 学习论坛, 2017, 4(2) :32-35.
- [20]褚健,方军雄. 中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化 [J]. 经济研究, 2016 (5).
- [21]戴贇,彭俞超,马思超. 从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J]. 外国经济与管理, 2018, 40(11) :31-43.
- [22]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(03) :120-136.
- [23]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(03) :120-136.
- [24]邓迦予. 中国上市公司金融化程度研究 [D]. 西南财经大学, 2014.
- [25]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).

- [26] 顾雷雷, 郭建鸾, 王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究, 2020, (02): 109-127.
- [27] 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.
- [28] 康海俐. 融资约束与企业风险[D]. 西南财经大学, 2019.
- [29] 李思龙. 企业“脱实向虚”的动机及系统性金融风险影响——来自上市公司金融业股权投资的证据[J]. 广东财经大学学报, 2017(4): 45-57.
- [30] 刘放, 戴静, 胡文佳. 实体企业金融化与股价崩盘风险: 业绩改善还是投资驱动? ——基于实体企业套利动机的实证检验[J]. 武汉金融, 2018(09): 36-41.
- [31] 刘俊民. 从虚拟资本到虚拟经济[M]. 济南: 山东人民出版社, 1998, 23-62.
- [32] 刘丽娜, 马亚民. 实体企业金融化、过度负债与股价崩盘风险——基于上市公司投资视角的检验[J]. 云南财经大学学报, 2018, 34(03): 41-55.
- [33] 刘莉亚, 何彦林, 王照飞, 程天笑. 融资约束会影响中国企业对外直接投资吗? ——基于微观视角的理论和实证分析[J]. 金融研究, 2015, (08): 124-140.
- [34] 卢闯, 牛煜皓, 潘柳芸, 刘炳茹. 我国上市公司金融资产配置与股价崩盘风险关系研究[J]. 科学决策, 2019(03): 1-22.
- [35] 栾天虹, 袁亚冬. 企业金融化、融资约束与资本性投资[J]. 南方金融, 2019, (04): 28-36.
- [36] 梅玫. 实体企业金融化对股价崩盘风险的影响研究[D]. 安徽大学, 2020.
- [37] 彭俞超, 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.
- [38] 彭俞超, 倪晓然, 沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究, 2018, 53(10): 50-66.
- [39] 戚聿东, 张任之. 金融资产配置对企业价值影响的实证研究[J]. 财贸经济, 2018(5).
- [40] 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.
- [41] 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(09): 59-67.

- [42]孙镨. 金融资产期限配置对股价系统性风险的影响[D]. 上海外国语大学, 2020.
- [43]王芳. 经济金融化与经济结构调整[J]. 金融研究, 2004, (08):120-128.
- [44]王广谦. 金融市场运作效率的衡量标准[J]. 经济研究参考, 1996, (5):25-26.
- [45]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(01):155-166.
- [46]王红建, 李茫茫, 汤泰劫. 实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J]. 中国工业经济, 2016(11):73-89.
- [47]王化成, 曹丰, 高升好. 投资者保护与股价崩盘风险[J]. 财贸经济, 2014 (10).
- [48]文春晖, 李思龙, 郭丽虹, 余晶晶. 过度融资、挤出效应与资本脱实向虚——中国实体上市公司 2007—2015 年的证据[J]. 经济管理, 2018(7):39-55.
- [49]肖明, 崔超. 金融化对我国非金融上市公司绩效的影响研究[J]. 财会通讯, 2016, (9):72-74
- [50]谢钰歆. 企业金融资产配置与股价崩盘风险[D]. 广东外语外贸大学, 2020.
- [51]徐珊. 金融资产持有对非金融企业经营绩效的影响[J]. 山西财经大学学报, 2019, 41(11):27-39.
- [52]许罡, 伍文中. 公司金融化投资之谜: 盈余管理抑或金融套利? [J]. 证券市场导报, 2018(8):20-28.
- [53]许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2013 (7).
- [54]许新强. 中国非金融企业金融化程度和原因研究西南财经大学[D]西南财经大学, 2014.
- [55]闫海洲, 陈百助. 产业上市公司的金融资产: 市场效应与持有动机[J]. 经济研究, 2018, 53(07):152-166.
- [56]杨笋, 刘放, 王红建. 企业交易性金融资产配置: 资金储备还是投机行为? [J]. 管理评论, 2017(2):13-25.
- [57]余静文. 信贷约束、股利分红与企业预防性储蓄动机——来自中国 A 股上市公司的证据[J]. 金融研究, 2012, (10):97-110.

- [58]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, 51(12):32-46.
- [59]张军,易文斐,丁丹. 中国的金融改革是否缓解了企业的融资约束?[J]. 中国金融评论, 2008 (3).
- [60]张慕瀨,孙亚琼. 金融资源配置效率与经济金融化的成因——基于中国上市公司的经验分析[J]. 经济学家, 2014(04):81-90.
- [61]张文中. 企业金融化:动机、影响及控制[J]. 新疆财经, 2004, (3):20-22
- [62]朱东波,任力. “金融化”的马克思主义经济学研究[J]. 经济学家, 2017, (12):17-26.

后记

行文至此，我的研究生生涯就要结束了，也该向我生活了七年的母校说再见了，时光如梭，带着十八岁的期待步入兰州商学院，转眼七年已过，即将从兰州财经大学毕业，对未来有所期待，对过去充满感谢。

感谢国家的资助，有了国家提供的助学贷款和每年的研究生助学金作为后盾，我的学业才得以顺利完成。

感谢我的导师在我研究生期间给予我学术上的帮助和指导。在毕业论文的写作过程中，是导师一遍一遍的提出修改意见，完善文章的结构及内容。同时还要感谢金融学院的其他任课教师及研究生教学秘书，感谢您的每一堂课，为我今天的论文写作及以后的工作打下坚实的基础。

感谢我的家人和朋友，研究生期间给我最大的支持，包容我压力大时的烦躁、在我想放弃时耐心劝说、在我迷茫时指明方向。

研究生生活就要结束了，这段难忘的经历弥足珍贵。最后，祝母校年年桃李、岁岁芬芳，祝各位老师工作顺利，愿家人平安健康，愿各位同学学业有成。