

金融资产配置、金融杠杆与现金流风险

董盈厚¹, 马亚民¹, 董馨格²

(1. 辽宁大学 商学院, 辽宁 沈阳 110031; 2. 东北大学 工商管理学院, 辽宁 沈阳 110169)

[摘要]金融资产会计安排是企业执行金融工具准则的重要环节,具有显著的经济后果。基于实体企业金融化现象,研究金融资产配置与现金流风险关系,分析金融杠杆的调节功能,探讨非效率资本配置的传导作用,研究发现:金融资产配置与现金流风险之间存在U型关系;金融杠杆能够调节金融资产配置与现金流风险的关系,使关系曲线拐点右移与扁平化。区分金融资产配置类型后发现:交易类金融资产与现金流风险呈U型关系;委托贷款等新兴金融资产负向影响现金流风险;投资性房地产和长期金融股权投资未显著影响现金流风险。考虑企业生命周期后发现,成长期与衰退期企业金融资产配置与现金流风险呈U型关系,成熟期企业金融资产配置负向影响现金流风险;按照产权性质分组检验发现,金融资产配置与现金流风险的关系以及金融杠杆的调节效应在非国有企业中更显著;机制检验发现,非效率资本配置在金融资产配置影响现金流风险的过程中发挥中介作用。

[关键词]金融资产配置;金融杠杆;现金流风险;非效率资本配置;融资约束;资本结构;外部融资能力

[中图分类号]F092 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)05-0095-11

一、引言

伴随我国步入经济转型期,虚拟经济与实体经济之间的结构性矛盾凸显^[1]。在资本的逐利驱使下,大量产业资本涌入金融领域,呈现严重金融化趋势,致使产业资本与金融资本结构失衡,经营稳定性下降,资金链断裂现象频发。2004年德隆集团陷入现金流危机是实业基础丧失、金融风险显现的经典案例。现金流风险是企业风险管理的先导信号^[2],不仅能够反映企业资金的安全性、完整性与盈利性,体现财务健康程度,而且能够揭示企业的运营能力与经营质量。而风险作为企业投资行为的属性只是一个表征,资产配置问题才是根源。相关经验研究认为,金融资产配置能够挤出实业投资和创新投入^[3-5],危害企业的可持续发展^[6]。为此,近期监管政策强调“防风险”的重要发力点是“坚决防止脱实向虚”。为贯彻落实该项要求,出台了一系列宏观审慎政策,目标是调控金融杠杆,强化金融服务功能,提升产业资本主导地位。金融杠杆显现的层层嵌套与资金空转问题会推高实体经济运行成本,降低实业回报率,进而转变企业投资选择,作用于现金流风险水平^[7]。由此,本文提出如下思考:金融投资行为如何影响企业现金流风险?金融杠杆影响下,两者关系如何变化?弄清上述问题,不仅有助于厘清金融资产投资乱象背后的逻辑,而且能够从微观层面为防控金融风险提供实践参考。

张成思和郑宁^[8]总结发现,关于金融资产配置经济后果的文献主要集中在实业投资等经济行为方面。区别于以往研究^[3-5,9],文章聚焦于金融风险的现实表现和产生根源,立足于现金流风险考察金融投资行为的经济后果,同时结合中国制度现实,依托宏观审慎监管理论,分析金融杠杆水平的调节功能。本文的边际贡献可能表现为:第一,证实金融资产配置与现金流风险的U型关系。金融资产配置的融资约束与资本套利动机预示着金融资产配置存在阈值,低于阈值,能够缓解企业融资约束,提高主业稳定性,减少现金流波动;超过阈值,将挤出实业投资,危害主业可持续性发展,增加现金流不确定性。非线性关系的发现补充了现金流风险影响因素和金融资产配置经济后果的研究结论,有助于全面理解金融投资与实业发展之间的关系,为促进金融体系与实体部门良性互动,防范重大风险提供经验证据。第二,探讨了金融杠杆对金融资产配置与现金流风险关系的调节功能。金融杠杆的U型关系调节效应表现为,关系曲线拐点右移与扁平化。以金融杠杆为切入点的研究发现揭示出

[收稿日期]2021-07-04

[基金项目]辽宁省社会科学规划基金(L17BGL005)

[作者简介]董盈厚(1969—),男,辽宁庄河人,辽宁大学商学院教授,博士生导师,从事资本市场会计监管与治理研究;马亚民(1994—),女,山东烟台人,辽宁大学商学院博士研究生,从事资本市场会计监管与治理研究;董馨格(1997—),女,辽宁沈阳人,东北大学工商管理学院研究生,从事资本市场会计监管与治理研究,通讯作者,Email:DXG8866@163.com。

金融杠杆对实体经济运行环境的负面影响,从而深化实体部门和宏观金融体系关系研究,呈现宏观审慎政策对企业投资决策风险的微观作用机制。第三,揭示了金融资产配置对现金流风险影响的异质性与传导路径。分项金融资产配置检验结果展现了两者关系形成的主要载体,对企业合理配置金融资产、降低现金流风险有所裨益;企业生命周期影响结果描述了金融资产配置随企业动态发展的风险演变过程,为企业不同发展阶段的投资选择提供参考;产权性质讨论区分了国有与非国有企业金融投资的风险表现,有助于从企业风险异质性角度厘清两者关系的内在机制;非效率资本配置的中介效应检验能够提供金融资产配置与实体经济风险关系的解释机制,从而深化对企业金融投资经济杠杆作用的认识。

二、理论分析与研究假设

(一)金融资产配置与现金流风险关系

Gentry 是最早进行现金流风险界定的学者,认为债务无法按时偿付与投资需求无法满足是风险的主要表征^[10]。但此时的现金流风险概念更多的是在强调财务危机预警的重要性。在此之后,Geczy 等从现金流波动性角度定义了现金流风险^[11]。Hirth 和 Viswanatha 认为现金流风险是由于环境不确定性造成的企业现金流入不敷出的可能性^[12],即现金流风险表现为企业经营资金运动的不确定性,产生受内外部因素的共同影响。已有研究认为,内部因素主要包括企业决策与竞争地位。Meyer 等指出多元化经营战略在公司现金管理中具有重要意义^[13];陈志斌和王诗雨发现公司竞争力越强,现金流风险越小^[2]。外部因素涉及竞争强度与国家政策方面。Bolton 和 Scharfstein 认为竞争强度关系到企业能否有效管理现金流^[14];陈志斌和王诗雨得出行业竞争程度与现金流风险负相关的结论^[2];陈志斌和刘静认为国家财政政策能够作用于企业现金流上^[15]。随着经济金融化趋势的加深,金融资产配置成为国内外学界研究的热点。宏观层面上,Palley 指出,金融资产配置能够减慢经济增长,加剧经济波动^[16];Bhaduri^[17]与 Giron 和 Chapoy^[18]指出金融危机部分源于金融资产的配置行为;González 和 Sala 用宏观劳动模型发现金融资本扩张能够恶化就业问题^[19]。微观层面上,Tobin 认为金融资产配置能够负向影响实业投资^[20];Orhangazi 从金融投资和金融支付两个方面解释了美国非金融企业主业弱化的原因^[3];饶华春指出金融资产配置是企业融资约束改善的主要原因^[21];谢家智等验证了金融资本扩张与技术创新水平之间的负向关系^[4];王红建等的实证结果表明,金融资产配置是企业短期盈利的途径,但通过挤出企业创新投入产生负面效应^[5];黄贤环等发现金融资产配置与财务风险之间存在正向关系^[22];刘贯春等认为金融资产配置比例能够对企业投资波动产生平滑作用^[9]。总结上述文献可以发现,现金流风险管理研究缺少对经济金融化背景问题的关注。现阶段,中国经济步入新常态,金融与房地产业异常繁荣,实业利润空间收窄,由此引发的企业投资决策转变必然会影响企业现金流特征。

金融资产较高的流动性与收益性决定了融资约束与资本套利是企业配置金融资产的主要动机^[5-6,23-25]。根据融资约束动机,金融资产配置起到“缓冲器”作用,可以缓解企业融资约束,平滑实业投资波动,从而降低企业经营活动现金流量不确定性,即现金流风险。当企业内外源融资不足时,金融资产较高的可逆性可以满足企业资金需求,缓解企业实业投资不足问题;当企业外部融资能力较强且具有大量闲置资金时,金融资产配置可以抑制实业投资过度^[9]。换言之,随着金融资产配置的增加,资产结构的合理性提高,从而能够提升企业的资金融通能力与经营质量,增强现金流稳定性。具体表现如下:第一,蓄水池效应。依据预防性储蓄理论,金融资产配置可以保持流动性,盘活闲置资本,提升资本利用效率,同时能够通过金融资产处置应对突发事件带来的现金流冲击,从而缓冲现金流波动。第二,资本成本效应^[5,26]。根据信息不对称理论,金融资产配置能够提高市场流动性,优化资本市场信息环境,减少企业与投资者之间的信息障碍,缓解企业的融资供需矛盾,增加产业资本来源^[27],充实企业长期盈利能力,从而减少现金流波动。第三,资源配置效应^[21]。基于资产需求理论,金融资产配置通过空间上的资源整合弥补实业投资资金回流速度慢的缺陷,增强现金流稳定性。

与流动性风险强调企业资产变现能力不同,现金流风险特指企业经营性现金流量的波动性,这意味着企业金融资产配置具有有限度,并非越多越好。主要原因在于金融资产配置的资本套利动机,即逐利驱使企业过度持有金融资产,挤出实业投资,危害主业发展基础,从而加剧企业现金流的不可持续性与不可预期性,增加企业面临的现金流风险。换言之,金融资产配置过度会降低资产结构的合理性,削弱实业投资在企业价值^①创造过程

^①根据费希尔(Fisher)模型,企业价值是企业未来现金流量的函数。

中的基础作用,放大金融市场与企业部门的风险联动效应,从而导致企业收益稳定性下降,现金流不确定性上升,现金流风险增加。具体表现如下:其一,短期性。金融资产配置过度是管理层迎合股东利益最大化要求和私利动机的结果^[28],将导致企业因过分寻求短期利益忽视能够带来持续稳定现金流的主营业务的长期发展,从而产生大量暂时性现金流入,加剧现金流波动。其二,波动性。跨行业套利的企业有动机通过举债方式投资金融资产,从而可能推动企业负债率上升^[1];同时金融投资过度对主业投资的抑制作用会减少企业用于银行信贷的抵押品数量,缩减融资规模^[22],削弱外部融资能力。这都将使企业经营资产配置面临信贷资金不确定性困境,从而增加实业投资波动性,降低企业经营稳定性,直观表现为较大的现金流波动。其三,风险性。根据资本资产定价理论,企业在分享金融领域高额收益的同时承担着较高风险^[29]。金融资产对外部冲击较强的敏感性决定了金融投资收益波动性较强,且金融资产配置会增强金融体系与企业部门的风险联动性,从而将金融市场风险传递到企业^[30]。显然,上述结果会增加企业经营活动及其现金流量的不确定性。因此,本文提出假设1。

H1:随着金融资产配置比例的增加,现金流风险先减少后增加,两者呈U型关系。

(二)金融杠杆的调节功能

国内外学者多从宏观层面考察金融杠杆^①的影响。一是经济增长。Cecchetti和Kharroubi以金融杠杆为切入点,利用50个国家30年的面板数据论述了经济增长问题^[32];Law和Singh发现金融杠杆作用于经济增长的过程中存在门限效应^[33];Arcand等以130多个国家为研究对象,得出经济增长前景受限于高金融杠杆的论断^[34]。二是经济波动。Era和Narapong认为经济波动会受到金融杠杆的非线性影响^[35];马勇等指出高金融杠杆是经济波动加剧的主要原因^[36]。三是金融风险。Allen等认为金融危机可部分归因于高杠杆问题^[37];Wagner指出杠杆率高企能够导致金融市场动荡^[38];Greenwood和Scharfstein的研究表明,信贷扩张增加了金融环境的复杂性^[39];王倩和赵铮的研究表明,金融杠杆攀升会引发金融市场运行不确定性带来的金融风险^[40]。在宏观审慎监管背景下,金融杠杆对作为实体经济主体的微观企业的影响受到实务界与学术界的重视。

首先,金融杠杆使金融资产配置拐点右移。高金融杠杆意味着大量金融资本集聚于金融体系内部“空转”,导致实体企业发展难以获得信贷资金支持,融资约束问题加剧,从而增加企业出于融资约束动机的金融资产配置,致使金融资产配置缓冲企业现金流风险的功能凸显,边际风险为负的区间延长,为零时对应的金融资产配置比例右移。具体可以从三个方面论述:一是金融杠杆影响实体企业信贷期限结构。盛天翔和张勇研究发现金融杠杆越高,银行越倾向于缩减中长期贷款规模^[31]。而实业投资周期性长、投入资金多等特征决定了较高的金融杠杆会增加企业融资约束,强化金融资产配置动机。二是金融杠杆影响实体企业融资成本。吴建奎等认为金融杠杆上升带来的金融资源错配问题将导致企业面临融资贵的局面^[41]。金融杠杆增加表明宏观金融体系存在层层嵌套现象,融资通道复杂化,导致企业外源融资成本上升,实业投资供给不足^[42],出于融资约束动机的金融资产配置增多。三是金融杠杆影响实体投资收益率。Turner认为金融杠杆攀升会挤占实体经济资本租金^[7];吴建奎等指出金融杠杆高企导致生产要素成本增加^[41]。不难发现,高金融杠杆导致实业投资回报下降,较低的收益率又会加剧金融资本脱离实体部门寻求独立增值的倾向,从而减少流入实体企业的货币资本^[43],使企业面临更高的融资约束,增加金融资产配置需求。值得说明的是,高金融杠杆的上述影响,即导致实体企业资金流回金融机构部门会提高金融资本的增值性要求,最终这种高收益压力将转嫁到实体企业层面,表现为融资约束程度上升^[43],从而进一步促进企业配置金融资产。

其次,金融杠杆弱化金融资产配置与现金流风险的关系。如前所述,金融资产配置主要通过影响企业主营业务质量降低或提高现金流风险。而高金融杠杆可能通过影响经济波动和货币政策传导有效性增加企业实业投资风险,进而弱化金融资产配置对现金流风险的U型影响。具体来说,一方面,依据明基斯的金融不稳定假说,金融资本体内循环带来的金融杠杆攀升会增加经济不稳定性,且得到较为普遍的认同。Era和Narapong认为金融杠杆增加会给宏观经济体系带来冲击^[35];Greenwood和Scharfstein指出金融杠杆增加是金融市场与经济运行不确定性产生的主要原因^[39]。特别地,金融杠杆越高,其顺周期性越强,从而进一步放大经济波动^[44]。伴

^①金融杠杆主要可以从信贷资金需求和供给两个角度理解。信贷资金需求端对应实体经济部门,包括企业层面的资产负债率和宏观经济层面的信贷水平;供给端则对应金融机构部门,特指金融机构间基于同业业务层层嵌套形成的杠杆^[31]。聚焦文章研究问题,我们将金融杠杆界定为金融机构层面的同业杠杆。

随宏观经济波动,企业实业投资机会缩减,投资项目亏损甚至失败的可能性增加。此外,宏观经济大幅波动会降低消费者消费意愿,导致企业产品市场需求不足,实业投资回报下降^[45]。以上都将加剧实业投资风险,从而弱化金融资产配置通过平滑实业投资降低现金流风险以及金融资产配置过度挤出实业投资进而增加现金流风险的关系。另一方面,金融机构在货币政策传导机制中占据主体地位,金融杠杆上升带来的企业信贷期限结构短期化会降低货币政策传导有效性^[31]。赖黎等认为短期贷款会导致企业短贷长投行为增多,企业经营风险加大^[46];刘海明和李明明指出企业信贷期限结构短期化会增加实业投资不稳定性^[47]。由此可见,货币政策传导有效性下降将损害企业经营质量,进而放缓金融资产配置增加时现金流风险的变动幅度。

以上分析表明,金融杠杆具有两种调节效应:随着金融杠杆的向上波动,出于融资约束动机的金融资产配置需求增加,缓冲现金流风险的区间延长,拐点右移;金融资产配置对现金流风险的作用程度减弱,即关系曲线变缓。因此,本文提出假设 2。

H2:金融杠杆能够调节金融资产配置与现金流风险的关系。

H2a:金融杠杆使关系曲线的拐点右移。

H2b:金融杠杆弱化两者关系,即使关系曲线扁平化。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

振兴实体经济的重要发力点是推动制造业长远发展,为此,以 2007—2018 年^①A 股上市的制造业企业为研究样本。选择 2007 年为开始年份源于两点考虑:第一,新企业会计准则于 2007 年全面实施,财务数据口径不统一问题得到解决;第二,2007 年美国次贷危机引发社会各界对金融化引致的虚拟经济过度膨胀问题的广泛关注。现金流风险与金融资产配置的数据源于 CSMAR 数据库,由笔者整理计算所得;金融杠杆采用金融机构层面的数据,来自于 WIND 数据库;控制变量的数据取自 CSMAR 数据库、RESSET 数据库与巨灵金融数据库。

根据研究需要进行如下预处理:(1)剔除样本期间出现 ST、PT、*ST 等特别处理情况的公司样本;(2)剔除数据缺失的样本。最终本文得到 12129 个观测值。为减少离群值的影响,本文对连续变量进行上下 1% 的缩尾处理。

(二)主要实证模型

依照 Lind 和 Mehlum^[48]以及陈志斌和王诗雨^[2]的研究,本文采用模型(1)验证假设 H1:

$$R_CF_{i,t} = \alpha + \beta_1 Financial_{i,t} + \beta_2 Financial_{i,t}^2 + \gamma \times ControlVariables + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型中的 $R_CF_{i,t}$ 为被解释变量,代表现金流风险,用企业三年经营活动现金净流量/总资产的标准差衡量。 $Financial_{i,t}$ 为解释变量,代表金融资产配置,用金融资产相对规模表示。 $ControlVariables$ 为控制变量组,定义如表 1 所示。

根据 Lind 和 Mehlum^[48]提出的三步程序,H1 成立的条件是:(1) $Financial_{i,t}^2$ 的系数 β_2 为正且显著;(2) $Financial_{i,t}$ 取值范围两端的斜率足够陡峭,即 $\beta_1 + 2\beta_2 Financial_{mix}$ 显著为负, $\beta_1 + 2\beta_2 Financial_{max}$ 显著为正;(3) 拐点 $Financial_{i,t} \times$ 落在取值区间内。后两个条件可进一步表示为:

$$\beta_1 + 2\beta_2 Financial_{mix} < 0 < \beta_1 + 2\beta_2 Financial_{max} \quad (2)$$

借鉴 Haans 等^[49]等相关学者的研究,建立非线性关系调节模型(3)验证假设 H2:

$$R_CF_{i,t} = \alpha + \beta_1 Financial_{i,t} + \beta_2 Financial_{i,t}^2 + \beta_3 Pe_{i,t} \quad (3)$$

其中 $Pe_{i,t}$ 为调节变量,代表金融杠杆,参考盛天翔和张勇^[31]的做法,本文采用金融机构同业杠杆率衡量。

根据 Haans 等^[49]的研究,调节变量对 U 型关系的影响存在两种效应:(1)使拐点向左偏移或向右偏移;(2)使关系曲线变缓或变陡。

就第一种调节效应而言,通过对模型(3)求 $Financial_{i,t}$ 的一阶偏导并令其等于零可得拐点 $Financial_{i,t}^*$:

$$Financial_{i,t}^* = \frac{-\beta_1 - \beta_3 Pe_{i,t}}{2\beta_2 + 2\beta_5 Pe_{i,t}} \quad (4)$$

^①截至本文研究时,上市公司 2019 年度报告信息尚未披露完毕。

由式(4)可知,调节变量 $Pe_{i,t}$ 会影响拐点 $Financial_{i,t}^*$ 。为了直观呈现 $Pe_{i,t}$ 的作用效果,对式(4)求导:

$$\frac{\delta Financial_{i,t}^*}{\delta Pe_{i,t}} = \frac{\beta_1\beta_5 - \beta_2\beta_4}{2(\beta_2 + \beta_4 Pe_{i,t})^2} \quad (5)$$

由于分母大于零,偏移方向取决于分子 $\beta_1\beta_5 - \beta_2\beta_4$ 的符号:为负时表明随着 $Pe_{i,t}$ 的增加,拐点向左偏移;为正则向右偏移。

第二种调节效应不依赖于除 β_5 之外的任何其他系数,即需要检验 β_5 的方向与显著性。如果 $\beta_5 < 0$ 且显著,关系曲线变缓;反之变陡。

(三) 变量定义

货币资金与应收款项作为金融资产,与企业主营业务具有较强的相关性,且是各种因素共同作用的结果,并非由企业完全自主决策形成,故不列为研究范围。本文关注广义上的金融资产,具体分为交易类金融资产、投资性房地产、委托贷款等新兴金融资产与长期金融股权投资四类^[50]。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	度量方法
被解释变量	$R_CF_{i,t}$	现金流风险	$t-2$ 年至 t 年企业经营活动现金净流量/总资产的标准差
解释变量	$Financial_{i,t}$	金融资产配置	金融资产/总资产
调节变量	$Pe_{i,t}$	金融杠杆	金融机构同业杠杆
中介变量	$Indffinv_{i,t}$	非效率资本配置	实际投资水平与预期投资水平差额的绝对值
类别变量	$Lc_{i,t}$	生命周期	现金流模式法,分为成长期、成熟期与衰退期
	$Soe_{i,t}$	产权性质	国有企业取1,非国有企业取0
控制变量	$SaleGrowth_{i,t}$	营业收入增长率	(期末营业收入-期初营业收入)/期初营业收入
	$TobinQ_{i,t}$	成长性	市场价值与总资产之比
	$Lev_{i,t}$	资本结构	债务总额与资产总额的比值
	$Fcf_{i,t}$	自由现金流	每股自由现金流量
	$Qui_{i,t}$	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	$Interest_{i,t}$	利息保障系数	(净利润+所得税费用+财务费用)/财务费用
	$External_{i,t}$	外部融资能力	股权融资与债权融资加总,再除以总资产
	$Management_{i,t}$	管理层持股	管理层持股数与总股数的比值
	$Qyjgash_{i,t}$	宏观环境因素	以企业景气指数表示
	$Dual_{i,t}$	两职合一	董事长兼任总经理的,取值为1,否则为0
	$Audit_{i,t}$	审计意见	被出具标准无保留意见的,取值为1,否则为0
	$Div_{i,t}$	是否支付股利	公司当年支付股利时,取值为1,否则为0

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

表2是变量的描述性统计。 $R_CF_{i,t}$ 均值与中位数基本相当,数据呈现正态分布; $R_CF_{i,t}$ 的极差较大,说明现金流风险数据具有较强的可操作性。由于存在高利润率“虹吸效应”,且现金流风险具有全面性、复杂性与可控性,制造业企业应将现金流风险管理提升到重要高度。 $Financial_{i,t}$ 的均值为0.05,最大值为0.46,即金融资产占比高达46%,说明金融资产配置在实体企业投资决策中占有重要地位。 $Pe_{i,t}$ 的均值为0.25,最小值为0.16,最大值为0.30,金融杠杆较高,表明实体经济运行的潜在风险成本较高,揭示了宏观审慎监管的必要性与紧迫性。

(二) 回归分析

文章选择面板固定效应模型,能够避免公司特定异质性的影响,从而缓解内生性问题,提高结果准确性。表3第(1)列是对应假设H1的回归结果。 $Financial_{i,t}$ 的系数为0.0873,显著性水平为5%,条件(1)适用。根据表2,

表2 变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	25%分位	中位数	75%分位	最小值	最大值
$R_CF_{i,t}$	12129	0.04	0.04	0.02	0.04	0.06	0.00	0.21
$Financial_{i,t}$	12129	0.05	0.09	0.00	0.01	0.06	0.00	0.46
$Pe_{i,t}$	12129	0.25	0.05	0.20	0.25	0.29	0.16	0.30
$SaleGrowth_{i,t}$	12129	0.18	0.39	-0.01	0.12	0.28	-0.56	2.61
$TobinQ_{i,t}$	12129	2.18	1.32	1.33	1.76	2.53	0.91	8.46
$Lev_{i,t}$	12129	0.42	0.20	0.27	0.41	0.57	0.05	1.03
$Fcf_{i,t}$	12129	0.04	0.71	-0.22	0.07	0.34	-3.42	2.30
$Qui_{i,t}$	12129	1.82	2.15	0.74	1.16	1.96	0.16	15.95
$Interest_{i,t}$	12129	-0.46	66.81	-3.38	2.56	8.29	-378.63	344.57
$External_{i,t}$	12129	0.56	0.20	0.45	0.56	0.66	0.14	1.85
$Management_{i,t}$	12129	0.12	0.19	0.00	0.00	0.21	0.00	0.71
$Qyjgash_{i,t}$	12129	121.58	8.70	113.50	123.30	126.60	98.50	143.00
$Dual_{i,t}$	12129	0.26	0.44	0	0	1	0	1
$Audit_{i,t}$	12129	0.96	0.19	1	1	1	0	1
$Div_{i,t}$	12129	0.70	0.46	0	1	1	0	1

$Financial_{max}$ 为 0.00, $Financial_{max}$ 为 0.46, 所以有不等式 $-0.0585 < 0 < 0.021816$, 后两个条件适用, 说明金融资产配置与现金流风险呈 U 型关系, 假设 H1 得到验证。换言之, 金融资产配置存在阈值, 低于阈值, 随着金融资产配置比例的增加, 现金流风险会下降; 超过阈值, 金融资产配置比例的进一步上升将加剧企业现金流风险。检验结果证实了金融资产配置融资约束与资本套利两种动机的存在, 与金融资产双重属性相契合。缓冲因融资约束导致的实业投资波动, 提高经营活动持续性与稳定性, 降低企业现金流不确定性, 呈现出一种未雨绸缪选择; 高收益性预示着追求短期利益日渐成为实体企业经营目标, 从而更可能忽视主业可持续发展, 减少实业投资, 增加主业基础丧失可能性, 加剧经营活动波动, 加大现金流风险, 表现为一种舍本逐末行为。

表 3 第(2)列检验了金融杠杆对 U 型关系的调节效应。结果显示, $Financial_{i,t}$ 的系数为 0.3145, 显著性水平为 10%, 同时满足 $-0.1714 < 0 < 0.11794$, 即金融资产配置具有限度, 持有比例较低时, 现金流风险得以分散; 当超过一定水平, 现金流风险增加, 再次证实了假设 H1。另外, $Financial_{i,t} \times Pe_{i,t}$ 的系数为 0.5979, 具有 5% 的显著性水平; $Financial_{i,t}^2 \times Pe_{i,t}$ 的系数为 -1.1847 , 具有 10% 的显著性水平。所以 $\beta_1\beta_3 - \beta_2\beta_4 = 0.01501803 > 0$, 说明金融杠杆使关系曲线的拐点右移, 假设 H2a 得以支持。这表明金融杠杆攀升会弱化金融体系资金疏导作用, 恶化实体企业融资环境, 增加融资约束程度, 从而增强企业配置金融资产的融资约束动机, 延长金融资产配置分散现金流风险的区间, 致使边际风险为零时金融资产配置比例右移。此结论揭示了金融加杠杆的本质, 即金融资本为实现增值逐渐脱离产业资本集聚于金融体系内部层层嵌套与“空转”的过程, 意味着高金融杠杆会削弱金融服务实体经济的能力, 造成实业投资资金供给不足, 金融资产配置需求上升。对于第二种调节效应, 由于 β_5 为负且显著, 说明金融杠杆攀升能够弱化 U 型关系, 使其扁平化, 支持假设 H2b。这表明金融杠杆会加剧实体经济运行风险, 降低企业经营质量, 从而弱化金融资产配置表现出的投资平滑与投资替代效应。该研究发现反映了金融杠杆的风险联动性, 即高金融杠杆可能通过放大经济波动与降低货币政策传导效率将金融风险传递到企业层面。综上, 金融杠杆的两种调节效应得到验证。

(三) 内生性处理

内生性问题产生的来源可以归纳为两个方面: 一是模型度量偏误, 即变量度量偏误; 二是模型设置偏误, 即广义上的遗漏变量偏误, 包括一般性遗漏变量偏误与自选择、样本选择和互为因果等特殊性遗漏变量偏误。具体到文章研究问题, 金融资产配置与现金流风险测度方法的基本统一可以缓解变量度量偏误, 模型构建过程中尽可能囊括影响现金流风险的因素能够减少一般性遗漏变量偏误, 固定效应模型以及研究样本的选取使个体差异得到有效处理并有机会进入观测样本, 从而在一定程度上避免自选择、样本选择带来的特殊性遗漏变量偏误, 但现金流风险高的企业可能面临较少的实业投资机会, 在资本逐利驱使下更可能投资金融资产, 从而导致反向因果关系。为了解决可能存在的内生性问题, 文章借鉴李建军和韩珣^[30]的思路, 选取金融资产配置滞后一期作为工具变量。这是因为投资的路径依赖性决定了其与当期金融资产配置相关, 而金融资产配置滞后项又不会直接影响企业经营活动的现金流波动, 因此在经济意义上满足工具变量的相关性与外生性要求。然后本文采用 2SLS 法进行回归, 相关统计检验及估计结果见表 4。回归(1)与回归(2)中 Kleibergen-Paap rk LM statistic 的 P 值均为 0.0000, 即在 1% 显著性水平

表 3 金融资产配置、金融杠杆与现金流风险

	(1) 现金流风险	(2) 现金流风险
$Financial_{i,t}$	-0.0585*** (0.0140)	-0.1714** (0.0704)
$Financial_{i,t}^2$	0.0873** (0.0351)	0.3145* (0.1852)
$Financial_{i,t} \times Pe_{i,t}$		0.5979** (0.2641)
$Financial_{i,t}^2 \times Pe_{i,t}$		-1.1847* (0.6835)
Control Variables	控制	控制
_cons	0.0178*** (0.0066)	0.0627*** (0.0081)
R ²	0.0132	0.0305
N	12129	12129

注: 限于篇幅, 文章仅报告主要解释变量回归结果; 括号内为异方差稳健标准误; **、* 与 * 分别表示在 1%、5% 与 10% 的水平上显著。下同。

表 4 内生性处理——2SLS 检验

	(1) 现金流风险	(2) 现金流风险
$Financial_{i,t}$	-0.1051*** (0.0284)	-0.2411** (0.1040)
$Financial_{i,t}^2$	0.1678** (0.0813)	0.4632 (0.2842)
$Financial_{i,t} \times Pe_{i,t}$		0.8989** (0.3611)
$Financial_{i,t}^2 \times Pe_{i,t}$		-1.9325** (0.9723)
Control Variables	控制	控制
R ²	0.0122	0.0345
N	11452	11452
Kleibergen-Paap rk LM statistic	114.290 [0.0000]	122.591 [0.0000]
Kleibergen-Paap rk Wald F statistic	71.705 {7.03}	35.533 {7.03}

注: {} 内的数值为 Kleibergen-Paap rk LM statistic 的 P 值; {} 内的数值为 Stock-Yogo 检验 10% 水平上的临界值。

上拒绝存在识别不足问题的原假设;进一步地,Kleibergen-Paap rk Wald F statistic 分别为 71.705 和 35.533,均大于 7.03,即拒绝弱工具变量的原假设。综上验证了工具变量的合理性,同时说明金融资产配置与现金流风险的 U 型关系以及金融杠杆的两种调节效应在控制内生性问题后依然成立。

(四)稳健性检验

Bootstrap 标准误估计方法以抽样为基础,能够得到比 Robust 更加保守的统计推断,更好地克服短面板数据分析中组间异方差问题的干扰,保证估计的有效性。为此文章采用 Bootstrap 方法进行稳健性检验^①,结果如表 5 所示。可以发现,正文假设在进一步控制异方差问题之后依然成立。

(五)进一步分析

1. 分项金融资产配置与现金流风险

表 6 第(1)列呈现了分项金融资产配置与现金流风险关系的回归结果。 $F_TR_{i,t}^2$ 的系数为 0.3752,显著性水平为 5%,第一个条件适用;据统计, $F_TR_{i,t}$ 的取值区间为[0,0.22],所以有不等式 $-0.0966 < 0 < 0.068488$,后两个条件适用,说明交易类金融资产与现金流风险呈 U 型关系,证实了交易类金融资产的双重属性。 $F_REAL_{i,t}$ 的系数为 -0.0140,不显著,表明投资性房地产配置未显著影响现金流风险,可能是由投资性房地产风险尚未充分释放,收益显性程度较大导致的^[50]; $F_BK_{i,t}^2$ 的系数为 0.0887,不显著;而 $F_BK_{i,t}$ 的系数为 -0.0546,显著性水平为 1%,表明委托贷款等新兴金融资产配置会降低现金流风险,未表现为 U 型关系的可能解释是该项资产产生时间不长,更多的是对短期风险特征的呈现; $F_EQUITY_{i,t}$ 的系数不显著,说明长期金融股权投资与现金流风险之间没有显著关系,可能是因为持有该类资产的公司较少,且配置比例较低^②。

第(2)列为剔除 2008 年和 2009 年数据后的结果,同样支持上述结论。虽然研究结果表明金融资产配置对现金流风险的 U 型影响主要是交易类金融资产与委托贷款等新兴金融资产配置发挥作用,但高风险性和高投机性预示着投资性房地产与长期金融股权投资是企业现金流风险上升的潜在因素。

2. 企业生命周期的影响

表 8 是企业生命周期影响的检验结果。回归(1)中 $Financial_{i,t}^2$ 的系数为 0.1336,显著性水平为 5%,且满足 $-0.0671 < 0 < 0.055812$,验证了成长期企业金融资产配置与现金流风险的 U 型关系,寻求金融资产与经营资产的有机结合对于成长期企业尤显重要;回归(2)中 $Financial_{i,t}^2$ 的系数不显著, $Financial_{i,t}$ 的系数为 -0.0508,在 5%水平上显著,说明成熟期企业金融资产配置可以减少委托代理冲突,缓解实业投资过度问题,从而提高投资效率,增强企业运营能力及经营活动现金流稳定性,降低现金流风险;回归(3)中 $Financial_{i,t}^2$ 的系数为 0.1775,在 5%的水平上显著,且有 $-0.1021 < 0 < 0.0612$,表明衰退期企业金融资产配置能够通过 U 型曲线效应影响现金流风险,金融资产配置能够提高企业经营质量,但过度持有会进一步损害主业可持续发展能力。这与上述推断相符,说明不同发展阶段的经营特征是实体企业投资选择及其风险表现的决定因素,揭示了企业生命周期影响研究的必要性。

表 5 稳健性检验

	(1) 现金流风险	(2) 现金流风险
$Financial_{i,t}$	-0.0585 *** (0.0160)	-0.1714 *** (0.0629)
$Financial_{i,t}^2$	0.0873 ** (0.0410)	0.3145 * (0.1715)
$Financial_{i,t} \times Pe_{i,t}$		0.5979 ** (0.2473)
$Financial_{i,t}^2 \times Pe_{i,t}$		-1.1847 * (0.6668)
ControlVariables	控制	控制
_cons	0.0178 *** (0.0064)	0.0627 *** (0.0074)
R ²	0.0132	0.0305
N	12129	12129

表 6 分项金融资产配置与现金流风险

	(1) 现金流风险	(2) 现金流风险
$F_TR_{i,t}$	-0.0966 *** (0.0347)	-0.0785 ** (0.0347)
$F_TR_{i,t}^2$	0.3752 ** (0.1776)	0.3161 * (0.1823)
$F_REAL_{i,t}$	-0.0140 (0.0335)	-0.0439 (0.0331)
$F_BK_{i,t}$	-0.0546 *** (0.0186)	-0.0412 ** (0.0187)
$F_BK_{i,t}^2$	0.0887 (0.0619)	0.0590 (0.0570)
$F_EQUITY_{i,t}$	-0.0123 (0.0530)	-0.0164 (0.0537)
ControlVariables	控制	控制
_cons	0.0186 *** (0.0067)	0.0025 (0.0082)
R ²	0.0136	0.0176
N	12129	10968

①除了改变估计方法,稳健性检验还可以从变换样本数据与变更衡量指标两个角度进行。为了增强正文研究结论的稳健性,考虑到 2008 年“四万亿计划”可能对研究结果产生干扰,文章剔除了 2008 年和 2009 年的数据;同时,改变金融杠杆衡量指标,利用宏观层面指标即 M2/GDP 和私人信贷总额/GDP 两个指标重新衡量金融杠杆。变换样本数据和变更衡量指标的回归结果同样支持正文假设,限于篇幅未列示。

②CSMAR 数据库数据显示,公司长期金融股权投资不为 0 的样本数仅有 1711 个,均值仅为 0.02。

3. 产权性质的影响

在转型经济制度背景下,政府更可能通过资源支持将公共治理目标内生于国有企业的投资活动中。资源获取优势弱化了国有企业金融资产配置的现金管理功能,同时减弱了金融投资高风险性对企业现金流运行效率的危害。因此金融资产配置与现金流风险的U型关系在非国有企业中更显著。与此同时,基于要素禀赋假说,资源获取优势能够提升国有企业的生产运营能力,增强应对金融杠杆上升带来的实体经济运行风险的能力,即金融杠杆更可能对非国有企业产生影响。

表9第(1)列与第(2)列分别是非国有企业与国有企业金融资产配置与现金流风险关系的检验结果。可以发现,非国有企业样本组中, $Financial_{i,t}^2$ 的系数为 0.0904, 显著性水平为 5%, 且满足 $-0.0603 < 0 < 0.022868$; 而国有企业样本组中, $Financial_{i,t}^2$ 的系数为正但不显著, 说明两者关系更可能出现在难以得到政府支持的非国有企业中。第(3)列与第(4)列分别检验了非国有企业与国有企业中金融杠杆的调节效应。结果显示, 非国有企业样本组中, $Financial_{i,t}^2$ 的系数为 0.3874, 在 10% 水平上显著, 且有 $-0.2328 < 0 < 0.123608$, 再次支持非国有企业金融资产配置对现金流风险的U型影响; $Financial_{i,t} \times Pe_{i,t}$ 的系数为 0.8227, 显著性水平为 5%, $Financial_{i,t}^2 \times Pe_{i,t}$ 的系数为 -1.4514 , 显著性水平为 10%。于是有 $\beta_1\beta_5 - \beta_2\beta_4 = 0.01917194 > 0$, 即U型关系曲线拐点右移。鉴于 β_5 显著为负, U型关系曲线变缓。而在国有企业样本组中, 主要解释变量的系数均不显著, 这表明金融杠杆的调节功能在非国有企业中表现明显。

表8 企业生命周期的影响

	(1) 成长期	(2) 成熟期	(3) 衰退期
$Financial_{i,t}$	-0.0671 *** (0.0224)	-0.0508 ** (0.0202)	-0.1021 *** (0.0333)
$Financial_{i,t}^2$	0.1336 ** (0.0593)	0.0403 (0.0558)	0.1775 ** (0.0821)
ControlVariables	控制	控制	控制
_cons	0.0061 (0.0112)	0.0385 *** (0.0105)	0.0230 (0.0186)
R ²	0.0176	0.0255	0.0410
N	5729	4388	1986

表9 产权性质的影响

	(1) 非国有企业	(2) 国有企业	(3) 非国有企业	(4)① 国有企业
$Financial_{i,t}$	-0.0603 *** (0.0155)	-0.0613 * (0.0330)	-0.2328 *** (0.0865)	-0.0928 (0.1248)
$Financial_{i,t}^2$	0.0904 ** (0.0394)	0.0910 (0.0712)	0.3874 * (0.2293)	0.2196 (0.3147)
$Financial_{i,t} \times Pe_{i,t}$			0.8227 ** (0.3207)	0.3000 (0.4986)
$Financial_{i,t}^2 \times Pe_{i,t}$			-1.4514 * (0.8309)	-0.8804 (1.2541)
ControlVariables	控制 (0.0012)	控制 (0.0017)	控制 (0.0012)	控制 (0.0017)
_cons	0.0049 (0.0076)	0.0624 *** (0.0136)	0.0573 *** (0.0095)	0.0912 *** (0.0162)
R ²	0.0196	0.0147	0.0399	0.0261
N	9470	2919	9470	2919

五、机制检验

为了验证金融资产配置是否通过影响资本配置效率作用于企业现金流风险, 文章借助 Edwards 和 Lambert^[57] 开发的路径分析方法, 参照董保宝^[58] 的研究设计, 使用如下模型进行检验:

$$Ineffinv_{i,t} = \alpha + \beta_1 Financial_{i,t} + \beta_2 Financial_{i,t}^2 + \gamma \times ControlVariables + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$R_CF_{i,t} = \alpha + \beta_1 Financial_{i,t} + \beta_2 Ineffinv_{i,t} + \beta_3 Financial_{i,t}^2 + \beta_4 Financial_{i,t} Ineffinv_{i,t} + \gamma \times ControlVariables + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

上述模型中的 $Ineffinv_{i,t}$ 为中介变量, 即非效率资本配置。文章借鉴 Richardson^[59] 以及刘行和叶康涛^[60] 的投资效率度量模型, 先求得企业预期投资水平, 然后用实际投资水平与预期投资水平差额的绝对值表示企业非效率资本配置, 且数值越大, 非效率资本配置程度越高。其他变量定义与上文一致。具体度量模型如下:

$$Inv_{i,t} = Inv_{i,t-1} + Cash_{i,t-1} + Size_{i,t-1} + Lev_{i,t-1} + Grow_{i,t-1} + Ret_{i,t-1} + Age_{i,t-1} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中的 $Inv_{i,t}$ 为企业当年新增资本投资额, 用(构建固定资产、无形资产与其他长期资产支付的现金 - 处置固定资产、无形资产与其他长期资产收回的现金净额)/期初总资产表示; $Inv_{i,t-1}$ 代表上年新增资本投资额; $Cash_{i,t-1}$ 反映 $t-1$ 年末的现金持有量, 即货币资金/总资产; $Size_{i,t-1}$ 为 $t-1$ 年的企业规模, 对总资产取自然对数表示; $Lev_{i,t-1}$ 反映企业 $t-1$ 年的资产负债率, 表示为总负债/总资产; $Grow_{i,t-1}$ 为企业 $t-1$ 年的成长性, 即营业收入增长率; $Ret_{i,t-1}$ 代表企业 $t-1$ 年的个股回报率; $Age_{i,t-1}$ 为企业年龄; $Year$ 和 $Industry$ 表示年度和行业虚拟变量; $\varepsilon_{i,t}$ 呈现了企业实际投资水平与预期投资水平的偏离情况。

①考虑线性关系调节模型的结果同样支持上述论断。

表10为非线性中介模型的检验结果。回归(1)呈现了金融资产配置与非效率资本配置的关系。结果显示, $Financial_{i,t}^2$ 的系数为0.2025,在1%的水平上显著,同时有 $-0.1111 < 0 < 0.0752$,表明金融资产配置与非效率资本配置之间存在U型关系,是金融资产配置两种动机共同作用的结果。具体地,融资约束动机通过化解融资约束促进金融资产配置与实业投资良性互动,从而提高实业投资效率;资本套利动机通常伴随着金融资产配置过度带来的实业投资不足问题,表现为非效率资本配置程度上升。回归(2)纳入了中介变量 $Ineffinv_{i,t}$ 以及 $Financial_{i,t}$ 与 $Ineffinv_{i,t}$ 的交互项 $Financial_{i,t} \times Ineffinv_{i,t}$ 。由结果可知, $Financial_{i,t}^2$ 的系数为0.0823,显著性水平为5%,且满足 $-0.0527 < 0 < 0.023016$,再次验证了假设H1; $Ineffinv_{i,t}$ 的系数为0.0221,在5%的水平上显著,即非效率资本配置是企业现金流风险产生的主要原因,契合现金流管理理论观点。换言之,非效率资本配置会降低企业经营稳定性与持续性,增加经营活动现金流不确定性与不可预期性,加剧现金流风险; $Financial_{i,t} \times Ineffinv_{i,t}$ 的系数不显著,说明非效率资本配置与现金流风险的关系不受金融资产配置的影响。综上证实了非效率资本配置在金融资产配置影响现金流风险过程中的中介作用。研究结论表明金融资产配置双重属性能够通过平滑与挤出实业投资对资产结构合理性产生U型影响,继而作用于企业现金流风险。

表10 机制检验结果

	(1) 非效率资本配置	(2) 现金流风险
$Financial_{i,t}$	-0.1111*** (0.0162)	-0.0527*** (0.0143)
$Financial_{i,t}^2$	0.2025*** (0.0427)	0.0823** (0.0351)
$Ineffinv_{i,t}$		0.0221** (0.0090)
$Financial_{i,t} \times Ineffinv_{i,t}$		0.0406 (0.0871)
Control Variables	控制	控制
_cons	0.0009 (0.0084)	0.0218*** (0.0065)
R ²	0.0375	0.0117
N	11370	11370

六、研究结论与启示

基于企业金融化现象,文章从风险管理角度探究了金融资产配置与现金流风险关系,考察了金融杠杆的调节功能,验证了金融工具会计准则的经济后果。研究发现:金融资产配置与现金流风险呈U型关系;金融杠杆存在两种调节效应,即使关系曲线拐点右移与扁平化。区分金融资产配置类型后发现,交易类金融资产与现金流风险之间存在U型关系;委托贷款等新兴金融资产负向影响现金流风险;投资性房地产与长期金融股权投资未显著影响现金流风险。结合企业生命周期分析发现,成长期与衰退期企业的金融资产配置与现金流风险之间表现为U型关系,成熟期企业的金融资产配置负向影响现金流风险。按照产权性质分组后发现,非国有企业中金融资产配置与现金流风险的U型关系以及金融杠杆的调节效应更显著。作用机制考察发现,金融资产配置与非效率资本配置之间呈U型关系,进而导致现金流风险上升,即非效率资本配置对金融资产配置与现金流风险的U型关系具有中介效应。

文章的研究结论对制造业企业合理投资、防范化解现金流风险具有如下启示:(1)合理配置金融资产。制造业企业应全面了解自身现金流状况,明晰长期经营目标,同时依据国家宏观政策导向准确把握金融投资风险与收益的关系,有效利用金融市场的功能,推动主业价值持续增长,增强经营稳定性,降低现金流风险。相比成熟期的企业,处于成长与衰退阶段的企业更应明确自身发展定位,平衡好主营业务发展和金融资产配置的关系。(2)充分认识金融杠杆对现金流风险防范的影响。制造业企业应准确考量金融杠杆攀升带来的风险成本,估计金融资产风险,谨防投资短视造成的过度金融化倾向。相较于国有企业而言,非国有企业更应考虑金融杠杆的影响,关注主业,增强可持续发展能力;同时可以通过采取产品适配与社会资本策略^①契合政府战略导向,获取优势资源,提高运营能力和风险应对能力。(3)优化金融资产配置结构。制造业企业可选择持有适度的交易类金融资产和委托贷款等新兴金融资产,谨慎持有投资性房地产与长期金融股权投资。

参考文献:

- [1]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.
 [2]陈志斌,王诗雨.产品市场竞争对企业现金流风险影响研究:基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量[J].中国工业经济,2015(3):96-108.

^①社会资本策略是内生于政府社会福利最大化目标的企业社会责任行为。

- [3] Orhangazi Z. Financialization 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.
- [4] 谢家智,王文涛,江源. 制造业金融化、政府控制与技术创新[J]. *经济学动态*, 2014(11): 78—88.
- [5] 王红建,曹瑜强,杨庆,等. 实体经济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.
- [6] 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.
- [7] Turner A. What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it? [R]. Working Paper, 2010.
- [8] 张成思,郑宁. 中国实业部门金融化的异质性[J]. *金融研究*, 2019(7): 1—18.
- [9] 刘贯春,刘媛媛,张军. 金融资产配置与中国上市公司的投资波动[J]. *经济学(季刊)*, 2019(2): 573—596.
- [10] Gentry J A. Predicting bankruptcy: If cash flow's not the bottom line, what is? [J]. *Financial Analysts Journal*, 1985, 41(5): 47—56.
- [11] Geey C, Minton B, Schrand C. Why firms use currency derivatives[J]. *Journal of Finance*, 1997, 2(4): 1323—1354.
- [12] Hirth S, Viswanatha M. Financing constraints, cash flow risk and corporate investment[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2011, 17(5): 1496—1509.
- [13] Meyer M, Milgrom P, Roberts J. Organizational prospects, influence costs, and ownership changes[J]. *Journal of Economics and Management Strategy*, 1992, 1(1): 9—35.
- [14] Bolton P, Scharfstein D S. Theory of predication based on agency problems in financial contraction [J]. *American Economic Review*, 1990, 80(1): 93—106.
- [15] 陈志斌,刘静. 金融危机背景下企业现金流运行中的政策影响研究[J]. *会计研究*, 2010(4): 42—49.
- [16] Palley T I. Financialization: What it is and why it matters [R]. Working Paper, 2008.
- [17] Bhaduri A. A contribution to the theory of financial fragility and crisis[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2011, 35(6): 995—1014.
- [18] Giron A, Chapoy A. Securitization and financialization[J]. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2013, 35(2): 171—186.
- [19] González I, Sala H. Investment growing-out and labor market effects of financialization in the US[J]. *Scottish Journal of Political Economy*, 2014, 61(5): 589—613.
- [20] Tobin J. Money and economic growth[J]. *Econometrica*, 1965, 33(4): 671—684.
- [21] 饶华春. 中国金融发展与企业融资约束的缓解: 基于系统广义矩估计的动态面板数据分析[J]. *金融研究*, 2009(9): 156—164.
- [22] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 金融资产配置与企业财务风险: “未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. *财经研究*, 2018(12): 100—112.
- [23] Jibril H, Kaltenbrunner A, Kesidou E. Financialisation and innovation in emerging economies: Evidence from Brazil [R]. Working Paper, 2018.
- [24] 杨箐,王红建,戴静,等. 放松利率管制、利润率均等化与实体经济“脱实向虚”[J]. *金融研究*, 2019(6): 20—38.
- [25] 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(2): 109—127.
- [26] 马红,侯贵生,王元月. 产融结合与我国企业投融资期限错配——基于上市公司经验数据的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2018(3): 46—53.
- [27] Demircug-Kunt A, Maksimovic V. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm-level data [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3): 337—363.
- [28] 刘姝雯,刘建秋,阳旸,等. 企业社会责任与企业金融化: 金融工具还是管理工具? [J]. *会计研究*, 2019(9): 57—64.
- [29] Stockhammer E. Financialization and the global economy [R]. Working Paper, 2010.
- [30] 李建军,韩珣. 非金融企业影子银行化与经营风险[J]. *经济研究*, 2019(8): 21—35.
- [31] 盛天翔,张勇. 货币政策、金融杠杆与中长期信贷资源配置——基于中国商业银行的视角[J]. *国际金融研究*, 2019(5): 55—64.
- [32] Cecchetti S, Kharroubi E. Reassessing the impact of finance on growth [R]. Working Paper, 2012.
- [33] Law S H, Singh N. Does too much finance harm economic growth? [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2014, 41(1): 36—44.
- [34] Arcand J L, Berkes E, Panizza U. Too much finance? [J]. *Journal of Economic Growth*, 2015, 20(2): 105—148.
- [35] Era D, Narapong S. Revisiting the link between finance and macroeconomic volatility [R]. Working Paper, 2013.
- [36] 马勇,田拓,阮卓阳,等. 金融杠杆、经济增长与金融稳定[J]. *金融研究*, 2016(6): 37—51.
- [37] Allen M, Rosenberg C B, Keller C, et al. A balance sheet approach to financial crisis [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2002, 2(210): 1—22.
- [38] Wagner W. Diversification at financial institutions and systemic crises [J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2010, 19(3): 373—386.
- [39] Greenwood R, Scharfstein D. The growth of finance [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2013, 27(2): 3—28.
- [40] 王倩,赵铮. 收入差异、金融杠杆与金融稳定[J]. *金融评论*, 2018(6): 58—70 + 122.
- [41] 吴建鑫,赵春艳,南士敬. 金融杠杆波动与中国经济波动——来自我国省级面板数据的实证研究[J]. *当代经济科学*, 2018(5): 12—20 + 124.
- [42] Fazzari S, Hubbard K G, Petersen B C. Financing constraints and corporate investment [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, 19(1): 141—195.
- [43] 郭祎. 金融去杠杆的本质与实现条件[J]. *改革*, 2018(4): 73—81.
- [44] 王倩,赵铮. 同业融资视角下的商业银行杠杆顺周期性[J]. *金融研究*, 2018(10): 89—105.
- [45] 刘贯春,刘媛媛,张军. 经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势[J]. *经济学(季刊)*, 2021(1): 65—89.

- [46] 赖黎,唐芸茜,夏晓兰,等. 董事高管责任保险降低了企业风险吗?——基于短贷长投和信贷获取的视角[J]. 管理世界,2019(10):160-171.
- [47] 刘海明,李明明. 货币政策对微观企业的经济效应再检验——基于贷款期限结构视角的研究[J]. 经济研究,2020(2):117-132.
- [48] Lind J T, Mehlum H. With or without U? The appropriate test for a U-shaped relationship[J]. Oxford Bulletin of Economics and Statistics,2010,72(1):109-118.
- [49] Haans R F J, Pieters C, He Z L. Thinking about U: Theorizing and testing U- and inverted U-shaped relationships in strategy research[J]. Strategic Management Journal,2016,37(7):1177-1195.
- [50] 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.
- [51] El Ghoul S, Guedhami C, Kwon C C Y, et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? [J]. Journal of Banking & Finance,2011,35(9):2388-2406.
- [52] 权小锋,吴世农,尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”? [J]. 经济研究,2015(11):49-64.
- [53] 李姝,翟士运,古朴. 非控股股东参与决策的积极性和企业技术创新[J]. 中国工业经济,2018(7):155-173.
- [54] 李丹蒙,叶建芳,卢思琦,等. 管理层过度自信、产权性质与并购商誉[J]. 会计研究,2018(10):50-57.
- [55] 曹裕,陈晓红,万光羽. 控制权、现金流权与公司价值——基于企业生命周期的视角[J]. 中国管理科学,2010(3):185-192.
- [56] 黄宏斌,翟淑萍,陈静楠. 企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J]. 金融研究,2016(7):96-112.
- [57] Edwards J R, Lambert L S. Methods for integrating moderation and mediation: A general analytical framework using moderated path analysis[J]. Psychological Methods,2007,12(1):1-22.
- [58] 董大宝. 风险需要平衡吗: 新企业风险承担与绩效倒U型关系及创业能力的中介作用[J]. 管理世界,2014(1):120-131.
- [59] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies,2006,11(2-3):159-189.
- [60] 刘行,叶康涛. 企业的避税活动会影响投资效率吗? [J]. 会计研究,2013(6):47-53+96.

[责任编辑:杨志辉]

Financial Asset Allocation, Financial Leverage and Cash Flow Risk

DONG Yinghou¹, MA Yamin¹, DONG Xinge²

(1. School of Business, Liaoning University, Shenyang 110031, China

2. School of Business Administration, Northeast University, Shenyang 110169, China)

Abstract: Financial assets accounting arrangement is an important part of the implementation of financial instruments standards, which has significant economic consequences. The existing literature focuses on the impact of financial asset allocation on economic behaviors. Based on the phenomenon of financialization, this paper studied the effect of financial asset allocation on cash flow risk, taking the moderation of financial leverage and explored the mediation of inefficient capital allocation into consideration. Eliminating heteroscedasticity, addressing endogenous concerns with 2SLS method, and testing robustness with Bootstrap method, the results show that there is a U-shaped relationship between financial assets allocation and cash flow risk; financial leverage can moderate the relationship and weaken it while shifting the inflection point to the right. After distinguishing the types of financial asset allocation, the study finds that the relationship between market financial products and cash flow risk is U-shaped; entrusted loans and other emerging financial assets negatively affect cash flow risk; investment real estate and financial equity investment do not significantly affect cash flow risk. After considering the life cycle stage of the enterprises, the study finds that there is a U-type relationship between the financial asset allocation and cash flow risk in the growth and recession period; financial asset allocation negatively affect cash flow risk in the maturity period. By group test on the nature of property right, it can be concluded that the relationship between financial asset allocation and cash flow risk and the moderation of financial leverage are more significant in non-state-owned enterprises. Finally, after the exploration of the transmission path, the paper finds that inefficient capital allocation plays a mediating role in the process of financial asset allocation affecting cash flow risk.

Key Words: financial asset allocation; financial leverage; cash flow risk; inefficient capital allocation; financing constraints; capital structure; external financing capacity