

货币政策、企业不确定性感知和企业金融化*

姜春艳

(深圳信息职业技术学院财经学院, 广东 深圳 518172)

[摘要]近年来,中国实体经济领域呈现“脱实向虚”趋势,实体企业普遍表现出金融资产配置强化与实物投资弱化的并存特征。为解析此现象,本文基于上市实体企业面板数据,系统实证考察货币政策、企业不确定性感知及内部特征对企业金融化的影响机制。研究揭示:宽松货币政策对金融化程度呈现双重效应,既能在一定程度上抑制企业金融化,又可能在特定情境下加剧金融资产配置;企业不确定性感知显著正向驱动金融化程度,印证了企业在风险预期强化时更倾向于通过金融资产配置实施风险对冲。值得注意的是,货币政策与企业不确定性感知的交互作用呈现非线性叠加效应,货币供应量扩张与不确定性预期增强形成协同作用,促使企业将原计划投向固定资产的资本系统性转移至金融资产领域,形成显著的替代效应。研究进一步证实,企业内部特征变量对企业金融化呈现差异化影响机制,不同测度维度间存在显著异质性,这凸显了指标选择在金融化研究中的方法论重要性。本研究从宏微观交互视角阐明,宏观经济政策通过多路径传导机制深度塑造企业资本配置决策,最终形成差异化的金融化路径。基于研究结论,政策层面建议货币政策调整需强化对实体经济的支持导向,通过精准施策提升调控效能;企业层面则需着力提升核心竞争力和创新动能,积极探索高质量发展路径以应对不确定性冲击。

[关键词]货币政策 企业金融化 企业不确定性感知 实体经济

[中图分类号] F832.1

[文献标识码] A

[文章编号] 2096-983X(2025)04-0071-12

一、引言

近年来,中国实体经济“脱实向虚”现象日益严重,实体企业经济向虚拟经济领域流入,导致实体企业金融资产配置增多且偏离主营业务,出现实体产业形成“空心化”状态^[1-3]。目前,实体经济投资率下降与企业金融化并行成为中国经济发展的重要特征之一^[4],实体经济受到挤压导致宏观经济运行出现异常,从而加

大经济系统风险。实体经济发展是国之命脉,是经济发展的基石,是经济工作的重点。2016年末,中央经济工作会议提出“着力振兴实体经济”^[5];2017年,习近平总书记在党的十九大报告中指出:“建设现代化经济体系,必须把发展的着力点放到实体经济上”^[6];《2020年国务院政府工作报告》指出“稳健的货币政策要更加灵活适度……创新直达实体经济的货币政策工具”^[7];2024年党的二十届三中全会提出,

收稿日期:2024-12-19;修回日期:2025-04-02

*基金项目:广东省哲学社会科学规划课题一般项目“实体企业金融化对广东省企业创新效率的影响机制、效应及政策研究”(GD24CYJ57)

作者简介:姜春艳,讲师,经济学博士,主要从事宏观金融与企业管理研究。

坚持把发展经济的着力点放在实体经济上,健全促进实体经济与数字经济深度融合的体制机制,加快新型工业化进程。^[8]

货币政策作为宏观经济调控的关键工具,在促进实体经济发展中扮演着不可或缺的角色。然而,近年来企业金融化趋势的加剧揭示了当前经济环境中实体经济与虚拟经济之间的传统模式和平衡已经被打破,这不仅增加了经济政策调控的复杂性,也提升了实施调控的成本。企业经营决策受企业管理层对未来预期及潜在收益评估的影响而不断调整。宏观经济政策的变动能够显著影响企业管理层对经济环境的预判,进而改变企业的经济行为模式。当企业管理层感知到更高的经营风险时,其不确定性感知会增强,可能导致企业减少融资需求或转向更为保守的融资策略,甚至可能促使企业重新审视并调整其运营模式,以降低金融化水平。在此背景下,深入探究货币政策对企业金融化现象的具体影响,以及企业面对不确定性时的行为反应机制,对于提升货币政策的有效性和适应性至关重要。此外,这一研究有助于遏制企业“脱实向虚”的倾向,确保金融服务更加紧密地服务于实体经济的发展目标。这样的分析框架为理解现代经济中的政策传导机制提供了宝贵的理论视角,并为实践中的政策制定提供了指导意义。

在探究货币政策对企业金融化影响的过程中,本研究聚焦于货币政策的松紧调整如何塑造企业金融行为,并深入分析企业不确定性感知对这一过程的调节作用。具体而言,本文旨在明确货币政策松紧程度与企业金融化之间的关联,以及企业不确定性感知是否及如何加剧或减缓企业金融化的进程。进一步地,本研究考察了不同强度的企业不确定性感知对企业金融化影响的异质性表现。立足于“金融服务与实体经济”和抑制“脱实向虚”的政策导向,通过理论模型构建与实证数据分析,本研究致力于揭示货币政策、企业不确定性感知与企业金融化三者间复杂的互动机制。此举不仅有助于

深化对货币政策传导至实体经济微观主体的理解,亦为制定精准有效的宏观调控政策,以促进实体经济增长并防范系统性金融风险提供了坚实的理论基础与实证依据。

本文的边际贡献主要体现在三个方面。首先,针对以往文献中对企业不确定性感知在企业金融化过程中的作用关注不足的问题,本研究聚焦于企业自身不确定性感知对金融化行为的影响,通过考察内外部因素共同作用下的企业金融化现象,补充了现有理论框架。其次,尽管已有研究探讨了货币政策对企业金融化的影响,但对货币政策松紧程度差异如何具体影响企业金融化的分析尚显不足;本研究深入剖析不同货币政策环境下企业金融化的变化特征,揭示了货币政策传导机制的复杂性。最后,在考虑企业不确定性感知强度不同的条件下,分别检验货币政策对企业金融化的影响路径与效果,从而扩展了相关领域的研究边界。此研究有助于深化理解宏观经济政策如何影响微观企业的经济决策行为,对于提升货币政策的有效性、评估宏观经济政策的效果以及为未来货币政策的设计与实施提供了重要的理论支持和实证依据。

二、研究假说

本文旨在讨论货币政策、企业不确定性感知对企业金融化的影响关系以及它们对宏观经济和微观企业的影响。

(一) 货币政策对企业金融化的影响

货币政策作为宏观经济调控的关键工具,通过调节货币供应量和利率水平,对金融市场及实体经济产生深远影响,进而作用于宏观经济稳定与微观经济主体行为。在这一过程中,货币政策不仅左右资产价格波动、企业投资效率及资产组合配置^[9-10],还深入影响企业的经济活动模式及其经营管理决策^[11]。货币政策对企业投资行为的影响尤为显著,其通过改变实体企业的资本成本和融资条件,促使企业调

整其金融策略,从而与企业金融化现象建立关联^[12]。此外,已有研究指出,金融化的一个重要驱动因素在于货币资本的扩张性增长^[13],这进一步揭示了货币政策宽松环境下,实体企业可能增加金融资产配置以追求更高的资本回报,从而加剧企业金融化趋势。

也有较多研究发现宽松的货币政策对企业金融资产配置的正面影响已得到广泛认同。有研究表明宽松货币政策不仅促使企业提升交易类金融资产的持有比例^[14],而且显著增加了企业的金融资产总量^[15-18]。货币政策对企业的金融资产配置与投资行为的影响机制,可通过考察企业规模效应与融资渠道的变化来理解^[19-20]。在宽松货币环境下,企业投资规模得以扩张^[21-22],并倾向于选择金融资产价值较高的投资项目^[23],这一过程进一步强化了金融化对实体投资的“挤出效应”^[4]。此研究路径揭示了货币政策、企业行为与金融化现象之间的复杂互动关系,对于理解宏观经济政策如何塑造微观经济主体的行为模式及其后果提供了重要视角。

然而,部分学者对货币政策与企业金融资产配置之间的关系提出了不同的见解,指出宽松的货币政策未必会提升企业的金融资产配置水平;相反,紧缩的货币政策可能促使企业重新评估并调整其资产组合,增加流动资产的比例^[24]。在紧缩性货币政策环境下,企业所感知到的经济不确定性上升^[25],企业管理层基于对未来不确定性的担忧,倾向于通过增加金融资产来规避风险^[26],这一行为进而影响了企业对于金融资产的投资决策^[27-28]。宏观经济不确定性增大的背景下,企业表现出更强的意愿持有金融资产,并相应减少对实体产业的投资活动^[29],这反映了企业在面对不确定性时的风险规避策略及其对投资结构的影响。基于上述分析,提出以下假设。

假设1a:宽松的货币政策会抑制企业金融化程度。

假设1b:宽松的货币政策会加剧企业金融化程度。

(二) 企业不确定性感知对企业金融化的影响

经济金融化在宏观层面体现为金融部门规模的扩张,在微观层面则表现为企业管理层倾向于增加金融投资活动^[30]。企业金融化指的是企业内部金融活动比重的上升,这些活动涵盖债务融资、股权融资等资本运作形式。企业金融化在经济周期中的表现,深受宏观经济环境的影响;当宏观经济不确定性升高时,企业的不确定性感知随之增强,进而推高了融资成本与风险水平。基于实体经济周期理论,企业不确定性感知对其融资决策及程度具有显著影响^[31],这种感知同样深刻地作用于企业金融化的进程。此外,企业金融化的程度不仅受制于融资成本和难度,同时也反过来影响企业对不确定性的感知及其应对策略^[32],形成一个复杂的互动关系。此过程揭示了宏观经济环境、企业不确定性感知与企业金融化之间的内在联系,以及它们对企业资本结构和财务管理决策的深远影响。

在信息不对称理论框架下,企业融资决策被视为基于内部资源可用性的一种选择行为,其中资本市场融资由于涉及公司重大信息不公开及内部使用成本较高等因素,往往被视为次优选择;相比之下,债务融资则被认为是更优的选择。根据这一逻辑,当借款人面对不确定性增加的情况时,他们更可能倾向于采用次优选择即债务融资方式,以期降低融资成本并减轻由信息不对称所带来的潜在损失^[33]。由此,信息不对称理论强调了企业不确定性感知对其融资方式选择及融资程度的重要影响,揭示了企业在不确定环境下调整融资策略的内在机制。

从企业金融化的本质出发,其核心目的在于通过金融资产配置追求高收益,无论是基于“预防性”动机还是“蓄水池”动机,这一过程促使资金从实体经济转向虚拟经济,进而引发企业经营的不确定性并加剧公司风险。在实体投资回报受限的情况下,金融资产投资成为满足资本逐利需求的重要途径^[34],但同时可能导

致企业主营业务偏离和实体投资力度减弱^[4, 34]。企业金融资产比例与宏观经济政策波动密切相关, 利率政策上升会促使企业缩减金融资产规模^[35]。企业经营决策受宏观经济政策和环境变化的影响显著, 特别是在经济政策频繁调整时期, 这种不确定性不仅影响企业的资产价格波动, 还促使企业重新评估并调整其金融资产配置以稳定经营并规避风险。此外, 在信息不对称的背景下, 企业对经济政策不确定性的感知及其对现有投资环境评估效率的不足, 导致企业在进行新投资时更加谨慎, 从而选择缩小金融资产规模以应对外部不确定性。基于上述分析, 提出以下假设。

假说2a: 企业不确定性感知越强越会加剧企业金融化程度。

假说2b: 企业不确定性感知越弱越会加剧企业金融化程度。

综上所述, 关于宏观经济政策与微观企业经济行为的研究主要集中在货币政策对企业投资行为的影响, 以及货币政策对企业金融化程度的作用。然而, 在探讨货币政策是否影响企业金融资产配置的问题上, 研究结论呈现出一定的异质性: 一方面有观点认为宽松的货币政

策会加剧企业金融化的进程; 另一方面也有研究指出其具有抑制企业金融化的效果。这种结论上的分歧可能源于不同研究在考察微观企业特征时的关注点存在差异。当前对于企业金融化的研究多聚焦于企业经营管理者的决策变化、金融资产配置模式及企业高管特征等方面, 较少深入探讨企业对经济政策不确定性的感知及其一系列后续影响。事实上, 企业不确定性感知对其决策制定、投融资活动、资本结构选择以及经营模式调整有着深远的影响。特别是在不确定性增强的情况下, 企业的投融资策略往往会趋于保守, 或更倾向于短期金融资产的配置。鉴于此, 本文将企业不确定性感知纳入分析框架, 旨在深化理解货币政策对企业金融化程度的影响机制, 从而为相关政策的制定提供更具针对性的理论支持和实证依据。

三、研究设计

(一) 计量模型设定

本文为了观测和检验企业不确定性感知强弱和货币政策松紧对企业金融化的影响, 参考聂辉华等^[36], 建立如下回归模型:

$$FIN_{i,t} = c_i + d_t + \beta_1 UNS_{i,t} + \beta_2 M_t + \theta Con_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

被解释变量 $FIN_{i,t}$ 代表企业金融化。关键解释变量 $UNS_{i,t}$ 代表企业对经济政策不确定性的感知。关键解释变量 M_t 代表中国货币政策 M_2 。 $Con_{i,t}$ 代表控制变量内容。 $\varepsilon_{i,t}$ 代

表残差项。

为了进一步深入考察货币政策与企业不确定性感知对企业金融化的影响, 建立以下回归模型:

$$FIN_{i,t} = c_i + d_t + \beta_1 UNS_{i,t} + \beta_2 UNS_{i,t} \times M_t + \beta_3 M_t + \theta Con_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

解释变量 $UNS_{i,t} \times M_t$ 是企业不确定性感知的强弱和货币政策松紧的交乘项。目的是更好地观测企业对经济政策不确定性的感知、货币政策、企业金融化之间的作用机制。

企业金融化指标的设定借鉴 Demir^[29]、杜勇和王红建等^[3, 15]方法, 采用金融资产与企业

总资产比值衡量企业金融化程度, 企业金融化指标设计主要是参考张成思和张步昙^[4], 即: $Fin1 = (\text{货币资金} + \text{持有至到期投资} + \text{交易性金融资产} + \text{投资性房地产} + \text{可供出售金融资产} + \text{应收股利} + \text{应收利息}) / \text{企业总资产}$ 。另外, 为了更加深入分析企业金融化, 还考虑了企业金融渠道获

利占比,借鉴Krippner^[37]、张成思和张步昙^[4]等的指标设定, $Fin2 = (\text{投资净收益} + \text{公允价值变动净收益} + \text{汇兑净收益} + \text{其他综合收益} - \text{对联营和合营企业的投资净收益} + \text{利息收入} - \text{利息支出}) / \text{营业利润}$ 。Fin1和Fin2存在一定差异性,在反应企业金融化的角度和内涵上有所不同,Fin1代表企业投资选择的倾向,Fin2代表企业投资选择的结果^[38]。

企业不确定性感知。该指标是由聂辉华等构建,是通过上市公司年报中的内容进行文本挖掘所提取到的,主要步骤包括上市公司年报PDF获取、文档处理,文本分割,停词处理,经济政策不确定性的语句数量确定,计算企业的不确定性感知(UNS),公式如下。

$$UNS_{it} = \sum_{s=1}^{S_{it}} n_s I_P(s) / N$$

其中,s是每个句子,P是表示一个政策不确定性的句子, n_s 是经济政策不确定性句子中不确定性词语数量,N是总词语数量。 $I_P(s)$ 是示性函数,当 $s \in P$ 时, $I=1$;当 $s \notin P$ 时, $I=0$ 。

货币政策。在衡量货币政策松紧程度时,根据M2增长率的中位数进行货币政策松紧划分,当M2增长率大于等于中位数时,将其设定为1,小于中位数时,设定为0。

其他控制变量包括:企业年龄、企业规模、账面市值比、融资约束、负债水平、净现金流、资产收益率、资产周转率。本文详细变量名称设定和意义见表1。

表1 变量定义明细表

变量名称	变量含义	计算方式	参考文献
Fin1 Fin2	企业金融化	Fin1是金融资产与总资产之比;Fin2是金融资产获利渠道占比	Demir (2009); 杜勇等 (2017); 王红建等 (2017)
M2	货币政策	M2的增长率	杜勇等 (2017)
UNS	企业不确定性感知	文本分析提取	聂辉华等 (2020)
QN	企业年龄	公司成立之前算起	顾夏铭等 (2018)
QAS	企业规模	企业总资产的自然对数	张成思和郑宁 (2020); 孙华好等 (2021); 苏坤 (2018); 雷新途等 (2020); 吕之安和李少育 (2021)

变量名称	变量含义	计算方式	参考文献
ZMB	账面市值比	公司市场价值与账面价值之比	苏坤 (2018)
RZY	融资约束	经营性现金流量与总资产比值	张成思和郑宁 (2020); 孙华好等 (2021); 吕之安和李少育 (2021)
FZS	负债水平	总负债与总资产之比	苏坤 (2018); 冯明 (2022); 王华和郭思媛 (2022); 李泉和肖红梅 (2022)
JXJ	每股净现金流	经营活动中的企业现金流量	顾夏铭等 (2018); 刘贯春等 (2018); 冯明 (2022)
ZCS	资产收益率	采用净利润/总资产表示	顾夏铭等 (2018); 雷新途等 (2020); 黎伟等 (2021)
ZCZ	资产周转率	总资产周转率=营业收入/总资产衡量	谢莉娟 (2019); 孙华好等 (2021)
Id	股票代码虚拟变量	当选择第K个上市公司的股票代码时,该虚拟变量取1,否则为0	一般设定
Year	年度虚拟变量	当选择第K年时,该虚拟变量取1,否则为0	一般设定

(二) 数据来源和数据处理

本文选取2007—2021年中国上证A股和沪深A股上市公司的相关公司金融数据,并按照以下条件剔除部分数据,一是缺失值较多的样本;二是房地产、金融、保险公司样本;三是经营异常的ST样本;四是投资收益(利润)为负的样本。所有数据均来自CSMAR数据库和WIND金融客户端。数据初步处理过程中,参照以往文献研究方式,将公司金融方面的连续变量数据进行1%的Winsorize处理,以此消除极端值的干扰^[39],最终选取4474家上市公司的数据做为研究样本。

四、基础实证结果分析

(一) 描述性统计分析

从表2的描述性统计分析中可以看出,Fin1(企业金融化指标)与Fin2(金融资产获利渠道占比)显示出显著差异。Fin1的均值为0.7338、标准差为0.6459,这与现有研究相符,稍有偏差源于样本区间不同。Fin2的均值和标准差分别为0.8716和0.6593,表明通过金融渠道获得的利润存在较大差异。Fin1的最大值为2.9656,显示了较高的企业金融化程度;平均而言,企业收益的73%来自金融资产或类似投资,

进一步证实了这一现象。Fin2也呈现出类似的金融化趋势。

企业不确定性感知的均值为1.4333, 标准差为1.4848, 显示各企业间存在显著差异, 为后续按强弱分类深入分析提供了依据。此外, 控制变量如企业年龄的均值和中位数均为16年 (标准差为5.4848), 揭示了企业年龄对企业金融化的影响各异。企业规模因采用对数形式表示, 说明其间存在较大差异。账面市值比、融资约束、负债水平、每股净收益、资产周转率及资产收益率的标准差较小, 表明这些变量总体稳定。资产负债水平的均值为0.4727, 意味着负债约占公司总资产的一半。综上所述, 所有研究样本变量均处于合理范围内。

表2 描述性统计

Stats	N	Mean	p50	Min	Max	SD
Fin1	17136	0.7338	0.5922	0.0000	2.9656	0.6459
Fin2	17136	0.8716	0.7173	-1.8131	3.2336	0.6593
M2	17136	0.1496	0.1411	0.0828	0.2650	0.0478
UNS	17136	1.4333	1.0753	0.0000	6.8493	1.4848
QN	17136	16.0585	16.0000	4.0000	29.0000	5.4848
QAS	17136	8.2240	8.1022	4.9447	11.9820	1.3405
ZMB	17136	2.2852	2.2888	0.2648	4.3071	0.9556
RZY	17136	0.0436	0.0422	-0.2030	0.2607	0.0748
FZS	13272	0.4727	0.4670	0.0598	1.1512	0.2168
JXJ	17136	-2.0827	-1.1065	-17.3180	4.5964	3.4260
ZCS	16231	0.1088	0.1050	-19.2152	29.6708	0.5230
ZCZ	17046	1.6491	1.3588	0.0944	6.7235	1.2055

(二) 面板数据回归结果分析

基于面板数据的实证分析框架与模型设计, 本文通过模型设定、数据分析及诊断性检验, 系统探讨了企业金融化、企业不确定性感知与货币政策之间的相互作用关系。研究结果显示, 所构建的模型适用于固定效应模型与随机效应模型, 具体检验结果见表3。本文选取Fin1与Fin2作为因变量, 构建回归分析框架以获取模型(1)和模型(2)的参数估计值。表3展示了六组回归分析结果: 结果(1)为Fin1的OLS估计, 结果(2)为Fin1的固定效应模型估计, 结果(3)为引入交互项的固定效应模型; 结果(4)为Fin2的OLS估计, 结果(5)为Fin2的随机效应

模型估计, 结果(6)为加入交互项的随机效应模型估计。

货币政策指标(M2同比增长率)在所有六组模型中系数均显著为负, 表明货币政策对企业金融化进程具有抑制作用。这一发现与杨笋及胡奕明的研究结论^[14, 17]存在差异, 但与张成思和郑宁的研究成果^[38]一致, 暗示货币政策并未加剧企业“脱实向虚”现象, 而是起到了抑制作用。此外, 企业不确定性感知(UNS)在所有模型中系数均显著为负, 表明企业对经济政策不确定性的感知强度与金融化水平呈负相关关系。当企业不确定性感知增强时, 管理层倾向于保守经营, 削减金融资产投资, 优化资源配置以应对潜在风险。

引入货币政策与UNS的交互项后, 交互项系数显著为正。结合M2增长率与UNS的负向效应, 这一现象表明: 货币政策与不确定性感知单独作用时抑制企业金融化, 但两者共同作用时, 货币供应量增长与不确定性感知增强可能促使企业将资金转向金融资产投资。这一机制反映了企业在对经济政策高不确定性情境下倾向于短期高收益投资的选择倾向。然而, 对于Fin2而言, 交互项未显示统计显著性, 表明不同金融化测度指标间存在差异。

从控制变量的分析结果来看, 企业年龄对企业金融化指标Fin1和Fin2均产生显著负向影响, 表明企业年龄增长与金融化程度降低相关。企业规模对Fin1显著正向影响, 对Fin2影响不显著; 账面市值比对Fin1显著负向影响, 对Fin2不显著; 融资约束对Fin1和Fin2均显著负向影响, 表明较低融资约束促进金融化; 负债水平对Fin1显著正向影响, 对Fin2不显著; 净现金流对Fin1和Fin2均显著正向影响; 资产收益率对Fin1显著负向影响, 对Fin2不显著; 资产周转率对Fin1影响不显著, 对Fin2显著负向影响。这些发现反映了不同控制变量对企业金融化测度指标Fin1和Fin2的不同影响机制, 揭示了企业内部特征与外部市场环境对企业金融行为的复杂作用。

宽松货币政策与企业不确定性感知均为影响企业金融化的重要因素。通过对Fin1和Fin2模型结果的对比分析可见,两者既存在共性,也展现出一定的差异性。研究发现,宽松货币政策对企业金融化不仅未产生预期的加剧效应,反而表现出显著的抑制作用;与此同时,企业不确定性感知同样对企业金融化程度具有抑制效果。这一结论揭示了货币政策与企业不确定性感知在调节企业金融化进程中扮演着复杂且关键的角色。

表3 基准回归分析结果

	Fin1 (1)	Fin1 (2)	Fin1 (3)	Fin2 (4)	Fin2 (5)	Fin2 (6)
	OLS	FE	FE1	OLS	RE	RE1
M2	-0.130*** (-29.62)	-0.130*** (-26.99)	-0.137*** (-27.11)	-0.140** (-2.52)	-0.140*** (-3.41)	-0.136*** (-3.29)
UNS	-0.009** (-2.45)	-0.009** (-1.96)	-0.067*** (-5.50)	-0.114** (-2.54)	-0.114** (-2.25)	-0.079 (-1.47)
QN	-0.091*** (-22.94)	-0.091*** (-17.52)	-0.091*** (-17.62)	-0.133*** (-2.61)	-0.133*** (-2.85)	-0.132*** (-2.83)
QAS	0.135*** (-14.26)	0.135*** (-7.85)	0.133*** (-7.77)	0.043 (-0.35)	0.043 (-0.28)	0.04 (-0.25)
ZMB	-0.125*** (-15.43)	-0.125*** (-10.61)	-0.124*** (-10.58)	-0.024 (-0.23)	-0.024 (-0.21)	-0.022 (-0.19)
RZY	-0.172** (-2.53)	-0.172* (-1.96)	-0.164* (-1.88)	-2.656*** (-3.07)	-2.656*** (-2.66)	-2.640*** (-2.65)
FZS	0.177*** (-4.69)	0.177*** (-2.26)	0.171** (-2.18)	-0.035 (-0.07)	-0.035 (-0.06)	-0.033 (-0.05)
JXJ	0.005*** (-3.27)	0.005** (-2.57)	0.005** (-2.52)	0.065*** (-3.55)	0.065*** (-4.11)	0.065*** (-4.11)
ZCS	-0.000*** (-3.49)	-0.000** (-2.34)	-0.000** (-2.44)	0 (-0.38)	0 (-0.3)	0 (-0.32)
ZCZ	0.018** (-2.51)	0.018 (-1.64)	0.018 (-1.62)	-0.329*** (-3.54)	-0.329*** (-2.69)	-0.329*** (-2.69)
M2×UNS			0.004*** (-5.48)			-0.1 (-1.32)
_cons	4.980*** (-25.34)	2.891*** (-17.61)	3.020*** (-18.3)	6.587*** (-2.63)	6.587*** (-4.39)	6.520*** (-4.34)
i.year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
i.id	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	13205	13205	13205	13205	13205	13205
adj. R-sq	0.503	0.503	0.304	0.163	0.163	0.163

注:小括号中表示异方差稳健标准误;***、**和*表示统计量在1%、5%和10%水平下显著,下同。

五、进一步讨论

(一) 根据企业性质进行样本分析

基于历史文献的系统性回顾与分析,已有研究揭示了企业性质对企业投融资选择及决策路径的显著影响。国有企业与非国有企业在资源获取能力、融资约束条件以及经营管理目标方面存在明显差异。国有企业凭借较好

的资质,在获取投融资信贷支持方面具有相对优势^[40-42],且面临较弱的融资歧视现象^[43]。这些因素共同作用下,货币政策传导机制在不同性质企业间表现出异质性影响^[44-46]。

本文依据企业性质区分国有企业与非国有企业,探讨在不同企业特征背景下,货币政策变动及企业不确定性感知如何影响企业金融化进程。通过表4的企业性质回归分析结果发现,企业金融资产占比(Fin1)和企业通过金融渠道获利占比(Fin2)作为衡量企业金融化的两个不同维度指标,展现了显著的差异特征。在Fin1的结果中,非国有企业与国有企业的各经济变量系数表现出不同的特性,反映出两类企业在金融化程度上的区别。货币政策增长率M2对企业金融化的影响在非国有企业中的效应强度低于国有企业,但两者的影响均达到显著水平。进一步引入货币政策与企业不确定性感知的交互项后,发现货币因素对非国有企业和国有企业金融化程度的影响有所减弱,但货币政策对企业金融化的负向影响依旧保持显著。值得注意的是,在包含交互项的模型中,无论是针对非国有企业还是国有企业,货币因素与企业不确定性感知的交互作用对企业金融化均展现出正向且显著的促进效果。

在模型(1)(2)(3)和(4)中,企业不确定性感知对企业金融化的影响总体表现为负向,其中除了模型(2)未达到统计显著性水平外,其余模型均显示出高度显著的负向效应。在非国有企业中,企业不确定性感知的负向影响更为明显,暗示了国有企业相较于非国有企业具有更为稳定经营状况的可能性,因此其不确定性感知的变化幅度较小。相反,非国有企业的经营状态更易受经济环境变动的影响,调整频率较快且效果显著,导致其不确定性程度较高,进而对企业金融化产生更为深刻的影响。

在控制变量的分析中,各经济变量在模型中表现出的系数存在显著差异,且其显著性水平较高,这表明无论是国有企业还是非国有企业,企业规模、企业年龄、账面市值比、融资约束、负

债水平以及现金流量与资产周转率等因素对企业金融化均构成重要影响。这些控制变量结果的稳健性进一步验证了企业金融化进程不仅受宏观经济政策和企业不确定性感知的影响,还受到一系列微观层面因素的综合调控作用。

通过对Fin2相关结果的分析,并与Fin1的结果进行比较,可以观察到两者之间存在显著差异。在模型(5)(6)(7)和(8)中,尽管货币政策增长率M2对企业金融化的影响总体上呈现为负向,这种影响仅在非国有企业样本中表现出统计显著性,在国有企业样本中则未见明显效应,且其对金融化影响的强度低于Fin1所反映的情况。企业不确定性感知对企业金融化

程度的负面影响同样主要体现在非国有企业中,在国有企业中不具显著性,其影响力度亦弱于Fin1。此外,货币×不确定性的交互项未能通过显著性检验,进一步表明了Fin1与Fin2作为企业金融化衡量指标间的异质性。

关于Fin2中的控制变量,融资约束和资产周转率显示出高度显著性,相较于Fin1而言,这两个变量的重要性更为突出,其影响力度也有所增强。这一发现揭示了,在考察企业金融资产配置时,企业特征因素对于Fin1和Fin2两种度量方式均具有重要影响,但不同特征因素在两种度量下的表现存在差异,体现了企业金融化测量指标选择对企业特征识别敏感性的重要意义。

表4 面板固定效应模型回归结果

	Fin1 (1)	Fin1 (2)	Fin1 (3)	Fin1 (4)	Fin2 (5)	Fin2 (6)	Fin2 (7)	Fin2 (8)
	GY=0	GY=1	GY=0	GY=1	GY=0	GY=1	GY=0	GY=1
M2	-0.122*** (-21.82)	-0.0782*** (-3.83)	-0.131*** (-22.19)	-0.0808*** (-3.95)	-0.130** (-2.40)	-0.382 (-1.05)	-0.127** (-2.33)	-0.377 (-1.04)
UNS	-0.0129** (-2.18)	-0.00303 (-0.79)	-0.0823*** (-5.18)	-0.0377*** (-3.43)	-0.174*** (-3.04)	-0.022 (-0.32)	-0.144** (-2.17)	0.018 (-0.23)
QN	-0.0685*** (-12.05)	-0.0533*** (-3.08)	-0.0692*** (-12.20)	-0.0517*** (-2.99)	-0.041 (-0.74)	-0.401 (-1.31)	-0.04 (-0.73)	-0.4 (-1.30)
QAS	0.0891*** -5.62	0.0900*** -8.03	0.0880*** -5.57	0.0889*** -7.93	-0.091 (-0.59)	0.125 -0.63	-0.092 (-0.60)	0.121 -0.61
ZMB	-0.148*** (-11.34)	-0.0390*** (-4.10)	-0.148*** (-11.34)	-0.0387*** (-4.07)	0.012 -0.1	-0.004 (-0.02)	0.014 -0.11	-0.004 (-0.02)
RZY	-0.0171 (-0.15)	-0.311*** (-4.13)	-0.0155 (-0.14)	-0.303*** (-4.02)	-1.158 (-1.08)	-3.734*** (-2.79)	-1.134 (-1.06)	-3.732*** (-2.79)
FZS	0.574*** -9.87	-0.270*** (-5.87)	0.565*** -9.72	-0.275*** (-5.97)	-0.017 (-0.03)	-0.112 (-0.14)	-0.016 (-0.03)	-0.102 (-0.13)
JXJ	0.0129*** -5.86	-0.00657*** (-3.90)	0.0128*** -5.81	-0.00659*** (-3.91)	0.063*** -2.97	0.063** -2.09	0.064*** -2.98	0.062** -2.09
ZCS	-8.14E-08 (-1.53)	-8.78e-08** (-2.17)	-8.56E-08 (-1.61)	-9.16e-08** (-2.27)	0 -1.02	0 (-0.07)	0 -1.04	0 (-0.06)
ZCZ	0.0179 -1.45	0.00266 -0.33	0.0159 -1.29	0.00312 -0.39	-0.249** (-2.08)	-0.387*** (-2.74)	-0.248** (-2.08)	-0.390*** (-2.76)
_cons	4.596*** -19	1.361** -2.22	4.768*** -19.52	1.395** -2.27			-0.082 (-0.87)	-0.116 (-0.99)
M2×UNS			0.00524*** -4.71	0.00250*** -3.36	5.182** -2.21	16.393 -1.38	5.115** -2.18	16.287 -1.37
i.year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
i.id	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6374	6831	6374	6831	6374	6831	6374	6831
r2_a	0.529	0.559	0.529	0.559	0.15	0.17	0.15	0.17

(二) 根据货币政策松紧程度进行样本分析

本文通过区分货币政策的松紧程度,深入探讨了货币政策、企业不确定性感知与企业金融化之间的复杂关联。基于表5的面板回归结果,在Fin1模型(1)和(2)中,宽松货币政策有助于抑制企业金融化,企业不确定性感知的增强亦能降低金融化程度;而在紧缩货币政策

下,企业不确定性感知的影响不显著。引入货币政策与企业不确定性感知的交互项后(模型3和4),无论货币政策宽松与否,企业不确定性感知均对企业金融化产生显著负向影响,且在宽松货币政策下影响更为明显,表明宽松货币政策不仅未加剧企业金融化,反而具有抑制作用。

在Fin2模型中,宽松货币政策下企业不确

定性感知对企业金融化的影响更为显著,而紧缩货币政策下则不显著。引入交互项后的模型(7)和(8)显示,宽松货币政策下企业不确定性感知对企业金融化仍有负向影响,但货币政策与企业不确定性感知的交互作用对金融化程度的影响不显著。与Fin1相比,Fin2在货币政策宽松条件下的回归结果显著性较低,进一步确

认了两种度量指标间的差异。

此外,Fin1与Fin2模型中控制变量的显著性存在显著异质性。Fin1模型中多数控制变量表现出较高显著性,而Fin2模型中部分变量未达显著性标准,再次强调了企业金融化及其获利渠道选择间的内在差异性,凸显了不同度量方式对研究结论的影响。

表5 货币政策松紧程度的面板回归结果

	Fin1 (1) MP=0	Fin1 (2) MP=1	Fin1 (3) MP=0	Fin1 (4) MP=1	Fin2 (5) MP=0	Fin2 (6) MP=1	Fin2 (7) MP=0	Fin2 (8) MP=1
UNS	-0.006 (-1.35)	-0.015** (-2.11)	-0.052*** (-2.97)	-0.088*** (-5.74)	-0.075 (-1.36)	-0.181** (-2.04)	-0.075 (-1.36)	-0.181** (-2.04)
QN	-0.078*** (-16.90)	-0.149*** (-16.25)	-0.078*** (-16.92)	-0.149*** (-16.31)	-0.105* (-1.81)	-0.223* (-1.93)	-0.105* (-1.81)	-0.223* (-1.93)
QAS	0.129*** (-10.87)	0.145*** (-8.06)	0.128*** (-10.79)	0.140*** (-7.8)	-0.081 (-0.54)	0.174 (-0.77)	-0.081 (-0.54)	0.174 (-0.77)
ZMB	-0.119*** (-12.05)	-0.116*** (-6.83)	-0.119*** (-11.99)	-0.115*** (-6.79)	0.059 (-0.47)	0.114 (-0.53)	0.059 (-0.47)	0.114 (-0.53)
RZY	-0.171** (-1.99)	-0.390*** (-2.90)	-0.166* (-1.93)	-0.368*** (-2.74)	-2.260** (-2.10)	-3.208* (-1.89)	-2.260** (-2.10)	-3.208* (-1.89)
FZS	0.096** (-1.99)	0.236*** (-3.32)	0.094* (-1.95)	0.221*** (-3.12)	0.414 (-0.69)	-0.422 (-0.47)	0.414 (-0.69)	-0.422 (-0.47)
JXJ	0.006*** (-3.11)	-0.002 (-0.54)	0.005*** (-3.02)	-0.002 (-0.53)	0.072*** (-3.23)	0.078** (-2.13)	0.072*** (-3.23)	0.078** (-2.13)
ZCS	-0.000*** (-3.16)	0 (-1.22)	-0.000*** (-3.20)	0 (-1.33)	0 (-0.91)	0 (-0.11)	0 (-0.91)	0 (-0.11)
ZCZ	0.023*** (-2.61)	0.004 (-0.26)	0.023*** (-2.6)	0.003 (-0.17)	-0.339*** (-3.07)	-0.341* (-1.81)	-0.339*** (-3.07)	-0.341* (-1.81)
M2×UNS			0.004*** (-2.72)	0.005*** (-5.37)			0.007 (-0.4)	0 (-0.01)
_cons	2.587*** (-13.87)	3.776*** (-12.03)	2.580*** (-13.84)	3.772*** (-12.07)	4.941** (-2.11)	3.865 (-0.98)	4.941** (-2.11)	3.865 (-0.98)
i.year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
i.id	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8791	4414	8791	4414	8791	4414	8791	4414
r2_a	0.466	0.5	0.466	0.504	0.145	0.168	0.145	0.168

(三) 根据企业不确定性感知程度进行样本分析

为深入分析企业不确定性感知强弱对企业金融化的影响,本文从企业金融资产占比(Fin1)和金融资产渠道获利占比(Fin2)两个维度展开研究,结果见表6。

在Fin1模型中,货币政策增长率(M2)对企业金融化的影响在不同不确定性感知环境下均呈负向显著性,表明货币政策对企业金融化具有抑制作用,且在感知较强时效果更显著。这可能源于企业基于经济不确定性和货币政策调整金融化水平。控制变量分析显示,企业年龄、规模等因素对企业金融化有显著影响,其中企业年龄在不确定性感知较弱时影响显著,而在

高感知环境下影响减弱。

在Fin2分析中,货币政策对企业金融化的影响在不同感知环境下呈现异质性:在感知较弱时为负向显著,而在感知较强时转为正向显著。这表明企业在高不确定性下倾向于增加金融投资以追求短期收益,加剧金融化程度。控制变量分析显示,Fin2与Fin1存在显著差异,企业年龄在不同感知环境下对Fin2的影响方向相反,融资约束等因素的影响更为突出。

研究表明,企业金融化行为受不确定性感知和货币政策的交互影响,不同度量指标下企业特征变量的作用存在显著差异,强调了在研究企业金融行为时考虑度量方式异质性的必要性。

表6 企业不确定性感知强弱的面板回归结果

	Fin1 (1)	Fin1 (2)	Fin1 (3)	Fin1 (4)	Fin2 (5)	Fin2 (6)	Fin2 (7)	Fin2 (8)
	BQ=0	BQ=1	BQ=0	BQ=1	BQ=0	BQ=1	BQ=0	BQ=1
M2	-0.128*** (-26.38)	-0.071** (-2.05)	-0.127*** (-26.11)	-0.070** (-2.04)	-0.161*** (-2.59)	1.199*** -2.6	-0.158** (-2.54)	1.198*** -2.6
QN	-0.090*** (-20.20)	-0.043 (-1.47)	-0.090*** (-20.00)	-0.042 (-1.46)	-0.170*** (-2.96)	1.007*** -2.61	-0.167*** (-2.90)	1.009*** -2.62
QAS	0.130*** -11.19	0.160*** -8.11	0.131*** -11.2	0.161*** -8.12	0.197 -1.32	-0.152 (-0.57)	0.196 -1.31	-0.162 (-0.61)
ZMB	-0.118*** (-11.76)	-0.132*** (-8.46)	-0.118*** (-11.74)	-0.132*** (-8.46)	-0.103 (-0.80)	-0.101 (-0.49)	-0.1 (-0.77)	-0.093 (-0.45)
RZY	-0.167** (-2.01)	-0.121 (-0.91)	-0.166** (-2.01)	-0.124 (-0.93)	-2.473** (-2.32)	-3.434* (-1.92)	-2.442** (-2.29)	-3.433* (-1.92)
FZS	0.173*** -3.75	0.138* -1.71	0.173*** -3.75	0.138* -1.7	-0.194 (-0.33)	1.137 -1.05	-0.195 (-0.33)	1.169 -1.08
JXJ	0.004** -2.48	0.005* -1.8	0.004** -2.48	0.005* -1.77	0.090*** -3.96	0.008 -0.21	0.090*** -3.97	0.008 -0.22
ZCS	-0.000*** (-3.22)	0 (-1.54)	-0.000*** (-3.20)	0 (-1.53)	0 -0.01	0 (-0.02)	0 -0.04	0 (-0.03)
ZCZ	0.019** -2.18	-0.003 (-0.23)	0.019** -2.18	-0.003 (-0.22)	-0.336*** (-2.96)	-0.291 (-1.46)	-0.337*** (-2.97)	-0.293 (-1.47)
M2×UNS			0 (-0.63)	0 -0.77			-0.085 (-0.96)	-0.204 (-1.54)
_cons	5.125*** -23.2	2.384** -2.04	5.113*** -23.06	2.362** -2.02	6.545** -2.31	-35.833** (-2.30)	6.180** -2.17	-35.631** (-2.28)
i.year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
i.id	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	9134	4071	9134	4071	9134	4071	9134	4071
r2_a	0.511	0.513	0.511	0.512	0.163	0.116	0.164	0.116

六、稳健性检验

在前文分析中,通过对不同企业性质、企业不确定性感知强弱以及货币政策松紧程度的样本区分,进行了基准回归结果的稳健性检验,旨在观测货币政策与企业不确定性感知对企业金融化影响的差异。为进一步确保分析结果的可靠性,采用倾向得分匹配法(PSM),对上述变量划分实施了最近邻(1:1)匹配,以减少样本选择偏差并增强结论的有效性。此外,通过再次检验匹配后的样本,确保了整体分析框架的稳健性和一致性,从而为探讨货币政策及企业不确定性感知对企业金融化的影响提供了更为坚实的实证基础。

表7 倾向得分匹配结果

	Fin1 (1)	Fin1 (2)	Fin1 (3)	Fin2 (4)	Fin2 (5)	Fin2 (5)
	psm_m2	psm_m2	psm_uns	psm_uns	psm_guoyou	psm_guoyou
M2			-0.0686** (-2.91)	0.930 (1.67)	-0.0583*** (-8.93)	0.156** (3.00)
UNS	-0.0247*** (-3.56)	-0.150* (-2.30)			-0.0318*** (-4.27)	-0.0608 (-0.83)
QN	0.00708** (3.16)	0.0617** (3.02)	-0.0429* (-2.22)	0.728 (1.50)	-0.00216 (-0.76)	0.0968*** (3.53)

	Fin1 (1)	Fin1 (2)	Fin1 (3)	Fin2 (4)	Fin2 (5)	Fin2 (5)
	psm_m2	psm_m2	psm_uns	psm_uns	psm_guoyou	psm_guoyou
QAS	0.0592*** (5.76)	0.354*** (3.92)	0.142*** (7.59)	-0.0308 (-0.11)	0.0422** (3.19)	0.289* (2.35)
ZMB	-0.153*** (-10.97)	-0.0495 (-0.30)	-0.124*** (-8.65)	-0.182 (-0.90)	-0.0830*** (-4.54)	-0.271 (-1.53)
RZY	-0.159 (-1.18)	-7.369*** (-4.95)	-0.315* (-2.56)	-3.814* (-2.15)	-0.143 (-0.74)	-8.410*** (-5.06)
FZS	-0.213*** (-3.72)	-1.149* (-2.15)	0.276*** (3.29)	0.0631 (0.07)	-0.386*** (-5.98)	-0.637 (-0.81)
JXJ	0.00516 (1.83)	0.115*** (4.77)	0.00377 (1.34)	0.0189 (0.61)	0.00799 (1.81)	0.160*** (6.21)
ZCS	-3.95e-08 (-0.63)	-4.29E-07 (-0.75)	-1.74e-08 (-0.24)	6.42E-07 (0.84)	6.62e-08 (0.79)	-1.19e-08 (-0.01)
ZCZ	0.0454*** (5.54)	-0.121 (-1.52)	0.00569 (0.43)	-0.403* (-2.27)	0.0160 (1.68)	-0.275** (-2.90)
i.year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
i.id	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-125.0*** (-17.09)	103.9 (1.26)	2.331** (2.62)	-25.40 (-1.41)	1.467*** (8.86)	-2.850* (-2.16)
N	6033	6033	5290	5290	5557	5557
adj.R-sq	0.216	0.020	0.600	0.491	0.188	0.025

另外为了避免内生性问题,本文将企业不确定性感知的滞后一期作为工具变量,采用两阶段方法对内生性问题进行验证,以确保模型的精准性。

七、结论与启示

通过对货币政策及企业不确定性感知与上市公司金融化现象之间关系的实证研究,本文从企业金融资产比例及其通过金融渠道获取收益的比例两个维度深入考察了企业金融化表现。研究揭示货币政策在塑造企业金融化进程中扮演关键角色:无论是在提升企业持有的金融资产份额还是增加其从金融活动中获得的利润份额方面,宽松的货币政策并未如预期般推动企业金融化进程,反而显示出抑制效果;同时,企业的不确定性感知亦对企业金融化程度起到遏制作用。进一步的分析表明,在国有企业和非国有企业中,货币政策对前者金融化的影响更为显著,而企业不确定性感知对企业金融化的作用在非国有企业中比国有企业更明显。此外,研究还指出,在货币政策不同趋向,企业不确定性感知对企业金融化的影响在紧缩性政策环境下不明显,而在宽松政策环境中则显得尤为重要。最后,研究结果强调了企业年龄、融资约束等企业固有特征因素在影响企业金融化水平上的重要性。

货币政策不仅在宏观经济层面发挥关键作用,其对微观经济实体的影响亦不可忽视,基于前述研究发现提出以下建议:一是货币政策的调整旨在助力中国经济实现“金融服务于实体经济”的目标,应重视实体企业运营与发展动态,考量包括企业年龄、资产规模在内的固有属性对企业行为的影响,以此增强货币政策调控的针对性与实效性;二是面对增强的企业不确定性感知,企业需革新管理策略,优化主营业务结构,强化市场竞争力和创新能力,探索多元化发展路径以推动产业结构升级,货币政策应在这一过程中提供必要的支持条件,促进企业的适应性变革;三是鉴于货币流动性向实体经济传导效果欠佳的问题,应增加货币政策的灵活性,根据经济运行机制及政策传导特性,实施分区域、分层级、分时段、分力度的差异化调控措施,并依据各阶段宏观政策目标

适时调整,确保政策响应的及时性和精准度,更有效地服务实体经济;四是通过制定优惠和激励政策,为经营管理者营造有利的投融资环境,特别是在非国有企业中,当不确定性感知较高时,应加强对企业风险承受能力的支持,帮助非国有企业恢复并稳定实体经营,进而抑制企业金融化倾向。

参考文献:

- [1] ORHANGAZI Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector[J]. Cambridge Journal of Economics, 2008, 32(6): 863-886.
- [2] 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.
- [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] 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.
- [5] 中央经济工作会议在北京举行 习近平李克强作重要讲话[EB/OL]. (2016-12-16)[2024-10-08]. https://www.gov.cn/xinwen/2016-12/16/content_5149018.htm.
- [6] 决胜全面建成小康社会夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告[EB/OL]. (2017-10-27)[2024-10-08]. https://www.gov.cn/zhuanti/2017-10/27/content_5234876.htm.
- [7] 2020年政府工作报告[EB/OL]. (2020-05-29)[2024-10-08]. https://www.gov.cn/premier/2020-05/29/content_5516072.htm.
- [8] 中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报[EB/OL]. (2024-07-18)[2024-10-08]. <https://www.12371.cn/2024/07/18/ARTI1721291343859528.shtml>.
- [9] SCOTT A. Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy[J]. Economica, 2005, 72(287): 550-552.
- [10] STEIN J C. Monetary policy as financial stability regulation[J]. Quarterly Journal of Economics, 2011, 126(4): 2023-2065.
- [11] 张卫国, 董晋亭, 于连超, 等. 货币政策不确定性与企业金融化[J]. 财会月刊, 2020(10): 128-136.
- [12] 徐光伟, 孙铮. 货币政策信号、实际干预与企业投资行为[J]. 财经研究, 2015, 41(7): 54-67.
- [13] 陈享光, 郭祎. 中国金融化发展对实体经济的影响

响[J]. 学习与探索, 2016(12): 94-103, 176.

[14]杨箐, 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): 14-25.

[15]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, 29(2): 13-25, 34.

[16]胡奕明, 王雪婷, 张瑾. 金融资产配置动机: “蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2017, 52(1): 181-194.

[17]李元, 王擎. 宽松货币政策对企业金融资产配置影响的实证研究[J]. 中国软科学, 2020(4): 154-163.

[18]高蓓, 杨翼, 张明, 等. 货币政策、企业金融资产配置与资本收入份额[J]. 经济研究, 2024, 59(8): 19-38.

[19]KASHYAP A K, et al. Monetary policy and credit conditions[J]. American Economic Review, 1993, 83(1): 78-98.

[20]HU C X. Leverage, monetary policy and firm investment[J]. Economic Review, 1999(2): 32-39.

[21]张前程, 杨德才. 货币政策、投资者情绪与企业投资行为[J]. 中央财经大学学报, 2015(12): 57-68.

[22]张成思, 孙宇辰, 阮睿. 经济政策不确定性、企业货币政策感知与实业投资[J]. 财贸经济, 2023, 44(7): 75-90.

[23]陈创练, 戴明晓. 货币政策、杠杆周期与房地产市场价格波动[J]. 经济研究, 2018, 53(9): 52-67.

[24]冯建, 王丹. 货币政策紧缩、资产配置与企业绩效[J]. 宏观经济研究, 2013(6): 21-28.

[25]张成思, 孙宇辰, 阮睿. 宏观经济感知、货币政策与微观企业投融资行为[J]. 经济研究, 2021, 56(10): 39-55.

[26]FAZZARI S M, Petersen B C. Working capital and fixed investment[J]. RAND Journal of Economics, 1993, 24(3): 328-342.

[27]RITTER J R, WARR R S. The decline of inflation and the bull market[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2002, 37(1): 29-61.

[28]BRENNAN M J, XIA Y. Dynamic asset allocation under inflation[J]. Journal of Finance, 2022, 77(2): 1225-1268.

[29]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.

[30]KRIPPNER G. Capitalizing on crisis[M]. Cambridge: Harvard University Press, 2012: 85-92.

[31]JERMANN U J, QUADRINI V. Macroeconomic effects of financial shocks[J]. American Economic

Review, 2012, 102(1): 238-271.

[32]RAJAN R G, ZINGALES L. Financial dependence and growth[J]. American Economic Review, 1998, 88(3): 559-586.

[33]MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.

[34]DAVIS L E. Financialization and investment[J]. Review of Economics and Statistics, 2017, 99(5): 898-911.

[35]荆中博, 齐立瑶, 刘志东. 信贷冲击、融资约束与企业风险: 基于金融摩擦理论的分析[J]. 世界经济, 2025, 48(3): 207-232.

[36]聂辉华, 阮睿, 沈吉. 企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J]. 世界经济, 2020, 43(6): 77-98.

[37]KRIPPNER G. The financialization of the American economy[J]. Socio-Economic Review, 2005, 3(2): 173-208.

[38]张成思, 郑宁. 中国实体企业金融化: 货币扩张、资本逐利还是风险规避?[J]. 金融研究, 2020(9): 1-19.

[39]孙华好, 郑莉萍, 廖佳. 货币政策、信贷期限结构与企业金融化[J]. 国际金融研究, 2021(8): 13-21.

[40]杨兴全, 尹兴强. 谁受到了货币政策的有效调控?——基于上市公司投资行为的研究[J]. 会计研究, 2017(4): 3-11, 95.

[41]余泳泽, 陈建. 激发民营经济内生动力的驱动机制、现实约束与实现路径[J/OL]. 财经问题研究, 1-14[2025-05-07]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/21.1096.F.20250421.1409.002.html>.

[42]逯进, 刘强, 苏妍. 金融空间分布与企业成本竞争优势——成本弹性视角[J]. 管理学刊, 2025, 38(2): 28-44.

[43]魏晓楠, 孙传旺. 碳排放权交易制度、行政干预与高碳企业减碳融资收益[J]. 财贸经济, 2025, 46(4): 149-164.

[44]喻坤, 李治国, 张晓蓉, 等. 企业投资效率之谜: 融资约束假说与货币政策冲击[J]. 经济研究, 2014, 49(5): 106-120.

[45]欧阳志刚, 薛龙. 新常态下多种货币政策工具对特征企业的定向调节效应[J]. 管理世界, 2017(2): 53-66.

[46]茆安然. 货币政策对企业实物投资与金融资产投资行为的影响研究[J]. 上海师范大学学报(哲学社会科学版), 2025, 54(1): 143-152.

【责任编辑 袁竑源】

(下转第93页)

Exploration of Healthy Aging from the Perspective of Historical Materialism

LANG Xiaojun & WANG Jianying

Abstract: Population aging is related to the destiny of a nation and the overall development of a country. Implementing the national strategy of proactively responding to population aging is an inherent requirement of Chinese-style modernization. From the perspective of historical materialism, this study comprehensively examines the systemic issues of society and nature, scientifically grasps the historical trend of population, and clarifies the Marxist theoretical basis for healthy aging. The health and longevity of workers are not a favor from capital but the result of long-term struggles. The blindness and disorder of capital logic inevitably come at the cost of people's life rights. The measures taken by Western countries to deal with the aging problem cannot be blindly copied. While curbing the blindness and disorder of capital, we should harness it to benefit the cause of aging. It's vital to maintain vigilance against the adverse effects of capital logic, adhere to a realistic attitude, and objectively and dialectically view the new situation of aging. we must also strengthen and improve the work related to the elderly, explore the realistic path of healthy aging, and promote the high-quality development of the cause of aging.

Keywords: historical materialism; capital logic; healthy aging

(上接第82页)

Monetary Policy, Corporate Perception of Uncertainty and Corporate Financialization

JIANG Chunyan

Abstract: In recent years, China's real economy has exhibited a trend of "disengagement from real to financial sectors", characterized by a shift among physical enterprises toward increasing financial asset allocation while reducing tangible investments. To analyze this phenomenon, this paper focuses on the financialization process of listed physical enterprises, examining the effects of monetary policy and corporate perception of uncertainty on corporate financialization. The findings indicate that expansionary monetary policy does not promote but rather inhibits corporate financialization; Similarly, corporate perception of uncertainty exerts a restraining effect. Further analysis reveals that monetary policy has a more pronounced impact on the financialization of state-owned enterprises compared to non-state-owned enterprises. In contrast, corporate perception of uncertainty has limited influence on the financialization behavior of SOEs but is more significant for non-SOEs. Additionally, the effect of corporate perception of uncertainty on financialization is moderated by changes in the tightness of monetary policy, with their interaction exhibiting differential characteristics. This study demonstrates that macroeconomic policies, particularly monetary policy, influence micro-level corporate decisions through multiple mechanisms, thereby shaping patterns of corporate financialization.

Keywords: monetary policy; corporate financialization; perception of uncertainty in enterprises; real economy