

金融化与实体企业财务韧性：抑制效应与异质性分析

罗荷花, 张世博*

(湖南农业大学 经济学院/湖南乡村振兴战略研究院, 湖南 长沙 410128)

摘要: 提升企业财务韧性, 是保障实体企业稳健发展的内在要求, 也是增强国家经济韧性的重要路径。本文基于 2010—2023 年 A 股实体企业数据, 检验金融化对实体企业财务韧性的影响。研究发现, 金融化会对实体企业财务韧性产生抑制作用。机制分析表明, 金融化会通过减少创新投入、降低企业绩效抑制实体企业财务韧性。异质性分析表明, 企业金融化对财务韧性的抑制作用在重污染企业、非高科技企业及财务风险水平较高的企业中更为显著。进一步分析表明, 投机性金融化会显著削弱企业财务韧性, 而预防性金融化则未对企业财务韧性产生明显影响。

关键词: 企业财务韧性; 金融化; 创新投入; 企业绩效

中图分类号: F275

文献标志码: A

文章编号: 1009-2013(2026)04-0033-09

Financialization and the financial resilience of real-economy enterprises: Inhibiting effects and heterogeneity analysis

LUO Hehua, ZHANG Shibo*

(College of Economics, Hunan Agricultural University/ Hunan Rural Revitalization Strategy Research Institute,
Changsha 410128, China)

Abstract: Enhancing corporate financial resilience is both an inherent requirement for safeguarding the steady development of real-economy enterprises and a vital approach to strengthening national economic resilience. Based on the data of A-share listed real-economy enterprises from 2010 to 2023, this study investigates the impact of financialization on corporate financial resilience. The results show that financialization exerts a significant inhibitory effect on corporate financial resilience. Mechanism analysis reveals that financialization erodes real-economy enterprises' financial resilience by reducing innovation input and weakening corporate performance. Heterogeneity analysis indicates that the inhibitory impact is more pronounced in heavily polluting firms, non-high-tech enterprises, and firms with high financial risks. Further analysis demonstrates that speculative financialization significantly undermines corporate financial resilience, whereas precautionary financialization exerts no significant adverse effect on corporate financial resilience.

Keywords: enterprise financial resilience; financialization; innovation investment; enterprise performance

一、问题的提出

党的二十届四中全会指出, 坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。实体企业作为实体经济的关键载体, 其健康发展是稳定社会就业、保障民生福祉的核心支撑, 更是构建现代化产业体系、提升国家核心竞争力的关键。当前, 世界百年未有之大

变局加速演进, 贸易保护主义与单边主义蔓延, 地缘政治冲突频发, 外部环境日趋复杂, 对实体企业的可持续发展构成多重挑战。在宽泛意义上, 企业韧性是指企业在面临外部风险冲击时表现出的抵抗、恢复与成长的综合能力^[1,2]。而聚焦于财务维度, 企业财务韧性则特指企业在遭受外部冲击或内部波动时, 通过优化资本结构、调配现金流、控制财务风险, 从而维持正常运营、迅速恢复财务稳定并实现价值持续增长的核心能力。具有较高财务韧性的实体企业, 能够在市场波动、成本剧增或需求萎缩等冲击下, 维持充裕的流动性、稳健的偿债能力与可持续的盈利水平, 从而防范和化解潜在风险。

收稿日期: 2026-02-02

基金项目: 湖南省社会科学基金项目(25YBA048); 湖南省教育厅科学研究项目(24A0179); 湖南省研究生科研创新项目(CX20251132)

作者简介: 罗荷花(1986—), 女, 湖南衡阳人, 博士, 副教授, 主要研究方向为公司金融与农村金融。*为通信作者。

因此,在宏观不确定性加剧的背景下,提升实体企业财务韧性具有重要的战略意义。

现有研究围绕企业韧性形成了较为丰硕的成果,但直接聚焦于“企业财务韧性”的系统性研究尚显薄弱。在韧性测度方面,部分学者虽已采用财务波动、业绩增长等单一财务代理变量来衡量企业应对冲击的结果^[1,3],但较少有研究将抵抗能力(如现金流稳定性)、恢复能力(如资产负债率恢复速度)与成长能力(如主营业务利润增长率)纳入统一的财务韧性评价框架^[4-6]。在企业韧性的影响因素方面,既有文献主要从内部管理(如高管海外经历与团队多样性)^[7,8]、资源基础(如耐心资本、数据资产)^[9,10]以及外部环境(如数字政府建设)^[11,12]等视角展开,且多聚焦于促进韧性的积极因素。值得注意的是,上述研究大多将“韧性”作为综合性概念,其财务维度的具体作用机制常被淹没在运营、供应链或市场维度之中,导致学界对实体企业“财务韧性”的专属影响因素及抑制性前因的认识严重不足。系统识别并分析可能抑制企业财务韧性提升的消极因素,对于完善企业财务理论体系、指导企业筑牢财务安全底线具有较好的补益作用。

在此背景下,实体企业金融化现象作为潜在的关键抑制性因素,正日益引发关注。经济金融化作为全球经济发展的重要趋势,深刻影响着微观企业的资源配置逻辑^[13]。企业金融化指的是实体企业将更多资金从生产经营活动转向金融市场交易,以追求短期资本增值的行为倾向。这一现象导致企业大量财务资源脱离主营业务,沉淀于虚拟经济领域。值得警惕的是,此类金融化行为不仅改变企业资源配置方式,更可能通过财务层面的直接挤占与经营层面的间接侵蚀,成为制约企业财务韧性提升的关键阻力。具体而言,在短期逐利动机驱使下,金融化会挤占用于研发创新、技术升级的长期资金,削弱主营业务的创利能力;同时,金融资产价格的高波动性会加剧企业投资收益的震荡,增加现金流的不确定性,进而恶化资本结构,降低企业应对突发冲击的财务缓冲能力。现有研究从多个维度揭示了金融化可能给实体企业带来的负面影响,包括抑制企业创新投入^[14],阻碍企业绿色创新^[15],降低主营业务绩效^[16],加剧收入分配失衡^[17],甚至引发系统性金融风险^[18]。在金融化与企业财务韧性的直接关联方面,常晓涵

等^[19]、唐志东和吕康银^[20]虽已初步发现金融化会通过增强融资约束来抑制企业韧性,但其分析仍多基于广义韧性指标,对于金融化如何通过“减少创新投入”进而削弱长期价值创造能力,以及如何通过“降低企业绩效”进而恶化短期财务恢复基础的双重中介路径,缺乏系统性的机制检验。

综上所述,既有研究为本文奠定了坚实基础,但关于金融化与实体企业财务韧性的内在关联及其作用机制,仍有待进一步揭示。本文将研究视角聚焦于实体企业,将创新投入、企业绩效纳入金融化与实体企业财务韧性的统一分析框架,系统考察金融化对实体企业财务韧性的影响及其机制,并致力于回答以下核心问题:金融化是否会抑制实体企业财务韧性?若存在抑制效应,其具体的传导机制是什么?为此,本文以2010—2023年A股实体企业为样本,从抵抗能力、恢复能力与成长能力三个维度综合测算实体企业的财务韧性,并在此基础上运用双向固定效应模型实证检验金融化对实体企业财务韧性的影响及其机制。可能的创新点主要体现在:第一,聚焦实体企业财务韧性的独特内涵,构建多维度的财务韧性评价指标,为相关领域研究提供新的方法借鉴。第二,从理论和实证两方面系统分析金融化对财务韧性的抑制效应,并从“创新投入减少”与“经营绩效下滑”双渠道揭示其内在传导机制,深化对二者关系的理解。第三,从金融化动机(预防性储蓄与逐利性投机)的异质性视角出发,实证检验何种金融化行为对企业财务韧性的破坏效果更为显著,为企业优化资产配置策略提供精细化参考。

二、理论分析与研究假设

(一) 金融化对实体企业财务韧性的直接影响

股东的核心诉求是企业长期价值的持续提升,以期实现资本的长期增值。管理层受任期业绩、薪酬影响,更倾向于追求短期收益最大化。在信息不对称的情形下,这种目标错位极易诱发管理层机会主义行为,进而推动企业开展金融化活动,侵蚀企业财务韧性的基础。实体企业财务韧性的构建依赖主业深耕、稳健现金流及风险管控,金融化与之完全背离,不仅会挤占主业运营资金、削弱现金流稳定性,还会缩减技术研发等长期投入^[14],弱化企业核心竞争力,对企业财务韧性造成损害。

企业竞争优势的核心支撑是异质性、难模仿、不可替代的战略资源。实体企业财务韧性的构建离不开战略性实体资源的积累，而金融化引发的资源“脱实向虚”会破坏这一机制。从资金维度看，大量资金投向金融资产会挤占主业核心投入，减缓实体资源积累速度，弱化企业实体根基。从人力资源看，主业核心人才向金融领域转移，会削弱企业研发与运营能力。且金融资产同质性强、收益波动大，会加大企业经营风险^[20]，难以成为支撑财务韧性的战略资源。

根据动态能力理论，企业财务韧性的提升依赖于对内外部资源的整合与重构能力。金融化会直接阻碍企业动态能力的培育，使企业难以适应复杂多变的外部环境。企业在过度追逐金融收益的过程中，会逐渐偏离实体经营的核心主业^[16]，将精力集中于金融投机活动，忽视对主业资源的有效整合与优化配置，进而降低资源配置效率。同时，短期投机所带来的即时收益容易固化企业既有的发展路径，抑制动态能力的持续迭代与升级，使得企业能力体系无法及时适配外部市场变化，最终削弱其财务韧性。

总之，实体企业金融化会引发管理层短期机会主义行为，破坏战略性实体资源的积累，削弱企业动态能力培育与发挥，从而从根本上抑制企业财务韧性的提升。基于上述分析，本文提出假设：

H₁：金融化会显著抑制实体企业财务韧性。

（二）金融化对实体企业财务韧性的影响机制

金融化通过挤占创新资金和分流创新人才，对企业创新产生显著负面影响。企业流动资金有限，若将大量资源投入股票、债券等金融资产，会压缩研发设备采购、技术攻关等环节的资金投入，破坏创新连续性，甚至可能使关键创新项目因资金链断裂而停滞。不仅如此，金融化提高了金融相关技能回报率，使研发岗位的长期投入与延迟回报失衡，导致核心研发人才流向内部金融部门，侵蚀企业创新的人力资本基础，降低创新投入。

企业创新投入下降，会进一步弱化市场竞争力，进而抑制企业财务韧性。创新不足使得企业难以适应市场需求变化和技术迭代，无法通过产品升级、技术突破构建差异化优势与技术壁垒，导致主营业务竞争力衰退、利润收窄，削弱内源融资能力和资金储备。在技术变革等外部冲击下，缺乏创新储备的企业被锁定在原有模式中，难以调整经营策

略、开拓新盈利领域，进而削弱企业成长能力。同时，成长能力衰退会向资本市场传递消极信号，降低投资者信心，导致企业估值下降、外部融资成本上升，加剧财务压力，最终抑制财务韧性。

基于上述分析，本文提出假设：

H₂：金融化会通过减少创新投入进而抑制实体企业财务韧性。

金融化会导致企业经营重心偏移与盈利结构失衡，进而降低企业绩效。一方面，金融化使实体企业管理层将重心从实体产业转向金融投机，减少对主营业务的资源投入，导致主营业务发展放缓、核心竞争力衰退，企业难以通过主业实现营收与利润的稳定增长。另一方面，金融盈利受利率、汇率等外部因素影响大，波动性强、不确定性高，无法形成稳定盈利支撑；而企业绩效稳定提升依赖主营业务的持续性盈利，过度依赖金融投机会导致盈利结构失衡，加剧绩效波动，削弱盈利稳定性，最终降低企业绩效。

企业绩效下降会从三方面抑制企业财务韧性。其一，绩效下降直接导致盈利水平降低，内部可积累资金大幅减少，企业难以储备充足流动资金抵御风险，面对突发情况缺乏财务调节能力，财务脆弱性上升，侵蚀财务韧性。其二，绩效下滑导致营收降低、现金流紧张、资金周转不畅等连锁反应。同时，持续的“绩效落差”会触发管理层“威胁刚性”反应^[21]，导致决策保守、应变能力下降。其三，绩效下滑使企业陷入盈利困境，无法投入足够资源培育长期发展动能，难以拓展新领域、优化业务结构，长期动能不足导致企业面对行业变革等挑战时缺乏可持续盈利支撑和财务缓冲，最终使财务韧性持续弱化。

基于上述分析，本文提出假设：

H₃：金融化会通过降低企业绩效进而抑制实体企业财务韧性。

三、实证研究设计

（一）数据来源与样本选择

数据来源于CSMAR数据库，研究样本为2010—2023年中国A股上市公司。为保证企业数据与研究主题相匹配，降低潜在干扰，本研究对样本数据进行清洗与处理：一是剔除金融企业样本；二是剔除房地产企业样本；三是剔除ST、PT、*ST等

经营状况异常的企业样本；四是剔除关键变量缺失的样本；五是对连续型变量进行上、下1%的缩尾处理，以减少极端值对估计结果的影响。经过上述筛选，最终获得由3 370家实体企业构成的非平衡面板数据，共计19 343个有效样本。

（二）变量选取

1. 被解释变量

被解释变量为企业财务韧性。借鉴蔡显军等^[4]、梁林和李妍^[5]的研究思路，基于企业遭遇外部风险冲击后逐步恢复、最终实现成长的动态过程，将企业财务韧性拆解为抵抗能力、恢复能力与成长能力三个维度，并选取适配指标构建实体企业财务韧性指标体系（表1）。在此基础上，以熵值法将之合成为实体企业财务韧性综合指数。

2. 解释变量

解释变量为金融化。借鉴李秋梅和梁权熙^[22]的方法，以企业金融资产占总资产的比重来测度企业

金融化水平。其中，企业金融资产包括交易性金融资产、可供出售金融资产净额、衍生金融资产、投资性房地产净额、持有至到期投资净额、长期股权投资净额。需要说明的是，2018年新会计准则的实施对相关会计科目进行了调整，不再单独列示“可供出售金融资产”与“持有至到期投资”这两个项目。为保持数据口径的一致性与可比性，对于2019年及以后的样本，参照邓明君等^[23]的处理方式，以“债权投资”替代原“持有至到期投资”，以“其他债权投资”与“其他权益工具投资”之和替代原“可供出售金融资产”。

3. 控制变量

借鉴已有文献^[4,5]，选择以下变量作为控制变量：企业规模、资产负债率、固定资产比率、股权集中度、两职合一、股权制衡度、董事会规模、产权性质。为统一量纲并缓解异方差影响，对企业规模进行对数化处理。

具体的变量定义及描述性统计结果见表2。

表1 实体企业财务韧性的评价指标体系

一级指标	二级指标	指标测算方式	指标属性
抵抗能力	流动比率	流动资产 / 流动负债	正向
	速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债	正向
	现金比率	现金及现金等价物期末余额 / 流动负债	正向
	固定资产周转率	营业收入 / 固定资产期末净额	正向
	存货周转率	营业成本 / 存货期末余额	正向
恢复能力	投入资本回报率	(净利润+财务费用) / (资产总计-流动负债+应付票据+短期借款+一年内到期的非流动负债)	正向
	营业利润率	营业利润/营业收入	正向
	财务杠杆	(净利润+所得税费用+财务费用) / (净利润+所得税费用)	负向
	BETA值	企业贝塔系数	负向
成长能力	无形资产占比	无形资产/总资产	正向
	营业收入增长率	营业收入相较于去年所增长的比率	正向
	留存收益比率	留存收益/总资产	正向
	组织投入	管理费用/营业收入	正向
	宣传投入	销售费用/营业收入	正向

表2 变量定义及描述性统计结果

变量名称	变量符号	变量说明	均值	标准差	最小值	最大值
企业财务韧性	Score	熵值法计算得出	0.358 5	0.211 8	0.099 6	1.341 8
金融化	Fin	企业金融资产 / 资产总额	0.080 8	0.098 4	0.000 1	0.499 3
企业规模	Size	企业总资产的对数值	22.474 6	1.253 6	20.181 5	26.364 1
资产负债率	Asset	企业总负债/企业总资产	0.419 2	0.184 2	0.068 2	0.840 4
固定资产比率	Fix	企业固定资产/企业总资产	0.208 9	0.141 0	0.007 2	0.640 4
股权集中度	Stock	前五大股东持股比	51.798 7	14.794 7	20.481 7	87.918 6
两职合一	Post	董事长与总经理是否为同一人	0.272 4	0.445 2	0	1
股权制衡度	Equity	第二至第五大股东持股比例/第一大股东持股比例	0.717 5	0.585 7	0.032 8	2.730 2
董事会规模	Board	董事会人数	8.545 0	1.664 5	4	18
产权性质	State	产权性质是否为国企	0.359 0	0.479 7	0	1

（三）模型构建

1. 基准回归模型

为更准确地识别金融化对实体企业财务韧性的影响，本文构建同时控制个体固定效应与时间固定效应的双向固定效应模型进行分析。具体模型如下：

$$Score_{it}=\alpha+\beta Fin_{it}+\gamma\sum Controls_{it}+\delta_i+\eta_t+\varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，企业财务韧性（*Score*）为被解释变量，金融化（*Fin*）为解释变量。*Controls*为控制变量集合，包括企业规模、资产负债率、固定资产比率等。*i*表示各个样本企业，*t*表示不同年份。 α 、 β 、 γ 为方程回归系数， δ 表示不随时间变化的企业个体固定效应， η 为年份固定效应， ε 为随机扰动项。

2. 机制检验模型

参考江艇^[24]的研究，本文分别从企业创新投入、企业绩效两个维度考察金融化影响实体企业财务韧性的具体路径。在模型（1）的基础上，设定模型如下：

$$M_{it}=\eta_0+\eta_1 Fin_{it}+\eta_2\sum Controls_{it}+\delta_i+\eta_t+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中，*M*表示机制变量，包括企业创新投入、企业绩效。其中，企业创新投入具体包括企业创新投入强度（*Inno*）、企业创新投入规模（*Inve*）和企业持续性创新投入（*Persist*）。企业绩效包括企业短期绩效（*Roa*）和企业长期绩效（*Tobin*）。 η_0 、 η_1 、 η_2 为方程回归系数。控制变量与固定效应的选择与模型（1）的设定保持一致。

四、实证分析与结果

（一）基准回归结果

金融化对实体企业财务韧性影响的回归结果见表3。具体而言，列（1）仅包含个体固定效应；列（2）同时包含个体与时间固定效应；列（3）在双向固定效应的基础上，加入了其他控制变量。结果显示，在不同模型中，金融化的回归系数均为负且在1%的水平上显著，表明金融化对实体企业财务韧性具有显著的抑制效应，*H₁*得到验证。其可能的原因在于：一是金融化重构了资源配置的优先级，挤占了本应投入主营业务发展与抗风险能力提升的关键资源，从而侵蚀了企业财务韧性的基础。二是金融资产的价值波动容易引发资产减值，直接加剧实体企业的财务脆弱性。三是金融化助长了管理者的战略短视倾向，从而持续抑制企业财务韧性的提升。

表3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Fin</i>	-0.194 4*** (0.027 3)	-0.160 5*** (0.028 5)	-0.204 9*** (0.026 9)
<i>Size</i>			-0.003 5 (0.005 9)
<i>Asset</i>			-0.291 0*** (0.018 8)
<i>Fix</i>			-0.078 2*** (0.026 4)
<i>Stock</i>			0.000 9** (0.000 3)
<i>Post</i>			0.004 5 (0.004 0)
<i>Equity</i>			-0.010 2* (0.005 6)
<i>Board</i>			-0.000 5 (0.001 4)
<i>State</i>			0.017 0 (0.011 6)
常数项	0.374 2*** (0.002 2)	0.362 5*** (0.007 0)	0.537 7*** (0.131 3)
时间固定效应	NO	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES
<i>R</i> ²	0.012 3	0.021 1	0.083 5
样本量	19 343	19 343	19 343

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；括号内为稳健标准误。下同。

（二）稳健性检验

1. 更换解释变量测度方式

参考杜勇和王婷^[25]的做法，采用企业当期持有金融资产总额的自然对数重新衡量金融化程度，以此更换原有测度方式进行回归，结果见表4列（1）。结果显示，金融化的系数为负，且在1%水平上显著，核心结论未发生实质性改变，表明基准结果对不同测度方式具有稳健性。

表4 稳健性检验

变量	更换解释变量测度方式	更改样本区间	PSM-倾向得分匹配法
	(1)	(2)	(3)
<i>Fin1</i>	-0.008 3*** (0.001 3)		
<i>Fin</i>		-0.255 3*** (0.033 8)	-0.017 7*** (0.004 1)
控制变量	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES
常数项	0.446 6*** (0.130 7)	0.533 0*** (0.161 6)	0.330 8*** (0.042 7)
<i>R</i> ²	0.077 7	0.091 8	0.097 7
样本量	19 343	11 513	9 997

2. 更改样本区间

为排除公共卫生事件等重大外生冲击对实体企业经营的干扰，本文剔除2020—2023年的样本数据后重新进行回归。结果如表4列（2）所示，金融

化的系数为负,且在1%水平上显著。这表明,在相对常态化的经济环境中,金融化对实体企业财务韧性的抑制效应依然稳健成立。

3. PSM-倾向得分匹配法

为缓解可能存在的样本自选择问题,本文采用PSM-倾向得分匹配法进行再检验。具体地,将金融化程度高于中位数的样本定义为处理组(赋值1),否则为对照组(赋值0)。选取企业规模、资产负债率、固定资产比率、股权集中度、两职合一、股权制衡度、董事会规模及产权性质作为协变量,进行1:1最近邻匹配。匹配后的样本顺利通过了共同支撑检验与平衡性检验,说明匹配效果良好,组间特征差异得到了有效控制。基于匹配后样本的回归结果见表4列(3),金融化的系数依然显著为负,再次验证了本文结论的稳健性。

(三) 内生性检验

为了缓解潜在的内生性问题,本文采用工具变量进行估计。参考彭俞超等^[18]、胡秋阳和伍子豪^[26]的研究,构建两类工具变量:一是除本企业外,同年份、同行业其他企业金融化程度的均值(记为 $Fin-A$);二是除本企业外,同年份、同行业、同省份其他企业金融化程度的均值(记为 $Fin-B$)。需说明的是,由于部分“年份—省份—行业”组合中仅包含一家企业, $Fin-B$ 的样本量有所减少。表5汇报了内生性检验的结果。结果显示,在控制潜在内生性问题后,核心解释变量的系数符号与显著性未发生实质性改变,前文结论仍然稳健。

表5 内生性检验结果

变量	$Fin-A$		$Fin-B$	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Fin-A$	0.630 7*** (0.025 1)			
$Fin-B$			0.419 6*** (0.018 4)	
Fin		-0.334 8*** (0.079 2)		-0.657 1*** (0.096 5)
控制变量	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES
常数项	-0.041 8*** (0.013 6)	0.336 4*** (0.030 1)	-0.038 9*** (0.013 8)	0.326 7*** (0.031 1)
R^2	0.141 2	0.102 0	0.133 3	0.062 1
样本量	19 343	19 343	19 033	19 033

(四) 机制检验

1. 企业创新投入机制的检验

本文从企业创新投入强度、创新投入规模与持续性创新投入三个维度衡量企业创新投入。第一,创新投入强度。借鉴孙燕芳等^[27]的做法,采用企业研发投入占总资产的比重来衡量。该指标可以消除企业规模差异的影响,更好地反映实体企业对创新活动的重视程度。第二,创新投入规模。参照李玉花和简泽^[28]的研究,采用企业研发投入总额的自然对数来衡量。该指标可以有效捕捉企业实际投入水平,又可缓解极端值的干扰。第三,持续性创新投入。借鉴何郁冰等^[29]的方法,基于企业研发投入的动态变化构建创新持续性指标,用以反映实体企业持续性创新投入状况。为保持数量级一致,本文对该指标取自然对数。企业创新投入的机制检验结果见表6列(1)至列(3)。结果显示,金融化对企业创新投入强度、创新投入规模、持续性创新投入的系数均为负,且均在1%的水平上显著。这表明金融化会显著抑制企业创新投入,进而削弱企业财务韧性, H_2 得到验证。可能的原因在于:金融化会挤占创新资金、分流人才,弱化企业核心竞争力并压缩企业利润,从而抑制企业财务韧性。

2. 企业绩效机制的检验

本文从企业短期绩效和企业长期绩效两个方面来衡量企业绩效。具体定义如下:第一,企业短期绩效。借鉴杨亦民和吴阳佳^[30]的做法,采用总资产收益率来衡量。该指标以净利润与总资产的比值计算,能够捕捉企业的短期盈利能力和资产利用率,反映企业的即期经营绩效。第二,企业长期绩效。借鉴王竹泉等^[31]学者的做法,采用托宾Q值来衡量。托宾Q值是以企业市值与资产重置成本的比值计算的。当该值大于1时,表明企业市场价值超过其资产重置价值,体现了市场对企业未来成长性的积极预期,该值是衡量企业长期绩效与价值创造能力的核心指标。

企业绩效的机制检验结果如表6列(4)和列(5)所示。结果显示,金融化对实体企业短期绩效和长期绩效的影响系数均为负,且均在1%水平上显著。这表明金融化行为会显著降低企业绩效,进而抑制实体企业的财务韧性, H_3 得到验证。可能的原因在于:金融化导致企业经营重心偏移、盈利结构失衡,从而削弱了企业绩效,并最终抑制了企业财务韧性。

的提升。

表6 机制检验结果

变量	创新投入强度 (1)	创新投入规模 (2)	持续创新投入 (3)	短期绩效 (4)	长期绩效 (5)
<i>Fin</i>	-0.009 1*** (0.001 9)	-0.660 9*** (0.112 9)	-0.651 6*** (0.110 3)	-0.019 5*** (0.006 0)	-1.093 8*** (0.214 8)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES	YES
常数项	0.084 4*** (0.009 2)	0.212 7 (0.620 0)	0.130 9 (0.724 7)	0.087 1*** (0.026 1)	15.464 5*** (1.123 6)
<i>R</i> ²	0.107 5	0.544 8	0.467 3	0.073 3	0.311 6
样本量	19 343	19 343	17 242	19 343	19 343

（五）异质性检验

为考察金融化对实体企业财务韧性影响的异质性，本文依据企业所处行业属性与自身风险特征进行分组检验。具体而言，分别按照企业污染排放强度、科技水平以及财务风险对样本进行分组，以分析金融化对财务韧性的抑制效应是否存在结构性差异。

1. 污染排放强度异质性

参考潘爱玲等^[32]的研究，本文将样本划分为重污染行业企业 and 非重污染行业企业两组，分组进行回归，并采用费舍尔组合检验对组间系数差异进行检验，结果见表7列（1）与列（2）。结果表明，相较于非重污染行业企业，重污染行业企业的金融化对其财务韧性的抑制作用更加明显。可能的原因在于：重污染行业企业面临更严苛的环境规制与更高的合规成本，需投入大量资金用于环保治理，财务状况本就紧张。若在此基础上进一步配置金融资产，会加剧流动性压力，放大财务脆弱性，强化对财务韧性的抑制效应。

2. 科技水平异质性

参考白洁^[33]的研究，本文将样本企业划分为高

科技行业企业 and 非高科技行业企业两组，分组进行回归，并采用费舍尔组合检验对组间系数差异进行检验，结果见表7列（3）与列（4）。结果表明，相较于高科技行业企业，非高科技行业企业的金融化对其财务韧性的抑制作用更加明显。可能的原因在于：非高科技行业企业处于竞争激烈、产品同质化高的市场，利润空间本就有限。配置金融资产会挤占生产经营资源，削弱主营业务竞争力，且金融资产短期收益无法弥补主业衰退损失，从而加剧金融化对财务韧性的负面影响。

3. 财务风险异质性

参考刘建秋和徐雨露^[34]的研究，本文以企业所处行业的Z-score中位数为标准，将样本企业划分为财务风险较高企业组和财务风险较低企业组，分组进行回归，并采用费舍尔组合检验对组间系数差异进行检验，结果见表7列（5）与列（6）。结果表明，相较于财务风险较低的企业，财务风险较高企业的金融化对其财务韧性的抑制作用更加明显。可能的原因在于：财务风险较高的企业，其金融资产配置往往更具逐利性和激进性，会放大金融化负面效应，严重挤占主业与创新资源，侵蚀财务韧性根基。

表7 异质性分析结果

变量	污染排放强度		科技水平		财务风险	
	非重污染行业 (1)	重污染行业 (2)	非高科技行业 (3)	高科技行业 (4)	较高 (5)	较低 (6)
<i>Fin</i>	-0.175 9*** (0.028 3)	-0.363 1*** (0.074 2)	-0.251 5*** (0.042 4)	-0.162 5*** (0.031 6)	-0.295 0*** (0.047 8)	-0.152 2*** (0.032 8)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
组间系数差异 <i>P</i> 值	0.015		0.083		0.046	
常数项	0.531 5*** (0.153 5)	0.434 1 (0.271 4)	0.252 9 (0.195 5)	0.648 6*** (0.169 7)	0.480 5*** (0.192 0)	0.691 4*** (0.208 0)
<i>R</i> ²	0.084 8	0.093 5	0.051 9	0.107 2	0.041 4	0.137 0
样本量	14 751	4 592	8 089	11 254	9 669	9 674

（六）拓展性分析

企业金融化按资产配置动机可划分为预防性金融化与投机性金融化。预防性金融化指通过持有低风险金融资产获取稳定收益、盘活经营资金。投机性金融化则以追逐超额收益为核心，指企业将大量经营资金、融资所得投向高风险、高波动的金融产品，忽视长期价值创造与核心能力培育，具有明显的“脱实向虚”特征，会抑制企业财务韧性。从我国企业的实际行为来看，企业金融化的动机更倾向于投机^[35]。基于此，本文进一步从金融资产收益风险特征出发，实证检验不同动机金融化对企业财务韧性的差异化影响。

具体而言，由于债权投资收益相对固定且风险较低，将债权投资与总资产之比视为预防性金融化（*Pre*）；2019年之前的样本则以持有至到期投资与总资产之比衡量预防性金融化（*Pre*），将其余收益与风险较高的金融资产与总资产之比视为投机性金融化（*Spe*），并检验其对于企业财务韧性的影响，结果见表8。结果显示，预防性金融化对企业财务韧性无显著影响，投机性金融化对企业财务韧性的影响显著为负。可能的原因在于：投机性金融资产的高风险属性使其易受市场波动等外部冲击事件影响，使企业面临较大的流动性风险。预防性金融资产则可帮助企业获取稳定的现金流，降低外部冲击风险，但其收益相对较低，难以直接提升企业财务韧性，因此对企业财务韧性无显著影响。

表8 金融化动机检验结果

变量	(1)	(2)
<i>Pre</i>	-0.553 5 (0.518 6)	
<i>Spe</i>		-0.203 5*** (0.027 3)
控制变量	YES	YES
时间固定效应	YES	YES
个体固定效应	YES	YES
常数项	0.458 6*** (0.131 1)	0.536 0*** (0.131 3)
<i>R</i> ²	0.071 5	0.083 1
样本量	19 343	19 343

五、研究结论及启示

本文以2010—2023年我国A股实体企业为研究对象，实证分析了金融化对实体企业财务韧性的影响及其机制。结果表明，金融化会显著抑制实体企业财务韧性，该结论在经过一系列稳健性与内生性检验后依然成立；机制分析表明，金融化会通过挤

占企业创新投入和降低企业绩效两条路径抑制企业财务韧性；异质性检验表明，金融化对重污染行业企业、非高科技行业企业以及财务风险较高企业的财务韧性抑制效果更为明显。进一步拓展性分析发现，投机性金融化对企业财务韧性的抑制效果更为明显，预防性金融化则未对企业财务韧性产生明显影响。

上述结论对于规范实体企业金融化行为，提升企业财务韧性具有以下启示：

一是应建立健全企业金融资产投资的监管与披露机制。为有效规范与监督实体企业金融化行为，政府可依托大数据与信息技术平台，构建企业金融资产投资实时监测系统，对金融资产配置超出合理阈值的企业实施重点监管，从而实现风险精准识别与动态干预。同时，应要求企业在财务报告中增设金融资产配置专项说明，详细披露配置规模、资产结构、持有意图及其与主业发展的关联度，并引入第三方审计机构出具专业意见，从而抑制实体企业过度金融化行为，引导企业坚持创新，聚焦主业。

二是应实施针对不同特征企业的差异化政策。针对不同类型企业的特征与需求，政府应实施差异化引导政策，精准提升实体企业的财务韧性。对重污染行业企业，应鼓励其发展绿色技术，降低环境合规成本，缓解财务压力；对非高科技行业企业，应设立创新专项基金，推动其立足主业开展技术迭代、产品升级与品牌建设，培育核心竞争力，减少对金融资产的过度依赖；对高财务风险企业，应构建多层次风险缓释机制，通过建立供应链金融服务平台等方式，拓展多元化融资渠道，缓解融资约束，助力企业降低融资成本与财务风险，提升企业财务韧性。

三是应引导企业管理者树立可持续发展理念。实体企业管理者应摒弃短视主义经营思维，避免因盲目追逐短期金融收益而忽视长期核心竞争力培育。管理者应持续加大创新投入力度，系统推动技术升级与品牌建设，逐步积累自主知识产权，构筑可持续竞争优势。同时，在外部不确定性加剧的背景下，企业更应坚守主业根基，聚焦实体经济，通过完善内部治理、强化风险控制，全面提升企业财务韧性，实现高质量发展与可持续发展。

参考文献：

[1] 陈银娥，李春燕，谭欢，等. 企业ESG表现对企业韧性

- 的影响研究[J]. 财经理论与实践, 2024, 45(2): 128-135.
- [2] 宋瑛, 付俊治. 数字化创新能有效提升涉农企业韧性吗——来自涉农上市企业的经验数据[J]. 农业技术经济, 2025(7): 54-72.
- [3] Ortiz-De-Mandojana N, Bansal P. The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices[J]. Strategic Management Journal, 2016(8): 1615-1631.
- [4] 蔡显军, 夏雨欣, 薛丽达. 企业韧性指数的构建、测度与检验——基于A股上市公司的数据[J]. 科学决策, 2024(3): 57-74.
- [5] 梁林, 李妍. 组织韧性对制造企业产品成本优势的双刃剑效应[J]. 中国流通经济, 2024, 38(1): 115-127.
- [6] 罗荷花, 张世博. ESG表现对上市制造业企业财务韧性的影响研究——来自A股的经验证据[J]. 西部金融, 2025(1): 45-53.
- [7] 阳立高, 罗甜甜, 刘丽雯. CEO双海外背景对企业韧性的影响研究[J]. 财经理论与实践, 2025, 46(4): 120-127.
- [8] 刘小元, 钟林宸, 刘宇璇, 等. 企业高管团队异质性影响组织韧性机理探讨——基于一个有管理自主权调节模型的实证检验[J]. 中央财经大学学报, 2025(1): 142-160.
- [9] 储佩佩, 张尧. 耐心资本对企业韧性的影响研究[J]. 现代经济探讨, 2025(8): 80-94.
- [10] 梁孝成, 吕康银, 陈思. 数据资产如何赋能企业韧性：理论机制与实证检验[J]. 华东经济管理, 2025, 39(9): 65-75.
- [11] 宋高燕, 夏雪儿, 姚金镭. 数治的力量：数字政府建设与企业韧性[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2025, 45(8): 41-57.
- [12] 冯挺, 祝志勇. 异质性政府补助对企业韧性的影响研究[J]. 西南大学学报(社会科学版), 2024, 50(1): 144-155.
- [13] 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.
- [14] 赵杜悦, 宋保胜, 刘森, 等. 企业金融化分析与创新投入调节效应——基于2015—2021年沪深A股传统制造业上市公司的经验证据[J]. 管理学报, 2024, 37(2): 140-158.
- [15] 王越, 阳镇, 陈劲. 企业金融化是否挤出了企业绿色技术创新？[J]. 现代金融研究, 2024, 29(10): 14-24, 35.
- [16] 江三良, 张心怡. 企业金融化与经营业绩：抑制与异质[J]. 调研世界, 2022(8): 13-21.
- [17] 朱斌, 田亦君. 非金融企业金融化与内部收入差距的关系研究兼论社会发展的不平等效应[J]. 社会, 2025, 45(3): 180-207.
- [18] 彭俞超, 倪骁然, 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.
- [19] 常晓涵, 何海燕, 孙磊华, 等. 金融化对企业生存韧性的影响[J]. 企业经济, 2023, 42(7): 119-128.
- [20] 唐志东, 吕康银. 企业金融化是否削弱了企业韧性？[J]. 现代经济探讨, 2025(9): 80-93.
- [21] 江诗松, 毛栋哲, 龚丽敏, 等. 绩效落差与组织重构[J]. 外国经济与管理, 2021, 43(5): 77-90.
- [22] 李秋梅, 梁权熙. 企业“脱实向虚”如何传染？——基于同群效应的视角[J]. 财经研究, 2020, 46(8): 140-155.
- [23] 邓明君, 唐皓, 罗文兵. 共同机构所有权对企业金融化的影响：促进还是抑制[J]. 审计与经济研究, 2023, 38(6): 106-116.
- [24] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100-120.
- [25] 杜勇, 王婷. 非CEO高管独立性与实体企业金融化[J]. 上海财经大学学报, 2022, 24(3): 45-60, 122.
- [26] 胡秋阳, 吴子豪. 市场竞争视角下的实体企业金融化与创新挤出[J]. 经济经纬, 2023, 40(5): 125-137.
- [27] 孙燕芳, 赵怡, 张园园. 融资约束、研发投入与企业全要素生产率[J]. 统计与决策, 2025, 41(17): 149-154.
- [28] 李玉花, 简泽. 从渐进式创新到颠覆式创新：一个技术突破的机制[J]. 中国工业经济, 2021(9): 5-24.
- [29] 何郁冰, 周慧, 丁佳敏. 技术多元化如何影响企业的持续创新？[J]. 科学学研究, 2017, 35(12): 1896-1909.
- [30] 杨亦民, 吴阳佳. 客户集中度和资产专用性对农业企业绩效的影响——基于2010—2017年71家农业类上市公司数据[J]. 湖南农业大学学报(社会科学版), 2020, 21(1): 69-76.
- [31] 王竹泉, 段丙蕾, 王苑琢, 等. 资本错配、资产专用性与公司价值——基于营业活动重新分类的视角[J]. 中国工业经济, 2017(3): 120-138.
- [32] 潘爱玲, 刘昕, 邱金龙, 等. 媒体压力下的绿色并购能否促使重污染企业实现实质性转型[J]. 中国工业经济, 2019(2): 174-192.
- [33] 白洁. 对外直接投资特征对高科技企业生产率的异质性影响[J]. 科研管理, 2022, 43(7): 200-208.
- [34] 刘建秋, 徐雨露. ESG表现与企业韧性[J]. 审计与经济研究, 2024, 39(1): 54-64.
- [35] 段军山, 庄旭东. 金融投资行为与企业技术创新——动机分析与经验证据[J]. 中国工业经济, 2021(1): 155-173.

责任编辑：李东辉