

## 中心简介

湖北金融发展与金融安全研究中心的前身是1985年成立的武汉金融高等专科学校金融研究所。湖北经济学院成立后，更名为湖北经济学院金融改革与发展研究所，2003年10月改为现名。研究中心由湖北经济学院建设，以湖北经济学院金融学院为依托，开放式运作，集中研究湖北金融发展与金融安全领域的重大理论与现实问题，为湖北金融发展和经济建设服务。研究中心包括农村金融、互联网金融、区域金融、金融监管与金融安全四个研究所。

研究中心始终坚持理论研究与应用研究相结合，跟踪国内外学科发展前沿与形成自身特色相结合的科学研究理念，紧紧围绕开放经济条件下的金融发展与金融安全主题开展科学研究工作，一批研究成果达到了国内领先水平。目前已出版了《资本流入与发展中国家金融安全》、《发展中国家银行危机研究》、《21世纪区域金融安全问题研究》等学术专著20余部，承担了国家社科基金课题、国家自然科学基金课题、教育部人文社科基金课题和湖北省政府重大招标课题30多项。在《经济研究》、《金融经济》、《保险研究》、《投资研究》等国内著名学术期刊上发表了一批高质量的学术论文，其中，30多篇论文分别被新华文摘、中国人民大学报刊复印资料、高等学校文科学报文摘等权威刊物转载。获得省部级以上科研成果奖励20多项。

研究中心每年公开向社会招标省级重大、重点科学研究项目，并结集出版《湖北金融发展与金融安全研究中心重点课题研究报告》，组织研究人员编纂《湖北金融发展报告》、《中国金融前沿问题》；邀请金融界、学术界的专家学者举办一年一度的地方金融发展论坛，经常性地举办专题学术报告；出版了不定期的学术期刊《经济金融论坛》。

湖北金融发展与金融安全研究中心发展的总体目标是：建设成为全省乃至在全国有影响的金融学术研究中心、产学研培训中心、地方金融决策服务中心和信息咨询中心，在全国金融学科具有明显的科研优势和学术影响，并为湖北省的金融发展和经济建设提供学术上的支持。

2020年第2期/总第63期

主办单位：湖北经济学院湖北金融发展与金融安全研究中心

# 经济金融论坛

Economics and Finance Forum



Economics and Finance Forum

## ● 金融部门人力资本配置与实体企业金融资产投资

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载

地址：武汉市江夏区藏龙岛开发区杨桥湖大道8号 邮编：430205  
湖北经济学院明辨楼

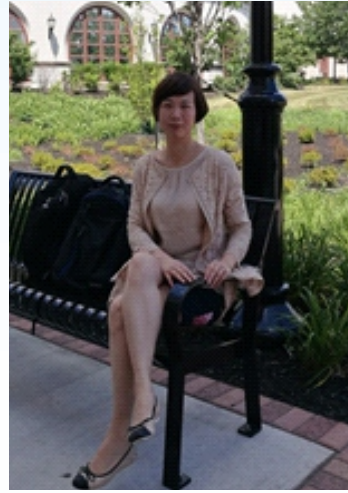
电话：(027)81973783

网址：<http://jryjzx.hbue.edu.cn>

传真：(027)81973783

E-mail：[jrzx@hbue.edu.cn](mailto:jrzx@hbue.edu.cn)

湖北省普通高等学校人文社会科学重点研究基地



戴静，经济学博士，湖北经济学院金融学院副教授，自攻读博士学位期间一直从事金融发展与创新等领域研究，不断跟踪理论前沿和积累研究资料，完成了与金融配置与创新相关的博士论文并获张培刚优秀博士学位论文奖。持续密切跟踪相关国内外最新研究动态，不断拓展研究思路和改进研究方法，以第一作者撰写相关论文多篇，发表在《金融研究》、《经济学动态》、《管理评论》等国内权威期刊以及SCI国际期刊等，部分论文入选中国经济学年会等著名会议。同时，主持科技金融相关国家社科基金1项，教育部课题1项，主持完成省级课题2项。

# 金融部门人力资本配置 与实体企业金融资产投资<sup>\*</sup>

戴 静 刘贯春 许传华 张建华

内容提要:在实体经济“冷”与虚拟经济“热”的大背景下,中国实体企业投资于金融资产的比例快速提升,经济金融化格局正在加速形成。本文试图从金融部门的人力资本配置视角对实体企业金融资产配置的形成逻辑进行诠释。本文以人均受教育年限来衡量金融部门的人力资本配置,采用2008年经济普查微观数据库的数据构造地级市层面的度量指标,并匹配至2009—2018年非金融类上市公司进行实证检验。计量结果显示,金融部门的人力资本水平越高,实体企业金融资产配置越多,且该效应在信息不对称企业中尤为显著。进一步的机制检验发现,在金融部门人力资本提高的条件下,实体企业债务期限显著缩短,具体表现为短期负债增加而长期负债减少。本文研究结论表明,人力资本偏向金融部门增强了其在信贷合约中的市场势力,信贷供给短期化是实体企业金融化的重要原因之一。

关键词:金融部门 人力资本配置 实体企业金融化 债务期限结构

作者简介:戴 静 湖北经济学院金融学院副教授 430205;

刘贯春(通讯作者) 上海财经大学公共经济与管理学院副教授 200433;

许传华 湖北经济学院金融学院院长、教授 430205;

张建华 华中科技大学经济学院副院长、教授 430070。

中图分类号:F275.5 文献标识码:A 文章编号:1002-8102(2020)04-0035-15

DOI:10.19795/j.cnki.cn11-1166/f.20200409.004

## 一、引言

自2012年开始,我国经济增长速度告别之前30多年平均10%左右的高速增长,下降至7%~8%的“新常态”运行区间。与此形成鲜明对比的是,近年来金融行业出现逆周期的“膨胀式发展”。2018年我国金融业增加值占GDP的比例达到7.7%,高于很多发达国家;金融业从业人员中本科及以上学历的人才比重在2015年已达到38.7%,比其他行业平均值高出20.1个百分点。<sup>①</sup>金融

<sup>\*</sup> 基金项目:国家社会科学基金一般项目“金融配置对企业颠覆性技术创新的影响研究”(18BJL038)。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见,当然文责自负。刘贯春电子邮箱:liuguanchun1@126.com。

<sup>①</sup> 数据来源于2015年《中国劳动统计年鉴》和《中国金融统计年鉴》。

资产市场的全面繁荣导致了实体企业“脱实向虚”,基于金融资产投资的利润累积逐渐成为企业<sup>①</sup>盈利的主导模式(张成思、张步云 2016)。金融和实体经济失衡已然成为现阶段我国经济运行的典型特征。从世界范围看,尽管非金融企业在发展到一定阶段后投资金融领域具有普遍性,但过度金融化使大量资金偏离实体经济投资,对实体经济产生“挤出”效应,形成产业空心化(杜勇等 2019)。进一步的,实体企业过度金融化还干扰金融机构经营,缺乏风险隔离机制,容易积累引发金融危机。为促进实体经济发展,防范金融风险,我国政府陆续推出了一系列重大政策措施。如何通过金融制度的良性变迁实现金融服务实体经济效率的提升,是深化金融供给侧结构性改革的重要目标之一。

对于我国实体企业金融化的原因,现有研究主要围绕投资动机(Demir 2009; 胡奕明等 2017)和公司治理等影响因素展开(陈东 2015; 彭俞超等 2018; 张成思、郑宁 2019)。这些研究为理解中国实体企业金融化提供了有益参考,但研究视角始终停留在企业自身层面。实际上,企业金融资产投资并非现在才有,那么到底是什么因素“扣动扳机”,使得近年来我国企业金融化行为愈演愈烈?显然,企业自身层面因素不足以提供完全解释。根据金融深化理论,企业投融资动机必然会受到外部不完善金融制度因素影响。而考虑到中国金融体系与西方发达国家存在明显差异,特别是近十年来中国金融体系经历了从“抑制”到“膨胀”的罕见结构性改变,因此十分有必要结合中国独特金融制度寻找经验证据或者提出其他新解释。

本文试图从金融部门信贷期限结构视角为中国实体企业金融化提供一种新颖的可行性解释。众所周知,现阶段中国金融结构仍然是“银行主导型”。一方面,经过数年来的改革,银行在动员储蓄和信贷资金供给规模方面已取得飞速进步,但另一方面,由于利率市场化和信用制度发展滞后,银行信贷供给与企业资金需求存在显著的“结构错配”,即银行供给的债务资金在期限上偏短;而随着产业升级和创新驱动的深入发展,企业对长期资金的需求与日俱增。银行信贷资金供给和企业资金需求上的“结构错配”是目前影响我国企业投资结构的根源之一(李扬 2017)。不难理解,在信贷期限缩短的条件下,企业面临较短的债务偿还期限以及信贷展期风险,流动性风险不断加剧(钟凯等 2016)。基于这一逻辑,为规避流动性风险,企业完全有动力将债务期限与资产期限匹配,转向高流动性的金融资产,企业投资结构金融化由此形成。但纵观现有文献,目前有关金融制度对企业投资结构影响的研究大多停留在货币政策和利率市场化等宏观层面,其具体传导机制和作用途径仍旧是一个“黑匣子”,提供直接的经验证据尤为关键。厘清这一问题,不仅有助于我们理解中国实体企业投资结构决策金融化的内在形成机制,而且能为金融供给侧结构性改革提供微观基础。

本文以金融部门人力资本配置为出发点,从信贷期限结构视角剖析中国实体企业金融化形成的原因。金融深化理论强调,在不完善的金融体系中,由于普遍存在信息不对称,金融部门常会通过缩短信贷期限和限制信贷配置等手段来降低或防止企业道德风险,短期信贷重要性凸显(Demirgüç-Kunt 和 Maksimovic, 1999)。同时,债务代理理论和信息不对称理论表明,短期负债有利于提高金融部门对企业生产经营活动和委托代理问题的审查及监督效率(Myers, 1977; Datta 等, 2005)。进一步的,给定人力资本有助于提升金融服务效率,当金融部门的人力资本配置能够改善短期负债对信息不对称的边际监督效率时,成本下降促使金融部门对短期信贷合约的偏好增强,而人力资本偏向金融部门强化了金融部门的市场势力,进一步提高了其短期信贷偏好。在金融部门信贷期限短期化的条件下,企业投资期限和负债期限错配程度不断加大,为应对偿债期限缩短导致的流动性困境,企业加大配置金融资产以规避风险的激励。因此,在债务期限结构错配加剧

① 如无特别限定或说明,下文企业均指实体企业。

的条件下,为规避偿债期限缩短导致的流动性风险,实体企业将主动优化金融资产配置。在利用2008年中国经济普查微观数据库的数据构造地级市层面金融部门的人力资本度量指标后,本文将数据匹配至2009—2018年中国非金融类上市公司开展一系列实证检验,并依据金融部门与实体企业之间的信息不对称程度进行异质性检验。进一步,本文从克服模型内生性问题等多方面进行稳健性检验。经验分析表明,金融部门人力资本配置越高,实体企业债务期限结构错配越严重,金融化行为加速形成,且该效应在信息不对称的情形下更强。

区别于以往研究,本文以金融部门信贷期限结构为切入点,为企业金融化行为提供了新的解释。本研究的贡献概括为以下几点。第一,本文基于债务期限结构框架分析企业金融化行为,发现债务期限结构错配加剧了企业金融资产配置,拓展了信贷期限结构对企业投资结构调整的影响研究。第二,本文强调金融部门在信贷合约中处于优势地位,结合金融部门人力资本扩张的事实,构建新颖视角系统考察了金融部门人力资本特征导致的债务合约短期化如何激励企业主动配置高可逆性的金融资产。第三,本文为人力资本偏向金融部门的实体经济增长效应提供了微观基础。受限于数据可得性,关于金融部门与生产部门之间人力资本配置结构的现有研究停留在国家整体层面的描述性统计,经验证据十分匮乏。

本文余下部分的结构安排如下:第二部分系统梳理企业金融资产配置逻辑,重点剖析金融部门的人力资本配置影响实体企业金融化行为的理论基础;第三部分是模型和数据部分,详细介绍计量模型、指标选取与数据来源;第四部分进行实证结果分析,主要基于2009—2018年上市公司数据库展开,包括基准回归和依据信息不对称程度的异质性检验;第五部分是机制检验结果和一系列稳健性检验;第六部分总结全文并提出政策建议。

## 二、研究假说

### (一) 实体企业金融资产配置动机研究

关于实体企业金融化行为的内在逻辑,目前学界大多基于企业金融投资动机进行诠释(Demir 2009; 杜勇等 2019)。首先,“蓄水池”动机认为,企业持有金融资产的主要目的是缓解流动性约束带来的现金流短缺。与固定资产相比,金融资产流动性较强,具有较低的调整成本和较高的变现能力。当企业面临现金流困境时,企业可以出售持有的金融资产,有助于降低高昂的外部融资成本并缓解财务困境。其次,企业通过配置金融资产获得较高收益有助于增强其债务偿还能力。最后,金融资产投资具有显著周期性特征,为把握住这类“投机”机会,获得最大利润,管理者具有更强动机优化金融资产配置。因此,为应对未来现金流冲击带来的资金短缺及增强偿债能力,企业会主动持有一定比例的金融资产。上述动机在不同特征企业中具有差异性。张成思和郑宁(2019)进一步探讨了不同类型企业的金融化驱动机制,发现流动性约束强的企业金融化的动机并非获得资产收益而是规避破产风险,民营企业金融化的动机已从传统的“利润驱动”角度转移到了“风险规避”层面(Lashitew 2017)。

### (二) 金融部门信贷期限对企业金融化的影响研究

在金融抑制的经济体中,微观企业投融资行为必然受到外部金融环境,特别是金融部门信贷偏好的影响(Acemoglu等 2006)。金融深化理论指出,在信用制度和产权制度等不健全的环境下,金融部门面临显著的信息不对称,信贷违约风险较高。为保证金融体系稳定,监管当局对金融部门制定了严格的监管政策,对银行流动性指标、资本充足率和准备金率提出严格要求并加强考核。

微观层面,金融部门通过缩短信贷期限和限制信贷配置等手段来降低企业道德风险,同时改变资产配置结构以适应监管和盈利要求,短期信贷的重要性凸显(Demirgüç-Kunt 和 Maksimovic,1999)。

具体而言,为增强银行体系稳健性和银行竞争力,我国政府自2005年陆续出台了一系列监管文件,其中《商业银行资本管理办法(试行)》对于商业银行核心一级资本充足率的监管要求是不得低于5%,这高于巴塞尔协议。这些监管制度对金融部门风险控制提出了更高要求,倒逼金融机构改变经营模式,使得金融部门短期信贷偏好不断提升(Park,2000)。从风险控制角度看,债务期限结构的代理成本理论指出,短期负债能弱化不同利益相关者之间的委托代理问题(Myers,1977; Datta 等,2005):一是短期负债缩短了企业的偿债周期,管理层占用自由现金流来实现自利目标的动机被弱化,降低了管理层与股东之间的代理成本;二是短期负债增加了股东侵占债权人利益的风险和成本,降低了股东与债权人之间的代理成本。信息不对称理论则认为,金融部门通过短期负债实时监督企业生产经营活动信息将降低信息不对称(Park,2000)。事实上,正是由于短期负债的偿还时期较短,企业具有较高的再融资需求,需要实时与金融部门签署新的借贷合约。而金融部门具有收集企业信息方面的优势,加之其对企业财务状况及投资项目生产状况的细致审查,使得短期负债构成对企业利益相关者的有效监督,从而能够降低企业投资的道德风险。从银行经营业绩角度看,较高的资本金要求使得商业银行实现资本节约,提高资本使用效率,从高资本消耗业务向低资本消耗业务转型。现实中,我国利率尚未完全市场化,商业银行1年内贷款和1~5年贷款利率分别为4.35%和4.75%,<sup>①</sup>收益率差距仅为0.4个百分点,显然商业银行有动力追求边际利润高的信贷产品,降低息差收入依赖,对长期贷款的偏好下降。同时,增加资金占用成本较低的短期信贷,也有助于金融部门提高资金周转速度来增加经营利润。目前,我国银行信贷占比显著高于股票与债券占比,在资金市场中具有极强的市场势力。因此,在银行业占据信贷市场中主导地位 and 外部监管趋强背景下,银行部门具有极强的短期负债供给意愿和能力,因为这便于控制信贷风险和增强盈利能力(Park,2000)。

在商业银行偏好短期信贷的条件下,企业面临显著的流动性风险。债务期限结构的交易成本理论指出,短期负债具有较高的信用展期风险,使得企业未来现金流不确定性加大(钟凯等,2016)。进一步的,债务期限匹配理论认为,如果企业资产期限与负债期限不搭配,则无法采取相当于套期保值的措施来规避破产清算风险(Myers,1977)。因此,在债务期限不断缩短的条件下,为应对流动性风险,企业理应调整投资结构,特别是将资金期限与投资项期限进行更优匹配。在金融资产投资的配置调整方面,一方面,金融资产的流动性远高于固定资产(Myers,1977);另一方面,近年来我国经济结构面临转型升级,实体经济投资回报率下降,金融资产投资的相对收益不断上升。在这种情况下,金融资产配置能更好地满足企业流动性及收益性双重要求。不难理解,此时企业金融资产投资的激励快速上升。基于上述逻辑,当金融部门倾向于提供短期负债时,由于企业资金流动性风险加剧,为缓解和摆脱未来出现的流动性冲击和财务困境,企业增加金融资产投资的动机加强,企业金融化行为加速。

### (三) 金融部门人力资本配置对企业金融化的影响研究

经济增长理论早已指出,作为技术创新的核心要素,人力资本提升有助于部门引进吸收先进生产技术并进行创新活动。金融部门作为具有创新性特质的知识、智力和技术密集型行业,人力资本和物质资本高度融合。金融部门较高的人力资本可通过干中学、知识外溢和共享协作等提高

<sup>①</sup> 数据由中国人民银行门户网站查询所得。

信贷风险管理效率、促进新产品项目开发、优化信贷资源配置、提高银行资本周转效率,增加经营绩效和自身垄断势力(Bontis 和 Serenko 2009)。综合这些研究发现,人力资本不仅可以降低单个信贷项目的监管成本,还能通过优化信贷资源配置,在整体层面降低监管成本,使得银行在趋于严格的监管要求下提高经营绩效。

现实中,信贷期限是银行与企业间“代理成本效应”和“客户争夺效应”的博弈结果(刘莉亚等 2017)。一方面,短期贷款有利于银行提高信息优势并减少代理成本,但增加与企业再谈判的成本,同时易于被信贷前期“沉默成本”俘获(Diamond 和 Dybvig, 1983)。另一方面,关系贷款理论认为,长期贷款有利于银行和企业建立稳定的合作关系,有效避免“赢者诅咒”,但由于缺乏流动性和可逆性,长期贷款增加银行资本金占用,降低经营绩效,提升事后监控成本。现实中,银行需要综合考虑监管制度、资本结构和内部治理等因素,比较权衡上述两种效应。

在人力资本不断提高的条件下,通过缩短信贷期限降低监督成本和提高经营绩效是金融部门的理性选择。首先,基于“客户争夺效应”,由于利率市场化进程中银行可部分自主决定贷款利率,迫于市场竞争银行会对优质客户降低贷款利率。而相对于长期贷款,利率敏感度大的短期贷款会相应获得较高的贷款资源配置份额(刘莉亚等 2017),较高的人力资本有利于银行识别和开发新的优质信贷项目。其次,根据“代理成本效应”,尽管短期贷款的新开发、续贷再谈判和协调成本相对较高,需要高效率的内部治理水平和监督管理机制,但金融部门较高的人力资本可以满足这些需求。最后,从资源配置角度看,金融部门需考虑强监管条件下的资金占用成本,包括自有资金覆盖的贷款风险拨备金等。随着利率市场化进程不断推进,利息差的盈利空间缩减,银行有动力增加资金占用成本较低的短期信贷,以提高资金周转速度来增加利润。较高的人力资本有利于银行加快产品创新,推动银行从以高资本消耗为主的长期信贷业务向以低资本消耗为主的多元业务结构转型。也即,对于商业银行而言,较高的人力资本强化了短期贷款的代理成本优势,同时其资本配置效应也削弱了长期贷款的客户争夺优势。因此,综合考虑外部监管制度和银行经营目标等因素,人力资本使得金融部门的短期债务监督成本下降更快,监督效率提升和边际收益更高。进一步的,较高的学历意味着较高的教育投入成本,因此金融部门从业人员需要较高的薪酬和奖金作为回报,特别是在金融行业迅猛扩张的时期,金融部门经理人具有较强的议价能力(Bontis 和 Serenko 2009)。在此动机下,金融部门经理人会倾向于选择回报周期短和风险低的短期信贷项目,这进一步推动金融部门信贷期限的短期化。因此,结合前文信贷期限理论,基于“中国金融部门在信贷市场中占据主导地位”这一客观事实,金融部门的人力资本配置增加将进一步强化金融部门的短期信贷偏好,实体企业的债务期限进一步缩短,企业流动性压力增加。为应对流动性风险,进一步考虑到金融资产投资的高收益,企业经理人加大金融资产投资而减少固定资产投资的动机趋于加强。基于此,本文提出如下待检验的假说 1。

假说 1: 金融部门的人力资本配置越高,企业金融资产投资越多。

进一步,金融部门偏好于短期负债合约的关键在于降低监督成本并提高经营绩效,而人力资本对金融部门监督效率的改善效应与信息不对称程度紧密相关。发展中国家在向市场经济转型的过程中,信息不对称导致各类欺诈风险频发,信贷市场摩擦和交易成本较高,因此信息不对称是影响银行进行信贷期限配置的关键因素。一般而言,企业投资项目的信息越不透明,道德风险问题越有可能发生,银行需要进行更加密集或高强度的监督活动,所支付的监督成本越高(Park, 2000),即监管成本是信息不对称程度的单调递增函数。当人力资本提升后,金融部门能更有效地收集企业信息以及监督投资项目生产状态,开发新的信贷客户和新产品,降低合约谈判和协商成

本,债务监督效率和边际收益都不断提高。依据边际效应递减规律可知,金融部门与企业之间的信息不对称程度越严重,人力资本对短期负债监管效率的提升作用越大,监督成本下降越多。此时,金融部门提供短期负债的意愿越强,因为可以通过限制企业贷款期限来降低企业违约风险。由此,企业债务偿还期限进一步缩短,未来流动性冲击压力进一步增大。为避免未来流动性冲击导致的破产清算风险,企业经理人会及时抓住金融资产投资机会进行投资。因此,在信息不对称严重的大环境下,金融部门的人力资本配置对实体企业金融化行为的加剧作用更为凸显。基于此,本文提出如下待检验的假说2。

假说2:信息不对称越严重,金融部门的人力资本配置对企业金融资产投资的促进作用越强。

### 三、计量模型、指标选取与数据来源

#### (一) 计量模型

根据前文假设,为考察金融部门人力资本配置对企业金融投资行为的影响,本文在杜勇等(2019)、刘贯春等(2018)研究的基础上,将金融部门人力资本配置变量纳入企业金融资产投资模型,通过金融部门人力资本配置对企业金融资产投资的差异性影响进行检验,以期发现企业投资结构的动态调整路径。

$$Fasset_{ipjt} = \alpha_0 + \beta_1 Fedu_c + \beta_2 Z_{it} + \mu_p + \gamma_j + \delta_t + \varepsilon_{ipjt} \quad (1)$$

模型(1)中下标*i*、*p*、*j*、*t*和*c*分别代表企业、省份、行业、时间和城市。模型(1)中的被解释变量是*Fasset*,代表企业金融资产投资,解释变量是各城市的金融部门人力资本配置*Fedu*。同时,为控制企业层面的其他异质性特征,本文加入一系列影响企业投融资决策的其他重要因素*Z*,包括企业盈利情况*Roa*、债务状况*Lev*、企业规模*Size*、企业年龄*Age*等。为控制时间、省份和行业不可观测的影响因素,模型中还加入了年度变量*δ<sub>t</sub>*、省份变量*μ<sub>p</sub>*和行业变量*γ<sub>j</sub>*。在模型(1)中,参数*β<sub>1</sub>*是本文关注的重点。根据假说1,本文预期金融部门人力资本配置将提高企业金融资产投资,即模型(1)中*β<sub>1</sub>*显著为正。

进一步的,为探讨信息不对称对企业投资结构调整的异质性影响,本文借鉴刘贯春等(2018),依据信息不对称程度构建企业分组虚拟变量*Group*,并将分组虚拟变量*Group*与金融部门人力资本配置的交互项引入模型,从而构建以下拓展性投资结构调整模型:

$$Fasset_{ipjt} = \alpha_0 + \beta_1 Fedu_c + \beta_2 Fedu_c \times Group_{ipjt} + \beta_3 Group_{ipjt} + \beta_4 Z_{it} + \mu_p + \gamma_j + \delta_t + \varepsilon_{ipjt} \quad (2)$$

在模型(2)中,参数*β<sub>2</sub>*是本文关注的重点,主要考虑信息不对称条件下企业金融资产投资的变化。根据假说2,本文预期信息不对称程度越高,企业金融资产投资增加越多。

#### (二) 指标选取

第一,企业金融资产配置变量*Fasset*。借鉴中国的企业会计准则以及张成思和郑宁(2019)等研究,本文的金融资产配置(*Fasset*)=(货币资产+交易性金融资产+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+衍生金融工具+投资性房地产净额)/资产总额。需要注意的是,由于本文探讨信贷期限缩短条件下企业流动性的变化,因此未将长期股权投资纳入指标体系,第五部分将长期股权投资纳入进行稳健性检验。



第二,金融部门的人力资本配置变量  $Fedu$ 。如何准确测度金融部门的人力资本配置是本文实证检验的重点所在。在现阶段,人力资本的常用度量指标是人均受教育年限(李世刚、尹恒,2017),本文采用同样的做法。纵观既有数据库,尽管历年(2004年、2008年及2013年)《中国经济普查年鉴》提供国家层面二分位行业的雇员学历信息,但是样本量不足以进行参数估计。限于数据可获得性,本文采用2008年中国经济普查微观数据库的数据进行指标构建。该数据库包括522.0万家企业和2.3亿名从业人员,第三产业样本总量为458.7万家企业和1.0亿名雇员,数据质量整体较好,具有较强代表性。其中金融业涵盖9056个企业和14.3万名从业人员,每个地级市平均涵盖30个企业和400名雇员,测算结果可信度较高。

参照国家统计局《国民经济行业分类(GB/T 4754—2002)》标准,本文对金融部门和实体部门进行定义。金融部门包括银行业、证券业、保险业及其他金融业4个二分位行业,实体部门为除金融业以外的其他非农业行业。基于此,本文采用金融部门的员工人均受教育年限作为人力资本配置的度量指标,并利用非农业部门(剔除金融部门)的员工人均受教育年限进行标准化处理,以消除整体人力资本的规模效应。具体而言,从业人员的学历构成可以划分为五大类,依次包括初中及以下、高中、大专、大学本科、研究生及以上。参照李世刚和尹恒(2017)的处理方法,本文分别赋值9年、12年、15年、16年和19年,并利用不同学历员工数量比例乘以相应教育年限得到两个部门的员工平均受教育年限,计算公式为:

$$\bar{E}_k = \sum_1^5 E_{ke} \times w_{ke} \quad (3)$$

其中  $\bar{E}_k$  代表员工平均受教育年限;下标  $k$  和  $e$  分别代表部门和学历类型;  $w_{ke}$  为  $k$  部门  $e$  类学历从业人员的数量占比,对应的教育年限记为  $E_{ke}$ 。随后,基于2008年中国经济普查微观数据库,本文依据学历类型将就业人数加总到地级市—分部门层面,并利用公式(3)估算不同地级市金融部门和实体部门的人均受教育年限,进而得到各地级市金融部门的人力资本配置。

第三,控制变量  $Z$ 。综合现有研究结论与研究设计(张成思、张步昙,2016;刘贯春等,2018;张成思、郑宁,2019),本文全面考虑了以下控制变量:(1)企业负债比率,采用企业负债总额占总资产的比重来表示;(2)企业规模  $Size$ ,采用企业总资产的自然对数来表示;(3)企业年龄  $Age$ ,采用企业成立以来的生存年限来表示;(4)资产收益率  $Roa$ ,采用利润总额占企业总资产的比重来表示;(5)成长机会  $Growth$ ,采用销售收入增长率来表示。

### (三) 数据来源

考虑到企业金融资产配置数据的可得性,2007年开始执行新会计准则,本文选取2009—2018年中国A股非金融类上市公司作为研究样本。需要特别注意的是,上市公司一般有分公司,为更准确地进行实证检验,本文所选取的财务数据均为母公司财务数据,并在此基础上与母公司所在地的金融部门人力资本数据进行匹配。为避免数据奇异值所带来的估计偏差,本文对所有连续型变量进行1%水平的Winsorize处理,最终获得共计约17750个观测值。

表1报告了主要变量的描述性统计。不难看出,金融部门的人力资本配置均值为1.1576,说明我国确实存在高学历人才偏向金融部门的现象。与此同时,企业金融资产投资的样本均值为0.1729,最大值为0.9979,表明中国上市公司具有较高的金融投资需求。此外本文还对主要变量进行了皮尔逊相关系数检验,各个解释变量之间的相关系数较低,排除了存在严重多重共线性问题的可能,确保了参数估计的有效性。

表1 描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>Fasset</i>	17751	0.1729	0.1261	0	0.9979	0.1553
<i>Invest</i>	17595	0.1292	0.0861	0	0.6135	0.1360
<i>Debtm</i>	17747	0.8495	0.9354	0.1691	1	0.1929
<i>Slev</i>	17748	0.2918	0.2618	0.0022	0.8769	0.1955
<i>Llev</i>	16110	0.0519	0.0038	0	0.3692	0.0819
<i>Fedu</i>	17160	1.1576	1.1635	0.8674	1.3316	0.0677
<i>Size</i>	17751	21.6675	21.6094	19.0071	24.4653	1.0889
<i>Age</i>	17753	15.1653	15	0	38	5.7236
<i>Lev</i>	17748	0.3498	0.3280	0.0030	0.9634	0.2182
<i>Growth</i>	17739	0.1615	0.1151	-0.5515	1.8530	0.3400
<i>Roa</i>	17753	0.0418	0.0383	-0.2264	0.2335	0.0634

## 四、实证结果分析

## (一) 基准回归结果分析

为提高检验结果的科学性和可信性,本文在纳入核心解释变量金融部门人力资本配置变量 *Fedu* 的基础上,采用逐步增加控制变量和固定效应的方式进行参数估计。在表2中汇报了计量模型(1)的全样本回归结果。不难发现,在表2金融资产配置检验(1)~(4)列中,金融部门的人力资本配置变量 *Fedu* 的估计系数均为正值,且在(2)~(4)列中显著。该结果表明,金融部门的人力资本配置越高,企业金融资产配置越多,研究假说1得到验证,即人力资本偏向金融部门加剧实体企业的投资期限结构错配,促使企业增加金融资产投资,强化了企业的金融化行为。

表2 金融部门人力资本配置与企业金融资产配置:基准回归

变量	因变量金融资产投资 <i>Fasset</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Fedu</i>	0.0328 (0.0210)	0.0829*** (0.0195)	0.0432** (0.0204)	0.0446*** (0.0172)
常数项	0.1637*** (0.0259)	0.4745*** (0.0339)	0.5364*** (0.0377)	0.3907*** (0.0379)
控制变量	否	是	是	是
时间效应	是	是	否	是
省份效应	是	是	是	是
行业效应	是	否	是	是
观测值	17141	17141	17141	17141
调整 R <sup>2</sup>	0.1742	0.1832	0.2263	0.2498

注:括号内为聚类到企业层面的稳健标准误;\*、\*\*和\*\*\*分别代表在10%、5%和1%的水平下显著。限于篇幅,省略相关控制变量报告。下同。

## (二) 异质性检验结果分析

表2 基于整体层面的回归为金融部门的人力资本配置与中国实体经济金融资产配置的关系提供了初步经验证据,但未考虑企业之间的异质性。依据本文逻辑分析,当企业信息不透明且不能提供充分担保时,金融机构难以识别企业前景从而难以提供信贷(林毅夫、孙希芳,2008),也引致更高的短期负债监督成本。本文拟从以下角度区分信息不对称程度并进行对比分析。

1. 基于所有制结构。在现实中,依据“金融抑制理论”和“金融深化理论”,金融部门在双重产权性质条件下难以将资金配置给信息成本和风险均较高的非国有企业。实际上,正是国有企业拥有政府的“隐形担保”,替代了银行的部分信息甄别活动从而降低了监督成本,使国有企业信贷境遇与非国有企业形成了鲜明对比(张成思、郑宁,2019)。因此本文构建企业信息不对称程度指标的方式之一是依据企业控制人背景。具体的做法是构建 *Group* 变量,如果控制人为国有企业和部门,*Group* 取值为1,反映控制人背景带来的较低信息不对称程度;如果控制人为其他企业,*Group* 取值为0(Almeida等,2004)。

2. 基于信息披露的分析师关注。分析师关注能够披露更多有关企业价值的信息,降低股东和管理层以及企业和外部投资者之间的信息不对称程度,缓解委托代理问题和降低由此带来的融资约束,有助于企业选择更多长期投资项目。分析师对上市公司的跟踪关注增加了资本市场的信息供给,使得投资者更好地理解企业价值,降低企业投资项目的信息不对称程度(Frankel和Li,2004)。因此,本文再次构建 *Group* 变量,按照企业得到的分析师关注次数中位数分组,如果企业受到分析师关注次数高于中位数,*Group* 取值为1,表示信息不对称程度较低;如果企业受到分析师关注次数低于中位数,则 *Group* 取值为0,表示信息不对称程度较高。

3. 基于可抵押物的有形资产特征。考虑到机器、厂房等有形资产易于充当抵押品,有利于降低金融部门和企业之间的信息不对称程度,本文借鉴现有研究,按照企业有形资产比率构建 *Group* 变量,和金融部门人力资本配置变量构建交互项进行检验。

4. 基于地区银行业结构。根据最优金融结构理论(林毅夫、孙希芳,2008),相对而言,地方性中小商业银行较于大型国有商业银行具有更强的信息甄别优势,因此本文将各地的城市商业银行和农村商业银行分支机构数相加得到地方性银行分支总量,然后计算出地方性银行分支机构占该城市全部商业银行分支机构数的比例  $CR_{local}$ ,来度量该地区银行业市场化结构,数据来源为中国银保监会官方网站并通过手工方法进行数据整理,将  $CR_{local}$  作为 *Group* 变量。如果一个地区具有更多的本地银行,那么金融部门和企业之间的信息不对称程度应更低。

检验结果见表3,在所有估计中,金融部门人力资本配置 *Fedu* 与分组变量 *Group* 的交互项的估计系数均为负数。在表3第(2)列中金融部门人力资本配置 *Fedu* 与分组变量 *Group* 的交互项的估计系数为-0.0706,且在5%的水平下显著。分析可知,非国有企业由于面临更高的信息不对称和更强的外部融资约束,其持有金融资产规避流动风险的动机更强烈。第(3)列交互项的估计系数为-1.1623,且在1%的水平下显著,说明拥有更多有形资产的企业由于信息不对称程度下降,降低了金融资产配置。第(4)列交互项估计系数为-0.0611,且在10%的水平下显著,说明拥有更多分析师关注的企业由于信息不对称程度下降,降低了金融资产配置。第(5)列金融部门人力资本配置与区域性银行业结构的交互项的估计系数为-0.5902,且在1%的水平下显著,表明如果一个地区的区域性银行比重越低,企业金融资产配置越多。换言之,金融部门和企业之间信息不对称越严重,金融部门人力资本配置对实体经济金融化的促进作用越强,研究假说2得到证实。

表3 金融部门人力资本配置与企业金融资产配置: 异质性检验

变量	全样本	异质性检验			
		所有制	有形资产	分析师关注	银行业结构
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Fedu</i>	0.0436** (0.0200)	0.0678*** (0.0233)	1.1782*** (0.4370)	0.0823*** (0.0299)	0.2257*** (0.0493)
<i>Fedu × Group</i>		-0.0706** (0.0343)	-1.1623*** (0.4486)	-0.0611* (0.0336)	-0.5902*** (0.1381)
<i>Group</i>		0.0882** (0.0398)	1.4767*** (0.5204)	0.0778** (0.0391)	0.6713*** (0.1603)
常数项	0.3907*** (0.0379)	0.3738*** (0.0402)	-1.0356** (0.5075)	0.3425*** (0.0460)	0.1886*** (0.0638)
控制变量	是	是	是	是	是
时间效应	是	是	是	是	是
省份效应	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是
观测值	17141	17141	17141	17141	17141
调整 R <sup>2</sup>	0.2498	0.2502	0.2511	0.2502	0.2505

## 五、进一步讨论与稳健性检验

### (一) 进一步讨论

1. 自然推论。企业融资期限的短期化,会促使企业管理者更偏好持有期限更短且易于获利的金融资产而非实业资产,对固定资产投资具有一定“挤出效应”(张成思、张步昙 2016)。基于这一逻辑不难有如下推断:金融部门的人力资本配置越高,企业面临越短的信贷期限,其固定资产投资将下降,这在信息不对称程度较高的企业中较明显。因此,本文将因变量替换成固定资产投资变量 *Invest*,实证检验金融部门的人力资本配置是否对企业固定资产配置产生影响。其中,固定资产投资 *Invest* 采用固定资产总额占企业总资产的比例来表示,检验结果见表4。全样本检验中 *Fedu* 估计系数显著为负,表明高学历人才流向金融部门加剧实体企业的投融资期限结构错配,在促使企业增加金融资产投资的同时,对企业固定资产投资产生了挤出效应。第(2)~(5)列是异质性检验, *Fedu × Group* 的估计系数全部为正,再次证明在信息不对称程度较高的情况下,企业固定资产投资的挤出效应较明显。

表4 金融部门人力资本配置与企业固定资产投资

变量	因变量固定资产投资 <i>Invest</i>				
	全样本	异质性分析			银行业结构
		所有制	有形资产	分析师关注	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
<i>Fedu</i>	-0.1053*** (0.0172)	-0.1215*** (0.0184)	-0.5583 (0.5986)	-0.1555*** (0.0254)	-0.3933*** (0.0450)

续表 4

变量	因变量固定资产投资 <i>Invest</i>				
	全样本	异质性分析			银行业结构
		所有制	有形资产	分析师关注	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
<i>Fedu</i> × <i>Group</i>		0.0648 ** (0.0296)	0.6734 (0.6103)	0.0791 *** (0.0273)	0.9678 *** (0.1327)
<i>Group</i>		-0.0448 (0.0339)	0.3416 (0.6964)	-0.0985 *** (0.0316)	-1.0465 *** (0.1536)
常数项	0.3122 *** (0.0303)	0.3736 *** (0.0315)	-0.0762 (0.6839)	0.3736 *** (0.0378)	0.6236 *** (0.0552)
控制变量	是	是	是	是	是
时间效应	是	是	是	是	是
省份效应	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是
观测值	17001	17001	17001	17001	17001
调整 R <sup>2</sup>	0.3396	0.3465	0.3543	0.3403	0.3439

2. 机制检验。根据本文的假设逻辑,债务期限结构是金融部门的人力资本配置影响实体企业资产配置的作用机制。为验证这一作用机制,本文尝试检验金融部门的人力资本配置对企业债务期限结构的影响,包括如下两方面工作:一是提供实体企业债务期限结构变化的直接证据;二是检验金融部门的人力资本配置对企业金融资产配置的异质性效应。根据检验结果表 5 可知,第(1)列中债务期限结构 *Debtm*,即短期负债总额占负债总额的比例,估计系数为 0.1630,且在 1%的水平下显著。第(2)~(3)列中短期杠杆率 *Slev* 和长期杠杆率 *Llev* 分别采用短期负债总额、长期负债总额占企业总资产的比例来表示。不难发现,第(2)列短期杠杆率 *Slev* 模型中金融部门人力资本配置的估计系数为 0.0957 且在 1%的水平下显著,而第(3)列长期杠杆率 *Llev* 模型中为 -0.0380,同样在 1%的水平下显著。这些结果充分表明,伴随着更多高学历人才流向金融部门,企业债务期限呈现短期化的趋势,短期负债增加而长期负债减少。为减少“短贷”的流动性风险,企业有动力优化金融资产配置。

进一步的,本文仍然基于信息不对称程度对企业进行了异质性分析,检验结果见表 5 的第(4)~(7)列。容易看出,金融部门人力资本配置 *Fedu* 的估计系数均为正且多数显著,说明高技能人才流向金融部门改变企业的负债结构,企业获得更多短期信贷资金。而交互项 *Group* 在(4)~(7)列中符号均为负,进一步佐证了信息不对称因素在上述过程中的作用。总结而言,金融部门人力资本配置的企业债务期限结构效应主要表现为“短增长减”,导致实体企业面临更高的流动性风险,为实现资金流动性和收益性的均衡,企业应增加金融资产投资。

表 5 机制检验: 金融部门人力资本配置与企业债务期限结构

变量	全样本			异质性分析: 债务期限结构方程 <i>Debtm</i>			
	<i>Debtm</i>	<i>Slev</i>	<i>Llev</i>	所有制	有形资产	分析师关注	银行业结构
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Fedu</i>	0.1630*** (0.0263)	0.0957*** (0.0246)	-0.0380*** (0.0107)	0.1623*** (0.0296)	0.7416 (0.6229)	0.1525*** (0.0376)	0.3386*** (0.0618)
<i>Fedu × Group</i>				-0.0017 (0.0435)	-0.5919 (0.6380)	-0.0132 (0.0422)	-0.5569*** (0.1804)
<i>Group</i>				-0.0066 (0.0507)	0.8414 (0.7370)	-0.0074 (0.0492)	0.6546*** (0.2095)
常数项	1.6075*** (0.0462)	-0.3209*** (0.0485)	-0.4893*** (0.0189)	1.5954*** (0.0491)	0.7741 (0.7207)	1.6162*** (0.0562)	1.4094*** (0.0779)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是
时间效应	是	是	是	是	是	是	是
省份效应	是	是	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	17142	17144	15558	17142	17142	17142	17142
调整 R <sup>2</sup>	0.1878	0.2697	0.2894	0.1881	0.1903	0.1881	0.18820

## (二) 稳健性检验

为对上述结论的稳健性进行确认, 本文采取了工具变量、纳入城市控制变量、多维固定效应和改变样本取值等方式进行稳健性检验。检验结果均支持了本文假说。<sup>①</sup>

1. 工具变量 IV 估计。尽管金融部门人力资本配置外生于企业微观投融资决策行为, 但也可能与相关企业经营状况相关。同时, 本文所使用的 2008 年金融业经济普查数据为子样本, 金融部门人力资本配置的指标构建可能存在测量偏误, 这均会引起内生性问题。为更加有效地解决模型内生性问题, 本文将所有城市按照行政级别进行了分组, 分成直辖市、省会城市及计划单列市、其他城市 3 个组, 并选取同一组内其他城市金融部门的人力资本配置均值作为工具变量。这 3 组城市在经济发展、金融资源和政治资源上具有相似性, 因此其金融部门人力资本状况具有一定相似性, 满足相关性要求。由于地理位置的分散, 同组内其他城市的金融部门人力资本配置对本地企业投融资决策的影响非常低, 满足外生性要求。上述检验结果支持了本文假说。

2. 遗漏变量问题。由于宏观经济环境复杂多变, 企业资产配置不仅受自身经营因素影响, 也不可避免地会受到地方经济发展影响; 同时, 金融部门的人力资本配置也可能与相关地级市不可观测因素相关。因此“企业经营变量 + 年度/省份/行业效应”模型可能存在遗漏重要变量问题。为解决这一问题, 除了企业层面的控制变量之外, 本文进一步中引入地级市层面的一系列控制变

<sup>①</sup> 由于篇幅所限未展示检验结果, 如有需要可向作者索取。

量,包括政府干预、城镇化率、外商直接投资及人均 GDP,对应的度量方式依次为财政支出占地区 GDP 的比重、非农业人口占地区总人口的比重、外商投资实际完成额乘以当年外汇均值占地区 GDP 的比重及地区 GDP 除以地区总人口。检验同样证实了本文的假说,排除了测量偏误和遗漏重要变量对本文结论的干扰。

3. 多维固定效应。尽管本文已经控制了时间、省份和行业效应,但由于各省份和行业均可能存在随时间变化而未能观测到的一些重要特征,从而仍然可能引起遗漏变量问题。为解决此问题,本文通过引入省份和行业 2 个维度的双重固定效应:一是省份—时间双向固定效应,用于控制省份层面随时间可变的不可观测的重要特征;二是行业—时期双向固定效应,用于控制行业层面随时间可变的不可观测的重要特征。检验结果依然支持了假说。

4. 改变样本取值。受到数据可得性的制约,本文使用 2008 年《中国经济普查年鉴》构建金融部门人力资本配置变量,由于目前我国金融部门人力资本呈现较为显著的黏性,采用该方法构建变量具有一定合理性。交易费用理论认为,人力资本的黏性取决于专业性和专用化程度(聂辉华, 2003)。金融部门属于智能化、信息化、数字化的技术密集型行业,人力资本和物质资本高度融合。无论员工人力资本是体现于人际关系还是物质资本,其发展在很大程度上依赖金融部门本身。杨瑞龙和杨其静(2001)认为,即便是金融行业中的高级经理人员等“专有性人力资本”,现实中也既依赖其他团队成员,同时也被别人依赖,即具有高度的“相互专有性和专用性”。从现实层面看,我国金融部门就业人员工资在绝对数量和增长速度上均领先于其他部门。统计年鉴数据显示,2009—2018 年我国金融业城镇单位就业人员平均工资为 99420 元,在所有行业中位居第一。这进一步增加了金融部门保留和吸纳高人力资本的能力。此外,尽管目前我国金融部门人力资本呈现显著黏性,但考虑到样本期间较长可能会影响检验结果的稳健性,本文进一步进行了均值估计,观察其平均效应。具体的做法是在城市层面将被解释变量 *Fedu* 和控制变量取均值进行估计。同样的,检验结果依然支持了本文假说,再次显示了本结论的稳健性。

5. 改变研究样本和金融资产配置变量构建方法的稳健性检验。由于本文存在一个潜在假定,即地区金融部门的信贷服务对象为本地企业。在现实中,尽管中国各地区之间的资本流动性很弱,但行政级别较高的城市的金融体系通常会对周边城市产生溢出效应。基于此逻辑,本文将直辖市、省会城市及计划单列市从研究样本中剔除进行了稳健性检验。进一步的,由于会计准则认为长期股权投资在广义上也可视作金融资产,本文在金融资产变量中纳入长期股权投资科目并进行了稳健性检验。上述结果依然不变,说明本文结论不受指标度量方式和研究样本的干扰。

## 六、结论与建议

本文基于债务期限结构的信息不对称理论,阐释金融部门的人力资本配置如何影响企业金融资产配置。理论分析表明,给定金融部门的最优借贷策略为不同期限债务的边际收益相等,人力资本配置会降低短期负债需要支付的监督成本,导致金融部门偏好提供短期负债以最大化监督效率。此时,偿债期限缩短导致企业面临未来流动性困境,投融资期限结构错配不断加剧,企业将主动调整投资结构。具体而言,由于金融资产的流动性均高于实体经济投资,企业加大金融资产配置动机不断提升。更为重要的是,金融部门与企业之间的信息不对称程度越严重,人力资本的监督效率改善效应越凸显,企业金融资产配置投资进一步加大,企业金融化增强。

为对理论假说进行验证,本文利用2008年中国经济普查微观数据库,以员工平均受教育年限作为人力资本的度量指标,构造了地级市层面金融部门的人力资本配置指标,并匹配至2009—2018年中国上市公司数据开展实证检验。计量结果显示,金融部门的人力资本配置显著影响企业金融资产配置,在人力资本偏向金融部门的情形下,企业不断提高金融资产投资,实体企业金融化行为加速形成。特别的,本文从企业所有制结构、有形资产比率、分析师关注和银行业结构等维度对金融部门与实体企业之间的信息不对称程度进行刻画,结果发现上述效应在信息不对称严重的环境中更为凸显。机制检验表明,伴随着高学历人才不断流向金融部门,企业短期债务增加而长期债务减少,导致企业面临流动性危机以及财务困境,激发企业优化金融资产配置。此外,本文从模型内生性问题、研究样本及检验框架等多个维度进行稳健性检验,结论依旧成立。

本文研究表明,金融部门的人力资本配置强化了其在信贷配置过程中的市场势力,信贷供给期限短期化和企业投资资金需求之间存在显著的“期限结构错配”。在流动性困境压力下,实体企业通过金融资产投资补充流动性以规避风险,是导致中国实体企业投资结构“脱实入虚”的根源要素之一。同时,尽管金融部门增加短期借贷能够控制企业违约带来的信贷风险,但是投融资期限错配加剧了实体企业“脱实入虚”。结合理论分析和实证结果,本文提出如下政策建议。第一,强化创新创业激励政策,支持人才进入实体部门,要从政策扶持、资金筹措、平台搭建、环境打造等多个方面,为实体部门创新创业提供有力保障、创造良好条件。第二,加速多层次金融体系的建设,在目前银行主导型的金融体系下,进一步提高银行业结构性竞争,推动商业银行发展收集、生产、分配和使用信息等核心功能。第三,发展与现阶段长期投资相关的政策性金融机构,优化资本期限结构配置,引导更多长期资金流向面临严重融资约束的企业。第四,放开国家对信用的统治,充分利用企业借贷的历史信息和信用记录,构建一个更加有效的信息共享机制,创造有利于资本形成的机制,鼓励社会资本进入各类投资领域。

#### 参考文献:

1. 陈东《私营企业出资人背景、投机性投资与企业绩效》,《管理世界》2015年第8期。
2. 杜勇、谢瑾、陈建英《CEO金融背景与实体企业金融化》,《中国工业经济》2019年第5期。
3. 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》,《经济研究》2017年第1期。
4. 李扬《“金融服务实体经济”辨》,《经济研究》2017年第6期。
5. 李世刚、尹恒《政府—企业间人才配置与经济增长——基于中国地级市数据的经验研究》,《经济研究》2017年第4期。
6. 林毅夫、孙希芳《银行业结构与经济增长》,《经济研究》2008年第9期。
7. 刘贵春、张军、刘媛媛《金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率》,《世界经济》2018年第1期。
8. 刘莉亚、余晶晶、杨金强、朱小能《竞争之于银行信贷结构调整是双刃剑吗?——中国利率市场化进程的微观证据》,《经济研究》2017年第5期。
9. 聂辉华《企业:一种人力资本使用权交易的粘性组织》,《经济研究》2003年第8期。
10. 彭俞超、倪晓然、沈吉《企业“脱实入虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角》,《经济研究》2018年第10期。
11. 杨瑞龙、杨其静《专用性、专有性与企业制度》,《经济研究》2001年第3期。
12. 张成思、张步昙《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》2016年第12期。
13. 张成思、郑宁《中国实业部门金融化的异质性》,《金融研究》2019年第7期。
14. 钟凯、程小可、张伟华《货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜》,《管理世界》2016年第3期。
15. Acemoglu, D., Aghion, P., & Zilibotti, F., Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth. *Journal of The European Economic Association*, Vol. 4, No. 1, 2006, pp. 37–74.



16. Almeida , H. , Campello , M. & Weisbach , M. , The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance* , Vol. 59 , No. 4 , 2004 , pp. 1777 – 1804.
17. Bontis , N. , & Serenko , A. , A Causal Model of Human Capital Antecedents and Consequents in the Financial Services Industry. *Journal of Intellectual Capital* , Vol. 10 , No. 1 , 2009 , pp. 53 – 69.
18. Datta , S. , Iskandar-Datta , M. & Raman , K. , Managerial Stock Ownership and the Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance* , Vol. 60 , No. 5 , 2005 , pp. 2333 – 2350.
19. Demir , F. , Financial Liberalization , Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics* , Vol. 88 , No. 2 , 2009 , pp. 314 – 324.
20. Demirgüç-Kunt , A. , & Maksimovic , V. , Institutions , Financial Markets , and Firm Debt Maturity. *Journal of Financial Economics* , Vol. 54 , No. 3 , 1999 , pp. 295 – 336.
21. Diamond , D. W. , & Dybvig , P. H. , Bank Runs , Deposit Insurance , and Liquidity. *Journal of Political Economy* , Vol. 91 , No. 3 , 1983 , pp. 401 – 419.
22. Frankel , R. , & Li , X. , Characteristics of a Firm ’ s Information Environment and the Information Asymmetry between Insiders and Outsiders. *Journal of Accounting and Economics* , No. 2 , 2004 , pp. 229 – 259.
23. Lashitew , A. A. , The Uneven Effect of Financial Constraints: Size , Public Ownership , and Firm Investment in Ethiopia. *World Development* , Vol. 97 , No. 1 , 2017 , pp. 178 – 198.
24. Myers , S. C. , Determinants of Corporate Borrowings. *Journal of Financial Economics* , Vol. 5 , No. 2 , 1977 , pp. 147 – 175.
25. Park , C. , Monitoring and Structure of Debt Contracts. *Journal of Finance* , Vol. 55 , No. 5 , 2000 , pp. 2157 – 2195.

## Financial Sector ’ s Human Capital Allocation and Financial Asset Investment in the Real Sector

DAI Jing , XU Chuanhua ( Hubei University of Economics , 430205)

LIU Guanchun ( Shanghai University of Finance and Economics , 200433)

ZHANG Jianhua ( Huazhong University of Science and Technology , 430070)

**Abstract:** Against the background of “cold” real economy and “hot” virtual economy , the proportion of non-financial enterprises investing in financial assets in China is rapidly increasing. From the perspective of financial sector ’ s human capital , this paper investigates the logic of financial investment of firms in the real sector and provides an explanation for the accelerating financialization in the real sector. We measure the financial sector ’ s human capital at the prefecture-city level by workers ’ average years of schooling using the data of 2008 National Economic Census , and then we match them with the annual data of nonfinancial listed firms over 2009—2018. The results show that the higher the financial sector ’ s human capital , the more financial assets and the less fixed assets are owned by firms , especially so for firms with severe information asymmetry. More importantly , we find a key channel—reduction in corporate debt maturity , which is a result of an increasing short-term debt and a decreasing long-term debt. Taken together , human capital in the financial sector strengthens their market power in credit contracts , and credit suppliers ’ preference to short-term debt is critical for financialization of the real sector.

**Keywords:** Financial Sector , Human Capital Allocation , Financialization of the Real Economy , Debt Maturity Structure

**JEL:** G31 , J24 , O12

责任编辑: 诗 华