

金融发展、企业多元化战略与高质量发展*

李佳霖 张倩肖 董嘉昌

(西安交通大学经济与金融学院,陕西 西安 710061)



内容提要:金融发展影响企业资源获取和配置,进而对企业高质量发展产生重要影响。本文以中国沪深两市非金融行业上市公司为研究样本,对金融发展与企业高质量发展之间的关系以及企业多元化战略的中介效应进行了探讨。研究表明:金融发展与企业高质量发展呈现倒U型关系,而企业多元化战略在其中发挥了负向中介效应。同时,企业内部经营情况对金融发展与企业高质量发展之间的关系具有调节作用,盈利能力和经营现金流增加会削弱两者之间的关系。此外,金融发展对企业高质量发展的作用以及多元化战略这一影响机制在不同规模企业和不同所有制企业中存在异质性。而企业投资效率提高、研发投入增加和创新能力增强更有利于发挥金融发展对企业主业发展的支持作用,促进企业高质量发展。因此,金融发展应以服务实体经济为导向,持续改进结构并提高效率;企业应贯彻高质量发展理念,以培养核心竞争力为重点,不断发展主业并提高发展质量。

关键词:金融发展 多元化 高质量发展 资源配置 核心能力

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)02—0088—18

一、引言

中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段,必须着力于提振实体经济才能实现中国经济稳中向好、长期向好。在改革开放的大好背景下,工业化战略和对外开放战略相互配合,中国制造业产值迅速提高,实体经济取得实质性发展。与此同时,外商直接投资快速涌入,并伴随人力资本和技术溢出,极大程度地促进了沿海地区加工贸易的蓬勃发展和产业链上下游大量企业的快速崛起。然而,制造业“大而不强”、产品附加值低、自主创新能力长期薄弱成为制约国内产业结构转型升级和经济持续增长的瓶颈。当前,“构建以国内大循环为主体,国内国际双循环相互促进的新发展格局”成为中国新阶段的重要战略选择,这势必要求提升供给体系对国内需求的适配性以充分发挥内需潜力,必须通过培育自主创新能力提高供应链安全性和产业链稳定性,不断延长和延伸国内价值链。只有充分激发市场主体活力、提高企业研发创新效率、增强企业核心能力,才能推动科技创新、加快关键技术攻关、提高产业链供应链现代化水平,从而通过繁荣实体经济以充分发挥国内超大规模市场优势,实现经济高质量发展。

作为国家重要核心竞争力之一,金融关系着资本流通和配置,是经济运行的血脉。金融发

收稿日期:2019-11-20

*基金项目:国家自然科学基金青年项目“创新激励扭曲下R&D资金错配与全要素生产率损失的形成机理及测算”(71804140);教育部人文社会科学青年项目“广延边际视角下的要素重置与全要素生产率提升机制研究”(18YJC790021)。

作者简介:李佳霖,女,博士研究生,研究领域是产业组织与经济发展,电子邮箱:CatherineLJL@outlook.com;张倩肖,女,教授,博士生导师,研究领域是产业组织理论与政策,电子邮箱:zhqxiao@mail.xjtu.edu.cn;董嘉昌,男,博士研究生,研究领域是宏观经济增长与产业结构转型,电子邮箱:dongjc_xjtu@sina.com。通讯作者:李佳霖。

展是指金融交易规模扩大和金融产业高度化过程带来的金融效率持续提高,体现为金融压制的消除和金融结构的改善等(戴相龙和黄达,1998)^[1]。自改革开放以来,金融业保持快速增长并取得历史性成就,对经济发展产生持续重要影响。2019年,中国金融业增加值达76251亿元,占国内生产总值比重7.7%^①。然而,近年来中国实业投资率呈现持续下滑趋势(张成思和张步昙,2016)^[2],金融对实体经济发展是否起到支撑促进作用成为讨论热点之一。“为实体经济服务是金融的天职,是金融的宗旨”^②,实现经济高质量发展离不开金融的强有力支持,但中国金融发展更多体现在金融业产值持续增加和金融机构信贷规模的持续扩张,结构、效率、安全等方面却暴露出许多问题。随着经济进入“新常态”,经济结构转型调整和经济高质量发展成为当前重要问题,金融开放有序推进和金融改革不断深化也被再次提上日程。

考察金融发展的作用不能单从宏观层面进行,否则不利于分析金融发展和经济增长之间存在的相互关系,也无法深入了解金融发展影响经济发展的微观机理(Love,2003)^[3]。而实现经济繁荣,必须让企业成为市场的真正主体,夯实经济高质量发展的基础。不同于企业业绩提高的单一维度,经济高质量发展背景下企业发展目标将转向追求更为系统的、动态的、高水平的发展。企业高质量发展的实现受到外部环境和内部治理多重因素的作用。金融发展一方面改变了企业外部环境,通过影响资源流动性、提高资本边际生产率、改变资源配置效率等对企业获取金融资源产生影响(King和Levine,1993)^[4];另一方面影响了企业内部治理,通过提高金融资源回报率、加剧委托代理问题、改变企业战略选择等对企业配置金融资源产生作用(Levine,1999)^[5]。金融发展引发的企业资源获取和配置的变化,以及内生于这一过程中企业经营战略的改变和选择偏好的差异,对企业高质量发展产生重要影响。以此为背景,分析当前时代背景下的金融发展对企业高质量发展起到的作用显得十分重要。

基于上述背景,本文选取2008—2018年中国非金融行业A股上市公司作为考察对象,结合地级市层面金融发展情况,主要探讨了以下问题:首先,金融发展与企业高质量发展究竟存在怎样的关系,这一关系存在的主要原因是什么?其次,企业多元化战略是否受到金融发展的影响,是否作为中介渠道对企业高质量发展产生作用,其具体效应又是什么?此外,哪些与此相关的因素对金融发展与企业高质量发展之间的关系产生调节作用,对企业多元化战略这一影响渠道产生异质性效应?本文的边际贡献主要有:第一,基于中国独特的制度背景和金融发展特点,分析金融发展对企业高质量发展起到的非线性作用,对金融发展从金融扩张转向结构调整的必要性从微观层面提供理论支持。第二,拓展了企业多元化战略的研究,检验了金融发展影响企业高质量发展过程中企业多元化战略作为中介渠道的影响机制,具有理论创新性。为理解当前构建双循环新发展格局背景下企业应关注主业发展,将重心放在核心能力培育,避免短期诱因干扰企业高质量发展提供了管理启示。第三,本文还对影响这一效应的调节因素和中介效应的异质性进行了进一步分析,为金融发展背景下企业优化战略管理思路、提高发展质量提供了借鉴,也为更好实现中国宏观经济转型和高质量发展提供了政策启示,具有理论价值和实践意义。

二、理论分析与假设提出

1. 金融发展对企业高质量发展的促进作用

企业高质量发展是企业以不断提升发展质量为目标的内涵式、可持续发展(黄速建等,

① 资料来源:《国家统计局关于2019年国内生产总值(GDP)最终核实的公告》http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202012/t20201230_1811893.html。

② 资料来源:习近平总书记2017年7月14日在第五次全国金融工作会议上的讲话。

2018)^[6],是全面提升企业能力和实现企业发展的动态过程。金融发展是金融业增加值不断提高、金融资源配置效率持续改进的过程,在这一过程中,金融机构规模有序扩张、金融市场效率持续改进、金融工具多样化功能逐步完善。改革开放后,为适应工业化战略并服务于传统工业大规模融资的需求特点,中国选择了以银行部门为主导的间接金融体系(董嘉昌和冯涛,2020)^[7]。伴随经济高速增长,中国金融发展主要表现为金融业产值的持续增加和信贷规模的快速扩张,结构调整滞后于金融扩张。金融发展不止改变企业发展的外部资源条件,还对企业内部资源配置产生重要作用,从而对企业高质量发展具有复杂深刻影响,其促进作用主要体现在缓解企业融资约束和促进企业创新两方面。

一方面,金融发展能够显著地缓解企业的融资约束,促进企业发展。基于完善的资本市场假设,企业投资决策应独立于融资决策,其外源融资和内源融资具有同样的成本(Modigliani和Miller,1958)^[8]。但现实中,资本市场存在的信息不完全和不对称问题导致企业融资成本增加,企业因外源融资行为受到约束而更加依赖内部现金流,融资约束问题由此产生。从外部资源条件看,金融发展不仅能够提供更加充足的资金(Beck等,2005)^[9],还能促使投资者更好地获得企业投融资决策的相关信息,使企业更容易获得这些外部资金(Demirgüç-Kunt和Maksimovic,1998)^[10]。金融发展通过降低市场中的信息不对称和契约不完善,提高资金分配效率,从而减轻企业融资约束(Love,2003)^[3],支持企业更好地扩张规模(Beck等,2005)^[9]。尤其是对存在外部融资依赖的行业,金融发展能够显著降低企业外部融资成本,促进企业成长(Rajan和Zingales,1998)^[11]。

另一方面,金融发展提供的充足资金也是企业进行技术改革与研发创新的基础,是企业提高生产率和利润的必要条件(钱水土和周永涛,2011)^[12]。从企业内部影响看,金融发展可以有效地监督并阻止资源滥用问题,降低企业代理成本(Beck等,2005)^[9]。金融机构可以通过与企业建立长期有效的合作减少企业逆向选择与道德风险,同时监督和约束信贷资金的使用(Rajan和Zingales,1998)^[11]。而金融市场可以充分发挥信息披露功能,分散风险(King和Levine,1993)^[4],从而整体上提高企业投资效率(Wurgler,2000)^[13]。通过提供更多安全高效的金融工具,金融发展促进企业优化内部资源配置、更好地进行研发创新活动。此外,金融技术创新为企业提供了更好的风险防控方式,降低企业创新的风险(钱水土和周永涛,2011)^[12]。金融机构可以动员和运用储蓄以获取项目信息,而金融市场可以反映创新活动的预期利润现值,从而共同促进技术创新(King和Levine,1993)^[4]。

2. 不同金融发展水平对企业高质量发展影响的差异

中国金融发展水平较低时,金融机构对企业高质量发展起到显著的积极影响。金融发展使具备信息优势的金融中介充分发挥其功能,有利于改善中国实体经济资本配置效率(李青原等,2013)^[14],促进生产率提高(张军和金煜,2005)^[15]。高效的金融体系中,资金会向着收益率高的部门流动,高附加值、高利润率的企业会赢得资金支持(钱水土和周永涛,2011)^[12],从而促进企业高质量发展。但当金融业产值持续提高,金融发展仍表现为银行部门主导型的规模扩张和信贷增加,其负面影响逐步显露。

首先,信贷市场规模与资本配置效率可能存在负相关关系。国家干预可能使银行业处于过度垄断状态,忽略中小银行的发展(林毅夫等,2003)^[16]。尽管中国银行业渐进式改革使股份制商业银行逐步壮大,银行业竞争度有所提升,但金融机构低效问题并未解决。由于长期存在的“信贷歧视”现象,金融发展发挥的作用并不均衡,民营企业的融资约束仍明显大于国有企业(沈红波等,2010)^[17]。银行信贷决策容易受到地方政府隐性干预的影响,城市商业银行的发展对非国有企业有利,但仍然无法扭转非国有企业的相对劣势(Chen等,2020)^[18]。此时,金融发展并非真正降低了企业的融资约束,而是扭曲了资金的使用成本并降低了资源使用效率,从而减弱了金融发展对缓

解企业融资约束的积极作用。无融资约束的企业存在超额持有现金时容易发生过度投资行为(王彦超,2009)^[19],金融发展进一步加剧了国有企业伴随“预算软约束”和政府干预而导致的过度投资现象(程仲鸣等,2008)^[20],影响企业高质量发展。

其次,银行业主导的金融发展模式不利于企业发展核心业务。一方面,金融发展使企业投资对内部现金流的敏感性降低,导致企业投资行为扭曲并降低投资效率。地方政府通过干预银行的信贷决策为国有企业提供优惠的贷款支持不仅无法提高企业经营绩效和市场价值,反而增加了代理成本(余明桂和潘红波,2008)^[21]。伴随金融对企业影响的不断深化,基于金融渠道的利润积累逐渐成为企业盈利的主导模式(张成思和张步昙,2016)^[22]。金融发展为企业带来自由现金流的同时,也导致企业出现“金融化”趋势。基于套利动机的“金融资产”配置无法发挥“蓄水池”的功能(刘贯春等,2018)^[22],并且使企业实物投资和创新产出减少,对企业主业投资产生“挤出效应”(杜勇等,2017)^[23]。另一方面,在以银行业为主体的金融结构下,金融发展不能充分发挥金融市场的信息优势和支持直接融资的功能。由于金融生态改善未能配合于金融发展速度,金融过热时无法对企业金融投资套利行为进行有效约束和合理监管,也无法充分发挥金融市场的信息披露和甄别机制,因此金融发展反而可能导致企业核心业务发展受阻。

第三,大银行主导的金融模式不利于推动企业研发活动和实质性创新。一方面,相较于市场导向的金融市场,银行导向的金融机构更有利于传统行业的发展,不利于高创新和高风险的项目(Allen和Gorton,1993)^[24],这是由银行风险规避的偏好和间接融资方式的本质特点所决定的,张杰等(2012)^[25]研究也表明银行贷款对企业研发投入有负面影响。另一方面,金融资源更多流向国有企业和大企业的同时,客观上加剧了非国有企业的资源劣势,使更具创新活力的中小企业发展受到阻碍。外源融资是企业研发投入的重要来源(Hall,2002)^[26],外源融资成本对企业研发活动产生直接影响。以银行业为基础的金融体系下企业倾向于依赖外部融资来支持研发活动(Alam等,2019)^[27],然而金融发展在促进国有企业融资渠道多样化的同时,却导致非国有企业和中小企业局限于内源融资甚至是非正规金融。研发活动具有投入巨大、持续期长、沉没成本高的特征,往往难以依靠单一内源融资进行,此时金融抑制下的资源劣势会降低企业研发创新能力,阻碍企业高质量发展。

因此,本文提出如下假设:

H₁:中国金融发展对企业高质量发展的作用呈现“倒U型”。

也就是说,金融发展较低时,金融发展能够显著缓解企业融资约束,为企业提供充足的资金支持研发创新活动,从而对企业高质量发展发挥正面作用。当金融发展水平过高时,银行业主导的金融发展模式下信贷规模进一步扩张可能降低资本配置效率、阻碍企业发展核心业务并抑制研发活动和实质性创新,从而对企业高质量发展发挥负面作用。

3. 金融发展中的企业多元化战略选择及其经济后果

战略是企业发展的总体方向,不同的战略选择对于企业发展产生不同的经济后果。企业多元化经营的本质是企业收益与成本权衡的结果,受企业外部激励和内部特质多种因素的综合影响。当内部化收益大于内部化成本时,企业基于利润最大化目标会选择多元化。企业实施多元化战略具有多种动机(Rumelt,1982)^[28],包括分散风险、获取市场势力、实现范围经济等。其中,应对外部资本市场摩擦是企业多元化的重要原因(Matvos等,2018)^[29]。金融发展背景下,企业出于不同机会会做出差异化选择,从而对高质量发展产生异质性效应。

(1)金融发展与企业多元化战略。根据资源基础理论,企业战略决策基于企业资源获取和配置,实施多元化经营战略选择亦取决于企业现有能力和资源禀赋(Guillen,2000)^[30]。中国信贷市场上存在明显的“所有制歧视”及“规模歧视”,信贷资源被更多地配置给国有企业和大型企业。这类受到信贷资金偏爱的企业倾向于通过多元化战略降低交易成本、实现规模经济和范围经济、增

强市场势力并获取垄断收益等。当前以银行业为主导的金融发展强化了国有企业和大型企业利用资源优势增强市场势力的动机。同时,非有效投资可能为管理层带来“灰色收入”等隐形利益(吕峻,2019)^[31],控股股东控制权和现金流管理权分离导致管理层为了获取更多私人收益会通过多元化战略增加可掌控的资源。这类企业本身融资约束较小,金融发展带来的外部融资成本的降低反而增加了企业内部代理成本,诱发以增加短期利润和获取私人收益为目标的“掏空行为”和“套利行为”,诱使企业采取多元化战略进入金融领域或其他热点行业。此外,金融发展伴随着股票和期货市场的收益波动和风险加剧,增强了企业分散风险的偏好,促使企业实施多元化战略以分散经营风险。

从非国有企业和中小企业看,金融发展反而加剧了其资源上的相对劣势并恶化了企业在市场竞争中的处境。由于快速扩张的金融总量缺乏有效金融结构的支撑,中国金融发展水平提高没有显著缓解中小企业融资约束(姚耀军和董钢锋,2015)^[32],也尚未有效缓解金融体制对民营企业发展的抑制效应(张杰等,2012)^[25]。大型国有银行为主体的金融机构平均授信时间较长、信贷审批成本较高,且多级分支结构下人员流动性较大,因此在降低外源融资成本和解决中小企业由于财务报表和信用记录等“硬信息”缺失带来的信息不对称问题方面不具备优势(林毅夫等,2003)^[16]。依据资源基础理论,企业会以资源为战略决策的中心和出发点,持续增强资源优势并优化资源配置。当信贷资源出现不均衡时,企业会通过改变其战略决策以应对金融抑制和金融摩擦下的资源不足,更努力地争取金融发展带来的金融资源。获得政府补贴不仅可以带来直接效益,还作为一种传递企业效益和前景的潜在信号。因此,“倒逼效应”会导致企业通过多元化战略进入或受政策扶持的行业以减少资源缺乏和负面信号双重威胁(杨兴全等,2018)^[33],在更多地获得信贷资源的同时,实现企业整体外部认可度的提高和外部环境约束的改善。

(2)企业多元化战略与高质量发展。实施多元化战略意味着企业发展重心偏离核心业务,这会对企业高质量发展产生诸多影响。基于竞争的观点,多元化企业往往具有规模经济或范围经济以及较大的市场势力优势,因此能够通过资源共享和能力扩散实现更好的经济效益(姚俊等,2004)^[34]。而企业核心能力理论则认为,企业的核心资源才能创造独特、持久的优势(程勇和黄建华,2009)^[35],因此企业应当重视加强对核心业务的投入、管理和控制,支持业务向其核心能力靠拢、资源向核心业务集中,推动主营业务专业化和精细化(辜胜阻和杨威,2011)^[36]。企业高质量发展不只关注短期绩效,更强调可持续发展,因此培育核心竞争力以保持企业长期竞争能力尤为重要。从这个角度看,多元化战略可能对企业价值、治理水平和核心能力等产生负面作用。

首先,企业实施多元化战略存在“多元化折价”现象。多元化经营导致企业价值减损、资产收益率降低(姚俊等,2004)^[34]。Lang等(1996)^[37]研究发现多元化企业托宾Q值普遍低于非多元化企业,且低托宾Q值的企业更易于选择多元化。多元化企业会倾向于将一部分补贴投入非效率部门,因此其内部资本市场较之于外部资本市场效率更低(Scharfstein和Stein,2000)^[38]。此外,企业存在对自由现金流的过度投资倾向(Jensen,1986)^[39],而多元化企业内的部门经营盈利能力较低,过度投资倾向更大(朱江,1999)^[40]。金融发展带来的自由现金流使管理者拥有更多可掌控和操纵的资源,增加了其过度投资的倾向(Scharfstein和Stein,2000)^[38]和盲目多元化投资的行为,导致企业投资效率降低并产生多元化折价。

其次,企业实施多元化战略可能增加企业的代理成本。管理权力理论指出,由于企业治理结构的缺陷,管理者往往能够通过“实际控制权”俘获董事会成员,股东对管理层的约束力下降会导致管理层私人收益与企业表现脱节(Fama和Jensen,1983)^[41]。管理者通过获取其他“控制权”带来的最大化个人利益以及控股股东可能存在的“掏空”行为在多元化企业中更容易发展。多元化战略增加了管理者和控股股东对资源的控制力度和广度,使其可以利用多元化经营所构建的内部资

本市场更灵活地侵占企业自由现金流,并以多元化投资为借口掩盖这一行为(王福胜和宋海旭,2012)^[42]。李广子(2020)^[43]研究发现,控股股东将多元化作为整体战略的一部分,通过上市公司多元化风险分担方式损害上市公司利益。此外,实施多元化战略的企业内部组织结构通常较为复杂,加剧了信息不对称程度,使企业代理成本增加。

更为重要的是,多元化战略会导致企业主业受到影响,损害其核心能力。根据核心竞争力理论(Prahalad和Hamel,1997)^[44],现代市场竞争是基于核心能力的竞争,企业能否实现高质量发展在于企业是否长期地、可持续地提高其具有独特性和难以替代性的核心能力。面对金融发展带来的金融投资机会和金融渠道收益的增加,采取多元化战略的企业往往选择利用金融资源扩张业务范围或加大金融投资以获取更多利益。企业跨行业套利没有缓解投资活动面临的融资约束,却导致主业投资不断缩小,造成“空心化”(王红建等,2016)^[45]。若企业采取多元化战略进入金融行业等短期套利机会更多的行业,不仅没有降低企业经营风险,反而加大了资产波动,不利于长期项目的开展。多元化企业内部资源配置的扭曲会影响企业核心业务发展和核心能力的培育,降低企业长期竞争力。因此,本文提出如下假设:

H₂:多元化战略在金融发展影响企业高质量发展中发挥负向中介作用。

也就是说,金融发展会促进企业实施多元化战略,但多元化战略不利于企业高质量发展。

三、研究设计

1. 样本选择说明

本文选取2008—2018年中国非金融类A股上市公司为研究样本,并按照以下原则对样本进行清洗。①剔除ST公司、PT公司以及主要变量数据缺失情况严重的样本。②为了提高样本期间的连续性,剔除上市时间不足两年的公司。③为了克服极端值的影响,本文对模型中所有连续型变量进行1%水平上的双侧缩尾处理。最终得到2971家上市公司22499个“公司-年度”观测值。本文中金融发展以地级市层面的数据进行测度并与上市公司所在地进行匹配。为了在满足样本连续性的情况下尽可能小的减少匹配导致的样本损失,进行以下手工调整:将由地级市代管的县级市并入地级市;将样本期间出现撤县设市的样本并入原代管地级市。最终得到242个地级市共2315个“城市-年度”观测值。

2. 变量定义与测度

(1)被解释变量:企业高质量发展水平(HD)。本文参考鲁晓东和连玉君(2012)^[46],以企业投资作为工具变量,使用OP方法计算企业全要素生产率,并引入ACF修正误差(Ackerberg等,2015)^[47]。由于估计资本和劳动对产出的真实贡献时,以货币单位度量的投入和产出会引起一定的估计误差,本文在估计销售收入时使用工业品出厂价格指数进行调整,固定资本存量使用固定资产投资价格指数进行调整。本文计算全要素生产率所需的企业层面数据从国泰安数据库获取,相应价格指数来自中经网统计数据库。

(2)解释变量:金融发展水平(FD)。本文参考沈红波等(2010)^[17],以金融机构贷款额占GDP比重等作为衡量金融发展程度的主要指标。为了更加准确地衡量企业受到金融发展影响的差异,不同于已有文献多采用国家级或省级变量的做法,本文采用地级市数据进行测算。金融机构各项贷款余额及GDP数据均来自历年《中国城市统计年鉴》。

(3)中介变量:企业多元化程度(Diversification)。本文以企业不同行业分类的主营业务收入占比构建衡量多元化战略的代理变量。参考杨兴全等(2018)^[33],本文首先采取收入熵(DivEntro)定义, $DivEntro = \sum P_i \times \ln(1/P_i)$, P_i = 企业第*i*类主营业务收入/业务收入总额, DivEntro越大多元化程度越高。此外,本文采取赫芬达尔指数(DivHHI)定义, $DivHHI = P_i^2$, DivHHI越小,多元化程度越高。

企业主营业务收入构成数据来源于 WIND 数据库。

(4)控制变量:参考杜勇等(2017)^[7],本文采用企业杠杆率(*Lev*)、企业成长性(*Growth*)、企业年龄(*Age*)、企业规模(*Size*)、盈利能力(*ROA*)、现金流(*Cash*)、托宾 Q 值(*TobinQ*)、股权集中度(*First*)、董事会规模(*Bsize*)、两职兼任(*Dual*)、所有制(*State*)作为控制变量。数据均来自国泰安数据库。

变量具体定义如表 1 所示:

表 1 主要变量的定义

变量符号	变量名称	变量含义	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>HD</i>	高质量发展水平	企业全要素生产率	7.280	0.848	5.502	9.943
<i>FD</i>	金融发展水平	城市金融机构贷款额/城市 GDP	1.426	0.631	0.389	3.288
<i>DivEntro</i>	正向多元化程度	企业主营业务收入熵	0.375	0.416	0.000	1.433
<i>DivHHI</i>	负向多元化程度	企业主营业务收入赫芬达尔指数	0.764	0.242	0.190	1.000
<i>Lev</i>	企业杠杆率	总负债/总资产	0.041	0.057	-0.205	0.205
<i>Growth</i>	企业成长性	企业固定资产增长率	0.260	1.166	-0.966	9.251
<i>Age</i>	企业年龄	Ln(报表年度 - 成立年度 + 1)	2.066	1.310	0.903	8.627
<i>Size</i>	企业规模	Ln(董事人数)	21.990	1.329	15.420	28.520
<i>ROA</i>	盈利能力	利润/总资产	0.430	0.213	0.0490	0.935
<i>Cash</i>	现金流	企业经营活动产生的现金流量/总资产	2.760	0.339	1.792	3.497
<i>TobinQ</i>	托宾 Q 值	股票市值/总资产	2.142	0.199	1.609	2.708
<i>First</i>	股权集中度	第一大股东持股比例	0.354	0.151	0.088	0.755
<i>Bsize</i>	董事会规模	Ln(资产总计)	0.044	0.073	-0.182	0.250
<i>Dual</i>	两职兼任	董事长总经理兼任时取 1,否则为 0	0.259	0.438	0.000	1.000
<i>State</i>	所有制	国有企业记为 1,非国有企业记为 0	0.389	0.488	0.000	1.000
<i>Year</i>	时间效应	根据 2008—2018 年设置的虚拟变量				
<i>Industry</i>	行业效应	根据证监会 2012 年行业分类标准,制造业采取二级分类设置的虚拟变量。				

资料来源:作者整理

3. 描述性统计

如表 1 所示,本文连续变量经过 1% 水平上的双侧 Winsorize 处理后均不存在严重的离群值问题。其中,企业高质量发展指标(*HD*)的均值和标准差分别 7.280 和 0.848,金融发展指标(*FD*)的均值和标准差分别为 1.426 和 0.631,表明不同企业的高质量发展水平及其所处地区金融发展水平差异明显。多元化程度指标中主营业务收入熵(*DivEntro*)的最大值与最小值分别为 1.433 和 0.000,主营业务赫芬达尔指数(*DivHHI*)的最大值与最小值分别为 1.000 和 0.190,表明企业多元化战略存在明显的异质性特征。

四、假设检验结果分析

1. 基准回归

表 2 列出了金融发展对企业高质量发展的回归结果。为了缓解内生性问题,所有解释变量均采取滞后一期。模型(1)~(3)模型分别为单变量回归、固定效应回归、同时加入控制变量和固定效应回归的线性模型回归结果。可以看出,样本期间金融发展整体上对企业高质量发展呈显著正向作用。模型(4)~模型(6)为倒 U 型模型回归结果,同样采取依次增加控制的方法呈现逐步回归结果。结果显示,金融发展程度的系数为 0.308,其平方项的系数为 -0.079,且均在 1% 水平上显

著。倒 U 型的转折点为 $1.949 [0.308 / (2 \times 0.079)]$, 位于金融发展程度的取值区间 $[0.389, 3.288]$ 内, 证明金融发展对企业高质量发展的作用不是线性的, 而是呈现先促进后抑制的倒 U 型关系, 假设 H_1 成立。当金融发展水平达到 1.949 时, 进一步扩张金融机构信贷规模会阻碍企业高质量发展。

表 2 基准模型回归结果

变量	(1) <i>HD</i>	(2) <i>HD</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.153 *** (14.873)	0.089 *** (8.684)	0.065 *** (6.905)	0.520 *** (13.467)	0.320 *** (8.320)	0.308 *** (8.671)
<i>FD</i> ²				-0.121 *** (-9.778)	-0.075 *** (-6.162)	-0.079 *** (-7.043)
常数项	7.072 *** (482.928)	6.741 *** (120.723)	4.397 *** (31.185)	6.843 *** (251.987)	6.618 *** (114.794)	4.278 *** (30.374)
控制变量	No	No	Yes	No	No	Yes
行业和年份固定效应	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
R^2	0.012	0.181	0.303	0.017	0.183	0.305
N	18701	18701	18701	18701	18701	18701

注: ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著, 下同

资料来源: 作者整理

2. 机制分析

本文借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)^[48]的中介效应模型检验企业多元化战略这一影响机制。如表 3 所示, 模型(1)~模型(3)以企业主营业务收入熵作为企业多元化程度的正向指标, 模型(4)~模型(6)以企业主营业务收入赫芬达尔指数作为企业多元化程度的负向指标, 分别检验了企业多元化战略这一中介效应。结果显示, 模型(1)中金融发展的系数为 0.083 且在 1% 水平上显著, 表明金融发展对企业多元化程度具有显著正向影响; 金融发展平方项系数为 -0.018 且在 1% 水平上显著, 表明金融发展对企业多元化的影响也呈现一定的倒 U 型关系。模型(2)中企业多元化程度的系数为 -0.080 且在 1% 水平上显著, 表明企业多元化阻碍了企业高质量发展, 是金融发展影响企业高质量发展的中介渠道。模型(3)中金融发展系数显著为正, 其平方项显著为负, 与主效应保持一致即金融发展对企业高质量发展具有倒 U 型作用。在此基础上, 企业多元化变量系数显著为负, 而金融发展系数 0.314 较表 2 基准模型(6)的回归结果中金融发展系数 0.308 显著提升, 表明多元化在金融发展影响企业高质量发展中发挥负向中介作用, 多元化战略一定程度上削弱了金融发展对企业高质量发展的作用, 支持假设 H_2 成立。

表 3 中介效应模型回归结果

变量	(1) <i>DivEntro</i>	(2) <i>HD</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>DivHHI</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.083 *** (4.266)		0.314 *** (8.843)	-0.034 *** (-2.985)		0.313 *** (8.800)
<i>FD</i> ²	-0.017 *** (-2.816)		-0.080 *** (-7.154)	0.007 * (1.847)		-0.079 *** (-7.106)

续表 3

变量	(1) <i>DivEntro</i>	(2) <i>HD</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>DivHHI</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>HD</i>
<i>DivEntro</i>		-0.080 *** (-6.267)	-0.085 *** (-6.734)			
<i>DivHHI</i>					0.174 *** (7.848)	0.180 *** (8.167)
常数项	-0.667 *** (-8.447)	4.389 *** (31.017)	4.217 *** (29.958)	1.159 *** (25.283)	4.240 *** (29.773)	4.065 *** (28.683)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业和年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.095	0.303	0.307	0.082	0.304	0.308
N	18701	18701	18701	18701	18701	18701

资料来源:作者整理

模型(4)中金融发展的系数为-0.034且在1%水平上显著为负,表明金融发展降低了企业主营业务集中程度,促进了企业多元化。模型(5)中企业主营业务收入赫芬达尔指数的系数为0.174且在1%水平上显著,表明企业主营业务收入赫芬达尔指数越高,企业高质量发展表现越好,因此企业多元化则不利于企业高质量发展。模型(6)中金融发展对企业高质量发展仍具有明显的倒U型作用,主营业务收入赫芬达尔指数与企业高质量发展的正向关系也进一步表明多元化战略的负向中介效应,支持了假设H₂成立。

3. 稳健性检验

(1)替换被解释变量。为了避免价格对真实产出测度的干扰以及中间品投入变化对产出测度的影响,本文参考于新亮等(2017)^[49]构建了企业增加值指标作为产出,对企业全要素生产率进行了重新测算,替换企业高质量发展指标并进行了重新检验。具体计算方法是:企业增加值=劳动者报酬+固定资产折旧+营业盈余+生产税净额。如表4所示,金融发展对企业高质量发展的倒U型关系仍然显著,且企业多元化战略作为负向中介效应显著存在,假设H₁和假设H₂成立。

表 4 替换被解释变量的回归结果

变量	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>DivHHI</i>	(6) <i>HD</i>	(7) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.299 *** (8.430)	0.083 *** (4.302)		0.305 *** (8.588)	-0.035 *** (-3.032)		0.304 *** (8.549)
<i>FD</i> ²	-0.077 *** (-6.930)	-0.017 *** (-2.843)		-0.078 *** (-7.033)	0.007 * (1.874)		-0.078 *** (-6.988)
<i>DivEntr</i>			-0.074 *** (-5.838)	-0.080 *** (-6.276)			
<i>DivHHI</i>						0.161 *** (7.280)	0.167 *** (7.584)
常数项	4.471 *** (31.764)	-0.669 *** (-8.436)	4.581 *** (32.400)	4.414 *** (31.369)	1.163 *** (25.284)	4.442 *** (31.188)	4.272 *** (30.129)

续表 4

变量	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>DivHHI</i>	(6) <i>HD</i>	(7) <i>HD</i>
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.298	0.095	0.296	0.300	0.082	0.297	0.300
N	18663	18663	18663	18663	18663	18663	18663

资料来源:作者整理

(2) 替换解释变量。考虑到以金融机构各项贷款额占国内生产总值比重计算的金融发展水平可能受到货币政策影响, 本文将该指标替换为地级市金融业就业人员占全部就业人员的百分比 (*FD1*) 进行了重新检验。如表 5 所示, 金融发展对企业高质量发展的倒 U 型关系仍然显著, 且企业多元化战略作为负向中介效方显著存在, 假设 H_1 和假设 H_2 成立。

表 5 替换解释变量的回归结果

变量	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>DivHHI</i>	(6) <i>HD</i>	(7) <i>HD</i>
<i>FD1</i>	0.308 *** (15.576)	0.070 *** (6.875)		0.315 *** (15.899)	-0.028 *** (-4.604)		0.313 *** (15.841)
<i>FD1</i> ²	-0.069 *** (-13.752)	-0.015 *** (-5.988)		-0.071 *** (-14.056)	0.007 *** (4.477)		-0.070 *** (-14.027)
<i>DivEntr</i>			-0.080 *** (-6.267)	-0.091 *** (-7.228)			
<i>DivHHI</i>						0.174 *** (7.848)	0.185 *** (8.415)
常数项	4.418 *** (31.391)	-0.621 *** (-7.950)	4.389 *** (31.017)	4.356 *** (30.988)	1.144 *** (25.231)	4.240 *** (29.773)	4.201 *** (29.703)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.312	0.095	0.303	0.314	0.082	0.304	0.315
N	18701	18701	18701	18701	18701	18701	18701

资料来源:作者整理

(3) 更改样本期间。考虑到 2008 年世界金融危机后中国四万亿投资计划带来的重大外部冲击对数据可靠性可能带来的影响, 本文在基准回归控制年份固定效应的基础上, 进一步排除了 2008 年的样本进行重新检验。如表 6 所示, 金融发展对企业高质量发展的倒 U 型关系仍然显著, 且企业多元化战略作为负向中介渠道显著存在, 假设 H_1 和假设 H_2 成立。

表 6 更改样本期间的回归结果

变量	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>DivHHI</i>	(6) <i>HD</i>	(7) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.280 *** (7.697)	0.089 *** (4.437)		0.287 *** (7.869)	-0.037 *** (-3.162)		0.285 *** (7.826)
<i>FD</i> ²	-0.071 *** (-6.292)	-0.019 *** (-3.041)		-0.073 *** (-6.406)	0.008 ** (2.060)		-0.072 *** (-6.361)

续表 6

变量	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>DivHHI</i>	(6) <i>HD</i>	(7) <i>HD</i>
<i>DivEntr</i>			-0.078*** (-6.045)	-0.083*** (-6.468)			
<i>DivHHI</i>						0.167*** (7.405)	0.173*** (7.693)
常数项	4.337*** (29.932)	-0.699*** (-8.434)	4.444*** (30.641)	4.272*** (29.533)	1.196*** (24.986)	4.299*** (29.506)	4.124*** (28.363)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.305	0.096	0.303	0.306	0.082	0.304	0.307
N	17631	17631	17631	17631	17631	17631	17631

资料来源:作者整理

五、进一步分析

1. 调节效应分析

前文分析指出,金融发展对企业高质量发展之所以存在倒 U 型影响,主要原因在于当金融深化达到一定程度,以银行业为主导的信贷扩张和金融过热可能导致资源配置效率下降,使企业资源配置偏离其核心能力发展。内部经营管理效率不同时,企业对外部资源的依赖性和所受影响有所差异。基于此,本文分别从经营现金流情况以及企业利润情况入手进一步分析了企业内部条件差异对金融发展影响企业高质量发展作用的调节效应。Haans 等(2016)^[50]指出,当主效应为倒 U 型时,对调节效应的检验主要观察自变量二次项与调节变量交乘项系数的符号及显著性,系数小于 0 表示调节变量增强了主效应的正向或负向作用,反之则削弱了主效应的作用。由表 7 所示,经营现金流情况与金融发展二次项交乘项以及企业利润情况与金融发展二次项交乘项的系数均显著为正,说明两者均使主效应拐点两侧曲线更为平缓,削弱了金融发展对企业高质量发展的作用。因此,当前金融发展模式下,企业经营情况越好、内部现金流越充裕、盈利能力越强则越不容易受到外部融资的限制以及伴随金融发展带来的外部资源变化对其高质量发展所产生的影响。

表 7 调节效应的回归结果

变量	(1)	变量	(2)
<i>FD</i>	0.383*** (8.773)	<i>FD</i>	0.368*** (8.317)
<i>FD</i> ²	-0.103*** (-7.454)	<i>FD</i> ²	-0.096*** (-7.097)
<i>FD</i> × <i>Interflow</i>	-1.738*** (-3.603)	<i>FD</i> × <i>EBIT</i>	-1.301** (-2.408)
<i>FD</i> ² × <i>Interflow</i>	0.587*** (3.842)	<i>FD</i> ² × <i>EBIT</i>	0.390** (2.409)
<i>Interflow</i>	1.378*** (3.454)	<i>EBIT</i>	0.996** (2.154)
常数项	4.237*** (29.971)	常数项	4.255*** (30.189)
控制变量	Yes	控制变量	Yes
行业/年份固定效应	Yes	行业/年份固定效应	Yes
R ²	0.306	R ²	0.306
N	18701	N	18701

资料来源:作者整理

2. 异质性分析

前文分析指出,金融发展会通过企业多元化战略渠道影响企业高质量发展。企业多元化的负向中介效应主要来自于,金融发展为企业带来更多资源的同时并未有效促进企业核心业务发展,导致企业长期竞争力下降从而不利于企业高质量发展。从这一角度说,企业是否将获取到的金融资源合理配置到有关主业发展和核心能力提高的方面对这一中介渠道产生显著影响。为此,本文首先按企业规模和所有制形式对样本进行分组检验,分析金融发展对企业高质量发展的影响及其机制是否存在异质性。其次,为了更加明确异质性产生的内在根源,本文进一步按照企业投资效率、研发投入及创新能力情况区分子样本进行进一步分析。

(1)不同规模企业的分组检验。如表8所示,大规模企业样本中,金融发展显著影响了企业多元化战略选择,且这一行为对企业高质量发展起显著抑制作用。而小规模企业样本中金融发展对企业多元化战略选择无显著效应,且其多元化战略不会显著抑制企业高质量发展。大规模企业通常信贷能力充足且自由现金流水平较高,金融发展诱发了其出于套利动机选择多元化战略的可能。小规模企业由于信贷市场“规模歧视”可获得的银行授信额度较低,往往不具备盲目进行多元化投资的资金基础和外部条件。此时,小规模企业多元化战略若出于自身通过跨行业经营以扭转竞争不利地位、降低经营风险、拓展前沿业务等目的,不会对其高质量发展产生显著抑制作用。

表8 按企业规模分组的子样本回归结果

变量	小规模企业				大规模企业			
	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>DivEntr</i>	(7) <i>HD</i>	(8) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.324*** (6.574)	0.042 (1.615)		0.325*** (6.590)	0.322*** (6.310)	0.137*** (4.750)		0.333*** (6.529)
<i>FD</i> ²	-0.085*** (-5.409)	-0.007 (-0.808)		-0.086*** (-5.414)	-0.076*** (-4.826)	-0.028*** (-3.139)		-0.078*** (-4.977)
<i>DivEntr</i>			-0.023 (-1.292)	-0.028 (-1.541)			-0.086*** (-4.649)	-0.096*** (-5.210)
常数项	7.787*** (63.595)	0.275*** (4.079)	8.017*** (66.203)	7.793*** (63.653)	6.907*** (46.367)	0.218** (2.506)	7.153*** (48.466)	6.932*** (46.519)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.151	0.078	0.146	0.151	0.316	0.083	0.313	0.318
N	9753	9753	9753	9753	8948	8948	8948	8948

资料来源:作者整理

(2)不同所有权企业的分组检验。如表9所示,以企业所有制进行划分,金融发展显著改变了国有企业多元化水平,但并未显著影响非国有企业的多元化选择。金融发展加强了国有企业“预算软约束”程度并增加企业自由现金流,诱发管理者采取多元化战略。而非国有企业由于信贷市场上的“所有制歧视”现象,往往面临较大的融资约束,金融发展并未实质扭转非国有企业在信贷市场上的劣势地位。因此即使存在一定程度的“倒逼效应”,但受制于资金实力和市场信任度很难实质上提高企业多元化水平。此外,非国有企业管理者面临的外部监管约束和内部薪酬设计往往更有利于其出于企业实际做出合理的战略选择,因此金融发展不易于诱发其盲目进行多元化投资的行为。

表 9 按企业所有制分组的子样本回归结果

变量	国有企业				非国有企业			
	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>DivEntr</i>	(7) <i>HD</i>	(8) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.432*** (8.102)	0.195*** (6.664)		0.454*** (8.452)	0.188*** (3.982)	-0.008 (-0.289)		0.187*** (3.973)
<i>FD</i> ²	-0.097*** (-5.858)	-0.045*** (-5.128)		-0.101*** (-6.124)	-0.060*** (-4.039)	0.009 (1.103)		-0.060*** (-4.013)
<i>DivEntr</i>			-0.097*** (-4.713)	-0.118*** (-5.700)			-0.041** (-2.531)	-0.041** (-2.496)
常数项	3.808*** (16.661)	-0.111 (-0.868)	3.944*** (16.895)	3.800*** (16.575)	4.533*** (23.628)	-1.010*** (-9.654)	4.595*** (24.147)	4.487*** (23.316)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.361	0.106	0.353	0.363	0.264	0.097	0.263	0.264
N	7464	7464	7464	7464	11237	11237	11237	11237

资料来源:作者整理

(3)不同投资效率企业的分组检验。如表 10 所示,金融发展不会诱发投资不足的样本企业采取多元化战略,但会影响投资过度企业的多元化行为。金融发展由此加剧了过度投资企业的多元化折价,影响了企业高质量发展。这表明由于金融发展将资源过多地配置给了不存在融资约束的企业,干扰企业采取多元化战略,导致企业多元化行为削弱了金融发展对企业高质量发展作用的发挥。

表 10 按投资效率分组的子样本回归结果

变量	投资不足				投资过度			
	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>DivEntr</i>	(7) <i>HD</i>	(8) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.170*** (3.403)	0.029 (1.020)		0.171*** (3.426)	0.400*** (8.126)	0.126*** (4.722)		0.412*** (8.353)
<i>FD</i> ²	-0.045*** (-2.863)	-0.004 (-0.488)		-0.045*** (-2.870)	-0.103*** (-6.561)	-0.028*** (-3.297)		-0.105*** (-6.716)
<i>DivEntr</i>			-0.070*** (-3.797)	-0.071*** (-3.850)			-0.092*** (-5.450)	-0.102*** (-6.118)
常数项	4.001*** (19.633)	-0.540*** (-4.535)	4.065*** (20.017)	3.959*** (19.454)	4.334*** (22.735)	-0.768*** (-7.242)	4.449*** (23.143)	4.250*** (22.301)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.252	0.105	0.252	0.254	0.357	0.093	0.353	0.359
N	7930	7930	7930	7930	10771	10771	10771	10771

资料来源:作者整理

(4)不同研发投入水平企业的分组检验。如表 11 所示,金融发展导致企业采取多元化战略的效应在低研发投入样本中更加显著,而在高研发投入样本中不显著,且高研发投入样本中企业

多元化不会对企业高质量发展产生显著抑制作用。企业研发投入一定程度上反映出企业对其核心业务的关注和重视,企业越重视其核心竞争力的培育,则金融发展促进企业选择多元化战略的作用有所减弱。在这种情况下,企业采取多元化战略也多是基于自身当期内外条件做出的“理性选择”,因此较少受到金融发展激化企业委托代理问题导致的管理者决策扭曲,多元化折价不易产生。金融发展为企业带来的资金约束的缓解和研发投入的提高更直接地反映在企业核心业务表现上。

表 11 按研发投入分组的子样本回归结果

变量	低研发投入				高研发投入			
	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>DivEntr</i>	(7) <i>HD</i>	(8) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.368 *** (7.100)	0.112 *** (4.467)		0.383 *** (7.381)	0.335 *** (8.293)	0.048 (1.537)		0.336 *** (8.304)
<i>FD</i> ²	-0.090 *** (-5.739)	-0.024 *** (-3.182)		-0.094 *** (-5.947)	-0.095 *** (-7.358)	-0.009 (-0.855)		-0.095 *** (-7.364)
<i>DivEntr</i>			-0.136 *** (-6.849)	-0.145 *** (-7.332)			-0.007 (-0.476)	-0.010 (-0.692)
常数项	4.075 *** (19.988)	-0.549 *** (-5.240)	4.143 *** (20.122)	3.998 *** (19.614)	5.315 *** (28.806)	-0.941 *** (-6.990)	5.522 *** (30.144)	5.304 *** (28.713)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.318	0.094	0.316	0.321	0.218	0.067	0.212	0.218
N	9874	9874	9874	9874	8827	8827	8827	8827

资料来源:作者整理

(5)不同创新能力企业的分组检验。如表 12 所示,以企业有无专利申请进行划分,金融发展显著促进了创新能力较强的企业实现高质量发展,且不存在倒 U 型的关系。此外,这类企业样本中多元化战略不会抑制高质量发展,因此不在金融发展与企业高质量发展的关系中发挥负向中介作用。对这部分企业来说,金融发展使企业持有现金增加、资源条件改善,更好地发挥了金融资产“蓄水池”功能,使之能更好地应对预期风险并平滑实体创新活动。企业创新能力较强时,其主业带来的盈利能力较大且主业发展前景更清晰,金融发展诱发的无关多元化经营偏好会被一定程度遏制。此时,金融发展更好地支持了创新能力高的企业,有利于促进其发展核心业务从而实现高质量发展。

表 12 按创新能力分组的子样本回归结果

变量	低创新能力				高创新能力			
	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>DivEntr</i>	(7) <i>HD</i>	(8) <i>HD</i>
<i>FD</i>	0.316 *** (8.066)	0.077 *** (3.719)		0.322 *** (8.222)	0.220 *** (2.866)	0.102 * (1.788)		0.218 *** (2.824)
<i>FD</i> ²	-0.082 *** (-6.770)	-0.016 ** (-2.520)		-0.084 *** (-6.865)	-0.039 (-1.554)	-0.017 (-0.886)		-0.039 (-1.530)
<i>DivEntr</i>			-0.097 *** (-6.873)	-0.102 *** (-7.228)			0.028 (1.007)	0.016 (0.602)

续表 12

变量	低创新能力				高创新能力			
	(1) <i>HD</i>	(2) <i>DivEntr</i>	(3) <i>HD</i>	(4) <i>HD</i>	(5) <i>HD</i>	(6) <i>DivEntr</i>	(7) <i>HD</i>	(8) <i>HD</i>
常数项	4.416 *** (28.834)	-0.637 *** (-7.512)	4.535 *** (29.493)	4.348 *** (28.420)	3.586 *** (9.684)	-0.906 *** (-3.970)	3.639 *** (9.754)	3.603 *** (9.716)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.310	0.096	0.309	0.312	0.271	0.102	0.264	0.271
N	15766	15766	15766	15766	2935	2935	2935	2935

资料来源:作者整理

六、研究结论和政策启示

1. 研究结论

本文研究了金融发展对企业高质量发展的影响。与已有研究多采取国家层面或省级层面的金融发展指标不同,本文通过手工整理年鉴中的地市级数据并与企业所在地进行匹配,深入考察了金融发展对企业高质量发展的影响及其机制。本文发现:首先,当前中国金融发展对企业高质量发展产生倒U型影响。金融发展水平较低时,金融业产值快速增加和信贷规模迅速扩张对企业高质量发展起显著正面作用。当金融深化程度过高时,以银行业为主导的金融发展对企业高质量发展起负面作用。其次,金融发展通过影响企业多元化战略选择这一渠道对企业高质量发展产生作用,且这一渠道表现为负向中介效应。即金融发展显著提高了企业选择多元化战略的倾向,但这一行为导致企业偏离主业,削弱了金融发展对企业高质量发展的作用。进一步分析表明,金融发展对企业高质量发展的综合影响以及企业多元化战略这一影响机制存在异质性。大规模企业和国有企业样本中,多元化战略在金融发展影响企业高质量发展的过程中产生显著的负向中介效应,但小规模企业和非国有企业样本中这一效应不显著。此外,金融发展显著提高了存在过度投资行为、研发投入和创新能力较低企业的多元化水平,但不会对投资不足、研发投入和创新能力较高的企业产生显著影响。对于研发投入高和创新能力强的企业,多元化战略不会对其高质量发展产生显著抑制作用。

2. 政策启示

本文的研究表明,尽管金融发展有利于实现资本有效流动,提高了企业外部资源供给,但由于存在资源配置扭曲,未能很好地支持实体经济发展。因此,在肯定金融发展对企业高质量发展具有重要影响的同时,应关注金融发展实质性作用的发挥,从注重金融扩张转向注重内在质量,把服务实体经济作为出发点和落脚点。第一,要优化银行业结构,提高金融机构资金配置效率,重视金融发展中存在的结构性问题和突出矛盾。要破除信贷市场存在的所有制歧视现象,提高金融机构服务效率,配合有关政策和配套措施消除非国有企业获取信贷资源和金融支持的瓶颈,遏制银行资金空转、避免资金流入僵尸企业。第二,要建立健全现代化金融市场体系,提高金融工具和金融产品多样性,有效地发挥金融体系动员和配置资金的功能。通过逐步推进金融体系的市场化改革,充分发挥资本市场信息披露功能,促进直接融资比例增加,真正解决中小企业面临的融资难题。第三,要健全金融风险预防预警机制,强化金融监管并规范金融运行。通过改善金融生态有效遏制企业套利空间,从而避免金融过热干扰企业资源配置和战略选择,使金融发展更有利于实体经济资源配置合理性的提高。

3. 管理启示

本文研究还表明,企业面对金融发展时选择的战略会对企业高质量发展产生显著影响。企业应努力提高自身经营能力和治理水平,同时以更加长远的眼光发展其核心业务和核心能力,更好地实现高质量发展。第一,企业应当更合理地配置金融发展带来的资源,将资金条件的改善用于提高企业内部经营管理水平,更好地进行投资研发决策和创新活动。应重视核心能力的培育,持续改善投资效率、增加研发投入、提高创新能力。第二,企业应当完善治理结构,关注内部代理问题,避免管理者短视行为对企业高质量发展的影响。一方面,通过合理的薪酬设计、股权激励等多种手段,使管理者利益最大化目标与股东利益最大化目标相一致;另一方面,健全监督机制,加强对偏离主业发展的有关事项的审核与监督,避免管理者过度投资和短期套利行为。第三,应充分弘扬企业家精神,避免由于政府干预或套利行为而盲目采取多元化战略。企业应以提高自主创新能力和培育可持续竞争力为目标,贯彻高质量发展理念,使金融发展为企业带来的融资便利性提高和资金成本下降真正转化为企业发展主业的助力。

4. 研究展望

需要指出的是,本文存在一些研究局限。第一,受地级市层面数据可得性的局限,构建的金融发展指标主要反映出金融机构发展情况和金融业整体发展情况。本文分析当前以信贷规模增加和金融中介机构扩张为特征的金融发展对企业高质量发展的作用,间接地讨论了金融结构对企业的影响,但无法直接检验金融市场为企业发展发挥的效应。未来可以通过进一步手工收集和整理能够反映地市级金融市场发展程度的指标,直接考察不同金融结构下金融发展对企业高质量发展的影响。第二,本文主要从企业多元化战略视角分析了面对金融发展带来的资源,企业不同的选择会给企业高质量发展带来的异质性影响。但企业多元化战略与企业其他战略之间可能存在相互关系,本文对此并未进行剥离。未来的研究中可以通过进一步匹配样本或考察政策冲击对这一问题进行深入研究。

参考文献

- [1]戴相龙,黄达. 中华金融辞库[M]. 北京:中国金融出版社,1998.
- [2]张成思,张步县. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 北京:经济研究,2016,(12):32-46.
- [3]Love,I. Financial Development and Financing Constraints:International Evidence from the Structural Investment Model[J]. The Review of Financial Studies,2003,16,(3):765-791.
- [4]King,R. G., and R. Levine. Finance and Growth:Schumpeter might be Right[J]. The Quarterly Journal Of Economics,1993,108,(3):717-737.
- [5]Levine,R. Financial Development and Economic Growth:Views and Agenda[M]. Washington D. C:The World Bank,1999.
- [6]黄速建,肖红军,王欣. 论国有企业高质量发展[J]. 北京:中国工业经济,2018,(10):19-41.
- [7]董嘉昌,冯涛. 金融结构市场化转型对中国经济发展质量的影响研究[J]. 西安:统计与信息论坛,2020,(10):34-41.
- [8]Modigliani,F., and M. H. Miller. The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment[J]. The American Economic Review,1958,48,(3):261-297.
- [9]Beck,T., A. Demirgüç Kunt, and V. Maksimovic. Financial and Legal Constraints To Growth:Does Firm Size Matter? [J]. The Journal of Finance,2005,60,(1):137-177.
- [10]Demirgüç-Kunt,A., and V. Maksimovic. Law, Finance, And Firm Growth[J]. The Journal of Finance,1998,53,(6):2107-2137.
- [11]Rajan,R. G., and L. Zingales. Power in a Theory of the Firm[J]. The Quarterly Journal of Economics,1998,113,(2):387-432.
- [12]钱水土,周永涛. 金融发展、技术进步与产业升级[J]. 北京:统计研究,2011,(1):68-74.
- [13]Wurgler,J. Financial Markets And The Allocation Of Capital[J]. Journal Of Financial Economics,2000,58,(1):187-214.
- [14]李青原,李江冰,江春, Kevin X. D. Huang. 金融发展与地区实体经济资本配置效率——来自省级工业行业数据的证据[J]. 北京:经济学(季刊),2013,(2):527-548.
- [15]张军,金煜. 中国的金融深化和生产率关系的再检测:1987—2001[J]. 北京:经济研究,2005,(11):34-45.

- [16]林毅夫,章奇,刘明兴.金融结构与经济增长:以制造业为例[J].北京:世界经济,2003,(1):3-21.
- [17]沈红波,寇宏,张川.金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J].北京:中国工业经济,2010,(6):55-64.
- [18]Chen,Z.,S. Poncet,and R. Xiong. Local Financial Development And Constraints on Domestic Private-Firm Exports:Evidence from City Commercial Banks in China[J]. Journal of Comparative Economics,2020,48,(1):56-75.
- [19]王彦超.融资约束、现金持有与过度投资[J].北京:金融研究,2009,(7):121-133.
- [20]程仲鸣,夏新平,余明桂.政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J].北京:管理世界,2008,(9):37-47.
- [21]余明桂,潘红波.政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款[J].北京:金融研究,2008,(9):1-22.
- [22]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].北京:世界经济,2018,(1):148-173.
- [23]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].北京:中国工业经济,2017,(12):113-131.
- [24]Allen,F.,and G. Gorton. Churning Bubbles[J]. The Review of Economic Studies,1993,60,(4):813-836.
- [25]张杰,芦哲,郑文平,陈志远.融资约束、融资渠道与企业 R&D 投入[J].北京:世界经济,2012,(10):66-90.
- [26]Hall,B. H. The Financing of Research and Development[J]. Oxford Review of Economic Policy,2002,18,(1):35-51.
- [27]Alam,A.,M. Uddin,and H. Yazdifar. Financing Behaviour Of R&D Investment in The Emerging Markets:The Role of Alliance and Financial System[J]. R&D Management,2019,49,(1):21-32.
- [28]Rumelt,R. P. Diversification Strategy and Profitability[J]. Strategic Management Journal,1982,3,(4):359-369.
- [29]Matvos,G.,A. Seru,and R. C. Silva. Financial Market Frictions and Diversification[J]. Journal of Financial Economics,2018,127,(1):21-50.
- [30]Guillen,M. F. Business Groups in Emerging Economies:A Resource-Based View[J]. Academy of Management Journal,2000,43,(3):362-380.
- [31]吕峻.股权性质、管理层激励和过度投资[J].北京:经济管理,2019,(9):160-174.
- [32]姚耀军,董钢锋.中小企业融资约束缓解:金融发展水平重要抑或金融结构重要?——来自中小企业板上市公司的经验证据[J].北京:金融研究,2015,(4):148-161.
- [33]杨兴全,尹兴强,孟庆玺.谁更趋多元化经营:产业政策扶持企业抑或非扶持企业?[J].北京:经济研究,2018,(9):133-150.
- [34]姚俊,吕源,蓝海林.我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究[J].北京:管理世界,2004,(11):119-125.
- [35]程勇,黄建华.多元化还是归核化?——一个基于企业核心资源视角的研究[J].天津:科学与科学技术管理,2009,(5):124-129.
- [36]辜胜阻,杨威.“十二五”时期中小企业转型升级的新战略思考[J].南京:江海学刊,2011,(5):81-88.
- [37]Lang,L.,E. Ofek,and R. Stulz. Leverage, Investment, and Firm Growth[J]. Journal of Financial Economics,1996,40,(1):3-29.
- [38]Scharfstein,D. S.,and J. C. Stein. The Dark Side of Internal Capital Markets:Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment[J]. The Journal of Finance,2000,55,(6):2537-2564.
- [39]Jensen,M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review,1986,76,(2):323-329.
- [40]朱江.我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J].北京:经济研究,1999,(11):54-61.
- [41]Fama,E. F.,and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control[J]. The Journal of Law and Economics,1983,26,(2):301-325.
- [42]王福胜,宋海旭.终极控制人、多元化战略与现金持有水平[J].北京:管理世界,2012,(7):124-136.
- [43]李广子.理解企业多元化经营的新视角:控股股东的影晌[J].北京:经济管理,2020,(5):54-70.
- [44]Prahalad,C. K.,and G. Hamel. The Core Competence of the Corporation[A]. Springer,1997.
- [45]王红建,李茫茫,汤泰劫.实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J].北京:中国工业经济,2016,(11):73-89.
- [46]鲁晓东,连玉君.中国工业企业全要素生产率估计:1999—2007[J].北京:经济学(季刊),2012,(2):541-558.
- [47]Akerberg,D. A.,K. Caves,and G. Frazer. Identification Properties of Recent Production Function Estimators[J]. Econometrica,2015,83,(6):2411-2451.
- [48]温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].北京:心理科学进展,2014,(5):731-745.
- [49]于新亮,上官熠文,于文广,李倩.养老保险缴费率、资本——技能互补与企业全要素生产率[J].北京:中国工业经济,2019,(12):96-114.
- [50]Haans,R. F.,C. Pieters,and Z. L. He. Thinking about U:Theorizing and Testing U-And inverted U-Shaped Relationships in Strategy Research[J]. Strategic Management Journal,2016,37,(7):1177-1195.

Financial Development, Firm Diversification Strategy and High-Quality Development

LI Jia-lin, ZHANG Qian-xiao, DONG Jia-chang

(School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710061, China)

Abstract: The capability of financial sector to serve real economy is needed for the pursuit of firms' high-quality development. This paper uses micro data of China A-share listed companies from 2008 to 2018 to study the effect of financial development on firm high-quality development. The overall U-shape effect is found. Financial development can accelerate capital flow and improve capital allocation, so it alleviates firms' financing constraint as increasing firms' cash hold and financial asset, which means that firms are given higher capacity to invest and better ability to control the fluctuation of investment as well as better ability to cope with risks. Under that situation, firms are blessed with greater motivation and ability to choose the best choice without inefficient binding constraint and to execute long-run investment plan smoother and better. However, when deepening of financial sector reached over some level, financial development also has negative effect on firm high-quality development because bank-based financial systems decrease resource allocation efficiency. Since the existent of "Credit Market Discrimination", current way of financial development would lead to resource gains towards state-owned firms and large firms, but relative loss towards nonstate-owned firms and small firms.

This paper also finds that firm diversification strategy is served as a mediating channel from financial development to firms' high-quality development. Managers have a different maximizing goal from the firm's maximization value, so they have the tendency to make decisions based on their private profits. Financial development offers firms greater loans and increase the free cash flow level of those firms with bank preference and without financing constraint. Those aggravate managers' inefficient behaviors and cause firms diversified to grasp more arbitrage chance from various investment. Meanwhile, firms who are not supported by credit preference encounter a more difficult time to compete, forcing them to enter policy-supported industries through diversification strategy to gain resources. On both sides, financial development intensifies firms' implement of diversification strategy. Managers in diversified firms prefer to overinvest in order to gain more "invisible" power which can give themselves more private profits. Diversified firms tend to invest in financial sectors or other industries to look for arbitrage opportunities and gain short-term profits, leading themselves put a lower level of effort on their core business. Financial development causes firms become more prone to adopt diversification strategy, which performing a negative mediating effect because it is not beneficial for firms to reduce governance costs, develop core business and cultivate long-term competitiveness.

This paper makes great contribution to understand the U-shape relationship between China financial development and firm high-quality development using more accurate city-level data of financial sectors. And this paper also finds a vital mediating channel, the diversification strategy, to better understand the important role of firm behaviors when facing financial development in achieving high-quality development. Furthermore, the followings are also discovered. High quality development of firms with better internal business cash flow and better earning profit tend to be less affected by current financial development. Heterogeneity also exists regarding the U shape relationship and the mediating effect between large firms and small firms, state-owned firms and non-state-owned firms. Firms with higher investment efficient, larger R&D intensity and greater innovation ability tend to get more significant positive effect, while less significant negative influence through the diversification channel. Overall, this paper believes that firms should choose better strategy and focus on their core business. Advancing reforms in the financial structure and developing financial market to better serve real economy as well as tighten up the arbitrage opportunity which may distract firms from core business are also important.

Key Words: financial development; diversification; high-quality development; resource allocation; core ability

JEL Classification: D21, L25, G00

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.2.006

(责任编辑:李先军)