

# 企业如何重返实体经济？

——基于高铁通车的一个经验证据

邝玉珍 杨国超\*

**摘要：**大量企业选择将资金投向金融市场而非实体经济的重要原因之一在于不完全市场下的投融资障碍。本文研究发现，高铁通车能抑制企业金融资产配置，且主要抑制企业的长期金融资产配置而非短期金融资产配置，从而降低企业风险，提高企业长短期绩效。机制分析发现，高铁通车通过增加实体投资机会和减少融资摩擦两条路径推动企业重返实体经济。进一步分析发现，高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用主要存在于投资机会较少、融资约束较高、所处地区初始交通禀赋较差的企业中。本文研究既从完善交通基础设施方面为推动企业重返实体经济提供了一个可能的方案，也从金融投资与实业发展的视角丰富了高铁通车经济外部性的研究，为建设全国统一大市场、构建“以国内大循环为主体”的双循环发展格局提供了理论参考。

**关键词：**高铁通车 投融资摩擦 实体经济 金融资产配置

**中图分类号：**F272.3 **文献标识码：**A **文章编号：**1000-3894(2023)03-0111-19

**DOI:**10.13653/j.cnki.jqte.2023.03.008

## 一、引言

2000年和2018年非金融地产行业的上市公司平均金融资产投资余额分别为1.105亿元和7.669亿元，占净资产的14.34%和16.60%，其产生的利润分别高达公司利润总额的21.03%和27.94%<sup>①</sup>。显然，实体经济“金融化”已演变成社会经济运行的主要形态，成为非金融企业新的利润增长点。然而，现有研究发现企业配置金融资产会挤占企业主业投资（Demir, 2009; 张成思和张步昙, 2016; 杜勇等, 2017），抑制设备更新升级（Tori和Onaran, 2017），从而降低企业绩效（杜勇等, 2017），同时还会增加企业风险，甚至影响整个社会的金融系统稳定（彭俞超等, 2018）。因此，如何推动企业重返实体经济成为理论界和实务界广泛关注且亟须解决的问题。

2012年第四次全国金融工作会议提出，从多方面采取措施，确保资金投向实体经济，坚决抑制社会资本脱实向虚、以钱炒钱，防止虚拟经济过度自我循环和膨胀，防止出现产业空心化现象。2019年政府工作报告也明确指出，要精准有效支持实体经济，不能让资金空

\* 邝玉珍，讲师，浙江工商大学会计学院，电子邮箱：kyl800@sina.com；杨国超（通讯作者），教授，中南财经政法大学会计学院、收入分配与现代财政学科创新引智基地，电子邮箱：yang.guochao@outlook.com。本文获得国家社科基金重点项目（22AGL013）、收入分配与现代财政学科创新引智基地（B20084）和数字技术与现代金融学科创新引智基地（B21038）的资助。感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。

① 这一统计数据与张成思和张步昙（2016）的统计结果接近。

转或脱实向虚。党的二十大进一步强调坚持把发展经济着力点放在实体经济上。然而,要从根本上解决这个问题,必须要深入分析实体企业金融化的原因。

现有研究指出,不断变化且日趋复杂的经营环境使得企业倾向于持有较多流动性较强的金融资产,以应对未来可能的资金需求(胡奕明等,2017)。实体投资收益率持续远低于金融投资收益率诱导大批非金融企业投身金融市场,甚至不惜挤出实体投资以增加金融资产配置(杜勇等,2017)。长期以来的金融抑制与信贷歧视使得部分企业面临严重的金融歧视,而另一部分企业则享受着泛滥的金融支持,由此产生了以影子银行等形式存在的“实体中介”,进一步助长企业金融资产配置行为,同时也埋下了金融风险隐患。总的来说,基于“蓄水池”动机持有的金融资产服务企业实业发展;而基于“投资替代”动机和充当“实体中介”而持有的金融资产会挤占企业主业投资,不利于企业长期发展。由此,现有研究主要从如下两个方面探讨让企业重返实体经济的方法:一方面从抑制企业“投资替代”动机视角进行探讨,发现降低企业税负能提高实体投资收益,促进企业实体投资(彭俞超等,2017);放松贷款利率下限管制能降低企业负债对利润的侵蚀,缩小实体投资与金融投资的收益差距,从而抑制企业金融化(杨笋等,2019)。另一方面从约束企业“实体中介”行为视角进行探讨,发现加强银行监管能降低企业金融化水平(马思超和彭俞超,2019)。

事实上,无论是“蓄水池”动机、“投资替代”动机,还是“实体中介”行为,都是不完全市场下的投融资障碍导致的。企业因无法根据其现实需求及时融到资金而产生“蓄水池”动机,这本质上是不完全市场下的融资障碍导致的;因金融投资与实体投资之间较大的投资收益差距而产生“投资替代”动机,本质上是不完全市场下的投资障碍导致的;信贷歧视导致金融资源在具有不同投资机会的企业之间发生错配,从而催生企业的“实体中介”行为,这本质上是投融资障碍共同导致的。因此,要想让企业重返实体经济,就要从根本上扫清企业投融资障碍。现有研究表明,地方保护主义、地理距离、信息不对称等均会增加企业投融资障碍(Agarwal和Hauswald,2010;宋渊洋和黄礼伟,2014)。高铁这一大规模交通基础设施建设恰好是突破远距离障碍、减少市场投融资摩擦的重要手段。一方面,高铁通车的时空压缩效应能打破地区间的市场分割,拓宽企业投资的地域范围,为企业提供更多的实体投资机会,尤其是异地投资机会(马光荣等,2020),同时高铁通车对各要素流动的促进作用能优化企业资源配置,提高企业实体投资收益,缩小金融投资与实体投资之间的收益差距;另一方面,高铁通车能促进经济主体在不同区域之间交流往来,缓解企业信息不对称和代理问题,从而减少企业融资摩擦,抑制金融资源错配,助力实体经济发展。由此,高铁通车能减少企业投融资摩擦,为探讨如何推动企业重返实体经济提供了一个良好的切入点。

基于此,本文利用2007~2018年所有A股上市公司数据,考察高铁通车对企业金融资产配置的影响。研究发现,高铁通车会降低企业金融资产配置,特别是抑制企业的长期金融资产配置而非短期金融资产配置。平行趋势检验、安慰剂检验、进一步控制其他交通基础设施的影响、工具变量检验、剔除与高铁建设直接相关的企业、剔除企业选址的影响、改变关键变量度量方式后,上述结论依然成立。机制检验发现,高铁通车既能缓解企业投资摩擦、为企业提供更多的实体投资机会、促进企业异地投资,也能缓解企业融资摩擦,缓解企业融资约束、降低企业融资成本,最终推动企业重返实体经济。进一步分析发现,高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用仅在投资机会较少、融资约束较大、所处地区初始交通禀赋较差的企业中显著,而且该抑制作用能降低企业风险、提高企业长短期绩效。

本文可能的贡献如下:首先,本文从建设交通基础设施视角为推动企业重返实体经济提

供了一个可能的方案。本文发现高铁通车既能减少企业异地投资摩擦、增加企业实体投资机会,也能减少企业融资摩擦,提高企业融资可获得性、降低企业融资成本,最终抑制企业金融资产配置。这为助力实体企业发展、推动企业“脱虚返实”提供了新的视角。其次,本文从金融投资与实业发展的视角丰富了高铁通车的经济外部性研究。现有关于高铁通车对经济发展的研究尚未得到一致结论,既有文献发现高铁通车能促进沿线城市及相邻城市的经济发展(刘勇政和李岩,2017),也有文献发现高铁通车拉大了中心城市与边缘城市之间的经济发展差距(Qin,2017)。对此,我们需要进一步从微观层面探讨高铁通车对经济发展的影响机理。本文发现高铁通车能抑制企业金融资产配置,促进实体经济发展,这为高铁通车促进经济发展提供了一个微观证据。最后,本文为加快建设全国统一大市场、构建“以国内大循环为主体”的双循环新发展格局提供了理论依据。全国统一大市场建设面临着地方保护主义以及地理距离等带来的市场分割障碍,这使得企业更多地关注本地投资,跨区域投资非常受限,因而无法发挥全国大规模市场的优势。本文发现,高铁通车能突破市场分割障碍,促进企业异地投资。这从完善交通基础设施方面为构建全国统一大市场提供了理论参考。

## 二、文献回顾与述评

随着实体企业“脱实向虚”现象的日益严峻,学者们对企业“脱实向虚”的经济后果及影响因素进行了深入研究。对于企业“脱实向虚”的经济后果,总的来说,中国企业金融资产投资更多的是管理者投机逐利的手段,是一种短视行为,会挤出主业投资(Demir,2009;张成思和张步县,2016;杜勇等,2017),抑制设备更新升级(Tori和Onaran,2017),最终加剧企业风险(彭俞超等,2018),降低企业绩效(杜勇等,2017)。这就需要我们设法规范企业金融资产投资行为,引导企业将资金重新投向实体经济。要想解决上述问题,首先要弄清楚企业为什么会进行金融资产投资。

现有关于企业“脱实向虚”影响因素的研究表明,“蓄水池”动机、“投资替代”动机和“实体中介”动机是企业金融化的三大成因。具体地,“蓄水池”动机是指企业通过在资金富余时买入金融资产,而在资金短缺时卖出金融资产,以达到调节企业资金流,应对不确定性风险和融资约束的目的(胡奕明等,2017)。刘贯春等(2020)的研究就发现,经济政策不确定性带来的流动性需求增加会加剧实体企业金融化。“投资替代”动机是指企业在追求高收益的目标驱动下,将有限的资源投入具有较高收益的金融资产中,从而挤出收益较低的实体投资(Demir,2009;杜勇等,2017)。股东价值导向使管理者更注重财务目标,而传统财务分析体系会低估企业经营资金回报率(王竹泉等,2019),这诱导企业将更多的资金从实体经营转向资本经营。民间金融通过提供高回报的资本投资渠道,促进企业金融化(谭德凯和田利辉,2021)。“实体中介”理论表明,金融抑制和金融歧视的现实情况使得部分具有较好投资机会的高效率企业面临着严重的融资约束问题,而部分低效率企业却享受着过度的金融支持,从而产生金融无法切实服务于实体经济发展的金融错配现象。由于资本具有逐利性,低效率企业往往会以“实体中介”的形式将冗余资金让渡给面临融资约束的高效率企业,从而获得高额地金融资产投资回报(Du等,2017)。如韩珣和李建军(2020)就发现,金融错配通过加剧企业融资约束和抑制企业实体投资,促使企业充当“实体中介”角色增加其“影子银行”规模。

实际上,“蓄水池”动机、“投资替代”动机和“实体中介”动机都是不完全市场下的投融资障碍导致的。其中,融资障碍会导致社会资金错配,一部分企业面临严重的融资约束,而另一部分企业则具有大量的冗余资金。这使得融资约束企业产生“蓄水池”动机,

而资金冗余企业则试图充当“实体中介”角色,最终导致企业金融化。投资障碍不仅使得一些企业缺少投资机会,也会导致不同行业不同企业之间存在较大的收益差距,前者会产生“实体中介”动机,后者则产生“投资替代”动机。对此,要想从根本上抑制企业金融化,推动企业重返实体经济,就要扫清企业投融资障碍。首先,减少融资障碍要求优化社会资本配置,减少资金错配现象,缓解企业融资约束。马思超和彭俞超(2019)研究发现,通过加强银行监管减少非正规金融的资金供给,能抑制企业金融化。黄贤环等(2021)研究发现,“影子银行”发展通过提高企业现金流水平促进企业实体投资,相应地减少其金融资产配置。其次,减少投资障碍的主要着眼点在于为企业提供更多的实体投资机会,同时也要缩小实体投资与金融投资的收益差距。现有文献主要从缩小收益差距角度进行研究,发现降低企业税负能增加企业实体经营效益,从而推动企业重返实体经济(彭俞超等,2017);放松贷款利率下限管制通过减少企业债务成本对企业利润的侵蚀,缩小实体投资与金融投资之间的收益差距,也能推动企业重返实体经济(杨箐等,2019)。另外,胡宁等(2019)从减少企业金融投资机会的角度进行了探讨,发现房地产限购政策通过限制企业房地产投资,推动了企业“脱虚返实”。然而,鲜有文献从增加企业实体投资机会这一角度进行探讨。比较而言,金融投资机会的减少通过限制企业金融投资,使企业“被动地”选择实体投资,尽管这能在一定程度上推动企业重返实体经济,但并不一定有利于企业绩效的提高。而实体投资机会的增加不仅能让企业“主动地”重返实体经济,也能提升企业经营绩效,助力企业可持续发展。高铁通车能为企业提供更多的异地投资机会(马光荣等,2020),提高企业实体经营绩效,同时也能缓解经济主体之间的信息不对称,减少资金错配,缓解企业融资约束(郭照蕊和黄俊,2021),这为探讨如何推动企业重返实体经济提供了一个良好的切入点。基于此,本文探讨高铁通车对企业金融资产配置的影响。

### 三、理论分析与研究假设

地理距离就像一道天然的屏障,阻碍着不同区域之间的交流往来,从而加剧不同区域经济主体之间的信息不对称和代理问题(Kedia和Rajgopal,2011;Defond等,2018),阻碍企业投融资活动(Agarwal和Hauswald,2010;宋渊洋和黄礼伟,2014;Hollander和Verriest,2016)。高铁通车具有较强的时空压缩效应,能打破地理距离带来的市场分割(范欣等,2017),促进人员、信息、资本及物资等要素的跨区域流动(龙玉等,2017;Chen等,2022;毛宁等,2022;蒲龙等,2022),这有利于企业突破投融资障碍,缓解融资约束,获得更多的实体投资机会。具体到高铁通车对企业金融资产配置的影响,本文认为主要有如下两条路径。

第一,投资摩擦路径。投资摩擦主要受投资机会和不同投资机会之间收益差距的影响。首先,就投资机会而言,根据地理区位划分,企业可以在三个不同的市场上获得投资机会,具体包括本地市场、国内异地市场、国外市场。中国国土辽阔,不同地区之间距离较远,往来的时间及成本较高,而且各地区语言文化差异和政治锦标赛等因素使得地方保护主义盛行,国内市场存在严重的市场分割现象。在这种情况下,各经济主体往往倾向于本地投资,异地投资比较受限,甚至很多企业宁愿远赴国外投资,也不在国内进行跨区域投资(宋渊洋和黄礼伟,2014)。然而,一方面,本地市场容量有限,跨地区经营是企业扩大规模、实现可持续发展的重要战略选择;另一方面,近年来全球市场萎缩、保护主义上升,国外市场受到严重冲击。在此背景下,“打破地区间市场分割,充分发挥中国超大规模市场优势和内需潜力,激活国内大循环”显得尤为重要。高铁通车的时空压缩效应能降低区域间的往来

成本,打破地理距离导致的市场分割,这不仅能降低企业异地投资的搜寻成本,也能降低跨地区经营的管理成本,为企业开辟广阔的异地投资空间,推动企业异地投资(马光荣等,2020)。但对于金融投资而言,由于金融投资可以突破区域限制,受地区间地理距离的影响较小,因此高铁通车对其影响也相对较小。由此,高铁通车能增加企业实体投资机会,相应地增加企业金融投资的机会成本,从而促进企业实体投资,抑制企业金融资产配置。其次,就不同投资机会之间的收益差距而言,面对高铁通车带来的大量实体投资机会,企业能择优选择投资项目,从而提高其实体投资收益。同时,高铁通车能促进沿线城市的经济发展(刘勇政和李岩,2017; Ahlfeldt 和 Feddersen, 2018),提高城市对人才的吸引力,有利于企业招聘到更优秀的人才(毛宁等,2022),提高企业创新能力(何凌云和陶东杰,2020)、经营管理水平和生产效率(张梦婷等,2018)。而且高铁通车的时空压缩效应既有利于企业寻找到更合适的供应商(饶品贵等,2019),从而提高企业存货管理水平和产品质量,也有利于企业拓宽销售渠道,从而形成规模效应,提高企业经营绩效。由此,高铁通车能提高企业实体经营绩效,缩小金融投资与实体投资的收益差距,从而抑制企业金融资产配置。

第二,融资摩擦路径。股票市场和债券市场较高的门槛限制、国有企业的预算软约束、政府隐性担保,以及信息不对称等因素导致了金融摩擦问题(金鹏辉等,2017),部分低效率企业由于天然的政府联系或银企关联获得较多的资金支持,但是部分高效率企业由于规模较小、抵押能力较弱、信息披露不完备等因素而面临严重的融资难、融资贵问题。由此产生的金融资源在不同企业、不同部门间的错配现象导致了金融资源配置与实体投资机会相脱节的问题。一方面,面临融资约束的企业因无法随时根据其现实需要获得融资,从而产生预防性现金储备行为(Bates等,2009)。由于金融资产变现快,且收益相对较高,企业往往通过配置金融资产的方式进行资金储备,以调节其资金流,应对未来可能的资金需求(胡奕明等,2017)。另一方面,低效率且资金冗余的企业则充当了“实体中介”角色,通过非正规金融体系进行放贷,将冗余资金让渡给高效率且融资约束较强的企业(韩珣和李建军,2020),从而加剧企业金融化。高铁通车的时空压缩效应极大地便利了人们出行,促进了经济主体在不同区域间的往来,如各利益相关者更频繁地对企业进行实地调研,并在这一过程中与企业相关人员进行面对面交谈,这能在一定程度上降低企业信息不对称,减少资金提供者的信息风险,进而提高资金提供者的资金供给意愿(Hauswald 和 Marquez, 2006; Agarwal 和 Hauswald, 2010)。而且高铁通车能促进地区经济增长(刘勇政和李岩,2017),提高企业经营绩效(张梦婷等,2018),还能降低资金供给者的信用风险,进一步提高资金供给者的资金供给意愿。龙玉等(2017)研究表明,高铁通车有利于沿线企业获得风险投资。郭照蕊和黄俊(2021)研究发现高铁通车能降低企业权益资本成本。可见,高铁通车能缓解企业融资约束,降低其通过配置金融资产以调节资金流的动机,最终抑制企业金融资产配置。另外,高铁通车的信息效应促使资金提供方更少地依赖企业规模、财务报告等“硬信息”进行资金供给决策,而更多地依赖企业投资机会、成长性、经营管理水平等“软信息”进行决策,从而能在一定程度上缓解金融错配问题,抑制“实体中介”现象,进而降低企业的金融资产配置。

综上所述,高铁通车既能减少企业投资摩擦、增加企业实体投资机会、缩小金融投资与实体投资的收益差距,也能减少企业融资摩擦、抑制企业“实体中介”行为,同时降低企业配置金融资产以调节资金流的动机,最终抑制企业金融资产配置。由此,本文提出假设 H1: 高铁通车能抑制企业金融资产配置。

不同期限的金融资产具有不同的流动性和变现能力,以及不同的风险和收益。理论上,

短期金融资产具有流动性较强、容易变现、风险和收益均较小等特点,旨在用于应对企业现金流风险、缓解企业融资约束,具有较强的“蓄水池”效应,有助于企业实业发展。Ding等(2021)研究表明,企业对资金管理能够有效缓解融资约束对企业固定资产投资的抑制作用。胡奕明等(2017)研究表明,企业通常会在资金富裕时买入金融资产,而在资金紧张时卖出,以达到调节企业资金流的目的。与短期金融资产不同,长期金融资产具有流动性相对较弱、无法随时根据企业现金需求迅速变现、风险和收益均较高等特点,对该类资产的投资主要是为了获取较高的投资收益。事实上,2014年,在行业不景气、利润率大幅下滑的背景下,雅戈尔净利润大幅增长,其中金融资产投资获利贡献超过七成;无独有偶,2018年,ST新梅、GQY视讯、博云新材、新华传媒等多家非房地产上市公司依靠卖房(出售投资性房产)扭亏为盈,提振业绩。正是金融资产这种高额收益诱导了大批企业跻身金融领域,甚至不惜挤占企业主业投资,最终损害企业长期发展(Tori和Onaran,2017)。由此可推断,长期金融资产配置是企业脱实向虚的主要表现,要想让企业重返实体经济,就应着重抑制企业长期金融资产配置。

高铁通车能缓解企业投资摩擦,增加企业实体投资机会,并缩小实体投资与金融投资之间的收益差距,抑制企业长期金融资产投资。尽管高铁通车也能减少金融错配,缓解企业融资约束,降低企业配置金融资产以调节资金流的动机,最终减少企业短期金融资产配置。但随着企业未来实体投资机会的增多,其资金流动性需求也越高,这要求企业增加流动性储备,此时企业将会增加短期金融资产配置。综上可推断,相比于基于流动性需求而配置的短期金融资产,高铁通车对基于投机获利而配置的长期金融资产的影响更大。由此提出假设H2:相比于短期金融资产,高铁通车更能抑制企业投资于长期金融资产。

#### 四、研究设计

##### (一) 样本选择与数据来源

考虑到新旧会计准则对金融资产的确认与计量具有较大的差异,本文以新会计准则开始实施的年度2007年为样本初始年份,选用2007~2018年的全部A股上市公司为研究对象。参照现有文献的做法,本文依次剔除金融保险业和房地产行业,剔除ST和\*ST的样本,剔除资不抵债样本,同时剔除回归过程中数据缺失的样本,最终得到25447个研究样本。为避免异常值对研究结论的干扰,本文还对回归过程中涉及的所有连续变量进行了首尾1%的Winsorize处理。本文使用的高铁相关数据主要来自国家铁路局和列车时刻表,同时通过百度搜索加以核对;地级市层面的相关数据来自国研网数据库和统计年鉴;其他数据均来自国泰安数据库。

##### (二) 模型设定与变量定义

为检验高铁通车对企业金融资产配置的影响,本文参照杜勇等(2017)、彭俞超等(2018)设计回归模型为:

$$FIN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HSR_{it} + X_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $FIN_{it}$ 表示企业*i*在第*t*年的金融资产配置,参照杜勇等(2017)、彭俞超等(2018),用企业金融资产与总资产之比度量,企业金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款、买入返售金融资产、持有至到期投资、可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产。 $HSR_{it}$ 表示企业所在地是否开通高铁的虚拟变量,若企业*i*所在城市在第*t*年开通了高铁,则第*t*年及之后年度均赋值为1;否则为0。由于本文考察的是高铁通车对企

业金融资产配置的影响,因此本文重点关注的是 $HSR_{it}$ 的回归系数 $\alpha_1$ 的正负号和显著性。根据前文假设 $H_1$ ,即高铁通车能抑制企业金融资产配置,本文预期 $\alpha_1$ 显著为负。

$X_{it}$ 是参考现有文献设置的控制变量,包括企业上市年龄( $AGE$ )用会计年减去企业上市年份加1后取自然对数度量;产权性质( $SOE$ ),若企业实际控制人为国有性质则取1,否则取0;董事会规模( $Board$ )用董事会总人数取自然对数度量;独立董事占比( $INDEP$ )用独立董事人数与董事总人数之比度量;第一大股东持股比例( $LARGE$ )用第一大股东持股数量与公司总股数之比度量;管理层持股比例( $MSHARE$ )用管理层持股总数与公司总股数之比度量;现金持有比例( $CASH$ )用经营活动产生的现金流与总资产之比度量;公司规模( $SIZE$ )用总资产的自然对数度量;杠杆率( $LEV$ )用总负债与总资产之比度量;企业成长性( $Growth$ )用营业收入增长率度量,即本期营业收入减去上一期营业收入的差与上一期营业收入之比;总资产报酬率( $ROA$ )用净利润与总资产之比度量;企业价值( $Tobins' Q$ )用股票市场价值与债务账面价值的和与总资产账面价值之比度量;地区生产总值增长率( $GDP$ )用企业所在地本期GDP与上一期GDP的差与上一期GDP之比度量。同时,本文还控制了年度固定效应( $\delta_i$ )和公司固定效应( $\gamma_i$ )。为确保研究结论的稳健性,本文在回归过程中进行了公司层面的聚类处理。关键变量的描述性统计结果参见附表1<sup>①</sup>。

## 五、实证分析

### (一) 高铁通车对企业金融资产配置的影响

为检验高铁通车对企业金融资产配置的影响,本文首先利用OLS模型进行检验,为了获得更稳健的结果,本文还设置固定效应模型进行检验,而且对于不同模型分别进行了单变量检验和加入控制变量后再进行检验,检验结果见表1。数据显示,无论是OLS回归还是固定效应回归<sup>②</sup>,无论是单变量回归还是多元回归,高铁通车( $HSR$ )的回归系数均显著为负,这说明高铁通车会抑制企业金融资产配置,从而在一定程度上助力企业“脱虚返实”。

考虑到不同期限不同类别的金融资产具有不同的流动性和变现能力,以及不同的风险和收益。对此,本文首先参照彭俞超等(2018),根据金融资产的流动性,将企业金融资产划分为流动性较强、变现快的短期金融资产和流动性相对较差、变现相对较慢的长期金融资产,并分别进行检验。其中,短期金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产和买入返售金融资产净额,短期金融资产配置则用短期金融资产与总资产之比度量;长期金融资产包括发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额和长期股权投资净额,长期金融资产配置则用长期金融资产与总资产之比度量。表2第(1)、(2)列分别列示了高铁通车对企业短期金融资产配置和长期金融资产配置的影响。回归结果显示,高铁通车仅显著抑制了企业长期金融资产配置,并没有降低企业短期金融资产配置。由此证实了假设 $H_2$ 。这在一定程度上排除了“高铁通车通过缓解企业融资摩擦,抑制企业‘蓄水池’动机,从而降低企业金融资产配置”这一逻辑。其次,本文进一步将长期金融资产划分为投资性房地产和非投资性房地产,并分别进行检验,结果分别见表2第(3)、(4)列。回归结果显示,高铁通车主要抑制了企业除投资性房地产以外的长期金融资产配置。

① 本文附表详见《数量经济技术经济研究》杂志网站论文附录,下同。

② OLS回归控制了年度、行业和城市固定效应,而固定效应回归控制了年度和公司固定效应。

表 1 高铁通车对企业金融资产配置的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	OLS 模型		FE 模型	
	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>
<i>HSR</i>	-0.006*** (0.002)	-0.006*** (0.002)	-0.005** (0.002)	-0.004** (0.002)
控制变量	否	是	否	是
年份固定	是	是	是	是
行业固定	是	是	否	否
城市固定	是	是	否	否
公司固定	否	否	是	是
样本量	25447	25447	25447	25447
调整 R <sup>2</sup> 值	0.151	0.249	0.042	0.088

注: \*\*、\*\*\* 分别表示在 5%、1% 的水平上显著, 括号内为标准误。

表 2 高铁通车对企业不同类型金融资产配置的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	短期金融资产配置	长期金融资产配置	除投资性房地产外 长期金融资产配置	投资性房地产配置
<i>HSR</i>	0.000 (0.000)	-0.004** (0.002)	-0.003** (0.002)	-0.000 (0.001)
控制变量	是	是	是	是
年份、公司固定	是	是	是	是
样本量	25447	25447	25447	25447
调整 R <sup>2</sup> 值	0.013	0.083	0.076	0.026

注: \*\* 表示在 5% 的水平上显著, 括号内为标准误。

## (二) 稳健性检验

### 1. 平行趋势检验

本文基于高铁通车这一准自然实验, 利用多时点双重差分模型进行回归检验。值得注意的是, 利用该模型进行检验的前提条件是实验前的处理组和控制组之间没有显著差别, 即高铁通车前, 所在地开通高铁的企业与所在地没有开通高铁的企业在金融资产配置方面没有显著差异。对此, 本文参照龙玉等 (2017) 的做法, 设置动态模型进行检验, 并以高铁通车前第 1 年为基准组。图 1 直观展示了关键变量的回归系数及其 95% 的置信区间。其中, 横坐标中的 -4、-3、-2 分别表示高铁开通前 4 年及之前年度、前 3 年和前 2 年; 0、1、2、3 分别表示高铁开通当年、后 1 年、后 2 年、后 3 年及之后年度。由图 1 可知, 高铁开通前的回归系数均不显著, 而高铁开通后的回归系数均显著为负, 这表明满足平行趋势假设, 而且企业金融资源配置的降低确实是由高铁通车导致的。

### 2. 安慰剂检验

考虑到各城市开通高铁的同时, 也会发生其他事件, 且这些事件也可能影响到企业金融



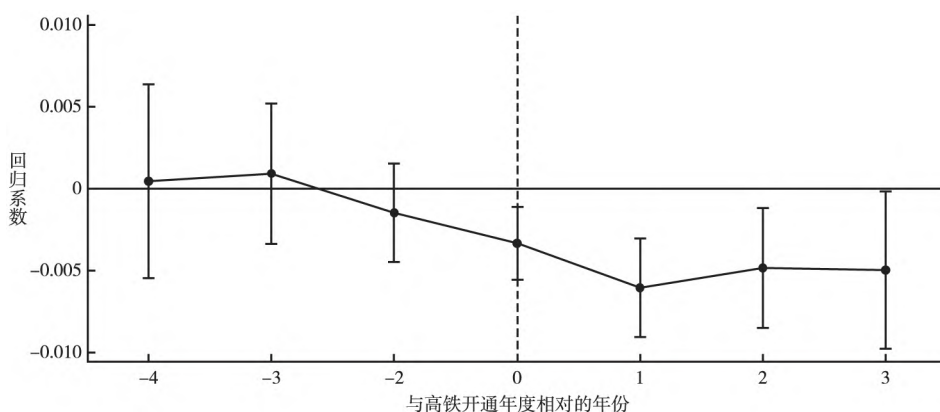


图1 平行趋势检验

资产配置行为。对此,本文分别将各城市高铁通车时间人为地提前3年、4年和5年,由此得到3个虚假的高铁通车变量;然后分别用上述3个虚假的高铁通车变量替代式(1)中的 $HSR$ 变量重新进行检验。数据显示, $HSR$ 的回归系数均不再显著(见附表2)。由此说明,企业金融资产配置的降低的确是由高铁通车导致的。

为进一步确保本文研究结论的可靠性,本文进一步在城市层面随机假定各城市各年度是否开通高铁,从而得到新的虚假的高铁通车变量,同样地用这个虚假变量替代式(1)中的 $HSR$ 变量重新进行检验。为使结果更加稳健,本文将上述过程重复了1000次。结果见图2,总体来看, $HSR$ 回归系数的均值为0,且不显著,而且均不小于主检验 $HSR$ 的回归系数 $-0.004$ 。这表明高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用并不是由随机因素导致的。同样地,本文也在企业层面随机假定各企业各年度是否开通高铁,并重复进行1000次检验。结果见图3,该结果再次说明高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用不是由随机因素导致的。

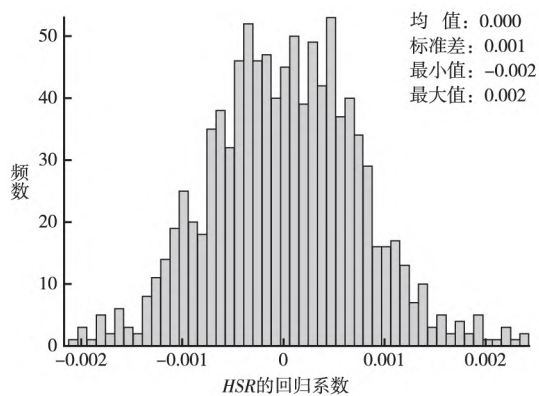


图2 城市层面随机安慰剂检验

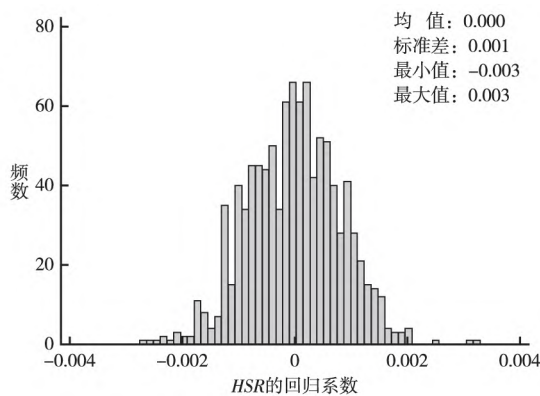


图3 企业层面随机安慰剂检验

### 3. 工具变量法

尽管在上文研究过程中已尽可能地控制了一系列可能影响企业金融资产配置的因素,但仍可能忽略了某些无法观测因素同时影响企业金融资产配置及其所在地是否开通高铁,从而影响本文研究结论。对此,本文利用工具变量法来加以缓解。首先,参照Faber(2014)的

做法, 以“各城市到四横四纵铁路规划线的距离”作为工具变量 (*Distance*)。其次, 参照步晓宁等 (2019) 的做法, 以明朝时各城市设立的驿站数量为工具变量 (*Post*)。考虑到上述两个变量是不随时间的变化而变化的, 本文参照孙伟增等 (2022) 的做法, 再引入一个时变的外生变量“受到财政预算的限制”, 具体地, 首先将“各城市到四横四纵铁路规划线的距离”由短到长排序, 将“明朝驿站数量”由多到少排序; 然后根据样本研究期间每年开通高铁的城市数量  $Q$ , 设定排名靠前的  $Q$  个城市为高铁开通城市, 取值为 1, 其他的为 0, 由此构造出时变变量 *Distance* 和 *Post*。

表 3 列示了工具变量检验结果。其中, 第 (1)、(2) 列是基于“各城市与‘四横四纵’铁路规划线的最短距离”设置工具变量 (*Distance*) 并进行回归的结果, 第 (3)、(4) 列是基于“明朝驿站”设置工具变量 (*Post*) 并进行回归的结果; 第 (1) 列和第 (3) 列分别列示了上述 2 个工具变量第一阶段的回归结果, 数据显示, *Distance* 和 *Post* 的回归系数显著为正, 这说明根据“四横四纵”铁路规划线最短距离或地质条件判断越有可能开通高铁的城市, 现实中也越有可能开通高铁。另外, 2 个工具变量第一阶段回归的  $F$  值都大于 10, 说明这些工具变量均是有效的。第 (2) 列和第 (4) 列分别列示了上述 2 个工具变量第二阶段的回归结果, 数据显示, *HSR* 的回归系数均依然显著为负, 这说明考虑了可能的内生性问题后, 本文研究结论依然成立。

表 3 工具变量检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Distance</i>		<i>Post</i>	
	<i>HSR</i>	<i>FIN</i>	<i>HSR</i>	<i>FIN</i>
<i>Distance</i>	0.022*** (0.005)			
<i>Post</i>			0.038*** (0.010)	
<i>HSR</i>		-0.024*** (0.009)		-0.022* (0.011)
控制变量	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是
公司固定	否	是	否	是
样本量	2809	25447	2809	25447
调整 $R^2$ 值	0.340	0.089	0.337	0.089
$F$ 值	20.028		13.312	

注: \*、\*\*\* 分别表示在 10%、1% 水平上显著, 括号内为标准误。第一阶段回归控制的是城市层面的控制变量, 包括地区生产总值增长率、人口等因素; 第二阶段回归的控制变量与主检验一致。

#### 4. 变量测量误差问题

上市公司规模较大, 可能涉足多地经营, 而本文仅根据企业母公司办公地所在城市是否开通高铁设置高铁通车变量 (*HSR*), 这很可能导致该变量的测量偏误问题。考虑到我们确实无法获得企业所有的办公地地址及其在各办公地的经营情况, 因而无法精确地度量各企业所在地是否开通高铁。对此, 本文基于逻辑分析与现实情况认为, 如果母公司营业收入占合

并报表收入的比例较高,则说明用母公司办公地所在城市是否开通高铁来度量该上市公司所在地是否开通高铁是比较契合现实情况的;但如果母公司营业收入占合并报表收入的比例较低,用母公司办公地所在城市是否开通高铁来度量该上市公司所在地是否开通高铁则会与现实情况产生较大偏差,从而影响本文研究结论的可靠性。对此,本文根据企业母公司营业收入占合并报表营业收入的比例高低划分样本并进行分组检验。结果见附表3第(1)、(2)列,数据显示,高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用仅显著存在于母公司营业收入占比较高组,在母公司营业收入占比较低组并不显著,且回归系数的绝对值也相对较小。这说明高铁通车变量的测量误差问题并不会对本文研究结论造成实质性影响。

考虑到中国高铁建设是逐步推进的,早期一个城市即使开通了高铁站,能够通达的城市也是有限的。而随着高铁网的逐步成形,一个高铁站能够通达的城市越来越多。使用企业所在城市是否开通高铁这一虚拟变量作为关键解释变量进行研究,可能无法精确捕捉高铁连通的经济效应。对此,本文进一步使用“通过高铁能直达的城市数量”(HSRnum)作为解释变量,重新进行检验,结果显示,HSRnum的回归系数显著为负(见附表3第(3)列),这表明本文的研究结论是稳健的。同时,本文还根据“通过高铁能直达的城市数量”进行分组检验,结果显示,当高铁连接城市较多时,高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用更强(见附表3第(4)、(5)列)。这证明了高铁连通强度的经济效应。上述结果说明“使用城市是否开通高铁这一虚拟变量”作为解释变量对本文研究结论并没有实质性影响。

另外,考虑到长期股权投资的金融性质和投资性房地产的投机目的,前文在度量企业金融资产配置时纳入了长期股权投资和投资性房地产。为确保本文研究结论的稳健性,本部分在度量金融资产配置时分别剔除了长期股权投资和投资性房地产,并重新进行检验,结果没有发生任何实质性变化(具体见附表3第(6)、(7)列)。

#### 5. 其他稳健性检验

本文还进行一系列其他稳健性检验,如进一步控制了其他交通工具的影响(回归结果见附表4),剔除与高铁建设直接相关的样本<sup>①</sup>(见附表5第(1)列),排除企业选址的影响(见附表5第(2)~(4)列)。

#### (三) 机制分析

高铁通车的时空压缩效应能促进人员、信息、资本等要素流动,这不仅能减少企业投资摩擦,增加企业实体投资机会,缩小金融投资与实体投资的收益差距;还能减少企业融资摩擦,减少金融错配;最终抑制企业金融资产配置行为。基于此,本文分别从投资摩擦和融资摩擦两个方面考察高铁通车对企业金融资产配置的影响机制。

#### 1. 投资摩擦渠道

为验证投资摩擦这一渠道,本文分别从投资机会和投资收益两个角度进行探讨。首先,考虑到高铁通车最主要的作用是时空压缩作用,这能降低经济主体在不同区域间交流往来的成本,从而缓解经济主体之间的信息不对称,降低企业跨区域投资的经营管理成本,促进企业异地投资。对此,本文基于李善民等(2019)、曹春方和贾凡胜(2020)的研究,分别用企业异地经营和异地并购度量企业投资机会。其中,异地经营(*Subsidiary*)用企业在开通高铁的异地设立的子公司数量与其子公司总数量之比度量,异地并购

<sup>①</sup> 本文根据各大券商有关高铁产业链的专题分析报告,来确定与高铁建设直接相关的上市公司。

(*Merge*) 用企业在开通高铁的异地并购数量与并购总数量之比度量。回归结果分别见表 4 第 (1)、(2) 列。结果显示, 高铁通车促进了企业的异地经营和异地并购行为, 由此证实了投资机会这一逻辑。

其次, 本文分别用金融投资收益率与实体投资收益率之差 ( $F\_R1$ ) 和上述两者之比 ( $F\_R2$ ) 度量金融投资与实体投资之间的收益差距。参照张成思和张步昙 (2016) 的研究, 用公允价值变动收益、投资收益与其他综合收益三者之和度量企业金融投资获利, 金融投资收益率则用金融投资获利与金融资产之比度量; 实体投资收益率则用营业利润减去公允价值变动收益和投资收益后的差比上总资产和金融资产之差度量。回归结果分别见表 4 第 (3)、(4) 列。结果显示, 高铁通车对金融投资与实体投资的收益差距并没有显著影响。这说明高铁通车通过增加企业实体投资机会而非缩小金融投资与实体投资的收益差距, 减少企业用金融投资替代实体投资的行为, 最终抑制企业金融化。

表 4 机制检验——投资摩擦渠道回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	投资机会		投资收益差距	
	<i>Subsidiary</i>	<i>Merge</i>	$F\_R1$	$F\_R2$
<i>HSR</i>	0.031*** (0.009)	0.302*** (0.011)	0.036 (0.034)	-1.064 (1.350)
控制变量	是	是	是	是
年份、公司固定	是	是	是	是
样本量	25447	25447	25447	25447
调整 R <sup>2</sup> 值	0.024	0.240	0.006	0.003

注: \*\*\* 表示在 1% 水平上显著, 括号内为标准误。

## 2. 融资摩擦渠道

为验证融资约束这一路径, 本文首先检验了高铁通车对企业资本结构动态调整的影响, 具体参照黄俊威和龚光明 (2019) 的研究设置式 (2) 进行检验。其中,  $LEV$  表示企业的实际资本结构, 用总负债与总资产之比度量;  $L\_LEV$  表示滞后一期的实际资本结构;  $LEV^*$  表示企业的目标资本结构, 参照黄俊威和龚光明 (2019) 的方法计算得到。( $LEV - L\_LEV$ ) 表示企业实际资本结构调整幅度; ( $LEV^* - L\_LEV$ ) 表示企业目标资本结构调整幅度, 即企业为达到目标资本结构应调整的幅度; 系数  $\gamma$  反映的是企业实际资本结构向目标资本结构调整的速度。其次, 本文还参照姜付秀等 (2016) 的做法, 利用投资 - 现金流敏感性模型来检验高铁通车对企业融资约束的影响, 具体见式 (3)。其中,  $Inv$  表示企业投资水平, 用本期固定资产净额与上期固定资产净额之差与上期总资产之比度量, 其他变量的具体定义见上文变量定义部分。最后, 本文还检验了高铁通车对企业融资成本的影响, 其中, 融资成本 ( $FinancialCost$ ) 用利息支出比上短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券之和来度量。理论上, 企业资本结构动态调整的速度越快、投资 - 现金流敏感性越小、融资成本越低, 则说明企业面临的融资摩擦越小。

表 5 列示了高铁通车对企业融资摩擦的影响。数据显示, 第 (1) 列 ( $LEV^* - L\_LEV$ )  $\times$   $HSR$  的回归系数显著为正, 且大于 0 但小于 1, 这说明高铁通车显著加快了企业资本结构动态调整速度。第 (2) 列  $L\_CF \times HSR$  的回归系数显著为负, 这说明高铁通车显著降低了企

业的投资-现金流敏感性。第(3)列 *HSR* 的回归系数显著为负,这说明高铁通车显著降低了企业融资成本。由此证实了融资摩擦这一路径。

$$LEV - L. LEV = (\gamma_0 + \gamma_1 HSR) (LEV^* - L. LEV) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Inv = \gamma_0 + \gamma_1 HSR + \gamma_2 L. CF + \gamma_3 HSR \times L. CF + \gamma_4 SIZE + \gamma_5 Board + \gamma_6 INDEP + \gamma_7 SOE + \gamma_8 LARGE + \gamma_9 MSHARE + \gamma_{10} LEV + \gamma_{11} Cash + \gamma_{12} Growth + \delta_i + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

表 5 机制检验——融资摩擦渠道回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>LEV - L. LEV</i>	<i>INV</i>	<i>FinancialCost</i>
<i>LEV* - L. LEV</i>	0.354 <sup>***</sup> (0.011)		
$(LEV^* - L. LEV) \times HSR$	0.021 <sup>***</sup> (0.007)		
<i>HSR</i>		0.001 (0.003)	-0.227 <sup>*</sup> (0.131)
<i>L. CF</i>		0.072 <sup>***</sup> (0.017)	
<i>L. CF</i> × <i>HSR</i>		-0.057 <sup>***</sup> (0.019)	
控制变量	否	是	是
年份、公司固定	是	是	是
样本量	21792	25424	20293
调整 R <sup>2</sup> 值	0.197	0.092	0.000

注: \*、\*\*\* 分别表示在 10%、1% 水平上显著,括号内为标准误。

#### (四) 异质性检验

前文研究发现,高铁通车通过增加实体投资机会、减少企业融资摩擦,从而抑制企业金融资产配置。为进一步佐证上述两条路径,本文分别检验了在投资机会和融资约束不同的企业中,高铁通车对金融资产配置的抑制作用是否有所不同。另外,本文还检验了对于所在地初始交通禀赋不同的企业,高铁通车的作用是否也有所差异。

首先,企业实体投资机会越多,企业配置金融资产的机会成本越高,其金融投资行为则越少;反之则越多。高铁通车带来的时空压缩效应能促进不同区域经济主体间的交流往来,扩大企业投资的地域范围,推动企业跨区域投资。相对于原本就有较多投资机会的企业而言,高铁通车对原本投资机会较少的企业的增量作用更大。由此可推断,高铁通车对金融资产配置的抑制作用在投资机会较少的企业中更显著。其次,企业面临的融资摩擦越大,其利用金融资产投资平滑现金流的动机越强;反之则越小。高铁通车能缓解企业信息不对称,改善企业经营管理,这将降低资金提供者的信息风险和信用风险,提高其资金提供意愿,从而减少企业融资摩擦。相比于受融资摩擦影响较小的企业,高铁通车对受融资摩擦影响较大企业的作用更大,因而更能抑制其金融资产配置行为。最后,在交通初始禀赋较好的地区,就

算没有开通高铁也有其他交通工具方便人们出行,从而带动信息流和资金流等在不同区域间流动。而在交通初始禀赋较差的地区,高铁通车极大地改善了人们的出行条件,促进企业要素流动。由此可推断,相对于所处地区交通初始禀赋较好的企业,高铁通车更能抑制所处地区交通初始禀赋较差的企业的金融资产配置。

为验证上述推断,本文用销售收入增长率来度量企业的投资机会(姜付秀等,2016),销售收入增长率越高,说明企业的投资机会越多;用银行业集中度来度量企业所面临的融资摩擦(Leon,2015),其中银行业集中度用各地区排名前五大银行的分支机构占比来度量,该比例越高说明银行业越集中,企业面临的融资摩擦越大;用企业所在地的海拔度量企业初始交通禀赋(杨国超等,2021),海拔越高说明初始交通禀赋越差。表6分别列示了投资机会、融资摩擦以及所在地初始交通禀赋的异质性检验结果。结果显示,高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用仅在投资机会较少的企业、融资摩擦较大的企业和所在地初始交通禀赋较差的企业中显著,由此证实了本文推断,并进一步佐证了高铁通车通过增加企业实体投资机会和减少企业融资摩擦来抑制企业金融资产配置这两条路径。

表6 异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	投资机会较少	投资机会较多	融资摩擦较大	融资摩擦较小	初始交通禀赋较差	初始交通禀赋较好
	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>
<i>HSR</i>	-0.005* (0.003)	-0.002 (0.002)	-0.005** (0.002)	-0.004 (0.004)	-0.005** (0.003)	-0.004 (0.003)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份、公司固定	是	是	是	是	是	是
样本量	12720	12727	12701	12746	12018	13429
调整 R <sup>2</sup> 值	0.091	0.087	0.062	0.101	0.085	0.099

注:\*、\*\* 分别表示在10%、5%水平上显著,括号内为标准误。

### (五) 进一步分析

前文实证了高铁通车能抑制企业金融资产配置行为,从而在一定程度上推动企业“脱虚返实”。考虑到基于“蓄水池”动机配置的金融资产主要是为了流动性管理,有利于企业发展,而基于“投资替代”动机和“实体中介”动机配置的金融资产旨在投机获利,很可能挤占企业主业投资,从而损害企业发展。那么,高铁通车抑制的是有助于企业发展的金融资产配置,还是不利于企业发展的金融资产配置呢?对此,本文进一步检验了高铁通车导致的企业金融资产配置减少对企业财务风险及长短期绩效的影响。其中,财务风险用 Altman (1968) 构建的 *Zscore* 度量,该值越小,表明企业的财务风险越大;短期绩效用股票市场回报率 (*RETURN*) 度量,长期绩效则用 *Tobins' Q* 来度量。回归结果见表7。结果发现,第(1)列中 *HSR* × *FIN* 的回归系数显著为负,这说明高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用能降低企业财务风险。第(2)、(3)列中 *HSR* × *FIN* 的回归系数也均显著为负,说明高铁通车后,企业增加金融资产配置会显著降低其股票市场回报率和公司价值,由此表明高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用最终会提高企业股票市场回报率和公司价值。

表7 经济后果检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Zscore</i>	<i>RETURN</i>	<i>Tobins' Q</i>
<i>HSR</i>	0.071 ** (0.029)	0.049 *** (0.016)	0.075 ** (0.038)
<i>FIN</i>	-1.157 *** (0.222)	0.747 *** (0.122)	0.260 (0.297)
<i>HSR × FIN</i>	-0.405 ** (0.176)	-0.721 *** (0.104)	-0.398 * (0.239)
控制变量 <sup>①</sup>	是	是	是
年份、公司固定	是	是	是
样本量	25099	25412	25426
调整 R <sup>2</sup> 值	0.470	0.498	0.382

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著, 括号内为标准误。

## 六、研究结论与启示

党的十九届五中全会指出,要畅通国内大循环,促进国内国际双循环,全面促进消费,拓展投资空间。党的二十大指出,要坚持把发展经济着力点放在实体经济上,加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国。有鉴于此,本文基于高铁通车这一准自然实验,考察交通基础设施建设能否推动企业重返实体经济。研究发现,高铁通车能抑制企业金融资产配置,且主要抑制了企业长期金融资产配置,对企业短期金融资产配置并没有显著影响。其作用渠道是提供更多的实体投资机会,减少企业融资摩擦,从而促进企业实体投资,推动企业重返实体经济。进一步分析发现,高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用在投资机会较少、融资约束较严重、初始交通禀赋较差地区的企业中更显著。而且高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用能降低企业财务风险,提高股票市场回报率和公司价值。

本文研究的潜在意义在于:第一,全面合理评估交通基础设施建设的经济作用和社会价值。党的十九届五中全会指出,统筹推进基础设施建设,加快建设交通强国;党的二十大再次强调,要加快建设交通强国。然而,现实中高铁在经济欠发达地区的运营收益远低于其建设成本和运营成本,引发了“高铁是否需要继续建设”的问题。本文从微观企业视角,探讨高铁通车对企业运营的影响。研究发现,高铁通车既能缓解企业投资摩擦、为企业提供更多的实体投资机会,也能缓解企业融资摩擦,提高企业融资能力、降低企业融资成本,最终推动企业重返实体经济。这从企业投融资视角证实了高铁通车的经济外部性,为评估中国大规模交通基础设施建设的经济价值提供了经验证据。

第二,进一步完善交通基础设施建设,以更好促进国土空间开发,促进要素流动,畅通国内外经济循环。党的十九届五中全会和二十大均指出,“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”。本文发现高铁通车能突破地区间市场分割障碍,促进

<sup>①</sup> 在检验高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用对企业财务风险 (*Zscore*) 和股票市场回报率 (*RETURN*) 的影响时,控制变量 *Controls* 与主检验一致。但在检验高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用对 *Tobins' Q* 的影响时,控制变量 *Controls* 中不包括 *Tobins' Q*,其他的控制变量与主检验一致。

企业异地经营与异地并购。这从交通基础设施建设方面为构建国内大循环提供了些许现实指导。另外, 中国高铁发展规划从 2008 年的“四横四纵”发展到 2016 年的“八横八纵”, 规划明确指出, 到 2030 年, 整个高铁路网要达到 4.5 万公里。本文发现, 高铁通车对企业金融资产配置的抑制作用在交通初始禀赋较差地区的企业中更显著。这为下一步交通基础设施建设的选址, 尤其是高铁网络布局, 提供了些许理论指导。

第三, 企业金融化蕴藏着巨大的潜在风险, 会威胁企业发展和整个经济体的稳定, 因此要大力发展实体经济, 防止经济脱实向虚。党的十九大指出, “坚决打好防范化解重大风险攻坚战, 坚持把发展经济着力点放在实体经济上, 防止资金空转套利, 扭转企业脱实向虚局面”; 党的二十大进一步强调, “坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”。本文发现高铁通车可以减少企业投融资摩擦, 从而抑制企业金融资产配置行为, 而且该抑制作用能降低企业风险, 提高企业长短期绩效。这从交通基础设施建设视角为防范化解重大风险、遏制企业“脱实向虚”、助力实体经济发展提供了切实可行的实现指导。

#### 参 考 文 献

- [1] 步晓宁, 张天华, 张少华. 通向繁荣之路: 中国高速公路建设的资源配置效率研究 [J]. 管理世界, 2019, 35 (5): 44 ~ 63.
- [2] 曹春方, 贾凡胜. 异地商会与企业跨地区发展 [J]. 经济研究, 2020, 55 (4): 150 ~ 166.
- [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] 范欣, 宋冬林, 赵新宇. 基础设施建设打破了国内市场分割吗 [J]. 经济研究, 2017, (2): 20 ~ 34.
- [5] 郭照蕊, 黄俊. 高铁时空压缩效应与公司权益资本成本——来自 A 股上市公司的经验证据 [J]. 金融研究, 2021, (7): 190 ~ 206.
- [6] 韩珣, 李建军. 金融错配、非金融企业影子银行化与经济“脱实向虚” [J]. 金融研究, 2020, (8): 93 ~ 111.
- [7] 何凌云, 陶东杰. 高铁开通对知识溢出与城市创新水平的影响测度 [J]. 数量经济技术经济研究, 2020, 37 (2): 125 ~ 142.
- [8] 胡宁, 王雪方, 孙莲珂, 靳庆鲁. 房产限购政策有助于实体企业“脱虚返实”吗——基于双重差分研究设计 [J]. 南开管理评论, 2019, (4): 20 ~ 31.
- [9] 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, (1): 181 ~ 194.
- [10] 黄俊威, 龚光明. 融资融券制度与公司资本结构动态调整——基于“准自然实验”的经验证据 [J]. 管理世界, 2019, (10): 64 ~ 81.
- [11] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 影子银行发展与企业投资行为选择: 实业投资还是金融投资? [J]. 会计研究, 2021, (1): 100 ~ 111.
- [12] 金鹏辉, 王营, 张立光. 稳增长条件下的金融摩擦与杠杆治理 [J]. 金融研究, 2017, (4): 78 ~ 94.
- [13] 姜付秀, 石贝贝, 马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束 [J]. 经济研究, 2016, (6): 83 ~ 97.
- [14] 李善民, 杨继彬, 钟君煜. 风险投资具有咨询功能吗? ——异地风投在异地并购中的功能研究 [J]. 管理世界, 2019, 35 (12): 164 ~ 180 + 215 ~ 216.
- [15] 刘贯春, 刘媛媛, 张军. 经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势 [J]. 经济学 (季刊), 2020, (5): 65 ~ 86.
- [16] 刘勇政, 李岩. 中国的高速铁路建设与城市经济增长 [J]. 金融研究, 2017, (11): 18 ~ 33.
- [17] 龙玉, 赵海龙, 张新德, 李曜. 时空压缩下的风险投资——高铁通车与风险投资区域变化 [J].



经济研究,2017,(4):195~208.

[18] 马光荣,程小萌,杨恩艳. 交通基础设施如何促进资本流动——基于高铁开通和上市公司异地投资的研究 [J]. 中国工业经济,2020,(6):5~23.

[19] 马思超,彭俞超. 加强金融监管能否促进企业“脱虚向实”?——来自2006~2015年上市公司的证据 [J]. 中央财经大学学报,2019,(11):28~39.

[20] 毛宁,孙伟增,杨运杰,刘哲. 交通基础设施建设与企业数字化转型——以中国高速铁路为例的实证研究 [J]. 数量经济技术经济研究,2022,39(10):47~67.

[21] 彭俞超,刘代民,顾雷雷. 减税能缓解经济“脱实向虚”吗?——来自上市公司的证据 [J]. 税务研究,2017,(8):93~97.

[22] 彭俞超,倪晓然,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,(10):50~66.

[23] 蒲龙,马光荣,黄勃. 基础设施、税收竞争与企业税负——基于国内市场一体化的视角 [J]. 数量经济技术经济研究,2022,39(9):50~69.

[24] 饶品贵,王得力,李晓溪. 高铁开通与供应商分布决策 [J]. 中国工业经济,2019,(10):137~154.

[25] 宋渊洋,黄礼伟. 为什么中国企业难以国内跨地区经营? [J]. 管理世界,2014,(12):115~133.

[26] 孙伟增,牛冬晓,万广华. 交通基础设施建设与产业结构升级——以高铁建设为例的实证分析 [J]. 管理世界,2022,38(3):19~34+58.

[27] 谭德凯,田利辉. 民间金融发展与企业金融化 [J]. 世界经济,2021,(3):61~85.

[28] 王竹泉,王苑琢,王舒慧. 中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在? [J]. 管理世界,2019,(2):58~73+114+198~199.

[29] 杨国超,邝玉珍,梁上坤. 基础设施建设与企业成本管理决策:基于高铁通车的证据 [J]. 世界经济,2021,44(9):207~232.

[30] 杨箐,王红建,戴静,许传华. 放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚” [J]. 金融研究,2019,(6):20~38.

[31] 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,(12):32~46.

[32] 张梦婷,俞峰,钟昌标,林发勤. 高铁网络、市场准入与企业生产率 [J]. 中国工业经济,2018,(5):137~156.

[33] Agarwal S., Hauswald R., 2010, *Distance and Private Information in Lending* [J], *Review of Financial Studies*, 23 (7), 2757~2788.

[34] Ahlfeldt G. M., Feddersen A., 2018, *From Periphery to Core: Measuring Agglomeration Effects Using High-Speed Rail* [J], *Journal of Economic Geography*, 18 (2), 355~390.

[35] Altman E. I., 1968, *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy* [J], *Journal of Finance*, 23 (4), 589~609.

[36] Bates T. W., Kahle K. M., Stulz R. M., 2009, *Why Do U. S. Firms Hold so Much More Cash than they Used to* [J], *Journal of Finance*, 64 (5), 1985~2021.

[37] Chen D., Ma Y., Martin X., Michaely R., 2022. *On the Fast Track: Information Acquisition Costs and Information Production* [J], *Journal of Financial Economics*, 143 (2), 794~823.

[38] Defond M. L., Francis J. R., Hallman N. J., 2018, *Awareness of SEC Enforcement and Auditor Reporting Decisions* [J], *Contemporary Accounting Research*, 35 (1), 277~313.

[39] Demir F., 2009, *Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets* [J], *Journal of Development Economics*, 88 (2), 314~324.

[40] Ding S., Guariglia A., Knight J. B., 2021, *Negative Investment in China: Financing Constraints and Restructuring versus Growth* [J], *Economic Development and Cultural Change*, 69 (4), 1411~1449.

[41] Du J., Li C., Wang Y., 2017, *A Comparative Study of Shadow Banking Activities of Non-Financial Firms in Transition Economies* [J], *China Economic Review*, 46, S35~S49.

[42] Faber B., 2014, *Trade Integration, Market Size, and Industrialization: Evidence from China's National*

*Trunk Highway System* [J], *Review of Economic Studies*, 81 (3), 1046 ~ 1070.

[43] Hauswald R., Marquez R., 2006, *Competition and Strategic Information Acquisition in Credit Markets* [J], *Review of Financial Studies*, 19 (3), 967 ~ 1000.

[44] Hollander S., Verriest A., 2016, *Bridging the Gap: The Design of Bank Loan Contracts and Distance* [J], *Journal of Financial Economics*, 119 (2), 399 ~ 419.

[45] Leon F., 2015, *Does Bank Competition Alleviate Credit Constraints in Developing Countries?* [J], *Journal of Banking & Finance*, 57, 130 ~ 142.

[46] Kedia S., Rajgopal S., 2011, *Do the SEC's Enforcement Preferences Affect Corporate Misconduct?* [J], *Journal of Accounting and Economics*, 51 (3), 259 ~ 278.

[47] Qin Y., 2017, "No County Left Behind?" *The Distributional Impact of High-Speed Rail Upgrades in China* [J], *Journal of Economic Geography*, 17 (3), 489 ~ 520.

[48] Tori D., Onaran O., 2017, *The Effects of Financialisation and Financial Development on Investment: Evidence From Firm-level Data in Europe* [R], Working Paper No. PKWP1705, Post Keynesian Economics Society (PKES).

## How can Firms Return to the Real Economy? An Empirical Evidence from the Opening of High-Speed Rail

KUANG Yuzhen<sup>1</sup> YANG Guochao<sup>2 3</sup>

(1. School of Accounting, Zhejiang Gongshang University;

2. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law;

3. Innovation and Talent Base for Income Distribution and Public Finance,  
Zhongnan University of Economics and Law)

**Summary:** China's economic development has slowed down since entering the new normal of the economy. Meanwhile, the escalating trade war and the spreading of COVID-19 have made the real economy even more depressed. How to stimulate the real economy has become a widespread concern from all walks of life. However, the reality is that a large number of non-financial firms have joined the financial market to obtain more profits. According to statistics, the average financial assets investment of listed companies in the non-real estate industry and non-financial industry in 2000 and 2018 was 110 million yuan and 767 million yuan, accounting for 14.34% and 16.60% of net assets, respectively, and the profits generated by them were as high as 21.03% and 27.94% of the firms' total profits. The "financialization" of real entities has evolved into a significant form in our economic society.

However, existing studies have found that firms' financial assets allocation can crowd out their leading business investment, reduce investment in innovation and inhibit equipment upgrades, thus lowering firms' performance, increasing firms' risk, and even affecting the stability of the whole financial system. Therefore, how to promote the return to the real economy has become a widespread concern.

Existing research points out that the changing and increasingly complex business environment makes companies hold more liquid financial assets to cope with possible future funding needs. The persistently lower return on physical investment than on financial investment has induced many non-financial firms to join the financial market, even to the extent of squeezing out real entities' investment to increase financial asset allocation. The long-standing financial inhibition and credit discrimination have made some firms face severe financial discrimination. In contrast, others enjoy

much financial support , resulting in the “real intermediaries” phenomenon in the form of shadow banks , further encouraging financial asset allocation but also laying the hidden financial risk.

In essence , whether it is the “reservoir” motive , “investment substitution” motive , or “real intermediation” theory pointed out by existing research , all of them are the results of the investment and financing barriers in incomplete markets. Therefore , to bring enterprises back to the real economy , we must remove the investment and financing barriers. Existing research shows that local protectionism , geographical distance , and information asymmetry can increase investment and financing barriers. High-speed railway ( HSR ) , a large-scale transportation infrastructure construction , can break through the long-distance barrier and reduce friction in the investment and financing market. On the one hand , the time-space compression effect of HSR can break market segmentation , broaden the geographical scope of firms’ investment , and provide more nonlocal physical investment opportunities for firms. Meanwhile , the opening of HSR can promote the flow of various factors , optimize firms’ resource allocation , improve their income from physical investment , and narrow the income gap between financial investment and physical investment. On the other hand , the opening of HSR can promote the exchange of economic entities between different regions , alleviating firms’ information asymmetry and agency problems , thus reducing firms’ financing friction , inhibiting the mismatch of financial resources and promoting of the real economy. Thus , the opening HSR can reduce firms’ investment and financing frictions , providing a good point cut for exploring how to promote firms’ return to the real economy.

Based on the mega-scale transportation infrastructure construction undertaken in China , this paper sets up a time-varying differences-in-differences model , uses the data of all A-share listed companies from 2007 ~ 2018 , and examines whether the opening of HSR can drive firms back into the real economy. The benchmarking results reveal that the opening of HSR can inhibit firms’ financial asset allocation and mainly inhibits firms’ long-term financial asset allocation rather than short-term financial asset allocation , thus reducing firms’ risk and improving firms’ long-term and short-term performance. Mechanism analysis shows that the opening of HSR can promote firms’ return to the real economy by increasing investment opportunities in the real economy and reducing financing friction. Further analysis finds that the disincentive effect of the opening of HSR on firms’ financial asset allocation is mainly found in firms with fewer investment opportunities , higher financing constraints , and located in those regions with poor initial transportation endowment.

This paper makes three key contributions to the field. First , this paper provides a logical explanation for promoting firms return to the real economy in terms of the construction of transportation infrastructure. Second , it enriches the study of economic externalities of the opening of HSR from the perspective of financial investment and real economic development. Third , this paper provides a theoretical reference for constructing a unified national market and fostering a new development paradigm with domestic circulation as the mainstay from the perspective of improving transport infrastructure.

**Keywords:** Opening of High-Speed Railway; Investment and Financing Friction; Real Economy; Financial Assets Allocation

**JEL Classification:** G11; G32; D22

(责任编辑: 焦云霞)