

## 乐观情绪、商服地块溢价率与企业金融化

蔡庆丰 刘 昊

**摘要** 在促进经济高质量发展的背景下,完善现代金融监管有助于引导金融活动回归实体经济。土地要素市场化改革作为我国经济社会改革的重要组成部分重塑了区域经济的发展模式,商服地块市场的乐观情绪亦正深刻影响着社会资本的流向与微观企业的投资行为。这种乐观情绪在提高商服地块出让溢价率的同时,可以通过提升高管过度自信程度与缓解企业融资约束的方式,提高企业金融化水平,该现象在企业缺少外部资源与内部监管压力较低的时候更加明显。当企业自身是非国有企业以及处于金融集聚程度更高的城市时,商服地块市场的乐观情绪对于企业金融投资决策的影响效应会更加显著,同时该促进效应会进一步提高企业过度投资程度。商服地块市场的乐观情绪为企业金融投资行为模式提供了理论解释。引导经济“脱虚向实”,要加强市场主体的内外部监管环境建设。

**关键词** 土地市场;商服地块;企业金融化;内部治理

**中图分类号** F273.4 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2023)02-0127-13

**基金项目** 国家社会科学基金后期资助项目(22FJYB015)

在促进经济高质量发展的时代背景下,如何提高要素资源的配置效率成为学者们的研究焦点。相较于已经被广泛探讨的劳动力与资本要素,土地要素市场化效应的实证研究相对缺乏。作为中国经济社会改革的重要组成部分,土地出让市场化改革对加快我国城镇化进程、推动经济高质量发展影响深远。2022年11月,中国人民银行和中国银行保险监督管理委员会发布了《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》,提出要稳定房地产市场情绪,促进平稳健康发展。那么,市场乐观情绪引起的地块溢价率不断上升究竟会带来什么影响?任超群等从商品房价格的角度发现商服地块出让价格上升会显著促进周边新建商品房价格的上升<sup>[1]</sup>(P60-65),张凯等则从住宅用地价格的角度发现商服地块的出让溢价率上升会显著提高周边3公里范围内的住宅用地出让价格<sup>[2]</sup>(P72-87)。考虑到商服地块作为城市商业、金融业、餐饮旅游业以及其他经营性服务业的承载主体,作为城市发展与外在形象的表征,商服地块在为重点经济功能平台吸引总部企业提供土地要素支撑的同时,也为城市金融城、商务区等金融生态圈建设添砖加瓦。因此,区位优势给企业带来了金融要素相对集聚的地理环境,在丰富企业金融投资选择的同时也一定程度上改善了企业外部融资环境。

基于上述背景,笔者提出进一步思考:微观区域范围内的商服地块出让溢价率是否会影响到周边微观企业主体的投融资决策?倘若存在影响,那么这样的作用效应是否会因为企业内部治理特征和外部资源禀赋的不同而表现出差异性结果?更进一步地,区域范围内的商服地块出让溢价率影响企业金融投资活动的具体传导机制又是什么?有鉴于此,本文创新性地通过商服地块高频交易数据与企业经纬度数据构建企业周边商服地块出让溢价率数据库,对上述研究问题展开进一步的探讨研究,为深入理解商服地块市场的乐观情绪对周边范围内经济主体的溢出效应提供了理论分析和经验证据。

## 一、文献综述与研究假说

作为传统生产要素之一,土地在我国经济快速发展的过去30年里扮演着不可或缺的角色。自20世纪90年代初我国城市化进程的加速与财政体制改革,地块出让在为城镇化建设添砖加瓦的同时也开启了土地财政的历史新篇章。纵观已有相关研究,地块出让对经济发展以及与微观企业行为决策的关系成为大量学者的研究焦点,因而本部分将对地块出让与企业金融投资的相关文献进行梳理。

### (一) 地块出让的相关文献

从研究视角来看,部分学者认为土地出让能有效缓解地方政府的财政预算约束,考虑到地方政府在基础设施方面的支出偏好,最终提高地方政府投资支出水平、带动宏观区域经济增长<sup>[3]</sup>(P31-43)<sup>[4]</sup>(P35-49);还有些学者则发现地方政府出于政治考量,会通过低价出让乃至协议出让工业用地达到招商引资的目的<sup>[5]</sup>(P13-21)<sup>[6]</sup>(P29-41)<sup>[7]</sup>(P24-34)<sup>[8]</sup>(P88-102, 144),这样的地方政府“横向竞争”方式一方面推动了地区工业发展和经济增长<sup>[9]</sup>(P15-27)<sup>[10]</sup>(P133-147),另一方面也导致大量低效率企业入驻,加剧了要素资源的错配,形成低效且粗放的发展模式<sup>[7]</sup>(P24-34)<sup>[11]</sup>(P126-141),因而引起众多学者关于规范工业用地以及其他用地市场化出让方式的相关讨论。但是,上述文献多聚焦宏观层面,即将地块、企业数据在城市层面进行加总探究的影响实为城市层面的平均效应,鲜有文献从城市内部不同区域的地块出让对相应域内企业影响的角度切入。相较之下,与本文相关度较高的研究如田文佳等将工业用地与微观企业在乡镇街道层面进行匹配,考察具体一个区域内的工业用地补贴对企业生产效率的影响,将研究视角从城市层面的平均效应具化到城市内部的区域效应,证明了工业用地补贴虽吸引了更多企业的入驻,但没有显著提高土地要素的生产率<sup>[12]</sup>(P33-60)。此外,还有学者认为不同用途的地块存在策略出让现象,如城市地理禀赋会对各类土地出让方式存在显著的差异影响<sup>[13]</sup>(P28-47);张凯等发现地方政府倾向于挂牌出让商服地块从而最大化对周围住宅用地的溢出影响<sup>[2]</sup>(P72-87)。可见,一方面现有针对商服地块出让与企业决策的研究数之甚少,另一方面也说明商服地块产生的溢出效应可能传导至周边其他用途的地块进而影响经济社会活动,这为本文的研究问题提供了思考。

### (二) 企业金融化的相关文献

纵观企业金融化的相关文献,学者们对此展开的研究颇为丰富。具体来讲,企业金融化的研究视角可以划分为金融化的影响因素和金融化动机等。从企业金融化的影响因素来看,学者们立足于企业高管金融背景<sup>[14]</sup>(P136-154)、企业人力资本结构<sup>[15]</sup>(P35-49)、外部监管环境以及宏观经济环境<sup>[16]</sup>(P148-173)等层面,探究了从微观企业到宏观经济环境等层面的因素对企业金融资产配置的影响。从企业金融化的动机来看,针对非金融企业的金融资产配置动机可以分为两类:一是蓄水池效应,即非金融企业出于预防性储蓄的目的以期对冲风险和降低财务困境成本<sup>[17]</sup>(P181-194);二是替代效应,即非金融企业追求资本套利寻求企业经营利润增长点,从而以提高金融资产配置的方式替代了其它形式的投资<sup>[18]</sup>(P314-324)<sup>[19]</sup>(P863-886)<sup>[20]</sup>(P113-131)。事实上,无论是出于何种动机,企业金融深化的主要原因在于金融资产投资与实体投资间的回报预期在相对扩大,导致持有更多的金融资产成为当下收益最大化的决策<sup>[21]</sup>(P111-127),由此导致各类非金融企业转向金融资产投资、经济趋于“脱实向虚”的发展态势。

### (三) 土地出让与企业投资

从地块出让方面来看,商服地块出让溢价率上升能通过财富效应影响企业金融资产投资。Chaney等利用房地产实际成交价格与内在价值之间的偏离作为房地产溢价的衡量标准,发现房地产溢价上升会通过提高抵押物价值显著提升持有企业投资水平的同时<sup>[22]</sup>(P2381-2409),也会因为房地产持有企业拥有更高的抵押物价值与变卖价值,从而增加企业财富,缓解融资约束<sup>[23]</sup>。那么商服地块溢价的上升是否会带来同样的效应呢?一方面,开发商获取土地要素的成本会转移到最终商品的价格层面,因此土地出让溢价率上升在一定程度上会促使该地块所建房产的成交价格上升;另一方面,土地要素的出让溢价

率上升对周边地块、房产的成交价格同样具有正的外部性<sup>[11]</sup>(P60-65)<sup>[21]</sup>(P72-87),原因在于,地块自身具有一定的区位优势,可能距离城市行政中心、商业中心较近或者政策利好信息预示着该地区有较好的发展前景等。因此,当企业周边商服地块的出让溢价率上升时,会向市场以及信贷供给方释放企业所处地理位置具有区位优势的信号,在一定程度上带动企业自身抵押资产价值的上升,改善企业外部融资环境,缓解企业信贷约束。因此,当面临更好的经营环境时,在客观层面企业拥有更大的资源分配空间提高金融资产投资水平<sup>[21]</sup>(P111-127)。

此外,商服地块的溢价出让还可能通过挤出效应影响企业金融资产投资。随着近些年来房地产金融化程度的加深,导致房地产投资具有一定的金融资产投资属性,企业周边商服地块的溢价出让导致的外溢效应,可以促使周边房地产投资以及相关金融投资项目具有正的收益预期,这在一定程度上会挤出企业其他形式的实体投资<sup>[21]</sup>(P111-127)。同时,本文探究的“周边商服地块出让溢价率”有别于传统的从城市宏观层面的平均溢价水平的研究路径,相较而言,企业周边突出了地块以及相关投资活动与企业位置地理距离的邻近,企业管理者可以收到更多相关投资信息并做出更迅捷的投资决策,在信息相对完备的情况下,企业可能选择将资源较多地分配到金融资产由此挤出其他的投资机会。总的来说,无论企业配置金融资产的激励是由于商服地块溢价上升带来的财富效应还是地理邻近引起的挤出效应,当商服地块市场的乐观情绪引起企业周边商服地块出让溢价率上升时,企业会在一定程度上提高对金融资产的收益预期从而提高金融化水平。因此本文提出如下假说:

假说1:企业周边商服地块的出让溢价率上升会显著提升企业金融资产的配置比例。

从企业内部治理角度来看,企业周边商服地块溢价率可能通过提升高管过度自信程度进而影响企业投资行为。早在20世纪,心理学研究通过实验已经证明了人们的过度自信会使他们倾向于高估自身对过往经验以及周遭信息的处理接受能力,过度集中于自身优势而忽略他人的竞争力,从而导致他们对不确定的事情抱有盲目的乐观态度<sup>[24]</sup>(P806-820)。随后,学者们陆续将这种过度自信的个人特征引入公司金融的研究领域,比如过度自信的高管会倾向于高估自身能力从而过度投资<sup>[25]</sup>(P2661-2700)<sup>[26]</sup>(P131-143)、更积极地从事研发创新活动以及在企业经营过程中过度承担风险等<sup>[27]</sup>(P1469-1484)<sup>[28]</sup>(P20-43)<sup>[29]</sup>(P1735-1777)。金融资产投资作为企业投资组合的一种,高管过度自信势必也会在一定程度上影响企业金融资产配置,那么企业周边商服地块的溢价出让是否也会经由高管过度自信进而影响企业金融化呢?高阶梯队理论认为,管理者对外界的认知是一个逐步递进的过程,对信息解构并做出决策很大程度上受到自身人生经历、知识水平以及所处信息环境<sup>[30]</sup>(P97-119, 187-188)等方面的影响<sup>[31]</sup>(P334-343)。研究发现,管理者的个人经历比如金融背景会显著提高管理者过度自信水平进而影响企业金融资产配置<sup>[44]</sup>(P136-154)。事实上,高阶梯队理论说明过度自信的管理者对所接触到的信息具有较强的偏好,高估自身对信息的掌握程度会进一步提高管理者过度自信程度。因此,本文认为,当企业所处的环境态势表现为周边商服地块出让溢价率抬升时,会在一定程度上通过提高管理者的过度自信程度,导致管理者一方面高估对信息的处理能力和金融资产投资的收益预期,另一方面会过度承担风险投资金融资产,从而提升企业金融资产配置比例。基于此,本文提出如下假说:

假说2:企业周边商服地块的出让溢价率上升会通过影响高管过度自信程度进而提高企业金融资产的配置比例。

## 二、变量选取与研究设计

基于上述理论分析我们发现,企业周边商服地块的出让溢价率可能通过缓解企业融资约束与提高高管过度自信水平从而影响企业金融资产投资。有鉴于此,本文接下来通过地块特征价格模型拟合计算企业周边商服地块的出让溢价率,并结合沪深A股非金融上市公司2007-2020年间的数据对上述问题展开实证研究。

### (一) 样本选取以及数据说明

本文的研究数据主要包括2007-2020年微观土地出让数据和A股上市公司财务数据。之所以选择以2007年作为样本时间起点,一方面是因为政策效果的滞后性导致在2007年之前按照“招拍挂”出让商服地块的样本数据相对较少,另一方面是因为我国在2007年颁布新的会计准则使我们用于计算企业金融资产配置的指标数据可得。此外,本文的微观土地出让数据来源于中国土地市场网的土地供应板块,按照2017年国土资源部组织修订的新版《土地利用现状分类》对此前出让的地块用途重新分类,并通过地块电子监督号反向查询对地块特征变量进行复核修正。此外,城市层面的变量数据主要来自历年的《中国城市统计年鉴》,上市公司财务数据来自国泰安数据库(CSMAR)和锐思数据库(RESSET)。按照一般做法,我们剔除了处于特殊状态(包括ST、PT、\*ST、暂停上市和退市等)的样本企业,剔除了金融行业的样本企业以及关键变量存在缺失的样本企业。最后,我们对所有连续变量在上下1%水平进行缩尾处理,最终得到7086个“企业—年份”观测值<sup>①</sup>。

### (二) 变量定义

本文研究所涉及主要变量包括:被解释变量(企业金融化)、关键解释变量(商服地块出让溢价率)以及一系列企业层面的控制变量。具体变量定义如下:

1. 企业金融化。借鉴顾雷雷等的做法<sup>[32]</sup>(P109-127),我们按照资产科目度量企业的金融化程度。具体而言,企业金融资产配置包括“交易性金融资产”“衍生金融资产”“其他应收款”“其他流动资产”“其他非流动资产”“买入返售金融资产”“一年内到期的非流动资产”“发放贷款及垫款”“可供出售金融资产”“持有至到期投资”“长期股权投资”“投资性房地产”12项科目指标,其中,之所以将“房地产投资”纳入范围是因为近些年的房地产愈发呈现脱离实体经济部门的特征。基于本文的理论分析,企业周边商服地块溢价率上升能通过财富效应以及释放企业区位优势信号改善企业外部融资环境,缓解融资约束,因而企业拥有更为充裕的可支配流动性用于企业经营投资活动,包括上述各类金融资产。有鉴于此,本文将企业金融化定义为上述12项资产科目之和与企业当年期末总资产的比值。

2. 商服地块的出让溢价率。由商服地块市场的乐观情绪造成的直接影响就是地块的流拍率下降以及成交溢价上升,考虑到土地流拍数据的可获得性较差,因此本文采用溢价率上升衡量市场的乐观情绪。同时,考虑到中国土地市场网的地块保留价格缺失较多,不能直接计算溢价;而本文意在探究商服地块的成交价值与其内在价值的偏离引致的区域溢出效应。因此,借鉴田文佳等的做法<sup>[12]</sup>(P33-60),通过土地特征价格模型拟合出企业周边商服地块的出让溢价率。具体计算公式如下:

$$\ln price_{j,t} = \beta_0 + \delta_j X_{j,t} + \theta_c + \tau_t + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

其中, $\ln price_{j,t}$ 表示地块j的单位出让价格加1之后的自然对数值, $X_{j,t}$ 表示地块j的一系列自身特征,包括地块到所属省、市、区(县)行政中心的距离、地块用途、地块来源以及地块等级等。此外, $\theta_c$ 、 $\tau_t$ 分别表示城市固定效应和时间固定效应。在上述处理之后,我们利用每宗商服地块与上市公司的经纬度数据进行一对一匹配,通过算法计算每宗地块到每一企业的距离,据此筛选企业当年周围10公里范围内的商服地块并对应计算平均溢价率。

3. 控制变量。借鉴彭俞超等以及张成思和张步云的做法<sup>[33]</sup>(P50-66)<sup>[34]</sup>(P32-46),本文的控制变量主要分为两类:一类是用于捕捉企业自身客观经营状况的财务数据,另一类是企业内部治理特征数据。具体的变量定义如表1所示。

### (三) 回归模型设定

为了检验人们对土地市场的乐观情绪引致商服地块出让溢价率上升带来的区域溢出效应对企业决

<sup>①</sup>之所以观测值数量相对较少,是因为本文用于计算企业金融化的资产科目指标存在较多的序列不一致缺失,因此,加总之后导致企业金融化计算指标的缺失值偏多。

表1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Firmfin</i>	企业金融化	12项金融资产科目之和/期末总资产
<i>MresidSF</i>	商服地块溢价率	公式(1)拟合得到
<i>Size</i>	企业规模	企业当年期末总资产的自然对数值
<i>ListingAge</i>	企业年龄	企业上市年龄的自然对数值
<i>SOE</i>	企业性质	国企取1,反之为0
<i>Growth</i>	企业成长性	主营收入增长率
<i>ROA</i>	盈利能力	企业净利润/期末总资产
<i>Lev</i>	财务杠杆率	企业总负债/期末总资产
<i>TobinQ</i>	托宾Q值	企业当期市值/期末总资产
<i>Cflow</i>	经营活动产生的现金流比率	企业经营活动产生的现金流净额/期末总资产
<i>Ecap</i>	资本支出比率	资本支出/期末总资产
<i>Wcap</i>	净运营资本比率	净运营资本/期末总资产
<i>ManaStake</i>	管理层持股比例	管理层持股占比(%)
<i>IndShare</i>	独立董事占比	独立董事数量占比董事会成员总数
<i>LartShare</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股占比(%)
<i>Boardsize</i>	董事会规模	董事会董事成员数量

表2 主要变量的描述性统计

变量名称	样本量	最小值	中位数	平均值	最大值	标准差
<i>Firmfin</i>	7086	0.0018	0.0737	0.1150	0.6050	0.1200
<i>MresidSF</i>	7086	-1.4540	0.4500	0.5010	2.6090	0.8110
<i>ManaStake</i>	7086	0.0000	0.1070	12.4100	70.8900	19.8100
<i>IndShare</i>	7086	0.3330	0.3330	0.3730	0.5710	0.0527
<i>LartShare</i>	7086	9.3300	34.2700	36.0600	74.9600	14.9600
<i>Boardsize</i>	7086	5.0000	9.0000	8.7290	15.0000	1.6950
<i>ListingAge</i>	7086	0.0000	2.3030	2.1180	3.2580	0.7700
<i>SOE</i>	7086	0.0000	0.0000	0.4120	1.0000	0.4920
<i>ROA</i>	7086	-0.2300	0.0341	0.0374	0.1940	0.0515
<i>Lev</i>	7086	0.0502	0.4250	0.4320	0.8820	0.2130
<i>Growth</i>	7086	-0.2840	0.0936	0.1580	1.5890	0.2690
<i>Size</i>	7086	19.8600	21.9100	22.0800	25.8300	1.2390
<i>TobinQ</i>	7086	0.1680	1.6260	2.2510	10.6700	2.0550
<i>Cflow</i>	7086	-0.1640	0.0431	0.0441	0.2460	0.0686
<i>Ecap</i>	7086	0.0003	0.0392	0.0524	0.2360	0.0472
<i>Wcap</i>	7086	-0.4870	0.0477	0.0349	0.5150	0.2050

策会产生怎样的影响,我们将上述问题具化到企业周边商服地块溢价率与企业金融资产配置之间的关系,同时本文考虑设定如下基准回归模型:

$$Firmfin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MresidSF_{i,t} + \sum \delta_k Control_{i,t} + \mu_j + \tau_t + \theta_c + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Firmfin_{i,t}$ 表示企业*i*在*t*年的金融资产配置比, $MresidSF_{i,t}$ 表示企业*i*在*t*年的周围半径10公里内的商服地块平均出让溢价率, $Control_{i,t}$ 表示一系列控制变量,具体包括:企业规模、企业年龄、企业性质、企业成长性、盈利能力、财务杠杆率、托宾Q值、经营活动产生的现金流比率、资本支出比率、净运营资本比率、管理层持股比例、独立董事占比、第一大股东持股比例以及董事会规模等, $\mu_j$ 表示行业固定效应, $\tau_t$ 表示年份固定效应, $\theta_c$ 表示城市固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 表示残差项。在模型(2)中,我们预期关键解释变量的系数 $\beta_1$

>0。主要变量的描述性统计见表2。

### 三、实证分析

基于上述特征价格模型估计与双向固定效应模型设定,接下来对企业周边商服地块出让溢价率与企业金融资产投资比例的相关关系进行检验,并通过工具变量的方法验证两者之间的因果关系,在此基础上对融资约束与高管过度自信的影响机制进行解释验证。

#### (一) 基准回归结果

首先针对企业周边半径10公里的商服地块出让溢价率与企业金融资产配置率之间的关系进行检验。表3第(1)列是未加入其他控制变量以及固定效应的单变量回归结果,可以发现,企业周边商服地块溢价率在1%的水平上显著提高企业金融资产配置比例;第(2)列是在第(1)列的基础上加入了本文的控制变量,同样没有控制任何的固定效应,结果发现,商服地块溢价率系数同样显著为正;第(3)列是本文的基准回归结果<sup>①</sup>,即加入全部的控制变量并相应地控制了时间、行业以及城市固定效应,结果发现,企业周边商服地块溢价率与企业金融资产配置比例在5%水平上显著正相关,表明企业周边商服地块溢价率上升会显著提高企业金融资产配置比例。具体来讲,在统计显著性层面,控制其他条件不变的情况下,企业周边商服地块溢价率每上升1%,会使企业金融资产配置比例相比于平均水平显著提高0.45%;在经济显著性层面,控制其他条件不变的情况下企业周边商服地块溢价率每提升1个标准差,企业金融资产配置比例相对于均值水平上升3.2%。因此,无论是经济层面还是统计层面的显著性,企业周边的商服地块溢价率均与企业金融化水平呈现显著的正相关性。

表3 商服地块出让溢价率与企业金融化

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Firmfin	Firmfin	Firmfin	ShortFirmfin	LongFirmfin
<i>MresidSF</i>	0.0173*** (0.0059)	0.0122*** (0.0040)	0.0045** (0.0022)	0.0033*** (0.0011)	0.0005 (0.0016)
<i>_cons</i>	0.1060*** (0.0035)	0.0399 (0.0261)	0.0448 (0.0327)	-0.0125 (0.0172)	0.0561** (0.0244)
其余控制变量	N	Y	Y	Y	Y
时间固定效应	N	N	Y	Y	Y
行业固定效应	N	N	Y	Y	Y
地区固定效应	N	N	Y	Y	Y
<i>N</i>	7086	7086	7065	7065	7065
<i>Adj R<sup>2</sup></i>	0.0135	0.1203	0.2544	0.2102	0.3190

注: \*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%、1%水平上显著,括号内表示聚类到城市层面的标准误,表中的R<sup>2</sup>均为调整后的R<sup>2</sup>。表中所控制的时间固定效应为年份固定效应、地区固定效应为城市固定效应。限于篇幅,其余控制变量回归结果没有展示。下表均同。

进一步地,参考已有做法我们将企业金融资产分为长期金融资产和短期金融资产<sup>[35]</sup>(P1-20)。具体而言,短期金融资产(*ShortFirmfin*)=交易性金融资产+衍生金融资产+其他应收款净额+一年内到期的非流动资产+其他流动资产+买入返售金融资产净额;长期金融资产(*LongFirmfin*)=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+长期股权投资净额+投资性房地产净额+其他非流动资产。表3的第(4)-(5)列分别表示企业的短期、长期金融资产配置的回归结果,我们可以看出短期金融资产列的商服地块溢价率系数在1%水平显著为正,相比之下长期金融资产列的回归系数不显著。从侧面

<sup>①</sup> 基准回归结果以及后续控制了时间、行业以及地区固定效应的回归结果中观测值的减少部分来源于所控制的固定效应,在实证回归中软件默认删除相应的观测值导致数量减少。下文观测值变化情况也有类似,特此说明。

说明了当企业周边商服地块溢价率上升时,企业管理者选择持有更多的短期金融资产换取未来经营流动性以及满足资本的逐利动机。可能的原因在于,短期金融资产流动性较高、便于交易变现的优势能在一定程度上缓解企业短期经营绩效压力<sup>[36]</sup>(P80-94)。同时也验证了企业投资于房地产等长期金融资产进而替代其他投资的挤出效应路径不成立。

### (二) 稳健性检验

上述分析表明,周边商服地块出让溢价率与企业金融资产投资呈正向相关。为了进一步检验上述基准结果的稳健性,本文考虑从以下三个方面展开稳健性检验:

1. 加入城市层面的控制变量。在基准回归中加入城市人均GDP、城市金融行业从业人员、地区金融深化程度和第二、三产业增加值占地区GDP的比值进行回归以缓解城市层面的遗漏变量造成的影响,结果表明基准回归结果依旧保持显著。

2. 控制高维固定效应。为了进一步缓解遗漏变量问题,我们加入“行业—年份”和“地区—年份”固定效应以控制没有纳入回归且随时变的行业和地区层面因素造成的干扰,结果表明基准结果依旧显著为正。

3. 调整半径范围重新计算溢价率。为了进一步检验本文基准回归结果的稳健性,我们通过调整半径为8和12公里重新匹配数据计算企业周边商服地块平均出让溢价率。结果发现,回归结果始终保持显著正相关。此外,随着平均距离的增大,商服地块溢价率与金融资产配置间的正向相关性越小,可见商服地块溢价率对企业金融化决策的溢出效应可能存在一定的空间限制<sup>①</sup>。

### (三) 内生性检验

考虑到上述检验可能无法妥善解决实证中的内生性问题,因此,我们采用工具变量进行重新估计。具体而言,选取城市地形坡度的均值与企业当年周边10公里范围内的商服地块出让宗数的乘积(*AmountPodu*)作为工具变量。原因在于,自然地理环境的限制对于城市扩张与经济发展具有重要影响<sup>[37]</sup>(P587-633),即山脉会使得城市的发展更为紧密,而丘陵和小规模的地形起伏可能会导致城市蔓延。刘修岩等在此基础上提出了适用于中国城市经济地理的论断,包括采用城市地形坡度作为区域内不可开发土地的测度指标<sup>[38]</sup>(P99-115)。

考虑到城市地形坡度既可能导致城市蔓延从而使得城市扩张相对分散,当然也可能促使城市的发展更为紧密,而城市的发展必然伴随着土地出让和基础设施建设,因此地形坡度对于所出让的地块位置以及出让价格势必会产生一定的影响。此外,企业周边商服地块的出让宗数直观上与其出让价格存在一定关联。因此该工具变量与商服地块出让溢价率之间存在相关性。同时由于城市地形坡度是客观地理特征,城市地形坡度的均值与商服地块出让宗数的乘积作为工具变量直观上不会通过影响商服地块出让溢价率以外的其他途径影响微观企业的金融化决策,这满足了外生性条件。从表4中第(1)列结果可以看出,第一阶段回归表明了工具变量与商服地块出让溢价率的正相关性,且Cragg-Donald Wald F统计量远大于经验临界值16.38,拒绝了弱工具变量的原假设;第(2)列结果显示,第二阶段回归中商服地块溢价率的系数在10%水平上显著为正,这验证了基准回归结果的稳健性,企业周边商服地块的溢价率上升可以显著提高企业金融资产配置比例,即企业周边商服地块的乐观情绪引致的地块出让溢价率上升,会进一步提高企业金融化水平。

### (四) 影响机制分析

理论分析表明,商服地块乐观情绪可能通过财富效应改善企业外部融资环境;同时基于高阶梯队理论,商服地块溢价率上升可能在一定程度上影响管理层决策。因此,本部分将从缓解融资约束与提升管理层过度自信程度的角度验证商服地块溢价率对企业金融化的作用机理。

<sup>①</sup> 限于篇幅,稳健性检验结果未在文中汇报,如需可向作者索取。

表 4 工具变量检验

变量	(1)	(2)
	第一阶段回归	第二阶段回归
<i>AmountPodu</i>	0.0019*** (0.0002)	
<i>MresidSF</i>		0.0161* (0.0087)
其余控制变量	Y	Y
时间固定效应	Y	Y
行业固定效应	Y	Y
地区固定效应	Y	Y
<i>N</i>	6801	6801
<i>CDF</i>		590.67
<i>KPF</i>		81.98

1. 企业融资约束的机制检验。商服地块作为城市商业、金融业等服务业活动的载体,不仅可以带来劳动与资本在空间层面的聚集,还能通过地块溢出效应对周边微观主体以及区域经济发展带来影响。直观上商服地块的出让溢价率上升最终会推动地块主体以及周边范围内的地块所建设的房地产价格上升<sup>[11]</sup>(P60-65)<sup>[21]</sup>(P72-87)。因而,企业周边商服地块若以高溢价率出让,这一方面会因为企业区位地理优势导致房地产投资具有可观的收益预期,另一方面由于企业抵押物价值的上升,房地产溢价上升会导致持有企业投资水平上升<sup>[22]</sup>(P2381-2409)的同时,也可能会增加企业财富、缓解企业融资约束<sup>[23]</sup>。因此,本文接下来围绕企业周边商服地块溢价率上升能在一定程度上缓解融资约束进而提高金融资产投资比例的影响机制展开探究。参考 Hadlock 和 Pierce 的做法构建 SA 指数作为融资约束的衡量指标<sup>[39]</sup>(P1909-1940),并构建如下回归模型:

$$Firmfin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SFSA_{i,t} + \beta_2 MresidSF_{i,t} + \beta_3 SA_{i,t} + \sum \delta_k Control_{i,t} + \mu_j + \tau_t + \theta_c + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $SA_{i,t}$ 表示按照上述方法构建的融资约束 SA 指数,即企业  $i$  在  $t$  年面临的融资约束程度, $SFSA_{i,t}$ 表示商服地块溢价率与融资约束的交互项。在这里本文主要关注交互项系数 $\beta_1$ ,我们预期系数 $\beta_1$ 显著为正。回归结果如表 5 第(1)列所示,交互项  $SFSA_{i,t}$  的系数在 5% 水平显著为正,表明企业周边商服地块溢价率上升会通过缓解企业融资约束进而提高金融资产配置比例。

2. 高管过度自信的机制检验。心理学研究已经证明人们的过度自信会使得他们倾向于高估对过往经验以及周遭信息的处理接受能力,从而导致他们对不确定的事情持有过度乐观的态度以及过度承担风险。高阶梯队理论认为管理者对外界的认知是一个逐步递进的过程,对信息解构并做出决策很大程度上受到自身人生经历、知识水平以及所处信息环境<sup>[30]</sup>(P97-119, 187-188)等方面的影响<sup>[31]</sup>(P334-343)。当企业所处的环境变化趋势表现为土地出让市场乐观情绪引起周边商服地块出让溢价率抬升时,会在一定程度上重塑管理层的过度自信程度,受到人们对土地市场乐观情绪的影响,过度自信的管理层会倾向于高估对信息的处理能力以及对金融资产投资的收益预期,从而提升企业金融资产配置比例。因此我们认为企业周边商服地块高溢价出让会提高管理者过度自信程度从而提高企业金融资产配置比例。参考姜付秀等的做法<sup>[26]</sup>(P131-143),我们将高管的相对薪酬比例(*Ratio3*)作为衡量过度自信的代理变量,其中高管薪酬占比越高代表在企业所处地位越高,因而,越容易过度自信。基于此,本文构建如下回归模型:

$$Firmfin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SFRatio3_{i,t} + \beta_2 MresidSF_{i,t} + \beta_3 Ratio3_{i,t} + \sum \delta_k Control_{i,t} + \mu_j + \tau_t + \theta_c + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $Ratio3_{i,t}$ 作为过度自信的衡量指标,具体表示企业  $i$  在  $t$  年中高管团队薪酬前三位总和与总支付薪酬的占比, $SFRatio3_{i,t}$ 表示商服地块溢价率与高管过度自信的交互项。在这里本文主要关注交互项系数

表5 影响机制检验

变量	(1)	(2)
	Firmfin	Firmfin
<i>MresidSF</i>	0.0627** (0.0255)	0.0044** (0.0022)
<i>SFSA</i>	0.0157** (0.0068)	
<i>SA</i>	-0.0205 (0.0132)	
<i>SFRatio3</i>		0.0005*** (0.0001)
<i>Ratio3</i>		0.0002 (0.0002)
<i>_cons</i>	-0.0292 (0.0618)	0.0211 (0.0375)
其余控制变量	Y	Y
时间固定效应	Y	Y
行业固定效应	Y	Y
地区固定效应	Y	Y
<i>N</i>	7065	7052
<i>Adj R<sup>2</sup></i>	0.2551	0.2572

$\beta_1$ 的符号,我们预期系数 $\beta_1$ 显著为正。从表5第(2)列的回归结果可以看出:交互项 $SFRatio3_{i,t}$ 的系数在1%水平上显著为正,这表明乐观情绪引起的商服地块出让溢价率上升的环境氛围在一定程度上提高了该环境下企业管理者的过度自信程度,进而显著提高了企业金融资产的配置比例。

#### 四、商服地块溢价率对企业金融化影响的异质性分析

上述实证分析表明,企业周边10公里范围内的商服地块平均出让溢价率上升会通过缓解融资约束与提升高管过度自信程度进而提高企业金融资产投资比例。基于此,接下来本文对上述作用效应以及传导机制是否会因内部治理以及外部资源禀赋的不同而存在差异性影响进行研究。

##### (一) 高管团队金融背景与股权集中度的分析

已有研究表明,拥有金融背景的高管可能有更广泛的行业资源获取路径,相关的从业经历能有效扩展企业获取信贷资源的途径,因此,高管团队的金融背景有助于改善企业外部融资环境、缓解企业融资约束<sup>[14]</sup>(P136-154)。此外,拥有金融背景会使得高管团队具备更丰富的知识储备和相关金融活动的投资经验,以及更专业的认知理解,对于金融投资活动以及监管环境变化等拥有更专业的判断。基于此,我们接下来通过高管团队是否有金融背景成员作为分组依据进行检验。具体而言,参考杜勇等的做法<sup>[14]</sup>(P136-154),本文将企业当年高管团队中是否有金融背景的成员作为金融背景(*FinBack*)的代理变量,如果当年高管团队中至少有一位成员有金融背景,那么*FinBack*则定义为1,否则为0。我们预期在融资约束压力较大的分组中缓解融资约束的影响机制作用效果更显著,即相比于拥有金融背景,在企业高管团队没有金融背景、缺少外部资源的分组中,缓解企业融资约束的作用机制会更加显著。具体回归结果如表6所示,正如我们所预期的,在第(1)列高管团队拥有金融背景的分组中,商服地块溢价率与企业融资约束的交互项(*SFSA*)系数并不显著,在第(2)列高管团队没有金融背景的分组中,交互项系数在1%水平上显著为正,且组间系数差异检验表明两组之间的系数存在显著差异。

进一步地,我们从企业内部治理环境的角度探究高管过度自信机制的异质性差异。通常来讲,大股

表6 管理层金融背景与股权集中度

变量	是否有金融背景		股权集中度	
	有金融背景	无金融背景	高集中度组	低集中度组
	(1) Firmfin	(2) Firmfin	(3) Firmfin	(4) Firmfin
<i>SFSA</i>	0.0094 (0.0071)	0.0490*** (0.0151)		
<i>SFRatio3</i>			0.0003** (0.0002)	0.0007*** (0.0002)
<i>_cons</i>	-0.0190 (0.0648)	-0.1124 (0.1001)	-0.0816* (0.0448)	0.0333 (0.0547)
其余控制变量	Y	Y	Y	Y
时间固定效应	Y	Y	Y	Y
行业固定效应	Y	Y	Y	Y
地区固定效应	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	5010	1870	3628	3377
<i>Adj R<sup>2</sup></i>	0.2823	0.2578	0.2421	0.3276
组间系数差异	P=0.000		P=0.015	

东更有能力通过表决权等决定管理层任命。股权集中度越高意味着大股东的持股比例越高,进而使得大股东与公司利益绑定更为紧密,相对地越有动力去监督管理层行为尽可能避免企业经营过程中的一些非理性决策。按照一般做法将上市公司前五大股东总持股比例作为股权集中度的代理指标,以同行业企业的股权集中度的均值作为分组标准,以此检验在内部监管压力不同的组别中,高管过度自信在商服地块溢价率对企业金融资产配置作用过程中的影响。考虑到较高的内部监督压力会一定程度约束管理层过度自信的非理性行为,因此,我们预期相比于内部监督压力更高的样本企业,在内部监督压力更小的样本企业中过度自信的影响机制可能会更加显著。结果如表6所示,在第(3)列的高集中度组别中,商服地块溢价率与过度自信的交互项(*SFRatio3*)系数在5%水平显著为正,在第(4)列的低集中度分组中,交互项系数在1%水平显著为正,此时交互项系数在统计层面上显著更大,进一步的组间系数差异检验表明两组中的交互项系数存在显著差异。

总的来说,本部分考虑了企业融资约束与高管过度自信的影响机制在不同境况下的异质性结果,最终发现企业周边商服地块市场的乐观情绪引致的地块溢价出让会通过缓解企业融资约束以及提升管理者过度自信程度的方式,进而提高企业金融资产的配置比例。因此,完善企业公司治理结构、加强对企业管理层的监督约束力,对于规范高管理性决策具有重要意义。

## (二) 企业产权性质以及企业所在城市金融聚集特征的异质性分析

为了进一步检验企业周边商服地块溢价率对企业金融资产配置提升的差异性影响,本文接下来从企业产权性质以及企业所在城市的金融聚集程度等两个角度进行异质性分析。针对企业所在城市金融聚集程度的异质性分析,本文参考陶锋等的做法将城市金融聚集程度定义为企业当年所在城市的年末金融机构贷款余额与城市面积的比值<sup>[40]</sup>(P55-71),之所以采取这种做法,原因在于贷款余额更能体现城市金融市场的活跃度与发展水平,通过除以城市面积可以将其表征为城市金融活动的地理密度,进一步地,我们将城市当年金融聚集程度的均值作为标准进行分组回归检验。异质性检验结果发现:第一,相比于国有企业,企业周边商服地块的出让溢价率上升对企业金融资产配置的促进效应在非国有企业中更显著,可能的原因一方面在于国有企业天然的政治关联使其在地方政府政策实施过程中承担着较多的社会责任<sup>[41]</sup>(P21-38),投资活动相对偏向于实体投资;另一方面国有企业由于自身属性使其面临较小的外部融资压力以及较小的绩效压力。第二,相比于低金融聚集程度城市的样本企业,高金融聚集程度

城市的企业周边商服地块溢价率上升对企业金融资产配置的促进效应更显著,可能的原因在于城市金融聚集程度越高意味着城市金融活动越频繁,为企业提供了更丰富的金融投资选择;此外,企业的金融投资决策也可能会受到同地区的行业金融投资决策的影响,由此引起行业“羊群效应”也可能会提高企业金融投资比例。总的来说,上述异质性结果表明在非国有企业以及金融集聚程度更高的城市企业中,基准结果所揭示的促进效应会更加显著。

### (三) 企业周边商服地块溢价率的进一步影响

以上分析表明,商服地块的实际出让价值与地块内在价值的向上偏离会对周边企业的金融投资活动产生一定的区域溢出效应,且该溢出效应会受到企业自身特征以及企业所处的区域环境的影响。那么,商服地块的出让溢价率上升引起的企业金融投资上升会给后续的经营投资活动带来什么影响?已有研究认为企业金融化会抑制实体经济的发展,具体表现为降低实业投资率<sup>[34]</sup>(P32-46)、抑制企业长期创新效应<sup>[42]</sup>(P155-166)以及提高企业股价崩盘风险<sup>[33]</sup>(P50-66),等等。因此,本文进一步探讨企业周边商服地块溢价率善生导致企业金融化投资比例提高是否会影响企业未来投资效率。基于此,接下来本部分以企业过度投资作为被解释变量,商服地块溢价率与企业金融化的交互项作为关键解释变量,并做滞后一期处理。结果发现,企业周边商服地块溢价率导致的企业金融投资比例上升会进一步导致企业未来过度投资程度上升,尤其是对于制造业企业。

## 五、结论与启示

立足于推动经济高质量发展的时代背景下,如何有效避免经济的“脱实向虚”是当下经济发展所关切的问题。本文基于企业周边商服地块出让的视角,从微观层面探究出让溢价率对企业金融投资活动的影响,通过特征价格模型和双向固定效应模型对企业周边商服地块溢价率与企业金融资产配置的关系进行检验,结果表明,企业周边商服地块出让溢价率的上升会显著促进企业金融资产配置比例的提高,在其他条件不变的情况下,企业周边商服地块溢价率每提升1个标准差,会促进企业金融资产配置比例相较于均值水平上升3.2%。本文可能的边际贡献如下:第一,相较于以往多从工业用地出让的角度出发,本文首次探究商服地块市场的乐观情绪引致的出让溢价率上升对微观企业产生的溢出效应,拓展了商服地块市场化出让的研究视角;第二,相比于以往研究采用城市层面的地块出让数据,本文通过将地块出让数据与企业位置进行匹配,更细致地刻画了上市公司周边的商服地块出让溢价率与企业金融投资的关系,丰富了企业金融化的区域微观研究视角;第三,本文从企业融资约束与高管过度自信的角度,厘清了商服地块溢价对区域微观市场主体投融资活动的作用机制。

总的来说,本文从企业周边商服地块溢价率角度切入,验证了商服地块的市场化出让对微观企业决策存在溢出效应,通过探究企业融资约束与高管过度自信的机制效应,扩展了企业金融化研究视角的同时丰富了相关的渠道研究。此外,本文以土地要素作为研究出发点,将企业金融资产投资作为研究聚焦点,一方面对地方政府加强地块出让市场的规范化运行,合理释放商服地块对周边微观企业与行业的溢出效应具有一定的政策启示;另一方面对完善外部监管环境与制定合理的监管政策防止企业过度金融化具有重要的启示意义,严防资本投向虚拟经济导致系统性金融风险的同时引导资本转向实体产业。最后,充分发挥董事会、监事会以及独立董事的监督制约功能,完善企业内部治理制度,妥善处理管理层非理性特征导致的短视等问题,将企业经营重心落实于规范化运营、支持于实体经济。

### 参考文献

- [1] 任超群,张娟锋,贾生华.土地出让价格信号对区域新建商品住宅价格的影响.中国土地科学,2011,(7).
- [2] 张凯,沈吉,许鸿明等.溢出效应与城市商业用地开发策略:基于出让方式的研究.经济研究,2021,(10).
- [3] 王贤彬,张莉,徐现祥.地方政府土地出让、基础设施投资与地方经济增长.中国工业经济,2014,(7).
- [4] 梅冬州,崔小勇,吴娱.房价变动、土地财政与中国经济波动.经济研究,2018,(1).

- [5] 曹广忠,袁飞,陶然.土地财政、产业结构演变与税收超常规增长——中国“税收增长之谜”的一个分析视角.中国工业经济,2007,(12).
- [6] 雷潇雨,龚六堂.基于土地出让的工业化与城镇化.管理世界,2014,(9).
- [7] 杨其静,卓品,杨继东.工业用地出让与引资质量底线竞争——基于2007-2011年中国地级市面板数据的经验研究.管理世界,2014,(11).
- [8] 余靖雯,肖洁,龚六堂.政治周期与地方政府土地出让行为.经济研究,2015,(2).
- [9] 陶然,袁飞,曹广忠.区域竞争、土地出让与地方财政效应:基于1999-2003年中国地级城市面板数据的分析.世界经济,2007,(10).
- [10] J. Wang. The Economic Impact of Special Economic Zones: Evidence from Chinese Municipalities. *Journal of Development Economics*, 2013, 101(1).
- [11] 张莉,程可为,赵敬陶.土地资源配置和经济发展质量——工业用地成本与全要素生产率.财贸经济,2019,40(10).
- [12] 田文佳,张庆华,龚六堂.土地引资促进地区工业发展了吗?——基于土地、企业匹配数据的研究.经济学(季刊),2020,(1).
- [13] 杨其静,吴海军.地理禀赋、土地用途与挂牌一拍卖出让策略——基于2007-2017年土地出让数据的研究.南方经济,2021,(10).
- [14] 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,(5).
- [15] 戴静,刘贯春,许传华等.金融部门人力资本配置与实体企业金融资产投资.财贸经济,2020,(4).
- [16] 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.世界经济,2018,(1).
- [17] 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,2017,52(1).
- [18] F. Demir. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2).
- [19] O. Orhangazi. Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(6).
- [20] 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.中国工业经济,2017,(12).
- [21] 宋军,陆旸.非货币金融资产和经营收益率的U形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据.金融研究,2015,(6).
- [22] T. Chaney, D. Sraer, D. Thesmar. The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment. *American Economic Review*, 2012, 102(6).
- [23] T. Chen, X.L. Liu, L.A. Zhou. The Crowding-out Effects of Real Estate Shocks——Evidence from China. *SSRN*, 2015.
- [24] N. D. Weinstein. Unrealistic Optimism about Future Life Events. *Journal of Personality & Social Psychology*, 1980, 39(5).
- [25] U. Malmendier, G. Tate. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6).
- [26] 姜付秀,张敏,陆正飞等.管理者过度自信,企业扩张与财务困境.经济研究,2009,(1).
- [27] A. Galasso, T. S. Simcoe. CEO Overconfidence and Innovation. *Management Science*, 2011, 57(8).
- [28] U. Malmendier, G. Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 2008, 89(1).
- [29] S. Gervais, J. B. Heaton, T. Odean. Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting. *The Journal of Finance*, 2011, 66(5).
- [30] 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,(8).
- [31] D. C. Hambrick. Upper Echelons Theory: An Update. *Academy of Management Review*, 2007, 32(2).
- [32] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇.企业社会责任、融资约束与企业金融化.金融研究,2020,(2).
- [33] 彭俞超,倪骁然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角.经济研究,2018,(10).
- [34] 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,(12).
- [35] 刘贯春,张成思,刘进.中国实体企业的金融化分层与投融资决策影响机制.管理科学学报,2022,(4).
- [36] 刘伟,曹瑜强.机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗.财贸经济,2018,(12).
- [37] M. Burchfield, H. G. Overman, D. Puga, et al. Causes of Sprawl: A Portrait from Space. *The Quarterly Journal of Economics*, 2006, 121(2).

- [38] 刘修岩,杜聪,李松林.自然地理约束、土地利用规制与中国住房供给弹性.经济研究,2019,(4).
- [39] C. J. Hadlock, J. R. Pierce. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5).
- [40] 陶锋,胡军,李诗田等.金融地理结构如何影响企业生产率?——兼论金融供给侧结构性改革.经济研究,2017,52(9).
- [41] 钟宁桦,解咪,钱一蕾等.全球经济危机后中国的信贷配置与稳就业成效.经济研究,2021,(9).
- [42] 王红建,曹瑜强,杨庆等.实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究.南开管理评论,2017,(1).

## Land Market Optimism, Commercial Land Pricing Premium And Corporate Financialization

*Cai Qingfeng, Liu Hao (Xiamen University)*

**Abstract** In the context of promoting high-quality economic development, strengthening modern financial regulation helps guide financial activities back to the real economy. As an important part of China's economic and social reform, the market-oriented reform of land factors has reshaped the development mode of regional economy and the optimism in the commercial land market is profoundly influencing the flow of social capital and firms' investment behavior. While increasing the premium rate of commercial land, this optimism can improve the financialization of firms by increasing the overconfidence degree of CEOs and easing the financing constraints of firms, which is more obvious when firms lack external financial resources and have low internal regulatory pressure. The effect of optimism in the commercial land market on firms' financial investment decisions is more pronounced when the firms are non-state owned and are in cities with higher financial concentration and this promotion effect can further increase firms' over-investment degree. The optimism in the commercial land market provides a theoretical explanation for their financial investment behavior. Therefore, it is suggested that the internal and external regulatory environment of market subjects should be strengthened in order to guide the economy to move from being virtual to a real entity.

**Key words** land market; commercial land; corporate financialization; internal governance

---

■ 收稿日期 2022-05-29

■ 作者简介 蔡庆丰,经济学博士,厦门大学经济学院教授、博士生导师;福建 厦门 361005;  
刘昊,厦门大学经济学院博士研究生。

■ 责任编辑 何坤翁