

实体企业金融化对企业绩效的影响研究综述

潘雨帆

(广西师范大学经济管理学院, 广西 桂林 541006)

摘要:近年来, 实体企业金融化快速发展, 企业通过金融市场领域获得高额收益, 但与此同时, 过度金融化给企业带来的风险和危害也受到了各界人士的高度重视。企业是否具有良好的经营绩效直接决定着市场竞争力及资源配置效率。企业金融化作为影响企业绩效的新变量, 其对企业绩效影响的研究逐渐引起国内外学者的关注, 如何在这两个因素之间找到平衡点对企业的未来是否能够持续性向前发展尤为重要。本文考理论价值和实践价值, 梳理了国内外学者从1990—2022年企业金融化与绩效的研究文献, 总结学术界得出的企业金融化与企业绩效关系的结论, 分析企业金融化对企业绩效影响的路径, 最后进行了文献评述。

关键词: 实体企业金融化; 虚拟经济; 企业绩效; 影响机制

中图分类号: F205 **文献标识码:** A **文章编号:** 2096-3157 (2023) 13-0060-04

DOI:10.16834/j.cnki.issn1009-5292.2023.13.015

一、问题的提出

从20世纪70年代开始, 经济金融化迅猛发展, 以美国为首的发达国家的经济金融化开始流行。尤其是在资本主义国家, 经济发展的重心逐渐从实体经济领域转向金融领域。在全球经济金融化的发展潮流下, 我国金融市场也逐渐发展壮大, 特别是在20世纪80年代以来, 我国实体经济的发展出现了低迷, 实体产业产能过剩和发展缓慢等问题严重冲击了企业的盈利能力。与此同时, 随着中国加入世贸组织, 国外金融机构不断涌入国内市场, 对中国金融业产生了巨大冲击。在外部环境和企业内部经营压力下, 企业逐渐将目光投入金融领域, 企业金融化的发展趋势越来越明显。

关于企业金融化的内涵, 学者们的相关研究并未形成一个统一的学术说法, 但学者们大多从其研究的主题出发, 从各自角度解释了企业金融化的定义。外国学者Dore^[1]将实体企业金融化概括为公司配备金融性资产, 且拥有的金融资产逐渐取代实体产业成为企业资源配置中的主要部分的过程; Krippner^[2]则将其解释为企业的经营重心逐渐从传统实体产业转向金融产业, 且金融产业逐渐成为企业利润的重要来源; Orhangazi^[3]提出了企业金融化是指公司逐渐在金融投资领域提高参与的主动性, 逐渐依赖于金融市场投资的现象。国内学者张成思和张步昙^[4]认为企业金融化是指金融产业所产生的利润逐渐成为企业利润的重要来源的现象; 王红建等^[5]总结出企业金融化的概念是公司拥有的金融资产越来越多的现象; 而蔡明荣和任世驰^[6]则综合了两方面, 首先从公司做法上对企业金融化解释为公司

不断增加对金融领域投资的过程, 从结果上看是指金融投资带来的收益逐渐成为企业的利润来源的重要部分。

企业金融化是利弊共存的, 企业金融化能够加速公司内部资本的流动, 给公司产生更多的利润, 发挥资金的“蓄水池”作用, 成为企业经营的资金储备。但同时, 企业如果偏爱金融投资, 过度追求短期收益, 将过多经营资金投入金融行业, 则会占用原本用于实体产业的投资, 进而挤压实体产业的发展, 缩减实体产业的生存空间, 进而增大企业风险, 破坏企业的稳定经营。无论企业金融化产生的是“蓄水池”作用还是“挤压”效应, 最终都会影响到企业绩效。因此, 只有找到企业金融化与企业绩效的平衡点, 才能发挥企业金融化对企业绩效的积极作用, 为企业长久的发展提供支撑力量。因此, 将研究目光放在企业金融化与企业绩效的关系上, 能够为公司找到金融化发展的平衡点, 充分发挥其积极作用, 进而提高企业绩效提供理论依据。

基于此, 本文从国内外期刊中查找了相关文献, 主要分析并总结企业的金融化行为对其绩效形成的影响, 并分析其中的影响机理, 最后总结出目前相关研究的缺口, 并提出个人的见解和未来展望。

二、企业金融化对企业绩效产生的影响

关于企业金融化对企业绩效会形成什么样影响的问题, 目前学术界尚未形成统一的观点。本文通过整理分析文献的主要内容, 概括出企业金融化对企业绩效形成的影响主要有三种研究结论, 分别是“蓄水池”效应的正面作用论、“挤压”效

应的负面影响论以及不确定性影响论。

1. “蓄水池”作用的正面影响

预防性储蓄理论认为,企业通过配置金融资产可以在短期内获得较高的收益,这些收益可以发挥资金的“蓄水池”作用,成为企业的资金储备,不仅能应对突发情况,减少经营风险,还可以作为供应企业内部的生产资金。除此之外,金融资产属于流动资产,公司将内部闲置未用的资金转化为金融资产,可以调整内部资源组合,实现金融和实体产业的共同发展,同时减轻融资压力,进而提高企业绩效。

国内外学术界有许多学者都支持企业金融化的“蓄水池”作用论。如 Demir^[7] 指出企业金融化做法能够调整企业内部的资源,将实体产业资源和金融资产有效组合起来,同时丰富企业的融资道路 (Bonfiglioli, 2008)^[8],进而促进实体产业的生产经营和绩效成绩的进步;在经济呈低迷发展的状态下,企业金融化获得的收益可以补上企业的经营损失缺口 (Ding et al, 2013)^[9],稳定企业经营。国内学者胡奕明等^[10] 总结出在当前条件下,我国上市公司的金融化主要以“蓄水池”目的为主,即为了能够拥有更多的资金储备 (杨肇等, 2017)^[11];黎文靖和李茫茫 (2017)^[12] 认为,企业金融化可以加快主营产业的生产,对提升企业绩效具有促进作用;王红建等^[5] 也指出,金融资产投资可以充分发挥闲置资金的获利功能,在短期内可以促进企业绩效的提高;张华等^[13] 则利用实证方法,选择了我国上市公司的财务指标进行研究,结果发现企业金融化正面影响了企业绩效。

2. “挤压”效应的负面影响

企业金融化的“蓄水池”作用论受到了国内外学术界众多学者的反对,这部分学者认为,企业金融化的“挤压”效应多于“蓄水池”作用 (张成思和张步云, 2016)^[4]。企业只能获得有限的资源,其将内部资金投放于金融市场,势必会导致主营业务资金的减少,进而缩减主营业务规模 (Goldstein, 1995)^[14]。然而对于实体企业来说,金融业的性质决定了金融投资只能带来一时的收益,主营业务才是其长远发展的根本支撑。因此,总体上来看,企业金融化对实体产业产生了“挤压”效应 (Orhangazi, 2008)^[3],破坏了实体企业的稳定经营 (Crotty, 2005)^[15],不利于企业绩效的提升。

企业金融化对企业绩效产生“挤压”效应的负面影响论得到了国内外众多学者的支持。特别是在实证研究方面,如外国学者 Aglietta 和 Breton^[16] 的实证研究指出,实体企业的金融化行为侵占了实体产业的生存空间,最后会造成企业利润的缩减。我国学者刘笃池等^[17] 通过研究我国上市非金融类型公司的金融化情况,指出企业金融化损害了公司的生产效率 (陆婷, 2018)^[18];杜勇等^[19] 通过建立一个微观层面的数据指标,实

证分析了中国 A 股上市企业金融化行为,发现从长远来看,企业金融化的“蓄水池”效应并不明显,并且还损害了实体产业的生产,与企业的经营绩效存在负向关系 (张敏, 2020)^[20];黄大禹和谢获宝^[21] 则利用我国制造业上市公司,实证分析了制造业公司金融化对绩效的影响,并指出两者明显是负向的相关关系,制造业的金融投资损害了企业绩效。

3. 不确定性论

随着近年来研究方法和研究指标的不断改变,以及企业金融化形势的复杂化发展,学术界对于企业金融化与企业绩效的关系又得出了新的观点。新的结论认为,企业金融化对企业绩效的影响不能单纯地断定为正面影响或者负面影响,企业金融化与企业绩效之间存在很多不确定性,而这些多方面的不确定性导致了企业金融化对企业绩效产生的差异和不稳定影响。企业金融化的不同动机、金融化的水平程度或者是金融资产性质的差异都对企业绩效造成了不同的影响。

企业金融化对企业绩效的不确定性论主要得到了我国许多学者的支持。肖明和崔超^[22] 收集了我国非金融上市企业的数据分析企业金融化水平对绩效的影响,得出了企业金融化与企业绩效明显是“倒 U 型”关系 (刘立夫和杜金岷, 2021)^[23],即只有恰当的金融化才能正面影响企业绩效,水平较低或者水平过高的金融化都会对生产经营产生负面影响,进而损害企业绩效;许志勇和潘攀^[24] 则指出,基于企业的成长机会的不同,在一定区间内,企业金融化对绩效产生的是“倒 U 型”影响;学者巩娜^[25] 分别分析企业短期类型的金融资产和长期类型的金融资产对绩效的影响,得出了不同的结论,具体来说,企业的短期金融资产明显提高了企业绩效,但长期金融资产则对企业绩效产生了负面影响,而后李泉和肖红梅^[26] 的研究也支持了这个观点;而阳旸等^[27] 则是将企业绩效分为短期和长期,指出在短期时间里,企业金融化对绩效有明显促进作用,但从长远来看却是损害了企业业绩。

三、企业金融化如何对企业绩效产生影响

企业金融化对企业绩效影响的机制路径一直是学术界的热点话题。通过整理文献,本文认为相关研究形成了两条主线,一是直接分析企业金融化本身获得的收益或者带来的风险等对企业绩效产生影响;二是以企业的实体产业经营作为中间传输路径,分析企业金融化对企业实体产业产生的促进作用或者“挤压”效应,进而对企业绩效产生的间接影响。现从这两方面进行综述。

从金融化行为本身入手,分析其对企业绩效产生的直接影响,学者们认为企业金融化本身的高收益和高风险性质是影响企业绩效的关键因素。无论是基于资金储备原因还是资本套利目的,企业配备金融资产、参与金融投资等金融化行为能够在

短时间内获得高收益,成为企业的利润,直接提高了企业绩效;但同时,金融投资不能带来连续性收益,反而伴随着相应的高风险,这些风险则会损害企业的经营业绩。学者 Du 等^[28]认为,企业金融化行为能够有效利用闲置资金,加快资产的流动,取得的收益直接提升了企业绩效;我国学者王红建等^[5]实证分析了我国制造行业上市企业金融化行为,发现企业金融化在短期内给企业带来了更多的收益,这些收益直接成为了绩效的一部分。而学者 Akkemik 和 zen^[29]运用实证方法,研究了土耳其上市公司的金融化行为,指出企业金融化程度过高使“脱实向虚”现象更加严重,导致企业经营风险的增加,金融投资收益的极度不稳定性也会导致企业经营业绩的波动(惠丽丽等,2019)^[30]。

以企业的主营实体产业经营作为中间传输路径,研究企业金融化对企业绩效形成的间接影响,是学术界大部分学者的研究路径。部分学者认为,企业金融化的收益可以作为实体产业的资金补贴,帮助企业扩大实业产业的规模,从而促进提高企业绩效。如学者 Baud 和 Durand^[31]指出,金融投资收益可以成为企业实体生产的储备资金,加大抵御风险的能力(Duchin,2010)^[32];国内学者张明等^[33]通过对中国民营类型公司金融化情况的研究,指出我国民营类型公司的金融化能够加快企业实体产业的生产,对企业绩效具有促进作用。也有学者从资源基础理论出发,指出企业进行金融投资势必会导致实体经营的缩减,损害企业绩效;如 Aglietta 和 Breton^[34]指出企业金融化会缩小实体产业的发展空间;郭丽丽和徐珊^[35]以实业投资作为中间变量,通过实证分析,指出企业金融化通过“侵占”实业产业投资而影响了企业绩效。

四、研究评述和未来展望

面对复杂多变的经济环境,企业的金融化行为也日趋多样。从企业金融化开始兴起以来,国内外学术界众多学者便针对不同的企业,结合不同的角度研究了企业金融化与企业绩效的关系,其研究方法逐渐复杂,运用的指标数据也在不断更新,但直到现在也尚未形成一个统一的研究结论,而且存在许多相悖的观点。本文认为,出现这一现象的原因是学者们的研究缺少了全面性,企业金融化与企业绩效之间存在许多影响因素,而在具体研究中没有全面考虑到这些影响因素,或者没有对相关因素加以调整和控制,就会对最终的研究结论产生影响。近几年来,我国学者提出的“不确定性”影响的研究结论标志着企业金融化对企业绩效的影响研究又得到了一个新的突破。由于研究方法的进步,在充分考虑到各种不同的因素之后,学者们指出,不能单纯地将企业金融化对企业绩效的影响判定为正面影响或者负面影响,但目前支持这个观点的相关研究文献尚少,因此,这可能成为未来的主流研究方向。

随着国内外经济形势的复杂多样化,企业金融化面临的压力也逐渐增大。纵观国内外学术界的研究,很少能有学者将研究重点放在如何找到企业金融化的适度点,控制企业金融化的程度,使其发挥对企业绩效的正面促进作用,避免过少或者过度金融化给企业带来负向影响的方向上。而随着金融市场的不断发展,我国越来越多的实体企业走向金融化的发展道路,其金融化程度也越来越高,这必然伴随着更大的经营风险。找到实体企业金融化的发展与绩效的平衡点不仅对企业的未来至关重要,也会对整个经济环境产生一定的影响。因此,本文认为,应该重视如何发挥企业金融化正面效应的相关研究,为实体企业适度发展金融化,提高企业绩效提供理论指导和帮助。

参考文献:

- [1]Dore R.StockMarket Capitalism and Its Diffusion[J]. New Political Economy, 2002.
- [2]Krippner G R.The financialization of the American economy[J].Socio-economic review, 2005, 3(2): 173-208.
- [3]Orhangazi Ö.Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973 - 2003[J].Cambridge journal of economics, 2008, 32(6): 863-886.
- [4]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,2016,51(12):32-46.
- [5]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[J].南开管理评论,2017,20(1):155-166.
- [6]蔡明荣,任世驰.企业金融化:一项研究综述[J].财经科学,2014(7):41-51.
- [7]Demir F.The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries[J].Review of Radical Political Economics, 2007, 39(3): 351-359.
- [8]Bonfiglioli A.Financial integration, productivity and capital accumulation[J].Journal of International Economics, 2008, 76(2): 337-355.
- [9]Ding S, Guariglia A and Knight J B. "Negative Investment in China: Financing Constraints and Restructuring Versus Growth[J].Journal of Banking&Finance, 2013, 37(5): 1490-1507.

- [10] 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,2017,52(1):181-194.
- [11] 杨箐,刘放,王红建.企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为?[J].管理评论,2017,29(2):13-25,34.
- [12] 黎文靖,李茫茫.“实体+金融”:融资约束、政策迎合还是市场竞争?:基于不同产权性质视角的经验研究[J].金融研究,2017(8):100-116.
- [13] 张华,向孔卓,杨杰,等.企业金融化与企业绩效[J].中外企业家,2020(18):33-34.
- [14] Goldstein D. Uncertainty, competition, and speculative finance in the eighties[J]. Journal of Economic Issues, 1995, 29(3): 719-746.
- [15] Crotty J. Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation[J]. Financialization and the world economy, 2005: 77.
- [16] Aglietta M, Breton R. Financial systems, corporate control and capital accumulation[J]. Economy and society, 2001, 30(4): 433-466.
- [17] 刘笃池,贺玉平,王曦.企业金融化对实体企业生产效率的影响研究[J].上海经济研究,2016(8):74-83.
- [18] 陆婷.经济政策不确定性与企业短期金融资产配置[J].投资研究,2018,37(8):93-113.
- [19] 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.
- [20] 张敏.股权性质、企业金融化与经营绩效[J].商业会计,2020(7):67-71.
- [21] 黄大禹,谢获宝.非金融企业金融化后的财务绩效分析:来自中国制造业企业的实证研究[J].技术经济,2021,40(7):103-112.
- [22] 肖明,崔超.金融化对我国非金融上市公司绩效的影响研究[J].财会通讯,2016(9):72-74.
- [23] 刘立夫,杜金岷.企业金融化对企业价值的影响:兼论过度金融化识别与治理[J].南方经济,2021(10):122-136.
- [24] 许志勇,潘攀.公司成长视角下金融化对经营绩效的影响研究[J].人民论坛·学术前沿,2018(6):100-103.
- [25] 巩娜.企业金融化、股权激励与公司绩效[J].经济管理,2021,43(1):156-174.
- [26] 李泉,肖红梅.实体企业金融化对公司绩效的影响研究[J].兰州学刊,2022(2):74-87.
- [27] 阳旻,刘姝雯,徐照宜,王青松.企业金融化对企业业绩的影响研究:基于期限结构异质性视角[J].会计研究,2021(9):77-94.
- [28] Du J, Li C, Wang Y. A comparative study of shadow banking activities of non-financial firms in transition economies[J]. China Economic Review, 2017, 46: S35-S49.
- [29] Akkemik K A, Özen İ. Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey[J]. Socio-Economic Review, 2014, 12(1): 71-98.
- [30] 惠丽丽,谢获宝,胡华夏.实体企业金融化与审计定价:投入补偿还是风险补偿[J].审计与经济研究,2019,34(03):60-68.
- [31] Baud C, Durand C. Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers[J]. Socio-economic review, 2012, 10(2): 241-266.
- [32] Duchin R. Cash holdings and corporate diversification[J]. The Journal of Finance, 2010, 65(3): 955.
- [33] 张明,罗灵.民营企业金融化影响生产率的实证研究:基于中国A股民营上市公司的经验分析[J].经济体制改革,2017(5):155-161.
- [34] Aglietta M, Breton R. Financial systems, corporate control and capital accumulation[J]. Economy and society, 2001, 30(4): 433-466.
- [35] 郭丽丽,徐珊.金融化、融资约束与企业经营绩效:基于中国非金融企业的实证研究[J].管理评论,2021,33(6):53-64.

作者简介:

潘雨帆,广西师范大学经济管理学院硕士研究生;研究方向:会计学。