

实体企业金融化与企业经营绩效

皮蕙菡

摘要:近年来,在我国经济新常态的背景下,实体经济增速减缓,越来越多的企业为了增长和转型涉足金融投资。基于此,本文聚焦于企业金融化对企业经营绩效的影响这个问题,使用中国A股非金融上市公司2010年至2020年的数据,验证了实体企业金融化总体对企业经营业绩的影响以“挤出”效应为主导,并在此基础上区分金融资产流动性差异对企业经营绩效的影响。本文还发现产权性质和行业特征对企业金融化与企业经营绩效关系的影响具有异质性。

关键词:实体企业金融化;企业经营绩效;脱实向虚

一、引言

近年来,中国非金融企业参与金融市场投融资活动日益频繁,部分实体企业的金融投资活动引发热议——主业为服装的雅戈尔,2020年公司投资业务实现净利润44.70亿元,而主营业务服装板块净利润仅10.1亿元,22年间,雅戈尔总投资收益超过400亿元;如云南白药2021年前三季度主营业务利润24.51亿元,然而金融投资浮亏超15亿元,云南白药仅是众多上市公司金融投资的缩影。2021年半年报数据显示有超过809家A股非金融类公司参与证券投资。

实体企业金融化的浪潮改变了传统企业的经营理念和经营模式,一些观点认为实体企业的金融投资会提升资金利用效率、为未来可能的研发等投入储备资金起到“蓄水池”的效果,另一些观点认为企业脱离主业、痴迷投资可能带来经济空心化、累积风险。企业金融化在微观上是企业的资产选择,中观上是金融资源的行业、资产间配置,宏观上影响着实体经济投资和经济增长。企业金融化的问题影响着中国经济高质量发展、市场经济进一步完善等重大问题,无论是对企业的经营绩效、创新能力,还是国家层面的经济发展模式转型都意义深远、亟待深入研究。

本文借鉴 Demir(2009)、谢家智等(2014)、宋军和陆旸(2015)等以企业持有的金融资产占比作为衡量企业金融化程度的方法,并在已有文献的基础上进行改进,优化企业金融化的度量口径,并根据流动性对企业的金融投资进行区分——短期金融投资和长期金融投资,探究不同类别的金融资产对企业经营绩效的影响是否存在异质性。

本文可能存在的创新点如下:第一,目前学界对企业金融化对企业经营绩效的影响仍未达成一致的观点,本文运用2010–2020年中国A股上市公司的最新数据对这个问题进行更新和追踪;第二,本文并不止步于笼统的企业金融化度量,而是根据流动性的差别区分了短期金融资产和长期金融资产对企业经营绩效影响的异质性,在已有文献的基础上进行了细化。

本文余下部分的结构如下:第二部分是既有文献进行了较为全面的归纳和评述;第三部分是阐述理论分析和研究假设;第四部分是介绍实证分析框架以及变量设计和数据来源;第五部分是实证结果分

作者简介

皮蕙菡:南开大学金融学院,硕士研究生。

析;第六部分是结论与建议。

二、文献综述

(一)金融化的定义

“金融化”是由 Kevin P. Phillips(1993)首次提出,伴随着经济自由化、资本流动和公司治理观念的转变,金融化程度逐渐加深并得到关注,在2008年金融危机前后学界和业界讨论金融化明显增多。

尽管许多文献试图给“金融化”一个清晰的定义,但“金融化”的概念目前仍是模糊而界限不明的(Aalbers, 2019)。Ingham(1996)认为金融化是收入及资本累积方式的转变——由生产销售的实业渠道盈利逐渐变为通过金融投资的虚拟渠道获益,而且虚拟渠道盈利占比逐渐上升。Epstein & Jayadev(2005)提出“金融化”是金融市场、金融机构等金融要素在经济发展中发挥更加重要的力量。后续研究金融化的文献倾向于研究不同角度下金融化带来的变化。Baud(2012)认为金融化应分为三个维度——总体目标的金融化是指实体企业的金融投资数量和频率增加、投资层面的金融化是指实体企业的金融资产占比不断增加、经营层面的金融化是指实体企业发展与客户和供应商的金融关系,总体目标强调宏观层面的金融化,投资和经营强调微观层面的金融化。

在早期,国内学界通常将“金融化”理解为虚拟经济,直到王广谦(1996)认为经济货币化发展到一定阶段后金融化便应运而生,表现为货币、股票等金融工具在国民经济总产值中的比重逐渐上升。中国实体企业在2007年以后金融化程度呈现显著的上升趋势(刘冠春, 2017),表现为:第一,获利层面的金融化,即金融投资的收益在企业盈利中占比上升;第二,企业资源配置的金融化,即企业的金融投资占资金运用的比重提高(吴丹红等, 2020)。

综上所述,在宏观层面,金融化表现为经济金融化或虚拟经济;在微观层面体现为企业金融化。

(二)实体企业金融化及其对企业经营绩效的影响

企业金融化是金融化概念的延申,企业金融化是金融化的微观表现,即企业逐渐加深对股票投资等金融工具投资的依赖。Sen(2015)从企业融资和企业投资这两个角度分析,在融资方面企业更偏向于在金融市场获得资金,在投资方面更倾向于金融领域。国内文献一般将“实体企业金融化”简称为“企业金融化”,也就是说国内文献谈论的企业金融化不包括金融机构。张晋元(1993)认为企业金融化涵盖领域较广,融资租赁、资产抵押、房地产开发等行为属于企业金融化的范畴。蔡明荣(2014)认为企业金融化可以从行为以及结果这两方面来理解,从行为上企业资产更多投向资本运作而非生产经营,从结果上企业利润更多来自于金融投资而不是生产经营。

综上所述,尽管国内外学者对企业金融化的关注点各不相同,但几乎都可以归纳为两个角度——资产配置和利润来源,前者指企业资产更偏向于投向金融领域,后者指企业的盈利更加依赖于金融渠道。

关于度量企业金融化的指标,大多数学者都选择金融资产在企业总资产中的比重来衡量企业金融化的程度,但不同学者选取金融资产的口径各不相同。James Crotty(2003)基于资金运用和利润分配的角度选择20个度量企业金融化的指标,如税前利润与企业市值之比等;Firat Demir(2007)在Crotty(2003)的基础上将企业金融化特征归纳为,实体企业短期金融资产净增加、固定投资率降低以及金融资产回报率增速大于固定资本投资回报率增速。吴非(2020)将金融资产分为长期金融资产和短期金融资产,长期金融资产包括长期股权投资、持有至到期投资和投资性房地产等,短期金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产和发放贷款及垫款等。中国学者多用交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产、持有至到期投资和投资性房地产衡量企业金融资产(刘珺, 2014)。

顾雷雷等(2020)认为还需要纳入其他应收款,该科目反映企业在民间进行影子银行活动的规模。

此外,部分学者还从利润来源的角度选取指标,刘贯春等(2017)使用投资收益和其他综合收益以及公允价值变动损益之和作为金融收益的衡量指标,并将其作为分子、营业利润作为分母计算出企业金融化程度。

学界对企业金融化对企业经营绩效影响观点不一,主要有挤出效应和蓄水池效应。有限的企业资源在金融投资与实体投资间存在替代关系(Tobin, 1965),如果企业将更多资源分配在短期金融投资上,那么长期的实物投资将减少(谢家智, 2014; Seo et al. 2012; 王红建, 2017等),这将使企业降低了用于设备更新和研发创新的资金投入。部分学者认为,金融资产的变现能力较强,企业金融化可以通过出售金融资产的方式盘活资金、弥补未来资金短缺、减轻融资约束,反哺主业投资,起到“蓄水池”效应(许志勇, 2015; 徐珊, 2019等)。

(三)文献评述

目前,企业金融化是金融化在微观层面的延申,不同学者对企业金融化的影响存在观点分歧。部分学者对企业金融化持有积极的观点,他们认为企业金融化可以提升企业资金利用效率、多元化配置资产、促进市场资源优化配置。另一部分学者对企业金融化持有负面的观点,他们认为企业金融化会对企业的投资效率、创新活动乃至主业发展造成不良影响,并会进一步提升企业的财务风险,影响金融市场稳定。此外,企业金融化的口径和度量方式存在着差异,部分类别的资产表面上可归为金融资产、实际中用于企业经营,应剔除这种类别的资产;而另一部分的金融资产比较隐蔽,需要进一步识别并加入到企业金融化的度量中。从度量口径的不统一和影响的差异来看,企业金融化的课题仍有待进一步细化和延申。

本文在已有文献的基础上,优化企业金融化的度量口径,并根据流动性的差异将金融资产细分为短期金融资产和长期金融资产,探究流动性不同的金融资产对企业经营绩效的影响是否存在异质性。

三、理论分析与假设提出

(一)实体企业金融化的微观动机

1. 企业管理的委托-代理问题导致管理者偏好短期利益

两权分离导致的委托-代理问题深刻影响着企业的财务决策,由于企业管理者和股东的激励不相容,管理者出于自身利益和业绩的考量而非企业长远发展的目标,动用对企业资产配置的自由裁量权,考虑到金融业和房地产业的回报率高于实体经济部门(胡聪慧, 2015)而管理者更加偏好短期利益,在短期内将资产投入金融市场回报率高于实物投资,从而使企业的财务决策更多偏向于金融投资。另一方面,实体企业的金融投资具有“重奖轻罚”的奖罚不对称的现象(徐经长, 2010),在金融投资获利而带来企业经营绩效提升时,管理者可以获得更高收入;而金融投资亏损时,管理者可将投资损失归因于市场环境、经济形势等外部因素,这种奖罚不对称的现象在一定程度上促使管理者偏好于金融投资。

2. 为应对不确定性而持有金融资产以保持流动性

我国以银行为主导的间接融资体系使企业面临着融资约束的问题(洪怡恬, 2014),相较于变现难、持有周期长的固定资产,金融资产的流动性强、变现能力强、调整成本较低,持有金融资产可以在企业未来面临资金短缺时以备不时之需(Tornell, 1990)。因此企业的金融投资决策可能是为了在长期内缓解融资约束问题,促进企业可持续发展。

(二)企业金融化对经营绩效影响的机制

1. “挤出”效应和“蓄水池”效应

创新是企业获得长远发展的重要支柱,然而企业创新活动投入的财务不确定性较高,一方面是因为创新活动具有长周期性,从投入到实现商业化的过程所需时间长,在过程中容易受到一些外部冲击,比如其他企业抢先注册专利发明等;另一方面,创新活动具有高投入性,需要持续的资本投入,需要投入的资金量巨大。

“挤出”效应的论点是,较之企业创新活动财务不确定性较高的特点,企业的金融投资具有相对较高的流动性和相对确定性。因此,从理性逐利的市场化角度来看,在同一时间段的投资中,投资具有独占性,企业需要在创新活动投资和金融投资之间进行权衡和选择,如果企业的金融投资挤出了创新活动投资,而创新是企业建立护城河、持续发展的重要动力,那么企业金融化将会通过挤出创新活动投资的渠道损害企业未来的经营绩效。Orhangazi(2006)提出金融化的“挤出”效应,Demir(2009)和Tori(2016)等用拉丁美洲和英国的数据验证了该效应;在中国学者的研究中,张成思(2015)发现在同等的外部融资条件下,当实物投资收益率低于金融资产收益率时,金融资产比重的增加会挤出实物投资。

“蓄水池”效应的论点是,企业配置金融资产是基于长远发展的战略考量,可以为企业未来可能会遇到的融资约束或外部冲击提供流动性,提升企业的内部融资能力,降低未来企业受到冲击后投资于创新活动的外部融资依赖,从而提升企业的可持续发展能力。从这个角度考虑,企业金融化将会促进企业未来的创新投入,从而提升企业经营绩效。张明和罗灵(2017)用我国A股民营上市公司的数据验证了金融化有助于提升民营实体企业的生产力,促进企业规模的扩大。

2.通过杠杆率和财务风险的变化而产生作用

从财务的角度考虑,企业金融化可以被看作资本结构的改变。现实世界并不似MM定理假定的“无摩擦”,市场信息不对称、资本的调整成本等因素导致企业的资本结构对企业未来发展十分重要。

由于不完全契约、信息不对称等因素,企业的内部融资成本低于外部融资成本,金融资产具有流动性,企业金融化可以形成比其他外部融资渠道如发股和发债等成本更低的现金流,并且可以通过留存收益的渠道降低企业的负债需求,以降低企业的资产负债率,也就是杠杆率,降低企业财务风险,从而对企业未来经营绩效起到积极的促进作用。

另一方面,我国存在着金融压抑的现象,可投资的安全资产和金融资产种类较少,在很长一段时间内,企业金融化的资金大多投向被普遍认为保值的房地产。房地产投资具有“财富效应”,能够提升企业的抵押品价值,修复资产负债表,促进企业获得更多的外部融资的支持,从而形成企业投资的路径依赖,即在企业依靠房地产投资提升安全抵押品价值后获得的融资继续投资在金融领域中,这会使企业卷入过度负债的泡沫中。而且,金融资产具有风险传染效应,一个领域的金融资产价格崩盘将会很快传染到其他领域,这加大了企业的财务风险。总之,企业金融化会改变企业的获利模式,金融渠道获利增加的模式会使企业形成高杠杆率的路径依赖,使企业负债偏高、资本结构偏离合理的区间,加剧企业的财务风险,从而对未来经营绩效产生负面影响。

(三)假设的提出

1.总体企业金融化对企业经营绩效的影响假设

实体企业金融化对企业经营绩效的影响主要存在着两种截然相反的效应:一是蓄水池效应;二是挤出效应。蓄水池效应是鉴于金融资产流动性较强、变现能力较强,企业可能会在未来面临着资金短缺的情况,这时可以出售金融资产而缓解融资约束;挤出效应是金融投资占用了企业用于实物投资的资金,从而对企业的长远发展造成阻碍。“蓄水池”效应主要是从企业资金时空错配的角度考虑,企业配置金融资产可以提高企业的信用等级、增强企业的融资能力,同时如果企业增加了金融渠道的利润,这意味着企业盈利能力也会得到提升,从而在流动性和盈利性两个方面有助于降低企业融资约束,为未来的经营发展留存资源。

综上,实体企业金融化对企业经营绩效的影响为正向或负向取决于“蓄水池”效应和“挤出”效应的相对大小,如果出于委托代理问题的金融化“挤出”效应大于“蓄水池”效应,会对企业经营绩效起负面影响;如果为了应对不确定性的金融化“蓄水池”效应大于“挤出”效应,会提升企业经营绩效。因此提出:

H1-1:企业金融化对经营绩效的影响以“蓄水池”效应为主导,起到正向的促进作用

H1-2: 企业金融化对经营绩效的影响以“挤出”效应为主导,起到负向的阻碍作用

2. 短期金融资产投资金融化对企业经营绩效的影响假设

同时,从总体而言,金融资产相对于固定资产等其他资产具有较高的流动性,但金融资产内部仍存在着流动性的差别。

本文将企业金融化分为短期金融资产投资和长期金融资产投资,交易性金融资产等被纳入短期金融资产的范畴,房地产投资等被纳入长期金融资产的范畴。短期金融资产投资在获取盈利之外还有预防性储备的功能,在企业资金充裕时进行短期金融资产投资,在需要流动性时出售,为企业的经营提供蓄水池,不会挤出投资期限较长的实业投资。因此提出:

H2-1: 企业金融化中的短期金融资产投资对经营绩效的影响以“蓄水池”效应为主导,起到正向的促进作用

H2-2: 企业金融化中的短期金融资产投资对经营绩效的影响以“挤出”效应为主导,起到负向的阻碍作用

3. 长期金融资产投资金融化对企业经营绩效的影响假设

由于企业用于投资的资金有限,期限较长的长期金融资产投资与同样期限较长的实业投资存在着替代效应。结合杠杆率和财务风险这一机制的分析,长期金融资产投资可能会扭曲企业的资本结构,使企业过度负债,并用融到的信贷资金又投向房地产等长期金融资产,考虑到金融资产的风险传染特性,这将加剧企业的财务风险,对企业经营绩效形成负面影响。因此提出:

H3-1: 企业金融化中的长期金融资产投资对经营绩效的影响以“蓄水池”效应为主导,起到正向的促进作用

H3-2: 企业金融化中的长期金融资产投资对经营绩效的影响以“挤出”效应为主导,起到负向的阻碍作用

四、研究设计

(一) 样本选取和数据来源

本文选取2010-2020年^①中国A股上市公司作为研究样本,为了提升数据的完整性和准确性,按照以下规则进行样本筛选:剔除已退市的样本;按照证监会公布的行业信息,剔除金融业、保险业和房地产业上市公司;剔除存在数据缺失的样本。最终,本文得到37804个公司-年份的面板数据观测值。其中,企业经营业绩为 t 期指标,金融化指标和其他控制变量为 $t-1$ 期指标。本文所使用的公司财务数据、公司治理数据和其他公司特征数据来自WIND数据库,宏观数据来自中经网统计数据库。本文对所有连续变量进行了1%的缩尾处理以控制极端值带来的偏差。

(二) 主要变量定义

1. 公司经营业绩($Performance_t$)

本文参考杜勇(2017)等的方法,以剔除金融相关收益的资产收益率(ROA)作为度量企业经营业绩的指标。指标的具体计算方法为: $Performance_t = (\text{营业利润} - \text{公允价值变动净收益} - \text{投资纯收益} + \text{对联营企业和合营企业的投资收益}) / \text{总资产}$ 。

^① 企业金融化在我国主要表现为影子银行的发展,2008年以后影子银行的规模在我国快速发展,特别是2010年-2017年影子银行的野蛮生长使我国杠杆率不断攀升,直至2017年影子银行问题受到党和国家重视之后进行去杠杆的结构性改革,但截至2020年底,中国广义影子银行规模为59万亿元,占2020年国内生产总值的58.3%,规模依然相当大,因此使用2010-2020年数据进行探索本文课题。

2010年-2020年中国A股企业平均经营业绩($Performance_t$)如图1所示,总体呈现下降趋势,2017年是转折点,可能的原因是结构性改革中的降杠杆、中美贸易摩擦、2018资管新规的出台以及新冠疫情等。

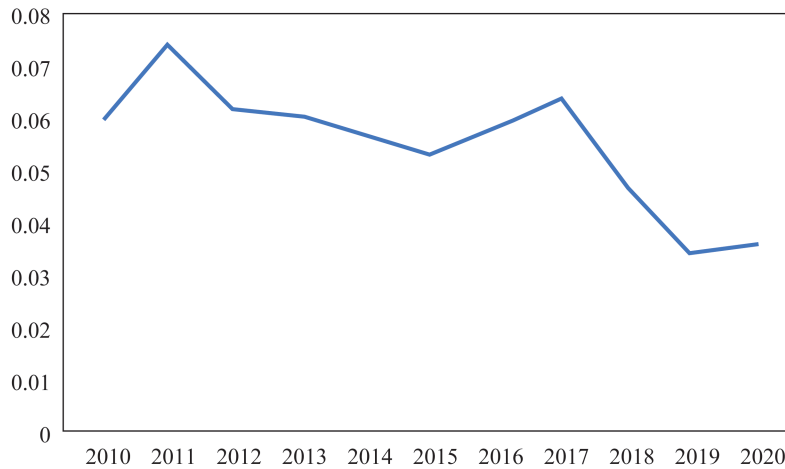


图1 2010年-2020年中国A股企业平均经营业绩

数据来源: Wind数据库, 作者绘制; 企业经营业绩的范畴详见变量定义部分, 纵轴单位为%

2. 金融化程度(Fin_{t-1} 、 Fin_short_{t-1} 、 Fin_long_{t-1})指标

本文参考 Demir(2009)、宋军和陆昉(2015)等方法, 把企业持有的金融资产与总资产之比作为衡量企业金融化程度的指标。按照资产负债表, 本文将可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额等归入企业金融类资产, 详见表1。此外, 本文借鉴杜勇(2017)的做法, 没有将货币资金归入本文定义的金融类资产范畴, 货币资金与企业经营活动的强相关, 主要服务于企业经营而非金融投资。鉴于我国房地产业“脱实向虚”的特征, 实体企业投向房地产的资金主要是用于炒房提升企业盈利而不是服务于企业真实的生产经营活动, 因此, 本文定义的企业金融类资产包括投资性房地产净额。指标的具体计算方法为: $Fin_{t-1} = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{买入返售金融资产} + \text{发放贷款及垫款} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资} + \text{投资性房地产}) / \text{总资产}$ 。

此外, 本文根据流动性的不同, 定义了短期金融资产投资(Fin_short_{t-1})和长期金融资产投资(Fin_long_{t-1})。指标的具体计算方法为: $Fin_short_{t-1} = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{买入返售金融资产}) / \text{总资产}$; $Fin_long_{t-1} = (\text{发放贷款及垫款} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资} + \text{投资性房地产}) / \text{总资产}$ 。

2010-2020年中国A股企业平均金融资产拥有量如图2所示。总体而言呈现上升趋势。在2018年时, 由于资管新规对房地产投资等的限制, 企业金融化的增长在2018年后主要由短期金融资产的增长而驱动。在2010-2020的十年间, 中国企业的金融化很大程度上表现为影子银行规模的壮大。

3. 特征变量

借鉴胡海峰(2020)的做法, 本文的异质性分析部分将涉及到企业产权性质(SOE), 此数据来自WIND数据库, 将样本分为国有企业和非国有企业, 当样本为国有企业时 $SOE = 1$, 否则 $SOE = 0$ 。

4. 其他控制变量

借鉴赵建宇(2018)、Kim(2018)等的研究, 为了控制公司财务特征、公司治理情况和宏观政策环境的差异, 本文选择规模(Size)、董事长和总经理是否兼任(Duality)、股权集中度(Top10)、货币供应增速(M2)这几个指标作为控制变量, 涵盖了上述三个方面的差异。本文所使用的各变量定义与计算公式见表1。

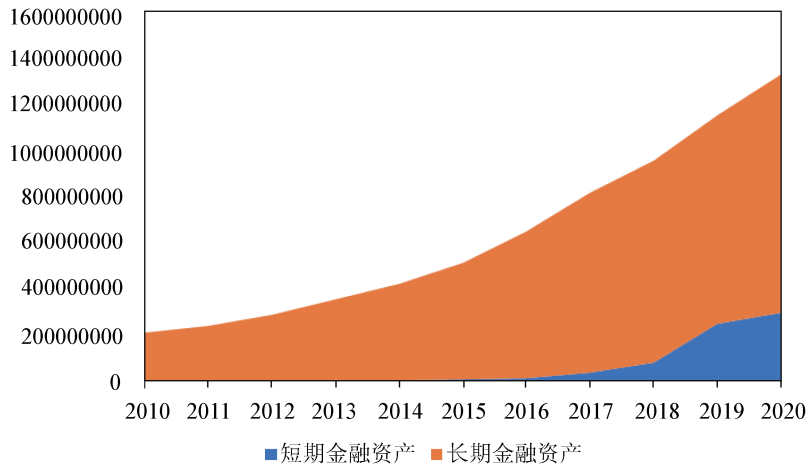


图2 2010-2020年中国A股企业平均金融资产拥有量

资料来源:Wind数据库,作者绘制;金融资产的范畴详见变量定义部分,纵轴单位为元

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量度量方法
企业经营业绩	<i>Performance</i>	(营业利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 + 对联营企业和合营企业的投资收益)/总资产
金融化程度	总体 <i>Fin</i>	(交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 买入返售金融资产 + 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)/总资产
	短期 <i>Fin_short</i>	(交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 买入返售金融资产)/总资产
	长期 <i>Fin_long</i>	(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)/总资产
产权性质	<i>SOE</i>	国有企业赋值为1,非国有企业赋值为0
企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
董事长和总经理是否兼任	<i>Duality</i>	兼任赋值为1,否则为0
股权集中度	<i>Top10</i>	用前十大股东持股比例衡量
货币供应增速	<i>M2</i>	用M2的增长率度量

(三) 计量模型设定

为了验证企业金融化与企业经营绩效的关系,本文构建了模型(1),若H1-1成立,预期 Fin_{i-1} 的回归系数 α_1 大于0且显著,则表明实体企业金融化对企业经营绩效起到正向的促进作用;若H1-2成立,预期 Fin_{i-1} 的回归系数 α_1 小于0且显著,则表明实体企业金融化对企业经营绩效起到负向的阻碍作用。为了控制行业异质性,本文选择CSMAR数据库的行业代码C(*Industry*)来区分各样本的行业,进行行业固定效应的处理;为了控制时间不同带来的差异,本文以年份(*Year*)进行时间固定效应的处理。*Industry*为行业固定效应,*Year*为时间固定效应, ε 为随机误差项。

$$Performance_i = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i-1} + \alpha_2 SOE + \alpha_3 Size_{i-1} + \alpha_4 Duality_{i-1} + \alpha_5 Top10_{i-1} + \alpha_6 M2_{i-1} + \sum \alpha_i Industry + \sum \alpha_j Year + \varepsilon \quad (1)$$

五、实证结果与分析

(一)描述性统计与相关性分析

表2显示的是各变量的描述性统计结果。企业经营绩效指标 $Performance_i$ 的均值为 5.4%、中位数为 5.4%。金融化程度 Fin 的均值为 5.5%，中位数为 1.4%，这表示 A 股上市公司持有金融资产的比例超过一半，金融化程度 Fin 的最大值为 98.7%，这代表一些企业持有的金融资产比例很大，几乎与企业总资产持平。其他信息详见下表。

表2 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$Performance$	42786	0.054	0.054	0.234	-25.703	1.545
Fin	42786	0.055	0.014	0.070	0.000	0.987
$Size$	42786	21.487	21.397	1.526	13.076	28.637
SOE	49850	0.234	0.000	0.424	0.000	1.000
$Duality$	49850	0.341	0.000	0.474	0.000	1.000
$Top10$	49850	28.146	0.000	31.277	0.000	101.430
$M2$	49850	0.121	0.122	0.032	0.081	0.197

表3显示的是各变量之间的相关系数矩阵， Fin 和 $Performance_i$ 的 Pearson 相关系数为 -0.054，并在 1% 的水平下显著，初步拒绝了前文提出的 H1-1，支持了 H1-2，相关性检验的结果认为实体企业经营绩效与金融化程度呈负相关关系，但仍需后续的多元回归来做进一步的检验。

表3 Pearson 相关系数矩阵

	$Performance$	Fin	$Size$	SOE	$Duality$	$Top10$	$M2$
$Performance$	1						
Fin	-0.054***	1					
$Size$	-0.052***	0.168***	1				
SOE	-0.066***	0.084***	0.416***	1			
$Duality$	0.047***	-0.043***	-0.243***	-0.295***	1		
$Top10$	-0.110***	0.179***	0.463***	0.238***	-0.147***	1	
$M2$	0.023***	-0.085***	-0.146***	-0.000	-0.000	-0.416***	1

(二)组间差异检验

按照金融化程度(*Fin*)从低到高排序,Group(1)是未持有金融资产的样本,Group(3)是金融化程度高于3/4分位数以上的样本,其余为Group(2)。表4显示了Group(1)、Group(2)、Group(3)的中位数差异检验,*Performance_i*的中位数从Group(1)、Group(2)到Group(3)递减,并且通过了1%水平的统计检验。Group(2)比Group(1)低了0.039,Group(3)比Group(1)低了0.055,并且通过了1%水平的统计检验,中位数差异检验的结果与均值差异检验所得出的结论相同。组间差异检验的结果与相关性分析的结果一致,进一步支持了假设H1-2——随着企业金融化程度的加深,实体企业的经营绩效降低。

表4 组间差异检验

	Group(1)	Group(2)	Group(3)
Panel A 均值差异检验			
Performance	0.087	0.048	0.032
(2)-(1): <i>diff</i> = -0.039 ^{***} , <i>p</i> - value = 0.000			
(3)-(1): <i>diff</i> = -0.055 ^{***} , <i>p</i> - value = 0.000			
(3)-(2): <i>diff</i> = -0.016 ^{***} , <i>p</i> - value = 0.000			
Panel B 中位数差异检验			
Performance	0.089	0.052	0.040
(2)-(1): <i>diff</i> = -0.037 ^{***} , <i>p</i> - value = 0.000			
(3)-(1): <i>diff</i> = -0.037 ^{***} , <i>p</i> - value = 0.000			
(3)-(2): <i>diff</i> = -0.012 ^{***} , <i>p</i> - value = 0.000			

(三)多元回归分析

表5报告了本文基本假设金融化程度与实体企业经营绩效的多元回归检验结果。第(1)列的结果是总体上实体企业金融化程度(*Fin*)对企业经营绩效的回归系数为-0.077,并在1%的统计水平下显著,这支持了假设H1-2,表明企业金融化程度与实体企业未来绩效呈现负相关的关系,即金融化程度越高的企业,未来经营绩效越差,企业金融化对企业经营的挤出效应大于蓄水池效应,企业的金融投资在总体上是“舍本逐末”挤出了企业主业经营资金。第(2)列和第(3)列的结果分别展示了短期金融投资(*Fin_short*)和长期金融投资(*Fin_long*)的回归系数分别为0.0108和-0.109,并都在1%的统计水平下显著。这表明短期金融资产投资对企业经营绩效起到积极作用,而长期金融资产投资对企业经营绩效起到消极作用,这支持了假设H2-1和假设H3-2。

表5 金融化程度与实体企业经营绩效

	(1)	(2)	(3)
<i>Fin</i>	-0.077 ^{***}		
<i>Fin_short</i>		0.0108 ^{***}	
<i>Fin_long</i>			-0.109 ^{***}

	(1)	(2)	(3)
<i>constant</i>	0.184***	0.188***	0.180***
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>R_square</i>	0.021	0.020	0.022
<i>F</i>	109.78	101.45	110.67
<i>N</i>	37801	37801	37801

注:t 值采用 Robust 修正,*、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著;*CVs* 代表控制前文所述的一系列控制变量,下同。

(四)稳健性分析

1. 内生性问题

虽然本文采用了 $t-1$ 期观测值度量金融化程度、用 t 期观测值度量企业经营业绩,企业经营业绩在时间上具有惯性,因此可能会产生一定的内生性问题。本文采用工具变量-广义矩估计(IV-GMM)方法,使用 Fin 的滞后 2 期(Fin_{t-2})和滞后 3 期(Fin_{t-3})作为工具变量来缓解内生性问题。本文使用 Kleibergen-Paap rk LM 统计量检验不可识别问题(*Underidentification test*),用 Kleibergen-Paap Wald F 统计量来检验弱工具变量问题(*Weak Instruments*),用 Hansen J 统计量检验工具变量的过度识别问题(*Overidentification Test*),本文所选取的工具变量在统计学上均不存在以上三个问题,具体而言,其中 Fin 、 Fin_{short} 和 Fin_{long} 的 Hansen J 的 p 值分别为 0.730、0.312 和 0.808,说明不存在过度识别问题。第二阶段的工具变量回归结果显示,在内生性问题得到一定控制的基础上,企业金融化总体和长期金融资产投资仍然与实体企业经营绩效有负相关的关系,短期金融资产投资与实体企业经营绩效有正相关的关系,进一步验证了前文的结论。

表 6 内生性问题

	(1)	(2)	(3)
<i>Fin</i>	-0.148***		
<i>Fin_short</i>		0.207***	
<i>Fin_long</i>			-0.147***
<i>constant</i>	-0.131***	-0.116***	-0.107
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Hansen J statistic</i>	0.045	1.022	0.059
<i>p-value of Hansen J statistic</i>	0.730	0.312	0.808
<i>R_square</i>	0.0490	0.051	0.052
<i>F</i>	91.380	77.910	91.50
<i>N</i>	33267	33267	33267

注:t 值采用 Robust 修正,*、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

2. 子样本回归

制造业是实体经济的支柱,占实体经济的比重大约 30%,因此本文选取子样本——制造业进行回归,回归结果如表 7 所示, Fin 回归系数仍在 1% 的水平下显著为负,与前文结论一致。

表 7 制造业子样本回归

	(1)	(2)	(3)
Fin	-0.109***		
Fin_short		0.132***	
Fin_long			-0.169***
$constant$	0.221***	0.232***	0.214***
CVs	Yes	Yes	Yes
$Industry$	No	Yes	Yes
$Year$	No	Yes	Yes
R_square	0.013	0.012	0.014
F	170.67	121.56	172.49
N	22331	22331	22331

注: t 值采用 Robust 修正,*、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

(五) 异质性分析

1. 产权性质: 国有企业与非国有企业

企业产权性质无论在实践中还是在学术界一直都是热点话题。那么在企业金融化与企业经营绩效的问题上,产权性质的不同是否带来不同的影响是个值得探究的问题。

如表 8 所示,民营企业的 Fin 、 Fin_short 和 Fin_long 回归系数分别为-0.097、0.141 和-0.157,并且都在 1% 的水平下显著,与此同时,国有企业的回归系数都不显著且明显小于民营企业的回归系数。这一部分原因是国有企业的预算软约束问题(李涛,2005),国企在银行贷款等资金渠道上拥有比非国企更大的优势,因此民营企业可用于金融投资的资金挤出了用于创新活动等实业投资的资金。另一方面,民营企业的委托代理问题更加严重,民营企业管理者可能会因为短期的业绩压力而选择金融资产进行投机套利,而非投资服务于更长远发展的经营活动。

表 8 异质性分析: 企业金融化、产权性质与企业经营绩效

	民营企业			国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Fin	-0.097***			-0.008		
Fin_short		0.141***			0.029	
Fin_long			-0.157***			-0.010
$constant$	0.234***	0.246***	0.222**	-0.048	-0.049	-0.048

	民营企业			国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R_square</i>	0.021	0.020	0.022	0.010	0.010	0.010
<i>F</i>	85.490	75.640	87.260	21.36	20.64	21.28
<i>N</i>	24072	24072	24072	9176	9176	9176

注:t 值采用 Robust 修正,*、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

2. 行业差异:高精尖企业与非高精尖企业

行业的差异影响着企业在创新活动、研发投入等方面的需求,因此,对企业的经营绩效可能会产生不同的影响。高精尖企业指的是具有高科技含量、高知识密集型、在一定区域内处于尖端的高端产业,以制造业为主,典型企业例如:以新材料为主要业务的恩捷股份、以半导体为主要产品的京运通等。高精尖企业的高科技属性意味着需要更多的创新投入,另一方面,我国目前正处于产业结构调整升级的关键时期,高精尖企业可通过发展主营的实业业绩获得政府的奖励,有发展实业的动力,因此预测,企业金融化对高精尖企业的影响小于非高精尖企业。

本文使用政府公布的高精尖企业名单中的企业和非高精尖企业来进行区分,数据来源于 Wind。表 9 的结果表明高精尖企业金融化对企业经营绩效的影响不显著;非高精尖行业的企业金融化对企业经营绩效影响显著,长短期金融化的影响与前文相同。这可能是因为非高精尖企业对创新投入的需求不甚明晰,因此在总体上本应用于创新投入的资金被金融投资挤出。而高精尖企业的创新能力是该企业在家行业内的制胜关键,企业更专注于技术创新而较少关注金融投资。

表 9 异质性分析:企业金融化、高精尖企业与企业经营绩效

	非高精尖企业			高精尖企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Fin</i>	-0.074***			0.005		
<i>Fin_short</i>		0.128***			0.060	
<i>Fin_long</i>			-0.108***			-0.047
<i>constant</i>	0.109**	0.111**	0.104**	-0.048	0.896***	0.887***
<i>CVs</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>R_square</i>	0.016	0.015	0.016	0.19	0.19	0.19
<i>F</i>	87.25	75.87	88.73	26.02	25.95	25.81
<i>N</i>	31095	31095	31095	2153	2153	2153

注:t 值采用 Robust 修正,*、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

六、结论与建议

本文使用中国A股非金融上市企业2010年至2020年的数据,验证了实体企业金融化总体对企业经营业绩以“挤出”效应为主导,即企业金融化对企业未来经营业绩起负面影响,可能的机制是:第一,企业金融化可能会挤出创新活动投资、损害企业未来的经营绩效;第二,企业金融化会改变企业的获利模式,金融渠道获利增加的模式会使企业形成高杠杆率的路径依赖,使企业负债偏高、资本结构偏离合理的区间,加剧企业的财务风险,从而对未来经营绩效产生负面影响。但投资金融资产流动性的不同对企业经营绩效的影响不同,短期金融资产投资对企业经营绩效起促进作用,而长期金融资产投资对企业经营绩效有负面影响。在此基础上,本文通过IV-GMM方法控制内生性后,企业金融化对企业未来经营业绩的影响结果仍然显著,并利用实体经济的支柱产业——制造业的子样本回归进一步证实了企业金融化的“挤出”效应。最后,本文还发现在产权性质方面,民营企业金融化对企业经营业绩的损害更大,在行业特征方面,非高精尖企业相较于高精尖企业呈现出更强的企业金融化对企业经营绩效的影响。

实体企业金融化的背后是严重的委托-代理问题,这可能会导致微观上企业陷入“金融投资-获取收益-金融投资”的炒作、宏观上资金空转,影响实体经济发展。因此,本文提出以下政策建议:

第一,政府加强金融监管,创造实体经济可持续发展环境。在经济发展进入新常态的背景下,实体产业增速放缓、利润变薄,边际红利的空间缩小,因此企业寻求金融投资而拉升短期业绩,如果要促使企业将更多资金用于实业产业发展而非是金融投资,关键是创造良好的实体经济可持续发展环境。政府需对金融相关领域进行分层监管,针对企业的异质性进行对症监管。对于实体经营发展良好但面临融资困境的企业,鼓励布局多样化的融资渠道,降低融资成本;对于仅靠金融工具投机套利、疏忽实业发展的企业,需要加强信息披露,促进整改。另外,政府可以通过减税降费、技术补贴等方式吸引企业进行实业投资。另一方面,政府需要完善金融发展框架,增强金融为实体经济服务的能力。

第二,优化企业治理结构。要加强企业薪酬合同中企业经营绩效与经营者薪酬之间的敏感性和关联性,进一步完善董事会职能,特别需要加强董事会在金融投资事项方面的审计监督作用;另一方面,要完善我国企业的股权结构,防止掌握企业控制权的大股东从事短期投机套利活动。

参考文献

- [1] 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.
- [2] 王红建,曹瑜强,杨庆,杨肇.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(01):155-166.
- [3] 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].经济研究,2016,51(12):32-46.
- [4] 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].世界经济,2018,41(01):148-173.
- [5] 刘珺,盛宏清,马岩.企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析[J].金融研究,2014(5):14.
- [6] 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):12.
- [7] 彭俞超,韩珩,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018(1):19.
- [8] 黄贤环,吴秋生,王瑶.金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J].财经研究,2018,44(12):14.
- [9] 谢家智,王文涛,江源.制造业金融化、政府控制与技术创新[J].经济学动态,2014(11):11.
- [10] 王广谦.现代经济发展中的金融因素及金融贡献度[J].经济研究,1996(5):7.
- [11] 张晋元.企业行为金融化——市场经济的大趋势[J].特区经济,1993(12):20-22.

- [12] 蔡明荣,任世驰. 企业金融化:一项研究综述[J]. 财经科学,2014(07):41-51.
- [13] 向海凌,郭东琪,吴非. 地方产业政策能否治理企业脱实向虚?——基于政府行为视角下的中国经验[J]. 国际金融研究, 2020(08):3-12.
- [14] 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[J]. 金融研究,2020(02):109-127.
- [15] 刘贯春. 金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”[J]. 统计研究,2017,34(07):49-61.
- [16] 胡聪慧,燕翔,郑建明. 有限注意、上市公司金融投资与股票回报率[J]. 会计研究,2015(10):82-88+97.
- [17] 徐经长,曾雪云. 公允价值计量与管理层薪酬契约[J]. 会计研究,2010(03):12-19+96.
- [18] 洪怡恬. 银企和政企关系、企业所有权性质与融资约束[J]. 宏观经济研究,2014(09):115-125.
- [19] Froud J, Johal S, Leaver A, et al. Financialization and Strategy[J]. 2006.
- [20] Markowitz, Harry H. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment[J]. Journal of the Institute of Actuaries, 1992.
- [21] Crotty, James. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era[J]. Research Briefs, 2005, 35(3):271-279.
- [22] Demir F. Private Investment, Portfolio Choice and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets[J]. Mpra Paper, 2007.
- [23] Aalbers, M. B. (2019), "Financialization", In: D. Richardson et al (eds), The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology, Oxford: Wiley.
- [24] Ingham, Geoffrey. The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times. Giovanni Arrighi[J]. American Journal of Sociology, 1996.
- [25] Epstein G A. Financialization and the World Economy. Edward Elgar, 2005.
- [26] Sen S, Dasgupta Z. Financialization and Corporate Investments[J]. Ssrn Electronic Journal, 2015.

Abstract: In recent years, in the context of the new normal of China's economy, the growth rate of the entity economy has slowed down, and more and more enterprises are involved in financial investment for growth and transformation. Based on this, this paper focuses on the impact of corporate financialization on corporate operating performance. Using the data of Chinese non-financial listed companies from 2010 to 2020, it verifies that the overall effect of corporate financialization on corporate operating performance is dominated by the “crowding out” effect. On this basis, it distinguishes that different financial asset liquidity has different effects on corporate operating performance. This paper also finds that the nature of property rights and industry characteristics have heterogeneity in the impact of corporate financialization on corporate performance.

Key word: Financialization of Entity Enterprises; Operating Performance of Entity Enterprises; Transform the Economy from Substantial to Fictitious