

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告

姓 名： 何泽豪

资格证号： 71040798

专业名称： 世界经济

拟定学位论文题目： 美国制造业企业金融化对企业利润影响的实证研究——以美国上市公司为例

报告日期：

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义（800字以内）（主要内容：阐述选题要解决什么问题，选题有何理论和现实意义）  （1）研究目的  美国实体经济是一个高度金融化的经济体系，在世界经济上举足轻重，其经济是否健康，都会辐射到整个世界经济。根据以往的观点，美国制造业企业通过加大金融化，从而提高了资本的利用率，对美国实体经济有积极的影响。但自2008年美国发生的次贷危机，其金融风险从金融企业传导到美国制造业企业，暴露了美国实体经济金融化的风险。如何准确看待美国制造业企业的金融化问题，不仅是美国在制定金融发展战略必须考虑的重大影响，也是各国所必须考虑的重要要素之一。  在理论层面上，非金融企业通过金融化的手段，会对企业经营活动带来正面及负面的影响。正面影响方面，企业通过金融化，减少闲置资金，加快资金的流动性，提高资金的利用率，降低资金的使用成本。但另一方面，资本具有逐利性，导致金融投资与实体投资有替代关系，制造业企业过多投资金融资产，必然导致挤压企业对产品的研发创新的主动性，进而影响企业主营业务的发展及产品创新能力的提升，不利于其主营业务的可持续发展。同时，金融风险也进一步更容易影响制造业企业，使其减少了对风险事件的抵抗能力。因此，美国制造业企业的金融化对自身的短期和长期发展以及盈利能力的影响研究，是一个值得研究的实证问题。本选题主要目的是探究美国制造业企业的金融化对经营利润率和净资产收益率的影响，为制造业企业金融化的相关研究提供实证参考，并根据研究结论，对于正确引导资金服务于实体经济，有效防控金融风险提出参考意见。  （2）研究意义  2021年12月，党中央对2022年经济工作提出总体要求，其中要求，结构政策要着力畅通国民经济循环，提升制造业核心竞争力，增强供应链韧性，要实现科技、产业、金融良性循环。通过研究美国制造业的金融化对企业利润的影响，提高对金融资产配置的合理使用水平，以“他山之石”对我国的发展起到启发或警示的作用。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述（3000字左右）（主要内容：做文献梳理和研究动态的综述，归纳已有的研究所做的工作，形成了哪些共识？列举出在哪些问题上仍未形成共识？各种不同的观点是什么？针对目前的研究，你发现了哪些问题想要继续研究？）  国外从宏观方面对“金融化”可以追溯到20世纪初。Dore（2002）认为金融化是金融在经济发展中控制权的不断扩大，金融业在实体经济活动中占据越来越重要的地位。Phillips（2002）的研究内容为美国经济的变化，发现美国主要的金融部门己经由银行业变为证券业，股票市场取代银行成为商业活动的中心，收入和债务开始出现证券化，这进一步推动了金融部门地位的提升。在Epstein（2005）看来，金融化是指金融从业人员、金融活动、金融市场和机构的规模日益扩大，在国内经济运行中的地位日益重要。Foster（2007）也有相似的观点，他认为金融化是金融部门在经济发展中扮演主导角色，经济活动的重心也从实体部门向金融投资转移。以上学者对金融化的理解倾向于从金融化的表象意思出发，根据金融部门在经济发展中地位的变迁来说明金融化的含义，而并未指出金融化对经济运行和经济发展产生的更为深刻的影响。另一方面，金融化可以看作是食利者阶层权力和地位的提升。Lenin（1916）、Hilferding（1910）、Hobson（1902)）皆认为金融化意味着食利者阶层能够享有更高的经济力量和政治力量。Levy和Dumenl（2005）认为金融化体现了食利者阶层的收入和财富和权利得到进一步扩张，经济地位和政治地位越来越高，进而会影响资本主义国家金融政策的制定。而国外学者对金融化在微观层面的研宄多集中在非金融企业上。Anighi（1994）和Krippner（2005）从利润积累的角度对金融化问题进行研究，在他们看来，金融化表现为企业的利润来源开始脱离传统的商品生产和贸易，而越来越多地来自高利润率的金融途径。Demir（2009)认为，金融化是指实体企业将资金更多地配置于虚拟程度高的金融资产的行为。Orhangazi（2006）也从狭义上对金融化进行了定义，他把金融化看作是非金融公司和金融市场关系的变化，一方面体现在非金融公司的金融投资和金融收益增加，另一方面体现在管理层通过股票回购、利息支付、股利支付等手段使越来越多的资金退出了企业的日常经营，以实现股东财富最大化的公司治理目标。  国内关于金融化的研宄基本是从上世纪90年代开始，而且有一个显著特点，即对于“金融化”的研宄多与“经济虚拟化”相关联。在王广谦（1996）看来，金融化属于经济货币化发展到一定阶段之后的产物，他把金融化看作是金融工具占国民生产总值的比值不断提高的过程，这里的金融工具包括货币化金融工具和非货币化金融工具。刘駿民（1998）对“经济虚拟化”问题进行研宄，他把虚拟经济概括为金融业和房地产业，并把虚拟经济的膨胀速度超过实际经济增长速度的现象定义为“经济虚拟化”。蔡则祥等（2004）与王广谦的观点类似，把经济金融化看作是金融工具总值在国民财富总值中地位不断提升的过程。徐丹丹和王芮（2011）把经济金融化和产业资本金融化相结合，认为后者伴随前者而出现，在经济金融化的过程中，一部分产业资本出于逐利的目的会向金融机构的渗透，进而转化为金融资本。  关于非金融企业金融化，国外主要是从利润积累模式和金融市场参与程度两个方面展开研究。在利润积累模式方面，Crotty（2005）、Krippner（2005）、Orhangazi（2008）、Foster（2010）等学者从资本的逐利性出发，认为20世纪70年代末滞胀危机对实体经济盈利能力造成影响，主要体现在生产过剩和需求不足上，相较之下金融市场发展速度加快，并且给企业带来了更高的利润率，促使非金融企业把投资目光转向金融领域，以寻求更高的回报率。但是最近的研究比如Davis（2016）和Rabinovich（2017）则指出，金融利润占总利润的份额可能并没有想象中高，因为会计指标的变化导致金融资产统计口径的变化，以前的统计口径可能将制造业企业不断增加的其他非金融活动也计算在金融资产范畴内，比如国际化生产等。除了利润积累模式以外，非金融企业的金融化还体现在企业与金融市场的关系上。Stockhammer（2004，2010）从企业参与金融市场的积极性入手，将非金融企业金融化定义为企业在金融市场上的股票分红和回购活动不断增加、金融市场的参与度不断增强的过程；Sen等（2015）整合了企业的投融资两个方面，并在此基础上进行非金融企业金融化的研究：一方面企业偏好金融投资，另一方面企业更加依赖外源融资，且外源融资中依赖传统银行贷款的比例大幅下降。尤辛（1999）和拉泽（2014）认为，在上个世纪末期，机构投资者地位不断提高，股东力量日益增强，股东作为企业所有者给管理者以股票期权激励，促理者有动力通过股息、股票回购等方式参＾金融市场活动，最大化股东的利益，这使企业决策一味迎合资本要求而不顾企业长远发展，从而将资金更多地投资于金融领域，导致企业有利润，没有繁荣”。Lazonick和O’Sullivan（2000）、Aglietta和Breton（2001）、Crotty（2005）、Lazonick（2014）等人的研究发现，造成美国非金融企业金融化的主要原因是企业过度参与金融市场活动，以股票回购为主要形式。  国内学者也从不同角度研究了非金融企业金融化。张慕濒（2013）整合了国外研究，并在此基础上从两个方面来进行阐述，一方面是非金融企业的利润积累方式和去向由实体生产变为金融投资，另一方面是选择用股票分红而非现金的方式对公司股东进行回报。许强（2014）将非金融企业金融化分动态和静态两个方面进行阐述，从动态方面看，非金融企业在经济活动中越来越多地使用金融支付，并且金融投资获得利润占总体利润的比重呈现不断提高的趋势；从静态方面看，主要表现为金融资产份额的不断上升。任世驰、蔡明荣（2014）则是从行为和结果两个角度来阐述非金融企业金融化：从行为角度，企业偏好于金融投资；从结果而言，企业利润构成中金融利润多过经营利润。  在宏观层面上，多数研究认为，过度金融化将使得企业发展重心从实体经济部门转向虚拟部门，形成产业空心化问题，甚至削弱制造业企业技术创新基础。如Palley（2008）指出，过度金融化会导致经济增长速度放缓，使经济自动平衡性的功能下降。Dore（2008）认为过度金融化会产生人力资源错配、社会信用被侵吞等问题。Freeman（2010）从公共物品的角度出发，认为过度金融化会导致企业对公共物品的供给减少。Bhaduri（2011）研究指出，金融化会使经济系统的平衡性下降，脆弱性增加，从而增加引发金融危机的可能性。Gonzalez（2013）等从失业率的角度出发，构建宏观劳动模型，研究经济金融化对失业率产生的影响，发现金融化使失业率上升了大约２个百分点。Ortiz（2014）更是把金融化类比为一种致命的病毒，认为金融化通过占据内部经济资源，像病毒一样实现自我复制甚至强化，从而严重挤压了其他部门的发展空间。由此可见，在宏观层面，多数学者对金融化的影响提出了质疑，特别指出过度金融化将形成产业空心化、增加引发金融危机的可能性。  与宏观层面对金融化产生普遍否定的研究结论有所不同，学者们在微观层面研究金融化的文献中认为，非金融企业金融化产生的不完全是消极作用。如张军等（2005）整合了1992-2005年574家上市公司的研究数据，用宏观维度的指标度量金融自由化程度，研究了金融自由化对于企业投融资行为产生的影响。结果发现，金融自由化改革不仅减少了企业的外部融资约束，还促进了企业实业投资。Smith和Stulz（1985）、Stulz（1996）、胡奕明等（2017）认为，企业运用闲置资金参与金融活动实现资金増值，有利于增强资金流动性，进而改善自身的资产结构，减少对外部资金的依赖；同时，企业以货币形式存放闲置资金，能够在生产经营需要资金时给予支持，减轻企业资金负担，有助于生产经营活动的开展。  Orhangazi（2008）研究发现，非金融企业将更多资金投向金融资产和金融机构，以获取超额利益，这会导致企业金融投资对实体投资产生“挤出效应”，影响企业的创新能力，不利于实体企业的可持续发展。谢家智（2013）等研究也认为，制造业企业的过度金融化将导致“去工业化”趋势加剧，进而削弱制造业赖以发展的基础，严重影响企业创新能力。宋军等（2015）发现，非金融企业金融资产（除货帀以外的金融资产）与其经营收益率呈现倒Ｕ形关系，对于低业绩的公司，金融资产发挥“替代效应”的负面影响，而对于高业绩的公司，则发挥“富余效应”的正面影响。而杜勇等（2017）的实证结果却表明金融资产份额扩大对未来主业经营收益率的倒Ｕ型影响并不显著。可见，微观层面对金融化的研究并没有取得一致结论。  通过整理文献，不同学者因研究的视角不一致，导致对企业的金融化的定义有所不同。因本文的研究对象使微观层面的制造业企业，所以暂拟用Demir（2009)的定义。同时，较少文献从非金融企业的金融化对企业利润率影响的研究，只有部分文献研究了金融化对企业经营利润率的影响，但未进一步研究对净资产收益率的影响。但实际上，净资产收益率也是一个重要的评价非金融企业盈利能力的财务指标。  结合以上综述，本次拟从经营利润率和净资产收益率两方面展开研究，通过实证分析，研究美国制造业企业金融化对其利润率的影响。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源（主要内容：说明论证拟采用的方法，如数理模型法、计量分析法等等，以及需要用到的数据及其来源）  （1）通过理论分析研究美国制造业企业开展金融活动和金融资产配置的动机及其对企业的利润影响，并进行相关假设。  （2）采用实证分析法，通过万得数据库收集美国2015-2020年制造业上市公司的数据，通过构建时间固定效应模型，探究制造业企业的金融化对其利润的影响。 |
| 2.核心观点（主要内容：初步阐述可能得到的观点及结论）  通过实证分析美国制造业企业的金融化对其利润率的影响，验证出美国制造业企业增加金融资产配置会抑制企业的经营利润率和净资产收益率。 |
| 3.创新之处（主要内容：简要阐述创新点，比如方法创新、方向创新、观点创新等等）  研究的创新点主要为，现有文献多数集中研究企业金融化对实体投资、产品创新能力产生的影响，较少文献从利润率角度研究美国制造业企业的金融化程度与经营利润率的关系，本文在前人研究的基础上，将利润率进一步细化为经营利润率及净资产收益率，分别研究美国制造业企业配置金融资产对其的影响。 |

|  |
| --- |
| 4.参考文献（顺序和格式参考模板如下，参考文献应当主要是近5年的相关资料，填写时，删掉以下参考模板）  1. 书  作者姓名（姓在前名在后）、书名（英文书用斜体或下划、中文书用书名号）、版次（如果不是第一版的话）、出版地、出版者，出版年。  中文图书：  姜明安，《行政法概要》，北京，北京大学出版社，1986。  外文图书：  [美]E. Gellhom, *Administrative Law and process,* West B. B. Boyer 1959.  2．期刊  作者姓名（姓在前名在后）、文章标题（引号）、期刊名（英文用斜体或下划、中文用书名号）、卷号和期号、出版年，页码。  中文期刊：  刘艺，“高校被诉引起的行政法思考”,《现代法学》，2001年第二期，93页~97页。  外文期刊：  Smith M. L. Publishing qualitative research, *American Educational Research Journal* 24(2),1987,173 -183.  3. 某本书中的某章或多个作者主编的会议文集  章的作者、章标题（引号）、主编姓名、书名（英文书用斜体或下划、中文用书名号）、出版地、出版者、页码，出版年。  中文内容：  马怀德，“公务法人问题研究”，劳凯声，《中国教育法制评论》，北京，教育科学出版社，2002,31~42。  外文内容：  Wright, P., 1986 "Reactions to an Ads contents versus judgements of Ads impact. ", In: J. Olsen and K. Sentis, eds. *Advertising and Consumer Psychology*. Vol. 3. New York: Praeger, 1986, 108~117.  ＊会议文集增加下列要素：  ·会议地点、会议日期、会议文集出版单位  4. 非出版物  作者姓名、引文标题（斜体或下划）、注明是非出版物，同时注明写作地点，时间。  中文内容：  王常委，“评家用汽车热销”（非出版物），中国人民大学红楼，1996。  外文内容：  Rignall, M. *Oral Narratives in English and Greek*. Unpublished MA thesis(C. A. L. S) University of Reading 1991.  5. 电子出版物或电子来源的资料  作者姓名、文章标题（引号）、期刊名（英文用斜体或下划、中文用书名号）、载体类型、卷号和期号、页码或长度、数据库名／URL、检索日期年。  中文电子来源：  温晓莉，“论知识经济社会微观公共权力的法律规则”,《法学》，互联网，200112 11~16，中文期刊数据库，2003年5月1日，2002年。  外文电子来源：  CIA.(1997). "Australia". In the World Factbook. [Online]. Available at http://www.odci.gov/cia/publicaions/factbook/index.html [1999. January 14].  6. 电子论坛的邮件  作者（年月日)、信件主题（引号）、讨论主题（斜体）、载体类型、电子论坛E-mail地址、检索时间  中文邮件：  王常委，1996年10月12日，“汽车”，评家用汽车热销互联网，writin-dev-h@mailbase.ac.uk，2001年5月4日。  外文邮件：  Strivens Janet (1999, March 8). "Essay Writing: Fred Astaire & Gene Kelly". *Writing Development in Higher Education* [Online]. Available E-mail: writin-dev-h @ mailbase. ac. uk [1999，March12]. |

|  |
| --- |
| 5.论文提纲（写到二级标题）  题 目： 美国制造业企业金融化对企业利润影响的实证研究——以美国上市公司为例  主题词：美国 制造业企业 金融化 企业利润  第1章 绪论   * 1. 研究背景   2. 研究目的及意义   3. 研究思路及方法   4. 研究创新点   第2章 文献综述  2.1 国外文献综述  2.2 国内文献综述  2.3 综合评述  第3章 理论分析与研究假设  3.1 金融资产配置对企业利润的影响  第4章 美国制造业企业金融化对企业利润影响的实证分析  4.1 变量选取与数据来源  4.2 实证模型构建  4.3 实证结果分析  第5章 研究结论与启示  5.1 研究结论  5.2 政策建议  5.3 研究不足与展望  参考文献 |