

企业金融化对实业投资的抑制

——基于A股上市公司的经验证据

刘永模¹, 黄静如^{1,2}

(1. 集美大学 财经学院, 福建 厦门 361021;

2. 集美大学海西经济运行效率与风险测评研究中心, 福建 厦门 361021)

[摘要] 基于现金流量表逻辑, 构建业务资产率和企业金融化测度指标, 对A股上市公司2008–2017年的财务报表数据进行实证检验, 经定量分析发现: 企业金融化在一定程度上具有投资替代效应, 抑制了企业实业投资。上述结论从微观企业视角为防范系统性金融风险提供了经验证据, 意在拓展和深化企业金融化的经济后果研究。

[关键词] 企业金融化; 实业投资; 挤出效应; 财务指标重构

[中图分类号] F 832. 48

[文献标识码] A

[文章编号] 1008-889X (2019) 03-0055-07

金融创新飞速发展之际, 大量企业涉足金融资产投资。与此同时, 政府不断发出防止企业资金脱实向虚的信号。2017年10月18日习近平总书记在十九大报告中指出, 要深化金融体制改革, 增强金融服务实体经济能力。^[1]2018年3月5日李克强总理在《政府工作报告》中强调, 要坚持把发展经济着力点放在实体经济上, 进一步激发市场主体活力, 提升经济发展质量。^[2]虚拟经济发展与实体经济发展是一个动态平衡、相互交织的过程, 金融正确的定位应是为实体经济服务。从微观企业主体上看, 企业金融化的经济后果可能具有两面性。积极的方面主要体现在有助于企业分散来自外部竞争风险和内部经营风险, 缓解企业财务困境, 优化经济资源的配置效率。消极的方面可能包括提高融资成本和债务负担, 抑制实体经济投资, 集聚金融风险等。那么, 企业金融化对企业实业投资行为是促进还是抑制呢? 其结果有待进一步研究。Orhangazi Ö、张成思等学者基于传统财务报表视角研究了企业金融化对企业实业投资的挤出效应。^[3-4]有别于现有文献, 笔者基于现金流量表逻辑, 重新思考资产和利润的分类, 并构建业务资产率和企业金融化

测度指标, 用以检验企业金融化对企业实业投资的影响。

一、文献综述

蔡明荣等认为所谓企业金融化是指企业利润更多地来源于非生产经营业务的投资, 企业追求资本增值的金融利润而非经营利润。^[5]企业金融化缘起于经济金融化, 是经济金融化在微观领域的深化和拓展。张成思等认为金融化是经济体本身表现出类似金融的性质或状态。^[6]如果把企业当作微观经济体分析, 那么上述定义可以理解为非金融企业采取的金融化行为, 或进行金融产品投资理财。国内外学者对企业金融化的经济后果展开了较为丰富的探讨, 多数学者对企业金融化持负面观点。Orhangazi 发现金融化对实体产业投资具有负向作用, 金融业的高回报会诱导管理者将资金投向金融活动而非实体产业。^[3]这一现象被称为金融化的“挤出效应”。Tori 等的研究表明不平等和金融化是加剧投资与利润之间缺乏关联的主要原因。^[7]Bleck 等发现即使一个部门的抵押品价值随着流动性注入而增加, 只要增长

[收稿日期] 2019-02-23

[基金项目] 福建省社会科学规划项目 (FJ2015C217)

[作者简介] 刘永模 (1994—), 男, 福建南平人, 硕士生, 主要从事财务与会计研究。

黄静如 (1980—), 女, 福建南安人, 副教授, 博士, 主要从事金融会计研究。

速度不如其他部门那么快,就有可能形成信贷挤出效应,阻碍了经济复苏。^[8]李建军等经过调研统计,发现样本中 40.6% 的企业需借助影子银行进行融资,而影子市场中平均债务资本成本高达 18.28%。^[9]刘珺等发现影子银行的利率水平高于同期银行贷款利率,影子银行的利率推高了中小企业和新兴企业的融资成本,较高的债务负担反过来会抑制企业投资的积极性。^[10]张成思等的实证检验表明,随着金融化程度的提高,由于金融资产成本和收益错配,企业会愈加依赖金融渠道获利,降低实体投资。^[4]也有部分学者对企业金融化持肯定的观点。Demir 认为非金融企业在金融市场中的多元化金融资产投资组合能给企业带来较高的报酬,即便在经济萧条期也能带来收益,进而起到分散经营风险,提高经营绩效的作用。^[11]众所周知,相比于固定资产,金融资产的流动性更高,变现能力更强。Denis 等从融资约束的角度研究,发现充裕的现金和较强的融资能力都能有效缓解融资约束从而提高企业投资水平。^[12]也有学者将房地产作为金融化产品纳入研究范畴。Chaney 等的研究表明,房地产在市场繁荣时具有抵押担保效应,能够缓解融资约束,进而提高固定资产投资。^[13]胡奕明等学者的研究表明,企业对金融资产的配置主要是基于“蓄水池”动机,即基于预防储备考虑,且这一动机在企业持有现金方面表现得尤为明显。^[14]

综上,学者们对于企业金融化的态度褒贬不一,企业金融化对企业实业投资乃至实体经济整体的影响未能得出一致的意见,该领域尚有值得进一步研究的空间,因此,笔者基于对财务报表重构的考虑,重新构建测度指标并进行实证检验。

二、理论分析与研究假设

1. “蓄水池”理论。“蓄水池”的理论基础可以追溯到 20 世纪中叶 Fisher 和 Friedman 的预防性储蓄理论。^[15-16]胡奕明、Stulz 等学者基于金融资产的研究证实并丰富了“蓄水池”理论

的内涵。^[14;17]“蓄水池”理论基于金融资产预防性动机的考虑,认为企业持有的金融资产是为生产经营而储备的。一方面金融资产满足了企业对资产流动性需求,缓解企业的资金压力,避免企业出现资金链断裂的风险。另一方面金融资产相对较高的收益,能够为企业再投资提供资金来源保障,缓解外源融资压力。换句话说,“蓄水池”理论所阐述的企业金融化实际上是理想的金融化,是为实体经济服务的金融化。

由上述分析,笔者提出假设 1:

H₁: 其他条件不变情况下,企业金融化与企业实业投资正相关。

2. 投资替代理论。投资替代理论在金融和产品市场上的相关研究起步于 21 世纪初 Duménil 等的文章,^[18]并经 Orhangazi、张成思等学者的科研成果证实后得到长足发展^[3-4]。投资替代理论基于金融资产投机性动机的考虑,认为企业持有的金融资产单纯是为了谋取金融利润而非经营利润。资本的逐利性显示,资金会从回报率低的产品流向回报率高的产品。毫无疑问,金融产品的回报率普遍高于普通商品,当资金主要流向金融产品而非生产产品时,从现象上看就表现为企业金融化,从经济后果上看势必会挤占原本的生产经营所需的投资份额,不利于企业的长期可持续发展,甚至有可能会损害实体经济整体有序运转。

由上述分析,笔者提出假设 1 的竞争性假设:

H₂: 其他条件不变情况下,企业金融化与企业实业投资负相关。

三、模型设定及数据来源

(一) 模型设定

参考前文所述研究成果构建计量模型。

$$\text{Invest} = \beta_0 + \beta_1 \text{Financialization} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Leverage} + \beta_4 \text{Growth} + \beta_5 B/M + \beta_6 \text{Top1} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon$$

具体变量定义如表 1 所示:

表 1 变量定义表

变量名	含义	解释
Invest	业务资产率	经营性（短期、长期）资产和业务投资资产与总资产的比值
Financialization	企业金融化	金融利润与业务利润的比值
Size	企业规模	公司期末总资产，取自然对数
Leverage	财务杠杆	公司期末总负债与总资产的比值
Growth	成长能力	公司的净资产增长率
B/M	账面市值比	公司权益账面价值与市场价值的比值
Top1	治理结构	第一大股东持股比例
Industry	行业	行业虚拟变量，采用申银万国的行业分类
Year	年度	年度虚拟变量，即样本数据所对应的年份

笔者基于现金流量表逻辑，构建了被解释变量业务资产率和核心解释变量企业金融化。笔者所界定的企业实业投资包括对内经营投资（类似于传统的实业投资）和对外业务投资两个方面，是指企业将资本投资于本企业或其关联企业（子公司、合营企业、联营企业等）的有形资产、无形资产等经营性资产。对于企业的投资状况，以往文献中的实业投资率指标通常采用固定资产、无形资产和其他长期资产三者之和和占总资产的比重进行衡量。该指标将股权投资排除在分子之外，有可能会低估了企业真实的投资水平。考虑到投资行为不仅包括对本企业的投资，也包括对关联企业的投资，如战略性的长期股权投资，因此，笔者在实业投资率指标的基础上，考虑对关联方的投资，提出业务资产率指标。该指标有助于相对合理地反映企业进行投资的真实状况，因此，笔者用业务资产率来度量企业实业投资状况，即业务资产合计占总资产合计的比率，具体计算如下：

业务资产率 = 业务投资合计 / 总资产合计
= (经营活动流动资产 + 经营活动非流动资产 + 业务投资资产) / 总资产合计

公式中：
经营活动流动资产 = 应收票据净额 + 应收账款净额 + 预付款项净额 + 其他应收款净额 + 存货净额 + 一年内到期的非流动资产 + 其他流动资产；

经营活动非流动资产 = 长期应收款净额 + 固

定资产净额 + 在建工程净额 + 工程物质 + 生产性生物资产净额 + 油气资产净额 + 无形资产净额 + 开发支出 + 投资性房地产净额 + 长期待摊费用 + 其他非流动资产；

业务投资资产 = 长期股权投资净额 + 应收股利净额 - 商誉净额。

Financialization 为企业金融化，是核心解释变量。现有文献关于企业金融化指标的度量主要有两种方法。一种是基于资产科目的度量，即金融投资资产占总资产的比重。另一种是基于利润来源方式的度量，即金融利润与经营利润两者之比。由于金融资产份额的比重属于一个静态指标，可能无法刻画投资行为的动态变化情况，^[4]因此，笔者并未采用资产科目方式测度，文中企业金融化具体度量方式为：

企业金融化 = 金融利润 / 业务利润
公式中：
金融利润 = 公允价值变动收益 - 财务费用；
业务利润 = 经营利润 + 业务投资收益
= 经营收益 - 经营费用 + 业务投资收益
= 营业收入 - (营业成本 + 税金及附加 + 销售费用 + 管理费用 + 资产减值损失) + 对联营企业和合营企业的投资收益

在控制变量中，考虑到在计算企业金融化指标时已用到收益数据，故模型中未对收益率指标予以控制。

(二) 数据来源

笔者选取 CSMAR 数据库沪深两市 A 股上市

公司 2008—2017 年的年度财务报表数据作为研究对象。笔者运用 Excel2016 进行初步整理，用 Stata15.1 进行计量分析，为了避免异常数据对研究的影响，笔者剔除了金融保险行业的公司样本；ST 的公司样本；资产负债率大于 1，即资不抵债的公司样本；数据缺失的公司样本，最终得到有效年度观察样本 20 047 个。

四、实证检验

（一）描述性统计

金融危机之后，我国大陆实体经济一度处于疲软状态，业务资产占总资产的比重总体上呈现出下滑的趋势，如图 1 的数据所示。

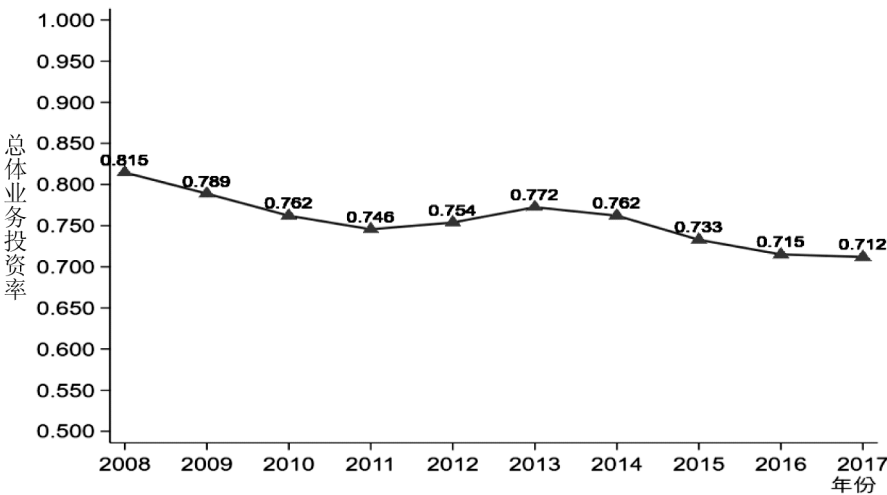


图 1 2008—2017 年企业总体业务资产率^①

表 2 列示了模型中主要变量的样本特征情况。其中业务资产率（Invest）最小值为 0、最大值为 1、均值为 0.75，可见有的企业并未进行业务资产的投资，也有企业专门从事主业生产经营投资并未涉足金融资产投资领域。企业金融化

（Financialization）的均值为 0.2，中位数为 0.17，可见企业金融化程度不容小觑，即总体上来看，样本公司中由参与金融活动产生的金融利润约为经营实体带来的业务利润的 1/5，虚拟经济成分并不占主导地位。

表 2 各主要变量的描述性统计

变量名	样本数	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Invest	20 047	0.75	0.18	0.00	0.80	1.00
Financialization	20 047	0.20	0.14	0.00	0.17	1.00
Size	20 047	22.49	1.01	19.52	22.41	28.56
Leverage	20 047	0.44	0.21	-0.19	0.44	1.00
Growth	20 047	0.19	0.65	-0.97	0.10	41.46
B/M	20 047	0.92	0.96	0.00	0.62	12.10
Top1	20 047	35.57	15.31	0.29	33.69	89.99

① 数据来源 CSMAR 数据库(<http://www.gtarsc.com>)，总体业务资产率系作者根据所有单样本业务资产率按年份求均值测算所得。

(二) 相关性分析

为了初步分析解释变量与被解释变量之间的相关关系以及初步判别是否存在模型设定偏误, 笔者同时进行了 Pearson 和 Spearman 相关分析。表 3 列示相关分析的结果。从表 3 中可以初步看出企业金融化与业务资产率负相关, 且在 1% 的显著性水平下显著。值得提醒的是相关分析只是两两之间的关系, 并未对控制变

量予以控制, 更可靠的结果需要进行进一步回归分析。相关系数均小于 0.8, 表明模型解释变量与控制变量间并不存在严重的多重共线性问题, 当然更加谨慎的做法是求得模型中解释变量的方差扩大因子 (VIF)。表 4 列示了 VIF 检验结果。结果显示最大的 VIF 为 1.65, 远远小于经验临界值 10, 进一步验证了模型不存在严重的多重共线性问题。

表 3 各主要变量的相关系数

	Invest	Financialization	Size	Leverage	Growth	B/M	Top1
Invest	1	-0.866***	-0.082***	0.389***	-0.206***	0.316***	0.084***
Financialization	-0.782***	1	-0.003	-0.368***	0.115***	-0.267***	-0.020***
Size	-0.069***	-0.022***	1	0.089***	0.233***	-0.052***	0.160***
Leverage	0.397***	-0.401***	0.093***	1	0.053***	0.610***	0.067***
Growth	-0.190***	0.081***	0.095***	-0.007	1	-0.061***	-0.008
B/M	0.261***	-0.224***	0.068***	0.557***	-0.020***	1	0.118***
Top1	0.093***	-0.009	0.201***	0.070***	-0.033***	0.132***	1

表格左下方为 Pearson 相关系数, 右上方为 Spearman 相关系数; *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

表 4 VIF 多重共线性检验

变量名	Financialization	Size	Leverage	Growth	B/M	Top1	Mean VIF
VIF	1.20	1.06	1.65	1.02	1.47	1.06	1.24

(三) 回归分析

对前文构建的计量模型, 笔者运用 Stata15.1 软件采用异方差稳健的标准误进行多元线性回归, 回归结果如表 5 所示。为了更好地区分企业金融化水平对其实业投资的影响, 表 5 中同时列示了控制行业和年度虚拟变量前后的回归结果。从回归结果可以清楚地看出控制行业和年度虚拟变量前, 模型中 Financialization 的回归系数为 -0.903, 在 1% 的显著性水平下显著, 即企业金融化程度越高, 业务资产率越低。通常而言, 消除行业异质性和年度影响因素后的回归结果可能更具可信性, 为此, 笔者在模型中对行业和年度加以控制, 回归结果如表 5 中最后一列所示。控制行业和年度虚拟变量后, 模型中 Financialization 的回归系数变为 -0.884, 仍在 1% 的显著性水平下显著。换句

话说, 假设 2 得到了检验支持, 假设 1 并未通过检验, 即在控制其他条件情况下, 企业金融化与业务资产率显著负相关。上述回归结果说明了“投资替代”理论能够较好地解释 A 股上市公司金融化的实际情况, 同时也为企业金融化对企业实业投资的“挤出效应”提供了新的经验证据。

从控制变量回归来看, 企业规模与业务资产率显著负相关, 表明企业规模越大, 企业进行实业投资的意愿越小。从企业生命周期上理解, 规模较大的企业多数处于成熟期, 通过增加投资来扩大生产规模并非其合适的战略选择。第一大股东持股比例与业务资产率显著正相关, 表明大股东持股的比例越高, 其在治理层中的控制权越大, 越有可能做到令行禁止, 提高了投资决策的效率。

表 5 普通最小二乘法 (OLS) 模型回归结果

企业金融化与业务资产率		
	控制行业年度前	控制行业年度后
Financialization	-0.903*** (-153.455)	-0.884*** (-138.578)
Size	-0.018*** (-21.565)	-0.010*** (-12.214)
Leverage	0.069*** (14.605)	0.049*** (10.222)
Growth	-0.032*** (-3.625)	-0.031*** (-3.579)
B/M	0.008*** (13.130)	0.005*** (7.343)
Top1	0.001*** (21.790)	0.001*** (15.650)
Industry		控制
Year		控制
_cons	1.269 (76.139)	1.153 (64.431)
N	20047	20047
Adj. R ²	0.653	0.684

***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.1$, 小括号中数据为 t 值, 表 6 同。

五、稳健性检验

为了增加研究结论的可靠性, 笔者采取了两种稳健性检验的方式: (1) 变换解释变量, 将企业金融化指标滞后一期。(2) 变换被解释变量, 以实业投资率作为业务资产率的替代变量, 即采用固定资产、无形资产和其他长期资产三者之和占总资产的比重进行重新度量。因篇幅所限, 文中未列示稳健性检验的回归结果。

不论是对解释变量进行滞后处理, 抑或是更换被解释变量, 主要解释变量回归系数的方向和显著性均与表 5 实证检验的结果基本一致, 模型回归系数中 Financialization 均为负值, 且在 1% 的显著性水平下显著, 说明回归结果具备一定的稳健性, 结论的可靠性相对较高。

六、结论及展望

笔者重新构造了企业金融化和实业投资的测

度指标, 使用沪深两市 A 股上市公司 2008—2017 年的年度财务报表数据, 实证检验了企业金融化对企业实业投资行为的影响, 研究发现: 企业金融化对企业实业投资具有抑制作用。研究结果支持了以往学者关于企业金融化对实业投资的“挤出效应”, 也证明了“投资替代”理论适用于当前我国大陆的特殊情境, “蓄水池”理论并未得到检验支持。该结果从微观视角为防范系统性金融风险提供具有价值的经验证据, 可供政策制定者和企业借鉴。此外, 企业金融化的研究具有以下可拓展方向: (1) 金融化程度显著影响企业实业投资行为, 未来可以进一步研究企业金融化影响企业投资的作用路径与机制; (2) 部分企业金融化未能达到理想的目标, 即未实现金融服务实体的宗旨, 甚至出现金融挤占实体, 显示出其负面效应。如何在金融化背景下出台和运行有效的宏观财政和货币政策, 以求金融促进实体经济发展, 是值得未来研究的一项重要课题。

[参考文献]

[1] 习近平. 决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告 [R]. 北京: 人民出版社, 2017.

[2] 李克强. 政府工作报告——2018 年 3 月 5 日在第十三届全国人民代表大会第一次会议上 [R]. 北京: 人民出版社, 2018.

[3] ORHANGAZI Ö. Financialization 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 (12): 34—48.

[5] 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.

[6] 张成思, 张步昙. 再论金融与实体经济: 经济金融化视角 [J]. 经济学动态, 2015 (6): 56—66.

[7] TORI D, ONARAN Ö. The effects of financialization on investment: evidence from firm level data for the UK [J]. Cambridge Journal of Economics, 2018, 42 (5): 1393—1416.

[8] BLECK A, LIU X. Credit expansion and credit misal-

- location [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2018 (94): 27–40.
- [9] 李建军, 胡风云. 中国中小企业融资结构、融资成本与影子信贷市场发展 [J]. *宏观经济研究*, 2013 (5): 7–11.
- [10] 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): 96–109.
- [11] DEMIR F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets [J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88 (2): 314–324.
- [12] DENIS D J, SIBILKOV V. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings [J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23 (1): 247–269.
- [13] CHANEY T, SRAER D, THESMAR D. The collateral channel: how real estate shocks affect corporate investment [J]. *American Economic Review*, 2012, 102 (6): 2381–2409.
- [14] 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): 183–196.
- [15] FISHER M R. Exploration in savings behaviour [J]. *Bulletin of the Oxford University Institute of Economics & Statistics*, 1956, 18 (3): 201–277.
- [16] FRIEDMAN M. A theory of the consumption function [M]. Princeton: Princeton University Press, 1957.
- [17] STULZ R M. Rethinking risk management [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, 3 (9): 8–24.
- [18] DUMÉNIL G, LÉVY D. The real and financial components of profitability (United States, 1952–2000) [J]. *Review of Radical Political Economics*, 2004, 36 (1): 82–110.

The Suppression Effect of Corporate Financialization on Industrial Investment

——Based on the Empirical Evidence from A-share Listed Companies

LIU Yong-mo¹, HUANG Jing-ru^{1,2}

(1. Finance and Economics College, Jimei University, Xiamen 361021, China;

2. Research Center for Haixi Economic Operation Efficiency and Risk Assessment, Jimei University, Xiamen 361021, China)

Abstract: Based on the cash flow statement logic, the business asset rate and corporate financialization measurement indicators were constructed, and the financial statements of A-share listed companies in 2008–2017 were empirically tested. After a quantitative analysis, it was found that enterprise financialization was a substitution of investment to a certain extent. The effect inhibited corporate investment. The conclusions above provides an empirical evidence for preventing systematic financial risks from the perspective of micro-enterprises, and helps to expand and deepen the research on the economic consequences of corporate financialization.

Key words: corporate financialization; corporate real investment; crowding out effect; financial indicator reconstruction

(责任编辑 林 芎)