

从微观视角理解经济“脱实向虚” ——企业金融化相关研究述评

戴 贇¹, 彭俞超^{2,3}, 马思超^{2,3}

(1. 中国人民大学 财政金融学院, 北京 100872; 2. 中央财经大学 金融学院, 北京 100081;
3. 中央财经大学 亚投行研究中心, 北京 100081)

摘 要: 企业金融化是经济“脱实向虚”的微观表现形式。本文从微观企业视角, 对关于企业金融化的前沿研究进行了梳理和述评, 着重辨析了经济金融化与企业金融化的概念差异, 划分了企业金融化的不同类型, 并分析了企业金融化的不同成因及其对经济发展的不同影响。以分散风险、缓解融资约束为目的的企业金融化能够提升企业的经营效率, 促进经济发展; 因银行融资歧视形成的企业金融化和因资产价格泡沫形成的企业金融化会削弱金融稳定, 阻碍经济发展。本文有助于研究者进一步从微观视角理解“脱实向虚”, 有针对性地研究不同类型的企业金融化, 并提出差异化的政策建议。

关键词: 企业金融化; 脱实向虚; 虚拟经济

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2018)11-0031-13

一、引 言

2008年经济危机后, 在实体经济持续疲软、而资产部门持续膨胀的背景下, 我国经济中呈现出了“脱实向虚”的趋势。有研究表明, 国资委管理的117家央企中有90多家在不同程度上涉足金融投资(谢家智等, 2014)。经济“脱实向虚”的趋势引起了党和国家领导人的密切关注。习近平总书记在第七十届联合国大会上指出, “2008年爆发的国际经济金融危机告诉我们, 放任资本逐利, 其结果将是引发新一轮危机”。李克强总理在2017年政府工作报告中也明确强调: “实体经济从来都是我国发展的根基”。虽然金融是现代经济的核心, 但是实体经济才是社会实物财富增长的源泉, 经济“脱实向虚”不利于金融和经济的协调共同发展。资源过分流向“以钱

收稿日期: 2017-10-12

基金项目: 中国博士后科学基金面上项目(2016M600156); 国家自然科学基金项目(71603304); 教育部哲学社会科学科学研究重大课题攻关项目(16JZD017)

作者简介: 戴 贇(1980—), 女, 中国人民大学财政金融学院博士研究生;
彭俞超(1987—), 男, 中央财经大学金融学院讲师, 经济学博士(通讯作者);
马思超(1990—), 男, 中央财经大学金融学院, 博士研究生。

生钱”的金融活动将造成虚拟经济的过度膨胀,引起经济系统的不稳定。当没有资金的流入来保证它的稳定状态的话,必然造成经济出现严重问题(成思危,2015)。资源较少地流向创造物质财富的生产活动会导致实体经济萎缩,进而使居民的财富变得虚拟化,贫富差距也会加大。由此可见,防范经济“脱实向虚”,促进金融向实体经济的理性回归至关重要(陈雨露,2015)。

本文首先对金融化的有关概念进行界定和辨析。企业金融化是经济“脱实向虚”的微观表现,是指企业在资产配置中更多的将资源配置在金融资产上。其次,本文从资产占比、收益占比、资产负债相关性三个方面阐述了企业金融化的识别和度量方式。再次,本文梳理了企业金融化的动机。为了有针对性地提出防范企业金融化的对策,就必须理清我国企业金融化的动机。现有研究对企业金融化动机的看法是不一致的,有些研究认为,企业持有必要的金融资产是为了更好地进行实体经济投资,是一种未雨绸缪的行为,如缓解财务困境(胡奕明等,2017)、对冲价格风险和汇率风险等。但另一些研究认为,面对实体经济投资与金融投资的收益率差异,企业选择金融投资就是为了最大化盈利(谢家智等,2014;张成思和张步县,2016),是一种投机取巧的行为。最后,本文梳理企业金融化对微观企业和宏观经济的影响。显然,不同动机导致的企业金融化对经济影响是不同的。有助于经济发展的企业金融化应该得到支持,而阻碍经济发展的企业金融化应该得到抑制。

与现有研究(包括相关文献述评)相比,本文有如下两方面的创新:(1)区别于张成思和张步县(2015)的宏观视角,我们主要从微观企业视角对“脱实向虚”的相关研究进行了梳理;(2)区分了企业金融化的不同动机和不同影响,提出对不同类型的企业金融化应当实施不同的政策。总之,本文对企业金融化相关研究的梳理有助于研究者进一步从微观视角理解“脱实向虚”,有针对性地研究不同类型的企业金融化,并提出差异化的政策建议。

二、企业金融化的内涵与度量

(一)企业金融化的内涵

随着经济“脱实向虚”的问题不断涌现,现有研究提出了“经济金融化”的概念——经济体本身表现出类似金融的性质或状态(张成思和张步县,2015)。这一定义主要是基于对英文词汇“financialization”提出的。Stockhammer(2004)、Krippner(2005)和Orhangazi(2008)等都提到了这一词汇,指实体经济部门参与金融投资活动的增加,以及利润中金融收益占比的提高。由于“脱实向虚”的主体是实体经济部门,从微观视角上看,张成思和张步县定义的“经济金融化”就是非金融企业的金融化行为。因而,参考蔡明荣和任世驰(2014)、王红建等(2016),本文将企业金融化定义为,非金融企业减少实体经济投资而增加金融资产(包括房地产等具有投资属性的商品)投资的趋势^①。

企业金融化并不是新近才出现的问题,早在20世纪90年代初期,深圳经济特区一些企业就通过投资证券市场、商品标准化合约和外汇市场来盈利(张晋元,1993)。但是,早期的研究并未将企业从事金融资产投资和利用金融资源从事实体经济投资区分开来,而把这两种行为都视作企业金融化,如翟连升(1992)把企业的固定资产中包含未清偿的银行债务视为企业资产的金融化;又如张晋元(1993)把企业参与融资租赁、补偿贸易,房地产企业利用土地抵押贷款和卖“楼花”等行为也视为企业金融化经营。国外研究中也有类似的问题,如Cotty(2005)和Orhangazi(2008)在度量企业金融化时采用了金融相关费用(净利息支付、股利分配和股票回购等)与现金流之比这一指标。显然,这一指标反映的是企业利用金融资源进行实体经济投资

^①现金和存款货币也属于金融资产,则企业持有货币也属于企业金融化。但是,这是一种特殊的企业金融化。存款和货币并不能为企业带来经济利润,但是为企业提供了必要的流动性。

的程度。非金融企业借助财务杠杆,利用金融资源进行实体经济投资并不属于企业金融化,也不是经济“脱实向虚”,而是正常的企业经营行为。当企业更多地利用金融资源(经济金融化水平提高)时,只要企业仍只是从事实体经济投资,经济并不会出现空心化和虚拟化(“脱实向虚”)。

此外,一些研究采用企业金融资产投资作为替代性的说法。如宋军和陆旸(2015)探索了上市公司持有非货币金融资产和经营收益率的U形关系,胡奕明等(2017)研究了上市公司的金融资产配置动机,又如Duchin等(2017)研究了美国上市企业持有风险金融资产的谨慎性储蓄动机。以上研究均分析了企业金融化行为的动机或影响,只是并未采用企业金融化这一词汇,以统一的词汇(企业金融化)来对这一概念进行命名具有重要的意义。

(二)企业金融化的度量与识别

根据企业金融化的定义,可以从利润和资产两个方面切入来度量企业从事金融投资活动的程度。企业金融化程度越高的企业,持有的金融资产占总资产的比重会越高,与此同时,通过金融投资获得的收益占总利润的比重也会越高。直接利用企业资产负债表和利润表的明细数据,就可以测算出企业金融化程度。但是,基于明细科目的度量方式要求企业必须披露详细的财务报表。显然,这仅适用于对上市公司企业金融化水平的度量。基于企业金融化的行为特征,现有研究还采用了另一种企业金融化的识别方法,即金融资产与金融负债的相关性。该识别方法不受报表数据完整性的限制,可以广泛运用非上市企业的样本,如工业企业数据库等。具体地,企业金融化的三种识别和度量方式如下:

1. 基于资产科目的度量方式

基于资产科目的度量方式即对上市企业数据中披露的流动资产投资等科目进行直接加总计算。这种度量方式的优点是具有较强的可操作性,但缺点是所选取的报表科目中可能会加入部分非金融的生产性投资。基于资产科目的企业金融化可以表示为:

$$\text{企业金融化(资产)} = \frac{\text{企业金融投资}}{\text{总资产}} \times 100\% \quad (1)$$

现有研究采用该指标的差异主要体现在对分子(企业金融投资)的度量上。如表1所示, Demir(2009a)较早地采用了这一度量方式来分析企业金融化的成因,它在度量墨西哥、阿根廷等发展中国家的企业金融化时,采用了现金、短期投资和对其他企业投资等科目作为企业金融投资的测量指标。与Demir不同,刘珺等(2014)根据中国上市企业的报表格式,进一步细化了

表1 基于资产科目对企业金融投资的度量方式

研究	企业金融投资的度量	计算方式
Demir (2009a)	流动资产:现金、银行存款、其他流动资产、支票;短期投资:股票、国库券、政府债券、私营部门债券、回购和其他短期投资	相对规模(占总资产比重)
刘珺等 (2014)	交易类金融资产:交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款	相对规模(占总资产比重)
宋军和陆旸 (2015)	交易类金融资产:交易性金融资产、衍生金融资产、短期投资净额、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期债权投资净额;其他流动性资产:其他流动性资产明细中的委托贷款、理财产品及信托产品投资余额;投资性房地产余额;长期股权投资(金融机构股权)	相对规模(占总资产比重)
胡奕明等 (2017)	金融资产(2002—2006年):货币资金、短期投资、应收利息、长期债券投资;金融资产(2007—2011年):货币资金、金融衍生产品、短期投资、交易性金融资产、应收利息、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期应收款	绝对规模(取对数);相对规模(占总资产比重)

资料来源:根据相关文献整理。

企业金融投资的度量方式,提出将交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款五类科目的年末余额之和作为企业金融投资规模的估算指标,并将其称为类金融资产。同时,他们还将类金融资产投资收益定义为扣除对联营企业和合营企业的投资收益后的投资净收益。根据其测算,2012年我国上市非金融企业类金融资产规模为2 243.12亿元,类金融资产平均报酬率为35.94%,远大于总资产报酬率(5.11%)。随后,宋军和陆旸(2015)对企业金融投资进行了进一步的扩展,引入衍生金融资产、短期投资净额、长期债权投资净额、长期股权投资(金融机构股权)和投资性房地产,以及其他流动性资产明细中的委托贷款、理财产品及信托产品投资余额,使企业金融投资的度量范围更加全面。根据其对我国2007—2012年上市的非金融公司的计算,金融资产占总资产均值为24.95%,而其中大部分为货币金融资产,均值为21.25%。

当企业总资产尤其是非金融类资产出现未预期的下降时,企业金融资产占总资产的比重可能也会大幅上升,而这并不是因企业投资决策引起的企业金融化。为了排除这种影响,也有学者采用企业金融投资的绝对规模来度量企业金融化。例如,胡奕明等(2017)在研究宏观经济环境如何影响企业的金融资产配置时,同时采用了金融资产相对规模(金融资产占总资产的比重)和金融资产绝对规模(企业金融投资的自然对数值)。彭俞超等(2018)在分析经济政策不确定性对企业金融化影响时,采用金融资产规模增长率度量了企业金融化。

在上文所提及的会计科目中,货币资金的持有既可能是非金融企业维持正常经营的生产性需求,也可能是参与金融活动的投资需求;同样,长期股权投资中也往往包含着企业出于生产性需求而持有的合营及联合公司的股份,不能将其完全归为金融化行为。综上所述,根据以往学者的研究和中国的会计准则,从资产科目出发,广义的金融资产应包括货币资金、持有到期投资、交易型金融资产、投资性房地产、可供出售的金融资产、长期股权投资以及应收股利和应收利息;狭义金融资产应扣除广义金融资产中的货币资金和长期股权投资。

2. 基于利润来源的度量方式

“企业积累利润的方式逐渐依赖于金融渠道”是企业金融化的另一种表述(Arrighi, 2010)。事实上,资产与收益是一枚硬币的两面,都反映了企业投资活动的结构。不同的是,以资产度量的企业金融化是收益实现之前的投资结构,客观地反映了企业的主观意愿;以利润度量的企业金融化是收益实现之后的投资结构,包含了市场价格、风险等其他因素。当投资人是理性的,且市场价格波动较小时,两种度量方式具有相对一致性。但是,如果投资人是相对不理性的,或金融市场价格波动较大,宏观经济不确定性较强,则以收益度量的企业金融化就会受到宏观因素和市场因素的干扰,不能较好地反映企业真实的金融投资意愿。从利润来源角度衡量的企业金融化可以由如下公式给出:

$$\text{企业金融化(利润)} = \frac{\text{金融投资收益}}{\text{经营利润}} \times 100\% \quad (2)$$

依据金融投资收益的度量口径不同,可将企业金融化指标分为广义与狭义两种。广义金融化指标中的金融投资收益包括公允价值变动损益、投资收益、净汇兑收益以及其他综合收益,而狭义金融化指标中的金融投资收益较广义金融化剔除了合营与联营企业的投资收益与其他综合收益。这是因为,企业与自己的合营、联营企业主要进行生产性合作,获得该收益的企业也会积极参与到生产活动之中,因而这部分收益虽然在科目上计入了投资收益,但事实上类似于实体经济投资的利润。按照Arrighi的区分,张成思和张步昙(2015, 2016)分别测算了我国广义口径与狭义口径下的企业金融化水平。与Arrighi稍有不同,在计算单个上市公司的企业金融化程度时,为避免营业利润出现负值而影响度量的准确性,他们采用营业利润的绝对值对金融投

资收益进行了标准化。根据张成思和张步昙的测算,不论是广义还是狭义口径,自2008年后,我国非金融上市公司的金融化水平持续上升,2014年广义金融化水平约为23%,狭义金融化水平约为14%。

此外,考虑到企业现金流较账面利润更能真实地反映企业的实际获利情况,Krippner(2005)采用现金流结构来度量企业金融化。具体而言,他以非金融企业的利息收入、股权收益、资本利得之和作为金融投资收益的现金流入,以营业利润与固定资产本年折旧之和作为生产性投资的现金流入,然后,用金融投资现金流入与生产性投资现金流入的比值作为企业金融化的度量之比。

3. 基于资产与负债相关性的识别方式

基于详细的资产负债表和利润表来度量企业金融化依赖于企业的报表披露程度。为了能够更广泛地识别企业金融化,Shin和Zhao(2013)、王永钦等(2015)利用金融资产和金融负债的相关性来识别企业金融化。该方法的理论基础源于融资优序理论(Myers, 1984),即当企业有投资需求时,相较于外源融资,企业会优先采用成本更低的内源融资。具体地,企业先减少现金及现金等价物等金融资产,购买长期的非金融资产;当金融资产都转化为长期的非金融资产后,如果企业的投资需求仍然不能被全部满足,则企业会借入外部资金,即金融负债会上升。那么,这时金融资产与金融负债是呈现反方向变动的。当企业借入银行资金并从事金融投资时,金融负债和金融资产都会上升,即发生同向变动。因此,根据金融资产和金融负债变化的相关性,即可识别企业金融化行为。

Hattori等(2009)最早利用了类似的思路来识别企业金融化。20世纪80年代,一些日本大型非金融企业发现债券市场的融资成本低于了银行的定期存款利率,则通过发行债券和存定期存款的方式进行套利。Hattori等(2009)发现,套利行为会使得这些企业的流动性比率与固定资产投资之间的负相关关系会减弱,甚至发生翻转。基于此结论,他提出,通过观测流动性比率与固定资产投资的相关系数变化,就能够识别出非金融企业是否参与了金融活动。然而,这种识别方式没有包含非金融企业之间的再贷款行为。Jiang等(2010)指出,资产负债表中的“其他应收款”科目主要包含了该企业向其他企业借出的资金,是企业金融投资的重要组成部分。因而,拓宽金融资产的度量范围,将更有助于准确的识别企业金融化行为。

Shin和Zhao(2013)拓展了Hattori等(2009)的思路,采用金融资产和金融负债的相关性来识别企业金融化。通过考察中印两国大型非金融企业的资产负债表,他们发现,这些企业的金融资产和金融负债的协同变动关系显著为正,而以美国非金融企业测算的该指标却显著为负。于是,Shin和Zhao推断中印等发展中国家可能存在着企业作为“实体中介”参与金融市场活动的现象。王永钦等(2015)认为,仅测量金融资产与金融负债的相关性不足以确定企业作为贷款方参与了金融化活动,因而,他们同时采用了Shin和Zhao提出的“金融负债—金融资产”相关性指标和Hattori等(2009)提出的“流动性比率—固定资产投资”相关性指标,发现我国企业的确参与了影子金融活动。与王永钦等(2015)类似,Du等(2017)利用该方法还识别了俄罗斯企业的金融化行为,发现了类似的结论。

三、企业金融化的不同动机

理清企业金融化的动机有助于针对性地提出防范企业金融化的对策。现有研究对企业金融化的原因做出了一些探索,但是得到的结论并不一致。例如,国内外一些学者认为,传统生产性行业的利润率下降是诱发非金融企业从事金融业务的主要原因(Krippner, 2005; 张成思和张步昙, 2015),但是,从数据上看,盈利性较高的企业由于资金充足、生产性投资机会相对欠

缺,也会增加金融投资比重(宋军和陆旸,2015)。通过对不同观点的研究进行梳理,我们将企业金融化动机的有关解释,分为“蓄水池”理论、“投资替代”理论和“实体中介”理论三类。根据这些不同的理论,我们可以把企业金融化划分为服务实体的企业金融化和阻碍实体的企业金融化两种类型。

(一)“蓄水池”理论与服务实体的企业金融化

“蓄水池”理论指出,企业持有金融资产的目的是流动性储备,以防止现金流冲击带来的资金链断裂风险(Smith和Stulz,1985;Stulz,1996;胡奕明等,2017),这一观点的理论基础最早可追溯到Keyne(1936)的预防性储蓄理论。相较于固定资产,金融资产的流动性更强,当企业面临财务困境时,企业能够迅速通过出售金融资产及时获得流动性,从而缓解企业的资金压力。另一方面,当企业认为未来将面临着宏观经济的不确定或潜在的投资机会时,也会偏好于“持币而动”,尤其是那些本身就存在融资约束的企业(Almeida等,2004)。Demir(2009b)通过对阿根廷等国非金融企业投资组合的分析得出,除了收益率之差外,应对宏观经济不确定性是企业持有金融资产的重要原因之一。此外,Ding等(2013)也认为企业对资金管理能够有效缓解融资约束对企业固定资产投资的作用。企业以缓解财务困境为目的而从事了一些金融投资,这是有益于实体经济发展的。因而,“蓄水池”理论所描述的企业金融化,是一种服务实体的企业金融化^①。必要的企业金融资产投资,缓解了企业的流动性风险,并使企业的实体经济获得得以维持。

然而,“蓄水池”理论所解释的企业金融化动机与我国的经济情况并不完全一致。根据该理论,实体经济投资越多的企业在遭遇财务困境时所需要的流动性也会越多,从而平时持有的流动性储备也会越多,也就是说,实体经济投资与金融资产投资应该呈现正相关关系。但从数据上看,我国企业金融投资与实体经济投资是负相关的(张成思和张步昙,2016),这与上述推断不一致,故“蓄水”并非是我国企业金融化的主要原因。

(二)“投资替代”理论与阻碍实体的企业金融化

“投资替代”理论认为,企业金融化的目的是追求利润最大化,故当金融投资收益率较实体经济投资收益率更高时,企业则会以金融资产投资替代实体经济投资,反之,则将以实体经济投资替代金融资产投资(Orhangazi,2008;Demir,2009a)。也就是说,“投资替代”理论认为金融投资收益率较生产性投资收益率更高是导致企业金融化的重要原因。

具体地,基于“投资替代”理论,我们可以从以下三个方面来解释企业金融化。第一,实体经济投资收益率的不断下降。发达国家传统生产性行业利润率长期下降是推动欧美国家企业金融化的原动力(张成思和张步昙,2015)。2008年金融危机以来,在国外需求不足、国内结构性矛盾突出的情况下,我国实体经济也陷入了持续的低迷状态,导致实体经济的投资收益率不断下降。第二,金融投资收益率的不断上升。在实体经济低迷的情况下,政府频繁地推出了宽松的货币政策,宏观上过剩的流动性流入了资本市场和房地产市场,造成了资产价格泡沫和房地产价格泡沫。股票市场和房地产市场的交替繁荣,引起了金融投资收益率的不断上升。第三,企业对短期利益的偏好程度上升。“股东价值最大化”的企业目标会使得管理层更看重短期利益,而偏好持有易于在短期内获利的金融资产而非投资实体,即使在两者收益率相似的情况下,这将在某种程度上改变以往企业“生产—留存—投资”的资产配置模式(Lakshman,2012)。

“投资替代”理论所解释的企业金融化,是一种阻碍实体的企业金融化。面对投资收益率的差距,不断涌入金融活动的资源会进一步推动资产价格的上涨,从而加剧实体经济投资与生产

^①与流动性储备类似,一些企业为了对冲原材料价格波动和汇率波动,也会持有一些具有分散风险功能的金融工具,如商品期货、外汇期权等。这类以分散风险为目的的企业金融化也是有利于实体经济发展的,也属于服务实体的企业金融化。

性投资的收益率差距,进一步削弱了实体经济投资。例如,Seo等(2012)和Akkemik和Özen(2014)分别通过韩国和土耳其的数据验证了“挤出效应”的存在,企业金融化加剧了实体经济投资的下降,并恶化了经济发展。

对于我国的情况,胡奕明等(2017)通过对2002—2011年我国非金融上市公司数据进行分析,检验了“蓄水池”理论和“投资替代”理论。他们的研究发现当资金环境变动时,企业金融化行为更多的与“蓄水池”动机有关,而面对经济形势的变化,“投资替代”动机则更为凸显。如果把企业持有现金算作企业金融化,则我国的企业金融化能够部分地被“蓄水池”理论所解释,如果把企业持有现金排除在企业金融化之外,则我国的企业金融化主要符合了“投资替代”理论。综合以上分析,追逐金融投资的高回报率可能是我国企业金融化的主要动机,而缓解融资困境是相对次要的动机。

(三)银行融资歧视与“实体中介”理论

与“蓄水池”理论和“投资替代”理论不同,Shin和Zhao(2013)提出了“实体中介”理论来解释新兴市场国家的企业金融化现象。一些企业易于从银行获得资金,但生产效率较低,因而一面从银行获得资金,另一面把资金转贷给其他企业。这类企业从事了类似金融中介的业务,故被称作“实体中介”^①,“实体中介”的产生主要源于银行的融资歧视。

风险不同的两类企业在向银行融资时,受到的融资约束不同,即融资歧视。在信息不对称的条件下,银行和企业之间存在金融摩擦,企业从银行获得融资将受到一定的融资约束。低风险企业更容易获得银行的青睐,从而受到的融资约束更小;而高风险企业却遭到银行的排斥,受到的融资约束更大,这一点在我国中小企业和非上市民营企业身上尤为突出。相比大型企业和国有企业,中小企业和民营企业受到自身发展时间短、规模小、管理体系不健全完善等因素的制约更难从银行获得融资(Hodgman, 1961)。而预算软约束的存在使银行更趋向于大客户的业务(Dewatripont和Maskin, 1995)。另外,银行和中小企业之间的信息不对称会带来逆向选择和道德风险问题,所以即使政府对中小企业融资问题加以干预,银行等正规金融部门也不会偏向于中小企业。

在受到融资歧视的情况下,企业将被迫寻找其他的融资渠道,如资本市场、影子银行等。在西方发达国家,尤其是市场主导的发达国家,高风险企业主要依靠风险资本、私募股权基金、资本市场等直接融资方式获得融资。在中国、印度等新兴市场国家,金融市场发展相对缓慢,高风险企业只能通过影子银行获得融资,推高了影子银行的投资收益率。面对影子银行投资的高收益率,那些拥有大量闲余资金的上市公司和大型企业具有盘活资金、提高资金利用效率的诉求。于是,这些企业便通过影子信贷体系,将资金提供给了那些难以从银行获得融资的企业,即表现为非金融企业金融化现象(Du等, 2016)。

四、企业金融化对经济发展的影响

(一)负面影响

“投资替代”理论和“实体中介”理论所解释的企业金融化对经济发展有着较大的负面影响。实体经济是创造物质财富的基础,金融只是实体经济发展的催化剂。当越来越多的非金融企业为了追逐金融投资的高收益而从事金融投资时,社会的物质财富增长将会滞后于货币收入的增长,引发严重的金融危机和财富不平等。具体而言,企业金融化对经济发展的直接负面影响表现为:

^①Shin和Zhao(2013)首次提出了“surrogate intermediation”一词,来指代那些把银行的贷款转贷给其他企业的非金融企业。我们将这个词意译为“实体中介”。这类企业的行为也被学术界称作“为贷而借”(borrow to lend)。

1. 抑制实体经济投资

企业持有金融资产会“挤出”甚至“替代”固定资产投资,Orhangazi(2008)通过对美国非金融企业实体产业投资率和金融化程度的研究,发现金融化对实体产业投资有显著负向影响。金融行业的高收益会诱使企业管理者在进行投资决策时,更偏向于投资金融活动而非实业产业,这一现象被Orhangazi称为金融化的“挤出效应”。Demir(2009)和Tori和Onaran(2016)分别以阿根廷、墨西哥、土耳其和英国的非金融企业为样本,也从不同侧面证明了“挤出效应”的存在。而根据全哲洙(2013)的测算,我国金融行业的平均利润为22%,而工业平均利润仅为6.4%,纺织业的平均利润仅为4.7%。巨大的利润率差异使得大量资金从实体流入金融产业,即本文所强调的经济“脱实向虚”。资本的逐利行为虽然符合经济学规律,但长此以往,脱离实体经济发展的金融市场繁荣只会是无本之木,无源之水。张成思和张步昙(2016)基于我国2006—2014年上市公司样本进行了实证研究,他们发现,随着企业金融化程度的加深,企业会越发依赖金融渠道的获利,而降低实体投资,并且弱化了货币政策提振实体经济的效果。此外,金融资产的风险收益错配也抑制实体投资,且这种抑制效应随着金融化程度的提升而增强。

2. 提高融资成本和债务负担

由于中小企业和新兴企业可选择的融资渠道少,资金需求迫切,在资金价格上缺乏议价能力,因而影子银行的利率不仅高于银行贷款利率,甚至接近新兴企业的资产收益率。较高的融资成本推高了此类企业的融资成本(刘珺等,2014)。而不断提高的债务负担使企业的利润率进一步下降,抑制了投资积极性。也就是说,以“融资贵”替代“融资难”,虽然在短期中能够缓解企业的财务困境,但在长期中会加剧企业的债务负担。

根据李建军和胡风云(2013)对我国15个省调研发现,样本中有40.6%的企业需要借助影子信贷融资,而在影子市场的平均融资成本达18.28%。目前我国影子银行体系包括商业银行主导的信贷型影子银行(委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票等),小额贷款公司、融资性担保公司、投资公司、财富管理公司等新型业态的非银行金融机构,以及传统的民间借贷等。实际上,作为“实体中介”的资金提供方企业仅仅是依靠自己的融资优势以低成本获取银行贷款或通过资本市场融资,再由影子银行体系贷给有资金需求的企业,分享资金收益,但这会推高社会的融资成本,有损社会福利。

3. 导致影子银行金融风险集聚

与美国等金融市场发达国家以衍生金融工具为主的影子银行不同,我国的影子银行主要表现为非金融企业同时作为融资方和投资方参与影子银行活动(胡进,2012;徐军辉,2013)。作为投资方,非金融企业(尤其是具有融资优势的上市公司、国有企业)通过持有可交易的金融资产间接参与或设立财务公司、小额贷款公司参与金融活动。作为融资方,非金融企业通过财务公司和小额贷款公司获得借款。

企业金融化水平不断提高导致影子银行规模也不断扩大,聚集了较大的金融风险,削弱了金融稳定(王永钦等,2015)。从风险管理的角度看,中小企业及新兴企业风险较高,大型企业、国有企业的风险较低,银行的融资歧视正是为了控制信用风险。然而,大型企业、国有企业通过影子银行向高风险的中小企业提供融资,提高了其自身承担的风险,从而间接地提高了银行的风险。作为“实体中介”的非金融企业并不具备像银行一样的专业的风险管理能力,当中小企业或新兴企业出现超预期的大面积违约时,这些“实体中介”企业也会因遭遇损失而被迫违约,最终使银行遭受更大的损失。影子银行是游离于银行可见范围之外的金融业务,它的风险最终会由银行承担。如果说歧视性的对待两类企业是银行为了控制风险而进行的策略性行为,那么,企业金融化就导致银行的这一策略性行为完全失效,甚至加重了银行的风险。

4. 推动房地产价格泡沫

众多学者在度量企业金融化程度时,将企业持有的投资性房地产纳入考量范围。基于资本密集度、市场杠杆率、资产流动性、价格波动性和过程稳定性指标,张成思等(2014)将房地产界定为高度金融化的商品。也就是说,房地产具有了较强的投资属性,非房地产企业投资房地产也属于企业金融化。

投资性房地产对于企业具有双重效应,一方面,房地产市场繁荣具有抵押担保效应,能够缓解企业融资约束,从而提高固定资产投资(Chaney等,2012;Gan,2007)。房地产是企业向银行借贷的重要抵押品,而房地产价格上涨能够提高企业所持有房地产的价值,从而能够缓解企业的融资约束,促进企业投资(Iacoviello,2005;Miao等,2015)。但是,这种抵押约束具有“金融加速器”作用,会放大经济波动,在经济下行的时候,企业投资与房地产价格会保持同步的下降(Liu等,2013)。另一方面,房地产市场繁荣具有投机效应和信贷挤出效应。Chen等(2015)基于中国企业样本发现,当房地产价格上涨时,企业会降低其主营业务的投资意愿,而把资金投向房地产市场,即投机效应。银行信贷也会被优先提供给繁荣的房地产部门,减少对其他部门的支持,即信贷挤出效应(Bleck和Liu,2018)。当房地产市场价格上涨时,企业金融化水平将进一步加剧,使资金进一步涌入房地产市场,推动房地产价格的加速上涨。这种正反馈作用加速了房地产市场泡沫的形成,也进一步加剧了房地产投资对实体经济投资的挤出作用。

(二)积极作用

企业金融化是一把双刃剑。除了上述消极作用外,企业金融化对经济发展也存在着一些积极影响,主要表现在以下三个方面:

1. 优化企业部门的资金配置

资源在企业之间的配置不合理会降低整个经济体生产率(Parente和Prescott,2000;Banerjee和Duflo,2005;Restuccia和Rogerson,2008),而企业金融化能使企业部门的资源实现再配置,从而提高资源配置效率。由于异质性企业受到银行的融资歧视,中小企业和新兴企业难以从银行获得充足的融资,而低效率的传统企业从银行获得了相对过量的资金。企业的金融化行为使资金自发地从低效企业一端通过影子银行体系流向了高效企业一端,从而缓解了融资歧视引起的资源错配,提高了整个经济的资源配置效率(Hsieh和Klenow,2009)。Du等(2017)的研究也支持了这一观点,但是,他们还认为,如果考虑到影子银行的风险及其对银行风险的放大作用,则企业金融化可能损害了银行的利益。因此,充当“实体中介”的企业金融化能够改进资源配置效率,但可能引起较大的影子银行风险,导致弊大于利。

2. 分散企业风险

企业金融化有助于企业分散宏观经济或其余外部冲击带来的风险以及缓解财务困境。金融体系的信用扩张具有亲周期的特征,经济上行向好时期,银行增加信贷投放;在经济衰退时,银行则会减少贷款业务(Bernanke等,1999),这会使得本就受到融资约束的企业既无市场又无资金。而非金融企业通过在金融市场中多元化的投资组合能够在经济繁荣时实现高额投资回报,而在经济萧条时也能获得收益,规避经营风险,从而提高企业绩效(Demir,2009a)。

此外,对于生产性企业而言,上游原材料价格波动、海外市场的汇率波动都会对企业利润产生巨大影响,面对外部不确定冲击,若没有有效方式加以对冲,即使通过实体产业创造出利润也会被突如其来的风暴所席卷。面对这种金融需求,套期保值、远期定价、远期合约等金融工具能够很好地锁定损失,避免远期风险。例如,早在2014年,沙钢集团面对原料价格的大幅波动,果断使用期货市场套保工具避免了巨额经济损失。

3. 缓解财务困境

相较于固定资产,金融资产的流动性更高,当企业资金盈余时,可以将多余资金用于金融资产投资。在企业遭遇未预期的负冲击而资金短缺时,也可以卖出金融资产以获得流动性,缓解财务困境(Smith和Stulz,1985;Stulz,1996)。从融资约束的视角考虑,充裕的现金持有和较强的融资能力,都能够有效缓解融资约束从而提高投资水平(Denis和Sibilkov,2010;Aivazian等,2005),尤其是在外部冲击来临时(Duchin,2010)。则企业持有的现金和易于变现的可交易金融产品能够缓解其融资约束,并在有投资意愿时,不会因资金短缺而放弃投资项目,即可能对实业投资有促进作用。Kliman和Williams(2015)也指出美国非金融企业也并未因其金融化而导致实体投资率下降。

由此可见,虽然经济“脱实向虚”不利于经济发展和经济稳定,但是,企业金融化并非一无是处。值得强调的是,不同类型的企业金融化对经济发展的影响是不同的。因实体经济利润率下降和资产价格泡沫引起的企业金融化是阻碍实体的企业金融化,不利于金融体系稳定和经济健康发展;因银行融资歧视的企业金融化弊大于利,也不利于经济发展;以缓解企业财务困境和分散风险为动机的企业金融化是服务实体的企业金融化,将有助于经济发展。

五、研究结论与展望

(一) 研究结论

20世纪80年代以来,欧美发达国家出现了经济空心化、虚拟化的趋势。2008年金融危机以后,我国也出现了经济“脱实向虚”的苗头。从微观上看,经济“脱实向虚”就是企业的投资结构中金融资产投资占比不断上升,即企业金融化。

不同企业进行金融化的动机是不同的,不同动机的企业金融化对宏观经济的影响也不尽相同。通过对现有文献的梳理,可以发现,企业金融化主要有储蓄和投机两种动机。第一,储蓄动机。面对未来经济的不确定性,企业为了在遇到财务困境时仍然能够获得足量的现金,会在平时持有一部分流动性资产(“蓄水池”)。在这种情况下,企业持有金融资产的最终目的仍然是为了实体经济投资。哪怕这些金融资产并不能带来足够的利润,企业仍然会持有。以储蓄为动机的企业金融化能够促进企业更好地进行实体经济投资活动,其利大于弊。第二,投机动机。面临较低的实体经济投资回报率,受到经理人绩效压力的影响,企业会选择积极参与金融市场投机活动来获利。在这种情况下,企业金融化不利于实体经济投资活动,而且,会导致资产价格泡沫和系统性金融风险,阻碍金融稳定和宏观经济稳定。

(二) 政策建议

使金融回归本源,服从服务于实体经济,是习近平总书记提出的金融治理原则。经济过分虚拟化,不利于经济可持续发展。然而,我们应当区分对待两类动机不同的企业金融化行为。对于以储蓄为动机的企业,应给予政策支持;对于以投机为动机的企业,应给予政策管制。基于以上结论,本文提出如下政策建议:

第一,健全金融市场制度,减少对金融资产的交易限制,提高金融资产的流动性,使金融资产价格能够充分反映市场信息,从金融资产供给方面做出改革。中国金融市场发展较快,但是金融市场质量不高。金融资产的品种较少,流动性较差,并不适用于作为企业流动性贮藏的工具,反而成为企业投机的标的。因而,完善金融市场,提高金融资产流动性,将有助于促进企业利用金融资产来实现风险规避的目的,抑制企业针对金融资产暴涨暴跌而进行的投机活动。

第二,对银行信贷供给严格监管,指向性地增强支持实体经济的信贷活动。大量受银行青睐的国有企业、大型企业从银行获得廉价的资金,却投资于房地产、金融资产等虚拟经济活动

中。加强银行监管,要求银行在放贷时对企业实体经济投资项目进行持续监督,保证资金不被挪用。采用结构性货币政策,定向地支持中小企业,支持实体经济投资活动,将有助于引导经济“脱虚向实”。

第三,降低企业税费,鼓励企业创新,提高实体经济活动的投资回报率。彭俞超等(2017)的研究表明,降低企业税负能够缓解企业的盈利性压力,从而抑制企业金融化行为。加强对研发和创新的支持,提高实体经济活力,将有助于以市场的方式缓解资金“脱实向虚”的问题。

(三)研究展望

中国经济经历了近四十年的粗放式快速成长,金融规模和经济规模都得到了极大的提高。宏观流动性过剩与微观流动性紧缺并存,金融市场制度不完善,实体经济发展质量低等问题,导致中国经济中存在着许多金融乱象。经济“脱实向虚”就是当前经济中最重要的问题之一。这一问题,本质上是经济不平衡、不充分发展的问题。协调虚拟经济与实体经济的关系,发挥金融对实体经济润滑剂的作用,将有助于经济健康可持续发展。

无论是理论研究还是经验分析,无论是原因探索还是对策分析,对中国企业金融化的讨论都尚未达成一致的结论,诸多问题还有待研究者们进行进一步的研究。未来关于企业金融化的研究可以从以下三个方面拓展:

第一,进一步识别中国企业金融化的不同动机,并分析企业金融化对宏观经济的影响。从理论上,现有研究已经指出,企业金融化存在不同的动机,而且不同动机下的企业金融化对宏观经济影响是迥异的。然而,现有研究尚未提出如何识别企业金融化的不同动机。一般而言,受到较强融资约束的企业更有预防性储蓄的动机,而主营业务盈利性较弱的企业更有投机的动机。未来的研究可以从这个方面切入去识别企业金融化的类型。此外,现有研究大多从实证角度分析了企业金融化对实体经济的影响,鲜有研究构建宏观经济学模型探索企业金融化对宏观经济的作用。分别考察不同类型的企业金融化在宏观经济中的作用,可为分析抑制经济“脱实向虚”的政策有效性提供理论基础。

第二,探索企业金融化的最优程度。企业利用金融资源、适当参与金融活动也有其积极的一面。当前我国面临的“脱实向虚”问题,可能是由于非金融企业过度地金融化了。那么,企业金融化是否存在最优水平?现有实证研究大多是利用线性模型探索了企业金融化与企业实体经济投资的关系,鲜有研究探讨这一关系的非线性可能。利用简单的非线性实证模型,如“包含二次项的实证模型”、门槛效应模型等,实证检验企业金融化对企业投资、绩效,以及经济发展的非线性影响,是未来值得研究的方向。此外,借助理论模型,引入企业金融化对经济不同方面的影响,也能够从理论上分析最优企业金融化水平存在的可能性。

第三,利用理论和实证方法,探索切实可行的政策。理论的创新和发展能够帮助我们认识世界,而基于理论提出的政策建议将有助于我们改造世界。现有研究很少针对抑制企业金融化的政策进行分析。基于内生企业金融化的宏观经济模型,未来研究可以着重分析宏观审慎监管、金融改革等政策对防范经济“脱实向虚”的效果。基于企业层面和区域层面的混合数据,也可以分析政策实施对企业金融化的影响。这些都将有助于政府设计和实施合适的政策,抑制经济“脱实向虚”,促进金融与实体经济有效结合,促进金融稳定和经济健康发展。

主要参考文献

- [1]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.
- [2]成思危. 虚拟经济不可膨胀[J]. *资本市场*,2015,(1): 8.
- [3]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):

181-194.

- [4]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.
- [5]彭俞超, 韩珣, 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): 137-155.
- [6]彭俞超, 刘代民, 顾雷雷. 减税能缓解经济“脱实向虚”吗?——来自上市公司的证据[J]. 税务研究, 2017, (8): 93-97.
- [7]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[J]. 金融研究, 2015, (6): 111-127.
- [8]王红军, 李茫茫, 汤泰劼. 实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J]. 中国工业经济, 2016, (11): 73-89.
- [9]汪平. 经济金融化与金融经济学的发展[J]. 经济学动态, 1998, (12): 50-54.
- [10]王永钦, 刘紫寒, 李婧, 等. 识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据[J]. 管理世界, 2015, (12): 24-40.
- [11]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): 78-88.
- [12]翟连升. 企业资产金融化趋势简析[J]. 经济研究, 1992, (5): 55-56.
- [13]张成思, 张步县. 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.
- [14]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, (12): 32-46.
- [15]Akkemik K A, Özen Ş. Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of turkey[J]. *Socio-Economic Review*, 2014, 12(1): 71-98.
- [16]Bleck A, Liu X W. Credit expansion and credit misallocation[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2018, 94: 27-40.
- [17]Chaney T, Sraer D, Thesmar D. The collateral channel: How real estate shocks affect corporate investment[J]. *The American Economic Review*, 2012, 102(6): 2381-2409.
- [18]Crotty J, Epstein G. In defence of capital controls[J]. *Socialist Register*, 1996, 32: 118-149.
- [19]Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. *Journal of Development Economics*, 2009a, 88(2): 314-324.
- [20]Demir F. Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: Private investment and cash flow relationship revisited[J]. *World Development*, 2009b, 37(5): 953-964.
- [21]Denis D J, Sibilkov V. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(1): 247-269.
- [22]Ding S, Guariglia A, Knight J B. Investment and financing constraints in China: Does working capital management make a difference?[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(5): 1490-1507.
- [23]Du J L, Li C, Wang Y Q. A comparative study of shadow banking activities of non-financial firms in transition economies[J]. *China Economic Review*, 2017, 46(Suppl 1): S35-S49.
- [24]Duchin R. Cash holdings and corporate diversification[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3): 955-992.
- [25]Duchin R, Gilbert T, Harford J, et al. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2): 793-852.
- [26]Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [27]Kliman A, Williams S D. Why “financialisation” hasn’t depressed US productive investment[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2015, 39(1): 67-92.
- [28]Liu Z, Wang P F, Zha T. Land-price dynamics and macroeconomic fluctuations[J]. *Econometrica*, 2013, 81(3): 1147-1184.
- [29]Miao J J, Wang P F, Zhou J. Asset bubbles, collateral, and policy analysis[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2015, 76 (Suppl 1): S57-S70.
- [30]Philippon T. Has the US finance industry become less efficient? On the theory and measurement of financial intermediation[J]. *American Economic Review*, 2015, 105(4): 1408-1438.

Understanding the Economic Shifting “from Real to Virtual” from the Micro Perspective: A Literature Review of Corporate Financialization

Dai Ze¹, Peng Yuchao^{2,3}, Ma Sichao^{2,3}

(1. School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China;

2. School of Finance, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;

3. AIB Institute, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Summary: From the perspective of micro enterprises, this paper reviews the frontier research on enterprise finance, analyzes the differences in the concept of economic finance and enterprise finance, divides the different types of enterprise finance, and analyzes the different causes of enterprise finance and its different impacts on economic development. Firstly, according to the definition of enterprise finance, we can come into the two aspects of profits and assets to measure the degree of enterprises engaged in financial investment activities. In general, the higher the financial degree of enterprises is, the higher the proportion of financial assets held in the total assets is, and the higher the proportion of the income obtained through financial investment to the total profit is. By directly using the detailed data of enterprise balance sheet and profit statement, we can measure the degree of corporate finance.

Secondly, through the study of different views, we divide the relevant explanations of the motivation of enterprise finance into three categories: “reservoir” theory, “investment substitution” theory and “entity intermediary” theory. “Reservoir” theory holds that the purpose of enterprises to hold financial assets is the liquidity reserve to prevent the break risk of the capital chain caused by the cash flow impact. “Investment substitution” theory holds that the purpose of enterprises’ finance is to maximize the profit, so that when the yield of financial investment is higher than the real economic investment, enterprises are more profitable. It will replace the real economic investment with the investment of financial assets. “Entity intermediary” theory holds that because of the existence of banks’ financing discrimination, some enterprises are easy to obtain funds from banks, but the production efficiency is low, so the money is obtained from banks and then transferred to other enterprises, that is, non-financial enterprises engage in business similar to financial intermediaries.

In general, although the economy is “debased and virtual”, which is not conducive to economic development and economic stability, corporate finance is not without merit. It is worth emphasizing that different types of corporate finance have different effects on economic development. Enterprise finance, which is caused by the decline of the profit rate of the real economy and the asset price bubble, is not conducive to the stability of the financial system and the healthy development of the economy. Corporate finance is the financing of service entities, which will contribute to economic development.

Finally, we should distinguish between the two kinds of corporate financial behavior with different motives. For enterprises that are motivated by savings, policy support should be given to them; while policy control should be given to enterprises motivated by speculations.

Key words: financialization; deindustrialization; fictitious economy

(责任编辑: 子文)