

实体企业金融化对企业经营业绩的影响

蔡艳萍 毛宁

(湖南大学 工商管理学院 湖南, 长沙 41000)

摘要: 选取 2010-2019 年 A 股上市公司面板数据, 研究实体企业金融化对企业经营业绩的影响。研究发现: 实体企业金融化对企业经营业绩具有“挤出效应”, 财务风险在实体企业金融化影响企业经营业绩过程中发挥中介效应; 随着货币政策宽松度的增加, 金融化的“挤出效应”被削弱。进一步研究发现, 不同类型的金融资产对企业经营业绩的影响存在结构性差异; 实体企业金融化有利于稳定企业的横向经营业绩波动性, 对企业纵向经营业绩波动性的影响并不显著。

关键词: 金融化; 经营业绩; 财务风险; 货币政策; 业绩波动性

中图分类号: F820.3

文献标识码: A

一、引言

经济进入“新常态”后, 随着全球化红利消失、市场竞争加剧及供求不平衡所致的经济结构转型, 实体经济的高成本、低收入与房地产和金融行业的高回报形成鲜明的对比。在经济金融化的影响下, 实体企业对实业投资的积极性下降, 纷纷转身试水金融市场。实体企业加大了对金融资产的投资力度, 希望用金融资产高额的回报率来弥补实体投资利润的萎缩。金融投资行为的追逐、高利润的诱惑终会导致资本泡沫, 从而导致实体企业“脱实向虚”以及“产业空心化”。

20 世纪 80 年代日本经济复苏挤出了美国的实业发展, 为了改善业绩企业开始投资金融行业, 发达国家金融化趋势初步显现^[1]。在全球化背景下, 经济的快速发展改变了几十个国家企业的结构与资本运作方式, 经济金融化趋势蔓延至发展中国家, 2008 年金融危机过后中国企业金融化倾向显著, 成为近年来学者研究的热点。与此同时, 国家政府也高度重视金融与实体经济间的关系, 2019 年习近平总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时强调: “深化金融供给侧结构性改革, 增强金融服务实体经济能力。”2020 年的政府工作报告指出, 要强化对稳企业的金融支持。

学者对于金融化的研究最早集中于宏观层面, 认为经济金融化是金融行业地位不断凸显的趋势^[2], 主要表现在行业、企业和家庭三个层面^[3]。随着研究的深入, 学者们开始关注微观层面, 即企业金融化。国内对企业金融化的研究相对较晚, 主要集中在对金融化动机、影响因素和经济后果等方面, 邓超 (2019) 认为企业配置金融资产的动机主要有两种, 一是基于资源依赖理论和预防性储备理论的长期战略动机, 二是基于信息不对称理论和委托代理理论的短期套利动机^[4]。根据梳理, 实体企业金融化的影响因素主要包括两个方面: 一是企业面临的宏观环境, 彭俞超 (2018) 认为经济政策不确定性显著抑制了企业金融化趋势^[5]。二是股东价值最大化观念的增强, Davis (2018) 发现股东价值最大化影响了实体企业的投资行为, 这种影响在大公司效果尤为显著^[6]。企业出于不同的动机配置金融资产所造成的经济后果有显著差异, 一是实体企业金融化对企业创新的影响, 王红建 (2017) 实证研究发现实体企业金融化整体上抑制了企业创新, 且套利动机越强, 抑制效果越明显^[7]。二是对股价的影响, 邓超 (2019) 实证检验了实体企业金融化与股价崩盘风险存在“U 型”关系^[4]。三是对企业价值的影响, 蔡艳萍 (2019) 认为实体企业金融化与企业价值间为“倒 U 型”关系, 融资约束较高时, 金融化有利于提高企业价值, 反之降低企业价值^[8]。

综合以上研究发现: 第一, 国内外学者对金融化的研究集中在企业创新、股价和企业价

值等方面,对企业经营业绩方面的研究较少涉及。第二,现有对企业经营业绩的研究结论不一致,且仅探索了实体企业金融化对企业经营业绩的影响,未涉及对经营业绩波动性的关系。第三,对作用路径的实证研究相对较少。因此,本文研究了实体企业金融化对企业经营业绩影响,以及财务风险的中介作用与货币政策对两者关系的调节作用,并在此基础上进一步探讨实体企业金融化对企业经营业绩波动性的影响,从而扩充实证研究在实体企业金融化经济后果的应用,丰富对金融化的研究。

二、理论分析与研究假设

实体企业的任何投资决策均会对企业的业绩产生直接的影响,目前学者认为金融化产生的效应主要有两种,一是“挤出效应”,基于委托代理理论和投机套利动机,企业调整投资活动的优先顺序,高管将原应投资于实业的资金用于回报率更高的金融资产,金融资产投资与实业投资为显著负向关系^[9]。二是“蓄水池效应”,基于预防性储备理论和资金管理动机,企业投资金融资产作为资金储备,从而削弱实业投资资金断裂的负面冲击。近年来部分学者对金融化与企业经营业绩间的关系进行了初步的探索。杜勇(2017)研究发现金融化挤出效应大于蓄水池效应,企业金融化通过降低企业的创新及实务投资,损害了企业未来的主业业绩^[10]。黄贤环(2019)等人从企业过度金融化视角,探索了不同业绩公司与金融化间的关系,研究发现业绩上升的企业面临更低的融资约束和财务风险,过度金融化的概率更高^[11]。倪志良(2019)等人构建了非对称演化博弈模型实证检验了企业金融化对主业业绩的影响,研究发现金融化挤出效应大于蓄水池效应,企业金融化通过挤出实物资本投资损害企业的主业业绩^[12]。

综上所述,实体企业金融化基于不同动机产生不同的效应,对企业经营业绩造成不同的影响。若蓄水池效应的资金平滑大于挤出效应的投资替代,则实体企业金融化有利于企业经营业绩;反之则不利于企业经营业绩的发展。根据上述分析,提出如下假设:

H1: 实体企业金融化对企业经营业绩的作用是挤出效应为主,实体企业金融化与企业经营业绩负相关。

实体企业金融资产投资直接或间接影响企业的财务风险,进而影响企业经营业绩。一方面实体企业金融化会降低企业的财务风险,这体现了金融化的“蓄水池效应”。金融资产投资与债务投资具有一定的替代关系^[13],随着企业金融资产配置的比例的增大,企业债务融资的规模减小,与此同时企业的杠杆率下降^[14],财务风险也跟着降低^[15]。另一方面实体企业金融化增加了企业的财务风险,这体现了金融化的“挤出效应”。高管薪酬激励机制使得高管薪酬与企业股价直接相关^[16],在逐利动机的驱使下高管将更多的资金投资于金融资产,使得企业挤出对实业和固定资产的投资^[17]。固定资产等的减少进一步降低了企业的偿债能力和筹资能力,银行在进行企业信用评估时会减少对企业的银行信贷^[18],增大了企业财务风险。此外,基于金融资产本身“高风险”的特质,金融资产投资收益具有不确定性,损失风险概率较高,且金融资产短期获利,长期可能推高资产价格形成资本泡沫^[19],资本泡沫会进一步引起资金从实业流向金融业。资金损失风险加大^[20],且金融资产投资风险较高,根据风险传染效应,可能传染给实业投资^[15],从而影响企业经营业绩。

基于以上分析,金融化程度与财务风险密切相关,适度的金融化可以降低财务风险,辅助企业经营业务发展,提升企业经营业绩,过度金融化则会导致企业挤出实业和固定资产投资,财务风险升高,影响企业的经营发展。综上,金融化程度通过影响财务风险进而影响企业经营业绩,故提出假设:

H2: 财务风险在实体企业金融化影响企业经营业绩的过程中发挥中介作用。

企业运营受内外部环境的影响,宏观政策的调控对企业发展具有指导作用。而货币政策是宏观调控的重要手段,目前中国的金融体系以银行为主,银行信贷是企业融资的主要来源,而银行信贷与货币政策密切相关^[21]。目前关于货币政策对实体经济金融化的影响结论尚未统一。一方面,杜勇(2017)等学者发现宽松的货币政策对金融化的“蓄水池”效应具有强化作用^[10]。相比于货币政策紧缩时,货币政策越宽松,企业面临的不确定性较小^[22],管理者对市场预期越好,企业面临的融资越低,低成本获得银行信贷的概率越高,企业可将更多的资金配置金融资产,当未来有较好的实业投资机会但资金不足时,可释放流动金融资产来补充主业投资。另一方面,张成思和张步昙(2016)、王少华(2019)等学者认为货币政策宽松时也可能强化金融化的“挤出效应”^{[23][24]}。王红建(2016)认为企业一旦获得的资金增加,管理者便将资金投向金融、房地产等领域的概率增大,这是一种加杠杆的“套利”行为^[25]。文春晖(2016)认为采用扩大加杠杆的方式进行金融资产投资,这种行为加剧了资本错配问题^[26]。

基于以上分析,货币政策会影响企业金融资产配置,它可能会强化“蓄水池效应”,降低企业的融资约束有利于企业经营业务的发展;也有可能强化“挤出效应”,加剧资本错配的问题。因此提出假设:

H3: 货币政策在实体经济金融化影响企业经营业绩的过程中发挥调节作用。

三、研究设计

(一) 数据样本

本文选取 2009-2018 年 A 股上市公司的数据,为了保证研究数据的分析连续性,按照以下原则对数据进行筛选:因金融行业数据具有天然杠杆,故剔除金融行业的数据;剔除相关数据缺失的样本;剔除房地产公司的数据;剔除 ST 和 ST* 公司的数据;为排除极端值的影响对所有连续变量按照年份进行了上下 1% 的缩尾(Winsorize)处理,最终获得 12360 个样本,所有的数据来源 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。

(二) 主要变量的界定

1. 实体经济金融化程度。国内对企业金融化程度测度指标研究较少,主要是在国外研究的基础上根据国内企业特征进行适当的补充和修改。现阶段学者对企业金融化的研究重点在于其对企业造成的影响,多数文献是从投资和利润分配两个角度对企业金融化进行衡量,考虑到本文是对企业业绩进行研究,为确保研究的客观性,本文采取从投资角度来衡量企业金融化程度。企业金融投资行为在财务报表里表现为持有的金融资产,实体经济金融化程度即为金融资产在期末总资产中的占比。借鉴杜勇(2018)、蔡艳萍(2019)等的研究^[8],将以下资产归为金融资产:一是交易类金融资产,包括交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款、持有至到期投资、可供出售金融资产;二是金融类股权投资,包括长期股权投资;三是投资性房地产,近年来房地产发展越来越具备金融资产虚拟性、独立性特征,认为房地产是特殊的金融资产;四是理财信托产品,包括委托理财和信托产品,具体数据从“其他流动资产”明细中获得。

2. 企业经营业绩。经营业绩反映了企业经营业务的成果,现有研究多是基于利润表构建企业经营业绩衡量指标,其中核心利润具有稳定又持续的特征,可以反映企业的核心运营成果^[27],故本文用核心利润占总资产的相对比例来衡量企业经营业绩 R。

3. 财务风险。国内外学者对财务风险的测度进行了系统的研究,主要包括三种:一是单变量判断模型,国外学者 Beaver(1966)选择 30 个财务指标验证比率的预测能力,发现单变量预测效果可能比多变量预测效果较差^[28]。二是多变量判断模型。Altman(1968)提出了

Z-score 模型并于 1977 年进行修正,运用多元线性回归模型来预警企业财务风险^[29];三是多元逻辑回归。其他还包括 F 模型、BP 神经网络等方法。本文考虑综合性、实用性、准确度和操作难易程度后采用 Z-score 模型来衡量财务风险。

4.货币政策。目前学者对货币政策的衡量主要包括三种方式:一是用货币政策感受指数来衡量货币政策宽松度;二是用存款准备金和银行间同业拆解率来分别衡量数量型货币政策和价格型货币政策;三是用 M2 增长率减去 GDP 和 CPI 增长率之和的差额 M_p 来表示货币政策的宽松度。本文借鉴杜勇(2017)年的研究,采用第三种方法即 M_p 来表示货币政策的宽松度, M_p 越大,货币政策越宽松^[10]。

5.控制变量。本文控制了部分上市公司特征和财务指标等变量,具体包括:企业规模,企业上市年限,资本密集度、股权集中程度、现金持有量、资产负债率、固定资产净额、成长性、董事会规模、独立董事比例,年度效应和行业效应,控制变量的具体含义见表 1。

表 1 主要变量属性

变量名称	符号	含义
企业经营业绩	R	核心利润/总资产
金融化程度	Fin	金融资产/总资产
财务风险	Z	见正文
企业规模	Size	总资产取自然对数
企业年龄	Age	当年减去注册年后取自然对数
资本密集度	Intensity	总资产/营业收入
第一大股东持股比例	Stock	第一大股东持股占比
资产负债率	Lev	期末总负债/总资产
固定资产净额	Fix	固定资产/总资产
成长性	Growth	营业收入增长率
行业	Industry	行业虚拟变量
年度	Year	年度虚拟变量

(三) 实证模型的建立

借鉴盛明泉(2018)蔡艳萍(2019)等学者的研究设计^[8],使用面板分位回归模型对研究假设 H1 进行检验:

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{Fin} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Age} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{Intensity} + \beta_6 \text{Stock} + \beta_7 \text{Growth} + \sum \beta_i \text{Industry} + \sum \beta_j \text{Year} + \varepsilon \quad (4)$$

借鉴盛明泉(2018)蔡艳萍(2019)等学者的研究设计^[8],使用系统 GMM 模型对研究假设 H2 进行检验:

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{LagR} + \beta_2 \text{Fin} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{Age} + \beta_5 \text{Intensity} + \beta_6 \text{Stock} + \beta_7 \text{Size} + \beta_8 \text{Growth} + \sum \beta_i \text{Industry} + \sum \beta_j \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

$$Z = \beta_0 + \beta_1 \text{Fin} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Age} + \beta_4 \text{Intensity} + \beta_5 \text{Stock} + \beta_6 \text{Lev} + \beta_7 \text{Growth} + \sum \beta_i \text{year} + \sum \beta_j \text{indusrty} + \varepsilon \quad (2)$$

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{LagR} + \beta_2 \text{Fin} + \beta_3 \text{Z} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Age} + \beta_6 \text{Intensity} + \beta_7 \text{Stock} + \beta_8 \text{Lev} + \beta_9 \text{Growth} + \sum \beta_i \text{year} + \sum \beta_j \text{indusrty} + \varepsilon \quad (3)$$

为了研究货币政策宽松度对实体企业金融化与企业经营业绩之间关系的调节作用,在模

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{Fin} + \beta_2 \text{Mp} + \beta_3 \text{Mp} \times F + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Age} + \beta_6 \text{Intensity} + \beta_7 \text{Stock} + \beta_8 \text{Lev} + \beta_9 \text{Growth} + \sum \beta_{10} \text{year} + \sum \beta_{11} \text{industry} + \varepsilon \quad (5)$$

型(1)的基础上加入 Mp 和 Mp*F 的交叉项构建模型(4)对研究假设 H3 进行检验:

其中,若 MP×F 的系数显著为正,表示货币政策越宽松加强了金融化的“蓄水池效应”,反之则强化了“挤出效应”。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

原始数据 1236 家企业,表 2 显示了主要变量的描述性统计结果。R 的均值为-0.08,标准差为 0.095,表明企业经营业绩存在差异,对其数据的研究具有可操作性。Fin 的均值为 0.093,最大值为 0.711,表明企业投资中金融资产投资占比较大。Z 值的最大值为 63.179,最小值为-2.225,均值为 5.100,这说明不同企业面临的财务风险存在较大差异。资产负债率平均值为 49%,最大值为 218.6%,这说明债务融资平均占企业投融资资本的一半,财务风险的作用不可忽视。其他控制变量都存在较大差异,这些财务状况和公司治理特征均可能影响企业经营业绩,但平均值和中位数相差无几,取值范围均为合理,基本为正态分布,不再赘述。

表 2 主要变量描述性统计

变量	观测值	平均数	标准差	最小值	中位数	最大值
R	12360	-0.080	0.095	-0.521	-0.063	0.157
Fin	12360	0.093	0.126	0.000	0.045	0.711
Z	12360	5.100	7.038	-2.225	2.990	63.179
Size	12360	22.426	1.371	18.171	22.314	26.449
Age	12360	2.961	0.265	1.946	2.996	3.664
intensity	12360	2.440	2.616	0.299	1.701	23.37
stock	12360	0.349	0.150	0.079	0.330	0.767
lev	12360	0.490	0.215	0.056	0.493	2.186
fixed	12360	20.757	1.758	13.931	20.675	25.762
growth	12360	0.214	0.812	-0.687	0.093	15.739

(二) 金融化与企业经营业绩

表 3 是模型(1)的面板分位数回归实证结果,验证了实体企业金融化程度与 R 间的关系,由(1)~(5)可知,在低业绩水平点,金融化程度系数为负但不显著,超过 50%后,金融化程度系数均在 5%水平上显著为负,这说明企业在配置金融资产过程中,基于委托代理理论和投机套利的“挤出效应”大于基于预防性储备理论和资金管理动机的“蓄水池效应”,即随着金融化程度越高,企业逐渐挤出实业投资,不利于企业经营业务的发展。假设 1 得到验证。

(三) 财务风险和货币政策

表 4 中,回归(1)~(3)采用动态 GMM 模型验证了财务风险的中介作用。由(2)可

知金融化与财务风险显著为负，即随着金融化程度的提升，Z 值逐渐减少，而 Z 值越小，财务风险越大，故金融化程度越高，财务风险越大。（3）中金融化与 Z 值系数均在 1%水平上显著，假设 H2 得到验证。这说明过度的金融资产投资挤出了实业投资，企业的财务风险增加导致企业经营业绩下降。

回归（4）加入了货币政策 Mp 这一调节变量和货币政策与金融化的交叉项 $Mp \times F$ ，结果显示 Mp 在 5%水平上显著为正， $Mp \times F$ 结果在 1%水平上显著为正，这表明实体企业金融化与企业经营业绩的关系受货币政策的权变影响，且宽松的货币政策削弱了金融化的“挤出效应”，有利于企业经营业绩的提升，因此 H3 得到验证。

表 3 金融化与企业经营业绩的估计结果

变量	(1) 10%	(2) 25%	(3) 50%	(4) 75%	(5) 90%
Fin	-0.023 (-0.53)	-0.029 (-1.02)	-0.036** (-2.17)	-0.042** (-2.50)	-0.046** (-1.96)
lnsize	0.06*** (6.29)	0.052*** (8.26)	0.044*** (12.00)	0.037*** (10.13)	0.032*** (6.25)
lnage	-0.117*** (-4.56)	-0.097*** (-5.68)	-0.076*** (-7.61)	-0.058*** (-5.79)	-0.044*** (-3.17)
intensity	0.002 (0.84)	0.001 (0.69)	0.001 (0.13)	-0.001 (-0.76)	-0.001 (-1.01)
stock	0.059 (1.27)	0.047 (1.52)	0.034* (1.90)	0.023 (1.29)	0.015 (0.61)
lev	-0.243*** (-7.20)	-0.216*** (-9.62)	-0.187*** (-14.33)	-0.163*** (-12.43)	-0.145*** (-7.89)
fixed	-0.011 (-1.52)	-0.012** (-2.53)	-0.013*** (-4.80)	-0.014*** (-5.15)	-0.015*** (-3.87)
growth	0.006 (1.53)	0.007** (2.54)	0.008*** (4.82)	0.008*** (5.18)	0.009*** (3.89)
年度效应	YES	YES	YES	YES	YES
行业效应	YES	YES	YES	YES	YES
样本量	12360	12360	12360	12360	12360

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%显著性水平；括号中为 t 值。

（四）进一步研究：

上述研究可知实体企业金融化整体会损害企业的经营业绩，进一步地，不同类型的金融资产对实体企业经营业绩的影响是否存在结构性差异？为了解决这一问题，本文将金融资产分为四类，并按其对应的总资产占比分别进行回归。

回归结果见表 5，由（1）~（4）可知，除投资性房地产对企业经营业绩正向影响外，其他金融资产均挤出经营业务投资。这揭示了不同动机下的金融资产配置对企业经营业绩的影响存在结构性差异。故企业若想发挥金融化的“蓄水池”效应，可以加大对投资性房地产

的投资。

表 4 财务风险与货币政策的作用

变量	(1) R	(2) Z	(3) R	(4) R
LagR	0.373*** (40.94)		0.369*** (40.89)	0.363*** (40.32)
Fin	-0.037*** (-5.25)	-2.0051*** (-3.68)	-0.025*** (-3.61)	-0.051*** (-10.82)
Z			0.0010*** (8.76)	
Mp				0.003*** (11.43)
Mp*F				0.005** (2.01)
lnsize	0.0449*** (30.16)	-1.3434*** (-12.70)	0.0462*** (30.90)	0.0461*** (30.64)
lnage	-0.0781*** (-15.56)	-2.4659*** (-6.92)	-0.0754*** (-15.03)	-0.0060*** (-0.40)
intensity	0.0002 (0.60)	0.0063 (0.25)	0.0002 (0.65)	0.0002 (0.70)
stock	0.0359*** (4.28)	-0.054 (-0.08)	0.0346*** (4.13)	0.0390*** (4.64)
lev	-0.1903*** (-44.35)	-15.6521*** (-51.35)	-0.1743*** (-36.59)	-0.1927*** (-44.72)
fixed	-0.0128*** (-11.90)	-0.5977*** (-7.80)	-0.0125*** (-11.56)	-0.0132*** (-12.21)
growth	0.0078*** (11.73)	0.1735*** (3.69)	0.0075*** (11.37)	0.0076*** (11.49)
Constant	-0.5121*** (-17.73)	61.4550*** (29.97)	-0.5681*** (-18.97)	-0.763*** (-13.41)
年度效应	YES	YES	YES	YES
行业效应	YES	YES	YES	YES
样本量	12360	12360	12360	12360

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%显著性水平；括号中为 t 值。

不仅仅要关注金融化对企业经营业绩绝对水平的影响，也要关注金融化对经营业绩长期风险的影响，即对经营业绩的波动性的影响。参考李琳（2009）的研究^[30]，从两个角度来衡量经营业绩的波动性。一是纵向经营业绩波动性，通常用企业三个连续年度经营业绩指标标准差来反映企业年度经营业绩波动水平。二是横向经营业绩离散程度，通过构建模型（6）来测算企业的正常经营业绩，用企业实际经营业绩偏离正常规模的幅度 ε 来衡量经营业绩离

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Age} + \beta_3 \text{Intensity} + \beta_4 \text{Stock} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Fixed} + \beta_7 \text{Boardsize} + \beta_8 \text{LagR} + \beta_9 \text{Dual} + \sum \beta_{10} \text{Industry} + \sum \beta_{11} \text{Year} + \varepsilon \quad (6)$$

散程度， ε 绝对值越大则离散程度越高。计算 ε 模型如下：

表 6 为回归具体结果，由结果可知，回归（1）中 Fin 的系数在 1%水平上显著为负，回归（2）中 Fin 系数为正但不显著。这表明实体企业金融化有利于稳定企业经营业绩的横向

离散程度,而对企业经营业绩的纵向波动性无显著效果。具体地,将金融资产细分为四部分,发现交易类金融资产和投资性房地产的系数为负但不显著,长期股权投资系数在 1%水平上显著为负,委托理财的系数显著为正。这表明将资金投资于长期股权可以有效平稳企业经营业绩的风险,投资于委托理财产品则面临的风险较大,可能不利于企业经营业务的稳定发展。

表 5 金融资产结构性差异对企业经营业绩的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	R	R	R	R
Fs	-0.0395** (-2.31)			
Ft		0.0442* (1.84)		
Fc			-0.0677*** (-4.98)	
Fq				-0.0340** (-2.12)
lnsize	0.0448*** (30.06)	0.0449*** (30.11)	0.0446*** (29.95)	0.0450*** (30.12)
lnage	-0.0795*** (-15.87)	-0.0807*** (-16.08)	-0.0789*** (-15.75)	-0.0800*** (-15.98)
intensity	0.0001 (0.32)	0.0001 (0.16)	0.0001 (0.38)	0.0001 (0.32)
stock	0.0358*** (4.26)	0.0356*** (4.24)	0.0358*** (4.27)	0.0356*** (4.24)
lev	-0.1885*** (-44.14)	-0.1878*** (-43.98)	-0.1885*** (-44.21)	-0.1889*** (-44.08)
fixed	-0.0123*** (-11.46)	-0.0121*** (-11.27)	-0.0125*** (-11.65)	-0.0123*** (-11.46)
growth	0.0078*** (11.80)	0.0079*** (11.88)	0.0078*** (11.70)	0.0079*** (11.89)
Constant	-0.5187*** (-17.98)	-0.5233*** (-18.13)	-0.5114*** (-17.71)	-0.5215*** (-18.08)
年度效应	YES	YES	YES	YES
行业效应	YES	YES	YES	YES
R-squared	0.2662	0.2661	0.2675	0.2661
F-test	121.611***	121.531***	122.415***	121.575***
样本量	12360	12360	12360	12360

注: *、**、***分别表示 10%、5%、1%显著性水平; 括号中为 t 值。

表 6 金融化与企业经营业绩波动性的估计结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	E	S	E	E	E	E
Fin	-0.0196*** (-2.84)	0.0016 (0.29)				
Fs			-0.024 -1.60			
Ft				-0.026 -1.23		
Fc					-0.063*** -5.16	
Fq						0.027* 1.86
lnsize	-0.0155*** (-11.56)	0.0001 (0.18)	-0.016*** -11.61	-0.016*** -11.66	-0.016*** -11.75	-0.016*** -11.70
lnage	0.0476*** (10.56)	-0.0031 (-0.83)	0.047*** 10.41	0.047*** 10.42	0.048*** 10.59	0.047*** 10.35
intensity	-0.0002 (-0.80)	0.0001 (0.59)	0 -0.97	0 -0.94	0 -0.89	0 -1.06
stock	-0.0057 (-0.75)	-0.0089 (-1.44)	-0.006 -0.76	-0.005 -0.73	-0.006 -0.76	-0.005 -0.72
lev	0.0176*** (4.56)	0.0004 (-0.14)	0.019*** 4.83	0.019*** 4.87	0.018*** 4.81	0.02*** 5.07
fixed	-0.0038*** (-3.92)	-0.0007 (-0.85)	-0.003*** -3.62	-0.003*** -3.60	-0.004*** -3.86	-0.003*** -3.44
growth	0.0022*** (3.74)	0.0005 (1.04)	0.002*** 3.79	0.002*** 3.82	0.002*** 3.65	0.002*** 3.81
Constant	0.3645*** (14.06)	0.0341 (1.60)	0.361*** 13.94	0.361*** 13.93	0.369*** 14.22	0.36*** 13.90
年度效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
R-squared	0.0448	0.0020	0.044	0.044	0.046	0.044
F-test	15.721***	0.683	15.545***	15.512***	16.310***	15.574***
样本量	12360	12360	12360	12360	12360	12360

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%显著性水平；括号中为 t 值。

五、稳定性检验

实证过程中可能存在测量误差、遗漏变量等问题,为使本文的实证结果更加稳健,本文通过增加控制变量、更换变量及更换方法重复实证过程来进行稳健性检验。首先增加董事会规模,独立董事比例和两职合一等变量重新进行回归;其次采用扣除金融投资收益后的资产回报率作为被解释变量重新进行实证检验,最后使用固定效应模型进行验证。以上结果均与结论一致,部分结果显著性有所下降。

六、结论及启示

企业作为盈利主体,反映其核心运营成果的经营业绩无疑是衡量企业发展情况的重要指标。随着金融发展水平的提升,越来越多的实体企业在逐利动机下将大量资金投入于高回报的金融资产,引发了企业“脱实向虚”等问题。针对这一现状,本文研究了实体企业金融化对企业经营业绩的影响,考察了实体企业金融化对企业经营业绩的作用机制,检验了货币政策对两者关系的调节作用及金融资产结构差异性作用。在此基础上,进一步探究了实体企业金融化对企业经营业绩波动性的影响。研究发现,实体企业金融资产配置过程中,基于委托代理理论和投机套利的“挤出效应”大于基于预防性储备理论和资金管理动机的“蓄水池效应”,实体企业金融化整体上损害了企业经营业绩。作用机制表明,金融化并未通过蓄水池效应降低企业的财务风险,反而挤出了主业投资,增大了财务风险,从而不利于企业主营业务的发展,而宽松的货币政策使得企业可以以较低的成本获得更多的资金,削弱了金融化的“挤出效应”。金融资产中,投资性房地产“蓄水池”效应大于“挤出效应”,有利于企业经营业绩的提升,交易类金融资产、金融类股权投资和理财信托产品均挤出企业的实务投资。进一步研究发现,金融化可以稳定企业横向经营业绩波动性,其中理财信托产品的稳定效应显著,长期股权投资则会加大企业经营业绩的离散程度。同时,实体企业金融化对企业经营业绩的纵向业绩波动性无显著作用。因此企业对金融资产配置,可以将金融资产投资适当倾向于投资投资性房地产和理财信托产品以实现提升企业经营业绩和稳定企业经营业绩风险的效果。

本文的研究拓展了实体企业金融化的经济后果领域。企业应将资本重点投资于实体经营中,实现资源的合理配置,提升经营业绩的投资回报率,而非舍本逐末追逐短期金融利益忽略长期风险。政府也应加强金融监管,协同管控,促进企业各个要素间形成良性循环,从而实现金融和实体经济共生共荣,谱写金融于实体经济的新未来。

参考文献

- [1]Krippner. GR. The financialization of American economy[J]. Socioecon, 2005, Rev. 3:173-208
- [2]张昭,朱峻莹,李安渝.企业金融化是否降低了投资效率[J].金融经济研究,2018,33(01):104-116.
- [3]Davis, Gerald F, Kim, et al. Financialization of the Economy.[J]. Annual Review of Sociology, 2015.
- [4]邓超,夏文珂,陈升萌.非金融企业金融化:“股价稳定器”还是“崩盘助推器”[J].金融经济研究,2019,34(03):120-136.
- [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(01):137-155.
- [6]Davis, Leila, E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States[J]. Metroeconomica International Review of Economics, 2018.
- [7]王红建,曹瑜强,杨庆,杨筝.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.
- [8]蔡艳萍,陈浩琦.实体企业金融化对企业价值的影响[J].财经理论与实践,2019,40(03):24-31.
- [9]Orhangazi. Financialization and capital accumulation in the nonfinancial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy[J]. Financialization and the World Economics, 2008(6): 863-886.
- [10]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.
- [11]黄贤环,王瑶,王少华.谁更过度金融化:业绩上升企业还是业绩下滑企业?[J].上海财经大学学报,2019,21(01):80-94+138.
- [12]倪志良,宗亚辉,张开志,郭玉清,徐晓宇.金融化是否制约了实体企业主营业务的发展?[J].经济问题探索,2019(03):51-62.
- [13]Acharya, V.V; Almeida, H. and Campello, M. “Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies.” Journal of Financial Intermediation, 2007, 16(4), pp.515-544
- [14]李博阳,沈悦,张嘉望.金融资产配置、企业经营风险与企业杠杆率[J].当代经济科学,2019, 41(05):16-128.
- [15]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):100-112+125.
- [16]梁上坤,陈冬华.业绩波动性与高管薪酬契约选择——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2014(01):167-179.
- [17]Tori D, Onaran O. The effects of financialisation and financial development on investment: Evidence from firm-level data in Europe[R]. Working Paper No.16089, 2017.
- [18]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.
- [19]张慕涵,孙亚琼.金融资源配置效率与经济金融化的成因——基于中国上市公司的经验分析[J].经济学家,2014(04):81-90.
- [20]李程,赵一杰.实体企业金融化对微观杠杆率及财务风险的影响研究[J].金融监管研究,2019(10):20-38.
- [21]钟凯,程小可,张伟华.货币政策适度水平与企业“短贷长投”之谜[J].管理世界,2016(03):87-98+114+188.
- [22]饶品贵,姜国华.货币政策波动、银行信贷与会计稳健性[J].金融研究,2011(03):51-71.
- [23]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.
- [24]王少华,上官泽明.货币政策宽松度、过度金融化与企业创新[J].财经科学,2019(10):45-58.
- [25]王红建,李茫茫,汤泰勋.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.
- [26]文春晖,任国良.虚拟经济与实体经济分离发展研究——来自中国上市公司 2006-2013 年的证据[J].中国工业经济,2015(12):115-129.
- [27]彭爱武,张新民,杨道广.企业资源配置战略与盈余价值相关性[J].经济理论与经济管理,2020(06): 87-98.
- [28]Beaver W H. Financial ratios as predictors of failure, empirical research in accounting: Selected studies[J]. Journal of Accounting Research, 1966:179-199.

[29]Altma. Financial ratios, discriminate analysis and the prediction of corporate bankrupt[J]. Journal of Finance, 1968(4):589-609

[30]李琳,刘凤委,卢文彬.基于公司业绩波动性的股权制衡治理效应研究[J].管理世界,2009(05):145-151.

The Impact of Financialization of Entity Enterprises on business performance

CAI Yanping, MAO Ning

(Business School, Hunan University, Changsha, Hunan 410082, China)

Abstract: Selecting panel data of A-share listed companies from 2010 to 2019, the research includes: the impact of entity enterprises financialization on business performance. The conclusions are: the financialization of entity enterprises has a "crowding out effect" on the business performance of enterprises, and financial risk plays a mediating role in the process of the financialization of entity enterprises affecting business performance. With the increase of monetary policy easing, the "crowding-out effect" of financialization has been weakened. Further research shows that different types of financial assets have structural differences in their impact on business performance. Financialization of entity enterprises is beneficial to stabilize the volatility of enterprises' horizontal operating performance, but has no significant effect on the volatility of enterprises' vertical operating performance.

Keywords: financialization; business performance; financial risk; monetary policy; performance volatility

