

# 中国企业为什么脱实向虚?

## ——理论假说和经验检验

方明月<sup>1</sup> 靳其润<sup>2</sup> 聂辉华<sup>2</sup>

(1. 中国农业大学 经济管理学院 北京 100083; 2. 中国人民大学 经济学院 北京 100872)

**摘要:** 本文梳理了学术界关于企业金融化动机的五种理论假说: 实物期权假说、融资约束假说、投资替代假说、跨国公司避税假说和股东价值最大化假说, 并利用中国工业企业数据库和中国上市公司数据库对五种理论假说进行了实证检验。研究表明: (1) 实物期权假说仅对小企业成立, 即小企业面对不确定性时, 会提高金融化程度; (2) 融资约束假说总体上得到证实; (3) 投资替代假说中的替代效应被证实, 即竞争越是激烈, 企业越是可能通过金融化追求更高利润; (4) 跨国公司避税假说和股东价值最大化假说没有得到证实。

**关键词:** 企业金融化; 脱实向虚; 实物期权; 融资约束

**中图分类号:** F832.51; F275 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002-462X(2020)08-0131-08

### 一、导 论

近年来, 国内一些从事制造业或者工业的实体企业纷纷购买金融资产或者持有金融企业股份, 甚至干脆从实体企业变身金融控股集团。根据学者统计, 2008—2017年中国上市公司持有的金融资产占总资产比例从5.2%上升到7.57%, 金融投资现金流占总投资现金流比例从12.99%上升到51.98%(雷新途等, 2020)<sup>[1]</sup>。这种“脱实向虚”的现象引起了中国学界和政府的高度关注。一些学者认为, 2008年美国金融危机的爆发, 与其多年来实行的过度金融化有关(Orhangazi, 2011)<sup>[2]</sup>。在美国金融化程度提高的同时, 去工

业化也在加速。根据哈佛大学教授罗德里克的估计(Rodrik, 2016)<sup>[3]</sup>, 美国制造业增加值占全球制造业增加值的比重在1970年是26%, 2010年下降到20%, 2013年进一步下降到19%。中国政府对这一问题高度重视。2014年国务院常务会议提出, “促进‘脱实向虚’的信贷资金归位, 更多投向实体经济”。<sup>①</sup>2017年党的十九大报告明确指出, 要“增强金融服务于实体经济的能力”。

在经济学文献中, 学者们主要是从非金融企业的金融化角度来研究脱实向虚问题的。所谓“金融化”(financialization), 是指企业利润主要来源于金融渠道而非生产和贸易渠道的资本积累方式(Krippner, 2005)<sup>[4]</sup>, 或者非金融企业将资金配置于虚拟程度较高的金融资产(Demir, 2009)<sup>[5]</sup>。

从微观机理上讲, 只有洞悉非金融企业从事金融化的原因, 才能理解其行为并防止过度金融化导致的资产泡沫和金融风险。现有文献关于企业金融化的原因可谓众说纷纭, 一些学者认为实体经济的利润率下降, 金融行业和传统生产性行业的利润率缺口增大以及追求利润最大化是导致非金融企业金融化的重要影响因素。例如, Krippner(2005)发现, 1950年之后, 美国制造业的利

<sup>①</sup> 《李克强主持召开国务院常务会议 部署严肃整改审计查出的问题》, [http://www.xinhuanet.com/politics/2014-07/02/c\\_1111429264.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/2014-07/02/c_1111429264.htm)。

基金项目: 中国农业大学“世界经济新格局”青年科学家创新团队项目; 教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“深化‘放管服’改革促进营商环境持续优化研究”(18JZD048)

作者简介: 方明月, 1984年生, 中国农业大学经济管理学院副教授, 经济学博士。

润份额不断下降,而金融、保险和房地产行业(FIRE行业)的利润份额不断上升。类似观点还包括Orhangazi(2008)、Demir(2009)等,可以将其概括为“投资替代”观点。另一些学者从公司治理模式和管理者行为变迁的微观视角对金融化的成因进行了解读。他们认为(Lazonick and O'Sullivan, 2000; Holmstrom and Kaplan, 2001),在短期回报至上的投资理念指引下,企业管理者的行为日趋短期化,企业盈余逐渐投放金融市场,从而导致金融化程度不断提高。但这些研究并没有足够的微观证据支持。

国内学者对企业金融化原因的分析,主要是检验“投资替代”观点和“蓄水池”观点。例如,张成思(2019)使用2006—2018年中国A股非金融类上市公司数据,发现非金融企业的金融渠道获利占比与金融行业的相对回报率呈现高度的相关性,这从侧面印证了金融投资与实体投资的回报率差额是驱动企业金融化的动因<sup>[6]</sup>。而“蓄水池”观点认为,企业持有金融资产的目的是为了在面临财务困境时通过出售金融资产增强流动性(胡奕明等,2017)<sup>[7]</sup>。这与把金融化看作一种实物期权的观点是一致的。然而,彭俞超等(2018)发现了相反的证据,即企业在不确定性较高时,其持有的金融资产反而更低<sup>[8]</sup>。彭俞超和黄志刚(2018)认为,由于融资约束的存在,低风险、低融资约束的企业从银行获得廉价资金,然后通过影子银行转贷给高风险、高融资约束的企业<sup>[9]</sup>。

## 二、理论假说

根据我们对国内外已有文献的分析,目前学术界关于非金融企业进行金融化的动机或原因,可以概括为以下五种理论假说。

### 1. 实物期权假说

实物期权假说认为,当对未来预期存在不确定性时,由于实体投资短期内具有不可逆性,企业更愿意将资金放入金融市场,而对当下的投资持观望态度(相当于持有一个期权)。当企业将有限的资金投入金融市场,而不是投向主业时,就是一种金融化行为。持这一观点的有Bernanke(1983)、McDonald和Siegel(1986)、Tornell

(1990),以及胡奕明等(2017)。根据上述逻辑得到的可检验假说如下。

H1: 企业面对的不确定性越高,企业的金融化程度越高。

### 2. 融资约束假说

中小企业融资难是一个世界性难题,特别是在中国、印度这样的新兴市场上,信贷市场存在结构性问题,使中小企业融资难、融资贵的问题更加突出。相反,国有企业、大型企业由于抗风险能力强、信息相对透明、抵押担保多,受到的融资约束较少,因而能够以相对较低的利率从银行获得贷款。这些非金融企业通过银行借款或发行债券,再把资金贷给受到严重融资约束的中小企业或民营企业,发挥金融中介作用,成为影子银行。持这一观点的有Du等(2017)<sup>[10]</sup>、彭俞超和黄志刚(2018)等。为此,我们得到第二个待检验假说。

H2: 企业面对的融资约束越少,金融化程度越高。

### 3. 投资替代假说

投资替代假说认为,金融化是企业将原本应投资在其所在行业的资金投资到金融行业的现象。这种投资替代的动机有两种:一种是具有垄断性质的企业为维持其产品稀缺性,保证其获取垄断利润能力,选择将利润转移出原行业(Sweezy, 1997)<sup>[11]</sup>,或者将闲置资金投入金融业(Arrighi, 1994),这种将多余资金投入金融行业的动机称为富余效应;第二种是本身业绩不好的企业为改善自身经营状况,将本应投入实体经济的资金投入金融行业获取短期收益,这种把金融投资作为“救命稻草”的行为称为替代效应(宋军等,2015)<sup>[12]</sup>。值得注意的是,富余效应和替代效应虽然都表明企业会将金融投资作为主业投资的替代品,但是动机以及面临的市场竞争环境却是完全相反的,为此我们构造一组竞争性假说。

H3a: 垄断程度越高的企业,其金融化程度越高;

H3b: 市场竞争程度越高的企业,其金融化程度越高。

### 4. 跨国公司避税假说

Morgan(2014)认为,由于国内工会势力大,跨国企业纷纷通过将生产转移到海外的形式避免

冲突,典型的有外包、在当地合资设厂,其中合资设厂这种持有股权的形式也表现为金融化<sup>[13]</sup>。跨国企业在国际上还会通过转移定价、将分公司利润投入金融系统以分红、股利、内部贷款等方式在各国之间转移资金、避税和规避监管。这种资金转移的过程就是金融化。类似观点还包括 Rabinovich(2019)<sup>[14]</sup>。根据上述逻辑,我们得到第四个可检验假说。

H4: 相对于国内企业,外资企业有更高的金融化程度。

### 5. 股东价值最大化假说

主流的企业理论或公司治理理论认为,企业的目标是最大化股东价值。股东价值在资本市场上往往体现为短期收益,而金融市场正好满足了这种股东价值最大化的追求(Holmstrom and Kaplan, 2001)<sup>[15]</sup>。Davis(2016)指出,1970年以后美国企业新增负债与固定资本投资的相关性逐渐下降,因为负债更多是为了股票回购而不是实物投资<sup>[16]</sup>。Stockhammer(2004)发现,1970年之后,在胡萝卜(期权激励)加大棒(恶意收购)的共同作用下,管理层与股东的利益趋于一致,公司治理战略转向股价上涨<sup>[17]</sup>。这导致了非金融企业投资金融市场,从而加速了企业金融化。于是我们得到最后一个待检验假说。

H5: 企业的管理层持股比例越高,金融化程度越高。

## 三、数据和指标

### 1. 数据来源

为了检验非金融企业从事金融化的五个假说,我们使用了两个数据来源,一个是中国工业企业数据库,另一个是中国上市公司数据库。中国工业企业数据库是目前样本量最大的企业数据库,样本企业数量从1999年的大约16万家到2007年的大约33万家,包括“采掘业”“制造业”“电力、燃气及水的生产和供应业”三个工业门类,其中制造业占90%以上(聂辉华等,2012)<sup>[18]</sup>。对于研究实体企业的金融化问题来说,工业企业数据库的样本具有最强的覆盖性。

我们使用的另一个数据库是中国上市公司数

据库。相对而言,上市公司数据库的指标更齐全、数据更可靠。但是根据聂辉华等的研究(2016),它存在几个明显的缺陷。第一,上市公司通常资质较好、盈利能力较强。以2013年为例,上市公司的平均利润率为18.35%,而规模以上工业企业的平均利润率却只有5.51%,这可能会导致研究者高估企业的绩效。第二,上市公司的规模明显偏大。2013年规模以上工业企业的平均总资产为8029.40万元,而上市公司为466.90亿元<sup>①</sup>,这使得研究者不能直接根据官方口径区分企业规模。第三,上市公司中国有企业比例偏高,并且没有外企<sup>[19]</sup>。以2018年为例,沪深股市共有上市公司2845家,其中国企1092家,占38%,而工业企业中的国企比例2007年仅为3.5%。因此,使用上市公司数据可能使得基于所有制的分析产生明显偏差。鉴于以上原因,我们必须使用两个数据库。

### 2. 指标设计

本文的因变量是企业的金融化程度。目前文献中有三种度量金融化的方法。第一种是资产维度,即用企业的金融资产与总资产之比(Rabinovich, 2019)或者金融资产与销售收入之比(David, 2016)度量。第二种是收益维度,即用企业的投资收益与销售收入之比(Rabinovich, 2019)或者投资收益与利润之比(Krippner, 2005; Orhangazi, 2008)度量。第三种是行为维度,即用金融投资现金流与总投资现金流之比(张成思和张步昙, 2016)度量<sup>[20]</sup>。

在中国工业企业数据库中,只有2001—2007年的样本包括了投资收益,因此我们使用这个时段的样本,并计算了每个企业的第一个金融化指标:投资收益/销售收入。然后,我们用2007—2018年中国上市公司数据库,计算了每个企业的第二个金融化指标:金融资产/总资产,其中金融资产包括交易性金融资产、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额以及长期股权投资之和,

<sup>①</sup> 按照国家统计局2003年的标准,工业企业资产超过4亿元为大型企业,这意味着上市公司平均而言都是大企业。

不含现金和房地产投资。

为了检验上述五个理论假说,本文对应的关键解释变量分别为:(1)不确定性指数。每年加总的不确定性指数(EPU)来自 Baker 等的研究(2016)<sup>[21]</sup>,它根据新闻文本中关于经济政策不确定性的词汇频率,构造了不同季节或年份的各国经济政策不确定性指数。此外,我们还采取了聂辉华等(2020)构造的企业层面的不确定性指数(FEPU)<sup>[22]</sup>,这一指数便于我们在回归分析中控制年份固定效应,并区分企业不确定性感知的异质性。<sup>①</sup>(2)融资约束。我们采取最新的融资约束度量方法——SA 指数,它是 Hadlock 和 Pierce(2010)根据企业规模和年龄这两个几乎完全外生的变量构造的一个指数。<sup>②</sup>(3)市场竞争程度。我们使用两个指标衡量市场竞争,一是常用的赫芬达尔—赫希曼指数(HHI),我们为每个二位数行业计算一个 HHI;二是每个企业的广告支出占销售收入的比例,该比例越高表示企业的竞争压力越大(聂辉华等,2008)<sup>[23]</sup>。(4)外资企业。我们根据企业注册登记的产权类型和实收资本超过 50%比例的所有制属性来识别外资企业。(5)管理层持股比例。我们采用通行的上市公司中董事会成员、监事会成员和高管分别持股的比例,以及他们总的持股比例来度量。

参考已有文献,例如王红建等(2016)、宋军等(2015)的做法,控制变量包括:资产负债率,即负债/总资产;企业规模,用企业总资产对数度量;企业年龄;企业销售额增长率;企业所有制(哑变量),包括国企、民企和外企三类。

### 3.描述性统计

对中国工业企业数据库进行必要的整理之后(聂辉华等,2012),我们得到了 2001—2007 年总共 1296187 个观测值的最终样本。企业层面主要变量的描述性统计如下页表 1 所示。

此外,我们使用中国上市公司数据库计算了 2006—2018 年非金融企业的金融化程度,发现根据总资产加权的金融资产比例从 2006 年的 5%逐步下降到 2008 年的 4%,之后又逐步上升至 2018 年的 7%。这表明,2008 年金融危机之后,中国企业的金融化程度明显增强了。

## 四、计量检验结果

我们使用工业企业数据库和上市公司数据库,对关于企业金融化的上述五个理论假说逐一检验,从而全面地解释为什么中国企业会“脱实向虚”。我们基于面板数据进行固定效应回归,其中因变量为投资收益/销售收入(金融化 1),或者金融资产/总资产(金融化 2)。

第一,为了检验实物期权假说,我们在计量回归方程中加入表示不确定性的指标。在下页表 2 中回归方程(1)~(4)中,关键解释变量是年度不确定性指数(Baker 等,2016),此时我们无法控制年份固定效应。表 2 第 1 列的回归结果显示,不确定性变量的系数为负并且在 1%的水平上显著,这说明不确定性抑制了企业金融化,而不是提高了企业金融化,这与彭俞超等(2018)的发现是一样的。考虑到不同规模、不同所有制的企业面对不确定性的反应可能不同,于是我们在表 2 第 2 列只考虑前 25%的大企业样本,第 3 列只考虑后 25%的小企业样本。回归结果表明,对大企业来说,不确定性抑制了金融化,而对小企业来说不确定性促进了金融化。换言之,小企业面对不确定性,需要通过金融投资或者持有金融资产来应对可能的危机,但是大企业由于抗风险能力强,并不存在这种不虞之需。如果这个推测是对的,那么国有企业面对不确定时不应该增强金融化。于是,我们在表 2 第 4 列加入了国企子样本,不确定性的系数为负但不显著,这跟我们的推测是一致的。<sup>③</sup>考虑到年度不确定性无法控制时间固定效应,于是我们在表 2 第 5 列加入了企业层面的不确定性指标(聂辉华等,2020),不确定性的系数并不显著。以上回归分析说明,实物期权假说(H1)只对小企业成立,对大

<sup>①</sup> 关于企业级不确定性指数的详细构造方法,请参考聂辉华等的研究(2020)。

<sup>②</sup> 计算得到的融资约束是一个负值,其绝对值越大表示融资约束越严重。关于 SA 指数的详细构造方法,请参考 Hadlock 和 Pierce 的研究(2010)。

<sup>③</sup> 聂辉华等(2020)针对国企和非国企的子样本回归分析表明,国企不会因为不确定性提高而增加持有金融资产,这与本文的结论也是一致的。

企业或国有企业并不成立。也就是说,小企业为了 应对不确定性,会提高金融化程度。

表 1 主要变量的描述性统计

变量名称	观测个数	均值	标准差	最小值	最大值
金融化	1296187	0.001	0.004	0	0.035
融资约束	1296187	-3.434	0.46	-4.969	-2.299
广告支出比例	1296187	0.001	0.003	0	0.025
资产负债率	1296187	0.58	0.288	0.01	1.442
企业规模	1296187	9.873	1.411	6.95	13.97
企业年龄	1296187	11.031	11.654	1	163
销售额增长率	1296187	0.358	0.959	-0.784	6.725

表 2 不确定性与企业金融化程度

自变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	金融化 1	金融化 1	金融化 1	金融化 1	金融化 2
不确定性	-2.68e-06*** (3.69e-07)	-8.22e-06*** (9.28e-07)	1.37e-06** (6.65e-07)	-8.57e-07 (8.54e-07)	0.007 (0.713)
资产负债率	-0.000181*** (2.63e-05)	-0.000623*** (8.43e-05)	-3.81e-05 (4.44e-05)	-0.000162** (7.35e-05)	-0.058*** (-4.341)
企业规模	0.000209*** (1.08e-05)	0.000438*** (3.74e-05)	9.93e-05*** (2.72e-05)	0.000218*** (3.50e-05)	-0.010** (-2.282)
企业年龄	3.46e-06** (1.43e-06)	2.37e-06 (3.04e-06)	4.36e-06* (2.40e-06)	-2.27e-06 (2.68e-06)	-0.008 (-1.291)
增长率	-7.75e-05*** (4.38e-06)	-0.000133*** (1.02e-05)	-3.14e-05*** (9.87e-06)	-0.000121*** (1.32e-05)	-0.004* (-1.787)
观测个数	1,296,187	370,656	268,477	262,828	24984

注: (1) 企业所有制类型、企业固定效应均已控制; (2) 采用异方差稳健标准误; (3) \*、\*\*和\*\*\* 分别表示显著性水平为 10%、5%和 1%。下同

第二,为了检验融资约束对金融化的影响,我们在回归方程中加入关键解释变量 SA 指数。由于 SA 指数是负值,我们将其正向化处理,即 SA 越大,表示企业面临的融资约束越大。回归结果见下页表 3。第 1 列是全样本回归,融资约束的系数显著为负,说明企业的融资约束越小,金融化程度越高;或者反过来说,企业面临的融资约束越大,金融化程度越低。这与融资约束假说(H2)总

体上是一致的。根据 H2,融资约束与金融化程度是负相关的。因为国企面临的融资约束更少,非国企面临的融资约束更多,所以前者的金融化程度应该高于后者。于是,我们在第 2~4 列先后以国企子样本、民企子样本和外企子样本进行单独回归。结果显示,国企子样本的融资约束变量不显著,但是民企和外企子样本的系数显著为负,基本上验证了融资约束假说。

表 3

融资约束与企业金融化程度

自变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	金融化 1	金融化 1	金融化 1	金融化 1
融资约束	-0.000550*** (0.000120)	0.000114 (0.000204)	-0.000847*** (0.000170)	-0.00138*** (0.000256)
资产负债率	-0.000176*** (2.63e-05)	-0.000162** (7.35e-05)	-0.000197*** (2.00e-05)	-9.38e-05 (5.84e-05)
企业规模	9.91e-05*** (1.56e-05)	0.000209*** (3.58e-05)	7.44e-05*** (2.00e-05)	-0.000142*** (3.87e-05)
企业年龄	2.06e-05*** (4.90e-06)	-6.56e-06 (7.65e-06)	3.18e-05*** (7.09e-06)	5.20e-05*** (1.10e-05)
增长率	-6.84e-05*** (4.44e-06)	-0.000118*** (1.32e-05)	-5.93e-05*** (5.20e-06)	-3.93e-05*** (1.08e-05)
观测个数	1 296 ,187	262 ,828	839 ,188	194 ,171

表 4

市场竞争、外企与企业金融化程度

自变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	金融化 1				
市场竞争	0.00765*** (0.00219)	0.00452 (0.00429)	0.0146** (0.00585)	0.00989*** (0.00271)	
外资企业					4.58e-05 (3.43e-05)
资产负债率	-0.000186*** (2.64e-05)	-0.000741*** (8.65e-05)	-4.07e-05 (4.45e-05)	-0.000206*** (3.24e-05)	-0.000174*** (2.63e-05)
企业规模	0.000152*** (1.16e-05)	0.000296*** (4.18e-05)	8.34e-05*** (2.82e-05)	0.000151*** (1.40e-05)	0.000159*** (1.16e-05)
企业年龄	9.25e-07 (1.48e-06)	-9.51e-07 (3.12e-06)	3.51e-06 (2.54e-06)	1.24e-06 (1.95e-06)	1.03e-06 (1.48e-06)
增长率	-6.62e-05*** (4.44e-06)	-0.000101*** (1.05e-05)	-2.87e-05*** (9.97e-06)	-5.78e-05*** (5.20e-06)	-6.91e-05*** (4.43e-06)
观测个数	1 296 ,187	370 ,656	268 ,477	194 ,171	1 296 ,187

第三,为了检验投资替代假说,我们在回归方程中加入关键解释变量市场竞争程度。我们首先使用常用的 HHI 度量市场竞争,发现结果均不显著。这可能是因为 HHI 只能度量行业层面的市场竞争程度,无法度量每个企业面临的的市场竞争程度,于是我们使用每个企业的广告支出来度量(聂辉华等,2007)。表 4 第 1 列是全样本回归,其中市场竞争程度的系数显著为正,即市场竞争越激烈,企业金融化程度越高,这与假说 H3b 是

一致的,与假说 H3a 是相反的。为了进一步验证市场竞争和金融化程度的正相关关系,我们按不同规模进行子样本回归。在第 2 列加入了按销售额排序的前 25%子样本,系数不显著;在第 3 列加入了最后 25%子样本,系数显著为正,且数值高于第 1 列。在第 4 列,我们加入了民企子样本,系数同样显著为正。这说明,小企业或民营企业面临的的市场竞争压力更大,因此有更高的金融化程度,这验证了“替代效应”,否定了“富余效应”。

此外,我们在回归方程中还控制了资产回报率 (ROA),其系数在所有回归方程中均显著为负,即绩效越差的企业,金融化程度反而越高,这从另

一个方面表明企业从事金融化活动的目的是寻求主业之外的高额收益,而不是将富余资本转出本行业之外。

表 5 管理层持股比例与企业金融化程度

自变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	金融化 2	金融化 2	金融化 2	金融化 2
董事持股比例	-0.045*** (-7.029)			
监事持股比例		-0.061 (-1.594)		
高管持股比例			-0.030*** (-4.378)	
管理层持股比例				-0.041*** (-6.842)
控制变量	控制	控制	控制	控制
观测个数	23,929	23,635	23,940	24,093

第四,为了检验跨国公司避税假说,我们在上页表 4 第 5 列回归中加入关键解释变量外资企业(虚拟变量)。回归结果显示,该变量系数并不显著,即相对于内地企业,外企并没有更高的金融化程度,这否定了跨国公司避税假说(H4)。我们并不否认跨国公司在东道国具有避税的目的,但是考虑到中国的企业所得税对外资一直采取相对最优惠的政策,这可能导致跨国公司没有必要在一个金融市场尚不发达的国家通过金融化手段避税。

最后,为了检验股东价值最大化假说,我们采取上市公司数据,因为工业企业数据库缺乏管理层持股变量。因变量是企业金融资产占总资产的比例,关键解释变量是管理层持股比例。我们用四个指标度量管理层持股比例:董事会成员、监事会成员、高管持股比例,以及上述三类人员合并之后的管理层持股比例。按照股东价值最大化假说(H4),管理层持股比例越高,管理者与股东价值耦合程度就越高,从而越是追求金融化,以便在资本市场上提高股东回报率。但是,表 5 的回归结果均不支持 H4。不管是以何种方式度量管理层持股比例,该变量的系数均为负数并且基本上在 1%的水平上显著。这说明,管理层持股比例越

高,企业的金融化程度反而越低。这可能是因为中国股价主要受到政策影响,较少受到管理层回购的影响。

### 五、结 论

企业脱实向虚问题引起了各国学者和政策界的高度重视。上市公司数据显示,近年来中国企业呈现出比较明显的脱实向虚趋势。如果任由这种趋势发展和蔓延,可能会导致一定程度的资产泡沫,并对实体企业形成抑制,从而导致资源错配,阻碍经济增长和技术创新。本文从非金融企业的金融化角度,首先梳理了学术界关于企业金融化动机的五种理论假说:实物期权假说、融资约束假说、投资替代假说、跨国公司避税假说和股东价值最大化假说。然后,本文利用工业企业 and 上市公司数据库对所有假说进行了经验检验。我们的主要发现包括:第一,小企业面对不确定性时,会提高金融化程度,以应对不虞之需;第二,由于融资约束的存在,大企业会通过金融化为中小企业提供转贷资金,这导致了大企业的金融化;第三,市场竞争越是激烈,企业越是可能通过金融化追求更高利润。

当前,中央把防范金融风险作为三大攻坚战之一,并出台了多项政策促进金融资源服务实体经济,防止脱实向虚。在此背景下,本文的研究具有重要的政策含义。为此,第一,要进一步优化营商环境,减少各种政策不确定性,为企业提供稳定的预期,减少广大中小企业从事金融化活动的动机。第二,完善融资体系,通过发展网商银行、中小银行等多种手段,缓解中小企业的融资约束,减少“影子银行”和民间金融市场,促使大企业回归本业。第三,鼓励企业进行技术创新,摆脱低水平的价格战,使制造业企业有合理利润,减少其转向资本市场逐利的动机。

#### 参考文献:

- [1] 雷新途、朱容成、黄盈盈《企业金融化程度、诱发因素与经济后果研究》,《华东经济管理》2020年第1期。
- [2] Orhangazi, O., “Financial” vs. “Real”: An Overview of the Contradictory Role of Finance, Zarembka, P. and Desai, R. eds., *Revitalizing Marxist Theory for Today’s Capitalism*, Bingley: Emerald Group Publishing Limited 2011 pp.121-148.
- [3] Rodrik, D., “Premature Deindustrialization” *Journal of Economic Growth*, No.21 2016 pp.1-33.
- [4] Krippner, G., “The Financialization of the American Economy” *Socio-Economic Review*, Vol.3, No.2 2005, pp.173-208.
- [5] Demir, F., “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets” *Journal of Development Economics*, Vol.88, No.2 2009 pp.314-324.
- [6] 张成思《金融化的逻辑和反思》,《经济研究》2019年第11期。
- [7] 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》,《经济研究》2017年第1期。
- [8] 彭俞超、韩珣、李建军《经济政策不确定性与企业金融化》,《中国工业经济》2018年第1期。
- [9] 彭俞超、黄志刚《经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革》,《世界经济》2018年第9期。
- [10] Du, J., Li, C., Wang, Y., “A comparative study of

shadow banking activities of non-financial firms in transition economies” *China Economic Review*, No. 46 2017 pp.S35-S49.

- [11] Sweezy, Paul M., *The theory The Theory of Capitalist Development*, New York: Monthly Review Press, 1970.
- [12] 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》,《金融研究》2015年第6期。
- [13] Morgan, G., “Financialization and the multinational corporation” *European Review of Labour and Research*, Vol.20, No.2 2014 pp.183-197.
- [14] Rabinovich, J., “The financialization of the non financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis” *Metroeconomica*, Vol. 70, No.4 2019 pp.738-775.
- [15] Holmstrom, B., Kaplan, S., “Corporate Governance and Merger Activity: Making Sense of the 1980s and 1990s” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No. 2 2001 pp.121-144.
- [16] Davis, L. E., “Identifying the ‘financialization’ of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets” *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.39, No.1 2016, 39 (1) pp.115-141.
- [17] Stockhammer, E., “Financialisation and the slowdown of accumulation” *Cambridge Journal of Economics*, Vol.28, No.5 2004, 719-741.
- [18] 聂辉华、江艇、杨汝岱《中国工业企业数据库的使用现状和潜在问题》,《世界经济》2012年第5期。
- [19] 聂辉华、江艇、张雨潇、方明月《中国僵尸企业研究报告:现状、原因和对策》,北京:中国社会科学出版社2016年版。
- [20] 张成思、张步昙《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》2016年第12期。
- [21] Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., “Measuring Economic Policy Uncertainty” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.131, No.4 2016 pp.1593-1636.
- [22] 聂辉华、阮睿、沈吉《企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置》,《世界经济》2020年第6期。
- [23] 聂辉华、谭松涛、王宇锋《创新、企业规模和市场竞争——基于中国企业层面面板数据的证据》,《世界经济》2008年第7期。

[责任编辑:房宏琳]

## · 本刊中青年作者简介 ·



**段虹** 1965年生，河南开封人，法学博士，哈尔滨师范大学马克思主义学院院长、二级教授、博士生导师，“龙江学者”特聘教授，首批“全国高校黄大年式教师团队”负责人，国家一流专业负责人，马克思主义基本原理省级领军人才梯队带头人，黑龙江省高端智库首席专家，黑龙江省马克思主义理论学术交流基地副主任，中国人学学会常务理事，中国马克思主义哲学史学会理事，中国马克思恩格斯研究会理事。主要从事马克思主义理论研究。出版专著2部，在《哲学研究》《马克思主义与现实》《光明日报》《经济日报》《国外理论动态》等权威学术期刊发表论文70余篇，其中多篇被《新华文摘》《中国社会科学文摘》《高等学校文科学术文摘》等全文转载，被中宣部“学习强国”学习平台、《求是网》《光明网》《中国社会科学网》等全文转发，获黑龙江省社会科学优秀成果奖一等奖2项、省高校人文社会科学优秀成果奖3项。在本刊发表的论文有：

《当代审美教育计划的反思与重建——思想政治教育的理想指归》（2019年第4期）。

**聂辉华** 1978年生，江西抚州人，经济学博士，美国哈佛大学经济学系博士后，中国人民大学经济学院教授、博士生导师。

主要从事政企关系、企业理论和制度经济学研究。在《中国社会科学》《经济研究》、*Review of Economics & Statistics* 等国内外期刊发表学术论文数10篇。2008年获“全国百篇优秀博士学位论文”奖、2011年入选教育部“新世纪优秀人才支持计划”、2013年入选中组部首批“青年拔尖人才计划”（国家“万人计划”）、2014年入选第七批“北京市优秀青年人才”、2017年入选教育部长江学者奖励计划青年项目。出版学术专著《跟〈西游记〉学创业——一本人人都要读的管理秘籍》。在本刊发表的论文有：

《产业政策的有效边界和微观基础》（2017年第8期）、《中国企业为什么脱实向虚？——理论假说和经验检验》（2020年第8期）。

