

基于企业过度金融化对实体经济影响的探析

张智茹

(中国人民大学, 北京 100872)

摘要: 我国实体经济的核心是制造业。实体企业过度参与金融投资活动, 生产经营资源被挤占, 很大程度上会造成实体经济的“空心化”。实体企业在面临增速换挡, 发展方式转型等阶段, 遇到诸多约束与挑战。出现了市场需求空间缩减, 竞争加剧, 利润率减少, 实体投资利润率下滑。与实体投资相比金融投资可以获得更高的收益率。因此吸引大批公司将资金投入金融领域, 而非用于创新研发和实体发展中。最终导致实体经济整体“脱实向虚”。本文将从实体企业出现金融化的原因, 以及对实体企业造成的影响进行分析并提出建议, 希望能对实体企业发展有所帮助。

关键词: 过度金融化; 实体企业; 企业价值; “脱实向虚”

中图分类号: F273.44

文献标识码: A

DOI: 10.12230/j.issn.2095-6657.2023.32.046

近年来, 部分企业在宽松的政策环境下大幅增加贷款规模, 试图借助财务杠杆来度过发展难关, 社会整体投资的有效性降低, 企业偿还贷款的压力增大, 企业风险也在逐步攀升。大规模产业资本进入回报率较高的金融行业, 从而导致实体产业出现“金融化”现象。近年来我国实体企业金融化已经达到较高的水平。实体企业过度金融化对经济发展产生的影响是巨大而深刻的, 该问题应该被及早发现, 并控制在合理范围内。因此有必要研究实体企业金融化背后的原因, 以及对实体企业发展的影响。

1 什么是企业金融化

金融化是指经济金融化。Arrighi 等研究者指出经济金融化是指金融部门在国民经济中的地位、影响、作用、吸收就业人数等方面快速提高, 而非金融部门日渐衰落的现象^[1]。Epstein 对金融化的认识最具广泛性和代表性, 他认为在各国经济的运行过程中, 存在与金融相关的活动和机构, 他们的地位不断提高的过程, 就是金融化现象^[2]。Stockhammer 认为实体企业金融化表现为实体企业更加活跃的参与金融活动, 在金融市场中具有较高的参与度^[3]。研究认为, 企业将大量资本从生产经营活动转移到金融投资活动的过程就是企业金融化, 主要表现为企业与金融活动相关的投资、收益和支出占比均呈现上升趋势。自 2007 年以来, 中国实体企业的金融化行为越来越明显。张成思等多数研究者认为实体企业金融化是指资产配置和获利渠道两方面的金融化, 一方面是由于金融投资的资金占比提高, 另一方面是金融资产带来的收益占企业利润的比重提高, 而主业经营收入占企业利润总额的比重下降^[4]。此外, 宋军、陆旻等研究者认为实体企业的金融现金流也可以反映企业与金融市

场之间的联系, 进一步反映出企业进行金融投资的意愿^[5]。

因此, 企业金融化可以看成经济金融化在微观层面的深化。根据 wind 数据库对上市公司投资理财相关数据的整理, 2021 年我国 A 股上市企业中有 1302 家公司累计购买了 1.36 万亿元的理财产品。

2 企业出现过度金融化的原因

因公司规模、企业性质、主营业务的不同, 企业出现过度金融化的动机和原因多种多样, 存在较多差异。本文将从出现金融化的企业找出一些共性原因进行分析。

2.1 内部原因

(1) 缓解资金短缺问题

预防性储蓄理论认为, 企业持有货币资金主要有三种动机, 交易性、预防性和投机性, 其中预防性动机主要是为了满足企业因突发事件可能造成的资金暂时性短缺而产生的货币需求。相比于金融资产投资回报率较短, 流动性较好的特点, 实体资产投资回报率较长, 在短时期内难以迅速变现。基于预防动机和应对未来各种不确定性, 企业更偏向于选择流动性较强的金融资产, 以此来缓解资金短缺问题。

(2) 企业主业盈利能力下降、利润空间缩减, 寻找新的增长点迫在眉睫

传统制造业在转型的过程中遇到很多挑战, 例如生产要素成本抬升、生产周期变长等, 以前的商业模式难以迅速适应当前市场变化, 因此企业出现盈利能力不足, 利润减少等现象。张成思和郑宁认为金融市场的高速发展和实体经济发展压力增大形成鲜明对比, 在这样一种金融经济蓬勃发展的态势下, 企业会被“赚快钱”的大趋势所影响, 进而加大金融资产投资^[6]。

制造业转型升级对制造业本身提出了较高的要求。为应对当前实体经济转型压力,制造企业要在稳住主营业务的同时还需要持续获取利润。为了寻找其他的获利方式,企业积极拓展新的合作模式和产业链,将产业资本与金融资本相融合。

2.2 外部原因

(1) 宽松的货币政策对企业金融化的影响

货币政策调控对经济发展起到重要作用,本质上是对经济发展进行逆周期调节,确保经济稳定运行。不同的货币政策环境下,企业可以获得的贷款规模和贷款利率并不相同,由此产生的对企业获取资金成本的影响,同时也影响了企业的投资行为。王少华和上官泽明研究发现宽松的货币政策增加货币供给,导致市场可借贷金额增加^[7]。企业在宽松的货币政策下,更容易获得较低成本的贷款,实现资金相对充裕,进而可用于研发投入、技术创新等,但由于管理层存在短视行为,出于自利动机,管理层更青睐将资金参与回报周期短且收益率较高的金融项目,导致企业金融化程度不断加深。实体投资见效慢,周期长,与金融投资见效快周期短相比,实体企业更偏向于将资金投向金融市场。

(2) 政府补助对公司金融化的影响

政府补助分为直接补助和间接补助,其中直接补助指的是政府无偿拨款给企业,资金可以直接投入研发创新,如研发补助等;间接补助指的是政府对企业的“事后鼓励”,如税收优惠。政府补助作为政府干预经济的一种主要手段,对社会资源配置和资本流向起着重要的引导作用,同时也对企业的投资行为起着深刻的影响作用。政府补助会影响企业的投资支出,政府补助越多,企业的投资支出也就越多。税收是影响企业投资的重要因素,减税有助于缓解企业“脱实向虚”。因此无论是政府直接补助还是间接补助,都有利于企业获得更多可支配资金,从而为金融化准备了资金条件。

3 对实体经济的影响

企业金融化是一把“双刃剑”,从资本储备动机角度看,如果企业金融化可以补充现金流,使企业摆脱资金困难局面,则促进企业发展;从资本套利角度看,若企业持有金融资产仅仅是为了获取金融收益,而不是用于新产品、新技术的研发上,就会造成资金在金融市场上的“空转”行为,将投资收益再次投入金融市场,周而复始,从而损害了实体企业健康发展。

3.1 企业金融化对企业产生的正面作用

(1) 缓解财务困难,提高投资效率

企业金融化可以带来投资收益,这种金融收益能够汇入资金的“蓄水池”,从而补充企业研发创新活动需要的资金,提

高企业投资效率。以美国上市公司为样本,美国非金融上市公司配置金融资产能够使企业从多个渠道补充企业资金,为企业创新提供资金支持。因此,企业金融化所获得的收益可以看成企业的“蓄水池”,以备企业进行生产经营和研发投资等。为了更快,更好地获得补充现金流,企业更青睐将资金投入流动性较好,易变现的金融资产上。企业持有金融资产,一方面可以有效地提高实体企业的投资效率,另一方面又能缓解财务困难。

(2) 减轻融资约束

根据外部融资与内部融资的差异,Myers&Majluf在融资约束理论基础,提出了优序融资理论^[8]。优序融资理论认为,企业内部和投资者之间存在信息不对称,企业获取外部资本需要对风险溢价进行补偿,外部融资成本大于内部融资成本。因此,企业在融资时会将成本较低的内部融资作为优先考虑对象,当内部资金短缺时才考虑外部融资。当企业在外部融资受到约束时,自有资金可以较好地缓解该问题。因此很多企业愿意主动配置流动性较强、收益性较好的金融资产,减轻融资约束问题。

公司金融化对企业产生的负面作用有:研发支出减少,创新能力不足,最终导致企业“脱实向虚”。

Dumeni提出了投资替代理论,该理论指出,当资产收益率与风险结构不匹配时,企业将动态调整企业内部资产结构,由于实体投资具有回报期长、收益率低等缺点,相比于金融资产具有流动性强、投资收益高等优点,实体企业会以套利为目的配置金融资产^[9]。企业过度金融化势必会减少对实体的投资,减少对新产品、新技术的投入,最终导致企业主营业务收入减少,核心竞争力减弱,不利于长期持续发展。有研究表明,我国企业实体投资和金融资产投资呈现出此消彼长的态势,二者之间存在显著的负相关。也就是说当企业可支配资金投资于金融资产的比例越大,对实体投资和科研投入的占比就会越小。若企业频繁参与金融活动,会疏忽和影响企业日常生产经营,造成企业主营业务空心化,降低企业核心竞争力,抑制未来主业发展。企业总体资金有限,如果将过多的资金投入金融市场,势必会减少对新产品、新技术的研发支出,导致“短视”行为出现,以牺牲企业长远发展的长期利益换取短期财务收入增加的短期利益,导致企业“脱实向虚”,主业空心化,企业价值降低。

4 如何有效防范企业过度金融化

在我国实体经济部门利润率逐渐低于虚拟经济部门的宏观背景下,为追求高额收益,实体企业将更多资金投向金融领域,

一定程度上抑制了实体企业的长远发展，同时也加大了实体部门与金融部门之间的风险联动，大大增加了风险的防控难度。在微观层面上，配置金融资产的实体企业也增加了自身风险，尤其是非国有企业和技术密集型企业。因此需要采取一系列科学、合理、有效的应对措施来防范企业过度金融化。

4.1 政府要加强金融监管和引导

从外部因素来看，政府需要加快解决市场资源浪费和资源错配问题，严禁资金在金融市场“空转”而不进入实体经济，严格限制偏离实体投资的实体企业进行金融市场投机套利行为。监控企业在金融市场获利资金的去向，防止将获利资金再次投入金融市场，保证资金用于实体企业的研发创新等实体投资，让制造业回归主业。同时还应及时披露企业金融投资活动的相关信息和数据，并及时督促相关企业进行整改，定期对企业总体风险进行全面评估。

引导企业更加专注于自身主业发展，减少和限制以投机为目的的金融化行为。因此需要政府为实体投资创造健康、活跃的投资氛围。引导金融机构为实体企业提供更高效、更优质的金融服务，减轻对实体企业融资渠道的约束。同时给予实体企业利率优惠，税收优惠等，降低经营成本，增强实体企业发展主业的信心，从而引导企业脱虚向实。

央行应不断优化货币政策传导机制，保证货币供应量充足和稳定，避免资金在金融系统中空转。

4.2 企业要加强公司内部治理

企业内部控制质量高低影响企业金融化程度，当企业内部控制得到有效提升，企业的金融化行为会被抑制。企业应加强内部治理，杜绝因投资动机而进行过度金融投资，不应“舍本逐末”，以追求短期金融资产收益而牺牲主业长远发展。授予高管一定数量的股份能够促使管理层更有动力进行长期研发创新活动。相较于管理层货币薪酬激励这种激励方式，股权激励更能有效鼓励管理层将经营重心转移到企业创新活动上去。因此企业应加强和完善高管激励机制，不断提高管理者的职业素养和风险意识，采用多元化的指标进行考核，例如将产品创新率和产品竞争力等纳入考核范围，同时调整薪资结构，加强期权、股权激励比重，实现管理者与企业长期发展利益捆绑在一起，有利于企业长久发展，价值提升。

5 结语

综上所述，企业过度金融化必然会导致实体经济“脱实向虚”，严重损害我国实体经济健康发展，进而降低我国制造业的核心竞争力。政府不仅要积极引导企业投资，更要严格监督企业投资资金去向，同时还要鼓励企业积极创新，为实体企业健康发展营造良好的经济环境和政策环境。

参考文献：

- [1]Arrighi G. The Long Twentieth Century Money, Power and the Origins of Our times[J]. The Theoretical Evolution of International Political Economy. 2013, (10): 55-57.
- [2]Epstein, G. A. Financialization and the world economy[J]. Edward Elgar Publishing, 2005, (07): 16-19.
- [3]Stockhammer E. Financialization and the Slowdown of Accumulation[J].Cambridge Journal of Economics, 2004, 28 (05): 719-741.
- [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. 经济研究, 2016, 51 (12): 32-46.
- [5]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, (06): 111-127.
- [6]张成思, 郑宁. 中国实体企业金融化: 货币扩张、资本逐利还是风险规避? [J]. 金融研究, 2020, (09): 1-19.
- [7]王少华, 上官泽明. 货币政策宽松度、过度金融化与企业创新. 财经科学, 2019, (10): 45-58.
- [8]Myers, S.C., Majluf, N.S..Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J].Journal of Financial Economics, 1984, 13 (02): 187-221.
- [9]Dumenil G, Levy D. The real and financial components of profitability[J].Review of Radical Political Economics, 2004, 36 (01): 82-100.

作者简介：张智茹（1988-），女，广东深圳人，在职研究生，主要从事西方经济学研究。