
经济“脱实向虚”的成因与治理： 理解十九大金融体制改革

彭俞超 黄志刚*

内容提要 深化金融体制改革、增强金融服务实体经济的能力是十九大报告对金融工作的重要要求。本文以金融体制为出发点,通过构建两部门内生融资约束模型,研究中国经济出现的“脱实向虚”问题。在企业缺少直接融资方式的情况下,模型中银行差别性对待风险异质性企业,将导致企业金融化和影子银行的形成。经营风险越小的企业能够从银行获得越多的信贷支持,进而将多余的资金投向影子银行体系,造成企业金融化。这一影响在国有银行占比较低的地区更严重。基于此,本文提出一个系统的金融体制改革框架,以实现金融稳定和经济效率的双重改进。

关键词 脱实向虚 金融体制改革 企业金融化 融资约束

一 引言

习近平总书记在中国共产党第十九次全国代表大会报告中明确指出,要“深化金融体制改革,增强金融服务于实体经济的能力”。这一要求是针对中国经济出现的“脱实向虚”问题提出的。在宏观经济层面上,脱实向虚表现为资金不断流入虚拟经济,引起影子银

* 彭俞超、黄志刚(通讯作者):中央财经大学金融学院 中央财经大学亚投行研究中心 100086 电子邮箱:yuchao.peng@hotmail.com(彭俞超),zghuang@pku.edu.cn(黄志刚)。

本文受到中国博士后科学基金面上项目“金融部门与实体经济背离的原因及对策研究”(2016M600156)、国家自然科学基金青年项目(71603304)及全国优秀博士学位论文作者专项资金资助项目(201301)的资助。作者特别感谢中央财经大学宏观金融讨论组郭豫媚、方意、鄢莉莉等提出的宝贵建议,感谢匿名审稿人的建设性意见。当然,文责自负。

行体系膨胀、资产价格繁荣,以及实体经济有效投资不足^①。在微观经济层面上,脱实向虚主要指企业金融化,即非金融企业增加金融资产投资而减少生产性投资的现象(Epstein,2005)。近年来,中国企业金融化水平不断提高,政府和学术界高度关注这一现象带来的不利影响。实体经济从来都是中国发展的根基,经济过度虚拟化不利于财富的创造和积累,虚拟经济膨胀带来的金融风险可能会引发严重的经济危机。要寻找适当的改革政策抑制企业金融化、防范和化解经济脱实向虚的风险,必须先搞清楚企业金融化的原因,这对理论创新和政策实践都具有重要意义。

关于企业金融化的原因,现有研究主要提出了“蓄水池”和“投资替代”两种解释。蓄水池理论指出,非金融企业持有金融资产的目的是储备流动性(Smith和Stulz,1985;Stulz,1996;胡奕明等,2017)。由于金融资产比固定资产的流动性强,因此当面临财务困境时,企业能够通过出售金融资产及时获得流动性,缓解企业的资金压力。根据该理论,实业投资越多的企业在遭遇财务困境时需要越多的流动性,从而平时持有的流动性储备也会越多,即实业投资与金融资产投资呈正相关关系。但从数据上看,中国企业金融投资与实业投资是负相关的,这与上述推断不一致,故蓄水池并非是中国企业金融化的主要原因(张成思和张步昙,2016;彭俞超等,2018)。投资替代理论认为,企业金融化的目的是追求利润最大化(Orhangazi,2008;Demir,2009)。当金融资产投资收益率高于实业投资时,企业进行金融资产投资的比重会提高;反之,企业进行实业投资的比重会提高(张成思和张步昙,2016)。根据该理论,中国不断提升的企业金融化水平是由实业投资与金融资产投资间的收益率差距引起的。但是,金融资产投资收益率为什么会长期高于实业投资收益率,是值得进一步研究的问题。

一个可能的原因是银行在提供贷款时对风险异质性企业的差别性对待^②。在信息不对称的条件下,企业从银行获得融资将受到一定的融资约束。低风险企业未来违约的可能性相对较低,更容易获得银行的青睐,受到的融资约束更小;高风险企业未来违约的可能性相对更高,受到的融资约束更大。于是,高风险企业被迫寻找其他的融资渠道,如金融市场、影子银行等。在发达国家,尤其是市场主导的发达国家,高风险企业主要依靠金融市场融资^③。在

^① 在2015年底的中央经济工作会议上,习近平总书记曾对中国的经济现实做出了研判,认为“大量资金流向虚拟经济,使资产泡沫膨胀,金融风险逐步显现,社会再生产中的生产、流通、分配、消费整体循环不畅”。

^② 除了融资约束外,资产价格泡沫也是导致金融投资收益率上升的可能原因,但不是主要的。因为如果资产价格泡沫是企业金融化的主要原因,那么随着资产价格泡沫的形成与破灭,企业金融化水平也应该呈现剧烈波动的趋势,而这与实际数据中呈现的企业金融化水平平滑上升不符。

^③ 金融体系包括金融市场与金融中介(主要是银行)两部分(林毅夫等,2003;李健等,2012),金融体系按照其结构安排可划分为以银行为主导的金融体系(如德国、日本)及以市场为主导的金融体系(如英国、美国)。

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。这些企业对影子银行的资金需求推高了影子银行体系的投资收益率^①。面对影子银行的高收益率,低风险企业选择减少实业投资,把从银行获得的相对廉价的贷款转投影子银行,提高了企业金融化水平^②。金融化的企业事实上充当了高风险企业和银行之间的“实体中介”(Shin 和 Zhao,2013;Du 等,2017)^③。

按照金融稳定理事会(Financial Stability Board)的定义,影子银行指所有在受监管的银行体系之外的非传统信用中介(孙国峰和贾君怡,2015)。影子银行主要有三种存在形式:银行理财产品、非银行金融机构贷款产品和民间借贷。此外,广义上,企业在房地产、股票等资本市场上进行金融资产交易来实现投、融资,也属于影子银行活动。本文重点关注企业之间利用影子银行完成资金融通的过程。资金短缺的高风险企业是影子银行的主要资金流向,而资金充裕的低风险企业是影子银行的主要资金来源。家庭是金融体系最终的资金供给者,他们将资金首先存入银行。由于受到融资约束,高风险企业较少获得银行提供的融资,相对地,低风险企业获得了较多的融资。与从银行正规融资不同,影子银行不要求抵押品,因此高风险企业更容易从影子银行获得融资。高风险企业通过影子银行发行金融产品,如理财、信托、资产管理计划等,或向民间金融机构融资;低风险企业是这些金融产品的购买者。

基于以上分析,本文构建了内生融资约束的两部门模型。模型中银行对风险异质性企业存在差别性的对待,在缺少直接融资方式的情况下,这将导致企业金融化和影子银行的形成,进而产生了较高的金融风险。经营风险越小的企业能够从银行获得越多的信贷支持,从而持有金融资产的比重越高,企业金融化程度越高。进一步研究发现,如果在金融市场改革相对滞后的情况下,快速推进银行市场化改革,虽然可以缓解企业部门的整体融资约束,但会加剧异质性风险企业之间的融资约束差异,导致低风险企业的金融化程度加剧。本文利用2007-2016年中国沪深两市A股非金融上市公司的数据进行了经验检验,分析结果支持理论分析的结论。最后,基于分析结论,本文

① 一方面,高风险企业提供给投资者的风险补偿较高;另一方面,这些企业的资金需求往往十分迫切,从而愿意承担更高的融资成本。

② 企业金融化存在着两种效应,总量效应和结构效应。面对资产价格大幅上升时,所有企业可能会一致性地金融领域移动。从宏观上我们会观察到资产价格、企业金融化、信贷的同向上升,同时实体经济投资与企业金融投资的反向变动,这是企业金融化的总量效应,与企业异质性无关。与企业异质性相关的是结构效应,即仅有一部分企业表现出金融化的趋势。本文重点关注的就是结构效应。

③ Shin 和 Zhao(2013)首次提出了 surrogate intermediation 一词,用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”。

对金融体系改革的次序问题进行了讨论。我们认为,市场优先的金融体系改革将能够有效对冲银行改革带来的企业金融化问题,实现金融稳定和经济效率的双重改进。

与现有研究相比,本文有以下两方面的贡献:首先,理论模型充分考虑了融资约束的形成过程。虽然已有研究也对企业异质性融资约束与影子银行活动进行了分析(Wang等,2016),但他们外生地假设了银行对国有企业和私有企业的差别性融资约束,不同于现有的一些研究结论(方军雄,2010;苟琴等,2014)。参考Besanko和Thako(1987)的研究,本文在银行部门引入了不良贷款处置过程,内生了两类企业的贷款抵押率,刻画了银行对异质性风险企业设置不同贷款抵押率的过程。其次,本文在模型中引入了银行的经营管理态度,发现银行的市场化改革对经济具有二重效应。一方面,银行更加积极地去识别和管理企业的风险,积极发放贷款,缓解了企业部门的融资约束,提升了金融对实体经济的支持力度;但另一方面,随着银行风险识别能力和风险管理能力的提高,风险异质性企业之间的融资约束差异也更显著,从而导致企业金融化和影子银行活动增加,降低了金融体系的稳定性。

二 模型设定

为了分析企业融资约束及其对企业金融化的影响,本部分构建了一个包含银行和企业的两部门模型。参考Iacoviello(2005、2015)和Gerali等(2010)的研究框架,本文设定两类企业,并引入企业的银行借贷约束。与他们不同的是,我们引入了两类风险和耐心程度不同的企业,并考虑银行对抵押品需求的决策过程,从而内生地推导出风险异质性企业的融资约束差异程度。除银行和企业部门外,模型还刻画了影子银行,两类企业在该市场中均能获得投资和融资机会。

(一) 企业(家)

现实经济中企业的发展过程都具有一定的周期性,经历初创、成长、成熟和衰退这四个时期。简单地,本文把企业生命周期分为两个时期,成长期和成熟期。处于成长期的企业往往拥有先进的技术和富有活力的创业团队,但抵御外部环境不确定性的能力较弱,破产概率较大;处于成熟期的企业更加稳定,经营风险较小,破产的可能性较低,但经营效率相对较低。从动态看,经济中众多的企业交替地沿着生命周期不断演进和发展,实现了整个经济体的演进和发展。从静态看,在每个时间节点上,经济中都并存着众多处于成长期和成熟期的两类企业。两类企业的异质性特征决定了它们融资能力的差异,进而导致融资方式和投资决策存在差异。值得指出的是,具有创新动力的成长型企业是

经济不断向前发展的关键力量。党的十九大报告强调,要“加快建设创新型国家。创新是引领发展的第一动力,是建设现代化经济体系的战略支撑”。为了更好地保持经济高质量发展,我们需要健全和完善金融体系,促进具有创新动力的成长型企业健康发展。

基于以上经济现实,本文假设经济中同时存在两类企业(家),记为 $i = T, N$, 其中 T 代表传统企业(traditional, 对应成熟期的企业), N 代表新兴企业(new, 对应成长期的企业)。传统企业的主观贴现因子为 $\beta^T = \beta$, 耐心程度较高, 借贷积极性较弱; 新兴企业主观贴现因子为 $\beta^N = \beta' < \beta$, 耐心程度较低, 借贷积极性较强^①。企业的破产概率为 σ^i , 设 $\sigma^T < \sigma^N$, 反映新兴企业的经营风险更大。设 t 期经济中资本总量为 k_t , 两类企业所持有的资本占比为常数 $s^i \in (0, 1)$ 。参考 Gerali 等(2010)对企业家的设定, 两类企业最大化企业消费 c_t^i 的终身预期效用:

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \{ [\beta^i (1 - \sigma^i)]^t \log c_t^i \} \quad (1)$$

企业以外生的工资率 w 雇佣劳动 n_t^i , 利用存量资本 k_{t-1}^i 和劳动进行生产。企业的生产函数如下 $y_t = A(k_{t-1}^i)^\alpha (n_t^i)^{1-\alpha}$, 其中, A 是技术水平, α 是资本的产出份额。两类企业以资本作抵押向银行借款 l_t^i , 受到如下融资约束:

$$r_t^i l_t^i \leq m_t^i q k_t^i \quad (2)$$

其中, r_t^i 是银行贷款利率, q 是外生的资本价格, m_t^i 是 i 类企业的抵押率(loan-to-value ratio)。该约束表明企业拥有的抵押品越多, 则能够获得的银行贷款就越多。企业除了参与上述常规的生产经营活动外, 还可以参与影子银行活动。有资金盈余的企业可以购买影子银行中的金融资产; 尚不能被银行信贷满足的企业可以从影子银行获得融资。现实中这部分投资往往通过理财产品和资产管理计划等形式进行, 也包括企业之间通过房地产交易和金融产品交易实现的流动性转移。非金融企业参与的这部分投资就是本文强调的企业金融投资, 是经济脱实向虚的微观表现形式。对于投资者而言, 投资影子银行风险较高, 收益率也较高; 对于融资者而言, 在影子银行融资比在银行融资更容易, 但成本更高。

两类企业可以参与影子银行体系, 但是银行并不掌握这一信息。设 i 类企业持有的影子银行资产为 $b_t^i \in (-\infty, +\infty)$, 影子银行资产的投资收益率为 r_t^{SB} 。由于影子银行不要求抵押品, 因此只有当融资企业存活时, 投资企业才能获得归还的本金和利

^① 企业家的不耐烦反映了企业家对未来收益的偏好程度。企业家越不耐烦, 则企业才能越强, 所要求的内含报酬率也越高。

息。根据 $\beta^N < \beta^T$ ，易证明新兴企业是影子银行的融资者，即 $b_i^N < 0$ ，传统企业是影子银行的投资者，即 $b_i^T > 0$ 。对于融资者而言，新兴企业在 t 期从影子银行借入 b_i^N ，到 $t + 1$ 期时， σ^N 份额的新兴企业破产，最终每个存活的企业将归还 $b_i^N r_i^{SB}$ ，新兴企业共归还 $b_i^N r_i^{SB} (1 - \sigma^N)$ 。对于投资者而言， t 期投入了 b_i^T 的资金， $t + 1$ 期时，仅有 $1 - \sigma^T$ 的传统企业存活，这些存活的传统企业共同分享新兴企业归还的资金 $b_i^N r_i^{SB} (1 - \sigma^N)$ 。假设这些资金由存活的投资者按投资额进行平均分配，则对于传统企业而言，其投资影子银行的收益率为 $r_i^{SB} (1 - \sigma^N) / (1 - \sigma^T)$ 。两类企业的预算约束可以写作：

$$\begin{aligned} c_i^T + l_{i-1}^T r_{i-1}^L + wn_i^T + q[k_i^T - (1 - \delta)k_{i-1}^T] + b_i^T \\ = r_{i-1}^{SB} b_{i-1}^T (1 - \sigma^N) / (1 - \sigma^T) + l_i^T + y_i^T \end{aligned} \quad (3)$$

$$c_i^N + l_{i-1}^N r_{i-1}^L + wn_i^N + q[k_i^N - (1 - \delta)k_{i-1}^N] + b_i^N = r_{i-1}^{SB} b_{i-1}^N + l_i^N + y_i^N \quad (4)$$

其中， δ 是资本折旧率。当固定资产投资的收益率较低时，企业就会增加对影子银行的投资。而当固定资产投资的收益率较高时，企业就可以卖出持有的金融资产 b_i^T ，转而增加固定资产投资。但是，企业不能够无限制地投资影子银行，为了防止出现庞氏骗局，假设传统企业受到如下流动性约束：

$$b_i^T \leq l_i^T - q[k_i^T - (1 - \delta)k_{i-1}^T] \quad (5)$$

该约束表明，传统企业必须把从银行获得的贷款先用于生产要素的交易（可买入也可卖出），剩余的资金再投向影子银行。在借贷约束、流动性约束和预算约束的限制下，最大化企业的效用函数，可推导出两类企业的劳动需求函数、资本需求函数、信贷需求函数和金融投资供给（需求）函数。在影子金融市场均衡时， $b_i^T + b_i^N = 0$ 。影子银行体系的贷款利率为 $r_i^{SB} = [(1 - \sigma^N)\beta']^{-1}$ 。由 $\beta' < \beta$ 可推导出流动性约束(5)在稳态下将始终取等号。

（二）银行（家）

银行包括两个部门，信贷部门和坏账处置部门。信贷部门负责吸收存款和发放贷款，而坏账处置部门专门负责卖出坏账对应的抵押品，收回坏账的本息，并将获得的本息按时如数转移给信贷部门。该设置的目的在于将银行的坏账处理和信贷活动区分开来，单独优化银行关于抵押品要求的决策问题，使不同类型企业的抵押率 m_i^i 能够内生决定。坏账处置部门的利润或损失每期以一次性总付的方式转移给信贷部门，银行家的消费由信贷部门承担。信贷部门的目标函数为：

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} (\beta_B^t \log c_i^B) \quad (6)$$

其中， c_i^B 是银行家的消费， $\beta_B = \theta\beta$ 是银行的主观贴现因子， $\theta \in (0, 1)$ 。 θ 反映了

银行家的耐心程度或银行对经营管理的态度。当 θ 越小时, 银行家越不耐心, 越偏好提高当前的经营利润, 因而经营管理态度越积极, 风险管理能力越强; 而 θ 较大时, 银行的经营管理态度更加消极和保守, 对风险的识别动机和管理能力较弱。例如, 国有银行就是相对消极和保守的银行, 由于它们在市场中具有垄断地位, 各级管理者都持有“不求有功, 但求无过”的经营管理思路, 在面对风险不同的企业或投资项目时, 不会花费较多的精力去仔细分辨它们的风险程度, 而是简单地设定相对较严格的贷款条件, 追求更加安全和稳定的贷款收益。与国有银行不同, 市场化程度高的非国有银行更积极^①。它们的生存压力较大, 有较大的积极性去提高自身的风险识别能力和风险管理水平, 对不同的项目进行仔细甄别, 在谨慎的同时却不“惜贷”, 在安全的基础上以最大的可能性发放贷款。

银行以外生的存款利率 $r = 1/\beta$ 从家庭吸收存款 d_t , 并以贷款利率 r_t^L 向中间品企业发放贷款 l_t , 且 $l_t^T + l_t^N = l_t$ 。当企业破产时, 银行的信贷部门将这一笔坏账交由坏账处置部门处理。坏账处置部门在市场中卖出抵押资产, 帮助信贷部门按期收回本息。设坏账处置部门的利润为 F_t^{Sale} , 则银行信贷部门面临的预算约束可以表示为:

$$c_t^B + l_t + rd_{t-1} = d_t + r_{t-1}^L l_{t-1} + F_t^{Sale} \quad (7)$$

参考 Iacoviello(2015) 的设定, 银行信贷部门面临资本充足要求, 存款不能超过其总资产的一定比重, 即满足约束 $d_t \leq vl_t$ ^②。这一约束限制了银行吸收存款的数量, 要求银行必须具有一定的自有资本。在预算约束和资本充足率约束下最大化银行信贷部门的效用, 则可得到信贷部门贷款供给函数。

抵押率是银行为企业设定的贷款条件, 反映了银行和企业对抵押品的不一致估值。换言之, $1 - m_t^i$ 体现了银行持有和出售抵押品时面临的单位交易成本 (Besanko 和 Thakor, 1987)。由于不同企业的破产概率不同, 因此每期的待出售抵押品数量占总抵押品的比重受到企业破产概率和企业分布的影响。

市场中出售的抵押资产占同类总资产的比重越高, 销售时的交易成本越大。例如, 当某一类资产在市场中大量抛售时, 可能引起资产价格的大幅下降, 从而引起降价抛售 (firesale), 则银行出售资产获得的收益会减少, 即银行变卖抵押品的折价率较高。出于简化模型考虑, 假设交易成本率函数为线性形式 $g(x_t) = \omega x_t$, 且 $\omega > 0$,

① 这里把工商银行、农业银行、中国银行、建设银行及交通银行等五家大型股份制商业银行视为国有银行; 将光大和招商等一系列市场化程度较高的股份制商业银行视为非国有银行。

② 当且仅当 $\theta < 1$ 时, 银行的资本充足约束在稳态下取等号。

其中 x_t 是待变卖抵押品数量占总抵押品数量的比重, 即 $x_t \equiv \sum (\sigma^i k_t^i) / \sum k_t^i = \sum s^i \sigma^i$ ①。由此可知, 交易成本率随待变卖抵押品数量上升而上升, 随着总抵押品数量上升而下降。坏账处置部门在 t 期得知企业违约后, 立即出售抵押资产 $\sum (\sigma^i q k_t^i)$, 在 $t+1$ 期将资金 $\sum (\sigma^i r_t^L l_t^i)$ 返还信贷部门。从而坏账处置部门的优化问题就是在给定贷款量 l_t^i 和贷款利率 r_t^L 的情况下, 选择贷款企业提供的抵押品数量 k_t^i , 优化如下预期利润:

$$F_t^{Sale} \equiv \max_{k_t^i} E_0 [\Lambda_t^B (1 - \omega x_t) \sum_{i=L,S} (\sigma^i q k_t^i) - \Lambda_{t+1}^B \sum_{i=L,S} (\sigma^i r_t^L l_t^i)] \quad (8)$$

其中, $r_t^L l_t^i = m_t^i q k_t^i$; $\Lambda_t^B = \beta_B^t \lambda_t^B$ 是银行的随机贴现因子, λ_t^B 是信贷部门预算约束的拉格朗日乘子, 也即银行的边际消费效用。优化(8)式即可得到坏账处置部门的一阶条件和利润函数。

三 融资约束与企业金融化的理论分析

(一) 融资约束

根据坏账处置部门优化问题的一阶条件可知, 两类企业的抵押率满足如下关系:

$$m_t^i = \frac{1}{\beta \theta} \left[1 - 2\omega \sum s^i \sigma^i + \frac{\omega (\sum s^i \sigma^i)^2}{\sigma^i} \right] \quad (9)$$

通过计算可知 $\partial m^i / \partial \sigma^i < 0$, 这表明经营风险越大的企业, 银行为之设定的抵押率越低, 换言之, 经营风险越大的企业受到的融资约束越严重。若定义融资约束差异程度为两类企业的抵押率之差 $\Delta m = m^T - m^N$, 则根据(9)式, 可以得到融资约束差异程度的表达式:

$$\Delta m = \frac{1}{\beta \theta} \left(\frac{1}{\sigma^T} - \frac{1}{\sigma^N} \right) \omega (\sum s^i \sigma^i)^2 \quad (10)$$

显然, 由 $\sigma^T < \sigma^N$ 有 $\Delta m > 0$, 风险高的新兴企业相对风险低的传统企业受到的融资约束程度更严重。当两类企业提供相同的抵押品数量时, 风险高的新兴企业获得的融资数量要小于风险低的传统企业。于是, 我们给出:

引理 1: 由于银行和企业之间存在金融摩擦, 因而风险较高的企业相对于风险较

① 由于企业的抵押约束均取等号, 因此企业提供的抵押品就等于其拥有的资本, 故此处直接以 k_t^i 作为抵押品带入模型。

低的企业更易受到银行的融资约束。

银行在向企业发放贷款时限制企业的贷款规模是银行的理性决策。由于信息不对称的存在,银行为预防企业破产带来的损失,必须设置严格的贷款条件,来保证贷款能够收回。风险异质性的企业破产概率不同,银行就会设置差别性的贷款限制,换言之,不同企业会受到不同程度的融资约束。

从银行承担风险的角度看,设置差别性的融资约束能够提升效率。我们考虑如下情况,所有企业的融资约束程度都相同,银行对两类企业均按照相同的抵押率发放贷款。令(8)式为0,则可求得这种情况下的抵押率 $\bar{m} = (1 - \omega x) / (\beta \theta)$,该取值位于存在差别性融资约束时两类企业的抵押率之间,即 $\bar{m} \in (m^N, m^T)$ 。对低风险企业而言,融资不歧视下的抵押率较差别性融资约束时更低,当该类企业破产时,抵押品的清偿价值将大于坏账金额,银行仍然能够足额收回贷款。对于高风险企业而言,融资不歧视下的抵押率较差别性融资约束时更高,当该类企业破产时,抵押品的清偿价值将小于坏账金额,银行将不能够足额收回贷款。由此可见,对风险异质性企业设置差别性的抵押率有助于降低银行面临的信用风险。

然而,从企业部门的角度看,差别性融资约束降低了资源配置效率。在模型的设置中,低风险的传统企业经营效率低,而高风险新兴企业经营效率高,当银行以相同的贷款条件发放贷款时,两类企业均能获得相当的融资水平(杠杆率)。当银行以差别性贷款条件发放贷款时,新兴企业获得的贷款更少,传统企业获得贷款更多,资源的配置效率有所下降。银行“风险导向”的资源配置方式与经济中“效率导向”的资源配置方式存在一定的矛盾。企业间的资源错配为影子银行体系的自发形成提供了基础。

(二) 银行经营管理态度

银行经营管理态度是影响内生融资约束的重要因素。根据公式(9)和(10), $\partial m^i / \partial \theta < 0$, $\partial \Delta m / \partial \theta < 0$,当 θ 越小时,两类企业的抵押率均上升,且两类企业的抵押率之差也上升。于是,我们可以给出:

引理 2: 银行经营管理态度越积极,风险识别和风险管理水平越高,企业受到的融资约束越弱,但是,异质性风险企业受到融资约束的差别性会更加严重。

图 1 更好地描述了引理 2 的内涵。如图 1 所示,横轴代表银行经营管理态度(向右代表态度更积极),纵轴代表企业的抵押率。传统企业的曲线始终位于新兴企业的上方,表明传统企业的抵押率始终大于新兴企业的抵押率,与引理 1 一致。两条企业的曲线均是向右上方倾斜,表明银行经营管理态度越积极(θ 越小),两类企业融资的抵押率越大,即融资约束越宽松。银行经营管理态度越积极,甄别企业风险的动机越

强,进而提升自身风险管理水平的意愿越强,从而导致其对两类企业设置更高的抵押率以发放更高的贷款。随着银行经营管理积极性的上升,传统企业的抵押率提高的幅度较新兴企业更大一些,导致融资约束的差别性程度增加了。考虑到中国银行业现状,非国有银行相对国有银行市场化程度更高,其经营管理态度较国有银行更积极。随着银行的市场化改革,国有银行的市场份额下降,企业部门的融资约束缓解,对金融资源的利用程度提高,低风险与高风险企业受到融资约束的差别性程度也会提高。

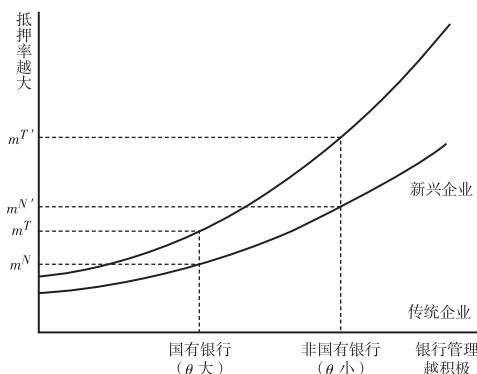


图1 银行经营管理态度与融资约束

(三) 企业金融化与影子银行

根据前文分析,传统企业是影子银行的投资者,新兴企业是影子银行的融资者。定义传统企业金融投资占固定资产的比例为 $Fin^T \equiv b^T/k^T$ 。结合公式(2)、(5)和(9)以及银行和家庭部门的一阶条件,我们可以得到企业金融投资比例在稳态下的显示解:

$$Fin^T = \frac{1}{(1-v) + \theta v} \left[1 - 2\omega \sum s^i \sigma^i + \frac{\omega (\sum s^i \sigma^i)^2}{\sigma^T} \right] - \delta \quad (11)$$

由该式可知,影响企业金融投资的因素包括两类企业的破产概率 σ^i 、抵押资产出售时的成本率参数 ω 、企业资产的相对比例 s^i 、资产折旧率 δ 、银行的经营管理态度 θ 和银行的资产负债率 v 等。根据(11)可以得到:

$$\frac{\partial Fin^T}{\partial \sigma^T} = - \frac{\omega}{(1-v) + \theta v} \left[\left(s^T - \frac{\sum s^i \sigma^i}{\sigma^T} \right)^2 + s^T (2 - s^T) \right] < 0 \quad (12)$$

该式表明传统企业的风险越小,传统企业从事金融投资的比重越大。类似地,定义新兴企业从影子银行融资的规模与其资本的比值 $Fin^N \equiv -b^N/k^N$,进而可以推导出: $\frac{\partial Fin^N}{\partial \sigma^N} = \frac{2\omega}{(1-v) + \theta v} s^T s^N \left(\frac{\sigma^N}{\sigma^T} - 1 \right) > 0$ 。该式表明新兴企业风险越高,其所需求的融资也会越多。结合以上两点,我们给出如下命题:

命题1:在缺乏市场融资渠道的假设下,风险异质性企业受到的差别性融资约束将导致企业之间形成借贷关系。其中,风险较大的新兴企业是融资者,风险较小的传统企业是投资者。而且,经营风险越小的企业持有金融投资的比例越高。

图2更加清晰地展示了命题1的含义。传统企业和新兴企业的经营风险分别为 σ^T 和 σ^N ，且 $\sigma^T < \sigma^N$ 。实线描述了企业金融投资与企业经营风险的关系。风险较低的企业有影子银行投资 Fin^T ，而风险高的企业有影子银行融资 Fin^N 。根据引理1，经营风险不同的企业受到的融资约束程度不同。给定企业可供抵押的

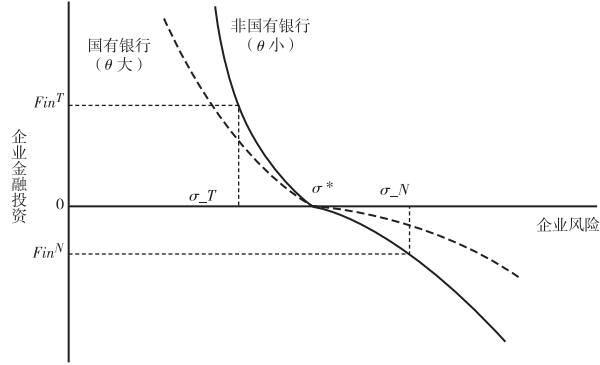


图2 企业风险、银行经营管理态度与企业金融投资

资产数量,经营风险(破产概率)相对越小的企业,从银行获得的贷款金额越多,杠杆率也越高。对于风险较低而耐心程度较高的企业而言,资金是相对过剩的,对于风险较高而耐心程度较低的企业而言,资金是相对短缺的。银行对异质性风险企业的差别性对待,使两类企业产生了未能满足的资金需求和资金供给,从而内生地形成了借贷关系。如果将企业风险 σ 扩展为连续变量,不难推断,必然存在一个临界值 σ^* ,使得满足 $\sigma < \sigma^*$ 的企业参与影子银行活动、进行金融投资,满足 $\sigma > \sigma^*$ 的企业从影子银行融资。而且,影子银行规模会随着企业风险的离散程度增加而增加。

在上述情况下,新兴企业和传统企业均形成了较高的杠杆率。不同的是,新兴企业的负债来自银行贷款和影子银行融资两部分,并均流向了实体经济投资;而传统企业的负债仅来自银行贷款,资金却并未完全直接流向实体经济投资。由此可见,企业金融化行为内生地推高了企业杠杆率,且新兴企业的高杠杆率较传统企业高杠杆率更加有助于经济发展。“去杠杆”是党的十九大报告中提出的五大任务(“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”)之一,是化解金融风险的重要举措。根据本文的分析,以结构性去杠杆的理念,着重降低传统企业的杠杆率,提高新兴企业负债中银行信贷的比重,将更加有助于提高经济效率和防范金融系统性风险。在现实经济中,较易从银行获得融资的传统企业中相当一部分是国有企业,因而2017年习近平总书记在第五次全国金融工作会议上也指出“要把国有企业降杠杆作为重中之重”。根据公式(12),可以得到: $\partial(Fin^T)^2/\partial\sigma^T\partial\theta > 0$ 。根据 $\partial Fin^T/\partial\sigma^T < 0$ 而 $\partial(Fin^T)^2/(\partial\sigma^T\partial\theta) > 0$ 可知,当银行的经营管理越积极时,企业经营风险对金融投资的负向作用越强。由于国有银行的经营管理态度更消极,我们可以推断,在国有银行占比高的地区,银行的经营管理态度在平均意义上更加消极。因而可以得到待检验的命题:

命题 2: 国有银行占比越低的地区,银行的经营管理态度在平均意义上越积极,风险异质性企业的融资约束差异越大,进而导致企业之间的借贷关系越多。也就是说,在国有银行占比越低的地区,企业经营风险对企业金融投资的负向影响越大。

根据引理 2,银行经理管理更积极时,对两类企业设置的抵押率均会更高,但是,对低风险企业设置的抵押率会相对高风险企业提高得更多,从而导致两类企业之间的借贷关系更多。如图 2 中的虚线所示,给定两类企业的风险 σ^T 和 σ^N ,当 θ 下降时,虽然新兴企业的资金缺口下降了,但是下降的幅度不如传统企业资金盈余增加的快,在新兴企业的资金缺口仍然不被满足的情况下,两类企业之间的借贷规模将进一步上升,从而传统企业金融化程度也上升了。

在存在企业金融化的情况下,国有银行比重下降是一把“双刃剑”。具体而言,根据引理 2,随着市场结构中国有银行份额的下降,银行平均的经营管理积极性提高,企业部门面临的整体融资约束减轻了。与此同时,银行对风险异质性企业的差别对待程度上升。从银行的角度看,银行信贷配置效率得到改善,银行承担的信用风险降低了。然而,随着企业间影子银行交易规模上升,传统企业在分享新兴企业收益的同时,也承担了新兴企业一部分的风险,而这一部分风险最终可能会对银行造成负面影响。充当“实体中介”的传统企业,成了银行和新兴企业之间风险传染的桥梁,当新兴企业遭遇未预期的较大的负面冲击时,就可能引发影子银行体系的系统性风险,进而传染到银行体系。因此,在存在企业金融化的情况下,银行业市场化改革的融资约束缓解效应提高了经济效率,但随之带来的融资约束差别性程度增加却放大了金融体系的风险。由此可见,深化金融体制改革需要注重银行体系改革和金融市场改革的协调性。

四 经验分析设计

(一) 模型和变量

本文利用中国上市公司的微观财务数据对命题 1 和 2 分别进行经验检验。由于影子银行活动本身难以观测和度量,本文的分析从企业视角出发。无论影子银行内部如何运转,总有一些资金盈余企业最终成为影子银行活动的资金净出借者,另一些资金短缺企业最终成为影子银行活动的资金净借入方。这与 Shin 和 Zhao(2013) 和王永钦等(2015)解释的企业金融化一致。通过识别企业经营风险对企业金融化的影响,即可佐证本文的理论分析结论。为了检验命题 1,本文构建如下回归模型:

$$Fin_{i,t} = \gamma_1 Risk_{i,t} + \varphi X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

其中,角标 i 和 t 分别代表企业和年份。被解释变量 Fin 是企业金融化,核心解释变量 $Risk$ 是企业经营风险。 X 是一系列控制变量,包括:企业的销售额增长率 ($Salesgrowth$),用销售额自然对数的一阶差分来度量,用以控制企业的实体经营情况;企业的所有制 (SOE) 是虚拟变量,国有企业取值为 1,非国有企业取 0;企业的杠杆率 ($Leverage$),用总负债与总资产之比度量;企业规模 ($Size$),用总资产的自然对数值度量。 $\varepsilon_{i,t}$ 是残差项。模型中还控制了企业固定效应和年份固定效应,用于捕捉企业个体差异以及随年份变化的经济周期特征。根据命题 1,本文预测企业经营风险 ($Risk$) 的系数将显著小于 0,即经营风险越低的企业,企业金融投资占总资产的比重越高。

1. 企业金融化的度量。现有关于企业金融化的研究主要采用两种度量方式。其一,利用流动资产和流动负债的相关性来识别(王永钦等,2015;Du 等,2017)。当企业流动资产与流动负债呈现同向变动的时候,则表明该企业从事了金融投资活动。其二,利用上市企业数据中披露的流动资产投资等科目进行直接度量(Demir,2009)。这样度量具有可操作性,缺点是选取的报表科目中可能会包含部分非金融的生产性投资。综合考虑,本文采取第二种度量方式。

Demir(2009)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。与此不同,刘珺等(2014)根据中国上市企业的报表格式,进一步细化了企业金融投资的度量方式,提出交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款等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。宋军和陆旸(2015)在刘珺等(2014)的基础上,进一步引入了金融衍生品、长期股权投资和投资性房地产等三个科目,使企业金融投资的度量范围更加全面。出于稳健性考虑,本文选择最全面的指标来度量企业金融化,即以资产负债表中交易性金融资产、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、金融衍生品、长期股权投资和投资性房地产等八个科目之和与企业总资产的比重,作为企业金融化的代理变量^①。

2. 企业经营风险的度量。(13)式中的核心解释变量是企业经营风险,以企业破

^① 值得指出的是,虽然本文强调的企业金融投资最终流向了新兴企业,但是在现实中,由于资产价格泡沫和投机活动的存在,有些企业金融投资却最终流向了股票和房地产等资本市场。这并不妨碍本文对企业经营风险与企业金融投资的关系进行检验。企业经营风险越低,则企业从银行获得融资的能力越强,投向金融资产的资本越充足,只要金融投资的收益较高,其最终流向并不影响本文的结论。

产率来指代。受限于统计数据,上市企业的破产率较难估算。参考翟胜宝等(2014)的研究,我们采用收益波动性来度量企业经营风险。具体地,先用每家企业 ROA 减去所在行业 ROA 的平均值得到经过调整的 ROA,然后用经过调整的 ROA 计算 3 年滚动标准差($t-1$ 到 $t+1$ 年)。在稳健性检验中,本文还会计算经过调整的 ROA 的 5 年滚动标准差作为企业经营风险的替代变量。

全样本包括风险高低两组企业。根据命题 1,风险较高的企业主要从影子银行融资(反映在负债科目上),而风险较低的企业从事金融投资。从平均意义上看,企业经营风险与企业金融投资占比的负相关关系仍然成立。出于稳健性考虑,本文区分不同的企业风险程度,利用不同的子样本对命题 1 做进一步的检验。按照企业经营风险,可以将样本划分为两组:经营风险高于同年同行业经营风险中位数的为高风险子样本,低于中位数的为低风险子样本。命题 1 中提到低风险企业是影子银行的投资者,其经营风险对金融投资的负向影响更强,因而本文预测高风险子样本中经营风险 $Risk$ 的系数不显著,而在低风险子样本中系数显著且较全样本下更小(绝对值更大)。

为了进一步检验命题 2,考察国有银行占比较高的地区企业经营风险对企业金融化的影响,我们将基准回归模型拓展为:

$$Fin_{i,t} = \gamma_1 Risk_{i,t} + \gamma_2 Risk_{i,t} \cdot SoB_{p,t} + \gamma_3 SoB_{p,t} + \varphi X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (14)$$

其中,角标 p 代表省份, SoB 指某省份某年的国有银行占比,用工、农、中、建、交五大银行资产占银行总资产的比重度量。 $Risk \cdot SoB$ 是国有银行占比与企业经营风险的交乘项,根据命题 2,我们预期它的系数 γ_2 大于 0,而企业经营风险($Risk$)的系数 γ_1 小于 0,也即国有银行占比越低时,企业经营风险对企业金融化的负作用越大。

(二)数据来源

本文采用沪深两市所有 A 股上市公司作为研究样本。选择上市公司作为样本有以下几点考虑:其一,上市公司的财务数据可得性强,本文能够获得上市企业持有金融资产的明细数据(宋军和陆旸,2015;张成思和张步县,2016;彭俞超等,2017)。其二,上市企业持有金融资产的规模较大,对影子银行有重要影响。据万德数据统计显示,2016 年有 767 家上市公司购买了银行理财产品、证券公司理财产品、信托贷款、私募等金融产品,总金额达 7268.76 亿元(王国刚,2017)。

由于 2006 年会计制度发生变化,2006 年以前企业金融投资的数据极少,因此,我们选择 2007-2016 年作为样本区间。由于本文研究非金融企业的金融化,故我们剔除了金融类企业;持有投资性房地产不能算金融投资,故我们也剔除了房地产行业。为

了消除异常值的影响,我们对所有连续变量在两端 1% 的分位上进行了缩尾处理。最终,我们得到 18 055 个观察值。样本中的企业财务数据均来自国泰安上市企业数据库(CSMAR),国有银行资产占比数据来自万德数据库。

五 结果分析

(一) 基本结果

表 1 报告了企业经营风险对企业金融化影响的基本估计结果。我们控制了企业个体和年份固定效应(后表同)。其中,第(1)、(2)列是对命题 1 的检验,第(3)、(4)列是对命题 2 的检验。第(1)列 *Risk* 的系数显著为负,表明经营风险低的企业持有的金融资产占总资产的比重较高,与命题 1 一致。在第(2)列中,我们进一步添加了企业规模和企业杠杆率作为控制变量,*Risk* 的系数和显著性均未发生明显变化。

表 1 企业经营风险与金融投资

被解释变量: <i>Fin</i>	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Risk</i>	-0.0012 ** (0.0005)	-0.0012 ** (0.0005)	-0.0184 *** (0.0065)	-0.0193 *** (0.0065)
<i>Risk · SoB</i>			0.0356 *** (0.0129)	0.0374 *** (0.0130)
<i>SoB</i>			-0.0480 ** (0.0234)	-0.0499 ** (0.0234)
<i>SalesGrowth</i>	-0.0033 *** (0.0010)	-0.0031 *** (0.0010)	-0.0033 *** (0.0011)	-0.0027 ** (0.0012)
<i>SOE</i>	-0.0127 *** (0.0035)	-0.0127 *** (0.0035)	-0.0159 *** (0.0037)	-0.0157 *** (0.0038)
<i>Leverage</i>		-0.0008 (0.0005)		-0.0009 (0.0006)
<i>Size</i>		-0.0010 (0.0010)		-0.0025 ** (0.0012)
常数项	0.0479 (0.0320)	0.0685 * (0.0386)	0.0735 * (0.0413)	0.1281 *** (0.0481)
观察值个数	18 055	18 055	14 236	14 236
R ²	0.149	0.150	0.150	0.151

说明:括号内是标准误,*、**及***分别代表 10%、5%及 1% 的显著性水平。下表同。

表 1 的第(3)、(4)列添加了国有银行占比 (*SoB*) 与企业经营风险 (*Risk*) 的交乘项。*Risk* 的系数在 1% 的统计水平上显著小于 0, 而交乘项的系数在 1% 的统计水平上显著大于 0, 这表明在国有银行占比更低的地区, 企业经营风险对企业金融投资的影响更大。这是因为在国有银行占比更低的地区, 银行经营管理态度更积极, 风险识别能力更强, 导致高风险企业受银行融资约束的程度更严重, 高风险企业向影子银行融资的需求更旺盛, 因而这一地区企业金融化水平更高。命题 2 得到了验证。

命题 1 指出, 经营风险较低的企业因能够从银行获得较多的信贷支持而拥有较充沛的资金流, 从而将资金投放到影子银行体系; 经营风险较高的企业因难以从银行获得足够的信贷支持而被迫从影子银行融资。为论证命题 1, 我们将样本分为高低经营风险两个子样本, 进一步对经营风险与企业金融化的关系进行检验, 结果见表 2。

表 2 不同风险下企业风险对金融投资的影响

被解释变量:	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Fin</i>	高风险	高风险	低风险	低风险
<i>Risk</i>	-0.0011 (0.0009)	-0.0010 (0.0009)	-0.0020** (0.0008)	-0.0015* (0.0008)
<i>SalesGrowth</i>	-0.0020 (0.0013)	-0.0028** (0.0013)	-0.0067*** (0.0021)	-0.0036* (0.0021)
<i>SOE</i>		-0.0074 (0.0050)		-0.0269*** (0.0059)
<i>Leverage</i>		-0.0005 (0.0006)		-0.0316*** (0.0056)
<i>Size</i>		0.0029** (0.0015)		-0.0081*** (0.0018)
常数项	0.0451 (0.0365)	-0.0133 (0.0480)	0.0716 (0.0542)	0.2914*** (0.0676)
观察值个数	9206	9206	8849	8849
R^2	0.139	0.140	0.151	0.162

表 2 第(1)、(2)列是基于高风险子样本的回归结果。我们发现, *Risk* 的系数均不显著, 表明高风险企业的经营风险与企业金融化之间并无统计上的显著关系。表 2 第(3)、(4)列 *Risk* 的系数均显著为负, 表明对低风险企业, 经营风险与金融化之间存在显著的负相关关系。对比表 1 第(2)列和表 2 第(4)列中 *Risk* 的系数可知, 在低风险企业的子样本中, 经营风险对企业金融化水平的负向影响较全样本更强。此外, 区分子样本后, 高风险子样本的 R^2 较全样本显著下降, 低风险子样本的 R^2 较全样本显著上升。这表

明基于低风险样本的分析拟合效果更好, 各自变量对企业金融投资的解释力更强。以上结果佐证了命题 1, 也表明企业经营风险与企业金融化水平之间的负相关关系较为稳健。

(二)稳健性检验

1. 内生性

根据前文的理论分析,企业经营风险是影响企业金融化水平的重要因素,然而企业金融化水平也可能会对企业经营风险产生影响。考虑到二者之间内生因果的可能性,我们对命题 1 做进一步的稳健性分析。当解释变量和被解释变量之间存在内生因果关系时,普通最小二乘法估计量有偏。为克服内生性,本文采用了两阶段系统 GMM 估计方法,分别对(13)和(14)式进行重新检验,回归结果见表 3。

表 3 两阶段系统估计结果

被解释变量:	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Fin</i>	全样本	全样本	高风险	低风险
<i>Risk</i>	-0.0205 *** (0.0063)	-0.3266 ** (0.1405)	-0.0399 (0.0376)	-0.0551 * (0.0317)
<i>Risk · SoB</i>		0.6326 ** (0.2796)		
<i>SoB</i>		-2.9583 * (1.6579)		
<i>SalesGrowth</i>	-0.0135 (0.0100)	-0.0121 (0.0232)	0.0088 (0.0220)	0.1611 ** (0.0765)
<i>SOE</i>	-0.0028 (0.0119)	0.3980 *** (0.0932)	0.2096 ** (0.1036)	-0.0051 (0.0498)
<i>Leverage</i>	0.0166 (0.0158)	0.0132 (0.0231)	-0.0291 (0.0417)	-0.1290 (0.3203)
<i>Size</i>	-0.0040 (0.0095)	-0.1760 *** (0.0461)	-0.1023 ** (0.0469)	0.0336 (0.0619)
常数项	0.1723 (0.2055)	5.2252 *** (1.4372)	2.5076 ** (1.1053)	-0.6615 (1.3602)
观察值个数	18 055	14 236	9206	8849
AR(1) 检验 P 值	0.0000	0.0011	0.0971	0.0252
AR(2) 检验 P 值	0.1832	0.3222	0.6652	0.1021
Hansen 检验 P 值	0.2903	0.4655	0.3553	0.8884

说明:表中括号内报告的是 WC 稳健标准误。

参考 Windmeijer(2005)的研究,两阶段系统 GMM 估计的标准误不稳健,因而我们采用 WC 稳健标准误。除年份虚拟变量外,模型中所有变量均被视为内生变量。表 3 各列结果均与基准模型保持一致,再次表明本文的结果稳健^①。

2. 其他稳健性检验^②

在基准回归中,我们采用经过行业调整的资产报酬率 3 年滚动标准差作为企业经营风险的度量。出于稳健性考虑,我们重新测算了经过行业调整的资产报酬率的 5 年滚动标准差 *Risk5* 作为企业经营风险的替代性指标,重新对命题 1、2 进行检验。我们发现,企业经营风险对企业金融投资的影响仍然是显著的,交乘项 *Risk5 · SoB* 的系数仍然显著为正,表明经营风险较低的企业持有较多的金融投资,且这一作用在国有银行占比

① 为了更好地识别因果性,本文采用面板向量自回归方法进行稳健性检验,得到与基准模型一致的结论。限于篇幅,本文未报告估计结果,有兴趣的读者可向作者索取。

② 受篇幅所限,其他稳健性检验未在正文中报告,有兴趣的读者可向作者索取。

较低的地方更显著。区分不同企业风险的样本后,低风险样本中企业经营风险的系数仍然显著为负,而高风险样本中企业经营风险的系数不显著,与基准回归结果保持一致。

最后,我们对企业经营风险与金融投资关系的区域异质性进行了探索。以市场化指数的年度中位数作为分界,将样本划分为市场化程度高和低两个子样本。按照企业所在省份,我们将样本划分为东、中、西部三个子样本。回归结果表明,企业经营风险对企业金融化的影响在东部省份、市场化程度高的省份更强,而在中西部地区、市场化程度低的省份不显著。这可能是因为在经济发展水平较高、制度环境更好的地区,金融发展较快,信托公司、基金公司等非银行金融机构较多,影子金融体系更发达,因而低风险企业拥有更多的机会进行金融投资,导致经营风险与企业金融化水平的关系更显著。

六 企业金融化与金融体系改革的次序

企业金融化虽然优化了企业部门的资源配置,但放大了经济的系统性风险。根据前文的理论与经验分析,银行业改革及国有银行占比降低,将会通过影响风险异质性企业的融资约束差异程度推动企业金融化,金融市场的改革与发展将为高风险企业提供新的融资渠道,进而降低低风险企业的金融化水平。基于此,本文对银行改革(国有银行占比下降)和市场改革(金融市场完善)的最优次序进行简要的定性讨论。

(一) 企业金融化弊大于利

企业金融化的积极作用主要表现在以下两个方面:第一,企业金融化使企业部门的资源实现再配置,提高了资源配置效率。由于风险异质性企业受到不同程度的融资约束,新兴企业难以从银行获得充足的融资,而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通过影子银行流向了高效企业,缓解了资源错配,提高了整个经济的资源配置效率。这与 Du 等(2017)的研究保持一致。第二,企业金融化有助于缓解企业的财务困境。金融资产较固定资产的流动性高,当企业资金盈余时,把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出现资金短缺时,可以卖出金融资产以获得流动性,缓解财务困境。

然而,由前所述,企业金融化是一把双刃剑。除了上述积极作用外,企业金融化对经济发展也存在一些负面影响^①。而且,就目前而言,企业金融化的负面影响更加突

^① 除了本文强调的影子银行融资成本高和风险大之外,现有研究还指出企业金融化对经济发展的其他负面作用。例如,企业金融化程度的提高抑制了实业投资,包括企业研发投入、固定资产投资等,阻碍了实体经济的发展(Chen 等,2015;张成思和张步县,2016)。又如,企业金融化导致投机行为增加,推高房地产价格(Chen 和 Wen,2016)。

出。第一,企业金融化推高了新兴企业的融资成本(刘珺等,2014)。由于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,甚至接近于新兴企业的资产收益率。较高的融资成本提高了新兴企业的债务负担,不断提高的债务负担又使新兴企业的利润率进一步下降,抑制了新兴企业的投资积极性。以“融资贵”替代“融资难”,在短期中能够缓解中小企业的财务困境,但在长期中会加剧中小企业的债务负担,不利于中小企业的发展。第二,企业金融化导致影子银行规模不断扩大,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,银行对两类企业设置不同的贷款条件是有效率的,减少对新兴企业的贷款,正是为了控制信用风险。但与此同时,传统企业通过影子银行向新兴企业投资,导致其承担的风险增加,从而间接地提高了银行的风险。作为实体中介的传统企业并不具备银行的风险管理能力,当新兴企业出现超预期的大面积违约时,传统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,其风险最终将由银行承担。如果说差别性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。

(二) 市场优先还是银行优先

中国金融市场发展落后是导致高风险企业向影子银行融资的客观原因。高风险的新兴企业应该首先借助金融市场获得资金,其次才考虑向银行或者影子银行融资。然而,由于中国是以银行为主导的金融体系,金融市场相对银行部门发展缓慢,新兴企业难以从金融市场获得融资。于是,这些企业长期依赖自身利润积累即内源融资来维持企业的生产经营。在经济繁荣时,企业的利润充足,内源融资能够支撑企业的各种生产性投资。而在经济环境恶化时,企业利润下降甚至遭遇亏损,内源融资难以维持企业的生存,这时企业被迫选择向影子银行融资。

随着金融市场的发展,新兴企业从金融市场获得融资的比例将增加,对影子银行的需求就会减少,进而企业金融化行为也会减少。设金融市场的发展程度(或改革进展程度)为 η ,则我们可以把考虑了金融市场发展的企业金融化表示为:

$$G(\eta, \theta) = (1 - \eta)F(\theta) \quad (15)$$

其中, $F(\theta) = Fin^T$ (见式 11), 且 $F'(\theta) < 0$, 表明银行业改革(θ 下降)将使企业金融化程度提高, 与命题 2 一致。根据(9)和(15)式, 我们可以绘制金融体系改革路径、企业金融化程度和融资约束强度的关系图(见图 3)。图 3 中的 A 点是改革的起点, 朝着原点的方向是改革的最终方向。随着银行业改革的推进, 即 θ 不断下降, 企业

部门的融资约束将不断下降,银行对实体经济的支持力度将不断提高,但与此同时,企业金融化程度也会因融资约束差别性的增加而上升,因而在市场改革程度不变的情况下,银行改革会使图中的 A 点向左上方移动。随着市场改革的推进,即 η 不断上升,越来越多高风险企业通过金融市场融资,企业金融化的比重不断减少,因而在银行改革程度不变的情况下,市场改革会使图中的 A 点向正下方移动。

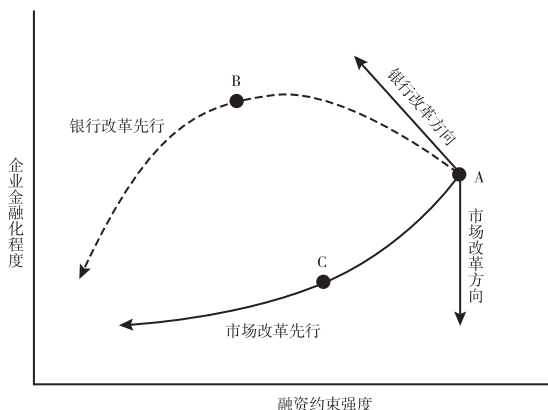


图3 银行优先和市场优先的金融体系改革路径对比

企业金融化程度越高则影子银行规模越大,金融体系风险越高;融资约束强度越轻,则银行对实体经济的支持力度越大,经济效率越高。改革的最终目标是既要降低金融体系风险又要提高经济效率。

在同时推进银行和市场改革的情况下,金融市场改革和银行改革的相对优先程度会影响到改革过程中的福利变化。由于中国金融体系长期以银行为主导,金融市场发展较为缓慢,银行优先的金融改革策略在推动企业部门融资约束下降的同时,也必然会导致企业金融化行为增加,进而引起影子银行规模上升。如图3中B点所示,虽然经济效率提升了,但金融体系的风险也上升了。当市场改革优先且市场改革对企业金融化的负影响超过银行改革对企业金融化的正影响时^①,随着改革的不断推进,企业金融化比重就不会上升,甚至不断下降。如图3中C点所示,经济效率和金融稳定均不断改进。银行改革先行的路径(虚线)对金融稳定和经济效率而言不是连续的帕累托改进,而市场改革先行的路径(实线)每一步都是帕累托改进的,更加平滑地实现了金融体系的改革目标。

党的十九大报告指出,要“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展”。习近平在第五次全国金融工作会议上也强调“要把发展直接融资放在重要位置,形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。要改善间接融资结构,推动国有大银行战略转型,发展中小银行和民营金融机构”。银行改革和市场改

① 通过对(15)式微分可求得这一条件的数学表达式: $d\eta \geq (1 - \eta) F'(\theta) [F(\theta)]^{-1} d\theta$ 。

革都是金融体系改革的重要内容,但是要把金融市场改革和直接融资发展放到更加重要的位置。基于以上分析,相对完善的金融市场是银行业改革的前提条件,只有使金融市场改革先行,才能减弱银行改革带来的负面影响,即抑制企业金融化和影子银行发展,保证经济效率和经济稳定都能够单向而持续提升。

七 主要结论和政策建议

习近平在第70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”。“金融是实体经济的血脉,为实体经济服务是金融的天职,是金融的宗旨,也是防范金融风险的根本举措”。

企业金融化是现代经济发展中存在的一个趋势性现象,但是其背后的原因在不同国家并不一致。蓄水池效应并不是中国企业金融化的原因。结合投资替代和实体中介理论,本文发现,在直接融资方式缺乏的情况下,风险异质性企业受到的融资约束差异是造成企业金融化的原因之一。银行部门内生地对高风险企业设置更紧的融资约束,而对低风险企业设置更松的融资约束。高风险企业的融资需求得不到满足,而低风险企业获得资源相对过剩,从而两类企业之间内生地形成了借贷关系。具体地,经营风险越低的企业,其金融化程度越高,即持有更多比例的金融资产。进一步的分析表明,银行经营者的管理态度会影响风险异质性企业的融资约束差别,进而影响企业金融化程度。在经营管理相对保守的国有银行占比较高地区,异质性风险企业受到的融资约束差别较小,企业经营风险对企业金融化的负向影响也较弱。

在资本市场发展较慢,风险投资、产业投资等直接融资发展尚存在不足时,高风险企业从影子银行体系融资是经济主体自发的选择,企业部门的资源配置效率能在一定程度上得到提升。然而,影子银行体系的快速膨胀,集聚了大量的风险,不利于金融稳定。差别性的融资约束并未使银行风险下降,反而使银行承担了未预期的影子银行风险。因此,在资本市场尚不健全的情况下,大步推进银行业市场化改革,虽然缓解了企业部门的整体融资约束,但加剧了异质性风险企业的融资约束差别,进而加剧了企业金融化和影子银行规模膨胀。本文的政策建议在于,推进市场优先的金融体系改革,将更有助于缓解银行市场化改革带来的负面作用,抑制企业金融化,促进经济效率和金融稳定的持续、单向提升,从而实现连续的帕累托改进。

经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革

参考文献:

- 方军雄(2010):《民营上市公司真的面临银行贷款歧视吗》,《管理世界》第1期。
- 苟琴、黄益平、刘晓光(2014):《银行信贷配置真的存在所有制歧视吗?》,《管理世界》第1期。
- 胡奕明、王雪婷、张瑾(2017):《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》第1期。
- 李健、范祚军、谢巧燕(2012):《差异性金融结构“互嵌”式“耦合”效应——基于泛北部湾区域金融合作的实证》,《经济研究》第12期。
- 林毅夫、章奇、刘明兴(2003):《金融结构与经济增长:以制造业为例》,《世界经济》第1期。
- 刘珺、盛宏清、马岩(2014):《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》,《金融研究》第5期。
- 彭俞超、刘代民、顾雷雷(2017):《减税能缓解经济“脱实向虚”吗?——来自上市公司的证据》,《税务研究》第8期。
- 彭俞超、韩珣、李建军(2018):《经济政策不确定性与企业金融化》,《中国工业经济》第1期。
- 宋军、陆昉(2015):《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》第6期。
- 孙国峰、贾君怡(2015):《中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角》,《中国社会科学》第11期。
- 王国刚(2017):《“去杠杆”:范畴界定、操作重心和可选之策》,《经济学动态》第7期。
- 王永钦、刘紫寒、李婧、杜巨澜(2015):《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》,《管理世界》第12期。
- 翟胜宝、张胜、谢露、郑洁(2014):《银行关联与企业风险——基于我国上市公司的经验证据》,《管理世界》第4期。
- 张成思、张步昙(2016):《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》第12期。
- Besanko, D. and Thakor, A. V. “Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets.” *International Economic Review*, 1987, pp. 671-689.
- Chen, K. and Wen, Y. “The Great Housing Boom of China.” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2016, 9(2), pp. 73-114.
- Chen, T.; Liu, L. X. and Zhou, L. “The Crowding-out Effects of Real Estate Shocks-Evidence from China.” SSRN working paper, 2015.
- Demir, F. “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets.” *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2), pp. 314-324.
- Du, J.; Li, C. and Wang, Y. “A Comparative Study of Shadow Banking Activities of Non-Financial Firms in Transition Economies.” *China Economic Review*, 2017, (46), pp. s35-s49.
- Epstein, G. A. *Financialization and the World Economy*. Northampton, MA; Edward Elgar, 2005.
- Gerali, A.; Neri, S.; Sessa, L. and Signoretti, F. M. “Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area.” *Journal of Money, Credit and Banking*, 2010, 42(s1), pp. 107-141.
- Iacoviello, M. “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle.” *The American Economic Review*, 2005, 95(3), pp. 739-764.

- Iacoviello, M. "Financial Business Cycles." *Review of Economic Dynamics*, 2015, 18(1), pp. 140–163.
- Orhangazi, O. "Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003." *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(6), pp. 863–886.
- Shin, H. S. and Zhao, L. "Firms as Surrogate Intermediaries: Evidence from Emerging Economies." Princeton working paper, 2013.
- Smith, C. W. and Stulz, R. M. "The Determinants of Firms' Hedging Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20(04), pp. 391–405.
- Stulz, R. M. "Rethinking Risk Management." *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, 9(3), pp. 8–25.
- Wang, H.; Wang, H.; Wang, L. and Zhou, H. "Shadow Banking: China's Dual-Track Interest Rate Liberalization." SSRN working paper, 2016.
- Windmeijer, F. "A Finite Sample Correction for the Variance of Linear Efficient Two-Step GMM Estimators." *Journal of Econometrics*, 2005, 126(1), pp. 25–51.

The Cause and Rectification of Economic "Shifting from Real to Fictitious": Understanding Institutional Reform in the Financial Sector Based on the 19th CPC National Congress Report

Peng Yuchao; Huang Zhigang

Abstract: Deepening institutional reform in the financial sector and strengthening the capacity of financial services to better serve the real economy have been the fundamental requirements derived from the report issued by the 19th National Congress of the CPC. From the perspective of financial institutions, this paper constructs a two-sector model, including endogenous financial constraints, to investigate economic shifting from real to fictitious. In the model, banks finance heterogeneous risky firms differently, leading to corporate financialisation and shadow banking formation, resulting in greater financial risks. Enterprises with less risk can get more credit from banks, which in turn places an excess of money into the shadow banking system, resulting in corporate financialisation. This impact is also more pronounced in regions with a lower proportion of state-owned banks. Based on the above, this paper puts forward a systematic framework for the reform of the financial system in order to achieve the simultaneous improvement of financial stability and economic efficiency.

Key words: shifting from real to fictitious, financial institutions reform, corporate financialisation, financial constraints

JEL codes: G20, E22, O11

(截稿:2018年3月 责任编辑:宋志刚)