

产融结合与实体企业未来主业发展： 助力还是阻力

沈璐，陈祖英(教授)，汪金祥(博士)

【摘要】以2008~2017年我国A股上市公司为研究样本,探讨实体企业进行产融结合对未来主业发展的影响。研究发现:总体上,产融结合损害了实体企业的未来主业业绩;企业进行产融结合主要出于投机套利动机而非缓解融资约束动机。进一步检验发现:金融发展水平的提高有助于削弱产融结合对实体企业未来主业业绩的负面影响;作用机制检验表明,实体企业实施产融结合显著降低了企业的实体主业投资,并通过“挤出”企业实体主业投资这一部分中介效应为渠道阻碍了实体企业的未来主业发展。该研究为产融结合对实体经济的影响提供了微观层面的经验证据,并且对于政府引导资金“脱虚向实”、实施产融结合和以融促产政策有一定的启示意义。

【关键词】实体企业;产融结合;未来主业业绩;“挤出”效应

【中图分类号】F832.5;F275 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)14-0065-10

一、引言

产融结合是指实体企业通过参股、控股等方式将产业资本与金融资本进行融合,是企业实现跨越式发展的重要途径。近年来,随着金融市场的迅速发展、金融业改革的深入推进和国家对金融支持实体产业经济发展政策的推动,我国实体企业纷纷掀起产融结合的风潮,参股或自设金融机构的现象日益凸显,大量的产业资本与金融资本相互融合,建立起密切的金融股权关联。在此情形下,产融结合对实体企业未来主业的发展能否按预期那样在缓解融资约束、降低债务成本、提升经营绩效中起到正向作用?这是监管者和学术界共同关注并需要展开研究的现实问题。

针对以上问题,本文检验了2008~2017年间产融结合对实体企业未来主业发展的影响。研究发现:第一,总体上,产融结合损害了实体企业的未来主业业绩,对于融资约束程度不同的企业并无显著差异;

第二,实体企业主要出于投机套利动机进行产融结合;第三,金融发展水平的提高有助于削弱产融结合对实体企业未来主业业绩的负面影响;第四,实体企业进行产融结合并不是通过缓解融资约束、降低企业的现金储备和债务成本进而提升企业的未来主业业绩,而是通过“挤出”企业实体主业投资这一部分中介效应来损害企业的未来主业业绩。在更换解释变量及采用工具变量法进行检验后发现实证结果仍然稳健。

本文希望在以下几个方面做出贡献:第一,本文在我国实体产业竞争加剧、金融工具不断创新的经济金融化背景下,以微观企业进行产融结合为切入点,探讨产融结合对实体企业未来主业发展的影响,对企业参股金融机构行为的研究进行丰富与补充。第二,以企业进行产融结合的投机套利动机为框架展开分析,证实了企业进行产融结合本质上是一种投机套利行为。该结论不仅有助于证实我国实体企业进行产融结合的具体动机,而且从投机套利视角

【基金项目】国家社会科学基金项目“外部市场冲击与企业债务脆弱性研究”(项目编号:17CGL015)

解释了我国实体企业业绩下滑的重要原因,为我国实体企业的可持续发展提供了经验证据。第三,实体企业的发展不可避免地会受到外部环境的影响,因此,本文检验产融结合在不同地区金融市场化发展水平下的差异效应,这有助于更深入地理解金融发展与微观企业投资行为的联动关系。第四,利用中介效应模型来检验产融结合影响实体企业未来主业发展的作用机制,并发现“挤出”企业实体主业投资这一部分中介效应是影响实体企业未来主业发展的重要渠道,这有利于进一步认识产融结合对实体企业产生的经济后果。

二、文献回顾、理论分析与假设提出

(一)文献回顾

产融结合一直是我国监管者和学术界关注的热点问题。早期,我国学者大多通过规范分析范式研究产融结合的动机、机制、效果等^[1-3]。近年来,学者们则主要从“由产而融”的视角,研究实体企业持股金融机构对企业创新、融资约束、企业成长、经营绩效、投资效率等方面的影响^[4-7]。总的来说,有以下两种观点:一部分学者运用交易成本理论、信息不对称理论证实实体企业参股或自设金融机构可以在一定程度上缓解融资约束对企业的影响,进而通过增加对实体主业的投资来促进企业未来主业的发展,即产融结合对实体企业未来主业的发展具有“挤入”效应^[8-10];另一部分学者通过构建产融结合有效性的企业经营绩效评价标准,结合产融结合的成本收益模型进行定量分析,认为我国企业产融结合存在大量无效和负效性,即产融结合也具有“挤出”效应^[11]。综观以上研究发现,我国学者在产融结合对实体企业业绩影响的研究结论上存在一定分歧。这主要是因为不同研究角度、研究方法以及样本选择对结果产生了不同的影响。同时,由于行业间存在异质性,可能导致产融结合的实际效果在不同行业间存在一定差异。

(二)理论分析与假设提出

实体企业进行产融结合是促进还是阻碍企业未来主业的发展显然与其持股动机密不可分。在我国,金融业一直是受保护的垄断行业,相较其他行业拥有较大的利润优势,因此,我国实体企业持股金融机构至少存在投机套利和缓解融资约束两种动机。投机套利是指企业通过参股金融机构获取新的利润增长点,分享金融业的超额收益;而缓解融资约束是指

企业通过参股或自设金融机构来缓解融资约束进而降低企业的债务成本和现金储备。因此,本文将基于投机套利与融资约束两方面来分析实体企业进行产融结合对未来主业业绩的影响。

1. 投机套利动机假说。根据马克思的关于社会平均利润率的形成原理,金融行业高于实体企业平均利润是实体企业进行产融结合的一大动力。近年来,与金融、房地产等产业盈利水平快速提升形成鲜明对比的是实体企业因各生产要素成本提高、产能过剩、税费繁冗等因素不断增大的下行压力^[12]。再者,由于实体企业持有现金存在相应的机会成本,需要寻找其他投资机会,而我国金融行业超额的收益率自然会吸引企业通过产融结合这一路径实现资本的保值增值。实体企业参股金融机构不仅可以通过其红利或股利寻求新的利润增长点,还可以通过转让股权获取差价收益。郭牧炫、廖慧^[13]的研究表明,利润构成中非营业收入贡献越大的民营企业越有动力进行产融结合,他们进行产融结合的目标就是获取投资收益。因此,基于财富效应,企业通过参股金融机构来追求利润的最大化和多元化并最终达到资本增值,是实体企业进行产融结合的一大动力。在该假说下实体企业是否持股金融机构与其投机套利动机的强弱密切相关。杜勇等^[14]则基于代理理论认为,企业的高管和大股东出于自我寻利的动机,更愿意持股变现能力强、短期收益高、转换成本低的金融机构,以谋取管理权和控制权私利。

2. 缓解融资约束动机假说。融资约束是制约我国实体经济发展的的重要因素,企业因受融资约束被迫削减甚至放弃投资扩张计划,影响主业发展的现象屡见不鲜。因此,通过参股或自设金融机构帮助实体企业缓解融资约束,降低企业的现金储备和债务成本进而促进主业发展是实体企业踏上产融结合道路的另一大动力。首先,产融结合为实体企业与金融机构搭建起信息沟通的桥梁,提高信息交流的时效性,从而减少因信息不对称所产生的道德风险和逆向选择,缓解实体企业的融资约束^[15]。同时,实体企业持股金融机构不仅有助于企业项目以较低的风险溢价获得资金,还有利于节约金融机构对实体企业的监督成本,并将其转化为与企业共享的收益,实现银企共赢。其次,企业参股金融机构还可以通过向市场传递利好信号提高其信贷声誉。朱松等^[16]构建了信贷市场的信号传递模型,证实实体企业往往能通过持股金融机构传递其资金实力雄厚、偿债能力强

的信号,进而获得更多的信贷资金。再次,基于公司治理理论,靳庆鲁等^[17]认为,作为内部人,大股东可以影响或控制公司的投资决策。因此,实体企业可以通过进行产融结合,特别是较高比例地持股金融机构来影响其信贷决策,从而使企业更容易获得信贷资金。最后,持股金融机构对企业快速融入“金融圈”有着至关重要的影响,而该“金融圈”的关系机制有助于增强圈子内成员间的信任感^[18]。因此,金融机构一般会优先将信贷资金发放给其信任的企业,并且给予更优惠的信贷条件^[19]。在该动机下,实体企业是否持股金融机构主要受到其融资约束程度的影响。

3. 不同动机对企业未来主业发展的影响。投机套利动机和缓解融资约束动机都可以促使实体企业进行产融结合,但在不同观点下产融结合作用于企业未来主业业绩的方式会有显著差异。

基于投机套利动机的产融结合对企业未来主业业绩至少有以下三个方面的影响:第一,Tobin^[20]的研究发现,基于企业资源的有限性,金融投资与实体投资间存在互相替代的关系,参股金融机构必然会减少用于企业实体主业的资源投入。第二,参股金融机构的高收益率会降低实体企业进行实物资本投资和研发创新的动力,进而驱使企业侵占原本用于实体主业的有限资源,减少对实体主业的投资。王红建等^[21]的研究也证实了实体企业跨行业套利不但未缓解其所面临的融资约束,还会通过抑制企业创新阻碍企业主业的发展。第三,过度参股金融机构会使企业资产虚拟化,促使企业更加关注短期投资收益,从而忽视对企业实体主业的发展。蔺元^[22]的研究表明,上市公司进行产融结合后并没有实现管理协同和财务协同,还导致其各项业绩指标显著下滑,在这种情况下,产融结合的“挤出”效应大于其“挤入”效应,进而损害实体企业未来主业的发展。

基于缓解融资约束动机,产融结合主要通过以下渠道影响实体企业业绩:第一,通过进行产融结合缓解融资约束具有资本成本效应。这是因为企业通过持股金融机构能够提高金融机构的信贷意愿,缓解信贷配给问题,传递利好信号,降低交易成本,进而降低外部融资产生的资本成本,促进企业主业的发展。李旭超^[23]也证实参股银行或财务公司能够显著降低债务融资成本。吴春雷、张新民^[24]的研究则表明,持股金融机构能有效提升企业的融资水平,促进企业经营性资产的增值。第二,Ran Duchin

等^[25]研究发现投资收益能在企业未来遭受现金流的不利冲击时反哺主业,降低主业投资活动对外部融资的依赖,确保企业的资金供应,进而帮助企业更好地应对外部环境变化对经营的不利影响,降低企业的经营风险,保障实体企业主业的顺利发展。在这种情况下,产融结合的“挤入”效应大于其“挤出”效应,有助于实体企业未来主业的发展。

因此,实体企业进行产融结合所产生的“挤入”和“挤出”效应的相对大小是其影响企业未来主业发展的关键因素。在投机套利动机下,企业减少了对实体主业的投资,将有限的资源更多地投入金融机构,导致“挤出”效应大于“挤入”效应,最终阻碍企业未来主业的发展;而基于缓解融资约束动机,企业进行产融结合可以缓解企业在外部融资环境较差的情况下发展主业所面临的融资约束,降低现金储备和债务成本,使得“挤出”效应弱于“挤入”效应,从而促进企业未来主业发展。因此,本文提出以下假设:

H1-1:若“挤出”效应占主导,则产融结合与实体企业未来主业业绩具有负向相关关系,即企业进行产融结合表现为投机套利行为。

H1-2:若“挤入”效应占主导,则产融结合与实体企业未来主业业绩具有正向相关关系,即企业进行产融结合表现为缓解融资约束行为。

H2-1:若实体企业进行产融结合是出于投机套利动机,那么对于投机套利动机越强的企业,其产融结合与企业未来主业业绩间的负相关关系越显著。

H2-2:若实体企业进行产融结合是出于缓解融资约束动机,那么对于融资约束越强的企业,其产融结合与企业未来主业业绩间的正相关关系越显著。

三、研究数据与检验方法

(一)数据选取

考虑到企业各项指标的可获得性和样本代表性,本文选取2008~2017年我国A股上市公司为研究样本,并按照下列标准进行筛选:①剔除金融类上市公司;②剔除ST、PT和已退市的上市公司;③剔除主要数据缺失的样本。本文最终获得2796家公司的21031个样本观测值。本文数据来源于Wind数据库和CSMAR数据库。为减少极端值的影响,在1%和99%的水平上对连续型变量进行缩尾处理。

(二)模型设定

为验证本文的假设,借鉴杜勇等^[14]的研究构建了模型(1),以研究实体企业进行产融结合对未来主

业业绩的影响。如果 Hold 的回归系数(α_1)显著为负,则表明产融结合损害了实体企业未来主业业绩,H1-1 成立;如果 Hold 的回归系数(α_1)显著为正,则表明产融结合提升了实体企业未来主业业绩,H1-2 成立。此外,在参考已有文献并考虑财务特征、治理特征等影响因素后选取以下控制变量:财务杠杆(Lev)、企业成长性(Growth)、企业规模(Size)、股权集中度(Top1)、管理层持股(Msh)、董事会规模(Board)、独立董事比例(Indep)、领导权结构(Dual)、产权性质(State)及机构投资者持股比例(Ins)。同时,控制了行业效应与年度效应,上述变量的详细定义见表 1。

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Hold} + \alpha_2 \text{Lev} + \alpha_3 \text{Growth} + \alpha_4 \text{Size} + \alpha_5 \text{Top1} + \alpha_6 \text{Msh} + \alpha_7 \text{Board} + \alpha_8 \text{Indep} + \alpha_9 \text{Dual} + \alpha_{10} \text{State} + \alpha_{11} \text{Ins} + \sum \alpha_i \text{Industry} + \sum \alpha_i \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

为探究实体企业进行产融结合的动机,本文构建模型(2)考察融资约束程度对产融结合与企业未来主业业绩关系的调节效应。重点关注企业进行产融结合与融资约束的交互项 Hold×FC,若其系数 β_2 显著,即实体企业进行产融结合主要是为了缓解融资约束,进而对企业未来主业产生的“挤入”效应将占主导地位,更多地支持 H1-2 的假设;若系数 β_2 不显著,则间接支持企业进行产融结合主要出于投机套利动机,对企业未来主业发展产生的“挤出”效应将占主导地位,即更多支持 H1-1 的假设。

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Hold} + \beta_2 \text{Hold} \times \text{FC} + \beta_3 \text{FC} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{growth} + \beta_6 \text{Size} + \beta_7 \text{Top1} + \beta_8 \text{Msh} + \beta_9 \text{Board} + \beta_{10} \text{Indep} + \beta_{11} \text{Dual} + \beta_{12} \text{State} + \beta_{13} \text{Ins} + \sum \beta_i \text{Industry} + \sum \beta_i \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

为考察地区金融市场化发展水平对产融结合与企业未来主业业绩关系的调节效应,本文构建了模型(3),若 $\gamma_2 < 0$,即地区金融市场化发展水平的提高增强了产融结合的“挤出”效应,削弱了“挤入”效应;若 $\gamma_2 > 0$,则地区金融市场化发展水平的提高增强了产融结合的“挤入”效应,削弱了“挤出”效应。

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Hold} + \gamma_2 \text{Hold} \times \text{FM} + \gamma_3 \text{FM} + \gamma_4 \text{Lev} + \gamma_5 \text{growth} + \gamma_6 \text{Size} + \gamma_7 \text{Top1} + \gamma_8 \text{Msh} + \gamma_9 \text{Board} + \gamma_{10} \text{Indep} + \gamma_{11} \text{Dual} + \gamma_{12} \text{State} + \gamma_{13} \text{Ins} + \sum \gamma_i \text{Industry} + \sum \gamma_i \text{Year} + \varepsilon \quad (3)$$

(三)主要变量定义

1. 企业未来主业业绩(Coreperf_{t+1})。参照胡聪慧等^[26]的方法,本文选取剔除实体企业金融投资收

益的 t+1 期资产收益率来衡量其未来主业业绩,两个指标的具体定义见表 1。

表 1 主要变量名称及定义

类型	名称	符号	变量描述
被解释变量	未来主业业绩指标 1	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf1 _{t+1} =(营业利润-投资收益-公允价值变动收益+对联营企业和合营企业投资收益)/总资产
	未来主业业绩指标 2	Coreperf2 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1} =(利润总额-投资收益-公允价值变动收益+对联营企业和合营企业投资收益)/总资产
解释变量	产融结合	Hold	参股金融机构时取 1,否则取 0
调节变量	融资约束	FC1	以未支付股利组表示融资约束程度较高组,取值为 1;而股利支付率最高的四分位组表示融资约束程度较低组,取值为 0
	融资约束	FC2	企业规模小于中位数时取 1,否则取 0
	金融发展水平	FM	金融发展水平指数高于中位数时取 1,否则取 0
控制变量	财务杠杆	Lev	资产负债率=总负债/总资产
	企业成长性	Growth	(本年度主营业务收入-上年度主营业务收入)/上年度主营业务收入
	企业规模	Size	总资产的自然对数
	股权集中度	TOP1	第一大股东持股比例
	管理层持股	Msh	管理层持股时取 1,否则取 0
	董事会规模	Board	董事会人数的自然对数
	独立董事比例	Indep	独立董事人数/董事会人数
	领导权结构	Dual	董事长和总经理兼任时取 1,否则取 0
解释变量	产权性质	State	国有企业取 1,否则取 0
	机构投资者持股比例	Ins	机构投资者持股占上市公司总股份比例

2. 产融结合(Hold)。产融结合主要通过实体企业持股金融机构的方式体现。Wind 数据库显示,目前实体企业持股的非上市金融机构包括商业银行、财务公司、信托公司、基金公司、保险公司和期货公司,其中以持股商业银行为主。持股的上市金融机构主要为商业银行和保险公司。由于部分企业虽然持

有一定比例的金融股权,但因其持股比例较小,只是“形式”上的参股金融机构,未必能建立稳定的银企关系,进而无法对金融机构的经营、投资决策造成影响。本文借鉴陈栋、陈运森^[27]和刘星、蒋水全^[28]的研究设计,对于实体企业持股金融机构提出认定标准,即只有实体企业持有金融机构2%以上的股份且为被持股金融机构前十大股东时,才认定其存在产融结合。此外,当实体企业同时持有若干家金融机构的股份时,按其持股比例最高的予以考虑。

3. 融资约束(FC)。参照王红建等^[29]的研究,本文分别使用股利支付率、企业规模两个变量来检验不同融资约束下,实体企业主营业务与产融结合之间的负相关关系是否存在显著差异。本文以FC作为企业融资约束程度的虚拟变量,详细定义见表1。

4. 金融发展水平(FM)。地区金融市场化发展水平数据主要来自王小鲁等^[30,31]编著的《中国分省企业经营环境指数2017年报告》和《中国分省份市场化指数报告(2016)》中的地区综合金融发展水平指数,用于考察地区金融发展水平对产融结合的调节效应。该指数的时间跨度为2008~2016年,由于一个地区的金融发展水平是渐变的,参考学术界通行的做法,用2016年的数据替代2017年地区金融发展水平数据。本文用FM作为地区金融市场化发展水平的虚拟变量,若地区综合金融发展水平指数高于中位数时取值为1,否则取值为0。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2列示了本文各主要变量的描述性统计结果,其中实体企业未来主业业绩指标Coreperf1_{t+1}和Coreperf2_{t+1}的均值(中位数)分别为0.040(0.038)、0.048(0.043)。产融结合(Hold)的描述性统计结果说明在本文的样本中实体企业参股金融机构的均值为0.130,表明约有13.0%的样本观测值进行了产融结合。研究还发现,若放宽产融结合的认定标准,则产融结合的样本占比还将进一步提高。这也说明我国实体企业的产融结合已粗具规模,同时凸显了本文的现实意义。

(二)多元回归分析

表3报告了实体企业进行产融结合对未来主业业绩的影响。第(1)、(3)列为未加入控制变量前的单变量回归结果。其中,产融结合与企业未来主业业绩之间呈显著负相关关系,即产融结合明显损害了实

表2 主要变量描述性统计

变量	N	Mean	Std.Dev.	Min	Median	Max
Coreperf1 _{t+1}	21031	0.040	0.064	-0.195	0.038	0.288
Coreperf2 _{t+1}	21031	0.048	0.064	-0.174	0.043	0.322
Hold	21031	0.130	0.337	0.000	0.000	1.000
Lev	21031	0.428	0.218	0.000	0.419	0.967
Growth	21031	0.175	0.394	-0.557	0.119	2.744
Size	21031	21.849	1.213	16.506	21.732	25.198
Top1	21031	0.356	0.152	0.089	0.336	0.755
Msh	21031	0.750	0.433	0.000	1.000	1.000
Board	21031	2.144	0.196	1.609	2.197	2.708
Indep	21031	0.372	0.052	0.333	0.333	0.571
Dual	21031	0.256	0.437	0.000	0.000	1.000
State	21031	0.385	0.487	0.000	0.000	1.000
Ins	21031	0.242	0.231	0.000	0.158	0.877

体企业的未来主业业绩,从而证明产融结合的“挤出”效应要大于“挤入”效应。

第(2)列和第(4)列则纳入控制变量,当被解释变量为Coreperf1_{t+1}时,Hold的回归系数为-0.007;当被解释变量为Coreperf2_{t+1}时,回归系数为-0.004,且分别在1%和5%的置信水平上显著。同时可以发现,在考虑实体企业异质性特征后,产融结合的负向影响依旧显著。与(1)、(3)列相比,第(2)、(4)列调整后的R²明显提高,表明模型中其他控制变量的选取具有一定合理性。

回归结果支持H1-1,拒绝H1-2,即实体企业持股金融机构后会通过其“挤出”效应损害企业未来主业的发展,尽管实体企业能通过产融结合获得金融投资收益,但由于投机套利动机的驱使,企业很可能将这些资金继续用于参股金融机构。在这种情况下,产融结合不仅无法促进企业未来主业的发展,甚至会导致资源错配、投机盛行、经济“脱实向虚”等负面效应,这与罗来军等^[32]的研究结论一致。

(三)动机的异质性检验

上述实证结果已表明企业进行产融结合可能并非基于缓解融资约束动机下的“挤入”效应反哺主业,而是出于投机套利动机,反而损害了实体企业的未来主业业绩。为继续探究实体企业进行产融结合与未来主业业绩之间是否存在“挤入”效应,本文以面临不同融资约束程度的实体企业为样本,进一步检验企业未来主业业绩与产融结合之间的关系在不同融资约束企业间是否存在显著差异。借鉴王红建

表3 实体企业产融结合与未来主业绩

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}
Hold	-0.008*** (-6.16)	-0.007*** (-3.66)	-0.010*** (-7.86)	-0.004** (-2.00)
Lev		-0.116*** (-39.46)		-0.101*** (-32.65)
Growth		0.029*** (34.62)		0.029*** (32.41)
Size		0.010*** (12.95)		0.003*** (3.42)
Top1		0.087*** (16.16)		0.072*** (12.73)
Msh		0.002 (1.24)		0.001 (1.04)
Board		0.014*** (3.97)		0.011*** (2.99)
Indep		0.017 (1.56)		0.014 (1.15)
Dual		0.003** (2.29)		0.002 (1.58)
State		-0.017*** (-6.58)		-0.018*** (-6.64)
Ins		0.021*** (9.37)		0.022*** (9.03)
Constant	0.041*** (87.68)	-0.192*** (-10.46)	0.049*** (104.78)	-0.027 (-1.38)
N	21031	21031	21031	21031
行业效应	未控制	控制	未控制	控制
年度效应	未控制	控制	未控制	控制
Adjusted R ²	0.002	0.556	0.003	0.502

注：表中数据分别为各自变量的回归系数和T值；***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平上显著。下同。

等^[29]的研究，本文分别采用股利支付率、企业规模两个变量来度量企业面临融资约束的程度，将股利支付率高、资产规模较大界定为融资约束程度较低的企业，并通过与产融结合的交互项(Hold×FC1、Hold×FC2)来识别企业进行产融结合的动机，得到的回归结果如表4所示。实证结果显示，融资约束与产融结合的交互项系数均不显著，但产融结合系数均显著为负。即在不同融资约束程度下，实体企业进行产融结合与企业未来主业绩的负相关关系并不存在显著性差异，从而不支持H2-2。该结果间接证明了实体企业参股金融机构是出于投机套利动机，是企业对金融业超额收益的逐利结果，对企业未来主业绩表现为“挤出”效应而非促进作用。

表4 实体企业产融结合、融资约束与未来主业绩

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}
Hold	-0.009*** (-3.21)	-0.007*** (-3.68)	-0.006** (-2.05)	-0.004** (-2.20)
Hold×FC1	0.003 (1.13)		0.003 (1.03)	
Hold×FC2		0.003 (0.92)		0.004 (1.17)
FC1	-0.005*** (-5.06)		-0.005*** (-4.93)	
FC2		-0.003*** (-2.66)		-0.006*** (-4.18)
Constant	-0.187*** (-10.16)	-0.168*** (-8.17)	-0.021 (-1.09)	0.014 (0.62)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.557	0.557	0.502	0.502
N	21031	21031	21031	21031

为进一步验证实体企业进行产融结合对未来主业绩的“挤出”效应是基于实体企业对金融业超额收益的逐利结果，实质上是一种投机套利行为，本文选取了利润表中的利息收入、投资收益占净利润之比来表示持股金融机构对实体企业净利润的影响。显然，该占比越高，企业进行产融结合的套利动机越强，其“挤出”企业未来主业绩的效果将越显著。表5的实证结果表明，当选取Coreperf1_{t+1}作为被解释变量时，利息收入占比低组产融结合的系数并不显著；与投资收益占比低组相比，占比较高组产融结合的系数更显著为负；当选取Coreperf2_{t+1}作为被解释变量时，利息收入、投资收益占比低组产融结合的系数均不显著。该结果说明，企业的利息收入、投资收益与净利润之比越大，实体企业进行产融结合的套利动机越强，对企业未来主业绩的“挤出”效应越明显；反之，投资收益与净利润之比越小，其通过产融结合进行投机套利的动机越弱，则对企业未来主业绩的“挤出”效应越小。表5的结果支持了H2-1。

(四)地区金融发展水平的异质性检验

长期以来，我国各省份的金融发展水平存在较大差异，而企业的投融资决策不可避免地会受到当地金融发展水平的影响。因此，本文通过构建金融发展水平指数与产融结合的交互项(Hold×FM)，考察其外部金融环境对产融结合与实体企业未来主业

表 5

实体企业产融结合、投机套利与未来主业绩

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}
	利息收入 占比高	利息收入 占比低	利息收入 占比高	利息收入 占比低	投资收益 占比高	投资收益 占比低	投资收益 占比高	投资收益 占比低
Hold	-0.007*** (-4.14)	-0.004 (-1.16)	-0.005*** (-3.26)	-0.001 (-0.40)	-0.007*** (-3.03)	-0.005* (-1.76)	-0.006** (-2.53)	-0.002 (-0.53)
Constant	-0.068*** (-3.39)	-0.210*** (-6.61)	-0.001 (-0.04)	-0.003 (-0.09)	-0.072*** (-2.86)	-0.280*** (-9.30)	0.049* (1.91)	-0.083** (-2.56)
N	10528	10484	10528	10484	10529	10499	10529	10499
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.649	0.572	0.654	0.494	0.579	0.556	0.546	0.482

绩关系的调节效应。表6报告了回归结果,本文重点关注的是金融市场化发展水平与实体企业产融结合的交互项Hold×FM,可以发现Hold×FM的回归系数分别为0.008、0.006,且分别在5%和10%的水平上通过了显著性检验。该结果表明,较高的金融发展水平削弱了产融结合对实体企业未来主业绩的不利影响。这主要是由于在金融市场化发展水平更高的地区,银行等金融机构一般具备更强的经营独立性和风险防控意识,会更加积极主动地收集企业的相关信息,以甄别企业进行产融结合的投机动机,进而削弱其对实体企业未来主业绩的“挤出”效应。

表 6 金融发展水平的调节效应

变量	(1)	(2)
	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}
Hold	-0.012*** (-4.28)	-0.008*** (-2.77)
Hold×FM	0.008** (2.49)	0.006* (1.93)
FM	-0.001 (-0.66)	-0.001 (-0.79)
Constant	-0.192*** (-10.39)	-0.026 (-1.32)
N	21018	21018
控制变量	控制	控制
行业效应	控制	控制
年度效应	控制	控制
Adjusted R ²	0.556	0.502

(五) 稳健性检验

为了保证结果的稳健性,本文采用以下三种方式对研究结果进行检验:①虽然本文在研究时选取第t期的产融结合观测值和第t+1期的企业主业绩

绩观测值,但由于业绩指标可能受到以前年度的影响而产生内生性问题,本文选取第t-1、t-2期的产融结合观测值(Hold_{t-1}、Hold_{t-2})作为工具变量,采用工具变量法进行稳健性检验,所得结论与前文基本一致。②采用产融结合的其他代理变量。本文还采用实体企业参股金融机构比例超过5%(Hold5,参股则为1,否则为0)作为企业进行产融结合的其他代理变量,对原有模型进行稳健性检验,得到的实证结果与前文一致。③本文还考虑了以下可能:倘若实体企业当前主业绩已经不好,导致管理层不看好企业未来主业的发展转而持股金融机构,而恰好企业未来主业表现不佳,即企业并非因进行产融结合而损害了其未来主业绩的发展。按此逻辑,倘若企业当期主业绩较好,管理层对未来的预期会更乐观,应该较难观察到产融结合与未来主业之间的负向关系;而当期主业绩较差时,管理者对未来的预期则可能不太好,此时应该更容易观察到两者间更显著的负向关系。为此,本文将所有样本根据企业当期主业绩分为绩优组(企业当期的主业绩大于年度-行业中位数)和绩差组(企业当期的主业绩不大于年度-行业中位数)进行分组回归。回归结果显示,当选取Coreperf1_{t+1}作为被解释变量时,与绩差组相比,绩优组产融结合的系数反而更显著为负;当选取Coreperf2_{t+1}作为被解释变量时,其与未来预期并不乐观的绩差组的负向关系并不显著。该结果拒绝了上文提出的替代解释。

五、作用机制检验

前文的经验证据表明,企业主要出于投机套利动机进行产融结合,这损害了实体企业未来主业绩

绩的发展。接下来,本文将尝试通过进一步的作用机制检验来研究产融结合如何影响实体企业未来主业的发展。

(一)检验“挤入”效应是否存在

根据缓解融资约束动机假说,实体企业可通过持股金融机构减少企业的现金储备和债务成本进而提高实体企业的未来主业业绩,即企业进行产融结合对未来主业发展将起到“挤入”作用。为深入探究产融结合影响实体企业未来主业业绩的传导机制,本文利用Baron、Kenny^[33]的中介效应检验程序验证产融结合能否通过缓解融资约束,进而减少企业现金储备和债务成本的路径促进实体企业未来主业的发展。

为此,本文构建模型(4)~模型(6)用于检验“产融结合——现金储备——企业未来主业业绩”这一路径。本文采用总资产标准化的货币资金来衡量企业的现金储备(Cash),CVs表示控制变量,与前文相同,此处不再赘述。具体检验步骤如下:①利用模型(4)就中介变量(Cash)对基本自变量(Hold)进行回归;②利用模型(5)就因变量(Coreperf_{t+1})对基本自变量(Hold)进行回归;③通过模型(6)就因变量(Coreperf_{t+1})对基本自变量(Hold)和中介变量(Cash)同时进行回归。

进行中介效应检验时需要注意以下问题:①如果模型(4)中的 α_1 不显著则中介效应不存在。②如果模型(5)中的 β_1 和模型(6)中的 γ_2 不显著,则中介效应不存在。③如果模型(5)中的 β_1 和模型(6)中的 γ_2 显著,且模型(6)中的 γ_1 不显著,说明中介变量起到完全中介作用;如果模型(6)中的 γ_1 显著,则表明中介变量起到部分中介作用。

$$\text{Cash}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Hold} + \sum \alpha_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Hold} + \sum \beta_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (5)$$

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Hold} + \gamma_2 \text{Cash} + \sum \gamma_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (6)$$

模型(7)~模型(9)用于检验路径“产融结合——债务成本——企业未来主业业绩”。债务成本(Cod_{t+1})的计算公式为Cod_{t+1}=利息支出/有息负债。其中,有息负债=短期借款+长期借款+一年内到期的非流动负债+应付债券。

$$\text{Cod}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Hold} + \sum \alpha_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (7)$$

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Hold} + \sum \beta_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (8)$$

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Hold} + \gamma_2 \text{Cod}_{t+1} + \sum \gamma_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (9)$$

检验结果列示于表7中,第(1)列报告了路径“产融结合——现金储备——企业未来主业业绩”的检验结果,Hold的回归系数为-0.003,t值为-0.69,未通过显著性检验;第(2)列报告了路径“产融结合——债务成本——企业未来主业业绩”的检验结果,Hold的回归系数为-0.001,t值为-0.03,同样未通过显著性检验。因此,中介效应的检验结果表明没有足够证据能支持“挤入”效应,即H1-2。

表7 实体企业产融结合与现金储备、债务成本

变量	(1)	(2)
	Cash _{t+1}	Cod _{t+1}
Hold	-0.003 (-0.69)	-0.001 (-0.03)
Constant	0.425*** (9.92)	0.457*** (10.90)
N	21031	17699
控制变量	控制	控制
行业效应	控制	控制
年度效应	控制	控制
Adjusted R ²	0.582	0.193

(二)检验“挤出”效应是否存在

模型(10)~模型(12)用于检验“产融结合——实体主业投资——企业未来主业业绩”这一路径。其中,企业未来主业业绩(Capitalinv_{t+1})的计算公式为Capitalinv_{t+1}=购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金/总资产。

$$\text{Capitalinv}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Hold} + \sum \alpha_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (10)$$

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Hold} + \sum \beta_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (11)$$

$$\text{Coreperf}_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Hold} + \gamma_2 \text{Capitalinv}_{t+1} + \sum \gamma_i \text{CVs} + \varepsilon \quad (12)$$

表8报告了中介效应的检验结果。第(1)列是关于产融结合影响中介因子的实证结果,Hold的回归系数在5%的置信水平上显著为负,说明实体企业进行产融结合明显减少了其对主业的投资,这与张成思、张步昙^[34]的结论一致。第(2)列和第(3)列显示Hold的回归系数分别为-0.007和-0.004,且分别在1%和5%的置信水平上通过显著性检验。第(4)、(5)列显示Capitalinv_{t+1}的回归系数在1%的置信水平上显著为正,Hold的回归系数在1%和10%的置信水平上显著为负(且 $|\gamma_1| < |\alpha_1|$),说明企业实体主业投资是产融结合损害实体企业未来主业业绩的部分中介因子。因此,中介效应检验的结果再次支持了“挤出”效应,即H1-1。

表 8 实体企业产融结合、实体主业投资与未来主业业绩

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Capitalinv _{t+1}	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}	Coreperf1 _{t+1}	Coreperf2 _{t+1}
Hold	-0.004** (-2.24)	-0.007*** (-3.66)	-0.004** (-2.00)	-0.006*** (-3.52)	-0.003* (-1.88)
Capitalinv _{t+1}				0.072*** (8.87)	0.063*** (7.34)
Constant	-0.024 (-1.42)	-0.192*** (-10.46)	-0.027 (-1.38)	-0.190*** (-10.39)	-0.025 (-1.30)
N	21031	21031	21031	21031	21031
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.422	0.556	0.502	0.558	0.503

六、研究结论和政策建议

(一) 研究结论

本文基于我国实体经济下行、金融市场迅速发展、大量实体企业参股或自设金融机构以实现产业资本与金融资本的进一步融合这一背景,以 A 股上市公司为样本,研究实体企业进行产融结合对未来主业发展的影响。研究发现:①产融结合损害了实体企业的未来主业业绩,对于融资约束程度不同的企业,两者之间并无显著差异;②实体企业主要出于投机套利动机持股金融机构;③金融发展水平的提高有助于削弱产融结合对实体企业业绩的负面影响;④产融结合显著降低了企业的实体主业投资,并以“挤出”实体主业投资这一部分中介效应为渠道阻碍企业未来主业的发展。

(二) 政策建议

1. 抑制投机套利动机,推动产融结合可持续性发展。本文的研究表明,产融结合阻碍实体企业发展的根源在于企业进行产融结合背后隐藏着其投机套利的动机。因此,国家应该完善相应的法律法规和制度体系,国资委等监管机构应加强对企业进行产融结合动机的审查和对产融结合后企业业绩的考核,严厉打击基于投机套利动机的短期投机行为,积极引导实体企业坚持实业主导,将“金融服务实体经济”的目标落到实处,促进实体企业可持续发展。

2. 提高主业投资的收益率,鼓励实体经济转型升级。本文研究发现:实体产业近几年持续处于经济下行期是企业参股金融机构的一大原因。因此,政府

需要通过落实降低实体企业税负、提高技术补贴等政策改善实业发展环境。同时,应积极引导企业实施供给侧结构性改革,推进“大众创业、万众创新”的进程,鼓励实体企业通过创新驱动实现转型升级,降低生产成本,提高生产效率,进而提高企业主业的投资回报率,降低金融投资对企业的吸引,引导企业优化资源配置,立足主业发展。

本文的研究虽然表明实体企业进行产融结合会阻碍企业

未来主业的发展,但这并不代表对企业产融结合的完全否定。随着产融结合的不断发展,如何顺应潮流发挥其“挤入”效应,借助“产业金融”这一加速器振兴实体经济,真正实现以融促产将是一个重要的现实问题。当然,本文未考虑货币政策、政策不确定性等宏观因素对企业进行产融结合与未来主业的发展是否存在调节效应,以及持股不同类型的金融机构能否对产融结合的效果产生不同影响,这些都可作为将来进一步研究的方向。

主要参考文献:

- [1] 操建华. 产融结合是否应相互参股[J]. 金融研究,1998(9):47.
- [2] 郑文平, 苟文均. 中国产融结合机制研究[J]. 经济研究,2000(3):47~51.
- [3] 徐波, 白永秀, 邹东涛. 产融结合实现的条件及收益分析[J]. 经济管理,2002(12):77~80.
- [4] 王超恩, 张瑞君, 谢露. 产融结合、金融发展与企业创新——来自制造业上市公司持股金融机构的经验证据[J]. 研究与发展管理,2016(5):71~81.
- [5] 黎文靖, 李茫茫. “实体+金融”:融资约束、政策迎合还是市场竞争?——基于不同产权性质视角的经验研究[J]. 金融研究,2017(8):100~116.
- [6] 马红, 王元月. 金融环境、产融结合与我国企业成长[J]. 财经科学,2017(1):59~71.
- [7] 李维安, 马超. “实业+金融”的产融结合模式与企业投资效率——基于中国上市公司控股金融机构的研究[J]. 金融研究,2014(11):109~126.
- [8] 盛安琪, 汪顺, 盛明泉. 产融结合与实体企业竞争

- 力——来自制造业样本的实证分析[J]. 广东财经大学学报, 2018(1): 15~26.
- [9] 吴汉利, 白俊. 金融公司股权关联与企业技术创新——基于融资效应与治理效应的研究[J]. 山西财经大学学报, 2018(2): 55~68.
- [10] 万良勇, 廖明情, 胡璟. 产融结合与企业融资约束——基于上市公司参股银行的实证研究[J]. 南开管理评论, 2015(2): 64~72.
- [11] 张庆亮, 孙景同. 我国产融结合有效性的企业绩效分析[J]. 中国工业经济, 2007(7): 96~102.
- [12] 宋军, 陆晔. 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.
- [13] 郭牧炫, 廖慧. 民营企业参股银行的动机与效果研究——以上市民营企业为例[J]. 经济评论, 2013(2): 85~92.
- [14] 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.
- [15] Myers S. C., Majluf N. S.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have it [J]. Journal of Financial Economics, 1984(2): 187~221.
- [16] 朱松, 陈关亭, 杜雯翠. 持股金融机构、融资约束与企业现金储备[J]. 中国会计与财务研究, 2014(3): 1~62.
- [17] 靳庆鲁, 侯青川, 李刚, 谢亚茜. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. 经济研究, 2015(10): 76~88.
- [18] Putnam R., Robert D.. The prosperous community: Social capital and public life [J]. The American Prospect, 1993(13): 35~42.
- [19] Petersen M., Rajan R.. The benefit of credit market competition on lending relationships [J]. Journal of Finance, 1994(1): 3~37.
- [20] Tobin J.. Money and economic growth [J]. Econometrica, 1965(4): 671~684.
- [21] 王红建, 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.
- [22] 蔺元. 我国上市公司产融结合效果分析——基于参股非上市金融机构视角的实证研究[J]. 南开管理评论, 2010(5): 153~160.
- [23] 李旭超. 产融结合对企业债务融资成本的影响研究[J]. 会计之友, 2017(11): 54~60.
- [24] 吴春雷, 张新民. 产融结合对经营性资产增值的影响: 是助力还是阻力[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2018(4): 53~64.
- [25] Duchin R., Gilbert T., Harford J., Hrdlicka C.. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash [J]. Journal of Finance, 2017(2): 793~852.
- [26] 胡聪慧, 燕翔, 郑建明. 有限注意、上市公司金融投资与股票回报率[J]. 会计研究, 2015(10): 82~88.
- [27] 陈栋, 陈运森. 银行股权关联、货币政策变更与上市公司现金管理[J]. 金融研究, 2012(12): 122~136.
- [28] 刘星, 蒋水全. 银行股权关联、银行业竞争与民营企业融资约束[J]. 中国管理科学, 2015(12): 1~10.
- [29] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨箐. 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(1): 155~166.
- [30] 王小鲁, 樊纲, 马光荣. 中国分省企业经营环境指数2017年报告[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017: 1~229.
- [31] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017: 1~209.
- [32] 罗来军, 蒋承, 王亚章. 融资歧视、市场扭曲与利润迷失——兼议虚拟经济对实体经济的影响[J]. 经济研究, 2016(4): 74~88.
- [33] Baron R. M., Kenny D. A.. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations [J]. Journal of Personality & Social Psychology, 1986(6): 1173~1182.
- [34] 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(12): 32~46.
- 作者单位: 福建农林大学管理学院, 福州 350002