

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 实体企业金融化对创新投入的影响研究
——基于中远海运的案例分析

研究生姓名: 华正欣

指导教师姓名、职称: 刘志军、教授

学科、专业名称: 金融硕士

研究方向: 金融理财与投资实务

提交日期: 2022年6月01日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 华 己 政 签字日期： 2022 年 6 月 01 日

导师签名： 刘 志 军 签字日期： 2022 年 6 月 01 日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 （选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 华 己 政 签字日期： 2022 年 6 月 01 日

导师签名： 刘 志 军 签字日期： 2022 年 6 月 01 日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

The Impact of Entity Financialization on Innovation Input Is Based on A Case Study of COSCO Shipping

Candidate :Hua Zhengxin

Supervisor:Liu Zhijun

摘 要

目前,我国实体企业金融化趋势的加强,深刻影响了企业的创新活动。实体企业金融化主要表现为企业本身在发展过程中持续不断提升金融资产在总资产中配置占比的活动。现阶段的中国整体经济结构正逐步处在经济转型升级的一个重要阶段初期,以依靠技术创新来促进中国实体经济的成功和转型的优化与升级将是现阶段我们关注的一个重中之重。本文研究内容对进一步把握好发挥金融业特色优势和进一步助推我国实体经济的发展以及金融管理机制改革的进程,提供了十分必要的理论基础。

文章以中远海运为案例,围绕企业金融化与企业创新投入之间存在的影。首先,本文在全面梳理、总结国内外相关文献资料的基础上,对我国上市公司“金融化”的成因及作用进行了分析,并对其进行了界定。其次,对案例进行详细介绍,中远海运主营业务聚焦于集装箱运输业,且盈利能力强势。公司在创新方面逐渐加大内外两方面的投入,不仅注重利用传统交通行业的资源进行二次发展,还积极拓展了智慧港口,为公司的发展注入了活力。中远海运把金融业作为公司的发展方向,其在长期权益投资的进程中,其财务收入对公司的盈利起到了很大的促进作用。通过对中远海运的融资行为进行实证,发现投资人对于中远海运的融资方式是正面的,综合考虑了投资回报对公司盈利增长的强大通道,具有资金的“蓄水池”特性;其次,以 Tobin-Q 方程理论为基础,对金融化给中远海运创新投资的积极影响进行了论证;基于投资替代的维度分析发现,中远海运在金融企业的持股相对稳定。由于金融投资的高回报率,该公司不会大幅增加其持有的金融类资产,同时也会持续支持企业的科研和创新活动,最终希望通过投资收益来增加公司的资本;从套利投机的角度来看,中远海运在销售创收方面的能力较为出众,且长期持有较大规模的金融类资产。相比较为其营业收益来看,中远海运通过金融投资获取收益的稳定性相对较差,以金融化这一路径进行套利需要承担较大的机会成本。根据最近几年的企业利润和财务利润数据对比发现,二者之间的差距在逐步地缩小。不仅如此,中远海运在杠杆率方面并未表现出明显的优势,甚至处于行业较低水平,因此中远海运不会过多地通过增加债务的方式来提高金融资产占比。由此表明,中远海运并不存在明显的套利投机的动机;从公

司融资的约束的角度上来看,随着近几年中远海运公司金融化的程度逐步的在提高,公司 SA 指数在缓慢的降低,证明了公司已经通过金融化来逐渐的减少了对公司的融资的约束,从而来反哺对公司的创新和研发能力的支持。

最后,我们希望在这些案例的研究过程中能够获得启迪,并提出了一些建议,以期能够为我国实体经济企业规避金融化风险、促进企业创新发展、深入培育主营业务发展方向提供有效的帮助。

关键词: 企业金融化 中远海运 案例分析

Abstract

At present, the strengthening of the financialization trend of China's entity enterprises has a profound impact on the innovation activities of enterprises. The financialization of entity enterprises is mainly reflected in the activities that enterprises themselves continuously improve the proportion of financial assets in the allocation of total assets in the development process. At this stage, China's overall economic structure is gradually in the early stage of an important stage of economic transformation and upgrading. Relying on technological innovation to promote the success of China's real economy and the optimization and upgrading of transformation will be a priority among priorities at this stage. The research content of this paper provides a very necessary theoretical basis for further grasping the characteristics and advantages of the financial industry and further boosting the development of China's real economy and the process of financial management mechanism reform.

Taking COSCO Shipping as a case, this paper focuses on the influence between enterprise financialization and enterprise innovation investment. First of all, on the basis of a comprehensive review and summary of relevant literature at home and abroad, this paper analyzes the causes and effects of financialization of listed companies in China, and defines it. Secondly, the case is introduced in detail. COSCO Shipping's main business focuses on the container transportation industry, and its profitability is strong. In terms of innovation, the company gradually increases investment in both internal and external aspects. It not only pays attention to the secondary development of traditional transportation industry resources, but also actively expands the smart port, injecting vitality into the development of the company. COSCO Shipping takes the financial industry as its development direction. In the process of long-term

equity investment, its financial income plays a significant role in promoting the company's profitability. Through the empirical study of COSCO's financing behavior, it is found that investors are positive to COSCO Shipping's financing method. Considering the strong channel of investment return to the company's earnings growth, it has the characteristics of "reservoir" of funds. Secondly, based on Tobin-Q equation theory, the positive impact of financialization on COSCO Shipping's innovation investment is demonstrated. Based on the dimensional analysis of investment substitution, it is found that COSCO Shipping's shareholding in financial enterprises is relatively stable. Due to the high rate of return of financial investment, the company will not significantly increase its financial assets, but will continue to support the scientific research and innovation activities of the enterprise, and ultimately hope to increase the company's capital through investment income. From the point of view of arbitrage speculation, COSCO Shipping is superior in sales and income generation, and it holds large-scale financial assets for a long time. Compared with its operating income, COSCO Shipping has a relatively poor stability in obtaining income from financial investment, and it needs to bear a large opportunity cost to carry out arbitrage through financialization. A comparison of corporate profits and financial profits in recent years shows that the gap between the two is gradually narrowing. Moreover, COSCO Shipping has no obvious advantage in leverage ratio, even at a low level in the industry. Therefore, COSCO Shipping will not increase the ratio of financial assets by increasing debts too much. This shows that COSCO Shipping does not have obvious motive of arbitrage speculation; From the perspective of corporate financing constraints, with the gradual improvement of the financialization of COSCO Shipping Company in recent years, the SA

index of the company is slowly decreasing, which proves that the company has gradually reduced the financing constraints of the company through financialization, thus feeding the support for the company's innovation and research and development capabilities.

Finally, we hope to gain enlightenment from the study of these cases and put forward some suggestions in order to provide effective help for China's real economy enterprises to avoid financial risks, promote enterprise innovation and development, and further cultivate the development direction of main business.

Key words: Enterprise financialization; Innovation input; Case analysis

目 录

1 绪论	1
1.1 研究的背景.....	1
1.2 研究的意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	3
1.3 研究方法.....	3
1.3.1 文献分析法.....	3
1.3.2 案例分析法.....	4
1.4 研究的内容和技术路线.....	4
1.5 国内外文献综述.....	6
1.5.1 企业金融化.....	6
1.5.2 企业创新投入的影响因素.....	9
1.5.3 企业金融化针对创新投入产生的影响.....	10
1.5.4 文献述评.....	11
1.6 研究的创新点与不足.....	12
2 企业金融化影响创新投入的理论分析	13
2.1 相关概念界定.....	13
2.1.1 企业金融化的概念.....	13
2.1.2 企业创新投入的内涵.....	14
2.1.3 企业金融化的测度方法.....	15
2.1.4 企业创新投入的衡量方法.....	15
2.2 相关理论基础.....	16
2.2.1 “蓄水池”理论.....	16
2.2.2 投资替代理论.....	16
2.2.3 投机套利理论.....	16
2.2.4 融资约束理论.....	17

2.3 金融化对企业创新投入的影响路径	18
3 案例介绍	20
3.1 中远海运公司简介	20
3.2 中远海运经营状况分析	21
3.2.1 中远海运盈利能力分析	21
3.2.2 中远海运创新投入现状分析	25
3.3 中远海运金融化概况分析	28
3.3.1 中远海运金融化的进程	28
3.3.2 中远海运金融化的原因	32
4 中远海运金融化对创新投入影响的分析	35
4.1 从“蓄水池”角度分析	35
4.1.1 中远海运金融资产的“蓄水池”特征分析	35
4.1.2 中远海运金融资产配置对创新投资活动的影响	38
4.2 基于投资替代角度分析	41
4.3 从投机套利角度分析	45
4.4 融资约束角度分析	47
4.5 小结	49
5 结论与建议	51
5.1 研究结论	51
5.2 政策建议	51
参考文献	53
后 记	58

1 绪论

1.1 研究的背景

我国传统的社会主义市场经济的发展和模式正处在关键转型期。国内地区生产要素总值的同比增速持续下降,经济增速下行的压力持续增大,实体企业也正逐步陷入经营利润持续下滑、竞争升级压力持续增大下的经济转型困难期。和其他国内发达的地方金融业发展一样,近期我国资本回报率整体处于较高水平,使得大量的资金流向金融产业,金融资本在企业资本总量中的占比在逐渐增加。为了缓解主营业务收益能力快速下降的压力,提升企业利润能力,越来越多的实体企业开始增加在金融领域的投资,各种金融资产也纷纷出现在实体企业的资产负债表配置体系当中。更有甚者直接放弃了主营业务,一心开展金融投资,导致中国实体经济出现脱实向虚现象。在这样的背景下,如何正确引导我国实体企业的发展思维,科学对待金融化趋势的影响,合理配置实体企业的金融资本,对促进企业创新发展有着十分重大的意义。

我国作为全球海运第一强国,智能物流海运已是一个当前的全球航运业发展的重要前沿技术与未来发展趋势。能否在智能航运的浪潮中抓住机遇,突破技术,进行创新,关系到中国在未来航运业中的声音,也关系到实现交通强国建设目标和推进“中国制造 2025”行动纲领的进程。2019 年国家财政收入中,中央船舶吨税已达 50.26 亿元人民币,中国已然成为航运船舶业大国。虽然中国航运业正处于历史最佳时期,但由于“新冠疫情”在全球范围内未得到有效控制,世界经济持续低迷,航海运输并未完全恢复到疫情前的状态,并且目前航运业整体运力和产能过剩的现象也较为严重,这使得中国航运企业更加“步履维艰”。因此,越来越多的航运企业将目光转向金融领域来提高企业收益,度过行业低迷期。图 1.1 显示了近 10 年来金融业和交通运输业增加值的变化(数据来源:国际航海运输协会),从图中可以看出,近年来,我国金融行业增加值(主坐标)有逐渐上升的趋势,与之相反的是我国交通运输业增加值日益走低。

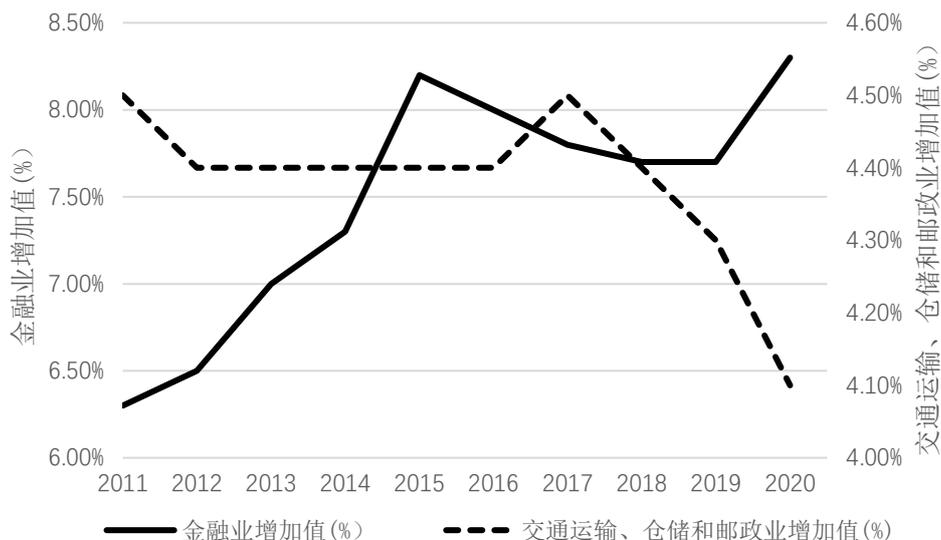


图 1.1 我国 2011—2020 金融业（主坐标轴）与交通运输业增加值（次坐标轴）的变化

创新是一个国家或地区经济增长的持续动力和主导因素，合理的资金分配也是实体企业创新活动蓬勃发展的重要资本支柱。航运业是技术、知识、资本密集的高技术产业，是与国家经济发展正相关的产业，同时航运业具有资产庞大、高风险等特点的行业，如何合理的利用金融市场有效的配置金融资产、以促进企业创新投入是经济健康转型的关键所在。

在此背景下，系统地分析实体企业金融化与企业创新投资二者之间的相关性影响，揭示金融化趋势对企业创新投资行为的作用机制，一方面有助于实体企业明晰公司战略目标定位与明确公司战略定位，健全公司内部经营管理的体系，对于适应未来几年我国的整个金融实体和经营管理市场发展的大金融化的趋势都将会有着很一定程度的重要性。为此，本文首先选择航运企业规模相对较大、不断进行转型和发展中的中国航运业现状作为本文重点的研究考察对象，再分别从中国航运业发展中航运公司内部金融化问题比较集中突出代表的中远海运公司内部金融化的个案入手。在上述理论实证分析研究的理论基础框架上，分析了中远海运企业增持相关金融资产配置的新特点，验证了企业金融资产优化配置及其对企业创新研发投入效率的影响，从而得出相应的结论和相关建议。

1.2 研究的意义

1.2.1 理论意义

关于实体企业金融化的研究，国内外学界均有所涉及，但大部分研究都是宏观层面展开的，对于其经济影响、动机等微观层面的问题的探究相对较少，且不同学者所持观点不一。本文选取航运业上市公司为研究样本，围绕企业金融化对创新活动的影响展开系统地分析，以期能够掌握更多的经济金融化信息要素，揭示出二者之间存在的微观联系。首先，本文研究基于微观视角探析金融化的经济影响，揭示了金融化与企业创新二者之间的关系；其次，通过对宏观金融环境的全面分析，结合企业异质性特点，总结出企业金融化对企业创新活动的影响，是否会因为宏观环境及企业特质的差异而产生不同的影响，这为企业创新活动的后续研究提供了一个新的视角。

1.2.2 现实意义

创新是发展的动力源泉，是一个国家经济得以持续健康发展的重要保障。随着我国改革开放的持续深化推进，当前中国的各项改革已经进入了深水期，在这个关键的阶段，更是需要不断地创新来增强发展的动力。在这样的背景下，研究金融化与企业创新活动的相关性影响，具有显著的现实意义，主要体现在如下几个方面：首先，选取我国航运业企业金融化为研究样本，探析航运企业金融化对其创新的影响，有助于从金融维度揭示航运企业创新能力不足的深层次原因，为我国航运企业正确对待金融化与创新活动的关系提供有效引导，进一步优化航运业金融结构，为达成“中国制造 2025”目标保驾护航；其次，对企业金融资产规模的合理化配置起到有效帮助，同时利用金融资产创收效应反哺企业创新发展；第三，有利于更好地发挥出政府政策激励的效能，通过政府对外部融资环境的宏观导向，解决一般性财税政策、税收政策、产权保护等可能引发的企业资源配置扭曲问题，为企业创新发展创设更大空间，为企业生态环境的发展提供指导。

1.3 研究方法

1.3.1 文献分析法

通过对国内外相关研究文献和资料的广泛梳理与分析，全面总结国内外学界关于企业金融化对企业创新影响的现有研究观点和理论阐述，从而找出现有研究中存在的不足以及创新点，进而帮助本文从框架层面形成对二者关系研究

的认识和理解，为本文搭建起基本的理论框架，进而更好地服务于本文后续的研究。

1.3.2 案例分析法

根据选题分析实体企业金融化较明显的一个航运企业——中远海运，通过其相关的财务数据，选取衡量金融化和企业创新的相关指标，以及影响企业创新的内、外部经济因素分析中远海运金融化给其创新投资所带来的相关性影响，揭示其金融化过程中创新投资发生的变化及作用机理，以期能够将案例分析成果辐射向我国其他实体企业，进而为我国实体企业金融投资和创新投资决策提供相应的建议和意见。

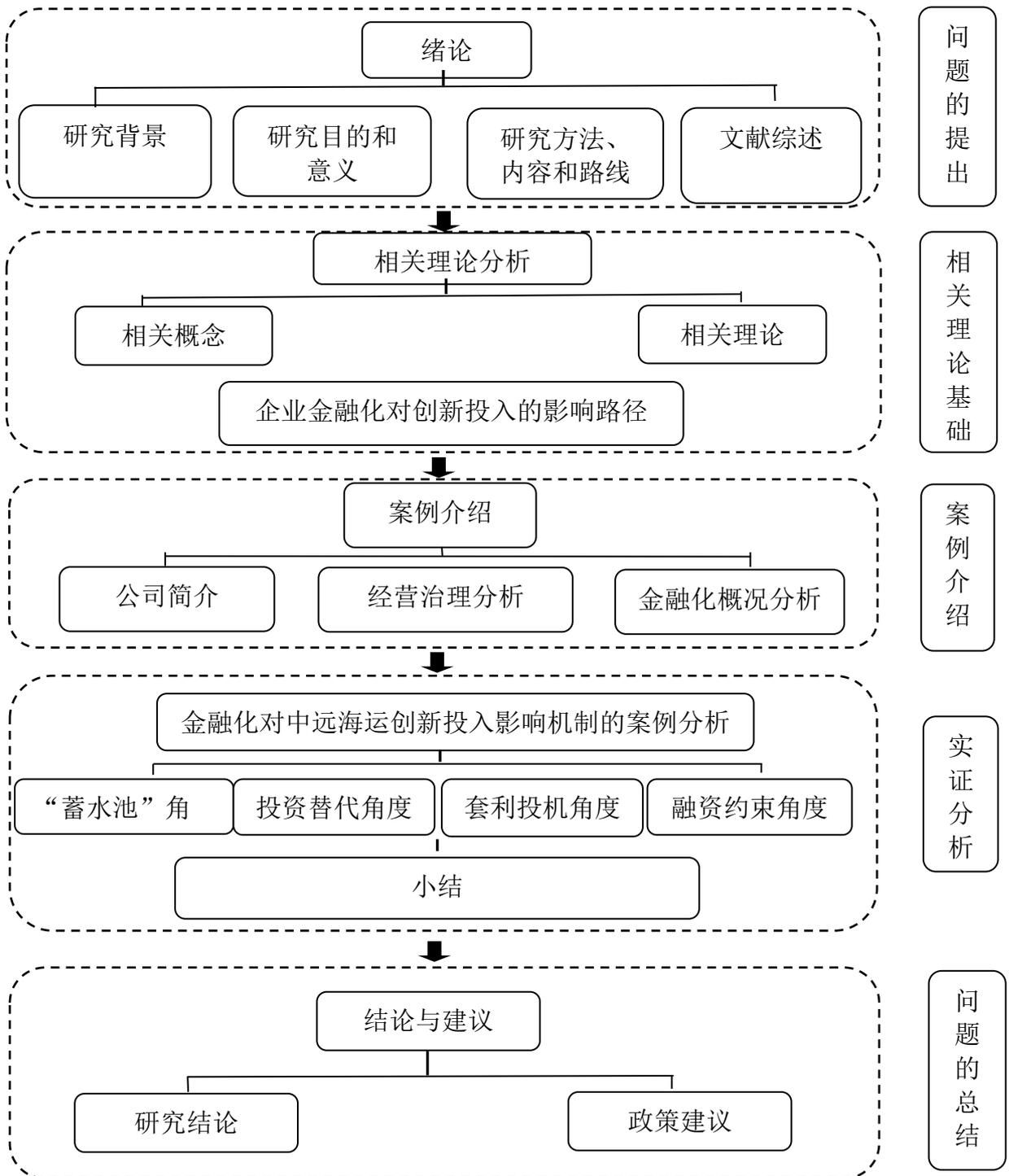
1.4 研究的内容和技术路线

本文旨在借助系统学习研究和全面梳理国内外有关研究文献资料和相关理论研究,通过剖析我国中远海运公司的有关真实财务报表中的相关指标数据,揭示出金融化对我国实体企业创新投入所带来的各种变化,同时针对案例研究提出一些富有较高实效性和良好可操作性的建议和意见。本文的研究内容主要包括以下几个部分:第一部分为案例分析部分。在这一部分中,选取中远海运公司的金融化个案为研究样本,具体分析了中远海运企业的财务状况以及中远海运股权结构的描述性统计、盈利能力和创新投资的现状。其次,选择合适的财务计量方法,详细分析了中远海运金融化的背景、过程和原因。第二部分:分析中远海运金融化对创新投资的影响。本节从“蓄水池”理论、套利理论和融资约束理论出发,从“金融投资”等相关变量的角度分析金融投资和套利的影响,检验金融资产配置对创新投资的影响,并分别对中远海运的金融投资和主营业务运营进行比较分析,从而探索金融化对企业创新投资所带来的影响以及具体的作用机制。第三部分为总结和建议部分。在这一部分中,笔者对本文的主要研究内容、所采用的的方法以及结论等进行了总体地概况,并基于案例分析,提出相关的参考意见,使金融更好地服务于实体企业的发展。

本文选择文献分析法和案例分析法,从中国港航领域统计数据库、国家统计局网站获取航运业相关金融数据,通过对这些数据信息的系统分析,总结我国航运业金融化的发展情况。同时,通过对国内外相关研究文献的全面梳理与分析,试图进一步地阐释企业金融化对企业创新投资的影响及具体的作用机制,并建立

本文的理论基础。最后对本文案例中远海运的企业股权金融化模式及金融创新的投入及背景等进行系统地剖析。通过理论分析与现实案例相结合的方法,总结我国实体企业增持创新金融资产过程中所体现出的“蓄水池”的特性,以 Tobin-Q 方程模型为研究基准,验证了企业金融资产优化配置过程对企业创新股权投资效率的重要影响,进而据此得出相关结论模型并据此提供了相应意见。本文主要逻辑结构图如下所示:

研究的技术路线结构图



具体思路为:

第一部分是绪论。在这一部分中,重点就本选题的背景、意义、研究方法、采用的技术路线等进行了简要地介绍,并就所收集的相关文献进行了梳理与分析。

第二部分是企业金融化与企业金融化对创新投入的影响机制分析。首先介绍了企业金融化和金融化的测度方法,然后介绍了“蓄水池”理论、投资替代理论以及企业投机套利等理论。

第三部分案例分析。选取中远海运公司为研究案例,针对其金融化运营的现状以及金融化后对其创新投资所产生的影响等进行了系统地分析与总结,在大量的财务数据的描述性分析中,揭示出中远海运金融化对其创新投资的影响及作用机制。

第四部分则是通过对中远航运金融化战略对企业创新研发投入带来的实际影响等进行的案例分析。借鉴国内外有关研究文献成果和相关理论,以中国企业资产金融化进程对企业创新与投资价值影响研究的基本路径模型为研究理论基石,以“蓄水池”视角、融资替代的视角、套利投机视角和融资成本约束的视角,通过事件研究法对我国中远海运集团持有的各类金融资产状况进行了介绍研究与实证分析,以 Tobin-Q 方程模型为基础,分析金融资产配置对创新投入的影响,然后全方位比对中远海运金融投资和主营业务的变化,进而更为客观地揭示出企业金融化对企业创新投资的影响,并进一步明确二者的作用机制。

最后是总结与建议部分。在这一部分中,笔者对本文的研究内容、研究结论以及研究过程中存在的不足和创新点进行了归纳,并结合案例分析所得启示,针对性地给出了一系列具有实效性和可操作性的建议和意见,以期能够为我国实体企业创新投资决策和金融决策提供有效的借鉴和启发。

1.5 国内外文献综述

1.5.1 企业金融化

1.5.1.1 企业金融化含义与度量

国内外学者对于企业金融化概念的界定主要包括:(1) krippner (2005) 从行为学的维度给出了如下定义,即企业在进行资本配置和利用过程中所表现出的泛金化。通俗来讲,企业的金融化指的是企业将经营的重心更多地放置于金融领域,更多地希望通过金融投资来获得收益,而忽略了传统业务在自身资本活力的

能力。（2）基于结果层面来讲，企业金融化在很大程度上压缩了生产经营的相关活动，其利润贡献更多地依赖于非生产经营活动。例如，企业开展的各种证券化活动、金融转移活动等。国内学者对于企业金融化的表述与国外学者而言，更加习惯于使用“虚拟经济”一词来描述企业金融化的概念。刘骏民（1998）以及成思危（2015）等在他们的研究中对金融化的定义当中，更加凸显出了实体经济的独立运行这一维度的内涵。根据以上学者关于金融化的定义，笔者认为企业金融化指的是，在实体企业与金融市场越发密切的交融的背景下，实体企业不断地增加自身在金融方面的投入，获得更多的金融投资收益，从而使得金融在实体企业发展中所产生的影响不断加大的过程。

对企业金融化指标进行评价需要正确地理解“企业金融化”。国外研究通常侧重于从以下三个层面进行阐释：第一，基于资本利用角度，企业金融化的变量包括非金融企业非住宅固定资产净投资年度占比变化、非金融企业金融资产占据形式资产的比例、非金融企业金融资产占据全部资产的比例（Crotty, 2003）；第二，基于利润来源角度而言，企业金融化的变量包括非金融企业利息以及股息收入占据内部资金之比，非金融企业利息以及股息收入占据非金融企业增加值总额之比（Orhangazi, 2006）；第三，基于股权分布角度而言，企业金融化的变量包括非金融企业财务支付总额占据税前利润之比、非金融企业利息支付占据非金融企业增加值总额之比（Fligstein, 1990）。

围绕企业金融化展开分析时，国内学者很少选择实证研究，基于研究需要，他们通常会借鉴西方研究成果。张国庆（2015）提出，对美国企业进行研究时，可以基于 Crotty 等方式分析其金融化现状。张慕频教授等人还借助克里普纳的实证研究的方法，从经济部门层次和金融产业层次分别研究新时期背景下我国民营企业在其发展中所出现的经济金融化现象。通过分析发现，如果以企业利润使用和其收益来源所表现出的一致性为切入点，那么航运业还需要作出更大的努力。上述可见，评价企业金融化水平，国外研究者通常集中于资产结构、股权状态、利润分配三个角度，而国内却很少涉及，通常是对国外研究进行借鉴，然后加以应用与阐述。

1.5.1.2 企业金融化的动因与经济影响

企业金融化之所以会出现,国内外学者认为其原因是多元的,但集中表现在股东价值观转变、企业治理转型、获利竞争压力等方面。部分研究者指出,上世纪 70 年代,实体经济发展表现为停滞状态,导致金融化现象的出现。企业从其投资项目中可以实现短期资产配置,所以非金融企业的部分管理者也会基于眼前利益的诉求而作出短视行为,这些都加速了金融化进程。到 80 年代,企业管理水平得到提升,内部管理以及财务利润都发生了明显变化,管理目标不断优化,激励措施更加多元,在一些非金融企业中,更多的管理者希望从金融市场中进行短期利润的获取(吴立波, 2004; Stockhammer, 2002)。最近几年,许多股东价值观念也随时代而转变,企业金融化逐渐成为关注的热点。基于这一背景,管理者积极地投入资本市场,通过资本操纵、回购股票等不同方式对股份进行抬升,希望获得高额的资本回报,以满足股东的利益诉求。同时,在时代的引领下,金融市场更加活跃,因此也催生了更多的金融衍生品,许多企业为了激励经理人,将其薪资与股票期权相了联系,这使经理人更加注重短期效益的实现。高管通过不同方式不断抬高股价,企业利益也由保留逐渐向分配转变,管理者基于自身利益的诉求会更加注重短期效应,这直接加速了企业金融化进程。目前,以金融化、动机为出发点国内企业进行研究,一般从企业税负、经济风险、管理层自信度、企业盈利水平、现金流等层面展开(宋军, 2015; 彭玉超, 2018)。

学者们对企业金融化从宏观、微观等不同层面分别进行了研究,在宏观层面,许多学者认为金融化的出现,对就业、经济结构以及增长都会形成负面效应,甚至可以导致经济危机的出现(刘小玄, 2005; Palley, 2008; Bhaduri, 2011)。理财产品存在着收入不确定以及高损失风险等特征,而这会对真实企业产生直接的影响,对于企业来说,如果其金融化水平越高,那么财务需要承担的风险也越高。简单来说,金融化可能导致系统性金融风险的出现,进而对宏观经济稳定性形成威胁(刘立娜, 2018; 彭俞超, 2018)。

在微观方面,学者们的观点并不统一。部分学者认为,金融化和实际投资可以相互替代(托宾, 1965; 奥汉扎伊, 2006),致使真实企业生产效率、创新能力不断削弱(谢家智, 2014; 刘笃池, 2016)。一些研究结论表明,企业金融化可以有效地对外部融资约束进行缓解。企业金融化所产生的后果与企业的动机存

在着紧密的联系,以资本储备为动机所进行金融投资,可以促进企业创新与发展,而以套利为动机则会对企业长期发展造成不利影响。(张军,2005)。

1.5.2 企业创新投入的影响因素

创新投入是企业研发和创新活动的基础。一些学者认为,创新投入应该包括:人力资本投资、设施、设备和场地等有形方面的投资、信息获取能力的投资、研发过程中的营运资本投资以及创新产出的后续投资(王核成,2001年。陈海声,2006年)。

企业创新会受到不同因素的制约基于宏观层面而言,企业创新活动的主要影响因素包括财政和税收政策、金融发展、法律保护以及市场结构(白俊红,2011; Hu, 2014; 李后, 2014; Sumpeter, 1942)。基于微观层面而言,企业创新活动的主要影响因素包括企业规模、所有权性质、经理激励机制、股权结构、大股东持股比、社会关系以及理特征等(吴延兵,2007; 李春涛,2010; Lin, 2011; 冯根福,2008; 党印,2014; 申宇,2017; 罗思,2012)。

相关文献资料表明,财政补贴是企业创新投资的主要资金渠道,这也提升了创新的可持续性。但是部分学者对这一观点并不赞同。Ayyagari (2011) 研究认为,财政补贴方式可能会让企业在创新投资或者战略创新方面出现寻租现象,而税收优惠是真真实实地减轻企业所需要承担的税负,融资压力得到有效缓解,创新投资会得到积极的响应。国际税收优惠的出台与实施,可以让企业进行创新投资逐渐向低税率国家转移。金融发展水平会对一个国家的企业融资方式与成本产生直接影响,由于发展中国家水平还处于相对不成熟阶段,所以企业更多地通过外部借贷进行创新投资。鞠晓生(2013)分析认为,目前我国企业更多地以内部积累与营运积累等方式实现创新资金投入。因为股权融资不需要承担还本付息等经济压力,所以企业财务风险相对较小,对创新投资更加有利。但也有学者指出,股权融资需要承担较高的代理成本,建议以债券融资方式进行创新投资。由于创新存在风险高、周期长、难识别等特点,所以法律通过创新成果保护、投资者利益保护等方式鼓励创新(Brown, 2013; 史宇鹏, 2013)。许多人认为当市场结构处于垄断状态时能够促进技术创新,但研究表明,市场集中程度与创新投资的关系关不明显,两者通常表现为倒U型结构(Sumpeter, 1984; Gilbert, 2006)。

从微观层面分析制约创新投资的因素,大约表现在三方面:企业特点、管理层、内部机制。企业特点主要表现为企业规模与产权性质两个层面,由于国企更多地表现为政治站位,并不以最终盈利为目标,所以其创新效率相对较低。许多大型企业由于经济规模大,他们抵抗风险能力强,而且融资水平也高,所以表现出更强的创新性(姚洋,2001;周黎安,2005;张宗义,2007)。有研究者指出,企业规模与其进行的创新投资通常表现为倒U型结构,也就是说,规模结构合理时可以促进创新投资的增加。目前股权结构调整、股东持股比例调整、股权激励等都是为了避免管理权与所有权两相分离而引发冲突而建立的管理制度。(冯根福,2008;Lin,2011)。如果激励制度合理,那么企业业绩就可以得到相应的保证,而且能够正确应对创新的失败,由于业绩稳定,所以管理层会更加努力的提升管理水平,立足长远,支持创新。有学者指出,股权越是集中,创新投资就会更多地依赖于内部资金,同时,独立董事以及投资者比例水平也会对创新活动形成相应的影响。此外,管理者能力、管理水平及经验等也会影响到企业创新能力(唐清泉,2010;姚立杰,2018)。

1.5.3 企业金融化针对创新投入产生的影响

对于企业来说,创新存在风险高、周期长、难识别、投资大、产出不确定等许多因素,所以创新活动需要面对更大的融资压力。所以许多学者从缓解融资压力这一视角展开了研究,认为企业所面对的金融机会不同,所以其所作出的选择也会表现出相应的差异。对金融化所产生的影响进行分析,目前的研究存在三种观点:其一是金融化可以加速创新投资,其二金融化对创新投资起到抑制作用,其三金融化不会对创新投资形成较大影响(Hall,2002)。

金融化可以加速创新投资。如果企业以资本储备为动机,那么资产配置会不断优化,流动性增强,融资约束得到有效缓解,帮助企业摆脱金融危机(王红建,2020;丹尼斯,2010)。此外,以商品期货或者外汇期权持有等方式对风险进行规避或者分散,企业能够更好地应对原材料所表现出的汇率或者价格的起伏,由于经营风险被有效分散或者转移,所以企业绩效能够得到保证,对创新形成正面影响(胡奕明,2017)。

第二,创新投资抑制了企业金融化的发展。Tobin(1965)分析认为,就企业金融资产配置来讲,投资是其主要目的,企业的创新空间往往会受其金融化的挤

占。它在投资组合选择理论基础上，其替代效用主要体现在金融投资与给定的有限实际投资之间。企业的投资组合分配取决于其金融资产与实际资产的各自收益。基于金融资产盈利水平较高，企业肯定会借此实施投机行为，将大量资金投放于金融资产领域。可是企业的资本在一定时期内是有限的，企业的创新投资由此就会受到投机行为的挤占，致使分配不均现象出现在企业经营资产与其金融资产方面。制造业的发展就会由于创新投资被金融化挤占而减弱。（Orhangzai, 2008；王红建，2020）。

第三，由于企业金融化具有不确定性，因此难以判定其对企业的影 响。必须基于企业持有的金融资产类型与自身盈利水平来看待其对企业创新投资的影响程度。由于最优比例存在于企业金融化当中，对于上市企业来讲，其绩效和自身的金融化呈 U 型关系，因此，盈余效应大多体现在高回报率企业，而替代效应往往体现在低回报率企业。除此之外，金融资产可按动机划分为短期交易资产与长期金融资产，由此就能够明显看出企业创新投资受长期稳定金融资产的挤占。（宋军，2015；许罡，2019）。

1.5.4 文献述评

基于上述文献的整理分析能够看出，可通过微观内部治理理念的转变与宏观盈利危机这两个视角深入研究金融化动机。国内外学者对于金融化所产生的宏观经济后果普遍达成共识，即大多数研究表明，实体企业的金融化对经济结构、人口就业和经济增长都有负面影响，甚至认为金融化是经济危机爆发的主要原因。企业的财务风险与其金融化程度呈正相关。就金融化而言，它既让企业潜在的整体风险加剧，甚至还会让其彻底崩盘。而对于我国金融体系建设来讲，目前尚不完善，在实体经济当中很难发挥出金融服务应有的作用。金融化不仅进一步拉大了贫富差距，还会让失业率大增，完全不利于宏观经济的发展。

现有的微观经济后果研究尚未达成共识。部分学者的研究结果显示，替代关系存在于实际投资和金融化之间，促使实体企业生产效率与产能被逐步削弱。也有研究结果显示，企业的外部融资约束基于自身的金融化而得以缓解，对其创新投资具有促进作用。或者企业金融投资行为基于资本储备动机而对其创新发展较为有利，反之，资本套利动机则对企业的长远发展形成了制约。由此可见，我们对此必须进一步加以论证，方能得出最终结论。

国内学者基本都是基于整体层面来研究实体企业的创新投资受自身金融化的影响，鲜有针对主要行业的研究文献，而针对航运业所展开的相关研究更是少之又少。并且这方面研究都将融资约束的中介作用作为重点，而对于其是否能够调节我国的宏观金融生态环境根本未予以考虑。

1.6 研究的创新点与不足

(1) 此次研究的创新之处：

第一，此次针对企业金融化研究是基于企业的创新能力与创新力开展分析的，角度上和以往学者们明显不同，同时还尝试着和蓄水池、投资替代理论、套利投机和融资约束相结合，全面分析二者之间的关系。

第二，本文以中远海运集团为案例，此案例在近年金融化问题尤为突出的航运业中具有强代表性。通过对中远海运集团经营情况、治理情况的分析，与相关理论相结合，对其金融化影响创新投入的路径展开了多维度分析，同时还对此类企业创新投资资金数量大、风险高、周期长等因素予以充分考虑，笔者立足于行业特点，既对企业内部的创新与研发投入进行了分析，还对其外部研发投入进行了分析，在此基础上对该企业创新投资能力受金融化影响的内涵展开全面分析。这是值得后续相关研究借鉴的。

第三，本文运用大量学者关于企业金融化的研究结果并加以拓展，在案例分享方面创新结合了“案例+实证”的创新研究思路，旨在更好的找出企业金融化对创新投入的影响。

(2) 本文的不足：

一是，本文未充分考虑宏观层面对实体企业金融化的影响。中国金融工作会议在 2017 年就奠定了金融须“回归本源”，服从服务于经济社会发展，实体经济不能“脱实向虚”的发展主基调，因此本文未充分考虑宏观经济政策对企业发展战略的动态因素；

二是，本文还是基于以往学者经验的借鉴来度量金融化指标的，而事实上有一点是极其重要的，即怎样对过度金融化加以衡量。然而企业是否的确出现了过度金融化，那就要对其持有的金融资产是否过多加以考虑，同时也要对企业主营业务收益等诸多因素是否明显受金融资产所产生的损益的影响予以考量。

2 企业金融化影响创新投入的理论分析

2.1 相关概念界定

2.1.1 企业金融化的概念

就广义金融化现象来讲，大多是基于企业的核心治理理念转变、资本的扩张与流动、经济自由化导致的，主要体现在实体企业利润创收点的转移与宏观产业的比例调整两个方面，关于其概念的解析，国外学者是相对全面的。Engelbert 和 Stockhammer（2004）研究提出，金融化是对金融收入增长、股东变革以及市场全球等现象的高度概括，主要表现在以下两方面：1、金融部门内部发生变化；2、其他部门和金融部门相互间的关系发生了变化。Cline 等（2012）分析认为，要对以下三个重点维度加以区分：首先是股东价值规范的实施是金融化整体目标的基础，由此充分体现出实体企业加大了向金融部门投入资金的频率与数量。其次是实体企业持有的金融资产份额持续加大即投资层面的金融化。三是实体企业基于各方面关系的发展（供应商、个人、客户）对有关财务活动予以支持即运营层面的金融化。宏观层面的金融化是第一个维度的强调重点，而微观层面的金融化则是后两个维度的强调重点。Demir（2009）对金融化概念的分析也是基于这两个视角来进行的，他指出累积模式和宏观金融化有着一定的关联性，该模式体现出生产资本是由金融资本主导的。加大企业金融市场的价值、分享金融利润、让自身的金融化日益加强是非金融企业开展金融活动的终极目标。张成思（2019）创造性的基于宏观与微观两个层面将资产金融化这一中观层面的概念提出。充分体现出商品期货价格和金融市场有着密切的关联，并非是供求双方这一个单独的影响因素，此关系显著体现在大量资金进入商品期货市场过程中。

有上述可见，广义金融化不仅包含宏观与微观两个层面，还有中观层面的金融化，其中的微观金融化主要出现在实体企业当中。非金融企业金融化是国外学者于 2000 年左右逐渐发现的，无论是发达国家，还是发展中国家都普遍存在这种情况。Engelber（2004）在深入分析英、美、法、德四个国家 1960-1995 年这段时间总投资的序列基础上，对非金融企业存在金融投资行为进行了验证。Davis（2018）基于企业层面数据集的利用，对固定资产和金融化相互间的关系进行了

衡量,同时他还指出企业金融化普遍存在于中非、阿根廷与墨西哥等发展中国家,说白了就是企业将大量资金用于高收益金融资产的购买,而并非是用于生产活动。

我国实体企业的金融化行为从 2007 年开始得以显著体现。很多学者基于资源配置与利润形式的金融化来阐释实体企业金融化概念,即企业对金融投资产生利润的依赖性越来越强,工业收入已不再是其主要利润来源,并且内部资源投资于金融资产的比例正在增加。此外,企业生产和金融市场相互间的内在联系在一定程度上基于其财务现金流量得以反映,进而让企业拆分自由资金向金融产品进行投资的意愿得以充分体现。孙平(2019)研究认为,应将负债的融资渠道也纳入金融化范畴,这就能够让融资资本和金融市场直接相关。

2.1.2 企业创新投入的内涵

创新是推动企业发展的重要因素。它是企业核心竞争力的表现。是企业利用现有的知识和资源,通过改进和创新形成技术创新,从而提高企业竞争力,抢占产品市场,获取高额利润的过程。新产品、生产方法、市场、供应源和组织形式都可以称为创新。企业创新投资活动具有鲜明的特点,主要体现在以下几点:首先是投资周期长,投资收益变现期长,完成创新活动从研发到商业化需要很长时间(杜勇等,2017)。其次是,投资金额巨大,研发和创新活动所需的研发资金金额巨大,包括购买研发过程中所需的设施和设备以及高级研发人员工作的成本,以及后期研发产出的跟踪和投资。研发和创新活动周期长,大大增加了资本需求(谢家智等,2014)。再次是调整成本高。一旦研发和创新活动中断或继续,成本损失是无法估量的,研发和创新活动的投资周期长,资金需求大(陈海声,2006)。然后是产出不稳定。创新活动的产出被视为无形资产,研究结果具有不确定性。为了防止信息泄露,企业会对这一内部商业秘密进行监控。相关人员不会向外部投资者披露创新或产出。外部世界不知道研发成果,研发投资困难,阻碍了外部融资来源。最后是创新成果难以存储。企业研发投入的 50%以上用于研发人员的工资,在正常情况下,开发的无形资产由研发人员控制,研发人员的流失将对企业的研发投入产生不可弥补的影响。企业的研发投资具有长期性和累积性,因此企业将面临巨大的风险和融资约束。

总之,创新投资是企业研发和创新活动的基础。本文借鉴已有学者的研究成果,采用 R&D 来衡量企业金融化程度。据认为,创新投资主要包括:人力

资本投资、设施、设备和场地等物理方面的投资、信息获取投资、研发过程中的营运资本投入以及创新产出的后续跟踪投入（王核成，2001；陈海声，2006）。

2.1.3 企业金融化的测度方法

大部分专家在确定实体公司的财务指标过程中，将金融资产配置指标，也就是总资产中金融资产的占比选取为企业财务指标。但是，在选择金融资产时却有所不同。2018年 Davis 把总金融资产值划分成四大类：一是预付款和投资，二是短期投资和现金，三是流动应收款总值，四是其他金融资产。2020年吴非把金融资产划分成短期金融资产和长期金融资产。其中长期金融资产可划分为几下几类：一是投资类房地产、二是股权长期投资、三是持有到特定期限投资，短期金融资产可划分为几下几类：一是用于出售金融资产、二是垫款和贷款、三是交易金融资产、四是类衍生金融资产。顾雷雷等（2020）研究提出，其他应收款也应属于金融资产，由于该账户代表使用私人贷款的公司通过影子银行从事经营的金额。另外，2019年夏洛克也提出通过金融资产期初与期末余额的差值来展示其变化情况。

另外，部分专家提出，在金融资产利润层面财务收入占比是量度金融化的一个主要指标。2018年刘丽娜等提出财政收入通过上个年度投资收益的自然对数值来进行量度。2017年刘贯春与其他专家提出财务收入通过各类综合收益、投资收益、公允价值变动的相应损益来进行量度，并在计算比例过程中以营业利润为分母来计算。鲁珈铭（2019）研究提出，不仅应该考量上述普遍采用的两个指标，也应注重财务现金流所产生的影响，也就是投资过程中有关现金流支出值与总的现金流出值指标之间的比值。

2.1.4 企业创新投入的衡量方法

在企业创新投资的计量方面，2016年孙国锋等通过每个年度研发新产品支出资金与所有科技人员内部研发资金来衡量大中型公司的创新资金。2003年夏东采用了研发投入人均指标。2019年李春涛通过企业是不是如同虚拟变量般从事研发活动来衡量创新投入。2020年章雁等通过期初总资产中无形资产增量所占比例这项指标来衡量创新投入，这能够反映出引入其他创新科研技术的具体情

况。2019年杨松令通过研发资金的增长比率来针对创新投资是否具备可持续性进行衡量。

2.2 相关理论基础

2.2.1 “蓄水池”理论

“蓄水池”理论提出，非金融公司占有资金的一个目的是为了进行预防性储蓄，主要是为了防止由于缺乏资金而影响企业的正常经营。一方面，固定资产具备专业性的特征，随着使用时间的延迟其价值将不断降低，不容易被转让或销售，但是标准化的二级市场上金融资产进行交易，其流动性较好。当企业遭受金融风险的影响时，能够及时变现金融资产，连接资本链。另一方面，当主营业务表现良好时，可适当投资收益高的金融资产，如果宏观经济局势不明朗或投资机会有待商榷，企业可采取“持币而动”的策略。

2.2.2 投资替代理论

投资替代效应即投资收益率与其他投资收益率的对比的变化。当企业决策者认为金融投资的相对收益率提高时，引起金融投资即实体企业金融化对实体投资的替代；反之，则引起实体投资对金融投资的替代。投资替代效应受企业决策者对未来预期和不同投资方式风险的制约。与其他投资方式相比，金融投资具有不同的风险水平，因此具有不同的收益可预测性和稳定性。当企业决策者的未来预期趋于乐观时，风险承受能力就会提高。一方面，金融投资的改善将导致其他实体投资方式的替代。相反，当企业决策者的未来预期趋于悲观时，风险承受能力的降低将导致其他实体投资替代金融投资。

通常认为实体企业决策者是理性经济人，在行业市场预期收益下行的风险下，实体企业决策者会选择金融投资活动替代其在实体投资中受到的损失，以达到增厚企业利润的目的。

2.2.3 投机套利理论

投机套利的定义分为广义和狭义两个部分。广义的投机套利行为是指企业或个人进行设计一切金融产品投资活动的行为，如：房地产交易、买卖有价证券、进行金融租赁等行为。狭义的投机套利行为是指企业或个人在二级市场的证券交

易、外汇市场的汇率交易、期货市场（包括商品期货、指数期货等）的差价交易等。

金融项目投资套利和金融投机套利之间的主要区别从经济学概念角度上来讲,投机项目套利通常就是投资者利用投资时机错误或者是其他方面的某种有利的原因,通过投资对一些不太具有金融投机项目价值特征的投资项目进行投放和融资,短时间内获得盈利,甚至是获得短期暴利效应的活动。投资套利活动是主要指将企业直接投资运用于其他金融资产、理财等工具上的投资经营套利活动,通过先对一些具有直接投资经营价值较大的投资项目进行投放社会资本,然后再假以时日,最后才能获得实际经济收益等的活动。在金融学方面,与投机比较,投资需要相对长的时间,其最终目的是将来能够获取较为平稳持续的特定现金流收益,是将来收益的总和。

在操作层面,很难判定某项目是属于金融投资还是投机。针对投机套利进行打击很可能也对投资造成很大的打击。投机套利虽然能够快速盈利,然而也可能很快造成损失。在金融市场中投机过度将导致商品价格大幅度变化,造成价格背离了实体金融的供需关系,进而将严重地影响到国民经济的稳定发展。

2.2.4 融资约束理论

融资约束可以站在狭义和广义两个层面进行区分。融资约束在广义层面指的是金融市场存在信息不完全对等、竞争状态不完全等问题,特别是针对民营中小公司来说,信息披露体系和机制的不完备造成外部融资的费用过高,这就是企业所遭受的融资约束难题。融资约束在狭义层面,站在企业的角度,指的是企业不能从金融市场得到企业运营需要的资金。如果制造商处于完全竞争状态,他们对市场价格只能是不得不接受,能够自主退出或进入某个行业,这时候资本市场信息完全对称,企业能够比较容易地实现融资。然而,资本市场几乎不存在完全竞争的状态,并且大部分处在非完全竞争的其他状态,资本市场不具备完整的信息。企业在获得信息方面既有有利条件,也存在弊端,也可能所获得的信息不真实,造成其风险不断增大。这时候,为能够消除风险,投资者针对资本溢价提出了更高的要求,进而增加了企业运营的风险以及融资费用。外部和内部融资的差别很大。此外,如果投资者处在信息不对等的形势下。很难掌握公司的盈利水平和偿债水平等财务指标,因此将更加小心翼翼地制定投资策略。内部融资与外部融资

比较，其信息基本能实现对称。所以，企业通常将把内部融资作为首选，所以企业更愿意针对回报率高、更灵活的金融资产进行投资，以使内部资金需求得到满足，进而减小融资约束对企业造成负面影响。

2.3 金融化对企业创新投入的影响路径

以上述理论为基础，可知企业金融资产配置主要从下列几方面影响创新投资：

第一，站在“蓄水池”的层面看，企业科学配置金融资产对其消除融资约束十分有利，进而能够对企业的研发创新投资起到积极地促进作用，比如 Kim(1998)以及刘贯春(2017)在针对非金融上市企业展开相关实证研究后得出，企业所持有的金融资产通过增加将来的现金流来进一步提高其将来的研发资金。王丹(2019)研究提出，企业金融资产收益率能够使资产负债表得到很好的平衡和优化，并使企业实现价值最大化目标，进而有力地推动企业的再投资。胡奕明(2017)研究提出，企业配置金融资产主要以系蓄水池理论为基础，也就是充分考虑预防性储蓄，该策略在企业持有现金储备层面表现的特别突出。

第二，在投资替代层面，创新投资与金融资产彼此间可互为替代。企业的创新资金随着金融资产配置的增加而减少。如果企业的经济效益过度依靠金融渠道时，企业投资偏好的改变将使其关注创新资金的程度有所降低，金融部门所获得的资金将增加，这将给企业开展创新活动带来不利影响，

Stockhammer(2004)以及刘贯春(2017)研究提出，在金融资产的效益层面，采用企业结构调整的方式来控制目前和将来的研发资金。张成思(2016)以及王红建(2017)分析提出，金融资产的高额利润将使企业创新的能动性有所下降，促使企业有限的创新资金不断被挤占，使创新投资进一步降低。

第三，基于投机套利视角而言，王红建(2017)分析提出，企业具备越强的套利动机，企业创新与其金融化彼此间将呈现出越显著的负相关性，这说明企业有限的创新资金不断被套利动机所挤占。企业套利机会随着盈利能力的增强而变少，套利成本也随之增加，企业创新研发的作用也就变小。王红建

(2017)分析提出，以金融行业为基础的在市场套利动机方面，企业配置金融资产过程中具有越强的套利动机，金融资产收益率的占比就越高，这说明实体企业就越依赖金融资产收益。王昱(2019)研究发现，对非金融企业持有的金融机构的股权投资对企业研发投入有不同的影响。随着产业与金融结合程度的

提高，R&D投入较高的企业在套利动机下更能体现R&D挤出效应，而R&D投入较低的企业更能体现R&D促进效应。

第四，基于融资约束的角度而言，研发需要消耗大量资金，研发投入金额普遍较大。所以企业所需要解决的关键问题是怎样快速、高效地实现融资。当前，我国主要通过外部股权融资与内部融资来开展研发活动。根据MM理论的基本假设，企业能够非常便捷地获得外部融资。如果项目本身的效益好，就非常容易实现外部融资，但实际上提供外部融资方与企业彼此间掌握的信息存在着不对称现象（卢馨，2013）。提供外部融资者不能及时判定企业的声誉或者企业为了不公开研发项目可能存在瞒报或虚假信息的问题，信息严重不对称使外部融资费用进一步加大。但外部融资费用高导致企业不得不面对融资约束的难题，若企业缺乏研发机会，他将不能支撑大量的内部融资。所以，企业配置有限资金的合理性决定了研发项目能否成功实施。金融资产是企业传统实体项目之外的获取额外利润的主要手段。在理论上，如果企业拥有充沛的资金时，研发工作将会有强大的研发资金作为支撑，企业就能够成功地开展研发活动。所以，企业金融化可以有效减少企业融资约束（杨全兴等人，2017）。

3 案例介绍

选择中远海运集团有限公司（下文简称中远海运）为研究对象，主要有以下几点原因：第一，根据 Alphaliner 最新发布的数据，中远海运行业排名历年位居世界前三，具有一定的行业典型性；第二，中远海运近年来旗下涉及金融业公司正不断壮大、认购中小型股份制银行的步伐正逐年加快。该企业本身金融化程度较深，其金融资产中长期股权投资项目占比较大，而且在很大程度上能够针对金融化行为展开深入地分析，具备典型性。第三，中远海运通过金融部门为企业实业部门的研发创新带来新动力，已通过金融功能为上海洋山港建设一系列无人化、智能化设备设施，能为行业内其他企业借力金融助推实业发展起到很好的借鉴作用。

3.1 中远海运公司简介

中远海运作为一家特大型中央企业，注册资本为 110 亿元，总部位于上海，总资产规模达到了 8800 亿元，在职员工总数 11.8 万人。在全球航运企业中排名前列，在 2018 年《财富》发布的世界五百强名单当中，中远海运居于第 335 位。

中远海运集团的主营业务是综合物流、航运和提供有关金融服务，该集团是全世界领先的多产业物流综合性一体化服务集团。一方面，该集团从 2017 年起开始持有渤海银行，与渤海银行形成了长期稳定的投资关系，现为渤海银行第二大股东；另一方面，中远海运近年来加快在金融领域的布局，投资上海农村商业银行及昆仑银行，同航运主营业务共同实现协作发展。

到 2021 年三季度为止，中远海运第一大股东为国务院国家资产管理部，持股比例为 100%。中远海运截至 2021 年 12 月，旗下有 11 家全资子公司、5 家控股公司，其他间接持有股份的公司多达 43 家。

表 3.1 中远海运全资子公司和其他涉及金融业务参股公司的名单及持股比例

公司名称	持股比例	公司性质
中远海运散货运输有限公司	100%	其他
中远海运（青岛）有限公司	100%	其他
中国远洋运输有限公司	100%	其他
中远海运重工有限公司	100%	其他
中远海运（天津）有限公司	100%	其他
中远海运物流有限公司	100%	其他
中远海运财产保险有限公司	100%	保险产品
中远海运大连投资有限公司	100%	证券投资基金
中远海运船员管理有限公司	100%	其他
中远海运资产运营管理有限公司	100%	金融投资管理、咨询
中远海运（香港）有限公司	100%	金融租赁、航海运输
中远海运发展股份有限公司	38%	金融租赁、集装箱制造
渤海银行	11.29%	商业银行业务
上海农村商业银行	8.29%	商业银行业务
昆仑银行	3.84%	商业银行业务

数据来源：中远海运集团公司年报

通过对中远海运股权结构情况分析，发现中远海运母公司与子公司以及控股公司之间股权结构较为复杂，尤其是涉及金融行业的全资子公司以及控股公司之间交叉持股。其具有如下优势：一是防止发生恶意收购现象。二是当企业低估股票价值时，依托回购股票拉升股票价格，这大部分在集团及其子公司之间发生。而中远海运金融公司所涉及的交叉股权，更多的体现为防止恶意收购以及国家战略整体布局。但借助此现象也能够看出，中远海运在金融行业布局中，有更大的野心。

3.2 中远海运经营状况分析

3.2.1 中远海运盈利能力分析

中远海运近年的总营业收入总体上呈现出上升的态势，成立至今中远海运集团的营业收入每年增长 10%-14%左右。2015 年 12 月 9 日，公司治理结构迎来重

大调整。中国海运与远洋运输两大航运公司合并重组后建立了中国远洋海运集团有限公司。一方面，公司董事长和总经理实行了分设；另一方面，随着我国经济的发展导致用工成本大幅增长造成了中远海运成本上升导致利润减少。为摆脱生产效率低下、营业成本上升的困境，合并后的中远海运致力于打造智能化码头，在智能化码头的深刻影响下，2020年中远海运营业收入达到1734.6亿元。

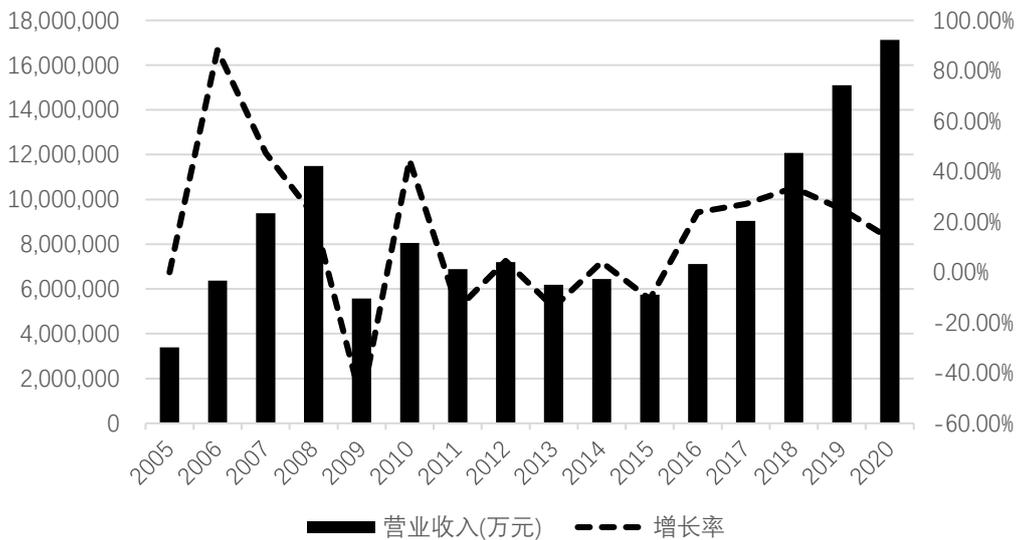


图 3.1 中远海运营业收入及增长率

中远海运营业收入平均增长率为 13.59%，虽然无论是集装箱制造还是航运收入在国际市场上都兼具较高的市场占有率，但是 2019 年新冠肺炎给全球经济造成了巨大的损害的同时，也使得国际进出口贸易额急剧减小，2019-2020 年度中远海运营业收入增长率呈下降趋势，此次疫情势必会对中远海运的业绩造成伤害。因此，如何在全球经济萎缩环境下增厚营业收入成为中远海运等大型实体企业需要考虑的问题。

（一）经营立足集装箱航运业务、码头业务，逐渐剔除收益差的业务

通过对中远海运营业收入构成的分析，该公司实体经营范围涉及集装箱航运、码头、干散货航运以及集装箱租赁等项目，但 2016 年公司重组合并后，营业收入来源 90% 以上是集装箱航运业务。干散货航运业务以及集装箱租赁业务自 2011 年始就逐渐萎缩，在 2016 年企业重组合并后直接剔除了此两项业务，专注于集装箱航运业务以及码头业务。其他业务收入也因为 2016 年重组合并后，因公司采取更为严谨的管理模式且 2016 年之前其他业务营业收入的体量较小，也逐步剔除，详见表 3.2。

表 3.2 中远海运按照行业分类营业收入构成

单位：百万元

币种：人民币

时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016
集装箱航运业务	36416.38	43168.52	48312.03	47742.52	44726.21	66569.02
码头业务	2186.92	2631.49	2566.98	3232.3	3100.16	3762.67
干散货航运业务	23366.21	16097.8	14062.34	12557.15	9008.57	1118.34
集装箱租赁业务	1789.27	2107	1177.77	2172.35	1965.32	476.59
其他业务	11.83	0	0	200.8	123.69	0
时间	2017	2018	2019	2020		
集装箱航运业务	86751.2	114844.68	144806.30	166008.59		
码头业务	4357.8	7711.93	8750.73	7005.89		
干散货航运业务	0	0	0	0		
集装箱租赁业务	0	0	0	0		
其他业务	0	0	0	0		

数据来源：中远海运集团年报

中远海运主要经营交通运输业务，其业务可划分成两类，一类是码头租赁，另一类是集装箱航运。中远海运以集装箱航运业务起家，在集装箱制作和集装箱航运业领域，在国际上都有一定的市场占有率，其中集装箱生产业务后来更是设立子公司单独运营。近年来中远海运码头相关业务收入显现出逐步降低的态势，集装箱航运业务营业收入显现出显著上升的态势，并且 2016 年该项业务营业收入占比高于 90%，见图 3.2。其主要原因是近年来中远海运手握多项独家运营的码头和集装箱制作企业，市场空间大，销量逐年增长，但集装箱航运业务的毛利

率却远低于码头业务的毛利率，甚至在 2016 年集装箱航运业务毛利率一度呈现负值。

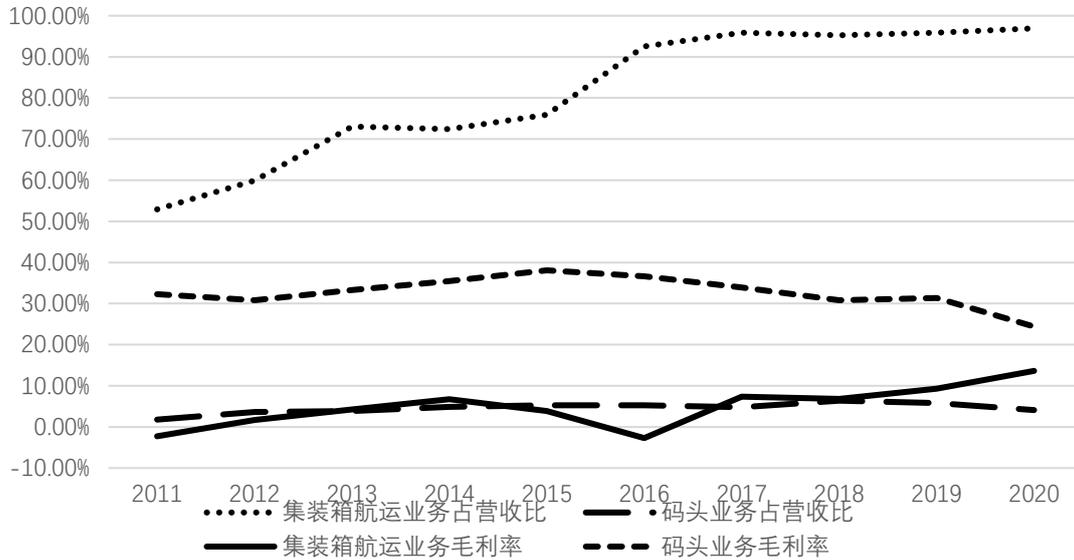


图 3.2 中远海运分行业营业收入构成及毛利率

(二) 金融资产获利丰厚，航运主业具备行业竞争力

中远海运借助金融化获取可观的收益，造成营业收入呈现出剧烈波动的趋势。因为总营业利润中包含投资金融资产的利润，在此针对宋军（2015）所提出的方法进行借鉴，营业净利润等于营业利润扣除投资收益、公允价值变动利润、利息收益。总结整理历年的年报发现，中远海运的营业净利润波动并增加。中远海运持有的金融资产大部分为长期股权投资。在此针对张成思和（2016）所提出的方面进行借鉴，金融资产的利润等于其他综合收益、投资收益以及公允价值变动收益的损益之和。营业利润和金融资产利润的变动趋势完全相同，在营业利润中占很大比例，中远海运金融资产利润的波动导致营业利润的波动，如图 3.3 所示。

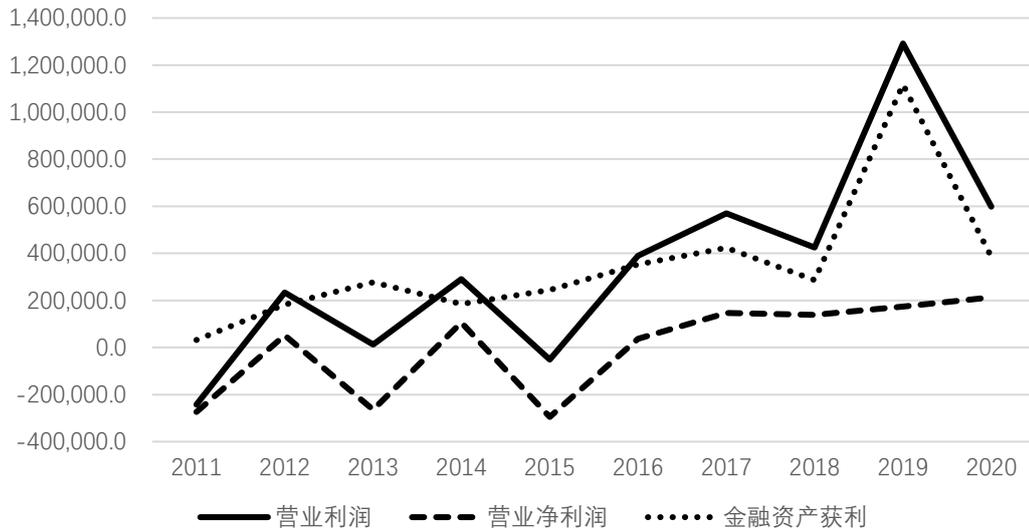


图 3.3 中远海运营业利润、金融资产获利、营业净利润

尽管营业利润中金融资产收益占比很大,然而中远海运不管是码头业务还是集装箱航运业务,销售毛利率都很高,使得其毛利润在行业中位于前列。2020年中远海运集团发布的年度财报显示,集装箱航运业务以及码头业务的毛利率分别为: 9.31%和 31.39%, 远高于同行业其他航运公司的平均值 6.27%和 24.78%。因此,中远海运集团的航运主业具备一定的行业竞争力。

3.2.2 中远海运创新投入现状分析

研发支出代表企业内部对研发和创新活动的初期投资,研发支出资金通过资本化转换为企业的无形资产,表示其创新与研发所获得的成果。但是,在目前世界经济形势的影响下,全球各国日益关注创新研发活动,政府也日益加强了企业创新和研发工作的推进力度。近年来,交通运输行业面临着智能设备转型投入大、周期长,世界航运业竞争压力大、利润空间小。而且国家不但积极支持投资智能创新港口,同时“一带一路”倡议下积极开拓国际航运市场,这说明企业通过对同行业高新技术进行投资,会对企业的研发创新能力有所提升。

我国拥有诸多港口,属于全球贸易大国,然而航运行业公司规模大小不一,此外在新冠疫情影响下,各企业的营业收入均有所坍塌,这对企业研发创新投入有一定影响。根据国际能源署(IEA)公布的报告,2007-2019年,海事研发支出仍然停滞不前,远远落后于其他行业。根据IEA的数据,航运企业在海事方面的研发投入总额有所下降,从2017年的27亿美元,下降至2019年的16亿美元。

从表 3.3 可以看出，2015-2017 年在行业中中远海运研发总投入处于相对较低水平，之后不断增大了投入力度，也取得了一定的进步。

表 3.3 中远海运研发总支出与行业均值对比（万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
中远海运	7464.3	2026.6	1660.2	1501.8	2618.3	28226.46	26038.2
行业均值	4537.2	4729.1	5031.2	4789.1	6721.2	6678.3	7389.1
排名	6	14	24	25	2	6	7

数据来源：国际航海运输协会官网数据

首先，通过分析整理年报资料可知，中远海运在研发方面投入了大量资金，集团秉承“结合新技术应用、先进管理理念，围绕降本增效、节能降耗、绿色环保、不断提升管理水平和服务能力”的发展策略，首先，有效整合了集团创新研发的资源，中远海运子公司注重依托各种专业优势开展技术创新活动，在产品细分市场获得了竞争实力；其次是投资智能码头方面：智能化和无人化码头已经逐步成为航运业企业争相改变的领域，中远海运重点开展了移动互联网技术应用、船舶废气洗涤脱硫试验、船舶增压器隔断技术试验，汽车滚装船运输管理平台、冷箱机组控制器故障诊断系统和 LNG 内河加注、装卸臂系统、大口径输油臂的自主研发及集装箱码头自动化技术改造。中远海运一方面注重现有产品的二次开发和技术改造，另一方面加大新产品的研发和技术改造力度。根据集团研发支出在营业总收入的占比情况来量度其研发总支出强度可知，中远海运日益重视研发投入，详见图 3.4 所示。

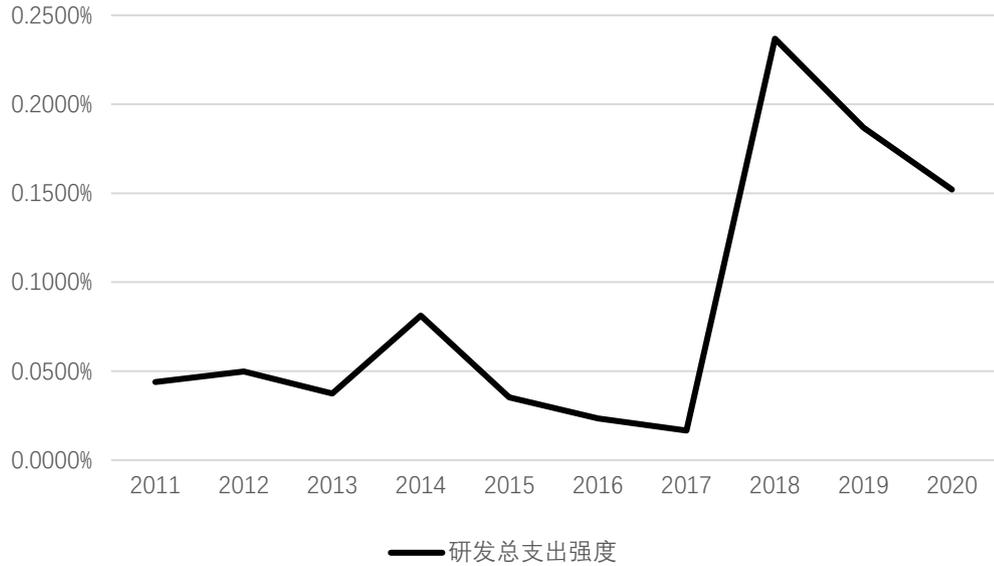


图 3.4 中远海运研发总支出强度

二是加快数字化转型升级，积极推动人工智能、区块链、大数据、物联网、5G 等技术在航运领域的应用，着力提升供应链服务整合能力、综合研究分析能力和高效协同运营能力。首先，在提高中、后台运营效率方面，中远海运依托 IRIS-4 系统维护远程服务的快速响应，为企业营销和客户服务水平的提高奠定了重要基础。二是在优化前端服务方面，通过电商平台，横向扩大全世界市场覆盖面，纵向深入开发线上产品，实现客户所需的无接触服务。第三，在构建产业链生态系统方面，融入区块链技术的进口无纸配送模式。到 2021 年底，位于中远海运港的厦门远海码头正式投产，成为中国第一个 5G 全场景应用智能港。目前，港口区 5g 网络基本覆盖已经完成。借助边缘计算、高精度定位、人工智能、计算机视觉等技术，实现了自动驾驶、智能理货、AGV 集群管理、智能安全等多个高山应用的部署。因此，从目前无形资产的增加来看，中远海运也在逐渐增强其创新实力。

表 3.4 中远海运无形资产概况

时间	无形资产增加额（万元）	同比增速
2011 年	41394	15.1%
2012 年	-10483	-3.32%
2013 年	-55718	-18.26%
2014 年	-11486	-4.6%
2015 年	-6576	-2.7%
2016 年	-21093	-9.12%
2017 年	243903	116.2%
2018 年	341654	75.23%
2019 年	141850	17.84%
2020 年	268651	36.42%

数据来源：中远海运集团年报

3.3 中远海运金融化概况分析

3.3.1 中远海运金融化的进程

本文通过企业的总资产中金融资产占比指标针对金融化水平进行量度。在指标层面，企业持有金融资产具有自发性，表现出企业在运营过程中主动去融资，而利息及投资收益等用来量度金融资产的指标被企业所控制，其自身具备被动性。

基于广义层面而言，金融资产具体包括了货币基金、可供出售金融资产、持有到期投资、长期股权投资以及股息和应收利息等；基于狭义层面而言，金融资产并不涉及长期股权投资，其能够和总资产标准化针对企业金融化程度做出衡量。因为中远海运所持有的资产大部分为金融资产，本文通过广义范畴企业的金融资产占比指标来量度其金融化程度。

中远海运于 2006 年在中国 A 股上市。公司账面价值 199.27 亿元，其中长期股权投资 9.57 亿元，其余为货币资金、交易性金融资产等项目。截至 2020 年末，集团拥有 908.93 亿元的金融资产，其中 314.2 亿元金融资产属于长期股权投资类。集团上市十余年，其金融资产上涨了 4.56 倍以上。尽管投资的金融资产金额有所波动，但总体上呈上升趋势，如图 3.6 所示。

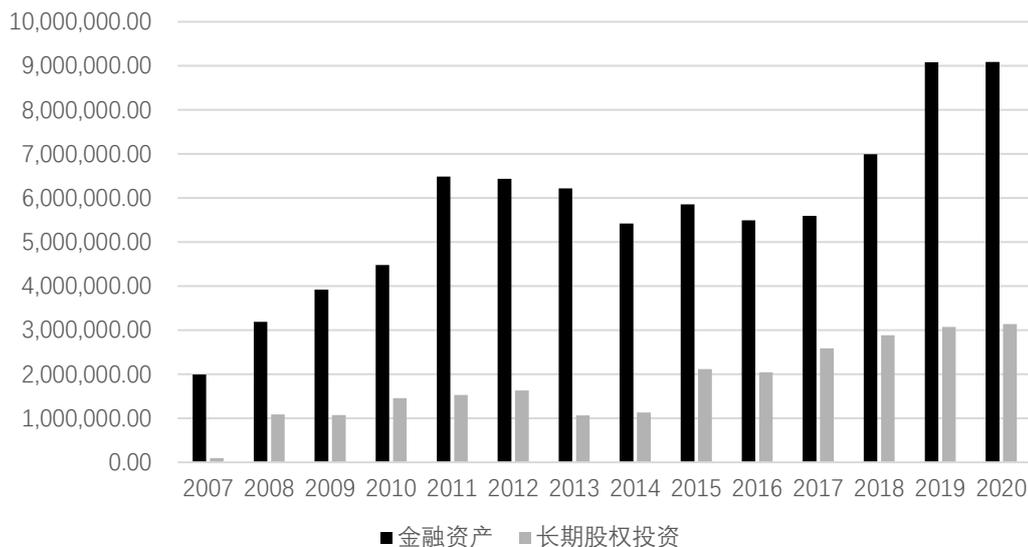


图 3.6 中远海运历年金融资产合计

（一）中远海运金融化程度

2015 年宋军等提出，尽管金融资产其中包含货币资金，然而企业持币资金具备其特有的特征，如货币资金为了满足生产经营的需求，也将产生于发展主营业务期间。所以，货币资金能够与融资资金彼此分离，企业的非货币金融化水平可以用更保守的非货币金融资产来衡量。分析中远海运和行业的金融化和非货币金融化程度，如图 3.7 所示：（1）对比同行业金融化程度，中远海运金融化程度整体居于行业金融化程度均值以上，且在 2008-2013 年明显高于行业平均水平；对比同行业非货币金融化程度，行业平均非货币金融化程度一直保持在 6% 左右且逐年缓慢增长，而 2007-2015 年间，中远海运非货币金融化程度不高，从 2016 年集团合并重组后，才突然上涨。这也说明了中远海运金融化程度较同行业较深，也更具有行业代表性。（2）与自身金融化程度相比，2007 年至 2015 年，公司金融化程度与非货币金融化程度存在较大差异。2016 年后，中远海运会计核算方法从成本法转为权益法，而长期股权投资则占据了中远海运总金融资产的很大一部分。两者之间的日益变小，这说明在集团金融资产中长期股权投资发挥了关键的作用。基于以上分析可以看出，无论是行业间还是自身金融化程度占比，中远海运的金融化程度都较为明显。

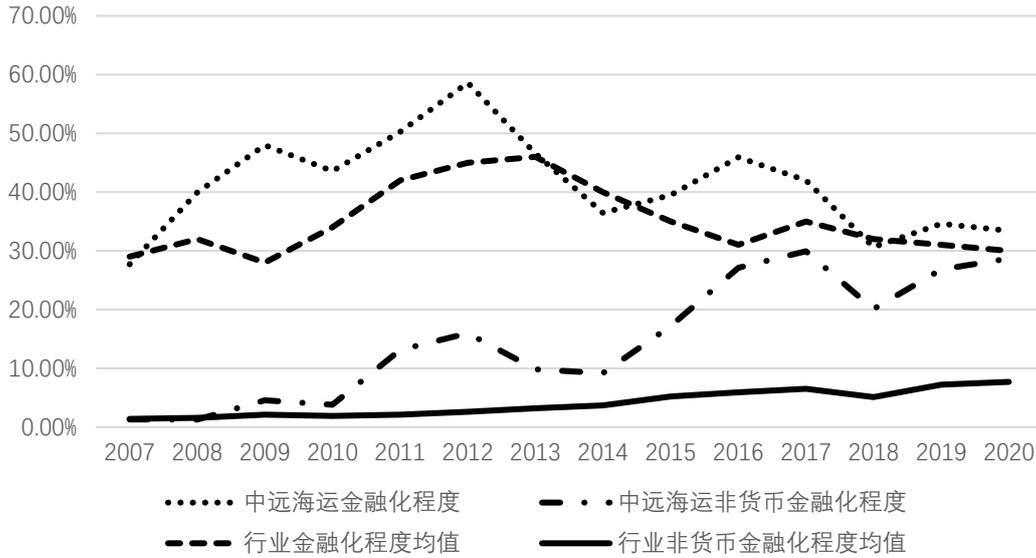


图 3.7 中远海运及相关行业历年金融化程度

通过对公司持有的长期股权构成分析，中远海运主要投资了五家金融机构，分别是中远海运财产保险有限公司、中远投资有限公司、中远海运发展有限公司、渤海银行以及上海农村商业银行。其中，中远海运财产保险有限公司、中远投资有限公司、中远海运发展有限公司三家公司为中远海运集团的全资子公司，而对于上海农村商业银行自 2017 年首次入股伊始，对其投资占长期股权投资的比例高达 17%，2021 年第三季度对持有的上海农村商业银行应用权益法运算后，几年来占比平均值最高达到 18.7%。因此，集团近年来持续深化了金融化程度，这主要来自于持有上海农村商行资金的上涨，下文将主要从中远海运对上海农村商业银行持股比例的变动来阐释该公司金融化的进程。

（二）中远海运长期股权投资进程

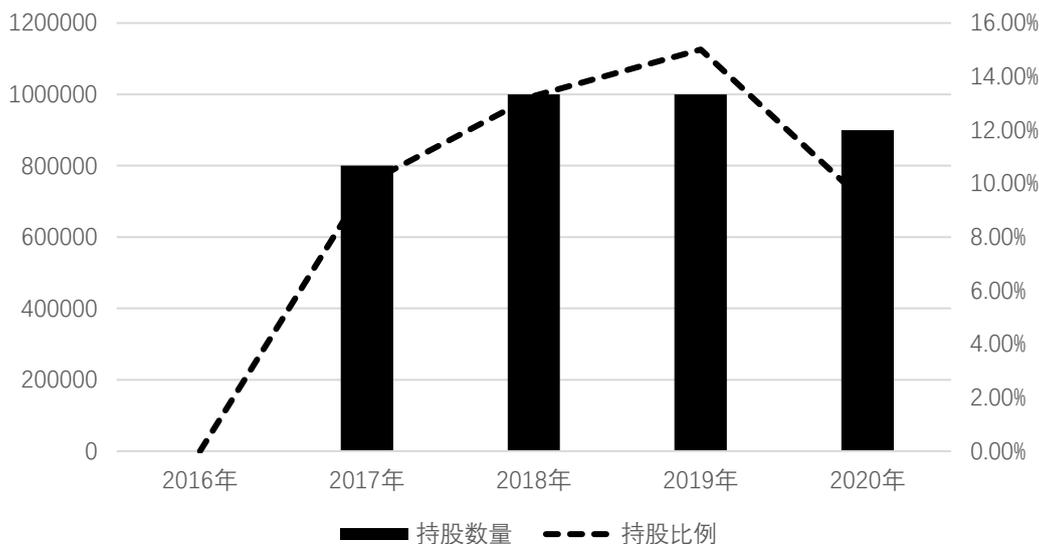


图 3.8 中远海运历年对上海农村商业银行持股比例的变动

2016 年 6 月，中远海运集团旗下金融控股平台，于 2016 年底投资收购渤海银行的 11.62 亿股股份，即渤海银行全部股本权益的 11.67%；7 月，中远海运出资 8.72 亿元人民币，共计约 3.85 亿股认购昆仑银行股份，完成收购后中远航运股份占其总股本的 3.738%。

2017 年 7 月，澳新银行公开同意以 18 亿澳元约合人民币 91.9 亿元的价格出售上海农村商业银行 20% 股权，同时中远海运集团购买上海农村商业银行 80 亿股股份，占上海农村商业银行 10% 的股权。同年，中远海运继续出资 17.89 亿元人民币，认购渤海银行 5.84 亿普通股，完成购买后中远海运股权由原来的 11.67% 增长至 13.67%。

2018 年 5 月，中远航运集团继续增持上海农村商业银行 20 亿股份，上海农商银行定向增发，中远海运所持股权比例从 10% 增长至 13.27%。

2019 年 5 月，中远海运集团继续持有上海农商银行股份，中远海运所持股权比例从 13.27% 增至 15.01%。

2020 年 7 月，中远海运集团继续减持 10 亿股上海农商银行股权，中远海运所持股权比例从 15.01% 稀释至 9.22%。

截至 2021 年 7 月，上海农商银行在上交所 A 股成功上市，中远海运依然是上海农商银行第二大股东，股权投资也实现了指数级增长。

（三）中远海运持有其他金融资产情况

在金融化过程中，除长期股权投资外，中远海运还开展了证券投资、基金投资、房地产投资、外汇期货投资等业务，以提高资金管理效率，使公司资金获得更高回报，并在自有资金购买了信托产品和委托理财产品。

自 2017 年以来，中远海运的年报披露了其持有的前五只股票分别为：中国核能、沪农商行、上港集团、中远海控和中国石油，以及一只广发优选基金，当年在证券投资收益实现 25.9 亿元。

从中远海运的上述金融化进程可知，集团关注长期股权投资，配置了类型不同的金融资产，以有效运营自身的优势，使金融投资与实体业务协同发展，优势互补。一方面，集团拥有稳定的长期股权投资，这主要使依赖投资银行的市值与股权管理，能够为企业连续地创造收益。另一方面，中远海运围绕上港集团、中远、海控、中国石油等海运产业链进行的证券投资，以及与同行业其他公司的协同发展，不但能够在行业内互相学习、取长补短，此外也能推动双方的合作共赢，共同发展。另外，该集团通过持有资金购买各种金融产品和信托产品，以有效提升效益。

3.3.2 中远海运金融化的原因

（一）提高公司盈利能力

通过深入分析企业金融化的相关理论以及开展实证研究可知，我国金融行业通常具有较高的资产收益率，而航海运输业中集装箱制造和港口建设生产成本较高，因此企业需加大研发资金的投入力度，国家近年来制定了相关政策使上游产品价格有所下降，航海运输业竞争程度不断增加。自 2016 年中远海运重组合并以来，基于“规模增长、盈利能力、反周期性、抗公司全球”四个战略维度，中远海运专注于航运、物流、金融、设备制造、航运服务、，社会化产业和基于“互联网+相关业务”商业模式创新的“6+1”产业集群，努力打造世界领先的综合物流供应链服务提供商，这样的企业布局不仅提高了资金利用效率，还提高了公司的盈利能力。通过图 3.9 我们可以看出，2016 年由于企业重组合并，企业净利润出现负值的情况，金融资产占净利润之比也出现负值，但在 2016 年以后，中远海运历年金融资产获利均占净利润的 20% 以上，中远海运金融投资增厚了企业利润。

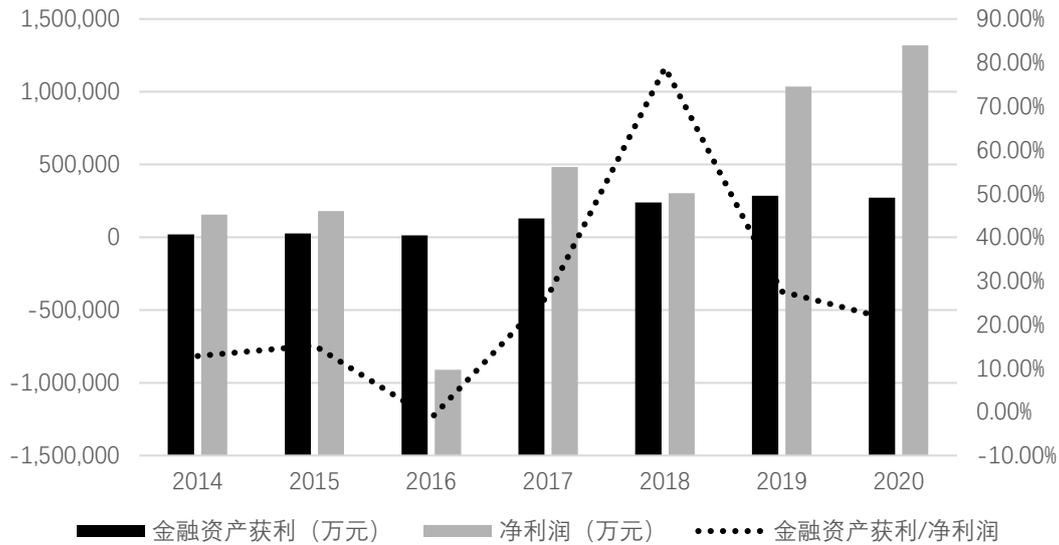


图 3.9 中远海运金融资产获利与净利润的比较

(二) 掌控子公司，弥补现金流短缺

根据公司年报，虽然中远海运的主营业务有利润流入，但收款缓慢，这限制了公司的研发投资、送货房建设和广告费用等一系列费用。以控股银行——上海农村商业银行为例，中远海运成为沪农商行第二大股东后，先后在 2019-2020 年间通过贷款为中远海运关联企业授信高达 69 亿元人民币，解决了中远海运及其关联企业现金流短缺的问题。

2019 年上海农商银行对中远海运发展股份有限公司关联授信 12 亿元，截至报告期末授信余额 2.83 亿元，用于债券投资等业务；对中远海发（天津）租赁有限公司关联授信 3 亿元，截至报告期末授信余额 2.7 亿元，用于流动资金贷款业务；对中远海运租赁有限公司关联授信 3.54 亿元，截至报告期末授信余额 2.03 亿元，主要用于流动资金贷款、债券投资等业务；对东方富利国际有限公司关联授信约 2.24 亿元，截至报告期末授信余额 2.23 亿元，主要用于其他项目贷款业务；对海汇商业保理（天津）有限公司关联授信 5 亿元，截至报告期末授信余额 2 亿元，主要用于流动资金贷款业务。

2020 年，上海农村商业银行对中远海运发展股份有限公司授信余额 2.01 亿元，对中远海发（天津）租赁有限公司授信余额 3.14 亿元，对中远海运租赁有限公司授信余额 3.66 亿元，对东方富利国际有限公司授信余额 1.83 亿元，对海汇商业保理（天津）有限公司授信余额 5 亿元，对中远海运发展（香港）有限公司授信余额 1.57 亿元，对中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司授信余额 0.6 亿

元，对上海国际港务（集团）股份有限公司授信余额 0.97 亿元，对上海友好航运有限公司授信余额 0.3 亿元。

但同时由于银行贷款受制于国家监管及其他股东监督，通过控股银行贷款来缓解资金紧张问题的做法具有一定的风险。

（三）扩大产业链优势

为了抓住智能航运发展机遇，中远海运利用资金优势与资源优势，全资设立中远集团投资有限公司，专项经营智能码头改造、项目投资，投资策划，投资信息咨询、企业管理咨询，加快公司在“互联网+”时代的布局，进一步提高了公司的竞争力。

4 中远海运金融化对创新投入影响的分析

4.1 从“蓄水池”角度分析

4.1.1 中远海运金融资产的“蓄水池”特征分析

在 2016 年中远海运合并重组前，企业拥有多只业务线，其中“集装箱航运”年度利润 409.6 亿元，“码头及相关物流业务”年度利润 25.26 亿元，二者合计占比当年利润总额 46.32%，但是航海运输业涉及国际结算时长较长且具有一定的结算风险，因此造成货币回笼较慢，给中远海运的发展造成一定的资金阻力。中远海运的金融资产主要为投资沪农商行的长期股权，从 2017 年开始一直持股到现在，公司的投资收益主要来源于此，丰厚的投资收益也为公司开发新型投资活动创造了充足的安全空间。

2021 年 8 月 19 日上海农商银行在 A 股上市，首日发行价涨幅 44%。根据有效市场假说理论，中远海运自 2017 年占有沪农商行 10% 的股权，因此沪农商行上市拉动中远海运的投资利润持续增长，公司股价同步上扬，预期现金流不断增多。本小节选择实证分析法，解析公司股价受到发生事件的短期影响程度。分析时综合考察中远海运 2016-2021 年的长期财务报告，对企业配置金融资产存在的“蓄水池”特征进行深入阐述，以总结出企业创新投资活动受其资产配置影响的程度和范围。

第一步，确定事件。2017 年初中远海运持有沪农商行 10% 的股权，2021 年 8 月 19 日，沪农商行在 A 股成功上市。

第二步，选择事件窗口。事件日确定为 2021 年 8 月 19 日，事件窗口期选择 [-15,10] 交易日，也就是自 2021 年 7 月 29 日一直到 9 月 2 日，事件窗口前 120 个交易日为估计窗，选择范围为股权收购前 [-135,-16] 个交易日。

第三步，收入模型衡量。我们采用可以将证券收益率与市场投资组合收益率联系起来的统计模型下的一种市场模型。即：

$$R_t = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_t \quad (4-1)$$

在上式当中： R_t 为中远海运在持有沪农商行前提下，2021 年 8 月 19 日，沪农商行在 A 股成功上市事件窗内的预期收益率；利用估计窗口中的数据可以估算市场模型的参数它们分别表示为 α 、 β ；事件窗口中市场组合的收益率表示为

R_{mt} ；扰动项表示为 ε_t 。袁显平（2006）研究提出，应用市场模型对股价在事件相关信息披露上的影响检测可以得出更为理想的结果，给出的理由是市场模型能够把市场组合收益波动涉及的收益部分排除，从而有效降低了非正常收益的方差。

对公司股票日收益率进行计算时，我们选择公司日收盘价为基准，计算市场组合日收益率时，采用上证指数日收盘指数作为基准，计算方法见下式：

$$\text{中远海运日收益率} = (\text{本交易日收盘价} / \text{上一交易日收盘价}) - 1 \quad (4-2)$$

$$\text{市场组合日收益率} = (\text{本交易日收盘指数} / \text{上一交易日收盘指数}) - 1 \quad (4-3)$$

回归估算事件窗 120 个交易日的的数据能够得出下式：

$$R_t = -0.0053 + 0.0673R_{mt}$$

第四步，异常收益估算。证券实际收益表示为 Q_t ，由此可得出超额收益率是：

$$SR_t = Q_t - R_t \quad (4-4)$$

累加事件期内各天超额收益即可出累计超额收益率，样本受到本次广发证券股权增持行为的整体影响可通过它来体现，计算公式为：

$$CSR_t = \sum_{-t}^t SR_t \quad (4-5)$$

表 4.1 事件窗内超额收益率和累计超额收益率

时间	事件期	超额收益率	累计超额收益率
2021/7/29	-15	-0.02%	-0.02%
2021/7/30	-14	-0.05%	-0.07%
2021/8/2	-13	-3.43%	-3.50%
2021/8/3	-12	-0.07%	-3.57%
2021/8/4	-11	2.34%	-1.23%
2021/8/5	-10	3.10%	1.87%
2021/8/6	-9	-2.13%	-0.26%
2021/8/9	-8	5.31%	5.05%
2021/8/10	-7	6.13%	11.18%
2021/8/11	-6	-1.60%	9.58%
2021/8/12	-5	-2.90%	6.68%
2021/8/13	-4	3.12%	9.80%
2021/8/16	-3	4.00%	13.80%
2021/8/17	-2	3.12%	16.92%
2021/8/18	-1	-1.21%	15.71%
2021/8/19	0	-2.31%	13.40%
2021/8/20	1	-1.20%	12.20%
2021/8/23	2	1.30%	13.50%

2021/8/24	3	0.70%	14.20%
2021/8/25	4	4.20%	18.40%
2021/8/26	5	1.21%	19.61%
2021/8/27	6	4.00%	23.61%
2021/8/30	7	3.34%	26.95%
2021/8/31	8	-0.19%	26.76%
2021/9/1	9	-1.20%	25.56%
2021/9/2	10	1.80%	27.36%

第五步，对异常收益率的显著性进行检验，检验事件期内 CAR 的显著性水平时我们采用 t 检验来实现。所得检验结果显示，得到 8.91%的累计超额收益率 CAR 的均值，同时处于 5%置信水平下显著，证实沪农商行成功上市所影响显著影响了中远海运的股价波动。图 4.1 为我们绘制的累计超额收益率图 4，图中数据显示，本次中远航运金融化行为正向影响股价走向。

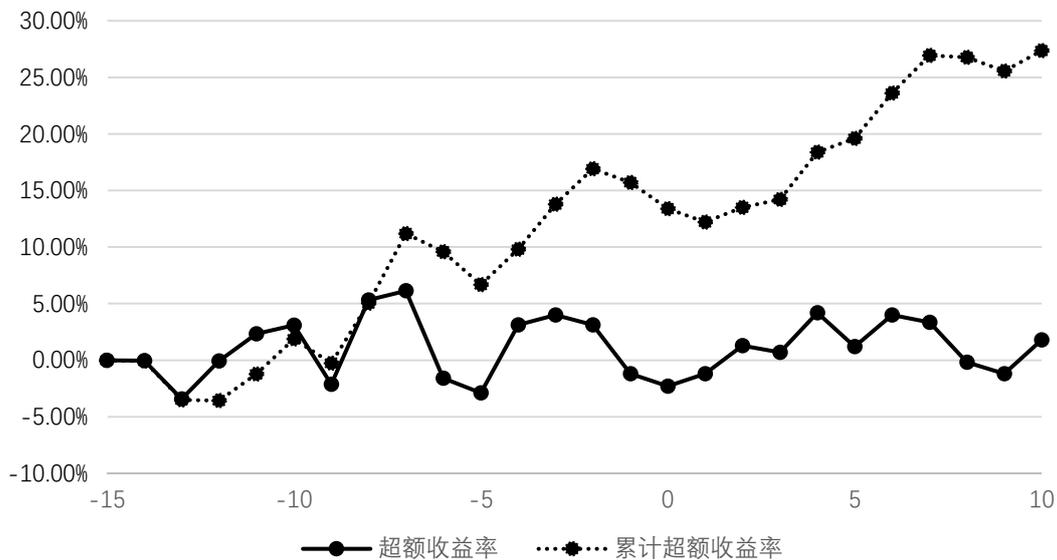


图 4.1 事件窗内超额收益率与累计超额收益率

在中远航运收购沪农商行 10%的股权事件中，一方面与沪农商行建立了良好的盟友关系，为中远航运的金融战略布局走出坚实的一步；另一方面以低价获得了优质的战略投资资源，且在沪农商行上市之后获得了超额收益，表现在中远航运股价的波动上，拉动了公司的累计超额收益率显著增长，证明股民保持了乐观的金融化态度，同时认为金融化可以有效提高企业未来收益。

企业若保持“蓄水池”的初衷持有金融资产，则该资产既可以有良好的收益预期，而且可以有效地带来收益，促进企业财务状况得到明显改善，进而存在了“蓄水池”的特征。分析公司长期金融资产收益可知，近年公司金融资产收益丰厚。

其中，沪农商行对投资收益的贡献率较高，该项收入多年来一直远超公司营业收益。尤其在营业净利润缓慢增长或减少时，金融资产收入完全能够弥补公司因此减少的利润。观察图 4.2 可知，受疫情与国际能源价格上涨影响，公司 2020 年营业成本同比增幅达到了 15.65%，与此同时，同比公司营收下降了-34.21%，获得了 8.4 亿元的营业净利润，同年金融资产获利 27.28 亿元，同比增速 23%。由此可知，公司金融化行为存在显著的“蓄水池”传导功能。

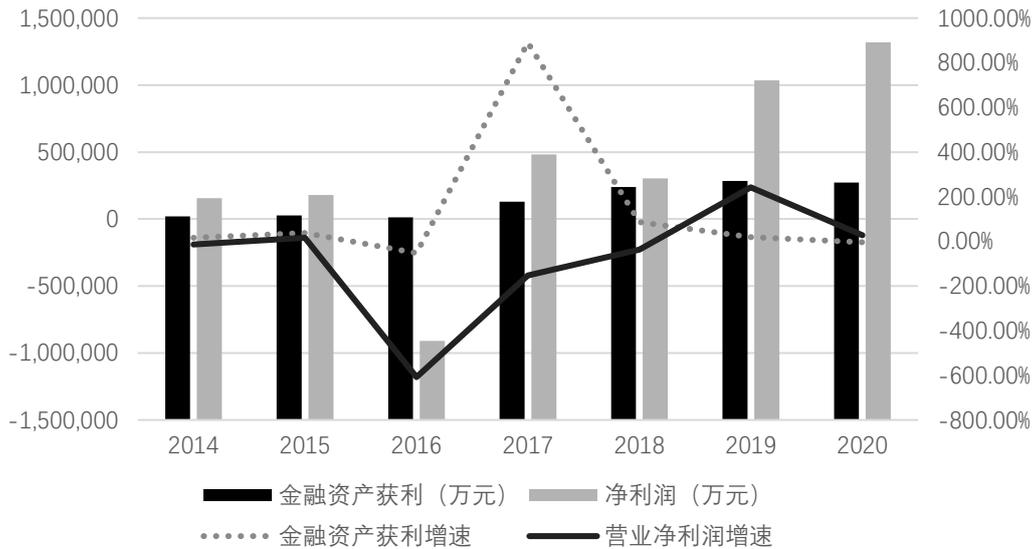


图 4.2 中远海运金融资产获利与营业净利润

4.1.2 中远海运金融资产配置对创新投资活动的影响

结合前文分析可知，中远海运的金融资产配置行为既提升了企业的短期价值，同时这种金融投资也存在良好的发展前景。以长远的视角分析，这种金融投资行为可以为企业创造巨额的利润，使公司具备了增加营业利润的良好上升通道，也能有效化解公司未来可能面对的资金压力，基本达到了公司的“蓄水池”目的。在构建投资模型时，我们参考了鞠晓生（2013）与刘贯春（2017）的理论成果，以 Tobin-Q 方程为基础，实现了投资模型的搭建，对公司创投活动受到金融资产配置的影响进行深入分析：

$$\begin{aligned}
 In_t = & \alpha + \beta_1 \Delta FZ_t + \beta_2 FZ_{t-1} + \beta_3 Lev_{t-1} + \beta_4 Roe_t \\
 & + \beta_5 Cfo_t + \beta_6 Size_t + \beta_7 Grow_t + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (4-6)$$

（一）数据来源和指标选取

为了保持数据统计口径一致，本文选取 2011-2021 年公司财务年报中提供的季度数据，完成实证研究。根据以上投资模型，如果非金融企业配置新的金融资

产后,企业当期的研发与创新活动就会受到限制,如果企业获得了“蓄水池”的激励,则可以积极驱动其后续的研发与创新活动。用金融资产除以总资产表示企业金融资产配置情况,用 FZ 表示,此项指标可以把制造业企业经营环节的金融化状况直观的反映出来。 ΔFZ 表示企业金融资产配置增量,其计算公式为 $FZ_t - FZ_{t-1}$ (谢家智,2014;刘贯春,2017),我们预测 β_1 、 β_2 分别显著为负、正。企业研发创新活动表示为 In ,借鉴鞠晓生(2013)的研究主线,计算时选择用无形资产增量在总资产中的占比重来完成。没有选择研发支出的原因在于其存在一定的片面性,而采用无形资产对企业研发创新能力进行衡量代表的更加全面。第一,这是因和研发支出对比而言,无形资产包括专利、土地使用权、非专利技术、软件及商标,其中包含了企业创新投资涉及的所有信息。实体企业进行研发时普遍存在难度高、周期长等问题,仅凭借内部研发与创新是很难实现的。学者安同良(2006)分析了企业研发创新行为,认为企业技术引进、内部研发与创新能力是驱动企业研发和创新发展的两种方法,这两种方法同时驱动、齐头并进;学者黄国群(2016)在研究后也提出,企业引进外部专利技术对其技术开发能力存在协同效应。参考中远海运的年报,发现该公司每年都会购买某些专利,所以在企业研究与创新能力上,无形资产的反映显然比研发支出更加全面;第二,企业投入资本以促进内部研发创新能力的提升就是其研发投入,但这项投入无法全部转变成技术成果,而且存在显著的不确定性。但无形资产本身就是企业研发创新行为的成果标志,它和企业研发创新能力间存在着更加紧密的关系。第三,因信息披露制度的限制,国内企业并不能完整披露研发支出及专利数量等信息。因此,本文在选择企业研发创新活动的变量时,采用无形资产增量在总资产中所占比重来表示。控制变量选择如下:①用资产负债率来表示杠杆率 lev ;②盈利能力 Roe 采用净资产收益率来代表;③现金流 Cfo 我们选择经营性现金流量净额在总资产中所占比重来代表;④选择企业总资产规模的自然对数来表示企业规模 $Size$;⑤成长性 $Grow$ 采用Tobin-Q值来代表。

通过描述性统计指标变量可知,公司现在仅有较低的0.052金融化程度标准差,由此可知,公司一直以来保持了稳定的金融资产配置标准水平。同时企业杠杆率的最大和最小值分别是26.02%和6.03%。结合航海运输行业披露的数据可知,2019年行业内企业平均资产负债率是40.59%,中位数是26.77%,中远海运

公司只有 13.48%的资产负债率，远低于行业平均水平，证实公司企业资产负债率较低。对企业财务统计报表进行深入分析发现，公司近年债务以小幅振荡趋势逐年上升，同时公司的杠杆率在显著降低，这是由于公司金融资产账面价值的显著增长带动了公司资产的增长。企业经营现金流量净额在总资产中所占比重的最小值-0.47%，主要是因为公司增加了税费、销售成本以及国际油价上涨，而且不能及时实现销售现金回款所致。

表 4.2 变量描述性统计分析结果表

变量	平均数	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Fin</i>	0.7559	0.7660	0.0519	0.5450	0.8259
<i>Roe</i>	0.1131	0.0688	0.1241	0.0161	0.5988
<i>Size</i>	23.2040	23.1731	0.5388	22.1883	23.9687
<i>Lev</i>	0.1088	0.1090	0.0342	0.0612	0.2611
<i>Cfo</i>	0.0111	0.0068	0.0148	-0.0048	0.0679
<i>Grow</i>	2.2799	1.5458	1.7009	0.7988	9.0380
<i>Inn</i>	0.0012	-0.0003	0.0013	-0.0011	0.0037

（二）数据平稳性检验

实证分析时要防止发生伪回归情况，检验所有变量数据序列的平稳性时，我们选择 ADF 法模型来实现。具体见表 4.3，其中只有企业规模不在 5%显著性水平以外，其他变量全部保持 5%的显著性水平。一阶差分建成后，企业规模趋于稳定，并进行了回归分析。

表 4.3 ADF 检验结果表

Variable	t-Statistic	Prob.
Roe_t	-5.1222	0.0007
$Size_t$	-2.5390	0.3081
Lev_{t-1}	-5.0270	0.0008
Cfo_t	-3.7023	0.0325
$Grow_t$	-5.5885	0.0002
Inn_t	-5.4722	0.0002
ΔFin_t	-7.3020	0.0000
Fin_{t-1}	-4.6200	0.0027

(三) 实证结果分析

通过理论分析确定,企业研发创新水平存在相当的连续性,所以中远海运利用实施“产业+金融”战略布局,为公司内部研发创新能力的提升提供了坚实的保障。在5%显著性水平下,金融资产配置增量系数为-0.0241,证明企业当期金融化行为可以在其研发创新活动中发挥挤出作用。同等显著性水平下,得出0.0015的金融资产配置系数,可以大幅驱动企业后续的研发创新活动,所得结果符合前期假设,验证了中远海运公司的金融化行为在其研发创新活动中发挥了“蓄水池”的功能。而且,公司的净资本收益率也显著正向促进了其研发与创新活动,证实企业研发与创新活动的一个主要动力来源于其较高的盈利能力。

表 4.4 实证分析结果表

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
ΔFin_t	-0.0241	0.0112	-2.0983	0.0420
Fin_{t-1}	0.0015	0.0007	2.2149	0.0322
$Size_t$	-0.0018	0.0044	-0.4182	0.6779
Lev_{t-1}	-0.0090	0.0056	-1.5848	0.1204
Roe_t	0.0087	0.0036	2.4508	0.0186
$Grow_t$	-0.0004	0.0002	-2.1367	0.0386
Cfo_t	0.0125	0.0231	0.5382	0.5931

4.2 基于投资替代角度分析

当企业做出金融化行为,同时在金融资产中得到主营业务不可比拟的回报率时,企业就会把更多的资金配置到金融产品上,这样就必然会挤占投入到主营业务上的研发与创新资金。海洋运输业不仅对新物理形态的研发和创新有很长的投资期,而且难以创新。而且,随着“互联网+技术”的普及,对传统的海上运输业造成了很大的冲击。同时,也促使公司开始快速推进产业结构调整与产业升级进程,以应对日益激烈的市场竞争。根据上述论述可知,中远海运通过金融资产的配置在投资收益获得了财富。如果中远海运再次将投资收益投资于金融业,它可能会获得更高的回报。然而,事实并非如此。

图 4.4 为中远海运近年金融化趋势图,图中数据显示,对比公司的金融资产盈利能力变化来说,中远海运近年来的金融化相对稳定。2016 年由于相应的会计核算方法出现调整,中远海运的长期股权投资随着投资收益金融资产的增加而增加。由于投资性金融资产的良好投资收益,金融资产的账面价值在很大程度上增加。但在 2018 年后,由于国家政策的限制,中远海运金融投资有所下降,之后趋于平稳。

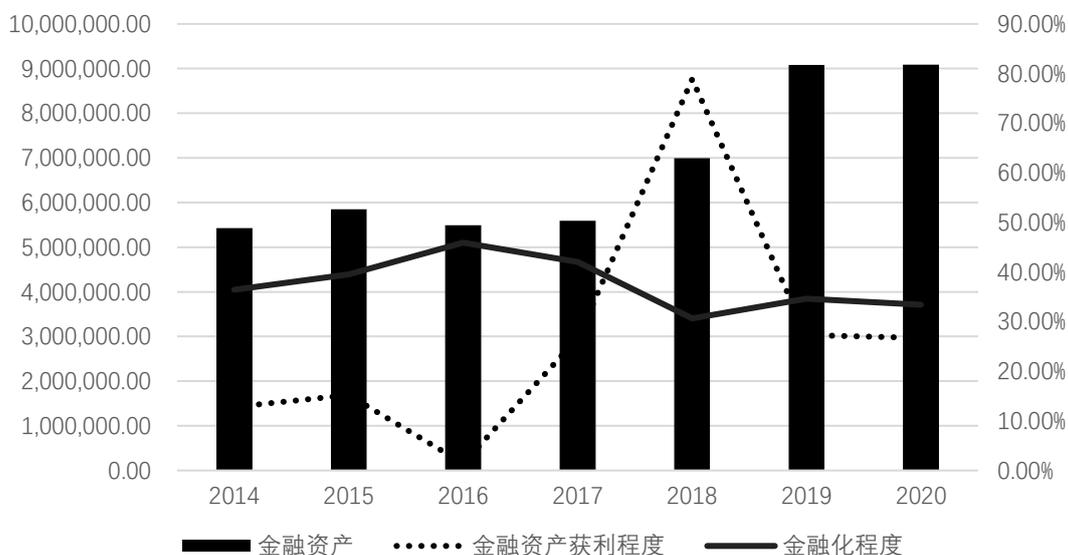


图 4.4 中远海运金融化程度与金融资产获利程度比较

以投资沪农商行为例,一直以来中远海运对沪农商行的投资占据长期股权投资较大比例,且持股比例较为稳定。2017 年,中远海运基于战略发展的目的对收购沪农商行大比例股份,成为其第二大股东。2018 年继续增持沪农商行股份,但 2019 年-2021 年期间中远海运并未继续增持沪农商行股份,2019 年以

后中远海运的股权从最高点 15.38% 稀释至 9.22%。由此可见，中远海运对沪农商行的投资以长期股权投资为主，除 2017-2018 年作为中远海运的企业战略布局进行增持，对于沪农商行之后的增发行为，却未大幅增持股份，说明中远海运未显示出以金融投资替代实业投资的动机。

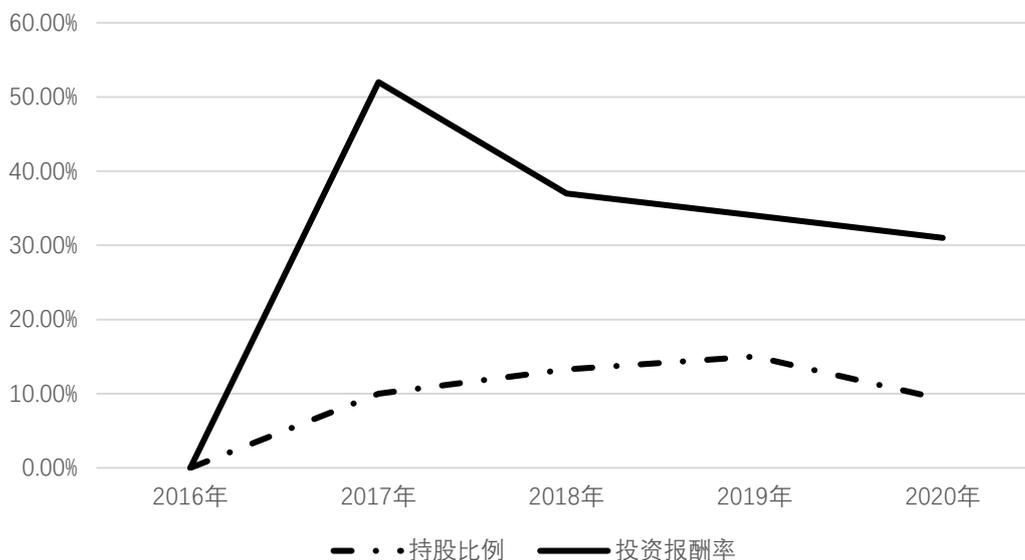


图 4.5 中远海运对沪农商行投资报酬率及持股比例

内部研发投资是企业自主创新的一个核心组成，它也是企业创新能力的标志。这里要强调一点，企业当期研发活动受到其金融化的影响的是基于当期财务现金利润，而不是账面价值所代表的财务渠道利润。所以，深入剖析公司营业净利润与财务现金利润的构成对中远海运内部研发投资强度的影响，并通过比例分析描述了中远海运金融化收入对研发创新的影响，如图 4.6 所示。中远海运的营业净利润近年来稳步增长。再对构成营业净利润与财务现金利润的成分进行分析得知，公司内部研发投资变化显著，营业净利润的比重却并未平稳上升，而且和营业净利润增长率负相关，与财务现金利润的增长率正相关。在比较范围内，2016 年营业净利润占比最高 98.01%，企业有 0.2217% 的内部研发投入强度。2018 年-2020 年之间，公司内部研发投资强度变化幅度在 0.15% 以上，但这几年的营业净利润比重并未高于 2016 年，证实公司的财务现金利润对其内部研发投资发挥了一定的支撑作用。总而言之，中远海运通过金融投资获得了富裕的投资收益。中远海运围绕市场需求与现实发展需要，增加内部研发投资，加大技术创新力度，充分发挥金融带动创新投入的优势。

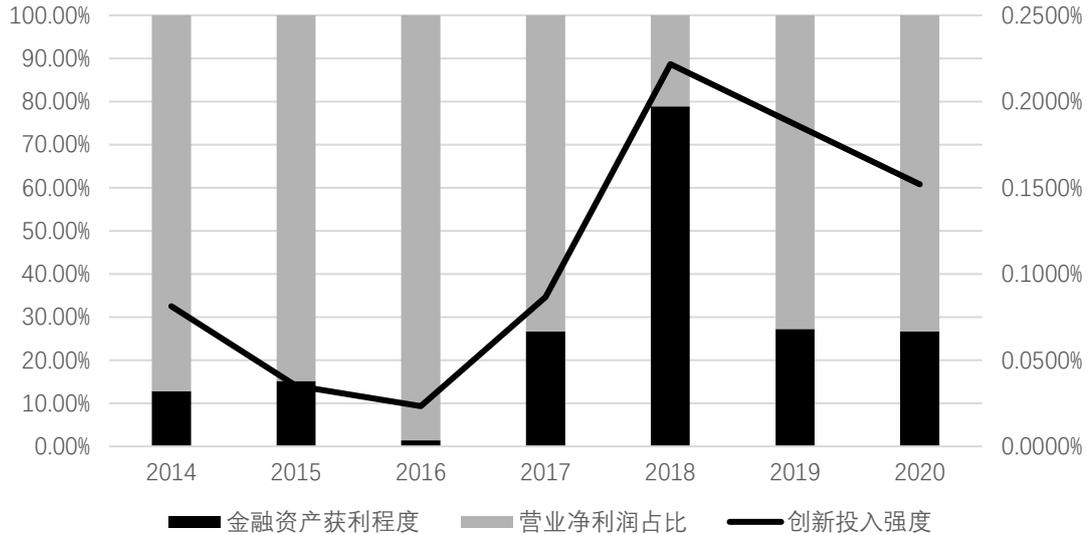


图 4.6 金融现金获利对内部研发投入的影响¹

首先，企业内部研发投入主要应用在其自身研发与创新活动中；其次，企业投资的外部创新资源，比如购买的专利、非专利技术和软件。尤其是集装箱制造的研发难度大、风险大。资金雄厚的公司也利用创新资源投资为自身研发与创新能力提供强大支持，带动主营业务的持续增长。比如，就中远海运专利权而言，公司内部研发支出转入的专利权并不稳定。有些时候可能投入后没有产出，有些时候又可以取得丰硕成果。基本上所有的研发投入都转移到了当期损益，这再次证明了海运业的研发创新具有挑战性。

对比分析所有年份的营业净利润、金融现金获利及无形资产增加额。观察笔者绘制的图 4.7 可知，营业净利润和无形资产增加额波动方向为反向的。在 2018-2020 年这段时间里，公司金融现金获利增速和无形资产增加额增速呈正相关，因此金融现金获利对企业投资技术性资源有一定的促进作用。

¹ 内部研发投入=当年研发投入金额-政府补助等外部资金

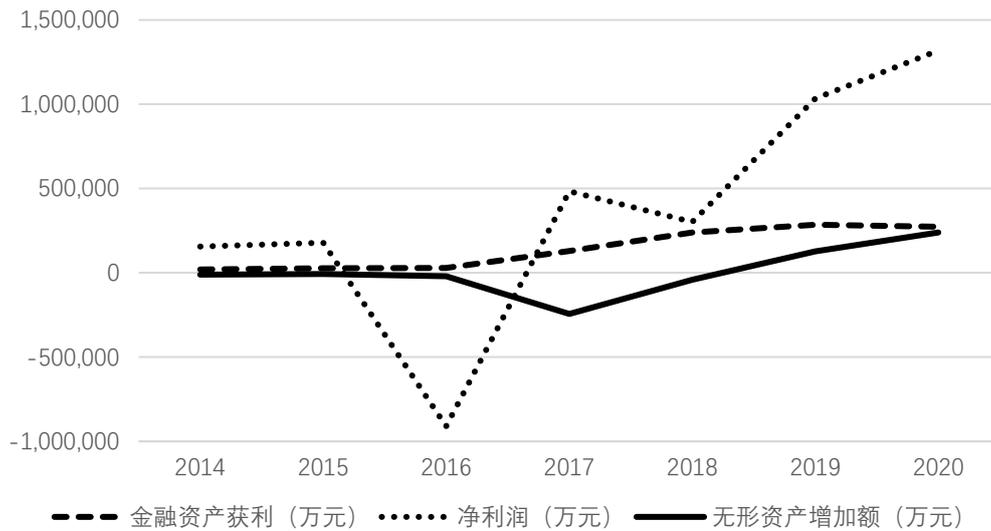


图 4.7 金融现金获利对无形资产的影响

此外，2016 年中远海运营业净利润-85.94 亿元，同比减少幅度高达 589%，实现 29,789 万元的金融现金，同比增幅达到 9.41%。可见，虽然中远海运的金融投资回报非常丰厚，不过公司并未将金融投资代替在创新上的投资，同时还提高了产业创新投资额度，公司的宗旨应该是为长远智能发展奠定了基础。

4.3 从投机套利角度分析

立足于套利投机视角分析，金融行业和实体行业间丰厚的利润差距，促使一些企业进行金融资产投资来获得利润，这就是企业金融化。这种投机方式将影响企业的内部研发。学者许罡（2018）、王红建（2017）研究结果显示，当企业为实现套利目的而持有金融资产时，它会存在下列显著特征：一是企业缺乏主业盈利能力所以放弃主业，转而向金融资产投资以实现市场套利时不需要支付太多的机会成本，所以，企业拥有更多的套利投机机会；二是企业营业利润率和金融投资收益率存在较大差距，当企业配置金融资产具备较高水平时，其就会拥有更多的金融化套利投资机会；三是企业金融化水平可以利用增加负债与杠杆加以提升，同时与金融行业共享利润实现套利。

对比分析公司毛利率和其所在行业均值、中值，发现中远海运主营业务的回报率远高于行业平均水平，见图 4.9。这主要是因为中远海运主导业务“集装箱航运”占据大量市场份额，有着较高的毛利润，对于行业内集装箱航运业务毛利润日趋减少的背景下，中远海运又有集装箱制造业务加以支撑且市场空间大，销量持续增长，同时历年的集装箱制造业务毛利率超出中药产品毛利率 35% 以上。而

且通过分析营业净利润与金融资产获利可以确定,公司持有的金融资产获得了巨额收益,不过同时也产生了收益的强烈变化幅度,金融资产在高收益的同时也存在高风险,且虽然营业净利润收益低于金融资产收益,不过它相对平稳,波动性不大,同时一直处于上升通道中。所以,我们认为公司主业盈利能力在行业内存在一定的竞争优势。企业不再追求产业化经营及稳定回报率,转向金融业投资套利投机的机会不多且有较大机会成本,基本不会抑制企业研发创新活动。

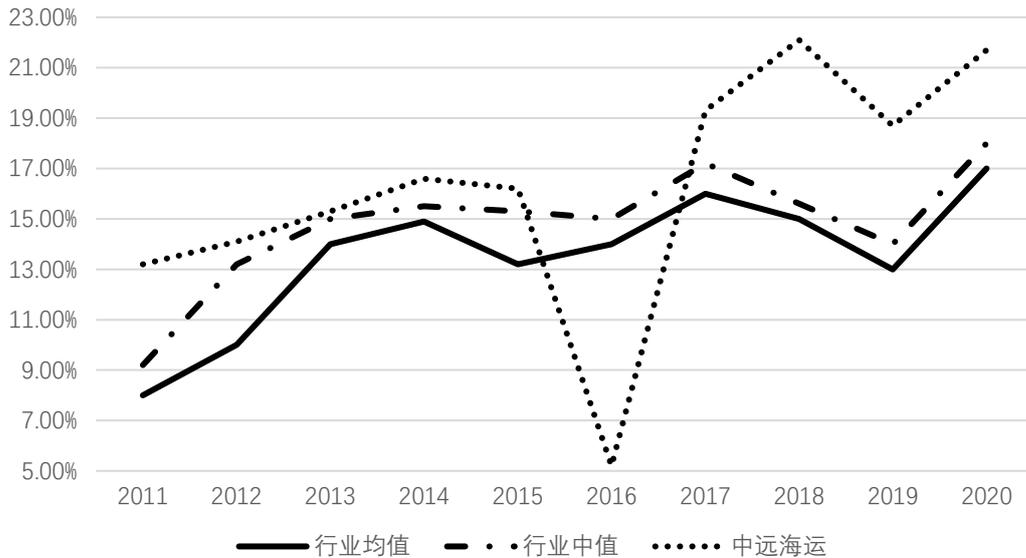


图 4.9 中远海运历年销售毛利率

进一步比较中远海运的营业利润率与财务利润率两者间的差距,采用了学者宋军(2015)的研究方法,企业营业资产就是用总资产扣除金融资产,利用企业的营业净利润和营业资产两者的比率对其营业利润率进行衡量分析,同时采用金融资产和金融资产比率对企业财务利润率进行衡量。观察笔者绘制了图 4.10 可知,2016 年,由于中远海运的重组和合并,企业的营业利润率与财务利润率之间存在较大差距。合并后,中远海运并未显著加深企业的财务状况。2017 年至 2020 年间,两者差距持续递减。首先,公司在行业内建立了强大的品牌优势与灵活多样的营销体系,可以凭借品牌优势拉动销售。2017 年,该企业部署了智能终端,并大幅增加了企业核心竞争力的销售额。近年来,随着集装箱销售的增加,企业的净营业利润显著增加,且毛利润较高。另一方面,中远海运持有的金融资产市值下降导致金融化利润率下降。2019 年至 2020 年,企业营业利润率分别为 6.04%

和 7.28%，超过企业金融化利润率 3.14% 和 3.0%。企业营业利润率与金融化利润率之间差距的缩小甚至超过，表明公司利用金融化套利的动机不强。

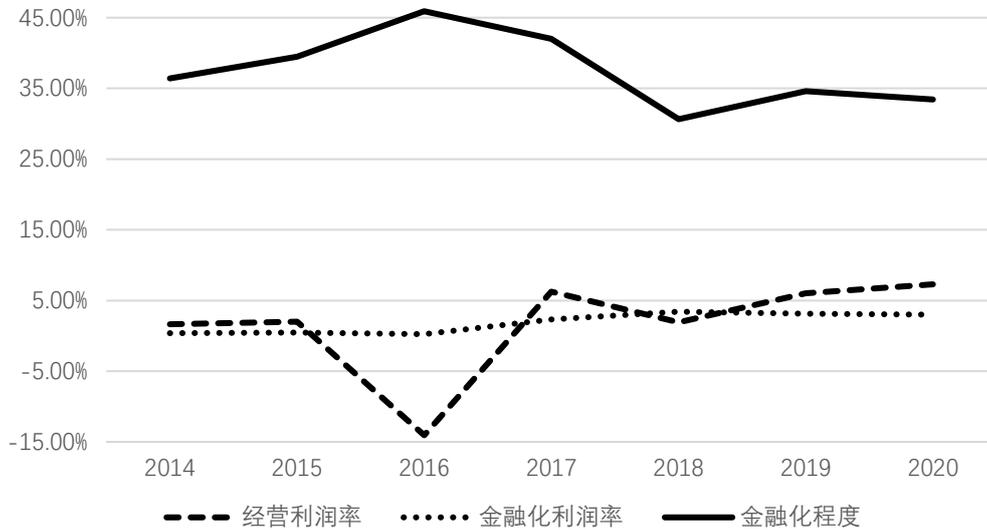


图 4.10 中远海运经营利润率与金融化利润率比较

公司以市场为导向在最近几年加在研发创新投入，既重视行业内企业必备的集装箱研发投入，也兼顾企业内部智能化建设发展，使企业自身在发展中始终保留竞争优势，并为企业发展不断注入新的生机，为实现企业创新开发核心技术提供充足的资金保障。2017 年以来，中远海运利用自身强大的财务优势，与上海海洋大学等大学合作，推动智能码头转型研究，重视高端研发人才培养与产学研一体化发展，确保公司始终具备研发创新的可持续发展能力。同时伺金融资产多为金融企业的长期股权投资，有着极高的稳定性。例如中远海运在沪农商行中拥有较高持股比例，在沪农商行的决策过程中存在一定的话语权，这也从一个侧面证实，公司开展金融化并非是出于套利投机之动机。

4.4 融资约束角度分析

现阶段学术界并未建立统一的识别、衡量企业融资约束的有效方法。目前来说，KZ 指数、WW 指数及 SA 指数三个指标应用最为普遍。我们选择 Hadlock、Pierce (2009) 建构的 SA 指数对企业的融资约束情况进行度量。SA 指标选择是企业规模及注册年限，这两个变量存在极强的外生性，因此能够最大限度的解决其他指标内生性的影响。SA 指数值愈小，绝对值愈大，意味着企业受到融资约束不大。该指数可用下式计算：

$$SA\ Index = 0.043 \times Size^2 - 0.737 \times Size - 0.04 \times Age \quad (4-6)$$

这里，企业总资产规模的自然对数即为 *Size* 的价值（单位：百万元人民币），*Age* 取值为目标年与企业成立年之间的差值。在这种情况下，中远海运的 SA 指标结果如图 4.11 所示。

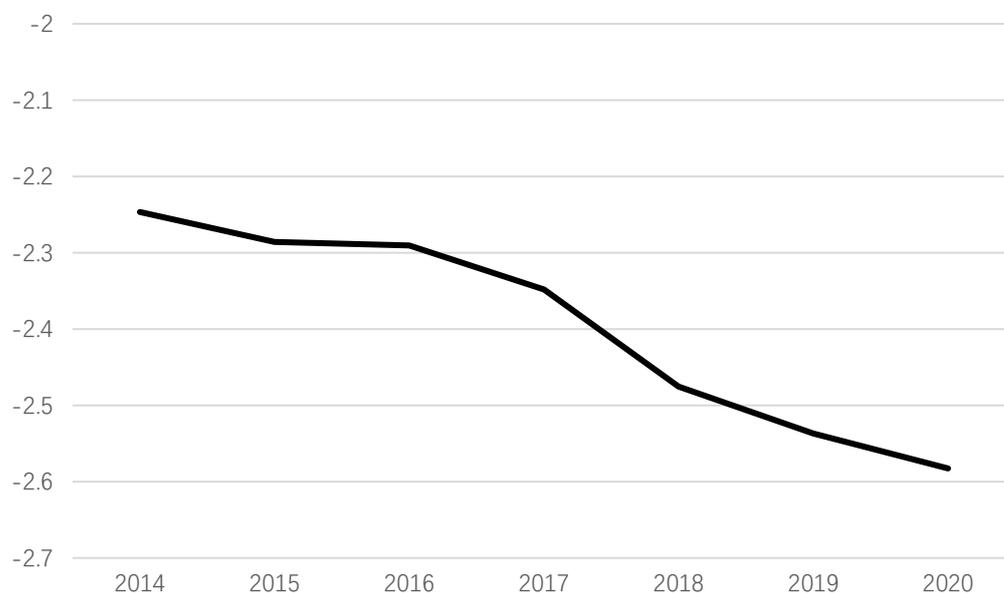


图 4.11 2014-2020 年中远海运 SA 指数

从上图可以看到，公司的 SA 指数整体持续降低，与此同时其绝对值在持续上升，意味着企业受到的融资约束在同步持续减少。公司金融投资后因投资收益增大了其现金流，公司的流动性变好，财务状况被有效改善，融资约束逐年递减。可以确定募集资金可以有效缓解、改善企业受到的融资约束，当 2016 年公司重组合并后大力推进金融投资，进而促使其融资约束持续下降，证实金融化行为在一定范围内可有效减少企业的融资约束。

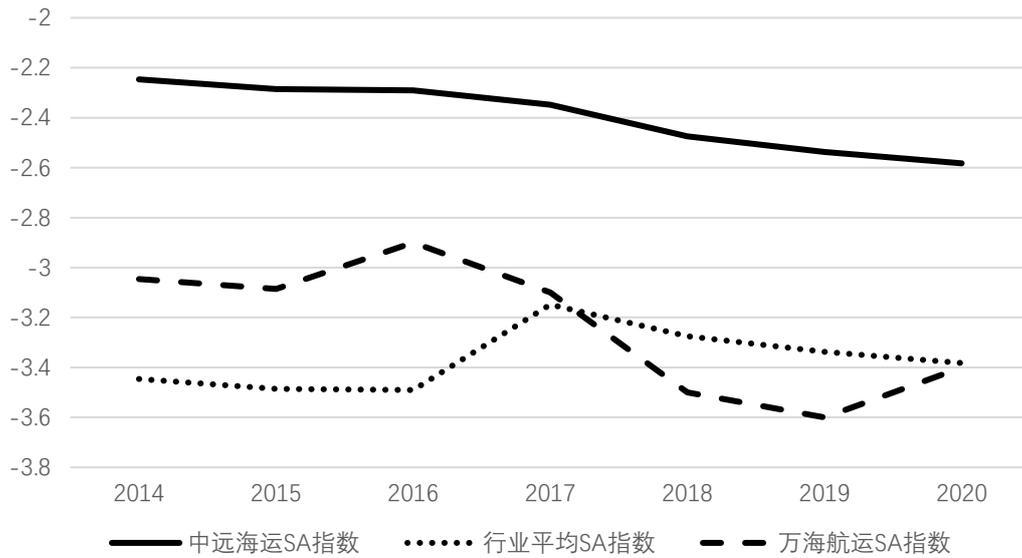


图 4.12 2014-2020 年横向 SA 指数对比

图 4.12 显示了中远海运、万海航运和该行业融资约束的平均水平。三者有着不同的融资约束递减走向，变化幅度近似，意味着该指标在横向比较上效应不突出。分析行业趋势可知，万海航运的融资约束在过去两年中一直保持稳定甚至略有增加，但中远海运受到的融资约束在持续快速下降，证实过去两年公司可能有自身因素，使其受到的融资约束降幅远超行业平均水平，这个因素是由于公司投资金融的结果，也是就企业金融化产生的显著影响。

4.5 小结

上述对案例有理有据的分析中，从中可以看出中远海运的金融化实施是有远见的战略性举措，同时也有可持续的发展前景。该公司的着眼点是长期性股权投资，重点并不是短期交易性投资金融资产。由此可见，中远海运的财务投资自身的前瞻性规划和管理办法，其依托投资收益使公司的资金不断积累增多，加大企业的创新力和竞争力，开展潜在产品开发研究，抢占智能航运市场布局，在互联网日新月异的时代，产业升级迫在眉睫。透过多层次、多角度对中远海运金融化的研发和创新能力影响机制展开分析时，得到的结论如下：（1）站在“蓄水池”的视角看，中远海运有以上海农商行为主的优质品牌资产作为强大的支撑，金融资产收益之高在同行业中可谓翘楚，这是企业金融化成为企业研发和创新有力推手的有力佐证。（2）站在投资替代的视角看，沪农商行等金融公司的持股比例稳定，金融资产投资没有因为高财务回报率而增加，企业研发创新的投资也没有受

到限制。长期股权投资的显著增长是基于权益法会计账目的扩张，这也证实了中远海运市场的有效性通过金融投资进行价值管理。（3）从套利投机的角度来看，中远海运主要集装箱运输行业的高盈利能力借助金融化这种方式提供了成本较高的套利投机。尽管金融资产收入在公司利润中的占比很高，但是几年来公司主要集装箱航运行业的利润也突飞猛进，其势头一路赶超金融化利润率，中远海运没有通过金融套利增加财务杠杆的强烈动机。（4）从融资约束的角度来看，中远海运通过企业金融化显著降低了企业的融资效率。随着融资约束的减少，企业可以更快地获得融资，以满足其主营业务的需求。在研发创新领域的进一步分析表明，中远海运不仅局限于集装箱运输和制造业，还注重传统主营业务，以及互联网智能终端，多措并举使企业进入发展的快车道。因此，中远海运将产业和金融恰如其分地契合，提高了公司的产业竞争力。不难看出中远海运的主营业务的研发和创新领域得到了金融化储多的资金支持。

5 结论与建议

5.1 研究结论

我国实体企业日益大规模金融化的趋势下，金融是继续担负起为实体经济服务的重要支撑还是成为企业脱实向虚的巨大推手，成为关注的焦点。不乏一些企业在金融化过程中，在高额利润的诱惑下，选择成为投资公司不再经营主营业务，无疑这是对实体经济造成了重创。金融作为有效推动实体经济前进的强大动力这个初衷不能变。在经济社会运行中，一些企业砥砺前行积累了丰富的经验。本文以实体企业经营发展关联紧密的研发和创新投资能力为切入点，选择金融企业中的范例——中远海运为重要载体，抽丝剥茧对案例展开剖析，得出下面重要结论：

(1) 中远海运的集装箱运输主营业务盈利能力较强，金融资产收入贡献了更多的利润。凭借青岛、上海和宁波海港的优势，营业收入增长率自 2005 年上市以来始终保持正增长的势头。公司销售产生的毛利率在行业中遥遥领先，集装箱运输业务和码头业务毛利率平均分别为 14% 和 35%，营业收入构成方面的重心已向集装箱运输偏移。公司金融资产获利能力的强大优势有赖于优质金融企业收益的支撑，同时使营业净利润的波动加剧。

(2) 中远海运的综合研发力度呈逐年加大态势，自主研发能力有待提高。由于中远海运在自有资金拥有大量的研发和创新能力，它不仅在内部进行研发和创新投资，还对外购买专利，投资与外国产业相关的高科技企业，并与大学和科研机构合作。虽然其综合研发和创新能力正在蓬勃发展，但其自主研发投入仅处于行业中下游水平，有待进一步提高。

(3) 中远海运的企业金融化对研发和创新能力有极大的助力。本文站在“蓄水池”的视角，采用事件研究法和财务分析法对中远海运金融资产的“蓄水池”特征进行了检验，并根据 Tobin-Q 方程，从套利投机的角度，验证了中远海运的金融化能够促进研发创新，中远海运销售利润率不断攀升，加之其持有稳定的金融资产，呈现出其没有套利投机的动机。从融资约束的角度来看，随着中远海运金融化进程的加快，企业的融资效率也逐渐提高，进而带动企业开展创新研发活动。

5.2 政策建议

通过上述分析，为凸显金融服务实体经济的效能，推进我国海运企业的研发和创新投资能力，提出三点建议：

首先，创新投资是中远海运等海上交通制造业不断壮大的基石。分析显示中远海运几年虽然在研发支出方面加大力度，较同行业仍处于下风。未来企业需要将自主创新能力的提高作为着力点，这同时也是公司财务发展的先决条件。海运制造业一方面应对新问题时要研发出新的业务形式。另一方面需要不断改进原有的服务来改善客户体验，体现了海运行业研发创新难度高、持续性强的特点。诚然，企业的创新效率离不开技术引进的助力。但互联网产业处于如火如荼的升级中，企业发展最基本的动力是自主研发和创新能力。掌握关键核心技术、培养高端人才，才能在白热化的行业竞争中立于不败之地。

二是规避由金融化加剧而产生的企业利润波动。虽然金融业具有高收益，但也伴随着高风险。通过以上分析，我们还可以发现，中远海运的整体收入因金融资产的收入产生了极大的波动，企业财务也随之有了商业风险。尤其是我国金融市场化改革的大趋势下，我国金融业发展的风险也应运而生。所以企业在选择金融资产投资时，对自身的风险承受能力要有理性的识别和评估，这样就能有效地遏制金融化加剧带来的企业利润波动恶果，使主营业务健康发展。

最后，对实体经济中金融服务的定位要正确对待。实体企业因金融化发展顺利而放弃主营业务不在少数。企业所走的脱实向虚这条路，扰乱了金融市场秩序。所以，企业在金融化过程中，应遵循国家经济工作会议的主旋律，认清金融服务实体经济的定位，不应将着力点从主营业务上偏离，应有效地盘活企业资本。金融应该是企业发展的动力之一，实体业务的发展应该是根本方向。

参考文献

- [1] Krippner, G. R Capitalizing on crisis: The Political Origins of the Risk of Finance, Cambridge[M]. Harvard University Press, 2011:453-496.
- [2] E Stockhammer.Financialization and the Slowdown of Accumulation [J].Cambridge Journal of Economics, 2004, 28(5):719-741.
- [3] 李晓西,杨琳.虚拟经济、泡沫经济与实体经济[J].财贸经济.2020(17):153-162.
- [4] 于建玲,佟孟华,朱泽君. 企业金融化对财务风险的影响——基于经济政策不确定性的调节效应研究[J]. 国际金融研究,2021,(10):88-96.
- [5] 周泰云,邢斐,李根丽. 机构交叉持股与企业金融化:促进还是抑制[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2021,(12):33-48.
- [6] James Crotty. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. Political Economy Research Institute, university of Massachusetts Amherst, working paper,2003.
- [7] Ozgur Orhangazi. Financialization of the U. S. Economy and It's Effects on Capital Accumulation:A Teoretical and Empirical.
- [8] Firat Demir. The Rise of Rentier Captialism and Financialization of Real Sectors in Developing Countries[J]. Review of Radical Political Economics, 2007(39).
- [9] 高敬忠,杨朝. 网络平台互动能够抑制实体企业金融化吗?——来自交易所互动平台问答的经验证据[J]. 上海财经大学学报,2021,23(05):50-64+106.
- [11] R. Dore. Stock Market Capitalism and Its Diffusion [J]. New Political Economy, 2002-07-17.
- [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[J].金融研究, 2015(06):111-127.
- [13] 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[J].经济研究,2021(1):181-192.
- [14] 彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定与企业金融化[J].中国工业经济,2018(01):137-153.

- [15] 刘小玄,周晓艳.金融资源与实体经济之间配置关系的检验——兼论经济结构失衡的原因[J].金融研究,2019(02):57-70.
- [16] Great Krippner. The Financialization of the American Economy [J]. Socio-Economic Review, 2018, 3(2).
- [17] Paul M. Sweezy. Economic Reminiscences. Monthly Review 47, No.1(May 1995).
- [18] Bhadur A.A Contribution to the Theory of Financial Fragility and Crisis [J], Electronic Journal, 2010.35(wp593): pags. 995-1014.
- [19] 刘丽娜,马亚民.实体企业金融化、过度负债与股价崩盘风险——基于上市公司投资视角的检验[J].云南财经大学学报,2018,34(03):41-55.
- [20] 吴立力. 金融化适度性对企业杠杆率调整的影响[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2021,41(10):99-113.
- [21] 舒鑫. 实体企业金融化对创新投资的影响——基于主客观层面的机制检验 [J]. 现代经济探讨,2021,(09):78-89.
- [22] 谢家智,王文涛,江源.制造业金融化、政府控制与技术创新[J].经济学动态,2019(11):5-23.
- [23] 刘笃池,贺玉平,王轶.企业金融化对实体企业生产效率的影响研究[J]. 上海经济研究. 2016(08):74-83.
- [24] 孙济淮,沈悦. 数字金融如何影响实体企业金融投资?——异质性特征、机制检验与动机识别[J]. 现代经济探讨,2021,(09):56-68.
- [25] 白俊红.Human Capital, R&D and productivity Growth, Based on the Panel Data of Chinese Provinces 人力资本、R&D 与生产率增长 基于中国省级数据的实证分析[J].山西财经大学学报,2020.000(012):18-25.
- [26] Levine R. Financial development and economic growth: views and agenda [J]. Social Science Electronic Publishing, 1997,35(2):688-726.
- [27] Hsu P H. Financial development and innovation: cross-country evidence[J]. Journal of financial Economics,2014,112(1):116-135.

- [28] 史宇鹏,顾全林.知识产权保护、异质性企业与创新:来自中国制造业的证据[J]. 金融研究,2019(08):136-149.
- [29] 李后建,张宗益.金融发展、知识产权保护与技术创新效率金融市场化的作用[J]. 科研管理 2018,35(12): 160-167.
- [30] 杜婕,杨吉喆,戴鹭. 非金融企业金融化动机研究——基于金融周期视角的检验[J]. 财经科学,2021,(09):29-38.
- [31] 周黎安,罗凯.企业规模与创新:来自中国省级水平的经验证据[J].经济学(季刊),2005(02):623-638.
- [32] Link A N, Lunn J. Concentration and the returns to R&D[J]. Review of Industrial Organization, 1984,1(3):232-239.
- [33] 冯根福,温军.中国上市公司治理与企业技术创新关系的实证分析[J].中国工业经济,2008(07):91-101.
- [34] 温军,冯根福.异质机构、企业性质与自主创新[J].经济研究,2012,47(03):53-64.
- [35] 党力,杨瑞龙,杨继东.反腐败与企业创新:基于政治关联的解释[J].中国工业经济,2015(07):146-160.
- [36] 洪正,申宇,吴玮.高管薪酬激励会导致银行过度冒险吗?——来自中国房地产信贷市场的证据[J].经济学(季刊),2019,13(4):1585-1614.
- [37] 罗思平,于永达.技术转移、“海归”与企业技术创新——基于中国光伏产业的实证研究[J].管理世界 2020(11):132-140.
- [38] Almedia H,Campello M, Weisbach MS. The cash Flow Sensitivity of Cash [J]. Jpurnal of Financial Economics, 2013, 109(3):835-855.
- [39] 鞠晓生,卢荻,虞义华.融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究 2019(1):5-17.
- [40] Brown J R, Martinsson G, Petersen B C. Law, stock Markets, and Innovation[J]. The Journal of finance, 2013, 64(4):33.
- [41] Franklin Allen,Douglas Gale.A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US[J]. European Economic Review,1995,39(2):179-209.

- [42] Franklin Allen, Jun Qian, Meijun Qian. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1):57-116.
- [43] Zhengfei Lu, Jigao Zhu, Weining Zhang. Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(2):341-354.
- [44] Holmstrom Bengt. Agency costs and innovation[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1989, 12(3):305-327.
- [45] Robert Boyer. Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis[J]. *Economy and Society*, 2000, 29(1):111-145.
- [46] William Milberg, Nina Shapiro. Implications of the recent financial crisis for firm innovation[J]. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2013, 36(2):207-230.
- [47] Orhangazi, O. Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation On the US Economy: 1973-2003[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32 (6) :863-886.
- [48] 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.
- [49] 约翰·贝拉米·福斯特, 王年咏, 陈嘉丽. 资本主义的金融化 [J]. *国外理论动态*, 2007(07):9-13+32.
- [50] Alexander Bleck, Xuewen Liu. Credit expansion and credit misallocation[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2018, 94:27-40.
- [51] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨笋. 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.
- [52] 吴军, 陈丽萍. 非金融企业金融化程度与杠杆率变动的关系——来自 A 股上市公司和发债非上市公司的证据[J]. *金融论坛*, 2018, 23(01):3-15+51.
- [53] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. *Journal of Development Economics*, 2009a, 88(2): 314-324.

- [54] 戴贇,彭俞超,马思超.从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J].外国经济与管理,2018,40(11):31-43.
- [55] 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[J].经济研究,2020,52(01):181-194.
- [56] David J. Denis, Valeriy Sibilkov. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings[J]. The Review of Financial Studies,2010,23(1): 247-269.
- [57] Aalbers M B. The financialization of home and the mortgage market crisis[M]//The Financialization of Housing. Routledge, 2016:40-63.
- [58] 郭丽婷.制造业金融化对创新投资的影响:“挤出效应”or“蓄水池效应”?[J].现代经济探讨,2020(12):45-59.
- [59] 晋盛武,何珊珊,企业金融化.管股权激励与研发投入[J].科技进步与对策,2017, 34(22):78-84.
- [60] 盛名泉,汪顺,商玉萍.金融资产配置与实体企业要素生产率:“产融相长”还是“脱实向虚”[J].财贸研究,2019,29(10):87-97+110.

后 记

行文至此，我的兰州财经大学之旅也即将到达终点。最近有一句话风靡网络——“青春有几年，疫情就三年”，三年研究生生活几乎和新冠疫情相互陪跑，每次寒暑假最担心的不是课业任务完成不了，而是这学期能不能正常开学？能不能见到尊敬的师长？能不能回到我即爱又恨的宿舍？能不能和舍友尽情畅谈人生？开学时制定的研究生计划还能不能实现？伴随着许多的遗憾，我的研究生时光被新冠疫情裹挟着匆匆落下帷幕。但是，在有限的研究生学习生涯中，我还是要感谢许多人。

首先，我要感谢的是我的父母。作为一个从银行辞职再考研的学生，我的父母给予了我无限的支持和包容。我至今都能感受到当我从银行辞职时，父母的不解与无奈；也能感受到在研三四处碰壁找工作时，父母的担忧与焦虑。所以，当我能够以这种无声的方式表达谢意时，能在我的学术论文末尾冠以我最真挚的情感或许是一种最好的方式。

我还要感谢我的导师——刘志军教授。我的导师是一位特别温柔且有智慧的女性，但她的温柔从来不针对我们的学术研究，对待我们的论文她更像是一位严格的学术守护者，用极其严谨的态度对待我们的每一篇论文。这篇论文也是在她悉心指导下才得以完成，谢谢老师能够不厌其烦的指导我们的论文。

还有我的朋友们，他们在不富裕的时间里给我带来了无限的快乐，教会了我坚强，使我枯燥的学生时光中增添一丝色彩。

未来，是一个神秘的词汇，我不知道我的未来是什么样，但我对未来充满信心。我会带着在兰州财经大学的所有记忆重新出发，或许在未来的某个时间点再次回顾这段时光时，我会真诚的说一声“好久不见”。