

分类号：
学 号：20222116021

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕士学位论文



金融化对雅戈尔集团有限公司 财务风险的影响研究

学位申请人	程嵩
指导教师	赵捷 副教授
申请学位门类级别	专业硕士
学科、专业名称	金融
研 究 方 向	不区分研究方向
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子
2024年5月

分类号：
学号：20222116021

密级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕士学位论文



金融化对雅戈尔集团有限公司 财务风险的影响研究

学位申请人	程嵩
指导教师	赵捷 副教授
申请学位门类级别	专业硕士
学科、专业名称	金融
研究方向	不区分研究方向
所在学院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子
2024年5月

**A Study on the Impact of Financialization on the Financial Risk of
Yagor Group Co., Ltd**

A Dissertation Submitted to
Shihezi University
In Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of
Master of Economics

By

Cheng Song
(Finance)

Dissertation Supervisor: Prof. Zhao Jie

May, 2024

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明

本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名：程嵩

时间：2024年5月17日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名：程嵩

时间：2024年5月17日

导师签名：赵捷

时间：2024年5月17日

摘要

随着中国经济增长速度的减缓，制造业遭遇的挑战也变得更加突出。劳动力成本的增长和资源环境的压力扩大成为显著问题，大量资本被吸引到更高回报的金融市场中，导致企业对实体经济投资的兴趣减少，企业出现金融化趋势。随着实体企业金融化水平的提升，中国经济整体上正显示出一种从实体经济向虚拟经济转变的趋势，这种趋势可能会增加企业的财务风险。本文通过探究雅戈尔集团金融化水平与财务风险之间的关系，可以使雅戈尔集团更好把握金融化进程与财务风险之间的平衡，以达到降低财务风险的目的。

本文首先对雅戈尔集团基本信息、金融化动因与金融化过程进行了详细介绍，随后通过筹资角度、投资角度、营运角度、利润分配角度分别分析金融化对财务风险造成的影响。发现雅戈尔企业金融化加剧了筹资风险、营运和投资风险，使其财务风险整体水平提高，影响企业的可持续发展能力。又通过 Z 评分模型分析得出雅戈尔金融化与财务风险具有正相关关系，雅戈尔集团的金融化行为会加大企业财务风险。并且雅戈尔集团长期处于较高的财务风险水平。在实证方面，本文选取 2003-2022 年雅戈尔集团季度数据进行实证检验，采用 Z 评分模型综合衡量了企业财务风险，采用金融资产占总资产份额衡量企业的金融化水平，接着研究了金融化水平与财务风险的非线性关系。后又将金融资产划分为短期金融资产与长期金融资产分别进行回归并研究他们与财务风险的非线性关系。最后选取融资成本和代理成本作为中介变量，构建了中介效应模型。

实证研究结果表明：（1）雅戈尔公司走上金融化道路的外部动因在于经济环境发生变化所带来的挑战；金融市场政策利好；行业竞争激烈与金融投资高收益。内部动因是主营业务发展受限；股东价值最大化的需求；多元化经营发展目标的影响。（2）雅戈尔集团金融化会显著提升自身的财务风险水平；雅戈尔集团财务风险和金融化之间并不存在显著的二次非线性关系；长期金融资产增加会提升雅戈尔集团财务风险水平，长期金融资产投资所带来的较高风险和对主营业务投资的“挤出效应”成为主要影响因素。（3）雅戈尔集团金融化通过提高自身的融资成本进而提高自身的财务风险水平，债务融资成本在金融化与财务风险起到中介作用。代理成本在金融化影响财务风险过程中未起到中介作用；最后本文为雅戈尔集团提供了一些建议：雅戈尔集团要更加重视实体投资和主业经营、进行金融化风险与综合风险管理、控制融资成本、进行长期金融资产管理与完善公司的治理结构和激励机制。雅戈尔集团管理者要培养长远发展观，妥善利用金融化带来的“蓄水池”功能，而不是“追求副业舍弃主业”。

关键词：金融化；财务风险；债务融资成本

Abstract

With the slowdown of China's economic growth rate, the challenges faced by the manufacturing industry have become more prominent. The growth of labor costs and the expansion of pressure on resource environment have become significant issues, attracting a large amount of capital to higher return financial markets, leading to a decrease in the interest of enterprises in investing in the real economy and a trend towards financialization. With the improvement of the financialization level of physical enterprises, the Chinese economy as a whole is showing a trend of transformation from the real economy to the virtual economy, which may increase the financial risks of enterprises. This article explores the relationship between the financialization level and financial risk of the Yagor Group, which can help the Yagor Group better grasp the balance between financialization process and financial risk, in order to achieve the goal of reducing financial risk.

This thesis first introduces the basic information, financialization motivation and financialization process of Youngor Group in detail, and then analyzes the impact of financialization on financial risks from the perspective of financing, investment, operation and profit distribution. It has been found that the financialization of Yagor enterprises has intensified financing risks, operational and investment risks, resulting in an overall increase in their financial risk level and affecting the sustainable development ability of the enterprise. Furthermore, through the Z-score model analysis, it was found that there is a positive correlation between financialization and financial risk in the Yagor Group. The financialization behavior of the Yagor Group will increase the financial risk of the enterprise. And the Yagor Group has been at a relatively high level of financial risk for a long time. In terms of empirical analysis, this article selects quarterly data from 2003 to 2022 from the Yagor Group for empirical testing. The Z-score model is used to comprehensively measure the financial risk of the enterprise, and the proportion of financial assets to total assets is used to measure the level of financialization of the enterprise. Then, the non-linear relationship between financialization level and financial risk is studied. Later, financial assets were divided into short-term financial assets and long-term financial assets for regression analysis, and their non-linear relationship with financial risk was studied. Finally, financing cost and agency cost were selected as intermediary variables to construct a mediation effect model.

The empirical research results indicate that: (1) the external driving force for Yagor Company to embark on the path of financialization lies in the challenges brought about by changes in the economic environment; Positive financial market policies; Intense industry competition and high returns on financial investment. The internal motivation is that the development of the main business is limited; The demand for maximizing shareholder value; The impact of diversified business development goals. (2) The financialization of the Yagor Group will significantly enhance its financial risk level; There is no

significant quadratic non-linear relationship between the financial risk and financialization of the Yagor Group; The increase in long-term financial assets will enhance the financial risk level of the Yagor Group, and the higher risk brought by long-term financial asset investment and the crowding out effect on the main business investment become the main influencing factors. (3) The financialization of the Yagor Group increases its own financing costs, thereby increasing its financial risk level. Financing costs play an intermediary role between financialization and financial risk. The agency cost did not play an intermediary role in the process of financialization affecting financial risks; Finally, this article provides some suggestions for the Youngor Group: Youngor Group should pay more attention to physical investment and main business operations, carry out financialization risk and comprehensive risk management, control financing costs, carry out long-term financial asset management, and improve the company's governance structure and incentive mechanism. The managers of Yagor Group should cultivate a long-term development perspective and make good use of the "reservoir" function brought about by financialization, rather than "pursuing side businesses and abandoning main businesses".

Key words: Melting of business funds; Financial risk; Debt financing costs

目录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景和研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 国外文献综述	3
1.2.2 国内文献综述	5
1.2.3 文献述评	7
1.3 研究内容	8
1.3.1 研究目标	8
1.3.2 具体内容	8
1.4 研究方法与技术路线	9
1.4.1 研究方法	9
1.4.2 技术路线	10
1.5 创新点与不足	11
第 2 章 概念界定与理论基础	12
2.1 概念界定	12
2.1.1 金融化概念	12
2.1.2 财务风险概念	12
2.2 理论基础	13
2.2.1 蓄水池效应和挤出效应	13
2.2.2 融资约束理论	14
2.2.3 委托代理理论	14
2.3 金融化对财务风险的影响分析	15
2.3.1 金融化对财务风险的直接影响	15
2.3.2 债务融资成本的间接影响	16
2.3.3 代理成本的间接影响	16
2.4 本章小结	17
第 3 章 雅戈尔集团金融化与财务风险分析	18
3.1 雅戈尔集团金融化过程	18
3.1.1 公司简介与业务模式	18
3.1.2 雅戈尔公司金融化动因	21

3.1.3 雅戈尔集团金融化历程	25
3.1.4 雅戈尔集团金融化现状	28
3.2 雅戈尔公司金融化影响财务风险的分析与评价	29
3.2.1 筹资角度分析	29
3.2.2 投资角度分析	32
3.2.3 营运角度分析	35
3.2.4 收益分配角度分析	37
3.2.5 基于 Z-score 财务风险模型的测度	39
3.3 本章小结	41
第 4 章 金融化对雅戈尔公司财务风险影响的实证分析	42
4.1 研究假设	42
4.2 样本选取与数据来源	43
4.3 变量定义与模型构建	43
4.3.1 变量定义	43
4.3.2 模型构建	46
4.4 描述性统计与模型检验	47
4.4.1 描述性统计	47
4.4.2 平稳性检验	48
4.4.3 E-G 协整检验	49
4.5 主回归分析	50
4.6 稳健性检验	52
4.7 本章小结	53
第 5 章 进一步分析：金融化与财务风险的非线性关系及中介效应	54
5.1 雅戈尔集团财务风险与金融化水平的二次非线性关系检验	54
5.2 不同期限金融资产持有比例与财务风险	56
5.3 融资成本与代理成本的中介效应分析	57
5.3.1 融资成本的中介效应分析	57
5.3.2 代理成本的中介效应分析	58
5.4 稳健性检验	59
5.5 本章小结	60
第 6 章 结论与建议	62
6.1 研究结论	62
6.2 相关建议	63
参考文献	65

第 1 章 绪论

1.1 研究背景和研究意义

1.1.1 研究背景

在我国，实体经济是国民经济的核心，对于国家的发展具有至关重要的影响。它不仅在提供就业机会、推动收入增长和社会稳定方面发挥作用，而且对于促进消费、驱动经济增长和增强国家经济实力都不可或缺。实体经济的发展对于民族的进步具有极其重要的作用，它是民族发展的基础所在。

习近平总书记指出实体经济是国家的基础设施和财富来源，确保其稳定对抵御风险和挑战至关重要。通过持续推进实体经济的复兴，提升竞争力、创新能力和抗风险能力，中国经济将能够实现更高品质、效率、公平、可持续性和安全性的发展。在党的十九大精神的指引下，中国致力于推进经济结构的优化升级，通过优先发展制造业、加快科技革新步伐、深化金融体系改革和培养高素质人才队伍，以实现经济的高质量增长，同时提升金融服务质量，确保金融发展支持实体经济，避免偏离实际产业。中共二十大再次强调以发展为核心，推动经济向前发展。

制造业构成了国家经济增长的核心，对国家的经济体系、社会发展以及科技进步具有至关重要的作用。近十几年来，中国的制造产业得到迅速发展，已是世界上最主要的制造基地。尤其是最近十多年，中国的制造业增加值已经从 2012 年的 16.98 万亿增长到了 2022 年的 33.5 万亿，在世界上的比例也从 20% 上升到了接近 30%，继续稳坐世界最大的制造业国家的位置。

但是，近几年由于经济增长速度有所减缓，这一问题越来越突出。劳动力成本上升、资源与环境压力日益突出，国际产业链正经历着重新整合与重组，中国制造业亟需面对产业链转型与升级的压力。同时，在知识产权保护和技术创新等方面，也成为限制中国制造业进一步发展的关键障碍。在上述因素的作用下，再加上企业追逐利益的本性，使得许多资本都投入到了收益率较高的金融市场中，使得企业对其进行实业投资的兴趣越来越低，有些人甚至只是一味地追逐着表面上的资产价值。这带来了企业金融化的问题，企业金融化不但会降低企业的全要素生产率，也会影响企业的技术投入，从而影响企业的经营业绩，甚至会提高企业的财务风险。近年来，随着企业“脱实向虚”以及企业债券违约等现象的频繁发生，对金融体系的稳定也产生了影响。

随着实体企业金融化水平的持续加深，我国企业的“金融化”趋势愈发明显。从 2012 到 2022 年，金融业的增加值从 2011 年的 6.3% 上升到了 2022 年的 9.1%，而房地产增加值从 2011 年的 5.7% 上升到了 2022 年的 6.1%。

雅戈尔集团自 1993 年起专注于服装行业，拥有广泛的销售网络，包括近 2000 家直营店和超过 2200 个品牌销售点。该集团的旗舰产品——衬衫，在国内市场上享有盛誉，是首个赢得出口免检特权的衬衫，并持续 24 年保持市场占有率领先。截至 2023 年，雅戈尔集团市值接近 300 亿元。自 2003 年起，雅戈尔集团开始大规模持有中信证券，并获得可观的投资回报，逐步扩大了金融投资。截至 2015 年，金融资产占比超过 50%，雅戈尔市值从 2003 年的 74 亿增长至 2022 年的 777 亿，金融资产由 8 亿增至 333 亿，增幅达 40 倍。然而，高额金融资产也带来了巨大的金融风险，给主营业务带来挑战。因此，自 2018 年起，雅戈尔集团逐步减少企业交易性金融资产等金融业务，争取实现向主营业务的转型。为确保金融资产与经营资产的合理比例，雅戈尔逐步退出金融投资项目，使金融资产占比于 2022 年降至约 40%。雅戈尔由初步金融化到深入金融化再到减少金融化的过程，不仅代表了制造业企业金融化的趋势，也是实体经济企业金融化的典型案例。因此，本研究探讨雅戈尔企业金融化对财务风险的影响，为雅戈尔提供相关建议，帮助其降低财务风险，同时为制造业企业提供经验借鉴。

1.1.2 研究意义

1.1.2.1 理论意义

学者们关于非金融企业金融化的研究时间较短，目前现有研究多关注企业金融化的动因，对创新和绩效的影响等，关注企业金融化对财务风险影响的学者更是少之又少。在关注企业金融化对财务风险中又以宏观层面研究为主，较少有学者针对某一特定企业进行具体分析。因此本文通过实证方法分析雅戈尔企业金融化对财务风险的实证分析，为研究企业金融化影响拓宽思路，还为企业金融化与财务风险非线性关系研究提供参考。

1.1.2.2 现实意义

当前，中国的制造业正在经历一个关键的转型升级阶段，其中普遍存在着实体制造业过度金融资产配置的问题，需要引起充分重视和警惕。近年来，实体制造业企业金融资产配置比例和程度明显增加，有些企业的金融资产占比甚至超过 50%，金融投资收益甚至超过主营业务收入。这种活动导致了社会资源的无效利用，并对经济的持续稳定增长产生了负面影响。

从雅戈尔企业来看，财务风险是企业经营中最常见的风险之一。通过分析雅戈尔集团金融化动因和过程以及金融化对企业财务风险的影响，为雅戈尔提出相关建议。分析

金融化投资行为对企业经营的正面和负面影响，可供其他企业参考。

在宏观层面上，企业金融化是经济金融化的直接原因，企业的普遍金融化会增加经济运行的风险，加剧实体经济与金融之间的风险联系，可能埋下系统性风险的隐患。防范和化解金融风险一直是我国经济政策的重要目标之一。本研究从微观层面审视了企业为何从事金融投资和这些活动可能带来的风险，同时剖析了企业在日常运营中遭遇的问题及其成因。此分析旨在为制定金融监管规章、减少金融市场动荡对企业运营的冲击、确立恰当的行业扶持政策、指导资本向实体经济领域有效流动以及改善行业结构提供理论支撑。这对于贯彻“支持实体经济、预防金融风险、遏制经济虚拟化”原则对于经济发展具有关键意义。

1.2 文献综述

1.2.1 国外文献综述

1.2.1.1 企业金融化研究

金融化被界定为资本积累的一种形式，其中企业和国家经济部门的利润来源正从传统的贸易和商品制造转向金融领域。这一变化代表了一种新的商业模式，它促使企业更多地关注于财务价值的创造。(Dore,R,2002)。企业金融化还可以被界定为非金融类企业开始参与金融化活动(Foster,2010)。大部分学者都从资本积累(Krippner,2005)、财务价值创造和金融行为(Kotz,2017)等角度理解，将企业金融化定义为利润来源由金融渠道产生，例如通过金融投资、并购活动。

对于金融化的度量：金融化首次被进行度量的方法为所有金融资产与所有实物资产的价值之比(Goldsmith,1969)。P-N 框架划分了企业的资产、负债以及利润，依据它们的来源分为两类：经营型和金融型(Doron Nissim&Stephen H.Penman,2001)。基于此研究，进一步细化了企业金融化的指标，通过分析企业资金来源、资金的使用方式以及资金流向这三个维度。(Orhangazi,2008)。企业的财务资产可以分为多种类别，包括：流动性金融资产、待售金融资产、固定收益投资、信贷和预付款项、长期普通股投资以及用于投资目的的不动产等。可以通过分析企业财务报表中的金融资产和负债比例，以及金融收益在总收益中的比重，来衡量企业的金融化水平(Tori,2018)。

1.2.1.2 财务风险研究

在国际学术界，对财务风险的理论研究已趋于成熟。Beaver (1966)是最早对财务风险进行定义并提出相关见解的学者之一，他结合统计学的方法，通过投资组合的研究

首次量化了风险,并提出了财务比率这一概念。财务风险通常被视为企业在筹资过程中可能引入的一种附加风险(Graham,2011)。随着时间的发展,传统上对财务风险的理解被进一步扩展,除了普遍接受的传统风险之外,一些如丧失偿债能力这样的财务杠杆操作也被纳入了财务风险的定义中。此后传统财务风险的认知范畴再次被打破,除了大众公认的传统风险外,一些财务杠杆比如丧失偿债能力等也属于财务风险的范畴(Choi Sanghak,2020)。后来,财务风险又被增加引入了不确定性的概念,这意味着其使用可能带来无法预测的风险,进而可能导致企业失去偿还债务的能力甚至造成影响股东利益。(Minfang Wang,2020)。

关于财务风险的度量,当企业积累了较多的财务风险时,这种状况可能会促发危机,使企业面临运营上的困难。因此,构建了一个单变量函数模型进行对比分析,结果表明债务保障率、资产收益率和资产负债率是反映企业当前财务风险状况的有效指标(Beaver, 1966)。在单变量函数模型基础上从22个财务指标中挑选出了5个与财务风险相关的变量,这些变量包括营运资本与资产的比率、所有者权益与负债的比率以及留存收益与资产的比率构建出Z评分模型(Altman,1968)。这套指标体系直至今日仍被广泛使用。后续Z-score方法被调整,调整后的Z-score更贴合新兴市场上企业的财务实况,同时保持了原有指数的全面性(Altman,2002)。

1.2.1.3 企业金融化对财务风险影响研究

国外学者们关于企业金融化对财务风险影响主要分为两种观点。

部分学者认为企业金融化可以降低财务风险。大量学者的实证研究结果表明,维持一定水平的现金储备使企业能够减少对高成本的外部融资依赖,并有助于摆脱财务逆境(Denis&Sibilkov,2010)。同时,通过投资于期货和期权等金融衍生品,企业能有效避免风险,进行套利和保值操作,进而提升企业的财务表现,发挥类似“蓄水池”的作用以稳定经营状况。企业可以发挥金融资产易于变现的特性,通过出售金融资产来减轻资金压力和对冲现金流风险(Ding S,2013)。因此,金融化作为一种增值资本的途径,其影响可促进全要素生产率的提升,进而有助于减少企业的财务风险(Wang Hui,2021)。

也有相当一部分学者反对上述观点。如果金融渠道的回报率超过经营活动,管理者在追求利润最大化的驱使下,倾向于扩大金融资产的配置,相应地减少对实体经营领域的投资,这种现象被称为“挤出效应”。研究显示金融投资与实业投资呈现相互替代的关系,导致企业在增加金融投资的同时减少了对实业的投资(Orhangazi,2008),利息、股息等金融收益对实业积累有不利影响,金融化通过降低实体投资率来增大了企业财务风险(Tori&Onaran,2017)。

1.2.2 国内文献综述

1.2.2.1 企业金融化研究

目前,学者们关于企业金融化定义尚未达成一致。企业金融化可以从两个维度进行界定:行为上,它指的是企业在资源分配时更偏好资本操作,这通常意味着投资行为取代了传统的生产活动;结果上,它反映了企业盈利思路的变迁,即从营业收入转向由金融投资获得收益(蔡明荣,2014)。其次,也可以从资本和收入占有积累方式的转变两个角度定义(陈享光,2017)。最后,还可以从资产配置和获利渠道两方面的金融化,即用于金融投资的资金占比提升,以及金融资产带来的收益占企业利润的比重提升,而主业经营收入占企业利润总额的比重下降(张成思,2020)。

在研究企业金融化背后的原因时,主要关注了“储蓄动机”和“套利动机”两个核心概念。从“储蓄动机”的角度分析,企业金融化被视作一种预防性的资本积累行为,相当于为了未来不确定性而建立的财务“安全垫”(胡奕明,2017)。因此,金融资产中的现金等货币资金使企业有能力调节其杠杆水平,并有助于偿还负债。同时,通过金融途径获得的收益能够增强企业的资金储备,这对企业的运营和发展是有益的(刘贯春,2018)。“套利动机”观点认为,企业投资金融资产是为了分享金融行业的高利润。然而,长期这样可能会削弱企业在技术创新方面的积极性(王红建,2017)。此外,认为股东价值最大化的观念越发流行,导致企业的盈利更多地分配给了股东,而非用于企业的再投资。这种趋势使得企业更倾向于将资金分配到金融投资上,以此提高收益。不难发现,企业金融化是其进行资本套利行为的重要表现(刘丽娜,2018)。

企业金融化基于不同动机导致多样的后果。国内研究主要关注其负面效应,特别是探讨了不同程度金融化的非线性影响。金融化对企业在实业投资、创新、价值和市场竞争力等多个层面都有潜在的不利影响。当企业的金融资产承担的风险与其收益不匹配时,这会减缓企业对实体经济领域的投资速度。(张成思,2016)。随着金融化的提高,企业会减少主营业务相关投资,这将损害企业发展前途(杜勇,2017),并产生“挤出效应”,降低企业价值(戚聿东,2018)。受到这种现象的影响,实体企业会逐步脱离主业、提高代理成本,阻碍研发创新(史学智,2021)。这导致当企业的金融化水平升高时,管理人员为了降低风险而采取保守策略,这可能导致这些企业在同行业市场竞争面前失去竞争力(牛玉凝,2020)。

国内研究人员主要通过资产构成和收入来源这两个维度来量化企业金融化。其中,一种方法是通过计算企业持有的金融相关资产在资产总额中的份额来衡量其金融化水平(江春,2013),这种测量方法得到广泛应用,但学者对于金融资产的视角仍存在一定差异。如分别以金融类资产份额(胡奕明,2017)和金融资产增长速度来评估金融化水平

(彭俞超, 2018)。二是从收入来源角度入手, 计算企业从金融领域获得收入的份额。金融收益的量化可以通过将投资获利或者其他金融领域获利等项相加得出, 并以总利润或净利润作为计算其所占比例的基础。(刘贯春, 2017)。此外, 还可以采用企业往年投资获利的对数评估金融投资收益(刘丽娜, 2018)。还能从制造业企业在证券企业或商业银行中的股份数量进行判断(解维敏, 2018)。

1.2.2.2 财务风险研究

财务风险有广义和狭义两种定义。通常我们讨论的是广义的财务风险, 它涵盖了广泛的内外部因素, 这些因素可能导致实际结果与预期存在差异。而狭义的财务风险主要关注资本在循环过程中可能遇到的特定风险(汪国义, 2011)。财务风险由以下几个因素引起, 例如日常经营存在问题、现金流吃紧、企业架构混乱和领导者决策失误(曹力, 2012)。

现有学者主要以 Z 评分模型作为衡量财务风险的基础。在风险预警方面, 用 Z 评分模型研究 A 股上市公司的风险, 进而验证了评分的有效度以及企业财务风险识别的困难程度(谢佩帛, 2023)。还可以将 Z 分数模型和 F 分数模型对比, 通过对于企业现金流两种模型不同的计算以及预警程度的对比, 验证了 F 分数的有效性, 也对比出来两种反方式不同的适用条件(杨知宇, 2014)。此外, 另有学者通过对 2007-2017 年国内 A 股上市公司进行研究后, 发现可以在传统财务指标的基础上加入盈余管理指标、治理结构指标等四类非财务指标, 重新构建了财务风险衡量体系(熊毅, 2019)。

1.2.2.3 企业金融化对财务风险影响研究

国内学者们针对企业金融化对财务风险影响主要有三种观点。

一部分学者认为企业金融化可以降低财务风险。在企业资产金融化与研发活动的共同作用下, 可以对财务风险产生缓解。产业与金融的深度融合, 尤其是在促进高质量创新的同时, 也能有效地控制财务风险(刘柏, 2019)。并且金融化不但可以抑制财务风险, 使得企业的增长可持续性得以加强, 特别是在小微企业和欠发达地区的实体行业中, 这种增长效应尤为突出(刘梦凯, 2021)。

而大部分学者认为企业金融化会提高财务风险。从挤占主营业务的资金的角度的看, 长期金融资产, 由于其难以变现等特点, 产生的不利后果更为严重(栾天虹, 2019)。投资获利较多的企业相对于投资获利较少的企业而言, 受到的不利财务风险影响更小(黄大禹等, 2021)。若从利率的角度入手研究, 企业过度配置金融资产时将会产生“挤出”效应, 这会导致企业财务风险提高(曹志鹏, 2022)。

金融领域因其内在高风险特性, 对利率变动和政策制定的敏感性较高。同时, 金融产品的回报具有不稳定性, 且有较高的损失风险。这种不确定性可能向实体经济传递,

从而增加企业面临的财务风险(黄贤环, 2018)。高融资约束的企业在进行金融化带来更多不利后果(臧秀清, 2020)。劳动密集型企业(张海亮, 2018)、涉农企业金融化(高翔, 2019)使得其财务风险水平提高程度更大, 投资类的金融资产比交易类金融资产更能明显提高企业财务风险的水平。

在上述两种研究观点外,有些学者提出,金融化并不是单一地阻碍或促进企业发展,而且存在更为复杂的作用效果。一些研究者认为,企业金融化对财务风险的作用具有双面性(张昭等, 2018)。随着企业金融化水平的提高,财务风险先是减少然后增加。此外,无论企业持有的金融资产期限是短是长,这些资产与其财务稳定性之间通常呈现出一种非线性的“U”型关联(谭小玉, 2022)。

1.2.3 文献述评

通过对国内外文献进行梳理,可以发现尽管国内外对于企业金融化的认识较早,学者们对企业金融化和财务风险定义基本达成一致,也都研究出了不同的方法对企业金融化和财务风险进行度量,但是学者们对于企业金融化对财务风险影响尚存在不同观点,既有学者认为是正向关系,也有学者认为是负相关。这说明相关研究体系仍然需要完善,这也为本文深入研究二者关系提供了空间。其次,尽管我国在企业金融化领域研究时间较短,但得益于大量企业金融化的现实为学者进行研究提供了广泛的数据支持,因此国内学者在企业金融化对财务风险影响的研究不落后于国外。但是,尽管国内学者注意到了中介变量的影响,但是大多都是基于挤出效应,对于其他中介变量进行计量分析还不够深入。最后,关于企业金融化与财务风险的非线性关系,少有学者研究长期与短期金融资产与财务风险的U型关系。

总的来说,在企业金融化领域的研究中,无论是国内还是国外的学者都对实体企业金融化的动机和度量等宏观层面进行了较为深入的研究。然而,这些研究大多数以全体企业为研究对象,探讨金融化与财务风险之间的关系,其结论具有普遍性,对于特定企业的实际指导作用有限,且研究结果差异显著。很少有研究从单个公司的角度出发,具体分析不同动机下的企业金融化行为对企业财务风险的具体影响。因此,本研究选取雅戈尔集团作为案例,通过实证分析来探讨该集团金融化行为与财务风险之间的关系,并引入融资成本、投资效率、代理成本这一些中介变量对雅戈尔金融化问题进行具体研究,最后研究雅戈尔集团金融化与财务风险的U型关系。一方面,深入研究实体企业金融化对企业财务风险的作用,能够丰富关于金融化与财务风险联系的学术研究。另一方面,这也为金融化对财务风险影响的研究文献提供了更多实证数据,为未来的相关研究提供了参考。