

制造业金融化对企业绩效的影响探究——基于中国 A 股市场的实证分析

车健华

青海民族大学，安徽六安，237000；

摘要：本文选取了 2018-2022 年我国 A 股市场上市制造业企业为样本，分析了我国制造业企业金融化程度对其影响。通过对金融化的两种分类，实证分析得出，中国目前的制造业企业金融化与企业绩效之间并非线性关系，而是呈现出一种倒“U”型关系，即对企业业绩产生负面影响的是制造业企业金融化程度过高或过低。

关键词：金融化；企业绩效；金融收益

DOI：10.69979/3029-2700.24.8.007

引言

近些年随着我国经济的高速发展，学者发现企业金融化对非金融企业的影响越来越明显。企业投资金融市场是通过改善资产流动性来增强资产的一种资产转移和获利机会。但由于非金融企业是实体经济的主体，其持有的金融资产的增加，必然会对企业的经营业绩造成一定的影响，从而导致可供经营性资本投资的资本减少。谢家智（2014）研究发现，随着我国市场的需求日渐饱和，实体企业利润不断下滑，在上市企业资本的逐利驱动下，致使大量的产业资本不断流入利润丰厚的金融与房地产市场，这一行为导致非金融实体企业与其自己的主营业务越来越偏离，形成了制造业逐渐空壳化。本文将重点关注随着企业金融化的加深对企业绩效所产生的影响。

1 文献综述

从公司层面的金融化来看，认为金融化是股东价值作为支配地位的一种公司治理模式；Orhangazi（2008）发现 1970 年以后美国的非金融企业对金融资产的持有逐步上升。同样我国目前制造业企业金融化也逐渐加深，根据中国统计局数据库显示，我国制造业投资已由 1995 年的 3827 亿元增加至 2020 年的 213773 亿元从国泰安数据库里显示制造业金融资产总量从 2010 年 3513.93 亿上涨到 2022 年 55570.85 亿元，上涨幅度超过 15 倍。对现金资产持有问题进行了长期的研究，发现随着投资机会的增加，企业的现金流量波动也随之增大；在资本市场上获得更多的资金，企业的现金持有量就会降低。对非金融企业而言，其主要目的是为了对冲风险。以往

的研究表明，企业利用金融衍生产品，可以有效地防范汇率、利率、商品价格等风险。近几年来，随着我国衍生品市场的发展，现行的衍生品市场也在逐步深化，新的期货、互换产品相继问世，为公司的金融资产提供了便利。刘贯春（2017）发现企业前期通过有选择性地配置金融资产，能够有效提高企业的盈利能力与财务的稳定性，推动创新进而创造更多的财富。

2 理论分析与研究假设

国内外学者在研究非金融企业对企业绩效的影响研究中大部分分为“挤占效应”和“蓄水池效应”，近些年关于金融化对企业绩效也出现了不确定性理论。

关于企业金融化对企业绩效的“挤占效应”，国外学者 Orhangazi（2008）通过对美国非金融企业的研究发现，实体投资是企业长期竞争力和绩效提升关键因素，金融化的过程会导致实体投资不足，从而会削弱企业的创新能力和生产效率，进而对企业绩效产生负面影响。国内学者彭俞超等（2018）研究指出，制造业企业金融化会显著挤占实体投资。当企业将资金更多地配置于金融资产，可用于固定资产投资、研发投入等实体投资的资金必然减少。在我国制造业面临转型升级压力下，实体投资的不足会阻碍企业技术创新与生产规模扩张，削弱企业长期竞争力，进而对企业绩效产生负面影响。因此在之前的学者基础上提出本文假设：

假设 1：制造业企业金融化对企业绩效是“挤占效应”，产生负面效应

关于企业金融化对企业绩效的“蓄水池效应”，Stulz（1996）指出，制造业企业持有金融资产在一定

程度上可以作为资金的“蓄水池”。当企业面临经营现金流波动或外部融资困难时，金融资产能够迅速变现，为企业提供资金支持，维持企业的正常运营和投资活动，从而稳定企业绩效。Smith 和 Wang（2012）通过构建动态模型并对日本制造业企业数据进行实证分析，验证了在合理范围内金融资产的“蓄水池效应”确实存在，能够在一定程度上平滑企业绩效的波动。国内学者胡奕明等（2017）研究表明，在一定程度上，制造业企业持有金融资产可起到蓄水池作用。当企业面临经营现金流波动，如应收账款回收延迟、季节性销售波动等情况时，金融资产能够快速变现，为企业提供及时的资金支持，维持企业正常运营。因此本文提出假设：

假设 2：制造业企业金融化对企业绩效是“蓄水池效应”，产生正面效应

关于企业金融化对企业绩效的不确定性论，国外学者 Demir（2009）在对新兴市场国家制造业企业的研究中发现，当金融资产占总资产的比例超过某一特定阈值时，金融化对企业绩效的影响开始发生转变。在未达到该阈值之前，金融化与企业绩效之间呈现正相关关系，但一旦超过这一临界点，金融化对企业绩效的负面影响逐渐显现。国内学者肖明等（2016）利用 2007 年到 2014 年中国 A 股上市非金融企业数据实证分析，结果研究发现我国非金融企业与上市公司绩效是呈现出倒“U”型曲线，两者之间的关系并不是简单的线性关系，而是一种非线性关系。因此本文提出以下假设：

假设 3：制造业企业金融化对企业绩效是非线性关系，并且是倒“U”型关系

3 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

本文数据均来自于国泰安数据库（CSMAR）及 2018~2022 年我国上市 A 股制造业企业的年报，并经过手工核对。为克服极端异常值的影响，本文对研究涉及的所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。本文根据 2012 年证监会修订的《上市公司行业分类指引》分类来选取制造业企业，以我国制造业上市 A 股公司为研究对象，剔除 ST 和*ST 公司和缺失严重的数据后，最后剔除资产负债率小于 0 大于 1 的公司，剔除总资产为 0 的数据，最终得到 10624 个研究数据。

3.2 模型构建与变量定义

本文参考之前的学者的研究，考虑到时间层面不随个体改变而改变的影响，所以本文构建时间个体固定效应来验证金融化对企业绩效的影响。由于本文还要验证非线性关系，所以引入金融化的平方项（Far²）。构建如下模型：

$$F_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Finance}_t + \sum \text{Control}_t + \sum \text{Year} \quad (1)$$

$$F_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Far} + \alpha_2 \text{Far}^2 + \sum \text{Control}_t + \sum \text{Year} \quad (2)$$

3.2.1 被解释变量

本文选取的被解释变量企业绩效（F），采用因子分析法来衡量，具体选取指标以及计算方法如表 1 所示。检验是否能做因子分析，得出 KMO 值 0.701>0.6，且 p 值在 1% 显著，具体分析过程省略。

表 1 企业绩效指标及计算公式

变量类型	指标名称		计算公式
盈利能力	净资产收益率	Roe	净利润/净资产
	资产回报率	RoA	净利润/平均总资产
	每股收益	Eps	净利润/总股本
发展能力	资本积累率	Rca	本期资产增加额/期初
	营业收入增	Gro	所有者权益增加额/期
运营能力	应收账款周	Rec	营业收入/平均应收账
	总资产周转率	Tat	营业收入/总资产
偿债能力	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	流动比率	Lqr	流动资产/流动负债

从以上得出的因子得分，计算企业绩效（F），具体结果如下：

$$F = 0.523 * \text{Factor1} + 0.375 * \text{Factor2} + 0.164 * \text{Factor3}$$

3.2.2 解释变量

本文解释变量为金融化（Far），金融资产定义在目前的文献里还没有统一的度量方法，衡量金融化目前大多数学者采取两种方法。第一种为金融资产占总资产的比例；第二种为金融收益占利润总额比例。用这两种衡量方式来反映制造业企业金融化的比例。

第一种方法参考杜勇（2017）等的方法来衡量，把交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额总和作为金融资产。我国 2018 年起实施的新修订《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》其中对可供出售金融资产净额和持有至到期投资净额的计量方法做出了调整，本文数据选取包含了 2018 及 2018 年以后，所以将上述的变量由债权投资代替可供出售金融资产，其他债权投资和其他权益工具投资代

替持有至到期投资净额。第二种方法本文参考肖明（2016）的做法，企业的金融收益主要包括利息收入、投资收益及公允价值变动损益。金融收益在企业利润所占比例的多少是衡量企业金融化程度的重要指标。

综上本文参考杜勇（2017）做法，把第一种方法作为衡量制造业企业金融化指标的途径

3.2.3 控制变量

本文从公司特征、公司治理及公司经营活动方面选取控制变量，借鉴之前的学者本文把资产负债率（Lev）、产权性质（Own）、机构投资者比例（Ins）、独立董事占比（Ind）、股权集中度（Top1）、管理层持股（Msh）、有形资产增长率（Rts）。

4 实证分析

4.1 描述性统计

表 4 给出了主要变量及控制变量的描述性统计量。从表中我们可以看到目前我国的企业绩效不同企业之间的差异是比较大的，这可能是因为不同的企业规模加上产业升级所带来的压力，导致不同的企业绩效差别较大。再由表中看到我国制造业企业之间金融化的差距较大，最小值为 0，最大值为 46.7%，其次我们看到行业平均金融化水平并不是很高，说明我国目前制造业企业金融化还在一个较低的水平。控制变量中企业性质的均值为 0.217，表明样本中的非国有企业占比较多，这也符合制造业企业的现状

表 2 描述性统计一览表

变量	N	mean	min	max
F	10,624	0.0113	-1.759	1.698
Far	10,624	0.0743	0.0000	0.467
Far2	10,624	0.0156	0.0000	0.218
Fin	10,624	0.0977	-0.7569	0.8100
Lev	10,624	0.383	0.0576	0.921
Own	10,624	0.217	0	1
Msh	10,436	0.1799	0	0.7053
Ind	10,624	0.3778	0.1429	0.75
Ins	10,624	0.3989	0.0001	0.9890
Rts	10,624	0.935	0.421	1
Top1	10,624	0.3271	0.1840	89.99
Size	10,624	22.16	20.53	24.44

4.2 回归分析

在此基础上，本研究以随机与固定效应两种模式为

基础，运用豪斯曼检验方法，结果拒绝个体效应和回归变量无关的原假设。最后选择了固定效应模式作为整个样本的回归分析。模型（1）分析金融化对企业绩效的影响关系，模型（2）是在模型（1）的基础上分析是否存在非线性关系。回归结果如下表表示：我们可以看到表中第（1）列企业金融化对企业绩效的回归系数为-0.198，并在 10%下显著，说明企业金融化对企业绩效为负面效应。表中第（2）列引入了金融化的平方项进行回归，金融化二次项系数与一次项异号，一次项和二次项分别在 1%和 10%下显著，说明制造业企业金融化对企业绩效是呈非线性影响。为了进一步验证是否存在倒“U”型结构，对一次项和二次项进行 Utest 检验，检验结果极值点为 24.96%，且 p 值<0.1。这说明制造业企业金融化对企业绩效是非线性关系，呈现倒“U”型关系。综上假设 3 成立

表 3 回归结果一览表

	(1)	(2)
	F	F
Far	0.198* (0.107)	0.674*** (0.257)
Far2		-1.350* (0.706)
_cons	-10.002*** (0.865)	-10.017*** (0.865)
Cvs	Yes	Yes
个体	Yes	Yes
时间	Yes	Yes

5 结论与建议

制造业是我国的中流砥柱，也是国民经济的主体。当前，我国已经进入了产业升级的关键时期，制造业的转型升级直接关系到企业自身运营的成败。

本文研究发现，制造业企业金融化对企业绩效存在倒“U”型关系，即过高或者过低的金融化程度均对企业绩效产生不利影响。综合以上结论，本文对上市制造业的金融资产配置和政府提出以下建议：第一条：政府要完善金融监管体系，加强对制造业企业金融投资活动的监督。例如，严格审查企业金融投资的范围和规模，防止企业过度金融化。第二条：企业应调整战略，重新聚焦核心制造业业务。如某机械制造企业，减少金融资产配置，加大对新机械产品研发投入。企业管理层要提升金融素养，合理配置金融资产。根据企业实际情况，将金融资产占比控制在合理范围，避免过度投机。

参考文献

- [1]谢家智,王文涛,江源. 制造业金融化、政府控制与技术创新. 经济学态,2014, (11):78-88.
- [2]Orhangazi, O.. FinancializationandCapitalAc- cumulationinthe Non-financialCor porate Sector: ATheoretical andEmpirical Investigation on the US Economy: 1973-2003.Cambridge Journal of Eco- nomics, 2008, 32(6): 863-886.
- [3]Demir, F. (2009). Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Fina- ncialization of Real Sectors in Emerging Marke- ts. Journal of Development Economics, 88(2), 314-324.
- [4]Stulz, R. M. (1996). Rethinking Risk Manage- ment. Journal of Applied Corporate Finance, 9 (3), 8-24.
- [5]Smith, T., & Wang, Y. (2012). The Buffer Ro- le of Corporate Liquidity: Evidence from Japan- ese Firms. Journal of Banking & Finance, 36(9), 2519-2532.
- [6]刘贯春. 金融资产配置与企业研发创新: “挤出” 还是“挤入” [J]. 统计研究,2017,34(7):49-61.
- [7]彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金- 融化[J]. 中国工业经济,2018(01):137-155.
- [8]胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机: “蓄水池” 或“替代品” ——来自中国上市公司的证据[J]. 金融- 研究,2017(01):187-200.
- [9]肖明,崔超. 金融化对我国非金融上市公司绩效的- 影响研究[J]. 财会通讯,2016, (09):72-74. DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2016.09.018.
- 作者简介: 车健华 (2000-), 男, 安徽六安人, 硕士- 在读, 研究方向: 公司金融。
- 基金项目: 青海民族大学 2022 级研究生创新项目 (65- M2024093)