

# 金融化对制造业企业的异质性影响及其对策研究

吴玉骁

(郑州大学 商学院,河南 郑州 450001)

**摘要:**近年来,制造业企业金融化对实体经济造成的影响引起了学者的广泛关注。在系统梳理现有研究的基础上,深入探究了我国制造业企业金融化的变化趋势及其影响因素,并从外部环境和内部环境的双重视角具体分析了金融化对制造业企业产生的异质性影响。最后,从政府、银行以及企业3个方面为理性看待制造业企业金融化现象、促进实体经济高质量发展提出了相关的对策建议。

**关键词:**制造业企业;金融化;异质性

**中图分类号:**F270 **文献标识码:**A **doi:**10.3969/j.issn.1672-2272.202207073

## 0 引言

改革开放以来,我国制造业取得了飞速进步,根据国家统计局公布的数据,2020年我国制造业增加值达265 944亿元,制造业的快速发展已然成为了国家实力和国际竞争力的重要因素。然而,2011年之后我国制造业企业的金融投资额度不断上升,对实业投资产生了较强的挤出效应<sup>[1]</sup>。为了抑制非金融企业高度金融化的倾向,促进我国实体经济的可持续发展,2015年前后证监会出台了一系列“脱虚向实”的政策,形成了较为严格的金融监管体系,有效地抑制了制造业进一步金融化,但是制造业企业的金融化水平仍然处于高位,挤出效应依然明显。制造业“脱实向虚”本质上是企业资源配置的体现,但是鉴于制造

业在我国经济中的重要地位以及我国目前正处于经济转型时期,进一步明晰金融化对制造业企业带来的影响及其可能产生的后果很有必要。因此,本文以制造业企业为研究对象,在现有研究的基础上重点探讨了制造业企业金融化的异质性影响及其相应对策,研究有助于进一步识别制造业企业金融化的影响,为促进制造业高质量发展提供了相关的政策建议。

## 1 文献综述

从宏观层面而言,金融化是指金融部门的规模和影响力不断扩大的体现<sup>[2]</sup>;微观层面而言,金融化主要体现在企业的金融投资和资源的分配。制造业作为实体经济的重要组成部分,其金融化主要表现为经营重心的改变,具体而言,由投资实体经济转变为投

- [3] 王立彦,张继东. ERP系统实施与公司业绩增长之关系——基于中国上市公司数据的实证分析[J]. 管理世界,2007(3):116-121.
- [4] FERROZ A K, ZO H, CHIRAVURI A. Digital transformation and environmental sustainability: A review and research agenda[J]. Sustainability,2021,13(3):1530.
- [5] SHOU Y, LI Y, PARK Y W, et al. The Impact of product complexity and variety on supply chain integration[J]. Journal of Physical Distribution & Logistics Management,2017,47(4):297-317.
- [6] 熊鸿儒. 中部崛起与数字化转型升级[J]. 中国工业和信息化,2019(9):28-34.
- [7] 陈剑,黄朔,刘运辉. 从赋能到使能——数字化环境下的企业运营管理[J]. 管理世界,2020,36(2):117-128.
- [8] 喻科. 发展数字经济赋能经济高质量发展——以湖南省为例[J]. 经济界,2021(1):48-52.
- [9] 姜睿,张林. 数字化助推企业绿色技术创新[J]. 中国集体经济,2022(2):162-163.
- [10] 卢晨晖,王莹莹. 数字经济驱动福建省制造业高质量发展路径研究[J]. 科技创业月刊,2022,35(6):94-98.
- [11] FITZGERALD M, KRUSCHWITZ N, BONNET D, et al. Embracing digital technology: A new strategic imperative [J]. MIT Sloan Management Review,2014,55(2):1-12.
- [12] 王晓红,李娜,陈宇. 冗余资源调节、数字化转型与企业高质量发展[J]. 山西财经大学学报,2022,44(8):72-84.

(责任编辑:宋勇刚)

**作者简介:**吴玉骁(1990—),男,郑州大学商学院硕士研究生,研究方向:公司治理。

资金融虚拟经济是制造业企业金融化的重要体现<sup>[3]</sup>。现有研究关于金融化对制造业企业产生的影响尚未有统一的结论。一方面,金融业相较于传统的实体经济存在着超额利润,金融投资的收益远高于实体投资。根据委托代理理论,出于市场套利动机,管理者会产生短视行为,加大对金融资产的配置而减少有助于企业长远发展的实体经济投资。并且当企业内部治理水平较差时,第一类代理问题更加严重,具体表现为金融投资的“重奖轻罚”<sup>[4]</sup>,这种约束机制的缺失会进一步加剧管理者投资金融资产的动机。同时,相较于欧美国家,我国公司的股权集中程度较高,从第二类代理问题的视角来看,大股东有能力也有动机通过投资金融资产获得较高的短期收益,并有可能进一步通过关联交易等途径进行资产转移,损害小股东的合法利益<sup>[5]</sup>。此外,金融化给制造业企业带来的负面经济后果也是不容忽视的。达潭枫和刘德宇<sup>[6]</sup>研究发现,制造业企业金融化会显著增加企业的经营风险,并且这一效应在高市场化程度以及环境不确定的地区更加明显。近年来,我国政府不断提倡产品要由“中国制造”转变为“中国智造”,为制造业企业的创新提出了新的挑战 and 机遇。而制造业企业金融化会抑制企业的创新投入和创新产出,从而进一步阻碍企业的高质量发展<sup>[7]</sup>,降低制造业企业的绩效<sup>[8]</sup>,也不利于我国战略目标的实现。

另一方面,规模较小、经营绩效相对较差的制造业企业普遍面临着较强的融资约束,而金融资产的持有成本较低且处置性较强,在企业面临现金流困境时,可以通过处置金融资产弥补资金短缺的劣势,此时制造业企业的金融化可以达到资金“蓄水池”的效果<sup>[3]</sup>。杨松令等<sup>[9]</sup>基于预防性储蓄理论研究发现,实体企业金融化虽然会降低企业当期的创新投入,但是也会缓解管理者短期的业绩压力和股价波动压力,从而在长期提高了研发投入的可持续性和转化率。同时,Stockhammer<sup>[10]</sup>研究发现,金融化是实体经济发展到一定程度时必然会出现的结果,主要是为了弥补规模报酬递减带来的损失。

总的来看,现有研究对制造业企业金融化的研究较为充分,并从代理理论和预防性储蓄理论等方面探讨了金融化可能会给企业带来的影响,但是研究结论尚未统一。这可能是由于研究样本选取的差异造成的。事实上,企业所处的经营环境、地方政府的政策法规以及企业所处的发展阶段等外部环境和内部环境因素都会对微观制造业企业的金融化行为及其后果产生不同的影响。因此,从外部环境和内部环境的双重视角进一步探讨金融化给制造业企业带来的异

质性影响及其对策是必要的。

## 2 金融化对制造业企业存在的异质性影响分析

### 2.1 制造业企业金融化的变化趋势

为了探讨“脱实向虚”对制造业企业存在的异质性影响,需要进一步了解我国制造业企业金融化的趋势和发展状况。因此,本文选取我国 A 股上市制造业企业 2007—2019 年的数据,参照杜勇等<sup>[5]</sup>以及张成思和张步昙<sup>[11]</sup>的研究,分别从资产负债表和利润表中选取指标测算了企业的金融化程度,其中,从资产负债表角度测算的企业金融化主要考察了金融资产占企业总资产的比重,即投资性房地产、持有至到期投资净额、可供出售金融资产净额、发放贷款及垫款净额、衍生金融资产和交易性金融资产的总和占企业总资产的比重(Fin1)。从利润表角度测算的企业金融化主要包括了汇兑收益、投资净收益、其他综合收益,以及公允价值变动净损益的总和占企业营业利润的比重。即企业广义金融渠道利润与总利润的比值(Fin2)。同时,为了减少极端值对均值的影响,本文对两种金融化指标进行了双侧 1% 的缩尾处理。

图 1 和图 2 分别展示了 2007—2019 年期间 A 股制造业企业 Fin1 与 Fin2 的均值时间变化趋势。可以发现,无论是从资产负债表角度抑或是利润表角度,我国制造业企业的金融化程度存在着较大的波动。整体上看,我国制造业企业的金融化程度在 2007—2011 年期间不断下降,这可能是金融危机导致了金融市场的不稳定,企业为了避免潜在的损失,逐渐减少了对金融市场的依赖。但从 2011 年开始,随着金融市场逐渐恢复稳定,制造业企业的金融化程度不断提高,但在 2015 年增长趋势有所减缓,甚至 Fin2 出现了减少的情况,这可能是证监会在 2015 年出台的一系列监管政策对制造业企业金融化产生了较好的抑制作用。表 1 和表 2 更为全面地展示了 2007—2019 年间我国上市制造业企业的金融化程度。由于本文对企业金融化程度进行了双侧 1% 缩尾处理,两种方法测量金融化程度的最小值和最大值均未有明显变化,这表明我国制造业企业的金融化程度相对稳定,极端值的变化不明显。

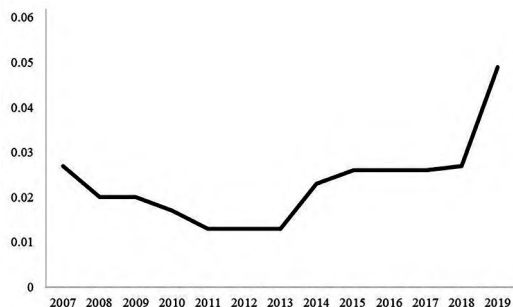


图 1 A 股制造业企业金融化趋势图 (Fin1)

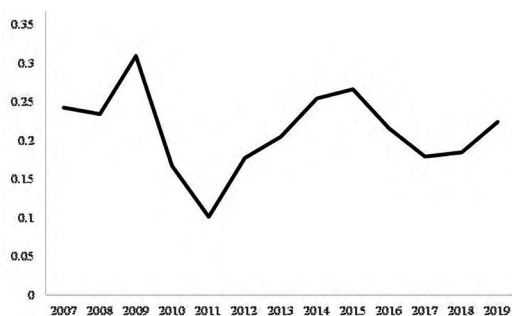


图2 A股制造业企业金融化趋势图(Fin2)

表1 各年份制造业企业金融化程度(Fin1)

年份	观测值	均值	标准误差	最小值	最大值
2007	955	0.027	0.063	0.000	0.330
2008	990	0.020	0.051	0.000	0.330
2009	1 077	0.020	0.053	0.000	0.330
2010	1 328	0.017	0.050	0.000	0.330
2011	1 493	0.013	0.039	0.000	0.330
2012	1 583	0.013	0.040	0.000	0.330
2013	1 608	0.013	0.040	0.000	0.330
2014	1 695	0.023	0.053	0.000	0.330
2015	1 804	0.026	0.053	0.000	0.330
2016	1 976	0.026	0.050	0.000	0.330
2017	2 228	0.026	0.051	0.000	0.330
2018	2 274	0.027	0.051	0.000	0.330
2019	2 406	0.049	0.082	0.000	0.330
全样本	21 417	0.024	0.055	0.000	0.330

通过上述分析可知,我国制造业企业金融化程度与金融市场的稳定性、政府政策的出台以及企业所处的发展阶段等因素有关。企业应当根据自身的内部条件和外部环境因地制宜地适宜企业发展的金融化程度,因此,本文根据企业的外部环境以及企业内部环境两个方面来探讨金融化对制造业企业可能存在的异质性影响。

表2 各年份制造业企业金融化程度(Fin2)

年份	观测值	均值	标准误差	最小值	最大值
2007	955	0.242	0.719	-1.597	5.649
2008	990	0.234	0.921	-1.597	5.649
2009	1 077	0.309	1.011	-1.597	5.649
2010	1 328	0.167	0.739	-1.597	5.649
2011	1 493	0.101	0.636	-1.597	5.649
2012	1 583	0.177	0.740	-1.597	5.649
2013	1 608	0.205	0.808	-1.597	5.649
2014	1 695	0.254	0.928	-1.597	5.649
2015	1 804	0.266	0.967	-1.597	5.649
2016	1 976	0.216	0.831	-1.597	5.649
2017	2 228	0.179	0.687	-1.597	5.649
2018	2 274	0.185	0.709	-1.597	5.649
2019	2 406	0.224	0.795	-1.597	5.649
全样本	21 417	0.209	0.807	-1.597	5.649

## 2.2 外部环境导致的异质性影响

外部环境主要包括政治环境、经济环境以及社会环境等方面。制造业企业金融化程度可能会随着外部环境的变化而产生异质性的影响。具体而言,其

一,稳定的金融市场是金融化程度较高的制造业企业赖以生存的基石。2008年金融危机爆发后,上证指数的最大跌幅达到了69.85%。此时金融化程度较高的企业必将受到股市大跌的影响,金融收益普遍降低,甚至出现了大规模的亏损。因此,金融市场在面临较大的外部负面冲击时,相较于金融化程度较低的制造业企业,金融化程度较高的企业难免受到的负面外部影响更大,此时制造业企业金融化并没有达到预防性储蓄作用,反而可能会导致企业资金链的断裂,甚至有破产清算的风险。但是在金融环境相对稳定时,制造业企业适度提高金融化程度有利于资产配置多元化,从而对冲潜在的实业投资风险。其二,政治环境对企业的可持续发展至关重要,也同样影响着制造业企业提高金融化程度的效果。目前我国新型先进制造业企业随着资本有机构成的提高,对金融需求呈现出明显的增加态势和新的需求特点,但是我国金融行业迫于现行的政策实施标准,并不能够满足其多元化的需求,容易造成供求不匹配的问题,从而导致金融化程度较高的先进制造业企业也难以发挥出资金优势。当政府出台相应的政策健全金融市场监管体系,金融体系提供更加多元稳定的金融产品时,适度的金融化会提高企业的收益,达到“蓄水池”的作用,有利于促进企业的长远发展。其三,社会环境改变会影响金融化程度较高的制造业企业。随着社会责任和ESG(environment, social and governance, ESG)理念的深入推进以及环境规制政策的实行,过度金融化可能会影响制造业企业的产业布局、技术投入和技术升级,从而加大企业经营风险。相反,当企业社会环境要求较低的地区时,这种风险因素带来的经济后果会有所降低。综上所述,金融化程度相同的制造业企业也会因为处于不同的金融市场环境、不同的政策法规管制以及不同的社会环境而产生异质性影响。

## 2.3 内部环境导致的异质性影响

内部环境主要是由企业的组织结构以及资源等方面构成。良好的治理水平和组织结构以及资源优势可以有效地帮助制造业企业放大金融化优势。相反,较高的金融化程度会导致企业产生代理问题,造成资源利用效率低下,降低企业的竞争力。首先,代理问题是现有研究诘难制造业企业金融化的主要方向之一。但是,当企业拥有较为完善的监督体系和治理体系时,代理问题就会得到一定的缓解,此时,制造业企业对于金融资产的配置是出于长远发展或风险对冲的目的,相较于金融化程度较低的企业,金融化程度较高的企业则拥有更多的优势。其次,资源也是

影响制造业企业金融化效果的重要因素。具体而言,当企业拥有较多的资源时,企业发展前景较好,适当的金融资产配置对企业的正常运转不会产生较大影响,还会在金融市场环境较好时获得一定的收益。而当企业资源匮乏时,最重要的是寻找相应的供应渠道,提高自身的技术水平获得技术优势,此时将资金投入金融市场不利于企业提高自身的竞争力,当金融市场波动较大时会产生较大的负面影响,甚至导致企业的破产清算。

### 3 制造业企业金融化的对策分析

本文在系统梳理制造业企业金融化的相关文献基础之上,认为金融化在不同的内部和外部环境会对制造业企业产生异质性影响,应当理性看待制造业企业金融化。其次,制造业企业的金融化程度应当有相应的内外部环境支撑,满足环境要求的金融化才能真正促进制造业企业的长远发展。

根据上述分析,本文从政府、银行以及企业3个方面提出相应的建议:

(1)政府要加强对金融体系的监管,对实体经济提供适当补贴,提高实体经济利润。具体而言,政府应当制定更为完善的政策法规,从制度上防止企业过度投机,严格审查企业乱加杠杆与违规套利的行为,同时还能合理金融化的制造业企业提供制度保障。此外,政府还应当加强对实体经济的宣传,适当提供补贴以提高实体企业的利润。制造业企业金融化的本质是为了追逐更高的利润空间,作为我国的立国之本,政府有责任维持制造业的稳定发展,为了满足企业追逐利润的动机,适当的补贴是必要的,尤其是在当前经济不确定性较高、国际环境诡谲的情况下,提高制造业企业的金融化程度风险较高,适当补贴可以有助于实体企业回归实业。

(2)银行要完善信贷体系和审查体系,有效分配信贷资源。银行应当完善审查体系和信贷资源的分配制度,对于规模较大、体系较为完善的企业而言,其风险承担能力较强,在规模报酬递减的同时有积极开拓金融市场的动机和能力,此时银行可以向其提供信贷资源,进一步提升企业竞争力的同时也避免了坏账风险。相反,处于发展阶段且风险承担能力较弱的制

造业企业,金融化的风险相对较高,银行为其提供信贷资源风险较高,而且不利于制造业企业的长远发展。

(3)企业应根据自身发展情况合理配置金融资产。随着我国金融市场的发展与完善,相关的法律法规也得到了进一步完善,合理的金融资产配置能够降低企业的实业风险,提高企业的竞争力。但是,当企业组织结构不完善,代理问题严重抑或是面临着严重的资源困境时,金融化可能会加剧制造业企业的风险,因此,金融资产应当根据企业的发展情况合理配置。

#### 参考文献:

- [1] 刘井建,张冬妮,李惠竹.中国上市公司金融化与实业投资研究——对金融化动机及监管效应的再检验[J].管理评论,2022,34(1):37-50.
- [2] ZVONOVA E A. Financialization of world economy: new trends and regulatory issues[J]. Russian Economic Journal, 2020(2):69-80.
- [3] 王海芳,张笑愚.控股股东股权质押、投资者情绪与实体企业“脱实向虚”——基于迎合理论视角[J].经济管理,2021,43(8):157-176.
- [4] 徐经长,曾雪云.公允价值计量与管理层薪酬契约[J].会计研究,2010(3):12-19.
- [5] 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.
- [6] 达潭枫,刘德宇.制造业企业金融化会扩大企业风险吗?——基于A股制造业上市公司的分析[J].吉林工商学院学报,2022,38(3):44-50.
- [7] 刘冬冬.实体企业金融化对企业高质量发展的影响[J].统计与决策,2022,38(11):159-163.
- [8] 顾兴月,毛军权.非金融企业金融化、企业技术创新与企业绩效[J].经济研究导刊,2022(4):4-7.
- [9] 杨松令,牛登云,刘亭立,等.实体企业金融化、分析师关注与内部创新驱动[J].管理科学,2019,32(2):3-12.
- [10] STOCKHAMMER E. Financialization and the slow-down of accumulation[J]. Cambridge Journal of Economics, 2004, 28(5):719-741.
- [11] 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.

(责任编辑:宋勇刚)