

# 实体企业金融化对我国制造业企业绩效的影响研究

文/唐雨菲 潘帅方

近年来,“脱实向虚”问题逐渐引起社会各界的广泛关注。对于如何界定脱实向虚仍存在争论,同时也还没有定量评价脱实向虚的相关研究。从宏观上看,“脱实向虚”为经济的金融化,是指包括银行、证券、房地产信贷等广义的金融业在一个经济体中的比重不断上升,并对该经济体的经济、政治等产生深刻影响。在微观层面上就体现为企业的金融化,企业过多地依赖金融市场,企业利润的主要来源不再是主营业务收入而是从金融渠道中获得的收益。但是在金融领域获得的高收益背后所需要承担的是高风险,目前市场上非金融企业的金融投资效果并不乐观,投资决策失败的案件不断出现。文章重点研究金融化对制造业企业绩效产生的影响,并进一步对规范制造业金融化行为和提高制造业企业绩效提出笔者观点及建议。

## 1 研究设计

### 1.1 数据来源与样本选择

国内外诸多学者对实体企业金融化的动机以及对于企业绩效、成长的影响进行了探讨。张庆君和侯乐梅(2021)以制造业上市公司为研究对象,发现制造业企业金融化趋势明显,资本逐利是制造业企业增加金融投资的主要动机<sup>[1]</sup>。马永强等(2021)认为企业金融化对企业可持续增长水平有显著提升作用<sup>[2]</sup>。魏晓琴等(2021)对企业金融化的现状进行分析,发现企业金融化对生产性资产产生“挤出效应”,进而降低企业价值<sup>[3]</sup>。张成思等(2020)以沪深A股制造类上市

公司作为研究样本,发现企业金融化水平上升会加大企业财务风险<sup>[4]</sup>。

文章在借鉴前人文献的基础上,采用2010—2021年我国A股制造业上市公司相关数据作为样本。由于极端值的存在,采用winsorize对变量进行1%分位和99%分位的缩尾处理,筛选后共获得研究样本1645个,有效观测值15578个。

### 1.2 指标定义

笔者参考刘贯春等(2020)的做法,用金融资产占比(fin\_asset)即从资产的角度测算金融资产占公司总资产的比例,以此来衡量公司的金融化程度<sup>[5]</sup>。公式为(货币资金+应收及预付款项+交易性金融资产+长期股权投资+投资性房地产)/总资产。从利润角度出发,把企业金融渠道获利占比当作衡量金融化的第二个指标,用金融收益比例(far)替代金融资产占比进行稳健性检验。far=(投资净收益+公允价值变动净收益+汇兑净收益+其他综合收益-对联营和合营企业的投资净收益+利息收入-利息支出)/营业利润。

#### 1.2.1 公司绩效的衡量指标

公司绩效是公司在某个时期内获取的经营效益,不仅包含公司的盈利和资产运营能力,还包含了公司的偿债能力,本文采用一个综合性指标作为衡量企业经营绩效的标准。净资产收益率(ROE)反映股东权益,反映公司运用自有资本的效率,用净利润除以股东权益余额来计算。

#### 1.2.2 控制变量的选取

如表1所示,本文分别从规模、财务水平、股权集中度、

年龄，企业经营能力，企业融资约束六个方面作为控制变量，即公司规模（size）、股权集中度（top10）、资产负债率（lev）、企业年龄（age）、总资产周转率（turn）、企业现金流（fc）。

表1 模型变量表

变量	简称	含义	计算公式
因变量	ROE	净资产收益率	净利润/股东权益余额
自变量	Fin_asset	金融资产占比	金融资产/总资产
	size	规模	ln（总资产）
	lev	资产负债率	总负债/总资产
	age	企业年龄	ln（企业年龄）
控制变量	top10	股权集中度	前10大股东持股比例
	turn	总资产周转率	营业收入/平均资产总额
	Fc	融资约束	经营性现金净流量/总资产

1.3模型设计

考虑到金融化程度与企业绩效两者之间非线性的倒U型关系，引入金融化程度的平方项（Fin\_asset^2i,t）与金融化程度一起作为核心解释变量。为了防止平方项与自变量出现自

相关，对金融化程度中心化之后再平方。为了选择适当的模型，用F检验来确定混合回归模型与固定效应模型，然后用F检验得出p值为0.0002，然后采用豪斯曼检验，得出p值为0.0000，从而否定了原有的假定，采用非平衡面板固定效应模型进行回归分析。具体构建的模型如下：

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fin\_asset_{i,t} + \beta_2 Fin\_asset2_{i,t} + \beta_3 size_{i,t} + \beta_4 lev_{i,t} + \beta_5 age_{i,t} + \beta_6 top10_{i,t} + \beta_7 turn_{i,t} + \beta_8 Fc_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

其中，i、t分别为企业个体、时间。

2实证结果

2.1描述性统计

由表2相关变量描述性统计可知，样本数据当中金融资产占总资产的比重均值为39.5%，最大达到87.6%，最小为7%，制造业企业金融收益比均值11.9%，无论是金融资产占比还是金融收益占利润的比率，企业之间的差距都较为明

表2 相关变量描述性统计

变量	样本数	均值	方差	中位数	最小值	最大值
ROE	15,435	0.067	0.119	0.071	-0.639	0.356
fin asset	15,520	0.395	0.165	0.380	0.070	0.876
far	15,522	0.119	0.737	0.003	-2.515	5.394
lev	15,522	0.399	0.205	0.386	0.046	0.987
fc	15,522	0.046	0.068	0.044	-0.170	0.252
age	15,521	2.616	0.426	2.708	1.099	3.367
size	15,522	21.774	1.158	21.635	19.224	25.355
top10	15,522	0.588	0.148	0.597	0.232	0.924
turn	15,520	0.708	0.425	0.617	0.068	2.741
变量	观测数	均值	方差	中位数	最小值	最大值
非国有企业	fin asset	9,329	0.414	0.397	0.070	0.876
	far	9,330	0.104	0.635	-2.515	5.394
国有企业	fin asset	6,191	0.366	0.351	0.070	0.876
	far	6,192	0.143	0.868	-2.515	5.394

表3 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROE	ROE	ROA	ROA
far	0.0169*** (0.0020)	0.0154*** (0.0019)		
far2	-0.0049*** (0.0005)	-0.0030*** (0.0004)		
fin_asset			0.0839*** (0.0137)	0.0875*** (0.0132)
fin_asset2			-0.0520*** (0.0158)	-0.0644*** (0.0153)
控制变量	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
常数项	0.0680*** (0.0010)	-0.3105*** (0.0190)	0.0185*** (0.0027)	-0.1293*** (0.0105)
样本数	15435	14403	15518	14484

显。

## 2.2相关性分析

在进行变量回归前,检验了各变量间的相关性。发现不管是Pearson系数还是Spearman系数,金融资产比与企业绩效成正相关关系,每个控制变量与被解释变量都显著性相关,金融资产比的平方项与企业绩效呈负相关关系,各变量间的相关系数均低于0.5,解释变量之间相互独立。

## 2.3基础回归分析

文章用固定效应模型进行分析,回归结果为:第(1)列为控制企业个体和年份固定效应而不加入其他控制变量的情况,金融化系数为0.0744,且平方项系数为负。第(2)列引入控制变量,金融化程度回归系数变大为0.0786,平方项回归系数依旧为负且变小。在第(3)列,考虑到企业金融化对绩效是否互为因果,为了消除内生性问题,保证实证结果的可靠性,因此对所有解释变量采取滞后一期回归,金融化程度回归系数变大为0.25,平方项系数基本保持不变且依然显著。根据三种情况下金融化程度的平方项系数在1%的水平上均显著为负,可以认为制造业企业的金融化水平与其绩效的相关关系为显著的倒U型。在制造业上市公司的金融化程度处于较低水平的情况下,企业通过在金融市场上投资,给企业带来流动资金,提高企业资本的运作能力,在短期内获得金融投资收益,降低公司因流转不足面临的风险,支持企业主营业务的进一步发展。随着金融化程度逐步增大,企业绩效会提高,在此期间,企业金融化对企业绩效起到了一个正向作用。但当金融化程度进一步加深,企业将资金、人力等转移到金融业务,同时降低对生产的创新投入、生产性物质资本和人力资本的使用,企业的管理也会因此受到影响,资源配置效率降低并对实体业务产生“挤出效应”,最终给企业绩效带来负效应。

## 2.4稳健性检验

为了保证回归结果的稳定性和可靠性,要对模型进行稳健性检验。在表3中,第(1)列和第(2)列,选取金融收益比

(far)替代金融化程度(fin\_asset),衡量企业的金融化程度。第(3)列和第(4)列,用资产收益率(ROA)代替净资产收益率(ROE),作为衡量企业绩效的标准。得到的系数显著性与基础回归基本一致,本模型的结果基本稳健。

该回归通过了组间差异系数检验,样本中金融化程度最低的20%的企业,金融化程度显著正向影响企业绩效,这说明适度金融化对企业绩效的提高有一定的促进作用。在样本中,金融化程度最高的20%的企业,企业金融化程度系数显著为负,说明过度的金融化对企业绩效有着负向的影响。这一结论与假设1一致。

## 3结论

金融化对我国A股上市制造业公司的绩效有明显的倒“U”型效应,实体企业金融化改善了企业的短期绩效,带来短期财富,即适度的金融化正向影响企业绩效,过度金融化负向影响企业绩效。在后续的研究中,需要利用门槛效应的回归分析,找出金融化的适度区间,给予实体企业配置金融资产的意见。

## 参考文献:

- [1]张庆君,侯乐梅.实体企业金融化对债务风险的影响——基于A股制造业企业的经验证据[J].武汉金融,2021(06):32-42.
- [2]马永强,张志远.去杠杆与实体企业金融资产配置[J].国际金融研究,2021(12):14-23.
- [3]魏晓琴,李光,卢珊.融资约束条件下实体企业金融化对企业价值的影响研究[J].中国发展,2021(05):29-37.
- [4]张成思,郑宁.中国实体企业金融化:货币扩张、资本逐利还是风险规避?[J].金融研究,2020(09):1-19.
- [5]刘贯春,刘媛媛,张军.经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势[J].经济学,2020(05):65-86.

## / 作者简介 /

唐雨菲,湖南师范大学商学院本科生,研究方向:公司金融;

潘帅方,湖南师范大学商学院硕士研究生,

研究方向:公司金融。