

分类号：

单位代码：10140

密 级：公开

学 号：4032140264

遼寧大學

专 业 学 位 论 文

中文题目： 中国制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响分析

英文题目： Analysis of the impact of financialization of listed companies
in China's manufacturing industry on their business performance

论文作者： 钱 紫 明

指导教师： 刘 俊 奇 教授

专 业： 金 融

完成时间： 二〇二三年四月

辽宁大学硕士专业学位论文

中国制造业上市公司金融化对其经营绩效的
影响分析

Analysis of the impact of financialization of listed
companies
in China's manufacturing industry on their business
performance

作 者： 钱 紫 明

指导教师： 刘 俊 奇 教授

专 业： 金 融

专业方向： 公 司 金 融

答辩日期： 2023 年 5 月 13 日

二〇二三年四月·中国沈阳

摘 要

近年来,我国经济金融化的势头强劲。我国的经济金融化,既表现为金融业的不断发展,使得金融业在社会经济中的地位和影响力越来越大;也表现在经营规模的不断扩张,金融服务行业在全国范围内迅速发展,形成了全国性的金融市场;还表现为制造业上市公司的“金融化”。在发达国家提出“再工业化”的背景下,由于贸易保护主义的存在,我国制造业的发展受到了挑战,这对制造业公司的经营产生了重大影响。我国政府在《中国制造业 2025》和十九大报告中明确提出,要把实体经济发展作为国家战略的核心,大力推进制造业智能化、数字化和服务化转型,进一步增强实体经济的核心竞争力,使实体经济的发展成为国民经济的动力源泉。而随着金融业利润的不断增加,我国的制造业逐渐走向金融化。

一方面,制造业可以受益于参与金融活动。此外,通过与金融机构建立关系,企业可以获得支持制造业发展所需的金融资源;另一方面,制造业的金融化程度过高,容易导致制造业经营重心的偏离。而金融应服务于实体经济,制造业过度金融化也与这一要领相违背,同时也不利于制造业的长期发展。因此,虽然制造业上市公司的金融化现象在一定程度上有助于提高其经营绩效,但过度的金融化可能会不利于其长期发展。因此,本文采用理论和实证相结合的方式,以制造业上市公司为研究对象,并进一步分析了金融市场对制造业上市公司业绩的影响。

本研究的第一部分是绪论。在介绍了本文研究背景的基础上,明确研究目标及意义。本文还介绍了针对金融化对于制造业上市公司经营绩效的影响研究思路与方法。然后阐述了本文的主要创新点和不足之处,以供后续的研究参考。由于国内学者针对金融化对制造业上市公司经营绩效的影响研究较少,国外学者也没有得出一致的结论,所以在文献综述部分分国外、国内两模块分别梳理了众多学者针对公司金融化的现有学术成果,主要是从以下三个方面进行:金融化的概念、企业金融化产生的动因、企业金融化对公司经营绩效的影响。通过梳理相关的学术成果,总结前人的理论和经验,以此确定本研究的创新价值,对全文的研究起着理论指导的意义。

在理论研究部分,本文从制造业上市公司试图多元化经营,从而增加新利润增长点;服务实体业务,建立产业和金融的协同效应;提升公司资金利用率,缓解融资约束三个角度出发,对我国制造业上市公司发生“金融化”的原因进行了剖析。其次,从短期和长期两个角度出发,分析了制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响,得到了短期有利,而从长期来看却不利于制造业长远发展的结论。

最后,本文查询了近十年的数据,分别分析了中国制造业上市公司的平均利润率,制造业上市公司持有的金融资产均值和制造业上市公司的金融收益和营业收入之比,进而得到了制造业上市公司越来越多地投资于金融资产,这种行为增加了企业的金融化程度,但其经营绩效却出现了下滑趋势的结论。

在实证研究环节,文章选取 2010-2021 年间制造业上市公司的样本数据进行分析,采用企业金融化程度作为解释变量,以经营收益率作为被解释变量的实证分析,采用描述性统计分析、相关性分析、模型选择检验、回归分析、稳健性检验与异质性分析等方法,本文就企业金融化对于制造业上市公司经营绩效所产生的影响进行分析,得出如下结论:

(1)企业持有适度的金融资产在短期内对其经营绩效的提升产生了正向的促进作用,但是企业配置金融资产在超过了一定的限度外,对其经营绩效的提升却产生了负向的抑制作用。

(2)企业性质不同,企业金融化对经营绩效的影响也会改变。

最后,总结了研究结论,并分别站在公司层面和政府层面提出了建议。包括建议制造业企业层面要适度金融化、积极转型升级和引进多元人才;政府层面要完善资本市场和金融监管等。

关键词: 制造业 金融化 经营绩效

ABSTRACT

In recent years, the momentum of China's economic financialization has been strong. The financialization of China's economy is manifested in the continuous development of the financial industry, which makes the status and influence of the financial industry in the social economy and more; It is also reflected in the continuous expansion of business scale, the rapid development of the financial service industry nationwide, and the formation of a national financial market; It is also manifested in the "financialization" of listed manufacturing companies. In the context of "re-industrialization" proposed by developed countries, the development of China's manufacturing industry has been challenged due to the existence of trade protectionism, which has had a significant impact on the operation of manufacturing companies. The Chinese government clearly proposed in the "China Manufacturing 2025" and the report of the 19th National Congress that the development of the real economy should be regarded as the core of the national strategy, vigorously promote the intelligent, digital and service-oriented transformation of the manufacturing industry, further enhance the core competitiveness of the real economy, and make the development of the real economy a power source of the national economy. With the continuous increase of profits in the financial industry, China's manufacturing industry is gradually moving towards financialization.

On the one hand, manufacturing can benefit from participating in financial activities. In addition, by establishing relationships with financial institutions, companies can obtain the financial resources they need to support the development of the manufacturing industry; On the other hand, the degree of financialization of the manufacturing industry is too high, which can easily lead to a deviation from the focus of manufacturing operations. Finance should serve the real economy, and excessive financialization of manufacturing is also contrary to this essential, and it is not conducive to the long-term development of manufacturing. Therefore, although the financialization of listed manufacturing companies helps to improve their operating performance to a certain extent, excessive financialization may be detrimental to their long-term development. Therefore, this paper adopts a combination of theory and empirical methods, takes listed manufacturing companies as the research object, and

further analyzes the impact of financial market on the performance of listed manufacturing companies.

The first part of this study is an introduction. On the basis of introducing the research background of this paper, the research objectives and significance are clarified. This paper also introduces the research ideas and methods on the impact of financialization on the business performance of listed manufacturing companies. Then, the main innovations and shortcomings of this paper are elaborated for reference in subsequent research. Since domestic scholars have studied less on the impact of financialization on the business performance of listed companies in the manufacturing industry, and foreign scholars have not reached consistent conclusions, the existing academic achievements of many scholars on corporate financialization are sorted out in the literature review part divided into foreign and domestic modules, mainly from the following three aspects: the concept of financialization, the motivation of enterprise financialization, and the impact of corporate financialization on corporate business performance. By combing the relevant academic achievements and summarizing the theories and experiences of predecessors, the innovative value of this research is determined, and it plays a theoretical guiding significance for the research of the whole text.

In the theoretical research part, this paper attempts to diversify from listed manufacturing companies, thereby increasing new profit growth points; Serve the real business and establish synergies between industry and finance; From the perspective of improving the utilization rate of the company's funds and alleviating financing constraints, the reasons for the "financialization" of listed manufacturing companies in China are analyzed. Secondly, from the short-term and long-term perspectives, the impact of financialization of listed manufacturing companies on their business performance is analyzed, and the conclusion is obtained that it is beneficial in the short term and not conducive to the long-term development of the manufacturing industry in the long term. Finally, this paper inquires the data of the past ten years, analyzes the average profit rate of China's manufacturing listed companies, the average financial assets held by manufacturing listed companies and the ratio of financial income and operating income of manufacturing listed companies, and then concludes that

manufacturing listed companies are increasingly investing in financial assets, which increases the degree of financialization of enterprises, but their business performance has shown a downward trend.

In the empirical research link, this paper selects the sample data of manufacturing listed companies from 2010 to 2021 for analysis, uses the degree of enterprise financialization as the explanatory variable, takes the operating rate of return as the explanatory variable for empirical analysis, and adopts descriptive statistical analysis, correlation analysis, model selection test, regression analysis, robustness test and heterogeneity analysis, etc., this paper analyzes the impact of enterprise financialization on the business performance of manufacturing listed companies, and draws the following conclusions:

(1) The holding of moderate financial assets by enterprises has a positive effect on the improvement of their business performance in the short term, but the allocation of financial assets by enterprises exceeds a certain limit, which has a negative inhibitory effect on the improvement of their business performance.

(2) Depending on the nature of enterprises, the impact of corporate financialization on business performance will also change.

Finally, the research conclusions are summarized and suggestions are made at the company level and the government level. Including suggesting that manufacturing enterprises should be appropriately financialized, actively transform and upgrade, and introduce diversified talents; At the government level, it is necessary to improve the capital market and financial supervision.

Key Words: Manufacturing industry financialization Business performance

目 录

绪论.....	1
0.1 研究背景.....	1
0.2 研究目的.....	2
0.3 研究意义.....	2
0.3.1 理论意义.....	2
0.3.2 现实意义.....	3
0.4 研究思路与研究方法.....	3
0.4.1 研究思路.....	3
0.4.2 研究方法.....	4
0.4.3 技术路线图.....	5
0.5 主要创新与不足.....	5
0.5.1 主要创新.....	5
0.5.2 主要不足.....	6
0.6 文献综述.....	6
0.6.1 关于企业金融化定义的相关研究.....	6
0.6.2 关于企业金融化动因的相关研究.....	7
0.6.3 关于企业金融化对经营绩效的影响的相关研究.....	9
0.6.4 文献评述.....	10
1 理论基础及相关界定.....	11
1.1 挤压效应理论.....	11
1.2 委托代理理论.....	11
1.3 投资短视理论.....	12
1.4 优序融资理论.....	12
1.5 修正的 MM 理论.....	13
1.6 中国制造业的划分.....	13
2 制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响理论分析.....	15
2.1 制造业上市公司金融化的原因分析.....	15
2.1.1 多元化经营增加新利润增长点.....	15
2.1.2 提升公司资金利用率缓解融资约束.....	15
2.1.3 服务实体业务建立协同效应.....	15
2.2 制造业上市公司金融化对经营绩效的影响.....	16
2.2.1 短期影响理论机理.....	16
2.2.2 长期影响理论机理.....	18
3 制造业上市公司金融化的现状.....	20

3.1 制造业企业平均盈利情况	20
3.2 制造业企业持有的金融资产均值	20
3.3 制造业企业金融化的程度	21
4 制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响实证分析	23
4.1 指标选取.....	23
4.1.1 解释变量.....	23
4.1.2 被解释变量.....	24
4.1.3 控制变量.....	24
4.2 样本选取与数据说明.....	26
4.3 模型设计.....	26
4.4 实证分析.....	27
4.4.1 描述性统计分析.....	27
4.4.2 相关性分析.....	28
4.4.3 模型选取检验.....	29
4.4.4 回归分析.....	30
4.4.5 异质性分析.....	31
4.4.6 稳健性检验.....	32
5 结论与建议.....	35
5.1 研究结论.....	35
5.2 对策建议.....	35
5.2.1 公司层面.....	35
5.2.2 政府层面.....	37
参考文献.....	39

图 表 目 录

图目录

图 3-1 中国制造业上市公司平均利润率	20
图 3-2 我国制造业上市公司持有的金融资产均值（万元）	21
图 3-3 我国制造业上市公司金融收益与营业收入之比	22

表目录

表 4-1 模型变量表	26
表 4-2 描述性统计	28
表 4-3 各变量的相关系数矩阵	28
表 4-4 共线性诊断结果	29
表 4-5 模型选择检验结果	30
表 4-6 模型回归结果	31
表 4-7 分组回归结果	32
表 4-8 替换变量回归结果	33
表 4-9 多模型回归结果	34

绪 论

0.1 研究背景

我国目前将制造业的发展作为核心任务之一。制造业对一个国家经济发展的前景有着重要的影响，所有经济发达的国家一般都有一个发达的制造业产业，在中国也是如此。改革开放以来，制造业对中国经济的快速发展起到了重要作用。首先，制造业总产值一直占到 GDP 总值的 40%以上。中国很大比例的进口依赖制造业，大量的城市和农村工人在制造业就业，创造了很大一部分国内就业机会。制造业占国内经济对外出口的 80%，甚至更高。这就是今天必须重视制造业发展的原因。

改革开放后，我国经济飞速发展，由于我国的规模优势和成本优势，已逐渐成为世界制造业大国，经济效益显著提升。但是，随着我国经济高速增长与人口红利的消失，“世界工厂”模式已经不再适应新时期经济社会发展的要求，在这种情况下，企业需要寻求转型升级，通过提高自身竞争力来应对挑战。由于全球供应链的变革、劳动力成本优势的减弱，以及当前中国正处在经济转轨的重要阶段，我国制造业能耗高、技术创新能力薄弱、高端制造能力不足等问题日益凸显，中国制造业与世界先进水平还有很大的差距，中国制造业发展面临着严重的挑战。这一差异的背后，中国在原料、人力等方面的内在优势日益薄弱，并对中国制造业的经济发展产生了不利的影响。

随着中美关系紧张，疫情愈演愈烈，中国制造业的问题也越来越突出：与国际水平相比，自主创新能力、研发投入水平、关键核心技术等方面存在差距；资源错配、产能过剩等问题，使得发展制造业的效率受到严重制约；产业结构设置不合理使其在全球价值链分工体系中被定位为低成本产业等诸多因素共同制约着我国制造业的进一步高质量发展。制造业企业的发展动能不足，经营绩效受到严重影响。

相对于制造业的总体发展而言，目前我国的资本市场与金融体系逐步发展健全，国内金融业得到了迅猛发展，行业收入越来越高，利润越来越大。以《2016 年我国 500 强利润率最高的公司》榜单的数据为例，利润率排名前四十位的企业，金融企业占了 3/4。金融业正在稳定地占据国内利润最高的位置，制造业因此正开始向金融化企业转型，他们采取多种方式来实现金融化和利润最大化。首先，参股金融公司可以增强企业的抗风险能力。此外，通过将自有资产作为购买投资

和理财产品的金融工具,可以获得更多的投资收益,从而更好地实现利润最大化。最后,通过与其他行业或企业合作,共同发展业务,从而实现多元化发展,这将为企业带来更多的机会和机遇。制造业企业之所以将资金转移到融资领域,主要是为了提高企业的运作水平,为企业的运作提供更多的资金。在发展的过程中,有些制造业企业在向金融化迈进时过度追求高额利润,忽略了实体业务的发展,高额投资于金融业务,形成了过度金融化的局面。

制造业的发展与国家的经济发展密切相关,《中国制造业 2025》表明:要支持实体经济的发展,要把发展实体经济作为国家经济发展的基础。为此,要把重振制造业作为工作重心,使金融更好地为实体经济服务;要以制造业作为发展实体经济的基点,落实本体发展,以缓解制造业发展过程中存在的金融过热现象。制造业发展与其金融化紧密相关,其中参与金融活动可以获得利益,同时也可以获得金融资源,这有助于推动产业发展,但如果制造业过度金融化,可能会导致业务重点偏离,违背了金融服务实体经济的重要使命,这会对制造行业的长期发展造成不利影响。因此,有必要关注其对企业业绩的影响,并对二者的相互关系进行深入研究,以期为企业在“金融化”的过程中可能会面临的一系列问题做出指导,如企业如何应对“金融化”,以及如何把握“金融化”的程度,并给企业的长期发展带来一定的启示。

0.2 研究目的

本研究的研究目的主要分为以下几个部分:

(1) 本研究以中国制造业上市公司为研究群体,分析了不同程度的资产金融化对其经营绩效所能产生的影响,以期为同一行业的公司在从事金融活动时了解其控制“金融化”的程度提供指导。

(2) 本文根据研究结果,参考理论基础和实证结果提出了减轻公司资产金融化的负面影响以及改善政策和监管框架的建议。

0.3 研究意义

0.3.1 理论意义

本文填补了学术界关于企业金融化对其经营绩效影响的研究空白。最近几年,也有一些学者对非金融企业的金融化行为展开了研究。但他们更多地关注的是企

业的金融化对企业创新能力、研发投资与产业投资以及其他方面的影响。于是，存在关于企业金融化对其经营绩效影响的研究空白。很少有人详细分析过实体企业金融化对其经营绩效的影响，特别是在制造业行业。因此，本文选择了中国制造业上市公司作为研究企业金融化行为的代表部门，通过理论与实证研究的方法，深入探究企业金融化对于制造业企业经营绩效所产生的作用。

0.3.2 现实意义

本文将为公司金融与实体经济关系的研究提供实证依据，同时也将为公司金融与实体经济关系的研究提供方法论上的创新。检索国泰安数据库，得到2010-2021年间制造业上市公司财务报表面板数据。通过建立一个固定效应模型，对我国制造行业的财务状况进行了实证研究，并对我国制造行业的金融化现象对公司业绩的影响进行了分析。而研究制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响，有助于把握制造业的转型升级；关于怎样建立一套科学的财务评估指标，如何保持适当的金融化水平具有非常重要的现实指导意义。

0.4 研究思路与研究方法

0.4.1 研究思路

通过查阅2010-2021年沪深A股制造业上市公司3312家财务报表的相关数据，本文根据有关的理论基础，使用了对应的实证模型，以检验制造业上市公司金融化对经营绩效的影响；并基于实证结果，在此基础上，对我国如何加强企业监管、制造业企业如何提升竞争力进行了有益的探索。

本文共分为五章，具体结构与内容安排如下：

第一章为绪论。分析近年我国制造业企业的发展，对比金融业的地位逐渐加强作为研究背景，说明了本研究的选题目的和选题意义；然后介绍了本文的研究思路和研究方法。以相关根据说明本文的主要创新与不足，起到借鉴意义也为后续的研究做参考。最后是文献综述，分别梳理了国外、国内学者针对公司金融化的学术成果，主要是从以下三个方面展开：金融化概念，金融化成因，以及金融化如何影响公司经营绩效。通过梳理相关的学术成果，总结前人的理论和经验，以此确定本研究的创新价值。

第二章是理论基础及相关界定。本文研究主要引入了挤压效应理论、委托代

理理论、投资短视理论和优序融资理论，对本文后面的理论分析起着重要的支撑作用。最后点明了中国制造业的划分，为本文的研究对象下定义。

第三章主要是从理论角度对我国制造企业的资产金融化与企业业绩的关系进行了研究。在说明了中国制造业上市公司的划分后，分析了制造业上市公司金融化的动因。接着系统分析了制造业上市公司资产金融化对公司经营绩效的影响，从短期和长期两个角度出发，包括正面作用和负面作用。

第四章是以制造业上市公司金融化的程度和经营现状两个角度出发，进一步分析了制造业上市公司金融化的现状。从而为本论文研究假说的产生提供了基础。

第五章是从计量经济学的角度出发，以实证分析的方法对制造业上市公司金融化对经营绩效影响进行的研究分析。首先，在参考以往文献的基础上，对各项指标进行了测度，使之能较好地体现出各项指标的可比性。其次通过查阅国泰安数据库，选取样本和数据区间，并对数据进行筛选和缩尾处理。接着在理论假设的基础上，进行模型设计。在做了基本的面板处理与共线性诊断等前置研究后，对公司金融化和经营绩效做了相关分析，并得出倒“U”型的结论，最后对本研究的稳健性进行了多方法的检验。

第五章为全文的研究结论和基于结论提出的对策建议。在此基础上，对本文的研究成果进行了归纳。并且从公司层面和政府层面对我国企业的发展提出了相应的政策建议，包括制造业企业层面要适度金融化、积极转型升级和引进多元人才；政府层面要完善资本市场和金融监管等。

0.4.2 研究方法

（1）文献研究法

在文章立意前期，作者通过多种方式，包括线下去图书馆翻阅书籍、线上的文献研读、搜索线上浏览器等各种方式丰富相关知识，了解研究成果和缺失。以期在此基础上，进一步充实论文的基础理论，并为后文的研究提供一定的理论支撑与思路。

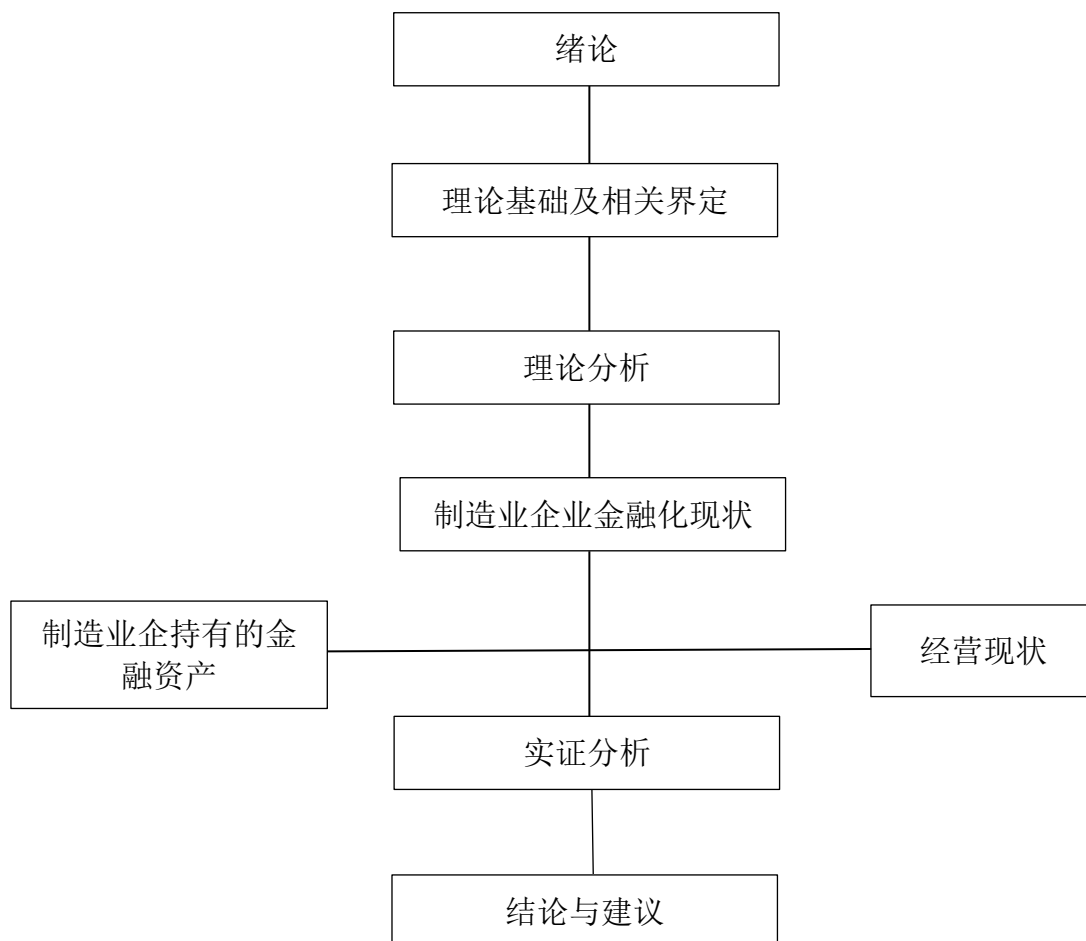
（2）定性分析法

本论文在总结以往研究成果的基础上，以委托代理理论、挤压效应理论，投资短视理论为理论分析基础，尝试归纳出制造业企业金融化对其经营绩效的作用机理。

（3）实证分析法

本文以沪深 A 股 2010-2021 年间的制造类上市公司为对象，采集和整理相关的数据，运用计量经济学方法，对其进行理论基础和实证检验，并在此基础上，提出相关的政策和政策建议

0.4.3 技术路线图



0.5 主要创新与不足

0.5.1 主要创新

在文献研读过程中发现，近年国内学者才开始研究公司金融化这一课题，特别是制造业上市公司的资产金融化。而国外学者的研究相对较早，内容也较为丰富。目前，国内外学者对非金融公司发生“金融化”的原因进行了较多的探讨，而对“金融化”对公司运营业绩的影响探讨较少。总的来说，本文有以下几个方面的创新。

(1) 许多研究者在从资产角度界定企业金融化时，通常将企业的所有金融资产都纳入指标的计算范围，但这是有失偏颇的。本文借鉴了 Penman-Nissim 的分析框架，对经营性资产和金融资产进行了更为合理的区分，使结果更具有科学性和有效性。

(2) 本文搜集了 2010 年至 2021 年制造业上市公司的财务数据与经营数据，对企业金融化与经营绩效的关系进行了数据化实证分析。在本文分析中使用了最新的数据，样本选取我国制造业上市公司，这对当下我国的制造业市场更有意义。此外，许多研究者在针对企业金融化对企业业绩影响这一话题时往往看重单纯的有利和有害影响。本文创新性地引入非线性模型，研究结果表明，两者之间存在倒 U 型联系，即金融化有助于提升企业的经营绩效，但不足或过度的金融化可能都会对企业的发展带来负面影响。在主要的实证分析之后进行了异质性分析，引入了分组回归，将企业按照类型分为国有企业、私营企业和外资企业，从而细化结果。

0.5.2 主要不足

首先是因为本文计算金融资产所占比例变量所使用的资料来源于制造业上市公司经常披露的财务报表，此外，在财务报表体系中，管理层对金融性货币资金与经营性货币资金的区分标准与情况，是无法从内部数据中得到的。所以，经营性货币资产和金融性货币资产只能被全部归为金融资产。其次，在“长期股权投资”科目中，由于数据库的限制，没有按持有机构的性质进行分类。因此，需要一个更科学有效的分类和测量方法来分析金融资产比例这一变量。

其次，在本文的研究分析中，只选取了财务报表中的年终数据进行分析，没有包括异常的财务报表数据，所以有一定程度的普遍性。同时，意味着需要对某些特殊的制造业企业进行更有针对性的具体的研究和分析。

0.6 文献综述

0.6.1 关于企业金融化定义的相关研究

“金融化”最早是在 17 世纪的法国出现的。由于资本主义的发达，工业和商业都得到了迅速的发展，货币也变得非常活跃，但是法国的重商主义使得国家对商业活动的限制越来越大，这对工业和商业的发展造成了极大的负面影响。法国

革命后，为了解决资金短缺的问题，法国政府采取了大力发展工商企业和个人经济的措施，实行了税收减免等措施。这一举动使法国的经济快速复苏，并取得了巨大的进步。

“金融化”这个词起源于 20 世纪。金融化这一定义是在 20 世纪 90 年代提出的，此后被广泛使用。Arrigh (1994) 认为，制造业上市公司的金融化主要是由于其生产商品的利润率不断下降，相对于盈利的金融行业而言差距明显，这就使得制造业企业逐渐将资本投入金融市场参与金融投资，投资收益逐渐成为企业利润的重要来源。此后 Stockhammer (2010)、Krippner (2005) 以及 Orhangazi (2006) 也在其研究中运用了这一词汇。根据 Dore (2002)，金融化的特点是金融资产在企业总资产中的比重增加，企业对金融市场活动的关注不断上升，逐渐取代了商品的生产和销售，实体经济的重要性被金融投资动摇。根据 Orhangazi (2006) 的说法，制造业上市公司金融化指的是企业不断增加金融投资的份额，并且获得了高额的投资回报。此外，金融机构的数量和金融交易的频率也大大增加。

张成思等人 (2016) 认为，经济活动的重心向金融领域转移的同时，资源也从实体经济向虚拟经济“流失”。鲁春义等 (2016) 引入了政治经济学的视角，从专业角度出发分析了企业金融化，并认为资产金融化离不开资金的“脱实向需”。“脱实向需”是指资本离开实体经济，从生产和交换剩余价值转移到虚拟经济中的过程。王宇伟 (2016) 通过分析企业部门数据，从微观经济角度定义了企业的“金融化”。魏文江 (2019) 在分析我国近年来经济趋缓现象时指出，“脱实向需”主要表现为非金融企业的金融化，即金融机构向企业提供资金，而企业则将这些资金用于投资于金融市场，以实现利润最大化。

许多研究者，包括 Stockhammer 和 Grafl (2010) 也认为过度金融化是导致 2008 年金融危机的主要原因之一。而金融化也并非只能导致危机爆发的“毒瘤”，如果能正确理解金融化，并管理金融化得当，金融化可以促进形成一个健全的多元化和市场化的金融体系，这也更有利于我国国民经济的发展。

0.6.2 关于企业金融化动因的相关研究

关于企业金融化成因的研究，国外学者 Amin (2003) 认为当时产业资本投资不足，企业为了达到调整资本结构的目的，进而保持较高的社会经济综合效益，出现了“金融化”现象。胡振良 (1999) 认为，在实体企业因竞争加剧而在市场上举步维艰的时候，金融部门提供的高额投资回报吸引了这些企业进一步加大投

资。张文中（2004）深入研究了企业金融化的原因，并将其分为四类：第一，企业愿意从事纯粹的套利活动以获取利润；第二，企业在经营实体业务的过程中出现了资金不足的现象，因此试图通过金融化获取资金，弥补资金漏洞；第三，企业高效利用其闲置资本，这种属于企业资产管理的投资行为；第四，与企业的经营战略有关。蔺元（2010）在企业金融化动因的研究中，以上市公司为例，通过大量研究发现，公司参与“金融化”的主要原因是：降低公司融资的交易成本、实现产业和融资的高效协同发展、搭建内部投融资平台，以及期望从金融领域获取高额利润等。

陈洋林（2023）认为，在较低的金融化水平下，企业采用谨慎的企业战略，出于预防性动机持有金融资产，此时金融资产的“蓄水池效应”占主导地位，这有效鼓励了企业投资创新项目；但随着金融化水平的提高，企业出于投机的目的持有更多的金融资产，“财富效应”占主导地位，挤占了创新的投资。

关于外部原因，Demir（2019）基于对若干国家作出调研得到结论：当一个国家存在金融风险，企业的经营环境愈加困难，政府监管不力，但并没有影响到金融活动的高额投资回报，这些现象的并存必然会导致企业融资水平的提高。Crotty（2002）、James（2005）经研究认为，企业外部的敌意收购是导致实体企业金融化的真正原因。Krippner（2011）提出：随着金融化趋势的发展，金融部门在社会经济发展中的地位将逐年增加，金融市场和资本框架的不断完善将减少对希望从事金融活动的非金融企业的限制，而限制的放松将进一步促进金融化的趋势，进而逐步提高金融部门在经济活动中的整体地位。资本和金融市场的逐步发展也将加速非金融企业向金融化的转变。Ewa（2018）在对南非市场上企业资金流动轨迹进行的调查中发现，南非实体企业之所以出现金融化现象，是因为外国资本流入南非市场所驱动的，并且与本地房地产价格上涨息息相关。

曹伟（2023）认为，企业金融化的动机和结果因公司性质的不同而不同。他以对企业金融化资产配置动机的讨论为出发点，探讨了在企业不同的产权性质下，异质性股东参股对企业金融化的影响。研究发现，私人持股减少了国有企业的金融化，并且在高代理成本的样本中更为显著。国有股东持股会提高私营企业金融化程度，且在融资约束较小的样本下更为显著。这表明，国有企业的金融化是“替代性动机”，而私营企业的金融化是“预防性动机”。此外，在进一步的研究中发现国有企业对私营企业的持股主要是增加了企业的短期金融资产配置水平，而私营企业对国有企业的持股主要是减少了企业的长期金融资产配置。同时，异质性

持股导致了金融资产配置水平的变化，从而促进了公司价值的提升。

0.6.3 关于企业金融化对经营绩效的影响的相关研究

一些研究者发现企业金融化对企业有积极的影响，而另一些研究者则发现了企业金融化对企业有不同程度的消极影响，并且在不同的程度下可以相互转化。

Burak（2008）经研究认为，与金融机构建立强有力的联系可以帮助企业在需要融资时创造比较优势，从而获得更多的融资，克服财务资源的限制。Demir（2009）针对制造业企业的金融化现象进行了研究，认为企业可以通过参与金融活动，缓解企业在资金短缺时存在的融资约束问题，从而帮助企业获得金融融资，最终改善企业的财务状况，提高企业的金融投资绩效。徐珊（2019）认为企业金融化对经营绩效有带动作用。经该学者研究发现，持有投资性金融资产对企业经营绩效存在线性带动作用，这种积极影响无论短期绩效或长期绩效。

张敏（2020）则认为，企业金融化对经营绩效有负向的抑制作用，而这一负相关的关系又受股权性质所影响，并在非国有企业中表现得更为明显。即在私人管理的企业中，这种抑制效应更为严重。刘笃池等人（2016）表明的观点与张敏学者相似，他们认为企业金融化可能会对经营性业务的生产效率和成果产生较为温和的抑制作用，这一效应体现于不同的公司，但在国有企业中更为显著。许志勇等人（2018）利用计量经济学分析，专门研究了处于发展期或初创期的企业，发现企业金融化对其经营绩效没有正面影响，尤其是初创型企业，“金融化”活动的负面影响更强；而对于处于发展期的企业，金融化对企业绩效的正面影响有限甚至不明显。张瑾（2013）发现，金融资产投资收益已成为制造业企业重要的盈利渠道，有时比营业利润还要高，而企业金融化程度和上市公司的市值显著负相关。这说明了过度金融化不利于企业价值增值，也就不利于制造业的长远发展。皮蕙菡（2022）认为，企业金融化会对其未来经营绩效产生不利影响，其可能作用机理如下：第一，企业金融化可能挤占了创新投资，进而损害企业的未来经济绩效；第二，企业金融化改变了企业的盈利模式。通过采用金融渠道利润最大化模式导致高杠杆率，使企业脱实向虚，逐渐虚拟化，负债程度升高，资本结构偏离合理范围。这加剧了企业的财务风险，资金链稳定性受到威胁，进而产生了对企业经营绩效的负面影响。

也有研究者提出，融资与企业绩效之间并非存在线性关系，但呈“U”形关系。宋军等（2015）研究发现，企业所持非货币性金融资产与其经营绩效呈“U”形关

系，且高绩效与低绩效公司金融资产的持有动机存在差异。另一些研究者却持有相反的看法，得出金融化水平对企业经营绩效的影响呈倒“U”形，这是由“蓄水池效应”和“替代效应”的双重作用所驱动的。肖明等人（2016）分析了企业金融化对中国非金融类上市公司财务绩效的影响，发现两者之间存在倒“U”型关系，企业要想实现财务绩效最大化，最好的办法就是找到金融资产占比总资产的最优份额。崔超（2016）发现资产金融化对资本支出具有显著的负向影响，这种负向影响导致了企业的资金紧张，从而减少了资本投入，进而影响企业的价值。而金融资产比例与企业价值呈U型关系，企业在制定战略时，需要在满足当前市场需求的情况下，合理配置金融资产比例，以实现企业价值最大化，偏大或偏小都会降低企业价值。同时验证了管理层持股与制造业上市公司的资产金融化程度正相关，说明管理层持股能够提高企业的资产利用率。

0.6.4 文献评述

根据现有的研究成果，对“金融化”这一概念已经有了成熟的界定。国内外均对这一课题有丰富的研究讨论，但是普遍集中在“非金融公司的资产金融化”这一范围内。本文在现有的理论基础上，借鉴前人的“金融化”概念界定，着重讨论制造业上市公司资产金融化这一话题。

而针对于公司金融化动因方面，普遍分为内外因两个层面。其中内因即公司本身追求利润扩张和扩大融资渠道两部分；外因即国家政策的制定，外资的流入与其他行业的价格浮动与扩张等。并且，有前人提出公司性质不同会导致他们金融化的动因也不尽相同。本文在借鉴此观点的基础上，在实证研究部分提出了根据公司性质不同的异质性分析，为本文提供了新的研究方向。

国内外针对制造业企业金融化的影响这一研究指向了不同的结论，具体分为三个种类。其一是认为金融化对制造业的发展有利，其二是认为金融化会影响本身业务的发展，而其三则有人认为二者之间存在非线性的关系。适度金融化对经营绩效的发展有利，而过度的金融化会带来相反的结果。

1 理论基础及相关界定

1.1 挤压效应理论

“挤压效应”的本质是某些资源投入的增加挤掉了最初的资源投入，导致最终产出中的绩效被抵消。国外研究者 Crotty（2003）认为，当上市公司出现金融化过热现象时，会出现“挤出效应”。此外，Tobin（1965）提出：企业资金有实物投资和金融投资两种用途，但如果后者的收益大于前者，企业会倾向于投资于金融投资。如果企业的产出回报率随着实物投资的减少而减少，企业就有更大的动力进行金融投资。由于实物投资的回收期相对较长，企业更愿意选择能够提供短期回报的金融投资。

Orhangazi（2006）将美国和其他国家的金融化过程进行了对比分析，试图解释企业金融化和实际投资之间的联系。以 1952-2002 年数据为研究范围，非金融企业为研究对象，通过实证分析表明，企业资产金融化与企业实际投资呈明显负相关关系，并进一步得出金融化对于实际投资具有“挤压”的影响。“挤压效应”是由两个因素造成的：第一，金融投资的相对高收益使管理层有更大的动力进行金融投资，这反过来又挤占了实体投资；第二，金融市场上资金的不断流动和企业有限的股权水平限制了实体经济投资的动力。引入上述挤压效应的理论可以看出，挤压效应清楚地介绍了资产金融化和实际投资之间的联系，并解释了企业金融化的原因和结果，这对本文的研究目的起着推动指导意义。

1.2 委托代理理论

Berle 和 Means（1932）是最先研究委托——代理问题的人。在他们看来，之所以会出现委托——代理问题，主要是因为管理者与股东有利益冲突，现代公司内部所有权与控制权逐步分离等因素。Jensen 和 Meckling（1976）以及 Fama 和 Jensen（1983）在 Berle-Means 研究的基础上，委托代理理论被正式引入，并被界定为合同关系。它是指一方或一方以上的当事人与另一方或另一方构成的合同关系，由当事人作出自己的决策。依据代理理论，由于存在利益冲突现象，委托方与代理方的效用函数有很大差别，委托人希望代理人能够充分发挥自己的作用，以实现自身的利益最大化；而代理人则更多地将自身利益放在首位，以达成自身的目的。由于委托人对代理人的信任有限，代理人在追求自身利益的过程中存在着作出损害委托人利益的决策的风险。

公司之间的代理关系也存在于其他利益相关者之间，如债权人、雇主等。由于各种原因他们可能会产生代理关系，而在众多的代理关系中股东与管理层之间的代理关系是最为重要的。股东通常利用监督和激励措施来减轻代理问题所带来的不利因素。由于制造业面临着利润下降和成本优势缺失的普遍侵蚀，仅凭微薄的营业利润很难给投资者一个满意的答复，所以在金融市场条件有利的情况下，他们大量投资金融资产以获得高额回报，一方面看丰富了公司的盈利渠道，但由于金融投资存在的高风险，而且往往这种收益是短期的，过度的金融化从长期来看会带来损害。

1.3 投资短视理论

投资短期化是一种低效率的投资，公司管理层在设计投资策略时可能会选择一些能快速产生收益的项目，以加快资金回收速度。但是，这种做法会损害到公司长期发展的潜力，不利于公司核心业务和未来发展，同时也会影响到股东的利益。因此，公司管理层在设计投资策略时并不能注意到投资的长期性和经济性，从而最大限度地发挥出投资的效益。相比之下，有丰富专业知识的机构投资者有很强的市场分析和预测能力，比起上市公司也有更多的精力。毕竟，制造类上市公司的主要业务是做好实体经济的发展，而不具备专业的证券投资机构的投资能力。

证券投机往往是基于多种系统性因素寻求快速进入和快速退出金融市场以获得差异化收益的活动，如市场趋势、宏观政策、市场投机等。因此市场良好时，参与证券投机的企业能获得丰厚的利润。但是当市场低迷时，企业就会面临赔付的巨大风险。这种依赖市场情况的金融活动具有很大的风险性，并不适合成为企业获取资金的主要渠道。同时，在制造业上市公司不再注重核心业务的健康持续发展的同时，如果大部分的资金被投入到短期的证券投机中，结果是公司核心业务的长期发展前景堪忧，此时市场的低迷将对公司整体造成严重打击。所以制造业企业的金融化应考虑到市场行情，不可盲目扩张。

1.4 优序融资理论

优序融资理论是关于公司融资资本结构的理论，和企业融资战略密不可分。1984年，美国金融家迈尔斯与智利学者迈勒夫提出观点，以信息不对称理论为基础，充分考虑了交易成本这一因素，得出企业倾向于使用内部盈余来筹集新项目

的资金；二是债券融资；最后才是股权融资。即采取先内后外、先债务融资后股权融资的顺序先后排序。

1.5 修正的 MM 理论

修正的 MM 理论也就是在信息对称，不存在破产成本的条件下进行分析，得出若外部投资者与企业内部管理者信息不对称，企业的价值只有按预期才能得到支付的结论。因为投资者不知道企业的实际性质和商业机会，所以如果企业使用外部融资，会导致企业价值的下降，所以此时增发企业的股票是坏消息。对于具有内生收益的企业，应优先考虑内部融资。企业需要借助外部融资的，之后就可以发行没有不对称信息参与的债券，也不会稀释企业的价值。所以，与权益融资相比，债券融资是一种比较理想的方式，在企业制定融资战略时，会更优先选择这种方式。

优序融资理论和修正的 MM 理论向我们说明了企业在制定融资战略时要根据金融理论与公司本身战略情况决定融资结构。一方面对制造业企业金融化的其中一个原因——扩大融资渠道起到了理论支撑作用，另一方面得到启示——制造业企业在金融化之路应把握好金融化程度，并应该引进金融人才提升融资战略制定的可行性与科学性。

1.6 中国制造业的划分

制造业属于第二产业，指的是通过物理或化学手段，利用劳动力、机械、工具等，将原材料加工和制备成可供销售或直接使用的制成品或产品的经济过程。处理过的物料、物质或者组分就是原料，即经渔、农、林、采矿或者采石业及其他制造活动所生产的制品。制造业一般被认为是对产品的实质性修改、创新或改造。

制造业一般分为流程制造业和离散制造业。流程性制造也可称为流程性工业，在许多方面二者是相似的，只在产品之间的区分上有所不同，具体表现为产品是否可分离。它的主要特点是化学反应通常比较普遍，温度、压力、液位和流速等模拟参数是过程中主要的控制对象。石油和天然气、化工、冶金、制药、食品和饮料行业是常见的流程性工业。

离散性制造是将各种成品部件和子系统组装和配置成更大的系统，它的主要特征是制作时基本不改原料，只改原料的外形与搭配。机械、汽车和家电制造是

常见的离散制造部门。

我国的制造业分为三类：

（1）轻纺业类别。内容涉及食品，饮料，烟草加工，服装，纺织，皮革，木工，家具，印刷等等，据资料显示，它在中国制造业产品中占有 30.2%的份额。

（2）资源加工业类等。包含石油化工，化纤，医药产品，橡胶，塑料和黑色金属等，所占的比例达 33%。

（3）机械，电子制造业类等。它由机床、专用设备、运输设备、机械设备、电子通讯设备、仪器仪表等组成，大约占 35.5%左右。

2 制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响理论分析

2.1 制造业上市公司金融化的原因分析

2.1.1 多元化经营增加新利润增长点

随着我国市场经济的不断发展，投资项目和投资领域的范围不断扩大，企业逐渐形成了新的商业战略。不同部门的生产性质，以及由此产生的不同部门之间的回报和利润率的差异，使得很多企业在其它方面开展了多样化的业务，并且采用了多样化的投资策略。同样地，制造部门的公司也在寻找新的机会来增加利润。在看似与金融业无关的情况下，制造公司为了寻找新的盈利增长点和提高公司整体收益，也在不断地向金融部门迁移，以实现多元化经营。近年来，随着中国制造业利润水平的不断下滑，而金融行业的利润水平却在不断提高，这使得制造业纷纷向金融领域转移，追求更高的利润。这就要求中国的制造企业必须在原有的基础上，通过新的经营模式来拓展自己的经营范围，从而获取更大的利益。金融业的高利润和短周期是弥补实体制造业低利润的“良药”，提高了比较优势，解决了制造业收入持续不足的问题。

2.1.2 提升公司资金利用率缓解融资约束

如果一个公司的内部资金流存在问题，那么因信息不对称以及高额交易费用的存在，从外界融资的成本也居高不下，所以公司可能会决定停止对高质量项目的部分投资，这种现象被称为“融资限制”，也称为“融资约束”。以制造业上市公司为例分析，实体业务的启动往往需要大量的资本投资，以用来购买或升级厂房和设备，引进新技术，并投资于优质项目。

此外，日常的生产活动和营销活动等也需要大量的资金投入，这就是为什么制造业上市公司更容易出现资金紧张的原因，而制造业上市公司如果想扩大业务范围，只能通过外部渠道筹集资金。一旦上市的制造企业与金融机构合作或通过股权投资开始融资活动，上市的制造企业就可以充分利用信息对称的优势，以较低的成本获得金融资源，克服资金紧张问题。

2.1.3 服务实体业务建立协同效应

目前，国内大型制造业企业正在探索金融化模式，通过设立金融机构或收购

金融机构的股权，为集团经营实际业务服务。中石油、中石化等国有企业纷纷搭建“能源金融平台”，对于集团旗下石油、天然气生产等其他实体业务提供了一整套金融服务。此外，一些汽车制造商也通过提供汽车融资服务进入金融领域，而中粮集团也在农业金融化方面进行了创新，与其本身的实体经营共同发展。中粮集团以企业信托为载体与金融机构展开合作，如农业发展基金公司，并对一些农村银行进行了股权投资。这是一个通过资金、贷款和股权投资等渠道实施全链条资本的运作平台，为农业部门提供运营服务，以扩大中粮集团的规模，进而加快发展。

综上所述，一些制造业企业通过开展金融活动，建立资本运营平台，不仅以盈利为目的，而且兼顾了服务本单位业务这一目标，以企业金融化产生的金融资源作为本单位业务的补充，相辅相成共同发展，最终实现产业与金融的有效协同。

2.2 制造业上市公司金融化对经营绩效的影响

2.2.1 短期影响理论机理

（1）业务协同效应

从收益成本理论的角度来看，企业金融化对企业经营绩效的有利影响主要来自于协同效应和产业互补性。协同效应是德国学者赫尔曼于 1971 年提出来的，后被美国的研究人员安索夫引入公司治理领域，成为企业发展多元化战略的重要理论依据。美国科学家安索夫认为，协同效应表现为“ $1+1>2$ ”的博弈结果，是指单个业务的效应之和小于公司的总效应。

威廉姆森（1975）提出，某些公司总部通过重新分配内部资源建立内部资本市场，然后根据公司的资金水平寻找新的投资机会，从而采取多元化战略。在实行多元化战略的过程中要求有效配置资源，从而产生越来越大的规模回报。周莉和韩霞（2010）认为，伴随着市场经济的发展，公司金融逐渐发展起来，它的优点是可以将企业内部的资本市场发展起来，然后再与外部的融资市场通道进行联系，这样就可以达到更大的运作效率。就上市制造业企业而言，通过整合金融和实体业务活动，优化内部资源配置，上市制造企业可以创造更高的收入和利润，从而产生协同效应。

（2）产业互补效应

投资组合管理理论指出：“不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里”，这就意味

着在投资中要运用多样化的策略。这同样适用于公司经营战略的选择，将金融业务纳入制造业上市公司的投资组合策略，可以减轻商业周期对经济的影响，保持公司稳定的盈利增长率。制造业上市公司的金融活动有可能根据资金供求的时间差产生额外的现金流，而金融资产与实物资产有本质区别，导致这可能会降低公司的经营水平。

此外，金融业在中国所有行业中具有较高的垄断地位，与其他行业相比其利润率较高。因此，制造业上市公司可以通过投资金融资产提高其短期盈利能力，提高闲置资金利用率，并且产生高额利润，改善公司的经营现状，获得整体的均衡发展。

（3）蓄水池效应

企业金融化对公司财务业绩的“蓄水池效应”是指，由于公司的资本是有限的，一家公司在将来的运营或投资中不可能随时筹措到投资单位所需要的巨额资金。但是，金融资产能够在比较短的时间内快速地实现融资、变现。企业可以通过卖出金融资产筹集所需资金，来补充核心业务投资的不足，并减少对外部资金的依赖程度，进而实现支持核心业务发展的目的。

基于上述理论基础，可以分析出，由于我国金融市场的不断完善和经营管理理念的不断发展，对实体企业而言，合理配置金融资产，将暂时闲置的资金用于投资金融资产，涉入虚拟经济进行经营管理，能够提高企业的资金使用效率，进而提升经济效益。提升闲置资本的使用渠道可以加速企业运转，从而成为企业在激烈竞争和可持续发展的市场环境中不断发展的重要优势。

首先，在真实的经济生活中，不可能有完美的市场。因此，由信息不对称引起的融资制约成为制约公司绩效与长远发展的关键因素。从融资优序理论来看，与对外融资相比，内部融资更加廉价，也更加灵活，在对外融资前利用内部融资，能够有效地降低融资成本，降低企业对对外融资和外部环境的依赖性。

其次，通过金融资产配置，实体企业可以更加灵活地使用内部和外部资源，既可以让企业将资源投入到更有价值的地方，也可以降低企业的财务成本，从而有效地提高资源的使用效率，从而提高企业的整体运营能力和盈利能力。

最后，企业金融化可以丰富企业的利润来源，使企业不仅有稳定的现金流可以投资于核心业务的发展，还能获得额外的投资回报；还可以利用衍生品套期保值实现合理的节税和避税，降低企业经营过程中的资本成本和财务费用。

2.2.2 长期影响理论机理

(1) 挤出效应

考虑到企业的资本规模，企业金融化的“挤出效应”对企业绩效的影响是表现在实体部门的投资和金融部门的投资之间的替代关系。这意味着企业的资源有限，对短期金融资产的投资较多，对不可逆转的长期实物资产的投资较少。非金融企业在各部门之间的套利非但没有减轻对企业融资的限制，反而继续排挤对核心业务活动的投资，导致实体企业逐渐呈现出“空心化”的趋势。

根据股东价值最大化理论和委托代理理论，由于管理者倾向于将公司资源投入到短期收益型的财务领域，这种行为会导致企业金融化的“蓄水池效应”减弱，从而造成“挤出效应”的放大，使部分投资于公司实体资产的资源被挤出，这不仅会对企业的核心业务发展造成阻碍，还会降低企业的投资回报。

因此，制造业上市公司的金融化应保持稳健的资本结构，将长周期投资和短周期投资相结合，相辅相成，尽量减少由于商业周期过长和过短给公司业绩带来的负面影响，以期保持持续稳定的增长。如果制造业上市公司具有金融投资的倾向，但缺乏资本配置能力，则极有可能在实际投资中面临金融投资对实体投资带来的“挤出”压力，也会因过度金融化投资导致财务压力，甚至导致金融风险，从而影响行业内的核心业务，对公司经营业绩产生负面影响。

(2) 限制公司技术创新

技术创新能力对制造企业维持长期发展具有促进作用，更是保持企业成长的关键竞争力因素。增强企业的技术创新能力，有利于企业扩大市场份额，从而带动企业业绩的增长。

晋盛武和何珊珊（2017）发现，企业资产金融化对于企业创新投资与研发具有显著的“挤出”效应，这具有一定的普遍性。由于企业非现金金融资产的增加，而企业的资本有限，导致创新投资与研发投入将显著下降，而这一挤出效应则明显地存在于管理者接受股权激励的样本组中。然而，这种挤出效应被样本组中管理人员的股权激励所缓解。顾海峰和张欢欢（2020）的研究表明，企业金融化的趋势及其对创新活动 and 无形资产的“减少投资”损害了创新。他们认为，企业金融化的趋势会减少对创新活动 and 无形资产的投资，这将阻碍创新活动，并可能损害企业的竞争力。此外，金融化可能会影响企业在技术方面的投资，因为企业资金有限，由于“挤出效应”的影响，技术投资难免会受到挤压。在分组回归过程

中，他们也发现了在高增长、高杠杆，高资本集中度的公司中，这一抑制效应更加明显，但是这一抑制效应在货币政策的作用下将得到不同幅度的缓解。

根据上述分析，拥有金融资产可以使企业获得一定的投资回报，也可以成为企业过度投资的诱因。一方面，在金融业迅速发展的今天，经营成本的回报率似乎比金融资产投资的回报率低得多，因此许多公司倾向于用金融投资来替代经营业务的投资，以获得高投资回报。对金融资产的投入势必会导致对经营性资产和实体部门的“挤压”效应。虽然这种负面影响在短期内可能并不明显，但从长远来看，高度的资产金融化意味着会对核心业务的发展构成很大的风险。

另一方面，根据委托——代理理论，由于现代企业实行两权分离管理制度，管理者与所有者在利益上可能会有明显区别，他们不是完全意义上的利益共同体。外部投资者和股东从利润率和短期业绩来评估公司的业绩和高级管理人员的管理能力和表现，而这种业绩也因金融资产的高投资回报和其他特征而得到促进。这导致一些管理者为了工资和职业稳定，选择投资于高收益的金融资产，而不是投资于公司核心业务的更新和发展，以便在短期内迅速提高公司的业绩，扩大公司的影响力，然后美化各种财务指标，使自己的利益最大化。这种融资方式对公司的长期可持续性发展构成了一定的威胁。而其他某些从金融投资的高回报中受益的公司则受到某种投资惯性的影响，一般会在金融领域进行更多的投资。

总的来说，资产金融化对公司的业绩既有积极影响，也有消极影响。如果正向影响大于负向影响，则整体影响为正；反之，资产融资对公司业绩的影响为负。在短期金融化的机制下，企业的金融化对经营绩效会表现出正向的促进作用，而在长期的持续金融化下，往往会表现出对实体业务和经营绩效不同程度的抑制作用。因此，可以暂时得出结论，制造业上市公司的金融化水平应保持在一个合理的水平，以促进公司业绩的提高。

3 制造业上市公司金融化的现状

3.1 制造业企业平均盈利情况

所谓经济金融化现象，从微观经济学角度是以企业金融化为表现形式，而更加值得注意的，是制造业金融化。制造业这一国民经济基石的金融化对我国经济金融化现象的影响深刻。近年来，制造业上市公司的平均利润一直在下降，图 3-1 显示了从 CSMAR 查询到的 2010-2020 年中国制造业上市公司的平均利润率，其中包括资产报酬率和营业利润率。

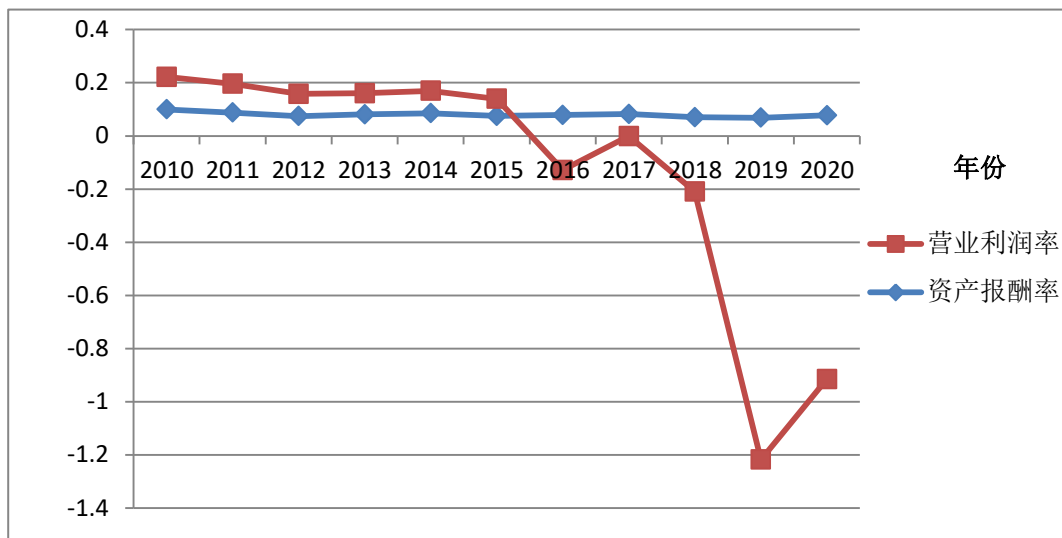


图 3-1 中国制造业上市公司平均利润率

数据来源：CSMAR 数据库

如图 3-1 所示，近年来制造业的平均营业利润率已经达到很低水平，处在低于零的超低区间。然而，利润是企业最在意的因素，由于“两权分离”的存在，导致了信息不对称，以及存在着“代理成本”等问题，公司的职业经理人难免会采取一些投资短视行为，例如为了短期收益而投资于高回报的金融资产。

3.2 制造业企业持有的金融资产均值

作为中国制造业主力军的制造业上市公司，截至 2021 年年末，我国的制造业上市公司约为 3312 户。本文在国泰安数据库中对 2010-2021 年制造业上市公司的资产负债表进行了检索，用金融资产=（货币资金+交易金融资产+衍生金融资产+

应收利息+应收股利+债权投资+可供出售金融资产+持有到到期投资+长期股权投资+投资性房地产）这一公式进行测算并算出平均值，然后用 excel 绘制图 3-2。从图中可以看出，中国制造业上市公司所持金融资产均值呈逐年上升趋势,2010 年均达到 12 亿元，而 2021 年，已突破 20 亿元人，十一年间增长了近 80%。由此可以看出，我国制造业上市公司的金融资产配置金额有了稳步提升，表现出明显的金融化趋势。

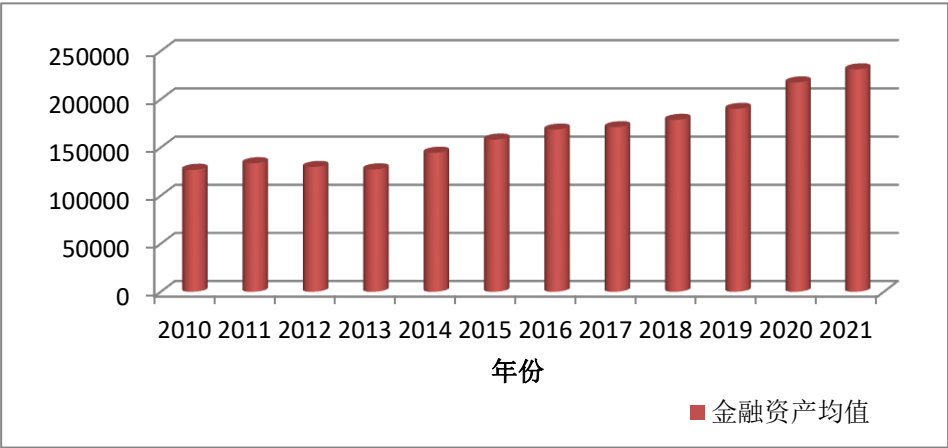


图 3-2 我国制造业上市公司持有的金融资产均值（万元）

数据来源：CSMAR 数据库

3.3 制造业企业金融化的程度

图 3-3 显示 2010 年至 2021 年我国制造业上市公司金融化所得收入占营业收入比例的趋势。从图中可以看出制造业上市公司金融收益占营业收入的比重起伏很大，最低点 1.37%和最高点 2.40%之间的差距超过两个百分点，且整体上呈上升趋势。由于营业收入没有扣除公司的各项成本，因此，制造业上市公司金融收益占营业收入比重相对较大，同时，也侧面体现了中国制造业上市公司金融化程度的加深。

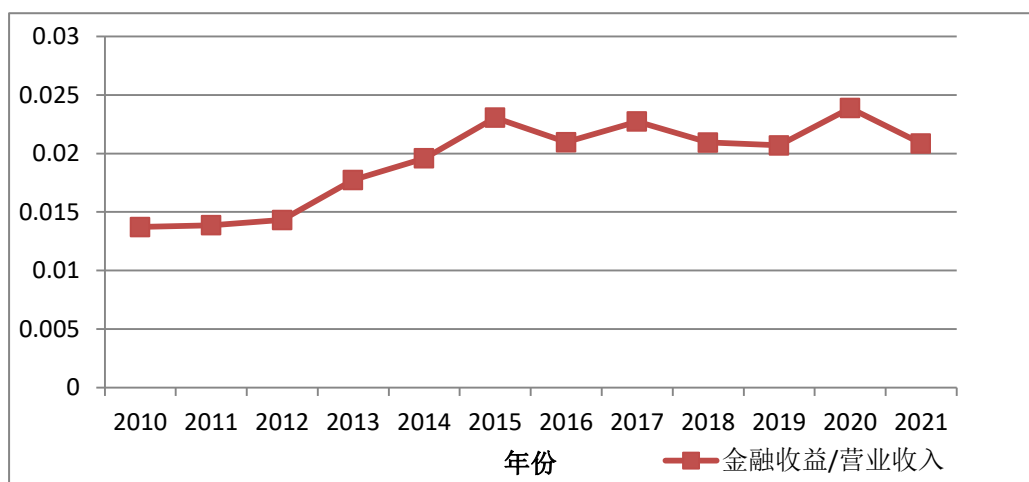


图 3-3 我国制造业上市公司金融收益与营业收入之比

数据来源：CSMAR 数据库

综上所述，制造业上市公司金融资产投资的增长导致企业金融化程度提高，但也造成企业的业绩下滑。制造业上市公司要想把钱投到金融市场，并且通过金融化，实现短期投资回报，会忽略对实体的投资，造成长期利益的损失，这样对公司发展是不利的。所以制造业上市公司金融化对企业经营绩效可能产生阻碍作用，下面文章就针对这个金融化课题展开了深入地论证与分析。

4 制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响实证分析

4.1 指标选取

4.1.1 解释变量

制造业公司金融化以其拥有越来越多的金融资产为特征，并更加频繁地参与证券投机和盈利性金融投资活动。公司的营业利润可能来自于日常的经营业务，也可能来自于其参加的金融投资活动，本文研究的基础就是将其做出科学的区分。Penman and Nissim（2001）提出了一个新的财务分析框架，称为“Penman-Nissim 分析框架”，该框架根据金融活动与经营活动，清晰地区分了企业的资产与负债科目。这为本文的研究提供了分析基础和理论支持。

企业的资产金融化程度是本文的核心解释变量，这个指标要根据企业的财务报表来计算。为了评估上市制造业企业的金融化水平，本文将企业微观层面的金融化水平定义为金融资产占总资产的比例，将金融资产占总资产的比例与中国财政部制定的《企业会计准则》一起作为衡量企业金融化水平的指标。制造业企业金融化最直观的表现是资本从实物资本向金融资本的转移，该比率越高，说明企业的金融化水平越高。

参照 Penman-Nissim 的分析框架，在对制造业上市公司的金融化问题进行研究的时候，本文将金融资产与经营资产进行了区别，并将企业产生的利润按来源区分为金融性收入和经营性收入。参考《企业会计准则》，金融资产主要是指为金融目的而持有的投资性房地产、交易类金融资产、货币资金、可供出售金融资产、应收款项、衍生金融资产以及在金融机构所持股份。而金融收益则主要是指企业向银行和其他机构贷款以及其他经济活动所形成的利息收入、持有和处分交易性金融资产及其他所得投资收益、公允价值损益等。

总之，本文采用金融化率公式如下：
$$\text{金融资产比例 (FAR)} = \frac{\text{金融资产}}{\text{总资产}} = \frac{(\text{货币资金} + \text{交易金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{应收利息} + \text{应收股利} + \text{债权投资} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资} + \text{投资性房地产})}{\text{总资产}}$$

其中有以下几点需要注明：

在 2018 年，我国财政部颁布了新修订的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》。在修订的新准则中，“债权投资”科目取代了原准则的“持有至到期投资”科目，“其他债权投资”科目取代了“可供出售金融资产”科目中的债

权投资部分,“其他权益工具投资”科目取代了“可供出售金融资产”科目中的股票投资部分。但是由于本文的研究样本时间跨度较大,所以根据数据库提供的数据,对数据的选取大部分沿袭了修改之前的科目。

此外,由于公司拥有的资金不仅仅用于经营计划,也用于金融计划,因此有必要按照资金的不同用途进行区分。然而,资产负债表没有明确区分资金的用途,附注也没有提供细节披露,因此在实践中不可能准确预测到资金的流动情况。因此,本文分析中忽略了这一误差。

其中,“长期股权投资”科目包括对上游和下游相关公司的投资,也包括对金融机构的投资。对相关上下游实体产业的投资,通常都是以扩大公司规模为目的,进行多样化的战略性投资。而对银行等金融机构的投资,通常都是以股份方式进行,这样不但能够在高额的投资回报中得到分红,而且还能够按照具体的情况,对长期股权投资进行重新分类或者进行转让,从而获取投资收益。所以,应该把与产业链条有关的企业的投资作为经营资产,把与金融机构有关的企业的投资作为金融资产来处理。

4.1.2 被解释变量

公司运作水平上的业绩测度,是评价公司对公司资源利用的总体效率。诸如净资产收益率这样的业绩衡量标准通常被用来衡量公司绩效。为了区分经营业务和金融业务,本文根据 Penman and Nissim 的分析框架,采用经营收益率作为经营绩效的衡量标准。

企业经营性资产是从总资产中扣除金融资产的剩余;而营业收入就是指企业在经营活动中所取得的盈利;所谓金融收益,就是持有并交易企业金融资产而形成的收益。财务收入和经营收入共同代表了企业的经营利润,因此,经营收入是营业利润和金融收入的差额。公司的金融收入主要由三部分组成:(1)利息收入;(2)公允价值损益;(3)投资收入。总之,本研究采用的公式为:

$$\text{经营收益率(RO)} = \text{经营收入} / \text{经营性资产} = (\text{营业利润} - \text{金融收益}) / (\text{总资产} - \text{金融资产})$$

4.1.3 控制变量

(1) 资本结构(ALT)

从广义上看,资本结构就是企业债务资本与权益资本之比,股权或者债务融

资都会对企业经营业绩产生影响。本文采用资本结构作为控制变量，以资产负债率进行解释。也就是资本结构=总负债/总资产。

(2) 股权集中度(OC)

股权集中度是以排名高的股东所持的股票比例总额为基础，来衡量公司持股的集中或分散程度。股权集中度是一个与公司治理密切相关的指标，它能够刻画出公司所持股份的分布情况，从而能够反应出公司的经营稳定性。这表明，在具有不同的股权集中度的公司中，大股东的不同行为对公司绩效的影响是完全不同的。所以，我们用十大公司的股份占总股本的比重来刻画公司的股权集中度。

(3) 企业规模(Size)

公司的规模是衡量企业财务标准的重要指标。在某种程度上，它可以反映其可支配的资源。较大的公司往往有多年的资本积累，有坚实的基础，在市场上建立了良好的声誉。因此它们知名度较高，发展较快，有较好的盈利能力和市场份额。但较大的公司有更多的部门和更复杂的关系，这也意味着生产和商业运作的成本更高。同时，正因为大公司的生产和业务成本更高，从而降低了业务绩效。以使得实证结果更准确，更具有说服力。本文在实证分析时，以公司规模为控制变量，用总资产自然对数来表示，即公司规模= \ln 期末总资产。

(4) 营业收入增长率(GOI)

营业收入增长率，可以对公司的业务状况进行评估，也是考核市场占有率的重要指标，更可以作为衡量公司业务扩展趋势的重要指标。营业收入的不断提高，是一个企业生存和发展的根本。

如果指标超过 0, 则说明企业营业收入提高，指标值越高，说明发展的速度就越快，企业市场前景越好。该指标在一定程度上反映了企业经营情况良好或存在问题，对制定企业战略具有借鉴意义。如果指标小于 0, 则说明该企业的产品或服务存在不适销对路的问题、质次价高的弊端，具体表现在出使市场份额下降。

表 4-1 模型变量表

变量类型	变量代码	变量名称	计量方法
因变量	RO	经营资产收益率	营业利润-金融收益/总资产-金融资产
自变量	FAR	金融资产比例	金融资产/总资产
控制变量	GOI	营业收入增长率	营业收入增长额/上年营业收入总额
	OC	股权集中度	前十大股东持股比例
	SIZE	公司规模	期末总资产的自然对数
	ALT	资本结构	总负债/总资产

4.2 样本选取与数据说明

本文选择 2010 年—2021 年为样本期，选取所有 A 股制造业上市公司作为研究样本，选择有关公司公开的年度数据作为研究样本，通过国泰安 CSMAR 数据库，搜集相关资料。本文从 2010 年开始选择数据，根据国泰安数据库检索到数据可查最新的 2021 年。并对样本中的公司进行了筛选，只选择了非 ST 的上市公司。同时采用 stata 16 的 Winsorize 命令，对变量进行 1%分位和 99%分位的缩尾处理(将小于百分位数 1%和大于百分位 99%的数替换为百分位 1%的数值)，规避了极端数值的干扰。对以下的公司进行了剔除：(1)数据缺失的公司；(2)被标注 ST、*ST 的公司；(3)财务报表标 B 的公司。最终得到 21855 个样本观测值，利用 stata 16 和 excel 2010 进行数据处理与分析。

4.3 模型设计

结合上面进行的资产金融化对制造业上市公司业绩影响的理论分析，可以得出结论：资产金融化对公司的经营绩效既有消极影响，也有积极影响，最终影响是积极和消极作用的结合。金融市场是一个让实体企业，如制造业企业快速融资的平台，通过贷款、股票和其他金融服务为企业 提供资金支持，让企业有更灵活、更便捷的融资渠道。此外，金融市场还可以帮助企业扩大融资规模，降低融资成本，从而提高企业的资金利用率。适度健康的资产金融化有助于制造业企业经营业绩的增长，相反，不受限制的金融化发展会损害制造业活动的盈利能力。因此，本文提出以下假设：

H0: 对制造业上市公司来说, 金融化程度对企业经营绩效的影响呈倒 U 型关系。即太低、太高的金融化水平都会给企业经营绩效带来不利影响。

因此, 实证分析中引入了一个资产金融化指标的二次项。在本研究中, 运用计量经济学模型, 使用一次项和二次项的符号来反映两个指标之间的相互关系。若一次项系数为显著正值, 二次项系数为显著负值, 则两指标呈倒“U”形关系; 如果一次项的系数为显著负, 二次项的系数为显著正, 则两个指标之间存在“U”型关系。总之, 这样一个计量经济学模型构建如下:

$$RO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FAR_{i,t} + \beta_2 FAR_{i,t}^2 + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 ALT_{i,t} + \beta_5 OC_{i,t} + \beta_6 GOI_{i,t}$$

注: 模型中 β_i 是待估参数, ε 是残差项, 假设残差项服从标准正态分布。

4.4 实证分析

4.4.1 描述性统计分析

本文以 2010 年—2021 年 A 股制造业上市公司为初始样本, 剔除了部分标注 ST 和*ST 的样本, 最后共得到 21855 个样本观测值, 统计结果如表 4-2 所示。

利用 Stata16 进行缩尾处理后, 从描述性统计结果来看, 制造业上市公司经营资产收益率 (RO) 最低值为-0.228、最高值为 0.232、平均 0.044。这表明实体经济低迷, 下行压力较大, 制造业正面临着投资环境恶化、产能过剩等困境, 经营收益率偏低。

制造业上市公司金融化程度的衡量指标——金融资产比例 (FAR) 平均值为 0.228, 最低值 0.027, 最高值 0.711。表明制造业上市公司的金融化程度总体不是很高, 但部分上市公司金融化程度在 50%以上, 表明部分上市公司金融化进程太激进, 已超越企业对风险进行安全管理的能力范畴。标准差为 15.2%, 说明制造业公司间金融化程度差异较大。经过查阅文献, 整体金融化程度比样本时间前要高。说明随着市场发展, 制造业上市公司的金融化程度在不断发展。

营业收入增长率 (GOI) 变量均值 0.176, 最小值-0.480、最大值 1.935。标准差为 33.6%, 由此可见, 主营业务收入增长率各上市公司间呈现出较大差异性。但是中位数是 0.125, 推理可知, 主营业务收入增长率在零以上的上市公司比在零以下的上市公司多, 总体收入呈正收益状态。

公司规模 (SIZE) 变量均值 21.954, 最小值为 19.863, 最大值为 25.507, 标准差为 11.67%。股权集中度 (OC) 在本文中采用排名前十的股东投资比例来衡量,

均值是 59.843，最小值是 23.870，最大值是 96.530。资本结构(ALT)变量均值是 0.385，最小值是 0.050，最大值是 0.861。

表 4-2 描述性统计

variable	N	mean	p50	sd	min	max
RO	21855	0.044	0.043	0.069	-0.228	0.232
FAR	21855	0.228	0.187	0.152	0.027	0.711
GOI	21847	0.176	0.125	0.336	-0.480	1.935
SIZE	21855	21.954	21.790	1.167	19.863	25.507
OC	21855	59.843	60.810	15.412	23.870	96.530
ALT	21855	0.385	0.373	0.194	0.050	0.861

4.4.2 相关性分析

表 4-3 是主要变量相关系数表，从表中可以看出：金融资产比例(FAR)系数为正，与企业经营绩效(RO)均存在显著的正相关关系，并在通过了在 1%水平上的显著性检验。这也在一定程度上证明了制造业企业适度的金融化对其经营绩效有积极的影响。营业收入增长率(GOI)系数为正，和经营绩效在 1%水平下也呈显著正相关关系。企业规模(SIZE)，资本结构(ALT)系数为负，对经营绩效具有显著的负相关关系。而股权集中度(OC)与经营绩效存在显著的正相关关系。

表 4-3 各变量的相关系数矩阵

VARIABLES	RO	FAR	GOI	SIZE	OC	ALT
RO	1					
FAR	0.262***	1				
GOI	0.274***	0.00800	1			
SIZE	-0.035***	-0.201***	0.049***	1		
OC	0.327***	0.185***	0.092***	-0.061***	1	
ALT	-0.396***	-0.445***	0.028***	0.496***	-0.204***	1

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的显著性水平通过检验。

在做完基本的相关性分析后，进行了共线性诊断，结果如表 4-4 所示。由图可见，VIF 值均小于 10，可见不存在多重共线性问题。

表 4-4 共线性诊断结果

Variable	VIF	1/VIF
ALT	1.620	0.616
SIZE	1.330	0.751
FAR	1.260	0.792
OC	1.070	0.937
GOI	1.010	0.988
Mean	VIF	1.260

4.4.3 模型选取检验

然后进行模型的筛选和检验，检验结果如表 4-5 所示。第一行显示结果检验个体效应。原假设为 H_0 ：使用 Ols 混合模型。回归结果末行报告 F 统计量，则在于考察全部个体效应总体的显著程度。F 统计量在此概率 P 值是 0.0000, $p < 0.05$, 说明个体效应明显，检验结果表明，固定效应模型比混合 Ols 模型的效果更好。

第二行显示结果是利用 LM 统计量进行分析，测试时间效应。假设是 H_1 ：采用 OLS 混合模型。从结果可以看出，LM 检测所得 P 值为 0.0000, $p < 0.05$, 说明随机效应明显，结果表明，随机效应同样比混合 Ols 模型更好。

第三行显示结果是采用 Hausman 检验选择固定效应模型还是随机效应模型。假设是 H_2 ：采用随机效应模型。结果所得 Hausman 检验 p 值为 0.0000, $P < 0.05$ 拒绝原假设，得出了随机效应模型基本假设未被满足，故本文采用了固定效应模型。

表 4-5 模型选择检验结果

检验方法	P 值	结论
F 检验	0.0000	拒绝选择混合 OLS 模型
LM 检验	0.0000	拒绝选择混合 OLS 模型
Hausman 检验	0.0000	拒绝选择混合 OLS 模型
最终确定模型	固定效应模型	

4.4.4 回归分析

回归结果列于表 4-6，列（1）所示模型以金融资产比例 (FAR) 为主解释变量，列（2）所示以金融资产比例 (FAR) 和它的平方项为主解释变量。从全样本的回归结果中，我们可以看到，在制造业上市公司中，金融资产占比对经营资产收益率有明显的正向影响，而金融资产比例平方项与经营资产收益率有明显的负向影响。本研究的结果证实，金融化水平与经营业绩之间呈现出一种倒 U 型的关系，这就意味着，制造业上市公司的金融化程度过低或者过高，都会对企业的经营业绩造成不利的影响。此外，本文还发现，金融化与企业规模相关。当金融化处于一个比较低的水平时，因公司业务蓬勃发展，产业资本需求量扩大，企业投资金融市场获得投资收益，可以向产业资本融资。伴随着金融化程度的不断提高，经营资产的收益率将上升，具有积极的影响。但当金融化发展到一定程度后，随程度的持续深入，那么经营收益率却将逐步下降，这对公司的发展，也会有很大的影响。与此同时，控制变量的符号与理论预期的结果基本一致，公司规模、营业收入增长率、股权集中度都对经营资产收益率产生了明显的正向影响，而资本结构对经营资产收益率也存在着明显的负向影响，这就证实了负债占比上升会抑制经营资产收益率的结论。

表 4-6 模型回归结果

	(1)	(2)
FAR	0.0335*** [0.0027]	0.127*** [0.0085]
FAR2		-0.149*** [0.0128]
GOI	0.0503*** [0.0011]	0.0502*** [0.0011]
SIZE	0.0107*** [0.0004]	0.0105*** [0.0004]
OC	0.000985*** [0.0000]	0.000990*** [0.0000]
ALT	-0.146*** [0.0024]	-0.146*** [0.0024]

(续表4-6)

	(1)	(2)
_cons	-0.209*** [0.0077]	-0.217*** [0.0077]
<i>N</i>	23601	23601
adj. <i>R</i> ²	0.3189	0.3228
<i>AIC</i>	-69112.6	-69245.4
<i>BIC</i>	-69064.2	-69188.9

Standard errors in brackets

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

4.4.5 异质性分析

为了回答企业所有权是否存在异质性的问题,从融资的角度来看,资产金融化对于私营企业和外资企业的影响可能更大,因为私营企业的融资渠道比国有企业更有限,需要持有更多的金融资产储备。从委托代理的角度来看,融资对国有企业的负面影响可能更大。因此,目前还不清楚企业融资对国有企业还是私营企业的负面影响更大,这需要用数据来检验和分析。根据国泰安数据库中包含的企业类型,将样本分为国有企业、民营企业和外资企业进行分组回归。表 4-7 为回归结果,列(2)为国企的回归结果,金融资产比例显著,但平方项并不显著。列(3)为外资企业的回归结果,系数分别为 2.297 和-4.469,均在 1%的水平下显著。列(4)是民营企业的回归结果,均不显著。可以看出,企业金融化对经营绩效的正面影响在国企和外资均显著,但负面影响在外资企业中更为显著。

表 4-7 分组回归结果

	(1) 全样本	(2) 国企	(3) 外资	(4) 民营
FAR	0.079*** (0.008)	0.064*** (0.018)	2.297** (0.701)	-0.184 (.)
FAR2	-0.085*** (0.012)	-0.036 (0.028)	-4.469** (1.339)	0.256 (.)

(续表4-7)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	国企	外资	民营
GOI	0.050*** (0.001)	0.045*** (0.002)	0.078* (0.029)	-0.029 (.)
SIZE	0.003*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.280* (0.102)	-0.013 (.)
OC	0.001*** (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.006 (0.004)	0.000 (.)
ALT	-0.149*** (0.004)	-0.175*** (0.006)	1.014* (0.412)	0.000 (.)
_cons	-0.037** (0.015)	-0.032 (0.025)	-6.470* (2.420)	0.362 (.)
N	21847.000	5900.000	12.000	8.000
r2	0.253	0.249	0.978	1.000
r2_a	0.131	0.146	0.919	.

Standard errors in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

4.4.6 稳健性检验

(1) Utest 检验

在做了基本的回归验证了倒 U 型结构后, 将回归结果进行了倒 U 型检验。原假设为: 金融资产比例与经营资产利润率存在 U 型关系或存在单调关系。结果显示极值点在 0.4534, 在最低点 0.27 和最高点 0.71 的区间内。P 值为 $5.79e-15$, 通过了 Utest 检验, 结果拒绝原假设, 证明存在倒 U 型关系。

(2) 替换变量检验

为了增加模型结果的稳健性, 将总资产净利润率 (ROA) 作为指标替代经营资产收益率 (RO) 衡量公司经营绩效, 进行稳健性检验, 最终结果显示如表 4-8 所示。结合表 4-8 第 (1) 列显示, 企业金融化对公司经营绩效存在显著正相关的

关系，但是结合第（2）列的回归结果显示，FAR2 的相关系数为负，且通过了显著性检验，即证实了倒 U 型图像。这就反映了公司金融资产比例对公司经营绩效的正向影响存在一个临界值，当超过了这个临界值，企业金融化对公司经营绩效会产生负向影响。由此可见，通过了模型的稳健性检验。

表 4-8 替换变量回归结果

	(1)	(2)
FAR	4410.0*** [247.0792]	13898.7*** [773.7398]
FAR2		-15146.5*** [1.2e+03]
GOI	3996.9*** [98.9716]	3990.2*** [98.6259]
SIZE	673.9*** [32.9198]	661.6*** [32.8181]
OC	89.17*** [2.2254]	89.63*** [2.2178]
ALT	-13573.5*** [216.9114]	-13526.3*** [216.1816]
_cons	-5737.5*** [699.9450]	-6543.6*** [700.2685]
N	23601	23601
adj.R ²	0.3296	0.3343
AIC	469963.0	469798.2
BIC	470011.4	469854.7

Standard errors in brackets

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

(3) 添加多模型回归

为了比较回归分析，检验模型的稳健性，本文纳入了三个模型作为结果可靠

性的额外指标：混合 Ols 模型、随机模型和固定效应模型，结果在表 4-9 中列出。所有三个模型都显示出金融资产比例和企业经营绩效之间的正相关关系，即在某种程度上企业金融化对企业的经营绩效有积极影响，并且它们通过了显著性检验。同时，结果显示了金融资产比例的平方项与企业经营绩效之间的负相关关系，这在 1% 的置信水平上是显著的。这也证实了企业金融化超过了一定的水平时，对经营业绩会产生一定的抑制作用，再次证实了企业金融化和经营绩效之间存在的倒“U”型关系。

表 4-9 多模型回归结果

	(1)	(2)	(3)
	Ols	Fe	Re
FAR	0.117*** (0.007)	0.079*** (0.008)	0.089*** (0.007)
FAR2	-0.129*** (0.011)	-0.085*** (0.012)	-0.098*** (0.010)
GOI	0.052*** (0.001)	0.050*** (0.001)	0.050*** (0.001)
SIZE	0.011*** (0.000)	0.003*** (0.001)	0.006*** (0.001)
OC	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
ALT	-0.148*** (0.002)	-0.149*** (0.004)	-0.148*** (0.003)
_cons	-0.223*** (0.008)	-0.037** (0.015)	-0.118*** (0.012)
N	21847.000	21847.000	21847.000
r2	0.325	0.253	
r2_a	0.325	0.131	
Prob>chi2=0.0000			

Standard errors in parentheses

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

5 结论与建议

5.1 研究结论

本文以制造业上市公司的资产金融化为研究对象，以金融资产占比作为总资产金融化的代表指标，评估中国制造业上市公司的金融化水平。并进一步分析了企业金融化对企业经营绩效的影响。同时选取了 2010 年至 2021 年制造业上市公司的样本数据，分析了企业金融化对制造业上市公司经营绩效的影响，并得出以下结论：

(1) 公司适度持有金融资产，在短期内对其经营业绩有积极影响。此外，公司的营业收入增长率和股权集中度越高，资产金融化对其短期业绩的积极贡献越强。但相对于公司规模而言，总负债与总资产的比率越高，这种贡献就会越受到减弱。

(2) 公司持有的金融资产超过一定的门槛，会对公司的财务业绩产生负面影响。此外，债务比率的增加也加强了企业金融化对制造业上市公司经营绩效的抑制作用。

(3) 企业金融化对公司业绩的影响因公司性质的不同而不同。对于国有企业和外资企业来说，融资对公司业绩的影响是倒“U”型的，而且对于外资企业来说影响更大。反之，对民营企业而言，企业金融化与公司经营绩效之间呈“U”形关系，也就是较轻地企业金融化，会给公司业绩带来负面影响，且更严重的企业金融化对于绩效具有积极的作用。

总之，中国制造业上市公司的金融化应该适度，以确保其对企业经营绩效产生最佳的积极影响，从而促进中国实体经济的发展。

5.2 对策建议

5.2.1 公司层面

(1) 适度金融化

对于制造业企业本身，应该从自身出发在资金管理方面进行管控，以防出现资金投资偏离主线，出现主要业务放轻，金融投资过重的现象。企业应完善资金链管理，在做出重要投资举措决定时分析资金链投资现状，始终以金融投资为辅，

实体发展为主的模式发展。

制造业企业要结合自身资金链情况，观察市场走向，合理分配金融资产的数量与品种，积极利用金融资产投资获益。同时，应谨防金融资产过多对提高经营业绩的抑制作用，提高资本利用率和管理能力。企业自身可以利用经营金融业务提高资金管理效率，获得一定的收益。另外，产业与金融的融合也可根据相关规定进行，取得竞争优势，增强可持续发展的能力，但是不应一味地追逐短期利益，过于从事金融投机，破坏了企业核心业务的开展。

(2)积极转型升级

当企业的资本结构处于一个比较均衡的状态时，就能更好地实现企业的多元化经营，寻找新的盈利增长点，从而提升企业的经营绩效。在这种“恶劣”的竞争环境中，如何找到新的盈利增长点，就显得尤为重要。一方面，制造业企业要具有一定的前瞻意识，加大技术创新的空间，用新的产品或服务来推动传统制造业的转型和现代化进程，这对提升制造业上市公司的盈利能力有很大帮助。另一方面，制造业企业要不断优化企业治理结构。为了有效地改善制造业企业的治理结构，首先要对企业薪酬合同进行优化，增强企业薪酬合同中企业经营业绩与经理报酬之间的敏感度和相关性，从而提高企业管理效率和经济效益。其次，要完善董事会的功能，特别是要强化董事会对财务投资事项的审计监督，以确保管理层的有效监督。最后，要进一步完善我国制造企业的股权结构，避免大股东在公司中进行短期的投机性套利行为，从而有效地维护股东权益。

此外，还可以引入新的生产方式，使用新的生产技术，来降低生产成本和生产周期，缩小实际资本和金融资本之间的利润差异，减少制造业上市公司利用金融活动进行投机的倾向，逐渐将制造业上市公司的工业资本回归本源，将注意力集中在实际经营活动上，从而推动公司的持续健康发展。

(3)引进多元人才

在制造业上市公司普遍金融化的趋势下，金融技能对制造业企业显得非常重要。对于制造业的金融化趋势，金融业人才的短缺就显得极为明显。制造业前所未有的需求金融业人才，人才的短缺使制造业企业的金融化屡屡碰壁。目前金融业利润率急剧上升，而这更加剧了社会利润分配的不均衡。从而不仅导致大量资本因价格差异而流入金融业，而且由于金融业的高薪，大量优秀人才在金融业工作，而不是在传统制造业工作。因此金融业人才的引入就是制造业金融化的必然选择，所以鼓励制造业企业开设融资类相关岗位，并设置相应的晋升渠道和激励

机制鼓励金融业人才留在制造业发展。有金融业人才的引进，可使制造业的金融化更加符合本身的发展，从而避免因金融化过度而导致的背离本身实体经济的发展。

另一方面，制造业本身主营业务的发展也需要不停的创新。为了鼓励创新人才，在公司层面应该制定科学合理的激励制度，以激励和奖励为主要手段鼓励创新成果。同时，应该加强对创新人才的支持力度，加强教育和培训工作，鼓励他们参加国内外学术交流活动，为他们提供更多的机会和资源；积极开发创新资源，加强对创新人才的培养和引进；加强对创新成果的保护，加大知识产权保护力度。

5.2.2 政府层面

(1)完善资本市场，加快产业结构调整

作为市场监管者和国家发展的领导者，政府应该在协调和引导所有参与者的发展方面发挥积极作用。制造业企业大量投资金融资产的原因之一是自身利润率的下降，以及相比之下，金融业高额的投资回报远远高于制造业企业。因此，如果实体经济要回到正常的增长轨道，减少各部门之间的投资回报差异，为企业发展创造一个公平的竞争环境，并帮助企业重拾信心，让他们相信他们有能力在实体经济中取得成功才是至关重要的。这必须充分发挥市场监管机构的作用，制定完善的政策来遏制金融投机，将更多的资源用于发展实体经济，防止制造业企业在股市中投入过多的资金。政府旗帜鲜明地谋求 GDP 快速增长，同样会带来严重问题，例如产能过剩，造成了制造业总体生产利润的减少。因此，应积极改善产能过剩的状况，加快结构调整步伐。

具体说来，为了鼓励制造业企业更多地将资金投入到实体经济中，政府应从宏观的角度进行调控，通过政策扶持等手段引导制造业企业放缓金融化的步伐，将步伐调向实体投资。那么政府要加快完善对实体投资补贴的相关政策，适度加大手段和力度，从而营造良好的投资氛围，以期提高制造业公司对产业投资的积极性。通过政策调控为制造业企业的发展营造良好的经营环境。在此基础上，国家还可以从加快产业结构调整和提高实体经济效率两个方面对企业融资进行约束，以缩小主要产业与次要产业间的利益差距。同时，不断加大对制造业企业的扶持力度，达到引导其提高对新技术、新产品的投入力度，从而助力主营经济的发展。

(2)完善金融监管体系

在经济发展进入新常态的背景下，实体产业增速减缓，利润变薄，边际红利

的空间变小。企业为了维持自身的经营稳定性，会选择使用金融投资来提升短期业绩，从而获取更高的收益。但是，要想让企业把更多的资金投入到实业产业发展而非金融投资中，就需要为实体经济的可持续发展创造一个良好的环境。只有这样才能让企业更好地开展业务，并且能够有效地抵抗风险，从而实现稳健发展。

政府应当采取有效措施，加强金融稳定，防止公司过度金融化，以避免造成金融风险的积聚和金融危机的发生。企业持有金融资产是合理的，但是政府应当加强对企业的监管，确保企业不会过度金融化，并在合理、适当的范围内持有金融资产。具体来说，政府可以采取各种措施加强监管，如出台相关法律法规，确保企业持有的金融资产符合法律规定；加强对企业的监督，要求企业定期提交财务报告，接受审计；加强对企业财务信息的披露，要求企业定期公布财务报告摘要等。

从另一角度出发，由于不同企业经营现状差距很大，政府需要采取分层次的监管措施，针对不同的企业类型，采取不同的“对症”监管措施，以达到更好地促进经济发展的目的。具体来说，对于经营状况良好但资金周转困难的公司，政府需要积极拓展融资渠道，以减少资金占用；对于那些单纯依靠金融工具进行套利，忽视工业发展的公司，政府应该加大信息披露力度，并推动其整改。此外，政府还应该采取税收减免和技术补贴的形式来鼓励企业在工业领域投资。综合以上措施加强金融体系建设，提高金融服务于实体经济的能力。

因此，政府主管部门应加强对金融市场的监管，扩大制造业企业的直接融资渠道，缓解制造业企业融资受限的问题。同时，还要保护制造业企业的上市前景，对企业的直接融资进行监管，严格控制制造业企业金融化现象，使其从金融市场获得融资后将资金投入到实际业务中，而不是继续投资于金融市场。

参 考 文 献

- [1]Burak A.G.,Malmendier U.,Tate G. Financial Expertise of Directors[J]. Journal of Financial Economics, 2008,(88): 323-35.
- [2]Crotty.The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era.[J],2002.
- [3]Demir F. Financial liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of RealSectors in Emerging Markets[J]. Journal of Development Economics,2009,88(2): 314-324.
- [4]Ewa K. Corporate financialization in South Africa: From investment strike to housing bubble[J]. Competition & Change,2018.
- [5]G Arrighi. The Long Twentieth Century: Money,Power,and the Origins of Our Times. London: Verso,1994.
- [6]James Crotty. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Modern Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. In Financialization and the World Economy, by Epstein, G.,Northampton, MA: Edward Elgar,2005.
- [7]Krippner G. Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance[M]. Cambridge, MA, Harvard University Press,2011.
- [8]Orhangazi O.Financialization of the U.S.economy and its effects on capital accumulation:Atheoretical and empirical investigation[D].Boston:The Graduate School of the University of Massachusetts,2006.
- [9]R Dore. Stock Market Capitalism and Its Diffusion [J]. New Political Economy, 2002(07—17).
- [10]S Amin. Obsolescent Capitalism[M]. London and New York: Zed Books, 2003.[8] Demir F. Financial liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of RealSectors in Emerging Markets[J]. Journal of Development Economics, 2009, 88(2): 314-324.
- [11]Stockhammer,E. Financialization and the slowdown of accumulation[J]. Cambridge Journal of Economics, 2004, 28(5),719-741.

- [12]Stockhammer,E.&Grafl,L.Financial uncertainty and business investment [J].
Review of Political Economy,2010,22(4):551-588.
- [13]Tobin, Money and economic growth. Econometrica: Journal of the Econometric Society[J], 1965, 671- 684.
- [14]曹伟,綦好东,赵璨.企业金融资产的配置动机:基于产权性质与异质性股东参股的分析[J/OL].中国工业经济, 2023 (02): 150-168.
- [15]陈洋林,蒋旭航,张长全.实体企业金融化与创新投入的非线性效应研究[J].中央财经大学学报,2023(01):69-80.
- [16]崔超.上市公司金融化的财务影响研究[D]:北京,北京科技大学,2016.
- [17]顾海峰,张欢欢.企业金融化、融资约束与企业创新——货币政策的调节作用[J].当代经济科学,2020,42(05):74-89.
- [18]鲁春义,丁晓钦.经济金融化行为的政治经济学分析——一个演化博弈框架[J].财经研究,2016,42(07):52-62+74.
- [19]王宇伟, 范从来. 企业部门的货币持有与中国货币化率的变动——来自微观层面的经验证据 [J]. 中国工业经济, 2016, (7): 5-22.
- [20]魏文江.金融发展与资金“脱实向虚”问题研究[J].西南金融,2019(07):28-35.
- [21]胡振良. 跨国集团在经济金融化中的作用[J]. 国外理论动态, 1999, (8): 12-15.
- [22]晋盛武,何珊珊.企业金融化、高管股权激励与研发投入[J]. 科技进步与对策,2017,34(22),78-84.
- [23]梁天伟. 制造业上市公司资产金融化对公司绩效的影响[D]:河北,河北大学,2022.
- [24]蔺元. 我国上市公司产融结合效果分析——基于参股非上市金融机构视角的实证研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(5): 153-160.
- [25]刘笃池,贺玉平,王曦.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 .
- [26]彭丽群.金融化对我国上市公司经营绩效的影响研究[D]:山东,山东农业大学,2021.
- [27]皮蕙菡.实体企业金融化与企业经营绩效[J].工程经济,2022,32(10):4-17.
- [28]宋军.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(6).
- [29]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.

[30]徐珊.金融资产持有对非金融企业经营绩效的影响[J].山西财经大学学报,2019,41(11):27-39.

[31]许志勇,潘攀.公司成长视角下金融化对经营绩效的影响研究[J].人民论坛·学术前沿,2018(06):100-103.

[32]张成思.中国实业投资率下降之谜：经济金融化视角[J].经济研究,2016.

[33]张瑾.非金融业上市企业持有金融资产规模影响因素探究[D]:上海,上海交通大学,2013.

[34]张敏.股权性质、企业金融化与经营绩效[J].商业会计,2020(07):67-71.

[35]张文中.企业金融化：动机、影响及控制[J].新疆财经,2004,(3):20-22.