

金融化对制造业企业财务绩效的影响

□文 / 邓叶楠

(江苏科技大学经济管理学院 江苏·镇江)

[摘要] 近年来,制造业企业金融化受到广泛关注。以 A 股制造业企业为研究样本,考察制造业企业配置不同类型金融资产对财务绩效的影响。研究表明:东部地区制造业企业配置短期金融资产对财务绩效的正向影响显著,制造业企业配置长期金融资产对财务绩效的负向影响显著,总体而言,金融化对制造业企业的财务绩效产生显著的负向影响。研究结论能够为制造业企业合理配置金融资产提供一定参考。

关键词:企业金融化;长期金融资产;短期金融资产;财务绩效

中图分类号:F275;F83 文献标识码:A

收录日期:2023 年 4 月 5 日

近年来,我国制造业企业越来越青睐于金融投资。本文从金融资产再分类的角度,考察配置不同类型的金融资产是否会对制造业企业的财务绩效产生不同的影响,为制造业企业进行金融资产配置决策和政府部门调整金融体系监管政策提供一定的参考。

一、研究假设

(一)制造业企业配置短期金融资产对财务绩效产生正向影响。受宏观经济和整体市场环境的影响,我国制造业企业主营业务的业绩有所下滑、财务绩效有所下降,而配置短期金融资产一方面可以获得一定的投资收益,一定程度上缓冲主营业务业绩下滑带来的不利影响,从而吸引外部投资;另一方面可以实现一定的资金储蓄,在企业资金周转出现困难时,及时出售易于变现的短期金融资产,从而调节企业资金流转,应对资金的周转困难。基于以上分析,本文提出假设 H1:

假设 H1: 制造业企业配置短期金融资产对财务绩效产生正向影响

(二)制造业企业配置长期金融资产对财务绩效产生负向影响。根据投资替代理论,企业的资源总量是一定的,制造业企业持续配置长期金融资产,将会挤占原本应当投入到规模扩张、技术迭代和质量升级等实业经营方面的资金,导致技术创新和产品研发的投入不足,弱化核心业务;同时,金融资产的高收益往往伴随着较大的不确定性和波动性。然而,制造业企业通常不会配置专业的金融风控部门,一旦企业所配置的金融资产发生大幅度的减值,将对企业的财务绩效造成极大的打击。基于以上分析,本文提出假设 H2:

假设 H2: 制造业企业配置长期金融资产对财务绩效产生负向影响

(三)制造业企业金融化对财务绩效产生负向影响。由于长短期金融资产本身具有特性差异,两者给制造业企业的财务绩效带来的影响也会有所不同,但企业金融化带给制造业企业的负面影响更大。微观层面来看,随着实体经济营业利润率持续

走低,企业更加倾向于能够迅速攫取超额利润的金融投资,一味地依赖金融收益,持续性地损伤实体经营投资意愿,长此以往将会挤压主营业务空间,打击企业的核心竞争力,不利于企业财务绩效的稳定增长;宏观层面来看,规模化、深度化、持续化的企业金融化现象将会滋生股票市场的泡沫,势必对制造业企业财务绩效造成冲击。基于以上分析,本文提出假设 H3:

假设 H3: 制造业企业金融化对财务绩效总体产生负向影响

二、研究设计

(一)样本选择与数据来源。本文根据 2012 年证监会修订的《上市公司行业分类指引》界定制造业企业,以 A 股制造业上市公司为研究对象,剔除 ST 公司和缺失严重的数据后,最终得到 17,615 个研究数据。本文数据来源于国泰安数据库(CSMAR)及 2011~2020 年 A 股制造业上市公司的年报,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。

(二)模型构建与变量定义。考虑到时间层面不随个体变化的影响,本文构建时间固定效应模型(1)来检验制造业企业金

表 1 财务绩效指标及计算公式一览表

序号	指标名称	计算公式
1	加权平均净资产收益率(ROE)	净利润/平均净资产
2	总资产周转率(TAT)	营业收入/平均资产总额
3	存货周转率(ITR)	营业成本/平均存货余额
4	速动比率(ATR)	速动资产/流动负债
5	净利润率(PMS)	净利润/营业收入
6	资产负债率(DAR)	负债总额/资产总额
7	总资产报酬率(RTAR)	(利润总额+利息支出)/平均资产总额
8	应收账款周转率(RTR)	营业收入/平均应收账款余额
9	每股收益(RPS)	净利润/股本总数
10	每股净资产(APS)	净资产/股本总数

融化对财务绩效的影响。

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

F 代表财务绩效, Finance 代表企业金融化, Control 代表控制变量, t 代表会计年度, Year 代表时间效应。

1、被解释变量: 财务绩效(F)。使用学界常用的因子分析法进行度量, 选取指标及其具体计算公式如表 1 所示。(表 1)

因子分析的具体过程省略, 此处仅呈现因子分析所得的各成分系数得分矩阵如表 2 所示。(表 2)

根据成分得分系数计算各公因子的得分, 以方差百分比为权重, 加权计算企业财务绩效的综合得分, 具体计算公式为:

$$F = (28.021\%F_1 + 22.061\%F_2 + 12.870\%F_3) / 62.951\%$$

2、解释变量: 企业金融化 (Finance)。本文借鉴刘景卿 (2021) 和赵彦锋 (2021) 等的做法, 使用金融资产占总资产的比重来表征企业的金融化水平。考虑到企业未持有金融资产对研究的影响, 本文借鉴李泉等 (2022) 的做法, 特别设置 Enter 变量对此进行考察, 企业持有金融资产为 1, 不持有为 0, 并以金融资产持有是否超过一个会计年度为根据进行金融资产的再分类, 长短期金融资产各自具体所含科目如表 3 所示。其中, “可供出售金融资产”和“持有至到期投资”两个科目于 2018 年

表 2 成分得分系数矩阵

成分	F ₁	F ₂	F ₃
ROE	-0.074	0.298	0.068
TAT	-0.056	0.033	0.422
ITR	0.101	-0.108	0.499
ATR	0.348	-0.150	0.055
PMS	0.327	0.057	-0.013
DAR	-0.359	0.077	-0.302
RTAR	0.253	0.160	0.201
RTR	0.069	-0.035	0.352
RPS	-0.050	0.420	-0.080
APS	-0.064	0.416	-0.142

表 3 金融资产分类及科目一览表

分类	科目 (2010~2018)	科目 (2019~2020)
长期金融资产	可供出售金融资产	其他债权投资+其他权益工具投资
	持有至到期投资	债权投资
	长期股权投资	长期股权投资
	投资性房地产	投资性房地产
短期金融资产	交易性金融资产	交易性金融资产
	衍生金融资产	衍生金融资产

表 4 控制变量名称、符号及计算方法一览表

序号	变量名称	变量符号	计算方法
1	企业规模	Size	资产总额的自然对数
2	企业性质	Nature	国有企业为 1, 否则为 0
3	独董比例	Indual	独董数量占董事会成员数量的比例
4	公司年龄	Age	Ln[1+(当年-公司成立年份)]
5	董事会规模	Bsize	董事会成员数量的自然对数
6	股权集中度	Top_1	第一大股东持股比例

会计准则之后不再使用, 本文借鉴杜勇等 (2022) 的做法选取相应科目进行了替代。(表 3)

3、控制变量(Control)。本文借鉴胡奕明 (2017) 和阳阳 (2021) 等的做法, 尽可能全面地将相关影响因素纳入研究范围以提高研究结果的精确程度, 选取控制变量及其具体计算公式如表 4 所示。(表 4)

(三) 描述性统计。使用 IBM SPSS Statistics26.0 对样本数据进行标准化处理, 如表 5 所示。2011~2020 年 17,615 家 A 股制造业企业的被解释变量财务绩效得分最大值为 76.617, 最小值为 0.061, 方差为 8.615, 表明企业间的财务绩效差异显著; 解释变量中, 企业金融化均值为 0.7, 表明 70% 的制造业企业持有金融资产; 长期金融化和短期金融化的最小值均为 0, 但最大值和均值有所不同, 表现在长期金融化水平高于短期金融化水平, 表明相较于短期金融资产, 制造业企业倾向于持有收益更高、风险更大的长期金融资产, 企业进行金融投资的可能动机是投机套利而非资金储蓄; 控制变量中, 股权集中度的方差较

表 5 描述性统计一览表

变量	最大值	最小值	均值	方差
F	76.617	0.061	3.866	8.615
Enter	1.000	0.000	0.700	0.457
Fin_long	0.410	0.000	0.042	0.071
Fin_short	0.290	0.000	0.013	0.045
Top_1	72.220	9.080	33.836	14.047
Size	25.420	19.750	21.940	1.167
Nature	1.000	0.000	0.270	0.442
Bsize	2.560	1.610	2.116	0.187
Indual	0.570	0.330	0.374	0.055
Age	4.174	1.946	3.153	0.225

表 6 回归结果一览表

变量	F		
Enter	-0.064*** (-8.313)		
Fin_long		-0.016** (-2.045)	
Fin_short			0.011 (1.494)
Top_1	0.053*** (6.937)	0.059*** (7.743)	0.060*** (7.975)
Size	0.127*** (15.133)	0.111*** (13.632)	0.110*** (13.513)
Nature	0.056*** (6.768)	0.056*** (6.715)	0.056*** (6.702)
Bsize	-0.018* (-1.829)	-0.015 (-1.578)	-0.014 (-1.410)
Indual	-0.019** (-2.084)	-0.019** (-2.053)	-0.019** (-2.023)
Age	0.047*** (6.052)	0.047*** (6.053)	0.046*** (5.922)

注: 括号内为 t 值; *, **, *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平, 下同

大、差异显著,企业规模、公司年龄、董事会规模和独董比例的差异较小,企业性质的均值为 0.270,表明研究样本的非国有企业居多,与制造行业的现状吻合。(表 5)

三、实证分析

(一)假设检验。通过回归分析对研究假设进行检验,表 6 报告了配置不同类型的金融资产对制造业企业财务绩效的影响结果。如表 6 所示,配置短期金融资产虽然对制造业企业的财务绩效产生了正向影响,但该影响不显著,假设 H1 未能得到有效验证;配置长期金融资产在 5%的水平上对制造业企业的财务绩效产生显著的负向影响,假设 H2 得到验证;企业金融化在 1%的水平上对制造业企业的财务绩效产生显著的负向影响,假设 H3 得到验证。(表 6)

(二)进一步分析。为了进一步探究配置短期金融资产对制造业企业财务绩效的影响,本文对研究样本进行再分类,依照国家统计局地区划分方法,将全国除港澳台之外的 31 个省市自治区分为东中西部和东北地区,并对上述四个地区的短期金融资产与财务绩效进行再分析,分析结果如表 7 所示。样本量占比为 66.9%的东部地区短期金融化在 1%的水平上对财务绩效产生显著的正向影响,该结果符合假设 H1,其他三个地区的数据影响上文总体的结果表达,样本量占比为 28.9%的中部和西部地区短期金融资产对财务绩效虽然产生正向影响,但结果并不显著,样本量占比为 4.2%的东北地区短期金融资产对财务绩效产生不显著负向影响。(表 7)

东部地区的制造业企业数量众多,市场竞争更加激烈,一方面企业出于及时调整经营战略和商品生产的经营诉求对资金的储备有着更高的需求;另一方面金融机构借贷审核的门槛更高,使得企业通过短期金融资产配置进行资金储备的动机更加强烈,短期金融投资对实业经营的反哺效率也会更高。相对而言,中部、西部和东北地区的上市公司能够较为充分地享受到当地的金融资源,资金需求没有那么紧张,因此短期金融资产对财务绩效的促进作用并不显著。

(三)稳健性分析。通过前文实证分析,本文考察制造业企业金融化情况对财务绩效的影响,但从作用机制上来说,财务

表 7 各地区短期金融资产对制造业企业财务绩效的回归结果一览表

变量	F_east	F_mid	F_west	F_northeast
Fin_short	0.024*** (2.643)	0.001 (0.037)	0.014 (0.700)	-0.040 (-1.111)
Top_1	0.074*** (8.059)	0.022 (1.076)	0.064*** (3.127)	0.150*** (3.763)
Size	0.095*** (9.575)	0.062*** (2.905)	0.205*** (9.297)	0.066 (1.579)
Nature	0.065*** (6.399)	0.006 (0.280)	0.019 (0.886)	0.082* (1.948)
Bsize	-0.033*** (-2.749)	-0.032 (-1.312)	0.039 (1.585)	-0.076 (-1.584)
Indual	-0.016 (-1.392)	-0.062*** (-2.691)	0.035 (1.512)	-0.165*** (-3.495)
Age	0.039*** (4.090)	0.044** (2.146)	0.044** (2.147)	0.116** (2.873)
样本量	11780	2702	2395	738

绩效的高低反过来也会影响企业的金融化决策,因此本文可能存在二者互为因果的内生性问题。为检验上述实证结果的稳健性,本文借鉴彭俞超等(2018)的做法,运用倾向得分匹配法(PSM)处理样本数据,以控制变量和时间变量为解释变量,以金融化水平、长期金融化和短期金融化分别为被解释变量,通过 logit 回归计算倾向得分值,定义设置金融资产的企业为实验组,未设置金融资产的企业为对照组,根据倾向得分值将实验组与对照组进行匹配后检验前文的回归结果是否稳健。本文设置匹配容差为 0.05,采用一对一的最近邻匹配,对东部地区的制造业企业数据进行匹配后的回归分析结果显示,短期金融化系数为 0.038,在 5%的水平上显著为正($t=2.423$);长期金融化系数为-0.032,在 1%的水平上显著为负($t=-2.869$);企业金融化系数为-0.058,在 1%的水平上显著为负($t=-4.789$),说明在考虑内生性问题之后,本文的实证结果依然稳健。

四、结论与建议

制造业是国民经济的主体,制造业企业金融化对国家制造强国战略的实施、制造产业的转型升级和微观企业的经营均有着重要影响。本文研究发现:(1)东部地区制造业企业配置短期金融资产对财务绩效产生正向影响;(2)制造业企业配置长期金融资产对财务绩效产生负向影响;(3)制造业企业金融化对财务绩效总体产生负向影响。

结合上述研究结论,本文对制造业企业金融资产配置和政府部门金融监管调整提出以下建议:一是制造业企业应当积极响应政府部门“脱虚向实”号召,务实发展,注重创新能力的提升和主营业务的发展,从公司自身发展需要出发,结合长短期不同金融资产的属性,对于金融投资进行理性权衡,适当配置短期金融资产保障企业的投资效益和资金需求,避免不合理的长期金融资产挤占实体经营的资源,切实发挥合理金融投资对财务绩效提升的牵引作用。二是政府部门应当立足经济发展的重大变化,一方面改善实体投资环境,引导制造业企业回归实体经济;另一方面持续深化金融体制改革,增强银行机构对设备更新、技术改造和绿色转型发展方面的企业需求,适当扩大中长期贷款和信用贷款规模,保险机构对知识产权、科研物资和科研成果加大保障力度,为制造业企业转型升级和科技研发提供长期稳定的资金支持。

主要参考文献:

[1]刘景卿,李璐. 实体企业金融化对金融稳定的影响研究[J]. 经济学家,2021(03).
[2]赵彦锋. 实际控制人境外居留权会加剧实体企业金融化吗?[J]. 中南财经政法大学学报,2021(02).
[3]李泉,肖红梅. 实体企业金融化对公司绩效的影响研究[J]. 兰州学刊,2022(02).
[4]杜勇,王婷. 非 CEO 高管独立性与实体企业金融化[J]. 上海财经大学学报,2022. 24(03).
[5]胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”? 来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究,2017. 52(01).
[6]阳珩,刘姝雯,徐照宜,王青松. 企业金融化对企业业绩的影响研究:基于期限结构异质性视角[J]. 会计研究,2021(09).
[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).