

**本科毕业设计（论文）**

**金融化对制造业企业绩效的影响**

|  |  |
| --- | --- |
| 学部（学院） | 经济与管理学部 |
| 专业班级 | 财管20-1班 |
| 学生姓名 | 张鑫 |
| 学号 | 202008190135 |
| 导师姓名 | 杨丽 |

|  |
| --- |
|  |

2024 年 5 月 9 日

**本科毕业设计（论文）**

**金融化对制造业企业绩效的影响**

|  |  |
| --- | --- |
| 学部（学院） | 经济与管理学部 |
| 专业班级 | 财管20-1班 |
| 学生姓名 | 张鑫 |
| 学号 | 202008190135 |
| 导师姓名 | 杨丽 |

2024 年 5 月 9 日

|  |
| --- |
|  |

**齐鲁工业大学本科毕业设计（论文）**

**原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的毕业设计（论文），是本人在指导教师的指导下独立研究、撰写的成果。设计（论文）中引用他人的文献、数据、图件、资料，均已在设计（论文）中加以说明，除此之外，本设计（论文）不含任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。对本文研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确说明并表示了谢意。本声明的法律结果由本人承担。

　　　　　　　　　　　　　　　 毕业设计（论文）作者签名：

　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　年　　月　　日

**齐鲁工业大学本科毕业设计（论文）**

**使用授权说明**

本毕业设计（论文）作者完全了解学校有关保留、使用毕业设计（论文）的规定，即：学校有权保留、送交设计（论文）的复印件，允许设计（论文）被查阅和借阅，学校可以公布设计（论文）的全部或部分内容，可以采用影印、扫描等复制手段保存本设计（论文）。

指导教师签名：　　　　　　　　　　 毕业设计（论文）作者签名：

　　　　　　年　　月　　日　　　 　　　　　　　　　　　　年　　月　　日

**目 录**

[摘 要 I](#_Toc166139788)

[ABSTRACT II](#_Toc166139789)

[第1章 绪论 4](#_Toc166139790)

[1.1研究背景 4](#_Toc166139791)

[1.2 研究目的 5](#_Toc166139792)

[1.3研究意义 5](#_Toc166139793)

[1.3.1理论意义 5](#_Toc166139794)

[1.3.2现实意义 6](#_Toc166139795)

[1.4研究思路及研究方法 6](#_Toc166139796)

[1.4.1研究思路 6](#_Toc166139797)

[1.4.2研究方法 6](#_Toc166139798)

[1.5文献综述 7](#_Toc166139799)

[1.5.1关于企业金融化定义的相关研究 7](#_Toc166139800)

[1.5.2关于企业金融化动因的相关研究 7](#_Toc166139801)

[1.5.3关于企业金融化度量的相关研究 8](#_Toc166139802)

[1.5.4关于企业金融化对经营绩效的影响的相关研究 8](#_Toc166139803)

[1.5.5文献评述 9](#_Toc166139804)

[第二章 理论基础及相关界定 9](#_Toc166139805)

[2.1蓄水池理论 9](#_Toc166139806)

[2.2投资替代理论 10](#_Toc166139807)

[2.3委托代理理论 10](#_Toc166139808)

[2.4挤压效应理论 11](#_Toc166139809)

[第三章 制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响理论分析 12](#_Toc166139810)

[3.1制造业上市公司金融化的原因分析 12](#_Toc166139811)

[3.2制造业上市公司金融化对经营绩效的影响 12](#_Toc166139812)

[第四章 制造业金融化的现状 13](#_Toc166139813)

[4.1制造业企业平均盈利情况 13](#_Toc166139814)

[4.2制造业企业金融化的程度 14](#_Toc166139815)

[第五章 制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响实证分析 15](#_Toc166139816)

[5.1指标选取 15](#_Toc166139817)

[5.1.1解释变量 15](#_Toc166139818)

[5.1.2被解释变量 16](#_Toc166139819)

[5.1.3控制变量 16](#_Toc166139820)

[5.2样本选取与数据处理 17](#_Toc166139821)

[5.3 模型设计 18](#_Toc166139822)

[5.4实证分析 18](#_Toc166139823)

[5.4.1描述性统计分析 18](#_Toc166139824)

[5.3.2相关性分析 20](#_Toc166139825)

[5.3.3模型选取检验 21](#_Toc166139826)

[5.3.4回归分析 21](#_Toc166139827)

[5.3.5异质性分析 23](#_Toc166139828)

[5.3.6稳健性分析 24](#_Toc166139829)

[第六章 结论与建议 26](#_Toc166139830)

[6.1研究结论 26](#_Toc166139831)

[6.2对策建议 26](#_Toc166139832)

[6.2.1政府层面 26](#_Toc166139833)

[6.2.2 企业层面 27](#_Toc166139834)

[参考文献 28](#_Toc166139835)

[致 谢 31](#_Toc166139836)

[附 录 32](#_Toc166139837)

# 摘 要

实体经济的金融化是指企业的利润较多来源于金融领域而不是实体业务的生产贸易，或者企业资产配置中金融资产比重不断提髙的现象。本篇论文就金融化对制造业企业绩效的影响展开探究。本研究选取了2014年至2023年期间中国全部A股制造业上市公司的数据，共计3640家企业。采用固定效应模型进行回归分析，以金融资产比例作为企业金融化程度的衡量指标，研究了金融资产结构对总资产净利润率的影响。在控制了公司规模、股权集中度、资本结构和营业收入增长率等变量后，发现金融资产结构与总资产净利润率呈现倒U型关系。这一发现表明，适度的金融化对制造业企业的资产收益具有积极影响，而过度的金融化可能会导致制造业陷入经济危机。最后，从制造业企业自身和政府两个角度出发，提出相应的政策建议，如政府可以通过完善对实体投资补贴、对企业加强监管来避免企业过度金融化，相关企业应根据自身发展情况合理配置金融资产，同时也应建立健全的风险评估和管理体系，以识别、评估和控制金融活动可能带来的风险。

**关键词：**金融化；制造业；企业绩效；固定效应模型

# ABSTRACT

Financialization of the real economy refers to the phenomenon that the profits of enterprises come more from the financial field than from the production and trade of the real business, or the proportion of financial assets in the asset allocation of enterprises is increasing. This thesis explores the impact of financialization on the performance of manufacturing enterprises. In this study, the data of all A-share listed manufacturing companies in China, totaling 3,640 companies, are selected for the period from 2014 to 2023. A regression analysis using a fixed-effects model was conducted to investigate the impact of financial asset structure on the net profit margin of total assets, using the proportion of financial assets as a measure of the degree of financialization of the firms. After controlling for the variables of firm size, equity concentration, capital structure and operating income growth rate, it is found that the financial asset structure has an inverted U-shaped relationship with the net profit margin of total assets. This finding suggests that moderate financialization has a positive impact on the return on assets of manufacturing firms, while excessive financialization may lead the manufacturing industry into an economic crisis. Finally, corresponding policy suggestions are put forward from the perspectives of both manufacturing enterprises themselves and the government, such as the government can avoid excessive financialization of enterprises by improving the subsidies for real investment and strengthening the supervision of enterprises, and the relevant enterprises should reasonably allocate their financial assets according to their own development, and they should also establish a sound risk assessment and management system in order to identify, assess, and control the risks that may be brought about by financial activities.

**Key words：**Financialization; Manufacturing industries; Firm performance; Fixed effects model

# 第1章 绪论

## 1.1研究背景

随着现代经济的迅速发展，企业朝着金融化方向发展已成为一种主流趋势。在我国，金融结构日益丰富，党的十九大报告强调将金融视为实体经济的重要支撑，不断深化对金融本质和规律的认识，促进了金融与实体经济之间良性循环的逐步形成。近年来，随着重点领域和薄弱环节金融服务不断加强，国家金融监督管理总局日前召开的党委扩大会议强调，要持续提升服务实体经济质效。把服务新质生产力作为关键着力点，加大对建设现代化产业体系的金融支持，助力培育新兴产业、未来产业，支持传统产业转型升级；健全绿色金融体系，支持打造绿色低碳发展高地，促进数字经济和实体经济融合发展。据金融管理部门数据显示，2020年以来，金融业GDP增加值总体有所回升，2022年达到8%。由此看出，经济出现“脱实向虚”且国民收入和财富分配向金融业倾斜。

实体经济的金融化是指企业的利润较多来源于金融领域而不是实体业务的生产贸易，或者企业资产配置中金融资产比重不断提髙的现象，因此通过依赖金融、房地产等非实体经济行业，能快速回笼资金，其金融系统效率更高，同时，少量的初始资金能形成更大的融资规模，金融杠杆水平也更高[1]。依据国家统计局发布的统计年鉴数据显示，在1999至2019这二十年期间，房地产开发的投资额从4000亿元激增至13.2万亿元，年均增速达到22.4%，这一增长率显著超过了工业、农业以及建筑业等其他主要行业的平均扩张速度。金融业的社会融资规模存量在2002年到2018年间，从14.9万亿增长到200.7万亿元，其中2009年的同比增速达到峰值34.9%[2]。在此期间，有不少企业为了获得高收益和分散企业风险，难以遏制投资欲望，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, 过度的金融化可能会导致金融流向金融产业，导致生产经营活动投入不足，从而限制了实体产业的发展，从而产生金融泡沫、系统性风险以及金融不平等等问题,造成一种虚假繁荣的假象[3]。 因此，必须平衡金融化的利与弊，并采取措施确保金融系统的稳健性和可持续性。

此外，目前制造业的发展作为我国主要核心产业之一。制造业是经济增长的重要引擎之一，首先，中国制造业的总产值一直占到GDP总值的 40%以上，中国制造业通常是国际贸易的主要参与者，出口制造品对于国家经济的外部平衡和国际竞争力至关重要[4]。截至2023年，我国制造业持续创新技术、提升劳动生产率，为整体经济增长注入了强劲动力，我国制造业增加值占全球近30%，连续14年保持全球第一的规模。先前，国务院推出了《中国制造2025》战略，明确将制造业视为国民经济的支柱产业，是工业化和现代化的主导力量，承担着国家安全和人民幸福的物质保障责任，也是评价国家综合经济实力和国际竞争力的重要标志。因此，如何将制造业金融化，从而促进制造业健康持续发展，注入经济活力是当前中国发展强国阶段不可避免的问题之一。

## 1.2 研究目的

为了促进制造业金融化的健康发展，防止产业的脱实向虚，从事金融、房地产等非主业投资活动，造成资金在金融领域内循环“空转”，导致实体产业“空心化”等问题的出现。Tulum等人(2018)认为，所有企业都面临创新与金融化之间的紧张关系，尤其是在美国的制药行业。从美国制药行业采用的高度金融化的商业模式中可以看出，股东价值意识形态进一步加剧了这种紧张关系[6]。金融化对企业绩效的影响一直是争论的主题，有研究表明，金融化企业的控股股东股权质押对未来主营业务绩效可能不会产生显著影响[7]。然而，通过对高管的股票补偿来激励股票回购已被确定为某些行业金融化的关键驱动因素，例如制药行业[8]。此外，数字金融的发展已被证明可以提高非金融企业的经营绩效，凸显了金融化与企业经营绩效之间复杂的相互作用[9]。此外，对公司金融化与ESG绩效之间的关系进行了探索，在金融化如何影响可持续性和ESG实践方面，发现了不同的结果[10]。在金融化经济中，短期优先事项往往优先于长期经济绩效，导致某些行业的结果令人失望，例如生物制药[11]。通过短期绩效指标衡量管理者的价值和贡献，进一步强化了这种短期关注，这可能会阻碍企业的技术创新。

总体而言，金融化对企业绩效的影响是一个涉及多种复杂因素的问题，需要进一步深入研究和分析。在金融化的背景下，金融投资对公司绩效的影响也是一个值得深入探索的领域。

## 1.3研究意义

### 1.3.1理论意义

本研究通过最新的数据，采用实证分析的方法研究企业金融化对经营绩效影响，虽然近年来一些学者已开始关注非金融企业的金融化行为，然而，这些研究主要集中于探讨企业金融化如何影响创新活动、研究与开发支出以及行业内的投资，而对于金融化如何作用于企业的经营业绩，尤其是在制造业领域，这方面的深入分析相对较少[12]。鉴于此，本项研究选取了中国的制造业上市公司为样本，采用理论结合实证的研究方法，旨在详尽探讨企业金融化对制造企业经营业绩的影响。

### 1.3.2现实意义

本研究的现实意义在于为公司金融与实体经济关系的研究提供了实证依据，同时也为相关研究方法上的创新做出了贡献。在本研究中，我们通过查询国泰安数据库，收集了2014至2023年间中国A股市场制造业上市企业的面板数据，包含其财务报告信息。利用固定效应模型，本文对中国制造业企业的财务状况和金融资本配置进行了详细分析。研究进一步探讨了金融化趋势如何影响企业的经营成果，旨在为制定有效的财务评价体系和保持合理的金融化程度提供指导和参考。

## 1.4研究思路及研究方法

### 1.4.1研究思路

本文通过查阅2014-2023年沪深A股全部制造业（参考2012年证监会行业分类标准）上市公司3640家财务报表的相关数据，根据相关的理论基础，使用固定效应模型，探究了金融资本结构对上市公司制造业总资产净利润率的影响，并在此基础上，对制造业如何把握好金融化程度以及如何提高竞争力进行探索。

本文共分为五部分，其文本结构划分与内容安排如下：

第一部分介绍分析了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，说明本研究的选题目的和选题意义。

第二部分介绍了企业金融化与企业绩效的理论基础，包括蓄水池理论、投资替代理论、委托代理理论和挤压效应理论等。

第三部分从理论角度研究了我国制造企业的金融资本结构与企业总资产利润率的关系，并分析了制造业上市公司金融化的动因。

第四部分则通过计量经济学方法对制造业上市公司金融化对经营绩效的影响进行了实证分析。

第五部分为全文的研究结论和基于结论提出的对策建议。

### 1.4.2研究方法

（1）文献研究法:在文章立意前期，通过多种方式,包括线下去图书馆查阅相关书籍、线上研读相关文献、线上浏览器搜索等各种方式丰富相关知识，了解目前的研究现状。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，以蓄水池理论、投资替代理论、委托代理理论、挤压效应理论为理论分析基础，总结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2014-2023 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 。

## 1.5文献综述

### 1.5.1关于企业金融化定义的相关研究

自上世纪八十年代以来，“金融化”一词也开始在学术界里广泛应用。然而在金融危机之后的几年里，金融化研究进入了一个新的阶段，2007-2008年的事件为金融系统的破坏性敲响了警钟，也提醒了人们，促使学术界对金融体系进行了更广泛的反思。“金融化”概念出现至今已超过半个世纪。20世纪60年代,垄断资本主义学派率先使用“金融化”概念, 观察金融化与资本积聚的交互作用揭示了资本主义经济体系中金融化逐渐增强的动向[13]。Sarcinelli则把金融化描述为跨国企业资本在全球金融市场的流动性趋势，并强调了金融化过度膨胀可能导致的金融泡沫问题。[14]。Krippner以及Stockhammer将非金融企业参与金融活动并从金融渠道获得更多利润的现象称为金融化[15]。根据 Dore的研究报告，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[16]。时至今日,它涵盖了不同时间框架下的许多过程、结构、实践和结果，并且随着界定范围不同也会表现出差异性。

### 1.5.2关于企业金融化动因的相关研究

在研究企业金融化动因上，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[17]。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[18]。张庆君和侯乐梅等人在研究制造业企业时发现了明显的金融化趋势，其中资本利益是其增加金融投资的主要目的[19]。另一方面，魏晓琴等的分析显示，企业金融化会对生产性资产造成“挤出效应”，从而降低企业价值[20]。而张成思等人的研究发现，企业金融化结构水平的上升会增加企业的财务风险[21]。

### 1.5.3关于企业金融化度量的相关研究

在探讨企业金融化的程度时，目前所采用的主要指标涉及利润和资产两方面。戴赜的研究表明，一个企业的金融化水平较高通常意味着其金融资产在总资产中所占比例较大，这也导致金融投资带来的利润在总利润中占有更大的份额[22]。Crotty等研究者使用了多个指标来刻画企业金融化的结构，包括金融资产与实物资产的比率、投资总回报与现金流的比率，以及金融与非金融企业利润的比较[23]。在这些研究的基础上，Orhangazi增加了金融资产与总资产比率的指标，使得度量体系更为全面[24]。而Demir在研究发展中国家的企业时，则偏好使用单一的指标——金融资产在总资产中的比例来衡量企业的金融化程度[25]。国内学者刘珺等最早采用企业金融投资与总资产之比度量我国企业金融化，与 Demir 不同的是，在研究中国上市公司的背景下，刘珺等学者对企业的金融投资行为进行了更细致的量化[26]；继而，宋军和陆旸在这项工作的基础上，将长期股权投资、金融衍生品、以及投资性房产等项目纳入企业金融化的评估指标中[27]。另一方面，张成思和张步昙则专注于企业的盈利能力，通过比较营业利润和金融投资收益的比例来对中国企业的金融化水平进行了评价[28]。

### 1.5.4关于企业金融化对经营绩效的影响的相关研究

在企业金融化对经营绩效的影响的相关研究上，Burak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[30]。Bonfiglioli认为企业金融化可以丰富企业的融资道路，进而促进实体产业的生产经营和绩效成绩的进步[31]。张敏则认为，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[32]。此外，有研究使用计量经济学分析，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。

### 1.5.5文献评述

制造业金融化是指制造企业越来越多地参与到金融投资活动中，使用其部分资金进行金融资产的投资，以期获得金融市场的收益。这一现象在全球范围内普遍存在，尤其是在金融市场较为成熟的国家和地区。金融化的趋势对企业的经营策略、资本结构、风险管理以及最终的企业绩效都会产生影响。

对于金融化的定义，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企业资产金融化这一话题。公司金融化的动因可以从内部和外部两个层面来看。从内部层面来看，公司通常会追求利润扩张和扩大融资渠道，以满足其业务扩张和发展的需要；从外部层面来看，国家政策的制定、外资的流入以及其他行业的价格浮动和扩张等因素也会影响公司金融化的动因。此外，不同公司的性质和特点也会导致其金融化的动因不尽相同。对于金融化度量方面，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合理的区分，使结果更具有科学性和有效性。

# 第二章 理论基础及相关界定

## 2.1蓄水池理论

“蓄水池”理论主张，企业通过持有金融资产作为流动性缓冲，以此抵御现金流波动可能引发的资金链问题。这一思想根植于Keynes在1936年提出的预防性储蓄概念。金融资产由于其高度的流动性，相较于固定资产，能够让企业在遇到财务危机时快速转换为现金，以此缓解资金的紧张状况。此外，企业也倾向于保持一定的现金储备，以便在未来面临宏观经济不确定性或潜在投资机会时采取行动，尤其是对于存在融资约束的企业而言。国内外许多学者认可企业金融化的“蓄水池”作用。Bonfiglioli指出，通过金融化，企业能够有效地将实体产业和金融资产有效结合，丰富融资途径，能够促进实体产业的生产经营和绩效提升，特别是在经济低迷时期，企业金融化可以弥补经营损失，稳定企业经营[31]。国内研究者胡奕明发现，在现行的市场状况下，中国上市公司持有金融资产主要是为了扩大资金储备，以增强企业的市场竞争能力[36]。同时，王红建等研究者也认为，企业对金融资产的投资能够有效地运用闲置资金，从而在短期内提升企业的业绩[37]。张华等在2020年的研究中采用实证分析方法，研究中国上市公司的财务数据，发现金融化活动对企业的业绩产生了正面影响[38]。。

企业要在竞争激烈的市场中保持竞争优势，必须不断发展创新，而这需要大量资金支持，其中一部分来自信贷投资。然而，由于企业自身信用等级低或金融市场不健全等因素，融资过程中会面临融资约束。预防性储蓄理论指出，持有金融资产可以作为特殊时期增加资金供应的手段，从而满足实体投资需求，形成了企业持有金融资产的“蓄水池”效应。

## 2.2投资替代理论

在20世纪70年代，美国面临了经济上的“滞胀”问题，导致许多传统行业的企业出现了亏损和发展停滞的情况，实体经济的投资回报大幅减少。在这种背景下，因为金融市场能够提供快速盈利的可能性，吸引了众多企业家的注意。因此，很多公司开始把资本从传统产业转移到金融市场。这种现象反映了企业追求最大化利润的倾向，特别是在传统产业表现不佳的时候，金融投资成为了他们获取利润的首选。

所谓的“投资替代”理论阐述了企业金融化行为的核心动机是利润最大化。当金融市场上的投资回报超过实体经济时，企业会偏向于投资金融资产而非实体项目，如果情况相反，企业则会重新投资于实体经济。Arrighi（1994）的研究指出，新自由主义的流行加剧了市场的竞争性，提升了产品产量和劳动效率，但同时压低了产品的利润率，这驱使企业将资金流向金融市场以追求更高的收益[39]。而Amin（2003）提出，尽管企业会将金融投资作为对实体经济收益下滑的一种临时对策，但最终他们仍将重心转回到实体经济的发展上[40]。

## 2.3委托代理理论

委托代理理论（Agency Theory）探讨的是在所有者（委托人）和管理者（代理人）之间存在的利益冲突问题。在这种关系中，所有者聘请管理者来运营企业，但由于信息不对称和目标不一致，管理者可能会采取不符合所有者利益的行为。股东作为所有者，其基本目标是企业价值的最大化，这通常体现在公司股票的市场价值增长上。而管理者可能更关注于自身利益的最大化，如高薪酬、丰厚的奖金和稳定的职位等。为了缩小目标差异，企业可能会采用各种激励机制，比如将管理层的薪酬与公司业绩挂钩，或者授予股票期权等。这样的激励措施旨在使管理者的利益与股东的利益一致，从而促使管理者为提升公司价值而努力工作。

然而，这种激励方式也存在潜在的副作用。管理者可能为了追求短期的业绩表现（以提高自己的薪酬和奖金），而牺牲企业的长期发展和可持续增长。具体来说，管理者可能倾向于进行短期金融投资，而非长期的实体经济投资，例如管理者更愿意投资金融业和房地产业，因为相比于实体经济部门，此类企业拥有巨大的超额利润，回报率远远高于实体投资。在这种市场环境下，由于存在代理关系，企业经营者为了获取足够的会计盈余以改善财务表现，更倾向于投资金融产业。使用金融资产进行投机套利，而忽视了对企业长期发展有利的实体经济投资。杜勇等人指出，实体经济金融化过程中，企业管理者之间的代理矛盾起着关键作用，大股东拥有企业的大部分股权，掌握企业资金配置权力的大股东经常偏好于向金融资产投资，以实现快速的利润。在大股东与小股东利益发生冲突时，大股东可能因个人利益驱动而选择短期的金融投资战略，这有可能对小股东的长期利益造成不利影响。[41]。

## 2.4挤压效应理论

挤压效应理论是指在资源有限的情况下，投资于某一项活动可能会挤压其他活动的资源，从而影响到其他活动的正常运作。这个理论常用于解释资源配置和优先级制定的问题。对于实体企业而言，金融投资往往只能带来暂时的收益，而主营业务才是其长期发展的关键支柱。因此，总体而言，企业的金融化往往对实体产业产生了“挤压”效应，破坏了实体企业的稳定经营，对企业绩效的提升不利。通过对中国A股上市公司的金融化活动进行深入的实证研究，通过对中国A股上市公司的金融化活动进行深入的实证研究，杜勇等人发现，在长期视角下，企业的金融化行为并没有产生预期的“储备”效应，相反，它对实业生产造成了损害，并与企业的业绩表现呈现出逆向关联[41]。另一方面，黄大禹和谢获宝的研究，基于我国制造业上市企业的数据分析，也揭示了制造业企业金融化与其业绩之间的显著负相关性[42]。

# 第三章 制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响理论分析

## 3.1制造业上市公司金融化的原因分析

制造业上市公司金融化会导致企业资源配置结构发生改变，使得内部的额外利润被用来回购股票、操纵股价，而不是用于创造具有高价值的工作岗位，这造成了中产阶级工作岗位的消失，从而降低了企业管理和运营成本[43]。此外，金融化行为受到现金流约束的影响，金融化有助于缓解企业投资对现金流的依赖，同时也受到企业治理方式转变的作用，股东利润的追求使得企业投资金融市场获得短期收益。金融化的产生源于商业银行等过度发行货币，企业对投机性资产的需求强烈，以及实体产业资源的证券化，来确保对投机性资产需求的满足和供给，这种投机性行为与新自由主义等经济理论的传播和盛行密切相关，推动了金融化的发展。制造业上市公司试图多元化经营、服务实体业务、提升公司资金利用率等因素也促使其发生金融化，企业持有适度的金融资产对经营绩效有正向作用，但超过一定限度则会产生负向抑制作用[44]。

## 3.2制造业上市公司金融化对经营绩效的影响

金融资产的持有对制造业公司的业绩产生了复杂的效应。研究指出，在短期内，公司如果持有适量的金融资产，这可能会对其业绩有正面的推动作用。但是，一旦金融资产的持有量超出某个界限，它可能开始对公司的业绩造成负面的冲击。金融化如果长时间持续，它可能会在不同程度上限制公司的核心业务和整体业绩。因此，对于上市的制造业公司而言，维持一个适宜的金融化水平对于促进其绩效增长至关重要。

# 第四章 制造业金融化的现状

## 4.1制造业企业平均盈利情况

图表, 折线图

描述已自动生成经济金融化现象是指经济活动中金融因素的不断增加和金融手段的广泛运用。在市场经济学角度看，企业金融化是经济金融化现象的一种表现形式。然而，制造业金融化对于我国经济金融化现象的影响更加深刻。由于制造业作为国民经济的主要支柱产业，其金融化水平的高低直接影响到我国经济发展的质量和效益。图 4-1显示了从 CSMAR 查询到的 2014-2023 年中国制造业上市公司的平均利润率，其中包括营业利润率和营业收入增长率，其中营业利润率等于营业利润除以营业收入。

图 4-1制造业企业的营业利润和营业收入增长情况

数据来源：CSMAR 数据库

如图4-1所示，再近十年来，制造业上市公司的营业利润率一直处于低迷的情况，在2021年达到最低值，很有可能是由于疫情影响了实体经济的发展。营业收入增长率一直为正，但其数值较小，其增长幅度呈现波动趋势，说明经济发展缓慢，营业收入增加且营业利润降低的情况下，营业成本在不断增加。

## 4.2制造业企业金融化的程度

本文在国泰安数据库中对 2014-2023 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+可供出售金融资产+投资性房地产+交易金融资产+衍生金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+应收利息+应收股利+债权投资）这一公式进行测算并算出平均值，然后用 excel 绘制图4-2。从图中可以看出，2018年之前中国制造业上市公司所持金融资产比例基本持平，说明制造业在金融市场投资较少，金融化程度不明显，2018年后，由于国家为了增加实体经济活力，倡导制造业企业金融化，致使制造业金融资产比例总体呈逐年上升趋势, 2023年达到 30%以上。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。

图表, 条形图

描述已自动生成

图 4-2 制造业金融资产比例变化趋势

数据来源：CSMAR 数据库

# 第五章 制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响实证分析

## 5.1指标选取

### 5.1.1解释变量

金融化在制造业企业中的显著表现是，这些企业持有的金融资产数量不断增加，并且它们越来越多地涉足证券市场的投机和寻求金融投资的利润。这种现象表明，公司的营业收益不仅仅源自其核心的商业活动，同样也可能源自它们所进行的金融投资。为了有效地区别这些收益的不同来源，Penman 和 Nissim（2001年）提出了一种创新的财务分析方法，即“Penman-Nissim分析法”。这个分析法细致地划分了公司的资产和负债项目，为本研究分析的深度和理论框架提供了坚实的基础。

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，并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。用这个指标来评估上市制造业企业的金融化水平是合理的。制造业企业金融化的主要表现之一是资本从实物资本向金融资本的转移，这个比率越高，则企业的金融化水平越高。

为进一步探讨制造业上市企业的金融化趋势，我们对企业的资产进行了分类，区分为金融资产和营运资产，并将企业的收益划分为来自金融活动的收入和来自主营业务的收入两大类。在金融资产的范畴内，我们包括了投资房产、交易性金融资产、现金及现金等价物、可供出售的金融资产、应收账款、金融衍生品以及金融机构的股权投资。而金融收益主要指来自于企业向银行和其他机构的贷款利息、持有和处置交易性金融资产及其他投资所得的收益、公允价值变动等。这样的分析框架可以更好地理解制造业公司金融化的本质和特点。

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

### 5.1.2被解释变量

金融资产是在金融市场以价值形态存在的交易货币，例如证券股票，持有至到期投资以及其他金融衍生工具，企业的营业利润可能一方面来自于实体经营企业的收益，另一方面来自于金融投资活动。企业的金融化水平程度是本文核心的解释变量，而金融资产的持有比例可以代表制造业企业中资产从实物资产向金融资产的转移程度，该比例越高，说明企业从事金融投资活动的水平越高，从而代表了制造业的金融化水平。本文参考杜勇等人的研究，以总资产净利润率（ROA）作为度量企业经营业绩的指标，总资产净利润率是衡量企业有效利用经营资产实现盈利能力的指标，通常通过计算净利润与总经营资产之比得出。其计算公式为：

总资产净利润率（ROA）=净利润／总资产

### 5.1.3控制变量

（1）营业收入增长率 (GOI)

营业收入增长率是指公司在一定期间内营业收入的增长速度。它反映了公司的销售业务发展情况，是衡量公司业务扩张程度的重要指标。较高的营业收入增长率意味着公司销售业务有良好的发展前景，可能会有利于提高公司的盈利能力和经营绩效。作为控制变量可以帮助研究者排除企业业务发展对经营资产收益率的影响，从而更准确地评估金融资产比例对经营资产收益率的影响。

该指标的值如果超过0，说明企业的营业收入提高，指标值越高，说明企业的发展速度越快，市场前景越好。因此，这个指标在一定程度上反映了企业经营情况的好坏，对制定企业战略具有借鉴意义。如果这个指标的值小于0，说明该企业的产品或服务存在不适销对路的问题，质量不佳或价格过高等弊端，具体表现为失去市场份额。

（2）股权集中度 (OC)

股权集中度是指公司股权分布的集中程度，即公司股权是否集中在少数几个股东手中。本文以排名前十的股东投资比例作为该变量的值，较高的股权集中度意味着公司的控制权集中在少数股东手中，可能影响公司的决策效率和治理结构。高股权集中度可能导致股东之间的权力不平衡，影响公司的经营决策和资源配置。通过控制股权集中度，研究者可以减少其对经营资产收益率的影响，更准确地评估其他因素的影响。

（3）公司规模 (SIZE)

公司规模是指公司资产规模或业务规模的大小。通常用总资产、营业收入或市值等指标来衡量。公司规模可能影响到公司的市场影响力、资源配置效率以及管理效率等方面，一方面其影响力，深厚的资本积累会在市场占据较大的市场份额。但大规模公司需要控制协调更多的部门和关系，意味着商业运作的成本更高，因此控制公司规模可以排除公司社会影响力、管理模式等因素对资产利润率的影响，从而更准确地评估其他变量对总资产利润率的影响。本文中通过用总资产的自然对数来表示其公司规模，即公司规模=ln期末总资产。

（4）资本结构 (ALT)

资本结构反映了公司资产的融资方式和负债水平。不同的资本结构可能导致不同程度的财务稳定性，从广义上看，资本结构就是企业债务资本与权益资本之比，本文通过控制资本结构，可以排除财务稳定性对经营资产收益率的影响，计算公式即资本结构=总负债/总资产，即用资产负债率代表资本结构。

表 5‑1 模型变量表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量类型 | 变量代码 | 变量名称 | 计量方法 |
| 被解释变量 | ROA | 总资产净利润率 | 净利润／总资产 |
| 解释变量 | FAP | 金融资产比例 | 金融资产比例 |
| 控制变量 | GOI | 营业收入增长率 | 营业收入增长率 |
| OC | 股权集中度 | 前十大股东持股比例 |
| SIZE | 公司规模 | 期末总资产的对数 |
| ALT | 资本结构 | 总负债/总资产 |

## 5.2样本选取与数据处理

本文通过国泰安 CSMAR 数据库，搜集相关原始数据集，选择2014年1月-2023年12月为样本期，采取了所有在A股市场上市的制造业公司的年度报告数据作为研究的样本，并对这些样本公司进行了选择性过滤。为了减少极端值的影响，对所有数据变量进行了尾部削减处理，即对于低于1%分位数和高于99%分位数的数据点，将其调整为与1%分位数相同的数值。这样的处理方法有助于避免极端数据的扰动。根据股票代码合并变量报表后，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 20273 个样本观测值，利用 stata 17和 excel 2010 进行数据处理与分析。

## 5.3 模型设计

结合上文提到的对资产金融化及其对上市制造业公司业绩的影响的理论分析可知：金融化水平对公司业绩的影响不是单一的，一方面，企业适度的金融化有利于提高企业绩效，金融市场为实体企业提供了快速融资的渠道，这使得企业能够通过债务、股权和其他金融工具更灵活、更有效地筹集资金，有助于企业扩大融资规模、降低融资成本，并提高资金使用效率。另一方面，如果金融化活动没有得到适当的限制和管理，就可能导致企业过度追求短期金融收益，从而忽视长期的实体经济投资和创新，损害制造业的核心竞争力和盈利能力。因此，本文得出以下假设：

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、太高的金融化水平均会对企业经营绩效带来不利影响。

因此，在实证分析中，本文引入了一个资产金融化指标的二次项，其模型构建如下：

注：模型中是待估参数,ε是残差项，假设残差项服从标准正态分布。

通过使用计量经济学模型，利用一次项和二次项的符号来反映这两个指标之间的相互关系。如果一次项系数为显著正值，而二次项系数为显著负值，那么这两个指标之间呈现出倒“U”形关系。相反，那么这两个指标之间则存在“U”型关系。

## 5.4实证分析

### 5.4.1描述性统计分析

本文以2014年1月-2023年12月 A 股制造业上市公司为原始样本，保留非ST的样本，并使用Stata17进行缩尾处理后，最后共得到 20273 个样本观测值，统计结果如表 5-2 所示。

从描述性统计结果来看，所有A股制造业上市公司的总资产净利润率（ROA）平均值为0.06，最低值为-0.29，最高值为0.28，标准差为0.08。根据 p25、p50 和 p75 分位数的比较，ROA 的分布显示大部分公司的经营资产收益率集中在较高水平，说明制造业行业发展处于较良好阶段。

金融化衡量指标金融资产比例（FAP）的平均值为0.252，最低值为0.0309，最高值为0.848。根据四分位数p50，p75可以看出制造业上市公司的金融化程度总体不高，总体水平在30%以下。标准差为0.154，说明制造业在此期间金融化程度相差不大，说明随着市场发展，制造业企业都在或多或少的进行金融市场的开拓。

观察到制造业上市公司的营业收入增长率（GOI）指标显示出显著的波动，最小值记录为-0.532，而最大值达到了2.486，平均而言，增长率为0.161，且伴随着0.347的标准差，这表明不同公司之间在主营业务收入增长方面存在显著差异。根据位于中位数（p50）的0.109值，可以判断大多数公司的主营业务收入呈现出稳定的增长态势。

在公司规模（SIZE）的度量上，数值范围介于19.31至27.30之间，平均规模值为22.04。但根据 p25、p50 和 p75 分位数的比较，公司规模整体上呈现出一定的集中趋势，集中在21.2到22.69之间。股权集中度（OC）是指采用排名前十的股东投资比例最小值为22.15%，最大值为95.51%。根据中位数（60.17%）和平均值（59.24%）的大小接近，可以看出数据呈现相对对称的分布。资本结构（ALT）平均值为0.381，最小值为0.0281，最大值为0.916，中位数为0.369。

表 5‑2 描述性统计

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Stats | ROA | FAP | ALT | SIZE | OC | GOI |
| N | 20273 | 20273 | 20273 | 20273 | 20273 | 20273 |
| Mean | 0.0575 | 0.252 | 0.381 | 22.04 | 59.24 | 0.161 |
| Max | 0.280 | 0.848 | 0.916 | 27.30 | 95.51 | 2.486 |
| SD | 0.0789 | 0.154 | 0.189 | 1.176 | 14.79 | 0.347 |
| p75 | 0.0966 | 0.337 | 0.518 | 22.69 | 71.04 | 0.266 |
| p50 | 0.0552 | 0.216 | 0.369 | 21.88 | 60.17 | 0.109 |
| p25 | 0.0219 | 0.136 | 0.229 | 21.20 | 48.45 | -0.0201 |
| p1 | -0.289 | 0.0374 | 0.0592 | 19.97 | 25.07 | -0.471 |
| Min | -0.289 | 0.0309 | 0.0281 | 19.31 | 22.15 | -0.532 |

### 5.3.2相关性分析

根据表5-3中的相关系数矩阵分析，各项结果均显示出极高的统计显著性，全部通过了0.1%水平的显著性测试。总资产净利润率（ROA）与金融资产占比（FAP）的相关系数为0.23，这表明金融资产的持有比例在一定程度上正面促进了制造业公司的经营利润。同时，总资产净利润率（ROA）与营业收入增长率（GOI）以及股权集中度（OC）也呈现出正向关联。资本结构（ALT）与公司规模（SIZE）之间的相关性最为显著，相关系数达到了0.478，需要深入检验这两者之间的多重共线性。此外，总资产净利润率（ROA）与资本结构（ALT）、公司规模（SIZE）存在明显的负相关性，说明资本结构的中总负债比例越高，随着公司规模的扩大，企业在运营中承受的压力也相应增加，这可能会对营业利润率产生不利影响。

在完成了初步的相关性检验之后，还对所有的变量进行了共线性测试，如表5-4所示。观察到所有变量的方差膨胀因子（VIF）值都未超过2，这表明在变量之间不存在显著的多重共线性问题。

表 5‑3 各变量的相关系数矩阵

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | ROA | FAP | ALT | SIZE | OC | GOI |
| ROA | 1 |  |  |  |  |  |
| FAP | 0.230\*\*\* | 1 |  |  |  |  |
| ALT | -0.391\*\*\* | -0.403\*\*\* | 1 |  |  |  |
| SIZE | -0.0130 | -0.112\*\*\* | 0.478\*\*\* | 1 |  |  |
| OC | 0.279\*\*\* | 0.134\*\*\* | -0.195\*\*\* | -0.059\*\*\* | 1 |  |
| GOI | 0.271\*\*\* | -0.028\*\*\* | 0.039\*\*\* | 0.070\*\*\* | 0.073\*\*\* | 1 |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 0.1%、1%、5%的显著性水平通过检验。

表 5‑4 多重共线性诊断结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Variable | VIF | 1/VIF |
| ALT | 1.580 | 0.633 |
| SIZE | 1.310 | 0.761 |
| FAP | 1.210 | 0.826 |
| OC | 1.050 | 0.951 |
| GOI | 1.010 | 0.988 |
| Mean VIF | 1.230 | |

### 5.3.3模型选取检验

本文通过模型检验来选择合适的回归分析模型，检验结果如表5-5所示。第一行结果显示的模型整体的显著性，通过F统计量进行分析。原假设H0：使用混合OLS模型。此检验P值为0.0000（p<0.05），拒绝原假设，固定效应模型优于混合OLS模型。

在第二行的分析中，利用了LM统计量来探究模型是否包含序列相关性问题。基本的假设设定为H0，即适宜采用混合OLS模型。根据分析结果，P值低于0.05的显著性阈值，因此原假设被否定，表明相比混合OLS模型，随机效应模型提供了更佳的拟合。

第三行的结果中，Hausman检验被应用于确定固定效应模型与随机效应模型之间的选择。这里的原假设H0是随机效应模型为更佳选择。Hausman检验的P值同样低于0.05的显著性水平，导致原假设被拒绝，这意味着固定效应模型是更适当的选择。

表 5‑5 模型检验结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 检验方法 | P 值 | 结论 |
| F 检验 | 0.000 | 拒绝选择混合 OLS 模型 |
| LM 检验 | 0.000 | 拒绝选择混合 OLS模型 |
| Hausman 检验 | 0.000 | 拒绝选择随机效应模型 |
| 最终确定模型 | 固定效应模型 | |

### 5.3.4回归分析

对相关变量进行回归分析，结果如表5-6所示。在第一列中，只引用了金融资产比例（FAP）作为自变量，结果显示金融资产比例对总资产净利润率（ROA）的回归系数为0.0203，在1%的统计水平下显著。这意味着企业的金融化水平与其总资产净利润率之间存在正向关联。在分析的第二列中，考虑到金融资产比例的二次项后，发现该二次项（FAP2）对总资产净利润率（ROA）也在1%的水平上具有统计学意义。具体来说，金融资产比例的二次项的估计系数为负（-0.1165），表明存在递减效应，而金融资产比例本身的估计系数为正（0.094），说明金融资产比例提升初期对总资产净利润率有正面影响。这证明了金融资产比例与总资产净利润率之间存在倒U型关系，即过度持有金融资产将对总资产净利润率产生抑制作用。此外，本研究还发现经营资产收益率与资本结构存在负相关，与理论预期相同，上市公司总负债比例越高，说明抑制企业总资产净利润率。其他控制变量公司规模、营业收入增长率等回归系数相对接近于0，对与总资产净利润率影响较小，不需要考虑。

表 5-6 模型回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) |
|  | ROA | ROA |
| FAP | 0.0203\*\*\* | 0.0940\*\*\* |
|  | (4.99) | (8.04) |
| FAP2 |  | -0.1165\*\*\* |
|  |  | (-6.72) |
| ALT | -0.1994\*\*\* | -0.1985\*\*\* |
|  | (-46.60) | (-46.43) |
| SIZE | 0.0161\*\*\* | 0.0161\*\*\* |
|  | (14.12) | (14.09) |
| OC | 0.0004\*\*\* | 0.0004\*\*\* |
|  | (6.21) | (6.02) |
| GOI | 0.0500\*\*\* | 0.0498\*\*\* |
|  | (44.93) | (44.84) |
| \_cons | -0.2552\*\*\* | -0.2617\*\*\* |
|  | (-10.56) | (-10.83) |
| *N* | 20273 | 20273 |
| *R*2 | 0.239 | 0.241 |
| adj. *R*2 | 0.085 | 0.087 |
| F | 378.0822 | 356.8177 |
| p | 0.0000 | 0.0000 |

\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

### 5.3.5异质性分析

而后，本文对此样本进行了异质性分析，我们将样本分为国有企业、民营企业、外资企业进行分组回归，如表格5-7所示，国企、民营、外资分别通过了10%，1%，5%的置信度水平，且二次型系数都为负数，一次项系数为正数，证明不同性质的企业金融化水平都与企业绩效呈现倒U型关系，其中中外资企业所受影响最大。而对于国营企业，金融资产比例对总资产净利润率显著正向作用，这是由于国营企业通常有稳定的融资来源，企业不需要将资产金融化来获得筹资。这些差异通常归因于企业所有权结构、管理机制、市场定位以及对内外部环境的适应能力。

表 5‑7 分组回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1)国企 | (2)民营 | (3)外资 |
|  | ROA | ROA | ROA |
| FAP | 0.0855\*\*\* | 0.0789\*\*\* | 0.1463\*\* |
|  | (3.58) | (5.66) | (2.06) |
| FAP\_2 | -0.0708\* | -0.1049\*\*\* | -0.2135\*\* |
|  | (-1.92) | (-5.09) | (-2.17) |
| ALT | -0.2326\*\*\* | -0.1819\*\*\* | -0.1887\*\*\* |
|  | (-28.69) | (-33.65) | (-6.94) |
| SIZE | 0.0194\*\*\* | 0.0181\*\*\* | 0.0286\*\*\* |
|  | (8.79) | (12.69) | (3.60) |
| OC | -0.0005\*\*\* | 0.0005\*\*\* | 0.0015\*\*\* |
|  | (-4.55) | (5.92) | (4.18) |
| GOI | 0.0398\*\*\* | 0.0511\*\*\* | 0.0544\*\*\* |
|  | (19.21) | (37.69) | (7.42) |
| \_cons | -0.2793\*\*\* | -0.3082\*\*\* | -0.6239\*\*\* |
|  | (-6.04) | (-10.24) | (-3.62) |
| *N* | 4684 | 14004 | 854 |
| *R*2 | 0.284 | 0.241 | 0.171 |
| adj. *R*2 | 0.154 | 0.063 | -0.080 |
| F | 104.8555 | 239.8772 | 9.0114 |
| p | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

### 5.3.6稳健性分析

（1）Utest检验

在进行回归分析过后，对结果进行了倒U型检验。原假设为总资产净利润率与金融资产比例存在U型关系或者单调关系。结果显示极值点为0.358746，而置信区间为[0.23202495，0.7744737]，可以看出极值点在置信区间内，这意味着我们拒绝零假设，因此证明其存在倒U关系。

（2）替换变量检验

为了确保模型结果的可靠性，本研究采用净资产收益率（ROE）替换总资产净利润率（ROA）作为衡量企业经营成果的指标，并进行了固定效应回归分析。相关的分析结果详见表 5-8。第二列显示，制造业金融化对总资产净利润率存在倒U型关系，这就反映了模型具有很强的稳健性，有很高的泛化功能。

表 5‑8 替换变量回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) |
|  | ROE | ROE |
| FAP | 0.0251\*\*\* | 0.1911\*\*\* |
|  | (2.91) | (7.72) |
| FAP2 |  | -0.2624\*\*\* |
|  |  | (-7.15) |
| ALT | -0.3579\*\*\* | -0.3561\*\*\* |
|  | (-39.00) | (-38.85) |
| SIZE | 0.0376\*\*\* | 0.0375\*\*\* |
|  | (15.38) | (15.38) |
| OC | 0.0009\*\*\* | 0.0008\*\*\* |
|  | (6.62) | (6.42) |
| GOI | 0.0997\*\*\* | 0.0993\*\*\* |
|  | (41.76) | (41.66) |
| \_cons | -0.6723\*\*\* | -0.6879\*\*\* |
|  | (-12.98) | (-13.29) |
| *N* | 19948 | 19948 |
| *R*2 | 0.196 | 0.199 |
| adj. *R*2 | 0.032 | 0.035 |
| F | 288.5237 | 273.5103 |
| p | 0.0000 | 0.0000 |

\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

(3)添加多模型回归

为了确保回归分析结果的稳健性，本研究使用三种不同的模型进行回归分析，包括固定效应模型和随机效应模型、混合OLS模型。在表5-9中，我们列出了这三个模型的结果。所有三个模型均显示金融资产比例与总资产利润率呈正相关关系，表明企业适度金融化对企业经营绩效有积极影响，并且这一关系经过了显著性检验的验证。同时，资本结构对企业经营绩效存在明显的负面作用，三种模型结果均通过了显著性检验，说明此模型有很强的稳健性。

表 5‑9 多模型回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | FE | RE | OLS |
|  | ROA | ROA | ROA |
| FAP | 0.0562\*\*\* | 0.0867\*\*\* | 0.1105\*\*\* |
|  | (3.12) | (5.81) | (8.31) |
| FAP\_2 | -0.0783\*\*\* | -0.1330\*\*\* | -0.1449\*\*\* |
|  | (-2.93) | (-6.26) | (-7.55) |
| ALT | -0.2747\*\*\* | -0.2289\*\*\* | -0.1941\*\*\* |
|  | (-41.68) | (-46.54) | (-50.57) |
| SIZE | 0.0299\*\*\* | 0.0174\*\*\* | 0.0152\*\*\* |
|  | (17.00) | (20.88) | (27.02) |
| OC | 0.0002\*\* | 0.0008\*\*\* | 0.0008\*\*\* |
|  | (2.02) | (13.70) | (21.11) |
| GOI | 0.0588\*\*\* | 0.0592\*\*\* | 0.0598\*\*\* |
|  | (34.33) | (36.67) | (35.76) |
| \_cons | -0.5159\*\*\* | -0.3046\*\*\* | -0.2938\*\*\* |
|  | (-13.85) | (-17.11) | (-24.54) |
| *N* | 20273 | 20273 | 20273 |
| *R*2 | 0.173 |  | 0.219 |
| adj. *R*2 | 0.006 |  | 0.219 |
| F | 235.7768 |  | 948.6372 |
| p | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

# 第六章 结论与建议

## 6.1研究结论

本项研究聚焦于探讨中国制造业上市公司金融化行为对其业绩表现的作用，特别是以金融资产的比重作为衡量金融化程度的关键指标，进一步分析了这一比例对总资产净利润率的具体影响。通过收集2014年到2023年间中国A股市场中制造业上市公司的数据样本，我们得出了如下发现：

（1）在短期范围内，适当配置金融资产对公司的经营成效具有正面作用。此外，公司营业收入增长率和股权集中度越高，金融资产对短期业绩的积极贡献越大。然而，相对于公司规模而言，总负债与总资产的比率越高，金融资产的贡献就会减少。

（2）一旦公司持有的金融资产超过一定门槛，就会对其总资产利润率产生负面影响。此外，债务比率，公司规模的增加也会对经营绩效有明显的抑制影响。

（3）企业金融化对公司绩效的影响因公司性质而异。不同性质的公司金融化水平对于企业绩效的影响都呈现倒U型关系，但外资企业的金融资产对公司总资产利润率的影响更为显著。

综上所述，中国制造业上市公司的金融化应当适度控制，以确保对企业经营绩效产生最佳的积极影响，从而推动中国实体经济的稳健发展。

## 6.2对策建议

### 6.2.1政府层面

政府应从宏观的角度进行调控，通过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，鼓励制造业企业更多地将资金投入到实体经济。

政府可以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。政府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，从而引导企业提高对新技术、新产品的投入力度，助力主营经济的发展。

此外，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。

政府可以通过加强监管、出台相关法律法规、加强对企业的监督和财务信息披露等措施，确保企业持有的金融资产符合法律规定，避免过度金融化。政府还应该根据不同企业类型采取分层次的监管措施，以更好地促进经济发展，例如对于资金周转困难的公司，政府可以拓展融资渠道；对于忽视工业发展的公司，政府应推动其整改；同时，政府还可以采取税收减免和技术补贴等形式来鼓励企业在工业领域投资，从而提高金融服务于实体经济的能力。

### 6.2.2 企业层面

制造业企业应平衡金融投资与主营业务，确保金融投资活动不会分散对主营业务的关注和资源。需要制定明确的策略来确保金融活动与企业的核心竞争力相辅相成，而不是相互竞争。在进行金融资产配置时，企业必须考虑到各种内部和外部的环境因素。随着中国金融市场的日益成熟和相关法规的逐步完善，对金融资产的合理配置有助于减轻企业面临的工业风险，并增强其市场竞争力。但是，如果企业内部管理结构存在缺陷、代理问题严重或面临资源分配紧张的情况，金融化的步伐可能会提高制造业企业面临的整体风险。所以，企业需要根据自身实际情况谨慎调整金融资产的配置。

同时，在进行金融投资时，企业应建立健全的风险评估和管理体系，以识别、评估和控制金融活动可能带来的风险，包括市场风险、信用风险、流动性风险等。加强内部控制机制，确保金融活动的合规性，避免因违反金融市场规则而产生的法律和声誉风险。

# 参考文献

[1] 郭晓燕,实体企业金融化对企业长期绩效的影响机制研究. 2023, 辽宁科技大学.

[2] 杨哲,反哺还是反噬？实体企业金融化的动因及后果研究. 2020, 河南财经政法大学.

[3] 潘松剑,实体企业金融化的动机、后果及其内在机理. 2022, 西南财经大学.

[4] 钱紫明,中国制造业上市公司金融化对其经营绩效的影响分析. 2024, 辽宁大学.

[6] Lazonick, W. and Ö. Tulum, Sick with “shareholder value”: US pharma’s financialized business model during the pandemic. Competition & Change, 2023. 28(2): p. 251-273.

[7] Xie, Y., et al., Does controlling shareholders' share pledge exacerbate excessive financialization of enterprises?-Evidence from performance pressure perspective. PloS one, 2023. 18: p. e0288705.

[8] Lazonick, W., et al., US Pharma's Financialized Business Model. Social Sciences Education eJournal, 2017.

[9] Zou, J., The Relationship Between Corporate Financialization and Digital Finance in the Era of Digital Transformation. Journal of the Knowledge Economy, 2023.

[10] Yang, F. and X. Li, Corporate Financialization, ESG Performance and Sustainability Development: Evidence from Chinese-Listed Companies. Sustainability, 2023. 15(4): p. 2978.

[11] Andersson, T., et al., Bio-pharma: A financialized business model. Critical Perspectives on Accounting, 2010. 21(7): p. 631-641.

[12] 王鸿隽, 经济不确定性背景下企业金融化对地方经济可持续发展的影响. 当代经济, 2024. 41(04): p. 49-58.

[13] Baran, P.A & P.M Sweezy( 1966), Monopoly Capital , Monthly Review Press

[14] Sarcinelli,M.(1988), Liberalization and integration of financial markets, Review of Economic Conditions in Italy 3(1):283-301.

[15] Krippner,G.R.(2005),The financialization of the American economy,Socio-Economic Review 3(2):173-208.

[16] R Dore. Stock Market Capitalism and Its Diffusion [J]. New Political Economy, 2002(07－17)

[17] S Amin. Obsolescent Capitalism[M]. London and New York: Zed Books, 2003.

[18] Ewa K. Corporate financialization in South Africa: From investment strike to housing bubble[J]. Competition & Change,2018.

[19] 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.武汉金融, 2021(06): p. 32-42.

[20] 魏晓琴,李光,卢姗.融资约束条件下实体企业金融化对企业价值的影响研究. 中国发展, 2021. 21(05): p. 29-37.

[21]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? 金融研究, 2020(09): p. 1-19.

[22] 戴赜, 彭俞超, 马思超. 从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J]. 外国经济与管理, 2018, 40(11): 31-43.

[23] J. Crotty. The effects of increased product market competiton and changes in financial arkets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era［D］．Boston：University of Mas-sachuseltts，2002．

[24] ] Orhangazi O.. Financialization of the U. S. economy and its effects on capital accumulation：A theo⁃retical and empirical investigation［D］．Boston：The Graduare School of the University of Massachu⁃setts，2006．

[25] Demir F. Financial liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: inancializtion of RealSectors in Emerging Markets[J]. Journal of Development Economics,2009,88(2): 314-324.

[26]刘珺,盛宏清,马岩.企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析[J].金融研究,2014(5):96 ~ 109．

[27] 宋军，陆旸．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）:111 ~ 127．

[28] ] 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（12）:32 ~ 46．

[30] Burak A.G.,Malmendier U.,Tate G. Financial Expertise of Directors[J]. Journal of Financial Economics, 2008,(88): 323-35.

[31] Bonfiglioli A.Financial integration，productivity and capital accumulation [J] . Journal of International Economics，2008，76（2）:337-355.

[32] 张敏. 股权性质、企业金融化与经营绩效 [J]. 商业会计，2020(7):67-71.

[34] 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

[36] 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(1):181 ~ 194

[37] 王红建,曹瑜强,杨庆,等.实体企业金融化促进还是抑制了企业创新 ：基于中国制造业上市公司的经验研究 [J].南开管理评论，2017，20(1):155-166.

[38] 张华,向孔卓,杨杰,等.企业金融化与企业绩效 [J].中外企业家，2020(18):33-34.

[39] Arrighi G.. The long twentieth century：Money，power，and the origins of our times［J］．American Political Science Association,1994（4）:427 ~ 436．

[40] Amin S.. Obsolescent capitalism［M］.New York:Zed Books,2003:1 ~ 100.

[41] 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.

[42] 黄大禹,谢获宝.非金融企业金融化后的财务绩效分析:来自中国制造业企业的实证研究 [J]. 技术经济，2021,40（7）:103-112.

[43] 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.

[44]黄倩倩,王建冬, 数字金融背景下探索数据要素金融化的政策路径研究. 价格理论与实践: p. 1-5.

# 致 谢

（中文黑体，致谢之间空四格，数字、西文新罗马，三号，加粗居中，一级标题）

谢辞是在论文的结尾处，以简短文字，对课题研究与写作过程中曾给予直接帮助的人员，如指导教师及其他人员，表示自己的谢意。这不仅是一种礼貌，也是对他人劳动的尊重，是治学者应有的思想作风。

# 附 录