**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。将聚焦于提升服务业的新质生产力，加强金融支持，促进现代化产业体系的建设，推动新兴产业和未来产业的发展，并支持传统产业的转型升级；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利润较多来源于金融领域，或者企业资产配置中金融资产比重不断提髙的现象，因此通过金融和房地产等领域由于其较高的资金流动性和高效的金融系统，能够迅速吸收资本。这些行业只需少量启动资金便可放大融资规模，并且具备较高的金融杠杆率[1]。根据国家统计局的年鉴，从1999年到2019年的20年间，房地产投资总量从4000亿元飙升至13.2万亿元，平均年增长率为22.4%，这个速度明显快于工业、农业和建筑业等其他关键行业的增长速率。同样，金融业的融资规模存量在2002年至2018年期间增加了极多，从14.9万亿元跃升至200.7万亿元，2009年的年增长率更是达到了34.9%的顶峰[2]。在这个过程中，许多企业追求高回报和风险分散，投资热情高涨，却忽视了对实体经济的扶持，大举进入金融市场，造成了金融化程度过度。这种过度金融化的趋势可能会导致资金过多流入金融行业，而对生产和经营活动的资金投入不足，进而抑制了实体产业的成长与发展，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，制造业的发展作为我国主要支柱产业之一。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，其总生产值占全球近30%，连续14年保持全球第一。先前，国务院推出了《中国制造2025》战略，明确将制造业视为中国的经济支柱产业，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

为了推动制造业向金融化发展的健康方向，防止产业虚拟化，避免将资金投资于金融、房地产等非核心业务，导致金融领域内的资金循环“空转”。导致实体产业空心化等现象的出现。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]。本研究选择中国的制造业企业作为研究对象，使用理论结合实证的方法，旨在深入研究金融结构对制造业净利润率的影响。

### 1.3.2现实意义

本研究的意义在于为公司金融化与实体经济的关系提供了实证依据，并对相关研究方法进行了创新探索，为相关领域的研究提供了借鉴和参考。在此项研究工作中，文章通过检索国泰安的数据库资源，搜集了2014年至2023年期间中国A股市场上制造业类企业的面板数据，通过运用固定效应模型，本研究深入探讨了中国制造业上市公司的财务状态以及金融资本的配置情况。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

本文通过分析3640家企业的财务数据，运用固定效应模型的理论框架，分析了金融结构对制造业上市公式资产收益率的影响。同时，探讨了制造业企业在金融化进程中应如何平衡以及如何增强其市场竞争力。

文章共分五个部分，内容组织如下：

首部分阐述了中国制造业近年来的发展情况，并对比了金融业地位的增强，作为研究的背景，阐明了选题的目的和研究的重要性。

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企业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）文献回顾方法：在论文构思阶段，通过多元化的途径积累相关知识，这包括实地访问图书馆以获取书籍资料、在线阅读学术文章、使用网络搜索工具等，目的是全面掌握研究领域的现状，这样做旨在为文章奠定坚实的理论基础。

（2）定性分析方法：在通过整合并分析先前研究的成果，本文采用了蓄水池理论、投资替代理论、委托代理理论以及挤出效应理论作为主要的分析工具，以此来深入探讨金融化在制造业企业经营绩效中所扮演的作用及其影响机制。

（3）实证研究方法：研究以沪深两市上市的制造业公司为对象，涵盖了2014年至2023年的数据，对相关信息进行了系统搜集和整理。通过运用计量经济学的方法对理论和实证数据进行分析，从而得出具有针对性的策略建议。

## 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”这一术语在学术领域得到了普遍认可与应用。特别是自金融危机之后，对于金融化的探讨已经步入了深入的新篇章。2007至2008年金融震荡的事件向人们敲响了对金融系统潜在破坏性的警钟，促使学者们对金融领域进行更为深刻的思考。自“金融化”这一理念提出以来，已经有五十多年的历史。上世纪60年代，垄断资本主义理论家最早提出了这一概念，他们通过分析金融化与资本积累之间的相互作用，揭示了在资本主义经济体制中金融化趋势的不断上升[13]。Sarcinelli将金融化定义为跨国公司资本在全球金融市场中的流动性动向，并指出了金融化的过度增长可能引发的金融泡沫风险[14]。而Krippner和Stockhammer则将非金融企业投身金融领域活动，通过金融途径获取收益的行为界定为金融化[15]。Dore的研究指出，金融化表现为企业资产结构中金融资产所占比例的上升，企业对金融市场的参与度增加，逐步超越了传统的商品生产与销售活动，实体经济的地位因金融投资的兴起而受到影响。[16]。直到现在，“金融化”一词已经包括了众多不同时间跨度的过程、架构、行为和成果，并且其表现形式随着定义的不同而有所变化。

### 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，根据国际学者Amin在2003年的观点，由于产业资本的投资不充分，企业为了重组其资本构成并维持较高的社会经济效益，出现了所谓的“金融化”现象[17]。在 Ewa 对南非市场企业资金流向的研究中，她发现南非的实体企业正呈现出越来越金融化的倾向，这一趋势主要是受到外资流入南非市场的推动。这与当地房产市场价格增长密切相关。[18]。张庆君和侯乐梅及其研究团队在研究制造业企业时观察到了明显的金融化趋势，其中资本利益成为增加金融投资的主要目标[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]。在描绘企业金融化结构方面，Crotty等学者采纳了众多指标，诸如金融资产与有形资产比、总投资回报率与现金流量比以及金融与非金融企业盈利能力的对比[23]。基于这些研究，Orhangazi引入了金融资产占总资产比率这一衡量指标，进一步完善了度量体系[24]。在考察发展中国家企业时，Demir则倾向于采用一个单独的指标——金融资产与总资产的比重，以评估企业金融化的水平[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]。张敏的研究表明，企业的金融化活动可能会对其业绩产生负面影响，这种影响还受到企业所有权类型的影响，在非国有企业中这种负面关系更加显著，特别是在私营企业中，金融化对经营成果的制约作用更加强烈[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，研究者们在全球范围内广泛探讨了这个主题，通常关注的焦点是“非金融企业资产的金融化”问题。本研究在既有理论的基础上，借助于先前学者对“金融化”的定义，集中于制造业上市公司的资产金融化现象进行深入探讨。企业走向金融化的驱动因素可以从两个维度进行分析：从内部维度上，企业倾向于追求利润增长和拓展资金来源，以支持其业务增长和长期发展。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。

# 第二章 理论基础及相关界定

## 2.1蓄水池理论

“蓄水池”理论主张企业通过保持财务资产作为流动性缓冲区，可以防范现金流波动和潜在的资金链断裂。这个概念深植于Keynes在1936年引入的预防性储蓄观念中。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，尤其对于那些面临融资限制的企业来说，因此许多研究支持企业的金融化具有“储备库”的功能。Bonfiglioli提出，企业可以通过金融化将传统产业与金融资产有效地融合，拓宽资金来源，从而促进实体经济的生产和业绩增长，尤其在经济不景气的时候，企业的金融化活动能补偿营运亏损，保持企业的稳定运营[31]。国内学者胡奕明研究指出，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]。。

在激烈的市场竞争中，要想保持领先地位，企业需不停地进行创新，这自然伴随着对资金的高需求，部分资金通过信贷方式筹集。但企业可能因信用评级不高或金融市场结构不完善等原因遭遇融资障碍。预防性储备的观念认为，持有金融资产能够在关键时刻提供资金支持，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。

投资替代理论提出，追求经营利润最大化是各企业进行金融化的主要驱动力。企业在面对金融市场投资收益率高于实体经营收益的情况时，倾向于将资金投入金融资产。相反，当实体经济的回报更为可观时，企业则会选择重新将资金投向实体经济领域。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

委托代理理论探讨的是在所有者和管理者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与最大股东的利益一致，从而促使管理者为提升公司价值工作。

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，由于金融企业相较于传统实体企业通常能获得更高的额外收益和更优的回报率，因此在代理关系的作用下，管理层更愿意金融投资以提升会计利润和财务状况。这导致企业忽略了对其长远发展更为关键的实体经济方面的投资。根据杜勇等人的研究，实体经济的金融化过程中，管理层的代理问题扮演了一个重要角色。控股股东持有绝大多数股份，并且通常倾向于金融资产投资以追求快速盈利。当第一大股东与小股东之间的利益发生对立时，第一大股东可能会出于个人利益考虑，选择短期的金融投资策略，这可能会损害小股东的长期利益[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。对实体企业来说，虽然金融投资可能短期内带来利润，但其核心业务才是确保持续增长的基石。综合来看，企业过度依赖金融化可能会对其传统产业造成排挤效应，扰乱了企业的正常运营，并可能对企业的长期业绩产生负面影响。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，基于我国制造业企业的数据分析，也揭示了制造业金融化程度与其经营绩效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

企业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，企业易受到现金流约束，有助于缓解企业运行对现金流的依赖，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，企业进行适度的金融投资对企业利润有积极影响，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

金融化活动对制造业公司的业绩产生了复杂的影响。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，金融化在我国制造业中的渗透对经济的金融化趋势产生了更深远的影响。鉴于制造业是国家经济的核心支撑行业，它的金融化程度直接关系到我国经济增长的质量与效率。根据 CSMAR 数据库提供的2014至2023年间制造业上市公司的平均盈利能力数据显示，这也包括了其营业利润率和营业收入增长率，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，制造业企业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

在此项研究中，利用国泰安数据库检索了2014年至2023年期间制造企业的财务报告。为了估计这些企业持有的金融资产平均量，本研究采用了以下计算公式：金融资产总额由现金、可供出售的金融资产、长期股权投资、投资性房地产、衍生金融工具、持有至到期投资、应收利息、交易性金融资产、应收股利以及债权投资项目组成。随后，研究者使用Excel工具制作了图表4-2，结果表明，截至2018年，中国制造业上市公司金融资产的持有比重保持了相对的稳定性，这反映出这些制造企业在金融市场的投资行为并不活跃，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, 到了2023年，这一比例升至超过30%。这一数据表明，中国上市制造企业在金融资产配置上实现了稳健增长，体现出一个显著的金融化发展趋势。

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。

在本研究中，使用了金融资产在总资产中所占的比重来确定企业在微观层面上的金融化程度，并结合了《企业会计准则》作为衡量标准。这种方法对于评价上市公司尤其是制造业企业的金融化情况是适当的。在制造业中，金融化通常体现为资源从实体经济部门流向金融部门，这一转移的比例越大，表明企业金融化程度越深。

文章还对上市制造企业的资产和收益进行了区分，将资产分为金融资产和营运资产，收益则分为金融活动收益和主营业务收益。在金融资产类别中，涵盖了如投资性房地产、交易性金融资产、现金及其等价物、应收账款及股权投资等项目。至于金融收益，则主要包括了企业从金融贷款、交易性金融资产的买卖以及其他投资中获得的利息和收益，以及因公允价值变化所产生的收益。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。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+持有至到期投资+长期股权投资+应收利息+交易金融资产+衍生金融资产+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。

当该度量指标呈现正值时，它暗示着公司的营业收益有所增加。指标的增幅越显著，代表公司增长的速度越快，市场潜力也越大。这个指标在某种程度上可以映射出公司的运营状况，为企业策略的制定提供参考。反之，若此指标为负，可能意味着公司的产品或服务面临市场不接受的问题，可能是因为产品质量不达标或定价过高，这通常导致市场份额的流失。

（2）股权集中度 (OC)

股权集中度是指企业股权的集中程度，即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。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企业的年度报告数据作为研究数据，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，即将低于1%分位数和高于99%分位数的数据点调整为与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，本研究排除了以下类型的公司：（1）信息不全的公司；（2）被标记为ST或\*ST的公司；（3）其财务报告中带有B标记的公司。经过筛选，共获得了20,273个有效样本数据点。

## 5.3 模型设计

从之前的理论探讨中得知，资产的金融化对于上市制造业公司的绩效产生了复杂的影响。在一定程度上，金融化为企业绩效的提升提供了有益支持，因为金融市场向实体企业开辟了快速的资金筹集路径，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，因此，制造业的核心竞争力和盈利能力可能会受到影响。基于此，本研究提出了以下研究假设：

H0：在制造业上市公司的案例中，企业经营成果与其金融化程度之间呈现出倒U形关联。这表明金融化的程度若过低或过高，均可能对企业的经营成效带来不利影响。

为了在实证研究中测试这一假设，本研究构建了一个包含金融化资产比例平方项的模型，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。

依据描述性统计的数据，A股市场中制造业上市企业的总资产净利润率（ROA）的均值为0.06，其波动范围从最低的-0.29到最高的0.28，且标准偏差为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，制造业企业都在或多或少的进行金融市场的开拓。

营业收入增长率（GOI）指标显最小值记录为-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企业利润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大值为95.51%，最小值为22.15%。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）的范围在0.0281-0.916之间，平均值为0.381，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。研究结果显示，总资产净利润率（ROA）与营业收入增长率（GOI）及股权集中度（OC）均呈现正相关。另一方面，资本结构（ALT）与企业规模（SIZE）间呈现出较强的正向相关，其相关系数高达0.478，这一发现提示需进一步探讨两者间可能存在的多重共线性问题。同时，资本结构（ALT）和企业规模（SIZE）与总资产净利润率（ROA）之间存在显著的负相关关系，这暗示了随着公司规模的增大及总负债比例的升高，企业可能会面临更大的运营风险，进而可能负面影响其营业利润率。

在进行了初步的相关性分析后，本研究进一步对所有变量实施了共线性诊断（如表5-4所示）。所有变量的方差膨胀因子（VIF）均低于2，这说明变量之间并不存在明显的多重共线性问题。

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），因此结果拒绝原假设，推荐使用固定效应模型。

第二行的分析采用了LM统计量，设立了零假设H0，认为混合OLS模型是适宜的。分析的P值结果低于0.05的统计显著性标准，使得必须拒绝这一假设，这一结果指出随机效应模型比混合OLS提供了更优的模型拟合度。

第三行的分析结果，运用了Hausman检验以判定固定效应模型与随机效应模型中的优选。此处，H0假设认为随机效应模型较为合适。然而，Hausman检验的P值也低于0.05的重要性水平，因此驳回零假设，这表明固定效应模型是一个更合适的选择。

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

下面，本文对变量进行回归分析，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。这表明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）在1%的显著性水平上对总资产收益率（ROA）显示出了统计上的重要性。金融资产比率的平方项的估计系数呈现负值（-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，本文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，这意味着本文拒绝零假设，证明其存在倒U关系。

（2）替换变量检验

接下来进行了替换变量检验，通过使用净资产收益率（ROE）替换ROA作为衡量企业绩效的指标，然后进行了固定效应回归分析，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，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，本文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年至2023年制造业上市公司的相关的数据，本文得出了如下发现：

（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，研究表明，当公司的营业收入增长率和股东权益集中度较高时，金融资产对公司短期内的经营成果有更明显的正面作用。但是，当公司的总负债占总资产的比例上升时，金融资产对业绩的正向影响会有所下降。

（2）金融资产一旦超出特定的比例，就可能开始对公司的资产收益率产生逆向效应。同时，较高的负债比率和公司规模的扩大也可能对业绩造成压制。

（3）企业的金融化水平对业绩的影响会根据企业的类型有所不同。尽管不同类型的企业在金融化水平上对绩效的倒U型影响是一致的，外资企业的金融资产对总资产收益率的正面影响似乎更加突出。

因此，中国的制造业上市公司应当适当控制金融化水平，以便最大化地促进企业经营业绩，进一步支持中国实体经济的健康发展。

## 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，包括市场及信用风险、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）

# 附 录