

**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） | 经济与管理学院 |
| 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 04 月 10 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 04 月 10 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](#_Toc14510)

[ABSTRACT II](#_Toc11414)

[第1章 绪论 1](#_Toc7356)

[1.1研究背景 1](#_Toc30109)

[1.2 研究目的 2](#_Toc2091)

[1.3研究意义 3](#_Toc27995)

[1.3.1理论意义 3](#_Toc18929)

[1.3.2现实意义 3](#_Toc10161)

[第2章 理论基础及相关界定 4](#_Toc11296)

[2.1蓄水池理论 4](#_Toc7477)

[2.2投资替代理论 4](#_Toc2172)

[2.3委托代理理论 4](#_Toc7679)

[2.4挤压效应理论 4](#_Toc24222)

[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 5](#_Toc17338)

[3.1制造业上市公司金融化的原因分析 5](#_Toc24620)

[3.2制造业上市公司金融化对经营绩效的影响 5](#_Toc9587)

[第四章 制造业金融化的现状 6](#_Toc19450)

[4.1制造业企业平均盈利情况 6](#_Toc25280)

[4.2制造业企业金融化的程度 6](#_Toc30478)

[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 7](#_Toc2351)

[5.1指标选取 7](#_Toc6875)

[5.1.1被解释变量 7](#_Toc11808)

[5.1.2解释变量 8](#_Toc31273)

[5.1.3控制变量 8](#_Toc10355)

[5.2样本选取与数据处理 9](#_Toc14993)

[5.3实证分析 10](#_Toc28857)

[5.3.1描述性统计分析 10](#_Toc32364)

[5.3.2相关性分析 11](#_Toc9152)

[5.3.3模型选取检验 12](#_Toc27560)

[5.3.4回归分析 12](#_Toc17079)

[5.3.5异质性分析 14](#_Toc28133)

[5.3.6稳健性分析 15](#_Toc25917)

[第六章 结论与建议 17](#_Toc14013)

[6.1研究结论 17](#_Toc29973)

[6.2对策建议 18](#_Toc21812)

[参考文献 19](#_Toc2137)

[致 谢 22](#_Toc17809)

[附 录 23](#_Toc22112)

# 摘 要

这篇论文主要研究了金融化对制造业企业绩效的影响。随着现代经济的高速发展，企业向金融化发展已成为主流趋势，而金融与实体经济的良性循环逐步形成，金融化市场对实体经济的发展起到助推的作用，增加了市场的流动性，使实体经济更具活力。研究通过对A股制造业上市公司的实证分析发现，制造业金融资产比例的平均值不高，总体水平在30%以下，同时制造业近几年的经营利润率呈现下降趋势。通过在CSMAR数据库收集A股制造业年度样本数据，本文章以金融资产比例作为企业金融化程度的衡量指标，研究金融资产结构对经营资产收益率的影响，其中公司规模、股权集中度、资本结构和营业收入增长率作为控制变量，研究发现金融资产结构与经营资产收益率之间呈现倒U的趋势，说明适度金融化对制造业企业的资产收益具有积极影响，过度的金融化或许会使制造业陷入经济危机。因此，建议在制造业发展中应重视金融化对企业绩效的影响，合理利用金融资源，提高企业的竞争力和盈利能力。

**关键词：**金融化；制造业；企业绩效；固定效应模型

# ABSTRACT

This thesis mainly studies the impact of financialization on the performance of manufacturing enterprises. With the rapid development of the modern economy, the development of enterprises to financialization has become the mainstream trend, and the virtuous circle of finance and the real economy has gradually formed, the financialization market plays a role in boosting the development of the real economy, increasing the liquidity of the market and making the real economy more dynamic. The study finds that the average value of the proportion of financial assets in the manufacturing industry is not high, and the overall level is below 30%, while the operating profit margin of the manufacturing industry has shown a downward trend in recent years through the empirical analysis of the A-share manufacturing industry listed companies. By collecting the annual sample data of A-share manufacturing industry in CSMAR database, this article takes the proportion of financial assets as a measure of the degree of financialization of enterprises, and studies the impact of financial asset structure on the return on operating assets, in which the company size, equity concentration, capital structure and growth rate of operating income are used as control variables, and the study finds that there is an inverted U tendency between the structure of financial assets and the return on operating assets. It indicates that moderate financialization has a positive impact on the return on assets of manufacturing firms, and excessive financialization might make the manufacturing industry fall into economic crisis. Therefore, it is suggested that the impact of financialization on enterprise performance should be emphasized in the development of manufacturing industry, and financial resources should be reasonably utilized to improve the competitiveness and profitability of enterprises.

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

# 第1章 绪论

## 1.1研究背景

随着现代经济的高速发展，企业向金融化发展已成为主流趋势。我国的金融结构也日趋丰富，党的十九大报告坚持以金融作为实体经济的血脉，不断深化对金融本质和规律的认识，致使金融与实体经济良性循环逐步形成。近年来，随着重点领域和薄弱环节金融服务不断加强，金融部门加大了对制造业、科技创新、绿色发展等领域的支持力度，据金融管理部门数据显示，截至2023年9月末，普惠小微贷款余额28.74万亿元，近五年年均增速约25%；绿色贷款余额、制造业中长期贷款余额、“专精特新”中小企业贷款余额、涉农贷款余额分别同比增长36.8%、38.2%、18.6%、15.1%，均远高于各项贷款增速。近十年泛金融行业对GDP贡献逐年上升，金融业增加值对GDP的占比由2011年的6.3%上涨到2020年的8.3%，由此看出，金融化市场对于实体经济的发展起到助推服务的作用，增加了市场的流动性，是实体经济更具活力。

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]。根据国家统计局的统计年鉴，房地产开发投资规模，在 1999 年-2019 年的 20 年间，从 0.4 万亿增长到 13.2 万亿元,平均增长速度为22.4%，远远大于工业、农业和建筑业等行业的平均增长速度；金融业的社会融资规模存量在 2002 年 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，我国目前将制造业的发展作为主要核心产业之一。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]。此外，制造业创造了大量的技术创新和劳动生产率的提高，从而推动了整体经济的增长。截至2023年，我国制造业增加值占全球比重近30%，制造业规模已经连续14年居世界首位，此前，国务院推出了《中国制造2025》战略，表明制造业是国民经济的支柱产业，是工业化和现代化的主导力量，是国家安全和人民幸福的物质保障，是衡量一个国家或地区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，企业脱离实业，从事金融、房地产等非主业投资活动[5]，投资虚拟程度较高的金融资产日益活跃，造成资金在金融领域内循环“空转”，导致实体产业“空心化”。 因此，企业的金融化一直是一个备受关注的话题。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复杂而多方面的问题，需要进一步研究和分析。在金融化背景下，机构投资者在影响公司绩效方面的作用也是一个值得探索的领域。

## 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，但他们更多地关注企业金融化对创新能力、研发投资、产业投资等方面的影响，对企业金融化对经营绩效的影响进行了较少的深入研究。特别是在制造业领域，很少有人详细分析实体企业金融化对经营绩效的影响。因此，本研究选择了中国制造业上市公司作为研究对象，通过理论与实证研究的方法，深入探究企业金融化对制造业企业经营绩效的作用。

### 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。通过检索国泰安数据库获取了2014-2023年间制造业上市公司的财务报表面板数据，建立了固定效应模型对我国制造业的财务状况进行了实证研究，并分析了我国制造业的金融化现象对公司业绩的影响。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，为建立科学的财务评估指标、保持适当的金融化水平提供了重要的现实指导意义。

# 理论基础及相关界定

## 2.1蓄水池理论

美国经济学家米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）在其著作《货币学说和货币政策》中提出了蓄水池理论的经济学解释。他认为，货币政策就像是在控制一个蓄水池的水流，通过调节货币供应量，可以影响经济中的流动性和资金流向。如果货币供应量过多，就像是向蓄水池注水过多，会导致通货膨胀；而如果货币供应量不足，就像是蓄水池水流出过快，会导致经济衰退。因此，蓄水池理论被用来解释货币政策调控对经济的影响[12]。

## 2.2投资替代理论

投资替代理论是指在资本有限的情况下，一个项目的投资可能会排挤或替代其他项目的投资[13]。这个理论认为，资源是有限的，当一个项目获得资金投资时，其他项目的投资可能会受到影响。美国经济学家亚当·斯密（Adam Smith）在其著作《国富论》中提出了资源的替代原则，即资源有限，需求无穷。他认为，人们的需求是无限的，而资源却是有限的，因此在决定如何使用资源时，必须进行选择和替代。这一理论被广泛应用于经济学中，用来解释资源配置和机会成本的问题。

## 2.3委托代理理论

委托代理理论是一种关注委托者与代理人之间关系的理论。在经济学中，委托代理关系通常指的是公司股东（委托者）委托公司管理层（代理人）管理和运营公司的情况[14]。委托代理理论关注的是在这种关系中可能出现的代理问题，例如代理人可能会出于个人利益而偏离委托者的利益。美国经济学家詹姆斯·巴德尔（James M. Badaracco）在其研究中提出了委托代理理论的现代解释。他认为，委托代理关系的核心是信任和激励，委托者需要相信代理人能够忠诚地履行委托，并通过适当的激励机制来激励代理人为委托者创造价值。在企业管理中，这个理论被用来解决代理问题，设计有效的激励机制和监督机制，以确保代理人的行为符合委托者的利益。

## 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[15]。美国经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）在其研究中提出了挤压效应理论的经济学解释。他认为，在资源有限的情况下，政府财政预算的挤压效应会影响到公共服务和社会福利项目的资金分配。例如，政府增加对军事支出的投资可能会挤压其他领域的资金，如教育和医疗保健，从而影响到公共服务的提供和社会福利的改善。

## 2.5中国制造业的划分

制造业是指机械工业时代利用某种资源（物料、能源、设备、工具、资金、技术、信息和人力等），按照市场要求，通过制造过程，转化为可供人们使用和利用的大型工具、工业品与生活消费产品的行业。制造业直接体现了一个国家的生产力水平，是区别发展中国家和发达国家的重要因素，制造业在发达国家的国民经济中占有重要份额。

按《国民经济行业分类》标准，制造业主要包括农副食品加工业、食品加工、烟草制品制造、纺织业、医药制造业、金属制品业、汽车制造业、设备制造业等31个行业；根据在生产中使用的物质形态，制造业可划分为离散制造业和流程制造业。

# 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[16]。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敏感和依赖，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在短期内对经营绩效有正向促进作用，但超过一定限度则会产生负向抑制作用[17]。

## 3.2制造业上市公司金融化对经营绩效的影响

金融化对制造企业的经营绩效有着双重影响。研究表明，企业持有适度的金融资产在短期内可以对经营绩效产生正向促进作用。然而，当企业配置金融资产超过一定限度时，可能会对经营绩效产生负面影响。长期持续的金融化可能会对实体业务和经营绩效产生不同程度的抑制作用。因此，制造业上市公司的金融化水平应该保持在一个合理的范围内，以促进公司业绩的提高。

# 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，从微观经济学角度是以企业金融化为表现形式。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 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，表格可以看出营业利润率一直处于下降趋势，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。

图 4-1制造业企业平均利润情况

## 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+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，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年平均达到 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

# 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被解释变量

本文主要研究金融化对于企业经营绩效的影响，企业绩效通常使用资产收益率来表示。通常可以使用总资产收益率来表示，但是为了区分营业业务和金融业务，更好了解在实体经济上企业的发展情况，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。

经营资产收益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经营资产之比得出。净利润和经营资产分别使用总利润和总资产去除了金融收益和金融资产，能够表示在不受金融风险的情况下企业的盈利水平，其中的金融收益，是指企业在从事金融活动，交易金融资产过程中产生的收益。其中金融收益主要由利息收入、公允价值损益以及投资收入三部分组成。因此被解释变量公式为：

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

### 5.1.2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。公司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[18]。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。

金融资产持有比例是指金融资产与总资产之间的比例。根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》，金融资产是指满足一下任意一条的资产：

1．从其他方收取现金或其他金融资产的合同权利；

2．在潜在有利条件下，与其他方交换金融资产或金融负债的合同权利；

3．将来须用或可用企业自身权益工具进行结算的非衍生工具合同，且企业根据该合同将收到可变数量的自身权益工具；

4．将来须用或可用企业自身权益工具进行结算的衍生工具合同，但以固定数量的自身权益工具交换固定金额的现金或其他金融资产的衍生工具合同除外。

具体来说，金融资产包含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。总之，本文采用金融化率公式如下：金融资产比例（FAR）=金融资产/总资产=（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+持有至到期投资+长期股权投资+投资性房地产）/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通常意味着公司销售业务的良好发展，可能对公司的盈利能力和经营绩效产生积极影响。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。

（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，管理模式等对经营资产收益率的影响，从而更准确地评估其他变量对经营资产收益率的影响。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 | RO | 经营资产收益率 | 营业利润-金融收益/总资产-金融资产 |
| 解释变量 | FAR | 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 | 前十大股东持股比例 |
| 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，以所有 A 股制造业上市公司的年度数据作为研究样本，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 17 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。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实证分析

### 5.3.1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，A股制造业上市公司的经营资产收益率(RO) 平均值为0.0679，最低值为-0.589，最高值为0.767，标准差为0.117。根据 p25、p50 和 p75 分位数的比较，RO 的分布显示大部分公司的经营资产收益率集中在较低水平，说明制造业面临着经济环境恶化，产能过剩等困境，经济环境困难。

金融化衡量指标金融资产比例（FAR）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。

营业收入增长率（GOI）变量平均值为0.161，最低值为-0.532，最高值为2.486，标准差为0.347，由此可见，各制造业上市公司的主营业务收入增长率呈现较大的差异性。根据p50值0.109可知，超过一半的上市公司的主营业务收入是持续稳步增长的。

公司规模（SIZE）变量平均值为22.04，最小值为19.31，最大值为27.30。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，平均值为59.24%，最小值为22.15%，最大值为95.51%，中位数为60.17。根据中位数和平均值的大小接近，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 | RO | FAR | GOI | SIZE | OC | ALT |
| N | 20273 | 20273 | 20273 | 20273 | 20273 | 20273 |
| Mean | 0.0679 | 0.252 | 0.161 | 22.04 | 59.24 | 0.381 |
| Max | 0.767 | 0.848 | 2.486 | 27.30 | 95.51 | 0.916 |
| SD | 0.117 | 0.154 | 0.347 | 1.176 | 14.79 | 0.189 |
| p75 | 0.115 | 0.337 | 0.266 | 22.69 | 71.04 | 0.518 |
| p50 | 0.0573 | 0.216 | 0.109 | 21.88 | 60.17 | 0.369 |
| p25 | 0.0152 | 0.136 | -0.0201 | 21.20 | 48.45 | 0.229 |
| p1 | -0.266 | 0.0374 | -0.471 | 19.97 | 25.07 | 0.0592 |
| Min | -0.589 | 0.0309 | -0.532 | 19.31 | 22.15 | 0.0281 |

### 5.3.2相关性分析

通过分析表5-3的各变量相关系数矩阵，可以看出结果的显著性都很高，均通过了0.1%的显著性检验。其中经营资产收益率（RO）与金融资产比例（FAR）之间存在正相关，系数为0.385，这说明适度的金融化对制造业企业的资产收益具有积极的影响。此外，经营资产收益率（RO）与营业收入增长率（GOI）、股权集中度（OC）均存在正相关，资本结构（ALT）与公司规模（SIZE）的相关系数最高，为0.478，需要进一步检验变量之间的多重共线性。此外，经营资产收益率（RO）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，公司规模越大对于企业的经营负担也越大，从而会降低业务绩效。

表 5‑3 各变量的相关系数矩阵

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | RO | FAR | GOI | SIZE | OC | ALT |
| RO | 1 |  |  |  |  |  |
| FAR | 0.385\*\*\* | 1 |  |  |  |  |
| GOI | 0.248\*\*\* | -0.028\*\*\* | 1 |  |  |  |
| SIZE | -0.040\*\*\* | -0.112\*\*\* | 0.070\*\*\* | 1 |  |  |
| OC | 0.302\*\*\* | 0.134\*\*\* | 0.073\*\*\* | -0.059\*\*\* | 1 |  |
| ALT | -0.413\*\*\* | -0.403\*\*\* | 0.039\*\*\* | 0.478\*\*\* | -0.195\*\*\* | 1 |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 0.1%、1%、5%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5-4所示。可以看到方差膨胀因子VIF的值均不超过2，说明变量之间并不存在多重共线性问题。

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 |
| FAR | 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）, 说明固定效应模型整体显著，拒绝原假设，固定效应模型优于混合OLS模型。

第二行结果是通过LM统计量进行分析，通常用于检验模型中是否存在序列相关。原假设同样是H0：使用混合OLS模型。通过结果可知P值显著小于显著性水平（p<0.05），则拒绝原假设，随机效应同样比混合 Ols 模型更好。

第三行结果Hausman检验用于选择固定效应模型还是随机效应模型。原假设是H0：采用随机效应模型。结果所示Hausman 检验 p 值为 0.0000，P值显著小于显著性水平（p<0.05），则拒绝原假设，即固定效应模型更合适。

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 | 拒绝选择混合随机效应模型 |
| 最终确定模型 | 固定效应模型 | |

### 5.3.4回归分析

在进行回归分析之前，我们首先进行异方差检验，如表5-6所示，本文使用的是χ²检验统计量，统计量的值为3203.12，自由度为20。通过查看各来源的χ²统计量，P值结果均为0，因此我们可以拒绝原假设H0: 存在同方差，确信数据中存在异方差性。

表 5‑6 异方差检验结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| H0: Homoskedasticity  Ha: Unrestricted heteroskedasticity  chi2(20) = 3203.12  Prob > chi2 = 0.0000 | | | |
| Source | chi2 | df | p |
| Heteroskedasticity | 3203 | 20 | 0 |
| Skewness | 137.5 | 5 | 0 |
| Kurtosis | 166.1 | 1 | 0 |
| Total | 3507 | 26 | 0 |

在进行异方差检验之后，我们进行了回归分析，结果如表5-7，列（1）所示模型采用单向固定效应模型，只是固定了个体；列（2）所示模型采用了双向固定效应模型固定了个体和时间，从而消除了时间对结果的影响，使得结果更加准确。从两个模型结果可以看出，两个模型均通过了显著检验，且其中金融资产比例（FAR）对经营资产收益率有明显的正向作用。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，说明抑制企业经营收益率。其他控制变量公司规模、营业收入增长率、股权集中度相对而言系数接近于0，对与经营资产收益率影响较小。

表 5-7 模型回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | （1）  单向固定效应模型 | （2）  双向固定效应模型 |
| FAR | 0.1644\*\*\*  (16.29) | 0.1673\*\*\*  (16.56) |
| ALT | -0.2491\*\*\*  (-22.97) | -0.2435\*\*\*  (-22.57) |
| SIZE | 0.0192\*\*\*  (6.83) | 0.0122\*\*\*  (5.67) |
| OC | 0.0007\*\*\*  (4.97) | 0.0008\*\*\*  (6.74) |
| GOI | 0.0784\*\*\*  (29.11) | 0.0787\*\*\*  (30.00) |
| \_cons | -0.3358\*\*\*  (-5.62) | -0.2119\*\*\*  (-4.36) |
| N | 20273 | 20273 |
| R-sq | 0.256 | 0.250 |
| adj. R-sq | 0.256 | 0.250 |
| F | 148.8239 | 370.0766 |
| P | 0.0000 | 0.0000 |

\* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001

### 5.3.5异质性分析

而后，本文对此样本进行了异质性分析，我们根据企业性质，将样本分为国有企业、民营企业、外资企业和其他企业进行分组回归，如表格5-8所示，可以看出外资企业的金融资产比例对企业经营收益率影响最显著，系数为0.1787；而国有企业的金融化对经营收入的提高最不显著，系数为0.1453，在融资的角度来看，结果说明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，需要通过金融市场获得更多的资金储备。此外，民营企业和其他企业中也可以看出金融化程度对企业经营收入起到正向促进作用。值得一提的是资本结构对于外资企业的经营收入影响最小，而对国有企业和其他企业的经营收入影响较大，且均为负面影响，这说明外资企业的企业融资可以降低总负债比例对经营收入率的影响。

表 5‑8 分组回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 全样本 | 国企 | 民营 | 外资 | 其他 |
|  | RO | RO | RO | RO | RO |
| FAR | 0.1644\*\*\* | 0.1453\*\*\* | 0.1681\*\*\* | 0.1787\*\*\* | 0.1552\*\* |
|  | (16.29) | (6.69) | (14.34) | (3.88) | (2.67) |
| ALT | -0.2491\*\*\* | -0.2972\*\*\* | -0.2262\*\*\* | -0.1861\*\* | -0.3346\*\*\* |
|  | (-22.97) | (-13.29) | (-17.17) | (-3.11) | (-5.35) |
| SIZE | 0.0192\*\*\* | 0.0238\*\*\* | 0.0232\*\*\* | 0.0311 | 0.0157 |
|  | (6.83) | (4.04) | (6.67) | (1.71) | (0.75) |
| OC | 0.0007\*\*\* | -0.0006\* | 0.0008\*\*\* | 0.0020 | 0.0006 |
|  | (4.97) | (-2.51) | (4.57) | (1.80) | (0.93) |
| GOI | 0.0784\*\*\* | 0.0591\*\*\* | 0.0828\*\*\* | 0.0925\*\*\* | 0.0748\*\*\* |
|  | (29.11) | (12.16) | (25.53) | (6.30) | (4.40) |
| \_cons | -0.3358\*\*\* | -0.3583\*\* | -0.4264\*\*\* | -0.7139 | -0.2396 |
|  | (-5.62) | (-2.90) | (-5.77) | (-1.67) | (-0.55) |
| *N* | 20273 | 4684 | 14004 | 854 | 731 |
| *R*2 | 0.256 | 0.317 | 0.259 | 0.209 | 0.240 |
| adj. *R*2 | 0.256 | 0.315 | 0.258 | 0.196 | 0.226 |
| F | 148.8239 | 31.6196 | 117.3149 | 7.1047 | 10.6484 |
| p | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

\* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001

### 5.3.6稳健性分析

（1）Utest检验

在进行回归分析过后，我们对回归结果进行了倒U型检验。原假设为经营资产收益率与金融资产比例存在反U型关系或者单调关系。结果显示极值点为-.0587386，而置信区间为[0.0308837, 0.8482283]，可以看出极值点并不在置信区间内，这意味着我们无法拒绝零假设，换句话说，我们不能得出函数是U形的结论，证明其存在倒U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 5-9所示。结合表 5-9 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，结合第（2）列的回归结果显示，企业金融化依旧对总资产净利润率产生积极影响，其他控制变量对总资产净利润率和对经营资产收益率产生的影响相同。这就反映了模型具有很强的稳健性，有很高的泛化功能。

表 5‑9 替换变量回归结果

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) |
|  | RO | ROA |
| FAR | 0.1644\*\*\* | 0.0067 |
|  | (26.96) | (1.07) |
| ALT | -0.2491\*\*\* | -0.2753\*\*\* |
|  | (-38.83) | (-41.78) |
| SIZE | 0.0192\*\*\* | 0.0299\*\*\* |
|  | (11.19) | (17.02) |
| OC | 0.0007\*\*\* | 0.0002\* |
|  | (7.19) | (2.11) |
| GOI | 0.0784\*\*\* | 0.0589\*\*\* |
|  | (47.05) | (34.39) |
| \_cons | -0.3358\*\*\* | -0.5116\*\*\* |
|  | (-9.27) | (-13.74) |
| *N* | 20273 | 20273 |
| *R*2 | 0.256 | 0.173 |
| adj. *R*2 | 0.105 | 0.005 |
| F | 414.3154 | 251.8904 |
| p | 0.0000 | 0.0000 |

\* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001

3)添加多模型回归

为了确保回归分析结果的稳健性，本研究采用了三种不同的模型进行比较，包括混合OLS模型、随机效应模型和固定效应模型。在表5-10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企业经营绩效呈正相关关系，表明企业金融化在一定程度上对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 5‑10 多模型回归结果

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | FE | RE | OLS |
|  | RO | RO | RO |
| FAR | 0.1644\*\*\* | 0.1723\*\*\* | 0.1729\*\*\* |
|  | (16.29) | (19.06) | (24.61) |
| ALT | -0.2491\*\*\* | -0.2398\*\*\* | -0.2268\*\*\* |
|  | (-22.97) | (-28.50) | (-44.37) |
| SIZE | 0.0192\*\*\* | 0.0132\*\*\* | 0.0152\*\*\* |
|  | (6.83) | (9.26) | (21.12) |
| OC | 0.0007\*\*\* | 0.0012\*\*\* | 0.0015\*\*\* |
|  | (4.97) | (14.11) | (32.27) |
| GOI | 0.0784\*\*\* | 0.0788\*\*\* | 0.0826\*\*\* |
|  | (29.11) | (28.61) | (24.01) |
| \_cons | -0.3358\*\*\* | -0.2472\*\*\* | -0.3257\*\*\* |
|  | (-5.62) | (-8.08) | (-21.59) |
| *N* | 20273 | 20273 | 20273 |
| *R*2 | 0.256 |  | 0.357 |
| adj. *R*2 | 0.256 |  | 0.356 |
| F | 148.8239 |  | 446.7740 |
| p | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

\* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001

# 第六章 结论与建议

## 6.1研究结论

本研究着眼于中国制造业上市公司的资产金融化问题，以金融资产占比作为金融化水平的代表指标，对其进行评估，并深入研究了金融化对企业经营绩效的影响。为此，我们搜集了2014年至2023年期间的制造业上市公司的样本数据，得出以下结论：

（1）适度持有金融资产在短期内对企业经营绩效有积极影响。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，这种贡献就会减弱。

（2）一旦公司持有的金融资产超过一定门槛，就会对其财务业绩产生负面影响。此外，债务比率的增加也会加强企业金融化对经营绩效的抑制作用。

（3）企业金融化对公司绩效的影响因公司性质而异。国有企业和外资企业的融资对公司绩效的影响呈倒“U”型，且外资企业受影响更为显著。相反，对民营企业而言，企业金融化与公司经营绩效之间呈现“U”形关系，即较轻度的金融化对绩效有负面影响，而更为严重的金融化则对绩效产生积极影响。

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

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。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。

# 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.

5. 魏文江, *金融发展与资金“脱实向虚”问题研究.* 西南金融, 2019(7).

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. 林咏, *企业集团资金集中管理方法研究——基于蓄水池理论的研究.* 当代经济, 2010(20): p. 18-19.

13. 李月娥, et al., *ESG表现与企业金融化——蓄水池动机还是投资替代动机.* 国土资源科技管理, 2022. **39**(04): p. 74-90.

14. 邹颖, et al., *大数据应用与实体企业金融化困境:基于双重委托代理理论.* 金融评论, 2023. **15**(03): p. 47-78+125-126.

15. 魏晓琴, 李光, and 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.

16. 张庆君 and 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.

17. 张成思 and 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.

18. 崔超, *上市公司金融化的财务影响研究*. 2016.

# 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

**（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）**

有些不宜放在正文中，但有参考价值的内容，可编入论文的附件中，如公式的推演、编写的算法语言程序等。

多个附录依次用大写字母“附录A、附录B、附录C……”表示，附录内的分级序号可采用“附A1、附A1.1、附A1.1.1”等表示，图、表、公式均依此类推为“图A1、表A1、式（A1）”等。