

**本科毕业设计（论文）**

**中文论文题目(三号黑体加粗)**

|  |  |
| --- | --- |
| 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）**

**中文论文题目(三号黑体加粗)**

|  |  |
| --- | --- |
| 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。近年来，中国经济发展进入新常态，经济活动相对低迷，企业经济活动重心逐渐由生产领域转变到金融领域。企业向金融化发展已成为主流趋势，金融与实体经济的良性循环逐渐形成，金融化市场对实体经济的发展起到了助推作用。但是，制造业企业在金融化过程中也面临诸多问题，因此本篇论文就金融化对制造业企业绩效的影响展开探究。本文选取了2014-2023年中国全部A股制造业上市公司共3640家，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。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。

**关键词：**金融化；制造业；企业绩效；固定效应模型

# ABSTRACT

The financialization of the real economy refers to the phenomenon that more profits of enterprises come from the financial field rather than the production and trade of real business, or the proportion of financial assets in the asset allocation of enterprises is constantly increasing. In recent years, China's economic development has entered a new normal, with relatively sluggish economic activities, and the focus of economic activities of enterprises has gradually shifted from the production field to the financial field. The development of enterprises to financialization has become the mainstream trend, the virtuous circle between finance and the real economy has gradually formed, and the financial market has played a boosting role in the development of the real economy. However, manufacturing enterprises also face many problems in the process of financialization, so this paper explores the impact of financialization on the performance of manufacturing enterprises. This paper selects A total of 3,640 A-share manufacturing listed companies in China from 2014 to 2023, adopts the fixed effect model for regression analysis, and takes the proportion of financial assets as a measure of the degree of financialization of enterprises to study the impact of financial asset structure on the return on operating assets. Among them, company size, ownership concentration, capital structure and operating income growth rate as control variables, the study found that the financial asset structure and operating asset return rate showed an inverted U trend. Finally, from the two perspectives of manufacturing enterprises themselves and the government, corresponding policy suggestions are put forward. For example, the government can avoid excessive financialization of enterprises by improving investment subsidies for entities and strengthening supervision over enterprises, and relevant enterprises should allocate financial assets reasonably according to their own development.

**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，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，近十年我国金融业增加值占国内生产总值（GDP）的比重在8%左右，2020年以来，金融业增加值/GDP总体有所回升，2022年达到8%。2023年1—9月，我国金融业增加值/GDP达到了8.7%。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]。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，从事金融、房地产等非主业投资活动，避免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，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[12]。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。

## 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，使用相对应的实证模型，以探究金融化对上市公司制造业经营绩效的影响；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，其具体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。

第二部分是阐述企业金融化和企业经营绩效的理论基础及相关界定。本文研究主要引入了蓄水池理论、投资替代理论、委托代理理论、挤压效应理论等相关理论。

第三部分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，再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。

第四部分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。

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，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(monopoly capitalism)学派率先使用“金融化”(financialization)概念,从金融化与资本积累相结合的角度预见了20世纪中后期资本主义经济结构日趋金融化的趋势(Baran & Sweezy,1966)[13]。而后,Sarcinelli(1988)将金融化理解为由跨国公司的发展及资本在全球金融市场流动引发的资产泡沫膨胀现象[14]。Sweezy(1997)认为金融部门规模急剧膨胀并与实体部门相互独立 即为金融化。Krippner(2005)以及Stockhammer& Grafl(2010)则把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（2002），金融化的特点是金融资产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（2021）以制造业上市公司为研究对象，发现制造业企业金融化趋势明显，资本逐利是制造业企业增加金融投资的主要动机[19]。魏晓琴等（2021）对企业金融化的现状进行分析，发现企业金融化对生产性资产产生“挤出效应”，进而降低企业价值[20]。张成思等（2020）以沪深Ａ股制造类上市公司作为研究样本，发现企业金融化水平上升会加大企业财务风险[21]。

### 1.5.3关于企业金融化度量的相关研究

根据企业金融化的定义，现有的度量指标多从利润和资产两个角度来度量企业金融化程度。戴赜(2018)指出企业金融化程度越高的企业，企业资产配置中金融资产的占比就越高，相应地，企业通过金融渠道获取的利润占总收益的比重也就越高[22]。国外学者 Crotty(2002)通过研究分析，选取了20项指标来衡量上世纪九十年代初期美国的企业金融化程度，这些指标包括金融资产与有形资产之比、总投资收益与现金流量之比、金融企业与非金融企业利润之比等[23]。Orhangazi(2006)又在 Crotty(2002)的指标体系中，加入金融资产与总资产之比这一指标，完善了企业金融化度量指标体系[24]。与上述学者不同，Demir(2009)则采用单一指标来度量一些发展中国家的企业金融化，即金融资产占总资产之比[25]。国内学者刘珺等(2014)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，刘珺等根据我国上市企业报表细化了企业金融投资的度量[26]；随后，宋军和陆旸(2015)在刘珺等的研究基础上，在企业金融投资中加入长期债权投资净额、衍生金融资产、投资性房地产、短期投资净额等[27]。张成思和张步昙(2015，2016)则侧重于企业利润，利用营业利润的绝对值与金融投资收益之比测度了我国的企业金融化程度[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（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[30]。Demir (2009)指出企业金融化做法能够调整企业内部的资源，将实体产业资源和金融资产有效组合起来[25]； Bonfiglioli (2008)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（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[32]。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。

### 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更为合理的区分，使结果更具有科学性和有效性。针对企业金融化对企业绩效形成的影响，主要有三种研究结论，分别是“蓄水池”效应的正面作用论、“挤压”效应的负面影响论以及不确定性影响论。

# 第二章 理论基础及相关界定

## 2.1蓄水池理论

蓄水池”理论指出，企业持有金融资产的目的是流动性储备，以防止现金流冲击带来的资金链断裂风险，这一观点的理论基础最早可追溯到Keyne（1936）的预防性储蓄理论。相较于固定资产，金融资产的流动性更强，当企业面临财务困境时，企业能够迅速通过出售金融资产及时获得流动性，从而缓解企业的资金压力。另一方面，当企业认为未来将面临着宏观经济的不确定或潜在的投资机会时，也会偏好于“持币而动”，尤其是那些本身就存在融资约束的企业。国内外学术界有许多学者都支持企业金融化的“蓄水池”作用论。Bonfiglioli 指出企业金融化做法能够调整企业内部的资源，将实体产业资源和金融资产有效组合起来，同时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]；在经济呈低迷发展的状态下，企业金融化获得的收益可以补上企业的经营损失缺口,稳定企业经营。国内学者胡奕明等总结出在当前条件下，我国上市公司的金融化主要以“蓄水池”目的为主，即为了能够拥有更多的资金储备[36]。王红建等（2017）也指出，金融资产投资可以充分发挥闲置资金的获利功能，在短期内可以促进企业绩效的提高[37]；张华等（2020）则利用实证方法，选择了我国上市公司的财务指标进行研究，结果发现企业金融化正面影了企业绩效[38]。

企业要想在激烈的市场竞争中保持优势，就要不断地发展和创新，而在发展和创新过程中需要大量的资金支持，其中有很大一部分依赖于信贷投资。但由于企业自身信用等级低、金融市场发展不健全等，在融资的过程中，企业会面临融资约束的窘境。预防性储蓄理论指出，金融资产变现能力强，变现成本也很低。企业持有的金融资产可以充当资金在特殊时期增加资金的供应，满足实体投资的需求。这就是企业持有金融资产的“蓄水池”效应。

## 2.2投资替代理论

20世纪70年代，美国经济进入“滞涨”时期，大部分实体企业出现亏损，实业投资回报率大幅下跌，而新兴的虚拟经济凭借着能在短期迅速获得收益的特点引起了公司经营者的广泛关注，许多企业将大量资本投入到金融领域。由此看来，企业为了实现利润最大化，偏向于资金投入回报高的领域，当实体经济低迷时，企业会以金融投资代替实体投资来获得最大利润。

“投资替代”理论认为，企业金融化的目的是追求利润最大化，故当金融投资收益率较实体经济投资收益率更高时，企业则会以金融资产投资替代实体经济投资，反之，则将以实体经济投资替代金融资产投资。Arrighi（1994）认为资本的过度积累和日益激烈的市场竞争使得在实体领域有价值的投资机会减少，企业只能将计划用于生产投资的资金用于金融投资来获利[39]。Crotty（2002）研究发现，新自由主义盛行引起的竞争提高了商品的产出率和劳动生产率，使得商品所含利润下跌。大量企业为了寻求利润率的增长而纷纷投入金融业，金融市场变为非耐心投机者的聚集地[23]。Amin（2003）则认为，实体企业进行金融投资是实体经济领域投资收益下降的短期应对手段，企业最终还是会回到发展实体经济的轨道上 [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。王红建等（2017）经实证研究发现，相比于实体经济部门，金融业、房地产业是拥有巨大超额利润的暴利产业，金融投资的收益率远远超过实体投资的回报率[37]。在这种市场环境下，由于代理关系的存在，企业的经营者为了得到足够的会计盈余来粉饰财务报表以提高自身业绩，会更倾向于选择配置金融资产进行投机套利，从而忽视了有利于企业长期发展的实体投资。杜勇等（2017）认为，大小股东之间的代理矛盾也在实体经济金融化中扮演着重要角色。因为大股东掌握着企业大部分股权，有权力决定企业金融资产的配置情况，他们很可能倾向于投资金融资产以获取短期收益，并采取资金占用、关联交易等方式实现利润转移 [41]。当大股东和中小股东之间的矛盾突出时，大股东为了自身利益，会采取短期的金融投资谋取私利，损害中小股东的利益。

## 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。对于实体企业来说，金融业的性质决定了金融投资只能带来一时的收益，主营业务才是其长远发展的根本支撑。因此，总体上来看，企业金融化对实体产业产生了“挤压”效应（Orhangazi，2008）破坏了实体企业的稳定经营，不利于企业绩效的提升。杜勇等（2017） 通过建立一个微观层面的数据指标，实证分析了中国 A 股上市企业金融化行为，发现从长远来看，企业金融化的“蓄水池”效应并不明显，并且还损害了实体产业的生产，与企业的经营绩效存在负向关系[41]。黄大禹和谢获宝（2021）则利用我国制造业上市公司，实证分析了制造业公司金融化对绩效的影响，并指出两者明显是负向的相关关系，制造业的金融投资损害了企业绩效[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[44]。

## 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

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。在微观经济学角度看，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。制造业作为国民经济的基石，其金融化程度的高低直接关系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。

图表, 折线图

描述已自动生成图 4-1制造业企业平均利润情况

数据来源：CSMAR 数据库

如图4-1所示，近年来，制造业上市公司的营业利润率一直处于较低水平，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+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

制造业公司金融化的一个特征是其拥有越来越多的金融资产，并且更加频繁地参与证券投机和盈利性金融投资活动。这说明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。为了科学地区分这些不同来源的利润，Penman 和 Nissim (2001) 提出了一个新的财务分析框架，称为“Penman-Nissim分析框架”。该框架清晰地区分了企业的资产与负债科目，为本文研究提供了分析基础和理论支持。

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。这个指标可以用来评估上市制造业企业的金融化水平。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。

为了更好地分析制造业上市公司的金融化问题，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。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。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。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。

### 5.1.2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。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。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。本文根据Penman和Nissim(2001)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）

### 5.1.3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。

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、\*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，我们可以得出这样的结论：资产金融化对公司业绩的影响不是单一的。一方面，企业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。金融市场的这一功能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。因此，在适度的情况下，资产金融化可以促进制造业企业的业绩增长。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给企业经营绩效带来不利影响。

因此，在实证分析中，我们引入了一个资产金融化指标的二次项。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。如果一次项系数为显著负值，而二次项系数为显著正值，那么这两个指标之间则存在“U”型关系。总之，这样一个计量经济学模型构建如下：



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。

## 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，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。

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 5‑3 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。

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。原假设是H1：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H2：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）所示模型仅使用FAR作为解释变量；列（2）所示模型添加FAR2，来验证模型倒U结构。从两个模型结果可以看出，两个模型均通过了显著检验，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，而添加FAR2后，FAR2对经营资产收益率的显著性更强。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) | (2) |
|  | RO | RO |
| FAR | 0.1644\*\*\* | 0.0258 |
|  | (16.29) | (0.93) |
| FAR\_2 |  | 0.2193\*\*\* |
|  |  | (4.65) |
| SIZE | 0.0192\*\*\* | 0.0192\*\*\* |
|  | (6.83) | (6.81) |
| OC | 0.0007\*\*\* | 0.0007\*\*\* |
|  | (4.97) | (5.10) |
| GOI | 0.0784\*\*\* | 0.0787\*\*\* |
|  | (29.11) | (29.04) |
| \_cons | -0.3358\*\*\* | -0.3236\*\*\* |
|  | (-5.62) | (-5.37) |
| *N* | 20273 | 20273 |
| *R*2 | 0.256 | 0.259 |
| adj. *R*2 | 0.256 | 0.259 |
| F | 148.8239 | 139.8008 |
| 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，国企、民营和外资都为显著正相关，其中外资企业所受影响最大。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 5‑8 分组回归结果

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 全样本 | 国企 | 民营 | 外资 | 其他 |
|  | RO | RO | RO | RO | RO |
| FAR | 0.0258 | 0.0333 | 0.0017 | 0.1245 | 0.1384 |
|  | (0.93) | (0.44) | (0.05) | (0.82) | (1.27) |
| FAR\_2 | 0.2193\*\*\* | 0.1842 | 0.2624\*\*\* | 0.0794 | 0.0261 |
|  | (4.65) | (1.37) | (4.96) | (0.35) | (0.15) |
| ALT | -0.2507\*\*\* | -0.2992\*\*\* | -0.2280\*\*\* | -0.1865\*\*\* | -0.3344\*\*\* |
|  | (-23.04) | (-13.34) | (-17.14) | (-3.12) | (-5.32) |
| SIZE | 0.0192\*\*\* | 0.0246\*\*\* | 0.0231\*\*\* | 0.0310\* | 0.0156 |
|  | (6.81) | (4.09) | (6.56) | (1.70) | (0.74) |
| OC | 0.0007\*\*\* | -0.0006\*\* | 0.0008\*\*\* | 0.0020\* | 0.0006 |
|  | (5.10) | (-2.44) | (4.63) | (1.80) | (0.95) |
| GOI | 0.0787\*\*\* | 0.0592\*\*\* | 0.0832\*\*\* | 0.0926\*\*\* | 0.0748\*\*\* |
|  | (29.04) | (12.20) | (25.45) | (6.29) | (4.39) |
| \_cons | -0.3236\*\*\* | -0.3639\*\*\* | -0.4060\*\*\* | -0.7065 | -0.2357 |
|  | (-5.37) | (-2.90) | (-5.42) | (-1.64) | (-0.53) |
| *N* | 20273 | 4684 | 14004 | 854 | 731 |
| *R*2 | 0.259 | 0.319 | 0.263 | 0.209 | 0.240 |
| adj. *R*2 | 0.259 | 0.317 | 0.262 | 0.195 | 0.225 |
| F | 139.8008 | 29.8208 | 109.7775 | 7.1591 | 9.9506 |
| p | 0.0000 | 0.0000 | 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，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，因此证明其存在倒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) |
|  | ROA | ROA |
| FAR | 0.0067 | 0.0562\*\* |
|  | (1.07) | (3.12) |
| ALT | -0.2753\*\*\* | -0.2747\*\*\* |
|  | (-41.78) | (-41.68) |
| SIZE | 0.0299\*\*\* | 0.0299\*\*\* |
|  | (17.02) | (17.00) |
| OC | 0.0002\* | 0.0002\* |
|  | (2.11) | (2.02) |
| GOI | 0.0589\*\*\* | 0.0588\*\*\* |
|  | (34.39) | (34.33) |
| FAR\_2 |  | -0.0783\*\* |
|  |  | (-2.93) |
| \_cons | -0.5116\*\*\* | -0.5159\*\*\* |
|  | (-13.74) | (-13.85) |
| *N* | 20273 | 20273 |
| *R*2 | 0.173 | 0.173 |
| adj. *R*2 | 0.005 | 0.006 |
| F | 251.8904 | 235.7768 |
| 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 | 0.0258 | 0.0067 | -0.0036 |
|  | (1.47) | (0.42) | (-0.24) |
| FAR\_2 | 0.2193\*\*\* | 0.2528\*\*\* | 0.2791\*\*\* |
|  | (8.45) | (11.21) | (12.72) |
| ALT | -0.2507\*\*\* | -0.2402\*\*\* | -0.2261\*\*\* |
|  | (-39.16) | (-44.12) | (-51.53) |
| SIZE | 0.0192\*\*\* | 0.0136\*\*\* | 0.0158\*\*\* |
|  | (11.27) | (13.09) | (24.57) |
| OC | 0.0007\*\*\* | 0.0012\*\*\* | 0.0015\*\*\* |
|  | (7.46) | (18.45) | (32.76) |
| GOI | 0.0787\*\*\* | 0.0790\*\*\* | 0.0822\*\*\* |
|  | (47.32) | (49.33) | (43.02) |
| \_cons | -0.3236\*\*\* | -0.2374\*\*\* | -0.3191\*\*\* |
|  | (-8.94) | (-10.70) | (-23.31) |
| *N* | 20273 | 20273 | 20273 |
| *R*2 | 0.259 |  | 0.358 |
| adj. *R*2 | 0.109 |  | 0.358 |
| F | 393.0704 |  | 1887.5520 |
| 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

### 6.2.1政府层面

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。

### 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。企业应根据自身发展情况合理配置金融资产，随着我国金融市场的发展与完善,相关的法律法规也得到了进一步完善,合理的金融资产配置能够降低企业的实业风险,提高企业的竞争力。但是,当企业组织结构不完善,代理问题严重抑或是面临着严重的资源困境时,金融化可能会加剧制造业企业的风险,因此,金融资产应当根据企业的发展情况合理配置。

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。这包括市场风险、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, 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.

[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 and 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

（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。