

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

黄大禹, 谢获宝

(武汉大学 经济与管理学院, 武汉 430072)

摘要:选取2007—2018年制造业上市公司的样本数据,分析制造业上市公司金融化程度对其自身财务绩效的影响。研究发现:上市公司进行金融化投资后,企业财务绩效表现变差;对制造业上市公司而言,其金融化投资水平越高,企业的财务绩效表现越差;无论是投资过度还是投资不足的实体企业,其金融化投资均与财务绩效显著负相关,而投资效率高的企业可以缓解制造业上市公司金融化带来的对财务绩效的影响。为了避免内生性问题,采用工具变量法、差分GMM和系统GMM模型对制造业上市公司金融化水平与财务绩效之间的关系进行回归检验,发现二者之间的负向关系依旧显著。为了确保本文研究结论的稳健性,改变了金融化测算方法,继续对制造业上市公司的金融化水平与财务绩效进行回归,研究结论依旧成立。

关键词:企业金融化;制造业;公司财务绩效;投资效率

中图分类号:F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—980X(2021)07—0103—10

一、引言

随着全球经济形势的不断变化,制造业上市公司投资的金融资产越来越多,同时在资产总额中的比重也越来越高,这些企业大多是希望通过投资金融资产在较短时间内获得收入以粉饰核心业务带来的利润,最终出现越发明显的脱实向虚走势。在发达国家“再工业化”的潮流、贸易保护主义的盛行和中国制造业的技术创新匮乏的三重作用下,我国制造业由生产的初级阶段到高级阶段的难度加大。中国现代经济体系的建立离不开实体经济的支撑,各方亦不能忽视实体经济在我国国民经济体系中的基础性地位。制造业作为实体经济中的关键行业之一,其发展和振兴必然带着实体经济走向辉煌。在当前实体企业投资金融资产的热情愈发高涨的大势下,制造业上市公司必须把握好与金融化程度的关系,平衡好实体发展和金融化程度的协调,最终才得以又好又快发展。

虚拟经济应该服务于实体经济,如果可以很好地解决两者之间的关系,那么势必会有利于实体经济的发展及虚拟经济的根本性繁荣。制造企业金融化资产在总资产的比重过大将对其顺利实现转型升级和技术创新会有负面影响。尽管企业的金融化发展可能会在短期内为企业带来良好的经营表现,但从长远的角度来说,对于他的长期可持续发展是极其不利的。中国制造业上市公司必须认识到,要想实现长远健康的发展,必须将金融化水平保持在合理适度的范围内,将更多的精力投资到自身的主营业务加强和巩固上面,最终实现自主创新能力的提高和核心竞争力的培养。

二、文献回顾

(一)关于非金融企业金融化的动机的文献综述

金融化是公司自然发展的产物。当公司有经营资金盈余时,可以用来购买金融资产。当出现经营资金短缺时,可以出售金融资产。所以,金融化是管理良好且有经营结余的企业进行资产运营的正常选择。江春等(2013)认为,随着公司规模扩大和财务约束的进一步减少,公司对金融资产和投资性房地产的投资比重加大是公司配置资源能力进步的表现。在优序融资理论的指导下,企业更倾向于进行内部融资,使用自身经营结余进行投资金融资产,可以缓解市场经济带来的不稳定和不确定性。实体的盈利能力下降,迫使其在金融领域寻求收入替代。根据优序融资理论,宏观经济的波动会扩大金融产业的实际收益率,制造业的实际收

收稿日期:2020—05—20

基金项目:国家自然科学基金“银行债务契约、财务报告质量与企业投资效率”(71072103)

作者简介:黄大禹,武汉大学经济与管理学院博士研究生,研究方向:金融学、会计与资本市场;谢获宝,博士,武汉大学经济与管理学院教授,研究方向:金融学、会计与资本市场。

益率与之相比反而较低,这时企业倾向于将有限资源投入金融资产而不是工业设备投资,这样的选择也会发生在宏观经济周期性萧条、非实体经济虚高及房地产泡沫化严重时期。Krippner(2005)发现,实体经济对营业利润率下降的反应是从生产部门退出,换取对金融市场的投资。综上所述,金融产业的利润率日益超过实业是非金融公司金融化的主要缘由。企业治理理念的变化也是企业金融化的动机之一。随着股东利益最大化的公司治理理念的引导下,作为股东利益来源之一的股利收入,决定了公司转向提高股票价值的短期获利方式。Lazonick(2000)发现,机构投资者——这一外部投资者在公司结构中的出现,催化了更多的短期投资行为,公司管理层以提高公司股价为目标而不是以公司长远发展为目标。Stockhammer(2004)研究发现,有限的管理目标和激励机制的变化使管理者在金融市场上变得更加活跃,生产不是为了增加社会财富,而是为了保值和增值资本。

公司治理采用的股权激励手段也催化了管理层追求短期利益。为了提高自身的绩效,管理层变得更为投机与逐利,其用短期股票价格上涨所带来的收益取代了长期公司价值增长所带来的收益。Matsubara et al (2018)认为,管理层通过金融交易抬高公司的股价,然后进行抛售获得差价利润,在短期获利的巨大诱惑下,管理层倾向于将资金更多地投向金融市场,引起公司金融化。企业金融化可以增强企业的资本整合与流转能力。公司治理中融入金融市场,可发挥金融市场的信息传递效率高和风险分散广又快的作用,这可提高企业的资本流转效率和能力。企业可以利用金融手段拓宽融资渠道,缓解融资压力,拓宽市场和整合生产链条。

(二)关于非金融企业金融化的经济后果的文献综述

一些学者提出企业通过资本投资至少可在短期内改善公司财务绩效和股东价值总额,进而实现利益最大化,故这些学者大多支持“产业与金融一体化”和企业金融化。Bonfiglioli 和 Financial(2008)的研究表明,金融化可以帮助企业拓宽资金渠道,实现融资效率和融资水平的提高。张明等(2017)发现民营企业金融化程度低,金融化有利于民营企业改善融资约束制约,为生产效率提高奠定基础。一些学者研究了公司金融化和企业战略目标实现之间的关系,认为公司金融化对企业战略目标的实现产生负面影响。实体企业将资金更多地用于投资金融资产和金融机构,企图通过金融差价获取更多的收益,而这种行为恰恰也会造成对实体投资的挤出效应,削弱了企业实现战略目标的能力。Asli 和 Levine (2009)通过对非金融公司持有金融资产的比例进行分析计算,也得出了类似结论。非金融公司金融化多以短期内获得较大营利为目的,这很有可能导致公司不重视自身主营业务的发展巩固,此外,将较多的资金用于金融和金融机构投资,也将挤压对技术的投入和核心竞争力的培养。张慕濒和孙亚琼(2014)指出,非金融企业金融化不但不能对金融资源配置的效率产生正向作用,还可能扰乱和破坏实体经济的金融环境。刘笃池等(2016)认为,非金融企业金融化不利于公司运营的全要素生产率提高,尤其对于国有企业而言更是如此。一些学者认为,由于非金融企业金融化与其经济后果之间的抛物线型关系,使得当前关于非金融企业金融化与其经济后果的结论不统一。企业对金融资产的投资又会过度占用公司有限资源,从而导致对企业运营能力、生产要素、主营业务等的投资不足,最终不利于企业的长久平稳发展。宋军和陆旸(2016)认为,企业持有的非货币性金融资产与企业绩效呈U型关系,在业绩表现良好的企业中,非金融企业金融化程度越高,企业业绩越好;在业绩表现差的企业中,非金融企业金融化程度越高,企业业绩越差。

(三)文献评述

学者们关于金融化的经济后果研究有褒贬不一的结论,具体来说,正向作用主要体现在:非金融企业金融化可以拓宽融资渠道,缓解融资压力,负向作用主要体现在:对公司主营业务和核心竞争力的挤出作用。因此,本文在借鉴学者已有研究结论的基础上,以制造业上市公司为专门研究对象,研究其金融化程度对财务绩效的影响,以探究是否会因行业差异而存在不同的影响。此外,进一步以投资效率高低进行分组研究,研究投资效率的不同是否会影响金融化程度与财务绩效之间的关系?

三、非金融企业金融化与企业财务绩效的理论分析

(一)非金融企业金融化与企业财务绩效的关系

公司做出一系列的经济行为是以为股东创造和实现更大的利益和价值为目的的。现有的理论和实证研究表明,非金融企业的金融化会重组企业的生产要素、研发投资、融资压力和治理管理结构等,而这些因素又

会通过不同的方式对公司财务绩效产生作用。从储备资本的角度来说,产业资本投入到回报高的金融市场中,这可以减轻今后在生产经营中可能面临的融资压力。另外,通过金融化步骤,企业可间接与金融机构建立友好关系与密切联系,隐形地帮助企业获得更多的融资渠道,节约融资成本,最终支持企业实现经营能力和企业价值的提升。从企业经营发展的角度看,当前国内外市场竞争愈发激烈,产品供给市场愈发饱和,产品需求市场愈发疲软,产品的成本包括人工成本和原材料成本都持续走高,这些因素都使得制造业的盈利空间变小和利润压力变大。如果产业家在实际的投资中无法达到预计的收益率,那么产业家就会将资金投入虚拟经济领域,以期获得更高的收益率。他们往往会通过控股或参股金融企业来完成这种商业运作。我们需要认识到,非金融企业对金融资产的投资也会对自身发展不利。首先,金融资产的本质特征是风险的和投机的。在非金融企业金融化程度愈发深化的情况下,他们面临的随机风险也愈发不受控制,并且,非金融企业往往不会配置专门的金融专员来进行金融风险管理和规避,进而对公司金融投资带来的收益产生削弱作用。其次,基于企业资源的有限性,企业对金融资产的投资和对实业的投资本质上变现为替代作用。如果公司的可用资本额度是确定的,那么企业选择更多地投资金融资产,则也就会选择较少地投资主营业务,使得技术创新资源受限、产品研发动力变弱,不利于企业战略目标的实现。最后,在市场投机动机的影响下,公司管理层为了在更短的时间内获得更大的收益,将会更倾向于将资源投入盈利回报较高的金融资产上面,从而削弱了诸如技术改进,产品升级,市场的开发和管理体系的优化等一系列方面,这都会对企业经营的长期可持续发展产生负面作用。从这一角度来看,企业的价值以企业生产的产品在消费者层面的效用为决定因素,非金融企业金融化带来的核心业务弱化会降低消费者层面的公司效用,即也就负向影响企业的财务绩效。

经济的发展规律表明,产业资本和金融市场之间存在着天然的联系。产业资本和金融资本之间绝对不是相互替代的简单关系。产业的发展需要金融市场的资金,来满足产业的产业结构升级的资金需求。产业资本的增值也可以为金融资本创造新的投资点。尤其在我国金融市场发展不完善,制造业上市公司产能过剩的情况下,制造业上市公司金融化对其财务绩效的影响可能不限于单纯的线性关系,而是在某一金融化水平下呈正向关系,而在某一金融化水平下呈负向关系。综上所述,本文提出以下研究假设:

- 实体企业金融化投资将对企业财务绩效造成负面影响(H1);
- 非金融企业金融化水平越高,企业财务绩效表现越好(H2);
- 非金融企业金融化水平越高,企业财务绩效表现越差(H3);
- 非金融企业金融化水平与企业财务绩效之间呈倒U关系(H4)。

(二)企业异质性对非金融企业金融化与企业财务绩效之间关系的影响

过度投资和投资不足都是投资效率低下的投资行为,二者都会负面影响公司的经营状况和业绩表现。在关于过度投资方面,学者们认为管理者的过度投资行为源于自身的过度自信和自由现金流充沛,故在现金流充沛时会显著增加投资。投资过度企业在以往过度投资的惯性下,做出的投资行为更多的是基于短期获利的目的,而不是从战略目标实现角度考虑或优化成本的角度出发,最终必然不会发挥金融投资对主营业务的协助作用。因此,本文提出以下研究假设:

- 投资过度企业金融化水平越高,财务绩效表现越差(H5);
- 投资不足企业的金融化水平越低,财务绩效表现越差(H6)。

四、研究设计

(一)变量选择

企业金融化程度的衡量指标。在过去关于实体企业“脱实向虚”——即金融化的研究文献,本文从资产构成的角度来衡量企业金融化程度,主要的代理变量是金融资产持有率(*Far*)。我国于2007年实行的新的企业会计准则对金融资产的定义有所调整。为了避免新旧核算不一致而对本文的研究结果产生影响,本文只对企业实行新会计准则后的年度数据进行研究分析。

公司财务业绩的衡量指标。目前学者进行关于企业财务绩效的研究多使用以下几种变量对财务绩效进行衡量:净资产收益率,总资产收益率,每股收益,经济增加值,市场增加值和平衡计分卡等。本文选择净资产收益率作为衡量公司财务绩效的指标。首先,净资产收益率是财务比率变量的相对比率,它排除了企业绩

效因公司规模不同而产生的影响,提高了数据的科学性,适用于比较同行企业之间和企业不同时段。每股收益、经济增加值等是绝对指标,不适用于规模有显著差异的公司之间的业绩比较。股票的市场价值需要用在市场增加值中。但我国的股票市场是否真正符合有效市场假说并真正估算出企业价值仍有质疑。其次,可在公司报表中直接获得净资产收益率(Roe),更为方便准确。此外,平衡计分卡虽然可以更全面地衡量业务运营,但计算更为复杂,难度较大。本文对投资效率的测算公式为

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Growth_{it-1} + \alpha_2 \times Lev_{it-1} + \alpha_3 \times Cash_{it-1} + \alpha_4 \times Age_{it-1} + \alpha_5 \times Size_{it-1} + \alpha_6 \times Rtn_{it-1} + \alpha_7 \times Invest_{it-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_i \times Ind_{it} + \sum_{i=1}^n \alpha_i \times Year_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中: i 表示观测值; t 表示时间; ε 表示随机扰动项; $Invest$ 为当年的新增投资金额; $Growth$ 表示成长性; Lev 表示资产负债率; $Cash$ 表示现金流量,最后将计算结果标准化; Age 表示公司的上市时间; $Size$ 表示公司的总资产规模取对数; Rtn 表示公司股票的年收益率; $Year$ 表示年变量; α 表示待估计参数。使用模型一估算公司投资的实际值与期望值的差异,当差值为正时,说明企业目标投资低于实际投资,企业投资过多。当差值为负时,企业目标投资高于实际投资,企业投资匮乏。

控制变量的选取。在此基础上,参照学者已有的研究,本文选取了以下变量来控制对企业经济绩效的影响,包括:股权集中度($Top1$)、董事会规模($Bsize$)、独立董事比率($Indual$)、两权分离度($Dual$)。除了上述变量,本文还控制了公司的规模($Size$)、偿债能力(Lev)和公司成长性($Growth$),详见表1。此外,加入年份变量来控制宏观经济环境对公司财务业绩的影响。

表1 模型各变量含义

变量类型	变量代码	含义	计算方法
因变量	Roe	净资产收益率	净利润/净资产
自变量	Far	金融资产持有比例	金融资产/总资产
	Far_1	虚拟变量	存在金融化投资时取值为1;否则为0
控制变量	$Top1$	股权集中度	第一大股东持股比例
	Lev	财务杠杆	负债总额/资产总额
	$Size$	企业规模	总资产取自然对数
	$Indual$	独董比例	独董数量占董事会成员数量的比重
	$Growth$	公司成长性	营业收入增长率
	$Bsize$	董事会规模	董事会成员数量
	$Dual$	两权分离	虚拟变量,若董事长与总经理兼职,则为1,反之为0

(二)模型设计

本文的模型如式(2)~式(4)所示,其中式(2)用来验证H1,而式(3)和式(4)用来验证H2。

$$Roe_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Far_1_{it} + \alpha_2 \times Top1_{it} + \alpha_3 \times Lev_{it} + \alpha_4 \times Size_{it} + \alpha_5 \times Indual_{it} + \alpha_6 \times Growth_{it} + \alpha_7 \times Bsize_{it} + \alpha_8 \times Dual_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Roe_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Far_{it} + \alpha_2 \times Top1_{it} + \alpha_3 \times Lev_{it} + \alpha_4 \times Size_{it} + \alpha_5 \times Indual_{it} + \alpha_6 \times Growth_{it} + \alpha_7 \times Bsize_{it} + \alpha_8 \times Dual_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Roe_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Far_{it} + \alpha_2 \times Far^2_{it} + \alpha_3 \times Top1_{it} + \alpha_4 \times Lev_{it} + \alpha_5 \times Size_{it} + \alpha_6 \times Indual_{it} + \alpha_7 \times Growth_{it} + \alpha_8 \times Bsize_{it} + \alpha_9 \times Dual_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

若模型(3)中 Far 的系数 α_1 为负,则H1成立,即在其他条件不变时,实体企业金融化投资程度越高,财务绩效越差;若模型(3)中的 Far 的系数 α_1 为正,则H2成立,即在其他条件不变时,实体企业金融化投资程度越高,财务绩效越好;若模型(4)中的 F 系数 α^2 为负,则H3成立,即在其他条件不变时,实体企业金融化投资程度与其财务绩效之间呈倒U型关系。此外,按照上文模型对企业投资效率进行分组检验,查看不同情况下两者之间的异质性,验证H3。

(三)样本选择

本文以2007—2018年制造业上市公司为样本,从国泰安数据库中获得样本数据,并按证监会2012年修订的行业分类标准筛选出制造业上市公司,剔除ST(连续两年亏损)和*ST(连续三年亏损)公司、终止或暂停上市和停牌的公司、总资产 $Size$ 为0的公司,并对样本数据进行了1%的Winsorize缩尾最终过滤后的样本是1240家公司。数据来自CSMAR和WIND。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

本文实证分析的样本量为 1240 家非金融企业。首先对自变量 *Far* 和 *Far_1* 进行分析。从表 2 中变量 *Far_1* 的统计结果可以看出,超过 90% 的非金融企业出现金融化趋势;而变量 *Far* 的平均值表明,非金融制造业上市企业投资的金融资产占其公司总资产的比例达到 14.01%,从标准差看来,*Far* 的标准差为 0.156,表明企业金融化程度存在较大差异。其次,对因变量进行分析,根据因变量 *Roe* 的平均统计结果,*Roe* 为净资产收益率,可以看出,该实体的平均财务绩效为 0.0647,标准差为 0.1187,这表明该实体自身主营业务的盈利能力存在显著差异,且 *Roe* 最大值为 0.5327,这意味着非金融实体中有一些企业的主营业务盈利能力强。

此外,通过对控制变量的描述性统计结果分析,可以看到,*Top1* 股权集中度的平均值为 37.56%,*Lev* 财务杠杆的平均值为 0.4126,*Bsize* 董事会规模的均值为 8.62,*Indual* 独董比例为 37.31%,符合独董指数占董事会总人数三分之一的要求,衡量偿债能力的 *Lev* 均值为 41.26%,说明总体上偿债能力合理,样本企业的 *Size* 标准差为 1.24,说明企业规模差异显著。

表 2 主要变量描述性统计

参数	因变量	自变量			控制变量					
	<i>Roe</i>	<i>Far</i>	<i>Far_1</i>	<i>Growth</i>	<i>Top1</i>	<i>Lev</i>	<i>Size</i>	<i>Bsize</i>	<i>Indual</i>	<i>Dual</i>
均值	0.0647	0.1401	0.9470	0.1224	37.5614	0.4126	21.9049	8.6264	0.3731	0.2524
中位数	0.0649	0.0836	1	0.0975	36.2050	1.9785	21.7456	9	0.3333	0
最大值	0.5327	0.0967	1	7.2923	75.5200	0.9031	25.7137	15	0.5714	1
最小值	-0.6937	0	0	-0.6894	8.5000	0.4316	19.3406	5	0.3333	0
标准差	0.1187	0.1560	0.2240	0.3880	15.1154	0.2169	1.2369	1.7266	0.0534	0.4344
观测数	1240	1240	1240	1240	1240	1240	1240	1240	1240	1240

(二)基准回归分析

首先进行线性回归分析,在模型的选择上,本文通过进行 *F* 检验和豪斯曼检验,结果见表 3。

从表 3 可知,Hausman 检验值为 1090.21,且在 5% 的水平上显著。因此,在模型的选择上选取了固定效应模型。本文的基准回归结果见表 4。

模型(2)的检验结果显示,H2 通过了检验,金融化投资将削弱其财务绩效。已有文献认为,企业持有金融资产比重与企业经营成果之间呈倒 U 型关系。因此,在本文线性回归的基础上,为了检验制造业上市企业金融化水平与公司财务业绩表现之间是否也存在倒 U 型关系,本文在实证分析中用二次函数来近似描述非线性关系进行验证。若估计出来的二次项系数为负且显著,一次项系数为正且显著的情况下,则认为存在倒 U 型关系,否则没有。因此,本文使用上文中模型(4)检验假设。此外,为了保证回归结果的稳健性,在本部分本文通过了 *F* 检验和豪斯曼检验,发现 Hausman 检验值为 1080.13,且在 5% 的水平上显著。因此在模型的选择上选取了固定效应模型。*F* 检验结果及豪斯曼检验的结果见表 5。

从模型(3)的回归结果可以看出,*Far* 的一次项系数为-0.0245,且在 5% 的水平上显著为负,*Far* 的二次项系数为-0.3682,但不显著。

表 3 *F* 检验和 Hausman 检验结果

检验	<i>F</i> 值和 Hausman 检验值	<i>P</i> 值	结果
<i>F</i> 检验	48.37	0.045	固定效应模型
Hausman 检验	1090.21	0.037	

表 4 基准回归结果

项目	模型(1)	模型(2)	模型(3)
<i>Far_1</i>	-0.0171*** (-0.0032)		
<i>Far</i>		-0.0212* (-0.0670)	-0.0245** (-0.0416)
<i>Far2</i>			-0.3682 (-1.3628)
<i>Top1</i>	0.0516** (0.0431)	0.0667** (0.0411)	-0.1616** (-0.0211)
<i>Bsize</i>	-0.0003 (-0.1076)	-0.0002 (-0.1262)	-0.2716* (-0.0517)
<i>Dual</i>	0.1159* (0.0517)	0.1290** (0.0264)	0.1743* (0.0539)
<i>Size</i>	0.0087** (0.0379)	0.0096** (0.0437)	0.1096* (0.0637)
<i>Lev</i>	-0.1031* (-0.0872)	-0.0475* (-0.0913)	0.0392** (0.0191)
<i>Indual</i>	-0.0061* (-0.0942)	-0.0062* (-0.0912)	-0.0068* (-0.0949)
<i>Growth</i>	0.0051** (0.0617)	0.0033*** (0.0013)	0.02638** (0.0579)
时间	控制	控制	控制
常数项	-0.0167 (-0.37)	-0.0197 (-0.49)	-1.0197 (-0.47)
<i>R</i> ²	0.625	0.572	0.554
<i>N</i>	1240	1240	1240

注:***代表在 1% 置信区间内显著,**代表在 5% 置信区间内显著,*代表在 10% 置信区间内显著;括号内的结果是估计值的标准误。

表 5 F 检验和 Hausman 检验结果

检验	F 值和 Hausman 检验值	P 值	结果
F 检验	57.98	0.038	固定效应模型
Hausman 检验	1080.13	0.012	

(三)内生性检验

从影响机制的角度来看,金融化投资和财务绩效存在相互影响的关系,即存在明显的内生性。本文参考了 Faccioetal 模型,选取合适的工具变量进行两阶段最小二乘法(2SLS)回归,并且重复以前的实证过程,结果见表 6。

从表 7 可以看出,差分 GMM 和系统 GMM 的 Saragan 检验 P 值分别为 0.3145 和 0.3276,大于 0.1,AR(1)分别在 10% 和 5% 的显著性水平上显著。因此通过了所有检验。在采用了差分 GMM 和系统 GMM 对金融化水平与制造业财务绩效进行回归分析后,二者之间仍然显著为负,与上文的结论一致,即制造业金融化水平越高,对其财务绩效的负面影响越大。

表 6 回归结果

变量	第一阶段回归结果	第二阶段回归结果
Far	-0.2474**(-0.0157)	
Top1	-0.0012*(-0.0531)	-0.2113*(-0.0729)
Bsize	-0.0205*(-0.0672)	0.0172*(0.0617)
Dual	0.0091***(-0.0034)	-0.0014***(-0.0015)
Size	-0.0548**(-0.0385)	-0.0365**(-0.0764)
Lev	-0.0046*(-0.0710)	0.0078***(-0.0026)
Growth	0.2217*(0.0913)	0.0206*(0.0813)
时间	控制	控制
常数项	0.1372*(0.0562)	0.1462**(-0.0418)
R ²	0.5937	0.5538
N	1240	1240

注:括号内为聚类至企业个体层面稳健标准误;***代表在 1% 置信区间内显著,**代表在 5% 置信区间内显著,*代表在 10% 置信区间内显著。

表 7 GMM 回归

变量	差分 GMM	系统 GMM
Far _(t-1)	-0.0029**(-2.18)	-0.0263***(-2.68)
Far	-0.6021**(-2.51)	-0.2109*(-1.66)
Top1	0.1431**(2.31)	0.1027*(1.43)
Bsize	-0.0062(-0.95)	-0.02019(-0.31)
Dual	-0.02305**(-2.03)	0.0108*(1.86)
Size	0.0025**(2.09)	0.0118*(1.33)
Lev	-0.0475(-1.04)	-0.0096(-0.79)
Growth	-0.1062(-0.88)	-0.0937(-1.03)
时间	控制	控制
常数项	—	—
N	1089	1209
自回归值	0.311	0.2103
Sargan 检验 P 值	0.3145	0.3276
一阶自回归检验 P 值	0.0650	0.018
二阶自回归检验 P 值	0.2320	0.647

注:括号内为聚类至企业个体层面稳健标准误;***代表在 1% 置信区间内显著,**代表在 5% 置信区间内显著,*代表在 10% 置信区间内显著。

六、制造业企业金融化的进一步探讨

(一)制造业的经济地位

制造业是国家实体的重要象征,是经济发展的重要基础。从工业革命开始,一国的制造业水平基本决定了该国是否可以成为一个强大的国家。目前,美国是世界上公认地最发达国家。同时,美国的制造业也是全球公认最发达最先进的行业,它象征着美国最先进的科学技术及丰厚的物质财富。制造业的兴旺发展不仅仅可以带来高新技术的传播,促使各个行业进步,为国家的经济发展提供新的动力。它还可以为该国创造出大量的就业岗位,提供更多技术含量高的岗位,拉动了该地区经济内需,推动了地区经济的高速发展。随着

世界经济的发展,生产出来的产品出现了明显的复杂化和科技化的趋势。许多的经济学家提出可以通过观察国家的制造业水平关键指标来预判一国的经济发展潜力。如果国家的制造业水平关键指标出现了明显的下降趋势,那么该国家很有可能在未来数年来经济发展的速度会放缓。如果国家的制造业水平关键指标出现了明显的上升趋势,那么该国家很有可能在未来数年来经济发展的速度会提高。

虽然,现代产业结构的显著特征是产业结构“软化”,即第三产业在产业体系中的占比会越来越高,这意味着第二产业在产业体系中的占比会逐渐下降。然而,制造业依旧是第三产业和第一产业的重要基础,它蕴含的知识积累是其他各行各业的物质生产准备。制造业的意义不仅仅体现在它直接的国民生产总值,还体现在它对其他行业的影响,即间接的国民生产总值。从历史的演进角度来看,制造业水平和国家的经济实力是相互匹配的。第一次工业革命和第二次工业革命是英国成为世界头号强国的关键原因,两次工业革命生产出来的蒸汽机和内燃机使得英国的生产力水平有极大的提升。第三工业革命是信息技术革命,它发端于美国,促使了美国在第二次世界大战之后迅猛地发展,逐渐成为世界头号强国,并一直保持到现在。实际上,制造业的兴盛会带来国家经济的兴盛,而国家经济的兴盛会带来国家金融的兴盛,国家金融的兴盛又会刺激制造业的兴盛。制造业出现金融化的浪潮是近些年出现的现象,它为制造业企业的扩张提供了丰厚的物质基础。可是,许多的制造业企业也因此而荒废了主业,出现了严重的金融泡沫,这是许多科技股灾发生的根本原因。

(二)中国制造业当今的发展阶段

中国的制造业发展是令全世界震惊的。新中国成立以前,制造业基础差,甚至还无法满足人民日常生活生产所需。于是,中国政府开始进行工业化发展,中国的制造业开始进入到压缩式发展阶段。经过了几十年的工业化发展,中国的制造业经历了外国制造业几百年发展的历程,中国已经成为一个制造业种类齐全的工业化国家。改革开放以后,中国的制造业又面临着新的困难。中国的人口红利的相对优势开始逐渐失去,传统的要素投入产生的边际贡献也越来越小,许多的制造业企业开始从中国转移到东南亚欠发达国家。中国政府审时度势,提出了“互联网+制造业”的发展思路,开始鼓励高新技术与制造业充分的融合。一方面,中国制造业的传统优势正在丧失;另一方面,中国的制造业在技术化的过程中受到了欧美国家“再工业化”的排挤,以及贸易保护主义的滋扰。中国的制造业转型升级面临着严重的困难。

中国的制造业生产出来的许多产品在数量上都是全球产量第一。在出口导向战略的影响下,中国许多的工业品都出口提供给外国的市场。整体而言,中国制造业产品在技术复杂度、价值链位阶、创新程度等尚有较大改进空间,领先低成本劳动要素驱动的增长模式已然难以为继。在全球价值链的排序中,中国制造业处于全球价值链的末端,产品利润率较低。这使得中国的制造业仅仅只是“世界代工厂”,缺乏自主创新的能力。在近些年的贸易摩擦中,中国企业频繁被外国政府制裁,使得中国的企业无法从外国获得关键的工业零部件,这使得这些企业基本处于休克状态。这暴露出了中国的企业一直缺乏核心的技术,处于受制于人的状态。此外,中国的制造业利润水平一直较低,它的扩张方式一直使用的是简单负债,这使得中国制造业企业的财务杠杆较高,整个行业都面临着严重的经营风险。许多的制造业企业还出现了产能严重过剩的问题。在贸易保护盛行的当下,这些问题会变得更加严重。以美国政府为代表的一系列发达国家都开始日益重视刺激本国制造业的发展。

有研究报告显示^①,2016年中国的全球制造业竞争力指数是全球第一。然而,该报告指出中国的制造业在政策、人才及环保等多个方面都存在很严重的问题。随着美国制造业的再次复兴,美国制造业的全球制造业竞争力指数很有可能在2020年超越中国。中国的全球制造业竞争力指数中,成本依旧是最大的优势项。可是许多的迹象表明,这种优势已经是无法持续的。在实体经济不景气的背景下,中国制造业的许多企业开始抽逃出资用于金融投资。中国的金融体系也一直存在诸多的问题,当中国的制造业出现了“脱实向虚”的趋势时,中国的金融体系无法为中国的制造业提供强有力的支持,反而是助长它们逃离实体经济领域。许多的制造业企业成立了证券投资部,专门在二级市场上买卖证券获利。在中国制造业转型升级的关键时期,中国的金融体系应该与制造业进行积极的对接,制造业企业金融化本来是一件正确的发展道路,可是在不正确的引导下很容易出现严重的策略失误。

(三)构建制造业金融体系的路径

虽然,经济体系“脱实向虚”是不良的趋势,可是金融在现代经济体系中的地位是不容被忽视的。制造业

^① 德勤旗下的全球消费者及工业产品行业小组联合美国竞争力委员会发布《2016全球制造业竞争力指数》报告显示,中国在全球制造业竞争力领域排名第一,美国位居第二。

是经济体系中最重要实体经济的重要组成部分,虚拟经济服务实体经济实际上就是金融是否可以很好地为制造业服务,提供高质量的金融服务。目前,中国的制造业正处于关键的转型升级时期,新旧动能切换时期。可是,中国的金融体系还没有实现完全的现代化。这意味着有必要构建一套专门针对中国制造业发展的金融体系,为中国的制造业发展提供更高效及针对性的金融服务。2019年10月,中共十九届四中全会召开,会议指出制造业应该与金融业相互融合,构建制造业金融体系,用新的发展观念来解决中国的制造业在实际的经营活动中遇到的各种投融资问题。构建中国特色的制造业金融体系是一个系统性的难题,需要运用5个发展理念对旧有系统进行改造,解决旧有体系的症结。

中国特色的制造业金融体系应该是金融理论与实践活动相互对接,相互匹配的产物。在现代经济体系中,科学技术是最重要的生产力。该句话的背后本质含义为创新是最重要的生产力。构建中国特色的制造业金融体系也同样离不开创新,它直接决定了该体系构建进程的快慢,以及可以维持的时间长短。中国的制造业“大而不强”,意味着中国特色的制造业金融体系至少需要有足够的动力进行金融服务供给,这不仅是质量上的要求,更是数量上的要求。如果不采用创新技术来驱动,那么中国特色制造业金融体系的构建会举步维艰,技术创新是构建该体系的核心因素。此外,中国特色的制造业金融体系涉及的领域十分广泛,在实际的创建过程中不仅要抓住关键性问题,对于非关键性问题也不可掉以轻心。抓住关键性问题是增强制造业金融体系实际运营能力的核心,关注非关键性问题是提高制造业金融体系治理程度的举措。所谓的金融创新归根到底就是金融科技。中国制造业的发展离不开金融科技的创新。中国制造业的发展需要强化科技投入,而金融业的发展也需要强化平台性科技的研究力度,这样才可以实现重大突破,促使中国的制造业早日实现弯道超越领跑世界。具体路径如下。

第一,完善与创新相关政策,实现制度革新。旧有制度定然存在许多的问题,在收集了足够的信息反馈以后可以根据评估结果,对这些问题进行修正。当然,构建制造业金融体系不可以仅仅依靠完善政策来实现。完善政策从根本上来讲只是制度上的修修补补,构建新的政策需要创造新的制度。中国制造业不仅需要资金支持,更需要金融业有合理的资源配置机制。金融体系不仅仅要为中国制造业提供足够的高质量金融服务,还需要为中国的制造业赋能。毫不夸张地说,中国的制造业需要金融业,而金融业不仅是经济体系的中心,也是中国制造业的血脉。具体的制度创新应该包括组织结构创新、技术运用的创新及运营机制的创新。制造业金融体系的组织结构应该是扁平化的组织结构,这样才可以充分地减少信息在组织传递过程中的减损,提升组织领导者应对突发状况的灵活性。制造业金融体系的技术运用应该充分吸收人工能力、5G技术及大数据技术的最新成果,构建制造业金融大数据平台,对中国制造业的金融状况做到心中有数。制造业金融体系的运营机制就是要制订一系列的协调机制,它应该涵盖国际国内的协调,多领域协作的协调及产学研的协调。

第二,构建多元业务渠道,实现流程简化。目前,中国的政策性银行、商业银行、证券、保险及资产管理公司都没有专门负责制造业的部门。中国的金融机构可以设立出专门的制造业金融事业部,专门负责相关的业务。制造业是一个大的产业,它不仅仅有着许多的利润点等待着被挖掘,同时它也越来越具备技术含量,对于投资人员的素质要求也越来越高。如果不分离出专门的制造业金融事业部专司其职,很有可能会拖慢对制造业的支持力度,它们的各种决策也会缺乏足够的合理性。当组织上实现了独立,那么业务水平也会随着时间的积累而不断地提高,服务的质量和供给量都会出现大幅度的增加,那么中国制造业金融体系整体水平就会出现实质性的提高。

第三,提高从业者的认识水平,重视制造业的投资价值。从人们的认识来看,制造业金融是一个比较新的概念,该概念的提出更新了人们的认识,颠覆了人们对传统制造业许多的认知。随着时代的发展,越来越多的资本开始退出制造业领域,制造业领域空心化,脱实向虚倾向已初现端倪。该概念的提出刷新了人们对制造业的认识,重新思考了制造业在当今经济体系中的地位,具有十分重要的意义。在未来,制造业会继续与高技术产进行深度地融合,新型制造业是智能制造业,与传统的制造业有着完全不同的内涵。如果从业者的认识水平还停留在以前的水准,那么他们定然无法发现制造业的投资价值,他们不会主动地投资制造业,那么构建起来的制造业金融体系会沦为躯壳。

七、结论与建议

(一) 研究结论

本文以2007—2018年制造业上市公司1240个样本数据作为实证数据,对非金融企业金融化后的企业财务绩效进行了分析,主要结论如下。

首先,在主回归中采用固定效应模型对制造业上市公司是否进行金融化投资与其财务绩效表现进行实

证分析发现,从整体的角度来看,制造业企业上市以后,它们的资本投资的行为会对它们的业务开展产生不利的影响。金融化投资能改善企业收益质量,但金融化投资对企业财务绩效起着负面作用。

其次,本文分析了企业金融化投资水平与其财务绩效之间的影响关系,发现:对制造业上市公司而言,其金融化投资水平越高,企业的财务绩效表现越差;再次,本文按照投资效率高低对制造业上市公司进行分组回归,发现无论是投资过度还是投资不足的企业,金融化投资与财务绩效都是负相关。可是,如果企业投资有效率,那么可以缓解制造业上市公司金融化带来的对财务绩效的影响。

最后,为了避免内生性问题,本文采用工具变量法、差分 and 系统 GMM 模型对制造业上市公司金融化水平与财务绩效之间的关系进行回归检验,在采用了三种方法对金融化水平与制造业财务绩效进行回归分析后,二者之间仍然显著为负,即制造业金融化水平越高,对其财务绩效的负面影响越大。在稳健性检验部分,本文调整了金融化的测算公式,继续对制造业上市公司的金融化水平与财务绩效进行回归分析,研究结论不变。

(二)研究建议

第一,完善金融市场体系。我国新常态时期,面临着经济下行的压力。对于制造业企业而言,在经济周期中低阶段,适度的金融化能够提高企业收入,为企业的发展提供切实帮助。适度的企业金融化,一方面能够对制造业企业财务上提供较大的灵活性。将业务风险进行分散,摆脱行业整体限制,避免随着整体环境的影响导致企业利润下滑、甚至破产;另一方面,在经济下行阶段企业需要增强对经济波动的抵抗能力,金融化无疑为企业增强了抵御负面性能影响的能力。国家可以从横向和纵向两个方面出发,去完善金融市场的机制和体系。横向来看,可以从金融市场的分类上出发,对股票、债券、期货及产权交易市场全面发展。纵向来看,从金融工具层次上出发,发行多层次的不同类型的金融工具。从而,使我国形成具备完善机制、合理制度及多功能多层次发展的金融市场。对我国实体企业而言,需要加大支持力度,对一些僵尸企业,则需要进一步进行清理,从而促进企业的产业升级和结构化调整。使金融市场在实体企业发展中起到真正的作用。

第二,对金融投资行为进行规范,避免企业金融化过度。创新驱动发展战略是重要的战略举措。随着科技不断发展,世界各国都意识到创新驱动的战略意义,纷纷出台了相应的政策举措,对我国企业而言,应该着重培养和吸收创新型人才,从而依靠资源和廉价劳动力投入转向创新驱动,促进中国央企制造业上市公司的发展,努力优化创新。企业以盈利为首要目的,如果能够在生产经营中获得较高的利润,那么企业也会有足够的动机进行扩大再生产,从而能够避免企业金融化的短视行为,而提高资本积累,并提供量化指导,以便有效防止过度金融化。

第三,推进供给侧改革,优化制造业发展环境。中国目前存在供给侧结构失衡的问题,经过长期的发展,我国在低端和中端产品的制造方面存在着产品过剩,而高端产品的生产则存在产品不足。结构性失衡一方面导致了传统行业的产能过剩;另一方面又面临着高端产品的有效供应不足。推进供给侧改革,能够从根本上促进中国制造业上市公司的健康发展。首先,税收政策是引导企业的良好手段。政府通过税收政策调整,对制造业实施税收返还政策,引导企业投资,促进企业科研投入。其次,政府可以从专项资金补贴入手,对制造业企业技术改造进行支持和引导,如可以采取专项补助及贷款贴息等方式,对企业创新进行支持。这样能够加大企业的技术创新力度。此外,政府应该发挥积极的支撑和引导作用,从而促进制造业转型升级。在新一轮的技术浪潮背景下,工业互联网、云计算、工业机器人等均进入了快速发展阶段。在工业 4.0 的契机下,政府可以引导企业进行技术革命,提高产品附加值,增加中高端产品供应,促进结构转型升级。最后政府应该提供足够的政策支持,在企业的并购、联合及重组方面,政府要通过政策引导来增强企业的竞争力,使产业集中化发展,同时可以一定程度上避免企业的过度金融化。

第四,构建金融化风险评估指标,优化央企信贷管理。当中国的银行向企业贷款时,它们将评估信用风险。5C 方法,即根据贷方的性质、资本、偿付能力、抵押品和周期来确定银行当地分行的贷款所有者,是传统的信用风险评估方法。该方法对于公司的资产、利润和偿付能力上展开了相应的分析和评估。随着金融化程度增加,企业的经营风险不断增加,形成过高的财务杠杆。这也进一步导致银行信用风险的加剧。鉴于此,银行应重视其企业金融化评估体系的建立,并以此建立相应的财务风险评估体系。

第五,健全双支柱调控框架,创建稳定的宏观经济环境。近年来,经济周期处于下滑阶段,金融市场阶段性过热,这导致了制造业企业金融化的热度持续加大。货币政策在平衡经济周期和金融周期方面的作用也难以体现。市场需要建立科学的监管体系,以及促进制造业企业金融化水平有重要意义。首先,需要保持稳定的货币政策,充分发挥物价稳定的作用。其次,它在监管金融体系方面发挥了宏观审慎政策的作用。双支柱监管框架是有效的监管体系,对央企制造业上市公司而言,其结构调整和产业升级在这种监管框架下能够得到极大的促进,另外,还可以通过减少金融过度投资的负面影响来控制公司金融化的进程。

参考文献

- [1] 江春, 王青林, 苏志伟, 2013. 中国货币政策与汇率政策的冲突: 基于收入分配的新视角[J]. 经济学动态(4): 48-57.
- [2] 刘笃池, 贺玉平, 王曦, 2016. 企业金融化对实体企业生产效率的影响研究[J]. 上海经济研究(8): 74-83.
- [3] 鲁桐, 党印, 2014. 公司治理与技术创新: 分行业比较[J]. 经济研究(6): 115-128.
- [4] 彭俞超, 韩珣, 李建军, 2018. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济(1): 137-155.
- [5] 宋军, 陆旸, 2016. 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(2): 111-127.
- [6] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 2017. 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(1): 4-18.
- [7] 王洪千, 2017. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新[J]. 经贸实践(23): 184.
- [8] 王倩, 张小东, 2009. 企业金融化的经济效应及风险防范[J]. 中国商界(10): 17-19.
- [9] 吴军, 陈丽萍, 2018. 非金融企业金融化程度与杠杆率变动的关系——来自 A 股上市公司和发债非上市公司的证据[J]. 金融论坛(1): 3-15.
- [10] 张成思, 张步县, 2016. 中国实业投资率下降之链: 经济金融化视角[J]. 经济研究(12): 32-46.
- [11] 张明, 陈玉玲, 陈骁, 等, 2017. 房价下行是否会引爆银行业危机? ——涉房贷款估算与银行压力测试[J]. 武汉金融(12): 24-30.
- [12] 张明, 罗灵, 2017. 民营企业金融化影响生产率的实证研究——基于中国 A 股民营上市公司的经验分析[J]. 经济体制改革(5): 155-161.
- [13] 张慕濒, 孙亚琼, 2014. 金融资源配置效率与经济金融化的成因——基于中国上市公司的经验分析[J]. 经济学家(4): 81-90.
- [14] ASLI D, LEVINE R, 2009. Finance and inequality: Theory and evidence[J]. Annual Review of Financial Economics, 1(1): 287-318.
- [15] BONFIGLIOLI A, FINANCIAL I, 2008. Productivity and capital accumulation[J]. Journal of International Economics, 76(2): 337-355.
- [16] DEMIR F, 2009. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of Development Economics, 88(2): 314-324.
- [17] GONZALEZ I, SALA H, 2014. Investment crowding-out and labor market effects of financialization in the US[J]. Scottish Journal of Political Economy, 61(5): 589-613.
- [18] KRIPPNER D, 2005. The financialization of the American economy[J]. Socio Economic Review(2): 173-208.
- [19] LAZONICK O, 2000. Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance[J]. Economy & Society, 29(1): 13-35.
- [20] MATSUBARA S, AKITA R, UEHARA W, 2018. Stock price prediction by deep neural generative model of news articles[J]. IEICE Transactions on Information and Systems, 101(4): 901-908.
- [21] PALLEY T I, 2007. Financialization: What it is and why it matters[J]. Working Papers, 26(9): 9-15.
- [22] STOCKHAMMER E, 2004. Is there an equilibrium rate of unemployment in the long run[J]. Review of Political Economy, 16(1): 59-74.

Financial Performance Analysis of Non-financial Enterprises after Financialization: Taking Manufacturing Enterprises as an Example

Huang Dayu, Xie Huobao

(School of Economics and Management of Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: The sample data of manufacturing companies is selected from 2007 to 2018. The impact of the degree of financialization of manufacturing companies is analyzed on their own financial performance. The results show as follows. After financial investment, the financial performance of listed companies becomes worse. For manufacturing listed companies, the higher the level of financial investment, the worse the financial performance of enterprises. Whether it is over investment or under investment of entity enterprises, the financial investment is significantly negatively correlated with financial performance, and the enterprises with high investment efficiency can alleviate the financial performance of manufacturing listed companies. The impact of the financialization of listed companies on financial performance. In order to avoid endogenous problems, instrumental variable method is used, differential GMM and System GMM model to regression test the relationship between financialization level and financial performance of manufacturing listed companies, and finds that the negative relationship between them is still significant. In order to ensure the robustness of the research conclusion, the measurement method of financialization is changed and continues to regress the financialization level and financial performance of manufacturing listed companies, and the research conclusion is still valid.

Keywords: corporate financialization; manufacturing; corporate financial performance; investment efficiency