

金融化对制造业上市公司财务绩效的影响研究

白慧莹, 赵苡冉

江苏科技大学经济管理学院, 江苏 镇江

收稿日期: 2024年8月7日; 录用日期: 2024年11月5日; 发布日期: 2024年11月12日

摘要

制造业上市公司财务绩效主要产生于实体投资与金融投资, 其中, 实体投资是制造业上市公司长期可持续发展的源泉, 但实体投资占比越来越小, 金融投资占比却越来越大, 这种企业金融化的现象, 短期内能够有效提升企业的财务绩效, 因此, 本文以A股制造业上市公司2015~2020年财务数据为样本, 实证研究金融化对制造业上市公司财务绩效的影响, 研究发现: (1) 趋利动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生显著的正向影响。(2) 控股动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生显著的正向影响。研究结论为制造业上市公司通过金融化提升财务绩效开辟新的思路。

关键词

企业金融化, 财务绩效, 制造业上市公司

Research on the Impact of Financialization on the Financial Performance of Listed Companies in the Manufacturing Industry

Huiying Bai, Yiran Zhao

School of Economics and Management, Jiangsu University of Science and Technology, Zhenjiang Jiangsu

Received: Aug. 7th, 2024; accepted: Nov. 5th, 2024; published: Nov. 12th, 2024

Abstract

The financial performance of listed companies in the manufacturing industry is mainly generated by entity investment and financial investment, among which, entity investment is the source of long-term sustainable development of listed companies in the manufacturing industry, but the proportion of physical investment is getting smaller and smaller, and the proportion of financial investment is increasing, this phenomenon of enterprise financialization can effectively improve the

financial performance of enterprises in the short term, therefore, this paper takes the financial data of A-share manufacturing listed companies from 2015 to 2020 as a sample to empirically study the impact of financialization on the financial performance of listed companies in the manufacturing industry. The results show that: (1) The financialization of manufacturing listed companies has a significant positive impact on financial performance under the profit-seeking motive. (2) The financialization of listed manufacturing companies under the holding motive has a significant positive impact on financial performance. The conclusion of this study opens up a new idea for listed companies in the manufacturing industry to improve their financial performance through financialization.

Keywords

Financialization of Businesses, Financial Performance, Listed Companies in the Manufacturing Industry

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

习近平总书记指出：“制造业是我国的立国之本、强国之基”，并强调“任何时候中国都不能缺少制造业”、“中国式现代化不能走脱实向虚的路子”。实体经济是推动制造业上市公司高质量发展的主力军，然而，我国实体投资情况不容乐观，在过去十年间呈现下降趋势。我国制造业上市公司的金融化程度自2011年起便不断上升，根据数据可知，截止2021年，我国A股上市制造业企业持有的金融资产总额就已高达2.44万亿元。制造业上市公司如若过度投资金融资产势必会挤占生产经营和研发创新等实体经济活动的资源投入，造成制造业上市公司“脱实向虚”，因此，研究金融化对制造业上市公司财务绩效的影响，可以帮助制造业上市公司平衡好金融投资与实体投资的投资比例，提高对金融投资的防范意识，进而推动实体投资的良性发展。

企业金融化对我国制造业企业的财务绩效发挥负向影响，还会相应增加企业的财务风险(李泉等(2022) [1]、黄大禹等(2021) [2]、白雪莲等(2021) [3])。但制造业企业金融化对财务绩效的正向促进作用也是客观存在的(阳旸等(2021) [4]、郑淑霞等(2022) [5])，在企业利润率较高时，企业金融化可以在原有基础上进一步提高企业的利润率，以此来促进企业财务绩效的提高(张成思(2019) [6]、谢富胜(2020)等[7])。在研究企业金融化对财务绩效的影响时，还需要进一步考虑企业金融化动机。企业进行金融投资的动机可以概括为“蓄水池”动机、“投资替代”动机以及市场套利动机，其中，“投资替代”动机以及市场套利动机主要是由于企业主营业务衰败，为寻求额外经济利益弥补亏损使利润由负转正，企业迫切将注意力转移到具有高额收益率的金融投资上，但企业投资金融资产会产生负面影响，使企业的生存面临险境(刘井建等(2022) [8]、胡奕明等(2017) [9]、王红建等(2017) [10])。近年来，随着金融科技的蓬勃发展，在企业投机性逐利动机持续深化的背景下，制造业上市公司“脱实向虚”的问题也日益显著(庄旭东(2023)等[11])。总体而言，现有文献大部分表明企业金融化动机负向影响财务绩效，实体企业一旦出现金融化现象就会走上持续金融投资的道路，对主营业务造成严重冲击，却忽略了适度金融化策略有利于企业临时转换盈利模式、调整资产配置结构，反向刺激主营业务的发展，促进实体经济的良性恢复。适度金融化并不等于“脱实向虚”。且鲜有学者从趋利动机和控股动机角度出发研究制造业上市公司金融化对财务绩效的

影响, 因此, 实证研究趋利动机与控股动机下制造业上市公司金融化对财务绩效的影响, 不仅可以丰富企业金融化的相关研究还能拓展企业金融化动机从而为企业适度金融化策略提供理论支撑。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 趋利动机下制造业上市公司金融化正向影响财务绩效

制造业上市公司金融化的趋利动机主要表现为将大部分资金投资于交易性金融资产、衍生金融资产和投资性房地产等金融资产, 是一种短期提升企业财务绩效的行为。当制造业上市公司面临金融本身的虚拟性以及金融产品高度变现性特征的诱惑时, 会在实体投资与金融投资之间坚定地选择后者。但制造业上市公司投资金融资产并非一味追求投资收益, 荒废主营业务的发展, 更多的目的是长久提升公司经营利润, 实现金融投资与实体投资的灵活性。制造业上市公司以金融投资为手段, 能够利用闲置资金投资金融市场上具有高回报率的金融产品, 弥补实体投资出现利润不足的情况, 进而实现提升公司整体利润水平的目标。由此提出假设 1:

H1: 趋利动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生正向影响。

2.2. 控股动机下制造业上市公司金融化正向影响财务绩效

制造业上市公司金融化的控股动机主要表现为通过进行长期股权投资规划, 购买潜力型目标公司的股票, 是一种长期提升企业财务绩效的行为。如果目标公司的价值随着时间推移而持续增长, 持有其股票的制造业上市公司就可以通过股价上涨实现资本增值, 这有助于规避短期市场波动带来的风险, 更有利于获取目标公司价值长期增长带来的收益。长期股权投资还能获得许多额外的长期收益, 比如持续的股息收入、参与目标公司的决策与治理权益等, 制造业上市公司通过投票表决、提出建议等方式对目标公司的股利分配政策、投融资决策、生产经营等方面产生重大影响, 以达到分享目标公司的经营利润, 实现自身投资收益以及股东积极主义最大化的目的。由此提出假设 2:

H2: 控股动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生正向影响。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

根据《证监会 2012 版行业分类》, 选取制造业上市企业 2015~2020 年财务数据为初始样本。在剔除 ST 公司和缺失严重的数据后, 最终得到 11,891 个研究数据。本文数据来源于国泰安数据库(CSMAR)及 A 股制造业上市公司的年报, 并经过手工核对。为克服极端异常值的影响, 对研究涉及的所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。数据处理和分析采用 Excel 和 Stata18.0 完成。

3.2. 变量定义

被解释变量: 借鉴李增泉(2000) [12]和李霞(2022) [13]等学者的做法, 采用净资产收益率(ROE)作为被解释变量。净资产收益率(ROE)衡量制造业上市公司财务绩效的标准, 反映股东权益, 反映公司运用自有资本的效率, 用净利润除以股东权益余额来计算。

解释变量: 由于制造业上市公司出于趋利动机和控股动机投资金融资产, 故将趋利动机下的制造业上市公司金融化(Profit)与控股动机下的制造业上市公司金融化(Holding)作为解释变量。

控制变量: 借鉴胡奕明(2017) [9]、巩娜(2021) [14]等学者的做法, 选取董事会规模(Bsize)、独董比例(Indual)和企业性质(Nature)作为控制变量。

被解释变量、解释变量与控制变量的名称、符号及度量方法如表 1 所示:

Table 1. Variable definitions

表 1. 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	度量方法
被解释变量	净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润/股东权益
解释变量	趋利动机金融化	<i>Profit</i>	投资性房地产、交易性金融资产和衍生金融资产之和
	控股动机金融化	<i>Holding</i>	长期股权投资
控制变量	董事会规模	<i>Bsize</i>	董事会成员数量的自然对数
	独董比例	<i>Indual</i>	独董数量占董事会成员数量的比例
	企业性质	<i>Nature</i>	国有企业为 1, 否则为 0

3.3. 模型设计

基于假设 1, 构建 OLS 回归模型(1), 研究趋利动机下的制造业企业金融化对财务绩效的影响。

$$ROE_i = \beta_0 + \beta_1 Profit + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

在模型(1)中, *ROE* 表示财务绩效, *Profit* 表示趋利动机下的金融化, *Controls* 表示所有控制变量, β_0 表示截距项, β_1 表示解释变量趋利动机金融化的回归系数, β_2 表示所有控制变量的回归系数, $\sum Year$ 为年份固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机扰动项。

基于假设 2, 构建 OLS 回归模型(2), 研究控股动机下的制造业企业金融化对财务绩效的影响。

$$ROE_i = \beta_0 + \beta_1 Holding + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

在模型(2)中, *ROE* 表示财务绩效, *Holding* 表示控股动机下的金融化, *Controls* 表示所有控制变量, β_0 表示截距项, β_1 表示解释变量控股动机金融化的回归系数, β_2 表示所有控制变量的回归系数, $\sum Year$ 为年份固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机扰动项。

4. 实证检验与分析

4.1. 描述性统计

各变量的描述性统计结果, 如表 2 所示:

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量	(1) 平均值	(2) 标准差	(3) 最小值	(4) 最大值
<i>ROE</i>	0.0840	0.423	-9.745	11.07
<i>Profit</i>	0.0256	0.0675	-0.000179	0.953
<i>Holding</i>	0.0247	0.0557	-4.99e-05	0.785
<i>Bsize</i>	2.102	0.188	1.610	2.560
<i>Indual</i>	0.376	0.0557	0.330	0.570
<i>Nature</i>	0.241	0.428	0	1

从表 2 可以看出: (1) 制造业上市公司的财务绩效(*ROE*)的均值为 0.0840, 且最值之差较大, 说明不同制造业上市公司的财务绩效存在较大差异; (2) 在趋利动机与控股动机金融化最小值均为负值的情况

下, 趋利动机金融化的最大值与均值均高于控股动机金融化, 表明相较于控股动机, 制造业上市公司更愿意出于趋利动机投资金融资产。

4.2. 相关性分析

对样本数据进行相关性分析, 得到相关性分析结果如表 3 所示。

Table 3. Correlation analysis results

表 3. 相关性分析结果

<i>ROE</i>	<i>Profit</i>	<i> Holding</i>	<i>Bsize</i>	<i> Indual</i>	<i>Nature</i>	
<i>ROE</i>	1					
<i>Profit</i>	0.00300	1				
<i> Holding</i>	0.043***	-0.0130	1			
<i>Bsize</i>	0.043***	-0.073***	0.0150	1		
<i> Indual</i>	0.049***	0.023**	0.016*	-0.610***	1	
<i>Nature</i>	0.128***	-0.079***	0.058***	0.228***	-0.035***	1

Standard errors in parentheses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

从表 3 可以看出, 解释变量的相关系数均为正值, 这表明制造业上市公司金融化动机为趋利动机与控股动机时能够对财务绩效产生正向影响, 由此可初步推断假设 1、假设 2 成立。

4.3. 回归分析

对样本数据进行回归分析, 回归分析结果如表 4 所示。

Table 4. Regression analysis results

表 4. 回归分析结果

	(1) <i>ROE</i>	(2) <i>ROE</i>
<i>Profit</i>	0.0943*	
	(1.65)	
<i>indual</i>	0.769***	0.759***
	(8.76)	(8.65)
<i>bsize</i>	0.179***	0.175***
	(6.70)	(6.56)
<i>Nature</i>	0.114***	0.111***
	(12.22)	(11.94)
<i> Holding</i>		0.253***
		(3.66)
_cons	-0.612***	-0.602***
	(-7.59)	(-7.50)
N	11891	11891
F	70.56	73.29
R ²	0.0232	0.0241

T-statistics in parentheses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

从表 4 可以看出, 回归模型(1)中趋利动机金融化与财务绩效之间的回归系数为 0.0943, 并在 10% 的水平下显著, 说明趋利动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生正向影响。由此可知, 假设 1 成立。

从回归模型(2)可以得出控股动机金融化与财务绩效之间的回归系数为 0.253, 两者呈正相关, 并在 1% 的水平下显著, 说明控股动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生正向影响。由此可知, 假设 2 成立。

4.4. 稳健性检验

处于不同年龄的制造业上市公司拥有不同的战略目标和发展规划, 在公司整体发展水平上体现出不同的资本积累能力与金融化水平, 对财务绩效也会产生影响。为了检验上述回归结果的可靠性, 新增控制变量公司年龄(Age)进行稳健性检验, 计算方法为 $\ln[1 + (\text{当年} - \text{公司成立年份})]$ 。稳健性检验结果如表 5 所示:

Table 5. Robustness test

表 5. 稳健性检验

	(1) ROE	(2) ROE
<i>Profit</i>	0.0943* (1.65)	
<i>indual</i>	0.769*** (8.76)	0.759*** (8.65)
<i>bsize</i>	0.179*** (6.68)	0.176*** (6.57)
<i>Nature</i>	0.114*** (11.90)	0.112*** (11.72)
<i>Age</i>	0.00156 (0.09)	-0.00527 (-0.30)
<i> Holding</i>		0.255*** (3.67)
<i>_cons</i>	-0.616*** (-6.50)	-0.587*** (-6.20)
N	11891	11891
F	56.45	58.65
R ²	0.0232	0.0241

t-statistics in parentheses. ***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.

从表 5 可以看出, 经过稳健性检验, 趋利动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生显著的正向影响, 控股动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生显著的正向影响, 该结果与前文的回归结果一致。

5. 结论与建议

5.1. 研究结论

本文分别对 2015~2020 年制造业上市公司出于趋利动机和控股动机投资的金融资产与财务绩效进行

了描述性统计、相关性分析、回归分析和稳健性检验, 得到以下结论:

(1) 趋利动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生显著的正向影响。趋利动机会促使制造业上市公司投资于更多的金融资产, 从而将闲置的资金得到充分利用, 在市场行情乐观的情况下, 投资者的投资热情高涨, 在合理选择投资组合与投机时机之后, 能够有效规避风险, 从而获得可观的投资收益, 同时还会带来丰厚的资本增值收益, 实现制造业上市公司财务绩效的提升。

(2) 控股动机下制造业上市公司金融化对财务绩效产生显著的正向影响。制造业上市公司控股动机越强, 越有利于财务绩效的提高。当制造业上市公司长期持有多个公司的股票时, 这些公司就会源源不断地定期支付股利作为投资回报。作为控股股东, 制造业上市公司在充分发挥股东积极主义条件下, 能够有效发挥对被投资企业的治理作用, 这有利于实现自身投资收益最大化。因此, 制造业上市公司就能享受到持续的股息收入和稳定的现金流, 从而赢得调配市场资源的主动权, 为其扩大生产经营规模, 服务主营业务做大做强, 向社会公众提供更多的高质量产品奠定基础。

5.2. 建议

虽然趋利动机与控股动机下的制造业上市公司金融化行为对企业财务绩效产生正向影响, 但过度金融化可能会影响财务绩效长期稳定的增加, 在不忽视主营业务发展的前提下适度金融化策略有利于为企业带来额外收益, 于是, 对制造业上市公司投资金融资产提出以下两点建议:

第一, 合理进行金融资产投资。在进行金融资产投资时, 为保证资金安全, 要将各类金融资产在投资组合中的占比控制在合理范围内。(1) 对于风险承受能力较低的保守型投资者, 可以将短期金融资产占整体投资组合的比例设置在 20% 至 30% 左右。这样可以确保有一定的流动性和稳定性, 应对突发事件或资金需求。(2) 对于风险承受能力适中的平衡型投资者, 可以将短期金融资产的比例设置在 10% 至 20% 左右。这样既能保持一定的流动性, 又可以在一定程度上追求资产增值。(3) 对于风险承受能力较高、追求更高收益的进取型投资者, 短期金融资产的比例通常控制在 5% 至 10% 左右。而大部分资金可以用于长期股权投资, 以追求更高的回报。

第二, 防范金融资产投资风险。首先, 将资金分散投资于不同的资产类别、行业和地区, 可以有效降低投资组合的整体风险。其次, 在投资过程中设定明确的止损线, 即当资产价格下跌到一定程度及时止损出局, 避免进一步的损失。最后, 定期审查投资组合的表现, 了解各种金融资产的风险状况和预期回报, 根据市场情况和自身需求适时调整投资组合的配置。

参考文献

- [1] 李泉, 肖红梅. 实体企业金融化对公司绩效的影响研究[J]. 兰州学刊, 2022(2): 74-87.
- [2] 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.
- [3] 白雪莲, 贺萌, 张俊瑞. 企业金融化与债务融资成本——来自中国 A 股上市公司的证据[J]. 金融论坛, 2021, 26(7): 39-49.
- [4] 阳旸, 刘姝雯, 徐照宜, 等. 企业金融化对企业业绩的影响研究——基于期限结构异质性视角[J]. 会计研究, 2021(9): 77-94.
- [5] 郑淑霞, 张晓明. 实体亏损企业金融化对财务绩效的影响研究——基于绩效类别差异的视角[J]. 金融理论与实践, 2022(9): 21-32.
- [6] 张成思. 金融化的逻辑与反思[J]. 经济研究, 2019, 54(11): 4-20.
- [7] 谢富胜, 匡晓璐. 制造业企业扩大金融活动能够提升利润率吗?——以中国 A 股上市制造业企业为例[J]. 管理世界, 2020, 36(12): 13-25.
- [8] 刘井建, 张冬妮, 李惠竹. 中国上市公司金融化与实业投资研究——对金融化动机及监管效应的再检验[J]. 管

- 理评论, 2022, 34(1): 37-50.
- [9] 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, 52(1): 181-194.
- [10] 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.
- [11] 庄旭东, 王仁曾. 金融科技, 企业金融投资动机与“脱实向虚”问题——基于中国企业微观数据的实证证据[J]. 南方经济, 2023(2): 90-109.
- [12] 李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2000(1): 24-30.
- [13] 李霞. 企业绩效会影响社会责任履行吗?——基于不同性质企业的考察[J]. 财会通讯, 2022(12): 62-66.
- [14] 巩娜. 企业金融化, 股权激励与公司绩效[J]. 经济管理, 2021, 43(1): 156-174.