

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2024.05.010

# 金融化对企业长期绩效的影响研究

——基于中国制造业上市公司的经验证据

刘建江,王莹,熊智桥

(长沙理工大学 经济与管理学院,湖南 长沙 410076)

**摘要:**在当前着力逆转“脱实入虚”趋势的大背景下,探讨金融化对企业长期绩效的影响具有重要意义。基于2008—2019年中国制造业上市公司数据,实证检验制造业金融化对企业长期绩效的影响及作用机制。研究结论表明:制造业企业趋向金融化会降低其长期绩效,且会因企业生命周期和内部控制的不同而呈现出差异性。机制检验表明,融资约束加剧效应和主营业务收缩效应是制造业企业金融化导致其长期绩效下降的两条路径。这一研究结论有助于厘清制造业企业金融化影响其长期绩效的内在逻辑,为保证企业适度金融化与进一步推动制造业企业高质量发展提供经验证据。

**关键词:**金融化;制造业;长期绩效

**中图分类号:**F275

**文献标志码:**A

**文章编号:**1672-7835(2024)05-0076-09

金融是现代化经济核心,建设现代化经济体系,必须打造好现代金融体系这一“核心”。新中国成立后的相当长时期内,我国实施的“工业优先发展”战略,以扭曲市场要素价格和资源配置为代价,换取实体经济的高速发展,导致金融经济受到抑制<sup>①</sup>。党的十八大以来,我国金融经济迅速发展,现代化的金融体系日趋完善,为工业化和现代化作出了重大贡献,为中国制造强国战略打下了坚实基础。党的二十大报告指出,要坚持把发展经济的着力点放在实体经济,推进新型工业化,加快建设制造强国,再次充分反映了实体经济在中国式现代化道路上的重要性。

在“双循环”新发展格局推动下,数字金融发展有利于优化居民家庭金融资产配置,在东部、东

北部以及一、二线经济发展速度较快地区的居民家庭金融资产配置效果更加明显<sup>②</sup>。不过,在我国金融抑制释放和金融深化改革不断推进的过程中,长期堆积的金融问题并未得到真正解决,并在新发展阶段逐渐呈现出过度金融化现象,致使我国实体经济发展劲度明显不足<sup>③</sup>。

现有研究对企业金融化的作用概括为“蓄水池”效应和趋利效应,并主要分析企业金融化的经济风险以及技术创新等方面所产生的影响<sup>④⑤</sup>。目前关于金融化对经济发展的影响研究存有两类观点,部分学者认为金融化可促进经济发展。作为经济发展的一种形式,企业金融投资可在一定程度上提高企业长期绩效、增加企业利润<sup>⑥</sup>。此外,适当的企业金融化有利于获取更多的金融资

收稿日期:2024-07-10

基金项目:国家社会科学基金青年项目(21CJY041);湖南省社会科学基金重大项目(21ZDAJ006)

作者简介:刘建江(1971—),男,湖南隆回人,博士,教授,博士生导师,主要从事中美经贸关系、制造业转型升级研究。

①林毅夫,孙希芳,姜烨.《经济发展中的最优金融结构理论初探》,《经济研究》,2009年第8期。

②安强身,白璐.《数字金融发展与居民家庭金融资产配置——基于CHFS(2019)调查数据的实证研究》,《经济问题》2022年第10期。

③李义平,刁文.《中国经济金融化再思考》,《河北学刊》2016年第3期。

④张志宏,胡公瑾.《会计准则执行与企业金融化:抑制或推动》,《金融经济研究》2022年第2期。

⑤冯明.《经济政策不确定性、企业金融化与公司价值》,《贵州财经大学学报》2022年第2期。

⑥刘冬冬.《实体企业金融化对企业高质量发展的影响》,《统计与决策》2022年第11期。

源,弥补实体经济领域抵抗商品价格波动的不足<sup>①</sup>。有相关研究提出金融化是经济增长的动力来源,强化金融将会增强投资的流动性<sup>②③</sup>。

但更多学者认为金融化带来的负向作用更加明显,如在 2008 年金融危机中暴露出来的金融体系不稳定,其中实体行业及金融行业的波动直接体现出金融的脆弱性,社会动荡、贫富差距扩大等问题也随之而来。虽然控股金融机构在一定程度上改善了企业资金不足的局面,但同时也导致企业投资过度,不仅降低了企业的投资效率,也降低了企业的创新意愿<sup>④⑤</sup>。

在企业发展过程中,企业长期绩效作为体现企业状况的重要指标之一,不仅可以直观反映企业财务状况,也可从侧面反映企业发展的动机与行为。在不同发展阶段通过企业长期绩效差异来识别金融化产生的影响,可以充分感知企业金融化产生影响的内在逻辑,判断企业金融化是否有利于实体企业的发展,以及企业金融化具体是通过哪种机制影响实体企业的发展。目前来看,关于企业金融化与企业长期绩效之间关系的研究结论仍存较大分歧,对现阶段的金融化水平对制造业企业长期绩效的影响有待深入研究。

综上所述,现有文献关注点大多集中于企业金融化对企业发展方向及发展水平的影响探究,而鲜有文献深入研究企业金融化对制造业企业长期绩效的影响及两者之间的逻辑关系。因此,本文基于既有研究基础,深入探讨企业金融化对制造业企业长期绩效的影响机理及路径,主要研究点集中在以下几个方面:第一,基于 2008—2020 年 A 股所有制造业上市公司数据,构建面板固定效应模型,综合考察企业金融化对制造业企业长期绩效的影响;第二,针对产权性质、地区金融发展水平、企业生命周期三个异质性变量,考察企业金融化影响制造业企业长期绩效的异质性作用;第三,针对企业融资约束和企业主营业务收入两

个作用机制,考察企业金融化作用于制造业企业长期绩效的内在路径。

## 一 理论分析与研究假设

现有研究认为,金融化会从多方面对制造业企业长期绩效产生抑制性作用。一方面,金融化会在一定程度上加强市场信息不透明、融资双方信息失衡等问题,加剧制造业企业融资约束困境。另一方面,高速度发展的金融化使得制造业企业的经营重点逐渐由实体经济转向金融经济领域,进一步挤压了制造业企业主营业务的投入,增加了制造业企业“脱实向虚”的风险。

第一,企业金融化可能对制造业企业长期绩效产生明显的抑制作用。一方面,资源基础理论认为,不同资源在界限分明的情况下,企业会根据自身需求不断调节所需的要素资源,从而在实业投资和金融投资之间做出抉择,最终出现企业内部实业投资和金融投资规模两者之间此消彼长的现象。随着经济社会的不断进步和数字化建设的持续推进,我国金融化经济影响力也逐渐加强,不断分割实体经济市场。尤其近几年受全球经济形势持续低迷的影响,我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力,国内整体消费水平大幅下降,加之中美贸易冲突和俄乌战争等不确定性事件影响,国际市场一度萎靡不振。在此背景下,企业生存发展风险持续上升,相较于变现周期长的实业投资,制造业企业更倾向于选择回报率高、变现周期短的金融投资,以提高企业短期财务状况和盈利水平,从而对制造业企业长期绩效产生重要影响。另一方面,委托代理理论认为,企业委托代理人在面对企业外部经济问题和企业内部人事竞争的双重压力时,更易忽视企业长期发展规划,从而选择投资率高、回报周期短的金融投资项目,以期从中获取企业短期利益并实

①吴一丁,郭启明,马浩轩:《知识产权密集型企业金融化对研发效率的影响——基于杠杆率的门槛效应》,《会计之友》2022 第 19 期。

②吴立力:《金融化适度性对企业杠杆调整的影响》,《现代财经(天津财经大学学报)》2021 年第 10 期。

③陈明生,王乾坤:《金融强监管与企业数字化转型——来自“资管新规”的证据》,《南昌大学学报(人文社会科学版)》2024 年第 3 期。

④王修华,周蓉:《数字金融助推金融强国建设的逻辑框架与政策理路——金融支持实体经济高质量发展视角》,《湖南科技大学学报(社会科学版)》2024 年第 2 期。

⑤刘剑,刘媛媛,王莹:《金融化能够提升制造业企业盈利能力吗——来自中国 A 股市场的证据》,《长沙理工大学学报(社会科学版)》2024 年第 3 期。

现个人效益最大化,最终导致企业长期绩效下降<sup>①</sup>。

第二,企业金融化将加剧企业融资约束程度,进一步抑制企业长期绩效的发展。企业能否在众多竞争者中脱颖而出,不仅取决于其自身经营管理水平,也受经济大环境的影响。在我国经济持续低迷的背景下,不少实体企业面临愈发加大的生存压力,尤其是融资难、融资贵的中小型制造业企业,更倾向于选择收益高、变现快的金融投资,以保证自身经营发展<sup>②</sup>。在资金条件有限的情况下,随着企业金融资产投资比例的增加,实体投资进一步遭受挤压,企业流动性资金大幅减少。一方面,企业主营业务经营和技术创新等项目的发展对外部融资依赖程度逐渐上升,不仅极大增加企业财务风险,而且融资难度也随之上升。从融资成本的角度来看,企业外部融资不仅面临融资难、融资贵的问题,也间接限制企业长期发展。另一方面,由于企业金融化的扩张,企业固定资产投资等实体投资规模减小,导致企业在经营过程中面临贷款问题时的可抵押担保能力降低。与此同时,由于企业与外界存在信息不对称,导致银行等金融机构及外部投资者拒绝为企业提供资金,使得企业融资约束问题进一步加重,间接影响制造业企业长期绩效的提升。

第三,企业金融化产生的主营业务收缩效应,进一步降低了制造业企业长期绩效。从供给侧看,在外部经济环境稳中向好时,企业会选择开发新产品和开拓新市场来获得行业内的超额利润,但是在外部环境不确定性增加的情况下,相对于高风险的产品研发创新行为,企业会倾向于拓展房地产等金融领域业务<sup>③</sup>,导致主营业务所需要的生产资料匮乏,进一步抑制企业主营业务发展,主营业务收入增长乏力,从而阻碍制造业企业长期绩效提升<sup>④</sup>。从利润构成看,金融化投资占比程度越高,实体行业投资占比就越低,主营业务所产生的效益也越低,进而阻碍企业主营业务的发展壮大,从而降低制造业企业长期绩效。金融类

投资虽大幅提高了短期利润率,但固定资产投资类的实体投资行业所带来的长期利润更为重要。随着我国出生率持续性降低,老龄化程度日益加深,加之劳动力成本上升,企业主营业务利润将会进一步缩减,不利于制造业企业长期绩效提升。

基于以上分析,本文提出以下假设:

假设1:企业金融化会对制造业企业长期绩效产生明显的抑制作用。

假设2:企业金融化会产生融资约束加剧效应,进一步降低制造业企业长期绩效。

假设3:企业金融化会产生主营业务收缩效应,进一步降低制造业企业长期绩效。

## 二 研究设计

### (一) 样本选取及数据来源

本文选取2008—2019年A股上市制造业企业的年度数据作为研究样本,数据来源于CSMAR(国泰安)数据库。针对初始样本,我们进行了以下处理:(1)剔除了经营期存在ST、\*ST和PT的样本;(2)剔除了近两年IPO上市和已退市的样本;(3)删除变量缺失严重及资产负债率大于1的样本。通过上述处理,最终获得1446家上市公司共9086个样本。此外,为控制极端值干扰,本文对连续变量进行了上下1%的缩尾(winsor)处理。

### (二) 变量选取及说明

#### 1. 企业金融化

本文参照刘贯春等<sup>⑤</sup>对于企业金融化的测算方法,主要从资产科目角度对制造业企业金融化(Finance)进行测度,并以制造业企业金融资产与制造业企业总资产的比值衡量企业金融化程度。具体计算公式如下:

$$Finance = Fa/Asset \quad (1)$$

其中,  $Fa = (MFA + TFA + SFA + IRE + HFA)$

①张军,于晓宇,郑吉锋,等:《实体企业金融化、成本加成分布与资源配置效率》,《国际金融研究》2022年第7期。

②安磊,鄢伟波,沈悦:《贷款利率下限放开抑制了企业金融化吗?》,《统计研究》2022年第8期。

③刘建江,石大千:《高房价对企业创新的影响:是挤出还是挤入?——基于双边随机前沿模型的测算》,《中国软科学》2019年第9期。

④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》,《金融理论与实践》2022年第9期。

⑤刘贯春,张军,刘媛媛:《金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率》,《世界经济》2018年第1期。

在上式中,  $Fa$  表示制造业企业所持有的金融性资产,  $MFA$ 、 $TFA$ 、 $SFA$ 、 $IRE$ 、 $HFA$  分别表示制造业企业所持有的货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产、应收利息和应收股利、持有至到期金融资产。  $Asset$  表示制造业企业总资产。

2. 制造业企业长期绩效

鉴于企业价值是企业未来现金流的价值折现,其价值额度与企业未来长期绩效直接挂钩,借鉴学者王京和罗福凯<sup>①</sup>以及刘白璐和吕长江<sup>②</sup>的

研究方法,企业长期绩效指标采用与企业长期价值成正相关关系的托宾 Q 值 ( $Tobin$ ) 表示。

3. 控制变量

为保证变量的准确性和减少遗漏变量的影响,本文采用企业规模 ( $size$ )、资本结构 ( $tang$ )、金融负债比率 ( $lev$ )、净资产收益 ( $roe$ )、现金流量 ( $cflow$ )、股权集中指标 ( $shrcr1$ ) 6 个控制变量。度量方式如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名	变量符号	度量方式
因变量	托宾 Q 值	$Tobin$	企业的市场价值/重置成本
自变量	企业金融化	$Finance$	企业金融资产/总资产
控制变量	企业规模	$Size$	企业总资产的对数
	资本结构	$Tang$	总负债/总资产
	金融负债比率	$Lev$	负债/金融资产
	净资产收益	$Roe$	净利润/净资产
	现金流量	$Cflow$	经营活动中产生的现金净流量/总资产
	股权集中指标	$Shrcr1$	第一大股东持股数额/总股份

(三) 模型构建

基于上述分析,为检验金融化对企业长期绩效的影响,本文采用控制年份固定效应和个体固定效应的双向固定效应模型,具体如下:

$$Tobin_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Finance_{i,t} + \gamma_i Z_{i,t} + \mu_i + \vartheta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量为企业长期绩效  $Tobin_{i,t}$ ,以托宾 Q 值表示;解释变量为企业金融化  $Finance_{i,t}$ ;以企业金融类资产占总资产之比表示;  $Z_{i,t}$  表示一系列控制变量;下标  $i, t$  分别表示企业和时间;  $\mu_i, \vartheta_t$  分别表示个体固定效应和年份固定效应,分别控制遗漏的企业异质性特征、受时间影响的不可观测因素。

同时,为验证企业金融化可通过融资约束加剧效应、主营业务收缩效应两大机制影响制造业企业长期绩效,本文结合中介效应模型的构建步骤,基于模型(2)构建模型(3)和模型(4),具体如下所示:

$$Inmedia_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Finance_{i,t} + \gamma_i Z_{i,t} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Tobin_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 Finance_{i,t} + \rho_2 Inmedia_{i,t} +$$

$$\rho_2 Z_{i,t} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,模型(3)、(4)中的  $Inmedia$  表示中介机制变量,包括融资约束加剧效应(以 SA 指数表示)和主营业务收缩效应(以主营业务收入  $Pri$  表示),其他变量与模型(2)一致。

三 实证结果及分析

(一) 描述性统计及相关性分析

根据相关变量的描述性统计结果可知,企业金融化的均值为 0.226 7,最小值为 0.000 5,最大值为 0.956 3,说明我国企业制造业类上市企业存在不同程度的企业金融化现象;托宾 Q 值的均值为 2.125 4,最小值为 0.152 7,最大值为 26.634 5,最大值和最小值之间差值较大,说明我国企业制造类上市公司之间的长期绩效差异较大。同时,6 个控制变量的最大值和最小值之间也存在明显差异,说明该样本的数据和区分度均较为良好。除此之外, Pearson 相关系数检验的结果显示,各变量的相关系数低于临界值 0.7,说明该样本存在多重共线性问题的可能性较低,因此本文将直接利

①王京,罗福凯:《技术—知识投资、要素资本配置与企业成长——来自我国资本市场的经验证据》,《南开管理评论》2017 年第 3 期。

②刘白璐,吕长江:《基于长期价值导向的并购行为研究——以我国家族企业为证据》,《会计研究》2018 年第 6 期。

用变量数据进行实证研究<sup>①</sup>。

(二) 实证结果分析

1. 基准回归分析

本文结合上述理论分析,基于模型(2)对企业金融化与企业长期绩效的关系进行实证检验。由表2基准回归结果可知,第(1)列在不控制个体、时间双重固定效应,且不引入任何控制变量的情况下,金融化对企业长期绩效的影响回归结果,结果显示在1%的水平下负显著,说明此时金融化对企业长期绩效的发展呈明显的抑制作用;第(2)列表示在控制个体、时间双重固定效应,但不引入任何控制变量的情况下,金融化对企业长期绩效的影响回归结果。结果显示仍在1%的水平下负显著;第(3)列则表示在控制个体、时间双重固定效应,且引入控制变量的情况下,金融化对企业长期绩效的影响回归结果,结果显示依旧1%的水平下负显著。根据以上回归结果分析,无论是否控制个体、时间固定效应以及无论是否引入控制变量,企业长期绩效的发展水平始终为负显著,表明企业金融化显著抑制制造业企业长期绩效提升。主要是因为,在谋求生存发展过程中,企业过度进行金融投资势必会减少企业对研发创新、固定资产等其他方面的资金投入,从而降低企业长期绩效,对企业长期发展产生抑制作用。即假设1成立。

表2 全样本基准回归

	Tobin		
	(1)	(2)	(3)
<i>Finance</i>	-1.863 0*** (0.180 0)	-1.513 0*** (0.188 0)	-1.473 0*** (0.188 0)
控制变量			控制
企业固定效应		控制	控制
时间固定效应		控制	控制
<i>cons</i>	2.547 9*** (0.041 0)	2.468 5*** (0.043 0)	26.599 6*** (2.026 0)
<i>N</i>	9 086	9 086	9 086
<i>Adj_R2</i>	0.467 4	0.601 8	0.659 6

注:括号内为聚类到企业层面的稳健标准误,\*、\*\*和\*\*\*分别表示显著性水平为10%、5%和1%,下表同。

2. 内生性检验

根据本文全样本基准回归设定,回归过程中可能产生内生性问题的渠道主要包括反向因果、

遗漏变量等。一方面,作为解释变量的金融化与作为被解释变量的制造业企业长期绩效之间可能存在反向因果关系,从而产生内生性问题;另一方面,尽管控制了诸多控制变量和年份等固定效应,但仍有可能存在遗漏变量导致的内生性问题,如经济发展环境、政策支持等外部环境因素对制造业企业长期绩效可能产生的影响。

本文参考阳旻等的研究方法,设置同行业同年度其他企业金融化程度的均值作为工具变量,以缓解内生性偏差<sup>②</sup>。本企业金融化程度难免受到同一行业内其他企业金融化的影响,但其他企业金融化不会对该企业长期绩效产生直接的影响,故同行业同年度其他企业金融化程度的均值满足工具变量的相关性和外生性要求。表3显示了两阶段最小二乘法(2SLS)的估计结果,从表中可看出,在第一阶段中,金融资产持有比值平均值与金融化呈正相关关系,表明工具变量对金融化具有显著促进性作用,且F值检验的结果显示显著,说明工具变量选取具有合理性;在第二阶段中,金融化对制造业企业长期绩效的影响结果仍然显著为负,进一步支持了基准回归结论。

表3 内生性检验

<i>Variables</i>	(1)	(2)
	第一阶段 <i>Finance</i>	第二阶段 <i>Tobin</i>
<i>Meanfinance</i>	0.228 0*** (0.049 0)	
<i>Finance</i>		-11.343 8*** (3.093)
控制变量	控制	控制
企业固定效应	控制	控制
时间固定效应	控制	控制
<i>_cons</i>	0.613 8*** (0.122 0)	
第一阶段的F值	16.38	
<i>N</i>	9 065	9 065
<i>Adj_R2</i>	0.771 7	-0.509 1

3. 其他稳健性检验

(1) 控制交互固定效应

本文进一步控制行业—时间联合固定效应,控制不同行业之间随时间变化的特征因素,进行

①描述性统计及相关性检验结果未报告,留存备案。

②阳旻,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》,《会计研究》2019年第9期。

稳健性检验。此外,通过增加“省份—时间”联合固定效应以控制不同省份之间经济、政治、文化等特征因素,进行稳健性检验。表 4 列(1)和列(2)分别报告了在控制“行业—时间”和“省份—时间”两种联合固定效应估计结果,企业金融化对制造业企业长期绩效的结果显示仍显著为负,说明进一步控制交互固定效应后,企业金融化对制造业企业长期绩效仍有明显的抑制性作用。

表 4 稳健性检验——控制交互固定效应

Variables	Tobin	
	(1)	(2)
<i>Finance</i>	-1.269 8*** (0.183 0)	-1.421 4*** (0.194 0)
控制变量	控制	控制
企业固定效应	控制	控制
时间固定效应	控制	控制
行业-时间固定效应	控制	
省份-时间固定效应		控制
<i>cons</i>	28.020 6*** (1.987 0)	26.455 4*** (1.968 0)
<i>N</i>	9 065	9 051
<i>Adj_R2</i>	0.684 3	0.677 3

#### (2) 更换时间区间

由于不同年份经济发展状况和社会环境存在差异,制造业企业长期绩效也会受其影响,为保证基准回归结果的稳健性,本文将原 2008—2019 年 A 股上市公司研究样本替换成 2010—2015 年 A 股上市公司研究样本。表 5 第(1)列的结果表明:制造业企业长期绩效与企业金融化之间的回归系数为-1.742 7,且在 1%的水平上显著,回归结果依然稳健。

#### (3) 变量替换

考虑到不同变量计算方法对企业金融化会产生不同影响,进而影响制造业企业长期绩效,为再次验证本文基准回归结论,本文参照宋军和陆暘对企业金融化的测算方法<sup>①</sup>,将企业金融化计算方法替换成:

$$finance = Fa/Asset$$

$$Fa = MFA + TFA + SFA + HFA + LEI + RFA + IRE$$

其中,*Fa* 表示制造业企业所持有的金融性资

产,*MFA*、*TFA*、*SFA*、*HFA*、*LEI*、*RFA*、*IRE* 分别表示制造业企业所持有的货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期金融资产、长期股权投资、应收利息和应收股利投资性房地产。*Asset* 表示制造业企业总资产。

表 5 第(2)列结果所示:替换测度方法后的企业金融化系数为-1.532,且在 1%的水平上显著,再次证明本文结论的稳健性。

表 5 稳健性检验——变量测量方法替换

Variables	Tobin	
	(1)	(2)
	更换时间区间	变量替换
<i>Finance</i>	-1.522 1*** (0.208 0)	-1.768 *** (0.202 0)
控制变量	控制	控制
企业固定效应	控制	控制
时间固定效应	控制	控制
<i>cons</i>	31.403 *** (3.378 0)	27.532 *** (2.516 0)
<i>N</i>	7 435	8 950
<i>Adj_R2</i>	0.688 0	0.655 0

#### 4. 异质性分析

通过上文基准回归结果发现,企业金融化整体抑制制造业企业长期绩效发展,但是此结论是否会受其他因素影响?考虑到上市公司企业长期绩效会受外在因素的影响,因此,本文选取企业外部和内部两方面影响因素来考察企业金融化对企业长期绩效的异质性分析。其中,外部因素主要指企业的产权性质,内部因素主要指企业的内部控制。

##### (1) 企业生命周期

借鉴李小忠的观念,依据企业生命周期,以 15 年为界限,将成立 15 年及以上的企业划分为成熟期企业,成立 15 年以下的企业划分为成长期企业<sup>②</sup>。根据表 6 第(1)、第(2)列回归结果显示,在成熟期企业中,金融化对企业长期绩效的回归结果在 1%的水平下显著为负,说明此时金融化明显抑制了成熟期企业的长期绩效;在成长期企业中,金融化对企业长期绩效的回归结果并不显著,说明此时金融化暂未对成长期企业的企业长期绩效产生明显影响。究其原因,可能主要受以下几个方面影响:一是因为多数成长期企业的规

①宋军,陆暘:《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》,《金融研究》2015 年第 6 期。

②李小忠:《数字经济发展与企业价值提升——基于生命周期理论的视角》,《经济问题》2021 年第 3 期。

模相对较小,受政府支持力度也相对不足,抵御外部不利环境冲击的能力较弱,当外部经济环境不稳定且经济市场价值波动幅度较大时,企业金融化则会抑制企业长期绩效;二是成熟期企业相对成长期企业具有更加明显的政府支持优势,经济、技术、规模等方面皆具有一定优势,且从银行借贷的难度较低,能够在很大程度上缓解融资约束问题,具有更多的选择空间和更好的解决方式,所以在经济外部条件不稳定或经营难度越来越大的情况下,企业金融化对成长期绩效的影响并不明显。

(2) 企业内部控制

借鉴孟祥松和唐雨萱的做法,企业生产运行方式的不同会在极大程度上影响企业发展长期绩效,而企业内部控制的有效性则决定着企业的生产管理模式<sup>①</sup>。本部分将企业划分为内部控制有

效性企业和内部控制无效性企业,并对其进行异质性分析。由表6第(3)一(4)列回归结果显示可知,企业金融化对于无效内部控制企业的影响较大,且在1%的水平上显著为负,说明企业金融化会显著抑制无效内部控制性企业的企业长期绩效发展;而对有效内部控制性企业影响不显著,说明企业金融化对有效内部控制性企业的企业长期绩效尚未造成明显影响。究其原因,有效内部控制性企业相较于无效内部控制性企业的疏散管理,其无论是在企业运营、生产管理模式上都具有明显优势,而企业金融化会在一定程度上影响企业管理者对企业发展的运营决策,并需动用一部分企业发展资金用于缓解企业金融化,长期以此,势必会影响企业长期绩效发展。

表6 异质性分析

Variables	企业周期		企业内部控制	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	成熟期	成长期	有效内部控制企业	无效内部控制企业
Finance	-1.627*** (0.188 0)	0.556 (0.529 0)	-0.294 (0.375 0)	-1.361*** (0.239)
控制变量	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
cons	25.133*** (2.096)	33.468*** (3.770)	22.220*** (2.020)	31.319*** (3.062)
N	7 685	1 304	3 637	5 394
Adj_R2	0.687	0.779	0.674	0.671

四 作用机制分析

上述分析表明企业金融化与企长期绩效之间呈负相关关系,不利于企业长期绩效和长期稳定性发展,探索其中的作用路径显得尤为重要。因此,本文借鉴杜勇和邓旭的研究方法,探讨融资约束和企业主营业务收入是否在企业金融化影响企业长期绩效的过程中发挥了中介机制效应,从而识别企业金融化影响制造业企业长期绩效的内在作用机制<sup>②</sup>。

(一) 融资约束加剧效应

理论分析认为企业金融化可产生融资约束加剧效应,进一步降低制造业企业长期绩效,该部分

将对此进行验证。借鉴学者鞠晓生等的计算方法,通过计算企业规模(Size)和企业成立年限(Age)的变量构建指数融资约束(SA)<sup>③</sup>。其中,融资约束(SA)指数越高,表明企业面临的融资约束越严重。由表7可知,列(1)的回归系数在1%的水平下显著为负,说明企业金融化显著降低制造业企业长期绩效;列(2)融资约束的回归系数为0.063,且在1%的水平下显著,表明企业金融化提高了企业融资约束程度,产生了融资约束加剧效应;列(3)在企业金融化的基础上加入融资约束后,企长期绩效效的回归系数在1%的水平

①孟祥松,唐雨萱:《数字化转型、内部控制与企业高质量发展——基于重污染企业的经验数据》,《会计之友》2024年第16期。  
 ②杜勇,邓旭:《中国式融资融券与企业金融化——基于分批扩容的准自然实验》,《财贸经济》2020年第2期。  
 ③鞠晓生,卢荻,虞义华:《融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性》,《经济研究》2013年第1期。

下显著为负,较列(1)的回归系数有所下降,说明融资约束在企业金融化降低制造业企业长期绩效的过程中发挥了部分中介效应,同时表明企业金融化可产生融资约束加剧效应,进一步降低制造业企业长期绩效。究其原因,企业将其内部资金大幅转向金融投资,减少了可活动资金和其他固定资产投资,导致金融机构和外部投资者为企业提供资金的意愿下降,从而企业融资约束程度加深,进一步对制造业企业长期绩效产生抑制作用。

表 7 金融化、融资约束与企业长期绩效

Variables	(1)	(2)	(3)
	Tobin	SA	Tobin
Finance	-1.473*** (0.188)	0.063*** (0.010)	-1.409*** (0.189)
SA			-1.016* (0.547)
控制变量	已控制	已控制	已控制
企业固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
cons	26.600*** (2.026)	-20.614*** (0.121)	5.663 (12.539)
N	9 086	9 086	9 086
Adj_R2	0.660	0.999	0.660

注:括号内为聚类到企业层面的稳健标准误,\*、\*\*和\*\*\*分别表示显著性水平为10%、5%和1%。

## (二) 主营业务收缩效应

理论分析认为企业金融化可产生主营业务收缩效应,进一步降低制造业企业长期绩效,该部分将对此进行验证。由表 8 可知,列(1)的回归系数为-1.473,且在 1%的水平下显著,说明企业金融化明显降低了制造业企业长期绩效;列(2)的回归系数为-0.267,且在 1%的水平下显著,表明企业金融化在一定程度上降低了企业主营业务收入,产生了主营业务收缩效应;列(3)在企业金融化的基础上加入主营业务收入后,企业长期绩效的回归系数为-0.807,较列(1)的回归系数有所下降,且在 1%的水平下显著,说明主营业务收入在企业金融化降低制造业企业长期绩效的过程中发挥了部分中介效应,也即企业金融化可产生主营业务收缩效应,进一步降低制造业企业长期绩效。论其原因,在当前经济形势不稳定的大环境下,相对于高投入、高风险的创新业务,企业会倾向于拓展房地产等金融领域业务,从而不利于企业发展主营业务,进一步抑制制造业企业长期绩效上升。

表 8 主营业务收缩效应

Variables	(1)	(2)	(3)
	Tobin	Pri	Tobin
0Finance	-1.473*** (0.188)	-0.267*** (0.075)	-0.807*** (0.222)
控制变量	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
cons	26.600*** (2.026)	2.935*** (0.565)	22.151*** (2.485)
N	9 086	6 490	6 490
Adj_R2	0.660	0.973	0.691

## 五 结论与对策建议

实体经济与金融经济之间的严重失衡,将引发一系列经济问题,并加剧社会矛盾。这已经成为当前经济发展较为严峻的问题:金融经济过快发展,进一步挤压实体经济发展空间,加剧实体企业发展困难。基于此背景,党的二十大报告中再次明确提出实体经济的重要性,强调要坚持把发展经济的着力点放在实体经济上,推进新型工业化,加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。基于此背景,本文以 2008—2019 年 A 股制造业上市公司数据为研究样本,从金融化对制造业企业长期绩效影响角度入手,实证检验企业金融化影响制造业企业长期绩效的作用机制和异质性效果。

理论和实证分析表明,企业金融化水平与制造业企业长期绩效呈负相关关系,且随着企业金融化水平的加深,实体经济被进一步挤压,融资约束程度加强,而主营业务投入成本被不断压缩,制造业企业竞争优势逐渐弱化,长期绩效水平进一步下降。研究还发现:制造业企业长期绩效受企业金融化影响程度因企业产权性质以及企业内部控制控制的不同而表现出差异性;民营企业和内部控制有效性企业受企业金融化程度较深,且均为负向影响,而国营企业和内部控制无效性企业受企业金融化水平不显著。总体来看,中国经济当前发展虽仍以实体经济为主,但随着金融市场的逐渐发展,实体经济过度金融化的风险也将随之增大。

基于此,为均衡金融经济和实体经济之间的发展,保障在推进制造强国战略进程中提升制造业企业长期绩效水平,要做到如下三点。

第一,从宏观角度来看,深化金融供给侧结构性改革,切实增强金融服务实体经济能力。全球

经济动荡和地缘政治的相继爆发,各大经济体系模式均发生改变,逆全球化趋势加强。需进一步推进金融业高水平对外开放,充分锻造金融业服务能力,稳步推动实体经济高质量发展。一方面,政府应深入推进金融经济与实体经济协调发展,大力推动区块链、云计算等新兴数字化技术的广泛应用,不断完善我国金融监管体系、增强金融监管能力,最大限度发挥金融化的正向效应,持续控制并降低过度金融化的负面影响。另一方面,政府应积极引导金融行业突破自身局限性,助推金融行业减少封闭性行为。与此同时,适当放宽准入限制,鼓励各行各业“百花齐放”,改变当前金融行业的垄断现状,不断提高金融对实体经济的服务水平,以保证我国经济长期稳定、健康发展。

第二,从中观角度来看,保持制造业比重的基本稳定状态,厚植中国式现代化的实体经济根基。一是准确把握新一轮科技革命和产业变革的方向,加快发展先进制造业和战略性新兴产业,大力培育产业竞争制高点和经济发展新动能,打造一批具有国际竞争力的先进制造业集群,提高产业链韧性和战略性资源保障能力。二是推进数字经济和实体经济深度融合,以智能制造为主攻

方向,通过数字技术赋能传统产业转型升级,催生新产业、新业态、新模式,推进数字产业化和产业数字化,促进平台经济和共享经济健康发展。三是推进新型工业化,积极发展服务型制造,推动先进制造业与生产性服务业融合发展,围绕制造业产业链积极发展工业研发设计、系统解决方案、信息增值服务等高端生产性服务业,保持制造业比重基本稳定的基础上,持续提升制造业附加值。

第三,从微观角度来看,推动企业适度金融化,保障企业主业稳定发展。一是避免过度依赖企业金融化而忽视实体业务发展,企业应减少不良金融化行为,将金融化水平控制在合理区间,打造适度金融化给企业带来的盈利增长点。二是推动企业主业稳定发展,企业应将发展重心聚焦于主营业务创新,充分利用“制造强国”发展机遇,深化企业内部改革,优化企业发展模式、经营模式与管理模式,进一步提升企业竞争优势。三是企业在享受社会红利的同时,应不断加强自身的社会责任感,主动承担社会义务,同时积极完善公司员工管理体系,提升员工的公司认同感,不断塑造公司良好的社会形象,有效缓解企业外部融资约束,进一步推动企业高质量发展。

## On Impact of Financialization on the Long Term Performance of Enterprises:

### Based on Empirical Evidences of Listed Companies in China's Manufacturing Industry

LIU Jianjiang, WANG Ying & XIONG Zhiqiao

(School of Economics and Management, Changsha University of Science and Technology, Changsha 410076, China)

**Abstract:** Under the background of reversing the trend of “breaking away from entity and entering virtual”, it is of new significance to explore the impact of manufacturing financialization on long-term performance at this stage. Based on the data of listed manufacturing companies in China from 2008 to 2019, this paper empirically tests the impact of financialization of manufacturing enterprises on long-term performance and its mechanism. Results show that the trend of financialization of manufacturing enterprises will reduce their long-term performance, and will show differences due to the different life cycle and internal control of enterprises. Mechanism test shows that the intensification effect of financing constraints and the contraction effect of main business are two paths for the financialization of manufacturing enterprises to lead to the decline of their long-term performance. This study helps to clarify the internal logic that the financialization of manufacturing enterprises affects their long-term performance, and provides empirical evidence for ensuring the reasonable development of moderate financialization of enterprises and further promoting the high-quality development of manufacturing enterprises.

**Key words:** financialization; manufacturing; enterprise performance

(责任校对 朱正余)