

# 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

刘剑,刘媛媛,王莹

(长沙理工大学 经济与管理学院,湖南长沙 410114)

**摘要:**以2012—2022年沪深A股制造业上市公司的财务数据为样本,实证检验制造业企业金融化对企业盈利能力的影响。研究表明:制造业企业金融化对制造业企业利润率有显著抑制作用;机制检验发现货币政策在二者关系中起调节作用,金融化通过挤出实体投资和加剧融资约束来抑制制造业企业利润率增长;大型企业、非国有企业以及持有长期金融资产的企业金融化对制造业企业利润率的抑制作用更显著。因此,应加强对制造业企业金融投资监管力度,强化供给侧结构性改革,将经济发展着力点放在实体企业上,以提升企业盈利能力为目的,促进制造业企业金融活动和生产经营的良性循环。

**关键词:**金融化;制造业企业;盈利能力;供给侧结构性改革;产融结合

[中图分类号]F830 [文献标识码]A [文章编号]1672-934X(2024)03-0087-11

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2024.03.010

### Can Financialization of Manufacturing Improve Firms' Profitability: Evidence from China's A-share Market

Liu Jian, Liu Yuanyuan, Wang Ying

(School of Economics & Management, Changsha University of Science & Technology, Changsha, Hunan 410114, China)

**Abstract:** This paper takes the financial data from A-share manufacturing companies listed in Shanghai and Shenzhen from 2012 to 2022 as the research sample, and applies the two-way fixed effect model to empirically test the impact of financialization of manufacturing companies on their profitability. The results show that the financialization has a significant inhibitory effect on their profit rate; that the mechanism test reveals that monetary policy plays a regulating role between the two, and financialization inhibits the growth of profit rate by crowding out real investment and intensifying financing constraints; and that the financialization of large enterprises, non-state-owned enterprises, and enterprises with long-term financial assets has a more significant dampening effect on profitability. Therefore, the regulatory authorities should strengthen their supervision on financial investment of manufacturing enterprises, intensify the supply-side structural reform, and put the focus of economic development on the entity enterprises, so as to enhance their profitability to promote manufacturing enterprises' virtuous circle of financial activities and production and operation.

**Keywords:** financialization; manufacturing firms; profitability; supply-side structural reform; integration between industry and finance

收稿日期:2024-03-10

基金项目:湖南省金融工程与金融管理研究中心重点项目(18FEFMZ2)

作者简介:刘剑(1972—),男,副教授,主要从事金融理论与政策研究;

刘媛媛(1998—),女,硕士研究生,研究方向为金融理论与政策;

王莹(1995—),女,博士研究生,研究方向为金融经济与数字经济。

## 一、引言

近年来,世界百年未有之大变局加速演进,不确定性因素增多,在外需疲软、国内结构性供需不平衡的双重影响下,以制造业为主体的实体企业盈利能力明显下降。为获得更高收益,企业将大量资金投向利润更高的房地产行业 and 金融行业,经济出现“脱实向虚”趋势<sup>[1]</sup>。国家统计局公布的数据显示,2023年制造业增加值同比增长4.4%,金融业增加值同比增长6.8%,金融业增速明显高于制造业,这种状况的持续将导致制造业生产萎缩和金融业过度繁荣,从而引发系统性风险,不利于我国经济的可持续发展。

制造业企业金融化的重要特征之一是企业的利润收入更依赖金融投资而非主营业务,这表明制造业企业金融化程度加深必然会对其盈利能力。因此,习近平总书记提出,“制造业高质量发展是我国经济高质量发展的重中之重,建设社会主义现代化强国、发展壮大实体经济,都离不开制造业。”党的十九大报告也明确指出,要“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济的能力”。这些重要论述凸显了党和国家对制造业企业金融化的高度重视。制造业企业扩大金融活动本应是“金融服务实体经济”的表现,但其究竟能否通过金融渠道来提升企业盈利能力,是当前亟须解决的一大问题。

目前,关于企业金融化动因的研究主要从以下三个方面展开:一是以资本逐利性为研究基础。叶云龙等认为,金融危机之后我国实体企业投资相对低迷,实体资产与金融资产的高额收益差诱导了企业金融化<sup>[2]</sup>。二是从公司治理角度出发。企业管理者为了迎合金融市场和机构投资者的要求而增加金融投资,减少企业长期生产性投资<sup>[3-4]</sup>。三是从预防性储蓄角度来看。胡奕明等认为,企业配置金融资产是一种平滑风险的行为,持有流动性较高的金融资产

在缓解企业资金需求的同时还可以应对经济不确定带来的冲击<sup>[5]</sup>。

与此同时,许多学者开始讨论实体企业金融化对企业利润率的影响,但目前存在两种相反的观点。第一种观点认为,企业金融化会对利润率产生抑制作用。金融行为的扩张会减少企业创新投入<sup>[6]</sup>,抑制企业技术创新<sup>[7]</sup>,挤出企业长期生产性投资<sup>[8]</sup>,对主营业务的忽视导致其盈利能力下降<sup>[9]</sup>;企业金融化会加剧管理层的短视行为<sup>[10]</sup>,进一步引导企业资金脱离实体经济,不利于企业的长期发展<sup>[11]</sup>;金融化会抬高企业融资成本,挤压实体企业利润<sup>[12]</sup>。第二种观点认为,企业金融化会对利润率产生促进作用<sup>[13]</sup>。金融资产具有流动性强、回收期短等优势,制造业企业在生产经营中面临较高的融资约束,配置金融资产可以缓解其融资困境,发挥“蓄水池效应”<sup>[14]</sup>。盈利水平对企业稳定发展至关重要,充足的现金流可以为企业投资和经营发展提供资金支持。因此,通过出售金融资产增加现金流可以改善企业的经营情况<sup>[15]</sup>。

总体来看,我国制造业企业金融化表现在金融资产持有、金融投资增长和金融收益占比三个方面,现有研究主要从金融资产持有角度来衡量金融化,存在一定的片面性,且忽视了制造业企业盈利能力下滑这一现实因素,难以从根源上解决我国制造业企业“脱实向虚”的问题。此外,中介机制检验多采用传统的“三步法”,可能存在因果推断缺陷,进而影响实证检验结果的科学性。本研究的边际贡献在于:(1)采用层次分析法和熵值法从金融资产持有、金融投资和金融收益占比三个角度出发,全面衡量制造业企业金融化程度;(2)结合我国制造业企业整体利润率下降的背景,考察金融化与利润率之间的关系,为相关部门制定政策提供理论支持;(3)通过四步检验、Sobel检验和Bootstrap检验来验证融资约束和实体投资的中介作用,规避中介效应检验“三步法”的因果推断缺陷<sup>[16]</sup>。

## 二、理论基础与研究假设

### (一)企业金融化对利润率的影响机制

企业金融化对生产经营的影响分为促进发展的“蓄水池效应”和阻碍发展的“替代效应”。一方面,融资约束理论认为,当外部融资成本高于内部融资成本时,企业常面临较高的外部融资约束,金融化有助于缓解企业的融资困境,降低对外部融资的依赖,为企业经营提供有力支撑<sup>[13]</sup>。另一方面,根据投资替代理论,企业通常基于金融投资和实体投资的收益差来决策如何配置资金,该理论强调企业主要出于逐利动机扩大金融活动,并挤占实体投资资金,即发挥“替代效应”<sup>[8]</sup>。同时,由于利益不一致和信息不对称,股东与管理者之间存在严重的委托代理问题。为了缓解这一矛盾,企业往往通过股权激励使管理者薪资与企业绩效挂钩,致使管理者有更强的动力从事金融投资,加剧金融化的“替代效应”。

本文认为,制造业企业金融化对利润率的影响与实体经济发展密切相关。当实体经济发展良好时,制造业企业利润率上升,此时适当参与金融活动可以缓解企业融资约束,促进企业投资和科技创新,充分发挥金融化的“蓄水池效应”;当实体经济萧条时,制造业企业盈利能力下降,企业更关注金融套利机会而忽视主业发展,此时金融化发挥“替代效应”,导致制造业企业“脱实向虚”的问题更加严重。当前,全球经济增长乏力,国内产能过剩,实体企业盈利能力逐渐减弱,在此背景下,制造业企业金融化的“替代效应”占主导。故本文提出假设H1:制造业企业金融化主要发挥“替代效应”,对其利润率产生抑制作用。

### (二)货币政策的调节作用

货币政策往往通过价格渠道和信贷渠道影响企业融资成本和规模,进而影响其投融资行为<sup>[17-18]</sup>。当货币政策宽松时,银行信贷供给和

企业投资需求相契合,企业以较低的融资成本获取更多的资金,此时,企业通过提高资金流动性来支持主业发展,加强“蓄水池效应”<sup>[19]</sup>,但这可能在短期内加剧企业金融化<sup>[20]</sup>,使之增加高风险的金融投资,提高企业利润的不确定性<sup>[21]</sup>。同时,金融市场的过度繁荣会引发投资者对企业当期盈利的过度关注,从而驱使企业管理者通过金融投资来提升企业短期绩效,最终加剧金融化对实体投资的“替代效应”。故本文提出假设H2:货币政策在制造业企业金融化与企业利润率的关系中起调节作用,表现为增强“蓄水池效应”或者加深“替代效应”。

### (三)实体投资和融资约束的中介作用

制造业企业金融化可以通过影响实体投资来影响其利润率。有学者认为,企业金融化可以发挥“蓄水池效应”增加实体投资,推动企业经营发展<sup>[22]</sup>。但更多研究表明,企业扩大金融投资会挤出实体投资,抑制企业主业发展。顾海峰等研究发现,金融投资与实体投资存在替代关系<sup>[23]</sup>。过分追求金融投资将导致企业缺乏足够的资金来更新设备和研发新技术,进而直接影响实体企业的核心竞争力<sup>[24]</sup>。通常,如果实体企业有充足的资金投资实体,那么表明其财务状况良好,企业盈利能力也较强。故本文提出假设H3:实体投资水平在制造业企业金融化与利润率之间起中介作用。

企业生产经营活动离不开流动资金的支持,金融化可以通过影响企业融资约束来影响其经营发展。一方面,制造业企业通常面临较高的融资约束,金融化为制造业企业发展实体提供了新的融资方式和资金支持,进一步促进了制造业企业的经营发展<sup>[25]</sup>。另一方面,当实体企业利润率下滑时,制造业企业管理层可能为了提高短期经营绩效而增加金融投资,更多配置金融资产而挤出企业生产性投资,使得银行对企业经营能力存疑,从而不予发放贷款,加剧企业融资约束问题,间接影响企业的盈利能

力<sup>[26]</sup>。故本文提出假设H4:融资约束在制造业企业金融化与利润率之间的关系中起中介作用。

### 三、研究设计与统计检验

#### (一)模型构建

##### 1. 基准回归模型

为检验制造业企业金融化对利润率的影响,本文构建如下模型:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times finance_{it-1} + \beta_2 \times x_{it-1} + \lambda_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (1)$$

其中,下标*i*代表企业,*t*代表年份;*finance*为企业金融化,*R*为企业利润率,*x<sub>it-1</sub>*表示控制变量; $\lambda_i$ 和 $\gamma_t$ 分别代表个体和时间固定效应; $u_{it}$ 为残差。

##### 2. 调节效应模型

为检验货币政策的调节效应,本文引入金融化和货币政策的交乘项,如模型(2)所示。由于*MP*变量属于宏观时间序列变量,同时固定时间效应可能会产生完全共线问题。因此,本文借鉴邓永亮等<sup>[27]</sup>的研究,对模型(2)采用个体固定效应模型进行估计。

$$R_{it}(r_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \times finance_{it} + \beta_2 \times finance_{it} \times MP_{it} + \beta_3 \times x_{it} + \lambda_i + u_{it} \quad (2)$$

##### 3. 中介效应模型

基于上述分析,为检验实体投资和融资约束的中介效应,本文设定如下模型:

$$capitalinv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times finance_{it-1} + \alpha_2 \times x_{it-1} + \lambda_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (3)$$

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 \times capitalinv_{it} + \theta_2 \times x_{it-1} + \lambda_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (4)$$

$$R_{it} = \omega_0 + \omega_1 \times capitalinv_{it} + \omega_2 \times finance_{it-1} + \omega_3 \times x_{it-1} + \lambda_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (5)$$

$$FC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \times finance_{it-1} + \alpha_2 \times x_{it-1} + \lambda_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (6)$$

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 \times FC_{it} + \theta_2 \times x_{it-1} + \lambda_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (7)$$

$$R_{it} = \omega_0 + \omega_1 \times FC_{it} + \omega_2 \times finance_{it-1} + \omega_3 \times x_{it-1} + \lambda_i + \gamma_t + \mu_{it} \quad (8)$$

其中,模型(1)、(3)、(4)、(5)用于检验实体投资水平的中介作用,而模型(1)、(6)、(7)、(8)用于检验融资约束的中介作用。下标*i*、*t*分别表示企业和年份, $\alpha_0$ 、 $\theta_0$ 、 $\omega_0$ 均为常数项, $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\theta_1$ 、 $\theta_2$ 、 $\omega_1$ 、 $\omega_2$ 和 $\omega_3$ 为待估计系数,*capitalinv*为实体投资水平,*FC*为企业融资约束,*x<sub>it-1</sub>*表示控制变量; $\lambda_i$ 和 $\gamma_t$ 分别代表个体和时间固定效应, $\mu_{it}$ 为残差。鉴于常用的“三步法”存在因果推断缺陷,故本文在原三段式中介机制检验中增加中介变量对解释变量的回归,并结合Sobel检验和Bootstrap检验结果进行进一步判断。

#### (二)变量选取

##### 1. 解释变量

本文借鉴刘井建等<sup>[28]</sup>的做法,首先采用层次分析法从金融资产持有、金融资产投资和金融收益占比三个维度构建金融化程度的测度指标体系(如表1所示),再运用熵值法对不同维度指标进行赋权,最后加权求和得出衡量金融

表1 金融化程度的测度指标体系

| 指标     | 代码              | 测度方法                   |
|--------|-----------------|------------------------|
| 金融资产持有 | <i>finhold1</i> | 金融资产/总资产               |
|        | <i>finhold2</i> | 金融资产/非金融资产             |
| 金融资产投资 | <i>finvest1</i> | 年末金融资产-年初金融资产 /年末总资产   |
|        | <i>finvest2</i> | 广义金融投资发生的现金流出/投资活动现金流出 |
| 金融收益占比 | <i>finreve1</i> | (金融收益-EBIT)/ EBIT      |
|        | <i>finreve2</i> | (金融收益-非金融收益)/ 非金融收益    |

注:①金融资产=交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+投资性房地产+长期股权投资;②广义金融投资发生的现金流出=金融投资支付现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额;③金融收益=投资净收益+公允价值变动净收益;非金融收益=EBIT-金融收益。

化程度的综合指标。

## 2. 被解释变量

总体利润率和经营利润率在衡量企业盈利能力时各有侧重,通过同时分析这两个指标,可以更全面地了解企业的盈利水平和经营状况。本文参照张建刚等<sup>[9]</sup>的做法,企业总体利润率=利润总额/总资产;经营利润率=(营业利润-投资收益)/非金融资产。

## 3. 调节变量

本文参考杜勇等<sup>[19]</sup>的做法,设置MP1和MP2两个指标来衡量货币政策宽松程度,MP1、MP2越大,表明货币政策越宽松。

## 4. 中介变量

本文采用KZ指数来度量企业融资约束水平,KZ指数值越大,表明融资约束水平越高。同时,本文参考顾海峰等的研究<sup>[23]</sup>,以企业当年的投资水平来表示实体投资水平。

## 5. 控制变量

控制变量主要包括公司特征、公司治理及公司经营活动三个方面。借鉴杜勇等<sup>[19]</sup>的做法,采用资产规模和所有权性质表示企业特征变量;公司治理变量包括股权集中度、机构投资者持股、董事会规模和独立董事占比;公司经营活动变量包括固定资产份额和资产负债率。具体变量定义如表2所示。

### (三)数据来源及描述性统计

本文选取2012—2022年沪深A股制造业上市企业为研究对象,并按以下原则筛选:(1)剔除ST和\*ST类企业;(2)剔除关键指标缺失严重的企业;(3)剔除2012年以后成立的企业。为确保数据的连续性,最终筛选的观测样本数量合计为8348个。本文研究数据主要源自国泰安数据库(CSMAR)、万得数据库(Wind)和样本公司各年年报。此外,所有连续变量均进行1%和99%分位的缩尾处理。

表2 各变量名称及定义方式

|       | 变量名称               | 变量含义                   | 度量方法  |
|-------|--------------------|------------------------|---|
| 解释变量  | <i>finance</i>     | 公司金融化                  | 建立指标体系,根据各项指标观测值的信息熵确定指标权重,加权求和而得出综合值   |
| 被解释变量 | <i>R</i>           | 总体利润率                  | 利润总额/总资产  |
|       | <i>r</i>           | 经营利润率                  | (营业利润-投资收益)/非金融资产   |
| 调节变量  | <i>MP</i>          | 货币政策指标MP1<br>货币政策指标MP2 | 以M2的增长率来衡量<br>M2增长率-GDP增长率-CPI增长率   |
|       | <i>FC</i>          | 融资约束                   | 采用KZ指数进行衡量  |
| 中介变量  | <i>Capitalinv</i>  | 实体投资水平                 | 购建固定资产、无形资产及其他长期资产的支出+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-(处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位支付的现金净额)/总资产 |
|       | <i>Asset</i>       | 资产规模                   | 总资产规模对数   |
|       | <i>Attribute</i>   | 所有权性质                  | 国有企业取1,非国有企业取0  |
|       | <i>Share</i>       | 股权集中度                  | 前十大股东股权比例   |
| 控制变量  | <i>Institution</i> | 机构投资者持股                | 机构投资者持股比例   |
|       | <i>Board</i>       | 董事会规模                  | 董事会人数的自然对数  |
|       | <i>Lndep</i>       | 独立董事占比                 | 独立董事人数/董事会人数  |
|       | <i>Invest</i>      | 固定资产份额                 | 固定资产净额/总资产  |
|       | <i>Lev</i>         | 资产负债率                  | 资产负债率=总负债/总资产   |

表3 描述性统计结果

| <i>variable</i>    | 样本量   | 均值     | 标准差    | 最小值     | 最大值     | 25%<br>分位数 | 中位数    | 75%<br>分位数 |
|--------------------|-------|--------|--------|---------|---------|------------|--------|------------|
| <i>R</i>           | 8 348 | 0.048  | 0.059  | -0.155  | 0.223   | 0.016      | 0.044  | 0.079      |
| <i>r</i>           | 8 348 | 0.044  | 0.066  | -0.185  | 0.239   | 0.011      | 0.040  | 0.077      |
| <i>finance</i>     | 8 348 | 0.092  | 0.093  | 0.002   | 0.835   | 0.029      | 0.060  | 0.117      |
| <i>Asset</i>       | 8 348 | 22.51  | 1.235  | 20.280  | 26.050  | 21.640     | 22.350 | 23.200     |
| <i>Attribute</i>   | 8 348 | 0.336  | 0.472  | 0.000   | 1.000   | 0.000      | 0.000  | 1.000      |
| <i>Share</i>       | 8 348 | 56.290 | 15.230 | 8.780   | 101.200 | 45.08      | 56.010 | 67.570     |
| <i>Institution</i> | 8 348 | 44.080 | 24.570 | 0.000   | 152.100 | 24.653     | 45.350 | 63.390     |
| <i>Board</i>       | 8 348 | 8.586  | 1.615  | 1.000   | 18.000  | 7.000      | 9.000  | 9.000      |
| <i>Indep</i>       | 8 348 | 37.370 | 5.780  | -14.320 | 100.000 | 33.330     | 33.330 | 42.860     |
| <i>Invest</i>      | 8 348 | 0.216  | 0.127  | 0.003   | 0.782   | 0.120      | 0.190  | 0.287      |
| <i>Lev</i>         | 8 348 | 0.411  | 0.185  | -0.335  | 0.990   | 0.265      | 0.410  | 0.551      |

由表3中的描述性统计结果可知,我国制造业上市企业利润率(*R*)的中位数和平均值分别为0.044和0.048,最大值为0.223,最小值为-0.155,表明不同制造业企业间利润差距较大。而制造业企业经营利润率(*r*)中位值和平均值分别为0.040和0.044,低于总体利润率,经营利润率最大值为0.239,最小值为-0.185,表明不同制造业企业间主业经营能力存在着很大差异。企业金融化程度(*finance*)均值为0.092,最大值为0.835,最小值为0.002,表明制造业企业金融化程度存在显著差异,部分制造业企业非常依赖金融化。

#### 四、实证结果分析

##### (一)基准回归

本文采用stata的xtoverid命令进行检验,其*P*值为0.000,主要选用双向固定效应模型进行回归,其中列(1)、列(3)分别加入控制变量、个体效应和时间效应,列(2)、列(4)仅加入控制变量用以对照。从表4基准回归结果来看,当被解释变量无论为总体利润率(*R*)还是经营利润率(*r*)时,金融化(*finance*)对利润率的抑制作用均在1%的水平上负向显著,且在取消个体效应和时间效应控制时,结果依然保持不变。

上述结论表明,在当前实体经济萧条的情况下,制造业企业金融化主要发挥“替代效应”,表现为抑制利润率的增长,假设H1成立。

表4 金融化对利润率的基准回归结果

|                | <i>R</i>               |                        | <i>r</i>               |                        |
|----------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                | (1)                    | (2)                    | (3)                    | (4)                    |
| <i>finance</i> | -0.043 6***<br>(-3.61) | -0.066 0***<br>(-5.87) | -0.062 7***<br>(-4.62) | -0.121 4***<br>(-7.13) |
| 控制变量           | Yes                    | Yes                    | Yes                    | Yes                    |
| 个体效应           | Yes                    | NO                     | Yes                    | NO                     |
| 时间效应           | Yes                    | NO                     | Yes                    | NO                     |
| <i>N</i>       | 6 687                  | 6 687                  | 6 682                  | 6 683                  |
| <i>F</i>       | 18.671 3               | 46.645 7               | 22.178 0               | 49.530 5               |
| <i>r2_a</i>    | 0.483 9                | 0.164 6                | 0.518 3                | 0.176 8                |

注:\*,\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著;括号内为标准误。下同。

##### (二)稳健性检验

###### 1. 替换解释变量

本文借鉴杜勇等<sup>[19]</sup>、张成思等<sup>[29]</sup>的做法,将金融资产占比(*fin1*)和金融渠道获利占比(*fin2*)作为企业金融化的两个替代指标,进行稳健性检验。其中, $fin1 = (\text{货币资金} + \text{持有至到期投资} + \text{交易性金融资产} + \text{投资性房地产} + \text{可供出售金融资产} + \text{应收股利} + \text{应收利息}) / \text{企}$

业总资产; $fin2=(投资净收益+公允价值变动净收益+汇兑净收益+其他综合收益-对联营和合营企业的投资净收益+利息收入-利息支出)/营业利润$ 。检验结果如表5所示,该结果与原基准回归结果一致,稳健性检验通过。

表5 替换核心解释变量的稳健性检验结果

|         | (1)                   | (2)                   | (3)                  | (4)                   |
|---------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
|         | R                     | r                     | R                    | r                     |
| $fin1$  | -0.0019***<br>(-3.61) | -0.0025***<br>(-4.55) |                      |                       |
| $fin2$  |                       |                       | -0.0306**<br>(-2.24) | -0.0494***<br>(-3.13) |
| 控制变量    | Yes                   | Yes                   | Yes                  | Yes                   |
| 个体效应    | Yes                   | Yes                   | Yes                  | Yes                   |
| 时间效应    | Yes                   | Yes                   | Yes                  | Yes                   |
| N       | 6 687                 | 6 682                 | 6 687                | 6 682                 |
| F       | 17.539 5              | 21.384 0              | 16.445 3             | 19.409 4              |
| $r2\_a$ | 0.483 0               | 0.516 5               | 0.482 3              | 0.516 2               |

2. 替换回归模型

考虑到制造业企业利润率水平可能存在高度自相关,同时为了缓解可能存在的其他内生

性问题,本文引入因变量的滞后一期<sup>[28]</sup>,采用系统GMM进行稳健性检验,检验结果如表6所示, $L.R(r)$ 对前一期的 $R(r)$ 均有促进作用,再次验证了原结论。

表6 替换回归模型的稳健性检验结果

|           | R                     | r                     |
|-----------|-----------------------|-----------------------|
| $finance$ | -0.2281***<br>(-5.85) | -0.2384***<br>(-4.38) |
| $L.R(r)$  | 0.2632***<br>(6.91)   | 0.2938***<br>(5.91)   |
| 控制变量      | Yes                   | Yes                   |
| 个体效应      | Yes                   | Yes                   |
| 时间效应      | NO                    | NO                    |
| N         | 6 924                 | 6 924                 |
| AR(1)     | 0.000                 | 0.000                 |
| AR(2)     | 0.695                 | 0.319                 |
| Hansen    | 0.496                 | 0.366                 |

(三)货币政策的调节效应

为考察货币政策在制造业企业金融化和利润率关系中的调节作用,本文对模型(2)进行了检验。表7的回归结果显示,无论被解释变量

表7 货币政策的调节效应检验结果

|                  | MP1                   |                       | MP2                  |                       |
|------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
|                  | R                     | r                     | R                    | r                     |
| $finance$        | -0.0245**<br>(-2.12)  | -0.0272**<br>(-2.18)  | -0.0263**<br>(-2.21) | -0.0347***<br>(-2.60) |
| $fin \times MP1$ | -0.0043***<br>(-3.74) | -0.0089***<br>(-7.41) |                      |                       |
| MP1              | -0.0020***<br>(-4.55) | -0.0024***<br>(-5.28) |                      |                       |
| $fin \times MP2$ |                       |                       | -0.0071**<br>(-2.19) | -0.0165***<br>(-5.04) |
| MP2              |                       |                       | -0.0008**<br>(-2.25) | -0.0001<br>(-0.30)    |
| 控制变量             | Yes                   | Yes                   | Yes                  | Yes                   |
| 个体效应             | Yes                   | Yes                   | Yes                  | Yes                   |
| 时间效应             | NO                    | NO                    | NO                   | NO                    |
| N                | 6 687                 | 6 682                 | 6 687                | 6 682                 |
| F                | 16.943 4              | 22.257 5              | 17.144 8             | 19.012 6              |
| $r2\_a$          | 0.481 8               | 0.521 3               | 0.478 7              | 0.512 9               |

是总体利润率( $R$ )还是经营利润率( $r$ ),  $fin \times MP1$ 和  $fin \times MP2$ 的回归系数均为负,且分别在1%和5%的水平上显著。上述结果表明,宽松的货币政策在制造业企业金融化与利润率的关系中起到负向调节作用,加深了制造业企业金融化发挥的“替代效应”,强化了对企业利润率的抑制作用,假设H2成立。

#### (四)中介效应检验

##### 1. 实体投资的中介效应

从表8列(1)中可以看出,当被解释变量为总体利润率时,金融化对实体投资水平的影响系数为-0.0329,表明制造业企业金融

化会显著挤出实体投资,不利于制造业企业主业发展。在表8列(2)、列(3)的回归结果中,实体投资的回归系数均在1%的水平上显著为正,表明实体投资水平上升会提升制造业企业的利润率。进一步地,Sobel检验和Bootstrap(1000次)抽样检验的结果表明,实体投资在制造业企业金融化与利润率的关系中起中介作用,具体传导机制为制造业企业金融化通过降低实体投资水平对企业利润率产生抑制作用。当被解释变量为经营利润率时,其检验结果与上述分析基本一致,即假设H3成立。

表8 实体投资的中介效应检验结果

|                          | (1)                   | (2)                 | (3)                   | (4)                   | (5)                 | (6)                   |
|--------------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|
|                          | <i>Capitalinv</i>     | <i>R</i>            | <i>R</i>              | <i>Capitalinv</i>     | <i>r</i>            | <i>r</i>              |
| <i>finance</i>           | -0.0329***<br>(-3.78) |                     | -0.0419***<br>(-3.45) | -0.0329***<br>(-3.78) |                     | -0.0598***<br>(-4.37) |
| <i>capitalinv</i>        |                       | 0.0553***<br>(2.77) | 0.0507**<br>(2.54)    |                       | 0.0958***<br>(4.70) | 0.0894***<br>(4.38)   |
| 控制变量                     | Yes                   | Yes                 | Yes                   | Yes                   | Yes                 | Yes                   |
| 个体效应                     | Yes                   | Yes                 | Yes                   | Yes                   | Yes                 | Yes                   |
| 时间效应                     | Yes                   | Yes                 | Yes                   | Yes                   | Yes                 | Yes                   |
| Sobel-z                  |                       | -2.733***           |                       |                       | -3.483***           |                       |
| Bootstrap(1000次)<br>置信区间 |                       | [-0.0032, -0.0003]  |                       |                       | [-0.0049, -0.0011]  |                       |
| <i>N</i>                 | 6687                  | 6687                | 6687                  | 6559                  | 6559                | 6559                  |
| <i>F</i>                 | 19.6480               | 16.6764             | 17.5876               | 47.4062               | 69.2302             | 63.7474               |
| <i>R</i> <sup>2</sup>    | 0.3947                | 0.4828              | 0.4848                | 0.6019                | 0.5745              | 0.5756                |

##### 2. 融资约束的中介效应

从表9列(1)中的检验结果来看,当被解释变量为总体利润率时,金融化对融资约束水平的影响系数为1.0831,结果在1%的水平上显著为正,表明制造业企业金融化是管理层的短视行为,加剧了制造业企业融资约束。而从表9列(2)、列(3)的结果可以看出,企业面临的融资约束越低,对其利润率的促进作用越明显。同时,Sobel检验和Bootstrap(1000次)抽样检验

结果表明,融资约束在二者关系中发挥中介效应,具体传导机制为制造业企业金融化通过加剧融资约束来抑制企业利润率增长。当被解释变量为经营利润率时,其检验结果基本无改变,即假设H4成立。

#### (五)异质性检验

##### 1. 所有权性质异质性

从表10的回归结果来看,列(1)、列(3)显示国有制造业企业金融化对利润率的影响并不

显著,表明国有制造业企业扩大金融活动对其盈利能力产生的影响并不明显。表10列(2)、列(4)显示非国有制造业企业金融化对两种利润率的负效应在1%的水平上显著,即非国有制造业企业扩大金融活动不但不能缓解其面临的融资约束,反而对其利润率产生显著抑制作

用。可能的原因在于国有制造业企业通常承担着国家支柱产业的责任,因此更加注重主营业务,在投资金融领域时更为谨慎,而非国有制造业企业则面临着融资困境和信息不对称等问题,更倾向于金融投机行为,增加了金融化带来的风险。

表9 融资约束的中介效应检验结果

|                           | (1)                  | (2)                     | (3)                     | (4)                  | (5)                     | (6)                     |
|---------------------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|
|                           | <i>FC</i>            | <i>R</i>                | <i>R</i>                | <i>FC</i>            | <i>r</i>                | <i>r</i>                |
| <i>finance</i>            | 1.083 1***<br>(3.25) |                         | -0.031 6***<br>(-2.90)  | 1.083 1***<br>(3.25) |                         | -0.049 9***<br>(-4.16)  |
| <i>FC</i>                 |                      | -0.013 2***<br>(-20.20) | -0.013 2***<br>(-20.17) |                      | -0.014 0***<br>(-19.32) | -0.013 9***<br>(-19.30) |
| 控制变量                      | Yes                  | Yes                     | Yes                     | Yes                  | Yes                     | Yes                     |
| 个体效应                      | Yes                  | Yes                     | Yes                     | Yes                  | Yes                     | Yes                     |
| 时间效应                      | Yes                  | Yes                     | Yes                     | Yes                  | Yes                     | Yes                     |
| Sobel- <i>z</i>           |                      | -3.875***               |                         |                      | -3.865***               |                         |
| Bootstrap(1 000次)<br>置信区间 |                      | [-0.022 9, -0.006 2]    |                         |                      | [-0.024 2, -0.006 5]    |                         |
| <i>N</i>                  | 6 687                | 6 687                   | 6 687                   | 6 559                | 6 559                   | 6 559                   |
| <i>F</i>                  | 19.648 0             | 16.676 4                | 17.587 6                | 47.406 2             | 69.230 2                | 63.747 4                |
| <i>R</i> <sup>2</sup>     | 0.394 7              | 0.482 8                 | 0.484 8                 | 0.601 9              | 0.574 5                 | 0.575 6                 |

表10 所有权性质异质性检验结果

|                         | <i>R</i>            |                        | <i>r</i>            |                        |
|-------------------------|---------------------|------------------------|---------------------|------------------------|
|                         | (1)                 | (2)                    | (3)                 | (4)                    |
|                         | 国有企业                | 非国有企业                  | 国有企业                | 非国有企业                  |
| <i>finance</i>          | -0.018 4<br>(-0.87) | -0.052 8***<br>(-3.53) | -0.032 1<br>(-1.55) | -0.067 7***<br>(-3.75) |
| 控制变量                    | Yes                 | Yes                    | Yes                 | Yes                    |
| 个体效应                    | Yes                 | Yes                    | Yes                 | Yes                    |
| 时间效应                    | Yes                 | Yes                    | Yes                 | Yes                    |
| <i>N</i>                | 2 330               | 4 336                  | 2 330               | 4 331                  |
| <i>F</i>                | 7.041 3             | 11.289 6               | 6.646 5             | 12.296 8               |
| <i>r</i> <sub>2_a</sub> | 0.566 7             | 0.456 0                | 0.609 5             | 0.478 9                |

## 2. 企业资产规模异质性

本文以制造业企业资产规模中位数为分界线将其划分为高、低两组,分别进行回归检验。检验结果如表11所示,列(1)、列(3)显示低资

产规模组制造业企业金融化对其利润率的影响并不显著,而列(2)、列(4)显示高资产规模组制造业企业金融化对两种利润率的抑制作用分别在5%和1%的水平上显著,表明相较于规模较小的制造业企业,高资产规模组制造业企业金融化更易发挥“替代效应”,进而抑制其利润率增长。可能的原因在于资产规模大的制造业企业往往综合实力更强,融资渠道更多,部分大型制造业企业凭借其融资优势从事影子银行的业务,因此,规模大的制造业企业更有可能基于套利动机扩大金融投资,忽视主营业务。

## 3. 金融资产期限异质性

如表12所示,列(1)、列(3)显示制造业企业持有长期金融资产对两种利润率具有抑制作

用,并分别在5%和1%的水平上显著为负,而列(2)、列(4)显示制造业企业短期金融化对利润率的影响并不显著。可能的原因在于我国制造业企业主要是出于投资替代动机持有金融资产,大量资金被投向难以变现的长期资产容易导致制造业企业发生流动性风险,不利于制造业企业的利润增长。

表11 资产规模异质性检验结果

|                | R                   |                       | r                   |                        |
|----------------|---------------------|-----------------------|---------------------|------------------------|
|                | (1)                 | (2)                   | (3)                 | (4)                    |
|                | 低                   | 高                     | 低                   | 高                      |
| <i>finance</i> | -0.029 7<br>(-1.56) | -0.041 2**<br>(-2.49) | -0.034 3<br>(-1.58) | -0.062 7***<br>(-3.60) |
| 控制变量           | Yes                 | Yes                   | Yes                 | Yes                    |
| 个体效应           | Yes                 | Yes                   | Yes                 | Yes                    |
| 时间效应           | Yes                 | Yes                   | Yes                 | Yes                    |
| N              | 3 021               | 3 565                 | 2 860               | 3 565                  |
| F              | 6.471 7             | 11.166 1              | 9.902 6             | 13.773 1               |
| <i>r2_a</i>    | 0.490 8             | 0.539 4               | 0.524 6             | 0.584 0                |

表12 金融资产期限异质性检验结果

|                | R                     |                     | r                      |                   |
|----------------|-----------------------|---------------------|------------------------|-------------------|
|                | (1)                   | (2)                 | (3)                    | (4)               |
|                | Sfin                  | Lfin                | Sfin                   | Lfin              |
|                | 长期金融化                 | 短期金融化               | 长期金融化                  | 短期金融化             |
| <i>finance</i> | -0.036 1**<br>(-2.07) | -0.026 4<br>(-0.92) | -0.086 5***<br>(-4.60) | 0.016 7<br>(0.51) |
| 控制变量           | Yes                   | Yes                 | Yes                    | Yes               |
| 个体效应           | Yes                   | Yes                 | Yes                    | Yes               |
| 时间效应           | Yes                   | Yes                 | Yes                    | Yes               |
| N              | 6 687                 | 6 687               | 6 682                  | 6 682             |
| F              | 16.153 8              | 15.880 6            | 20.507 5               | 18.226 1          |
| <i>r2_a</i>    | 0.482 1               | 0.481 6             | 0.517 7                | 0.514 3           |

注:金融资产分为长期金融资产和短期金融资产,分别以其在总资产中的占比作为长期金融化和短期金融化指标。其中,短期金融资产包括交易性金融资产、买入返售金融资产和衍生金融资产;长期金融资产包括投资性房地产、长期股权投资、持有至到期投资和可供出售金融资产。

## 五、结论与政策建议

本文基于2012—2022年我国沪深A股制

制造业上市公司的8 348份财务数据,实证检验了金融化对企业盈利能力的影响。实证结论为:(1)我国制造业企业金融化程度加深会显著抑制企业利润率增长;(2)作用机制检验货币政策在制造业企业金融化与企业利润二者关系中起调节作用,宽松的货币政策会增强制造业企业的投机心理,从而加深“替代效应”,进一步抑制制造业企业利润率,同时制造业企业金融化通过降低企业实体投资水平和加剧融资约束困境来影响企业利润率增长;(3)制造业企业金融化对利润率的抑制作用在大型企业、非国有企业及持有长期金融资产的企业中更加显著。

基于上述研究结果,本文提出以下政策建议:第一,强化供给侧结构性改革,注重提升制造业企业的核心竞争力。政府需引导制造业企业灵活应对市场需求变化,提高供给体系对市场需求变化的敏感度和灵活性。第二,加强金融监管,防止金融投资过热。运用新兴科技强化金融监管,识别实体企业的金融投机行为,引导资金投向实体经济,并提供有效的金融服务。第三,制定针对性的财政和货币政策,营造良好市场环境,增强实体企业信心,形成政府有为和市场有效的良性循环。同时,警惕宽松货币政策所导致的企业信贷资金“脱实向虚”问题。

## [参考文献]

- [1] 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(12):13-28.
- [2] 叶云龙,陈松,曹瑜强,等.成本冲击、利润率差距与实体经济金融化:基于最低工资标准的外生冲击[J].会计研究,2022(10):115-128.
- [3] 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?[J].金融研究,2020(9):1-19.
- [4] 常利民.企业金融化利润追逐动机影响业绩预告质量实证研究[J].中央财经大学学报,2023(6):104-120.
- [5] 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.
- [6] 杨亭亭,刘孝敏,汪亚楠.实体经济金融化、高管背景与企业创新投资[J].宏观经济研究,2024(1):33-47.
- [7] 段军山,庄旭东.金融投资行为与企业技术创新:动机分析与经验证据[J].中国工业经济,2021(1):155-173.
- [8] 翟光宇,姜美君,段秋爽.实体经济金融化与实物资本投资:基于2009-2018年制造业上市公司的实证分析[J].经济学动态,2021(1):85-104.
- [9] 张建刚,于晓晴,康宏.得食应反哺?制造业企业金融化对现金股利政策的影响研究[J].山东科技大学学报(社会科学版),2023(2):61-74.
- [10] 俞鸿琳.实体经济金融化:管理者短视角度的新解释[J].经济管理,2022(3):55-71.
- [11] 喻彪,杨刚.管理者短视与企业金融化[J].金融与经济,2022(10):37-48.
- [12] 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(7):39-49.
- [13] 黄哲豪,杨存奕,李正辉.企业金融化:最优配置,动机判别与适度区域[J].系统工程理论与实践,2023(6):1545-1567.
- [14] 刘梦凯,谢香兵.企业金融化、融资约束与可持续增长[J].南方金融,2021(11):38-50.
- [15] 罗云峰,柳永明.企业金融资产配置与融资约束的缓解机制:基于流动性管理的分析[J].金融发展研究,2021(3):3-13.
- [16] 曾国安,苏诗琴,彭爽.企业杠杆行为与技术创新[J].中国工业经济,2023(8):155-173.
- [17] Bernanke B S, Blinder A S. The federal funds rate and the channels of monetary transmission[J]. American Economic Review, 1992, 84(04): 901-921.
- [18] Bernanke B S, Gertler M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission[J]. Journal of Economic Perspectives, 1995, 09(04): 27-48.
- [19] 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.
- [20] 姜春艳,李杰,郑尊信.货币政策与企业金融化的动态机制及其宏观效应[J].宏观经济研究,2023(8):4-21, 77.
- [21] 徐国祥,郝晋豪.非金融企业金融化、货币政策与经营风险[J].国际金融研究,2023(5):85-96.
- [22] 邢天才,李雪,索碧晨.非金融企业金融化如何影响企业主业发展[J].财经问题研究,2023(12):75-90.
- [23] 顾海峰,张欢欢.企业金融化如何影响实体投资效率?:基于中国A股上市公司的证据[J].管理学报,2022(1):86-101.
- [24] 祝伟展,王雪标.技术市场发展、实体经济金融化与创新质量[J].科技进步与对策,2023(2):80-89.
- [25] 胡海青,武永霞,王先柱.企业金融化与创新投资:基于供应链视角[J/OL].科技进步与对策:1-12[2024-04-11].
- [26] 顾海峰,张欢欢.企业金融化、融资约束与企业创新:货币政策的调节作用[J].当代经济科学,2020(5):74-89.
- [27] 邓永亮,张华.影子银行发展与企业创新投入:来自中国制造业上市公司的经验研究[J].经济与管理研究,2022(8):108-128.
- [28] 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(1):37-50.
- [29] 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.