

华南地区制造业上市公司金融化对企业经营绩效研究

张宇倩 赵鹏飞 岳晴赞

广西财经学院, 中国·广西壮族自治区 南宁 530000

【摘要】本文以华南地区526家制造业上市公司为例,通过研究其金融化程度对企业经营绩效影响,发现金融化在一定程度上会对企业产生积极正向的影响,并依此提出相关建议。

【关键词】金融化;金融资产;经营绩效

1 引言

在粗放式生产模式下,传统实体企业发展早已不适合当今社会的发展趋势,发展速度逐渐减弱,而我国金融、房地产行业却发展迅猛,在这种情况下,政府对于实体企业投资金融行业持较为支持的态度,自2000年以来,我国政府监管部门逐步开放了限制条件,准许上市企业进行金融投资。随着企业会计准则体系的颁布和实施,以及后续不断地修正和完善,大量资金不断涌入,进一步推动了企业经营机制的转换与证券市场的发展,我国非金融上市企业金融资产规模呈现出大幅增长。

金融行业的快速发展,企业资本的趋利性质将导致资金流向金融行业,但容易忽略其中的风险。企业实施金融化模式,虽然可以提高企业资金流动性,实现资本的保值增值,并在一定程度上预防未来用于主业投资时资金出现短缺的情况,但同时企业将资源过多地用于金融以及房地产投资,也对企业实体经济产生挤兑效用,导致企业的发展资金出现脱实向虚的现象。

在我国资本市场发展迅猛但不够成熟、上市公司数量急剧增多、市场扩容太快的情况下,企业投资方式也越来越多样化,公司是否进行金融化决策、以及金融化程度为多大,对其本身均具有极其重要的影响。而我国越来越多的实体企业急于在社会的发展浪潮中寻求突破口,转型、投资等决策若是过于盲目跟风将导致企业发展受限。

于非金融上市公司而言,资金的合理运用能决定公司的未来发展。在公司进行金融化决策时,会对公司发展产生正向影响还是负面影响?制造业企业一直是最具代表性的实体经济产业,因此本文将对华南地区制造业上市公司公布的各项金融资产数据进行研究,分析2016-2020年这五年期间华南地区制造业上市公司金融化的变化趋势,并探究金融化程度对经营绩效的影响。

2 文献综述

对金融化的定义研究最早可追溯到二十世纪初,由国外学者发起,且国外学者对金融化的定义较为宽泛,主要都是从宏观方面进行概括。二十世纪初,国内外学者认为金融化反应了资产阶级享有越来越大的政治和经济力量,到了二十世纪七十年代,才普遍赞同把金融行业的发展与金融行业利润占全部行业利润总额比重的增加、金融交易的增长和新的金融工具的创造作为金融化的化据。

到了二十一世纪初,部分学者对于微观层面的金融化(即公司的金融化)研究不断加深,从财务方面研究公司金融化对公司的影响。从微观层面的角度,Krippner(2005)等学者认为,非金融公司的金融化是指非金融公司越来越倾向于参与金融活动,将资金投入金融产业而不是商品的生产与贸易,获得的金融收益在利润总额中比重不断上升的现象。Dore(2002)认为,金融化是金融资产在总资产中比重上升、各种资本运作(包括财务转移、风险管理、公司重组、资产证券化、衍生

交易和其他形式的金融化包装)稳步取代实体生产(制造、产业和运输活动)的一种现象。蔡明荣(2014)、王宇伟(2016)将其定义为金融投资活动的不断增加,金融资本运作愈加频繁。

对于非金融上市公司金融化的原因,国外学者最早以美国非金融公司为对象对公司金融化现象进行了研究,并认为资本主义减缓发展速度的重要特征之一就是企业金融化。企业由于急于提产能使得传统实体业务收益下降,但与此同时仍然要保证企业整体的业绩,进而将其更多的资金投向了高收益金融市场,这样不断推进金融化发展。Tobin(1965)认为如果金融资产回报高于实业资产时,更多的资金将被投资于金融资产,造成实业资产投资的减少。Krippner(2005)研究发现日益增长的人力成本以及来自国外同行业企业的竞争压力,导致非金融公司经营利润不断下降,并进一步导致非金融公司将投资从实业领域转向金融领域。

Lazonick和o'sullivan(2002)认为,受股东价值理念的影响,美国非金融上市公司管理层越来越重视股东利益,更加关注通过分配公司收入提高股票价格;同时,股票期权激励也会导致管理层利益与股东利益在一定程度上趋于一致。管理层薪酬与股票期权挂钩导致了美国非金融公司管理层通过提进行股市投机和操纵股价提升自身利益。

Stockhammer(2004)指出金融利润的增加以及公司治理理念变化导致了优先的管理目标和管理激励的变化,非金融公司的管理者越来越倾向于利用金融市场获取短期回报。实体资本市场的相对饱和使得实业投资风险升高,而且实业投资会长时间占用大批资金,资金流动性变差,这时金融产品成为资金的最好归宿。因此,根据的Stockhammer分析,非金融公司资金向金融资产的转移可以被解读为企业经营理念的变化。管理目标由通过资本积累实现企业的长期发展,转变为在短期提升股价以迎合机构投资者的喜好。

企业通过持股、收购等手段加深与金融业的参与程度,将金融资产作为现金资产的替代物,从资金管理角度入手,因金融资产调整速度快、频率高、成本低进而可以为企业提供更充足的资金储备源泉,所以企业希望盘活手里闲置资金。同时,企业在布局发展战略时,考虑到公司融资需求,期望通过在金融化过程中与金融机构的交流合作,降低信息不对称风险,能够更好地完成融资,助力公司经营战略安排。

通过对上述文献研究,我们发现国内外学者对于金融化现象观察已久,并对这一现象从宏观至微观层面都有了不同阐述。从最初较为模糊的概念,细化至非金融公司的金融活动,并研究了公司金融化动因以及金融化活动对公司各方面的影响,这种影响既有正面的也有负面的。纵观国内外非金融公司金融化进程,其中有成功利用金融化活动对公司经营进行升级的,也出现了因盲目追求金融化而导致主营业务难以维持的现象,所以在公司金融化大趋势中,公司金融化活动决策显得尤为重要。

3 华南地区制造业上市公司金融化程度分析

非金融企业金融化，其表现之一就是企业将自身资本由经营领域转投金融领域，最终在企业的财务报表中转化为金融资产。因此，本文利用金融资产占企业总资产的比例，作为衡量非金融企业的金融化水平的指标。根据2014年修订的《企业会计准则》规定，企业的金融资产主要包括库存现金、银行存款、应收账款、应收票据、其他应收款、股权投资、债权投资和衍生金融资产形成的资产等。但是更进一步思考可以发现，企业的库存现金、银行存款、应收账款、应收票据、其他应收款主要是服务于企业的经营活动，这些都不具有投资增值的目的，所以并不会给企业带来直接的资本增值。因此，本文的所指金融资产是剔除这些项目后的狭义金融资产，作为测量非金融企业金融化程度时的重要指标。

根据上文描述，得出本文金融资产持有比例的计算公式：

$$FAR = \frac{FA}{Asset} = \frac{TFA + IRE + FD}{Debt + OE}$$

其中，FA为狭义金融资产，Asset代表企业的总资产，TFA代表交易性金融资产，IRE代表投资性房地产，FD代表衍生金融资产，Debt代表企业债权，OE代表企业所有者权益。

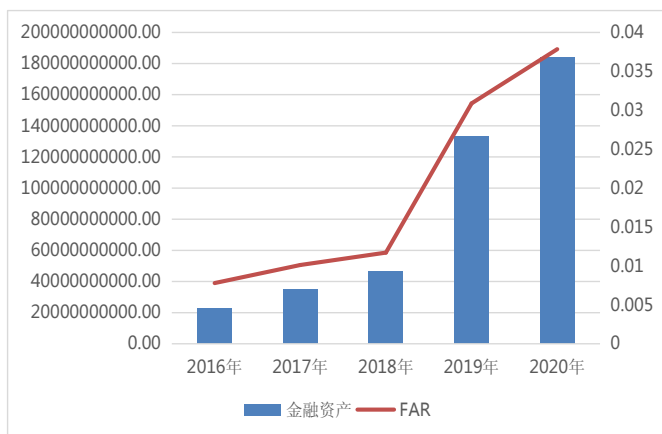


图1 华南地区制造业上市公司FAR变化趋势: 2016-2020年

数据来源: iFinD 金融数据库整理

图1显示，华南地区制造业上市公司整体金融化比例在2.16%左右，在2016年至2018年，FAR每年持续缓慢增长，在2019年出现巨大增幅，2019年华南地区制造业上市公司FAR为3.09%，是2018年1.17%的2.64倍。2020年这个增长趋势有所下滑，但是仍旧可以看出最近五年内华南地区制造业上市公司在金融领域的投资呈现增长趋势。

就具体数据分析，华南地区制造业上市公司共计526家，其中广东489家，广西22家，海南15家。通过对2016年-2020年每年的FAR进行分析，剔除未报告金融资产的样本，共得到样本1430个。描述性统计分析如表1所示。

表1 描述性统计分析

	样本数	平均值	最大值	最小值	方差	标准差	中位数
FAR	1430	0.05410	0.6447	1.00E-07	0.007985	0.089357	0.01805

数据来源: iFinD 金融数据库整理

通过表1，报告金融资产的公司FAR的平均值为0.05410，说明华南地区制造业上市企业的整体金融化水平还处于一个比较低的水平，方差为0.007985，标准差为0.089357，最大值为0.665871，最小值是1E-07，也就是说有的企业金融资产可以占到企业总资产的一半以上，而有的企业金融资产占总资产的比例几乎为0，说明不同企业的金融化程度相差很大，且由企业没有进行金融化。其中，中位数为0.01805，达不到平均值的一

半不到，这说明华南地区绝大多数制造业上市企业的金融化程度并不高，只有较少的企业呈现较高的金融化程度。

综合来看，华南地区制造业上市公司虽然出现了FAR不断增长的趋势，但是就比例而言，五年来最高值为2020年的3.78%，并未出现过高的数值，并没有出现严重的“偏离实业”现象，华南地区的制造业企业仍旧以公司本身的实业作为公司的主要经营方向，金融投资只是作为一种投资方式，并未成为企业主要的收入来源。

4 华南地区制造业上市公司金融化对经营绩效的影响分析

企业金融化对经营绩效的影响是指金融化后对企业一定经营期间的营运能力、偿债能力等进行的综合评判。营运能力主要是考虑企业在正常营业状况下对营销能力、资产管理水平的整体反应。偿债能力则是企业偿还长期债务与短期债务的能力。因此本文将针对营运能力和偿债能力进行分析。

营运能力选取净资产收益率作为衡量指标，该指标越高，企业利用自用资本的效率越高，利用自有资本获取收益的能力越强，运营能力越好。偿债能力包括长期偿债能力和短期偿债能力，分别采用资产负债率和流动比率作为参考指标。最后通过固定资产比率分析主营业务投资的变化情况。

选择2016年至2020年华南地区制造业上市公司财务报表数据为基础，结合企业可获得的相关数据，对一定时间内财务指标进行纵向比较分析，衡量出发生金融化行为给企业经营绩效带来的影响。

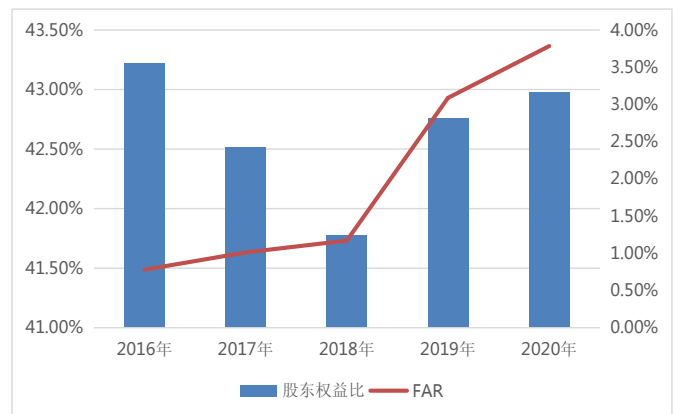


图2 股东权益比与FAR变化趋势分析

数据来源: iFinD 金融数据库整理

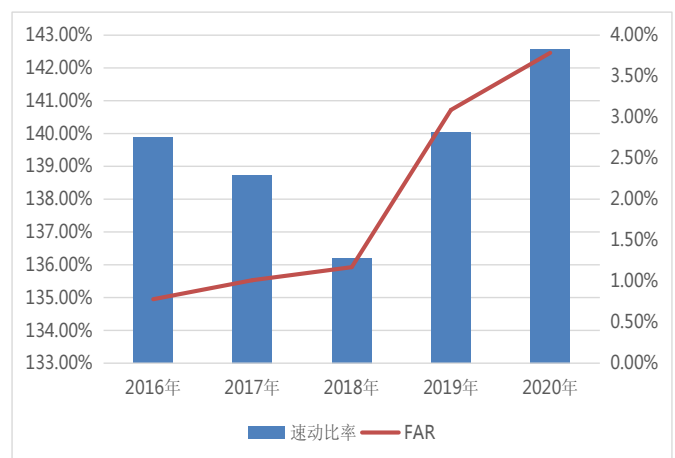


图3 速动比率与FAR变化趋势分析

数据来源: iFinD 金融数据库整理

由图可知，在2016年至2020年间企业的股东权益比率与流动比率保持在一个较为稳定的水平，股东权益比率除在2018年有所下降外，其他年份在43%之间浮动，说明公司抵御外部

的冲击能力和利用财务杠杆来扩大经营规模的能力适中；流动比率与股东权益比率类似，都2018年时出现低估的后显著增加。在2018年-2020年，FAR与速动比率、股东权益比率的变化趋势相同，说明在一定程度上金融化对企业的偿债能力有正向影响。

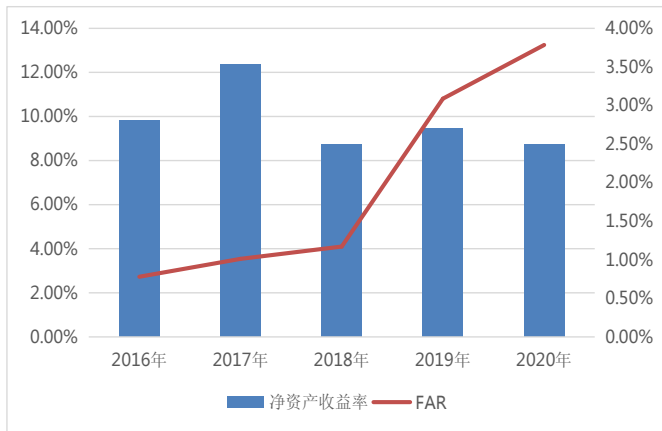


图3 净资产收益率与FAR变化趋势分析

数据来源：iFinD金融数据库整理

净资产收益率近五年来9%左右的水平，在2017年曾达到12.38%的一个高值，但是在FAR的变化趋势与净资产收益率的变化并未有相关性，无法判断出金融化是否会对企业的营运能力带来影响。

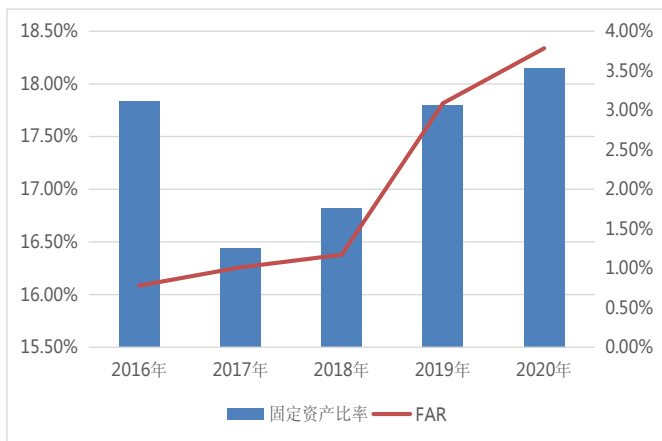


图4 固定资产比率与FAR变化趋势

数据来源：iFinD金融数据库整理

固定资产比率的变化趋势与FAR总体上呈正相关关系，且固定资产比率持续增长，说明制造业企业仍保持着实体产业的不断稳步发展，金融化只是企业进行发展的另外一种方式。

综上所述，根据2016年至2020年各项数据显示，华南地区制造业上市公司金融化对公司经营业绩产生影响的主要在偿债

能力，金融化程度越高，公司对资本的运作能力越强，且在资金链出现问题时，公司可以通过处置金融资产回笼资金。

5 研究结论及建议

在经济全球化的国际背景下，经济金融化早已初见端倪。就各个企业而言，金融化趋势也逐渐增加。许多实体企业突破主业开始金融投资，以寻求短期高额回报，从而改良企业的生产经营状况。但是，企业在进行金融化改革的过程中除了可以获取短期高额回报，也会给企业带来一定的负面影响。

在对华南地区制造业上市公司金融化对经营业绩的影响研究中，发现公司的金融化对经营业绩的影响并不明显，华南地区制造业上市公司整体金融化比例在2.16%左右，2020年FAR为3.78%，这一数值并不大。究其原因，有可能是由于整体制造业上市公司的金融化水平不高，导致金融化的数据相比于其他数据还较小，说明金融化发展还有极大的空间。同样的情况下对于个别公司的考察，又发现金融化活动对于其他上市公司来说起到的是正向促进作用，值得其他公司借鉴。

另外，在研究中发现一些上市公司因市场变化、投资决策与战略布局的改变，已经连年亏损基本失去造血功能，其经营状况堪忧。由于金融化活动主要还是经营投资性房地产、参股银行、参与证券股权交易、参与代理委托理财等活动，导致这些企业无法有效的利用金融投资的方式增加企业的收入。

面对高速发展的金融市场，企业可以利用金融这一有利工具，服务于实体产业，适度多元、延伸布局。不仅要布局产业链中具有高成长性、高壁垒的战略环节，改良产品格局和研发管线，还要设立金融化布局，深化资本运作、实现外延扩张，为战略转型升级奠定良好基础，提升公司可持续发展能力。

参考文献：

- [1] 敖鹏. 制造型企业金融化与经营绩效分析[D]. 2018.
- [2] 苏雪早. 我国上市非金融公司金融化影响企业绩效的研究[D].
- [3] 王雪源. 中国非金融企业金融化程度及影响因素研究[D]. 2019.
- [4] 宣金福. 企业金融化对央企制造业上市公司业绩的影响研究[D]. 2018.
- [5] 朱容成, 黄盈莹. 公司金融化与企业业绩的实证研究[J]. 现代管理科学, 2019, 000(009): 81-83.
- [6] 邓迦予. 中国上市公司金融化程度研究[D]. 西南财经大学.
- [7] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, et al. 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(1).
- [8] 王君可. "脱实向虚", 盈余管理与市场反应[D]. 2020.
- [9] 戴贻, 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): 32-44.