

Study on the Influence of Financialization of Manufacturing Enterprises on Total Factor Productivity

Ruibo Liu^{1,a} and Xiao Wei^{1,b,*}

¹School of finance, Shandong university of finance and economics, Jinan, China

^asdcclrb5276@163.com, ^blingxiayidudi@163.com

*Corresponding author

ABSTRACT

Based on the trend of enterprise financialization in China and the real economy dematerialization to virtual, this paper selected the data of listed manufacturing companies in China from 2009 to 2018 to empirically test the impact of financialization of real enterprises on total factor productivity. The results show that the effect of financialization on TFP is negative. By grouping and regression of enterprise nature, it is found that, compared with state-owned enterprises, the financialization of non-state-owned enterprises has a more significant impact on total factor productivity. It is found that compared with the western region, the financialization of the eastern region and the central region has a more significant impact on the total factor productivity. This paper puts forward some practical measures for enterprises to define their positioning, coordinate the relationship between their main business and financial investment, and increase the guidance of the investment of enterprise capital.

Keywords: financialization, manufacturing, total factor productivity

制造企业金融化对全要素生产率的影响研究

刘瑞波^{1,a}, 魏筱^{1,b,*}

¹金融学院, 山东财经大学, 济南, 中国

^asdcclrb5276@163.com, ^blingxiayidudi@163.com

*通讯作者

摘要

基于我国企业金融化趋势和实体经济脱实向虚的背景下, 本文选取2009—2018年我国制造业上市公司数据, 实证检验了实体企业金融化对全要素生产率的影响。研究表明: 实体企业金融化对全要素生产率的影响是负向的; 并通过对企业性质分组回归发现, 相对于国企来说, 非国企的金融化对全要素生产率的影响更加显著; 通过对地区分组回归发现, 相对于西部地区, 东部地区和中部地区的金融化对全要素生产率的影响更加显著。本文提出了企业要明确自身定位, 协调主营业务和金融投资关系、政府要加大对企业资金投向引导等具有实际应用价值的具体对策。

关键词: 金融化, 制造业, 全要素生产率

1. 引言

随着我国经济进入新常态, 我国制造业面临产能过剩, 需求不足以及获利能力下降的问题。加之美国新政等原因, 我国制造业也受到相当程度的影响, 许多高端制造业离开中国, 同时由于我国劳动力成本的上升以及人口红利下降, 我国低端制造业的优势不复存在, 制造业面临的环境严峻。与之相反的是我国金融业发展突飞猛进, 制造业的金融投资收益远超于主营业务收益^[1], 很多制造业出于“蓄水池”或“投机套利”的动机, 纷纷大肆扩张金融投资, 金融资产占总资产的比例日益提高^[2], 但是制造业在金融市场获取的高额收益是一种短视行为^[3]。金融部门和产业部门是相辅相成的, 金融服务于实体经济, 为其发展提供资金支持。但是, 金融部门对企业的控制越来越强,

一旦实体经济的产业资本在价值链中的主导地位不复存在, 实体经济过度金融化, 会使我国经济变得脆弱, 容易产生金融泡沫, 甚至是引发金融危机。

制造业企业是我国实体产业的根基和财富创造的基石, 国家重视引导实体企业发展。2017年保监会副主席陈文辉在“中国发展高层论坛 2017年会”提出“脱实向虚风险”是我国金融业要关注的风险之一。当年我国出台了“金融业去杠杆”、“整改经济脱实向虚问题”的一系列政策, 以期控制金融风险, 引导实体企业避免过度金融化发展。当然, 光管制金融风险是远远不够的, 解决实体经济发展的桎梏才是根源, 要把焦点转向实体经济。

实体企业金融化可能会挤占实体投资, 加剧企业财务风险, 也可能为实体企业缓解融资难的问题, 拓宽融资渠道。那么如果实体企业金融化是出于未雨绸缪目的, 则可以帮助实体企业缓解融资约束、投资不足等问题; 如果实体企

业金融化是出于投机套利的目的,会减少主营业务投资并抑制企业创新,挤占实体经济。当前,我国制造业上市公司的金融化对全要素生产率的影响到底是蓄水池行为还是舍本逐利的行为?

本文选取 2009-2018 年我国制造业上市公司数据,实证检验了实体企业金融化与全要素生产率之间的关系。研究发现,实体企业资产与收益金融化负向影响全要素生产率,投资金融化正向影响全要素生产率;进一步分析,资产与收益金融化对全要素生产率的负向影响在非国企以及东部和中部更加显著。

本文的创新在于:(1)本文从三个角度对非金融企业金融化进行测算,全方面的研究企业金融化对全要素生产率的影响,丰富了金融化等相关理论,为全面认识非金融企业金融化对实体经济的影响后果提供证据。(2)本文的研究具有政策价值,研究表明实体企业资产与收益金融化负向影响全要素生产率,表现为“脱实向虚”,并存在企业性质与地区的差异性,对我国振兴实业的战略目标具有参考价值。

2. 理论分析及假设提出

2.1. 资产金融化与全要素生产率

实体企业资产金融化是指的是将资金配置于金融资产,金融资产一般主要包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、长期股权投资等。金融资产配置对全要素生产率的影响可能有两种后果:如果是出于投机套利的目的,因为一定时期内企业资金是有限的,当实体企业将资金配置于金融资产,那么必然会挤占实体产业的资金^{[4][5]},导致实业投资下降,还会挤占企业创新投资,阻碍技术进步,降低全要素生产率;如果是为了将闲散资金或多余资金充分利用起来,在需要资金时再将金融资产迅速变现的“蓄水池”目的,实体企业将资金配置于高回报的金融资产,可以保持一定的流动性和变现能力,缓解企业的外部融资约束,提高资源使用效率,促进企业创新,提高全要素生产率。所以本文提出以下假设:

假设 1a:给定其他条件不变,实体企业资产金融化将负向影响其全要素生产率。

假设 1b:给定其他条件不变,实体企业资产金融化将正向影响其全要素生产率。

2.2. 收益金融化与全要素生产率

实体企业收益金融化是从收益角度衡量实体企业的金融化程度,因为直接与企业盈利有关,可以反映企业的金融化动机^[10]。金融收益主要包括财务费用项下的利息收入、投资净收益、公允价值变动净收益等。收益金融化可以直接反映实体企业进行的金融投资的收益情况,如果收益金融化越大,那么企业就会更多的倾向于向金融领域投资以期获得更多收益,必然导致实体企业主营业务的投入下降,挤占创新,降低全要素生产率^[7];当然,如果实体企业将获得金融化收益更多的投放到实体业务的创新和经营,长期来看会增加全要素生产率。所以本文提出以下假

设:

假设 2a:给定其他条件不变,实体企业收益金融化将负向影响其全要素生产率。

假设 2b:给定其他条件不变,实体企业收益金融化将正向影响其全要素生产率。

2.3. 投资金融化与全要素生产率

实体企业投资金融化是指企业运用资本进行权益性投资和债权性投资的程度,因为企业可以利用的资金是有限的^[8],所以如果实体企业将较多的资本用于权益性投资和债权性投资,那么必然会导致企业投资用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产的主营业务资产减少,这就会使全要素生产率下降;如果企业的权益性投资和债权性投资的现金占投资活动现金流出的比例较小,那么将闲散资金或多余资金充分利用起来可以提高资本使用效率,增加企业远期收益,若能进一步讲这些收益用于企业技术创新和主业经营,就会提高全要素生产率。所以本文提出以下假设:

假设 3a:给定其他条件不变,实体企业投资金融化将负向影响其全要素生产率。

假设 3b:给定其他条件不变,实体企业投资金融化将正向影响其全要素生产率。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

因为制造业是实体企业的标志性产业,所以本文选择 2009—2018 年我国沪深股制造业 A 股上市公司为研究样本,并对数据进行了如下处理:(1)删除 ST 与*ST 类样本;(2)删除数据大量缺失样本;(3)在前两者基础上进行 Winsorize 处理;(4)利用上市公司财务数据以及半参数法测算企业全要素生产率,得出 TFP_LP 以及 TFP_OP,进行回归和稳健性检验。经过以上处理本文最终得到 8190 个样本观测值。本文数据主要来自 Wind 数据库以及 CSMAR 数据库。本文运用 Stata15 对样本数据进行实证检验。

3.2. 变量定义

3.2.1. 被解释变量:全要素生产率(TFP)

全要素生产率的测算有三种方法,包括参数法、半参数法和非参数法,考虑到要顾及微观企业的全要素生产率,参考现有文献,选择结合参数法和非参数法思想的半参数法来测算制造业上市公司全要素生产率,本文选择 LP 估计法测算全要素生产率作为被解释变量,选择 OP 法测算的全要素生产率进行稳健性检验。

3.2.2. 解释变量

资产金融化: 本文选择金融资产占总资产比重来衡量资产金融化。将交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产和长期股权投资等六个科目划分为金融资产^[14]。那么, 资产金融化程度 (asfi) = (交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 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) / 总资产

收益金融化: 本文选择金融收益占营业利润的比值反映企业的收益金融化。将财务费用项下的利息收入、投资净收益和公允价值变动净收益划分为金融收益^{[15][16]}。将营业利润划分为经营收入和金融收益。那么, 收益金融化程度 (refi) = (财务费用项下的利息收入 + 投资净收益 + 公允价值变动净收益) / 营业利润

投资金融化: 本文选择投资支付的现金占投资活动现金流

出的比值反映企业的投资金融化。投资活动现金流出包括为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金、为取得子公司及其他营业单位支付的现金净额以及为其他与投资活动有关的现金流出。那么, 投资金融化程度 (iefi) = 投资支付现金 / 投资活动现金流出

3.2.3. 控制变量和虚拟变量

本文选择了企业的财务指标和治理指标作为控制变量, 包括: 企业规模 (size)、资本结构 (lev)、盈利能力 (roenew)、企业成长性 (tobinQ)、董事会规模 (boardsize); 选择企业性质和地区作为虚拟变量, 包括: 企业性质 (ca)、东部 (east) 和中部 (center)。

各变量具体含义见表 1:

表 1 变量说明

变量类别	变量名	变量含义
被解释变量	全要素生产率 LP 法 (tfp_lp)	LP 法测算的全要素生产率
	全要素生产率 OP 法 (tfp_op)	OP 法测算的全要素生产率
解释变量	资产金融化 (asfi)	金融资产/总资产
	收益金融化 (refi)	金融收益/营业利润
	投资金融化 (infi)	投资支付现金/投资活动现金流出
控制变量	企业规模 (size)	企业总资产的对数
	资本结构 (lev)	资产负债率
	盈利能力 (roenew)	总资产净利率
	企业成长性 (tobinQ)	总产值/净资产
	董事会规模 (boardsize)	董事会人数
	企业性质 (ca)	国企为 1, 非国企为 0
	东部 (east)	东部地区为 1, 其他为 0
	中部 (center)	中部地区为 1, 其他为 0

3.3. 模型设计

模型 (1) 为 $tfp_lp = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot asfi + \alpha_2 \cdot refi + \alpha_3 \cdot infi + \varepsilon$

模型 (2) 为 $tfp_lp = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot asfi + \alpha_2 \cdot refi + \alpha_3 \cdot infi + \alpha_4 \cdot size + \alpha_5 \cdot lev + \alpha_6 \cdot roenew + \alpha_7 \cdot tobinQ + \varepsilon$

模型 (3) 为 $tfp_lp = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot asfi + \alpha_2 \cdot refi + \alpha_3 \cdot infi + \alpha_4 \cdot size + \alpha_5 \cdot lev + \alpha_6 \cdot roenew + \alpha_7 \cdot tobinQ + \alpha_8 \cdot boardsize + \varepsilon$

模型 (4) 为 $tfp_lp = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot asfi + \alpha_2 \cdot refi + \alpha_3 \cdot infi + \alpha_4 \cdot size + \alpha_5 \cdot lev + \alpha_6 \cdot roenew + \alpha_7 \cdot tobinQ + \alpha_8 \cdot boardsize + year + \varepsilon$

模型 (5) 为 $tfp_lp = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot asfi + \alpha_2 \cdot refi + \alpha_3 \cdot infi + \alpha_4 \cdot size + \alpha_5 \cdot lev + \alpha_6 \cdot roenew + \alpha_7 \cdot tobinQ + \alpha_8 \cdot boardsize + \alpha_9 \cdot ca + \varepsilon$

模型 (6) 为 $tfp_lp = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot asfi + \alpha_2 \cdot refi + \alpha_3 \cdot infi + \alpha_4 \cdot size + \alpha_5 \cdot lev + \alpha_6 \cdot roenew + \alpha_7 \cdot tobinQ + \alpha_8 \cdot boardsize + \alpha_9 \cdot east + \varepsilon$

模型 (7) 为 $tfp_lp = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot asfi + \alpha_2 \cdot refi + \alpha_3 \cdot infi + \alpha_4 \cdot size + \alpha_5 \cdot lev + \alpha_6 \cdot roenew + \alpha_7 \cdot tobinQ + \alpha_8 \cdot boardsize + \alpha_9 \cdot center + \varepsilon$

4. 实证结果及分析

4.1. 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。我们可以发现, 全要素生产率指标 tfp_op 与 tfp_lp 的最大值分别为 16.8277 和 16.8445, 最小值分别为 11.0376 和 7.6314 均值分别为 14.5706 和 12.9554。可见, 样本公司的 tfp_op 存在的差异差异不大, tfp_lp 的存在的差异较大。样本公司的资产金融化 (asfi) 和投资金融化 (infi) 的标准差较小, 说明样本公司进行金融资产配置和金融投资的差异性相对较小, 而收益金融化 (refi) 的标准差较大, 说明样本企业的收益金融化的异质性较大, 不同企业的金融化收益差距较大。此外, 样本公司的企业规模 (size)、资本结构 (lev)、盈利能力 (roenew) 企业成长性 (tobinQ)、董事会规模 (boardsize) 都存在较大的差异, 这些财务状况和公司治理特征都可能影响企业的全要素生产率。

表 2 描述性统计表

变量名 Variable	样本数 Obs	均值 Mean	标准差 Std. Dev.	最小值 Min	最大值 Max
tfp_op	8190	14.5706	0.3535	11.0376	16.8277
tfp_lp	8190	12.9554	0.9435	7.6314	16.8445
asfi	8190	0.06412	0.1033	0.0000	0.7975
refi	8190	0.44650	9.0186	-183.8322	457.6012
infi	8190	0.23593	0.3548	-12.6321	1.18596
lev	8190	48.1860	19.837	7.8168	98.8419
roenew	8190	3.89382	6.3865	-19.4140	23.8273
size	8190	22.2122	0.3035	17.6413	27.3861
tobinQ	8190	4.03059	4.9723	0.1272	39.4118
boardsize	8190	8.88486	1.7233	4.0000	18.0000
ca	8190	0.50427	0.5000	0.0000	1.0000
east	8190	0.60806	0.4882	0.0000	1.0000
center	8190	0.20879	0.4065	0.0000	1.0000

4.2. 相关性分析

表 3 所示为本文样本公司的主要变量的皮尔森相关系数，我们可以看出资产金融化 (asfi) 和收益金融化 (refi) 与全要素生产率 (tfp_lp) 分别在 1% 水平上和 5% 水平上显著负相关，这表示制造业企业资产金融化和收益金融化一定程度上不利于全要素生产率的提高，投资金融化 (infi) 与全要素生产率 (tfp_lp) 在 1% 水平上显著正相

关，这表示样本制造业公司投资金融化一定程度上利于全要素生产率的提高。但以上结果未考虑时间等异质性特征的影响，尚需通过回归进一步检验分析。另外样本公司的企业规模 (size)、资本结构 (lev)、盈利能力 (roenew) 和董事会规模 (boardsize) 与全要素生产率都在 1% 水平上显著正相关。企业成长性 (tobinQ) 与全要素生产率在 1% 水平上水平上显著正相关。

表 3 相关性分析

	tfp_lp	asfi	refi	infi	size	tobinQ	boardsize	lev	roenew
tfp_lp	1								
asfi	-0.064***	1							
refi	-0.027**	0.063***	1						
infi	0.078***	0.267***	0.025**	1					
size	0.735***	-0.047***	-0.003	0.043***	1				
tQ	-0.307***	-0.029***	0.041***	-0.044***	-0.393***	1			
bs	0.178***	-0.093***	0.008	-0.076***	0.266***	-0.074***	1		
lev	0.035***	-0.158***	0.024**	-0.180***	0.287***	0.146***	0.114***	1	
Roe	0.241***	0.013	-0.012	0.060***	0.095***	-0.034***	0.030***	-0.395***	1

注：表内数字为皮尔森相关系数；***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

4.3. 回归结果分析

如下表 4 报告了样本企业金融化对全要素生产率影响的结果。具体来说，列 (1) 未加入各种控制变量以及未控

制年度效应的回归结果；列 (2) 加入了控制变量企业规模 (size)、资本结构 (lev)、盈利能力 (roenew) 和企业成长性 (tobinQ)；列 (3) 加入了董事会规模 (boardsize)；列 (4) 进一步加入年度效应。

表 4 回归结果

	tfp_lp	tfp_lp	tfp_lp	tfp_lp
asfi	-0.6936487*** (-6.95)	-0.3345187*** (-4.54)	-0.3348087*** (-4.54)	-0.3635259*** (-4.97)
Refi	-0.0014915*** (-2.65)	-0.0015484*** (-3.65)	-0.0015488*** (-3.65)	-0.0015275*** (-3.66)
infi	0.2101002*** (12.45)	0.605653*** (4.65)	0.060558*** (4.65)	0.0634615*** (4.86)
Size		0.4583727***	0.4583738***	0.1174668***

		(69.74)	(69.74)	(52.98)
tobinQ		-0.069869***	-0.0069901***	-0.0036093***
	(-6.55)	(-6.55)	(-3.23)	
lev		0.0022454***	0.0022466***	0.0019316***
		(6.03)	(6.03)	(5.02)
Roenew		0.0232361***	0.0232389***	0.0223304***
		(28.86)	(28.84)	(27.27)
Boardsize			-0.0003458	0.0021644
			(-0.08)	(0.601)
constant	12.95099***	2.611303***	2.614312***	2.752887***
	(428.30)	(17.85)	(17.38)	(15.29)
Year	No	No	No	Yes
N	8190	8190	8190	8190
Win_R^2	0.0241	0.4513	0.4513	0.4705

注: 括号里的数字为 z 值; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

通过实证结果来看,在上述回归中资产金融化 (asfi) 和收益金融化 (refi) 的回归系数为负,且都在 1% 水平上显著,投资金融化 (infi) 的回归系数为正且在 1% 水平上显著,假设 1a, 2a, 3b 得到验证。通过实证结果来看,资产金融化和收益金融化是实体企业将过多的资本配置于金融领域,导致金融化收益较多,挤占了实体企业的主营业务投资,导致企业全要素生产率下降;而投资金融化因为投资支付现金一即至企业进行权益性投资和债权性投资支付的现金流动性较强,可以将企业的闲置资金进行金融化投资,缓解企业外部的融资约束,提高资本的使用效率,所以促进全要素生产率的提高。并且相对于 (1) 来说, (2) (3) (4) 的 Win_R^2 逐渐上升,表明了模型的合理性。

相比收益金融化和投资金融化,资产金融化是金融资产配置,对实体企业的经营影响更直接,然而资产金融化这一变量可能存在内生性问题,可能的原因是若全要素生产率越低,企业经营状况不善,越有可能为了改善经营状况进行金融化行为,以期改善主营业务,所以全要素生产率越低,资产金融化越高。为解决这一内生性问题,参考其他文献选择投资收益占净利润之比 (iv) 作为工具变量。原因是投资收益不属于企业主营业务产生的利润,与金融资产配置相关,与企业的主营业务无关,符合作为工具变量的相关性和排他性要求。

选择好工具变量进行两阶段最小二乘法进行内生性检验,结果见表 5,制造业企业投资收益率 (iv) 与资产金融化 (asfi) 在 5% 水平上显著正相关,符合预期。第二阶段表明无论是 tfp_lp 与 tfp_op, 资产金融化 (asfi) 的系数都在 1% 水平上显著为负,这说明考虑内生偏误后资产金融化 (asfi) 与全要素生产率仍显著负相关。

4.4. 内生性和稳健性检验

4.4.1. 内生性问题

表 5 工具变量法回归

	1	2	1	2
	一阶段	二阶段	一阶段	二阶段
	asfi	tfp_lp	asfi	tfp_op
Iv	0.0019** (2.18)		0.0019** (2.18)	
Iv_Asfi		-2.4939*** (-3.01)		-1.1293*** (-3.34)
Size	0.0011 (0.97)	0.4654*** (59.23)	0.0011 (0.97)	0.0809*** (20.71)
tobinQ	0.0000 (0.08)	-0.0132*** (-4.31)	0.0000 (0.08)	0.0007 (0.47)
Lev	-0.0010*** (-10.64)	0.0050*** (5.20)	-0.0010*** (-10.64)	-0.0016*** (-3.82)
Roenew	-0.0010*** (-10.64)	0.0329*** (18.15)	-0.0010*** (-10.64)	0.0168*** (19.14)
Constant	0.0899*** (3.92)	2.4605*** (13.29)	0.0899*** (3.92)	12.8557*** (142.88)
N	8190	8190	8190	8190
R^2	0.0374	0.5212	0.0374	0.1473

注: 括号里的数字为 t 值; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

4.4.2. 稳健性检验

为检验回归结果是否稳健,本文进一步进行了稳健性检验,如表 6。列 (1) 将被解释变量换为 tfp_op, 资产金融化 (asfi) 和收益金融化 (refi) 的系数仍在 1% 水平上

显著为负，投资金融化 (infi) 的系数仍在 1% 水平上显著为正。列 (4) 考虑到可能会存在不随时间改变的干扰，采用固定效应模型进行回归，我们可以看出资产金融化

(asfi) 和收益金融化 (refi) 的系数仍在 1% 水平上显著为负，投资金融化 (infi) 的系数仍在 1% 水平上显著为正。通过稳健性检验得出之前的研究结果是合理的。

表 6 稳健性检验

	(1)	(2)
	OP 法估计	FE 法估计
	tfp_op	tfp_lp
Asfi	-0.6721** (-2.45)	-0.3470*** (-4.39)
Refi	-0.0007*** (-2.48)	-0.0015*** (-3.5)
Infi	0.0331*** (3.75)	0.0538*** (4.10)
Size	0.1123*** (27.27)	0.4502*** (63.36)
tobinQ	-0.0014* (-1.95)	-0.0067*** (-6.22)
Lev	-0.0020*** (-8.25)	0.0015*** (3.85)
Roenew	0.0121*** (22.24)	0.022*** (27.39)
Boardsize	-0.0051** (-1.96)	0.0004 (0.08)
Constant	12.1727*** (131.90)	2.8308*** (17.25)
Year	No	No
N	8190	8190
Win_R^2	0.1788	0.4516

注：括号里的数字为 t 值；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

4.5. 进一步分析

通过上文的研究我们可以知道资产金融化和收益金融化不利于全要素生产率的提高，投资金融化有利于全要素生

产率的提高，并且结论具有稳健性。那么，不同的企业性质或不同的地区之间金融化对全要素生产率的影响有没有差异呢？我们从企业属性和地区差异进一步分析金融化对全要素生产率的影响差异。结果见表 7：

表 7 分组回归

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
	国企	非国企	东部	中部	西部	
	tfp_lp	tfp_lp	tfp_lp	tfp_lp	tfp_lp	
Af	-0.2254** (-2.09)	-0.4321*** (-4.26)		-0.3918*** (-4.25)	-0.7605*** (0.03)	0.0064
Rf	-0.0011** (-2.35)	-0.0030*** (-3.43)		-0.0007 (-1.32)	-0.0012* (-1.70)	-0.0031** (-2.47)
If	0.0320 (1.56)	0.0779*** (4.52)	0.0506*** (2.86)	0.0605** (2.11)	0.0748*** (2.66)	
Size	0.4297*** (45.66)	0.4793*** (51.25)	0.4586*** (57.78)	0.4737*** (38.56)	0.4538*** (23.27)	
tQ	-0.0134*** (-8.58)	-0.0022 (-1.49)	-0.0051*** (-3.77)	-0.0009 (-0.39)	-0.0135*** (-5.06)	
Lev	0.0030*** (5.55)	0.0018*** (3.04)	0.0023*** (5.09)	0.0046*** (5.90)	0.0006 (0.62)	
Roe	0.0253*** (21.88)	0.0218*** (19.36)	0.0222*** (23.08)	0.0283*** (17.28)	0.0218*** (9.66)	
Bd	0.0012 (0.22)	-0.0021 (-0.34)	-0.0046 (-0.91)	0.0153** (2.04)	0.0058 (0.49)	
Con_3	2.2951*** (15.16)	2.1067*** (9.89)	2.6926*** (15.01)	2.0078*** (6.99)	2.5882*** (5.80)	
Year	No	No	No	No	No	No
N	4130	4060	4980	1710	1500	
WR^2	0.4171	0.4812	0.4821	0.5581	0.3294	

注：括号里的数字为 z 值；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

列(1)和列(2)展示了区分企业属性的回归结果,其中相对于国企,非国企资产金融化和收益金融化对全要素生产率的负向影响更加显著(asfi的系数都在1%水平上显著为负,但非国企的系数是-0.4321,且z值为-4.26,更显著;国企的refi系数在5%水平上显著,非国企的refi系数在1%水平上显著),说明非国企的制造业企业金融化更不利于全要素生产率的提高,这是因为非国有企业相对国有企业来说,外部的融资约束更大,可以获得的国家支持更少,当企业效益低的时候更可能为提高盈利进行金融化资产配置并从中获益,但长期来看,这并不能很快改善企业的主营业务发展;其中非国企的投资金融化对全要素生产率的正向影响更显著(国企的infi不显著,而非国企的infi在1%水平上显著),说明非国企的制造业企业投资金融化更利于全要素生产率的提高,这是因为相对于非国企,国企具有更特殊的委托代理关系,国有企业的管理者与所有者分离程度更高,并且国企长期处于低效率状态,投资金融化的更多的出于投机目的,而非国企投资金融化更多的是为了获得运转资本,进一步投资于主营业务经营或企业创新,更有利于促进全要素生产率的提高。

列(3)、列(4)和列(5)展示了区分企业地区差异的回归结果,从结果我们可以发现,相对于西部地区的企业,东部地区和中部地区企业资产金融化对全要素生产率的影响更显著;相对于东部地区,中部和西部地区企业的收益金融化对全要素生产率的影响更显著;所有地区的企业投资金融化对全要素生产率的影响都很显著,东部和西部都在1%水平上显著,中部在5%水平上显著。

5. 结论与政策建议

本文基于我国经济进入新常态,实体经济脱实向虚的背景,使用微观企业数据研究了非金融企业金融化对全要素生产率的影响。研究发现:(1)总的来看,资产金融化和收益金融化越高,即持有的金融资产和金融收益越多,企业的全要素生产率越小,说明金融挤出实体经济主要通过金融资产和金融收益的增加,表现为“脱实向虚”;投资金融化越高,全要素生产率越大,体现为“产融结合”。并且经过内生性检验和稳健性检验,上述结果仍然成立。

(2)进一步区分样本企业的企业性质,发现其中相对于国企,非国企资产金融化和收益金融化对全要素生产率的负向影响更加显著,非国企的投资金融化对全要素生产率的正向影响更显著。(3)进一步分析样本企业的地区差异,发现相对于西部地区的企业,东部地区和中部地区企业资产金融化对全要素生产率的影响更显著;相对于东部地区,中部和西部地区企业的收益金融化对全要素生产率的影响更显著;所有地区的企业投资金融化对全要素生产率的影响都很显著。

通过以上研究,可以提出以下政策建议:(1)企业自身要明确自己的经营发展定位,重视自身的主营业务发展,协调好主营业务发展和金融投资的关系,不要过多依赖金融投资带来的短期收益,要想长足发展,就要在主营业务上下功夫^[17]。(2)企业要重视优化自身金融资产结构,不要过度累计金融资产,要让金融和实体产业“产融结合”。(3)国有企业要在政府的引导下进行体制机制改革,提升自身的负债管理和资本运作能力,配置好金融资产,更加注重效率,改变效率低下的状况^[18]。(4)东部

地区要重视金融收益带来的风险,调节好金融资产和金融收益与自身主营业务的重心;西部地区要利用自身的地理位置优势,加大对技术和能源的开发利用,权衡好金融领域和主营业务领域的投资,提升自身的生产能力;中部地区要借鉴东部地区和西部地区的经验,权衡好金融投资和主营业务发展,弥足创新。(3)政策层面,国家政府要为实体经济改革创造环境,引导实体经济健康发展,并逐步推进供给侧改革和动能转换,促使我国实体企业摆脱经济桎梏^[19];另一方面要出台相关的鼓励政策,加大对企业转型升级、技术创新等领域的扶持^[20]。(5)国家应对企业资金投向进行引导和监督,推进金融改革,把控金融风险;同时也要关注中小企业的融资难问题,加强对中小企业的金融扶持。

参考文献

- [1] Milberg.W.Shifting sources and uses of profits: sustaining USF inancialization with global value chains[J].Economy and Society,2008(3):79-80.
- [2]张慕瀛,孙亚琼.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,2014(04):81-90.
- [3]蔡明荣,任世驰.企业金融化:一项研究综述[J].财经科学,2014(7):41-51.
- [4]张明,罗灵.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]JTG,2017(07):155-161.
- [5]谢家智,江源,王文涛.什么驱动了制造业金融化投资行为—基于A股上市公司的经验证据[J].湖南大学学报,2014(04):23-29.
- [6]Hudson,M.From Marx to Goldman Sachs: The Fictions of Fictitious Capital, and the Financialization of Industry[J].Critique,2010,38(03):419-444.
- [7]盛安琪,汪顺,盛明泉.产融结合与实体企业竞争力:来自制造业样本的实证分析[J].广东财经大学学报2018(1):15-26.
- [8]彭俞超,韩询,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018:1-19.
- [9]Davis L E, Financialization and the Nonfinancial Corporation: an Investigation of Firm-level Investment Behavior in the US, 1971-2011. Working Paper of University of Massachusetts Amherst,2013.
- [10]邓超,张梅,唐莹.中国非金融企业金融化的影响因素分析[J].财经理论与实践2017(02):2-8.
- [11]William Lazonick. Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation[J]. Business History Review, 2010,84(4)
- [12]Bomfiglioli,A. Financial Integration, Productivity and Capital Accumulation[J].Journal of International Economics, 2008, 76(02):337-355.
- [13]Gehring,A.Growth, Productivity and Capital Accumulation: The Effects of Financial Liberalization in the Case of European Integration[J].International Review of Economics & Finance, 2013, 25(01):291-309.
- [14]王红建,曹瑜强,杨庆,杨笋.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(01):155-166.
- [15] 李维安,马超. “实业 + 金融”的产融结合模式与企业投资效率: 基于中国上市公司控股金融机构的研究[J]. 金融研究 2014(11) : 109-126.
- [16] 黎文靖,李茫茫. “实体 + 金融”: 融资约束、政策迎合还是市场竞争? 基于不同产权性质视角的经验研究[J]. 金融研究,2017(8) : 100-116.
- [17] 刘笃池,贺玉平,王曦. 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, 2016(08):74-83.
- [18] 杜勇,张欢,陈建英.2017.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(12):113-131.
- [19] 张瑾,胡奕明.上市公司经营活动状况对金融资产规模影响探究 [J]. 西南民族大学学报自然科学版,2013(05):790-794.
- [20] 张成思,张步昙.中国实业投资率下降之链: 经济金融化视角[J].经济研究.2016(12):32-46.