

我国制造业企业金融化趋势及其影响因素研究

——基于企业生命周期视角

陈妍村, 干胜道(博士生导师)

【摘要】制造业是一个国家实力的支柱,直接体现了一个国家的生产力水平。中国是目前世界上最大、综合实力最强的发展中国家,制造业企业发挥着极其重要的作用。基于企业生命周期理论视角,分析企业金融化实质,实证研究我国制造业企业的金融化水平变动趋势及其影响因素。结果表明:制造业企业经营利润越少,则购入的金融化资产越多,这一特点在成熟期企业表现得更为明显;制造业企业在金融领域的资金投入量与其获得的金融性收入之间的关系并不显著;我国股票市场的波动正向影响制造业企业的金融化水平,企业在生命发展历程中所处阶段越靠后,这种相关性越强。该研究有益于规范企业管理制度,引导企业在不同发展阶段采取不同的金融化策略。

【关键词】企业金融化; 金融化资产; 企业生命周期; 股市波动

【中图分类号】 F832.5 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004-0994(2018)19-0007-8

一、研究背景

近年来,金融化这一现象在各主要经济体中日益流行,金融领域的高收益吸引着世界范围内的个人和机构投资者狂热地主动介入金融市场、开展金融活动。一个国家的金融部门在国民经济中的地位和重要性也达到了前所未有的高度。许多专家、学者将其称之为金融化现象,并认为金融化、全球化与新自由主义共同反映了当前世界经济正发生着巨大的变化,其中金融化日益成为这三者当中的主导力量^[1]。那么到底什么是金融化呢?目前Gerald A. Epstein^[2]对金融化的解释是比较受认可的。他在已有研究的基础上,给予金融化一个宽泛的定义,认为金融化反映了金融动机、金融市场、金融参与者和金融机构在国内及国际经济运行中地位的提升。法国学者Gérard Duménil、Dominique Lévy^[3]通过引入金融主导的积累模式和国际食利者阶层的概念,

从经济运行的角度强调金融化是金融资本对生产资本的统治,揭示了金融资本家等食利阶级政治经济地位和力量的上升,并左右着政府金融政策导向的现象。同样,Thomas^[4]认为金融化是在一国经济运行过程中金融动机、金融市场、金融精英和金融机构作用和地位上升的表现。Giovanni Arrighi^[5]和Greta R. Krippner^[6]从积累角度出发,认为金融化是指利润主要通过金融渠道而不是交易和商品生产渠道产生的一种积累模式。Toporowski^[7]认为,金融化是一种经济结构的改变,表现为资本市场体量的改变对其他部门的影响,过度的金融化会带来宏观经济的失衡。

从上述不同学者对金融化的描述可以看出,金融化不仅包括经济金融化,也包括企业金融化。因此,本文基于企业生命周期理论,研究我国制造业企业的金融化问题。制造业是国家生产力水平的体现,我国的制造业企业在国民经济中发挥着极其重要的

【基金项目】 国家社会科学基金项目“上市公司员工收入与资本回报财务公平测度研究”(项目编号:13BJY015)

作用。我国制造业企业是否处于金融化进程当中,其金融化程度是否日益加深等问题能够使学者更好地理解金融化对经济发展的影响。基于生命周期理论,企业在不同发展阶段的经营能力、投资能力和筹资能力各有不同,这些差异很有可能会引起其金融化行为的异质性,使得影响企业金融化行为的各个因素在不同阶段发挥出不同的作用。因此,制造业企业的金融化行为将会随着企业生命周期的发展而演变。基于此,本文将企业生命周期理论纳入研究体系当中,以期能够丰富、拓展这一研究框架。

二、理论基础与研究假设

对于企业金融化,现有研究中多是描述这一现象的表象,包括两个方面:一是从资源配置角度来看,企业金融化表现为企业将资源更多地投入到金融领域而不是实体领域,如购买金融资产等^{[8][9][10][11]};二是从利润积累角度看,企业金融化反映了企业利润更多的是来源于金融领域而不是生产经营领域^{[5][6][12][13]}。而这些解释都只是反映了企业金融化的表现,并没有指出其实质和运行机制。

基于马克思主义经济学中的生息资本理论,本文认为制造业企业金融化的本质在于企业家利用生息资本来对他人创造的剩余价值进行瓜分。这体现了食利者与产业资本家瓜分剩余价值的需求,而生息资本影响着商品内包含的剩余价值在不同诸人间的分配。马克思论著的《资本论》^[14]中关于生息资本的运动很好地解释了非金融公司金融化的本质,即为了瓜分他人所有的剩余价值获取资本收益而暂时借出货币资本(第三卷第五篇《利润之分为利息与企业利益·生息资本》)。马克思认为,生息资本起初是资本家A垫付给资本家B的货币G,货币G在B手中实际转化为资本进入到生产经营领域。在B对A进行偿还时,除资本额G外,B还须把他用这个货币资本赚得的利润的一部分,以利息的名义转移给A。这是因为,A是把这个货币当作资本(这个价值不仅会在资金运动中自行保存,并且会为所有者创造剩余价值)给B的。基于此,本文将从资本投入的角度来衡量制造业企业的金融化水平。

企业进行生产的动机即为获得剩余价值,制造业企业金融化也是为了这一目的。为了最大限度地获得剩余价值,这些企业有理由也有动机将在生产领域中不能获得理想利润的资金投入金融活动中,通过购买股票、债券或基金、购买理财产品或对其他

公司的股权投资等途径,使这部分资金转化为生息资本,以借给实体经营者使用,为其生产经营提供资金支持,并瓜分这些实体生产者生产的商品中包含的剩余价值,使自身获得更多的利息收入。John Bellamy Foster^[1]指出在资本主义的金融化时期,实体经济已无法吸纳寻求大量投资机会的剩余资本,经济陷入严重的停滞状态,而金融膨胀阻止了这一情况的恶化,使得经济变得越来越依赖于金融化。与James Crotty^[15]、Ozgur Orhangazi^[10]观点类似,在Greta R. Krippner^[6]看来,20世纪70年代及以后,“面对国内劳工的战斗性和海外与日俱增的国际竞争力,非金融企业对不断下降的投资回报的反应,就是将资本从生产领域抽走,将其转移到金融市场”。

James Crotty^[15]进一步认为,在实体投资利润不断降低的背景下,结合马克维茨等提出的企业是“根据可赚取的短期回报率配置或重新配置的一个资产束”的“企业投资组合观”,非金融企业(NFCs)管理者的行为变得短期化和金融化。Bernard Condon^[16]认为,企业的生产性利润远远低于其资本投机利润,因此尽管剩余价值最终在生产领域形成,非金融企业也会不断地将资本从生产领域抽出并投资于金融市场,以便参与更高利润率的剩余价值再分配。企业是利润追逐体,企业资本在实体投资和金融投资之间的转移揭示了这两个领域利润率的不同。当在现有行业获得的报酬不能满足企业需求时,为了获取更高利润,企业有可能会转移投资,而低门槛高回报的金融行业为其提供了新的方向。因此,本文提出以下假设:

H1:制造业企业金融化水平与其经营活动利润率负相关。

H2:制造业企业金融化水平与其在金融领域获得的回报正相关。

同时,对我国制造业上市公司金融化这一问题进行研究,发现企业的金融化水平变动曲线在2007~2017年间的波动情况与我国股市的波动情况非常类似,而其中2013~2014年金融化资产占比曲线虽然比我国股市主板市场上升得更为剧烈一些,但这两年是我国创业板市场迅速发展时期,因此笔者大胆猜测,股票市场是我国制造业企业资金流向的一个重要选择,并提出以下假设:

H3:制造业企业金融化水平与我国股票市场波动正相关。

Mason Haire^[17]于1959年提出了企业生命周期

理论,他借鉴了生物学中关于生命体的成长过程来划分企业的发展阶段,认为企业也存在由生到死的自然周期。在这一基础上,众多学者认为如果不同的企业处于相同的生命周期阶段,将会拥有更多的同质、类似的财务特征或管理、经营等非财务特征;而处于不同生命周期阶段的企业,则具有不同的自由现金流量水平、战略经营特征、管理者行为特征和财务特征等^{[18][19][20]}。这会使得企业在其成长的不同阶段,对经营利润、金融投资利润等有着不同的预期,进而其金融化水平也不尽相同。因此,有必要在上述假设基础上,对不同阶段的企业金融化行为进行分别研究。

另外,还有一些学者认为公司治理目标的转变和其金融化程度加深有着密切关系。他们认为,财务治理目标的转变是以“代理理论”为支持,而代理理论推崇“股东价值最大化”的财务目标。在这一目标的指导下,公司利润转向对股东分配,而不再过于遵循“留存再盈利”原则,公司价值也与股票市场紧密挂钩,使得公司管理层越来越注重金融业务。同时,“股东价值最大化”成为公司财务治理目标导致了非金融公司更倾向于利用分红、股票回购等方式增加股东收益,并涉足金融业务以满足公司资产的流动性要求^{[13][21][22]}。Ramaa Vasudevan^[23]认为,股票期权的授予直接导致高层管理人员通过回购股份抬高公司股价,再抛售所持股份获取暴利,通过金融交易和投机行为追逐短期收益使企业收入迅速膨胀。本文认为,对比我国企业的管理模式,股东的利益并未如西方发达国家那样得到保障,即股东价值最大化的企业治理目标并未被上市公司有效执行^[24],另外企业金融化是由企业治理目标的转变而引起的,观点本身仍有很多需要推敲之处。因此,本文不认为股东价值最大化和我国制造业企业金融化资产投资行为变化具有相关性。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以2007~2017年间我国沪深A股的制造业上市公司为研究样本,并对数据做出如下处理:①剔除ST类上市公司;②剔除样本期内连续经营未超过两年的公司;③剔除总资产小于等于0的公司,最终获得了16837个样本。数据来源于国泰安数据库、万德数据库和上市公司年报,并使用Matlab软件对其进行分析。此外,为避免异常值对实证结果的影响,

本文对连续数据进行上下1%的Winsorize截尾处理。

(二)变量定义

1. 被解释变量:金融化水平。本文采用金融化资产与总资产之比来反映企业的金融化水平。本文认为,属于企业金融化的资本应当满足下列条件:企业家主动取出以获得他人创造的一部分利润的资本,关键点在于主动取出、没有参与对方生产经营(即不属于经营性行为)、目的是得到他人创造的利润的一部分。

根据我国上市公司财务报告的相关规定,在2007~2017年间,企业金融化的内容包括:交易性金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额和投资性房地产。尽管某些企业会将闲置货币资金存入银行或购买一些银行短期(一般不超过三个月)理财产品并获得一定的利息收入,但本文并没有将货币资金归类为金融化资产,因为笔者认为企业家这样做的主要目的仍然是为了满足其不时之需以保证资金的流动性,而不是为了贷出以获得利息收入。同时,本文也未把资产负债表中的长期股权投资净额纳入考察范围之内,这是因为企业持有长期股权投资具有经营性目的,为谨慎起见,本文没有使用该项数据。综上,本文金融化水平的表达式如下:

金融化水平=(交易性金融资产+发放贷款及垫款净额+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+投资性房地产)/总资产

2. 解释变量。

(1)我国制造业上市公司实体领域利润率(EPR)。本文以我国制造业上市公司主营业务利润率来表示其在实体领域的利润率(EPR),即EPR=主营业务利润/主营业务收入。

(2)我国制造业上市公司金融领域获得的回报(FMR)。本文采用我国制造业上市公司金融化收入占利润比来表示其在金融领域获得的回报(FMR),即FMR=我国制造业上市公司金融化收入/利润总额。金融化收入是指企业利润中属于金融化的部分,主要通过瓜分他人剩余价值而取得,关键点在于企业家在没有参与对方生产经营的情况下仅依靠投入资金而获得对方创造利润的一部分。在2007~2017年间,我国制造业上市公司的金融化收入包括投资收益(除去对联营企业和合营企业的投资收益)、利息收入和公允价值变动收益。

(3)我国股票市场的波动(SMP)。本文以我国上海证券综合指数日收盘均价的年收益率来反映股票市场波动。

3. 控制变量。为了避免其他因素对企业金融化行为可能会造成的影响,根据现有研究,本文选择了企业规模、现金比率、资本密集度、企业成长性、股权集中度和产权归属作为控制变量。相关变量定义如表1所示。

表1 变量定义

| | 变量 | 描述 | 定义 |
|-------|--------|--------------------|---|
| 被解释变量 | FLevel | 金融化水平 | (交易性金融资产+发放贷款及垫款净额+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+投资性房地产)/总资产 |
| | EPR | 我国制造业上市公司实体领域利润率 | 主营业务利润/主营业务收入 |
| | FMR | 我国制造业上市公司金融领域获得的回报 | [投资收益(除去对联营企业和合营企业的投资收益)+利息收入+公允价值变动收益]/利润总额 |
| 解释变量 | SMP | 我国股票市场的波动 | 以我国上海证券综合指数日收盘均价的年收益率来反映我国股票市场波动 |
| | Size | 企业规模 | 公司年末总资产的自然对数 |
| | CR | 现金比率 | (货币资金+交易性金融资产)/流动负债 |
| | CI | 资本密集度 | 期末固定资产/总资产 |
| | Growth | 企业成长性 | (当期营业收入/上期营业收入)-1 |
| | First | 股权集中度 | 第一大股东控股比例 |
| | Gov | 产权归属 | 虚拟变量,如果样本属于国有企业,取值为1;否则为0 |

(三)企业生命周期划分

Dickinson^[25]根据企业经营、投资和筹资现金流的正负之分,将企业的生命周期划分为初创期、成长期、成熟期、动荡期和衰退期。该方法采用现金流而非会计数据对生命周期进行划分,相对保证了其客观性,一定程度上避免了管理者的盈余操纵对生命周期识别所造成的影响,因此被广泛运用于国内外的相关研究中。基于此,本文将企业分为成长期、成熟期和衰退期,具体划分方法如表2所示。

(四)回归模型设定

本文构建回归模型(1)、(2)和(3)分别用来检验

表2 企业生命周期阶段划分的现金流法

| | | 经营活动 现金流净额 | 投资活动 现金流净额 | 筹资活动 现金流净额 |
|-----|-----|---------------|---------------|---------------|
| 成长期 | 初创期 | - | - | + |
| | 成长期 | + | - | + |
| 成熟期 | 成熟期 | + | - | - |
| 衰退期 | 衰退期 | - | - | - |
| | 衰退期 | + | + | + |
| | 衰退期 | + | + | - |
| | 淘汰期 | - | + | + |
| | 淘汰期 | - | + | - |

假设H1、H2和H3。在检验三个假设时,基于对企业生命周期(成长期、成熟期和衰退期)的划分进行了分样本检验,并对分样本中的解释变量和控制变量的方向性、显著性与估计值大小进行比较。其中,i和t分别表示公司和年份, α_0 为模型常数项, $\alpha_{(j=1,2,\dots,7)}$ 为变量的估计系数, ε 为模型残差。

$$Flevel_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 CR_{i,t} + \alpha_4 CI_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 First_{i,t} + \alpha_7 Gov_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$Flevel_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FMR_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 CR_{i,t} + \alpha_4 CI_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 First_{i,t} + \alpha_7 Gov_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

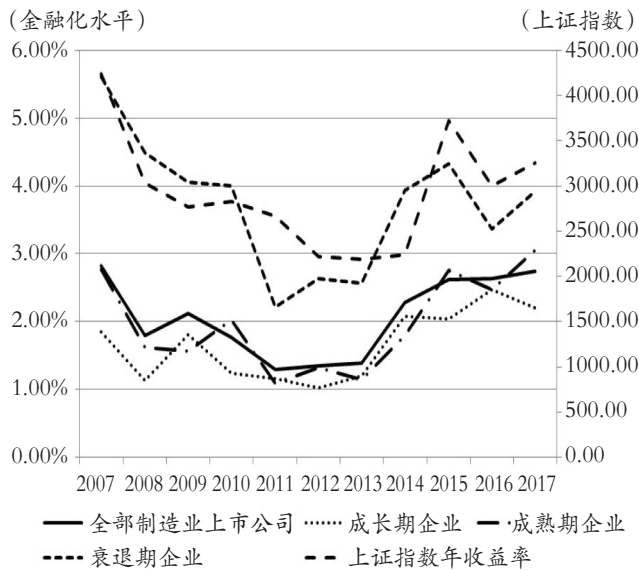
$$Flevel_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SMP_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 CR_{i,t} + \alpha_4 CI_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 First_{i,t} + \alpha_7 Gov_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

四、实证结果与分析

(一)制造业企业金融化水平变动趋势分析

本文从资产投入的角度来衡量企业金融化水平。2007~2017年间,制造业全样本及按照企业生命周期阶段划分的分样本金融化水平变动趋势如图所示。

从图中全样本数据来看,金融化水平在2007年处于高点,而在2007~2008年经历了急剧下跌。在2008~2013年之间,制造业企业金融化趋势缓慢下跌,但整体比较平稳。但从2013年开始,金融化水平又开始迅速上升,并有超越2007年高点的势头。由图中我国上证指数日收盘均价年收益率曲线可以看到,企业金融化水平的变动趋势与我国股市的波动情况非常吻合。其中,虽然2013~2014年制造业企业金融化水平开始急剧上升,而上证指数却比较平稳,但是这一期间的创业板市场发展迅猛。这一现象说明了我国股票市场是制造业企业资金流向的一个重要方向的可能性非常大。因此在实证分析中,本文加入了我国股票市场波动这一自变量来分析制造业企业金融化水平的影响因素。



制造业企业金融化水平变动趋势图

从图中分样本数据来看,可以看到成长期、成熟期和衰退期企业金融化水平的变动趋势与全样本制造业企业变动趋势基本一致,但金融化水平却有明显差别。其中,成熟期企业的金融化水平与全样本企业的金融化水平大致持平,成长期企业金融化水平略低,而衰退期企业的金融化水平远高于全样本企业的金融化水平。这一现象和处于生命周期不同阶段的企业特征吻合。处于成长期的企业,公司有着较高的销售增长率,公司成长速度很快,投资机会较多,通常会以扩张规模、占领市场为目标,而此时公司的资源有限,会着重把资金用在有助于其未来发展的经营领域中,较少购入金融资产,其金融化水平较低。处于成熟期的企业,其生产经营趋于稳定,前期利润积累在此时较为可观。但随着成长机会的减少,成熟期企业的投资机会在减少,投资强度在减弱,其多余现金可以投入金融领域,从而获得更多的

利润,此时其金融化水平较长期有所上升。企业进入衰退期之后,企业经营能力下降,销售收入大幅下滑,经营成本上升,营业收入为负。同时,衰退期企业虽然资产规模仍然较大,但已经没有对外投资能力和筹资能力。企业为了延长其存活期,寄希望于从金融市场上获得更多的回报,其金融化水平在整个生命周期内为最高。

(二)描述性统计

本文对模型各变量进行描述性统计分析,结果如表3所示。从总样本观测值来看,Flevel均值为0.017271,中位数为0.000515,标准差为0.049301,差异比较明显,这说明我国制造业上市企业的金融化水平差异较大。变量EPR的均值为0.056972,变量FMR的均值为0.352723,说明制造业企业从金融领域获得的利润要远大于从生产经营领域获得的利润。受利润最大化的影响,企业会倾向于购入金融化资产。

从分样本的变量统计结果来看(见表4),成长期的样本数量最多,占样本总量的50.94%,衰退期的样本数量最少,占总样本的15.92%。其中,从变量Flevel的均值来看,随着企业生命周期的推进,这一均值不断上升,上升速度逐渐变快,这一现象与上文的理论分析吻合。变量FMR在衰退期样本组的均值高达1.175271,说明衰退期企业严重缺乏好的投资机会,从生产经营领域获得的回报很低,需要依靠金融化资产带来的收入以保持一定的利润。

(三)回归分析

1. 总样本回归分析。总样本的回归分析结果如表5所示。模型(1)结果显示,解释变量EPR与被解释变量Flevel在1%的水平上显著负相关,说明企业在实体领域获得的利润越高,则投入到金融领域的

表3 变量描述性统计

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最大值 | 最小值 | 25分位数 | 中位数 | 75分位数 |
|--------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| FLevel | 16837 | 0.017271 | 0.049301 | 0.948673 | 0 | 0 | 0.000515 | 0.011795 |
| EPR | 16837 | 0.056972 | 0.261194 | 2.874509 | -15.5527 | 0.01542 | 0.062235 | 0.130066 |
| FMR | 16837 | 0.352723 | 5.012204 | 317.5473 | -103.83 | 0 | 0.009942 | 0.124309 |
| SMP | 16837 | 0.047028 | 0.30478 | 0.955479 | -0.33485 | -0.1838 | -0.01244 | 0.078719 |
| Size | 16837 | 21.69292 | 1.169215 | 25.21353 | 19.28751 | 20.86224 | 21.56443 | 22.33985 |
| CR | 16837 | 1.173187 | 2.784981 | 167.5698 | 0.002921 | 0.224171 | 0.427266 | 1.032214 |
| CI | 16837 | 0.24951 | 0.148227 | 0.861646 | 0.001789 | 0.136329 | 0.221672 | 0.337684 |
| Growth | 16837 | 0.291184 | 3.81916 | 348.6391 | -0.95595 | -0.01489 | 0.119213 | 0.281273 |
| Frist | 16837 | 0.3538 | 0.166408 | 0.750096 | 0 | 0.2403 | 0.34855 | 0.4728 |
| Gov | 16837 | 0.133842 | 0.340494 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |

表 4

分样本变量描述性统计

| | 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最大值 | 最小值 | 25 分位数 | 中位数 | 75 分位数 |
|-----|--------|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 成长期 | FLevel | 8576 | 0.014017 | 0.043978 | 0.92511 | 0 | 0 | 0.000272 | 0.009353 |
| | EPR | 8576 | 0.063162 | 0.18303 | 2.073323 | -4.1517 | 0.019895 | 0.065007 | 0.127817 |
| | FMR | 8576 | 0.22308 | 4.114815 | 317.5473 | -91.2985 | 0 | 0.005372 | 0.088322 |
| | SMP | 8576 | 0.033072 | 0.295824 | 0.955479 | -0.33485 | -0.1838 | -0.01244 | 0.078719 |
| 成熟期 | FLevel | 5580 | 0.015649 | 0.043377 | 0.909715 | 0 | 0 | 0.000553 | 0.011118 |
| | EPR | 5580 | 0.082691 | 0.167901 | 2.874509 | -2.68082 | 0.021645 | 0.071644 | 0.147912 |
| | FMR | 5580 | 0.169858 | 1.624715 | 92.11195 | -22.1697 | 0 | 0.009601 | 0.099094 |
| | SMP | 5580 | 0.064699 | 0.312352 | 0.955479 | -0.33485 | -0.09197 | -0.01244 | 0.078719 |
| 衰退期 | FLevel | 2681 | 0.031401 | 0.070794 | 0.948673 | 0 | 0 | 0.002786 | 0.027036 |
| | EPR | 2681 | -0.0196 | 0.511429 | 2.517612 | -15.5527 | -0.02897 | 0.02918 | 0.093489 |
| | FMR | 2681 | 1.175271 | 10.01611 | 297.2591 | -103.83 | 0 | 0.069 | 0.676651 |
| | SMP | 2681 | 0.053555 | 0.314363 | 0.955479 | -0.33485 | -0.1838 | 0.021001 | 0.078719 |

资金越少。因此,制造业企业金融化水平与其经营活动利润率负相关,H1得到验证。模型(2)结果显示,解释变量FMR与被解释变量Flevel的关系未通过检验,这意味着制造业企业在金融领域的资金投入量与其获得的金融性收入之间的相互关系并不显著,H2没有通过验证。结合已有文献及现实情况进行分析,本文认为出现这一情况的原因在于企业实体领域投资机会不多,导致企业宁愿用多余资金投入金融化资产,以“赌”其未来收益的不确定性。模型(3)结果显示,解释变量SMP与被解释变量Flevel在1%的水平上显著正相关,说明当我国股市行情走好时,企业更愿意购入股票等金融资产;当股市处于熊市时,企业会分配资金投资其他方向。因此,制造业企业金融化水平与我国股票市场波动正相关,H3得到验证。

2. 分样本回归分析。表6是三个模型在不同生命周期阶段样本下的回归结果。囿于篇幅,表中仅列示了解释变量的回归结果,常数项和控制变量的回归结果未列出。依据企业生命周期阶段对全样本进行划分之后,回归结果有了明显不同。H1(制造业企业金融化水平与其经营活动利润率负相关)在三个样本组中均得到了验证,但是EPR与Flevel相关系数的绝对值却是先增大后减小。说明企业在成熟期及其之前阶段,资金比较充裕,来自生产经营领域的利润率一旦下滑,企业会迅速将资金从实体领域中抽回改投金融领域。而企业在衰退期时,资金紧张,即使营业利润率有所下滑,也没有更多的资金可以投入到金融领域。这点与企业不同生命阶段的现金流状况吻合。H2(制造业企业金融化水平与其在

表 5 实证回归结果

| | | 模型(1) | 模型(2) | 模型(3) | |
|--------------------|--------|--|--|---|--|
| 常数项 | | 18.77303*** (0) | 19.35237*** (0) | 19.33537*** (0) | |
| | 解释变量 | EPR | -0.29447*** (1.16E ⁻⁶⁰) | | |
| | | FMR | | -0.00102 (0.397) | |
| SMP | | | | 0.109074*** (1.55E ⁻⁰⁵) | |
| 控制变量 | Size | -0.82068*** (0) | -0.84598*** (0) | -0.84545*** (0) | |
| | CR | 0.013243*** (1.98E ⁻⁹²) | 0.014024*** (6E ⁻¹⁰²) | 0.014051*** (1.95E ⁻¹⁰²) | |
| | CI | 0.035831*** (1.58E ⁻⁷²) | 0.036518*** (6.19E ⁻⁷⁴) | 0.036638*** (1.76E ⁻⁷⁴) | |
| | Growth | 0.001151*** (3.86E ⁻⁰⁸) | 0.001661*** (1.96E ⁻¹⁵) | 0.001659*** (2.02E ⁻¹⁵) | |
| | Frist | 0.506241*** (4.11E ⁻²⁸) | 0.481208*** (3.79E ⁻²⁵) | 0.480507*** (4.09E ⁻²⁵) | |
| | Gov | 0.060136*** (0.007568) | 0.055745** (0.014171) | 0.054046*** (0.017328) | |
| 调整后的R ² | | 0.5705 | 0.56302 | 0.56302 | |
| F统计量 | | 2764.031*** (0) | 2681.125*** (0) | 2681.125*** (0) | |

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著;括号内为t值。下同。

金融领域获得的回报正相关)在三个样本组中均未通过显著性检验。对于H3(制造业企业金融化水平与我国股票市场波动正相关),当企业处于成长期时,虽相关系数为正,但未通过显著性检验,说明在该期间内H3只能得到部分验证;当企业处于成熟

表 6

分样本回归结果

| | 解释变量 | 成长期 | 调整后的 R ² | 成熟期 | 调整后的 R ² | 衰退期 | 调整后的 R ² |
|-------|------|-------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|
| 模型(1) | EPR | -0.36979*** | 0.592549 | -0.75374*** | 0.576371 | -0.14695*** | 0.538258 |
| | | (9.23E ⁻³⁸) | | (2.67E ⁻⁵¹) | | (4.02E ⁻⁰⁷) | |
| 模型(2) | FMR | -0.00143 | 0.583317 | -0.00702 | 0.556697 | 0.000961 | 0.533006 |
| | | (0.399) | | (0.142) | | (0.637) | |
| 模型(3) | SMP | 0.016951 | 0.58329 | 0.171966*** | 0.557981 | 0.236783*** | 0.535141 |
| | | (0.619) | | (4.81E ⁻⁰⁵) | | (0.00117) | |

期及衰退期时,相关系数为正,且通过了显著性检验,H3得到验证。这说明企业在成长期的资金比较紧张,主要精力用于经营扩张方面,即使股票市场为牛市,但“有心无力”,没有更多的资金用来购入股票以获取高额利润。

3. 稳健性检验。为了使研究结论更可靠,本文采用指标替代法进行稳健性检验:①使用销售增长率来代替变量EPR的主营业务利润率指标;②使用沪深300指数收盘价的年收益率代替变量SMP的上证综指收盘均价的年收益率。实证结果与上文无实质性差异,研究结论保持不变。

五、结论

本文以我国沪深A股的所有制造业上市公司为研究对象,对其金融化问题进行了深入分析,从马克思经济学的角度分析了企业金融化的本质,即企业家利用生息资本瓜分他人创造的剩余价值。在这一基础之上,以企业生命周期为切入点,考察了我国制造业上市公司金融化水平的变动趋势及其影响因素。

结果发现,总体制造业企业的金融化水平在2012年之前并没有大的变动,整体略有下降。但从2013年开始,企业金融化水平开始急剧上升。同时,处于生命周期不同阶段的企业金融化水平有明显差异。从回归分析结果来看,企业对购入金融化资产的意愿较强烈,主营业务利润的下降或者股票市场的繁荣会使企业将资金迅速投入金融领域,而对金融化资产带来的回报是否理想却并不敏感。特别是对于衰退期企业,其已经无法从日常经营中获得理想收入,而是更加地依赖于金融领域,寄希望于购入金融化资产获得高额回报。

本文的研究结果对于中小企业管理具有重要意义:一是要充分发挥上市公司的治理作用,对上市公司不合理的金融化行为进行制约。二是不断提高企业的生产经营能力。对于成长期企业来说,应集中精

力提高主营业务能力,把握优质投资机会,以扩大公司规模、抢占市场份额为主要目标,不应过度关注金融市场。对于成熟期企业来说,应保持公司的生产经营规模,并适度地关注金融市场,有效利用前期积累的现金,科学配置金融化资产,使公司获得更多的利润。同时,也应把握金融化资产的购入量,加大对股东及投资者的回报。而衰退期企业正面临着销售和利润的萎缩,此时很有可能被市场淘汰,因此应更积极地解决公司生存问题,寻求好的发展机会或者转型机会,过度依赖金融市场只能暂时性地延长企业寿命,迷惑股东及投资者。

主要参考文献:

- [1] Foster J. B.. The Financialization of Capitalism[J]. Monthly Review, 2007(11): 1~12.
- [2] Epstein G. A.. Financialization and the World Economy[M]. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2005: 47~50.
- [3] Duménil G., Lévy D.. Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution [M]. Cambridge: Harvard University Press, 2004: 135~165.
- [4] Thomas I. P.. Financialization: What It Is and Why It Matters? [R]. Annandale-On-Hudson: The Levy Economics Institute of Bard College, 2007.
- [5] Arrighi G.. The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times [J]. American Political Science Review, 1995(4): 1~20.
- [6] Krippner G. R.. The Financialization of the American Economy [J]. Socio-Economic Review, 2005(3): 173~208.
- [7] Toporowski J.. Neologism as Theoretical Innovation in Economics: The Case of "Financialisation" [R]. London: The School of Oriental and African

- Studies, 2012.
- [8] Phillips K.. *Wealth and Democracy: A Political History of the American Rich* [M]. New York: Broadway Books, 2003: 114~149.
- [9] Demir F.. *The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries* [J]. *Review of Radical Political Economics*, 2007(39): 351~359.
- [10] Orhangazi O.. *Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973-2004* [J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008(6): 863~886.
- [11] Dore R.. *Stock Market Capitalism and Its Diffusion* [J]. *New Political Economy*, 2002(7): 115~121.
- [12] Brenner R.. *The Boon and Bubble: The US in the World Economy* [J]. *Perspectives in Biology & Medicine*, 2002(42): 333~355.
- [13] Palley T. I.. *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination* [M]. London: Palgrave Macmillan, 2013: 17~40.
- [14] 马克思. *资本论(第三卷)* [M]. 北京: 人民出版社, 2004: 377~449.
- [15] Crotty J.. *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Market on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era* [J]. *Review of Radical Political Economics*, 2003(3): 271~279.
- [16] Condon B.. *Fools' Paradise* [J]. *Forbes*, 2005(3): 23~26.
- [17] Haire M.. *Biological Models and Empirical Histories in the Growth of Organizations* [M]. New York: John Wiley, 1959: 272~306.
- [18] Miller D., Friesen P. H.. *A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle* [J]. *Management Science*, 1984(10): 1161~1183.
- [19] Liang C. J., Lin Y. L.. *Which IC is More Important? A Life-cycle Perspective* [J]. *Journal of Intellectual Capital*, 2008(1): 62~76.
- [20] Habib A., Hasan M. M.. *Firm Life Cycle, Corporate Risk-Taking and Investor Sentiment* [J]. *Accounting & Finance*, 2017(2): 465~497.
- [21] Lazonick W., O'Sullivan M.. *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance* [J]. *Economy and Society*, 2000(1): 13~35.
- [22] 张慕瀕. *非金融部门金融化与我国产业结构升级* [N]. *光明日报*, 2010-06-22.
- [23] Vasudevan R.. *The Global Meltdown: Financialisation, Dollar Hegemony and the Sub-Prime Market Collapse* [J]. *Economic and Political Weekly*, 2009(13): 193~199.
- [24] 千胜道. *解析企业财务目标三大误区* [J]. *会计师*, 2006(6): 24~29.
- [25] Dickinson V.. *Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle* [J]. *The Accounting Review*, 2011(6): 1969~1994.
- 作者单位: 四川大学商学院, 成都 610064