

分类号 F23/1118  
U D C

密级  
编号 10741



## 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 云南白药金融化下的财务绩效研究

研究生姓名: 吴雅楠

指导教师姓名、职称: 董成教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024年6月1日

## 独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 吴雅楠 签字日期： 2024.06.01

导师签名： 李成 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 郝三翔 签字日期： 2024.6.1

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 吴雅楠 签字日期： 2024.06.01

导师签名： 李成 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 郝三翔 签字日期： 2024.6.1

# Study on Financial Performance of Yunnan Baiyao under Financialization

**Candidate: Wu Ya'nan**

**Supervisor: Dong Cheng**

## 摘 要

随着我国进行供给侧结构性改革,经济已进入高质量发展阶段,产业结构不断调整,服务业占比不断上升,导致实体企业发展空间受到压缩,同时实体企业还面临着融资和经营困难的问题。目前证券和股票市场不断完善和发展,金融业的利润持续上升。在这种趋势下,实体企业开始开展金融化活动。医药制造业是我国的重要支柱产业,未来发展前景十分可观。近年来,由于各种内外部因素的影响,许多医药制造企业开始将资金投入金融领域。云南白药作为医药行业的领军企业和金融化程度较高的企业,研究其金融化下的财务绩效问题具有一定的现实意义。

本文在梳理了国内外相关文献并确定了本文的理论基础的基础上详细分析了云南白药的金融化现状和动因;然后运用熵值法对云南白药的财务绩效从横纵两个方向和偿债、盈利、运营、发展、研发能力五个维度进行对比,分析其现存的问题与不足。通过上述研究发现:第一,云南白药金融化受内外两方面因素影响。第二,云南白药存在过度金融化现象。第三,金融化对云南白药财务绩效存在负面影响。第四,金融化对企业的研发能力产生了一定程度的抑制作用。最后建议政府应加强对企业金融化的监管,鼓励实体企业专注于主营业务和实体投资。同时,云南白药公司应该增强金融风险防范意识,合理配置自身的金融资产,并重视自身主营业务的发展。

通过对云南白药金融化对企业财务绩效的影响进行分析,丰富了关于企业金融化对财务绩效的微观层面研究,同时为我国其他企业开展金融化活动提供了建议,使实体企业能够充分利用适度金融化所带来的积极影响,并避免过度金融化可能产生的不利影响。

**关键词:** 金融化 财务绩效 云南白药

## Abstract

With the implementation of supply-side structural reform in China, the economy has entered a stage of high-quality development. The industrial structure is continuously adjusted and the proportion of the service industry is steadily increasing. As a result, traditional manufacturing industries are facing problems of limited development space and financing and operational difficulties. Meanwhile, the securities and stock markets are experiencing continuous improvement and development, with profits in the financial industry increasing. Consequently, manufacturing enterprises have begun to shift their focus towards financialization as they "off virtual to real". The pharmaceutical manufacturing industry plays a crucial role in China's economy with promising prospects for growth. In recent years, influenced by both internal and external factors, this sector has started allocating financial assets. Yunnan Baiyao, a leading enterprise in the pharmaceutical industry with a strong emphasis on financial management, so it is of practical significance to study its financial performance under financialization.

This paper first reviews relevant literature and theoretical foundations from both domestic and abroad sources. Subsequently, it provides an in-depth analysis of Yunnan Baiyao's current state of financialization along with its motivations behind such actions.

Furthermore, this research has adopted entropy method to compare and analyze the existing problems and shortcomings of Yunnan Baiyao's financial performance from the vertical and horizontal directions and five dimensions of debt repayment, profit, operation, development as well as research & development capabilities. According to the above research, it can be concluded as follows. Firstly, Yunnan Baiyao's financialization is influenced by both internal and external factors. Secondly, there exists an excessive level of financialization within Yunnan Baiyao. Thirdly, financialization exerts a negative impact on the financial performance of Yunnan Baiyao. Fourthly, financialization moderately hampers the R&D capabilities of enterprises. Lastly, it is recommended that the government should strengthen its supervision over enterprise financialization and encourages entity businesses to prioritize their core operations and physical investments. At the same time, The Yunnan Baiyao Company should concurrently enhance its awareness of financial risk prevention and allocate its own financial assets reasonably, focusing on the development of its core business.

By analyzing the impact of Yunnan Baiyao financialization on the financial performance of enterprises, the study on the financial performance of enterprises from the micro level will be enriched. And suggestions are also provided for other Chinese enterprises to carry out financialization activities so that entities can make full use of the positive

impact of moderate financialization in the process of financialization and avoid the adverse impact of excessive financialization.

**Keywords:** Financialization; Financial performance; Yunnan Baiyao

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景和研究意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	2
1.2 文献综述 .....	2
1.2.1 金融化内涵研究 .....	2
1.2.2 金融化动因研究 .....	3
1.2.3 企业金融化后果研究 .....	4
1.2.4 财务绩效评价方法研究 .....	5
1.2.5 文献述评 .....	5
1.3 研究内容与研究方法 .....	6
1.3.1 研究内容 .....	6
1.3.2 研究方法 .....	7
1.3.3 主要框架 .....	8
<b>2 相关概念与理论基础</b> .....	9
2.1 相关概念 .....	9
2.1.1 金融化 .....	9
2.1.2 财务绩效 .....	9
2.1.3 熵值法 .....	10
2.2 理论基础 .....	10
2.2.1 “蓄水池”理论 .....	10
2.2.2 “挤出”理论 .....	10
2.2.3 “投资替代”理论 .....	11
<b>3 云南白药金融化现状和动因分析</b> .....	12
3.1 云南白药简介 .....	12



3.1.1 行业背景概况 .....	12
3.1.2 云南白药概况 .....	13
3.2 云南白药金融化现状 .....	15
3.2.1 金融化进程分析 .....	15
3.2.2 金融资产配置情况分析 .....	16
3.2.3 金融投资收益情况分析 .....	18
3.3 云南白药金融化的动因 .....	20
3.3.1 外部动因 .....	20
3.3.2 内部动因 .....	22
<b>4 云南白药金融化财务绩效分析 .....</b>	<b>24</b>
4.1 熵值法下云南白药金融化财务绩效评价体系的构建 .....	24
4.1.1 构建思路 .....	24
4.1.2 选择评价指标的原则 .....	24
4.1.3 具体指标选取 .....	25
4.1.4 熵值法具体步骤 .....	26
4.2 熵值法下云南白药金融化财务绩效的纵向对比 .....	27
4.2.1 样本选取与处理 .....	27
4.2.2 数据处理结果分析 .....	31
4.2.3 各维度绩效分析 .....	32
4.3 熵值法下云南白药金融化财务绩效的横向对比 .....	39
4.3.1 样本选取与处理 .....	39
4.3.2 数据处理结果分析 .....	43
4.3.3 各维度绩效分析 .....	44
<b>5 结论与建议 .....</b>	<b>52</b>
5.1 研究结论 .....	52
5.2 相关建议 .....	53
5.2.1 政府层面 .....	53
5.2.2 企业层面 .....	54
<b>参考文献 .....</b>	<b>55</b>

后 记..... 59

# 1 绪论

## 1.1 研究背景和研究意义

### 1.1.1 研究背景

十九大报告强调，我国经济已经进入高质量发展阶段，经济增长速度回落，生产率增速放缓，潜在增长率下降，资源和人口红利淡化。实体企业一方面面临着生产要素成本上升，经营利润下降，融资困难等挑战，还要应对调整经济结构，重塑实体经济形态带来的更高要求。这时，金融行业的投资回报率一直相当可观，远高于实体经济的行业平均水平。因此，在资本投机的推动下，越来越多实体企业涉足金融领域，不断提高持有金融资产的数量，期望能提高企业利润。

对于实体企业的发展而言，金融化具有两面性。在企业的经营过程中，将金融元素融入企业的经营中，利用金融投资额外提高收益，为企业提供更多的融资渠道、拓宽收益来源、降低融资成本和经营风险，进而促进企业发展。然而，如果企业过度追求金融化带来的短期利益，将大部分的资金用于扩大金融资产的持有量，忽略企业主营业务，导致企业发展偏离主业。长期以往，并不利于企业的发展。实体企业金融化对企业造成的影响得到了政府的重视，我国政府出台一系列规范实体企业金融投资行为的政策，这为非金融企业敲响了警钟，也说明了现阶段我国金融化发展的普遍性。

目前，医药行业市场规模大，医药企业数量多，竞争激烈，而且医药行业的生产成本较高，产品研发周期长投入高，使得医药企业的利润空间较小。因此，部分医药企业开始寻找新的获利途径，开始了企业金融化的进程。其中，云南白药格外明显。云南白药成立于1971年，在之后的发展过程中，其规模不断扩大。在这个过程中，云南白药也开始了金融化进程，前后参股了腾讯控股、小米集团、伊利股份等企业，这些投资给企业带来了巨大利润。2021年，云南白药金融投资开始出现亏损。尽管如此，云南白药也没有停止金融化。基于以上情况，随着金融化时间的延长和金融资产存量的增加以及金融化水平的提高，可能会导致可用于经营生产的资金减少。金融化对云南白药发展的正反作用可以通过财务绩效

来体现。因此，研究云南白药在金融化背景下的财务表现对该企业发展具有重要意义，也能为其他企业提供借鉴。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

第一，丰富了企业金融化经济后果的研究。本文通过对文献的梳理总结，探讨了企业金融化对财务绩效在微观层面的影响，丰富了相关研究内容。第二，通过分析云南白药金融化动因及其对财务绩效的影响，为企业金融化提供了理论支持，并结合具体案例深入探讨了金融化带来的经济后果和对未来发展的影响，为解决企业金融化问题提供理论依据。第三，丰富了医药行业财务绩效研究领域的成果。目前涉及医药行业金融化的财务绩效评价研究的文献较少。本文将对云南白药进行财务指标分析，首先纵向比较该公司七年的财务数据，然后横向对比同行业其他五家公司，从盈利、发展、偿债、营运和研发能力等方面进行分析。同时，在熵值法的基础上，对其财务绩效状况进行系统科学地评价。

#### (2) 实践意义

云南白药金融化历经多个阶段的经济市场环境和宏观政策环境，具有一定的代表性。本文探讨了云南白药在金融化过程中所面临的问题，并提出相关建议，旨在防止企业“脱实向虚”，推动经济可持续发展，同时为其他企业合理开展金融化活动提供参考。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 金融化内涵研究

随着经济社会的进步，实体企业逐渐呈现出增加金融投资、减少实业生产的趋势。“金融化”是由 Arrighi (1994) 第一个提出的。金融化是资本积累的一种途径，这意味着不止实业经营可以盈利，金融投资也可以盈利。Orhangazi (2006) 和 Demir (2009) 认为企业融资主要依赖于金融投资和外部融资，因此企业越来越倾向于利用金融渠道获取资金，而不是依靠实体产业发展。另外，Stockhammer (2017) 从股东价值最大化的角度分析，实现股东价值最大化的方式不再拘泥于

实体主业的经营，将资本投入金融投资获取即时利润也能满足这一要求。针对公司治理结构的变化，Williams（2011）和Lazonick & O'Sullivan（2020）将公司金融化定义为以股东利益为目标，有方向地增加金融资产的企业盈余管理，以期在短期内尽可能多的获利。

在国内，王红建（2017）、杜勇（2017）和戴贇（2018）指出，企业金融化是指非金融企业增加持有金融资产的比例，同时减少实业投资。张慕濒和诸葛恒中（2019）认为企业金融化是通过投资收益和收入的比率来实施的，利用并购和分红等方式来实现股东利益最大化的目标。结合上述观点，蔡明荣和任世驰（2019）提出，与企业金融资产在总资产中所占份额增加相关的金融化措施表明企业更加重视金融市场对资本增值的作用。

目前，与企业金融化测量有关的指标有动态和静态两种。部分学者依据研究内容选择多个指标来评估企业的金融化程度。邓迦予（2014）、吴军和陈丽萍（2018）综合利用财务收益率、财务投资率和金融资产率来衡量实体企业的金融化水平。

### 1.2.2 金融化动因研究

随着全球经济环境的改变，实体经济受到自身经营发展困难和金融行业高收益的影响，逐步开始金融化进程。国外学者主要基于“蓄水池”和“投资替代”两个理论分析金融化动因。Luo和Zhu（2014）认为，实体企业经营困难，竞争激烈，导致实体投资降低，金融投资增加，实体企业的发展受到进一步制约。宋军和陆旸（2015）认为经营效率处于两级的企业更偏向进行金融化，实证研究表明，企业持有的金融资本和资产回报率之比呈U型，原因如下：经营效率较高的企业通常会拥有充裕的资本，有额外的资本进行金融投资活动；经营效率较低的企业更重视投资回报，而金融投资符合这一特点。

我国学者主要从储备动因和套现动机两个角度分析金融化动因。这里的储备动因也就是“储水池”效应，张曾莲和穆林（2018）都认为，完善的公司制度可以实现这一效应，减轻企业财务压力。随着企业经营风险持续上升，企业金融化出于盈利的动机也更为明显。陆婷（2018）通过实证研究证明企业增加或者减少金融资产的持有量都只是希望获利，并非抵御风险。这两种动机并不矛盾，是公司外部环境和内部资本管理共同作用的结果，会随着内外部因素的变化而产生。

### 1.2.3 企业金融化后果研究

企业金融化的积极作用体现为：（1）发挥“蓄水池”作用，帮助企业减轻融资赤字的压力。Theurillat（2010）认为，企业金融化将在改善财务数据的同时增加资产的流动性，这将使企业能够更好地克服赤字。徐珊（2019）指出，企业金融化可以使投资更具有多样性和灵活性，这可以增加企业资产的流动性，帮助企业更好地应对财务压力。（2）缓解融资限制，王红建（2017）提出企业可以通过与金融机构的投资加强联系，以便银行提高企业融资额度，减轻资金压力。栾天虹和袁亚冬（2019）指出我国企业融资渠道主要依赖银行贷款。（3）帮助企业抵抗运营风险、提高财务绩效。吴军和陈丽萍（2018）指出，如果金融资产所占份额适中能更好地帮助企业配置资源和增加利润。马红和王永嘉（2019）认为，企业金融化也可以帮助企业更好地管理生产过程中的风险。Demir（2009）认为，非金融企业在金融市场上的多元化投资可以帮助他们在良好的经济条件下，实现远高于生产经营产生的利润回报，并帮助它们在经济低迷时期应对运营风险。王红建（2017）认为企业金融化可以使企业在其相关领域较快速度地提高经营业绩。

企业金融化的消极作用包括：（1）限制主营业务的发展空间。马红和王永嘉（2019）认为，一旦开始金融化，企业的主业发展空间可能会被压缩，不利于其可持续发展。郭丽婷（2018）认为，在有限资源下对金融资产的配置会削弱实体产业可用的资金空间，影响主营业务的发展。（2）降低盈利能力与盈利质量。徐珊（2019）认为企业金融资产会降低整体经营效率，影响获利能力。（3）增加企业面临的风险。杜勇（2019）指出，企业金融化增加了经营风险，高风险的金融投资带来的收益可以作用在企业的经营生产活动，但与此同时金融资产也会挤占企业的生产资金。孙洪锋和刘嫦（2019）认为，不断增加在金融领域的投资导致企业承担更多的风险。

通过分析金融化带来的后果，可以发现金融化对企业各方面都产生了复杂的影响，既有积极影响也存在消极影响。胡海峰和窦斌（2020）认为适度的金融化有利于企业的发展，反之会妨碍其发展。王少华和上官泽明（2019）认为适度的金融化可以帮助企业通过投资获得更多的收益，有利于企业经营和发展。企业需要综合考虑个体特点、经营能力、财务状况等因素来评估自己的资源和能力，充

分认识到适度金融化的好处以及过度金融化可能带来的弊端,应当理性科学地对待金融化。

#### 1.2.4 财务绩效评价方法研究

在国外, Stewart (1982) 从股东的角度提出了经济附加值, 认为只有当企业的利润水平高于股东投资的成本时, 股东投资才有意义。Kaplan 和 Norton (1992) 认为财务绩效传统的评价方法前瞻性不足, 只能衡量过去发生的事物。因此, 他们提出一种新方式来评价财务绩效, 该方法可以将目标精准化, 综合考虑财务角度、非财务角度、内部以及外部因素。Nicolae Baltes 和 Georgiana Minculete (2016) 经过研究发现, 罗马尼亚制药业的财务绩效受到通货膨胀、权益乘数和经济利润的正向影响。

在国内, 王继民和蔡敏等研究人员 (2016) 发现功效系数法和我国国有企业的情况更匹配, 利用功效系数法估算上市钢铁企业的财务绩效可以获得更好的结果。朱和平和郭佳佳 (2017) 在评价体系里加入了创新维度, 用熵权法构建了评价模型来评价制造业企业绩效, 改进后的评价结果更加准确, 适用性更强。冒云霖 (2017) 利用平衡计分卡理论和层次分析法创建了适合 L 公司发展现状的综合财务绩效评价体系。朱学义 (2020) 对企业的财务指标检验运用了绝对置换法和渐进率辅助降幅法。乔丽媛 (2020) 认为, 在对企业的财务数据进行比率分析时, 可以结合经济增加值分析和杜邦分析来评估企业的财务绩效, 并且发现这种方法比使用单一方法更加科学。综上, 综合评价财务指标的方法是新的发展趋势。

#### 1.2.5 文献述评

在企业金融化概念方面, 目前对其定义尚未达成一致, 但已经得出的研究结论可以总结为两部分: 第一, 企业与金融市场的联系更加紧密, 部分企业资源从传统制造业和商业活动转向金融投资。第二, 企业利润的来源渠道相比于传统制造业, 更倾向于金融和房地产行业。在对企业金融化度量时, 有静态和动态两种指标类型。

在企业金融化动因方面, “蓄水池” 和 “投资替代” 理论是国外学者的主要研究方向, 而国内学者的研究集中在储备动因和套现动机。

在企业金融化经济后果方面,学者们认为企业金融化对企业的发展需要结合企业情况具体分析。基于大多数企业以套利作为金融化动机,多数学者认为企业金融化的消极影响多于积极影响。目前对企业金融化经济后果的研究主要涉及主业发展、企业利润情况、融资限制和经营风险等多个方面。学者们形成了一个共识:金融化对企业的影响是复杂的,应当科学有效地进行金融化。

最后,国内的财务绩效评价方法研究较为滞后,主要通过引进和学习国外的方法,在实践中不断完善和改进。

综上所述,目前国内外学者主要从宏观经济环境出发对企业金融化进行研究,这种研究对特定企业的借鉴意义较为有限。国内学者主要是采用实证方法研究金融化对宏观经济的影响,很少研究其对特定企业的经济后果。本文从企业金融化角度出发,以云南白药为例,研究其财务绩效,有利于企业更好地理解金融化带来的后果,丰富企业金融化的研究视角,具有一定的现实意义。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

本文分六个部分进行研究:

第一部分是绪论。介绍了文章研究背景及研究意义,梳理总结了国内外学者针对金融化内涵、动因、经济后果和财务绩效评价方法的研究现状以及选题研究内容和采用的研究方法。

第二部分是相关概念与理论基础。这一章首先对金融化和财务绩效进行定义;其次介绍了本文写作所依据的三个理论:“蓄水池”理论、“挤出”理论和“投资替代”理论,为本文提供科学的理论支撑。

第三部分是云南白药金融化现状介绍和动因分析。这一章首先介绍了医药行业背景和云南白药发展的现状;然后从金融化进程、金融资产配置情况、金融投资收益情况三个方面分析了云南白药的金融化现状;最后从外内部两方面分析了云南白药的金融化动因。

第四部分是云南白药金融化财务绩效分析。利用熵值法构建金融化财务绩效评价体系,从横纵向两个方向综合评价了云南白药财务绩效的表现。



第五部分是云南白药金融化现存问题和优化建议。这一章结合云南白药金融化的动因分析出其在金融化中存在的问题，并为其后续发展提供一些具体的建议。

第六部分是研究结论与相关建议。这一章主要介绍了本文的研究结论与相关建议。

### 1.3.2 研究方法

#### （1）文献研究法

本文将从金融化含义、引发金融化的原因、金融化带来的后果和财务绩效评价方法等方面对相关文献进行梳理和总结，以了解国内外学者对这些问题的研究现状。同时，梳理本文写作思路。

#### （2）案例分析法

案例研究法是研究者用严谨客观的态度，从文献资料中提取有用信息，发现事物内在规律和联系的研究方法。本文选取云南白药作为研究对象，分析其财务绩效，并依据分析结果进行财务绩效评价，找出云南白药金融化目前存在的不足，并提出相应的建议。

#### （3）比较分析法

本案例首先选取了云南白药近七年的财务指标数据进行纵向分析，再选取了同行业五家医药上市企业在 2022 年的财务指标数据进行横向分析，来研究金融化对云南白药财务绩效的影响。

### 1.3.3 主要框架

见图 1.1:

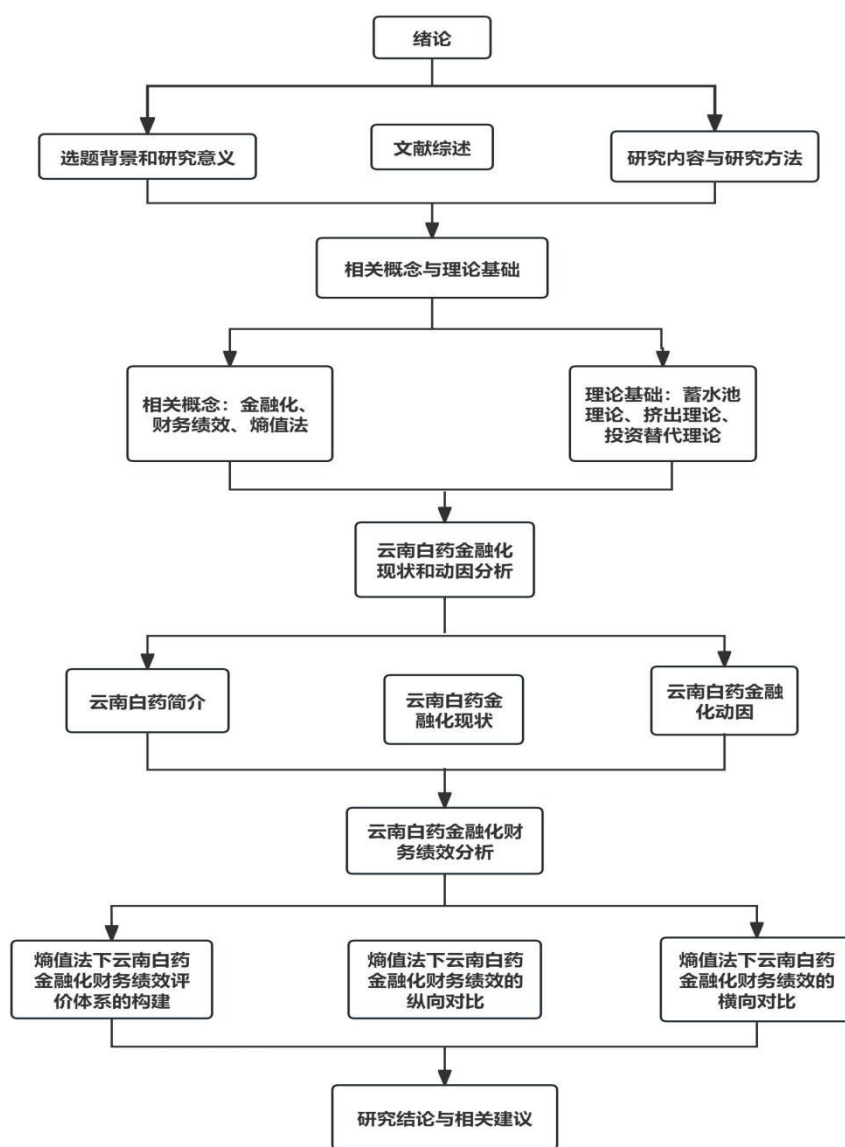


图 1.1 分析框架图

## 2 相关概念与理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 金融化

金融化的含义主要包括以下三个方面：第一，在初始阶段，金融化被定义为经济金融的现象，即对金融业在经济体系中的份额进行界定。随着金融业的发展，经济金融化的现象也更为普遍。第二，从金融活动利润的角度进行定义，这证明公司收益的很大一部分不再是实体产业利润，金融投资带来的收益超过了实体产业带来的收益，金融投资的形式逐渐取代实体产业。第三，金融机构以外企业的金融投资比重增加，越来越多地参与金融活动，金融业务交易的规模不断扩大。根据以上对企业金融化含义的理解，企业金融化程度的衡量方式可以分为两种：一种是从企业金融资产持有角度来衡量，即通过金融资产占总资产的比重来评估金融化程度；另一种是从企业金融投资收益角度来衡量，即比较金融收益占营业利润的比重来评估金融化程度。金融化程度公式为：

$$\text{企业金融化（资产）} = \frac{\text{金融资产}}{\text{总资产}} \times 100\% \quad (\text{公式 1})$$

$$\text{企业金融化（收益）} = \frac{\text{金融收益}}{\text{营业利润}} \times 100\% \quad (\text{公式 2})$$

#### 2.1.2 财务绩效

财务绩效是指企业在有限的资源条件下，实施和执行财务管理制定的战略后对企业成绩和成效的反映。通过对财务绩效的分析评价可以有效客观地检测生产经营、投资活动等业务活动的效果。研究财务绩效能评估企业的经营能力以及未来的发展能力。财务绩效的评估主要采用定性和定量两种方式，定性主要以描述和解释为主，侧重点是问题的本质和特征；定量主要以统计和量化为主，侧重点是问题的数量和程度。

### 2.1.3 熵值法

熵值法是一种客观科学的赋权方法。首先计算指标的熵，再依据指标的差异系数进行赋权，最后得到指标相应的权重，这为财务绩效综合评价提供了科学的依据。熵值法通过指标的离散程度来判断指标对综合评价的作用，这两者呈现正相关关系。离散程度增加，则对综合评价产生的影响越大，反之亦然。熵值法能够真实合理地反映指标数据的各种信息。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 “蓄水池”理论

“蓄水池”理论是指企业为了规避未来可能面对的财务或者经营风险，利用金融资产的流动性及变现速度快的特点，将货币资金转化为金融资产，也就是说企业进行金融投资的原因是为了应对不确定性而增加的流动性储备。该理论是基于凯恩斯的预防性储蓄理论提出的。凯恩斯认为企业持有货币资金的原因包括预防性储蓄、投资需求和交易需求。预防性储蓄是指企业为了应对未来的不确定性，会在资金闲置时增加金融资产储备，并在企业出现突发性财务困难时出售金融资产来减轻企业财务压力，降低经营风险。

当企业的生产经营活动发展向好，且有一定的闲置资金，金融化的“储水池”理论体现在增加金融资产的持有量。通过合理配置金融资产，以保值或增值闲置资金，并规避流动性风险，为“蓄水池”提供充足的流动性，增强企业抗风险能力。当企业面对资金链断裂或者经营不善等问题时，企业可以利用先前配置金融资产所获得的收益和出售金融资产的资金来减轻企业资金压力。

### 2.2.2 “挤出”理论

企业在进行资本投资时，一般有实体投资和金融投资两种选择。实体投资是指投资企业实体产业的研发和生产。金融投资是指对金融市场的资本投资，比如购买股票、债券、基金等。任何企业可以控制的资源都不是无限的，尤其是在投

资过程中，其中一方必然会影响另一方。在有限资源的前提下，这两者可以相互替代，这意味着增加对金融市场的投资一般会挤出其对主业生产经营的投资。

近年来，受国际市场环境和国内需求波动的影响，国内实体企业利润较低，而金融业的资本回报率有所提高，超过了实体行业。在这种趋势下，很多企业在金融市场投入大量资金，进行金融化。在一定时间内，企业只能掌握有限资源，如果长期侧重于金融投资而忽略实体投资，会导致企业“空心化”，市场竞争力下降，经营风险增加。同时，虽然金融市场的投资收益高且流动性快，但是高收益往往伴随着高风险，企业获利能力受金融市场捆绑影响，增加了企业的风险。

### 2.2.3 “投资替代”理论

“投资替代”理论是由金融资产投机性假说衍生而来，该理论认为在实体经济下行，金融经济繁荣发展的经济形势下，企业为追求利润最大化，会优先将资金投入高回报率的金融市场，对主营业务的投资形成替代。与“蓄水池”理论不同，“投资替代”理论认为金融资产持有量增加会阻碍企业主营业务的发展。基于我国实际状况而言，国内学者更支持第二个观点，也存在两者兼具的观点。

“投资替代”理论的主要依据有以下三个方面：第一，从实体产业自身而言，国际市场受金融危机影响，汇率波动，需求不足，市场低迷，出口型企业只能向国内市场寻求发展，加剧了国内市场竞争。同时，国内市场生产要素成本上涨、产能过剩，实体产业利润下降，发展动力不足，企业经营困难。企业通过投资主业、提高创新能力等方式来创造新的利润增长机会，但研发周期长、投入大、不确定性强，实体企业更倾向于将资金投入回报高、流动性强的金融市场，以此获得高收益。第二，从金融市场来看，金融市场受金融和房地产行业繁荣发展和宽松的货币政策影响，投资回报率高于主营业务投资回报率，而且金融市场门槛低、流动性强，诱使实体企业进行金融投资。最后，委托代理也是导致实体企业进行金融化的原因。企业管理者为满足股东和投资者的需求会不断提高企业的利润水平。当对实体产业的投资无法提高企业利润时，管理者更倾向于高收益的金融市场来提升短期业绩。此外，管理者的薪资报酬和业绩紧密联系，为追求个人利益而选择投资金融市场。长此以往，企业的核心竞争力会受到负面影响，不利于企业可持续发展。

### 3 云南白药金融化现状和动因分析

#### 3.1 云南白药简介

##### 3.1.1 行业背景概况

医药制造行业作为我国重点发展的领域，是国民经济中不可或缺的构成部分，与人民群众生活紧密相连。根据图 3.1 分析，直至 2022 年，我国医药制造行业的企业数量已经达到 8814 家，较 2016 年上涨了 18.3%，医药制造业市场规模不断扩大；根据图 3.2 可得，2022 年，医药制造业总产值 31505.6 亿元，资产总计 47885.3 亿元，营业收入 29111.4 亿元，利润总额 4288.7 亿元。虽然营业收入和利润总额相较上一年减少，但仍处于行业前列。随着人口老龄化程度的加剧、国民收入水平的提高和国家对医药行业的政策扶持，我国医药行业将迎来重大发展。

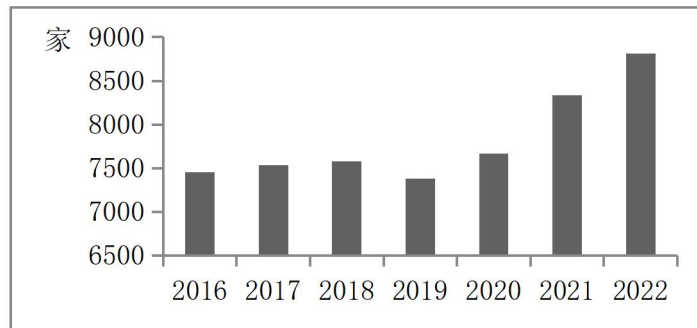


图 3.1 2016—2022 年医药制造行业企业数量

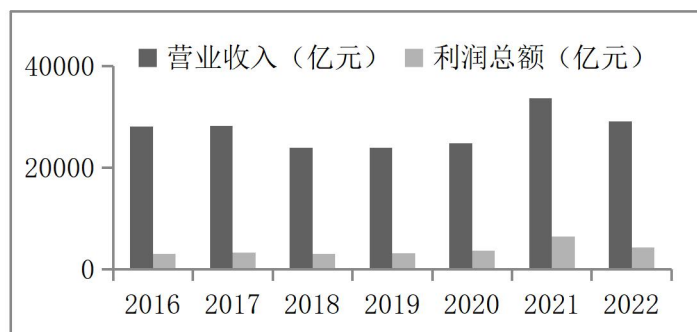


图 3.2 2016—2022 年医药制造行业营业收入和利润总额

医药行业属于高新技术行业，有高科技性和高投入性的特征。为提高市场竞争力，需要投入大量高精尖人才和资金不断开发新药。但医药制造行业研发周期长、投入高、风险性高、原材料成本上涨、医药企业利润率下滑。在这样的环境下，为增加企业收入、实现收入多元化、分散经营风险，部分医药制造业企业开始将目光投向投资回报率高、流动性强的金融领域，进行金融化活动。医药制造业近年来逐步加深金融化程度，整体金融化水平基本保持在 10%左右，没有达到深度金融化阶段。但有些企业已经存在过度金融化现象，比如云南白药、恒瑞医药等行业领先地位的企业金融资产规模均保持在较高的水平。

### 3.1.2 云南白药概况

云南白药创立于 1971 年，1993 年在深交所成功上市，成为云南医药领域中首个上市企业；2016 年开始混合所有制改革，2019 年引入私有资本结束混改。2021 年提出了“守护生命与健康”的企业愿景，并致力于将云南白药打造成备受人们喜爱且价格适中的国民品牌；2022 年，云南白药总营收达到 364.88 亿人民币，较上年同比增长了 0.31%，利润总额达到 33.77 亿人民币，较上年同比负增长了 3.01%。虽然 2022 年利润总额呈下降趋势，但依然处于行业领先地位。

云南白药围绕“新白药，大健康”战略，已经形成了药品、健康品、中药资源、云南省医药事业有限公司四大生产经营核心。2022 年开始涉足茶品和工业大麻领域。云南白药具体主营业务板块见下图 3.3：

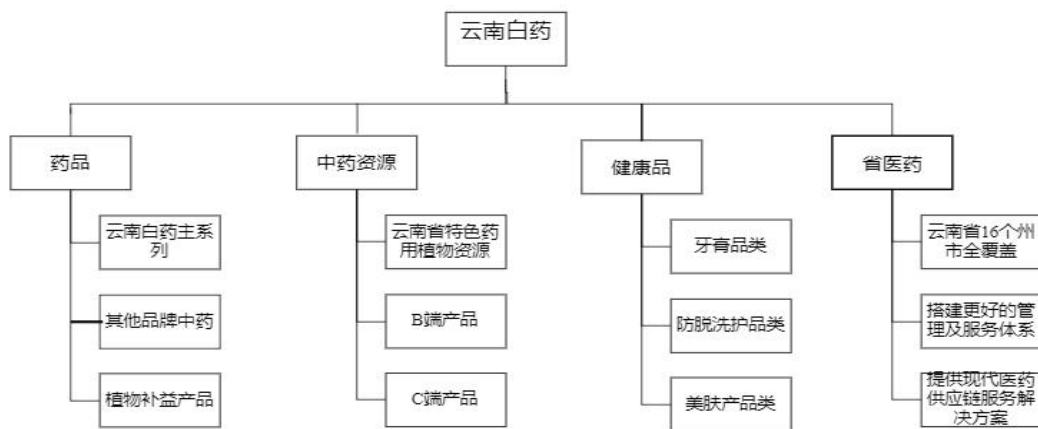


图 3.3 云南白药主营业务板块图

医药事业部以云南白药系列为核心，不断进行品牌开拓。2022年，药品事业部主营业务收入为59.83亿元，有10种产品销售超过10亿元；健康品事业部的业务核心为牙膏品类，其市场占有率达到了22.2%，始终位居首位。2022年健康品事业部主营业务收入首次突破60亿元，长期优质增长，成为企业成长核心动力；中药资源事业部以云南省特色药用植物为中心，打造中药全产业链。2022年营业收入超14亿元，整体外销增长超过30%，其中中药材收入较上年同比增长36%；云南省医药事业有限公司持续巩固云南省药品流通企业市场份额领先地位，已覆盖云南省16个州市，致力于为上下游客户提供优质的现代医药供应链服务。

在云南白药一系列发展战略的助推下，其主营业务收入水平持续提高，图3.4是云南白药在2016—2022年营业收入的变动情况图，其中，营业收入最低的是2016年，为224.11亿元。营业收入最高的是2022年，为364.88亿元。但在这期间，云南白药的营业收入增长率增长缓慢，且在2022年急剧下滑。从总体来看，营业收入增长率这一指标呈现出下降趋势，这说明云南白药金融化活动在一定程度上对其主营业务的发展产生了消极作用。

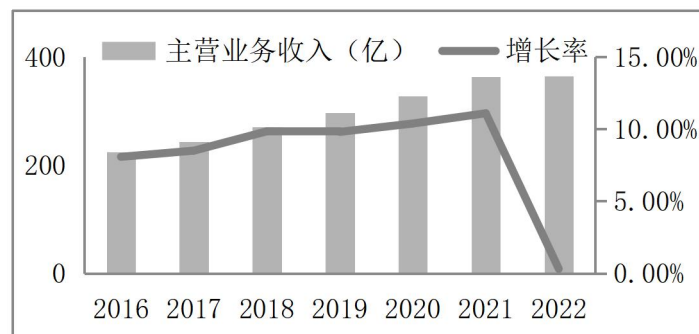


图 3.4 云南白药主营业务收入变动趋势图

根据下图 3.5 云南白药收入结构图分析可得，云南白药的收入主要以商业销售和工业销售为主，各自稳定在 60%和 35%左右。技术服务、旅店饮食业、种植业销售收入等其他行业收入总计占总收入比例不足 1%。



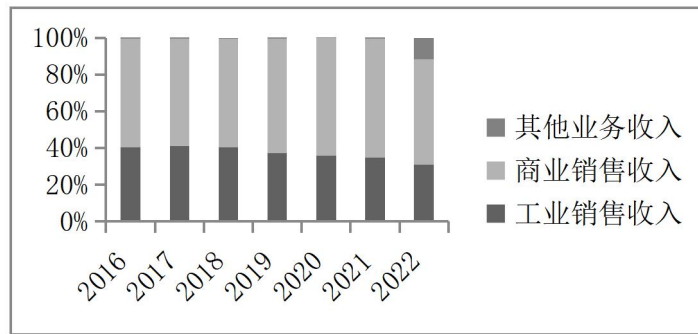


图 3.5 2016—2022 年云南白药分行业收入占比图

股权结构是公司治理的基础，云南白药作为标杆企业，在《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》出台后迅速进行混合所有制改革。本文根据云南白药股权结构变化的相关内容绘制了下表 3.1：

表 3.1 云南白药 2023 年流通股东具体分配表

机构或基金名称	持有数量（亿股）	占流通股比例（%）
云南省国有股权运营管理有限公司	4.50	25.19
新华都实业集团股份有限公司	4.36	24.41
云南合和（集团）股份有限公司	1.46	8.19
香港中央结算有限公司	0.946	5.30
江苏鱼跃科技发展有限公司	0.463	2.59
中国证券金融股份有限公司	0.374	2.09
瑞银资产管理有限公司	0.182	1.02
中央汇金资产管理有限责任公司	0.167	0.93
全国社保基金一零组合	0.118	0.66

数据来源：企业年报

### 3.2 云南白药金融化现状

#### 3.2.1 金融化进程分析

2016 年以前，云南白药就出现了金融化趋势，比如在 2001 年投资 2000 万

元参股红塔证券股份有限公司，2012 年进行少量委托理财业务。在这期间，云南白药金融化水平非常低。2016 年开始，随着委托理财业务规模的大量扩张，云南白药金融化进程正式开始。根据云南白药在不同时期金融投资的特征，将其金融化进程大致分为以下三个阶段：

第一阶段为 2016—2018 年。在这个阶段，云南白药以低风险低收益的委托理财为主，对银行保本产品、货币市场基金和其他保本理财产品的购买力度不断加大。金融投资资金大多是企业自用的，提高了闲置资金使用率。

第二阶段为 2019—2021 年。云南白药在 2019 年通过了调整自有资金理财额度的方案，试图寻找多元化的投资方式，开始由保本理财业务转向了以股票为主的证券投资，这类投资以高风险高收益为特征，这意味着云南白药的投资风格开始由保守转为激进，金融化动机逐渐从提高资金使用率变为追逐高额收益。2019 年云南白药开始购入股票，股票主要以同行为主，比如九州通、中国抗体等；2020 年，云南白药开始将股票投资重心转向高科技和食品加工行业，总投资额达到 138 亿元，主要投资对象包括腾讯控股、小米集团和贵州茅台。这些为云南白药带来了高额的收益，公允价值变动净收益增加 918.18%；2021 年，由于股票市场和资本市场波动震动，大部分金融资产价值贬值，云南白药发生大额亏损，公允价值变动收益较 2020 年减少 41.69 亿元，其中小米集团股票亏损高达 14 亿元。云南白药金融化不断加深，出现过度金融化现象。

第三阶段为 2022—至今。在经历了 2021 年的金融投资大额亏损之后，云南白药在 2022 年云南白药开始转变投资策略，控制二级市场投资规模，清仓了腾讯控股、恒瑞医药等企业的股票，并出售了部分富国鼎利纯债基金、中国抗体基金和小米集团股票。交易性金融资产比重下降，占总资产比重为 4.53%，较年初比重下降了 4.49%。投资策略从激进的股票投资转入了保守的债券投资。

### 3.2.2 金融资产配置情况分析

根据云南白药的年度报告，可以得知其金融资产共有 5 项：交易性金融资产、应收利息及应收股利、持有至到期投资、长期股权投资和投资性房地产。2016 年到 2022 年云南白药金融资产配置情况和金融资产趋势变化如表 3.2、图 3.6 和图 3.7 所示：

表 3.2 2016—2022 年云南白药金融资产配置情况表（万元）

年份	交易性金融资产	可供出售金融资产	长期股权投资	投资性房地产	金融资产合计	资产合计	金融化程度
2016	200230	12463	0	674	213367	2,458,665	0.087
2017	674938	12463	77	28	687506	2,770,253	0.248
2018	726484	12473	111	22	739090	3,037,759	0.243
2019	882114	0	31746	66	913926	4965805	0.184
2020	1122874	0	32895	55	1155824	5,521,945	0.209
2021	472016	0	18499	53	490568	5229277	0.094
2022	241600	0	113.19	5582.38	247295.57	5,332,100	0.046

数据来源：云南白药年报

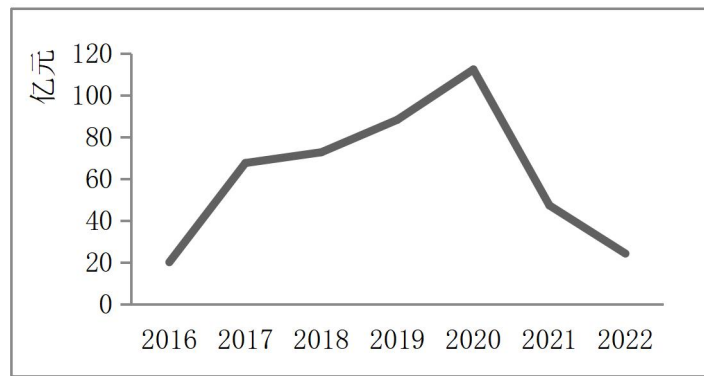


图 3.6 2016—2022 年交易性金融资产配置变化趋势图

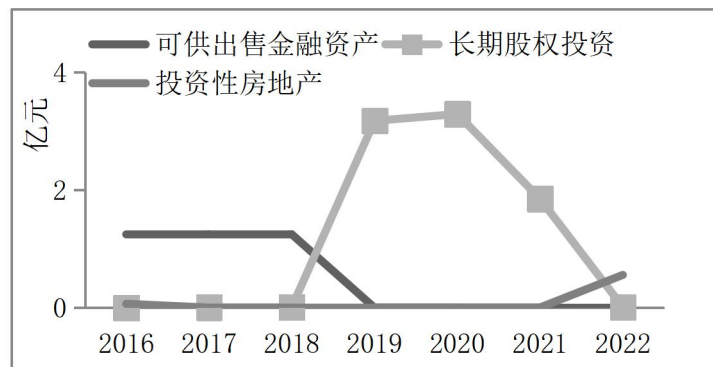


图 3.7 2016—2022 年各金融资产配置变化趋势图

基于上图分析可知，2016 年—2022 年云南白药交易性金融资产在公司总资产中占比一直最大，基本保持在 95%以上，分别是 94%、98%、98%、97%、97%、

96%和 98%，呈现上升趋势，金融化程度不断加深。

根据第二章公式（1）可得出云南白药 2016 年至 2022 年基于资产配置视角的金融化程度，该变动情况如图 3.8 所示：

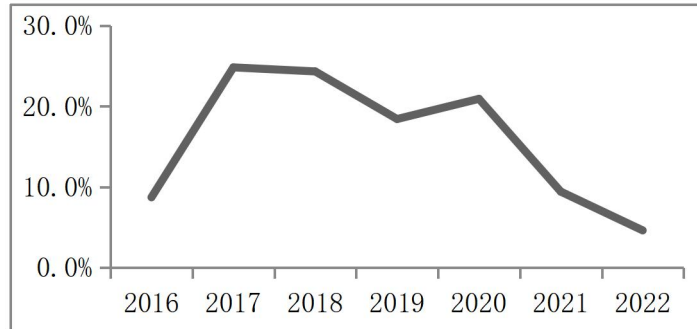


图 3.8 2016—2022 年云南白药基于资产视角的金融化程度的变动趋势

2017 年，云南白药大量购买理财产品，金融化程度大幅提升，由 8.7% 上升到 24.8%，接下来四年金融化程度都维持在 20% 左右。2019 年云南白药开始建设健康产业园智慧工厂，购置了大量的房屋建筑物和机器设备等，同时企业扩建项目完工，部分转为固定资产，使总资产规模大规模上升，金融资产所占比重被摊薄。2021 年因股票投资亏损金融化水平开始下降，2022 年下降到本文研究时期的最小值 4.6%。

### 3.2.3 金融投资收益情况分析

根据云南白药的年度报告，可以得知其投资收益共有 2 项：公允价值变动收益和投资收益。

根据表 3.3 中的数据分析可得，云南白药在 2016—2018 年大量进行投资理财活动，不存在公允价值变动收益，所以投资收益是金融投资的全部来源。在此期间，云南白药投资收益呈上升趋势，金融化水平稳中有升。2019 年云南白药开始步入股票市场，公允价值变动损益大幅上涨，由 4171 万元升到 224037 万元。2021 年股票市场动荡导致投资大额亏损，该指标大幅下跌，亏损 192922 万元。2022 年形势好转，上涨至 62000 万元。

表 3.3 2016-2022 云南白药金融投资收益情况（万元）

年份	公允价值 变动收益	投资收益	金融投资 收益合计	经营利润	金融化程度 (%)
2016	0	19386	19386	331983	5.84
2017	0	27691	27691	362072	7.65
2018	4171	28213	32384	383199	8.45
2019	22684	147047	169731	474298	35.79
2020	224037	39217	263254	681200	38.65
2021	-192922	104440	-88482	348517	-25.39
2022	62000	86800	148800	337100	44.14

数据来源：云南白药年报

根据第二章公式（2）可得出云南白药 2016 年至 2022 年基于利润视角的金融化程度，该变动情况如图 3.9 所示：

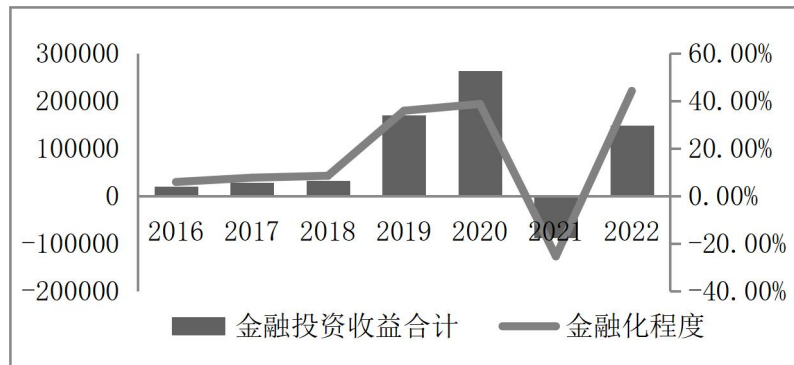


图 3.9 2016—2022 年云南白药基于利润视角金融化程度和金融资产收益变动趋势图

由图 3.9 中数据分析可得，2016—2020 年间云南白药金融化程度不断加深。2018 年云南白药金融化程度快速上升。2021 年受股市动荡影响，金融资产收益亏损，金融化水平为负数，成为金融化程度的转折点，随后一年又回升为 44.14%。

### 3.3 云南白药金融化的动因

#### 3.3.1 外部动因

##### (1) 医药市场竞争加剧，盈利能力下降

随着经济发展，中国拥有仅次于美国的药品消费市场。医药制药业市场规模不断扩张，行业资产总值不断增加，医药行业的竞争也在加剧。2008年至2020年，受金融危机的短期影响，企业扩张速度放缓，同时新医改压缩了医药零售业的生存空间，医药制造企业数量下滑。2011年到2022年，医药制造企业的数量整体呈上升趋势，虽然2019年受疫情影响小幅度下降，但在2020年又恢复了上涨。综合来说，医药制造行业的规模逐年扩张，竞争压力加大。

近十年，我国GDP整体呈现上升趋势，其中2012年和2022年GDP值分别为53.86万亿元和120.47万亿元，涨幅为123.67%。但是，我国GDP增长率却没有呈现出持续上升的趋势，2012年到2019年呈缓慢下降，2020年和2022年呈现垂直式下降，分别降至2.2%和3%，2021年是十年间GDP增速最高的，为8.4%。GDP增速放缓冲击了我国实体企业的生产经营，企业需要寻找新的利润增长渠道，来应对经济放缓带来的压力。2021—2022年我国GDP数值以及GDP增长率如下图3.10所示：

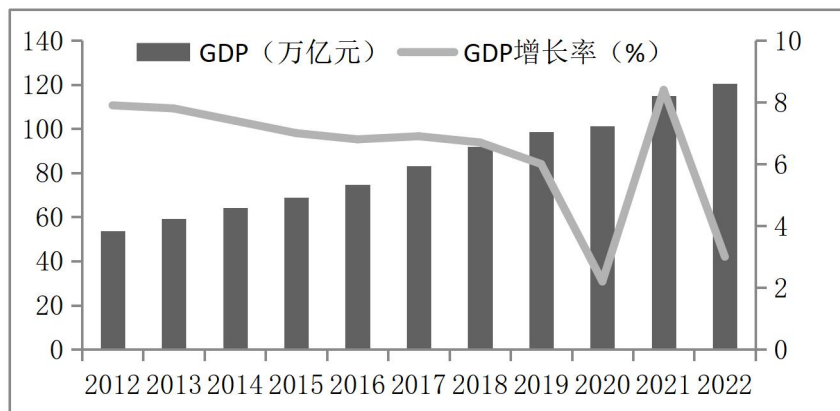


图 3.10 2012—2022 年我国 GDP 及 GDP 增长率的变动情况图

随着GDP增长速度波动，医药制造行业企业规模扩张，市场竞争激烈，医药行业的盈利能力开始下降。如下图3.11所示，2021年到2022年的医药制造业

营业利润增长率整体呈现出下降趋势。2012年和2022年的营业利润增长率分别为20.4%和-1.6%，增幅为-178.4%。2012—2016年下降幅度相对平稳，2017—2022年营业利润增长率产生了较大的波动，其中有三年为负增长，虽然2020年和2021年的营业利润同比增长率大幅上升，但利润增长的主要来源是疫情防控商品。疫情得到控制后，利润增长率开始下降。

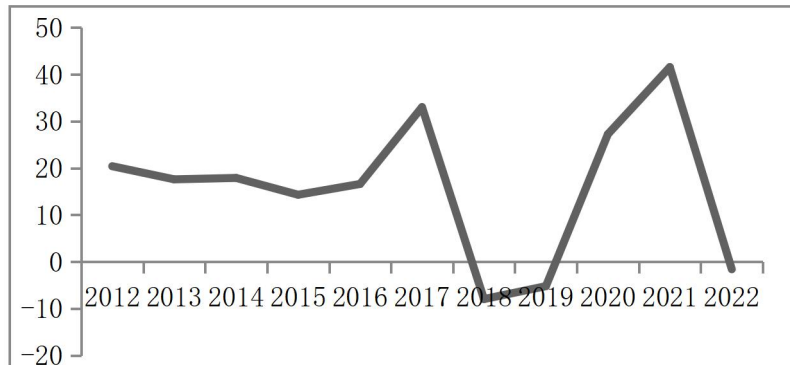


图 3.11 2012—2022 年医药制造业营业利润增长率趋势图

综合所述，在上述背景下，医药行业的发展前景并不乐观，行业市场低迷，为寻找新的利润渠道，缓冲市场压力，部分企业将目光投入了回报高流动性强的金融市场，开始了金融化活动。

## （2）监管部门监管较为宽松

尽管金融市场繁荣发展，但迄今为止我国缺乏一套全面完善的金融监管体系，导致了政府监管的疏忽与漏洞。

企业金融化的条件必须严格遵守法律法规。目前关于制药企业进入金融市场准入的文件可以参考的只有《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》。这份文件对非金融企业参与金融市场需要的资质条件提供了明确的规定，但没有对制药公司提出详细具体的要求，而且许多政策描述并未显示特定背景，没有提出可供参考的具体指标。由于缺乏统一有效的准入标准，金融市场的门槛并不是很高。核心竞争力强的企业希望在金融市场实现多元化收入，缺乏实质性竞争力的企业希望利用金融市场高回报、流动性强的特点提高企业收益。此外，对医药公司在金融市场的投资的“有效”控制力度不足。比如医药公司出现了资本缺口，将银行贷款等非自有资金作为资本投入金融市场。由于监管制度不完善，监管机构和金融机构并不能及时发现“无效资本”的进入和流动，这使得一些资

金流动性差的企业也能利用这些漏洞进行投机套现行为。

### （3）同行业金融化信号传递

虽然云南白药在医药市场的占有率很高，但面对的市场竞争依然激烈。为了保持市场竞争力，云南白药长期关注竞争企业的战略计划，并对能够提升企业价值的措施进行模仿学习，而金融化就是其中之一。竞争对手的成功金融化给他们发出了一个积极的信号，即金融市场运行良好，吸引他们实施同样的战略。这就是“同群效应”。“同群效应”实质是一个企业在现实生活中会观察和模仿其他企业的行为，换句话说，同行企业之间的战略会互相影响，并朝着同一个方向做出改变。比如，东阿阿胶在第一次出现亏损时，降低研发费用并进入金融市场。最后的结果是这次战略为东阿阿胶带来了大额利润，金融投资收益不仅弥补了亏损，还能反哺实体产业，股价也随着上涨，发展态势持续向好。云南白药受到东阿阿胶的启发，开始进行金融化活动。

## 3.3.2 内部动因

### （1）云南白药具有充足的空闲资金

充足的资金不仅是企业金融化的动因，也为金融化提供了基础和保障。一般情况下，当上市企业的货币资金较多时，会将这些资金进行各种投资，比如购买基金、债券和股票等。由图 3.12 可得，2016—2022 年云南白药的货币资金整体上呈上升趋势，资金充裕。云南白药在 2019 年混改完成后货币资金大幅度上涨，高达 129.94 亿元，同年云南白药开始大量购买股票。虽然 2022 年的货币资金有所下降，但在行业内依然处于领先地位，这为云南白药进行金融化提供了充分的条件。

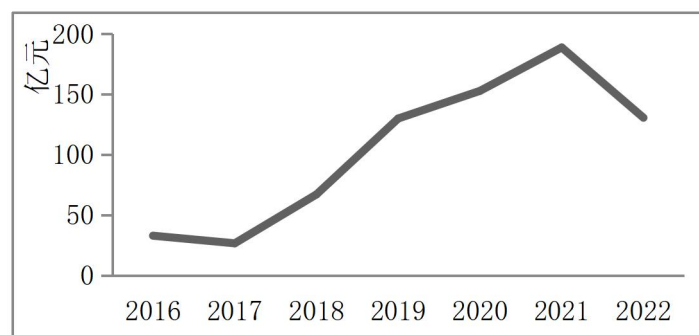


图 3.12 2016—2022 年云南白药货币资金变化趋势图



## （2）管理层偏好

在混合所有制改革之前，云南白药对于金融投资的态度非常保守。2016年之前并未持有任何金融资产，但为了保持市场竞争力，开始逐步引进私有资本，进行混合所有制改革，云南国资委与中国首家百货商场新华都同时成为云南白药的主要股东。此后云南国资委代表董事全部离职，新华都的陈发树成为事实控制人。陈发树成为云南白药的实际控制人后开始购入股票，并在之后两年内为企业带来了高额的股票收益。

除善于炒股的董事长之外，云南白药的多数高层管理人员曾在金融机构任职。这些经历会影响他们的认知能力，企业的战略决策和投资活动都会受到影响。因此，企业管理层的偏好在一定程度上也会促使云南白药进行金融化活动。

## （3）实现收入多元化，提高抗风险能力

近年来，云南白药主营业务发展放缓，主要有三个原因。第一，医药市场低迷，整个行业增速放缓。此外，我国进行了医药行业的一系列改革，医药行业的盈利情况更加公开透明，在一定程度上对医药企业的利润造成了压力。第二，三七作为云南白药生产的重要原材料，其价格连年下降，对中药板块发展冲击比较大。第三，由于云南白药创新能力发展动力不足，在市场中没有竞争力强的新产品，盈利能力受到冲击，总资产报酬率下滑。虽然云南白药的经营利润呈上涨趋势，但仅仅依靠主营业务带来的收入来维持云南白药的发展不具有稳定性和突破性。为应对激烈的市场竞争、多变的市场环境以及自身的增长困境，云南白药需要扩大利润来源渠道，实现收入多元化。金融投资不仅能获得更多的现金流，还能分散企业经营风险。

## 4 云南白药金融化财务绩效分析

### 4.1 熵值法下云南白药金融化财务绩效评价体系的构建

#### 4.1.1 构建思路

在绩效评价中有两种赋权方式：客观赋权和主观赋权。实践中常用方法包括层次分析法、主成分分析法和熵值法，以上方法各有长短处：层次分析法先把和决策相关的大目标按层次分解成不同的小目标，再采用定性与定量相结合的方法进行分析，但其定量数据偏少，定性成分较多，结果过于主观；主成分分析法将多数指标缩减为少数综合指标，但转化后指标的准确性无法得到保证；熵值法通过指标离散程度计算权重，规避了主观随意性。运用熵值法在对企业进行横向分析或者纵向分析时，会以比率的形式剔除极端数据，分析结论较为客观准确。本文所选取的数据量相对较少，指标之间相关程度不高，更符合熵值法的特点。因此，选用熵值法作为本文综合评价绩效的方法。

在对财务绩效进行分析时，本文不仅考虑了原有的四个维度，还结合了医药行业特点，新增了研发能力指标。本文利用熵值法选取了 18 个代表性的评价指标，建立绩效评价模型，用于评估云南白药金融化下的财务表现。

#### 4.1.2 选择评价指标的原则

##### （1）全面性原则

在确定财务绩效评价指标时，需要充分考虑所属行业特点，遵循全面性原则。除了从财务绩效评价原有的维度中选取财务指标，本文在建立绩效评价指标体系时还加入了对生物制药行业的财务绩效有重要作用的研发能力维度。

##### （2）重要性原则

为了充分评价企业绩效，需要考虑多个维度和指标。然而盲目追求数据数量并不总是有利的。此外，对评价结果影响较小的数据指标只会增加数据的分析工作量，并可能影响评价结果的准确性。因此，评价体系不仅要全面，而且要尽可能具有代表性。

### （3）可得性原则

在选择指标时，除了要考虑全面性和重要性原则外，也需要注意可得性原则。相比于不可量化的指标，可量化的指标具有明显优势，因为其数据来源可靠且获取难度低。不可量化的数据会增加对企业财务绩效分析和评价的压力，并且具有较强的主观性，缺乏说服力。因此，在选择可量化数据时，应优先考虑企业定期披露的数据。

### （4）可靠性原则

为了确保分析结果更真实可信，所选指标的数据应当具有准确性和可靠性。本文使用的数据均来自上市公司定期发布的报表，这些报表经过了会计师事务所的审计，因此具有高度可信性。

## 4.1.3 具体指标选取

从盈利、营运、偿债、成长和研发能力五个维度选取 18 个指标，具体指标选取如表 4.1：

表 4.1 各项评价指标选取

一级指标	二级指标	指标性质	指标代码
偿债能力 (A)	速动比率	适度	A1
	流动比率	适度	A2
	资产负债率	适度	A3
	产权比率	适度	A4
营运能力 (B)	存货周转率	正向	B1
	流动资产周转率	正向	B2
	应收账款周转率	正向	B3
盈利能力 (C)	总资产周转率	正向	B4
	每股收益	正向	C1
	营业利润率	正向	C2
	毛利率	正向	C3
	总资产报酬率	正向	C4

续表 4.1 各项评价指标选取

一级指标	二级指标	指标性质	指标代码
发展能力 (D)	总资产增长率	正向	D1
	营业利润增长率	正向	D2
	营业收入增长率	正向	D3
	净利润增长率	正向	D4
研发能力 (E)	研发人员占比	正向	E1
	研发投入占	正向	E2
	营业收入比例		

数据来源：企业年报

#### 4.1.4 熵值法具体步骤

##### (1) 数据标准化处理

假设该体系方案数是  $m$ ，评价的指标数是  $n$ ，构成了原始数据矩阵  $X_{ij}(i=1, 2, \dots, m; j=1, 2, \dots, n)$ 。指标有正向、负向和适度指标。其中，正向指标值越大绩效表现越好；负向指标值越小绩效表现越好；而适度指标则意味着只有当指标值处于特定的区间内，绩效表现为好。为了统一不同性质的指标，需要对数据进行标准化处理。假设  $X_{ij}$  是待评价方案的第  $i$  年第  $j$  个指标的数值， $Y_{ij}$  是被评价方案第  $i$  年第  $j$  个指标的得分。在计算过程中可能会出现负数，为避免数据失去意义，在处理数据时需要进行平移操作以确保结果非负，并且还需考虑常数  $d$  对原始数据真实性的影响。因此为  $d$  取值为最小负数绝对值加 0.0001。具体处理过程如下：

正向指标计算公式：

$$Y_{ij} = \frac{X_{ij} - \min X_{ij}}{\max X_{ij} - \min X_{ij}} + d (i = 1, 2, \dots, m; j = 1, 2, \dots, n) \quad (\text{公式 3})$$

负向指标计算公式：

$$Y_{ij} = \frac{\max X_{ij} - X_{ij}}{\max X_{ij} - \min X_{ij}} + d (i = 1, 2, \dots, m; j = 1, 2, \dots, n) \quad (\text{公式 4})$$

适度指标计算公式：

$$Y_{ij} = \frac{|X_{ij} - \frac{\min + \max}{2}|}{\max X_{ij} - \min X_{ij}} + d (i = 1, 2, \dots, m; j = 1, 2, \dots, n) \quad (\text{公式 5})$$

##### (2) 计算第 $i$ 个主体中第 $j$ 项指标的比重

$$P_{ij} = \frac{Y_{ij}}{\sum_{i=1}^m Y_{ij}} (i = 1, 2, \dots, m; j = 1, 2, \dots, n) \quad (\text{公式 6})$$

(3) 计算第 j 项指标的熵值

$$e_j = -k \sum_{i=1}^m p_{ij} \ln p_{ij} \left( k = \frac{1}{\ln(m)}, e_i \geq 0 \right) \quad (\text{公式 7})$$

(4) 计算第 j 个指标的差异系数

$$G_j = 1 - e_j (j = 1, 2, \dots, n) \quad (\text{公式 8})$$

(5) 计算第 j 个指标的权重

$$W_j = \frac{G_j}{\sum_{j=1}^n G_j} (i = 1, 2, \dots, m; j = 1, 2, \dots, n) \quad (\text{公式 9})$$

(6) 得出各个方案的综合得分

$$Z = \sum_{j=1}^n P_{ij} W_j (i = 1, 2, \dots, n) \quad (\text{公式 10})$$

## 4.2 熵值法下云南白药金融化财务绩效的纵向对比

### 4.2.1 样本选取与处理

(1) 样本数据选取

根据上文对云南白药金融化阶段的划分, 本文选取云南白药 2016 年至 2022 年的数据进行梳理, 数据来源主要是企业年报、巨潮资讯网和雪球网等。2016 年至 2022 年的云南白药绩效评价具体数值如表 4.2 所示:

表 4.2 各指标实际数值选取

具体指标	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
速动比率	1.94	2.55	2.25	2.89	1.53	2.01	1.54
流动比率	2.63	3.58	3.15	4.65	2.68	3.34	3.28
资产负债率	27.75	26.50	30.56	23.27	34.42	34.51	35.56
产权比率	0.38	0.36	0.44	0.30	0.53	0.53	0.56
存货周转率	3.28	2.74	2.08	1.86	1.99	2.15	2.51
流动资产周转率	0.90	0.77	0.70	0.82	1.02	1.03	1.15
应收账款周转率	4.48	6.77	11.71	15.24	17.30	21.6	21.66
总资产周转率	0.69	0.68	0.62	0.57	0.92	0.93	1.02

续表 4.2 各指标实际数值选取

具体指标	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
每股收益	1.90	2.21	4.32	3.28	3.18	3.02	2.80
营业利润率	9.24	9.58	20.80	15.99	14.35	14.89	14.84
销售毛利率	26.32	27.15	27.75	28.56	30.55	31.19	29.86
总资产报酬率	5.68	5.21	10.52	8.08	11.39	11.98	13.36
总资产增长率	1.88	-5.30	11.20	-7.95	9.66	12.67	27.45
营业利润增长率	-3.27	-48.84	43.62	28.08	5.83	8.86	4.78
营业收入增长率	0.32	11.09	10.38	9.80	9.84	8.50	8.07
净利润增长率	7.00	-49.17	31.85	19.75	5.14	7.71	5.38
研发人员占比	14.70	13.07	10.21	9.21	8.81	8.45	8.09
研发投入占 营业收入比例	0.94	0.91	0.55	0.59	0.41	0.35	0.4

数据来源：根据企业年报计算所得

## (2) 数据的标准化处理

根据公式 (3) (4) (5)，对云南白药财务绩效指标进行标准化处理和非负处理，计算过程使用 Excel 完成，结果如表 4.3 所示：

表 4.3 云南白药 2016—2022 年各项指标标准化处理结果

具体指标	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
速动比率	0.19853	0.25001	0.02942	0.50001	0.50001	0.14706	0.49265
流动比率	0.50001	0.02971	0.24258	0.50001	0.47525	0.14852	0.17822
资产负债率	0.13548	0.23719	0.09317	0.50001	0.40725	0.41457	0.50001
产权比率	0.19231	0.26924	0.03847	0.50001	0.38462	0.38462	0.50001
存货周转率	1.00001	0.61972	0.15494	0.00001	0.09155	0.20423	0.45775
流动资产周转率	0.44445	0.15556	0.00001	0.26667	0.71112	0.73334	1.00001
应收账款周转率	0.00001	0.13330	0.42084	0.62632	0.74622	0.99651	1.00001
总资产周转率	0.26667	0.24445	0.11112	0.00001	0.77778	0.80001	1.00001
每股收益	0.00001	0.12810	1.00001	0.57025	0.52893	0.46282	0.37191

续表 4.3 云南白药 2016—2022 年各项指标标准化处理结果

具体指标	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
营业利润率	0.00001	0.02942	1.00001	0.58392	0.44205	0.48876	0.48443
销售毛利率	0.00001	0.17044	0.29364	0.45996	0.86859	1.00001	0.72690
总资产报酬率	0.05767	0.00001	0.65154	0.35215	0.75829	0.83068	1.00001
总资产增长率	0.27769	0.07486	0.54097	0.00001	0.49746	0.58249	1.00001
营业利润增长率	0.49287	0.00001	1.00001	0.83193	0.59129	0.62406	0.57993
营业收入增长率	0.00001	1.00001	0.93408	0.88023	0.88395	0.75953	0.71960
净利润增长率	0.69329	0.00001	1.00001	0.85066	0.67034	0.70206	0.67330
研发人员占比	1.00001	0.75341	0.32073	0.16945	0.10894	0.05447	0.00001
研发投入占 营业收入比例	1.00001	0.94916	0.33899	0.40679	0.10171	0.00001	0.08475

数据来源：Excel 计算所得

### (3) 计算指标权重

根据公式 (6) (7) (8) (9)，利用 Excel 软件整理计算上一步的结果，分别计算出 18 项指标的熵值、差异系数以及各指标权重。具体结果参见表 4.4：

表 4.4 熵值法下云南白药各指标对应的权重

指标层	具体指标	熵值 e	差异系数 g	权重 w
偿债能力	速动比率	0.8940	0.1060	3.97%
	流动比率	0.8916	0.1084	4.06%
	资产负债率	0.9323	0.0677	2.53%
	产权比率	0.9247	0.0753	2.82%
营运能力	存货周转率	0.7788	0.2212	8.28%
	流动资产周转率	0.8438	0.1562	5.84%
	应收账款周转率	0.8528	0.1472	5.51%
	总资产周转率	0.8089	0.1911	7.15%
盈利能力	每股收益	0.8512	0.1488	5.57%
	营业利润率	0.8206	0.1794	6.71%

续表 4.4 熵值法下云南白药各指标对应的权重

指标层	具体指标	熵值 e	差异系数 g	权重 w
盈利能力	销售毛利率	0.8471	0.1529	5.72%
	总资产报酬率	0.8309	0.1691	6.33%
	总资产增长率	0.8269	0.1731	6.48%
发展能力	营业利润增长率	0.9051	0.0949	3.55%
	营业收入增长率	0.9175	0.0825	3.09%
	净利润增长率	0.9146	0.0854	3.20%
研发能力	研发人员数量占比	0.7245	0.2755	10.31%
	研发投入占营业收入比例	0.7621	0.2379	8.90%

数据来源: Excel 计算所得

权重系数表示了各个指标对评价结果的影响程度,如果某个指标的权重系数较高,则其对财务绩效的影响也会更大。因此,需要特别关注那些具有较高权重系数的指标。可以根据各指标的权重系数进行排序,以确定它们的重要性。具体数据可参见表 4.5:

表 4.5 云南白药 2016—2022 年各指标权重排名

一级指标	各维度权重和(%)	排名	二级指标	权重	排名
偿债能力	13.38	5	速动比率	3.97%	13
			流动比率	4.06%	12
			资产负债率	2.53%	18
			产权比率	2.82%	17
营运能力	26.78	1	存货周转率	8.28%	3
			流动资产周转率	5.84%	8
			应收账款周转率	5.51%	11
			总资产周转率	7.15%	4
盈利能力	24.33	2	每股收益	5.57%	10
			营业利润率	6.71%	5
			销售毛利率	5.72%	9



续表 4.5 云南白药 2016—2022 年各指标权重排名

一级指标	各维度权重和(%)	排名	二级指标	权重	排名
盈利能力	24.33	2	总资产报酬率	6.33%	7
			总资产增长率	6.48%	6
发展能力	16.31	4	营业利润增长率	3.55%	14
			营业收入增长率	3.09%	16
			净利润增长率	3.20%	15
			研发人员占比	10.31%	1
研发能力	19.21	3	研发投入占营业收入比例	8.90%	2

数据来源：Excel 计算所得

## 4.2.2 数据处理结果分析

根据公式(10)，可以计算出云南白药 2016—2022 年财务绩效评价指标的综合得分及排名，具体结果见表 4.6：

表 4.6 云南白药 2016—2022 年财务绩效评价指标的综合得分及排名

年份	综合得分	排名
2016	0.2908	1
2017	0.2316	3
2018	0.2326	2
2019	0.1599	4
2020	0.1458	5
2021	0.0862	7
2022	0.1112	6

数据来源：Excel 计算所得

云南白药近 7 年的财务绩效得分先下降又回升，综合评价价值不断下降，营运能力对财务绩效影响最大，偿债能力的影响最小。2016 年是样本期内云南白药金融化程度最低、财务绩效最好的一年，综合绩效得分为 0.2908 分，而 2021 年企业则因为持有的股票大量亏损，导致因为证券投资产生的公允价值变动损失

为 19.81 亿元，是财务绩效最差的一年，综合绩效得分为 0.0862 分。

根据图 4.1 分析可得，2016—2022 年云南白药的财务绩效综合得分和金融化程度整体都呈下降状态。虽然金融化程度在不断下降，但还是对财务绩效产生了负面的影响。这说明云南白药已经出现了过度金融化的现象，经营利润随着投资市场暴跌暴涨，财务绩效综合得分也在不断下降，影响了云南白药甚至整个医药制造业市场稳定健康的发展。

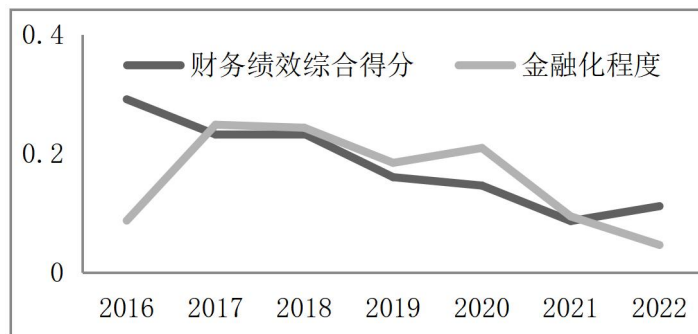


图 4.1 云南白药 2016—2022 年综合得分和金融化程度变化趋势图

### 4.2.3 各维度绩效分析

根据计算结果，可以得出 2016—2022 年云南白药财务绩效评价的线性模型： $Z=3.97\%X_1+4.06\%X_2+2.53\%X_3+2.82\%X_4+8.28\%X_5+5.84\%X_6+5.51\%X_7+7.15\%X_8+5.57\%X_9+6.71\%X_{10}+5.72\%X_{11}+6.33\%X_{12}+6.48\%X_{13}+3.55\%X_{14}+3.09\%X_{15}+3.20\%X_{16}+10.31\%X_{17}+8.90\%X_{18}$ ，基于云南白药的财务绩效评价线性模型，能够计算得出云南白药在 2016—2022 不同维度的具体得分情况和变化趋势，见表 4.7 和图 4.2:

表 4.7 2016—2022 年各维度具体得分情况

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
综合得分	0.291	0.232	0.233	0.160	1.146	0.086	0.111
偿债能力	0.290	0.187	0.272	0.313	0.046	0.143	0.131
营运能力	1.201	0.982	0.852	0.334	0.226	0.306	0.437
盈利能力	0.711	0.736	0.674	0.442	0.644	0.070	0.022

续表 4.7 2016—2022 年各维度具体得分情况

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
发展能力	0.863	0.735	0.721	0.632	0.923	0.297	0.386
研发能力	0.003	0.000	0.003	0.013	0.011	0.300	0.032

数据来源: Excel 计算所得

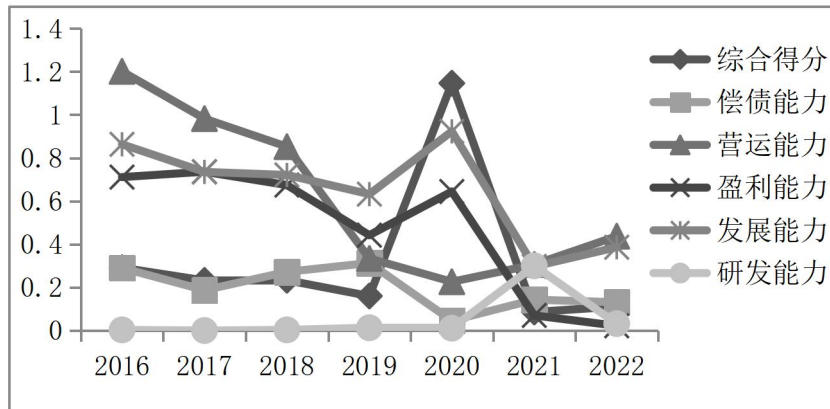


图 4.2 2016—2022 年云南白药各维度得分趋势变化

云南白药金融化下各财务指标将通过以下五个维度进行具体分析:

#### (1) 偿债能力分析

企业的偿债能力是指其清偿债务的能力,反映了企业的财务状况和经营实力,对于企业是否能够持续发展至关重要。这种能力可以分为短期和长期两种。

2019 年以前,云南白药主要以保本型理财产品为主,金融化程度和偿债能力呈正相关,合适的金融化程度会引起“蓄水池”效应,使得金融资产可以迅速转化为货币资金,有效提高企业偿债能力。2019 年云南白药开始大规模的投资活动,出现过度金融化现象,对偿债能力产生了负面的影响。

##### ①短期偿债能力

根据 2016—2022 年的流动比率和速动比率来评估云南白药的短期偿债能力。

根据图 4.3 分析得出,云南白药在 2016—2022 年速动比率、流动速率和偿还能力得分的变化趋势相似,前三年增速平稳,在 2019 年都出现了一个峰值,之后三年都回到之前平稳的趋势,这说明云南白药的流动比率和速动比率都处在一个良好的范围内,对财务绩效产生了正向的影响。

速动比率只有大于 1,才能说明企业的流动资金用于偿还负债没有压力,小

于 1 时说明企业会出现资不抵债的情况。云南白药的速动比率处于理想状态，全部大于 1，说明企业在这七年的流动性较好，短期偿债能力有一定的保障。

一般来说，流动比率在 2 左右被视为相对合理的水平。如果比率过低，表示企业的短期偿债能力不足，财务风险较高；而如果比率过高，则表示企业在短期内有较多闲置资金，导致资金利用效率下降。云南白药的流动比率基本保持在 3 左右，说明短期偿债能力较好。

根据云南白药的年报分析可知，2019 年企业的流动负债下降，流动资产和存货数量都上升，导致了速动比率和流动比率都发生了一个快速的生长。

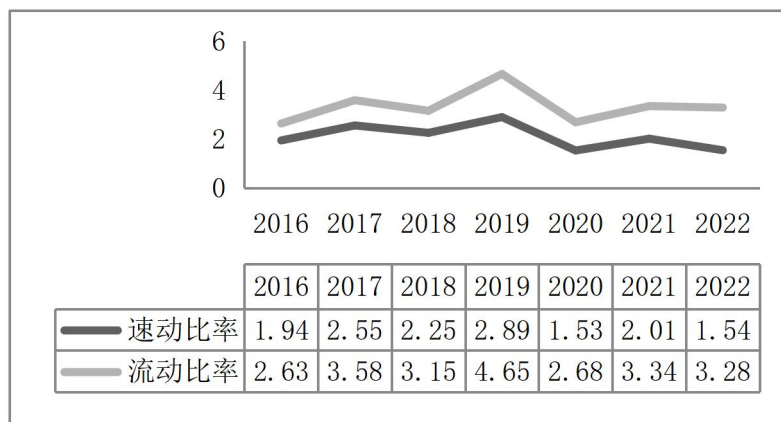


图 4.3 云南白药 2016—2022 年短期偿债能力指标变化趋势

## ②长期偿债能力

通过资产负债率和产权比率来衡量云南白药 2016—2022 年的长期偿债能力：

根据图 4.4 分析可得，资产负债率和产权比率整体变化趋势走向一致，在 2019 年达到最小值，分别是 23.27 和 0.3，前三年处于下降状态，后三年趋于稳定，分别保持在 34 和 0.5 左右。资产负债率反映了债权人提供的资本占全部资本的比例，产权比率反映了经营者运用财务杠杆的程度。一般情况下，资产负债率的合理范围是 40—60 之间，产权比率应当维持在 0.7—1.5 之间。2016—2022 年，云南白药的资产负债率集中在 26.5—35.56 之间，说明云南白药资金充足，财务状况良好，长期偿债能力较强。云南白药产权比率整体较低，这表明企业负债相对所有者权益较小，同时反映了企业处于低风险低回报的稳定状态，并且杠杆效应并不显著。

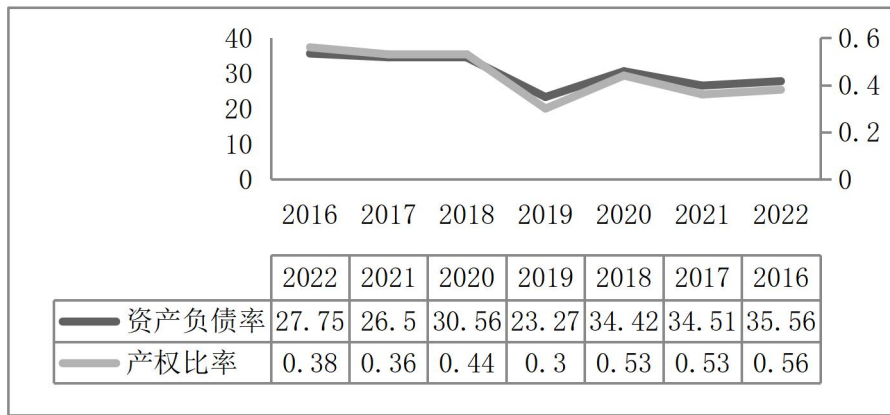


图 4.4 云南白药 2016—2022 年长期偿债能力指标变化趋势

## (2) 营运能力分析

营运能力是用来评估企业是否有效管理和运用其资产的工具。具体来说，它是用来度量公司在一定时间内的营业收入与其资产占用的关系。营运能力的核心思想是企业应该最大限度地提高其资源的利用率，从而更快地生成收入和利润。为了对这个概念进行量化，通常会采用一系列财务比率，例如总资产周转率、流动资产周转率、存货周转率和应收账款周转率。

2016—2020 年，云南白药金融化程度加深，受“挤出效应”影响，原本用于主营业务经营的资金投入了短期金融投资行为，导致营运能力下降，对云南白药发展产生了消极的影响。2021 年受股市下跌影响，投资大量亏损，云南白药开始转变投资战略，缩减投资规模，金融化程度下降，营运能力有所提升。

根据图 4.5，云南白药在 2016—2022 年的应收账款周转率，该指标整体呈下滑趋势，波动区间为 4.48%—22.66%。一般来说，应收账款周转率的增加意味着企业能够更快地回收资金，降低了坏账风险，有利于企业的发展。而云南白药应收账款周转率连续下降则说明企业坏账的风险被提高，资金占用率高，导致营运能力下降。

云南白药的存货周转率呈现先下降后上升的趋势，2019 年触及最低值 1.86，随后两年开始回升。根据图 4.6 可知，云南白药在 2016—2019 年的存货数量呈增长趋势有两方面的因素。一方面是由于原材料价格上涨，云南白药加大购进原材料储备力度，另一方面是市场竞争激烈企业出现产品积压的问题。适当的存货数量为企业的发展提供了一定的保障，但当企业的库存商品过多时，则会占用企

业资源，影响资金周转，对企业产生负面作用。

流动资产反映了企业经营流动资产创造营业收入的能力。云南白药的流动资产周转率呈现先降后升的趋势，2020年达到最小值。2016—2019年，由于原材料价格上涨，云南白药运用战略储存存货的战略以及在投资上采取了购买保本理财产品的策略，经营所得的资金没有实现高效利用，流动资产周转率下降。2019年，云南白药开始大规模的股票投资，金融化程度不断加深，提高了现金的使用率，流动资产周转率开始回升。

云南白药的总资产周转率呈现先降后升的趋势，2019年达到最小值。总资产周转率的变动主要受流动资产周转率影响。一直以来，医药行业产品种类复杂，同类型企业众多，市场竞争程度激烈，导致资产周转率低。

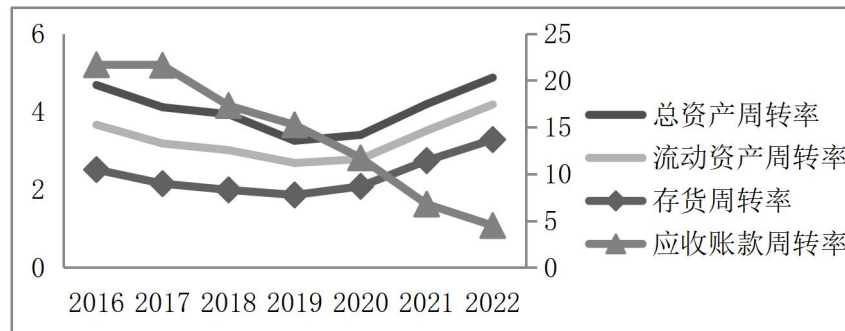


图 4.5 2016—2022 年云南白药营运能力各指标变化趋势

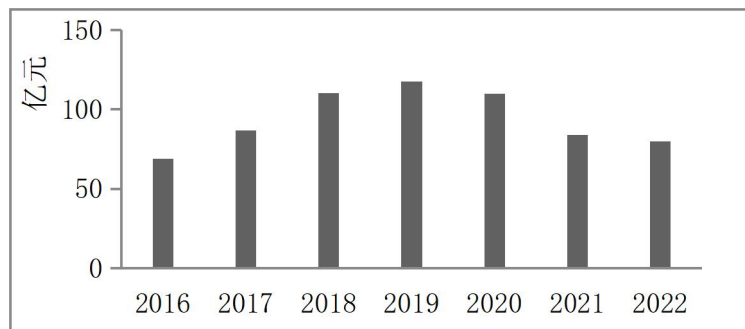


图 4.6 云南白药 2016—2022 年存货变化趋势

### (3) 盈利能力分析

盈利能力是企业市场竞争中获得利润、实现资金增值的能力。因此，盈利能力主要通过收入与利润之间的关系、资产与利润之间的关系来衡量。本文使用每股收益、营业利润率、毛利率、总资产报酬率来评估云南白药的盈利能力。

2016—2018年，云南白药对外投资以购买低利率低风险的理财产品为主，云南白药净利润同比增长率稳中有升，净利润分别为29.31亿元、31.33亿元、32.90亿元。2019年云南白药开始以高风险高收益的股票投资为主，净利润达到41.73亿元，同比增长26.84%。净利润中投资收益占比较大，投资收益贡献率为40.66%。云南白药净利润的大幅增长主要依靠投资收益的增长，而不是主营业务。这说明云南白药进行金融化拓展了企业获利渠道，提升了企业的短期业绩。

根据图4.7，在盈利能力维度选取的指标中，除销售毛利率基本呈下降趋势之外，每股收益、营业利润率和总资产报酬率的变化趋势一致，都在2020年达到峰值。毛利率相对比较稳定，波动较小，而2020年和2021年的营业利润率波动较大，这是因为金融化导致了利润的变化。2020年云南白药继续增加股票和证券投资，公允价值变动收益达到22.4亿元，证券投资利润占营业利润的34%。2021年受股市下跌影响，云南白药证券投资亏损19.81亿元。总体来看，总资产报酬率呈下降趋势，这说明云南白药的资金利用效率不足，利用财务杠杆获利能力差。

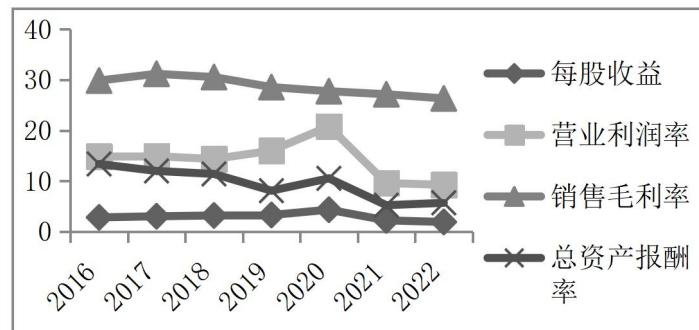


图 4.7 2016—2022 年云南白药盈利能力各指标变化趋势图

#### (4) 发展能力分析

企业的发展能力是指在保持生存基础的同时，继续扩大规模并实现良好运营的能力。本文所选取的分析指标包括总资产增长率、营业利润增长率、营业收入增长率和净利润增长率。

根据图4.8可知，营业收入增长率波动最为平稳，说明云南白药营业收入一直稳定增加，进入了较为稳健的发展时期。营业利润增长率和净利润增长率在2021年以前都在逐步增长，受2021年金融投资大幅度亏损的影响降为负值，2022

年情况好转。企业规模的扩张速度可以通过总资产增长率来反映，这与企业发展能力呈正相关。2016—2022年，总资产增长率波动比较大，2017年，云南白药受不良资产影响，运营效率降低，从而影响主业发展。随后在2020年增长到最大值，这样变动的主要原因是云南白药完成混改后企业规模进一步扩大。2021年云南白药股票投资亏损严重，年末资产总额低于年初资产总额，总资产增长率为负增长。

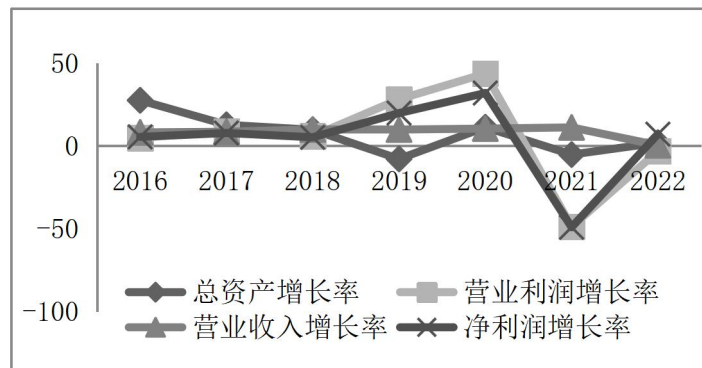


图 4.8 2016—2022 年云南白药发展能力各指标变化趋势

#### (5) 研发能力分析

企业金融化可以使企业资源通过合理的金融机制提高利润并降低外部融资成本，这种方式可以为研发投入活动提供保持稳定的资金来源，研发效率也会有所提升。受“挤出”效应影响，企业更倾向于将企业资本投资于金融活动，这会使企业原本应投入企业研发活动的各项资源减少，同时对实体经营活动产生负面影响。从长远来看企业竞争力会下降，不利于企业发展。

本文将从研发人员数量占比和研发投入占营业收入比例两个方面进行云南白药研发能力的分析：

由下图 4.9 所示，2016—2022 年云南白药的研发投入占营业收入基本稳定在 5% 左右，研发人员数量占比小幅度上升，保持在 8% 左右，2020 年以后，增长趋势加快。根据研发人员数量占比来看，尽管金融资产持有量增加并且金融化程度加深，但并未导致研发人员数量比重的下降。

从整体来看，研发收入占营业收入比例呈上升趋势，但在 2017 年和 2020 年，比重存在不同程度下降的现象。这表明金融化程度的加深使金融投资资金压缩了研发投入，对企业的研发能力产生了负面影响，不利于企业创新。



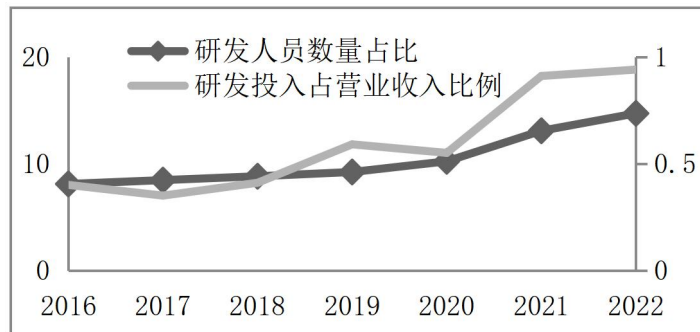


图 4.9 2016—2022 年云南白药研发能力各指标变化趋势

### 4.3 熵值法下云南白药金融化财务绩效的横向对比

#### 4.3.1 样本选取与处理

##### (1) 样本的选取

云南白药在行业表现突出,和行业均值对比意义较小,因此选取了医药制造行业排名靠前的五家上市企业和云南白药进行横向对比。根据上文的 5 个维度的 18 个具体指标选取了数据对六家公司进行财务绩效评价。本文主要利用企业年报、东方财富数据库和雪球网的相关数据进行统计和计算,然后汇总得出结果。2022 年的六家上市公司的绩效评价具体数值如表 4.8 所示:

表 4.8 各指标实际数值选取

指标/企业名称	云南白药	片仔癀	济川药业	仁和药业	康缘药业	恒瑞医药
速动比率	1.94	4.01	3.15	3.54	1.9	7.83
流动比率	2.63	5.06	3.26	3.93	2.1	8.5
资产负债率	27.75	19.04	24.22	15.85	27.4	9.31
产权比率	0.38	0.25	0.32	0.21	0.39	0.1
存货周转率	3.28	1.87	4.01	6.17	3.57	1.44
流动资产周转率	0.9	0.75	0.93	1.19	1.32	0.7
应收账款周转率	4.48	12.82	3.64	13.54	5.96	4.04
总资产周转率	0.69	0.64	0.66	0.71	0.68	0.52
每股收益	1.9	4.1	2.44	0.41	0.75	0.61
营业利润率	9.24	34.23	26.94	18.5	10.45	19.33

续表 4.8 各指标实际数值选取

指标/企业名称	云南白药	片仔癀	济川药业	仁和药业	康缘药业	恒瑞医药
销售毛利率	26.32	45.64	82.91	36.62	72.1	83.61
总资产报酬率	5.68	18.23	16.01	7.9	6.78	9.57
总资产增长率	1.88	16.63	23.5	10.48	12.92	7.87
营业利润增长率	-3.27	3.52	25.39	-8.07	29.58	-11.85
营业收入增长率	0.32	8.38	17.9	4.41	19.25	-17.88
净利润增长率	7	1.67	26.27	-13.62	35.54	-13.77
研发人员占比	14.7	8.9	14.11	3.98	8.37	24.3
研发投入占营业收入比例	0.94	2.65	6.26	1	14.28	29.83

数据来源：根据各企业 2022 年年报计算所得

## (2) 数据的标准化处理

根据公式 (3) (4) (5)，对六家上市公司 2022 年的绩效指标进行标准化处理和非负处理，计算过程使用 Excel 完成，结果如下表 4.9 所示：

表 4.9 各项指标标准化处理结果

指标/企业名称	云南白药	片仔癀	济川药业	仁和药业	康缘药业	恒瑞医药
速动比率	0.006745	0.355818	0.210793	0.276560	0.000000	1.000000
流动比率	0.082812	0.462500	0.181250	0.285938	0.000000	1.000000
资产负债率	1.000000	0.527657	0.808568	0.354664	0.981020	0.000000
产权比率	0.965517	0.517241	0.758621	0.379310	1.000000	0.000000
存货周转率	0.389006	0.090909	0.543340	1.000000	0.450317	0.000000
流动资产周转率	0.322581	0.080645	0.370968	0.790323	1.000000	0.000000
应收账款周转率	0.084848	0.927273	0.000000	1.000000	0.234343	0.040404
总资产周转率	0.894737	0.631579	0.736842	1.000000	0.842105	0.000000
每股收益	0.403794	1.000000	0.550136	0.000000	0.092141	0.054201
营业利润率	0.000000	1.000000	0.708283	0.370548	0.048419	0.403762
销售毛利率	0.000000	0.337232	0.987781	0.179787	0.799092	1.000000
总资产报酬率	0.000000	1.000000	0.823108	0.176892	0.087649	0.309960
总资产增长率	0.000000	0.682239	1.000000	0.397780	0.510638	0.277058

续表 4.9 各项指标标准化处理结果

指标/企业名称	云南白药	片仔癀	济川药业	仁和药业	康缘药业	恒瑞医药
营业利润增长率	0.207096	0.370987	0.898866	0.091238	1.000000	0.000000
营业收入增长率	0.490170	0.707245	0.963641	0.600323	1.000000	0.000000
净利润增长率	0.421213	0.313121	0.812006	0.003042	1.000000	0.000000
研发人员占比	0.527559	0.242126	0.498524	0.000000	0.216043	1.000000
研发投入占 营业收入比例	0.000000	0.059190	0.184147	0.002077	0.461751	1.000000

数据来源: Excel 计算所得

### (3) 计算指标权重

根据公式 (6) (7) (8) (9), 利用 Excel 软件整理计算上一步的结果, 分别计算出 18 项指标的熵值、差异系数以及各指标权重。具体结果参见表 4.10:

表 4.10 熵值法下各指标对应的权重

指标层	具体指标	熵值 e	差异系数 g	权重 w
偿债能力	速动比率	0.890	0.110	2.704%
	流动比率	0.886	0.114	2.791%
	资产负债率	0.719	0.281	6.920%
	产权比率	0.744	0.256	6.302%
营运能力	存货周转率	0.794	0.206	5.074%
	流动资产周转率	0.770	0.230	5.655%
	应收账款周转率	0.645	0.355	8.733%
	总资产周转率	0.892	0.108	2.666%
盈利能力	每股收益	0.700	0.300	7.388%
	营业利润率	0.767	0.233	5.739%
	销售毛利率	0.814	0.186	4.584%
	总资产报酬率	0.731	0.269	6.610%

续表 4.10 熵值法下各指标对应的权重

指标层	具体指标	熵值 e	差异系数 g	权重 w
发展能力	总资产增长率	0.846	0.154	3.779%
	营业利润增长率	0.746	0.254	6.251%
	营业收入增长率	0.878	0.122	2.988%
	净利润增长率	0.723	0.277	6.815%
研发能力	研发人员占比	0.813	0.187	4.588%
	研发投入占营业收入比例	0.577	0.423	10.413%

数据来源：Excel 计算所得

权重系数表示了各个指标对评价结果的影响程度，如果某个指标的权重系数较高，则其对财务绩效的影响也会更大。因此，需要特别关注那些具有较高权重系数的指标。可以根据各指标的权重系数进行排序，以确定它们的重要性。具体数据可参见表 4.11：

表 4.11 各指标权重排名

一级指标	各维度权重和 (%)	排名	二级指标	权重	排名
偿债能力	18.717	4	速动比率	2.704%	17
			流动比率	2.791%	16
			资产负债率	6.920%	4
			产权比率	6.302%	7
			存货周转率	5.074%	11
营运能力	22.128	2	流动资产周转率	5.655%	10
			应收账款周转率	8.733%	2
			总资产周转率	2.666%	18
			每股收益	7.388%	3
盈利能力	24.321	1	营业利润率	5.739%	9
			销售毛利率	4.584%	13
			总资产报酬率	6.610%	6

续表 4.11 各指标权重排名

一级指标	各维度权重和 (%)	排名	二级指标	权重	排名
发展能力	19.833	3	总资产增长率	3.779%	14
			营业利润增长率	6.251%	8
			营业收入增长率	2.988%	15
			净利润增长率	6.815%	5
研发能力	14.413	5	研发人员占比	4.588%	12
			研发投入占营业收入比例	10.413%	1

数据来源：Excel 计算所得

### 4.3.2 数据处理结果分析

根据公式 (10)，计算出六家上市公司 2022 年财务绩效评价指标的综合得分及排名，具体结果见表 4.12：

表 4.12 六家上市公司综合得分排名

年份	综合得分	排名
云南白药	0.234261	6
片仔癀	0.524056	2
济川药业	0.541968	1
仁和药业	0.413005	4
康缘药业	0.468422	3
恒瑞医药	0.389764	5

数据来源：Excel 计算所得

根据图 4.10 可以分析出，2022 年财务绩效综合排名第一的是济川药业，其次是片仔癀，排名最低的是云南白药。其中，盈利能力对财务绩效的权重最大，其次是营运能力，研发能力的权重最小。

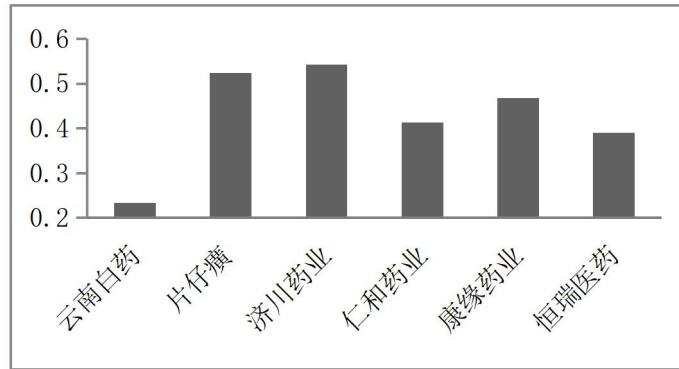


图 4.10 各公司 2022 年财务绩效综合得分变化趋势

### 4.3.3 各维度绩效分析

基于财务绩效评价线性模型，可以计算出 2022 年六家上市公司每个维度的具体得分和排名，如表 4.13 和表 4.14 所示：

表 4.13 2022 年各公司财务绩效各维度得分情况

	偿债能力	营运能力	盈利能力	发展能力	研发能力
云南白药	13.256	6.927	2.986	5.632	2.422
片仔癀	9.166	10.701	21.285	9.146	1.729
济川药业	11.454	6.821	18.100	17.813	4.206
仁和药业	6.392	20.944	4.122	3.890	0.023
康缘药业	13.093	12.234	5.203	17.986	5.801
恒瑞医药	5.497	0.355	9.353	1.049	15.003

数据来源：Excel 计算所得

表 4.14 2022 年各公司财务绩效各维度得分排名情况

	偿债能力	营运能力	盈利能力	发展能力	研发能力
云南白药	2	4	6	4	4
片仔癀	4	3	1	3	5
济川药业	3	5	2	2	3

续表 4.14 2022 年各公司财务绩效各维度得分排名情况

	偿债能力	营运能力	盈利能力	发展能力	研发能力
仁和药业	5	1	5	5	6
康缘药业	1	2	4	1	2
恒瑞医药	6	6	3	6	1

数据来源：Excel 计算所得

#### (1) 偿债能力分析

根据图 4.11 可得，从偿债能力来看，云南白药在 6 家样本企业中处于第 2 位，属于中上水平，康缘药业排名第一。

根据表 4.15 可得，2022 年，云南白药的负债总额最高，高达 147.9 亿，短期负债占比 12.6%，其余五家公司负债总额保持在 40 亿以下，仁和药业的负债最少，共 12.1 亿。偿债能力得分第一的康缘药业总负债为 18.62，其中长期借款和短期借款都为 0。

根据上一节的界定，速动比率、流动比率、资产负债率和产权比率都为适度指标，保持在一个合理的范围里对企业的偿债能力是最理想的：速动比率大于 1，流动比率在 2 左右，资产负债率在 40%—60%之间，产权比率维持在 0.7—1.5 之间。

根据表 4.16 可得，康缘药业的短期偿债能力最强，其次是云南白药。恒瑞医药的速动比率和流动比率过高，这说明恒瑞医药的闲置资金持有量过多，资金利用率低，造成了流动资金的浪费。结合资产负债率和产权比率可知云南白药的财务状况健康，长期偿债能力较强。而恒瑞医药的这两个指标过低，意味着企业的长期偿债能力不足，难以承受可能出现的债务负担，融资渠道较窄。恒瑞医药应该结合其发展情况，提高资金使用效率，优化资本结构，充分发挥财务杠杆作用。

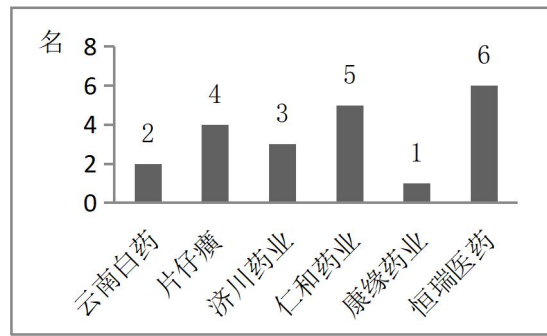


图 4.11 样本公司偿债能力得分排名情况

表 4.15 样本公司负债项目情况（亿元）

	货币资金	长期借款	短期负债	负债总额
云南白药	130.6	0.02	18.51	147.9
片仔癀	26.33	0.3	8.193	27.8
济川药业	48.19	0	4	36.29
仁和药业	28.25	0	0	12.1
康缘药业	16.01	0	0	18.62
恒瑞医药	151.1	0	12.61	39.42

数据来源：东方财富数据库

表 4.16 各样本公司偿债能力指标（%）

	速动比率	流动比率	资产负债率	产权比率
云南白药	1.94	2.63	27.75	0.38
片仔癀	4.01	5.06	19.04	0.25
济川药业	3.15	3.26	24.22	0.32
仁和药业	3.54	3.93	15.85	0.21
康缘药业	1.90	2.10	27.40	0.39
恒瑞医药	7.83	8.50	9.31	0.10

数据来源：东方财富数据库

## （2）营运能力分析

根据图 4.12 可得，从营运能力来看，云南白药在 6 家样本企业中排名第 4 位，处于中下水平，仁和药业排名第一。



由表 4.17 可以得出，从存货周转率来看，2022 年仁和药业的存货是 4.577 亿，存货周转天数是 58.36 天，而同时期的云南白药的存货是 79.93 亿，存货周转天数是 109.6 天，云南白药的存货周转率是仁和药业的 1.9 倍。根据这些数据可以看出，云南白药的库存量较大，而过多的存货数量会占用企业资金，并减缓企业资金周转速度。

根据流动资产增长率和总资产周转率的数据来看，云南白药在这两个指标上都表现良好，超过了行业平均水平。总资产周转率越高，意味着企业销售能力越强、流动资产使用效率越高、资金运营更加高效。从应收账款周转率来看，云南白药的周转天数是仁和药业的 2.7 倍，说明云南白药的收账速度较慢，平均收账期较长，变现能力弱，增大了发生坏账损失的风险，不利于企业正常的生产经营活动。

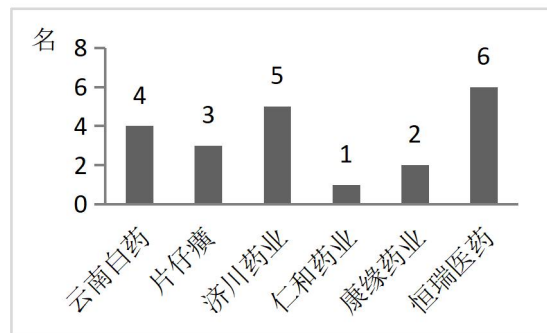


图 4.12 样本公司运营能力得分排名情况

表 4.17 各样本公司运营能力相关项目

	云南白药	片仔癀	济川药业	仁和药业	康缘药业	恒瑞医药
总资产周转天数	521.2	561.6	542.5	507.9	530.1	690.6
存货周转天数	109.6	192.9	89.81	58.36	100.9	250.6
应收账款周转天数	85.8	30.69	98.9	31.44	60.41	102.4
存货周转率	3.28	1.87	4.01	6.17	3.57	1.44
流动资产周转率	0.9	0.75	0.93	1.19	1.32	0.7
应收账款周转率	4.48	12.82	3.64	13.54	5.96	4.04
总资产周转率	0.69	0.64	0.66	0.71	0.68	0.52

数据来源：东方财富数据库

(3) 盈利能力分析

根据图 4.13 可得，从盈利能力来看，云南白药在 6 家样本企业中排名最低，片仔癀排名第一。

根据表 4.18 可得，恒瑞医药的销售毛利率水平远高于云南白药，云南白药的销售毛利率是恒瑞医药的 0.3 倍，这说明同样的营业收入，恒瑞带来的利润更多。两家公司的毛利率差异主要来源于业务结构和业务毛利率的不同，具体见表 4.19。云南白药的毛利率每年基本保持在 30%左右，主要是因为主营收入构成结构更稳固而且医药商业业务占比高。

从每股收益方面来看，片仔癀的每股收益远高于云南白药，是云南白药的两倍。2022 年，片仔癀的基本每股收益增长率为 1.74%，而云南白药的基本每股收益是负增长，为-14.03%。每股收益越高，说明每股盈利能力较强。

从总资产报酬率来看，2022 年，云南白药的总资产报酬率只有片仔癀的 0.3 倍，总资产报酬率低意味着云南白药的资金利用效率低，总体获利能力差。片仔癀的营业总收入为 86.94 亿元，仅有云南白药营业总收入的 0.2 倍，但两者的营业利润和净利润却相差无几，而且云南白药的销售利润率是片仔癀的 0.26 倍。

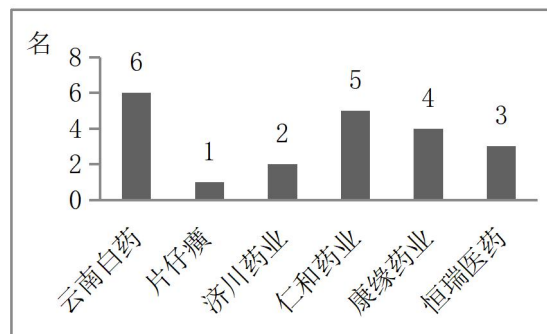


图 4.13 样本公司盈利能力得分排名情况

表 4.18 各样本公司盈利能力相关项目

	济川药业	片仔癀	康缘药业	仁和药业	恒瑞医药	云南白药
营业总收入（亿元）	89.96	86.94	43.51	51.53	212.8	364.9
营业利润（亿元）	24.23	29.76	4.548	9.533	41.12	33.71
营业利润占利润比例	26.94	34.23	10.45	18.5	19.33	9.24
净利润（亿元）	21.72	25.23	4.419	7.116	38.15	28.4
投资收益（亿元）	0.2	0.752	0.04	0.46	3.874	8.682

续表 4.18 各样本公司盈利能力相关项目

	济川药业	片仔癀	康缘药业	仁和药业	恒瑞医药	云南白药
投资收益占收入比例	0.22	0.87	0.1	0.90	1.82	2.38
每股收益(元)	2.44	4.1	0.75	0.41	0.61	1.9
营业利润率(%)	26.94	34.23	10.45	18.5	19.33	9.24
销售毛利率(%)	82.91	45.64	72.1	36.62	83.61	26.32
总资产报酬率(%)	16.01	18.23	6.78	7.9	9.57	5.68

数据来源：东方财富数据库

表 4.19 恒瑞医药和云南白药主营收入构成分析

	主营构成	主营收入 (亿元)	收入比例 (%)	主营利润 (亿元)	利润比例 (%)	毛利率 (%)
恒瑞医药	医药制造业	257.8	99.52	220.7	99.58	85.61
	其他	1.252	0.48	0.9	0.42	73.51
	商业销售收入	236.5	64.80	14.73	15.33	6.23
云南白药	工业销售收入	127.7	35.00	81.06	84.40	63.47
	其他业务收入	0.49	0.13	0.26	0.27	53.27

数据来源：企业年报

#### (4) 发展能力分析

根据图 4.14 可得，从盈利能力来看，云南白药排名第四，处于中下等水平，康缘药业排名第一。

根据表 4.20 可得，根据资产总额的增长情况来看，2022 年初康缘药业的总资产为 60.18 亿元，到年末时增长至 67.96 亿元，总资产增长率达到 12.92%。这一数字远高于恒瑞医药 1.88% 的总资产增长率。

在 2022 年国家药监局批准上市的七个新药中，康缘药业占了其中的两个。散寒化湿颗粒是继“三方三药”后，首个获批用于新冠病毒感染治疗的抗疫中药新药，同时调整生产策略，优先生产抗疫药品，快速提升颗粒剂和口服液制剂产品的销售。销售增加导致了营业收入和归母净利润超两位数增长，营业收入达到 43.51 亿元，同比增长 19.25%，归属于上市公司股东的净利润为 4.34 亿元，同

比上升 35.54%。同时，康缘药业不断优化产品结构，在发展稳定注射剂基础上，大力发展非注射剂品种，经营质量稳中向好。虽然云南白药的主营业务依然是良性发展的态势，但是受业务收入占比最大的省医药公司的收入同比下降 3.9% 的影响，同时市值下降金融投资大量亏损，商誉减值，云南白药的营业收入受到影响，营业利润增长率实现负增长。

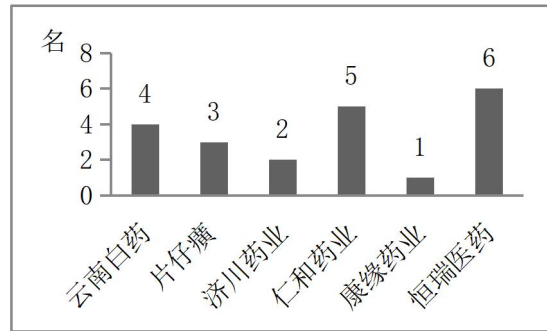


图 4.14 样本公司发展能力得分排名情况

表 4.20 样本公司发展能力指标分析 (%)

指标/企业名称	总资产增长率	营业利润增长率	营业收入增长率	净利润增长率
云南白药	1.88	-3.27	0.32	7
片仔癀	16.63	3.52	8.38	1.67
济川药业	23.5	25.39	17.9	26.27
仁和药业	10.48	-8.07	4.41	-13.62
康缘药业	12.92	29.58	19.25	35.54
恒瑞医药	7.87	-11.85	-17.88	-13.77

数据来源：企业年报

### (5) 研发能力分析

根据图 4.15 可得，从盈利能力来看，云南白药排名第四，处于中下等水平，康缘药业排名第一。

康缘药业始终坚持以创新驱动发展，2022 年，五个项目完成临床阶段性研究已经完成，同时又开始了一系列其他的重要项目，研发质量和效率持续提升。从表 4.21 也能看出来，康缘药业是研发投入占营业收入最多的企业，研发费用是云南白药的 16 倍。云南白药在研发上投入的仅是同行业平均研发投入金额的

一半，但相比于以前年度，云南白药在研发方面的投入有所增长，研发创新力度也在不断加大。云南白药研发力度还要不断加强，以此来助力企业健康持续地发展。

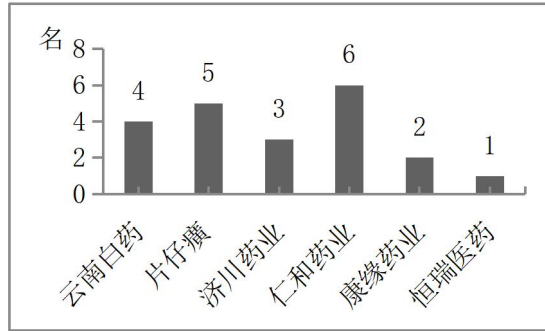


图 4.15 样本公司研发能力得分排名情况

表 4.21 样本公司研发能力指标分析

指标/企业名称	研发人员占比	研发投入占营业收入比例	研发费用（亿）
云南白药	14.7	0.94	3.4
片仔癀	8.9	2.65	2.3
济川药业	14.11	6.26	5.5
仁和药业	3.98	1	0.5
康缘药业	8.37	14.28	6.1
恒瑞医药	24.3	29.83	48.9

数据来源：企业年报

## 5 结论与建议

### 5.1 研究结论

本文以医药制造业为背景，选取了金融化明显的云南白药作为研究对象，首先梳理总结了学术界的相关研究和以“蓄水池”理论、“挤出”理论和“投资替代”理论为主的理论基础；其次，先说明了云南白药金融化现状，根据不同时期的投资特征将云南白药金融化进程分为三个阶段，再分别介绍了每个阶段的资产配置情况和投资收益情况，然后从内外两个方面分析了云南白药金融化动因；最后重点研究了金融化对云南白药财务绩效的影响，得出以下结论：

(1) 云南白药金融化受内外两方面因素影响。从外部因素考虑，云南白药金融化动因主要是医药市场竞争加剧、盈利能力下降，监管部门监管较为宽松和同行业金融化信号传递；从内部因素考虑，则主要是充足的空闲资金，受管理层偏好影响和实现收入多元化、提高抗风险能力。

(2) 云南白药存在过度金融化现象。本文基于资产视角和利润视角测量了云南白药在 2016—2022 年的金融化水平，以利润视角测算的金融化水平为例，第一阶段的金融化水平基本保持在 7% 左右。在这个阶段，云南白药的财务绩效表现是研究期内最好的。第二个阶段内，2019 年的金融化水平大幅上升达到了 35.79%，较上一年扩大了 3.24 倍，2021 年受股市影响，资产贬值，投资亏损严重，金融化水平为 -25.39%，这一年也是研究期内财务绩效表现最差的年份。这个阶段开始出现过度金融化的现象。

(3) 金融化对云南白药财务绩效存在负面影响。本文基于熵值法综合评价了云南白药在 2016—2022 年的财务绩效。从纵向来看，云南白药金融化程度不断加深，而整体财务绩效持续下降，2011 年财务绩效得分最差，2022 年有所回升。从五个维度对 2016—2022 年每一年的财务绩效进行详细分析发现，营运能力对财务绩效的影响最大，偿债能力的影响最小。这五个维度的能力虽然有上下波动，但基本呈现下降趋势。从横向来看，2022 年，云南白药在六家样本公司中财务绩效排名最低。从五个维度进行对比分析发现相比其他五家公司，云南白药的偿债能力较强，其他维度的能力都较差。通过横纵两方面分析得出，非金融

企业过度金融化并不利于企业健康高效地发展。虽然金融化为云南白药提供了充足的金融资产收益，拓宽了企业投资渠道、提升短期利润，发挥蓄水池效应，为企业的经营管理和研发提供了充足的现金流保障。但随着金融化的不断加深，加大了利润的波动性，比如 2021 年交易性金融资产损失了 20 多亿，同年净利润同比下降近一半。与此同时，“挤出”效应开始发挥影响，企业忽略了自身业务的发展，对主营业务和研发创新的投入开始降低，收益质量下滑，市值降低，影响企业的稳定发展。

(4) 金融化一定程度上抑制了企业研发能力。从时间上来看，虽然研发人员数量占比小幅度上升，但研发投入占营业收入比重存在波动现象。从同行业企业对比来看，云南白药在研发上投入的人力和资金不足，资本化较少，研发能力处于中下等水平。受医药制造行业特性影响，对于新产品的开发对企业的利润有着很大程度的推动作用。但受“挤出”效应影响，金融化对企业研发能力有一定的负面作用，不利于企业核心竞争力和长期利润的提升。

## 5.2 相关建议

### 5.2.1 政府层面

(1) 推进金融体制改革，优化金融市场结构，避免系统性金融风险。随着实体经济不断加入金融市场，进行金融化，金融市场的稳定性和资产配置效率都会对非金融企业带来重大的影响。因此监管机构要明确规定金融市场的准入制度，加大对企业金融化的约束力度，约束过度金融化行为，密切关注和考察金融化的企业，减少企业投机套利行为，维护金融市场的合法性和安全性，为投资者提供更好的投资环境。

(2) 落实实体经济政策，促进行业健康发展。实体产业进行金融化的重要因素是实体经济的产品经济附加值低，生产成本得不到控制，专利保护制度不完善，行业利润大幅度下降，对实体经济失去了信心。因此，政府应扶持实体企业的主业发展，做好政策倾斜，比如税收优惠、政府补贴等方式支持企业发展实体经济，并鼓励企业提升研发创新能力，转变销售盈利模式，引导实体产业的转型升级。

## 5.2.2 企业层面

(1) 加强投资风险管理,提升风险管控能力。金融市场可以对资金进行优化配置,扩宽企业的融资渠道。实体经济通过金融投资减少融资成本,提高企业收益,但金融投资往往是高收益伴随着高风险,随着金融市场化改革,资本开放范围进一步扩展,金融产品层出不穷,金融行业的风险性也相应加大。企业在进行金融化时,要谨慎评估自身的风险承受能力,建立合理科学的金融投资决策机制,加强投资风险监管,降低投资风险,防止金融市场造成企业收益波动,甚至影响其经营活动。

(2) 优化金融资产结构,避免过度金融化。金融化可以对企业发展带来发展优势,但过度金融化会影响企业主业发展,带来利润的不稳定性。对于云南白药来说,首先要正视过度金融化对企业经营带来的风险,合理配置金融资产,增强过度金融化的防范意识。高风险投资时要结合企业的经营状况科学分配金融资产,做好风险管理工作,建立合理的奖惩制度,并且预留出企业发展主营业务的资金以及发生不可抗力风险时所需要的资金,以便能够确保企业的主营业务稳定良性发展,提升企业在市场上的竞争力和可持续发展能力,稳固企业在市场中的地位。同时云南白药可以引进综合性人才,帮助企业制定合理的投资计划、投资管理和规避金融风险。

(3) 注重主业发展,提高研发能力。云南白药偏离了主营业务的轨道,金融化抑制了其对生产经营以及研发活动的投入,不利于提高企业的竞争力。企业应明确将主营业务置于首位,金融活动只是辅助性活动,金融活动的初衷是为了支持主营业务发展而非追求即时利润。只有不断提高市场占有率,加大研发创新力度,企业才能更持续稳定地发展。对于医药制造行业来说,研发创新能力是竞争力的核心。因此医药企业要不断提高生产质量和创新能力,学习先进的技术和管理经验,加大研发投入,提高企业的创新能力。



## 参考文献

- [1]Arrighi G.The long twentieth century:money,power,and the origins of our times[M].London:Verso,1994: 86-93.
- [2]Bryan,D.Martin,R.Rafferty,M.et al.Financialization and Marx:Giving Labor and Capital a Financial Makeover[J].Review of Radical Political Economics.2009, 41(4):448-472.
- [3]Chen S,Zheng S,Song T,et al.Government intervention and investment efficiency:Evidence from China[J].Journal of Corporate Finance,2011,17(2):249-271.
- [4]Demir F.Financial liberalization,private investment and portfolio choice:Financialization of real sectors in emerging markets[J].Journal of Development Economics,2009,88(2):314-324.
- [5]Krippner.G.R.The financialization of the American economy[J].Socio-Economic Review,2004,3(2):173-208.
- [6]Luo,Y.and F.Zhu.Financialization of the Economy and Income Inequality in China[J].Economic and Political Studies,2014,2(2):46-66.
- [7]Orhangazi O.Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector:[J].Cambridge Journal of Economics,2008,32.
- [8]Orhangazi,O.Financialization of the U.S.Economy and Its Effectson Capital Accumulation:A Theoretical and Investigation[J].Dissertations&Theses-Grad-works,2006.
- [9]Stockhammer E.Financialization and the global economy[J].Working Papers,2010,99(4):409-410.
- [10]Tori,D.and O.Onaran.The Effects of Financialization and Financial Development on Investment Evidence From Firm-level Data in Europe[R].Working Paper,2017.
- [11]William Lazonick,Öner Tulum.US biopharmaceutical finance and the sustainability of the biotech business model[J].Research Policy,2011,40(9):1170-1187.

- [12]Zeff S.A. The rise of economic consequences[J].Journal of Accountancy,1978,12:46-62.
- [13]蔡艳萍,陈浩琦. 实体企业金融化对企业价值的影响[J]. 财经理论与实践, 2019, 40(3):24-31.
- [14]戴曠,彭俞超,马思超. 从微观视角理解经济“虚实背离”——企业金融化相关研究述评[J]. 外国经济与管理, 2018, 40(11):31-43.
- [15]邓迦予. 中国上市公司金融化程度研究[D]. 成都:西南财经大学, 2014.
- [16]邓可斌,曾海舰. 中国企业的融资约束:特征现象与成因检验[J]. 经济研究, 2014, 49(2):47-60+140.
- [17]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.
- [18]高闯,褚晓波,杨焯青. 实体企业金融化、代理成本与企业破产风险[J]. 统计与决策, 2021, 37(14):179-183.
- [19]郭丽婷. 企业金融化、融资约束与创新投资——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 金融与经济, 2018, (4):47-62.
- [20]郝凤霞,杨鸣. 企业金融化、实物资本投资与研发投入——来自制造业上市公司的经验证据[J]. 工业技术经济, 2022, 41(4):68-74.
- [21]贾翔夫. 当前我国经济金融化现象及成因:利润分析视角[J]. 现代管理科学, 2019, (2):43-44.
- [22]刘贯春. 金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”[J]. 统计研究, 2017, 34(7):49-61.
- [23]李世美,沈丽. 虚拟经济与货币供给的交互影响——基于货币“脱实向虚”与经济“虚实背离”的视角[J]. 金融经济研究, 2018, 33(6):10-21.
- [24]栾天虹,袁亚冬. 企业金融化、融资约束与资本性投资[J]. 南方金融, 2019, (4):28-36.
- [25]马红,王永嘉. 实体企业金融化研究综述[J]. 财会月刊, 2019, (17):147-164.
- [26]冒云霖. 基于平衡计分卡的L公司绩效评价体系研究[C]. 南京航空航天大学, 2017.
- [27]彭俞超,黄志刚. 经济“虚实背离”的成因与治理:理解十九大金融体制改革

- [J]. 世界经济, 2018, 41 (9) :3-24.
- [28] 戚聿东, 张任之. 金融资产配置对企业价值影响的实证研究[J]. 财贸经济, 2018, 39 (4) :38-42.
- [29] 乔丽媛. 企业财务绩效综合评价方法探究[J]. 中国农业会计, 2020, (3) :89-91.
- [30] 阮磊. 中国上市公司内部控制的经济后果研究[D]. 吉林: 吉林大学, 2016.
- [31] 斯科特, 陈汉文等译. 财务会计理论[M]. 北京: 机械工业出版社, 2000.
- [32] 宋军, 陆旸. 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企业的金融化证据[J]. 金融研究, 2014, (6) :111-127.
- [33] 孙洪锋, 刘嫦. 企业金融化会影响审计师的风险决策吗[J]. 审计与经济研究, 2019, 34 (4) :44-64.
- [34] 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, 20 (1) :144-166.
- [35] 王婧. 基于PCA—DEA的金融企业财务绩效评价研究[J]. 金融理论与实践, 2017, (7) :104-109.
- [36] 王少华, 上官泽明. 货币政策宽松度、过度金融化与企业创新[J]. 财经科学, 2019, (10) :44-48.
- [37] 王少华. 企业金融化适度性、宏观经济政策与创新[D]. 太原: 山西财经大学, 2019.
- [38] 王梦瑜. 华夏幸福连续并购长短期绩效案例研究[D]. 哈尔滨: 哈尔滨工业大学, 2018.
- [39] 吴军, 陈丽萍. 非金融企业金融化程度与杠杆率变动的关系—来自A股上市公司和发债非上市公司的证据[J]. 金融论坛, 2018, 23 (1) :3-14+41.
- [40] 吴一丁, 吕芝兰. 非金融企业金融化会损害企业价值吗—基于经济增加值视角[J]. 金融与经济, 2019, (4) :46-62.
- [41] 谢德仁. 商誉这颗“雷”: 减值还是摊销[J]. 会计之友, 2019, (4) :2-4.
- [42] 谢家智, 王文涛, 江源. 金融化与工业化: 作用路径及动态效应[J]. 吉林大学社会科学学报, 2014, (4) :48-46+172.

- [43]徐策. 关注金融业与实体经济利润反差问题[J]. 宏观经济管理, 2012, (7):24-24.
- [44]徐经长, 王胜海. 核心高管特征与公司成长性关系研究—基于中国沪深两市上市公司数据的经验研究[J]. 经济理论与经济管理, 2010, (6):48-64.
- [45]徐珊, 刘笃池. 企业金融化对技术创新影响的实证研究[J]. 科研管理, 2019, 40(10):240-249.
- [46]徐云, 凌筱婷, 戴德明. 实体企业进行金融资产配置会促进研发投入吗[J]. 山西财经大学学报, 2022, 44(2):63-74.
- [47]张成思, 张步昙. 再论金融与实体经济:经济金融化视角[J]. 经济学动态, 2014, (6):46-66.
- [48]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.
- [49]张慕瀨, 诸葛恒中. 全球化背景下中国经济的金融化:涵义与实证检验[J]. 世界经济与政治论坛, 2013, (1):122-138.
- [50]赵立伟, 干胜道. 金融化对高新技术企业技术创新的影响[J]. 财会月刊, 2018, (10):37-41.
- [51]朱和平, 郭佳佳. 基于TOPSIS的财务绩效发展评价研究—以无锡制造业上市公司为样本[J]. 会计之友, 2017, (12):47-63.

## 后 记

流年似水，岁月蹉跎，执笔于此，百感交集。一路跌跌撞撞走到现在，些许遗憾，些许不舍，些许向往，但不得不翻过这一页，奔向远方。回首读研三年，感恩我的导师、父母和朋友们，感恩帮助过我的每一个人。正是因为有你们，这段旅程更显珍贵，终会在我的记忆里熠熠生辉。始于 2021 年金秋，终于 2024 年盛夏，祝我们心有所期，前程似锦！