

资产剥离对企业金融化的影响

——“脱实向虚”抑或“去虚归实”

郭伟¹ 王少华²

(1.山西财经大学会计学院, 山西 太原 030006; 2.北京理工大学管理与经济学院, 北京 100081)

摘要: 本文以2008—2019年沪深A股上市公司为研究样本, 分析了资产剥离及其动因特征对企业金融化的影响。研究发现: (1)整体上资产剥离会加剧企业金融化, 但剥离动因特征对企业金融化的影响在作用方向和作用强度上存在显著差异。战略性剥离具有去金融化效应, 能够显著抑制企业金融化行为, 而非战略性剥离则会加剧企业金融化。(2)资产剥离加剧企业金融化主要源于非战略性剥离对长期金融资产的配置偏好。(3)资产剥离与企业金融化二者的关系受到企业发展水平、融资约束以及国有股权的影响。因此, 应鼓励企业实施战略性剥离, 优化营商环境, 促进企业转型升级。

关键词: 资产剥离; 战略性剥离; 去金融化; 脱实向虚

Abstract: Using a sample constituted by A-share listed companies in China from 2008 to 2019, this paper analyzes the impact of divestitures on corporate financialization. It shows that: (a) divestitures can accelerate the corporate financialization on the whole, but there are significant differences in the direction and intensity of the influence of divestiture motivation characteristics on the financialization of enterprises. Specifically, strategic divestiture has the effect of de-financialization, which can significantly inhibit corporate financialization, while non-strategic divestitures will exacerbate corporate financialization. (b) The exacerbating effect stems mainly from the preference for long-term financial assets of non-strategic divestiture. (c) The relationship between divestiture and financialization is affected by the level of firm development, financing constraints, and the effects of state-owned equity. Therefore, it is suggested to optimize the business environment, develop direct financing, encourage enterprises to implement strategic divestiture, and promote enterprise transformation and upgrading.

Key words: divestitures, strategic divestitures, de-financialization, corporate financialization

作者简介: 郭伟, 女, 管理学博士, 山西财经大学会计学院讲师, 研究方向: 公司治理、公司重组。王少华(通讯作者), 女, 管理学博士, 北京理工大学管理与经济学院博士后、山西财经大学会计学院副教授, 研究方向: 公司治理、企业金融化。

中图分类号: F275.5 **文献标识码:** A

一、引言

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》强调, “十四五”时期经济社会发展要以深化供给侧结构性改革为主线, 培育经济增长的新动能与新优势。退出落后领域, 布局新动能, 无疑是当前中国企业转型升级所面

临的现实问题。资产剥离和业务归核则是中国企业转型升级的起点(唐清泉和李萍, 2016)^[29]。企业可通过剥离过剩产能, 置入优质资产实现回归主业或开拓新的市场。然而, 在上述过程中, 企业可能受转型时间长、创新不足以及转型成本高等限制, 使得剥离所释放的资源在短期内难以全部“向新”或无法“向新”。近年来, 实体与金融利润率差距不断扩大, 企业主动金融化的行

为日趋明显。尤其是2021年三季度云南白药炒股浮亏15亿元引致业绩暴雷的事件，再次引起学界与实务界对企业金融化行为的广泛关注。那么，资产剥离是否会使资金从实体业务流出，向金融领域流入，成为企业“脱实向虚”的加速器呢？随着供给侧结构性改革的深入，企业剥离行为日趋频繁。在经济发展的攻关期，在企业转型的重要阶段，研究资产剥离对企业金融化的影响，对于企业制定实施重组战略、防范系统性金融风险、引导实体企业“去虚归实”具有重要意义。

本文可能的贡献：第一，区别于研究资产剥离对企业绩效、公司治理、风险承担等的影响(Feldman et al., 2019; Vidal and Mitchell, 2018; 彭睿等, 2020)^{[7][15][25]}，本文基于资产剥离的资源重构效应，深入分析了资产剥离对企业金融化的影响，揭示了资产剥离在实体经营活动和金融投资活动间的资源传导作用，深化了资产剥离的经济后果研究。第二，丰富且细化了企业金融化的动因研究。实体企业金融化存在“逐利”和“避险”两种动机，本文通过对金融资产配置偏好的检验，明确了剥离企业金融化的具体动因。第三，本文区分了剥离动因特征对企业金融化的差异化影响，发掘了企业金融化新的影响因素。现有研究主要从宏观经济政策、企业财务行为以及公司治理等方面对企业金融化决策的影响因素展开分析，但较少从资源重构视角关注企业重组行为对资源转移的影响。本文研究表明，资产剥离使资源从实体业务向金融投资转移，加剧了企业“脱实向虚”，且该效应主要通过非战略剥离的实施得以实现，而战略性剥离在某些特定条件下表现出对企业金融化的抑制效应。上述研究结论厘清了资产剥离的作用机理，为促进企业“脱虚向实”提供了思路与借鉴。

二、文献综述

(一)资产剥离的动因研究

资产剥离的动因可概括为“专业化论”“效率论”以及“融资论”。“专业化论”认为，把与核心业务关联度较低的资产进行剥离可以提升企业的专业化程度(Dittmar and Shivdasani, 2003)^[4]。“效率论”指出，被剥离资产与收购企业能实现更好地协同(Karim and Kaul, 2015)^[11]。“融资论”表明，资产剥离是企业融资方式

的重要补充，能够起到缓解融资约束的作用(Borisova and Brown, 2013)^[2]。

(二)资产剥离的经济后果研究

现有文献主要从资产剥离对资源配置、公司治理以及风险承担三方面影响展开。资源配置方面，研究表明资产剥离有助于重构资源、提升资源的配置效率(Folta et al., 2016, Karim and Kaul, 2015)^{[9][11]}。在不改变资源基础的情况下，企业可以通过资产剥离获取全新资源。将资源投放到高成长性的业务领域，可以不断创造新的利润增长点(Vidal and Mitchell, 2018)^[15]。剥离的实施有利于缓解融资约束，推动企业资源向研发创新转移，进而对企业绩效产生积极影响(李萍等, 2019)^[23]。也有研究指出，资产剥离的资源重构效应取决于企业的业绩基础。在业绩不佳的情形下，资产剥离可能意味着资产的“贱卖”，造成珍贵资源的流失，从而产生巨大的机会成本(Finlay et al., 2018)^[8]。公司治理方面，资产剥离既可以是对公司治理不足的一种补救、对盲目多元化的一种回应(Brauer, 2006; Feldman, 2015)^{[3][6]}，又可能是信息不对称下企业管理层与大股东机会主义行为的反映，对企业价值产生消极影响(Feldman et al., 2019; 徐虹, 2013)^{[7][30]}。风险承担方面，有学者发现企业生存能力与抗风险能力会随着资产剥离的实施而得到显著提升(Prezas and Simonyan, 2015; 彭睿等, 2020)^{[14][25]}。然而，对于业绩不佳的企业，资产剥离则会增加其被收购的风险(Vidal and Mitchell, 2018)^[15]。

(三)金融化的影响因素研究

实体企业金融化主要存在“预防性储蓄”和“投资替代”两种动机。“预防性动机”是指由于金融资产所具有的收益高、变现快等特点，企业将金融资产投资收益作为实业经营的资本来源，从而缓解融资约束，发挥金融资产的蓄水池作用。“投资替代动机”则指出，企业持有金融资产是为了获取投资收益，当金融投资回报高于实体投资回报时，资金会从企业实体业务向金融投资流动，即企业会以金融投资替代实体投资(张成思和张步昙, 2016)^[33]。现有研究主要基于上述两种动机，从经济宏观(经济水平与经济政策)与企业微观(财务特征与公司治理特征)两个层面对金融化的影响因素展开分析。企业配置金融资产的行为受经济环境与经济政策

(胡奕明等, 2017; 彭俞超等, 2018)^{[20][26]}、实业投资率(张成思和张步县, 2016)^[33]、货币扩张(张成思和郑宁, 2020)^[34]、投资者情绪(杨松令等, 2021)^[32]、企业业绩(宋军和陆旸, 2015)^[28]、大股东股权质押(杜勇和陆鑫, 2021)^[17]、高管背景与高官薪酬(安磊等, 2018; 杜勇等, 2019)^{[16][18]}等因素的影响。

综上, 已有文献对资产剥离、企业金融化单独做了研究, 为本研究提供了理论基础和文献参考。然而, 尚未有文献考察资产剥离对企业金融化的影响。在中国企业转型发展以及微观金融风险日益突出的双重背景下, 以下研究具有必要性和创新性: 资产剥离的实施及其特征是否会加剧企业金融化? 存在何种作用机制? 影响二者关系的异质性因素有哪些? 鉴于此, 本文深入研究资产剥离与企业金融化二者之间的关系及其作用机制, 旨在最大程度发挥资产剥离的促转型、创价值的战略性作用, 避免其成为实体经济“脱实向虚”的“加速器”。

三、理论分析与研究假设

(一)资产剥离与企业金融化

随着“产能过剩”的市场格局转变和全球一体化的竞争, 中国部分企业的业务收缩成为必然(唐清泉和李萍, 2016)^[29]。退出落后领域, 布局新动能是当前中国企业转型升级的必由之路。资产剥离是企业战略收缩、业务归核的主要手段(史习民和金晓勇, 2015)^[27], 也是企业重新定位、新型业务创建的先决条件(Dranikoff et al., 2002)^[5]。作为一种资源释放型战略, 在资源约束的情形下, 资产剥离可以被企业用来进行战略调整(Kuusela et al., 2017)^[12]。企业可通过剥离过剩产能、置入优质资产, 实现回归主业或开拓新的市场。

近年来, 我国经济发展增速放缓, 实体企业利润空间不断萎缩, 市场风险显著增加。与此相对的是, 金融市场发展迅猛、金融产品层出不穷。Akkemik and Ozen(2014)^[11]指出, 宏观经济水平和金融市场环境是发展中国家企业金融化行为的主要影响因素。“逐利”和“避险”是中国实体企业金融化的主要驱动因素(张成思和郑宁, 2020)^[34]。一方面, 企业可用变现金融资产所得来弥补经营投资的资金缺口, 以缓解暂时性的融资困境; 另一方面, 经济下行时, 企业既能通过金融化尤其

是增持长期金融资产来储备未来的现金流动性, 又能将获得的金融收益作为其收入来源的重要补充, 以平滑业绩波动。

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段, 大量传统产业向高新技术产业转变。在剥离向新的过程中, 企业或受创新不足、转型成本高等的限制, 使得剥离释放的资源无法得到高效配置、快速吸收、显著转化; 且剥离企业往往面临一定程度的融资约束, 具有主动金融化的动机。资产剥离是一种资源释放行为, 剥离的实施放松了企业的财务约束, 强化了企业金融化的能力。基于此, 本文提出以下研究假设:

H1: 资产剥离使资金从实体经营活动向金融投资活动转移, 表现为资产剥离会加剧企业金融化。

(二)机理分析

基于剥离动因, 资产剥离决策可分为战略性剥离与非战略性剥离(Montgomery and Thomas, 1988)^[13], 不同的剥离决策会对企业后续资源配置产生不同的影响, 从而使企业呈现不同的金融化趋势(见图1)。

1.战略性剥离对企业金融化的抑制效应

从剥离动因看, 战略性剥离以可持续发展为目标, 是企业实现核心业务发展或重新定位的可行性手段(Dranikoff et al., 2002)^[5]。以战略调整为出发点的资产剥离, 旨在实现对企业战略部署的有效推进。实施剥离的企业本身就面临一定程度的融资约束, 决定了战略性剥离所释放的资源具有稀缺性和专用性。从资源的调配与使用看, 实施战略性剥离的企业战略重心是实体业务在深度上的夯实或广度上的延伸。企业会把后续资源专用于巩固核心业务或开拓新的市场, 通过内部持续创新、培育新的增长点, 或者通过外部并购进入新的领域。从被剥离资产的选择看, 发展实业是企业战略目标的重心, 而战略目标的实现很大程度上取决于战略执行的实效性。由此决定了在战略性剥离中, 企业更倾向通过剥离变现能力较强的金融资产来获取实体发展所需资金, 使得资金从金融投资活动流出, 向实体经营活动流



图1 资产剥离对企业金融化的作用机理

入。基于此，本文提出以下研究假设：

H2：战略性剥离使得资金从金融投资活动向实体经济活动转移，战略性剥离表现出金融化效应。

2.非战略性剥离对企业金融化的加剧效应

非战略性剥离包括被动性剥离与战术性剥离。从剥离动因看，被动性剥离指企业面临严重的财务危机或生存压力而出售资产换取现金的行为。战术性剥离是以改善企业短期绩效为目的而实施的剥离。企业将发展潜力较差、盈利不佳或者闲置的资产剥离出去，以实现对剩余资产更为有效的利用(Montgomery and Thomas, 1988)^[13]。从被剥离资产的选择看，被动性剥离是企业的“断臂求生”，被出售的资产往往是企业的优质资产；战术性剥离则是对不良或冗余资产的处置。由此可知，企业的有形资产、产品线、业务部门或子公司等是非战略性剥离目标资产的主要构成。从资源的调配与使用看，被动性剥离所释放的资源将被用于清偿债务等企业日常性事务，战术性剥离则旨在对资源“松绑解禁”，至于后续资源如何配置，企业并无既定规划。随着近年来我国实体经济增速放缓，实体与金融利润率的差距不断扩大，“逐利”与“避险”动机之下，企业主动金融化的行为日益增加。对于实施非战略性剥离的企业而言，将后续资源用于配置金融资产则成为一种自然而然的选择。因此，非战略性剥离的实施将导致资金从实体经营活动流出，向金融投资活动活动流入。基于此，本文提出以下研究假设：

H3：非战略性剥离使得资金从实体经济活动向金融投资活动转移，表现为非战略性剥离会加剧企业金融化。

四、研究设计

(一)数据来源

本文以2008—2019年沪深A股上市公司(剥离企业与非剥离企业)为研究样本，原始数据来自于CSMAR数据库和WIND数据库。其中，借鉴唐清泉和李萍(2016)^[29]的做法，对资产剥离数据进行了进一步的手工整理，具体如下：(1)剔除ST、ST*以及金融类上市企业；(2)剔除资产剥离数据缺失以及剥离规模小于500万元的样本；(3)将当年发生多次的资产剥离金额加总作为当年的资产剥离总金额；(4)考虑到解释变量与被解释变量可能存

在的内生性问题，剔除支付方式中包含金融资产的剥离交易样本。此外，为减少异常值可能造成的干扰，对所有变量进行1%和99%的缩尾处理，最终得到15052个观测值。

(二)变量测度

1.被解释变量

金融化(*Fin*)：参照张成思和张步云(2016)^[33]的研究，本文采用金融资产占比对企业金融化水平进行测度，并进一步区分短期金融资产占比(*Sfin*)与长期金融资产占比(*Lfin*)来对企业金融化行为的异质性进行刻画。

2.关键解释变量

资产剥离(*Div*)：企业主要通过资产剥离实现战略收缩、规模缩减，本文用“资产剥离交易金额除以资产总额”表示。战略性剥离(*Sdiv*)与非战略性剥离(*Udiv*)：战略性剥离是企业以战略调整为出发点的剥离，非战略性剥离是迫于生存压力或旨在改善短期业绩而实施的剥离(Montgomery and Thomas, 1988)^[13]。本文对企业所披露的资产剥离动因进行分析，凡是陈述中出现包含“战略”“转型”“升级”“方向调整”等内容，该项剥

表1 模型的变量定义

名称	指标	说明
金融化水平	<i>Fin</i>	(交易性金融资产 + 可供出售的金融资产净额 + 持有至到期投资净额 + 应收股利和应收利息 + 投资性房地产净额) / 资产总额
	<i>Sfin</i>	交易性金融资产 / 资产总额
	<i>Lfin</i>	(可供出售的金融资产净额 + 持有至到期投资净额 + 应收股利和应收利息 + 投资性房地产净额) / 资产总额
资产剥离	<i>Div</i>	各年企业资产剥离交易金额 / 期末资产总额”表示
战略性剥离	<i>Sdiv</i>	战略性剥离金额 / 期末资产总额
非战略性剥离	<i>Udiv</i>	非战略性剥离金额 / 期末资产总额
企业规模	<i>Lsize</i>	企业年末总资产的自然对数
公司年龄	<i>Listage</i>	(样本年度 - 上市年度 + 1) 取自然对数
盈利能力	<i>Roa</i>	净利润 / 年末总资产
负债水平	<i>Lev</i>	年末总负债 / 年末总资产
现金流水平	<i>Cfo</i>	经营性现金流量 / 总资产
资本密集度	<i>Fixa</i>	年末固定资产 / 年末总资产
研发投入	<i>Rd</i>	研发投入 / 营业收入
董事规模	<i>Board</i>	董事会人数
独董比例	<i>Indr</i>	独立董事人数 / 董事会人数
股权集中度	<i>Shrz</i>	股权集中度 Z 指数
高管薪酬	<i>Pay</i>	高管前三名薪酬总额取自然对数
年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行业	<i>Ind</i>	行业虚拟变量

离被判定为战略性剥离，反之为非战略性剥离，分别以“战略性剥离金额除以资产总额”与“非战略性剥离金额除以资产总额”表示企业进行战略性剥离(*Sdiv*)与非战略性剥离(*Usdiv*)的水平。

3.控制变量

包括企业规模(*Lsize*)、公司年龄(*Listage*)、盈利能力(*Roa*)、负债水平(*Lev*)、现金流水平(*Cfo*)、资本密集度(*Fixa*)、研发投资(*Rd*)、董事规模(*Board*)、独董比例(*Indr*)、股权集中度(*Shrz*)、高管薪酬(*Pay*)等控制变量。同时还控制了行业虚拟变量(*Ind*)和年度虚拟变量(*Year*)。

各变量定义详见表1。

(三)模型设计

本文构建如下模型检验资产剥离与企业金融化之间的关系。其中，模型(1)用于检验假设1，若回归系数 α_1 显著为正，则说明资产剥离会加剧企业金融化。然而，剥离决策的差异会使企业表现出不同的金融化行为。因此，本文进一步使用模型(2)(3)检验资产剥离的动因特征对企业金融化的异质性影响。其中，模型(2)用于检验假设2，若回归系数 β_1 显著为负，则说明战略性剥离能够抑制企业金融化。模型(3)用于检验假设3，若回归系数 γ_1 显著为正，则说明非战略性剥离会加剧企业金融化。具体模型如下：

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Div_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Fin_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sdiv_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Fin_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Usdiv_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中，*Fin*表示企业金融化水平，*Div*表示资产剥离，*Sdiv*表示战略性剥离，*Usdiv*表示非战略性剥离，*Controls*表示控制变量， ε 为随机扰动项。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2列示了各变量的相关统计量。其中，企业金融化(*Fin*)的均值为0.0219，标准差为0.0425，最小值和最大值分别为0.0000和0.2520，说明企业的金融资产占比平均为2%左右；但不同企业间的金融化行为存在较大差

异，部分企业金融资产占比不足万分之一，金融化水平较低，而个别企业的金融资产则占到总资产的四分之一以上，金融化水平较高。其中，短期金融资产占比(*Sfin*)均值在0.13%左右，长期金融资产占比(*Lfin*)均值在4.5%左右，说明企业偏好持有长期金融资产。资产剥离(*Div*)的均值为0.0026，标准差为0.0222，最小值、3/4分位数和最大值分别为0.0000、0.0000和0.6579，说明3/4以上的剥离金额都非常小，而个别剥离金额占到企业总资产的65%以上，意味着近2/3的企业资产被剥离出售；其中，战略性剥离(*Sdiv*)的均值为0.0003，非战略

表2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	q25	中位数	q75	最大值
<i>Fin</i>	15052	0.0219	0.0425	0.0000	0.0003	0.0047	0.0224	0.2520
<i>Sfin</i>	15052	0.0013	0.0068	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0535
<i>Lfin</i>	15052	0.0447	0.0700	0.0000	0.0027	0.0168	0.0547	0.3799
<i>Div</i>	15052	0.0026	0.0222	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.6579
<i>Sdiv</i>	15052	0.0003	0.0059	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.4143
<i>Usdiv</i>	15052	0.0026	0.0220	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.6579
<i>Lsize</i>	15052	21.9454	1.2361	19.9303	21.0276	21.7516	22.6253	25.9475
<i>Listage</i>	15052	1.7542	0.9529	0.0000	1.0986	1.7918	2.5649	3.2189
<i>Roa</i>	15052	0.0534	0.0400	-0.0036	0.0229	0.0464	0.0747	0.1948
<i>Lev</i>	15052	0.3732	0.1940	0.0453	0.2153	0.3565	0.5161	0.8230
<i>Cfo</i>	15052	0.0476	0.0643	-0.1293	0.0100	0.0459	0.0855	0.2297
<i>Fixa</i>	15052	0.2068	0.1417	0.0068	0.0973	0.1793	0.2879	0.6416
<i>Rd</i>	15052	4.4808	4.1576	0.0300	2.0700	3.5800	5.3400	24.3900
<i>Board</i>	15052	8.5474	1.5996	5	7	9	9	14
<i>Indr</i>	15052	0.3744	0.0531	0.3333	0.3333	0.3333	0.4286	0.5714
<i>Shrz</i>	15052	7.7041	11.9148	1.0000	1.7085	3.3397	7.9037	75.8591
<i>Pay</i>	15052	14.2988	0.6629	12.7507	13.8624	14.2820	14.7036	16.1370

表3 单变量的组间差异检验

变量	未剥离样本			剥离样本			均值差异	中位数差异
	样本量	均值	中位数	样本量	均值	中位数		
<i>Fin</i>	14354	0.0208	0.0044	698	0.0443	0.0161	-0.0235***	-0.0117***
<i>Sfin</i>	14354	0.0013	0.0000	698	0.0024	0.0000	-0.0011***	-0.0000***
<i>Lfin</i>	14354	0.0428	0.0160	698	0.0830	0.0467	-0.0402***	-0.0307***
	未战略剥离样本			战略剥离样本			均值差异	中位数差异
<i>Fin</i>	14982	0.0218	0.0046	70	0.0393	0.0164	-0.0175***	-0.0118***
<i>Sfin</i>	14982	0.0013	0.0000	70	0.0028	0.0000	-0.0015*	-0.0000*
<i>Lfin</i>	14982	0.0445	0.0167	70	0.0789	0.0306	-0.0344***	-0.0139***
	非战略剥离样本			非战略剥离样本			均值差异	中位数差异
<i>Fin</i>	14361	0.0208	0.0044	691	0.0445	0.0161	-0.0237***	-0.0117***
<i>Sfin</i>	14361	0.0013	0.0000	691	0.0024	0.0000	-0.0011***	-0.0000***
<i>Lfin</i>	14361	0.0428	0.0160	691	0.0833	0.0470	-0.0405***	-0.0310***

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著。下表同。

性剥离(*Usdiv*)的均值为0.0026,与资产剥离总规模均值十分接近,表明当前资本市场中资产剥离以非战略性剥离为主。

进一步对是否剥离分样本的金融化水平进行单变量的组间差异检验。结果(详见表3)显示,剥离和未剥离的企业样本之间,企业金融化水平的均值与中位数均存在显著差异。同样地,在战略性剥离和未战略性剥离的企业样本之间,及非战略性剥离和未非战略性剥离的企业样本之间,企业金融化水平的均值与中位数也均存在显著差异。

(二)回归分析

回归分析分两步,首先检验资产剥离对企业金融化的影响,并考察剥离企业金融资产投资偏好;其次是分析资产剥离影响企业金融化的内在机理。

表4 资产剥离与企业金融化的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>Div</i>	0.0620** (2.3552)		
<i>Sdiv</i>		-0.0769** (-2.2987)	
<i>Usdiv</i>			0.0661** (2.4644)
<i>Lnsiz</i>	0.0000 (0.0083)	-0.0001 (-0.2425)	0.0000 (0.0179)
<i>Listage</i>	0.0119*** (23.9466)	0.0121*** (24.0672)	0.0119*** (23.9357)
<i>Roa</i>	-0.0441*** (-3.6485)	-0.0428*** (-3.5225)	-0.0442*** (-3.6590)
<i>Lev</i>	-0.0245*** (-9.3733)	-0.0242*** (-9.2723)	-0.0246*** (-9.3824)
<i>Cfo</i>	0.0116* (1.9174)	0.0105* (1.7281)	0.0117* (1.9328)
<i>Fixa</i>	-0.0525*** (-18.5259)	-0.0529*** (-18.6033)	-0.0525*** (-18.5320)
<i>Rd</i>	0.0001 (0.6226)	0.0001 (0.6413)	0.0001 (0.6210)
<i>Board</i>	-0.0005** (-2.0841)	-0.0006** (-2.1367)	-0.0005** (-2.0818)
<i>Indr</i>	0.0012 (0.1688)	0.0012 (0.1662)	0.0012 (0.1734)
<i>Shrz</i>	0.0001*** (3.1050)	0.0001*** (3.0617)	0.0001*** (3.1053)
<i>Pay</i>	0.0012* (1.8123)	0.0011* (1.8032)	0.0012* (1.8101)
行业	是	是	是
年度	是	是	是
截距项	0.00360 (0.3081)	0.00610 (0.5307)	0.00350 (0.3009)
样本量	15052	15052	15052
调整 R^2	0.1702	0.1693	0.1704

1.主效应检验

表4报告了资产剥离与企业金融化的回归结果。由表4列(1)可知,资产剥离与企业金融化的回归系数为0.0620,且在5%水平下显著。这表明资产剥离会加剧企业金融化,剥离使资金从实体经营活动向金融投资活动转移,假设1得到验证。

表5报告了剥离企业金融资产配置偏好的检验结果。列(1)(2)显示,资产剥离与短期金融资产的回归系数为0.0044,未通过显著性检验;资产剥离与长期金融资产的回归系数为0.1606,且在1%水平下显著,说明与短期金融资产相比,剥离企业更倾向配置长期金融资产。短期金融资产与长期金融资产具有明显不同的风险性与收益性:前者表现为低风险、低收益;后者为高风险、高收益。短期金融资产能够在较短时间内快速变现,当企业面临融资约束时,可发挥财务“缓冲器”的作用(许罡和朱卫东,2017)^[31];而长期金融资产占用主业资金时间较长,变现能力较弱,当面临财务困境时,增加了企业无法按时履行付现义务的风险(刘贯春等,2018)^[24]。因此,持有短期金融资产可以有效降低企业的财务风险,而持有长期金融资产则会增加企业的财务风险(黄贤环等,2018)^[22]。然而,强流动性同时也意味着弱盈利性,与短期金融资产相比,长期金融资产能够在更长期限内锁定投资收益,特别是在经济低迷的情况下,其投资回报较相对更高、再投资风险更小。由此可表明“逐利”是剥离企业金融化的主要动机。

2.机理分析

表4列(2)(3)报告了资产剥离动因特征与企业金融化

表5 机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Sfin</i>	<i>Lfin</i>	<i>Sfin</i>	<i>Lfin</i>	<i>Sfin</i>	<i>Lfin</i>
<i>Div</i>	0.0044 (1.5745)	0.1606*** (3.9563)				
<i>Sdiv</i>			0.0020 (0.1775)	-0.0058 (-0.0500)		
<i>Usdiv</i>					0.0046 (1.6237)	0.1686*** (4.1110)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是
截距项	-0.0072*** (-3.8427)	-0.0652*** (-3.3396)	-0.0071*** (-3.7829)	-0.0591*** (-3.0186)	-0.0072*** (-3.8450)	-0.0654*** (-3.3468)
样本量	15052	15052	15052	15052	15052	15052
调整 R^2	0.0283	0.2034	0.0281	0.2009	0.0283	0.2036

的回归结果。结果显示，战略性剥离与金融化的回归系数为-0.0769，且在5%水平下显著，表明战略性剥离对企业金融化存在抑制效应，促进企业“去虚归实”，假设2得到验证；非战略性剥离与金融化的回归系数为0.0661，且在5%水平下显著，表明非战略性剥离会加剧企业金融化，加剧了实体经济“脱实向虚”，假设3得到验证。上述结果表明，剥离决策的差异会使企业表现出不同的金融化趋势。由于非战略性剥离的加剧效应大于战略性剥离的抑制效应，使得净效应为正，企业整体呈现“脱实向虚”。

表5列(3)~(6)报告了不同剥离动因下企业金融资产配置偏好的检验结果。列(6)显示，非战略性剥离与长期金融资产的回归系数为0.1686，且在1%水平下显著，表明剥离企业更倾向将资金用于配置长期金融资产。基于上述分析可知，资产剥离加剧企业金融化主要通过非战略剥离对长期金融资产的配置偏好实现。

(三)稳健性检验

1. 替换变量测量方式

(1) 金融化水平的重新测量

参照张成思和张步昙(2016)^[33]对于广义金融资产范围的界定，将货币资金和长期股权投资纳入金融化水平的测量范围，重新对模型进行拟合，结果详见表6，结论与前文一致。

表6 替换因变量与自变量的稳健性检验

变量	替换因变量			自变量设置为 01		
	Fin2	Fin2	Fin2	Fin	Fin	Fin
Div	0.2098*** (3.2946)					
Sdiv		-0.1760 (-0.7972)				
Usdiv			0.2257*** (3.5368)			
Div01				0.0140*** (6.2999)		
Sdiv01					0.0046 (0.7418)	
Usdiv01						0.0142*** (6.3696)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是
截距项	0.1977*** (4.6690)	0.2061*** (4.8686)	0.1973*** (4.6600)	0.0051 (0.4407)	0.0059 (0.5067)	0.0051 (0.4453)
样本量	15052	15052	15052	15052	15052	15052
调整 R ²	0.4356	0.4348	0.4357	0.1738	0.1693	0.1740

(2) 资产剥离的重新测量

前文采用资产剥离金额对企业剥离行为进行测量，为检验结论的稳健性，根据企业是否实施了剥离对自变量进行测量，企业当年实施资产剥离时Div01赋值为1，否则赋值为0；企业当年实施战略性剥离时Sdiv01赋值为1，否则赋值为0；企业当年实施非战略性剥离时Usdiv01赋值为1，否则赋值为0。重新拟合后(结果详见表6)发现，企业的剥离行为或非战略剥离将显著加剧金融化水平，与前文结论一致。

(3) 控制变量的替换

将控制变量盈利能力(Roa)、现金流水平(Cfo)和股权集中度(Shrz)指标分别替换为净资产收益率(Roe)、货币资金占比(Cash)和前10大股东持股比例的平方和(Shfd)，结果详见表7列(1)~(3)，结论依然稳健。

2. 基于PSM多期DID的检验

为了缓解由于可能存在样本选择性偏差和不随时间变化的遗漏变量而产生的内生性问题，本文将资产剥离作为事件冲击变量，采用基于PSM的多期DID重新进行检验。其中，Divt表示企业资产剥离前后的哑变量，剥离当年及以后年度赋值为1，否则赋值为0；战略性剥离(Sdivt)和非战略性剥离(Usdivt)的变量设置同上。由于实施剥离的企

表7 替换控制变量与基于PSM-DID的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
Div	0.0608** (2.3738)					
Sdiv		-0.0915*** (-2.7614)				
Usdiv			0.0651** (2.4941)			
Divt				0.0072*** (2.9970)		
Sdivt					-0.00130 (-0.2530)	
Usdivt						0.0075*** (3.1326)
控制变量				是	是	是
控制变量2	是	是	是			
行业	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是
个体				是	是	是
截距项	0.0146 (1.2313)	0.0173 (1.4554)	0.0145 (1.2231)	0.0622* (1.7354)	0.0625* (1.7212)	0.0625* (1.7440)
样本量	15052	15052	15052	3354	3354	3354
调整 R ²	0.1806	0.1798	0.1807			

业样本较少，为满足平衡趋势假设，首先运用倾向得分匹配法(PSM)构建平衡样本。通过循环检验选择企业规模(Lnsize)、公司年龄(Listage)、盈利能力(Roa)、负债水平(Lev)、现金流水平(Cfo)、高管薪酬(Pay)等作为倾向得分匹配的协变量构造平衡样本。由于企业剥离的时间并不一致，采用多期双重差分模型进行检验。结果如表7(4)~(6)所示，在实施资产剥离和非战略性剥离后，企业金融化水平显著提高，前文结论依然稳健。

3.考虑地区识别的分组检验

我国东西部地区金融发展水平不同，市场化程度存在差异。一方面，东部地区金融市场相对成熟，金融资产投资收益较高，企业主动金融化的动机更强，应表现出更加显著的资产剥离对金融化的加剧效应；另一方面，东部地区的营商环境更为规范，企业研发创新的意愿较强(张杰等，2021)^[35]，企业更倾向通过剥离金融资产来换取实业发展所需的资金，应表现出更为显著的战略剥离对金融化的抑制效应。

考虑到资产剥离与金融化之间的地区差异问题，将企业分为东部地区与中西部地区进行检验。结果(详见表8)发现，东部地区战略性剥离能够显著地抑制企业金融化，而非战略性剥离会显著地加剧企业金融化；中西部地区资产剥离对企业金融化的影响均不显著。这表明资产剥离与非战略性剥离对企业金融化的加剧作用在东部地区会被加强，而在中西部地区则被弱化，二者关系存在明显的地区异质性。

表 8 地区差异的稳健性检验

变量	东部地区			中西部地区		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
Div	0.0458* (1.6491)			0.0859 (1.4611)		
Sdiv		-0.1115*** (-3.1603)			0.0293 (0.3194)	
Usdiv			0.0515* (1.7930)			0.0859 (1.4611)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是
截距项	0.0113 (0.8472)	0.0130 (0.9755)	0.0112 (0.8418)	0.0218 (1.1234)	0.0273 (1.3906)	0.0218 (1.1234)
样本量	11037	11037	11037	4015	4015	4015
调整 R ²	0.1865	0.1863	0.1866	0.1619	0.1583	0.1619

注：组间系数差异性检验结果显示，第(1)和(4)列p值为0.0722，第(2)和(5)列p值不显著，第(3)和(6)列p值为0.0781。

4.剔除金融危机影响的检验

考虑到金融危机可能对企业资产剥离决策及金融资产配置的影响，剔除2009年及之前的企业样本，重新进行拟合。结果(见表9)发现，资产剥离与非战略性剥离会显著地加剧企业金融化行为，与前文结论基本一致。此外，减弱金融危机的影响后，战略性剥离与企业金融化的回归系数也显著为负，表明随着金融危机影响的逐步减弱，战略性剥离对企业金融化的抑制作用也凸显出来。

六、进一步分析

资产剥离是一种规模收缩与战略退出行为，而金融化则反映了企业资源配置的偏好，实质上是一种投资选择。不同发展水平的企业会采取不同的经营理财策略，也面临着不同程度的融资约束。同时，资源禀赋的差异也会对企业投资决策产生重要影响。本文将进一步就企业发展水平、融资约束、国有股权对资产剥离与金融化二者关系的异质性影响，以及资产剥离加剧金融化的经济后果进行检验。

(一)调节效应分析

1.企业发展水平(Grow)

采用营业收入增长率对企业发展水平进行测量。表10报告了企业发展水平对资产剥离与企业金融化关系影响的回归结果。由列(1)可知，资产剥离与金融化交乘项的回归系数为-0.0207，且在1%水平下显著，表明企业发展水平在资产剥离与企业金融化的关系中发挥了负向调节作用，意味着企业发展速度越快、发展前景越好，越能

表 9 剔除金融危机影响的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)
	Fin	Fin	Fin
Div	0.0623** (2.3620)		
Sdiv		-0.0772** (-2.2986)	
Usdiv			0.0664** (2.4719)
控制变量	是	是	是
行业	是	是	是
年度	是	是	是
截距项	0.0013 (0.1118)	0.0040 (0.3473)	0.0012 (0.1033)
样本量	14681	14681	14681
调整 R ²	0.1692	0.1683	0.1693

表 10 企业发展水平的调节效应回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Sfin</i>	<i>Sfin</i>	<i>Sfin</i>	<i>Lfin</i>	<i>Lfin</i>	<i>Lfin</i>
<i>Div</i>	0.0688** (2.5458)			0.0043 (1.5400)			0.1699*** (4.0978)		
<i>Sdiv</i>		-0.0697** (-2.0103)			0.0010 (0.0963)			0.0034 (0.0287)	
<i>Usdiv</i>			0.0730*** (2.6519)			0.0045 (1.5893)			0.1782*** (4.2525)
<i>Grow</i>	-0.0000 (-1.6076)	-0.0000 (-1.6424)	-0.0000 (-1.6073)	-0.0000** (-2.3070)	-0.0000** (-2.3103)	-0.0000** (-2.3068)	-0.0000 (-1.3355)	-0.0000 (-1.3704)	-0.0000 (-1.3349)
<i>Div×Grow</i>	-0.0207*** (-2.5972)			0.0002 (0.2710)			-0.0284*** (-2.7258)		
<i>Sdiv×Grow</i>		-0.0230*** (-6.4145)			0.0032 (0.6857)			-0.0295* (-1.6549)	
<i>Usdiv×Grow</i>			-0.0210*** (-2.6471)			0.0002 (0.2619)			-0.0290*** (-2.7939)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是	是	是	是
截距项	0.0045 (0.3887)	0.0063 (0.5401)	0.0044 (0.3827)	-0.0072*** (-3.8486)	-0.0071*** (-3.7835)	-0.0072*** (-3.8508)	-0.0640*** (-3.2740)	-0.0590*** (-3.0101)	-0.0641*** (-3.2800)
样本量	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052
调整 R^2	0.1706	0.1693	0.1707	0.0282	0.0280	0.0282	0.2036	0.2008	0.2038

表 11 融资约束的调节效应回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Sfin</i>	<i>Sfin</i>	<i>Sfin</i>	<i>Lfin</i>	<i>Lfin</i>	<i>Lfin</i>
<i>Div</i>	0.0299 (0.9732)			0.0034 (1.1374)			0.1182** (2.4220)		
<i>Sdiv</i>		-0.1137*** (-6.0611)			0.0041 (0.2802)			-0.1270 (-1.4544)	
<i>Usdiv</i>			0.0334 (1.0687)			0.0037 (1.2051)			0.1257** (2.5512)
<i>Sa</i>	-0.0016 (-1.4341)	-0.0014 (-1.2534)	-0.0016 (-1.4277)	-0.0003 (-1.3159)	-0.0002 (-1.2867)	-0.0003 (-1.3101)	-0.0050*** (-2.7632)	-0.0049*** (-2.7110)	-0.0050*** (-2.7541)
<i>Div×Sa</i>	0.1146* (1.7681)			0.0031 (0.4560)			0.1493* (1.7416)		
<i>Sdiv×Sa</i>		0.1577 (1.1755)			-0.0096 (-0.5425)			0.5186 (1.6267)	
<i>Usdiv×Sa</i>			0.1166* (1.7603)			0.0029 (0.4176)			0.1508* (1.7415)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是	是	是	是
截距项	-0.0038 (-0.2928)	-0.0024 (-0.1845)	-0.0039 (-0.2960)	-0.0087*** (-3.9393)	-0.0086*** (-3.8901)	-0.0087*** (-3.9409)	-0.0927*** (-4.1972)	-0.0888*** (-4.0102)	-0.0927*** (-4.1999)
样本量	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052
调整 R^2	0.1709	0.1694	0.1711	0.0283	0.0281	0.0283	0.2041	0.2015	0.2043

够缓解资产剥离对企业金融化的加剧效应。这可能是因为在快速发展阶段的企业，其面临大量的实体投资机会，需要不断注入资金来维持高增长态势，从而对企业金融化行为产生抑制效应。由列(2)(3)可知，企业发展

水平的负向调节作用无论是在战略性剥离中还是非战略性剥离中都显著存在，表明企业发展水平既可以强化战略性剥离对企业金融化的抑制效应，也可以缓解非战略性剥离对企业金融化的加剧效应。

2. 融资约束(Sa)

采用Hadlock and Pierce(2010)^[10]所构建的SA指数作为融资约束的测度。以均值为界，高于均值的企业融资约束水平相对较高，Sa赋值为1，低于均值的企业融资约束水平相对较低，Sa赋值为0。表11报告了融资约束对资产剥离与企业金融化关系影响的回归结果。由列(1)可知，资产剥离与融资约束交乘项的回归系数为0.1146，且在10%水平下显著，表明融资约束在资产剥离与企业金融化的关系中发挥了正向调节作用，缓解融资约束有助于缓解资产剥离对企业金融化的加剧效应。由列(3)(9)可知，融资约束的正向调节作用主要存在于非战略性剥离中，且越是在高融资约束的企业中，实施非战略性剥离的后续资金越倾向于配置长期金融资产配置，导致企业金融化水平的提高，通过缓解其融资约束有助于缓解资产剥离对企业金融化尤其是长期金融资产配置的加剧效应。

3. 国有股权(Soe)

采用国有股权持股比例度量国有股权(Soe)。表12报告了国有股权对资产剥离与企业金融化关系影响的回归结果。由列(1)可知，资产剥离与国有股权交乘项的回归系数为负，且在10%水平下显著，表明国有股权在资

产剥离与企业金融化的关系中发挥了负向调节作用，国有股权缓解了资产剥离对企业金融化的加剧效应。一方面，得益于资源禀赋的差距，国有股权占比高的企业融资约束相对较低；另一方面，随着国家脱虚向实政策的不断推行，作为促进我国实体经济发展的中坚力量，国有股权占比高的企业的投资行为会受到政府更为严格的监督与约束，抑制了企业主动金融化的动机。由列(3)可知，国有股权的负向调节作用主要存在于非战略性剥离中。鉴于企业可通过非战略性剥离对资源松绑，非战略性剥离的实施会进一步强化企业的资源优势，故国有股权削弱了非战略性剥离对企业金融化的加剧效应。

(二)经济后果分析

基于前述分析，资产剥离会加剧企业“脱实向虚”，那么资产剥离通过加剧金融化又将对企业未来主业业绩产生何种影响呢？对于这一问题，在基础回归模型的基础上引入模型(4)(5)，将金融化作为中介变量，对“资产剥离-金融化-未来主业业绩”这一路径进行检验。借鉴杜勇等(2017)^[19]、胡聪慧等(2015)^[21]的方法，本文采用剔除金融投资收益的下年度资产收益率来衡量企业未来主业业绩(Core)。Core=(营业利润-投资收益-公允价值变动收益+对联营企业和合营企业的投资收益)/

表 12 国有股权的调节效应回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Fin	Fin	Fin	Sfin	Sfin	Sfin	Lfin	Lfin	Lfin
Div	0.0624** (2.3619)			0.0044 (1.5841)			0.1622*** (3.9907)		
Sdiv		-0.0805** (-2.4411)			0.0030 (0.2598)			-0.0084 (-0.0715)	
Usdiv			0.0664** (2.4710)			0.0046 (1.6329)			0.1703*** (4.1455)
Soe	0.0000 (0.8059)	0.0000 (0.7100)	0.0000 (0.8048)	-0.0000** (-2.5488)	-0.0000** (-2.5333)	-0.0000** (-2.5494)	0.0000 (0.5573)	0.0000 (0.3352)	0.0000 (0.5567)
Div×Soe	-0.0000* (-1.7317)			0.0000 (0.1061)			-0.0000*** (-5.1953)		
Sdiv×Soe		0.0000 (0.5500)			-0.0000*** (-2.6138)			0.0000 (0.2400)	
Usdiv×Soe			-0.0000* (-1.7562)			0.0000 (0.0894)			-0.0000*** (-5.2278)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是	是	是	是
截距项	0.0042 (0.3583)	0.0068 (0.5809)	0.0041 (0.3509)	-0.0075*** (-3.9070)	-0.0073*** (-3.8479)	-0.0075*** (-3.9094)	-0.0644*** (-3.2985)	-0.0584*** (-2.9799)	-0.0645*** (-3.3059)
样本量	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052	15052
调整 R ²	0.1702	0.1692	0.1703	0.0283	0.0281	0.0283	0.2034	0.2008	0.2037

总资产。

$$Core_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Div_{i,t-1} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Core_{i,t} = \sigma_0 + \sigma_1 Fin_{i,t-1} + \sigma_2 Div_{i,t-1} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中，模型(4)主要考察系数 δ_1 ， δ_1 显著说明资产剥离会对企业未来主业绩产生影响；模型(5)中主要考察系数 σ_1 ， σ_1 显著说明金融化在资产剥离对企业未来主业绩的影响中发挥了中介效应。

表13报告了资产剥离加剧金融化对企业未来主业影响的检验结果。由列(1)可知，资产剥离与滞后一期主业绩的回归系数均显著为负；由列(2)可知，资产剥离、金融化与滞后一期主业绩的回归系数均显著为负，表明金融化在资产剥离对企业未来主业绩的影响中发挥了中介效应。由列(5)(6)可知，“资产剥离-金融化-未来主业绩”这一传导机制存在于非战略性剥离中，主要是非战略性剥离的实施加剧金融化导致了企业未来主业绩下降。

七、结论与启示

本文以2008—2019年沪深A股上市公司为研究样本，分析了资产剥离对企业金融化的影响。研究发现：(1)整体上资产剥离会加剧企业金融化，但剥离动因特征对企业金融化的影响在作用方向和作用强度上存在显著差异。具体地，战略性剥离具有去金融化效应，能够显著抑制企业金融化行为，而非战略性剥离则会加剧企业金融化。(2)资产剥离加剧企业金融化主要源于非战略性剥

离下企业对长期金融资产的配置偏好，也间接说明“投资逐利”是资产剥离企业金融化的主要动机。(3)资产剥离与企业金融化二者的关系受到企业发展水平、融资约束以及国有股权的影响。其中，企业发展水平与国有股权在资产剥离与企业金融化的关系中发挥了负向调节作用，融资约束发挥了正向调节作用。这表明企业发展前景越好、融资约束越低、国有股权占比越高，越能够缓解资产剥离对企业金融化的加剧效应。(4)在经济后果的检验中发现，资产剥离加剧企业“脱实向虚”，将会引起未来主业绩的下降。

本文结论对于客观认识与理解剥离重组问题及其对企业金融化所带来的影响具有重要意义。第一，理解剥离背后的深层动因，辩证看待资产剥离的资源重构效应。资产剥离能够引导资金在金融投资活动与实体经营活动二者间流动，其既可以是企业向主业的回归，也可以是企业“脱实向虚”的“加速器”。第二，鼓励企业实施战略性剥离，发挥剥离促转型、创价值的战略性作用。一方面，优化营商环境，有序放宽市场准入条件，创建公平透明的市场竞争格局，加大市场主体产权保护，不断释放市场活力，赋能高成长性的企业通过战略性剥离实现升级转型；另一方面，发展直接融资，完善多层次资本市场建设，强化其服务实体经济的能力，赋能企业特别是中小企业持续创新，实现企业重组活动与金融投资活动的良性互动。同时，巩固、健全市场风险防控机制。在金融投资等过热领域，规范资本进入流

表 13 未来主业绩的经济后果检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Core	Core	Core	Core	Core	Core
L.Div	-0.0406*** (-2.9880)	-0.0354*** (-2.7482)				
L.Sdiv			-0.0416 (-0.7176)	-0.0452 (-0.8108)		
L.Usdiv					-0.0410*** (-2.9879)	-0.0355*** (-2.7422)
L.fin		-0.0766*** (-10.5490)		-0.0774*** (-10.6784)		-0.0766*** (-10.5451)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是
截距项	-0.0282*** (-4.1378)	-0.0278*** (-4.0802)	-0.0292*** (-4.2745)	-0.0286*** (-4.1967)	-0.0282*** (-4.1358)	-0.0278*** (-4.0789)
样本量	11507	11507	11507	11507	11507	11507
调整 R ²	0.8858	0.8892	0.8855	0.8890	0.8858	0.8892

程, 严控金融风险。第三, 规范国有企业剥离资金用途, 引导资金向实体业务流动。甄别国有企业金融化动机, 在提高资金利用率的, 同时也要避免过度金融化对未来主业造成的负面影响。 ■

[基金项目: 中国博士后科学基金项目“新发展格局下供应链网络地位对企业过度金融化的影响及治理研究”(2021M690387)、山西省教育厅项目“新冠肺炎疫情下山西企业捐赠对盈余持续性的影响研究”(2020W068)、山西省政府重大决策咨询课题“山西构建大中小企业融通创新发展的产业生态研究”(ZB20210902)、山西省“1331工程”工商管理一流学科建设项目(晋财教[2021]83号)]

参考文献:

- [1] Akkemik K A, Ozen S. Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: case study of Turkey[J]. Socio-Economic Review, 2014, 12(1): 71-98.
- [2] Borisova G, Brown J R. R&D sensitivity to asset sale proceeds: new evidence on financing constraints and intangible investment[J]. Journal of Banking and Finance, 2013, 37(1): 159-173.
- [3] Brauer M. What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? a review and research agenda[J]. Journal of Management, 2006, 32(6): 751-785.
- [4] Dittmar A, Shivdasani A. Divestitures and divisional investment policies[J]. Journal of Finance, 2003, 58(6): 2711-2743.
- [5] Dranikoff L, Koller T, Schneider A. Divestiture: strategy's missing link[J]. Harvard Business Review, 2002, 80(5): 74-83.
- [6] Feldman E R. Managerial compensation and corporate spinoffs[J]. Strategic Management Journal, 2015, 37(10): 2011-2030.
- [7] Feldman E R, Amit R, Villalonga B. Family firms and the stock market performance of acquisitions and divestitures[J]. Strategic Management Journal, 2019, 40(5): 757-780.
- [8] Finlay W, Marshall A, McColgan P. Financing, fire sales, and the stockholder wealth effects of asset divestiture announcements[J]. Journal of Corporate Finance, 2018, 50(1): 323-348.
- [9] Folta T B, Helfat C E, Karim S. Examining resource redeployment in multi-business firms[J]. Resource Redeployment and Corporate Strategy, 2016, 35: 1-17.
- [10] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [11] Karim S, Kaul A. Structural recombination and innovation: unlocking intraorganizational knowledge synergy through structural change[J]. Organization Science, 2015, 26(2): 439-455.
- [12] Kuusela P, Keil T, Maula M. Driven by aspirations, but in what direction? performance shortfalls, slack resources, and resource-consuming vs. resource-freeing organizational change[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38(5): 1101-1120.
- [13] Montgomery C A, Thomas A R. Divestment: motives and gains[J]. Strategic Management Journal, 1988, 9(1): 93-97.
- [14] Prezas A P, Simonyan K. Corporate divestitures: spin-offs vs. sell-offs[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 34(10): 83-107.
- [15] Vidal E, Mitchell W. Virtuous or vicious cycles? the role of divestitures as a complementary penrose effect within resource-based theory[J]. Strategic Management Journal, 2018, 39(1): 131-154.
- [16] 安磊, 沈悦, 余若涵. 高管激励与企业金融资产配置关系——基于薪酬激励和股权激励对比视角[J]. 山西财经大学学报, 2018, 40(12): 30-44.
- [17] 杜勇, 陆鑫. 控股股东股权质押与实体企业金融化——基于“掏空”与控制权转移的视角[J]. 会计研究, 2021, (2): 102-119.
- [18] 杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济, 2019, (5): 136-154.
- [19] 杜勇, 张欢, 陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响: 促进还是抑制[J]. 中国工业经济, 2017, (12): 113-131.
- [20] 胡奕明, 王雪婷, 张瑾. 金融资产配置动机: “蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2017, 52(1): 181-194.
- [21] 胡聪慧, 燕翔, 郑建明. 有限注意、上市公司金融投资与股票回报率[J]. 会计研究, 2015, (10): 82-88+97.
- [22] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 金融资产配置与企业财务风险: “未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究, 2018, 44(12): 100-112+125.
- [23] 李萍, 苏亮瑜, 徐欣. 资产剥离能否激发中国企业研发投入——基于融资约束视角的研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2019, 59(1): 188-198.
- [24] 刘贯春, 张军, 刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. 世界经济, 2018, (1): 148-173.
- [25] 彭睿, 蔡好东, 亚琨. 国有企业归核化与风险承担[J]. 会计研究, 2020, (7): 104-118.
- [26] 彭俞超, 韩珩, 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): 137-155.
- [27] 史习民, 金晓勇. 行业下行周期中战术性资产剥离绩效分析——以中国铝业为例[J]. 财务与会计, 2015, (7): 29-31.
- [28] 宋军, 陆旻. 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公司的金融化证据[J]. 金融研究, 2015, (6): 111-127.
- [29] 唐清泉, 李萍. 资产剥离与业务重组的有效性研究[J]. 当代经济管理, 2016, 38(7): 14-24.
- [30] 徐虹. 产权配置、地方政府干预与上市公司资产剥离——基于同属管辖交易视角的研究[J]. 会计与经济研究, 2013, 27(1): 23-36.
- [31] 许罡, 朱卫东. 金融化方式、市场竞争与研发投入挤占——来自非金融上市公司的经验证据[J]. 科学学研究, 2017, 35(5): 709-719+728.
- [32] 杨松令, 牛登云, 刘亭立, 王志华. 行为金融视角下投资者情绪对实体企业金融化的影响研究[J]. 管理评论, 2021, 33(6): 3-15.
- [33] 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, 51(12): 32-46.
- [34] 张成思, 郑宁. 中国实体企业金融化: 货币扩张、资本逐利还是风险规避?[J]. 金融研究, 2020, (9): 1-19.
- [35] 张杰, 毕钰, 金岳. 中国高新区“以升促建”政策对企业创新的激励效应[J]. 管理世界, 2021, 37(7): 76-91+6.

(责任编辑: 崔毅安)