

核心竞争力能够抑制实体企业金融化吗？ ——基于文本分析的经验证据

王化成¹, 毕紫岚¹, 孙昌玲²

(1. 中国人民大学商学院, 北京 100872;

2. 北京师范大学经济与工商管理学院, 北京 100875)

摘要: 实证检验核心竞争力对实体企业金融化的影响。研究发现: 核心竞争力能抑制企业金融化。机制检验表明, 核心竞争力强的企业通过提升主业业绩、扩大企业实体投资与金融投资收益率之差, 降低金融化的“套利动机”, 通过缓解融资约束降低金融化的“预防动机”, 进而抑制金融化行为。研究结果丰富了核心竞争力经济后果及企业金融化影响因素的相关文献, 亦对如何规避企业“脱实向虚”、促进经济高质量发展提供了理论指导与经验借鉴。

关键词: 企业金融化; 核心竞争力; 套利动机; 预防动机

中图分类号: F272; F275

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2023)01-0114-20

Can core competence restrain the financialization of entity enterprises? ——Empirical evidence based on textual analysis

WANG Huacheng¹, BI Zilan¹, SUN Changling²

(1. Business School, Renmin University of China, Beijing 100872, China;

2. Business School, Beijing Normal University, Beijing 100875, China)

Abstract: We empirically test the impact of core competence on the financialization of entity enterprises in this paper. This research finds that core competence can restrain the financialization of entity enterprises, and the mechanism test reveals that firms with strong core competences have two main mechanisms to inhibit financialization: 1) reducing the “profit-seeking motivation” by improving the performance of their main business and expanding the difference between the return on real and financial investment; 2) reducing the “reservoir motivation” by alleviating financing constraints. This paper enriches the literature on the economic consequences of core competence and the influencing factors of corporate financialization. At the same time, it provides theoretical guidance and practical significance for entity enterprises and regulators to “stop them being distracted from their intended purpose”, which promotes the high-quality development of economy.

Key words: corporate financialization; core competence; profit-seeking motivation; reservoir motivation

收稿日期: 2022-10-15 修回日期: 2022-12-28

基金项目: 中国人民大学重大规划项目“价值网平台企业的数据优势与资本运营”(2021030218)。

作者简介: 王化成(1963—), 男, 内蒙古赤峰人, 中国人民大学商学院教授, 博士, 博士生导师, 研究方向为公司财务理论、管理会计。

通信作者: 孙昌玲。

伴随中国步入经济转型期,我国人口红利减退,叠加产能过剩、外需不足、遇到“卡脖子”难题等不利因素,实体企业发展疲软,陷入利润率低迷的困境。与此同时,中国金融市场迅速发展,金融业开始展现其强劲的盈利能力。2020年,数量占比仅3%的金融企业净利润占比已稳定于45%左右的水平。在此背景下,许多实体企业越来越依赖于从金融投资获取超额利润,呈现出“脱实向虚”的迹象。通过金融投资获利以实现企业利润最大化,是微观企业的一种投资决策,本无可厚非。但若市场上的企业都开始“务虚”而不再专注实体经营,无论对企业自身的长足发展抑或对国家经济的稳定运行,都埋下了巨大隐患。自2014年起,配置金融资产的非金融企业数量飙升,2007年非金融企业中配置金融资产的仅704家,2020年达到2441家,约占非金融上市公司的61.1%。持有金融资产的总量也从2007年的2317亿元上升到2020年的12782亿元,增长率超400%。中国非金融企业的“脱实向虚”,资金“空转”而无法流入实体企业,无疑是对做大做强实体经济的沉重打击,将严重影响我国经济可持续发展。

从根本上缓解实体企业金融化,防控金融风险,推动中国经济高质量发展,具有十分重大的现实意义。金融化的本质是企业的投资决策偏好问题,实体企业金融化的根源在于金融资产给企业带来的短期回报高,经营主业带来的投资回报率低,吸引力远不如投资于金融资产^[1],即企业金融层面和经营层面的收益差较大。但纵观国内外的研究,少有文章就如何缩小企业经营层面和金融层面的收益差这一根本因素对防范实体企业金融化进行讨论。

缩小企业经营层面和金融层面的收益差,关键在于培育和巩固企业经营的长期盈利能力,企业若想在产品竞争市场上获取长期超额收益,往往离不开核心竞争力提供的支持^[2]。国家高度重视企业核心竞争力的培育,强调企业应精耕主业来谋求发展之道。2021年,中央经济工作会议强调要提升制造业核心竞争力,打造一批“专精特新”企业。2022年,政府工作报告将增强制造业核

心竞争力作为深入实施创新驱动发展战略的关键。党的二十大报告指出以提升核心竞争力为目标推动国企高质量发展。2022年8月,科技部官网公布《企业技术创新能力提升行动方案(2022—2023年)》,并强调引导支持各类企业将科技创新作为核心竞争力。在“新常态”阶段,提升企业核心竞争力是推动中国经济由“高速增长”转向“高质量发展”的关键,是中国经济避免陷入“中等收入陷阱”实现跨台阶的根本,是企业增强主业、有效抑制实体企业金融化的重要举措。而由于数据可获得性等原因,目前尚未有学者从核心竞争力的角度来探寻企业金融化的治理机制。

一、文献回顾

(一)核心竞争力的概念内涵及经济后果

资源是企业构建核心竞争力的基础,能力是企业构建核心竞争力的更深层因素。当企业的资源和能力具备价值性、稀缺性、难以模仿性、不可替代性等特征时,就形成了企业核心竞争力,能够为企业产生可持续竞争优势^[2]。据此,本文认为核心竞争力是指能够为企业带来可持续竞争优势的有价值的、稀缺的、难以模仿的、不可替代的资源和能力。

关于核心竞争力提高带来的经济后果,学者发现,核心竞争力强的企业往往具备长期盈利的能力,这也是核心竞争力为企业带来持续竞争优势的“显性结果”。一方面,企业有效决策的积累所培育出的核心竞争力帮助其赢得极高的信誉,使得利益相关者如供应商、客户、债权人等保持对企业的忠诚,增强合作粘性^[3-4]。另一方面,核心竞争力强的公司更善于整合公司的优势资源和能力,使得公司每个业务都能快速适应不断变化的市场并抓住机遇,使其业务达到业内一流水平^[2]。这类公司能以更高的价值或更低成本,为顾客提供更多消费者剩余,让用户更明显地感觉到产品给其带来的价值,这也正是企业能获取超额收益的根本原因^[2-4]。核心竞争力对企业的持续盈利性有重大战略意义的观点,也得到了实证研究的证实。Duysters等^[5]以技术专业化程度(专利专业化)作为核心竞争力的度量指标,发现核心竞争

力与企业绩效之间存在正相关关系。Zou 等^[6]基于问卷调查数据发现出口企业的产品开发能力、分销能力、沟通能力以及定价能力对其竞争优势及绩效表现都有显著的积极影响。王毅^[7]研究发现企业的核心竞争力水平能显著提升企业的组织绩效。

2012 年,中国证监会对核心竞争力披露要求的加强为开展企业核心竞争力话题的大样本实证研究提供了很好的研究场景,国内外涌现了一批关于核心竞争力经济后果的实证研究。孙昌玲等^[8]通过文本分析的方法构建了企业核心竞争力度量指标,进一步证实了核心竞争力可以显著提升企业业绩的观点。核心竞争力强的企业在偿债能力、运营能力、降低经营风险与信息不对称、缓解代理问题等方面具有突出表现,能显著降低企业的债务资本成本^[9]、杠杆水平^[10]等,并能增强供应链的合作黏性^[11]。

(二)企业金融化的动机及影响因素

目前,关于企业金融化微观层面动机的主流文献认为,“套利动机”和“预防动机”是企业金融化的主要动机。其中“套利动机”的观点认为企业金融化的主要目的是获取超额金融收益^[12-13]。“预防动机”的观点认为企业金融化的主要目的是降低由于资金短缺给企业带来的风险,减少对企业经营的不利影响,平滑公司的投资行为^[14]。就我国目前的情况而言,企业金融化行为总体弊大于利^[15],主要表现为“套利动机”。

学者研究发现,放松利率管制^[16]、降低经济政策不确定性,保持经济环境的稳定^[17],有利于缓解我国企业“脱实向虚”的倾向。随着对企业金融化话题讨论的深入,有学者从企业外部因素转向关注企业内部特征。现有文献基于公司基本特征、管理层特征、公司治理等层面对企业金融化行为进行剖析。有学者认为,随着公司规模扩大^[18],企业的金融资产投资将减少。高管有金融背景、从军经历将加剧金融化倾向^[19-20],有海外背景则将抑制金融化倾向^[21]。除上述原因外,还有较多学者关注公司治理因素对企业金融化的影响,如控股股东股权质押^[1]、非控股大股东退出威

胁^[22]、企业金字塔结构^[23]等。

(三)文献评述

部分学者站在企业外部的角度或宏观层面看待企业金融化问题,但宏观因素并非微观企业能决定或改变的,且由于宏观经济政策的制定通常面临着一定政治成本等原因,政府部门一般情况下不会轻易改变现行的经济政策。因此,从企业内部因素角度探索解决治理企业金融化的问题,是化解企业“脱实向虚”的重点。

企业金融化的本质是投资决策偏好问题,出现这种现象的根本原因是实体经济盈利能力下降和金融领域利润率上升^[19]。现有文献多基于公司基本特征^[18]、管理层特征^[19-21]、公司治理^[1,22-23]等层面对企业金融化行为进行剖析,并未就如何缩小企业经营层面和金融层面的收益差这一根本因素进行讨论,本文则致力于解决这一问题。企业核心竞争力是企业产品市场上获得持续竞争优势的源泉,这一观点得到了学者的普遍认同^[2]。核心竞争力强的企业很有可能凭借其在产品市场上的竞争优势,使得企业在主业的经营上获得亮眼的表现,从而缩小企业经营层面和金融层面的收益差。纵观核心竞争力经济后果的相关文献,大多聚焦于核心竞争力如何影响供应链合作粘性^[11]、企业整体业绩^[5-8]、企业融资成本^[12]等方面,鲜有涉及企业的投资决策,也较少有学者研究核心竞争力对企业金融化的影响。因此,本文试图从核心竞争力的角度寻求治理企业金融化之道。

二、理论分析与研究假设

目前,关于实体企业金融化动机的研究主要有“套利动机”和“预防动机”,核心竞争力强的企业能否有效缓解企业金融化,可以从这两类动机入手进行分析。

首先,核心竞争力强的企业能降低“套利动机”从而抑制企业金融化,这也是本文验证的主要机制。理论方面的研究表明:一是核心竞争力强的企业凭借其优质的产品、有保障的质量、有影响力的品牌、较高的行业地位等无形资源获得良好的形象和声誉^[3-4],有利于维持业绩稳定。同时,

企业较强的管理能力、服务能力、营销能力等能力^[3-4]对提升经营业绩有促进作用。如较强的管理能力可以使公司更健康高效的经营,较强的服务能力和营销能力可以提升客户满意度、增强客户粘性,带来持续稳定的现金流,并促进主业绩的提高。二是核心竞争力强的企业也更善于对其自身优势资源和能力进行整合。在此基础上,公司每个主营业务都能快速适应不断变化的市场,并抓住变化所带来的机遇,使其业务达到业内一流水平^[2]。这类公司能以更高的价值或更低的成本,通过最终产品为顾客提供更多消费者剩余,让用户更明显地感觉到产品给其带来的价值,这也正是企业能获取超额收益的根本原因^[2-4]。因此,在理论上,核心竞争力越强的企业,其经营业绩越好,主营业务收益率越高。在金融投资收益率一定的情况下,主业绩相对于金融资产投资的收益率也将提高,即缩小了企业经营层面与金融层面的收益差。

站在企业金融化的“套利动机”角度上分析,企业金融化的主要目的是获取超额金融收益^[12-13],当金融投资收益与实体投资收益的缺口越大,企业金融化的动机就越强。反之,若企业主业绩表现优异并高于金融资产投资带来的收益,无论是从短期还是长期的角度来看,投资于实体经营项目才是对该类企业而言的最优资产配置决策。综上所述,企业的核心竞争力为其带来更高的经营业绩,从而缩小经营层面和金融层面的收益差,因而更愿意配置实体经营资产而非金融资产,基于“套利动机”而持有金融资产的意愿较低。

其次,核心竞争力强的企业能降低“预防动机”从而抑制企业金融化。依据核心竞争力理论,独特的资源和能力是企业持续竞争优势的源泉,当公司具备有价值的、稀缺的、不可替代的、难以模仿的资源或能力时会形成竞争优势^[2],进而提升企业的长短期业绩^[24]。因此,核心竞争力越强的企业越有可能创造更多的自由现金流,内源性资金更充足,融资约束程度也更低。从外部融资角度分析,优质的产品、有保障的质量、有影响力

的品牌、较高的行业地位等无形资源能为核心竞争力强的企业赢得极高的信誉^[3-4],企业较强的管理能力、服务能力、营销能力等能力亦可降低企业的经营风险;各利益相关方更愿意信赖它并与其产生合作黏性^[3-4],这能有效降低企业的权益及债务等资本成本^[9],使企业更容易以较低的资本成本通过银行贷款或者发行股票等其他渠道获得融资,其外部融资约束较弱。综上所述,核心竞争力强的企业内源性资金充足,也更容易以更低成本从外部获取资金支持,因此其资金来源广,融资约束程度低。

站在企业金融化的“预防动机”角度上分析,企业持有金融资产的目的是降低由于资金短缺给企业带来的风险,防范资金链断裂^[14]。核心竞争力强的企业能保证内源性资金的充足,并以更低的成本获取外部资金,因此核心竞争力强的企业提前储备金融资产以应对流动性困境的动机较弱。另外,融资约束的缓解也会导致企业投资偏好的改变。有学者发现:在高融资约束下,由于资金受到限制,企业倾向于将实体投资转向金融投资^[25];在低融资约束下,为优化资源配置效率,企业将减少对短期金融资产的配置,并增加对收益更高的长期投资项目的投资^[26]。综上所述,对核心竞争力强的企业而言,基于“预防动机”而持有金融资产的意愿较低。

基于以上分析,本文提出假说 H1:核心竞争力能抑制企业金融化。

三、研究设计

(一)模型设计

本文设计了如下模型来检验假说 H1。

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times X_{i,t} + \sum \beta \times Controls_{i,t} + YEAR_{i,t} + IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中, $Y_{i,t}$ 表示企业金融化代理变量 $FIN_{i,t}$, $X_{i,t}$ 表示企业核心竞争力变量 $CORE_{i,t}$ 和 $CORE1_{i,t}$, $Controls_{i,t}$ 为相关控制变量, $YEAR_{i,t}$ 和 $IND_{i,t}$ 分别为年度虚拟变量和行业虚拟变量。如果系数 β_1 显著小于0,则表明核心竞争力与企业金融化负相关,核心竞争力越强,对于企业金融化的抑制作用越强,支持假说 H1。

(二) 变量定义

1. 核心竞争力

目前主流文献对于核心竞争力的定量衡量方法主要有 3 类:一是利用有关计算机的专利申请数量占总专利申请量的比重衡量^[5];二是利用问卷调查的方法,将核心竞争力细分为几大类并设计相应问题,利用被调查者对相关问题的打分构建核心竞争力变量^[6-7];三是利用文本分析方法进行构建。

第一类利用有关计算机的专利申请数量占比的衡量方法,涵盖范围较窄,仅包含技术类核心竞争力,而利用计算机专利占比衡量技术核心竞争力,度量方法较为粗略,未能准确衡量核心竞争力的强弱。第二类利用问卷调查构建核心竞争力的方法,虽将核心竞争力细化为几个分项,但相比于文本分析法总结的多类核心竞争力分项而言,该分类方法较为粗糙,而利用问卷调查方法构建核心竞争力,选取企业的样本有限,未能覆盖所有上市公司,为小样本研究,同时也可能存在样本选择偏误等问题。此外,该方法仅获取企业某一年对于核心竞争力的评价,为截面数据,未能对企业一段时间内的核心竞争力变化进行跟踪。被访者可能对于问卷所提问题理解有偏,出于企业自身利益考虑夸大自身核心竞争力等原因,未能给出准确回应。相比于上述两种方法,文本分析法涵盖核心竞争力的类别更广,覆盖了所有上市公司并为大样本实证研究成为可能,能跟踪较长一段时间内企业核心竞争力及其变化,相对而言更为客观,更能精准度量企业的核心竞争力。因此,本文采用文本分析方法对核心竞争力进行衡量。

本文核心竞争力的数据来源于中国上市公司年报,通过文本分析及手工搜集所获取。年报提及核心竞争力的段落中,有两种描述公司核心竞争力类别的方式:一是以小标题分点论述,这种方式是公司在年报中归纳好了相应核心竞争力类别,无需人工判断;二是整段论述,这种方式是公司在年报中没有归纳具有的核心竞争力类别,需要人工判断。参考孙昌玲等^[8]、Sun 等^[27]的研究,

本文通过不同的方法提取分点论述和整段论述的年报中的核心竞争力种类。具体过程是:第一,通过 Python 从巨潮资讯下载所有上市公司 2007—2020 年的年报;第二,人工整理所有年报提及核心竞争力段落的起始词和截止词;第三,依据提及核心竞争力段落的起始词和截止词,通过 Python 截取体现核心竞争力的段落内容;第四,通过 Python 爬出提及核心竞争力的段落中所有以小标题分点论述提及具体核心竞争力的年报,得出所有以小标题分点论述核心竞争力的公司所具有的核心竞争力种类;第五,用 Python 统计出所有年报中以小标题分点论述披露的核心竞争力种类及提及的次数,其次辅以人工整理和排序,结合 10 个财务学与管理学的专家教授的意见,选出词频达到 15 次及以上的 94 个词汇,确定为上市公司共同认可的核心竞争力种类;第六,通过 10 个财务学与管理学的专家教授进行人工文本分析与归纳,将 94 个词汇总结为 30 类核心竞争力;第七,由 4 人人工解读所有以小标题分点论述核心竞争力的年报,整理每种核心竞争力对应的词典,然后归纳提炼 4 人总结的词典,形成每类核心竞争力对应的词典;第八,依据该词典,爬虫出所有没列小标题而是整段论述核心竞争力的年报所具有的核心竞争力类别,从而得到所有上市公司核心竞争力类别;第九,随机抽取没列小标题而是整段论述核心竞争力的年报,人工解读提炼出其具有的核心竞争力类别,与第八步对比,结果一致,证明了方法的有效性。

本文以人工整理的词典爬虫的核心竞争力类别结果来度量公司的核心竞争力,假设文本分析结果显示某公司有品牌和技术两种核心竞争力,核心竞争力段落中体现品牌这种核心竞争力的词汇有 3 个,体现技术核心竞争力的词汇有 2 个,那么公司的核心竞争力类别为 2,公司的核心竞争力类别程度为 5。为了使数据结果更便于分析,本文以 $\ln(\text{核心竞争力类别程度} + 1)$ 、 $\ln(\text{核心竞争力类别} + 1)$ 来衡量公司的核心竞争力;稳健性检验中,本文也以核心竞争力类别、核心竞争力类别程度来衡量公司的核心竞争力,实证结果依然支持本文结论。

2. 企业金融化

参考 Demir^[13]、杜勇等^[19]的研究,本文利用金融资产占总资产比重作为实体企业金融化的指标。其中,金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资及投资性房地产。由于我国进行房地产市场化改革,我国投资性房地产越来越显现出金融资产的特征,并逐渐成为重要的投资产品,所以本文将其定义为一种特殊的金融产品。同时,本文参考 Krippner^[12]及杨笋等^[16]的研究,用金融渠道收益占总收益比例及金融渠道收益占总资产比例作为稳健性检验指标。

3. 控制变量

借鉴杨笋等^[16]等的研究,本文选取公司规模、资产负债率、平均总资产报酬率、自由现金流、成长能力、总资产周转率、大股东持股比例、是否为国有企业、省级 GDP 增长率、有息债务比率等变量作为控制变量(见表 1)。

表 1 主要变量定义

变量名称	符号	定义
企业金融化	FIN	(交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 投资性房地产净额)/期末总资产
核心竞争力	CORE	(核心竞争力类别程度 + 1)的自然对数
	CORE1	(核心竞争力类别 + 1)的自然对数
公司规模	SIZE	公司期末总市值的自然对数
资产负债率	LEV	期末总负债/期末总资产
平均总资产报酬率	ROA	净利润/平均总资产
经营活动现金流	CASHFLOW	经营活动产生的现金流量净额/平均总资产
成长性	GROWTH	净利润增长率
总资产周转率	TURNOVER	营业收入/平均总资产
大股东持股比例	HOLD	第一大股东持股比例
企业性质	SOE	若企业为国企,SOE 取值为 1,否则为 0
GDP 增长率	GDP	当年省级 GDP 增长率
有息债务比率	KM	(短期借款 + 长期借款 + 应付债券)/期末总资产
年份	YEAR	年份虚拟变量
行业	IND	行业虚拟变量

(三)样本选择与数据来源

由于自 2007 年开始实行新的会计准则,因此本文研究样本选取 2007—2020 年中国 A 股上市公司。核心竞争力数据来源于手工整理和文本分析,其他财务数据来源于 CSMAR 数据库,同时对

样本及数据进行如下处理:①由于金融行业及房地产行业持有较多金融资产或投资性房地产,且金融业会计业务处理具有一定特殊性,剔除金融业及房地产业公司样本;②剔除净资产小于 0,总资产小于 0 及 ST 公司;③删除数据存在缺失样本(由于 2012 年起,证监会开始强制要求企业披露核心竞争力信息,因此 2007—2011 年核心竞争力数据存在较多缺失值);④为降低异常值对回归分析的影响,对连续型变量两端进行 1% 缩尾(winsorize)处理。根据上述标准,共得到 21 569 个公司—年度观测值。

四、实证结果

(一)主要变量描述性统计

表 2 为本文的描述性统计结果,其中,金融资产占总资产比重均值为 3.46%,最大值为 37.51%,由此可见不同公司配置金融资产的比例有较大差异。核心竞争力变量(CORE)均值为 2.636,中位数 2.773。核心竞争力变量(CORE1)均值为 2.051,中位数 2.197。其他变量与前人的描述性统计结果相近,且变量的均值与中位数基本相当,大致符合正态分布。

表 2 主要变量描述性统计

变量	N	mean	p50	min	p25	p75	max	sd
FIN	21 569	3.459	0.705	0.000	0.004	3.529	37.510	6.636
CORE	21 569	2.636	2.773	0.693	2.197	3.135	3.850	0.702
CORE1	21 569	2.051	2.197	0.693	1.792	2.398	2.833	0.487
SIZE	21 569	22.770	22.630	20.820	22.000	23.390	26.190	1.090
LEV	21 569	0.415	0.408	0.054	0.255	0.564	0.876	0.200
ROA	21 569	0.041	0.039	-0.239	0.015	0.072	0.221	0.064
CASHFLOW	21 569	0.053	0.051	-0.149	0.012	0.093	0.258	0.070
GROWTH	21 569	-0.406	0.045	-25.170	-0.430	0.359	11.760	3.802
TURNOVER	21 569	0.651	0.556	0.087	0.379	0.800	2.492	0.422
HOLD	21 569	34.140	32.050	8.631	22.800	43.740	73.410	14.640
SOE	21 569	0.346	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	0.476
GDP	21 569	0.081	0.084	-0.082	0.060	0.107	0.202	0.046
KM	21 569	0.147	0.120	0.000	0.021	0.239	0.541	0.136

(二)相关性分析

表 3 列示了本文主要变量的相关系数,其中核心竞争力变量和企业金融化变量显著为负,初步证实了核心竞争力与企业金融化的负相关关系。同时,平均总资产报酬率(ROA)、经营活动现金流(CASHFLOW)与企业金融化显著正相关,企业规模(SIZE)、资产负债率(LEV)、资产周转率(TURNOVER)、大股东持股比例(HOLD)、产权性质(SOE)、GDP 增长率(GDP)和有息负债比率(KM)与企业金融化显著负相关。

表 3 相关性分析

变量	FIN	CORE	CORE1	SIZE	LEV	ROA	CASHFLOW	GROWTH	TURNOVER	HOLD	SOE	GDP	KM
FIN	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
CORE	-0.012 *	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
CORE1	-0.022 ***	0.910 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
SIZE	-0.012 *	-0.028 ***	0.022 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—	—
LEV	-0.131 ***	-0.076 ***	-0.037 ***	0.415 ***	1	—	—	—	—	—	—	—	—
ROA	0.048 ***	0.083 ***	0.089 ***	0.081 ***	-0.350 ***	1	—	—	—	—	—	—	—
CASHFLOW	0.041 ***	0.048 ***	0.051 ***	0.137 ***	-0.165 ***	0.430 ***	1	—	—	—	—	—	—
GROWTH	0.009	0.046 ***	0.052 ***	0.052 ***	-0.097 ***	0.433 ***	0.140 ***	1	—	—	—	—	—
TURNOVER	-0.070 ***	0.008	0.045 ***	0.086 ***	0.177 ***	0.174 ***	0.132 ***	0.074 ***	1	—	—	—	—
HOLD	-0.012 *	-0.068 ***	-0.030 ***	0.168 ***	0.037 ***	0.130 ***	0.107 ***	0.038 ***	0.091 ***	1	—	—	—
SOE	-0.038 ***	-0.239 ***	-0.195 ***	0.333 ***	0.292 ***	-0.105 ***	-0.024 ***	-0.023 ***	0.046 ***	0.225 ***	1	—	—
GDP	-0.056 ***	-0.079 ***	-0.052 ***	-0.099 ***	-0.031 ***	0.046 ***	-0.041 ***	0.011	0.043 ***	0.025 ***	-0.007 00	1	—
KM	-0.137 ***	-0.070 ***	-0.023 ***	0.307 ***	0.714 ***	-0.318 ***	-0.170 ***	-0.097 ***	-0.005	0.008	0.195 ***	-0.010	1

(三)多元回归结果

表 4 列示了模型(1)的回归分析结果,其中第 1 列与第 3 列列示了以 *CORE* 作为自变量的分析结果,第 2 列与第 4 列列示了以 *CORE1* 作为自变

表 4 主回归结果

变量	FIN (1)	FIN (2)	FIN (3)	FIN (4)
CORE	-0.510 *** (- 3.95)	—	-0.549 *** (- 4.28)	—
CORE1	—	-0.627 *** (- 3.66)	—	-0.590 *** (- 3.52)
SIZE	—	—	0.122 (1.48)	0.128 (1.56)
LEV	—	—	-3.473 *** (- 4.69)	-3.476 *** (- 4.69)
ROA	—	—	3.136 ** (2.51)	3.020 ** (2.42)
CASHFLOW	—	—	1.267 (1.36)	1.329 (1.42)
GROWTH	—	—	-0.015 (- 1.20)	-0.016 (- 1.25)
TURNOVER	—	—	-1.636 *** (- 7.01)	-1.627 *** (- 6.95)
HOLD	—	—	0.010 (1.64)	0.010 * (1.66)
SOE	—	—	-0.256 (- 1.26)	-0.226 (- 1.12)
GDP	—	—	4.625 *** (3.74)	4.541 *** (3.67)
KM	—	—	-2.113 ** (- 2.34)	-2.095 ** (- 2.31)
Constant	1.448 ** (2.33)	1.650 ** (2.51)	1.475 (0.78)	1.387 (0.73)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 569	21 569	21 569	21 569
R ²	0.081	0.081	0.114	0.114
r _{2-a}	0.080	0.080	0.113	0.112

注:括号内是经过公司层面聚类 (cluster) 调整后得到的 t 值;***、**、* 分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

量的分析结果,第 1 列与第 2 列没有加入控制变量,第 3 列与第 4 列加入了控制变量;第 1 列至第 4 列均控制了行业年度固定效应。结果显示:在上述 4 列回归结果中,核心竞争力 (*CORE*、*CORE1*) 的系数均显著为负;由第 3 列与第 4 列结果可知,在控制相关控制变量后,核心竞争力 (*CORE*、*CORE1*) 的系数分别为 -0.549 和 -0.590,t 值分别为 -4.28 和 -3.52,表明企业核心竞争力与企业金融化负相关,核心竞争力越强,对企业金融化的抑制效应更明显,支持了假说 H1。

(四)机制检验

1. 主业业绩的提升和实体投资收益率与金融投资收益率的扩大降低了“套利动机”

本文利用递归模型检验该机制。其中第一个中介变量为主业业绩 (*COREPERF*),参考王红建等^[28],以“(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)/平均总资产”作为对主业业绩的衡量。第二个中介变量为实体投资收益率与金融投资收益率之差 (*GAP*),参考宋军等^[29]的思路构建。计算方法为:

定义公司 i 第 t 年的经营资产等于总资产减去金融资产:

$$OA_{i,t} = ASSET_{i,t} - FA_{i,t} \quad (2)$$

在此,金融资产包括货币金融资产及非货币金融资产,即 $FA_{i,t}$ = 货币资金 + 交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 投资性房地产净额。

定义公司 i 第 t 年实体投资收益率:

$$ro_{i,t} = \frac{RO_{i,t}}{OA_{i,t}} \quad (3)$$

式(3)中,实体投资收益 $RO_{i,t}$ 等于营业利润 - 利息收入 - 公允价值变动收益 - (投资收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益)。

定义公司 i 第 t 年金融投资收益率:

$$rf_{i,t} = \frac{RF_{i,t}}{FA_{i,t}} \quad (4)$$

式(4)中,金融投资收益 $RF_{i,t}$ 等于利息收入 + 公允价值变动收益 + (投资收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益)。

因此,实体投资收益率与金融投资收益率之差:

$$GAP_{i,t} = ro_{i,t} - rf_{i,t} \quad (5)$$

首先对模型(1)进行回归分析,如果系数 β_1 显著为负,说明核心竞争力能有效抑制企业金融化。然后对模型(6)和模型(7)进行回归分析。若模型(6)的系数 β_1 显著为正,说明提升核心竞争力能有效提高主业业绩 ($COREPERF$)、实体投资收益率与金融资产投资收益率之差 (GAP);若模型(7)的系数 β_1 和系数 β_2 均显著为负且模型(7)中系数 β_1 的数值大于模型(1)中系数 β_1 的数值,说明提升核心竞争力至少有一部分是由于提高企业的主业业绩 ($COREPERF$)、实体投资收益率与金融资产投资收益率之差 (GAP) 产生的,存在部分中介效应,若模型(7)的系数 β_1 不显著,系数 β_2 显著为负,说明存在完全中介效应。

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times X_{i,t} + \sum \beta \times Controls_{i,t} + YEAR_{i,t} + IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$MV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times X_{i,t} + \sum \beta \times Controls_{i,t} + YEAR_{i,t} + IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times X_{i,t} + \beta_2 \times MV_{i,t} + \sum \beta \times Controls_{i,t} + YEAR_{i,t} + IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

表5~表6分别列示了以列示了主业业绩 ($COREPERF$)、实体投资收益率与金融投资收益率之差 (GAP) 作为中介变量,以上述递归模型(1)和模型(6)及模型(7)为基础进行回归的结果。其中各表第1列和第2列列示了以 $CORE$ 和 $CORE1$

作为自变量,FIN 作为因变量的分析结果,第3列和第4列列示了以 $CORE$ 和 $CORE1$ 作为自变量, $COREPERF$ 作为因变量的分析结果,第5列和第6列列示了以 $CORE$ 、 $CORE1$ 和 $COREPERF$ 作为自变量,FIN 作为因变量的分析结果。

表5结果显示:第3列和第4列表明提升核心竞争力能有效提高企业的主业业绩,自变量系数分别为0.133和0.160,t值分别为3.81和3.54;第5列和第6列中, $CORE$ 和 $CORE1$ 的系数相较于第1列和第2列分别从-0.549和-0.590提高到了-0.501和-0.532,证实了核心竞争力对企业金融化的抑制至少有一部分是由于提高企业的主业业绩产生的,存在部分中介效应。在Sobel检验下该结论依然成立。

表5 机制检验:提高主业业绩的中介效应

变量	FIN (1)	FIN (2)	COREPERF (3)	COREPERF (4)	FIN (5)	FIN (6)
CORE	-0.549 *** (-4.28)	—	0.133 *** (3.81)	—	-0.501 *** (-4.01)	—
CORE1	—	-0.590 *** (-3.52)	—	0.160 *** (3.54)	—	-0.532 *** (-3.24)
COREPERF	—	—	—	—	-0.361 *** (-9.25)	-0.363 *** (-9.30)
SIZE	0.122 (1.48)	0.128 (1.56)	0.189 *** (6.68)	0.187 *** (6.61)	0.190 ** (2.33)	0.196 ** (2.40)
LEV	-3.473 *** (-4.69)	-3.476 *** (-4.69)	-1.464 *** (-4.75)	-1.463 *** (-4.74)	-4.001 *** (-5.34)	-4.006 *** (-5.34)
ROA	3.136 ** (2.51)	3.020 ** (2.42)	98.329 *** (115.27)	98.349 *** (115.57)	38.648 *** (9.47)	38.690 *** (9.48)
CASHFLOW	1.267 (1.36)	1.329 (1.42)	6.683 *** (13.20)	6.669 *** (13.19)	3.680 *** (4.18)	3.748 *** (4.26)
GROWTH	-0.015 (-1.20)	-0.016 (-1.25)	-0.017 ** (-2.08)	-0.017 ** (-2.05)	-0.021 * (-1.66)	-0.022 * (-1.71)
TURNOVER	-1.636 *** (-7.01)	-1.627 *** (-6.95)	0.724 *** (10.15)	0.720 *** (10.09)	-1.375 *** (-6.03)	-1.365 *** (-5.97)
HOLD	0.010 (1.64)	0.010 * (1.66)	0.008 *** (4.94)	0.008 *** (4.92)	0.012 ** (2.17)	0.013 ** (2.19)
SOE	-0.256 (-1.26)	-0.226 (-1.12)	-0.298 *** (-5.18)	-0.303 *** (-5.29)	-0.364 * (-1.82)	-0.336 * (-1.69)
GDP	4.625 *** (3.74)	4.541 *** (3.67)	-0.557 (-1.23)	-0.540 (-1.19)	4.423 *** (3.60)	4.346 *** (3.54)
KM	-2.113 ** (-2.34)	-2.095 ** (-2.31)	0.440 (1.44)	0.431 (1.40)	-1.955 ** (-2.17)	-1.939 ** (-2.14)
Constant	2.160 (1.15)	2.100 (1.10)	-4.453 *** (-2.64)	-4.447 *** (-2.64)	0.687 (0.35)	0.621 (0.31)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 569	21 569	21 569	21 569	21 569	21 569
R ²	0.114	0.114	0.899	0.899	0.129	0.129
r2_a	0.113	0.112	0.899	0.899	0.128	0.127

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

表6结果显示:第3列和第4列表明提升核心竞争力能有效提高企业的实体投资收益率与金融投资收益率之差,自变量系数分别为0.590和0.497,t值分别为4.77和3.03。第5列和第6列

中, *CORE* 和 *CORE1* 的系数相较于第 1 列和第 2 列分别从 -0.476 和 -0.485 提高到了 -0.441 和 -0.455, 证实了核心竞争力对企业金融化的抑制至少有一部分是由于提高实体投资收益率与金融投资收益率之差产生的, 存在部分中介效应。且在 Sobel 检验下该结论依然成立。

表 6 机制检验:提高实体投资收益率与金融投资收益率之差的中介效应

变量	FIN (1)	FIN (2)	GAP (3)	GAP (4)	FIN (5)	FIN (6)
<i>CORE</i>	-0.476 *** (-3.48)	—	0.590 *** (4.77)	—	-0.441 *** (-3.25)	—
<i>CORE1</i>	—	-0.485 *** (-2.71)	—	0.497 *** (3.03)	—	-0.455 ** (-2.57)
<i>GAP</i>	—	—	—	—	-0.059 *** (-8.09)	-0.060 *** (-8.21)
<i>SIZE</i>	0.012 (0.14)	0.017 (0.19)	-0.266 *** (-2.93)	-0.269 *** (-2.95)	-0.003 (-0.04)	0.001 (0.01)
<i>LEV</i>	-3.757 *** (-4.94)	-3.765 *** (-4.95)	-0.521 (-0.71)	-0.515 (-0.70)	-3.788 *** (-5.01)	-3.796 *** (-5.02)
<i>ROA</i>	4.675 *** (3.32)	4.573 *** (3.25)	-10.388 *** (-5.26)	-10.215 *** (-5.17)	4.058 *** (2.92)	3.957 *** (2.85)
<i>CASHFLOW</i>	1.181 (1.11)	1.244 (1.16)	11.609 *** (8.72)	11.529 *** (8.66)	1.871 * (1.80)	1.938 * (1.86)
<i>GROWTH</i>	-0.023 (-1.61)	-0.024 * (-1.65)	-0.024 (-1.12)	-0.022 (-1.06)	-0.024 * (-1.71)	-0.025 * (-1.76)
<i>TURNOVER</i>	-1.706 *** (-6.79)	-1.699 *** (-6.74)	1.347 *** (5.44)	1.345 *** (5.42)	-1.626 *** (-6.54)	-1.618 *** (-6.49)
<i>HOLD</i>	0.015 ** (2.33)	0.015 ** (2.35)	0.023 *** (4.05)	0.023 *** (4.03)	0.017 ** (2.56)	0.017 *** (2.58)
<i>SOE</i>	-0.378 * (-1.77)	-0.347 (-1.63)	0.207 (1.10)	0.153 (0.81)	-0.365 * (-1.73)	-0.338 (-1.60)
<i>GDP</i>	4.781 *** (3.69)	4.705 *** (3.64)	-0.580 (-0.32)	-0.470 (-0.26)	4.746 *** (3.67)	4.677 *** (3.62)
<i>KM</i>	-2.328 ** (-2.52)	-2.309 ** (-2.49)	-0.103 (-0.11)	-0.101 (-0.11)	-2.335 ** (-2.54)	-2.315 ** (-2.51)
<i>Constant</i>	3.836 * (1.76)	3.719 * (1.70)	2.369 (1.10)	2.646 (1.23)	3.976 * (1.86)	3.879 * (1.80)
<i>IND</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	17 517	17 517	17 517	17 517	17 517	17 517
<i>R²</i>	0.113	0.112	0.026	0.025	0.118	0.118
<i>r_{2-a}</i>	0.111	0.110	0.024	0.023	0.116	0.116

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的 t 值;***、**、* 分别代表在 $p < 0.01$ 、 < 0.05 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

2. 融资约束的缓解降低了“预防动机”

本文构建递归模型检验融资约束的中介效应。其中中介变量为 WW 指数(WW), 参考 Whited 等^[30]的文章构造, WW 指数越大, 融资约束越高, 计算公式如下: $WW_{i,t} = -0.091 \times CF_{i,t} - 0.062 \times DIVPOS_{i,t} + 0.021 \times LEV_{i,t} - 0.044 \times SIZE_{i,t} + 0.102 \times ISG_{i,t} - 0.035 \times SG_{i,t}$ (8)

式中,

$CF_{i,t}$ 表示现金流与总资产比率, 即经营活动产生的现金流量净额/总资产。

$DIVPOS_{i,t}$ 表示现金股利支付哑变量, 当期如果派发现金股利则为 1, 否则为 0。

$LEV_{i,t}$ 表示长期负债与资产比率。

$SIZE_{i,t}$ 表示总资产的自然对数。

$ISG_{i,t}$ 表示行业平均销售增长率; 按照 2012 证监会行业分类标准, 制造业取两位编码, 其他行业取一位编码。

$SG_{i,t}$ 表示销售收入增长率。

同样地, 首先对模型(1)进行回归分析, 如果系数 β_1 显著为负, 说明核心竞争力能有效抑制企业金融化。然后对模型(6)和模型(7)进行回归分析。若模型(6)的系数 β_1 显著为负, 说明核心竞争力能有效降低企业融资约束; 若模型(7)的系数 β_1 显著为负和系数 β_2 显著为正且模型(7)中的数值系数 β_1 大于模型(1)中系数 β_1 的数值, 说明核心竞争力至少有一部分是由于降低企业融资约束产生的, 存在部分中介效应, 若模型(7)的系数 β_1 不显著, 系数 β_2 显著为正, 说明存在完全中介效应。

表 7 展示了 WW 指数的分布, 表 8 列示了上述递归模型(1)和模型(6)和模型(7)的回归分析结果。其中, 第 1 列和第 2 列列示了以 *CORE* 和 *CORE1* 作为自变量, FIN 作为因变量的分析结果, 第 3 列和第 4 列列示了以 *CORE* 和 *CORE1* 作为自变量, WW 指数作为因变量的分析结果, 第 5 列和第 6 列列示了以 *CORE* 和 *CORE1*、WW 指数作为自变量, FIN 作为因变量的分析结果。第 3 列和第 4 列的结果表明提升核心竞争力能有效降低企业的融资约束水平, 自变量系数分别为 -0.005 和 -0.007, t 值分别为 -8.61 和 -8.46。第 5 列和第 6 列中, *CORE* 和 *CORE1* 的系数相较于第 1 列和第 2 列分别从 -0.491 和 -0.455 提高到了 -0.471 和 -0.428, 且 WW 指数的系数显著为正, 证实了核心竞争力对企业金融化的抑制至少有一部分是由于缓解融资约束产生的, 存在部分中介效应。且在 Sobel 检验下该结论依然成立。

表 7 WW 指数的分布情况

变量	p1	p5	p10	p25	p50	p75	p90	p95	p99
WW	-1.231	-1.146	-1.112	-1.066	-1.022	-0.980	-0.941	-0.919	-0.876

表8 机制检验：降低融资约束的中介效应

变量	FIN (1)	FIN (2)	WW (3)	WW (4)	FIN (5)	FIN (6)
CORE	-0.491 *** (-3.91)	—	-0.005 *** (-8.61)	—	-0.471 *** (-3.80)	—
CORE1	—	-0.455 *** (-2.76)	—	-0.007 *** (-8.46)	—	-0.428 *** (-2.63)
WW	—	—	—	—	3.568 * (1.88)	3.830 ** (2.01)
SIZE	0.152 * (1.79)	0.153 * (1.80)	-0.047 *** (-85.71)	-0.047 *** (-85.31)	0.319 *** (2.80)	0.332 *** (2.91)
LEV	-3.036 *** (-4.18)	-3.042 *** (-4.18)	-0.010 ** (-2.32)	-0.011 ** (-2.34)	-2.999 *** (-4.12)	-3.002 *** (-4.11)
ROA	2.025 (1.47)	1.923 (1.39)	-0.160 *** (-16.80)	-0.160 *** (-16.83)	2.595 * (1.80)	2.537 * (1.76)
CASHFLOW	0.311 (0.32)	0.383 (0.39)	-0.068 *** (-10.50)	-0.068 *** (-10.37)	0.555 (0.55)	0.643 (0.64)
GROWTH	0.001 (0.09)	0.000 (0.03)	-0.002 *** (-13.18)	-0.002 *** (-13.22)	0.007 (0.53)	0.007 (0.50)
TURNOVER	-1.464 *** (-5.93)	-1.461 *** (-5.89)	-0.005 *** (-3.94)	-0.005 *** (-3.79)	-1.447 *** (-5.84)	-1.443 *** (-5.80)
HOLD	0.004 (0.60)	0.004 (0.61)	-0.000 *** (-5.97)	-0.000 *** (-5.88)	0.004 (0.71)	0.004 (0.73)
SOE	-0.064 (-0.30)	-0.026 (-0.12)	0.000 (0.11)	0.000 (0.23)	-0.064 (-0.30)	-0.027 (-0.13)
GDP	4.256 *** (3.08)	4.150 *** (3.00)	-0.003 (-0.33)	-0.004 (-0.42)	4.267 *** (3.08)	4.164 *** (3.01)
KM	-1.155 (-1.29)	-1.144 (-1.27)	-0.006 (-1.24)	-0.006 (-1.12)	-1.133 (-1.27)	-1.123 (-1.25)
Constant	0.334 (0.17)	0.260 (0.13)	0.138 *** (5.69)	0.140 *** (5.75)	-0.160 (-0.08)	-0.276 (-0.14)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	17 388	17 388	17 388	17 388	17 388	17 388
R ²	0.116	0.115	0.730	0.730	0.116	0.115
r2_a	0.114	0.112	0.729	0.729	0.114	0.113

注：括号内是经过公司层面聚类（cluster）调整后得到的t值；***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

（五）进一步检验

1. 核心竞争力类别与金融化

资源（RESOURCE）包括有形资源（物质资源、财务资源、技术资源、组织资源）和无形资源（人才资源、声誉资源、合作资源、文化资源）；能力（CAPACITY）一般依托于某项活动可以分为管理能力、营销能力和服务能力等。

为探究核心竞争力类别对企业金融化的影响，本文将核心竞争力（CORE和CORE1）分为资源（RESOURCE）和能力（CAPACITY）两类，其中资源又分为有形资源（R_TANGIBLE）和无形资源（R_INTANGIBLE）。并用资源（R_TANGIBLE和R_INTANGIBLE）和能力（CAPACITY）替代模型中的核心竞争力（CORE和CORE1）对模型（1）重新进行回归。表9列示了相关的回归分析结果，其中第1列列示了资源对企业金融化的回归结果，第2列和第3列列示了有形资源和无形资源对企业金融化的回归结果，第4列列示了能力对企业金融化的回

归结果。结果显示：在上述4列回归结果中，资源（RESOURCE）和能力（CAPACITY）的系数均显著为负，单独来看，有形资源（R_TANGIBLE）的系数为-0.577，t值为-4.61，无形资源（R_INTANGIBLE）的系数为-0.253，t值为-2.47，能力（CAPACITY）的系数为-0.325，t值为-3.21，表明资源和能力这两种类型的核心竞争力均是影响企业金融化的重要因素，且有形资源对企业金融化的影响更大。

表9 进一步检验：区分核心竞争力类别

变量	FIN (1)	FIN (2)	FIN (3)	FIN (4)
RESOURCE	-0.507 *** (-4.01)	—	—	—
R_TANGIBLE	—	-0.577 *** (-4.61)	—	—
R_INTANGIBLE	—	—	-0.253 ** (-2.47)	—
CAPACITY	—	—	—	-0.325 *** (-3.21)
SIZE	0.114 (1.39)	0.113 (1.37)	0.115 (1.39)	0.125 (1.53)
LEV	-3.476 *** (-4.70)	-3.459 *** (-4.67)	-3.466 *** (-4.66)	-3.441 *** (-4.62)
ROA	3.081 ** (2.47)	3.069 ** (2.46)	2.927 ** (2.35)	3.008 ** (2.41)
CASHFLOW	1.230 (1.32)	1.155 (1.24)	1.326 (1.42)	1.393 (1.49)
GROWTH	-0.015 (-1.19)	-0.015 (-1.14)	-0.017 (-1.32)	-0.017 (-1.34)
TURNOVER	-1.661 *** (-7.09)	-1.713 *** (-7.24)	-1.646 *** (-6.99)	-1.618 *** (-6.93)
HOLD	0.009 (1.59)	0.009 (1.52)	0.009 (1.61)	0.010 (1.64)
SOE	-0.234 (-1.15)	-0.217 (-1.08)	-0.189 (-0.93)	-0.219 (-1.10)
GDP	4.617 *** (3.73)	4.667 *** (3.77)	4.508 *** (3.65)	4.522 *** (3.65)
KM	-2.100 ** (-2.33)	-2.159 ** (-2.39)	-2.159 ** (-2.38)	-2.227 ** (-2.44)
Constant	1.335 (0.71)	1.033 (0.56)	0.924 (0.50)	0.719 (0.39)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 569	21 569	21 569	21 569
R ²	0.114	0.115	0.113	0.113
r2_a	0.113	0.114	0.111	0.111

注：括号内是经过公司层面聚类（cluster）调整后得到的t值；***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 有统计学意义。

2. 核心竞争力与金融资产类别

由于企业持有的金融资产性质差别较大，持有目的各异，本文根据金融资产的不同性质，分别利用各项金融资产年末总额除以年末总资产重新

构建金融化指标,探求核心竞争力对于持有不同金融资产的影响。

表 10 列示了相关的回归分析结果,其中 FIN1 = 交易性金融资产/资产总额;FIN2 = 衍生金融工具/资产总额;FIN3 = 可供出售金融资产/资产总额;FIN4 = 持有至到期投资/资产总额;FIN5 = 投资性房地产/资产总额。结果显示:在上述五列回归结果中,FIN3 和 FIN5 的系数均显著为负,单独来看,可供出售金融资产/资产总额的系数为 -0.173,t 值为 -3.33,投资性房地产/资产总额的系数为 -0.255,t 值为 -4.12。核心竞争力越强的企业对于持有可供出售金融资产及投资性房地产的抑制作用更为明显,对持有其他三类金融资产的抑制作用不明显。出现该结果的可能原因如下。

(1)对于抑制效果明显的两类金融资产:企业购入可供出售金融资产的目的是获取利息、股利或市价增值,购入投资性房地产主要目的是为赚取租金或资本增值。持有这两类金融资产的投机套利动机较强。而核心竞争力强的企业有更高的主营业务收益率,且实体投资收益率高于金融投资收益率,因此对这两类金融资产的抑制效果较明显。

(2)对于抑制效果不明显的 3 类金融资产:
①衍生金融资产:该类金融资产投资存在一定政策限制。《中央企业全面风险管理指引》严格限制央企盲目扩张、片面追求业绩、忽视风险等衍生品交易行为。除此以外,实体企业主要出于避险需求运用期货及衍生品对冲风险,从事其他类型的衍生品投资有较为严格的风险管理限制。在样本中,仅 524 家企业存在衍生品投资,因此抑制效果不明显。
②持有至到期投资:我国实体企业中具有持有至到期投资金融资产的企业较少,仅 331 个样本,回归结果不显著。
③交易性金融资产:企业持有交易性金融资产主要是为了近期内出售或回购,调节现金余缺,套利动机较可供出售金融资产及投资性房地产小。文中交易性金融资产占比对核心竞争力回归中,核心竞争力为负但不显著,说明核心竞争力在一定程度上能减少交易性金融资

产的投资但效果不明显,可能也是由于核心竞争力主要通过抑制“套利动机”减少企业金融化行为。其实这也从一个侧面印证了彭俞超等^[15]认为就我国目前的情况而言,企业金融化行为总体弊大于利,主要表现为“套利动机”的观点。另外,企业通常会在短期内(如一年内)频繁买卖这类证券。而本文对该类资产金融化行为用年末数据进行衡量,导致回归结果不显著。

表 10 进一步检验:区分金融资产类别

变量	FIN1	FIN2	FIN3	FIN4	FIN5
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CORE	-0.037 (-0.66)	0.000 (1.02)	-0.173 *** (-3.33)	-0.000 (-0.81)	-0.255 *** (-4.12)
SIZE	0.090 ** (2.12)	0.001 *** (6.26)	0.193 *** (5.55)	0.000 *** (3.20)	-0.142 *** (-3.53)
LEV	-2.731 *** (-9.62)	-0.002 ** (-2.19)	-1.087 *** (-4.13)	0.001 (0.98)	0.403 (1.07)
ROA	3.341 *** (4.64)	-0.005 *** (-3.05)	-0.395 (-0.72)	0.000 (0.07)	-0.839 * (-1.67)
CASHFLOW	1.213 *** (2.64)	-0.003 ** (-2.09)	-0.548 (-1.20)	-0.000 (-0.40)	0.556 (1.40)
GROWTH	-0.027 *** (-3.96)	0.000 (0.87)	0.004 (0.63)	0.000 (0.13)	0.008 (1.43)
TURNOVER	-0.236 *** (-2.71)	0.003 *** (4.97)	-0.332 *** (-3.67)	-0.000 (-0.86)	-0.629 *** (-5.22)
HOLD	0.009 *** (3.28)	-0.000 (-0.94)	-0.004 (-1.55)	0.000 (0.33)	0.000 (0.00)
SOE	-0.293 *** (-3.74)	-0.000 (-1.08)	-0.020 (-0.22)	0.000 ** (2.03)	0.069 (0.68)
GDP	-0.348 (-0.58)	0.004 ** (1.96)	2.791 *** (4.06)	0.001 (1.06)	1.594 *** (3.04)
KM	-1.472 *** (-4.95)	0.003 * (1.88)	0.259 (0.70)	-0.002 * (-1.72)	-0.637 (-1.51)
Constant	1.094 (1.44)	-0.030 *** (-6.78)	-2.591 *** (-3.07)	-0.008 *** (-4.20)	3.080 *** (3.35)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 569	21 569	21 569	21 569	21 569
R ²	0.179	0.048	0.125	0.015	0.091
r2_a	0.178	0.046	0.123	0.013	0.089

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的 t 值;***、**、* 分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。以 CORE1 作为自变量得出的结果类似。

3. 产权性质的影响

国有企业与非国有企业性质不一样,持有金融资产的动机也会存在一定差别。首先,国有企业承担着诸多社会目标及政治目标,投资面临着更严格的规章制度,而且国有企业管理层薪酬水平往往受到更严格的管制,采用金融资产的短视投资策略的动机和可能性均明显低于非国有企业,“套利动机”相对较弱。其次,金融体制对于国有企业具有金融支持,国有企业获得银行贷款比民营企业更容易^[31],在未来面临现金流困境或投

资机会时获得资金支持更简单,对金融资产的流动性变现依赖更低,持有金融资产的“预防动机”更弱。综上所述,相较于非国有企业,国有企业持有金融资产的动机更弱,核心竞争力对国有企业金融化的抑制作用更不明显。

为了检验核心竞争力对企业金融化的抑制作用是否受产权性质的影响,本文根据企业的产权性质对企业进行分类并进行分组回归(见表11),结果显示,非国有组的系数分别为-0.695和-0.773,且在1%的水平上显著。而国有组的系数分别为-0.440和-0.453,且仅有以CORE作为自变量回归时在5%的水平上显著,系数绝对值比非国有组小,组间系数差异检验在1%水平上显著,说明核心竞争力对非国有企业金融化的抑制效果更明显。

表11 进一步检验:产权性质的影响

变量	FIN (1)	FIN (2)	FIN (3)	FIN (4)
	非国有	国有	非国有	国有
CORE	-0.695 *** (-4.39)	-0.440 ** (-2.12)	— —	— —
CORE1	— —	— —	-0.773 *** (-3.79)	-0.453 (-1.63)
SIZE	0.320 *** (2.95)	-0.046 (-0.37)	0.335 *** (3.09)	-0.049 (-0.39)
LEV	-2.983 *** (-3.19)	-4.706 *** (-3.97)	-2.989 *** (-3.18)	-4.689 *** (-3.95)
ROA	2.480 * (1.67)	4.786 ** (2.14)	2.303 (1.55)	4.781 ** (2.15)
CASHFLOW	2.463 ** (2.29)	-4.352 ** (-2.53)	2.533 ** (2.35)	-4.295 ** (-2.50)
GROWTH	-0.015 (-0.83)	-0.002 (-0.13)	-0.016 (-0.89)	-0.003 (-0.16)
TURNOVER	-1.712 *** (-6.44)	-1.591 *** (-3.82)	-1.693 *** (-6.36)	-1.585 *** (-3.80)
HOLD	0.017 ** (2.26)	0.008 (0.85)	0.017 ** (2.24)	0.009 (0.90)
GDP	4.958 *** (2.98)	3.842 ** (2.03)	4.894 *** (2.94)	3.754 ** (1.98)
KM	-3.837 *** (-3.56)	0.261 (0.18)	-3.827 *** (-3.53)	0.293 (0.20)
Constant	-3.830 (-1.48)	4.719 * (1.77)	-4.065 (-1.58)	4.805 * (1.78)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14 114	7 455	14 114	7 455
R ²	0.115	0.172	0.114	0.172
r2_a	0.113	0.168	0.111	0.167
P-Value	0.000 ***		0.000 ***	

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

4. 是否为高科技行业的影响

对于高科技行业来说,核心竞争力发挥的作用更大。其原因:一是高科技产业是我国国民经济的重要战略性产业,属于知识密集型和技术密集型行业,研发投入较高。高科技行业高研发投入使得企业的知识、技术等创新资源和能力得到更好的培养,并产生“1+1>2”效果,这一类核心竞争力更有可能为企业带来原创性的创新产品,创造出客户需要但由于市面上尚不存在而无法获得的产品,给客户带来更高的价值,从而创造的超额收益更高。二是高科技行业能享受国家政策倾斜的红利,更容易获取融资,对未来现金流断裂风险担忧较小,因此金融化的动机较弱。综上所述,相较于一般企业,高科技行业核心竞争力对企业金融化抑制作用更明显。

为了检验核心竞争力在不同行业中对企业金融化的抑制作用是否有显著差异,本文根据企业是否属于高科技行业对企业进行分类并进行分组回归。本文结合《高新技术企业认定管理办法》针对高科技行业的界定,依据2012年证监会行业分类标准,定义医药制造业(C27)、计算机、通信和其他电子设备制造业(C39)、信息传输、软件和信息技术服务业(I)、科学研究和技术服务业(M)的上市公司属于高科技行业,其余行业为非高科技行业。表12示了分组回归的结果,结果显示,高科技行业组的系数分别为-0.673和-0.702,且在1%的水平上显著。而非高科技行业组的系数分别为-0.525和-0.588,系数绝对值比高科技行业组组小,组间系数差异检验分别在1%和5%水平上显著,说明核心竞争力对高科技行业组金融化的抑制效果更明显。

5. 公司治理因素的影响

公司治理因素对企业的金融化行为有深远影响^[1,22-23]。本文试图考察企业的股权结构、内外部治理环境等因素是否会对核心竞争力治理金融化的作用产生影响。

股权结构方面,从控股股东的角度分析,我国上市公司普遍存在股权集中高的现象。一方面,上市公司“一股独大”,缺乏权力制衡,大股东能够

表 12 进一步检验:是否为高科技行业的影响

变量	FIN	FIN	FIN	FIN
	(1)	(2)	(3)	(4)
	非高科技行业	高科技行业	非高科技行业	高科技行业
CORE	-0.525 *** (-3.57)	-0.673 *** (-2.62)	—	—
CORE1	—	—	-0.588 *** (-3.02)	-0.702 ** (-2.15)
SIZE	0.112 (1.20)	0.034 (0.19)	-0.588 *** (1.26)	-0.702 ** (0.27)
LEV	-3.573 *** (-4.61)	-3.434 (-1.60)	-3.589 *** (-4.63)	-3.393 (-1.57)
ROA	4.722 *** (3.18)	-0.279 (-0.11)	4.621 *** (3.11)	-0.421 (-0.17)
CASHFLOW	0.686 (0.66)	2.858 (1.41)	0.739 (0.71)	2.954 (1.46)
GROWTH	-0.013 (-0.98)	-0.022 (-0.65)	-0.014 (-0.99)	-0.024 (-0.73)
TURNOVER	-1.826 *** (-7.19)	-0.721 (-1.04)	-1.816 *** (-7.15)	-0.711 (-1.02)
HOLD	0.017 ** (2.56)	-0.019 * (-1.69)	0.017 ** (2.58)	-0.019 * (-1.68)
SOE	-0.272 (-1.13)	-0.186 (-0.50)	-0.241 (-1.01)	-0.171 (-0.46)
GDP	5.627 *** (4.01)	2.310 (0.84)	5.534 *** (3.95)	2.300 (0.84)
KM	-1.891 * (-1.95)	-2.752 (-1.15)	-1.857 * (-1.91)	-2.792 (-1.16)
Constant	1.207 (0.58)	2.296 (0.57)	1.185 (0.56)	1.369 (0.34)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16 077	5 492	16 077	5 492
R ²	0.130	0.096	0.129	0.094
r _{2_a}	0.128	0.089	0.127	0.088
p-value	0.000 ***		0.026 **	

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

凭借股权优势获得控制权私利,赋予了大股东“掏空”的能力。同时,金融资产的高收益使得大股东“掏空”动机加强,在这种情况下,大股东往往能够通过自己拥有权力而导致企业过多投资金融资产^[1]。另一方面,随着控股股东股权的增加,“掏空”动机减弱,股东利益与企业利益趋于一致,此时大股东更关注企业长远发展,实施金融化行为的动机较弱。从管理层角度分析,有较多学者发现,管理层持股作为一种激励方式,能在一定程度上缓解两类代理问题^[32]。本文预期,在管理层持股比例较高时,会更加注重企业长期盈利,而非大

量投资金融资产,此时核心竞争力对金融化治理作用更微弱。从机构投资者的角度分析,学者基于股东积极主义的视角发现机构投资者对缓解两类代理问题有积极作用,能有效提升公司业绩^[33]。机构投资者参股能有效改善公司治理,使上市公司的经营更加规范、有效^[34]。本文预期,在机构投资者持股比例较高时,核心竞争力对金融化所发挥的抑制作用有更小的边际效应。

为了检验核心竞争力对企业金融化的抑制作用是否受股权结构因素的影响,本文根据第一大股东持股比例、管理层持股比例、机构投资者持股比例是否高于行业年度中位数对企业分组并进行分组回归。表 13 展示了分组回归的结果,结果显示,核心竞争力的回归系数在股权集中度较低、管理层持股较低、机构投资者持股较低中绝对值更大,且各组组间系数差异检验在 1% 水平上显著,说明当股权集中度较低、管理层持股较低、机构投资者持股较低时,核心竞争力对金融化的抑制作用更明显。

表 13 进一步检验:公司治理环境的影响(股权结构)^①

变量	FIN	FIN	FIN	FIN	FIN	FIN
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	股权集中度低	股权集中度低	管理层持股比例低	管理层持股比例低	机构投资者持股比例低	机构投资者持股比例低
CORE	-0.744 *** (-4.26)	-0.327 * (-1.86)	-0.815 *** (-4.16)	-0.278 * (-1.89)	-0.643 *** (-3.69)	-0.455 *** (-2.70)
SIZE	0.113 (0.99)	0.164 (1.44)	0.152 (1.26)	0.063 (0.58)	0.304 ** (2.20)	0.165 (1.63)
LEV	-2.448 ** (-2.34)	-4.618 *** (-4.93)	-3.356 *** (-3.32)	-3.789 *** (-3.82)	-3.368 *** (-2.99)	-3.469 *** (-4.47)
ROA	3.488 ** (2.27)	2.506 (1.30)	3.442 ** (2.03)	3.584 ** (2.06)	2.142 (1.33)	4.912 *** (2.80)
CASHFLOW	2.466 * (1.92)	0.481 (0.38)	-1.141 (-0.85)	2.747 ** (2.16)	2.625 ** (2.04)	-0.548 (-0.44)
GROWTH	-0.016 (-0.94)	-0.022 (-1.13)	-0.006 (-0.46)	-0.020 (-0.88)	-0.034 * (-1.66)	-0.003 (-0.17)
TURNOVER	-1.493 *** (-4.69)	-1.766 *** (-5.84)	-1.147 *** (-3.78)	-2.044 *** (-6.57)	-1.606 *** (-4.70)	-1.682 *** (-5.90)
HOLD	-0.020 (-1.41)	0.018 (1.56)	-0.007 (-0.83)	0.020 ** (2.57)	0.014 (1.52)	0.018 ** (2.33)
SOE	-0.259 (-1.10)	-0.191 (-0.61)	-0.928 *** (-3.57)	0.099 (0.27)	0.527 * (1.65)	-0.572 ** (-2.27)
GDP	3.353 ** (2.09)	5.362 *** (3.02)	3.212 * (1.87)	6.097 *** (3.62)	6.009 *** (3.58)	3.174 * (1.90)
KM	-3.168 *** (-2.60)	-0.819 (-0.68)	-1.890 * (-1.68)	-2.329 * (-1.85)	-4.170 *** (-3.15)	-0.807 (-0.79)
Constant	3.625 (1.30)	-1.038 (-0.42)	0.793 (0.28)	1.731 (0.72)	-2.161 (-0.60)	0.002 (0.00)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10 836	10 733	8 860	12 709	10 720	10 849
R ²	0.088	0.158	0.105	0.130	0.100	0.150
r _{2_a}	0.084	0.155	0.102	0.127	0.097	0.147
p-value	0.000 ***		0.000 ***		0.004 ***	

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

① 以 CORE1 作为核心竞争力衡量指标时回归结果类似。

内部治理环境在公司投资决策中扮演着非常重要的角色。内部控制更差的公司可能面临更严重的信息不对称和代理问题,更可能出现偏离正常投资水平的无法解释的极端投资组合,非效率投资问题更为严重^[35]。因此,本文预期,在内部控制质量较低时,核心竞争力对金融化所发挥的抑制作用有更大的边际效应。

为了检验核心竞争力对企业金融化的抑制作用是否受内部控制质量的影响,本文根据迪博中国上市公司内部控制指数,按照行业年度内部控制指数中位数进行分组。表 14 展示了分组回归的结果,结

表 14 进一步检验:公司内部治理环境的影响

变量	FIN	FIN	FIN	FIN
	(1)	(2)	(3)	(4)
	内控质量低	内控质量高	内控质量低	内控质量高
CORE	-0.655 *** (-4.28)	-0.412 *** (-2.71)	— —	— —
CORE1	— —	— —	-0.636 *** (-3.15)	-0.501 ** (-2.56)
SIZE	-0.053 (-0.47)	0.180 * (1.92)	-0.052 (-0.46)	0.187 ** (2.00)
LEV	-2.614 *** (-2.78)	-4.369 *** (-5.32)	-2.556 *** (-2.70)	-4.404 *** (-5.37)
ROA	4.815 *** (3.58)	1.007 (0.42)	4.677 *** (3.48)	0.981 (0.41)
CASHFLOW	0.929 (0.74)	2.016 * (1.72)	1.001 (0.79)	2.060 * (1.76)
GROWTH	-0.014 (-1.02)	-0.043 (-1.59)	-0.014 (-1.06)	-0.044 (-1.61)
TURNOVER	-1.846 *** (-6.40)	-1.517 *** (-5.88)	-1.840 *** (-6.37)	-1.504 *** (-5.82)
HOLD	0.014 * (1.91)	0.007 (1.00)	0.014 * (1.91)	0.007 (1.02)
SOE	-0.420 * (-1.89)	-0.134 (-0.54)	-0.383 * (-1.73)	-0.116 (-0.47)
GDP	5.440 *** (3.49)	4.067 ** (2.37)	5.326 *** (3.41)	4.011 ** (2.34)
KM	-2.493 ** (-2.28)	-1.562 (-1.52)	-2.535 ** (-2.30)	-1.501 (-1.46)
Constant	5.227 ** (2.03)	-0.319 (-0.15)	5.163 ** (1.98)	-0.376 (-0.18)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10 638	10 630	10 638	10 630
R ²	0.114	0.120	0.112	0.119
r2_a	0.111	0.116	0.109	0.116
p-value	0.000 ***		0.102	

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

果显示,内部控制质量低组的系数分别为-0.655和-0.636,且在1%的水平上显著。而内部控制质量高组的系数分别为-0.412和-0.501,系数绝对值比内部控制质量低组小,组间系数差异检验在1%水平上显著,说明当内部控制质量更低时,核心竞争力对金融化的抑制作用更明显。

外部治理环境同样对企业的财务决策行为产生显著影响。当外部监管力度较大时,企业对金融市场投机活动的参与会受到一定程度的限制,配置金融资产的意愿也会相应降低^[36]。为了检验核心竞争力对企业金融化的抑制作用是否受外部治理环境的影响,本文按照年度分析师及研报对上市公司进行过跟踪的数量,将样本划分成高于行业年度中位数及低于行业年度中位数的两组。并根据公司是否由国际四大会计师事务所审计进行了分组。当分析师、研报关注度高,审计师为四大会计师事务所时,企业的外部治理环境更好。表 15 展示了分组回归的结果,结果显示,核心竞争

表 15 进一步检验:公司外部治理环境的影响²

变量	FIN	FIN	FIN	FIN	FIN	FIN
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	分析师 关注度低	分析师 关注度高	研报 关注度低	研报 关注度高	非四大	四大
CORE	-0.926 *** (-4.64)	-0.106 (-0.82)	-0.842 *** (-4.30)	-0.129 (-0.97)	-0.578 *** (-4.36)	-0.010 (-0.02)
SIZE	0.307 ** (1.98)	0.318 *** (3.18)	0.341 ** (2.22)	0.329 *** (3.29)	0.150 * (1.68)	0.495 * (1.70)
LEV	-3.642 *** (-3.21)	-3.863 *** (-5.26)	-3.675 *** (-3.28)	-3.775 *** (-5.18)	-3.456 *** (-4.55)	-5.395 * (-1.89)
ROA	3.189 ** (2.08)	5.735 *** (2.93)	3.748 ** (2.44)	5.323 *** (2.87)	3.438 *** (2.72)	-3.173 (-0.43)
CASHFLOW	0.738 (0.57)	1.599 (1.37)	0.331 (0.24)	2.144 ** (1.96)	1.540 (1.62)	-6.586 (-1.30)
GROWTH	-0.005 (-0.30)	-0.030 (-1.29)	-0.003 (-0.19)	-0.037 (-1.50)	-0.017 (-1.32)	0.040 (0.94)
TURNOVER	-1.657 *** (-5.08)	-1.475 *** (-5.32)	-1.724 *** (-5.31)	-1.403 *** (-5.06)	-1.685 *** (-6.92)	-1.186 (-1.49)
HOLD	0.003 (0.32)	0.016 ** (2.35)	0.004 (0.43)	0.016 ** (2.25)	0.009 (1.50)	0.014 (0.77)
SOE	-0.331 (-1.14)	-0.418 * (-1.71)	-0.325 (-1.13)	-0.460 * (-1.89)	-0.224 (-1.08)	-1.492 ** (-2.08)
GDP	5.294 *** (2.88)	4.284 *** (2.77)	5.503 *** (2.92)	4.378 *** (2.92)	4.402 *** (3.40)	6.720 ** (2.34)
KM	-2.679 ** (-1.98)	-1.557 * (-1.70)	-2.804 ** (-2.00)	-1.496 * (-1.69)	-2.045 ** (-2.20)	-3.790 (-1.46)
Constant	-1.896 (-0.55)	-3.701 (-1.62)	-2.854 (-0.84)	-3.902 * (-1.70)	0.934 (0.46)	-4.520 (-0.73)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9 785	11 784	10 172	11 397	20 500	1 069
R ²	0.118	0.128	0.117	0.130	0.117	0.136
r2_a	0.115	0.125	0.114	0.127	0.116	0.105
p-value	0.000 ***		0.000 ***		0.000 ***	

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

② 以 CORE1 作为核心竞争力衡量指标时回归结果类似。

力的回归系数在分析师关注度较低、研报关注度较低、聘用非四大会计师事务所进行审计的组中绝对值更大,且各组组间系数差异检验在 1% 水平上显著,说明当分析师关注度较低、研报关注度较低、聘用非四大会计师事务所时,核心竞争力对金融化的抑制作用更明显。

(六)稳健性检验

1. 更换核心竞争力度量方式

为了增强本文结论的稳健性,本文分别以 $CORE2$ = 核心竞争力类别、 $CORE3$ = 核心竞争力类别程度、 $CORE4$ = 依据专家打分法构建的核心竞争力指标作为核心竞争力强度的替代变量对模型(1)重新进行了回归。表 16 列示了稳健性检验的回归结果,其中第 1 列与第 4 列列示了以 $CORE2$ 作为自变量的分析结果,第 2 列与第 5 列列示了以 $CORE3$ 作为自变量的分析结果,第 3 列与第 6 列列示了以 $CORE4$ 作为自变量的分析结果。第 1 列 ~ 第 3 列没有加入控制变量,第 4 列 ~ 第 6 列加入了控制变量;第 1 列 ~ 第 6 列均控制了行业年度效应。

表 16 稳健性检验:更换核心竞争力度量方式

变量	FIN	FIN	FIN	FIN	FIN	FIN
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$CORE2$	-0.030 *** (-3.54)	—	—	-0.034 *** (-4.11)	—	—
$CORE3$	—	-0.089 *** (-3.90)	—	—	-0.086 *** (-3.83)	—
$CORE4$	—	—	21.569 0.114	—	—	-0.992 *** (-5.79)
$SIZE$	—	—	—	0.111 (1.35)	0.126 (1.54)	0.023 (0.30)
LEV	—	—	—	-3.444 *** (-4.63)	-3.478 *** (-4.68)	-3.292 *** (-4.41)
ROA	—	—	—	3.185 ** (2.56)	3.063 ** (2.46)	3.498 *** (2.83)
$CASHFLOW$	—	—	—	1.288 (1.38)	1.332 (1.43)	1.279 (1.38)
$GROWTH$	—	—	—	-0.016 (-1.23)	-0.016 (-1.24)	-0.015 (-1.16)
$TURNOVER$	—	—	—	-1.651 *** (-7.04)	-1.626 *** (-6.93)	-1.698 *** (-7.23)
$HOLD$	—	—	—	0.010 (1.64)	0.010 * (1.68)	0.009 (1.51)
SOE	—	—	—	-0.252 (-1.23)	-0.239 (-1.17)	-0.209 (-1.04)
GDP	—	—	—	4.627 *** (3.74)	4.551 *** (3.68)	4.706 *** (3.80)
KM	—	—	—	-2.130 ** (-2.35)	-2.071 ** (-2.28)	-2.186 ** (-2.43)
Constant	0.666 (1.16)	1.038 * (1.76)	0.651 (1.12)	0.870 (0.47)	0.853 (0.46)	2.768 (1.64)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 569	21 569	21 569	21 569	21 569	21 569
R^2	0.081	0.081	0.082	0.114	0.114	0.116
$r2_a$	0.080	0.080	0.081	0.112	0.112	0.115

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的 t 值;***、**、* 分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

结果显示:在上述 6 列回归结果中,核心竞争力($CORE2$ 、 $CORE3$ 、 $CORE4$)的系数均显著为负,进一步支持了本文的结论。

2. 更换企业金融化度量方式

为了增强本文结论的稳健性,本文参考 Krippner^[12]、杨笋等^[16]的研究,用企业从金融渠道获取的收益与总收益之比进行衡量,具体地分别以 $FIN6$ = (利息收入 + 投资收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益 + 公允价值变动收益)/总资产、 $FIN7$ = (利息收入 + 投资收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益 + 公允价值变动收益)/营业收入作为企业金融化的替代变量对模型(1)重新进行了回归。表 17 分别列示了相应的回归结果,其中第 1 列与第 3 列列示了以 $FIN6$ 作为因变量的

表 17 稳健性检验:更换企业金融化度量方式

变量	FIN6	FIN7	FIN6	FIN7
	(1)	(2)	(3)	(4)
$CORE$	-0.113 *** (-5.68)	-0.437 *** (-5.90)	—	—
$CORE1$	—	—	-0.115 *** (-4.45)	-0.450 *** (-4.93)
$SIZE$	0.041 *** (2.94)	0.192 *** (4.27)	0.042 *** (3.01)	0.197 *** (4.36)
LEV	-0.186 (-1.64)	-1.432 *** (-3.37)	-0.186 (-1.64)	-1.434 *** (-3.36)
ROA	2.443 *** (8.15)	5.229 *** (5.17)	2.416 *** (8.07)	5.128 *** (5.07)
$CASHFLOW$	-1.715 *** (-8.12)	-6.580 *** (-9.47)	-1.702 *** (-8.06)	-6.530 *** (-9.41)
$GROWTH$	0.001 (0.48)	0.016 (1.52)	0.001 (0.43)	0.015 (1.46)
$TURNOVER$	-0.269 *** (-7.56)	-2.190 *** (-17.58)	-0.267 *** (-7.50)	-2.184 *** (-17.49)
$HOLD$	-0.003 *** (-3.68)	-0.012 *** (-3.79)	-0.003 *** (-3.65)	-0.012 *** (-3.76)
SOE	0.030 (0.92)	0.009 (0.08)	0.037 (1.14)	0.035 (0.34)
GDP	0.403 (1.63)	0.208 (0.24)	0.384 (1.55)	0.139 (0.16)
KM	-0.202 (-1.54)	-0.349 (-0.71)	-0.200 (-1.52)	-0.340 (-0.69)
Constant	-0.138 (-0.45)	0.147 (0.15)	-0.164 (-0.53)	0.053 (0.05)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 569	21 569	21 569	21 569
R^2	0.057	0.106	0.055	0.104
$r2_a$	0.055	0.104	0.054	0.103

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的 t 值;*** 代表在 $p < 0.01$ 有统计学意义。

分析结果,第2列与第4列列示了以FIN7作为因变量的分析结果,第1列~第4列均加入了控制变量且控制了行业和年度效应。在上述回归结果中,核心竞争力的系数均显著为负,进一步支持了本文的结论。

3. 更换样本年份

自2012年起,证监会强制要求企业披露核心竞争力信息,因此2007—2011年的核心竞争力数据缺失较多。为了增强回归结果的稳健性,本文将2007—2011年的样本删去对模型(1)重新进行回归,表18列示了相应回归分析结果,其中第1列与第3列列示了以CORE作为自变量的分析结果,第2列与第4列列示了以CORE1作为自变量的分析结果,结果显示:更改样本区间后,结果中核心竞争力(CORE和CORE1)的系数依然显著为负,进一步支持了本文的结论。

表 18 稳健性检验:更换样本年份

变量	FIN (1)	FIN (2)	FIN (3)	FIN (4)
CORE	-0.513 *** (-3.94)	—	-0.552 *** (-4.27)	—
CORE1	—	-0.632 *** (-3.66)	—	-0.596 *** (-3.52)
SIZE	—	—	0.124 (1.51)	0.131 (1.59)
LEV	—	—	-3.509 *** (-4.70)	-3.513 *** (-4.70)
ROA	—	—	3.179 ** (2.53)	3.060 ** (2.44)
CASHFLOW	—	—	1.266 (1.33)	1.330 (1.40)
GROWTH	—	—	-0.015 (-1.18)	-0.016 (-1.23)
TURNOVER	—	—	-1.648 *** (-7.02)	-1.638 *** (-6.96)
HOLD	—	—	0.010 (1.64)	0.010 * (1.65)
GDP	—	—	-0.270 (-1.32)	-0.240 (-1.17)
KM	—	—	4.629 *** (3.72)	4.547 *** (3.66)
Constant	2.313 *** (3.81)	2.386 *** (3.82)	1.760 (0.95)	1.529 (0.83)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 318	21 318	21 318	21 318
R ²	0.080	0.080	0.113	0.112
r2_a	0.079	0.0785	0.112	0.111

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

4. 更换固定效应模型

核心竞争力对企业金融化的抑制作用还可能受到由于遗漏变量等内生性问题的影响,为了克服该影响,本文采用固定效应模型控制公司层面的固定效应,对样本重新进行回归。表19列示了对应回归的结果,其中第1列与第3列列示了以CORE作为自变量的分析结果,第2列与第4列列示了以CORE1作为自变量的分析结果,控制个体固定效应,结果中核心竞争力(CORE和CORE1)的系数依然显著为负,进一步支持了本文的结论。

表 19 稳健性检验:更换固定效应模型

变量	FIN (1)	FIN (2)	FIN (3)	FIN (4)
CORE	-0.178 ** (-2.19)	—	-0.181 ** (-2.24)	—
CORE1	—	-0.223 ** (-2.12)	—	-0.227 ** (-2.17)
SIZE	—	—	0.328 *** (2.96)	0.327 *** (2.95)
LEV	—	—	-1.952 *** (-3.45)	-1.954 *** (-3.45)
ROA	—	—	-1.564 * (-1.68)	-1.575 * (-1.69)
CASHFLOW	—	—	-0.351 (-0.55)	-0.351 (-0.55)
GROWTH	—	—	-0.009 (-1.02)	-0.009 (-1.01)
TURNOVER	—	—	-0.723 *** (-3.15)	-0.723 *** (-3.15)
HOLD	—	—	0.003 (0.37)	0.003 (0.37)
GDP	—	—	-0.006 (-0.02)	-0.006 (-0.02)
KM	—	—	1.748 * (1.91)	1.745 * (1.91)
Constant	3.859 *** (17.85)	3.848 *** (17.63)	-2.570 (-1.02)	-2.560 (-1.02)
FIRM	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 357	21 357	21 357	21 357
R ²	0.595	0.595	0.596	0.596
r2_a	0.524	0.524	0.525	0.525

注:括号内是经过公司年度层面聚类(cluster)调整后得到的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

5. 工具变量回归

为了缓解反向因果等内生性问题,本文利用滞后一期核心竞争力变量作为核心竞争力的工具变量并进行2SLS工具变量回归。表20列示了对应工具变量回归的回归结果。其中第1列和第2列为一段回归结果,第3列和第4列为二段回归结果。

结果显示:滞后一期核心竞争力与原始变量回归的系数显著为正,使用工具变量方法进行回归后,核心竞争力(CORE 和 CORE1)的系数依然显著为负,且弱工具变量测试中 F 统计量大于 10,通过了弱工具变量检验。当我们使用 GMM 方法进行估计时,该结论依然成立,进一步支持了本文的结论。

表 20 稳健性检验:工具变量回归

变量	CORE	CORE1	FIN	FIN
	一阶段	一阶段	二阶段	二阶段
	(1)	(2)	(3)	(4)
$CORE_{t-1}$	0.722 *** (160.20)	—	—	—
$CORE1_{t-1}$	—	0.682 *** (147.10)	—	—
CORE	—	—	-0.618 *** (-6.21)	—
CORE1	—	—	—	-0.662 *** (-4.69)
SIZE	0.001 (0.32)	0.007 *** (2.90)	0.150 *** (2.82)	0.157 *** (2.96)
LEV	0.042 * (1.72)	0.020 (1.04)	-4.103 *** (-10.45)	-4.113 *** (-10.47)
ROA	0.378 *** (6.29)	0.264 *** (5.71)	3.117 *** (3.24)	2.984 *** (3.10)
CASHFLOW	-0.098 ** (-2.07)	-0.042 (-1.16)	1.442 * (1.91)	1.513 ** (2.00)
GROWTH	0.003 *** (3.92)	0.003 *** (3.93)	-0.014 (-1.06)	-0.015 (-1.12)
TURNOVER	0.010 (1.20)	0.016 *** (2.61)	-1.692 *** (-13.33)	-1.680 *** (-13.20)
HOLD	0.000 (0.96)	0.000 (1.34)	0.013 *** (3.99)	0.013 *** (4.03)
SOE	-0.062 *** (-8.84)	-0.048 *** (-8.95)	-0.421 *** (-3.73)	-0.386 *** (-3.42)
GDP	0.141 * (1.84)	0.083 (1.40)	4.543 *** (3.71)	4.442 *** (3.62)
KM	0.025 (0.76)	0.054 ** (2.16)	-2.132 *** (-4.08)	-2.100 *** (-4.02)
Constant	0.760 *** (3.15)	0.696 *** (3.76)	2.923 (0.76)	2.768 (0.72)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	19 411	19 411	19 411	19 845
R ²	0.665	0.587	0.115	0.665
r _{2_a}	0.664	0.587	0.113	0.664

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的 t 值;***、**、* 分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

6. 加入更多控制变量

在研究企业金融化的微观影响因素时,有学者发现管理层的金融背景、海外背景等也会对企业金融化产生一定影响。因此,为避免因遗漏变量等问题使本文的结论产生偏误,本文参考杜勇

等^[19],龚光明等^[21]的研究,加入高管持股比例(BOARDHOLD)、董事会规模(BOARDSIZE)、CEO 性别(GENDER)、CEO 金融背景(FINBACK)、CEO 海外背景(OVERSEA)、是否两职合一(DUALITY)等控制变量重新进行回归。表 21 列示了对应的回归结果。其中第 1 列和第 2 列列示了没有加入行业和

表 21 稳健性检验:加入更多控制变量

变量	FIN	FIN	FIN	FIN
	(1)	(2)	(3)	(4)
CORE	-0.219 * (-1.77)	—	-0.478 *** (-3.75)	—
CORE1	—	-0.328 * (-1.92)	—	-0.505 *** (-3.05)
SIZE	0.264 *** (3.24)	0.268 *** (3.30)	0.087 (1.03)	0.090 (1.06)
LEV	-2.122 *** (-2.97)	-2.139 *** (-3.00)	-3.502 *** (-4.72)	-3.506 *** (-4.72)
ROA	1.341 (1.06)	1.361 (1.08)	4.207 *** (3.32)	4.142 *** (3.28)
CASHFLOW	1.383 (1.46)	1.372 (1.45)	1.346 (1.45)	1.391 (1.50)
GROWTH	-0.014 (-1.08)	-0.014 (-1.07)	-0.022 * (-1.65)	-0.022 * (-1.70)
TURNOVER	-0.964 *** (-4.74)	-0.952 *** (-4.68)	-1.630 *** (-7.06)	-1.624 *** (-7.01)
HOLD	-0.006 (-0.95)	-0.006 (-0.91)	0.008 (1.43)	0.008 (1.45)
SOE	-0.310 (-1.29)	-0.308 (-1.29)	-0.305 (-1.37)	-0.284 (-1.28)
GDP	-7.489 *** (-6.89)	-7.401 *** (-6.78)	4.566 *** (3.73)	4.493 *** (3.67)
KM	-5.018 *** (-5.79)	-4.964 *** (-5.77)	-2.033 ** (-2.26)	-2.015 ** (-2.23)
BOARDHOLD	-0.025 *** (-5.17)	-0.026 *** (-5.17)	-0.020 *** (-4.26)	-0.020 *** (-4.39)
BOARDSIZE	-2.038 *** (-3.88)	-2.028 *** (-3.85)	-1.311 *** (-2.62)	-1.321 *** (-2.64)
GENDER	-0.801 ** (-2.44)	-0.812 ** (-2.48)	-0.302 (-1.00)	-0.318 (-1.06)
FINBACK	1.725 *** (3.90)	1.729 *** (3.90)	1.260 *** (3.10)	1.266 *** (3.12)
DUALITY	-0.048 (-0.14)	-0.042 (-0.12)	0.013 (0.04)	0.012 (0.04)
OVERSEA	-0.247 (-0.92)	-0.250 (-0.93)	-0.248 (-0.93)	-0.250 (-0.94)
Constant	6.288 *** (3.36)	6.273 *** (3.35)	5.565 *** (2.88)	5.517 *** (2.85)
IND	No	No	Yes	Yes
YEAR	No	No	Yes	Yes
N	21 107	21 107	21 107	21 107
R ²	0.041	0.041	0.119	0.119
r _{2_a}	0.040	0.040	0.118	0.117

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的 t 值;***、**、* 分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

年份固定效应的回归结果,第3列和第4列列示了行业年份固定效应的回归结果。结果显示:加入更多控制变量后,核心竞争力(*CORE*和*CORE1*)的系数依然显著为负,进一步支持了本文的结论。

7. 对企业金融化进行去中心化处理

近年来企业纷纷踏足金融市场以求获取超额利润,表现出越来越强烈的“套利动机”,并呈现出“过度”金融化的倾向。为检验核心竞争力是否能有效抑制企业的“过度”金融化行为,本文对企业金融化变量进行了去中心化的处理,将企业金融化变量减去行业年度企业金融化中位数作为因变量(*DEFIN*)重新进行回归。表22列示了对应的回归结果,其中第1列和第2列列示了没有加入控制变量的回归结果,第3列和第4列列示了加入控制

表 22 稳健性检验:对企业金融化进行去中心化处理

变量	DEFIN (1)	DEFIN (2)	DEFIN (3)	DEFIN (4)
<i>CORE</i>	-0.525 *** (-4.07)	—	-0.564 *** (-4.41)	—
<i>CORE1</i>	—	-0.650 *** (-3.80)	—	-0.612 *** (-3.66)
<i>SIZE</i>	—	—	0.118 (1.44)	0.125 (1.53)
<i>LEV</i>	—	—	-3.420 *** (-4.64)	-3.424 *** (-4.63)
<i>ROA</i>	—	—	2.878 ** (2.32)	2.762 ** (2.23)
<i>CASHFLOW</i>	—	—	1.282 (1.38)	1.347 (1.45)
<i>GROWTH</i>	—	—	-0.015 (-1.15)	-0.016 (-1.20)
<i>TURNOVER</i>	—	—	-1.617 *** (-6.94)	-1.607 *** (-6.88)
<i>HOLD</i>	—	—	0.010 * (1.69)	0.010 * (1.71)
<i>SOE</i>	—	—	-0.273 (-1.35)	-0.243 (-1.20)
<i>GDP</i>	—	—	4.388 *** (3.56)	4.304 *** (3.49)
<i>KM</i>	—	—	-2.245 ** (-2.50)	-2.225 ** (-2.47)
<i>Constant</i>	1.257 ** (2.04)	1.474 ** (2.26)	1.417 (0.75)	1.334 (0.70)
<i>IND</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	21 569	21 569	21 569	21 569
<i>R²</i>	0.032	0.032	0.067	0.066
<i>r_{2-a}</i>	0.030 9	0.030 4	0.065 3	0.064 3

注:括号内是经过公司层面聚类(cluster)调整后得到的t值;***、**、*分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 有统计学意义。

变量的回归结果。结果显示:对企业金融化变量进行了去中心化处理以后,核心竞争力(*CORE*和*CORE1*)的系数依然显著为负,说明核心竞争力有利于抑制企业的“过度”金融化行为,进一步支持了本文的结论。

五、结论与政策启示

(一) 结论

研究结果表明:核心竞争力能抑制企业金融化。检验核心竞争力对企业金融化的机制发现,核心竞争力强的企业通过提升主主业业绩、企业实体投资收益率与金融投资收益率之差降低金融化的“套利动机”,通过缓解融资约束降低金融化的“预防动机”,从而抑制金融化行为。进一步检验中:①区分核心竞争力类别后发现,有形资源类核心竞争力对企业金融化的抑制作用最强;②区分金融资产类别后发现,核心竞争力对持有可供出售金融资产及投资性房地产的抑制作用更为明显;③区分产权性质后发现,核心竞争力对企业金融化的抑制作用在非国有企业中更显著;④区分企业是否为高科技企业后发现,核心竞争力对企业金融化的抑制作用在高科技企业中更显著;⑤区分企业的股权结构与内外部治理水平后发现,核心竞争力对企业金融化的抑制作用在股权集中度低、管理层持股比例低、机构投资者持股比例低、内外部治理环境较差的企业中更明显。

(二) 启示

第一,如今我国实体企业金融资产投资“套利动机”占据主导地位,削弱了实体经济在国民经济中的基础性作用,影响我国经济长远健康发展。我国实体企业金融化的根源在于金融收益远高于企业实体经营收益,导致部分企业盲目追求短期利润最大化而忽视了企业的长足发展。作为实体企业,应不忘初心,时刻牢记“心无旁骛地做一个主业”的使命。培育核心竞争力,应发挥优势,握紧拳头,布局赛道,争先创优,抢占未来发展制高点。优先突破前沿创新和核心技术难关,优化业务模式、盈利模式与管理模式,将企业做强做优做大,有效提升我国企业的经营利润率,避免走入过度依赖金融收益“续命”的困境。

第二,国家应该以实体经济发展为重点,多方面拓宽融资渠道,支持实体产业、创新产业发展,关注中小企业创新发展。进一步发挥资本市场要素资源配置的枢纽作用,支持优质企业加快对接资本市场;完善贷款风险分担补偿机制,引导金融机构扩大首贷、续贷、信用贷、中长期贷款等信贷投放,降低贷款成本;加大对重点领域、困难行业中小企业支持力度,促进企业平稳健康发展,减缓企业现金流断裂风险,让企业安心“办实事、办大事”。

第三,创新优化管理层激励方式,建立健全科学薪酬管理体系。设计并实施合理的薪酬激励契约机制,降低管理层薪酬与短期绩效间的敏感性,将高管个人诉求与企业诉求相契合,高管个人目标和企业目标相统一,切实缓解第一类、第二类代理问题,这样才能避免管理层短视困境,强化管理层致力于聚焦主业的经营理念。同时,也应注重培育普通员工创新动能,发展壮大企业智力资本,发挥企业人才优势,让创新驱动企业发展成为常态,形成重视核心竞争力培育的新风气。

第四,企业应加强金融资产投资内部控制建设,确保企业财产的安全完整,保证企业既定方针的贯彻执行,坚持理性投资、审慎决策的原则,切实防控金融风险。避免出现金融投机“爆雷”,避免导致企业正常生产经营活动难以持续,阻碍资本市场稳定健康发展。

参考文献:

- [1]杜勇, 睦鑫. 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.
- [2]PRAHALAD C K, HAMEL G. The core competence of the corporation[J]. Harvard business review, 1990, 68(3): 275-292.
- [3]HITT M A, IRELAND R D, HOSKISSON R E. Strategic management: competitiveness and globalization, concepts and cases[M]. Boston: Cengage learning, 2016: 84-89.
- [4]THOMPSON A A, PETERAF M A, GAMBL J E, et al. Crafting and executing strategy: the quest for competitive advantage[M]. New York: McGraw-Hill education, 2018: 84-87.
- [5]DUYSTERS G, HAGEDOORN J. Core competences and company performance in the world-wide computer industry [J]. The journal of high technology management research, 2000, 11(1): 75-91.
- [6]ZOU S, FANG E, ZHAO S. The effect of export marketing capabilities on export performance: an investigation of chinese exporters [J]. Journal of international marketing, 2003, 11(4): 32-55.
- [7]王毅. 我国企业核心能力实证研究[J]. 管理科学学报, 2002(2): 74-82.
- [8]孙昌玲, 王化成, 高升好. 核心竞争力能够提升企业业绩吗? ——基于文本分析的经验证据[J]. 东南大学学报(哲学社会科学版), 2021, 23(6): 72-82, 146.
- [9]SUN C, LI N, GAO P, et al. Can core competence help enterprises reduce the cost of debt? ——empirical evidence based on text analysis[J]. Applied economics, 2023, 55(7): 710-723.
- [10]SUN C, WANG H, QI Y, et al. Can core competence help enterprises to deleverage? ——empirical evidence based on text analysis[J]. Personal and ubiquitous computing, 2021, 26(4): 1053-1065.
- [11]孙昌玲, 王化成, 王芃芃. 企业核心竞争力对供应链融资的影响: 资金支持还是占用? [J]. 中国软科学, 2021(6): 120-134.
- [12]KRIPPNER G R. The financialization of the American economy[J]. Socio-economic review, 2005, 3(2): 173-208.
- [13]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.
- [14]SMITH C W, STULZ R M. The determinants of firms' hedging policies [J]. Journal of financial and quantitative analysis, 1985, 20(4): 391-405.
- [15]彭俞超, 黄志刚. 经济“脱实向虚”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): 3-25.
- [16]杨笋, 王红建, 戴静, 等. 放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚”[J]. 金融研究, 2019(6): 20-38.
- [17]HUANG J, LUO Y, PENG Y. Corporate financial asset holdings under economic policy uncertainty: precautionary saving or speculating? [J]. International review of economics & finance, 2021(76): 1359-1378.
- [18]OPLER T, PINKOWITZ L, STULZ R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings [J].

Journal of financial economics, 1999, 52(1): 3-46.

[19]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.

[20]于连超, 张卫国, 睦鑫, 等. 高管从军经历与企业金融化:抑制还是促进? [J]. 科学决策, 2019(6): 20-42.

[21]龚光明, 肖冰瑜. 海外背景董事与实体企业金融化[J]. 工业技术经济, 2020, 39(9): 121-129.

[22]许洪, 周少甫, 徐朝辉. 非控股大股东退出威胁对实体企业“脱实向虚”的治理效应研究[J]. 中国软科学, 2021(11): 126-136.

[23]李仲泽, 陈钦源, 张翼, 等. 企业金字塔控股结构与金融化[J]. 科学决策, 2022(8): 40-58.

[24] PETERAF M A. The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view[J]. Strategic management journal, 1993, 14(3): 179-191.

[25]郭丽丽, 徐珊. 金融化、融资约束与企业经营绩效——基于中国非金融企业的实证研究[J]. 管理评论, 2021(6): 53-64.

[26]MCCONNELL J J, MUSCARELLA C J. Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm [J]. Journal of financial economics, 1985, 14(3): 399-422.

[27]SUN C, SKAPA S, LIU J, et al. Does core competence affect corporate social responsibility? [J]. Journal of competitiveness, 2021, 13(4): 132-150.

[28]王红建, 曹瑜强, 杨庆, 等. 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): 155-166.

[29]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公司的金融化证据[J]. 金融研究, 2015(6): 111-127.

[30]WHITED T M, WU G. Financial constraints risk [J]. The review of financial studies, 2006, 19(2): 531-559.

[31]张杰. 民营经济的金融困境与融资次序[J]. 经济研究, 2000(4): 3-10, 78.

[32]JENSEN MC, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305-360.

[33]袁蓉丽, 肖泽忠, 邹宏. 金融机构投资者的持股和公司业绩:基于股东积极主义的视角[J]. 中国软科学, 2010(11): 110-122, 192.

[34]程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究[J]. 管理世界, 2006(9): 129-136.

[35]李万福, 林斌, 宋璐. 内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制? [J]. 管理世界, 2011(2): 81-99, 188.

[36]顾雷雷, 郭建鸾, 王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究, 2020, 476(2): 109-127.

(本文责编:海 洋)