

# 得食应反哺？制造业企业金融化对现金股利政策的影响研究

张建刚,于晓晴,康宏

(山东科技大学 经济管理学院,山东 青岛 266590)

**摘要:**以2007—2019年沪深A股制造业上市公司为样本,探究制造业企业金融化对现金股利政策的影响。研究发现:制造业企业金融化抑制了现金股利的支付意愿和支付水平,且这种抑制效应在非国有企业、规模小的企业中更加明显。其中,投资金融化和收益金融化对现金股利支付水平均具有显著的抑制效应;相比投资金融化,收益金融化对现金股利支付意愿的抑制效应更加明显。进一步的作用机制检验结果表明,制造业企业金融化主要通过挤占主业投资降低经营利润,从而抑制现金股利的分配;而通过缓解融资约束促进现金股利发放的路径并不显著。经过内生性、倾向得分匹配、替换被解释变量和改变样本区间等稳健性检验后,实证结论依然稳健。基于此,未来企业应端正经营理念,聚焦经营主业,在实现自身高质量发展的同时增加现金分红以反哺投资者。

**关键词:**企业金融化;现金股利政策;中介效应

中图分类号:F830

文献标识码:A

文章编号:1008-7699(2023)02-0061-14

## 一、引言

当前,我国已进入扎实推进共同富裕的历史新阶段。在迈向共同富裕的道路上,如何进一步深化分配制度改革,构建初次分配、再分配和三次分配协调配套的收入分配体系是一个新的挑战。现金分红作为初次分配中回报投资者的重要方式,既是企业长远发展的重要体现,也是资本市场健康发展的内在要求。<sup>[1]</sup>同时,随着宏观经济的不确定性增加,越来越多的上市企业参与金融资产投资活动。<sup>[2,3]</sup>企业将资本投放到金融市场,投资收益将会直接影响资本投资者的利益。那么,企业大量投资金融、房地产等高度虚拟化领域获得的高额利润,是否会向股东发放现金股利回报投资者呢?在当前深化分配制度改革和促进实体经济发展的背景下,深入探讨企业金融化与现金股利政策之间的关系,具有一定的现实意义。

现有对企业金融化问题的研究主要从动机和作用效应两方面展开。前者从预防储蓄、规避风险、资本逐利等角度分析企业金融化的动机;<sup>[4]2,[5,6]</sup>后者分别从宏观与微观层面讨论了企业金融化行为的作用效应。宏观层面,部分学者对金融化持负面态度,认为金融化易造成居民收入与财富分配不均、社会失业率上升,甚至可能诱发金融危机,影响经济市场稳定;<sup>[7-9]</sup>也有学者对金融化持积极态度,认为金融化推动了经济结构的调整和转型升级<sup>[10]</sup>。微观层面,部分学者认为企业金融化有助于盘活资金,<sup>[11]</sup>提高企业融资效率,<sup>[12]</sup>但过度金融化会挤占实物投资与研发创新投资,<sup>[13],[14]160,[15]</sup>损害企业主营业务,<sup>[16]122</sup>影响企业长期发展。

当前,关于企业金融化的讨论还在继续,但鲜有关于企业金融化对现金股利政策影响的探讨。企业金融化可能通过缓解资金短缺影响其投资行为;<sup>[17,18]</sup>也可能通过挤占实体主营业务投资从而抑制企业发

收稿日期:2022-03-16

基金项目:山东省自然科学基金项目(ZR2020QG028)

作者简介:张建刚(1974—),男,河北满城人,山东科技大学经济管理学院副教授,博士;康宏(1974—),女,河北满城人,山东科技大学经济管理学院讲师,本文通讯作者。

展,<sup>[19]45</sup>进而影响现金股利分配。总体来看,企业金融化对现金股利政策的影响尚未达成一致。因此,本文提出并尝试探索以下问题:在当代中国背景下,制造业企业金融化是否会影响现金股利的分配意愿以及分配水平?如果存在影响,影响的途径如何?为此,本文基于2007—2019年沪深A股制造业上市公司的数据,考察制造业企业金融化对现金股利政策的影响。同时,考虑到不同企业所有制性质、规模差异造成的异质性,进一步探究两者之间的内在影响机制。研究结果表明,制造业企业金融化会降低现金股利的分配意愿和分配水平,且这种抑制效应在非国有企业、规模较小企业中更加明显。传导机制检验发现,制造业企业金融化更多情况下是一种逐利行为,通过降低主营业务绩效进而抑制现金股利分配。

本文可能的贡献在于:(1)现有关于企业金融化的研究,主要围绕其对融资约束、投资决策方面的影响,忽略了对现金股利分配的作用,而合理的股利政策是公司金融探讨的题中应有之义。本文基于中国制造业企业经验证据,将企业金融化与现金股利政策纳入同一框架予以考察,探讨二者之间的关系,可以从金融化角度解释中国上市企业分红意愿和分红水平不足的原因。(2)从“蓄水池效应”和“挤出效应”两个视角分析和验证企业金融化对现金股利分配的影响机制,更加全面、深刻的研究二者之间的相互作用,有助于引导企业资金流向,使其为企业高质量发展提供资本保障的同时发放红利以反哺投资者。

## 二、理论分析与研究假设

### (一)企业金融化与现金股利政策

现金股利分配是上市公司对自身盈余进行分配的方式之一,发放现金股利需要充足的资金支持,当资金供应充足时,可供股东分配的利润增加,企业会倾向发放更多的现金股利;相反,企业资金缺乏时,管理者更希望留存资金以备不时之需,将会减少甚至不进行现金股利的发放。针对非金融企业利润积累和分配出现的明显“金融化”倾向,<sup>[20]</sup>杨淑娥等指出可供股东分配的利润和货币资金余额会影响现金股利的发放<sup>[21]</sup>。基于现有研究,本文认为企业金融化可能会通过以下两个途径不同程度地影响现金股利的发放:一是金融化的“蓄水池”效应,有助于平滑资金需求、改善融资困境,从而促进现金股利的发放;二是金融化的“挤出”效应,企业金融化通过挤占实体主业的投资进而影响现金股利的发放。

从资金蓄水池效应的维度来看,企业持有金融资产是一种平滑企业资金需求的行为。首先,企业对外获取优势资源的能力会影响公司资金的充裕性。金融体系不发达和信息不对称会使企业面临以银行为主导的金融机构造成的融资约束问题,有良好发展前景的企业,发展潜力大,融资限制较小;而发展水平较低的公司则受到的融资约束较大。于是,许多公司容易采取配置金融资产的方式缓解其面临的融资约束。与期限长、变现差的固定资产和无形资产相比,金融资产具有良好的变现能力和流动性,<sup>[16]116</sup>出于长远发展的战略需求,企业金融化可以起到“蓄水池”作用。即以金融资产的形式进行预防储备,在企业出现资金短缺的时候,可通过变现金融资产促进资金的流动,缓解融资约束,<sup>[22]</sup>充分满足企业的投资需求。当企业内部资金不足且受到融资“歧视”时,资金链断裂,企业不愿意分红或者发放较低水平的红利。在外部融资约束缓解的情况下,则可以降低企业对内部资金的依赖,当期资本投入与股利分配在现金流充足的情况下不会发生冲突,所以企业可能会倾向发放更多的现金股利。其次,企业进行股利发放需要稳定的资金投入,金融资产价格的上升可以改善企业资产负债表,<sup>[19]33</sup>从金融渠道获得的利润可以有效改善公司的财务状况,增加企业经营利润。此时,企业金融化是一种预防性举措,有助于为企业现金股利的发放提供资金支持,良好的资金储备使得企业更自信、主动地发放现金股利。因此,从蓄水池效应来看,企业持有金融资产为现金股利分配奠定了资金基础,有利于现金股利的发放。

从挤出效应的维度看,企业金融化投资是一种挤占主业投资,影响企业未来发展的行为。企业为了能够在短期内获得较高的收益,更倾向将原先投资于主业的资源置于短期收益高的金融、房地产等虚拟经济领域中。当企业发现投资金融资产获取的收益比投资实体经济获得的收益高时,继续投资短期收益高的金融领域将是未来发展的选择,这样企业会获得更高的投资回报率和短期利润。特别是在经济转型

期,出于提高收益率和规避风险的目的,企业有强烈的意愿投资金融资产。<sup>[4]3</sup>这种通过投资金融资产以获取高额利润的市场套利行为,<sup>[14]156</sup>一方面,会吸引企业追逐利润从而忽略现金股利的派发;另一方面,持续投资金融资产并持有金融资产会使企业“空心化”,不仅会缩小企业规划的视野,还会降低主营业务的投资效率,导致主营业务利润减少,对企业绩效产生负面影响<sup>[16]117</sup>。所以,从逐利动机分析,企业金融化会使企业减少现金股利的发放。根据信号传递理论,股利发放可成为企业向外界传递未来发展的信号,通常在公司经营业绩较好、盈利能力较强的时候,企业才倾向于向股东发放高额的现金股利,借此向外界传递企业经营良好的信息;相反,在经营业绩下降、盈利能力低的情况下,企业会减少现金股利的发放。因此,从挤出效应的角度来看,企业金融化挤占主业投资会降低经营利润,减少企业绩效,从而抑制现金股利的分配意愿和水平。

综上所述,制造业企业金融化对现金股利政策的影响是不确定的,如图1所示。如果制造业企业金融化是出于平滑现金需求的动机,那么,企业可以通过缓解外部融资约束、股利分配资金不足的困境,从而促进现金股利的发放。如果制造业企业金融化的动机是追逐利润,则会通过挤占主营业务投资的资源,降低企业经营利润、减少企业绩效,从而抑制现金股利的发放。于是,本文提出如下假设。

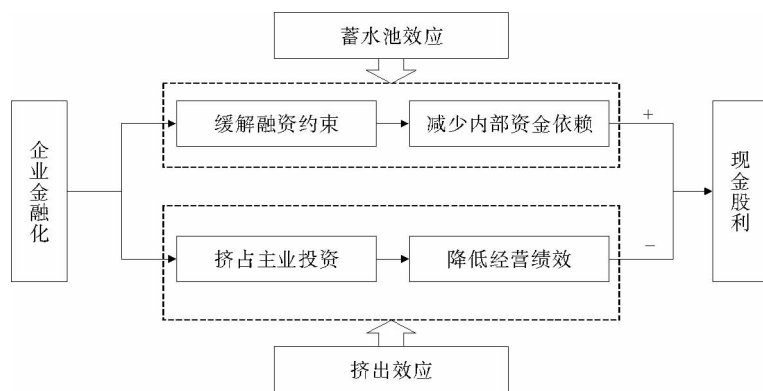


图1 制造业企业金融化对现金股利政策影响的逻辑关系图

假设 1a:制造业企业金融化对现金股利政策具有“蓄水池效应”,即制造业企业金融化对现金股利政策产生正向影响。

假设 1b:制造业企业金融化对现金股利政策具有“挤出效应”,即制造业企业金融化对现金股利政策产生负向影响。

## (二)企业金融化对现金股利政策影响的异质性

### 1.基于产权性质的异质性分析

基于我国经济制度背景形成了国有企业与非国有企业并存的企业产权模式,而企业所有制在很大程度上影响企业的内部财务决策。一种观点认为国有企业倾向发放现金股利,<sup>[23]76</sup>以降低代理成本和税收成本。另外一种观点则认为国企倾向于留存现金,而非国有企业为达到配股条件发放现金股利的较多。<sup>[24]</sup>不同产权性质的企业在现金股利分配方面存在较大的差异。那么,企业金融化对现金股利分配的影响是否因企业所有制的差异而有所不同?

一方面,从融资约束角度分析,产权性质的差异会影响企业面临的融资压力。作为国民经济发展的中坚力量,国有企业与政府有天然的“血缘”关系,<sup>[16]127</sup>在资源配置和政策优惠获取上占据很大优势,具有一定的垄断能力<sup>[23]75</sup>。即便是在经营不善,需从外界获取资金支持时仍能获得政府补贴,因此国有企业具有更低的融资约束。而非国有企业一般经营规模小、收益不稳定,容易导致资产流失,在市场中长期处于弱势地位,不易从金融机构处获得资金支持。因此,非国有企业通过投资金融资产获得收益的动力更强。然而,如果企业过度依赖金融资产获利而脱离实业发展,又将会面临诸多问题,加重非国有企业的经营负担,阻碍企业现金股利的发放。

另一方面,从代理理论角度分析,在国有控股上市公司中,政府代表国家作为委托人,其目标是资本增值从而使资本收益最大化;而管理者作为代理人,其最终目标是最大限度地实现个人利益,投资者和管

理层会因二者之间的目标偏差和利益冲突产生代理问题。同时,为了自身政治升迁、谋求自身利益最大化,国有企业管理层更有动力扩大企业规模以体现其能力,这容易出现过度投资的情况,加大管理层与投资者的代理问题<sup>[25]97</sup>。代理问题的存在容易诱发管理者通过短期金融投资获取私利,出现过度投资,<sup>[16]116</sup>忽略对投资者的回报,进而影响现金股利的发放。而对于非国有企业而言,管理者的行为会受到董事会、监事会和股东大会更加严格的外部监督和约束,管理者一般会严格按照规章制度行使自己的权利,有助于减少代理问题的出现。因此,从委托代理角度分析,国有企业的现金股利分配行为对金融化的高低更具敏感性。基于以上分析,本文提出假设。

假设 2a:非国有企业金融化对现金股利政策的影响更明显。

假设 2b:国有企业金融化对现金股利政策的影响更明显。

## 2. 基于企业规模的异质性分析

企业规模是企业发展的重要指标之一,规模不同的企业对于发放现金股利的意愿和水平存在差异。原红旗<sup>[26]</sup>指出相较于规模小的企业,规模较大的公司更倾向于发放现金股利。大规模的企业综合实力比较强,资源丰富,融资渠道也较多,公司通过配置金融资产获利将更有意愿发放现金股利。即使出于逐利动机,相比于小规模企业,大规模企业的融资渠道比较多,仍有可分配的资金去发放现金股利。因此,大规模企业金融化对现金股利政策的抑制效应较小。规模较小的企业市场竞争较弱,筹资能力较弱,为了在激烈的竞争环境中稳定快速成长,将配置金融资产以获取资金支持,但考虑到自身持续稳定发展,可能会将留存资金注入企业以支撑其日常的经营,从而会减少现金股利的发放。基于以上分析,本文提出如下假设。

假设 3:相对于大规模企业金融化,小规模企业金融化对现金股利政策的影响更明显。

## 三、研究设计

### (一) 样本选取和数据来源

考虑到中国证监会 2006 年起陆续颁布实施半强制分红政策,本文选取 2007—2019 年沪深 A 股制造业上市公司为初始样本,并进行如下数据处理:(1)剔除 ST 及 PT 股;(2)剔除样本期内数据缺失的样本。经上述处理后,本文最终获得 19 305 个观测值用于实证分析。数据来源于国泰安数据库(CSMAR),并对所有连续变量按照 1%的标准进行 Winsorize 缩尾处理。

### (二) 变量选取与说明

#### 1. 被解释变量

现金股利支付意愿(*Divd*),表示当年是否发放现金股利,引入虚拟变量,1 代表当年发放现金股利,0 代表当年没有发放现金股利。

现金股利支付水平(*Div*),借鉴陈运森等<sup>[27]</sup>的研究,采用每股现金股利与每股收益之比来衡量现金股利支付水平。

#### 2. 核心解释变量

投资金融化(*Fin\_inv*)。考虑到企业金融化较明显的一个特征是其大量投资于金融资产,因此参考 Demir 的定义<sup>[28]</sup>,采用非货币金融资产占总资产的比例来衡量企业金融化程度,比值越大代表金融化程度越高。

收益金融化(*Fin\_ret*)。为更加全面的衡量企业金融化的实际情况,本文同时采用金融投资收益来衡量企业金融化,金融投资收益的大小直接体现企业进行金融化动机的强烈与否。借鉴刘贯春的做法,<sup>[29]</sup>本文通过金融渠道获利减去营业利润的余额除以营业利润的绝对值来衡量金融渠道获利。

#### 3. 控制变量

借鉴全怡等<sup>[1]69</sup>、徐寿福等<sup>[25]100</sup>、张成思和郑宁<sup>[6]7</sup>等的研究方法,本文选择资产规模(*Size*)、资产负

债率(*Lev*)、企业投资机会(*Tq*)、企业的成熟度(*Age*)、股权集中度(*Top1*)、净资产收益率(*Roe*)作为控制变量。变量详细计算方式如表 1 所示。

表 1 主要变量选取与计算

变量类型	代码	含义	说明
被解释变量	<i>Divd</i>	现金股利支付意愿	本年度有现金股利支付取 1, 否则取 0
	<i>Div</i>	现金股利支付水平	每股现金股利/每股收益
解释变量	<i>Fin_inv</i>	投资金融化	金融资产/总资产
	<i>Fin_ret</i>	收益金融化	(金融渠道获利-营业利润)/ 营业利润
控制变量	<i>Size</i>	企业资产规模	年末总资产对数
	<i>Lev</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>Tq</i>	企业投资机会	市值/资产
	<i>Top1</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
	<i>Age</i>	企业成熟度	$\ln(\text{当年}-\text{上市年份}+1)$
	<i>Roe</i>	净资产收益率	净利润/所有者权益

### (三)模型设定

借鉴已有研究,本文设定模型(1)进行回归分析,检验企业金融化对现金股利政策的影响。

$$Dividend_{it} = \beta + \beta_1 Fin_{it} + \beta_i Controls_{it} + \lambda_i + year_t + \epsilon \quad (1)$$

其中,*i* 表示企业;*t* 表示年份;*Dividend<sub>it</sub>* 代表被解释变量现金股利支付意愿(*Divd*)和现金股利支付水平(*Div*);*Fin<sub>it</sub>* 是表征企业金融化的核心解释变量,分别用投资金融化(*Fin\_inv*)、收益金融化(*Fin\_ret*)来衡量;*Controls* 为所有控制变量,采用双向固定效应模型添加个体效应  $\lambda$  和时间效应 *year* 来消除其他不可观测的影响,同时用稳健标准误处理异方差。

### (四)描述性统计

表 2 是本文变量的描述性统计结果。现金股利支付率(*Div*)的均值是 26.6%,表明我国上市公司的股利支付率还处于较低水平,从其最大、最小值来看,公司发放现金股利水平存在较大差异。投资金融化(*Fin\_inv*)的平均值是 0.0207,表明我国制造业企业持有金融资产的规模仅占总资产的 2.07%;收益金融化(*Fin\_ret*)的平均值是-0.51。根据前文的定义和计算公式可知,若企业未从金融渠道获利,则金融化程度为-1,大于-1 表示通过金融渠道获利,小于-1 表示通过金融渠道亏损,因此,平均值为-0.51 说明企业通过金融渠道可能亏损。

表 2 各变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Divd</i>	19 305	0.717	0.451	0	1
<i>Div</i>	19 305	0.266	0.294	0	1.667
<i>Fin_inv</i>	19 305	0.0207	0.0461	0	0.284
<i>Fin_ret</i>	19 305	-0.510	1.086	-1.162	5.808
<i>Size</i>	19 305	21.81	1.168	17.64	27.39
<i>Lev</i>	19 305	0.400	0.199	0.0479	0.866
<i>Top1</i>	19 305	0.348	0.142	0.0903	0.721
<i>Tq</i>	19 305	2.372	1.937	0.247	10.69
<i>Age</i>	19 305	1.880	0.913	0	3.367
<i>Roe</i>	19 305	0.0601	0.123	-0.665	0.315

#### 四、实证分析与检验

##### (一) 基准回归结果

##### 1. 企业金融化与现金股利支付意愿检验

为检验假设 1, 对企业金融化与现金股利支付意愿和支付水平的关系进行了回归分析, 回归结果如表 3 所示。其中第(1)—(2)列报告了企业金融化对现金股利支付意愿的回归结果。投资金融化(*Fin\_inv*)对现金股利支付意愿的影响是负向的, 但不显著; 收益金融化(*Fin\_ret*)在 1% 的显著水平上为负, 总体结果倾向于支持假设 1b。说明当企业金融化收益越高的时候, 企业倾向于不发放或减少发放现金股利, 企业金融化行为是出于逐利动机而不是平滑现金流。

##### 2. 企业金融化与现金股利支付水平检验

表 3 第(3)—(6)列报告了金融化对现金股利支付水平的影响检验结果。第(3)—(4)列仅包含了解释变量的回归结果。在不加入任何控制变量时, 企业投资金融化(*Fin\_inv*)、收益金融化(*Fin\_ret*)对现金股利支付水平(*Div*)的影响系数分别为-0.161 4、-0.021 0, 且在 10% 和 1% 水平上显著, 进一步说明无论从金融资产投资角度还是收益角度衡量金融化程度, 企业金融化显著降低了现金股利的支付水平。从表 3 第(5)—(6)列全样本回归结果来看, 投资金融化(*Fin\_inv*)和收益金融化(*Fin\_ret*)的系数依然为负, 且分别在 10% 和 1% 水平上显著。这表明在加入控制变量后, 企业金融化对现金股利政策的影响系数依然显著, 且符号未发生变化, 这意味着制造业企业金融化能够降低现金股利支付水平的结论依然稳健。观察表中控制变量的系数与以往文献<sup>[30]</sup>研究的结论一致。

表 3 企业金融化对现金股利的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Divd</i>	<i>Divd</i>	<i>Div</i>	<i>Div</i>	<i>Div</i>	<i>Div</i>
<i>Fin_inv</i>	-0.884 8 (-0.88)		-0.161 4* (-1.92)		-0.159 4* (-1.92)	
<i>Fin_ret</i>		-0.358 9*** (-11.36)		-0.021 0*** (-6.56)		-0.014 1*** (-4.27)
<i>Size</i>	0.969 6*** (11.14)	0.922 8*** (10.57)			0.001 5 (0.23)	-0.000 4 (-0.06)
<i>Lev</i>	-4.707 8*** (-14.30)	-4.488 4*** (-13.53)			-0.309 3*** (-11.49)	-0.299 0*** (-11.05)
<i>Top1</i>	1.408 7*** (2.63)	1.197 2** (2.23)			0.198 9*** (4.75)	0.192 1*** (4.56)
<i>Tq</i>	-0.146 8*** (-4.85)	-0.141 6*** (-4.62)			-0.017 0*** (-8.39)	-0.017 1*** (-8.43)
<i>Age</i>	-1.080 2*** (-10.02)	-1.050 6*** (-9.73)			-0.002 6 (-0.33)	-0.001 4 (-0.18)
<i>Roe</i>	15.574 5*** (26.61)	13.166 6*** (21.92)			0.118 6*** (6.97)	0.084 3*** (4.82)
<i>_cons</i>			0.240 1*** (25.90)	0.220 0*** (23.75)	0.304 4** (2.17)	0.331 3** (2.35)
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r2_p/r2_a</i>	0.276 2	0.294 0	0.105 0	0.110 6	0.128 4	0.130 4
<i>N</i>	11 609	11 609	19 305	19 305	19 305	19 305

注: \*\*\*, \*\* 和 \* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平, 括号内为 T 值, 下同。

(二)异质性分析

1.基于产权性质的异质性

为了探讨制造业企业金融化对现金股利发放水平影响的异质性,本文进行分样本回归分析,回归结果如表 4 所示。从回归结果来看,以金融投资来衡量金融化对现金股利支付水平存在一定差异,非国有企业金融化在 10%的水平上显著抑制了其现金股利支付水平,而国有企业持有金融资产对现金股利支付水平的影响并不明显;从金融收益衡量金融化对现金股利支付水平的影响来看,国有企业和非国有企业均显著为负,说明无论是国有企业还是非国有企业,收益金融化水平越高越会显著降低现金股利支付水平。但相对来说,非国有企业金融化程度对现金股利支付水平的负面影响更大,这可能与非国有企业代理问题不严重或追求利润有关。表 4 的结果支持了假设 2a 的预期,说明不同产权性质的企业金融化对现金股利的的影响有差异,非国有企业金融化对现金股利的抑制作用更加显著。

表 4 基于产权性质的异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	非国有	国有	非国有	国有
	<i>Div</i>	<i>Div</i>	<i>Div</i>	<i>Div</i>
<i>Fin_inv</i>	-0.208 7* (-1.93)	-0.101 6 (-0.91)		
<i>Fin_ret</i>			-0.014 6*** (-3.12)	-0.012 9*** (-2.88)
<i>Size</i>	-0.015 7* (-1.80)	0.036 5*** (3.66)	-0.0167* (-1.91)	0.0334*** (3.34)
<i>Lev</i>	-0.277 4*** (-8.35)	-0.348 9*** (-7.95)	-0.267 6*** (-7.99)	-0.338 0*** (-7.71)
<i>Top1</i>	0.272 4*** (5.05)	0.049 1 (0.74)	0.264 1*** (4.84)	0.044 7 (0.68)
<i>Tq</i>	-0.020 8*** (-8.66)	-0.005 1 (-1.12)	-0.020 4*** (-8.54)	-0.005 9 (-1.31)
<i>Age</i>	-0.007 2 (-0.77)	-0.003 4 (-0.18)	-0.006 1 (-0.66)	-0.001 2 (-0.06)
<i>Roe</i>	0.133 5*** (5.49)	0.093 1*** (4.06)	0.096 9*** (3.83)	0.064 8*** (2.76)
<i>_cons</i>	0.619 7*** (3.38)	-0.406 1* (-1.85)	0.624 4*** (3.41)	-0.353 1 (-1.61)
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r2_a</i>	0.133 6	0.123 7	0.135 0	0.126 3
<i>N</i>	13 152	6 153	13 152	6 153

2.基于企业规模的异质性

由表 5 可知,从投资金融化的角度而言,金融化对大、小规模企业现金股利政策的抑制影响不显著,而收益金融化对大、小规模企业现金股利发放均具有显著的负面影响,分别在 5%、1%的水平上显著,但对小规模企业的抑制作用更加明显。原因可能是规模小的企业将留存资金用于日常经营活动,一般选择

较少派现。由此验证了假设 3,相对于大规模企业金融化,小规模企业金融化对现金股利政策的抑制作用更为明显。

表 5 基于企业规模的异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	小规模	大规模	小规模	大规模
	<i>Div</i>	<i>Div</i>	<i>Div</i>	<i>Div</i>
<i>Fin_inv</i>	-0.094 2 (-0.76)	-0.126 7 (-1.10)		
<i>Fin_ret</i>			-0.0151 *** (-3.21)	-0.011 9 ** (-2.43)
<i>Size</i>	-0.013 4 (-0.91)	0.021 0* (1.90)	-0.017 8 (-1.21)	0.020 4* (1.84)
<i>Lev</i>	-0.283 3 *** (-7.06)	-0.392 3 *** (-9.20)	-0.273 2 *** (-6.84)	-0.383 6 *** (-8.95)
<i>Top1</i>	0.298 6 *** (3.32)	0.144 4 ** (2.45)	0.285 4 *** (3.17)	0.138 9 ** (2.37)
<i>Tq</i>	-0.015 4 *** (-5.28)	-0.019 5 *** (-3.93)	-0.015 6 *** (-5.35)	-0.019 8 *** (-3.98)
<i>Age</i>	0.017 7 (1.56)	0.013 9 (0.95)	0.020 5* (1.83)	0.014 3 (0.98)
<i>Roe</i>	0.117 4 *** (4.54)	0.125 8 *** (5.35)	0.083 3 *** (3.18)	0.095 9 *** (3.90)
<i>_cons</i>	0.556 1* (1.81)	-0.093 6 (-0.38)	0.636 4 ** (2.09)	-0.091 7 (-0.37)
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r2_a</i>	0.123 6	0.130 6	0.126 2	0.132 2
N	9 652	9 653	9 652	9 653

## 五、进一步分析:制造业企业金融化影响现金股利的作用机制检验

### (一)中介效应模型设计

1.“蓄水池效应”:制造业企业金融化→缓解融资约束→降低企业对内部资金的依赖→增加现金股利发放。企业通过配置金融资产,在一定程度上能够缓解企业面临的融资约束,从而增加现金股利的发放,即间接增加了现金股利的支付水平。对此,本文引入融资约束作为中介变量进行检验,借鉴 Hadlock 和 Pierce、鞠晓生等的做法,<sup>[31,32]</sup>采用 SA 指数测度企业融资约束。计算公式为: $SA = -0.737 \times SIZE + 0.043 \times SIZE^2 - 0.04 \times Age$ ,其中, *Age* 代表上市年限,  $SIZE = Ln(Asset/1000000)$ 。SA 指数为负值,数值越大,表示企业的融资约束越低,企业更有可能发放现金股利。

2.“挤出”效应:制造业企业金融化→挤占主业投资→降低经营业绩→减少现金股利分配。企业面对金融投资收益较高的诱惑,更愿意进行金融投资,此时可能会挤占原本用于主业发展的资源,降低经营业绩,对企业未来发展增加更多不确定性,从而抑制企业现金股利的分配。本文参考宋军和陆旸的做法,<sup>[33]</sup>引入经营收益率(*Roi*)作为中介变量进行检验,将资产收益率中与金融资产和金融资产相关的收



益剔除掉,即经营收益率=(营业利润-投资收益)/非金融资产。

基于前文关于中介效应的理论分析与变量设定,本文根据企业金融化对现金股利政策可能存在的影  
响路径,参考 Baron 和 Kenny<sup>[34]</sup>逐步检验程序,构建如下中介效应模型:

$$y_{it} = \alpha + \alpha_1 x_{it} + \alpha_i Controls_{it} + \lambda_i + year_t + \epsilon, \quad (2)$$

$$m_{it} = \gamma + \gamma_1 x_{it} + \gamma_i Controls_{it} + \lambda_i + year_t + \epsilon, \quad (3)$$

$$y_{it} = \alpha + \omega_1 x_{it} + \omega_2 m_{it} + \omega_i Controls_{it} + \lambda_i + year_t + \epsilon, \quad (4)$$

其中, $y_{it}$ 为被解释变量现金股利支付率( $Div$ ), $x_{it}$ 为解释变量投资金融化水平( $Fin\_inv$ ); $m_{it}$ 代表中介变量,包括融资约束( $SA$ )和经营收益率( $Roi$ )。依据逐步法的检验思路,具体的检验程序如下:①检验回归系数 $\alpha_1$ ,如果显著,说明 $x$ 显著影响 $y$ ,则进行第②步,否则停止分析。②检验系数 $\gamma_1$ 、 $\omega_2$ ,如果显著,说明 $x$ 对 $y$ 的影响至少部分是通过中介变量 $m$ 实现的,继续进行第③步;如果至少有一个不显著,执行第④步。③检验系数 $\omega_1$ ,如果显著,当 $\gamma_1\omega_2$ 与 $\omega_1$ 同号时,说明存在部分中介效应,当 $\gamma_1\omega_2$ 与 $\omega_1$ 异号时,存在遮掩效应;如果 $\omega_1$ 不显著,则属于完全中介效应。检验结束。④进行 Sobel 检验,检验乘积 $\gamma_1\omega_2=0$ ,如果显著,说明中介效应显著;反之,中介效应不显著。检验结束。

### (二)模型估计结果分析

表 6 第(1)一(3)报告了企业金融化“蓄水池效应”的模型估计结果。可以看出,第(1)列中的解释变量  $Fin\_inv$  的回归系数为-0.159 4,且在 10%的水平上显著。第(2)列的  $Fin\_inv$  回归系数为 0.025 4,未通过显著性检验,说明企业金融化未能有效缓解融资约束。Sobel 检验表明 Z 统计量的 P 值大于 0.5,中介效应不显著。以上结果进一步印证了企业金融化并未通过缓解融资约束来促进现金股利发放的结论。

表 6 报告了企业金融化“挤出效应”的模型估计结果。第(4)、(5)列中解释变量  $Fin\_inv$  的回归系数显著为负,说明金融化降低了现金股利的分配水平和经营收益率,第(6)列的系数  $\omega_2$  显著为正,说明经营收益率越高,企业可供分配现金股利的资金越多,并且  $Fin\_inv$  的回归系数均显著为负(且 $|\omega_1| < |\alpha_1|$ ),说明经营收益率是金融化影响现金股利分配的部分中介因子,中介效应占 3.907%。Sobel 检验中的 Z 统计量通过 5%水平上的统计检验,证实了中介效应是显著的。这说明企业进行金融化是一种替代行为,会挤占主营业务的资源,不仅影响当前主营业务发展,还会影响企业未来发展,进而影响现金股利政策,即企业金融化通过挤占主业投资减少了现金股利分配。

表 6 制造业企业金融化对现金股利的作用机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	变量	(4)	(5)	(6)
中介变量		融资约束,SA		中介变量		经营收益率,Roi	
被解释变量	$Div$	SA	$Div$	被解释变量	$Div$	$Roi$	$Div$
$Fin\_inv$	-0.159 4* (-1.92)	0.025 4 (0.74)	-0.163 7** (-1.96)	$Fin\_inv$	-0.159 4* (-1.92)	-0.024 8* (-1.94)	-0.153 1* (-1.85)
SA			0.171 4*** (3.36)	$Roi$			0.251 3*** (3.17)
常数项	0.304 4** (2.17)	-2.489 9*** (-25.60)	0.731 1*** (3.78)	常数项	0.304 4** (2.17)	-0.183 5*** (-7.18)	0.350 5** (2.48)
Sobel test		0.070 6(p 值)		Sobel test		-2.362 **	
中介效应占比				中介效应占比		3.907%	
样本量		19 305		样本量		19 305	
$R^2$	0.128 4	0.456 7	0.129 3	$R^2$	0.128 4	0.664 2	0.129 1

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平,估计过程中控制了模型的固定效应。

## 六、稳健性检验

### (一)内生性问题

在研究企业金融化对现金股利政策的影响时要考虑到内生性问题,一方面,企业发放现金股利的行为可能会影响企业配置金融资产的决策,存在反向因果关系;另一方面,可能存在遗漏变量的问题。对此本文采用工具变量-广义矩估计(IV-GMM)方法进行稳健性检验,借鉴杜勇<sup>[16]</sup><sup>124</sup>的做法,将  $Fin\_inv$  的滞后一期( $Fin\_inv_{t-1}$ )、滞后两期( $Fin\_inv_{t-2}$ )作为工具变量。不可识别检验统计量 Kleibergen-Paaprk LM 的值为 251.359 1,弱工具变量检验的统计量 Kleibergen-Paaprk Wald F 的值为 187.700 3,均通过检验。第二阶段检验结果发现,在引入工具变量后,企业金融化对现金股利的的影响依然显著为负,表明在处理内生性问题后结论依然稳健,具体见表 7。

### (二)样本选择偏误问题

进行金融资产投资的企业可能本来就具有较低的股利分配水平,这会带来样本选择性偏误问题,本节采用倾向得分配对(PSM)的方法进行匹配。具体采用两种方法:其一,以是否出现过度金融化为匹配标准(PSM1)。本文参考有关做法,<sup>[35]</sup>根据解释变量投资金融化( $Fin\_inv$ )的均值大小,将样本划分为高、低两组,将金融化程度高的公司设为实验组,具有相同财务特征但金融化程度低的公司样本作为对照组。其二,以当年是否进行金融资产投资为匹配标准(PSM2)。<sup>[23]</sup><sup>92</sup>将当年进行金融资产投资的公司设为实验组,以当年没有进行金融资产投资的

样本作为对照组。本文设定全部控制变量为协变量,控制年份和个体,倾向分值选取卡尺最近邻方法,将持卡范围限定为倾向得分之差不超过 0.02,具体见表 8。平衡性检验结果表明,所有配对变量的偏差都不超过 10%,t 检验显示处理组和控制组在 5%水平下没有显著差异,说明两种匹配方式均通过均衡性检验,匹配完之后再行回归检验。表 9 的回归结果表明,在排除潜在的选择偏误问题后,企业金融化与现金股利政策之间的负相关关系仍然显著成立,且系数绝对值有所增大。

表 7 内生性检验

变量	Div
$Fin\_inv$	-0.3868 ** (-2.16)
控制变量	控制
Year FE	Yes
个体效应	Yes
Kleibergen-Paaprk LM	251.359 1
Kleibergen-Paaprk Wald F	187.700 3
Hansen J statistic	0.203 1
p-value of Hansen J statistic	0.652 3
r2	0.131 7
N	12 671

表 8 基于 PSM 的样本平衡性检验

变量	PSM1 样本平衡性检验					变量	PSM2 样本平衡性检验				
	Mean			T-test			Mean			T-test	
	处理组	控制组	%bias	T 值	P 值		处理组	控制组	%bias	T 值	P 值
Size	21.981	21.985	-0.3	-0.15	0.881	Size	22.054	22.046	0.7	0.48	0.628
Lev	0.404 61	0.406 59	-1.0	-0.45	0.650	c.Lev#c.Age	0.947 16	0.951 72	-2.4	-1.75	0.080
Top1	0.325 79	0.330 14	-3.1	-1.39	0.164	Tq	2.179 5	2.225	-2.3	-1.79	0.074
Tq	2.278 6	2.324 3	-2.4	-1.04	0.296	c.Top1#c.Age	0.703 87	0.702 99	0.2	0.16	0.874
Age	2.256	2.262 8	-0.8	-0.42	0.677	Age	2.107 2	2.116 8	-1.1	-0.88	0.377
Roe	0.053 2	0.052 13	0.8	0.36	0.720	Roe	0.056 87	0.059 79	-2.4	-1.63	0.103

(三)被解释变量指标的替换和样本子区间估计

1.被解释变量指标的替代。主回归采用现金股利支付率作为被解释变量,参考有关做法,<sup>[36]</sup>将被解释变量现金股利支付水平替换为二值选择,即当公司当年的现金股利支付水平大于所有公司支付水平的均值时取1,否则取0,并进行回归。表10第(1)–(2)列是现金股利支付水平指标替换的稳健性检验,结果发现,投资金融化和收益金融化都对现金股利产生了显著的负向影响,分别在10%和1%的水平上显著,其估计结果与原模型估计结果基本一致。

2.样本子区间模型估计。考虑到2008年发生的金融危机可能会对企业金融化与现金股利

分配之间的关系造成影响,剔除掉金融危机发生之后2009年、2010年、2011年三年的数据,考察样本子区间中企业金融化与现金股利的关系。表10第(3)–(4)是样本子区间现金股利支付意愿的稳健性检验,(5)–(6)列是样本子区间现金股利支付水平的稳健性检验,结果显示,采用制造业企业子样本重新检验的结果依然支持本文的研究结论。

表9 倾向得分匹配检验

变量	PSM1	PSM2
	<i>Div</i>	<i>Div</i>
<i>Fin_inv</i>	-0.249 5*** (-2.93)	-0.279 0*** (-2.82)
控制变量	控制	控制
<i>_cons</i>	0.210 7 (1.22)	0.280 8 (1.61)
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes
<i>r2_a</i>	0.126 5	0.129 8
<i>N</i>	11 951	13 725

表10 被解释变量指标替换、样本子区间模型估计

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Divdd</i>	<i>Divdd</i>	<i>Divd</i>	<i>Divd</i>	<i>Div</i>	<i>Div</i>
<i>Fin_inv</i>	-1.380 6* (-1.90)		-1.061 3 (-0.86)		-0.206 7** (-2.28)	
<i>Fin_ret</i>		-0.226 1*** (-8.18)		-0.354 7*** (-9.23)		-0.013 1***
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>r2_p</i>	0.159 3	0.165 7	0.329 5	0.348 2		
<i>r2_a</i>					0.129 3	0.130 7
<i>N</i>	14 389	14 389	7 592	7 592	14 490	14 490

(四)中介效应的稳健性分析

前文作用机制检验部分采用投资金融化(*Fin\_inv*)作为解释变量,检验金融化对现金股利政策的中介路径,这里采用收益金融化(*Fin\_ret*)作为解释变量做稳健性检验。

表11报告了企业金融化“挤出”效应的模型估计结果。第(1)列*Fin\_ret*的回归系数显著为负。再由第(2)列可知,*Fin\_ret*的回归系数在1%的水平显著为负,说明企业金融化降低了企业的经营利润,由第(3)列的系数 $\omega_2$ 显著为正得出经营收益率越高,企业可供分配现金股利的资金越多,并且*Fin\_ret*的回归系数均在1%的水平上显著为负(且 $|\omega_1| < |\alpha_1|$ ),说明经营收益率是金融化影响现金股利分配的部分中介因子。

综上,通过检验发现,制造业企业金融化在缓解融资约束进而促进现金股利发放的这一路径不成立,

金融化虽然可以提高短期财务绩效,但这种短期资金的增加会促使管理者更加偏好投机逐利,却忽视了主营业务的发展,进而对现金股利分配产生负面影响,制造业企业金融化总体上会抑制现金股利的分配。这和前文作用机制检验结论一致。

## 七、结论与展望

### (一)研究结论

针对越来越多企业将资金投放到金融、房地产等高度虚拟化资产这一现状,本文基于 2007—2019 年沪深 A 股制造业上市公司的数据,结合企业配置金融资产的动机探讨制造业企业金融化对现金股利政策的影响。研究结果表明:(1)关于企业金融化对现金股利支付意愿的影响,从金融资产持有的角度来看,企业金融化对现金股利分配意愿的负面影响并不显著,从金融收益角度来看,企业金融化对现金股利支付意愿具有显著的负效应。(2)关于企业金融化对现金股利支付水平的影响,不管从金融资产持有还是金融收益角度衡量,均具有显著负效应。(3)在分样本讨论后发现,企业金融化对现金股利政策的负面影响在非国有企业、小规模的企业中更加明显。(4)进一步检验企业金融化影响现金股利政策的途径,结果发现:企业金融化并没有通过缓解融资约束来增加现金股利支付水平,而是通过挤占主营业务资源,降低经营绩效,抑制了现金股利的发放。通过内生性、倾向得分匹配(PSM)等稳健性检验,发现实证结论依然稳健。

### (二)启示与政策建议

结合上述结论,本文从以下方面提出建议。

1.建立合理的股利分配机制,更好地保护投资者的利益。在现行的半强制分红政策影响下,政府部门应对不同类型的企业制定科学合理的股利分配方案,引导有能力分红的企业积极派发现金股利,可对连续稳定发放现金股利的企业提供融资优惠、政府补贴等,提高企业分红的积极性;对于一毛不拔的“铁公鸡”,要出台相应的惩戒措施,考虑增加其他约束条件,推动公司分红。同时要加强对企业财务信息披露,防止企业恶意圈钱,提高对股东的回报,实现企业初次分配的合理化。

2.完善多层次资本市场,拓宽企业融资渠道。放宽非国有企业、小规模企业的融资条件,降低其融资成本,制定对其现金分红的监管政策。金融机构也可以通过金融科技和互联网、大数据等技术手段,大力发展数字普惠金融,加大对薄弱领域的资金支持力度,为非国有企业、小规模企业的发展提供融资机会,从而促进企业现金股利的发放。

3.端正经营理念,聚焦主业发展。金融的本质应该是服务于实业发展,但是金融化的后果却是挤出实业。企业应该将主业投资作为企业发展的主要目标,金融监管部门也应改善市场环境,减少企业一味逐利的行为,引导金融为企业主业服务。这不仅能够防止制造业企业金融化,也能够促进企业稳定经营、持续增收,从而使企业在经营良好的状态下积极回报投资者,实现企业-股东“双赢”。

表 11 中介效应稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)
中介变量		经营收益率, <i>Roi</i>	
被解释变量	<i>Div</i>	<i>Roi</i>	<i>Div</i>
<i>Fin_ret</i>	-0.016 6*** (-5.20)	-0.020 0*** (-27.76)	-0.012 5*** (-3.52)
<i>Roi</i>			0.206 2*** (3.34)
常数项	0.252 9* (1.80)	-0.422 8*** (-12.48)	0.340 1** (2.40)
<i>Sobel test</i>		-3.785***	
中介效应占比		24.73%	
样本量		19305	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.129 5	0.359 1	0.130 4

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平,估计过程中控制了模型的固定效应。

参考文献:

- [1] 全怡,梁上坤,付宇翔.货币政策、融资约束与现金股利[J].金融研究,2016(11):63-79.
- [2] KRIPPNER G R.The financialization of the American economy[J].Socio-economic review,2005(2):173-208.
- [3] ORHANGAZI Ö.Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector; A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003[J].Cambridge journal of economics,2008(6):863-886.
- [4] FOSTER J B.The financialization of capitalism[J].Monthly review; An independent socialist magazine,2007(11).
- [5] SOENER M.Why do firms financialize? Meso-level evidence from the US apparel and footwear industry, 1991-2005[J].Socio-economic review,2015(3):549-573.
- [6] 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.
- [7] BHADURI A.A contribution to the theory of financial fragility and crisis[J].Cambridge journal of economics,2011(6):995-1014.
- [8] GONZÁLEZ I,SALA H.Investment crowding-out and labor market effects of financialization in the US[J].Scottish journal of political economy,2014(5):589-613.
- [9] 彭俞超,倪晓然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018(10):50-66.
- [10] 王芳.经济金融化与经济结构调整[J].金融研究,2004(8):120-128.
- [11] BAUD C,DURAND C.Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers[J].Socio-economic review,2012(2):241-266.
- [12] GEHRINGER A.Growth, productivity and capital accumulation; The effects of financial liberalization in the case of European integration[J].International review of economics & finance,2013,25:291-309.
- [13] TORI D,ONARAN O.The effects of financialisation and financial development on investment; Evidence from firm-level data in Europe[J].Cambridge journal of economics,2018(5):1393-1416.
- [14] 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(1).
- [15] 翟光宇,姜美君,段秋爽.实体企业金融化与实物资本投资——基于2009—2018年制造业上市公司的实证分析[J].经济动态,2021(1):85-104.
- [16] 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).
- [17] 黎文靖,李荏苒.“实体+金融”:融资约束、政策迎合还是市场竞争? ——基于不同产权性质视角的经验研究[J].金融研究,2017(8):100-116.
- [18] 罗云峰,柳永明.企业金融资产配置与融资约束的缓解机制:基于流动性管理的分析[J].金融发展研究,2021(3):3-13.
- [19] 张成思,张步层.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).
- [20] MILBERG W.Shifting sources and uses of profits; Sustaining US financialization with global value chains[J].Economy and society,2008(3):420-451.
- [21] 杨淑娥,王勇,白革萍.我国股利分配政策影响因素的实证分析[J].会计研究,2000(2):31-34.
- [22] 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(1):181-194.
- [23] 胡海峰,窦斌,王爱萍.企业金融化与生产效率[J].世界经济,2020(1).
- [24] 吴春贤,杨兴全.金融发展、产权性质与现金股利政策[J].中央财经大学学报,2018(10):56-70.
- [25] 徐寿福,邓鸣茂,陈晶萍.融资约束、现金股利与投资—现金流敏感性[J].山西财经大学学报,2016(2).
- [26] 原红旗.中国上市公司股利政策分析[J].财经研究,2001(3):33-41.
- [27] 陈运森,黄健峤,韩慧云.股票市场开放提高现金股利水平了吗? ——基于“沪港通”的准自然实验[J].会计研究,2019(3):55-62.
- [28] DEMIR F.Financial liberalization, private investment and portfolio choice; Financialization of real sectors in emerging markets [J].Journal of development economics,2009(2):314-324.
- [29] 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.
- [30] 宋福铁,屈文洲.基于企业生命周期理论的现金股利分配实证研究[J].中国工业经济,2010(2):140-149.

- [31] HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The review of financial studies*, 2010(5): 1909-1940.
- [32] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. *经济研究*, 2013(1): 4-16.
- [33] 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.
- [34] BARON R M, KENNY D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations[J]. *Journal of personality and social psychology*, 1986(6): 1173-1182.
- [35] 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(10): 240-249.
- [36] 王会娟, 张然, 胡诗阳. 私募股权投资与现金股利政策[J]. *会计研究*, 2014(10): 51-58+97.

## Impact of Financialization in Manufacturing Enterprises on Cash Dividend Policy

ZHANG Jiangang, YU Xiaoqing, KANG Hong

(College of Economics and Management, Shandong University of Science and Technology, Qingdao, Shandong 266590, China)

**Abstract:** Taking A-share manufacturing listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2007 to 2019 as the sample, this paper explores the impact of financialization in manufacturing enterprises on cash dividend policy. The research reveals that financialization in manufacturing enterprises inhibits cash dividend payment intention and level, with more obvious inhibition effect in the non-state-owned enterprises and small enterprises. Among them, both investment financialization and income financialization have significant inhibition effect on cash dividend payment level. Compared with investment financialization, income financialization has more obvious inhibition effect on cash dividend payment intention. Further mechanism tests show that financialization in manufacturing enterprises reduces operating profit mainly by crowding out the main investment, and thus inhibits the distribution of cash dividends. However, the path to promote the distribution of cash dividends by alleviating financing constraints is not significant. After robustness tests such as endogeneity, propensity score matching (PSM), substitution of explained variables and change of sample interval, the empirical conclusions remain robust. The enterprises should, with a healthy vision, focus on their main business to realize their own high-quality development as well as increase cash dividends to feed back the investors.

**Key words:** financialization of enterprises; cash dividend policy; mediating effect

(责任编辑:魏 霄)

(上接第 51 页)

## Regulation Dilemma and Institutional Response to the Hub-and-Spoke Conspiracy

HAN Shipeng

(Graduate Institute for Taiwan Studies, Xiamen University, Xiamen, Fujian 361005, China)

**Abstract:** Hub-and-spoke conspiracy, also known as hub-and-spoke monopoly agreement, seems to be a vertical agreement, but, in essence, is a horizontal monopoly agreement. Constrained by the complexity of external representation and internal structure, this type of monopoly agreement has encountered legal difficulties in terms of identification standard and legal attributes. The premise of regulating hub-and-spoke monopoly agreement is to construct an operable identification standard, and the evidence presumption mechanism of the two-layer structure of “parallel behavior + intentional connection” is an approach worthy of reference. Parallel behavior can refer to the subject, behavior and time elements, while intentional connection needs to pay attention to the role of environmental evidence. At the level of legal attributes, based on the consideration of monopoly purpose and actual competition effect, hub-and-spoke monopoly agreement should be classified as a horizontal monopoly agreement in nature.

**Key words:** hub-and-spoke conspiracy; intentional connection; identification standard; legal nature

(责任编辑:董兴佩)