

产业政策与企业资产金融化

步晓宁¹, 赵丽华¹, 刘磊²

(1. 山东财经大学 金融学院, 山东 济南 250014; 2. 山东财经大学 国际经贸学院, 山东 济南 250014)

摘要: 产业政策作为政府干预经济的重要手段, 其实施效果一直是学术界争论的热点问题。文章以中国2009年十大产业振兴规划的出台作为自然实验, 运用双重差分法从企业资产金融化的角度检验了产业政策对资金脱虚向实的影响。实证结果表明: (1) 十大产业振兴规划出台显著促进了非金融企业的资产金融化水平, 导致资金由实体经济流向虚拟经济, 这一结论在经过多项稳健性检验后依然成立; (2) 机制分析表明十大产业振兴规划通过缓解融资约束渠道加剧了非金融企业的资产金融化程度, 而且其影响程度呈现逐年增强的态势; (3) 分样本检验结果显示, 相对于小型和非国有企业, 大型企业和国有企业在十大产业振兴规划出台以后, 其资产金融化程度显著提高。本文的研究有助于从产业政策视角理解经济脱实向虚现象, 可为政府设计差异化产业政策提供理论依据。

关键词: 企业资产金融化; 脱实向虚; 融资约束; 产业政策

中图分类号: F831.4 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2020)11-0078-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20200518.302

一、引言

产业政策作为引导产业发展方向, 实现特定经济发展目标的重要工具, 其实施效果如何在学术界一直存在争议。有学者认为产业政策的实施会提高产业创新效率、提升企业全要素生产率以及可以促进企业多元化经营等(Peters等, 2012; Aghion等, 2015; 杨兴全等, 2018), 总体来说中国经济的高速增长受益于国家出台的各项产业政策(韩乾和洪永森, 2014)。然而也有学者认为产业政策的实施并没有显著的作用(Beason和Weinstein, 1996), 甚至会降低企业的投资效率等(黎文靖和李耀淘, 2014; 王克敏等, 2017)。那么, 在面对增速减缓的经济新常态, 大量实体企业开始转向金融市场的背景下, 产业政策的实施会对企业资产金融化产生怎样的影响? 这是目前学术界所忽略的研究内容, 对该问题的回答有利于深化对宏观经济政策与微观企业行为的探讨, 同时可以从产业政策的视角进一步认识我国当前经济脱实向虚的成因, 兼具理论与实践意义。

在研究产业政策对微观企业行为的影响时, 自然实验是大多数学者的选择(李楠和乔榛, 2010; 陈林和唐杨柳, 2014; 盛丹和刘灿雷, 2016)。值得指出的是, 自2008年经济危机后, 我国出

收稿日期: 2019-09-30

基金项目: 国家社科基金重大项目(16ZDA007); 国家自然科学基金青年项目(71802116); 山东省社会科学规划研究项目(20CJJJ01); 泰山学者工程专项经费(tsqn201909135); 山东省高等学校优秀青年创新团队支持计划(金融业开放与民营企业发展); 山东省高等学校青创人才引育计划(金融制度与实体经济高质量发展)

作者简介: 步晓宁(1983-)(通讯作者), 男, 山东烟台人, 山东财经大学金融学院副教授;

赵丽华(1995-), 女, 河北唐山人, 山东财经大学金融学院研究生;

刘磊(1982-), 男, 山东潍坊人, 山东财经大学国际经贸学院副教授。

现了实体经济发展放缓,而资产部门却持续膨胀的现象。为了缓解金融危机对我国经济造成的严重冲击,防止实体经济进一步下滑,2009年政府部门出台了十大产业振兴规划(以下简称十大产业政策),由于该政策出台周期短,对上市公司而言,满足外生性要求,而且该政策行业划分明确,因此有学者以此为自然实验,采用双重差分方法来研究产业政策对微观企业行为的影响(钱雪松等,2018)。

本文在上述研究的基础上,利用2006年至2017年沪深两市A股非金融上市公司的相关数据,建立双重差分模型,实证检验了十大产业政策的出台对企业资产金融化的影响。研究表明:(1)十大产业政策的实施显著提高了我国非金融企业的资产金融化水平,进一步加剧了我国当前经济脱实向虚的趋势;(2)通过进一步研究发现,十大产业政策对企业资产金融化产生影响作用的渠道是缓解了融资约束;(3)十大产业政策对企业资产金融化的影响存在截面异质性,与小企业和非国有企业相比,十大产业政策对大型和国有企业资产金融化水平的促进作用更强。本研究清晰地揭示了“实施十大产业政策→缓解非金融企业融资约束→提高非金融企业资产金融化水平(加剧经济脱实向虚趋势)”的传导机制,从侧面支持了我国企业资产金融化的逐利性动机。

本文可能的边际贡献主要有:(1)一方面拓展了产业政策实施效果在微观层面的考察,丰富了“宏观经济政策与微观企业行为”的研究内容,弥补了现有研究文献的不足。另一方面产业政策是政府弥补部分市场失灵的重要手段,然而在经济新常态的背景下,产业政策的频繁使用也可能是提高非金融企业资产金融化水平的重要诱因,因此本文为新兴市场国家企业金融化提供了制度成因上的解释。(2)本文从融资约束的角度对产业政策影响企业资产金融化的作用机制进行了检验,并通过产业政策对融资约束的影响,进一步识别出了我国企业资产金融化的动机是追逐利润而非预防储蓄,为“投资替代”理论提供了证据支持,这说明当前我国企业资产金融化行为对实体经济造成了一定的挤压,并不利于经济发展。

本文剩余章节安排如下:第二部分对现有研究文献进行梳理和归纳,提出本文的研究假设;第三部分是模型设定和数据处理;第四部分是实证结果分析及稳健性讨论;第五部分是作用机制分析;第六部分为异质性检验;第七部分为结论和启示。

二、文献回顾与研究假设

(一)产业政策与企业金融化

金融资产所具有的双重属性决定了其既可以作为流动性贮藏工具,又可以作为企业投资工具。根据“蓄水池”理论,企业持有金融资产的目的是预防未来现金流的不确定性,防范破产风险,是生产经营活动中的未雨绸缪行为(Smith和Stulz,1985;Opler等,1999;Almeida等,2004;胡奕明等,2017),显然企业若是出于这种目的持有金融资产则有利于经济平稳发展(戴贇等,2018)。若企业持有金融资产的动机是追逐资本市场的超额利润,放弃对实体经济的投入,希冀通过资本运作来实现利润最大化(Demir,2009;谢家智等,2014),此时企业持有金融资产则会对实体投资造成挤压,金融资产投资与实体经济投资是替代性关系,这就是“投资替代”理论的观点。事实上,十大产业政策为缓解金融危机对我国经济带来的负面影响,主要依靠的是政府补贴、出口退税、鼓励金融机构提供贷款等措施,而不是对生产要素的优化配置或者对管理能力提升等核心竞争因素的干预。因此十大产业政策的实施,本质上是直接给予企业流动资金,企业有可能为追逐资本市场的短期利润,而将获得的流动资金投入到金融市场,导致企业金融化水平上升。综合以上分析,提出本文的第一个待检验假设:

H1:与十大产业外的企业相比,十大产业政策实施以后,属于十大产业内的企业资产金融化水平提高。

(二) 融资约束与企业资产金融化

与“蓄水池”理论和“投资替代”理论不同,“实体中介”理论并不是从金融资产的属性出发,而是从企业的融资约束角度来解释新兴市场国家企业资产金融化现象。事实上,“实体中介”理论是基于资产负债表和利润表来更加广泛地识别企业金融化的行为,其理论基础源于融资优序理论(Myers, 1984),即企业进行投资时会优先采用内部资金,其次是外部资金。Hattori等(2009)最早利用这一思路来识别企业金融化,Shin和Zhao(2013)拓展了研究思路,并提出了“实体中介”理论,该理论认为由于银行融资歧视的存在,一些企业容易从银行获得资金,但是其生产效率不高,因此这些企业便将从银行获得的低成本资金转贷给其他不易获得银行贷款的企业。因而这类企业的行为在学术界被称为“为贷而借”,而这类企业也被称为“实体中介”。在十大产业政策出台以后,为了扩大内需,刺激消费需求所实施的政府补贴、减免税收、出口退税、鼓励金融机构提供贷款以及支持企业发行股票和债券等措施,都直接为企业获得资金提供了便利,这在很大程度上缓解了企业的外部融资约束。根据“实体中介”理论,十大产业政策的实施实质上是带来了政策融资歧视,相比产业外的企业,产业内企业更容易获得资金,因此十大产业内的企业可能会由于融资约束的缓解而成为“实体中介”,将资金通过金融市场转贷给需要资金的企业,导致产业内企业资产金融化水平上升。换言之,十大产业政策提高企业资产金融化水平的渠道是缓解了产业内企业的融资约束。基于此,本文提出第二个待检验假设:

H2: 与十大产业外的企业相比,十大产业政策的实施缓解了产业内企业的融资约束。

根据“实体中介”理论,大型企业和国有企业更容易成为“实体中介”,^①因为相比于大型企业和国有企业,中小企业和民营企业受到自身发展时间短、规模小、管理体系不健全等因素的制约,更难从银行获得融资,而预算软约束的存在也使银行更趋向于大客户的业务。根据内部资本市场理论,企业通过合并诞生的大型企业,其内部就会形成融通机制,企业的内部资本市场应运而生,而国有企业的实际控制人是政府,一方面由于其政企关系的联系紧密性更高,国有企业背后有国家信用作为保证,违约风险也就更小,更容易受到产业政策的扶持,因此金融部门更倾向与国有企业合作;另一方面国有企业通过兼并重组,更容易形成集团,在这种集团企业内部,则更倾向于将资金集中流向回报率较高的可行项目,以此来提高资金的配置效率以实现资源的优化配置。也就是说,大型企业和国有企业由于内部资本市场的存在,使得其面临的融资约束更低,所以在面对金融市场的高收益时,这些拥有大量闲置资金的大型企业和国有企业便会将资金提供给受到融资约束较大的企业以满足其盘活资金、提高资金利用效率的诉求,相应地,这些“实体中介”就表现为非金融企业资产金融化现象(Du等, 2017)。另外, Kaplan和Zingales(1997)采用国外的企业样本进行研究发现,低融资约束企业的投资敏感性更高,这也表明低融资约束企业更加具有盘活内部资金的诉求,但是在发达国家的良好经济环境中,企业投资于实体经济的回报率是较高的,因此企业更倾向于运用内部资金投资于实体经济。而结合我国经济发展的现实情况,一方面企业投资于实体经济的回报率较低,并且项目夭折的概率也较高,另一方面在面临实体经济与资本市场巨大的“利润鸿沟”时,企业的投资决策自然是偏向金融市场,所以低融资约束企业在融资约束得到缓解以后,其投资于金融市场的敏感性则相对更高。那么与小型和非国有企业相比,大型和国有企业所面临的融资约束水平显然更低,因此十大产业政策实施以后,大型和国有企业对于投资金融市场的敏感性也相应更强,金融化水平也就更高。

基于以上分析可以推断,十大产业政策对不同类型企业资产金融化的影响存在异质性,由

^①王永钦等(2015)研究发现,国有企业相对于民营企业,更加深入地参与了影子银行活动;而成长型公司参与影子银行活动的程度较低。

此本文提出了第三个待检验假设：

H3a: 十大产业政策出台后,大型企业的资产金融化水平比小型企业更高。

H3b: 十大产业政策出台后,国有企业的资产金融化水平比非国有企业更高。

三、研究数据与研究设计

(一)研究数据

本文选取 2006—2017 年沪深 A 股上市公司作为研究样本,并删除以下四类样本:(1)资不抵债的上市公司,即资产负债率大于 1 的企业;(2)金融类上市公司,包含该类样本容易高估企业资产金融化的水平,因此本文将该类公司剔除;(3)ST 类和*ST 类上市公司;(4)数据缺失的上市公司。通过以上处理最终得到的研究样本总数为 23 469,共有 3 275 家上市公司。此外,本文在进行数据处理时对所有连续变量进行了 1% 的双边缩尾处理以避免奇异值的影响。数据来自 Wind 数据库和 CSMAR 数据库。

1. 变量定义

企业金融化是企业的各种资本运作逐步取代实体生产的行为(Phillips, 2002);或者是非金融企业的金融投资与由此带来的金融收益的增加等(Krippner, 2005)。因此企业金融化可以从资产和收益两个角度进行度量,但是投资收益中包含了该时期市场价格波动和风险等因素,所以为了排除其他宏观因素和市场因素的干扰,更好地反映企业的真实投资意愿,本文采用企业金融资产占企业总资产这一指标来衡量企业金融化水平。参考戴贇等(2018)对企业金融资产指标的归纳,金融资产包括以下五个科目:交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期股权投资和投资性房地产。^①因此企业的资产金融化水平以金融资产占总资产比重来衡量(宋军和陆旻, 2015)。此外参考钱雪松等(2018)和彭俞超等(2018)的研究,本文控制变量涵盖了企业层面、产业层面以及地域层面以尽可能排除其他因素的影响。各个变量具体定义如表 1 所示:

表 1 变量定义

类别	符号	定义	计算方式
被解释变量	<i>FIN</i>	金融资产占比	金融资产/总资产
主要解释变量	<i>Ten</i>	行业虚拟变量	十大产业之内取 1, 否则取 0
	<i>dum_t</i>	时间虚拟变量	2009 年以前取 0, 否则取 1
	<i>Policy</i>	十大产业政策影响	$Ten_t \times dum_t$
企业层面控制变量	<i>InAsset</i>	总资产取对数	主营业务收入增长率
	<i>Q</i>	托宾 <i>Q</i>	
	<i>Lev</i>	资产负债率	
	<i>ROA</i>	资产收益率	
	<i>Lnage</i>	企业年龄	
	<i>Growth</i>	企业成长性	
	<i>lnOCF</i>	经营净现金流	
产业层面控制变量	<i>RG</i>	金融与实体相对收益率	金融收益率/实体收益率
	<i>H_FIN</i>	行业金融资产占比	
	<i>lnHOP</i>	行业营业利润	
<i>H_ROA</i>	行业资产报酬率		

^① 王永钦等(2015)研究发现,国有企业相对于民营企业,更加深入地参与了影子银行活动;而成长型公司参与影子银行活动的程度较低。

续表 1 变量定义

类别	符号	定义	计算方式
产业层面控制变量	<i>H_ROE</i>	行业净资产收益率	
	<i>HSR</i>	行业销售费用率	
地域层面控制变量	<i>lnHP</i>	商品房销售价格对数值	
	<i>GDP</i>	<i>GDP</i> 增长率	

注: 金融收益率=(投资收益+公允价值变动损益+净汇兑收益-对联营和合营企业的投资收益)/金融资产总额; 实体收益率=(营业收入-营业成本-营业税金及附加-期间费用-资产减值损失)/经营资产总额。

2. 数据描述

表 2 列出了主要变量的描述性统计。统计结果显示, 企业金融资产占比最小值为 0, 最大值为 0.4410, 这表明我国上市公司所持有的金融资产在样本期间存在很大的差异。上市公司的年龄对数值最小为 1, 最大值为 4.2047, 表明样本中既有刚成立的新公司, 也有成立时间较早的大型公司。另外企业的金融与实体相对收益率的均值为 1.0755, 这也表明企业的金融收益率要大于实体收益率。整体而言, 上市企业的相关数据为研究十大产业政策对企业资产金融化的影响提供了良好的数据材料。

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>FIN</i>	23 469	0.0255	0.0555	0.0000	0.4410
<i>ROA</i>	23 469	0.0418	0.0483	-0.2434	0.2137
<i>Lnage</i>	23 469	2.6908	0.3697	1.0000	4.2047
<i>lnASSET</i>	23 469	21.9275	1.2609	19.1937	27.9978
<i>Q</i>	23 469	2.2242	1.8203	1.1915	12.0028
<i>LEV</i>	23 469	0.4343	0.2071	0.0224	0.9372
<i>RG</i>	23 469	1.0755	2.6968	-13.1743	18.2450
<i>lnOCF</i>	23 469	18.9637	1.7666	9.7321	27.7548
<i>Growth</i>	23 469	4.2409	398.3806	2.2660	5.9411
<i>H_FIN</i>	23 469	0.0190	0.0299	-0.0446	0.5910
<i>LnHOP</i>	23 469	22.6995	1.8555	13.2133	26.3957
<i>H_ROA</i>	23 469	0.5174	3.2780	-256.8745	416.0118
<i>H_ROE</i>	23 469	0.1191	5.7598	-32.1928	713.2036
<i>HSR</i>	23 469	0.0669	0.0607	0.0000	0.8163
<i>lnHP</i>	23 469	8.7822	0.6094	7.2284	10.2218
<i>GDP</i>	23 469	0.1174	0.0426	0.0567	0.1977

(二) 计量模型

2008 年国际金融危机爆发后, 中国政府为了实现“保增长、促就业”, 进一步促进产业转型升级, 针对汽车产业、钢铁产业、纺织业、装备制造业、船舶制造业、电子信息、轻工业、石化工业、物流业和有色金属产业等十大产业, 出台了相应的配套细则, 这些产业政策总称为“十大产业振兴规划”。其中具体措施主要为扩大内需、技术升级、财税与信贷支持等政策, 如在刺激市场需求方面, 主要采取减税、政府补贴以及消费信贷等措施增加居民消费; 对有色金属行业和钢铁产业节能技术的改造给予财政奖励; 对中小纺织和轻工业企业贷款实行税前全额拨备和提供风险补偿等一系列具体措施。

首先,本文以《上市公司行业分类指引》(2012版)的行业分类为标准,通过设置虚拟变量 Ten ,属于十大产业内样本为实验组,即 Ten 取值为 1,反之则为对照组,即 Ten 取值为 0。其次,该政策的出台时间为 2009 年,因此以 2009 年为时间节点来设置时间虚拟变量 dum_t ,即 2009 年以前取值为 0,2009 年后取值为 1。最后构造交互项 $Policy$,即 Ten 与 dum_t 的乘积,该变量的系数即为我们所关注的十大产业政策对企业资产金融化的影响,该系数的显著性以及大小和正负号分别代表十大产业政策对企业资产金融化是否具有显著影响以及影响的程度和方向如何。本文构建的计量模型如下所示:

$$FIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Policy_{it} + \beta_2 Control_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,下标 i 表示企业, t 表示年; $Control_{it}$ 主要包括企业层面、产业层面以及地域层面的控制变量, μ_i 为个体固定效应, λ_t 为时间固定效应。为了减少个体效应和时间效应对实证结果的影响,本文构建的模型(1)为双向固定效应模型,其中 Ten_{it} 和 dum_t 的系数分别被个体效应和时间效应所吸收,因此在面板数据中,模型(1)更为常见。

四、实证结果分析

(一)基准回归结果分析

由于双重差分模型要求在政策实施前,实验组和对照组应具有相似的时间趋势,即满足“共同趋势”假定,因此我们首先对研究样本进行共同趋势检验,该检验结果表明实验组和对照组资产金融化水平的的时间趋势并没有显著差异,满足了采用双重差分模型的基本前提——“共同趋势”假定。限于篇幅,共同趋势检验结果未在文章中汇报,表 3 仅报告了十大产业政策对企业金融化影响的基准回归结果,其中列(1)为未加入控制变量的回归结果,列(2)和列(3)分别为逐渐加入控制变量并均采用聚类稳健标准误得到的回归结果,交互项系数均在 1% 的水平上显著为正,并且在加入控制变量以及对年份效应、个体效应、产业效应以及地域效应进行控制后,交互项系数的显著性水平也没有变化。但是表 3 中列(2)和列(3)的回归结果显示,随着逐渐加入控制变量,其系数大小有所下降,这是由于列(3)的回归结果进一步剔除了企业差异和产业差异以及地域差异等因素对企业资产金融化的影响,所以这些控制变量是影响企业持有金融资产规模的重要因素,如果不考虑这些因素,会高估十大产业政策对企业资产金融化的影响程度。总体来看,表 3 中的回归结果支持了假设 H1,即与十大产业外的企业相比,十大产业政策实施以后,属于十大产业内的企业资产金融化水平提高。

表 3 基准回归结果

变量	(1) <i>FIN</i>	(2) <i>FIN</i>	(3) <i>FIN</i>
<i>Policy</i>	0.0086*** (0.0025)	0.0029*** (0.0004)	0.0027*** (0.0007)
<i>Q</i>		-0.017*** (0.003)	-0.011* (0.007)
<i>ROA</i>		-0.058 (0.049)	-0.059 (0.049)
<i>Growth</i>		0.003 (0.004)	0.003 (0.004)
<i>LEV</i>		0.130*** (0.036)	0.131*** (0.036)
<i>lnOCF</i>		-0.0144 (0.0165)	-0.0144 (0.0165)
<i>lnASSET</i>		0.0431** (0.0185)	0.0431** (0.0185)
<i>Lnage</i>		0.0435*** (0.0092)	0.0430*** (0.0092)
<i>RG</i>		0.022*** (0.004)	0.027*** (0.005)
<i>H_FIN</i>		0.021*** (0.004)	0.020*** (0.004)

续表 3 基准回归结果

变量	(1) <i>FIN</i>	(2) <i>FIN</i>	(3) <i>FIN</i>
<i>LnHOP</i>		-0.655 ^{**} (0.292)	-0.539 [*] (0.322)
<i>H_ROA</i>		-0.047 ^{***} (0.003)	-0.055 ^{***} (0.004)
<i>H_ROE</i>		-0.077 [*] (0.039)	-0.078 [*] (0.040)
<i>HSR</i>		-0.013(0.012)	-0.013(0.012)
<i>lnHP</i>			-0.003(0.011)
<i>GDP</i>			0.033(0.022)
常数项	0.0118 ^{***} (0.0016)	0.2435 ^{***} (0.0449)	0.3245 ^{***} (0.0709)
控制效应	控制	控制	控制
观测值	23 469	23 469	23 469
<i>R</i> ²	0.1011	0.0614	0.0621
样本数	3 275	3 275	3 275

注：***、**、*分别表示 1%、5% 和 10% 的统计显著性，括号内数字为标准差。表中控制效应包括年份效应、企业个体效应以及地域和产业效应。表中回归系数均采用聚类标准差进行调整得到。下表统同。

企业层面控制变量的回归结果表明，规模越大、成立时间越早、资产负债率越高、托宾 *Q* 值越低以及金融收益率与实体收益率差距越大的企业越倾向于持有金融资产，这表明企业资产金融化的动机是追逐资本市场的高额利润，而不是预防储蓄。另外，企业所在行业的行业金融资产占比与企业的资产金融化水平同向变化，这与经济直觉是相符的，表明企业所在行业的资产金融化水平越高，那么行业内企业的资产金融化水平也会越高；企业所在行业的营业利润、资产报酬率、净资产收益率越高，表明企业所在行业的实体经济利润较高，相应的企业资产金融化水平则越低，即变量系数显著为负；地域层面控制变量的系数并不显著，在这里不再赘述其经济意义，仅作为控制企业地域特征差异的变量。

为了揭示十大产业政策对非金融企业资产金融化的动态影响效应，本文引入了 *Ten*×*YR2009*、*Ten*×*YR2010* 和 *Ten*×*YR2011* 三个变量，交互项系数分别表示十大产业政策在每一年的影响程度。具体结果如表 4 所示，这表明，十大产业政策对非金融企业资产金融化水平的影响逐年增强。根据“实体中介”理论，十大产业政策的出台带来了政策上的融资歧视，驱动了产业内企业参与金融市场，而这种驱动作用在产业政策刚出台的第一年只有部分企业参与金融市场，例如纺织工业、钢铁产业和装备制造业等行业的企业，而随着这部分企业的进入，会带来金融市场资本价格的进一步升高，从而吸引产业内其他企业的参与，这就导致产业政策实施的第二年对企业资产金融化的影响进一步扩大，因此交互项 *Ten*×*YR2010* 的系数不论是从数值大小还是显著性水平，都要比交互项 *Ten*×*YR2009* 的系数更高，以此类推，随着第二年更多企业参与到金融市场，进一步刺激资本市场的繁荣，从而吸引更多的资金流入资本市场，由此产生滚雪球效应，导致十大产业政策对企业资产金融化的动态效应呈现逐年增加的态势，并且显著性也有所提高。由此可见，十大产业政策的出台也是引起企业资产金融化的导火索，因此该动态效应结果也仍然支持本文假设 H1。

表 4 十大产业政策对企业资产金融化的动态影响

变量	(1) <i>FIN</i>	(2) <i>FIN</i>	(3) <i>FIN</i>
<i>Ten</i> × <i>YR2009</i>	0.0034 [*] (0.0019)		

续表 4 十大产业政策对企业资产金融化的动态影响

变量	(1) <i>FIN</i>	(2) <i>FIN</i>	(3) <i>FIN</i>
<i>Ten</i> × <i>YR</i> 2010		0.0037*** (0.0007)	
<i>Ten</i> × <i>YR</i> 2011			0.0043*** (0.0009)
常数项	0.6143*** (0.1289)	0.6130*** (0.1291)	0.6130*** (0.1291)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
控制效应	控制	控制	控制
观测值	23 469	23 469	23 469
<i>R</i> ²	0.1111	0.1111	0.1112
样本数	3 275	3 275	3 275

注：同上表。*Control* 包括企业层面、产业层面和地域层面的控制变量。

(二) 稳健性检验

为了排除其他可能影响本文实证结果的因素，增加上述研究结果的说服力，本文还做了表 5 所示的稳健性检验。首先，我们通过改变政策的执行时间进行反事实检验，表中列(1)结果表明我们假定的增值税改革试点时间并不显著，这与事实相符，从反面证明十大产业政策对企业金融化产生了影响；其次，选取了已知的并不受政策实施影响的对照组作为处理组进行回归，表中列(2)结果不显著表明对照组没有受到政策影响，说明本文采用的对照组设置合理；再次，先利用倾向得分匹配法进行匹配，再采用双重差分法进行回归，该检验的实证结果依然在 10% 的水平下显著，并且交互项 *Policy* 的系数为 0.0025，这也与上文中表 3 的基本回归结果相近，进一步证明了上述回归结果的稳健性；最后，由于十大产业政策的实施时间为三年，我们剔除了 2009—2011 年政策实施期间的研究样本，再次构造双重差分模型，检验结果如表 5 中列(4)所示，交互项的系数依然在 5% 的水平下显著为正，这也证明了本文的基本结论是稳健可靠的。

表 5 稳健性检验

变量	(1) <i>FIN</i>	(2) <i>FIN</i>	(3) <i>FIN</i>	(4) <i>FIN</i>
<i>Policy</i>	0.0419 (0.0477)	-0.0002 (0.5349)	0.0025 ⁺ (0.0014)	0.0785** (0.0389)
常数项	3.1278*** (0.0231)	-22.2478*** (0.1646)	-23.4881*** (0.2491)	0.6221*** (0.1651)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制
控制效应	控制	控制	控制	控制
观测值	23 469	23 469	23 469	13 644
<i>R</i> ²	0.4167	0.5572	0.5572	0.1151
样本数	3 275	3 275	3 275	3 275

注：同上表。

五、基于融资约束角度的作用机制检验

前文的研究表明，十大产业政策的实施导致了产业内企业的资产金融化水平上升。那么产业政策影响企业资产金融化的作用机制是什么呢？这是我们接下来所关注的问题。如前文所述，十大产业政策的实施为产业内企业增加了外部融资的可得性，并且由于实体经济投资利润和资

本市场利润存在差异,进一步推动了金融企业将获得的金融支持投入到资本市场。因此,本部分将从企业融资约束的角度探索产业政策影响企业金融化的作用渠道。

目前用以衡量企业融资约束的指标有以下几种:一是利用回归模型系数来构建现金流敏感系数(马国臣等,2008);二是采用公司单个指标测度,如利息支出、资产规模和销售额等(李志远和余森杰,2013;王宜峰等,2018);三是构建相关指数,其中应用较多的有 KZ 指数、WW 指数和 SA 指数(鞠晓生等,2013;孙雪娇等,2019)。为了保证对企业融资约束进行更加全面的刻画,本文将采用利息支出、SA 指数^①和 KZ 指数^②三个指标分别进行检验。

本文通过构建以 SA 指数、KZ 指数和企业利息支出规模的对数值为被解释变量的双重差分模型来检验十大产业政策是否缓解了产业内企业的融资约束。其中 SA 指数、KZ 指数越低,企业的融资约束程度越低,而利息支出规模越高则代表企业获得的外部资金越多,企业的融资约束越低。具体来看,表 6 列(1)中政策变量的系数值为-0.0157,且在 10%的水平下显著;列(2)中政策变量的系数值为-0.1130,且在 1%的水平下显著,列(3)中政策变量的系数值为 0.3692,且在 10%的水平下显著,这表明实施十大产业政策以后,相比于十大产业外的企业,十大产业内企业的 SA 指数和 KZ 指数更低,利息支出规模更高,由此可见,其融资约束水平显著降低,支持了本文提出的研究假设 H2。

表 6 十大产业政策对融资约束的影响

变量	(1) SA	(2) KZ	(3) LZ
Policy	-0.0157*(0.0084)	-0.1130*** (0.0097)	0.3692*(0.1977)
常数项	-23.4881*** (0.2491)	-27.7351*** (0.5388)	-9.0048*** (0.9154)
Control	控制	控制	控制
控制效应	控制	控制	控制
观测值	23 469	23 469	23 469
R ²	0.5572	0.0091	0.0393
样本数	3 275	3 275	3 275

注:同上表。

另外本文在此基础上也进一步引入了 $Ten \times YR2009$ 、 $Ten \times YR2010$ 和 $Ten \times YR2011$ 三个变量,以考察十大产业政策对企业融资约束的动态影响,回归结果如表 7 所示。从表 7 的回归结果可以看出,十大产业政策对企业的融资约束缓解作用逐年增强。同时,本文也以企业 KZ 指数和利息支出规模构建实证模型,由于篇幅限制,实证结果未列入正文,但其回归结果也表明十大产业政策对企业融资约束的缓解作用是逐年增强的,这与十大产业政策对企业资产金融化影响的动态效应相一致,因此从时间维度也表明十大产业政策对企业资产金融化的影响渠道是融资约束的缓解。那么如何理解表 7 实证结果所显示的动态效应呢?如前文所述,十大产业政策对企业资产金融化的动态效应是由于产业内企业出于利润追逐的动机充当了“实体中介”,并产生了滚雪球效应。在十大产业政策出台的第一年,对产业内企业采取了一系列政策扶持,缓解了产业内企业的融资约束,而这些企业将得到的金融支持投入到金融市场以后,可以快速获得短期利润,从而

① $SA = -0.737 \times size + 0.043 \times size^2 - 0.04 \times age$, 其中 $size$ 为企业规模对数, age 为企业年龄。

② $KZ = -1.001909 \times OCF/Asset + 3.139193 \times Lev - 39.3678 \times Div/Asset - 1.314759 \times Cash/Asset + 0.2826389 \times Q$, 其中 OCF 、 Div 和 $Cash$ 分别为经营性净现金流、现金股利和现金持有水平,且均用期初总资产标准化, Lev 为资产负债率, Q 为托宾 Q 值。

进一步缓解了其自身的融资约束。而且当这些企业更倾向于充当“实体中介”时,相比于投资周期长,投资回报低的实体经济,其融资约束自然也会进一步下降,于是在十大产业政策实施的第二年和第三年,产业内企业的融资约束指数逐年下降。因此,从动态性检验结果也可以看出十大产业政策对企业资产金融化产生影响的微观作用渠道是对其融资约束的改变。

表 7 十大产业政策对 SA 指数的动态影响

变量	(1) SA	(2) SA	(3) SA
<i>Ten</i> ×YR2009	-0.0174*** (0.0081)		
<i>Ten</i> ×YR2010		-0.0199*** (0.0078)	
<i>Ten</i> ×YR2011			-0.0200*** (0.0071)
常数项	-23.4285*** (0.2475)	-23.4384*** (0.2478)	-23.4360*** (0.2480)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
控制效应	控制	控制	控制
观测值	23 469	23 469	23 469
R^2	0.5909	0.5910	0.5909
样本数	3 275	3 275	3 275

注:同上表。

上文的实证结果表明十大产业政策的实施显著缓解了企业融资约束,为企业的投资提供了资金,而投资方向选择则受经济发展客观因素和企业管理者主观动机两方面的影响。Crotty (2003)认为企业是“根据可赚取的短期回报率配置或重新配置的一个资产束”,非金融企业面对不断下降的投资回报,会将资本从生产领域抽走,将其转移到金融市场(Krippner, 2005)。总而言之,非金融企业投资于金融市场的客观因素是实体投资利润不断降低和更高的金融利润带来的“利润鸿沟”,对企业的投资决策产生了一定的诱导作用。在这样的背景下,企业出于自身的逐利性动机,则会选择将政策带来的资金投入到了金融市场中,以实现自身利润最大化的目标。综上所述,企业的逐利性以及实体经济利润和金融利润之间的巨大差异是非金融企业在十大产业政策实施以后,虽然企业融资约束得到显著缓解,但并没有将得到的政府补贴、出口退税等资金投入到了实体经济中的重要原因。所以本部分的研究结果清晰地揭示出十大产业政策缓解了产业内企业的融资约束后,企业为追逐资本市场的超额收益而持有更多金融资产的作用机制。

六、产业政策对企业资产金融化影响:异质性检验

本文根据“实体中介”理论,分析得出大型企业和国有企业更容易成为“实体中介”,那么十大产业政策对企业资产金融化的影响是否的确存在异质性呢?本文对此进行了分样本检验,以检验假设 H3,实证检验结果如表 8 所示。

表 8 异质性检验

变量	(1) <i>FIN</i> 小型企业	(2) <i>FIN</i> 大型企业	(3) <i>FIN</i> 非国有企业	(4) <i>FIN</i> 国有企业
<i>Policy</i>	0.0119(0.0103)	0.0159** (0.0076)	0.0121(0.0119)	0.0158*** (0.0034)
常数项	0.4821(0.4104)	0.5479*** (0.1586)	0.6220*** (0.1968)	0.6068*** (0.1808)

续表 8 异质性检验

变量	(1) <i>FIN</i> 小型企业	(2) <i>FIN</i> 大型企业	(3) <i>FIN</i> 非国有企业	(4) <i>FIN</i> 国有企业
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制
控制效应	控制	控制	控制	控制
观测值	5 628	8 998	14 094	9 375
R^2	0.0759	0.0714	0.1172	0.0901
样本数	1 644	1 842	1 421	854

注: 同上表。

1. 大型企业与小企业

本文以企业的总资产作为衡量标准,将大于企业资产规模中位数的上市公司划分为大型企业,小于此中位数的上市公司划分为小型企业。通过分组回归检验十大产业政策对不同规模企业资产金融化水平的影响是否存在差异。检验结果如表 8 中列(1)和列(2)所示,从显著性来看,十大产业政策对小型企业资产金融化的影响并不显著,而对大型企业资产金融化影响的显著性水平为 5%。从数值大小来看,在剔除了小型企业样本以后,十大产业政策对大型企业资产金融化的影响更大,与表 3 中基准回归结果的列(3)相比,由 0.0027 增加到 0.0159。所以总体来看,以上分析结果支持了假设 H3a 即十大产业政策出台后,大型企业的资产金融化水平比小型企业更高。

另外根据“实体中介”理论,由于银行的融资歧视,引起了一些企业参与影子银行活动,因此本部分的实证结果也可以由该理论解释,如前文所述,在十大产业政策中的一百余项具体措施中,提到通过对十大产业内的上市公司提供银行信贷等金融支持,而且在保增长的目标推动下,政府更有动力迫使银行等金融部门给受扶持产业提供信贷支持,而银行等金融部门出于自身利润最大化以及规避风险的目的,自然更倾向于向资产规模较大的企业提供贷款以降低违约风险,因此在十大产业政策出台以后,也会对大型和小型企业带来一定的融资歧视,从而导致大型企业成为影子银行活动中资金的出借方,而小型企业则是资金的需求方,因此,大型企业所持有的金融资产上升,而小型企业的金融负债上升,在本文中即表现为产业政策的实施显著提高了大型企业的资产金融化水平,而对小型企业的资产金融化影响并不显著。

2. 国有和非国有企业

本研究样本中企业属性指标来源于国泰安数据库,该指标根据实际控制人的不同分为中央国有企业、地方国有企业、民营企业、集体企业、外资企业和其他企业,本文将中央国有企业和地方国有企业划分为国有企业,其他统一归为非国有企业,以此为基础将样本进行分组检验,回归结果如表 8 中的列(3)和列(4)所示。对于非国有企业,十大产业政策的影响不仅较小而且也不显著;而对国有企业资产金融化的影响在 1% 的水平下显著为正,且其系数大小均大于表 3 中的回归结果。所以通过分组检验,可以看出在剔除非国有企业以后,十大产业政策对国有企业资产金融化的影响更大,这说明十大产业政策的出台主要是影响了国有企业的资产金融化水平,上述分析结果显著支持了假设 H3b,即十大产业政策出台后,国有企业的资产金融化水平比非国有企业更高。

事实上,国有企业的实际控制人是政府,其管理者由政府任免,因此一方面由于其政企关系的联系紧密性更高,国有企业更容易受到产业政策的扶持,其背后有国家信用作为保证,违约风险也就更小,因此金融部门更倾向于与国有企业合作;另一方面国有企业与非国有企业相比,管理层人员冗余,经营管理水平较低,主营业务的利润不高,另外权责划分不清,监管不到位,主要

负责人存在政治竞争动机而更加注重短期利润,因此在受到产业政策资金扶持以后,更倾向于持有金融资产以获取高于实体经济的利润。而相比之下,非国有企业一方面由于受到的信贷支持力度小,因此没有更多的资本参与金融市场,另一方面,非国有企业的经营管理水平较高,即使由于受到产业政策的资金扶持而缓解了融资约束,其参与金融市场的动力也相对较小,持有金融资产规模也就较小,因而由产业政策引起的资产金融化水平并不显著。

另外相对于小型企业和非国有企业而言,大型企业和国有企业本身的融资约束就比较轻,其更容易获得金融机构的金融支持,因此一方面企业拥有的现金能够满足生产经营活动,企业内部会剩余超过生产经营活动所需要的现金资产;另一方面由于其自身的经营风险很低,所以预防储蓄的动机也就很弱,再加上十大产业政策的实施,对大型和国有企业的金融支持也更多,因而大型企业和国有企业在本身融资约束较轻的条件下,获得了更多的金融支持,那么如果企业持有金融资产的目的是为了预防性储蓄,而不是追逐资本市场的利润,大型和国有企业理论上应该将获得的金融支持进行生产性投资,坚持“留存再收益”的经营模式来扩大生产,将实体经济做大做强,那么此消彼长,其持有的金融资产比重则不会由于十大产业政策的实施而呈现显著上升趋势,但是从表8的回归结果来看,与上述假设结果完全相反,这也证明了我国企业资产金融化的动机并不是预防性储蓄,而是追逐利润,这与前文提到的多位学者(张成思和张步昙,2016;彭俞超等,2018)结论相一致。

七、研究结论与启示建议

2008年经济危机以后,我国经济开始呈现脱实向虚的趋势,从微观角度来看,经济脱实向虚就是企业资产结构中金融资产配置比重不断上升,即非金融企业资产金融化。本文针对十大产业政策的实施对企业资产金融化的影响进行了研究,一方面有助于从政策角度防范和抑制企业金融化进一步发展,也有助于从融资约束的角度厘清产业政策对经济脱实向虚的作用机制,这对扭转我国经济脱实向虚态势,实现经济平稳发展具有现实意义。

(一)研究结论

本文采用双重差分模型,利用沪深两市A股非金融行业上市公司2006-2017年所披露的持有金融资产规模的数据,实证检验了产业政策对企业资产金融化的影响。实证结果表明:

1. 产业政策在促进产业结构调整的同时,也是影响非金融企业资产金融化不可忽视的重要诱因,即产业政策的实施显著提高了非金融企业资产金融化水平。
2. 产业政策对非金融企业资产金融化水平的影响是通过缓解非金融企业的融资约束,为企业资产金融化创造了可能性,进而导致非金融企业资产金融化水平的提高。
3. 产业政策对不同类型企业资产金融化的影响不同,相比于小型和非国有企业,产业政策对大型和国有企业的资产金融化水平影响作用更大且更显著。
4. 产业政策对融资约束的动态缓解作用也导致了产业政策对企业资产金融化的影响具有动态效应,这也表明产业政策对非金融企业资产金融化水平的影响渠道是对融资约束的改变。

(二)启示建议

针对本文的研究结论,提出以下政策建议:

1. 促进产业政策转型,减少政策带来的副作用。虽然十大产业政策的出台是为了刺激需求、提振经济,但是其负面效应则提高了企业金融化水平,导致资金由实体经济流向了虚拟经济,没有起到良好的抑制经济“脱实向虚”的作用。因此,政府部门一方面应积极推动选择性产业政策向功能性产业政策的转型,另一方面在制定产业政策时应将市场经济作为一个有机整体,仔细斟酌产业政策对微观企业的行为影响,深刻全面考虑产业政策实施所带来的连锁反应。

2. 减少税收优惠和金融支持等直接干预政策,完善金融市场资源配置功能。产业政策的实施要想取得良好的效果离不开市场的重要作用。因此,进一步完善金融市场的资源配置功能,加强资本市场建设,完善股权融资和债权融资等多种融资方式,以缓解企业所面临的融资约束,从而减少资本市场的价格泡沫,缩小实体经济收益与虚拟经济收益之间的差异,引导金融市场较好发挥资源配置功能,从而为产业政策的实施提供良好的市场环境,有效降低产业政策的负面作用。

3. 根据企业特征制定差异化政策,对政策实施效果加强监管。本文的研究证明了十大产业政策的实施对不同规模 and 不同所有制企业资产金融化的影响不同。因此,政府部门一方面要针对不同类型企业实施差异化的产业政策,监督并规范非金融企业参与金融市场的行为,防止其过度参与金融市场而加剧实体经济萧条;另一方面在制定相应的产业政策时也要考虑到微观企业参与金融市场的逐利性动机,以防止产业政策实施效果南辕北辙。

参考文献:

- [1]蔡明荣,任世驰. 企业金融化:一项研究综述[J]. 财经科学,2014,(7): 41-51.
- [2]陈林,唐杨柳. 混合所有制改革与国有企业政策性负担——基于早期国企产权改革大数据的实证研究[J]. 经济学家,2014,(11): 13-23.
- [3]戴贇,彭俞超,马思超. 从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J]. 外国经济与管理,2018,(11): 31-43.
- [4]韩乾,洪永淼. 国家产业政策、资产价格与投资者行为[J]. 经济研究,2014,(12): 143-158.
- [5]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.
- [6]黄群慧. 论新时期中国实体经济的发展[J]. 中国工业经济,2017,(9): 5-24.
- [7]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.
- [8]李楠,乔榛. 国有企业改制政策效果的实证分析——基于双重差分模型的估计[J]. 数量经济技术经济研究,2010,(2): 3-21.
- [9]黎文靖,李耀海. 产业政策激励了公司投资吗[J]. 中国工业经济,2014,(5): 122-134.
- [10]李志远,余淼杰. 生产率、信贷约束与企业出口:基于中国企业层面的分析[J]. 经济研究,2013,(6): 85-99.
- [11]马国臣,李鑫,孙静. 中国制造业上市公司投资——现金流高敏感性实证研究[J]. 中国工业经济,2008,(10): 109-118.
- [12]彭俞超,韩珣,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.
- [13]钱雪松,康瑾,唐英伦,等. 产业政策、资本配置效率与企业全要素生产率——基于中国2009年十大产业振兴规划自然实验的经验研究[J]. 中国工业经济,2018,(8): 42-59.
- [14]盛丹,刘灿雷. 外部监管能够改善国企经营绩效与改制成效吗?[J]. 经济研究,2016,(10): 97-111.
- [15]宋凌云,王贤彬. 重点产业政策、资源重置与产业生产率[J]. 管理世界,2013,(12): 63-77.
- [16]孙雪娇,翟淑萍,于苏. 柔性税收征管能否缓解企业融资约束——来自纳税信用评级披露自然实验的证据[J]. 中国工业经济,2019,(3): 81-99.
- [17]王克敏,刘静,李晓溪. 产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J]. 管理世界,2017,(3): 113-124.
- [18]王宜峰,王淑慧,刘雨婷. 股价崩盘风险、融资约束与企业投资[J]. 投资研究,2018,(10): 103-121.
- [19]王永钦,刘紫寒,李嫦,等. 识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据[J]. 管理世界,2015,(12): 24-40.

- [20]谢家智,王文涛,江源. 制造业金融化、政府控制与技术创新[J]. 经济学动态, 2014, (11): 78–88.
- [21]杨兴全,尹兴强,孟庆玺. 谁更趋多元化经营: 产业政策扶持企业抑或非扶持企业?[J]. 经济研究, 2018, (9): 133–150.
- [22]余明桂,范蕊,钟慧洁. 中国产业政策与企业技术创新[J]. 中国工业经济, 2016, (12): 5–22.
- [23]Aghion P, Cai J, Dewatripont M, et al. Industrial policy and competition[J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2015, 7(4): 1–32.
- [24]Almeida H, Campello M, Weisbach M S. The cash flow sensitivity of cash[J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1777–1804.
- [25]Beason R, Weinstein D E. Growth, Economies of scale, and targeting in Japan (1955-1990)[J]. *The Review of Economics and Statistics*, 1996, 78(2): 286–295.
- [26]Crotty J. The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and impatient finance on non-financial corporations in the neoliberal era[J]. *Review of Radical Political Economics*, 2003, 35(3): 271–279.
- [27]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.
- [28]Du J L, Li C, Wang Y Q, et al. A comparative study of shadow banking activities of non-financial firms in transition economies[J]. *China Economic Review*, 2017, 46(S1): S35–S49.
- [29]Hattori M, Shin H S, Takahashi W. A financial system perspective on Japan’s experience in the late 1980s[R]. No. 2009-E-19, 2009.
- [30]Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(1): 169–215.
- [31]Krippner G R. The financialization of the American economy[J]. *Socio-Economic Review*, 2005, 3(2): 173–208.
- [32]Myers S C. The capital structure puzzle[J]. *Journal of Finance*, 1984, 39(3): 574–592.
- [33]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.
- [34]Peters M, Schneider M, Griesshaber T, et al. The impact of technology-push and demand-pull policies on technical change—Does the locus of policies matter?[J]. *Research Policy*, 2012, 41(8): 1296–1308.
- [35]Phillips K. The cycles of financial scandal[N]. *New York Times*, 2002-07-17.
- [36]Shin H S, Zhao L Y. Firms as surrogate intermediaries: Evidence from emerging economies[R]. Asian Development Bank Working Paper, 2013.
- [37]Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms’ hedging policies[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20(4): 391–405.

Industrial Policy and Enterprise Financialization

Bu Xiaoning¹, Zhao Lihua¹, Liu Lei²

(1. School of Finance, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China; 2. School of International Trade and Economics, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Summary: Since the outbreak of the global economic crisis in 2008, the problem of “shifting from real to virtual” in China’s economic development has become increasingly apparent. At the macro level, a large

amount of capital flows into the capital market, which brings about the abnormal prosperity of the capital market, while the development of the real industry is increasingly depressed, and the micro level is characterized by enterprise financialization. In the face of such a situation, the Chinese government has formulated and implemented a series of industrial policy to realize the sound development of economy. It can be seen that industrial policy is the macro-control made by government departments in order to make up for the market failure, and it is an important means to intervene in the economy. However, the final implementation effect of industrial policy has always been the focus of academic debate, and how to optimize the macro-control of government departments is also a hot spot of academic exploration.

In this context, this paper uses the data of A-share non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2006 to 2017 to investigate the impact of industrial policy on the financialization of enterprises, taking China's ten major industrial revitalization plans issued in 2009 as a natural experiment. The empirical results show that: Compared with the control group, the introduction of ten industrial revitalization plans significantly promotes the financial degree of non-financial enterprises. This shows that in order to promote the transformation and upgrading of industrial structure, industrial policy will also drive non-financial enterprises to participate in the financial market and become an important objective factor to intensify the financialization of enterprises. Based on the scale and ownership of enterprises, the results show that: After the introduction of the top ten industrial revitalization plans, the financial degree of large enterprises has been significantly improved, while that of small enterprises has not been significantly improved; similarly, the degree of financial melting of state-owned enterprises has also increased significantly after the introduction of the ten industrial revitalization plans, while non-state-owned enterprises still do not significant. Further research shows that: The introduction of the ten industrial revitalization planning policies has eased the financing constraints of non-financial enterprises in the experimental group. This shows that industrial policy affects the degree of enterprise financialization by changing the financing constraints of non-financial enterprises.

The main contributions of this paper are as follows: Through the empirical study on the implementation effect of the ten major industrial policies, it is found that industrial policy is one of the factors to improve the level of enterprise financialization. Therefore, the conclusions of this paper will help to explain the problem of "shifting from real to virtual" in China's economic development from the perspective of government system, and expand the influencing factors of enterprise financialization, which has practical significance for further preventing and restraining the development of enterprise financialization.

Key words: enterprise financialization; shifting from real to virtual; financial constraints; industrial policy

(责任编辑 石头)