

主业亏损企业更倾向于过度金融化吗?

于连超 董晋亭 毕 茜

内容提要:本文立足主业亏损这一特殊场景,运用沪深A股上市公司2007—2020年的数据,探讨主业亏损企业过度金融化行为的成因、后果与治理。研究结果表明,主业亏损企业存在过度金融化行为。资金来源分析显示,在政府资源和信贷资源获取受限的情况下,主业亏损企业主要通过挤占主业生产投资和获取社会资本资源来过度金融化。影响机制探索显示,主业亏损企业主要通过外部扭亏压力机制和内在扭亏动力机制来过度金融化,表现为在机构投资者和债权人施加的外部扭亏压力与控股股东和高管员工自身的内在扭亏动力下,主业亏损企业更倾向于过度金融化。经济后果检验显示,主业亏损企业过度金融化行为会在短期内提升企业经营绩效,但会加剧股价崩盘风险。治理机制探讨显示,良好的金融环境和治理环境能够抑制主业亏损企业过度金融化行为。本文在理论上深化了企业过度金融化行为的认知,在实践上对于政府部门优化政策设计、投资主体控制投资风险、实体企业实现长远发展均具有重要的参考价值。

关键词:金融化 过度金融化 亏损 金融环境 治理环境

中图分类号:F275.1;F832.5

文献标识码:A

文章编号:1000-7636(2022)11-0032-22

一、问题提出

有学者指出,中国经济金融化趋势明显,出现了“脱实向虚”现象^[1]。一方面,随着市场需求低迷、产能过剩等问题的出现,导致实体企业投资实业的积极性下降;另一方面,长期以来,金融保险行业、房地产行业保持着超额的投资报酬率,吸引实体企业进行更多的金融资产管理。倘若这种金融化趋势得不到有效抑制,虚拟经济会过度膨胀,加剧资金空转的矛盾,影响实体经济运行^[2]。为此,党的十九大报告明确提出“建设现代化经济体系,必须把发展经济的着力点放在实体经济上”“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力”。

经济金融化与实体经济之间的关系,与经济金融化程度密切相关。从微观企业视角出发,根据企业

收稿日期:2022-04-10;修回日期:2022-09-25

基金项目:国家社会科学基金重点项目“企业集团债务资本野蛮生长的识别机制与有效监管研究”(22AGL011);教育部人文社会科学青年基金项目“现金股利承诺与投资者行为视角下强制性分红监管体制设计研究”(19YJC630013);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“环境信用评价对企业环保投资的驱动机制研究”(22lzujbkydx027)

作者简介:于连超 兰州大学管理学院讲师,兰州,730000;

董晋亭 重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,重庆,400044;

毕 茜 西南大学经济管理学院教授,重庆,400715。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

金融化与企业资源禀赋、行业发展状况等因素的匹配性,可以将企业金融化区分为低度金融化、适度金融化和过度金融化。对于低度金融化来说,企业既可能没有闲置资金来投资金融资产,也可能拥有闲置资金而未投资金融资产,但是这两种情况均不会对企业主业发展造成严重的不利影响。为了应对短期资金需求,企业需要持有一定的金融资产,提高资金利用效率,降低流动性风险^[3]。从这个意义上说,适度金融化能够“反哺”主业,促进企业主业发展。对于过度金融化来说,一方面,企业过度金融化需要占用主业发展资金,可能会挤出固定资产投资、研究开发投资等主业投资,削弱企业主业发展动力;另一方面,企业过度投资不擅长的金融、房地产领域,可能会提高企业风险。因此,有必要将研究中的重点由企业金融化转移到企业过度金融化上来,以期抑制企业过度金融化提供更多的理论证据。

企业为何会过度金融化?关于企业金融化的经验证据表明,资源丰富的企业更倾向于金融化,表现为业绩较好的企业金融化水平较高^[4]、融资约束较低的企业金融化水平较高^[5-7]等,理由在于业绩较好、融资约束较低的企业更有能力进行金融资产投资。但是,对于企业过度金融化来说,这一解释可能并不适用。与资源丰富的企业相比,资源贫瘠的企业更倾向于过度金融化。理由在于:其一,资源丰富的企业往往主业竞争力较强,占有较高的市场份额,有能力进行更多的金融资产投资,因而虽然资源丰富的企业投资金融资产的总量较高,但是并不会造成过度金融化,超出自身承受能力;其二,资源贫瘠的企业往往主业缺乏核心竞争力,更容易出现短视行为,投资过量的金融资产来进行投机套利,因而资源贫瘠的企业更容易出现过度金融化。本文选取主业亏损这一特定场景,探讨主业亏损企业是否倾向于过度金融化,以及其成因、后果与治理,以期深化企业过度金融化行为的理论认知。

本文将论证,与非主业亏损企业相比,主业亏损企业的过度金融化水平更高,主业亏损企业存在过度金融化行为。资金来源分析将显示,在政府资源和信贷资源获取受限的情况下,主业亏损企业主要通过挤占主业生产投资和获取社会资本资源来过度金融化。影响机制探索将显示,主业亏损企业主要通过外部扭亏压力机制和内在扭亏动力机制来过度金融化,表现为在机构投资者和债权人施加的外部扭亏压力与控股股东和高管员工自身的内在扭亏动力下,主业亏损企业更倾向于过度金融化。经济后果检验将显示,主业亏损企业过度金融化行为会加剧股价崩盘风险,提升企业经营业绩,但这一提升作用仅在短期有效。治理机制探讨将显示,当金融环境较好、治理环境较好时,主业亏损企业过度金融化行为会减弱,良好的金融环境和治理环境能够抑制主业亏损企业过度金融化行为。

本文的研究贡献在于:第一,现有文献侧重探讨企业金融化行为的成因、后果与治理,对不同程度企业金融化行为的探讨不足。与低度金融化、适度金融化相比,企业过度金融化行为可能才是实体经济“脱实向虚”的真正诱因。为此,本文选取主业亏损这一特殊场景,探讨主业亏损企业过度金融化行为的成因、后果与治理,拓展了企业金融化行为的研究视角。第二,现有文献普遍认为,资源丰富的企业更倾向于金融化,但这一结论并不适用于企业过度金融化行为。与资源丰富的企业相比,资源贫瘠的企业可能会倾向于过度金融化来追求超额的投资报酬率。本文认为,面对主业亏损带来的外部压力和内在动力,主业亏损企业更倾向于减少主业生产投资和获取社会资本资源来过度金融化,揭示了企业过度金融化行为的动因。第三,现有文献尚未系统探讨企业过度金融化行为的后果。本文从风险和收益两个方面揭示主业亏损企业过度金融化行为的长短期后果,发现短期来看,主业亏损企业过度金融化行为会加剧股价崩盘风险和提高企业经营业绩,但是长期来看,主业亏损企业过度金融化行为在加剧股价崩盘风险的同时,并不会明显提升经营业绩,揭示了企业过度金融化行为的经济后果。第四,现有研究对企业过度金融化的治理机制探讨有限。本文从外部金融环境和内部治理环境两个方面探究主业亏损企业过度金融化行为的治理机制,发现良好的

金融环境和治理环境能够抑制主业亏损企业过度金融化行为,揭示了企业过度金融化行为的治理机制。

二、文献综述、理论分析与研究假设

(一) 文献综述

现有文献对企业金融化的动机、经济后果及治理机制进行了有益的探讨。首先,在动机方面,有学者认为企业金融化主要出于预防性储蓄动机与投机套利动机^[8]。其中,预防性储蓄动机是指实体企业持有金融资产的目的是满足日常经营需求和应对流动性风险,投机套利动机是指实体企业持有金融资产的目的是获得超额的投资报酬率。其次,在经济后果方面,学者们持有两种相反的观点。一种观点是,企业金融化能够改善企业财务状况,提高企业融资能力,缓解企业财务困境,支持企业主业发展,表现为“蓄水池效应”^[9-12]。另一种观点是,企业金融化会挤出企业主业投资,不利于企业塑造核心竞争力,实现长远发展,表现为“挤出效应”^[13-15]。在理论层面,“蓄水池效应”和“挤出效应”均存在。但是,在实践层面,当前中国企业金融化主要表现为“挤出效应”,不仅会抑制企业技术创新^[14],还会加剧股价崩盘风险^[16],最终损害企业主营业务^[13]。最后,在治理机制方面,学者们关注了减税降费^[17-18]、利率市场化改革^[19]、政府审计制度^[20]、营商环境^[21]、绿色信贷政策^[22]、社会信任制度^[23]等机制,也关注了多个大股东^[24]、党组织治理^[25]、供应链治理^[26]等机制。

在企业金融化的基础上,学者们对企业过度金融化展开了研究。其中动因研究关注了宏观政策^[27-28],经济后果研究关注了研发投入^[29],治理机制研究关注了数字经济^[30]。可见,企业过度金融化研究还处于初步阶段。在已有研究中,对于企业过度金融化与企业金融化的理论解释存在明显的差异,表现为以下三个方面:其一,在动机方面,企业金融化存在预防性储蓄与投机套利两个方面的动机,而企业过度金融化以投机套利动机为主,因而在分析企业过度金融化问题时,应注重投机套利动机;其二,在经济后果方面,已有研究关于企业金融化与企业主业发展的关系存在明显的争议,这与企业金融化程度密切相关,而企业过度金融化的研究侧重关注程度较高的金融化,因而关注企业过度金融化的经济后果能够明晰企业金融化与企业主业发展之间关系的争论;其三,在治理机制方面,企业金融化的治理机制研究主要关注如何降低配置水平,而企业过度金融化的治理机制的研究侧重关注如何回归最优配置。因而,有必要深化企业过度金融化行为的成因、后果与治理研究。

(二) 理论分析与研究假设

实体企业金融化的动机主要包括预防性储蓄动机与投机套利动机两个方面^[8]。一方面,与固定资产相比,金融资产的变现能力更强,因而企业持有金融资产能够应对日常生产经营中的流动性风险^[10,12],例如经济不确定带来的经营风险^[3],主业投资的资金需求^[11]等。另一方面,与固定资产相比,金融资产的投资收益往往更高,因而企业持有金融资产能够获得超额的投资报酬率^[13]。同时,固定资产的投资回收期较长,而金融资产的投资回收期较短,能够在一定程度上促使企业金融化来投机套利。以预防性储蓄动机为主导的实体企业金融化有助于企业主业发展,但以投资套利动机为主导的实体企业金融化会损害企业主业发展。现有研究发现,实体企业金融化主要表现为投机套利动机,挤出企业主业投资^[14-15,31],降低企业主营业务^[13]。然而,与非主业亏损企业相比,主业亏损企业不仅面临着较大的外部扭亏压力,而且存在着较大的内在扭亏动力,更倾向于过度金融化来进行投机套利。

第一,主业亏损企业扭亏的外部压力。主业亏损企业扭亏的外部压力主要源于监管层、投资者、债权人和供应链。首先,根据 2020 年 12 月修订的《上海证券交易所股票上市规则》,上市公司最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币 1 亿元,将对其股票实施退市风险警示;上市公司最近连续两个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币 1 亿元,将终止其股票上市。可见,当连续亏损时,企业面临着退市压力,这种压力会促使企业努力扭亏为盈。其次,企业亏损往往会导致股价直线下跌,投资者的股权价值严重缩水,引起投资者抛售公司股票。为了增强投资者的信心,吸引投资者的资源,主业亏损企业有强烈的扭亏动机^[32]。再次,企业亏损会加剧债权人的担忧,债权人往往会催促主业亏损企业提前还款以保全债务本金。面对债权人的债务压力,主业亏损企业有动力在较短时间内实现扭亏为盈,降低还款压力和融资成本。最后,企业亏损会提高供应链压力,尤其是供应商压力。为了确保能够获得货款,供应商往往采取更加苛刻的付款条件,例如先付款后发货等,增大了主业亏损企业供应链压力。为了缓解供应链压力,主业亏损企业有动力扭亏为盈。

第二,主业亏损企业扭亏的内在动力。主业亏损企业扭亏的内在动力主要源于控股股东、高管和核心员工。首先,控股股东享有上市公司的控制权,利用控制权能够获得私有收益^[33-34]。但是,当企业亏损时,控股股东的私有收益获取受到限制。在控股股东主导的董事会中,主业亏损企业有动力扭亏为盈,以便控股股东持续地获得私有收益。其次,主业亏损企业的高管面临着责任压力和薪酬压力。一方面,高管是企业亏损的主要责任人,股东和投资者均会对高管问责,督促其勤勉尽职,促使企业扭亏为盈。另一方面,高管薪酬可能由于企业亏损而降低,表现为年终奖等货币性薪酬和公司股权等非货币性薪酬下降。在责任压力和薪酬压力的双重作用下,主业亏损企业的高管有动力扭亏为盈。最后,核心员工是企业生产经营的关键人物,面临着执行压力和薪酬压力。核心员工负责执行董事会的扭亏决策,而且其薪酬与公司业绩密切挂钩。在执行压力和薪酬压力的双重作用下,主业亏损企业的核心员工有动机扭亏为盈。

在外部压力和内在动力的双重作用下,主业亏损企业更倾向于过度金融化。一方面,与主业资产投资相比,金融资产投资更能在短期内提高企业业绩表现,助力企业实现扭亏为盈。诸如固定资产、无形资产等主业资产投资,其实现利润需要经过原材料采购、机器加工、包装销售等环节,一个环节出现问题均会导致主业资产投资的利润转化率下降,因此主业资产投资难以在短期内促使企业扭亏为盈。与主业资产投资相比,金融资产投资的周期较短、收益率较高,更能在短期内提高企业业绩表现^[35-36],促使企业利润由负转正。另一方面,与低度金融化、适度金融化相比,过度金融化才能有效地提高企业业绩表现,助力企业实现扭亏为盈。低度金融化和适度金融化主要以预防性储蓄动机为主,其投资水平和投资盈利性有限,对主业亏损企业扭亏为盈来说是杯水车薪。然而,过度金融化主要以投机套利为主,其投资水平和投资盈利性较高,能够在短期内提高企业利润,促使企业利润由负转正。因此,提出以下假设:

假设 H1:主业亏损企业更倾向于过度金融化。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2007—2020 年沪深 A 股上市公司为研究对象。考虑到 2007 年《企业会计准则》开始实施,导致会计数据的纵向可比性下降,因而本文将 2007 年作为样本选择起始年份。进一步地,本文剔除金融保险

行业、房地产行业、*ST、ST 等特殊处理、数据缺失的样本。在此基础上,本文通过构建企业金融资产投资模型,得到企业预期金融资产投资。当实际金融资产投资大于预期金融资产投资时,认定企业存在过度金融化行为。最终,本文共计获得 14 016 个过度金融化的观测值。研究数据均来源于国泰安数据库。本文对连续变量进行上下 1% 的缩尾处理,并使用软件 Stata 16.0 进行数据处理与分析。

(二) 实证模型与变量说明

为了检验主业亏损企业是否更倾向于过度金融化,本文构建模型(1):

$$OverFin_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Loss_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + Year + Industry + Province + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 为企业, t 为年份, $OverFin$ 为企业过度金融化, $Loss$ 为主业亏损, $Controls$ 为控制变量, $Year$ 为年份效应, $Industry$ 为行业效应, $Province$ 为省份效应。

(1) 企业过度金融化。参考理查森(Richardson,2006)^[37]、陈运森和谢德仁(2011)^[38]、代昀昊和孔东民(2017)^[39]、潘越等(2020)^[40]关于企业主业投资的测算方法,本文构建企业金融资产投资模型(2),得到各个变量的估计系数,估计企业预期的金融资产投资水平,将其正残差占总资产的比例作为企业过度金融化的代理指标。当该比例越大时,表明企业过度金融化程度越高。

模型(2)的表达式为:

$$FinInvest_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 TQ_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 ListAge_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t-1} + \beta_7 FinInvest_{i,t-1} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $FinInvest$ 为企业金融资产投资,参考杜勇等(2017)^[13]、彭俞超等(2018)^[16]的研究方法,企业金融资产投资包括交易性金融资产、其他债权投资、持有至到期投资、衍生金融资产、发放贷款及垫款和投资性房地产。 TQ 为企业成长机会,使用流通股市场价值、非流通股账面价值、负债账面价值之和占资产账面价值的比重衡量。 Lev 为资产负债率,使用总负债占总资产的比重衡量。 $Cash$ 为企业现金持有量,使用货币资金占总资产的比重衡量。 $ListAge$ 为企业上市年龄,使用当年年份与上市年份差值的自然对数衡量。 $Size$ 为企业规模,使用总资产的自然对数衡量。 Ret 为企业股票回报率,使用股票二级市场的年平均回报率衡量。

(2) 主业亏损。本文使用企业主业经营是否发生亏损的虚拟变量来识别主业亏损,即当企业当年主业净利润为负时,取 1,否则取 0。其中,主业净利润 = 主业利润总额 - 所得税费用,主业利润总额是指利润总额扣除金融资产投资收益的余额。

(3) 控制变量。参考刘伟和曹瑜强(2018)^[35]、杜勇等(2019)^[5]、顾雷雷等(2020)^[6]构建的实证模型,本文控制如下变量:企业规模($Size$)、资产负债率(Lev)、资产收益率(Roa)、企业年龄(Age)、产权性质(Soe)、董事会规模(Dir)、监事会规模(Sup)、独立董事比例($Inddir$)、两职合一($Dual$)、第一大股东持股($Large$),以及年份效应($Year$)、行业效应($Industry$)和省份效应($Province$)。

相关变量说明见表 1。

表 1 主要变量说明

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	企业过度金融化	$OverFin$	过度金融资产投资金额占总资产的比重
解释变量	主业亏损	$Loss$	当企业当年主业净利润为负时取 1,否则取 0

表 1(续)

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债占总资产的比例
	资产收益率	<i>Roa</i>	净利润占总资产的比重
	企业年龄	<i>Age</i>	当年年份与成立年份之间差值的自然对数
	产权性质	<i>Soe</i>	当企业为国有控股时取 1, 否则取 0
	董事会规模	<i>Dir</i>	董事会人数的自然对数
	监事会规模	<i>Sup</i>	监事会人数的自然对数
	独立董事比例	<i>Inddir</i>	独立董事人数占董事会人数的比例
	两职合一	<i>Dual</i>	当董事长和总经理为同一人时取 1, 否则取 0
	第一大股东持股	<i>Large</i>	第一大股东持股数量占公司股数总额的比例
	年份效应	<i>Year</i>	年份虚拟变量
	行业效应	<i>Industry</i>	行业虚拟变量
	省份效应	<i>Province</i>	省份虚拟变量

(三) 统计描述

表 2 报告了描述性统计结果。企业过度金融化(*OverFin*) 的平均值为 0. 099 0, 中位数为 0. 048 0, 最小值为 0. 000 4, 最大值为 0. 820 5, 可见企业过度金融化存在两极分化的倾向, 平均来说, 企业过度金融化水平为 9. 90%。主业亏损(*Loss*) 的平均值为 0. 116 2, 可见主业亏损样本约占总样本的 11. 62%。控制变量的描述性统计均在合理范围内, 本文不再赘述。

表 2 描述性统计结果

变量	样本量	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差
<i>OverFin</i>	14 016	0. 099 0	0. 048 0	0. 000 4	0. 820 5	0. 139 5
<i>Loss</i>	14 016	0. 116 2	0. 000 0	0. 000 0	1. 000 0	0. 320 5
<i>Size</i>	14 016	21. 829 5	21. 702 9	19. 191 0	25. 891 7	1. 183 3
<i>Lev</i>	14 016	0. 416 7	0. 405 6	0. 049 5	1. 053 7	0. 204 8
<i>Roa</i>	14 016	0. 033 2	0. 035 4	-0. 360 0	0. 213 1	0. 071 4
<i>Age</i>	14 016	2. 755 3	2. 833 2	1. 098 6	3. 434 0	0. 382 8
<i>Soe</i>	14 016	0. 440 2	0. 000 0	0. 000 0	1. 000 0	0. 496 4
<i>Dir</i>	14 016	2. 144 9	2. 197 2	1. 609 4	2. 708 1	0. 198 4
<i>Sup</i>	14 016	1. 253 8	1. 098 6	0. 000 0	2. 564 9	0. 265 2
<i>Inddir</i>	14 016	0. 371 6	0. 333 3	0. 307 7	0. 571 4	0. 052 3
<i>Dual</i>	34 209	0. 235 9	0. 000 0	0. 000 0	1. 000 0	0. 424 6
<i>Large</i>	34 209	0. 338 4	0. 316 4	0. 087 2	0. 748 6	0. 145 3

进一步地, 本文分地区、行业、年份分别计算企业过度金融化均值, 并将其分为八个区间, 旨在观测企业过度金融化行为的分布特征, 如表 3 所示。从地区分布来看, 企业过度金融化行为最为严重的地区为海南、上海、吉林、陕西、西藏, 最为轻微的地区为山西、贵州。从行业分布来看, 企业过度金融化行为最为严重的行业为住宿和餐饮业, 卫生和社会工作, 文化、体育和娱乐业综合, 租赁和商务服务业, 其他制造业, 信息传

输、软件和信息技术服务业,批发和零售业;最为轻微的行业为建筑业。从年份分布来看,企业过度金融化行为最为严重的年份为 2007 年、2008 年、2009 年,最为轻微的年份为 2016 年、2017 年。

表 3 企业过度金融化行为的分布情况

区间	地区	行业	年份
0.12 以上	海南、上海、吉林、陕西、西藏	住宿和餐饮业,卫生和社会工作,文化、体育和娱乐业综合,租赁和商务服务业,其他制造业,信息传输、软件和信息技术服务业,批发和零售业	2007 年、2008 年、2009 年
0.11 ~0.12	四川、广西、湖南、甘肃	农、林、牧、渔业,教育业	2010 年、2011 年、2019 年
0.10 ~0.11	云南、广东、新疆、河北、福建、重庆、青海、黑龙江	电力、热力、燃气及水生产和供应业	
0.09 ~0.10	浙江、辽宁	科学研究和技术服务业,水利、环境和公共设施管理业,居民服务、修理和其他服务业	2012 年、2013 年
0.08 ~0.09	内蒙古、北京、安徽、山东、江苏、湖北	纸张和印刷,石油化工业、医药和生物制品业,交通运输、仓储和邮政业	2018 年
0.07 ~0.08	天津、宁夏、江西		
0.06 ~0.07	河南	采矿业,机械、金属、非金属和电子制造业	2014 年、2015 年
0.06 以下	山西、贵州	建筑业	2016 年、2017 年

(四)变化趋势

在实证检验主业亏损企业的过度金融化行为之前,本文分年份计算主业亏损均值(*LossMean*)、过度金融化均值(*OverFinMean*),旨在观测主业亏损与过度金融化之间的变化趋势,结果如图 1 所示。2007 年至 2020 年,主业亏损与过度金融化表现出相同的变动趋势,换言之,随着主业亏损企业占比的提高(或降低),企业过度金融化水平也随之提升(或降低)。其中,2008 年主业亏损企业占比和过度金融化水平到达顶部;2016 年和 2017 年主业亏损企业占比和过度金融化水平到达底部。以上结论为主业亏损企业的过度金融化行为提供了宏观层面上的证据支撑。

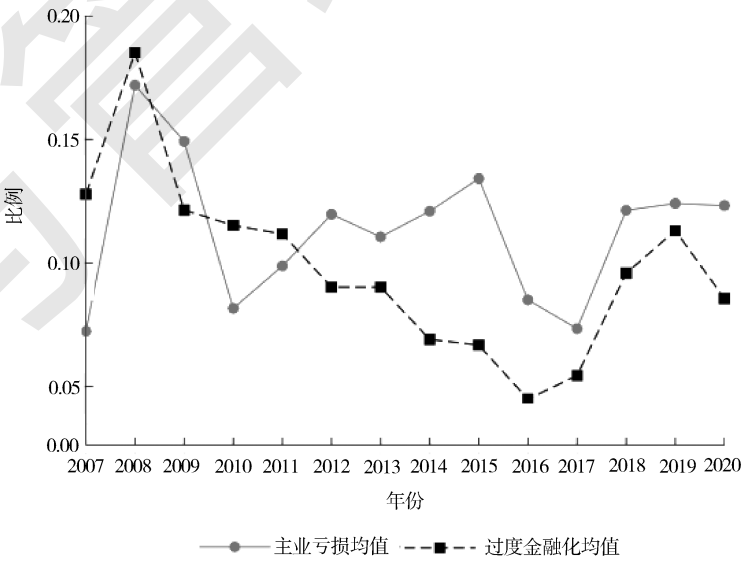


图 1 主业亏损企业过度金融化的变化趋势

四、实证分析

(一)单变量检验

表 4 报告了单变量检验结果。主业亏损组的企业过度金融化平均值比非主业亏损组高 0.051 1,且在 1% 的水平上显著;主业亏损组的企业过度金融化中位数比非主业亏损组高 0.020 1,且在 1% 的水平上显

著。可见,无论是平均值还是中位数,主业亏损组的企业过度金融化水平都明显高于非主业亏损组的企业。

表 4 单变量检验结果

统计量	主业亏损组	非主业亏损组	差异	统计量	P 值
平均值	0.144 2	0.093 1	0.051 1 ***	14.002 0	0.000 0
中位数	0.065 7	0.045 6	0.020 1 ***	51.768 1	0.000 0

注:*** 代表在 1% 的水平上显著;平均值差异性检验方法为 t 检验,统计量为 t 值;中位数差异性检验方法为非参数中位数差异检验(nonparametric equality-of-medians test),统计量为皮尔逊卡方(Pearson χ^2)值。

(二)多元回归分析

表 5 报告了主业亏损企业过度金融化的基准回归结果。列(1)显示,在不控制现有变量的情况下, $Loss$ 的估计系数为 0.046 2,通过显著性检验;列(2)显示,在控制现有变量的情况下, $Loss$ 的回归系数为 0.012 2,在统计上显著。结果表明,当处于主业亏损状态时,企业过度金融化水平更高,换言之,主业亏损企业更倾向于过度金融化。进一步分析经济意义发现,当 $Loss$ 增加一个标准差时, $OverFin$ 增加 0.39 百分点($0.012\ 2 \times 0.320\ 5$),相当于样本均值的 3.95%($0.012\ 2 \times 0.320\ 5 \div 0.099\ 0$)。可见,在外部压力和内在动力的双重作用下,主业亏损企业更倾向于过度金融化。

(三)稳健性检验

为了提高研究结论的可靠性,本文进行如下的稳健性检验:

(1)倾向得分匹配法。主业亏损企业与非主业亏损企业可能存在系统性差异,进而影响实证结果的稳健性。为此,本文使用倾向得分匹配法,分别进行一比一和一比二的最近邻匹配,结果分别见表 6 的列(1)和列(2)。结果显示,在这两种匹配情况下, $Loss$ 的回归系数分别为 0.012 5、0.014 6,均通过显著性检验,可见主业亏损企业更倾向于过度金融化这一结论稳健,不受样本选取偏差带来的影响。

(2)赫克曼(Heckman)两步法。企业主业亏损可能是盈余管理(“洗大澡”)的结果,而企业金融化是盈余管理的重要方式,因而本文可能存

表 5 基准回归结果

变量	(1)	(2)
$Loss$	0.046 2 *** (10.083 2)	0.012 2 *** (2.734 1)
$Size$		-0.064 4 *** (-40.670 0)
Lev		-0.060 0 *** (-8.139 9)
Roa		-0.110 0 *** (-4.349 0)
Age		0.045 3 *** (15.396 7)
Soe		0.001 0 (0.394 6)
Dir		-0.013 0 ** (-2.086 2)
Sup		0.004 6 (1.168 4)
$Inddir$		0.065 3 *** (3.133 4)
$Dual$		0.001 3 (0.533 5)
$Large$		0.006 8 (1.029 8)
常数项	0.112 4 *** (8.376 2)	1.402 4 *** (40.727 2)
年份效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
省份效应	控制	控制
观测数	14 016	14 016
$\overline{R^2}$	0.1422	0.4196

注:*, **, *** 分别代表在 10%、5%、1% 的水平上显著;括号内为稳健标准误差计算的 t 值。后表同。

在自选择问题。为此,本文使用赫克曼两步法分析:第一步,将主业亏损作为被解释变量,引入现有控制变量,进行多元回归,计算逆米尔斯比率(*IMR*);第二步,将 *IMR* 引入模型(1),观察 *Loss* 系数的显著性变化,结果见表 6 的列(3)。结果显示,控制 *IMR* 后,*Loss* 的回归系数为 0.008 9,通过显著性检验,可见本文研究结论不受自选择问题的影响。

(3)滞后一期模型。为了进一步缓解潜在的内生性问题,本文使用滞后一期模型,将主业亏损变量滞后一期(*L. Loss*),结果见表 6 的列(4)。结果显示,*L. Loss* 的回归系数为 0.019 7,通过显著性检验,可见在使用滞后一期模型后,本文研究结论依然成立。

(4)联立方程模型。主业亏损与过度金融化之间可能存在双向因果关系,从而导致实证结果存在偏差。为此,本文使用联立方程模型,构建联立方程组(3),设置以下变量:*OverFinMean* 为企业过度金融化的行业均值(剔除企业自身的影响),为外生变量;*LossMean* 为主业亏损的行业均值(剔除企业自身的影响),为外生变量,结果见表 6 的列(5)和列(6)。列(5)显示,*Loss* 的回归系数为 0.123 5,通过显著性检验,可见主业亏损企业更倾向于过度金融化;列(6)显示,*OverFin* 的回归系数为 -0.422 3,未通过显著性检验,可见过度金融化对企业主业亏损的影响并不显著,可见本文不存在严重的双向因果导致的内生性问题,研究结论稳健。

$$\begin{cases} OverFin_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Loss_{i,t} + \beta_2 OverFinMean_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + Year + Industry + Province + \varepsilon_{i,t} \\ Loss_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 OverFin_{i,t} + \beta_2 LossMean_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + Year + Industry + Province + \varepsilon_{i,t} \end{cases} \quad (3)$$

(5)安慰剂检验。为了排除其他干扰因素对实证结果的影响,本文使用安慰剂检验,随机分配主业亏损企业与非主业亏损企业,重新进行回归分析,重复 500 次,观察 *Loss* 的 *t* 值分布和显著性情况。结果(限于篇幅未详细列示)显示,*Loss* 的 *t* 值的平均值为 0.008 7,中位数为 0.028 7,在 10% 水平上通过显著性检验的次数为 52,占比为 10.4%,侧面印证了企业过度金融化行为是由主业亏损带来的,排除了其他因素的干扰。

表 6 稳健性检验的回归结果(一)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Loss</i>	0.012 5 *	0.014 6 **	0.008 9 **		0.123 5 ***	
	(1.902 6)	(2.534 5)	(1.984 7)		(3.008 8)	
<i>IMR</i>			0.376 2 ***			
			(6.387 3)			
<i>L. Loss</i>				0.019 7 ***		
				(4.841 3)		
<i>OverFinMean</i>					0.284 7 ***	
					(5.619 9)	
<i>OverFin</i>						-0.422 3
						(-0.807 2)
<i>LossMean</i>						0.852 6 ***
						(7.824 0)
<i>Size</i>	-0.090 6 ***	-0.085 9 ***	-0.132 3 ***	-0.064 3 ***	-0.058 8 ***	-0.087 5 **
	(-36.167 8)	(-41.095 1)	(-11.959 0)	(-40.520 6)	(-22.269 2)	(-2.493 3)

表 6(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Lev</i>	-0.066 2 *** (- 5.473 8)	-0.053 9 *** (- 5.114 1)	0.659 6 *** (5.688 4)	-0.061 5 *** (- 8.399 7)	-0.096 3 *** (- 4.650 5)	0.463 4 *** (18.789 8)
<i>Roa</i>	-0.072 2 ** (- 2.320 0)	-0.052 5 * (- 1.813 9)	-0.099 8 *** (- 4.086 9)	-0.127 1 *** (- 6.230 1)	— —	— —
<i>Age</i>	0.069 7 *** (8.039 4)	0.069 1 *** (9.697 5)	0.073 6 *** (13.837 4)	0.043 8 *** (14.917 5)	0.044 5 *** (14.736 2)	0.020 4 (0.819 0)
<i>Soe</i>	-0.000 8 (- 0.139 8)	-0.000 1 (- 0.024 9)	0.002 3 (0.926 7)	0.001 1 (0.457 0)	-0.001 0 (- 0.381 7)	0.022 2 *** (3.262 5)
<i>Dir</i>	-0.005 7 (- 0.366 0)	-0.008 2 (- 0.643 9)	-0.061 9 *** (- 6.479 0)	-0.011 7 * (- 1.906 9)	-0.012 4 ** (- 2.035 3)	-0.012 4 (- 0.676 8)
<i>Sup</i>	-0.008 2 (- 0.815 0)	-0.012 0 (- 1.418 6)	0.025 4 *** (4.963 3)	0.004 4 (1.131 3)	0.006 2 (1.514 2)	-0.009 3 (- 0.806 2)
<i>Inddir</i>	0.078 5 (1.487 7)	0.090 5 ** (2.018 1)	0.201 8 *** (6.647 9)	0.055 3 *** (2.666 8)	0.054 6 ** (2.522 8)	0.137 4 ** (1.966 8)
<i>Dual</i>	0.006 6 (1.099 2)	0.006 6 (1.315 4)	-0.015 2 *** (- 4.254 4)	0.001 1 (0.457 6)	-0.000 0 (- 0.004 3)	0.010 0 (1.527 4)
<i>Large</i>	0.023 7 (1.193 3)	0.010 6 (0.646 1)	-0.283 8 *** (- 6.193 4)	0.006 8 (1.027 8)	0.019 6 ** (2.152 5)	-0.132 8 *** (- 6.753 9)
常数项	1.818 3 *** (26.578 3)	1.738 6 *** (30.322 4)	1.881 9 *** (21.718 5)	1.382 6 *** (41.246 4)	1.244 3 *** (21.126 4)	1.692 5 ** (2.256 0)
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	2 839	3 813	14 016	13 638	14 016	14 016
$\overline{R^2}$	0.512 4	0.499 3	0.425 7	0.428 7	0.109 9	0.306 9

(6)增强可比性。为了提高企业过度金融化指标的横向可比性,本文分别使用企业过度金融资产投资占比除以行业均值或省份均值(*OverFin_indu*、*OverFin_prov*)作为企业过度金融化的代理指标,结果见表7的列(1)和列(2)。结果显示,*Loss*对*OverFin_indu*、*OverFin_prov*的回归系数分别为0.1013、0.1085,均通过显著性检验,可见本文研究结论不受企业过度金融化指标衡量过程中的行业固有因素和省份固有因素影响。

(7)改变衡量方法。正文中参考已有研究^[37]来构建企业金融投资模型,据此测度企业过度金融化。为此,本文参考已有研究^[41],选取销售增长率作为核心变量,构建企业金融投资模型,重新测度企业过度金融化,结果见表7的列(3)。结果显示,改变衡量方法后,*Loss*的回归系数为0.0105,通过显著性检验,可见在

不同的企业金融投资模型设定下,本文研究结论依然成立。

(8)考虑亏损程度。上文中侧重探讨企业是否存在主业亏损与过度金融化之间的关系,没有考虑亏损程度的影响。为此,本文构建主业亏损程度指标(*LossDegree*),其数值等于主业亏损金额除以资产总额,并取绝对值转换为正指标,探究主业亏损企业内部的亏损程度影响,结果见表 7 的列(4)。结果显示,*LossDegree* 的回归系数为 0.129 0,通过显著性检验,表明当主业亏损程度越高时,企业过度金融化行为越明显,验证了本文研究结论。

(9)考虑是否过度金融化。上文中仅探究了主业亏损对企业过度金融化行为的影响,可能存在样本选择问题。为此,本文补充检验主业亏损对企业是否过度金融化的影响,构建是否过度金融化变量(*OverFin_if*),含义如下:当模型(2)的残差大于 0 时取 1,否则取 0,结果见表 7 的列(5)。结果显示,*Loss* 对企业是否过度金融化(*OverFin_if*)的回归系数为 0.029 8,通过显著性检验,表明主业亏损提高了企业过度金融化的概率,进一步印证了本文研究结论不受样本选择问题的影响。

(10)剔除资产负债率大于 1 的样本。资产负债率大于 1,可能对本文实证结果造成不利影响。为此,本文剔除资产负债率大于 1 的样本,重新进行多元回归,结果见表 7 的列(6)。结果显示,*Loss* 的回归系数为 0.013 9,通过显著性检验,可见本文研究结论不受资产负债率大于 1 的样本影响。

表 7 稳健性检验的回归结果(二)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Loss</i>	0.101 3 ** (2.252 4)	0.108 5 ** (2.377 1)	0.010 5 ** (2.343 6)		0.029 8 *** (2.764 5)	0.013 9 *** (3.147 4)
<i>LossDegree</i>				0.129 0 *** (3.378 9)		
<i>Size</i>	-0.627 6 *** (-35.890 1)	-0.654 4 *** (-38.084 2)	-0.059 2 *** (-36.322 4)	-0.106 3 *** (-19.697 7)	-0.030 8 *** (-12.570 5)	-0.062 4 *** (-39.909 7)
<i>Lev</i>	-0.660 7 *** (-8.583 8)	-0.647 7 *** (-7.974 8)	-0.053 5 *** (-7.153 5)	-0.055 0 *** (-2.959 0)	-0.192 2 *** (-13.611 8)	-0.070 4 *** (-9.926 7)
<i>Roa</i>	-1.107 3 *** (-4.249 5)	-1.182 6 *** (-4.258 0)	-0.069 9 *** (-2.769 5)	—	-0.343 5 *** (-6.904 4)	-0.094 3 *** (-3.857 8)
<i>Age</i>	0.455 9 *** (14.577 6)	0.441 7 *** (14.846 5)	0.041 2 *** (14.263 7)	0.066 3 *** (5.777 9)	0.121 3 *** (17.886 1)	0.044 4 *** (15.170 2)
<i>Soe</i>	0.019 6 (0.788 8)	0.022 8 (0.889 8)	0.003 6 (1.457 0)	0.008 9 (1.019 0)	0.099 3 *** (15.763 9)	0.002 5 (1.021 6)
<i>Dir</i>	-0.067 2 (-1.083 5)	-0.123 4 * (-1.949 7)	-0.017 8 *** (-2.728 1)	0.017 3 (0.811 7)	-0.025 6 (-1.640 7)	-0.013 6 ** (-2.217 0)
<i>Sup</i>	0.065 3 (1.521 5)	0.020 5 (0.517 9)	0.007 1 * (1.884 0)	-0.019 3 (-1.302 3)	-0.003 4 (-0.313 6)	0.003 4 (0.892 7)

表 7(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Inddir</i>	0.642 0 *** (3.122 6)	0.780 9 *** (3.650 3)	0.038 6 * (1.839 8)	0.096 0 (1.362 5)	-0.057 4 (-1.056 2)	0.065 7 *** (3.175 5)
<i>Dual</i>	-0.005 4 (-0.214 8)	0.010 3 (0.420 1)	0.002 4 (1.001 4)	0.004 9 (0.587 3)	-0.036 0 *** (-6.249 0)	0.001 2 (0.522 6)
<i>Large</i>	0.131 0 * (1.868 2)	0.072 1 (1.070 6)	-0.004 4 (-0.673 1)	0.009 1 (0.348 9)	-0.143 4 *** (-8.266 6)	0.004 3 (0.662 4)
常数项	13.496 2 *** (37.797 1)	14.053 4 *** (38.922 2)	1.289 8 *** (36.778 4)	2.129 1 *** (16.613 8)	0.877 3 *** (13.498 6)	1.370 9 *** (40.174 9)
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	14 016	14 016	12 173	1 629	34 209	13 927
$\overline{R^2}$	0.346 4	0.402 1	0.400 1	0.553 2	0.181 1	0.415 1

五、进一步分析

上文研究表明,主业亏损企业更倾向于过度金融化。进一步地,本文继续探讨以下四个问题:(1)主业亏损企业过度金融化行为的资金来源,分析在政府资源和信贷获取受限的情况下,主业亏损企业是否会通过挤占主生产投资和获取社会资本资源来过度金融化;(2)主业亏损企业过度金融化行为的影响机制,分析主业亏损企业是否在外部压力和内在动力的双重作用下过度金融化;(3)主业亏损企业过度金融化行为的经济后果,分析主业亏损企业过度金融化行为对股价崩盘风险(风险维度)和资产收益率(收益维度)的经济影响;(4)主业亏损企业过度金融化行为的治理机制,分析金融环境(外部层面)和治理环境(内部层面)能否抑制主业亏损企业过度金融化行为。

(一)资金来源分析

1. 资源获取分析

为了分析主业亏损企业的资源获取,本文构建模型(4),重点分析主业亏损企业的政府资源获取和信贷资源获取:

$$\Delta Resource_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Loss_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + Year + Industry + Province + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $\Delta Resource$ 为资源获取增量,包括政府补助增量($\Delta Subsidy$)和银行借款增量($\Delta Debt$)。本文使用本年政府补助与上年政府补助之差占平均资产总额的比重的自然对数作为政府补助增量($\Delta Subsidy$)的代理指标,使用本年银行借款与上年银行借款之差占平均资产总额的比重作为银行借款增量($\Delta Debt$)的代理指标,并进一步区分短期银行借款增量($\Delta STDebt$)和长期银行借款增量($\Delta LTDebt$)。

表 8 报告了资源获取的回归结果。列(1)显示, $Loss$ 对政府补助增量($\Delta Subsidy$)的回归系数为 -0.000 8,通过显著性检验,可见主业亏损企业的政府资源获取受限。列(2)显示, $Loss$ 对银行借款增量($\Delta Debt$)的回归系数为 -0.003 6,通过显著性检验,可见主业亏损企业的信贷资源获取受限。进一步地,列(3)和列(4)显示,

Loss 对短期银行借款增量($\Delta STDebt$)和长期银行借款增量($\Delta LTDebt$)的回归系数分别为 -0.0026 、 -0.0010 ,前者通过显著性检验,后者未通过显著性检验,可见与长期信贷资源获取相比,主业亏损企业的短期信贷资源获取更受限。结果表明,主业亏损企业的资源获取受限,表现为政府补助和银行借款明显减少,其中短期银行借款减少更明显。

表 8 资源获取的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Loss</i>	-0.0008^{***} (-2.6823)	-0.0036^{**} (-2.0571)	-0.0026^* (-1.9350)	-0.0010 (-0.8866)
<i>Size</i>	0.0000 (0.0238)	0.0033^{***} (6.1123)	0.0018^{***} (3.8735)	0.0016^{***} (5.3437)
<i>Lev</i>	0.0007 (1.0036)	0.0390^{***} (10.8322)	0.0259^{***} (8.2068)	0.0130^{***} (7.6218)
<i>Roa</i>	0.0052^{**} (2.5713)	0.0297^{**} (2.5433)	0.0187^* (1.8726)	0.0110^{**} (2.2094)
<i>Age</i>	-0.0002 (-1.3111)	-0.0092^{***} (-7.7279)	-0.0072^{***} (-7.6934)	-0.0020^{***} (-2.8346)
<i>Soe</i>	-0.0003^{**} (-2.1559)	-0.0060^{***} (-5.5157)	-0.0045^{***} (-5.2257)	-0.0015^{**} (-2.4064)
<i>Dir</i>	-0.0005 (-1.4569)	-0.0012 (-0.4951)	0.0000 (0.0071)	-0.0012 (-0.7777)
<i>Sup</i>	0.0000 (0.0674)	-0.0039^{**} (-2.1629)	-0.0021 (-1.5383)	-0.0018 (-1.5590)
<i>Inddir</i>	-0.0023^{**} (-1.9915)	-0.0086 (-0.9961)	-0.0088 (-1.2532)	0.0002 (0.0404)
<i>Dual</i>	0.0001 (0.8464)	0.0036^{***} (4.0300)	0.0026^{***} (3.5293)	0.0010^{**} (2.0250)
<i>Large</i>	-0.0002 (-0.6926)	0.0080^{***} (2.6089)	0.0059^{**} (2.3977)	0.0021 (1.1826)
常数项	0.0022 (1.3877)	-0.0486^{***} (-3.7578)	-0.0258^{**} (-2.4243)	-0.0227^{***} (-3.3226)
年份效应	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制
省份效应	控制	控制	控制	控制
观测数	13 638	13 638	13 638	13 638
$\overline{R^2}$	0.0220	0.0496	0.0401	0.0266

2. 资金来源分析

当主业亏损企业的政府资源和信贷资源获取受限时,其过度金融化行为的资金来源是什么?一方面,从内部来说,主业亏损企业会通过降低固定资产投资、研究开发投资等方式挤占主业主生产投资来过度金融化,表现为“挤占主业主生产投资”;另一方面,从外部来说,主业亏损企业会通过高管政治关联、高管金融关联等方式获取社会资本资源来过度金融化,表现为“获取社会资本资源”。

为了探究主业亏损企业过度金融化的资金来源,本文使用分组回归方法展开分析。在挤占主业主生产投资方面,本文根据固定资产占比和研发投入占比的中位数来进行分组,其中固定资产投资占比使用固定资产净额与总资产的比值进行衡量,研究开发投资占比使用研发投入与总资产的比值进行衡量。在获取社会资本资源方面,本文根据有无高管政治关联和有无高管金融关联来进行分组,其中高管政治关联的衡量参考余明桂和潘红波(2008)^[42]的研究方法,若高管目前或者曾经在政府部门工作或担任过人大代表、政协委员等职务,认定高管具有政治关联,否则认定高管没有政治关联;高管金融关联的衡量参考杜勇等(2019)^[5]的研究方法,若高管目前或者曾经在金融部门或者金融企业工作,认定高管具有金融关联,否则认定高管没有金融关联。

表9报告了资金来源的回归结果。固定资产投资占比结果显示,*Loss*的回归系数分别为0.0147、0.0044,前者通过显著性检验,后者未通过显著性检验,且二者差异为0.0103,通过显著性检验,可见当固定资产投资占比较低时,主业亏损企业过度金融化行为更明显;研究开发投资占比结果显示,*Loss*的回归系数分别为0.0213、0.0052,前者通过显著性检验,后者未通过显著性检验,且二者差异为0.0161,在统计上显著,可见当研究开发投资占比较低时,主业亏损企业过度金融化行为更明显。结果表明,主业亏损企业过度金融化的内部资金来源之一为主业生产投资,表现为削减固定资产投资和研究开发投资。

高管政治关联结果显示,*Loss*的回归系数分别为0.0211、0.0031,前者通过显著性检验,后者未通过显著性检验,且二者差异为0.0180,在统计上显著,可见当高管具有政治关联时,主业亏损企业过度金融化行为更明显;高管金融关联结果显示,*Loss*的回归系数分别为0.0171、0.0030,前者通过显著性检验,后者未通过显著性检验,且二者差异为0.0141,通过显著性检验,可见当高管具有金融关联时,主业亏损企业过度金融化行为更明显。结果表明,主业亏损企业过度金融化的外部资金来源之一为社会资本资源,表现为获取高管政治关联资源和高管金融关联资源。

综上可知,主业亏损企业过度金融化行为的资金来源于主业主生产投资和社会资本资源,即主业亏损企业通过挤占主业主生产投资和获取社会资本资源来过度金融化。

表9 资金来源的回归结果

变量	挤占主业主生产投资				获取社会资本资源			
	固定资产投资占比		研究开发投资占比		高管政治关联		高管金融关联	
	较低	较高	较低	较高	具有	没有	具有	没有
<i>Loss</i>	0.0147**	0.0044	0.0213***	0.0052	0.0211***	0.0031	0.0171***	0.0030
	(2.4128)	(0.7512)	(3.0863)	(0.8801)	(2.9197)	(0.6487)	(2.6353)	(0.4933)
<i>Size</i>	-0.0837***	-0.0459***	-0.0708***	-0.0519***	-0.0482***	-0.0684***	-0.0759***	-0.0606***
	(-34.4141)	(-24.6496)	(-34.3596)	(-22.7300)	(-15.3026)	(-38.1829)	(-21.1305)	(-35.1062)

表 9(续)

变量	挤占主业生产投资				获取社会资本资源			
	固定资产投资占比		研究开发投资占比		高管政治关联		高管金融关联	
	较低	较高	较低	较高	具有	没有	具有	没有
<i>Lev</i>	-0.049 7 *** (-4.809 2)	-0.086 3 *** (-10.337 1)	-0.071 8 *** (-7.455 0)	-0.061 2 *** (-5.779 4)	-0.039 4 *** (-2.773 9)	-0.065 5 *** (-7.883 8)	-0.012 6 (-0.740 7)	-0.077 2 *** (-9.647 6)
<i>Roa</i>	-0.068 8 ** (-2.074 9)	-0.143 1 *** (-4.240 9)	-0.157 9 *** (-4.353 5)	-0.037 2 (-1.142 6)	0.044 4 (0.789 8)	-0.137 0 *** (-4.901 9)	-0.072 2 (-1.267 1)	-0.119 0 *** (-4.310 3)
<i>Age</i>	0.064 8 *** (14.798 6)	0.020 8 *** (5.434 6)	0.052 0 *** (12.117 0)	0.023 7 *** (6.082 5)	0.035 8 *** (6.450 7)	0.048 4 *** (14.282 7)	0.047 2 *** (7.842 1)	0.044 3 *** (13.047 0)
<i>Soe</i>	-0.000 7 (-0.198 7)	0.005 4 (1.494 5)	-0.006 0 * (-1.807 7)	0.011 2 *** (3.171 7)	0.004 7 (0.819 8)	-0.000 0 (-0.003 6)	0.003 3 (0.543 2)	0.001 4 (0.512 4)
<i>Dir</i>	-0.007 1 (-0.785 2)	-0.026 0 *** (-3.295 7)	0.001 6 (0.192 2)	-0.035 3 *** (-3.808 5)	-0.025 1 * (-1.772 6)	-0.012 9 * (-1.874 7)	0.027 4 * (1.680 7)	-0.023 1 *** (-3.524 2)
<i>Sup</i>	-0.014 1 ** (-2.467 7)	0.017 2 *** (3.537 4)	0.001 6 (0.325 5)	0.012 0 * (1.927 2)	-0.005 5 (-0.623 8)	0.008 2 * (1.875 8)	-0.000 3 (-0.029 5)	0.004 8 (1.174 3)
<i>Inddir</i>	0.102 1 *** (3.307 9)	-0.005 0 (-0.196 7)	0.117 5 *** (4.008 7)	-0.011 1 (-0.405 0)	-0.017 4 (-0.416 7)	0.067 6 *** (2.798 8)	0.134 9 *** (2.640 3)	0.048 1 ** (2.111 4)
<i>Dual</i>	0.003 5 (1.048 4)	-0.003 2 (-0.960 3)	0.006 2 (1.624 3)	-0.001 9 (-0.695 7)	0.014 2 *** (2.850 0)	-0.002 0 (-0.738 1)	0.006 3 (1.068 7)	-0.000 0 (-0.001 9)
<i>Large</i>	-0.021 4 (-1.138 0)	0.012 2 (0.965 1)	0.007 1 (0.799 3)	0.017 2 * (1.805 2)	-0.009 6 (-0.633 4)	0.007 0 (0.944 6)	0.010 1 (0.639 5)	0.006 5 (0.896 9)
常数项	1.738 9 *** (31.945 8)	1.131 7 *** (26.414 8)	1.484 1 *** (33.020 4)	1.248 8 *** (23.698 3)	1.090 1 *** (16.230 6)	1.486 9 *** (38.014 3)	1.520 0 *** (19.086 3)	1.352 7 *** (36.041 7)
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	7 480	6 536	8 166	5 850	2 714	11 302	3 019	10 997
$\overline{R^2}$	0.486 3	0.366 0	0.449 0	0.392 7	0.385 9	0.434 6	0.440 9	0.415 9
组间系数	(1) - (2) = 0.010 3 ***		(3) - (4) = 0.016 1 ***		(5) - (6) = 0.018 0 ***		(7) - (8) = 0.014 1 ***	
相应 P 值	0.000		0.000		0.000		0.000	

(二) 影响机制分析

前文分析指出,主业亏损企业过度金融化行为的影响机制在于两个方面:其一,在外部扭亏压力下,企业需要过度金融化来满足外部的利润要求;其二,在内在扭亏动力下,企业需要过度金融化来追求更高的薪酬期望。

为了探讨主业亏损企业过度金融化行为的影响机制,本文使用分组回归方法展开分析。在外部扭亏压力方面,本文选取机构持股和债务比例两个指标,其中机构持股使用机构投资者持有的股份比例来衡量,债务比例使用企业长短期借款与总资产的比值来衡量。在内在扭亏动力方面,本文选取控股股东持股和高管员工持股两个指标,其中控股股东持股使用控股股东的持股比例来衡量,高管员工持股使用高管员工的持股比例来衡量。

表 10 报告了影响机制的回归结果。机构持股结果显示,*Loss* 的回归系数分别为 0.003 5、0.014 8,前者统计不显著,后者统计显著,且二者差异为 0.011 3,通过统计性检验,可见当机构持股较高时,主业亏损企业过度金融化行为更明显;债务比例结果显示,*Loss* 的回归系数分别为 0.001 0、0.028 0,前者统计不显著,后者统计显著,且二者差异为 0.027 0,通过统计性检验,可见当债务比例较高时,主业亏损企业过度金融化行为更明显。结果表明,当机构投资者和债权人施加的外部扭亏压力越强时,主业亏损企业越倾向于过度金融化,外部扭亏压力机制得到支持。

控股股东持股结果显示,*Loss* 的回归系数分别为 0.002 8、0.017 8,前者统计不显著,后者统计显著,且二者差异为 0.015 0,通过统计性检验,可见当控股股东持股较高时,主业亏损企业过度金融化行为更明显;高管员工持股结果显示,*Loss* 的回归系数分别为 0.003 2、0.014 4,前者统计不显著,后者统计显著,且二者差异为 0.011 2,通过统计性检验,可见当高管员工持股较高时,主业亏损企业过度金融化行为更明显。结果表明,当控股股东和高管员工自身的内在扭亏动力越强时,主业亏损企业越倾向于过度金融化,内在动力机制得到支撑。

由上可知,主业亏损企业过度金融化行为的影响机制在于机构投资者和债权人施加外部扭亏压力以满足利润要求与控股股东和高管员工自身产生内在扭亏动力以追求薪酬期望。

表 10 影响机制的回归结果

变量	外部扭亏压力				内在扭亏动力			
	机构持股		债务比例		控股股东持股		高管员工持股	
	较低	较高	较低	较高	较低	较高	较低	较高
<i>Loss</i>	0.003 5 (0.595 7)	0.014 8** (2.403 4)	0.001 0 (0.233 8)	0.028 0*** (3.179 7)	0.002 8 (0.501 9)	0.017 8*** (2.849 0)	0.003 2 (0.623 9)	0.014 4** (2.479 8)
<i>Size</i>	-0.098 2*** (-37.828 2)	-0.043 1*** (-23.707 6)	-0.048 0*** (-29.064 7)	-0.082 2*** (-29.902 4)	-0.047 9*** (-26.432 1)	-0.081 6*** (-33.251 5)	-0.046 2*** (-20.244 6)	-0.077 0*** (-35.828 0)
<i>Lev</i>	-0.050 9*** (-5.084 1)	-0.072 8*** (-7.839 7)	-0.047 5*** (-4.883 2)	-0.008 6 (-0.620 9)	-0.081 1*** (-9.766 5)	-0.049 6*** (-4.699 4)	-0.060 1*** (-4.792 7)	-0.061 4*** (-6.830 9)
<i>Roa</i>	-0.061 0* (-1.871 7)	-0.152 4*** (-4.417 5)	-0.133 7*** (-4.026 4)	-0.078 1** (-2.148 2)	-0.146 6*** (-4.539 5)	-0.059 9* (-1.762 9)	-0.094 7** (-2.349 7)	-0.118 6*** (-3.730 0)
<i>Age</i>	0.054 3*** (12.675 4)	0.029 6*** (8.164 9)	0.029 2*** (8.614 4)	0.053 0*** (11.881 6)	0.022 2*** (6.055 1)	0.063 6*** (14.264 9)	0.031 0*** (5.645 0)	0.049 1*** (13.561 7)
<i>Soe</i>	0.003 2 (0.832 0)	-0.001 2 (-0.410 0)	-0.002 9 (-1.040 0)	0.004 9 (1.193 9)	0.005 6 (1.630 4)	-0.000 5 (-0.129 9)	-0.003 0 (-0.910 1)	0.003 9 (1.137 0)

表 10(续)

变量	外部扭亏压力				内在扭亏动力			
	机构持股		债务比例		控股股东持股		高管员工持股	
	较低	较高	较低	较高	较低	较高	较低	较高
<i>Dir</i>	-0.026 9 *** (-3.010 6)	-0.004 0 (-0.524 2)	0.012 2 * (1.805 3)	-0.034 1 *** (-3.284 1)	-0.019 1 ** (-2.444 7)	-0.007 6 (-0.834 8)	-0.022 7 *** (-2.649 0)	-0.005 3 (-0.633 8)
<i>Sup</i>	-0.000 0 (-0.001 8)	-0.000 8 (-0.182 9)	0.005 7 (1.476 1)	-0.000 2 (-0.023 6)	0.018 1 *** (3.745 6)	-0.017 1 *** (-2.907 4)	0.004 1 (0.802 2)	0.005 2 (0.956 7)
<i>Inddir</i>	0.035 1 (1.165 7)	0.024 1 (1.018 0)	0.033 1 (1.607 0)	0.049 7 (1.394 5)	-0.000 5 (-0.020 5)	0.115 1 *** (3.565 8)	0.014 6 (0.556 7)	0.090 1 *** (3.114 9)
<i>Dual</i>	-0.001 5 (-0.474 9)	0.000 3 (0.101 0)	0.003 7 (1.340 5)	-0.000 4 (-0.105 7)	-0.002 5 (-0.780 4)	0.002 6 (0.767 4)	0.010 9 *** (2.661 4)	-0.002 6 (-0.865 5)
<i>Large</i>	-0.042 2 *** (-3.301 6)	0.001 9 (0.219 1)	0.010 6 (1.467 9)	-0.001 1 (-0.098 6)	0.023 4 * (1.917 5)	-0.024 7 (-1.191 7)	0.002 5 (0.262 7)	0.009 8 (1.101 3)
常数项	2.140 5 *** (36.167 4)	1.001 7 *** (25.058 6)	1.014 3 *** (29.080 3)	1.848 8 *** (30.350 1)	1.145 6 *** (27.626 0)	1.695 7 *** (30.880 6)	1.087 9 *** (21.914 1)	1.636 2 *** (34.962 5)
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	7 308	6 708	7 125	6 891	6 669	7 347	7 007	7 009
$\overline{R^2}$	0.501 3	0.356 2	0.407 2	0.448 6	0.376 1	0.478 7	0.381 7	0.451 1
组间系数	(2) - (1) = 0.011 3 ***		(4) - (3) = 0.027 0 ***		(6) - (5) = 0.015 0 ***		(8) - (7) = 0.011 2 ***	
相应 P 值	0.000		0.000		0.000		0.000	

(三) 经济后果分析

主业亏损企业过度金融化行为将产生如何的经济后果? 为了回答这一问题, 本文构建模型(5), 从股价崩盘风险(风险维度)和资产收益率(收益维度)两个方面来分析主业亏损企业过度金融化行为的经济后果:

$$EC_{t+1/t+2} = \alpha_0 + \beta_1 Loss_{i,t} + \beta_2 OverFin_{i,t} + \beta_3 Loss_{i,t} \times OverFin_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + Year + Industry + Province + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, EC 为经济后果, 包括股价崩盘风险($NCSKEW$ 、 $DUVOL$)和资产收益率(Roa)两个方面。股价崩盘风险的衡量参考已有研究^[43-44], 使用负收益偏态系数($NCSKEW$)和收益上下波动率($DUVOL$)衡量, 当这两个指标越大时, 股价崩盘风险越高。资产收益率使用净利润占总资产的比重来衡量。

第一, 风险维度的经济后果。表 11 股价崩盘风险的回归结果。显示, $Loss \times OverFin$ 对下一期负收益偏态系数($NCSKEW_{t+1}$)和两下期负收益偏态系数($NCSKEW_{t+2}$)的回归系数分别为 0.246 2、0.325 1, 均通过显著性检验; 而 $Loss \times OverFin$ 对下一期收益上下波动率($DUVOL_{t+1}$)和两下期收益上下波动率($DUVOL_{t+2}$)的回归系数分别为 0.179 8、0.155 9, 均通过显著性检验。结果表明, 主业亏损企业过度金融化行为会加剧

企业下一期和下两期的股价崩盘风险,降低资本市场稳定性。

第二,收益维度的经济后果。表 11 资产收益率的回归结果显示, $Loss \times OverFin$ 对下一期资产收益率(Roa_{t+1})和下两期资产收益率(Roa_{t+2})的回归系数分别为 1.573 7、0.928 4,前者通过显著性检验,后者未通过显著性检验。结果表明,主业亏损企业过度金融化行为会改善企业下一期的经营业绩,但不能改善企业下两期的经营业绩。因此,短期来看,主业亏损企业过度金融化行为能够在一定程度上改善企业经营业绩,但是长期上看,主业亏损企业过度金融化行为难以有效改善企业经营业绩。

表 11 经济后果的回归结果

变量	风险维度				收益维度	
	NCSKEW		DUVOL		Roa	
	下一期	下两期	下一期	下两期	下一期	下两期
$Loss$	0.083 4 ** (2.366 9)	0.129 8 *** (3.325 6)	0.054 2 ** (2.438 1)	0.110 1 *** (4.548 0)	-0.457 8 (-1.571 8)	-0.548 9 (-1.416 0)
$OverFin$	-0.070 8 (-0.969 6)	0.192 9 ** (2.425 1)	-0.023 7 (-0.522 1)	0.125 7 ** (2.474 4)	0.038 2 (0.173 6)	0.060 8 (0.366 7)
$Loss \times OverFin$	0.246 2 * (1.939 9)	0.325 1 ** (2.486 6)	0.179 8 ** (2.155 6)	0.155 9 * (1.830 3)	1.573 7 * (1.948 9)	0.928 4 (1.079 5)
$Size$	-0.002 4 (-0.267 9)	0.003 7 (0.388 2)	0.000 6 (0.104 8)	0.006 3 (1.022 5)	-0.003 2 (-0.107 1)	-0.021 7 (-0.843 9)
Lev	0.081 4 * (1.848 0)	0.116 7 ** (2.480 4)	0.042 4 (1.509 6)	0.029 9 (0.993 5)	-0.025 4 (-0.122 6)	0.156 5 (0.790 6)
Roa	0.708 5 *** (4.508 8)	1.053 3 *** (6.365 6)	0.394 1 *** (3.849 0)	0.650 9 *** (6.249 6)	0.550 2 (0.742 1)	-2.006 9 (-1.125 9)
Age	-0.022 9 (-1.049 1)	-0.019 9 (-0.897 0)	-0.008 8 (-0.627 9)	-0.000 6 (-0.041 1)	0.023 1 (0.346 0)	0.020 0 (0.496 4)
Soe	-0.074 4 *** (-4.182 3)	-0.037 7 ** (-2.037 7)	-0.054 3 *** (-4.817 2)	-0.031 2 *** (-2.636 2)	-0.044 6 (-0.655 0)	-0.117 5 (-1.597 5)
Dir	-0.012 6 (-0.289 1)	0.021 2 (0.443 0)	-0.001 6 (-0.056 8)	0.017 9 (0.592 4)	0.026 1 (0.281 2)	0.269 9 (1.548 0)
Sup	0.025 7 (0.850 5)	-0.033 0 (-1.096 2)	-0.000 2 (-0.012 2)	-0.016 9 (-0.866 5)	-0.052 7 (-0.347 7)	0.074 0 (1.060 4)
$Inddir$	0.139 2 (0.887 7)	0.238 4 (1.426 4)	0.164 7 * (1.663 8)	0.160 4 (1.507 6)	0.425 3 (1.103 6)	0.373 9 (1.333 3)
$Dual$	0.038 5 ** (2.171 0)	0.044 2 ** (2.300 4)	0.014 5 (1.298 8)	0.020 1 * (1.648 3)	0.026 6 (0.507 7)	-0.015 4 (-0.364 8)

表 11(续)

变量	风险维度				收益维度	
	NCSKEW		DUVOL		Roa	
	下一期	下两期	下一期	下两期	下一期	下两期
<i>Large</i>	-0.020 3 (-0.379 2)	0.065 5 (1.160 2)	-0.023 3 (-0.680 7)	0.018 4 (0.513 1)	0.352 7 * (1.806 3)	0.505 2 * (1.903 5)
常数项	-0.066 8 (-0.305 4)	-0.847 4 *** (-3.644 6)	-0.186 8 (-1.325 6)	-0.730 6 *** (-4.885 0)	-0.157 0 (-0.231 3)	-0.252 2 (-0.837 9)
年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	12 384	10 573	12 384	10 573	11 975	10 176
$\overline{R^2}$	0.035 1	0.034 7	0.039 7	0.035 8	0.006 4	0.007 7

(四) 治理机制分析

如何治理主业亏损企业过度金融化行为?一方面,就外部来说,良好的金融环境能够抑制主业亏损企业过度金融化行为。当金融环境较好时,意味着金融监管较强^[45],能够及时发现主业亏损过度金融化行为,通过加强监管来予以抑制。同时,较好的金融环境会改善信息环境^[46],缓解外部利益主体的信息不对称,督促主业亏损企业专注主业,抑制过度金融化行为。另一方面,对内部而言,良好的治理环境能够抑制主业亏损企业过度金融化行为。当治理环境较好时,意味着代理冲突较弱^[47],降低高管的道德风险和逆向选择,通过加大主业投资来改善经营业绩,而不是过度金融化。较好的公司治理能够强化内部监督,防控过度金融化带来的经营风险和市场风险,降低主业亏损企业的过度金融资产配置。因而,良好的金融环境和治理环境能够治理主业亏损企业过度金融化行为表现为,当金融环境和治理环境较好时,主业亏损企业过度金融化行为会减弱。

为了检验金融环境和治理环境对主业亏损企业过度金融化行为的治理效应,本文构建模型(6),使用交互项方法进行分析:

$$OverFin_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Loss_{i,t} + \beta_2 GV_{i,t} + \beta_3 GV_{i,t} \times Loss_{i,t} + \sum \gamma Controls_{i,t} + Year + Industry + Province + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, GV 为治理变量。金融环境的衡量参考王国刚和冯光华(2015)^[46]的研究方法,使用金融生态环境指数,并根据中位数构建金融环境较好变量(FE_High)。治理环境的衡量参考李维安和徐建(2014)^[48]的研究方法,使用独董占比,并根据中位数构建治理环境较好变量(GE_High)。

表 12 报告了治理机制的回归结果。金融环境结果显示, $FE_High \times Loss$ 的回归系数为 $-0.017 3$,通过显著性检验,表明良好的金融环境能够抑制主业亏损企业过度金融化行为。治理环境结果显示, $GE_High \times Loss$ 的回归系数为 $-0.016 2$,通过显著性检验,表明良好的治理环境能够抑制主业亏损企业过度金融化行为。可见,为了治理主业亏损企业过度金融化行为,需要完善外部金融环境和内部治理环境。

表 12 治理机制的回归结果

变量	金融环境	治理环境
<i>Loss</i>	0.020 4 *** (3.477 6)	0.019 3 *** (3.202 0)
<i>FE_High</i>	-0.001 64 ** (-2.335 2)	
<i>FE_High × Loss</i>	-0.017 3 *** (-3.184 6)	
<i>GE_High</i>		-0.007 1 ** (-2.445 8)
<i>GE_High × Loss</i>		-0.016 2 *** (-2.965 6)
<i>Size</i>	-0.064 3 *** (-40.627 6)	-0.064 4 *** (-40.660 7)
<i>Lev</i>	-0.060 0 *** (-8.132 7)	-0.060 0 *** (-8.139 7)
<i>Roa</i>	-0.110 4 *** (-4.373 0)	-0.109 9 *** (-4.349 2)
<i>Age</i>	0.045 3 *** (15.420 7)	0.045 2 *** (15.389 3)
<i>Soe</i>	0.001 0 (0.391 9)	0.001 0 (0.393 0)
<i>Dir</i>	-0.013 0 ** (-2.087 2)	-0.013 1 ** (-2.115 8)
<i>Sup</i>	0.004 6 (1.167 0)	0.004 6 (1.177 3)
<i>Inddir</i>	0.065 2 *** (3.129 0)	0.072 9 ** (2.376 2)
<i>Dual</i>	0.001 2 (0.509 3)	0.001 3 (0.537 9)
<i>Large</i>	0.006 8 (1.036 5)	0.006 8 (1.028 4)
常数项	1.411 0 *** (40.131 3)	1.400 4 *** (39.924 0)
年份效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
省份效应	控制	控制
观测数	14 016	14 016
$\overline{R^2}$	0.420 5	0.420 7

六、研究结论与启示

本文主要研究结论如下:第一,主业亏损企业更倾向于过度金融化,可见主业亏损企业会投资过量的金融资产来进行扭亏;第二,主业亏损企业过度金融化行为的资金来源于主业生产投资和社会资本资源,即在政府资源和信贷获取受限的情况下,主业亏损企业主要通过挤占主业生产投资和获取社会资本资源来过度金融化;第三,主业亏损企业过度金融化行为的影响机制在于外部扭亏压力和内在扭亏动力,即在机构投资者和债权人施加的外部扭亏压力与控股股东和高管员工自身的内在扭亏动力下,主业亏损企业更倾向于过度金融化;第四,主业亏损企业过度金融化行为的经济后果为股价崩盘风险提高,资产收益率短暂提高,即主业亏损企业过度金融化行为会提高下一期和下两期的股价崩盘风险,提高下一期的资产收益率,但对下两期资产收益率的正向作用不显著;第五,主业亏损企业过度金融化行为的治理机制在于金融环境和治理环境,即良好的金融环境和治理环境能够抑制主业亏损企业过度金融化。

本文得到如下研究启示:第一,对于政府部门而言,主业亏损企业过度金融化行为不利于实体经济高质量发展,加剧金融系统风险,但良好的金融环境能够抑制主业亏损企业过度金融化行为。为此,政府需要优化金融环境,强化金融监管,促使金融行业利润率回归到正常水平,抑制主业亏损企业通过过度金融化来追求短期的经济利益,促进实体经济高质量发展。第二,对于投资主体来讲,主业亏损企业过度金融化是一种短期行为,不利于长期发展,这会提高投资者的投资风险和债权人的贷款风险。为此,投资者和债权人在进行决策时应当充分评估主业亏损企业过度金融化的风险和收益,谨慎投资,降低投资风险和贷款风险,提高资源配置效率。第三,对于实体企业来说,在政府资源和信贷资源获取受限的情况下,主业亏损企业主要通过挤占主业生产投资和获取社会资本资源来过度金融化,但这种扭亏方式仅能在短期内改善经济效

益,并会加剧股价崩盘风险,不利于企业长期发展。为此,主业亏损企业可以将主要精力放在主业经营上,以长远目标为发展导向,抑制自身过度金融化,提高经济效益,防范股价崩盘风险。

参考文献:

- [1]张成思,张步云.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].经济研究,2016(12):32-46.
- [2]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.
- [3]DEMIR F. Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: private investment and cash flow relationship revisited [J]. World Development, 2009, 37(5): 953-964.
- [4]宋军,陆畅.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.
- [5]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.
- [6]顾雷,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(2):109-127.
- [7]于连超,张卫国,毕茜.产业政策与企业“脱实向虚”:市场导向还是政策套利[J].南开管理评论,2021(4):128-142.
- [8]戴贻,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.
- [9]SMITH C W, STULZ R M. The determinants of firms' hedging policies[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1985, 20(4): 391-405.
- [10]STULZ R M. Rethinking risk management[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1996, 9(3): 8-25.
- [11]DING S, GUARIGLIA A, KNIGHT J. Investment and financing constraints in China: does working capital management make a difference? [J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(5): 1490-1507.
- [12]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.
- [13]杜勇,张欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017(12):113-131.
- [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):155-166.
- [15]段军山,庄旭东.金融投资行为与企业技术创新——动机分析与经验证据[J].中国工业经济,2021(1):155-173.
- [16]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.
- [17]刘畅,李君.减税能否弱化实体企业金融化? [J]. 经济与管理研究, 2021(12): 61-76.
- [18]彭俞超,刘代民,顾雷.减税能缓解经济“脱实向虚”吗?——来自上市公司的证据[J].税务研究,2017(8):93-97.
- [19]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.
- [20]陈文川,李文文,李建发.政府审计与国有企业金融化[J].审计研究,2021(5):16-28.
- [21]郭飞,马睿,谢香兵.产业政策、营商环境与企业脱虚向实——基于国家五年规划的经验证据[J].财经研究,2022(2):33-46, 62.
- [22]JIANG P C, JIANG H L, WU J H. Is inhibition of financialization the sub-effect of the green credit policy? Evidence from China[J]. Finance Research Letters, 2022, 47: 102737.
- [23]GU L L, LIU Z Y, MA S C, et al. Social trust and corporate financial asset holdings: evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis, 2022, 82: 102170.
- [24]孙泽宇,齐保垒.多个大股东与企业金融化[J].管理工程学报,2022(3):62-77.
- [25]乔嗣佳,李扣庆,佟成生.党组织参与治理与国有企业金融化[J].金融研究,2022(5):133-151.
- [26]黄贤环,贾敏,王瑶.产业链中的话语权与非金融企业金融投资——基于产业链中商业信用水平的视角[J].会计研究,2022(5):118-130.
- [27]王少华,上官泽明.货币政策宽松度、过度金融化与企业创新[J].财经科学,2019(10):45-58.
- [28]林明裕,胡日东.央行沟通能否有效防范企业过度金融化[J].当代财经,2020(4):52-64.
- [29]舒鑫,于博.过度金融化对研发投资的挤出效应与挤出机制[J].河海大学学报(哲学社会科学版),2020(6):29-38, 110.
- [30]徐朝辉,王满四.数字化转型对实体企业过度金融化的治理效应研究[J].证券市场导报,2022(7):23-35.
- [31]SEO H J, KIM H S, KIM Y C. Financialization and the slowdown in Korean firms' R&D investment[J]. Asian Economic Papers, 2012, 11(3): 35-49.
- [32]陆建桥.中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J].会计研究,1999(9):25-35.
- [33]LIU Q G, TIAN G. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: evidence from Chinese non-tradable share reform[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(4): 782-803.
- [34]LI W L, ZHOU J T, YAN Z Q, et al. Controlling shareholder share pledging and firm cash dividends[J]. Emerging Markets Review, 2020, 42: 100671.
- [35]刘伟,曹瑜强.机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗[J].财贸经济,2018(12):80-94.

- [36]柯艳蓉,李玉敏,吴晓晖. 控股股东股权质押与企业投资行为——基于金融投资和实业投资的视角[J]. 财贸经济,2019(4):50-66.
- [37]RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies,2006,11(2/3):159-189.
- [38]陈运森,谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. 管理世界,2011(7):113-127.
- [39]代昀昊,孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. 世界经济,2017(1):168-192.
- [40]潘越,汤旭东,宁博,等. 连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋[J]. 中国工业经济,2020(2):136-164.
- [41]BIDDLE G C, HILARY G, VERDI R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics,2009,48(2/3):112-131.
- [42]余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界,2008(8):9-21,39,187.
- [43]HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque financial report, R^2 , and crash risk[J]. Journal of Financial Economics,2009,94(1):67-86.
- [44]KIM J B, LI Y H, ZHANG L D. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis[J]. Journal of Financial Economics,2011,100(3):639-662.
- [45]谢德仁,陈运森. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应[J]. 经济研究,2009(5):118-129.
- [46]王国刚,冯光华. 中国地区金融生态环境评价(2013~2014)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2015.
- [47]戴亦一,肖金利,潘越. “乡音”能否降低公司代理成本?——基于方言视角的研究[J]. 经济研究,2016(12):147-160,186.
- [48]李维安,徐建. 董事会独立性、总经理继任与战略变化幅度——独立董事有效性的实证研究[J]. 南开管理评论,2014(1):4-13.

Are Loss-making Companies in Main Business More Inclined to Over-financialize?

YU Lianchao¹, DONG Jinting², BI Qian³

- (1. Lanzhou University, Lanzhou 730000;
2. Chongqing University, Chongqing 400044;
3. Southwest University, Chongqing 400715)

Abstract: Based on the special scenario of main business losses, this paper explores the causes, consequences and governance of over-financialization behaviors of loss-making companies in their main businesses, using the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2007 to 2020. It is found that there are over-financialization behaviors of these companies. The funding sources analysis shows that, with limited access to government resources and credit resources, these loss-making companies are over-financialized mainly by crowding out production investment in their main business and obtaining social capital resources. The influence mechanism reveals that these loss-making companies are over-financialized mainly through the external pressure mechanism and the internal motivation to reverse losses, which is manifested that these loss-making enterprises are more inclined to over-financialize under the external pressure exerted by institutional investors and creditors, as well as the internal motivation by controlling shareholders and senior management employees themselves. The economic consequences test indicates that the over-financialization of these loss-making companies can aggravate the risk of stock price collapse and enhance their business performance, but this enhancement is only effective in the short term. The governance mechanism explores that a favorable financial and governance environment can inhibit the over-financialization of these loss-making companies. Therefore, this paper may deepen the understanding of over-financialization behaviors of companies in theory, and provide important reference values for government to optimize policy design, investment entities to control risks and real enterprises to achieve long-term development in practice.

Keywords: financialization; over-financialization; loss; financial environment; governance environment

责任编辑:姚望春