

# 公司金融化投资之谜：盈余管理抑或金融套利？

许罡<sup>1</sup> 伍文中<sup>2</sup>

(1.安徽财经大学会计学院, 安徽 蚌埠 233030; 2.广州大学经济与统计学院, 广东 广州 510006)

**摘要：**近年来，上市公司金融化现象愈演愈烈，本文以2003~2015年A股非金融上市公司为样本研究金融化的驱动因素。结果表明，扭亏和平滑利润的盈余管理动机是公司金融化的驱动因素之一；金融业超出实业的经营利润差吸引实体公司投资金融业务进行套利，是驱动公司金融化的重要因素；而金融投资收益未必反哺主业经营。进一步研究发现，公司金融化程度越高，应计操控性盈余管理水平越低，表明金融化一定程度上替代了应计盈余管理，是一种真实盈余管理方式。公司存在利用增加负债加杠杆的方式博取金融收益的行为。公司金融化在市场化程度相对低的中西部区域更明显，这表明公司金融化存在区域性差异。本文研究为当前整饬金融行业乱象提供了微观企业层面的证据支持。其政策含义是，为防止公司主营业务空心化，需要破除金融行业获得超额收益的各种制度安排和土壤，方可促使上市公司回归主业经营，实现从套利型向创新型的转变。

**关键词：**公司金融化；盈余管理；利差；金融套利

**Abstract:** The financialization of listed companies has become increasingly fierce in recent years. This article takes a sample of A-share non-financial listed companies from 2003 to 2015, investigates the driving factors of financialization. The empirical results show that earnings management motivation is one of the driving factors of financialization. The interest rate spread of the financial industry beyond the entity industrial attracts the entity company to make financial investment for arbitrage, which is an important driving factor for company's financialization. The financial investment income does not necessarily feed entity operation back. Further study shows that the higher degree of company financialization, the lower level of accrual earnings management. This shows that financialization partly replaces accrual earnings management and is a way of real earnings management. The company has the tendency to increase the liabilities for financial benefits. In the central and western regions where the degree of marketization is relatively low, the financialization phenomenon is more obvious. That indicates that there are regional differences in the financialization. The article provides the microscopic evidence to rectify excessive financialization. The policy implication is that it needs to break the pattern of financial monopoly, thus it can prompt the company to return to core business and make the transition from arbitrage to innovation.

**Key words:** financialization of the company, earnings management, spreads, financial arbitrage

**作者简介：**许罡，管理学博士，安徽财经大学会计学院副教授，研究方向：公司财务与公司治理。伍文中，经济学博士，广州大学经济与统计学院教授，研究方向：公共经济学。

**中图分类号：**F270 **文献标识码：**A

## 问题提出

随着2007年金融危机席卷全球，主要发达国家开始反思经济金融化的利弊，并提出再工业化口号以重新振兴实体经济。如何处置金融业脱离实体经济自我复制与

膨胀的过度金融化问题成为各国金融改革顶层设计必须考虑的重大问题(张成思，张步昙，2014)<sup>[18]</sup>。

近年来，我国非金融企业金融化趋势也愈发明显。在全球经济复苏乏力、实体制造业投资回报下滑的经济大背景下，通过金融投资活动分享高额收益已经成为众

多实体企业的理性选择。以A股上市公司为例，金融资产总量由2001年的不到3万亿元增长到2014年的25万亿元。据同花顺数据显示，2015年佛山照明证券投资金融金额高达51亿。很多上市公司投资金融领域声称实现产融结合，以金融促进实体。通威股份2016年初发布公告“为提高资金使用效率，实现金融投资与实业投资融合，利用资本市场反哺实业经营，公司将部分自有资金用于证券投资，为公司发展创造更大价值”。众多非金融上市公司纷纷涉足金融投资等“不务正业”现象引起广泛关注和争议。反对者认为，上市公司的金融逐利行为将诱使其偏离主营业务，最终将导致实体经济空心化。

经典理论解释企业持有金融资产的需求为日常交易需求、预防性需求和投机性需求。胡奕明等(2017)<sup>[8]</sup>研究认为金融化动机以蓄水池动机为主，即金融资产作为现金的预防储备而存在。但是，这尚不足以解释太多公司把大量资产从主营业务领域抽出转而投资金融领域的行为。近年来，金融行业因其垄断地位和信息优势而获取超额收益，而房价一路持续上涨使房地产业利润激增，这些行业发展不平衡和竞争不充分形成巨大行业利差；加之资本市场的快速发展，给其他实体公司提供了大量的套利机会，因此，我们猜想公司配置金融资产是为了实现金融套利，分享这些行业的超额利润。那么，公司金融投资行为究竟出于哪些动机？哪些因素影响公司金融资产配置？关于公司金融化的诸多问题，促使本文以此为契机进行多角度的论证分析。

本文试图解释当前我国公司金融化的缘由，本文研究发现公司金融化可以达到扭亏和利润平滑等盈余管理意图，金融行业超额利润超过公司自身经营收益的行业利差是公司金融化重要驱动因素，而且公司主要通过配置长期金融资产的产融结合等方式来赚取利差，表明金融化行为并非一时之计。本文结论有助于深入理解经济金融化背景下公司持有大量金融资产的背后动机，从微观层面解释了企业“脱实向虚”，可能走向空心化的原因，为当下治理金融领域一系列问题提供了微观企业层面的依据和努力方向，对于市场投资者和监管机构都有一定启示。

## 理论文献及研究假说

### 一、主要文献综述

早期金融化研究主要关注宏观层面，这些文献多认为金融化对经济发展具有促进作用。近些年来，尤其金融危机之后，很多研究指出过度金融化导致的脱实向虚和金融错配等问题背离了金融发展的本意，并不利于经济健康持续增长。随着金融化研究的深入，研究者开始关注微观企业金融化问题(即公司金融化)(Demir, 2009; Davis, 2013)<sup>[1]</sup>等。Davis<sup>[3]</sup>等研究了影响非金融企业金融化行为的关键因素，分析了金融化趋势对固定资产投资的影响。Orhangazi(2008)<sup>[4]</sup>研究发现，非金融企业获得的高额金融投资收益会挤占实体投资。

国内学者张军(2008)<sup>[16]</sup>以中国上市公司为样本研究金融自由化对公司投资影响，结果发现金融化改革缓解了融资约束，促进了公司投资。江春和李巍(2013)<sup>[9]</sup>研究了中国非金融公司金融化的决定因素，认为实体公司倾向于投机性动机而投资金融资产。宋军和陆旸(2016)<sup>[11]</sup>研究发现非金融上市公司持有非货币性金融资产与公司经营收益率之间呈U形关系，经营绩效较差和较好公司都持有较多的金融资产。谢家智(2014)<sup>[12]</sup>认为实业投资收益持续低迷和金融投资利润加快增长是制造业企业金融化的驱动因素。

国内学者从金融套利角度研究公司金融化问题及其后果相对偏少。王红建等(2017)<sup>[13]</sup>研究发现实体公司金融化挤出了创新投资。梳理国内外已有研究，已有文献关于微观企业金融化现象成果仍相对缺乏，而且结论并不一致，迫切需要对实体公司金融化动因、后果以及治理等治理措施问题形成统一认识，为公司金融化可能导致的实业空心化问题治理提供政策启示。

### 二、理论分析与研究假设

Graham、Harvey和Rajgopal(2005)<sup>[2]</sup>认为盈余管理是普遍存在的一种管理层行为，其中，扭亏和平滑利润是最常见的盈余管理动机。金融危机之后，全球竞争加剧，实体投资回报下滑，一些企业经营出现困难，此时，管理层迫于业绩压力会增加盈余管理行为，而经济金融化使得金融业利润率上升，这吸引了大批实体企业投身其中，参与分享高额金融收益。另外，适度金融投资可以实现风险对冲，缓解和规避经营中不确定性，保持业绩稳定。张瑾、胡奕明(2013)<sup>[17]</sup>发现当上市公司主营业务经营陷入困境时，金融投资动机增强。

Verrecchia(2001)<sup>[5]</sup>认为公司利润越平滑,其股票波动率越低,股东效用越显著,公司价值越高。根据利润平滑假说,管理层趋向于选择那些能使各期收益的方差(即利润波动)最小化的盈余管理行为,具体表现为:若收益较高,管理层选择能调减收益的行为;若收益较低管理层则选择调增收益的行为。

吴战箴等(2009)<sup>[14]</sup>研究发现上市公司选择证券投资出售时机对投资收益实施盈余管理。叶建芳等(2009)<sup>[5]</sup>发现管理层存在通过在短期内处置可供出售金融资产的方式平滑利润的盈余管理行为。韩燕等(2015)<sup>[7]</sup>认为上市公司证券投资主要出于现金管理和平滑利润动机。宋军和陆旸(2016)<sup>[11]</sup>研究显示,进行金融资产投资的非金融上市公司数量越来越多,非金融公司持有金融资产和获取金融收益均大幅上升。

当然,上市公司金融化影响利润方式本质上异于通过会计政策选择等实现虚增或虚减利润等盈余管理行为(魏涛,陆正飞,单宏伟,2007)<sup>[10]</sup>。金融危机以来,市场低迷、销售增长乏力加之成本费用却居高不下等因素进一步拉低了企业利润水平,而同期,金融行业仍然维持稳定增长,公司金融投资收益可以弥补实体经营利润的下降。经营业绩下降压力使管理层产生了盈余管理动机,而金融资产具有的流动性和收益性又为管理层提供了实施盈余管理的便利手段。在实体经营日益困难情形下,公司配置金融资产成为一种真实的盈余管理活动,一方面能有效提升业绩,又能实现扭亏、平滑利润等效果。

归纳以上分析,提出本文假设1。

**研究假设H1:**公司持有金融资产可以避免亏损和收益下降,客观上实现扭亏和平滑利润等盈余管理效应。

过去二十多年,金融和地产由于得天独厚的垄断优势获得飞速发展,被誉为暴利行业,2016年麦肯锡研究报告称中国金融行业的经济利润占中国经济整体利润比超过80%。资本逐利动机驱使非金融公司以参股、并购等各种方式进入金融领域进行资本套利,已经成为很多非金融公司的战略选择(王红建,2016)<sup>[13]</sup>。WIND数据显示2009~2014年金融保险行业投资回报远高于其他上市公司,而上市公司金融投资收益占比近年来也在不断上升。

以上分析表明,金融业超额利润吸引了非金融公司纷纷参与金融化投资,公司金融活动日益频繁,使金融

利润日益成为公司利润的重要来源,有鉴于此,Penman和Nissim提出财务分析新框架将经营资产和金融资产分开,即将公司资产分解为金融资产和经营资产,研究金融收益和经营收益影响企业盈利的机制和途径。

根据资本逐利经济规律,如果公司成长能力较强、未来前景可期,又适逢不错投资机会时,公司倾向于扩大投资,争取创造更多利润;而当公司缺乏增长机遇时,则会主动缩减投资规模,或者寻找其它替代投资机会。现代资本市场给公司提供了金融投资的用武之地,公司可以在经营资产和金融资产投资之间权衡和决策。由于经营资产收益率受到行业的盈利性、增长性、外部经营环境和公司竞争能力等多个因素的共同影响,因此,金融资产配置比例几乎无法影响主业经营资产收益率,而是经营资产收益率影响金融资产比例(宋军,2016)<sup>[11]</sup>。进一步说,企业通过比较金融投资收益水平和自身经营盈利水平(即行业利润差)来选择是否进行金融套利活动。如果公司主营业务盈利能力不强,而金融投资率较高,则其金融资产投资机会成本较低,投资金融资产套利收益自然增加更多,这会激励公司金融套利行为;反之,进行金融资产投资进行套利活动机会成本较高,套利收益减少,套利动机则减弱。因此,本文提出如下假设2。

**H2:**金融行业利润和公司经营利润差距越大,则公司金融资产配置比例越高,即公司通过金融投资进行金融套利的动机越强烈。

## 数据及研究方法

### 一、数据来源

我国监管层最初对于上市公司从事证券投资设置较多限制,直到2002年之后,才逐步放松管制,因此,本文选取2004~2015年沪深两市A股上市公司作为初始研究样本,然后研究需要和数据来源可得性,对样本进行处理:(1)剔除金融、保险、证券类上市公司样本,保留非金融上市公司样本;(2)剔除数据缺失、明显有误的公司样本;经过上述筛选后得到本文研究的样本。公司层面相关数据均来自于CSMAR和锐思数据库,部分变量通过计算而得。为了消除极端值的影响,对主要变量做Winsorize处理。

### 二、研究模型与方法

为检验本文研究假设,参考已有文献,采用以下多

元回归模型检验:

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Loss_{i,t} + \alpha_j \sum Controls + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Smooth_{i,t} + \beta_j \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Fin_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Diff_{i,t} + \gamma_j \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

### 三、变量设定

#### 1. 被解释变量

被解释变量Fin为公司金融化水平,采用金融资产占总资产比例刻画,公司金融化体现了金融资产在总资产中比重增加的过程,各种并购重组、证券投资、衍生交易以及各种形式的金融化包装都属于此类活动。借鉴谢家智等(2014)<sup>[12]</sup>和宋军(2016)<sup>[11]</sup>的研究,本文定义的金融资产包括:证券投资(股票和债券);银行理财产品、信托计划和其他企业提供委托贷款;长期股权投资;持有至到期投资(长期债券投资)和投资性房地产。货币资金和应收预付款项等属于为生产经营而持有的金融资产,并不产生资本增殖,不将其列入本文研究的金融资产。根据我国会计准则变动情况,2007年之前,金融资产=短期投资+长期债券投资+长期股权投资;2007年及以后年度,金融资产=交易性金融资产+衍生金融资产+投资理财产品信托等资产+可供出售金融资产+持有至到期金融资产+长期股权投资+投资性房地产。

#### 2. 解释变量

Loss为模型(1)的解释变量,刻画公司是否扭亏,如果公司利润为正数,但是扣除投资收益后则出现亏损,此时取值为1,否则为0。Smooth为模型(2)的解释变量,刻画利润平滑行为,当利润总额扣除投资收益后小于上一年度利润总额时取值1,否则取值为0。Diff为模型(3)的解释变量,王红建等(2017)<sup>[13]</sup>定义利差为金融行业利润率和公司所在行业利润率的行业利润之差,考虑到公司实际上可能是基于比较自身盈利水平和金融收益水平的比较来考量利润率差异从而在金融投资和实业投资之间取舍,因此,不同于王红建等(2017)<sup>[13]</sup>定义,本文采用金融行业利润率和公司自身经营利润率的差值来刻画利差,本文采用金融行业平均净利润率减去公司营业净利润率之差来刻画。

#### 3. 控制变量

Controls为模型的一系列控制变量。根据已有文献,本文采用了以下控制变量:

财务杠杆Lev以公司资产负债率表示;企业规模Size用

公司年末总资产的自然对数表示;公司Growth成长性用本年主营业务收入增长率表示;Age表示公司上市年限;CFC表示公司经营净现金流,以总资产标准化;此外,还控制了资本密集度Cinten,用固定资产占总资产比例度量。根据现有研究做法,本文还分别从监督与激励两个方面选择公司治理变量: Dual刻画董事长与CEO是否兼任, Board表示董事会规模(人数), Indep表示外部独立董事比例;大股东治理选用第一大股东持股比例指标Top1来刻画,管理者激励指标选用前三位高管薪酬Pay度量和管理层是否持股Mhold刻画。另外,还控制了宏观经济因素国民经济增长率GDP等宏观因素。具体变量定义见表1。

## 实证结果与分析

### 一、描述性统计

文章主要变量的描述性统计结果如表2所示。被解释变量Fin均值为0.074,说明样本公司中金融资产占比为7.4%,Fin最小值为0,说明有样本公司并没有配置金融资产,最大值为0.54,说明有公司金融化水平达到54%以上,样本公司金融化差异较大。解释变量Loss和Smooth的均值分别为0.02和0.49,表明利润平滑现象相对普遍,Diff均值为0.007,总体上金融业利润回报略高于企业经

表1 主要变量的定义

变量	定义	说明
Fin	金融化	金融资产与总资产之比
Loss	扭亏	利润为正,但扣除投资收益后则出现亏损,此时取值为1,否则为0
Smooth	利润平滑	利润扣除投资收益后小于上一年度利润总额时取值1,否则取值为0
Diff	利润差距	金融行业平均净利润率减去公司营业净利润率之差
Size	企业规模	总资产的自然对数
Lev	债务水平	总负债与总资产之比
Roa	盈利能力	总资产报酬率
Cash	自由现金流	经营活动现金流与总资产之比
Growth	成长性	主营收入增长率
Cinten	资本密集度	固定资产与总资产之比
Age	上市年限	公司上市截止研究年度时间跨度
Top1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量与总股份之比
Board	董事会规模	董事会人数
Dual	二职合一	董事长兼任CEO取值1,否则为0
Indep	独董比例	独立董事人数与董事会人数之比
Mhold	管理层持股	管理层持股取值1,否者为0
Pay	高管薪酬	前三位高管薪酬的自然对数
Soe	企业性质	国有产权取值1,否则取0
GDP	经济增长率	统计年鉴的年度GDP增长率

表2 主要变量的描述性统计

变量名称	观察值	平均值	标准差	最小值	最大值
Fin	19483	0.0743	0.106	0	0.544
Loss	19483	0.0251	0.157	0	1
Smooth	19483	0.493	0.500	0	1
Diff	19483	0.007	0.236	-0.671	0.282
Size	19483	21.71	1.278	18.83	26.30
Lev	19483	0.502	0.251	0.049	1.655
Cash	19483	0.165	0.125	0.001	0.715
Roa	19483	0.035	0.081	-0.360	0.251
Cinten	19483	0.266	0.182	0.00226	0.760
Age	19483	11.40	5.302	-2	27
Board	19483	9.090	1.906	5	15
Growth	19483	0.213	0.621	-0.735	4.464
Indep	19483	0.357	0.061	0	0.556
Pay	19483	13.68	0.937	9.038	17.351
Top1	19483	36.39	15.69	8.910	75.821
Dual	19483	0.193	0.395	0	1
Mhold	19483	0.734	0.442	0	1
Soe	19483	0.486	0.500	0	1
GDP	19483	9.290	2.006	6.900	14.20

营回报。其他控制变量的中位数和均值较为接近，基本服从正态分布。

## 二、实证结果分析

表3报告了模型的主要回归结果。分析中控制了年度和行业，并对公司层面进行Cluster处理，控制公司层面自相关影响。模型中多数控制变量都具有统计显著性，证明了相关控制变量选取非常必要。模型1中Loss系数为0.032，在1%水平上显著为正，表明通过投资收益实现扭亏的公司金融化水平更高。模型2中Smoth的系数在1%水平上显著为正数，回归系数为0.029，说明通过投资收益实现利润平滑与公司金融资产比例显著正相关，模型1和模型2结果支持假设1，表明公司金融化能够实现扭亏和平滑利润等盈余管理目的。模型3中Diff系数为0.188，且在1%水平上具有统计显著性，这意味着金融行业和公司自身盈利能力之间利差越大，金融资产比例越高，表明行业利差吸引公司参与金融活动，通过赚取利差进行金融套利是公司金融化的重要驱动因素，回归结果支持了研究假设2。模型4中从回归系数经济意义来看，LOSS系数不在显著，而Diff系数绝对值远远高于Loss和Smooth回归系数绝对值，这表明相比较于盈余管理而言，金融套利对公司金融化影响效用更强。其他控制变量来看，规模大的公司，

表3 基本模型的多元回归结果

	模型1	模型2	模型3	模型4
变量	Fin	Fin	Fin	Fin
Loss	0.032*** (3.17)			0.014 (1.40)
Smooth		0.029*** (13.80)		0.024*** (12.05)
Diff			0.188*** (8.54)	0.155*** (7.40)
Size	-0.002 (-0.94)	-0.003 (-1.30)	-0.003* (-1.69)	-0.003* (-1.66)
Lev	-0.098*** (-8.84)	-0.090*** (-8.41)	-0.096*** (-9.03)	-0.092*** (-8.64)
Cash	-0.198*** (-13.19)	-0.191*** (-13.11)	-0.185*** (-12.96)	-0.183*** (-12.97)
Roa	-0.052** (-2.56)	-0.014 (-0.68)	0.029 (1.42)	0.052** (2.53)
Cinten	-0.223*** (-15.58)	-0.217*** (-15.65)	-0.219*** (-15.88)	-0.216*** (-15.90)
Age	0.005*** (13.49)	0.005*** (13.27)	0.005*** (13.52)	0.005*** (13.28)
Board	-0.002* (-1.79)	-0.002* (-1.89)	-0.002* (-1.68)	-0.002* (-1.78)
Growth	-0.012*** (-8.52)	-0.012*** (-8.73)	-0.015*** (-10.36)	-0.015*** (-10.50)
Indep	0.025 (0.87)	0.021 (0.76)	0.023 (0.82)	0.020 (0.73)
Pay	0.001 (0.36)	0.002 (0.58)	0.005** (1.99)	0.005** (2.06)
Top1	0.000 (0.34)	0.000 (0.32)	0.000 (0.63)	0.000 (0.58)
Dual	-0.004 (-1.20)	-0.004 (-1.12)	-0.004 (-1.04)	-0.003 (-1.00)
Mhold	0.006* (1.66)	0.005 (1.62)	0.007** (2.01)	0.006* (1.87)
Soe	0.002 (0.60)	0.002 (0.49)	0.001 (0.37)	0.001 (0.32)
GDP	0.020*** (7.52)	0.020*** (7.59)	0.026*** (9.20)	0.025*** (9.07)
行业/年度	控制	控制	控制	控制
_cons	0.008 (0.14)	-0.002 (-0.03)	-0.076 (-1.35)	-0.084 (-1.52)
N	19483	19493	19483	19483
R <sup>2</sup>	0.262	0.276	0.278	0.289

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表在在1%、5%和10%水平上显著，括号内为T值。

金融化水平较低；负债水平与公司金融化负相关，原因可能是资产负债率较高的公司其财务状况也较差，缺乏资金配置金融资产，反之，负债较低预示公司财务状况不错的，则有利于增加金融资产；现金持有水平与公司金融化负相关，表明金融资产和现金持有水平之间具有替代关系；公司上市时间越长，金融化水平越高，原因在于上市时间越长，公司投资利润率越可能从初期的高回报率趋向回归均值，随着自身盈利水平下降可能转而选择投资金融资产；公司固定资产投资水平与金融化显著负相关，表明金融投资挤占了实体投资。其他控制变量不再累述。

综合上述检验结果，扭亏动机和平滑收益等盈余管

理动机是公司金融化的影响因素，而套利驱动公司金融化效应更强。

### 三、拓展性分析

#### 1. 成长能力、市场竞争与公司金融化

根据前文结论，我们可以进一步推测，如果公司经营良好、实业盈利能力较佳、且具有较强的未来成长空间，则利润差距将缩小，公司金融套利获益空间缩减，机会成本增加。因此，可以预计，公司成长能力越强，公司金融化水平越低；公司主要业务盈利性越高，金融化水平越低；其次，同样道理，市场竞争也会影响公司金融化水平，公司所在行业竞争直接影响其盈利能力，竞争压力越大，公司金融化水平越高。本文在模型中分别引入主营业务增长率Mgrows刻画公司经营成长性，主营业务利润率Mroa刻画公司主营业务盈利能力，赫芬达尔指数HHI反映行业产品竞争程度，具体检验结果见表4。检验结果显示，主营业务增长率Mgrows和主营业务利润率Mroa回归系数均在1%水平显著为负数，证实了上述预测。交叉项Diff×HHI系数显著为负数，说明随着市场竞争的加剧，公司金融化套利动机愈加强烈，原因在于激烈的竞争进一步挤压了实体业利润空间。这进一步表明，追逐利差的金融套利确实驱动了公司金融化行为。

#### 2. 金融资产类别与金融套利

前文研究结果支持了公司金融化的金融套利动机强于盈余管理动机，但考虑到金融资产流动性存在差异，交易性金融资产等流动性较强，转换成本较低低，交易

表4 进一步检验结果：成长性、市场竞争的影响

	模型4	模型5	模型6
变量	Fin	Fin	Fin
Diff	0.1674*** (8.12)		
HHI	-0.0802* (-1.65)		
Diff×HHI	-0.0961* (-1.92)		
Mgrows		-0.1585*** (-7.80)	
Mroa			-0.0035*** (-4.32)
控制变量	控制	控制	控制
_cons	-0.0909 (-1.58)	-0.0346 (-0.62)	0.0272 (0.49)
N	16845	16845	16808
R <sup>2</sup>	0.2541	0.2542	0.2368

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表在在1%、5%和10%水平上显著，括号内为T值，限于篇幅仅报告主要变量回归系数，其他控制变量略，因新自变量取值，样本量有所减少，下同。

也较为频繁，且波动性大，风险较高，根据经典财务理论，公司配置这类金融资产可能主要出于现金替代，获取收益而投资性房地产、长期债券投资和长期股权投资等金融资产流动性相对较弱，转换成本也更高，因此可以推测公司可能更是出于金融套利目的而配置此类资产。我们采用MFin和IFin分别代表交易性金融资产占总资产比例和长期性金融资产占总资产比例，表5报告了相应检验结果，模型7中Diff系数不再显著，而模型8中Diff系数显著为正数，这意味着金融套利主要通过长期性金融资产发挥作用，这表明金融套利带来的影响具有长期性，并非一时之计。而持有交易性金融资产的套利动机不明显，可能更多出于预防储备性动机。

#### 3. 高管金融投资背景与公司金融化

公司经营决策依赖于公司高管决策和执行，高管背景特征不可避免影响公司投融资行为，我国上市公司中普遍存在聘请具有特定背景人士担任公司高管，意在利用他们的社会关系资源为公司谋利。近年来，具有金融投资背景的高管颇受青睐。那么，具有金融投资背景的高管是否会强化公司金融化的套利动机呢？我们以高管

表5 进一步检验：金融资产类型的回归结果

变量	模型7	模型8
	MFin	IFin
Diff	0.001 (0.44)	0.158*** (8.18)
控制变量	控制	控制
_cons	-0.028*** (-4.72)	-0.062 (-1.15)
N	17893	17893
R <sup>2</sup>	0.038	0.279

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表在在1%、5%和10%水平上显著，括号内为T值，限于篇幅仅报告主要变量回归系数，控制变量略。

表6 进一步检验：金融投资背景高管与加负债杠杆回归结果

变量	高管金融投资背景	负债加杠杆
	Fin	Fin
Ddebt		0.012* (1.69)
Sec	0.008** (2.18)	
控制变量	控制	控制
行业/年度	控制	控制
_cons	-0.111 (-1.04)	0.087*** (3.37)
N	15050	15079
R <sup>2</sup>	0.249	0.256

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表在在1%、5%和10%水平上显著，括号内为T值，限于篇幅仅报告主要变量回归系数，其他控制变量略。

任职经历中是否有在证券投资公司从事投资业务来界定高管的金融投资背景，然后从高管简历中检索整理出高管是否金融投资背景的相关信息，设置高管是否具有金融投资背景的变量Sec作为解释变量，检验高管金融投资背景是否会提高金融资产比例。表6第2列结果显示金融资产比例与高管金融投资经历在5%水平上显著性正相关，表明高管金融投资经历进一步推高了金融投资水平。单变量分组检验也显示具有金融投资背景样本组的金融化程度更高，表明相对于高管没有金融投资背景的公司来说，高管具有金融投资背景的公司套利动机更强。

#### 4. 负债加杠杆与公司金融化

本文研究表明，金融业的高额利润吸引实体公司进行金融套利活动。那么，进一步考虑，公司是否会采用增加负债的加杠杆方式提高金融化程度来扩大套利规模以博取更多收益？本文引入公司负债水平前后年度增加值Ddebt刻画这种负债加杠杆行为，检验结果见表6第3列。Ddebt系数为0.012，显著性水平10%，这意味着一定程度上公司确实存在以增加负债的加杠杆方式来提高金融资产配置程度以博取更多收益的现象。

#### 5. 应计盈余管理与公司金融化

前文研究表明盈余管理是驱动公司金融化的影响因素之一，公司进行盈余管理的方式一般有两种：一是运用会计方法调整实施应计盈余管理，一是采用真实交易行为实施真实盈余管理。已有文献发现，无论盈余管理动机如何，公司都会使用上述两种方式，且彼此存在替代关系。金融套利与盈余管理均是为了改善企业短期业绩，金融套利本质上也是一种真实盈余管理行为，选择何种盈余管理方式取决于成本收益权衡，应计盈余管理主要依赖帐目调整，如果独立会计师和监管层不认同会计事项的有关判断和预测，则公司可能面临惩戒风险。而公司金融化改善短期业绩需要挤占资源、也存在一定盈利风险，但是，正如前文所言，现阶段实体企业利润普遍低下，实体投资意愿低迷，相反金融投资收益丰厚，因而公司更偏向于选择真实盈余管理方式，金融化就是一种理想的方式，因此，可以预计金融化程度高的公司具有更低的应计盈余管理水平。我们以修正的Jones模型计算可操控应计利润DA来度量应计盈余管理作为被解释变量，以前述公司金融化水平Fin为解释变量，并细分为交易性金融资产占比MFin和

表7 进一步检验：应计操控性盈余水平与公司金融化的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	DA	DA	DA
Fin	-0.033*** (-2.80)		
MFin		-0.077 (-0.93)	
IFin			-0.034*** (-2.78)
Size	0.006*** (5.22)	0.006*** (5.31)	0.006*** (5.22)
Lev	-0.062*** (-9.69)	-0.060*** (-9.45)	-0.062*** (-9.70)
控制变量	控制	控制	控制
行业/年度	控制	控制	控制
_cons	-0.149*** (-4.70)	-0.152*** (-4.78)	-0.148*** (-4.67)
N	17890	17890	17890
R <sup>2</sup>	0.032	0.032	0.032

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表在在1%、5%和10%水平上显著，括号内为T值，限于篇幅仅报告主要变量回归系数，其他控制变量略。

长期金融资产占比IFin，以前述公司规模、负债水平、独立董事比例等财务变量和公司治理变量为控制变量，相关回归结果见表7。结果显示，公司金融化Fin系数显著负相关，表明金融化程度较高公司具有较低的应计盈余管理水平，公司金融化作为真实盈余管理方式一定程度上替代了应计盈余管理行为。其中，IFin系数显著负相关，MFin系数不显著，表明公司主要通过投资长期金融资产实施套利来替代应计盈余管理，与前文结果较一致。

#### 6. 区域不平衡与企业金融化

我国经济发展长期存在区域不平衡问题，虽然总体经济保持较快增长，但是由于政策优惠和区域资源禀赋等差异，造成各地经济发展的不平衡，东、中、西部的市场化程度、法律法规执行力度等存在很大区别，这在一定程度也可能形成公司金融化行为的区域性差异，因此我们参考彭俞超等划分(2018)<sup>[19]</sup>做法，将样本分成东部和中西部子样本以考察地域差异。回归结果见表8(1)(2)，结果显示中西部地区扭亏动机比东部较明显，平滑动机和套利动机则不同区域仍旧是在1%水平显著为正，而且Diff系数中西部地区的绝对值更大，表明中西部区域的企业更倾向于投资金融活动，显示了区域确实存在差异。进一步，经济发展的不平衡具体体现为东、中、西部的市场化程度、法律法规的执行力度等方面的差异，我们按照樊纲市场化程度水平的中位数将样本分为市场化水平高和市场化水平低两组子样本进行检验，结果见

表8 进一步检验：企业金融化区域差异的回归结果

变量	(1)市场化程度低	(2)市场化程度高	(3)中西部	(4)东部
	Fin	Fin	Fin	Fin
Loss	0.036** (2.35)	-0.011 (-0.81)	0.037** (2.24)	-0.000 (-0.03)
Smooth	0.017*** (5.96)	0.027*** (8.31)	0.018*** (5.72)	0.026*** (9.06)
Diff	0.169*** (6.08)	0.086*** (2.88)	0.174*** (5.88)	0.094*** (3.55)
Size	-0.002 (-0.77)	-0.001 (-0.25)	-0.001 (-0.26)	-0.003 (-1.13)
Lev	-0.079*** (-5.36)	-0.097*** (-5.57)	-0.077*** (-4.84)	-0.095*** (-6.38)
Cash	-0.121*** (-6.15)	-0.157*** (-8.00)	-0.114*** (-5.32)	-0.151*** (-8.63)
Growth	-0.001 (-0.33)	-0.006** (-1.97)	-0.001 (-0.40)	-0.005** (-2.07)
Cinten	-0.152*** (-8.09)	-0.220*** (-10.83)	-0.148*** (-7.02)	-0.216*** (-11.96)
Age	0.004*** (7.07)	0.006*** (10.28)	0.004*** (6.17)	0.005*** (11.03)
Broad	-0.002** (-1.99)	-0.002 (-1.57)	-0.003** (-2.32)	-0.002 (-1.08)
Indep	0.038 (0.99)	-0.011 (-0.22)	0.045 (1.03)	-0.009 (-0.22)
Pay	0.004 (1.02)	-0.003 (-0.73)	0.005 (1.19)	-0.000 (-0.12)
Top1	-0.000 (-1.55)	0.000 (0.49)	-0.000* (-1.86)	0.000 (1.00)
Dual	-0.004 (-0.84)	-0.004 (-0.68)	-0.005 (-0.90)	-0.001 (-0.18)
Mhold	0.005 (1.19)	0.011** (1.98)	0.006 (1.36)	0.007 (1.54)
Soe	-0.011** (-2.10)	0.012* (1.89)	-0.013** (-2.16)	0.011* (1.87)
GDP	0.027*** (6.07)	0.016*** (3.59)	0.028*** (6.05)	0.018*** (4.48)
年度行业	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.105 (-1.22)	0.051 (0.58)	-0.160* (-1.68)	0.042 (0.56)
N	7436	7299	6417	9191
R <sup>2</sup>	0.215	0.302	0.214	0.292

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表在1%、5%和10%水平上显著，括号内为T值，限于篇幅仅报告主要变量回归系数，其他控制变量略。

表8(3)(4)，检验结果与东部和中西部分组子样本回归较为一致，共同验证了区域差异的存在。究其原因在于中西部地区地理环境相对恶劣，各种制度环境劣于东部，经济发展水平相对滞后，因此，实业投资更不理想，而投资金融市场则不太受到上述因素约束，因此，中西部区域企业金融投资比实业投资更活跃。

### 7. 业绩波动与公司金融化

前文研究发现公司金融化存在利润平滑动机，据此可以预测，金融化程度高的公司将具有较低的业绩波动性，我们采用总资产报酬率 $roa$ 和净资产收益率 $roe$ 的5年移动标准差的 $Wroa$ 和 $Wroe$ 度量业绩波动性作为被解释变量，以滞后一期的金融化 $Fin$ 为解释变量来检验公司金融

化与业绩波动之间的关系，结果显示公司金融化与业绩波动显著负相关，公司金融化降低了业绩波动，这意味着业绩平滑动机的公司金融化行为确实发挥了功效，也从另一个侧面证实了公司金融化的平滑利润行为。

### 四、稳健性检验

为检验本文研究结论的稳定性，我们又进行了以下稳健性检验，限于篇幅具体回归结果省略。

(1)考虑到样本公司的个体差异性和时间跨度，控制公司层面的面板数据固定效应模型进行回归分析，主要研究结论依然成立。

(2)考虑到有不少公司未配置金融资产(因变量 $Fin$ 为0)，且变量 $Fin$ 下限也为0，故选用左截尾Tobit模型进行回归分析，主要研究结论不变。

(3)考虑到2008年金融危机和2012年欧洲债务危机的冲击，我们剔除危机期间的观测值进行检验，研究结论未改变。

(4)公司对相关和不相关业务进行的并购投资到底属于实业投资还是金融投资，实践中难以准确区分，因此，我们将相应投资形成的金融资产剔除后进行检验，结果依然成立。

## 研究讨论与结论启示

近年来，上市公司金融投资热情持续高涨，呈现明显的金融化特征，并为决策层关注，如何理解这一现象行为需要深入挖掘背后的动机，为治理过度金融化行为提供依据。

本文以中国A股非金融上市公司为样本检验公司金融化的动机。研究发现，当前我国在实体经济普遍面临利润下降、经营遇到诸多困境的情况下，金融行业依然能尽享超额回报，众多非金融公司为了实现金融套利倾向于投资金融业务，提高金融资产比例；同时，公司金融投资还可以实现扭亏和平滑利润等盈余管理效应。此外，本文还发现配置长期金融资产的套利动机强于短期金融资产，而公司高管具有金融投资专业任职经历的公司上述金融套利动机更显著；公司金融化存在区域差异，市场化程度相对低的中西部地区公司更倾向于金融投资；公司金融化挤出了资本投资；公司还利用增加负债加杠杆方式扩大套利收益。这些发现从金融套利角度



为近年来我国金融化现象提供了微观层面的证据，丰富了公司金融化的研究文献。但由于数据可得性的限制，短期投资(交易性金融资产)年度内可能交易次数较多，也可能存在期末有目的的调控，采用金融资产占总资产比例刻画金融化行为可能存在一些误差，如何更准确度量企业金融化可能是继续探索的路劲之一。其次，套利本质是利用不平衡性来获取利润的行为，实体公司跨地区金融套利行为研究等问题也有待于进一步研究。

国外经验表明，过度金融化有可能不利于实体经济发展，特别是在我国人口和资源红利逐渐消失、企业普

遍面临技术和市场瓶颈等多重压力下，资金过多流入金融领域不利于实体企业转型和发展。因此，本文研究为当下金融行业乱象治理提供了实证依据，其政策含义是金融行业的超额回报侵蚀了本该进入实体经济的稀缺资源，不利于实体经济长期增长，改变金融行业垄断地位，逐步实现行业利润率均衡有助于抑制一些企业偏离主营业务而进行金融套利的机会主义行为，有利于各行业健康发展，保障国民经济运行有序运行。 ■

[基金项目：安徽省社科规划项目：基于演化博弈的政府行为不确定性与企业研发投资互动机制研究(AHSKY2016D10)；安徽省教育厅人文社科重点项目：政府创新补贴的扭曲效应及制约机制研究(SK2015A213)]

### 参考文献：

- [1] 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.
- [2] Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting[J]. Journal of Accounting & Economics, 2004, 40(1): 3-73.
- [3] L Davis. Financialization and the Nonfinancial Corporation: An Investigation of Firmlevel Investment Behavior in the U.S 1971-2011[R]. UMass Amherst Economics Working Papers, 2013, 86(273): 178-184.
- [4] Orhangazi. 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, 32, (6): 863-886.
- [5] Verrecchia R E. Essays on disclosure[J]. Journal of Accounting & Economics, 2001, 32(1-3): 97-180.
- [6] 胡聪慧, 燕翔, 郑建明. 有限注意、上市公司金融投资与股票回报率[J]. 会计研究, 2015, (10): 82-88.
- [7] 韩燕, 崔鑫, 郭艳. 中国上市公司股票投资的动机研究[J]. 管理科学, 2015, (07): 120-131.
- [8] 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, (01): 181-194.
- [9] 江春, 李巍. 中国非金融企业持有金融资产的决策因素和含义: 一个实证调查[J]. 经济管理, 2013, (07): 13-23.
- [10] 魏涛, 陆正飞, 单宏伟. 非经常性损益盈余管理的动机、手段和作用研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2007, (01): 113-121.
- [11] 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, 2016, (06): 111-128.
- [12] 谢家智, 江源, 王文涛. 什么驱动了制造业金融化投资行为——基于A股上市公司的经验证据[J]. 湖南大学学报, 2014, (04): 23-29.
- [13] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨筝. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新? [J]. 南开管理评论, 2017, (02): 155-166.
- [14] 吴战麓, 罗绍德, 王伟. 证券投资收益的价值相关性与盈余管理研究[J]. 会计研究, 2009, (06): 42-49.
- [15] 叶建芳, 周兰, 李丹蒙, 郭琳. 管理层动机、会计政策选择与盈余管理——基于新会计准则下上市公司金融资产分类的实证研究[J]. 会计研究, 2009, (03): 25-30.
- [16] 张军, 丁丹. 中国金融改革是否缓解了企业的融资约束? [J]. 中国金融评论国际学术研讨会, 2008.
- [17] 张瑾, 胡奕明. 上市公司经营活动状况对金融资产规模影响探究[J]. 西南民族大学学报(自然科学版), 2013, (05): 25-34.
- [18] 张成思, 张步昙. 再论金融与实体经济: 经济金融化视角[J]. 经济学动态, 2015, (06): 57-66.
- [19] 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, (01): 137-155.

### (上接第11页)

- [28] 尚会君, 刘长翠, 耿建新. 我国企业环境信息披露现状的实证研究[J]. 环境保护, 2007, (08): 15-21.
- [29] 沈洪涛, 黄珍, 郭昉汝. 告白还是辩白——企业环境表现与环境信息披露关系研究[J]. 南开管理评论, 2014, 17(02): 56-63+73.
- [30] 沈洪涛, 李余晓璐. 我国重污染行业上市公司环境信息披露现状分析[J]. 证券市场导报, 2010, (06): 51-57.
- [31] 沈洪涛, 刘江宏. 国外企业环境信息披露的特征、动因和作用[J]. 中国人口·资源与环境, 2010, (S1): 76-80.
- [32] 汤亚莉, 陈自力, 刘星, 李文红. 我国上市公司环境信息披露状况及其影响因素的实证研究[J]. 管理世界, 2006, (01): 158-159.
- [33] 唐国平, 李龙会, 吴德军. 环境管制、行业属性与企业环保投资[J]. 会计研究, 2013, (06): 83-89.
- [34] 万华林, 陈信元. 治理环境、企业寻租与交易成本——基于中国上市公司非生产性支出的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2010, 9(02): 553-570.
- [35] 王小鲁, 樊纲, 余静. 中国分省市场化指数2016年报告[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [36] 肖华, 张国清. 公共压力与公司环境信息披露[J]. 会计研究, 2008, (05): 15-22.
- [37] 姚圣, 周敏. 政策变动背景下企业环境信息披露的权衡: 政府补助与违规风险规避[J]. 财贸研究, 2017, 28(07): 99-110.
- [38] 张齐建, 于连超, 毕茜, 潘俊. 媒体监督、环境规制与企业绿色投资[J]. 上海财经大学学报, 2016, 18(05): 91-103.
- [39] 张同斌. 提高环境规制强度能否“利当前”并“惠长远” [J]. 财贸经济, 2017, 38(03): 116-130.
- [40] 郑建明, 许晨曦, 张伟. 放松卖空管制与企业环境信息披露质量——基于重污染企业的准自然实验[J]. 中国软科学, 2017, (11): 111-125.
- [41] 周守华, 陶春华. 环境会计: 理论综述与启示[J]. 会计研究, 2012, (02): 3-10+96.