

“新瓶装旧酒”还是“旧貌换新颜”： 地方金融监管与企业金融化

李明蕊¹ 陈昱燃² 何尧² 宋全云²

(1.暨南大学经济学院, 广东 广州 510632; 2.西南财经大学金融学院, 四川 成都 611130)

摘要: 强化地方监管职能是深化金融体制改革、提升金融服务实体经济质效的重要举措。本文以2018年省级地方金融监管局的设立为准自然实验, 采用2015—2021年A股上市公司年度数据, 考察地方金融监管的去金融化效应。研究发现:

(1) 地方金融监管局的设立可以有效抑制企业金融投机活动。(2) 异质性分析发现, 去金融化的作用主要体现在金融分权水平较高、监管竞次意愿较低、法治水平较高的地区以及具有金融背景的高管占比较高、非公有制属性的企业。(3) 机制分析表明, 对内强化监管治理体系以“堵塞”企业金融投机渠道、对外巩固发展职能以“疏通”滴灌实体经济渠道是这一抑制作用的两条路径。此外, 本文验证了地方金融监管有助于抑制企业的“实体中介”动机, 进而降低企业金融资产持有水平。本文为“条块关系”下地方金融监管相关研究提供了新的视角, 也为全面提升金融风险防控能力、促进金融高质量发展、建设金融强国提供了学理支持与决策参考。

关键词: 金融监管; 金融稳定; 实体企业; 民间金融

Abstract: Strengthening local regulatory functions is an important measure to deepen the financial system reform and improve the quality and efficiency of financial services for the real economy. This paper takes the establishment of provincial-level local financial regulatory bureaus as a quasi-natural experiment and uses annual data of A-share listed companies from 2015 to 2021 to examine the de-financialization effect of local financial regulation. The study finds that (1) the establishment of local financial regulatory bureaus can effectively inhibit corporate financial speculation activities. (2) The heterogeneity analysis finds that the de-financialization effect is mainly reflected in areas with higher levels of financial decentralization, lower willingness for regulatory competition, and higher levels of legal development, as well as in enterprises with a higher proportion of executives with financial background and non-state-owned enterprises. (3) The mechanism analysis shows that strengthening the regulatory governance system internally to “block” corporate financial speculation channels and consolidating development functions externally to “unclog” the drip irrigation channel for the real economy are two pathways for this suppressive effect. In addition, this paper verifies that local financial regulation helps to suppress enterprises’ motives for acting as “entity intermediaries,” thereby reducing the level of enterprises’ financial asset holdings. This paper provides a new perspective for the research on local financial regulation under the “block relationship” and provides theoretical support and decision-making reference for comprehensively improving the ability of financial risk prevention, promoting the high-quality development of finance, and building a financially robust country.

Key words: financial regulation, financial stability, entity enterprise, informal finance

作者简介: 李明蕊, 女, 暨南大学经济学院博士生, 研究方向: 金融体制改革、区域经济发展。陈昱燃(通讯作者), 西南财经大学金融学院博士生, 研究方向: 商业银行经营管理、家庭金融。何尧, 西南财经大学金融学院博士生, 研究方向: 数字金融、金融发展。宋全云, 女, 经济学博士, 西南财经大学金融学院副教授、博士生导师, 研究方向: 家庭金融。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

一、引言

近年来，我国实体企业金融化现象突出。同时，企业杠杆率持续攀升，成为制约我国经济高质量发展的瓶颈。企业杠杆率高与企业金融化二者存在紧密联系，有学者发现实体企业以抬高杠杆的方式进行跨行业套利，使其偏离主营业务(王红建等，2016)。长此以往，不仅加剧了金融资源的无效配置，还显著抬高了实体经济的运行成本，极易诱发系统性金融风险。在此背景下，研究遏制企业金融投机行为的有效机制，对引导金融更好地服务实体经济具有重要意义。

党的二十大报告指出，要加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管。这表明，深化金融体制改革，增强金融监管力度，已成为加快构建新发展格局、推动经济高质量发展的内在要求。目前，我国现行金融监管体系存在一些问题：一方面，囿于监管半径所限，中央政府难以对地方实施有效的监管引导，导致央地监管目标异化(陈斌彬，2020)；另一方面，地方金融监管权责划分不明确，导致监管真空和监管重叠并存，提高了监管成本且降低了监管效率(李有星和潘政，2023；唐皇凤和崔洋，2024)。因此，完善地方金融监管体制迫在眉睫。

2017年7月，第五次全国金融工作会议要求，地方政府在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任。2018年，各省地方金融办公室集中升格为地方金融监督管理局(以下简称地方金融监管局)，承担“7+4”类金融组织的监督管理职责¹，进一步明确了地方金融监管范围。地方金融体制改革使得地方金融监管局同时具备金融发展权与金融监督权，形成“一班人马、两张牌子”的管理体系，面临着既是运动员又是裁判员的困境。地方金融监管体制改革对企业金融化可能存在两种相反的效应：一方面，从金融发展视角来看，地方金融监管缺乏独立性以及问责机制薄弱(Fabrizio et al., 2007; Jindal and Nilakantan, 2022)，极易引发政治捕获和政府激励扭曲(Palmer and Cerruti, 2009)，进而加剧企业金融投机倾向，导致地方金融监管局的设立可能是监管体制的“新瓶装旧酒”。另一方面，从金融监管视角来看，由于权责对等，地方政府

积极填补纵向监管体系中地方监管力量的薄弱环节，强化监管职能的同时有序引导金融发展，推动监管目标趋同，助力实体企业降低金融资产持有水平。因此，地方金融监管局的设立可能是监管体制的“旧貌换新颜”。

那么，地方金融监管局的设立与实体经济金融化之间是什么关系？在具有何种特征的地区和企业中这一改革更有效？其影响机制是什么？对上述问题的深入探究，将有助于进一步完善地方金融管理体制，促进实体经济可持续发展。基于此，本文采用2015—2021年A股上市公司年度数据，考察地方金融监管的去金融化效应。与现有研究相比，本文边际贡献主要体现在以下三个方面：

第一，本文拓展了地方金融监管体制的研究视角。现有地方金融监管体制文献主要聚焦于理论辨析地方金融监管体制构建的利与弊(李有星等，2023)以及如何科学优化配置央—地金融监管权(陈斌彬，2020)。部分文献考察了地方金融监管的经济效应(张弘等，2019；邱新国和陈明兴，2021；马思超和彭俞超，2019)以及宏观层面金融强监管对企业经营绩效的影响(覃家琦等，2020；马亚明和杨兰，2022；李青原等，2022；马永强等，2024)。但鲜有研究基于微观视角考察地方金融监管与企业投资行为的关系。本文立足于深化金融体制改革的背景，从地方金融监管体制改革视角出发，将地方金融监管与企业金融化纳入同一分析框架，从理论和实证层面，系统考察了地方金融监管体制改革对企业金融化投资行为的影响。

第二，本文丰富了地方金融监管体系改革效果的评估方法。既有地方金融监管强度的研究主要采用地方金融监管支出或者地方监管机构招聘人数刻画，导致评估结果较为片面(邱新国和陈明兴，2021；马思超和彭俞超，2019)。省级地方金融监管局的设立为本文提供了理想的准自然实验条件。基于此，本文以其设立作为准自然实验，并采用双重差分模型，有效识别了地方金融监管与企业投资的因果关系，从而评估了地方监管体制改革的政策效果。考虑到受政策冲击影响的样本可能在某个时间段成为控制组，导致估计结果可能存在偏误，本文进一步采用培根分解对回归结果进行稳健性检验。

第三，本文结论具有一定的现实意义。现有文献证实了金融监管通过影响企业不确定性和减少非正规信贷供给，进而影响企业金融化投资行为(马思超和彭俞超，

2019; 史建平等, 2021)。地方金融监管局的设立, 使得监管主体的权责和范围得到进一步明确, 但地方政府是否会监管与发展并重, 仍是一个值得探讨的问题。本文基于监管体制改革的特点, 分析了地方金融监管对企业金融化投资行为的影响及影响机制, 有助于深入理解监管体制改革如何在促进地方经济发展的同时, 防范金融风险, 推动经济可持续增长。

二、文献综述

“金融监管地方化”是我国针对金融发展新形势提出的一个特定概念。作为本土性问题, 鲜有国外学者对“地方金融监管”进行专门讨论。尽管如此, 国外部分学者探讨了金融市场信息不对称、负外部性、金融危机风险等市场失灵问题, 并深入分析了金融监管的局限性和必要性(Quintyn and Taylor, 2003; Reinhart and Rogoff, 2008)。

目前, 我国已初步构建中央为主、地方为辅的双层金融监管体制, 地方政府在中央事权委托下承担属地金融监管和风险处置职责(李有星和潘政, 2023)。关于地方金融监管的研究, 现有文献主要从理论层面辨析双层金融监管体制的有效性以及如何构建行之有效的地方金融监管体系, 这些研究视角包括地方金融监管的独立性(范从来等, 2022)、央地监管协调分工(陈斌彬, 2020)以及监管强度等(杨松, 2022)。然而, 关于地方金融监管对社会经济发展影响的实证分析仍处于起步阶段。邱新国和陈明兴(2021)采用省级地方政府金融监管支出与一般预算支出之比表征地方金融监管力度, 实证考察了地方金融监管对区域金融发展的影响, 结果表明地区金融监管与区域金融发展水平呈现U形关系。张弘等(2019)分别以省级综合部门监管、金融办监管代表两类不同的监管体制, 从金融供给、需求两侧考察监管部门的差异对担保行业的影响。结果表明, 金融办相较于综合管理部门具有更强的监管独立性, 有助于担保行业发展。马思超和彭俞超(2019)采用地方银监会招聘人数刻画地方金融监管强度, 研究结果表明金融强监管对企业金融化行为具有显著抑制作用。

关于企业金融化的研究主要有以下两个方面: 一是企业金融化的成因, 包括蓄水池理论中的预防性储蓄(胡奕明等, 2017; Stulz, 2022)、投资替代理论中的获取高

额利润(张成思和张步昙, 2016; Demir, 2009; 徐朝辉和王满四, 2022)以及充当高风险企业和银行二者间“实体中介”以赚取差额(Du et al, 2017)。二是非金融企业金融化的途径, 包括直接持有金融资产(张成思和张步昙, 2016), 委托贷款和委托理财(吴立力, 2021), 以及依托民间类金融机构或者出资设立小额贷款公司, 充当中介角色(马思超和彭俞超, 2019)。

三、政策背景与机制分析

(一)政策背景

改革开放前, 即计划经济时期, 我国基本形成了以人民银行为核心的集中的金融体系。中国人民银行不仅承担中央银行的职能, 作为监管机构进行宏观调控, 而且还作为商业银行开展存款和贷款等业务。由于金融业务相对单一, 因而当时的金融监管体系也形成了以中国人民银行为单一主体的金融集中管理体制。

改革开放后, 我国逐步确立了社会主义市场经济体制, 这极大地促进了中国金融业的发展, 也对金融市场体制和机制提出了更高的要求。同时, 我国的金融监管体系呈现明显的阶段性特征。在改革开放初期, 我国实施了以放权让利为初始条件的金融改革。然而, 地方政府常常利用分权过程中获得的权力, 对国家金融市场体系形成不同程度的侵蚀和破坏, 引发了地方保护主义、金融市场割裂、金融秩序混乱和风险爆发等问题。为应对这一局面, 1993年12月25日国务院发布了《关于金融体制改革的决定》, 标志着中央政府开始全面上收金融资源配置和监管权力, 重新建立起中央集权的金融监管体系。1993—2003年, 我国陆续出台了不同行业的金融监管法律, 并先后成立了证监会、保监会和银监会, 最终形成了“一行三会”分业监管体系。

然而, 分业监管和中央垂直监管体系也存在一定问题。由于具有信息优势和执法资源的地方政府并非合法的监管主体, 作为合法监管主体的中央金融监管机构既面临鞭长莫及的困境, 又受到分业监管体制的制约, 导致监管权限不够明确。这种情况使得大量金融活动、金融组织脱离了中央政府和地方政府监管, 形成了“体外循环”, 破坏了国家的金融稳定, 滋生了金融风险。因此, 为加强金融市场的有效治理, 2003年国务院在《关

于印发深化农村信用社改革试点方案的通知》中，将农村信用社的风险救助责任下放给地方政府。2013年，商务部印发《融资租赁企业监督管理办法》，规定省级商务主管部门负责监管本行政区域内的融资租赁企业。此后，中央通过政策文件和规范性文件将部分金融组织监管权交由地方政府。2017年，第五次全国金融工作会议召开，将“地方金融监管”正式纳入官方话语体系。

近年来，我国金融市场结构发生了深刻变化，地方金融迅猛发展的同时出现了监管滞后与监管真空，企业抬高杠杆率进行金融投资，以期获取高额收益。长此以往，这可能引发实体经济空心化和虚拟经济泡沫化。究其原因，主要在于权责不明确。具体而言，地方行使了事实性金融监管权，而风险处置责任却交由中央及所属监管机构承担，形成地方金融监管机构“有权无责”的局面。中央的隐性兜底导致地方金融监管权沦为地方政府融资工具，严重影响区域金融稳定。为此，中央逐渐将风险处置责任下放至风险发生地，明确法定风险处置责任归属于地方政府，而法定地方金融监管权归属于中央。然而，权责不对等使得地方参与金融监管“有责无权”，这直接导致了地方金融风险事件层出不穷。

为弥补中央垂直金融监管体系之外地方金融监管主体缺失的问题，加之新型地方性金融组织和业态蓬勃发展需要相应的地方金融职能部门进行专业服务和监管，金融监管地方化势在必行。2017年第五次全国金融工作会议强调，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任。2018年，随着中央“三定”方案的公布，各省级政府陆续组建地方金融监管局，加挂地方金融办(即由原来的地方金融办加挂金融局的牌子更改为地方金融监管局加挂金融办的牌子，以下简称“办改局”)，背后隐含着中央与地方对金融稳定的重视，也意味着地方金融监管的职能不再局限于防控，而是涵盖了发展、增长、风险控制等。至此，中央—地方双层金融监管体制逐步得到规范和完善。

(二)机制分析

非金融企业利润积累的金融化是中国经济金融化的典型表现。众多学者认为，获利动机是非金融企业金融化的主要原因(张成思和张步昙，2016；马思超和彭俞

超，2019)。非金融企业获利渠道主要有两种：一是持有理财产品与金融产品等；二是通过小额贷款公司、财富管理公司等民间金融机构，将银行信贷资金转借给资金需求方，成为间接放贷主体。以金融渠道获利为动机的企业金融化投资，可能会导致企业对高杠杆形成路径依赖(刘贯春等，2022；侯伟凤和田新民，2023)，进而加剧资金在金融体系内的空转，甚至引发系统性金融风险。随着越来越多的实体企业参与金融投资活动，民间融资机构、小额贷款公司和互联网金融等新型金融组织迅速大量涌现，使得地方金融乱象层出不穷。面对这一局面，中央金融监管显得鞭长莫及，而具有信息与执法资源优势的地方政府却缺乏合法的监管权，导致地方金融监管主体缺位。地方金融“办改局”后，金融发展权与监督权同时嵌入地方金融监管局，形成“一班人马，两张牌子”的管理体系。本文认为，在这种架构下，地方金融监管局既承担监管职能(裁判员)，又承担推动金融发展的任务(运动员)。这种双重职能可能对企业的金融化倾向产生两种截然相反的影响。

1. “旧貌换新颜”：地方金融监管的去金融化效应

基于“守土有责”的政治逻辑，地方金融监管局的设立强化了双层监管体系中地方属地金融监管职责与风险处置责任，为遏制企业过度金融化提供了强有力的机制保障。地方金融监管局将“7+4”类金融机构纳入其属地监管范围，克服了地方政府与中央因目标、政策价值不协同而可能产生的不合作行为和抵触心态，加强了对地方新兴金融活动的有效监管(李有星等，2023)。一方面，中央、地方形成合力监管，防范银行信贷资金变相流入非正规金融市场。另一方面，地方金融监管局对民间投融资中介从事非法金融活动进行逐项排查，抑制资金充裕的企业将信贷资金出借给地方性金融机构以企图获取高额差价的动机。

地方金融监管不仅通过“堵塞”企业金融投资渠道来抑制企业的过度金融投资倾向，还通过“疏通”企业融资渠道以挤压企业的过度金融投资行为。从“堵塞”渠道来看，地方金融监管局主要通过集中监管和多级监管相结合，增强监管能力，有效堵塞企业的金融投资渠道。首先，地方金融监管局的设立使得地方金融监管权实现横向相对集中和平面化配置，以往多头并举的监管

体系转变为地方金融监管局的集中管理²，将分散在多个政府部门的监管职能集中纳入至地方金融监管局的职责范围，有助于提高地方金融治理水平和监管效率，规避因政出多门、各扫门前雪产生的监管真空与监管重叠。其次，各级政府通过设立地方金融监管部门，能够对辖区内地方金融活动进行有效监管，弥补了中央垂直监管覆盖范围不全面、纵向监管成本高昂等缺陷。

从“疏通”渠道来看，地方金融监管局设立后，考虑到权责对等的原则，地方政府积极协调金融发展和监管职能，形成了稳定金融三角关系。首先，地方金融监管局通过鼓励性措施推动小额贷款公司高质量发展，在提高门槛的同时，提供优质的金融服务。其次，地方金融监管局通过发挥金融发展职能，优化金融服务体系，推动企业融资增量降本。最后，地方政府还积极帮助企业更加有效地对接多层次资本市场，拓宽其融资渠道。随着企业受到的融资约束减少，其对非正规金融市场的依赖也随之降低，这有助于降低企业杠杆率，从而抑制企业金融化倾向。基于以上分析，本文提出如下假设：

H1a：设立地方金融监管局能够抑制企业金融投资行为。

2. “新瓶装旧酒”：地方金融监管的去金融化效应

如何帮助当地政府获取更多金融资源并拉动辖区经济增长，是金融办的核心目标。为配合地方政府筹集项目资本金，金融办在地方政府的指示下积极协调当地农信社、城商行、农商行等金融机构，为本地政府融资平台寻求资金支持。在地方政府要求下，本地金融办还要对融资平台发行的城投债等具有融资功能的影子银行产品予以支持。因此，这样可能会导致金融办的监管功能被削弱，监管业务形同虚设。

Masciandaro et al.(2008)指出，当监管体系独立于央行之外时，建立适当治理结构的可能性会更高。地方金融监管局兼具监管和发展两大职能，在同一权力架构下职能糅合使得监管具有非独立性质。此外，地方经济发展作为自主事权，而地方金融监管则是中央委托事权，导致中央与地方政策目标、价值导向有所不同，监管产生的成本可能比潜在利益更加确定(Prud' homme, 1995)。一旦发生监管竞次、俘获、套利等事件，容易加速区域风险集聚。

另外，对于地方政府官员而言，通过融资拉动经济，通常效果立竿见影，且业绩也更容易被考核。考虑到经济周期往往与官员任期不匹配，地方官员倾向于利用金融风险滞后性来规避因金融冒险行为所引发的不良后果。因此，地方金融监管局的成立有可能成为监管体制的“新瓶装旧酒”。通过手工整理各省级地方金融监管局预算支出数据发现，少数省份主动披露年度监管预算支出，并且与金融发展预算支出相比，监管预算支出占比明显偏低，两者相差甚远。³地方监管资金投入的不足导致监管机构及人员配置失衡，缺乏专业性复合型人才对金融活动进行日常监管、风险检查，面对地区违法行为，难以起到震慑作用，地方金融监管局的监管职能可能形如虚设。基于以上分析，本文提出如下假设：

H1b：设立地方金融监管局难以抑制企业金融投资行为。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取2015—2021年A股上市企业为初始样本⁴，为保持样本的平衡性，仅保留2015年及以前上市的企业作为样本，并对其进行如下处理：(1)剔除ST企业、金融和房地产类上市企业；(2)剔除核心指标缺失、计算各相关变量后产生缺失值的样本；(3)基于企业办公地址的省份信息将企业数据与省级数据进行匹配。为避免极端值带来的模型估计误差，本文对连续变量进行上下1%的缩尾处理。在对初始样本进行预处理后，本文最终获得1228个企业的8596个观测样本。同时，为控制企业个体、省份和时间因素的影响，本文采用多维固定效应对模型进行回归，同时对标准误聚类至企业层面。

本文数据可分为微观企业数据和宏观省级数据。其中，企业数据主要来自国泰安数据库(CSMAR)，并通过万得(Wind)数据库进行补充。省级数据来自各省级单位发布的统计年鉴、年度统计公报以及财政决算报告。

(二)模型设定

本文将地方金融监管局设立视为一项准自然实验，使用双重差分法(DID)估计该项政策对企业金融化程度的影响。模型设定如下：

$$Jrhcd_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PreLev_i \times Post_t + \beta_2 X_{i,t} + \gamma_i + \tau_t + \rho_p + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Jrhcd_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年的金融化程度, $Post_t$ 为地方金融监管局设立的时间虚拟变量, 根据地方金融监管局的设立时间, 当观测期为设立年份及之后时, $Post_t$ 取值1, 否则取值0。 $PreLev_i$ 为地方金融监管局设立前3年企业 i 的平均杠杆率, $X_{i,t}$ 表示一系列影响企业金融化程度的控制变量, β_0 、 β_1 、 β_2 为待估参数, γ_i 表示企业固定效应, τ_t 表示年份固定效应, ρ_p 表示省份固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机误差项。

(三) 变量测度与描述性统计

1. 企业金融化程度

参考谭德凯和田利辉(2021)的方法, 本文用期末企业持有的金融资产占总资产的比重度量企业当期的金融化程度, 其中金融资产包括交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和投资性房地产等。

2. 地方金融监管局

随着我国金融市场结构的深刻变化, 新型金融业态和金融组织不断发展壮大, 包括地方金融在内的中国多层次金融市场结构正在逐步形成, 并日益复杂化与多元化(李有星和潘政, 2023)。为应对日趋复杂和多元的监管压力, 中央金融监管部门逐渐将部分行政许可权力和监管职能下放给地方政府, 以形成更加规范的中央—地方双层金融监管体制。这一将金融监管权和职能逐渐下放的过程即为“金融监管地方化”。⁵

地方金融监管局的设立是金融监管地方化进程的 latest 体现。地方金融监管机构的“办改局”工作始于2018年, 并于2019年在所有省份和直辖市全面完成。⁶ 考虑到不同杠杆程度的企业受该政策的影响存在异质性, 根据企业前三年平均杠杆率, 可将前三年平均杠杆率高于全体中位数的企业视为实验组, 反之视为对照组。这样处理的主要考虑在于: 现有研究表明, 非金融企业主要通过民间非正规金融机构, 将以低利率获取的债务融资再以高利率转借给资金需求方, 成为间接放贷主体, 从中获取“差价”。企业的过度金融化往往存在路径依赖, 并成为高杠杆率的重要诱因(吴立力, 2021; 刘贯春等, 2022)。因此, 本文认为企业金融化投资的主要渠道是依托民间类金融机构, 充当中介角色以实现获利。这种路径依赖性直接导致企业杠杆率攀升, 地方金融监管局的

主要监管对象正是这些民间类金融机构。此外, 杠杆率的高低反映了企业对金融化投资的依赖程度以及潜在的风险暴露, 也是地方金融监管局力求控制的关键环节。基于此, 根据杠杆率对样本进行分组, 不仅可以较好地考察地方金融监管局的去金融化效应, 还可以揭示其对企业金融化投资行为的深层影响。

3. 控制变量

本文选取的控制变量包括: (1) 企业特征变量。①企业规模($Size$), 等于期末总市值的自然对数; ②企业成长性($Growth$), 等于期末总市值与总资产比值; ③现金流水平($Cashflow$), 等于当期净利润、折旧之和与期初总资产的比值; ④盈利能力(Roa), 等于企业当期税后净利润与总资产的比值。(2) 宏观层面经济变量。①城镇化程度($City$), 等于企业所在省份当期城镇人口与总人口比值的对数; ②外商投资水平(Fdi), 等于企业所在省份实际利用外商直接投资额与地区生产总值比值的对数; ③产业结构化水平($Cyjj$), 等于企业所在省份第三产业生产总值与第二产业生产总值比值的对数。

4. 描述性统计

表1汇报了变量的描述性统计结果。企业金融化程度的平均值为0.040, 表明样本观测期内企业平均金融化水平为4.0%。 $Post$ 的平均值为0.571, 表明地方金融监管局设立后的样本占比为57.1%, 样本分布较为均衡。 $PreLev$ 的平均值为0.413, 表明样本公司前三年平均杠杆率为41.3%。

五、实证结果

(一) 基准回归结果

表2报告了本文的基准回归结果。第(1)列为不加入控

表1 描述性统计结果

变量符号	变量名称	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
$Jrhcd$	企业金融化程度	8596	0.040	0.068	0	0.380
$Post$	地方金融监管局设立	8596	0.571	0.495	0	1
$PreLev$	企业杠杆率	8596	0.413	0.195	0.031	1.250
$Size$	企业规模	8596	22.740	0.890	21.060	25.590
$Growth$	企业成长性	8596	2.146	2.110	0.144	12.610
$Cashflow$	现金流水平	8596	0.054	0.083	-0.284	0.302
Roa	盈利能力	8596	0.031	0.071	-0.297	0.212
$City$	城镇化程度	8596	-0.401	0.165	-0.770	-0.113
Fdi	外商投资水平	8596	-3.065	0.786	-4.778	-1.679
$Cyjj$	产业结构化水平	8596	0.326	0.420	-0.213	1.667

表2 基准回归

	(1)	(2)	(3)
	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.014*** (-4.49)	-0.014*** (-4.61)	-0.014*** (-4.62)
<i>Size</i>		-0.003** (-2.43)	-0.003 (-1.21)
<i>Growth</i>		-0.003 (-1.20)	0.000 (0.57)
<i>Roa</i>		0.000 (0.55)	0.003 (0.27)
<i>Cashflow</i>		0.004 (0.35)	0.008 (0.74)
<i>City</i>			0.056 (1.34)
<i>Fdi</i>			-0.010** (-2.37)
<i>Cyig</i>			-0.004 (-0.35)
时间固定效应	是	是	是
省份固定效应	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
调整R ²	0.617	0.618	0.619
样本量	8596	8596	8596

注：括号内数字是t值，***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下显著。下表同。

制变量的回归结果，结果显示*Prelev*×*Post*的回归系数在1%水平上显著为负，初步表明设立地方金融监管局后，债务越高的企业其金融投资减少越明显。第(2)列为加入企业特征变量的回归结果，交互项系数依旧在1%水平上显著为负，即地方金融监管局设立前杠杆率较高的企业在地方监管局设立后，企业金融化倾向得到明显抑制。第(3)列为加入全部控制变量的回归结果，交互项系数依旧在1%水平上显著为负，表明杠杆率较高企业在地方金融监管局成立后，其金融化倾向显著受到了抑制。总体来看，地方金融监管局的设立使得中央与地方金融监管职责边界逐渐明晰，通过弥补中央垂直监管范围有限、监管资源不足等缺陷，监管效率得以进一步提高。此举有效遏制了企业作为“实体中介”的冲动，促使企业将资本从高风险的金融投资中抽离，从而推动实体经济的发展。

(二)动态效应

由于地方金融监管局设立时间不一致，属于多期双重差分模型，为了更为准确评估政策前后企业金融化行为的变动情况，本文参照Chen et al.(2020)的动态检验法，构建如下回归模型：

$$Jrhcd_{i,t} = \beta_0 + \sum_{m=-3, m \neq 0}^{m=3} \beta_m PreLev_i \times tt_m + \beta_2 X_{i,t} + \gamma_i + \tau_t + \rho_p + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

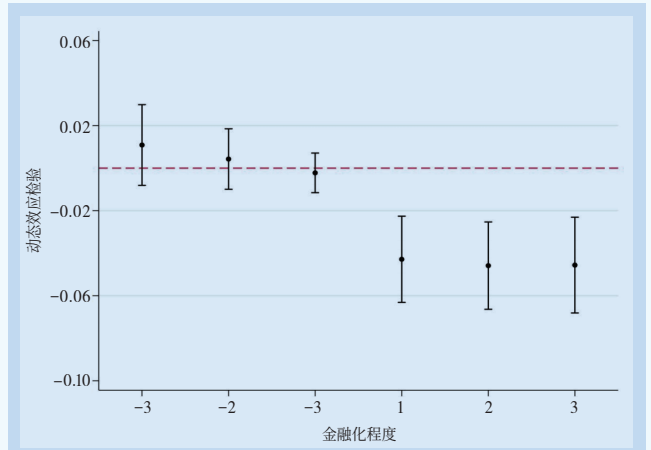


图1 动态效应检验

其中，虚拟变量 tt_m 为相对于地方金融监管局设立的第 m 年，特别地， tt_{-3} 表示地方金融监管局设立的前三年， tt_0 为地方金融监管局设立当期，我们将当期作为模型的基准组，其他变量的定义和基准回归保持一致，估计结果绘制为图1。可以发现，在各省设立地方金融监管局前，地方金融监管机构未对企业金融投机行为进行有效监管；而各省逐步设立地方金融监管局后，杠杆率高的企业显著降低了其金融化行为。

(三)稳健性检验

为了保证基准估计结果的可靠性，本文进行了如下的稳健性检验。

1. 滞后一期

为缓解可能存在的内生性问题，将解释变量、控制变量滞后一期进行回归。回归结果如表3 Panel A第(1)列所示，与基准回归结果基本一致。

2. 更改被解释变量的测算方法

借鉴张成思和张步云(2016)对企业金融化水平的测度方法，用交易性金融资产、投资性房地产、应收股利、应收利息、持有至到期投资、可供出售金融资产与总资产比值测度企业金融化程度。回归结果如Panel A第(2)列所示，与基准回归结果基本一致，表明结果具有稳健性。

3. 重新定义企业杠杆率

首先，用地方金融监管局设立前两年的企业平均杠杆率作为企业杠杆率的代理变量；其次，用地方金融监管局设立前一年的企业杠杆率作为企业杠杆率的代理变量。回归结果如Panel A第(3)(4)列所示，与基准回归结果基本一致，表明结果具有稳健性。

表3 稳健性检验

表3 稳健性检验				
Panel A	滞后一期	更换因变量表征	重新定义企业杠杆率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.015*** (-3.73)	-0.014*** (-4.62)	-0.015*** (-4.83)	-0.015*** (-4.84)
时间固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
调整R ²	0.621	0.618	0.619	0.619
样本量	5026	8596	8596	8596
Panel B	样本选择	省份-行业固定	控制中央金融监管	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.019*** (-4.90)	-0.015*** (-4.36)	-0.045*** (-4.63)	-0.014*** (-4.63)
<i>CentralS</i>				-0.000 (-0.85)
时间固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	是	是		是
个体固定效应	是	是	是	是
省份-行业				
固定效应			是	
调整R ²	0.617	0.625	0.636	0.619
样本量	7368	7154	8581	8596
Panel C	<i>Post</i> ₂₀₁₈ =0.25			
	<i>Jrhcd</i>			
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.039*** (-4.33)			
时间固定效应	是			
省份固定效应	是			
调整R ²	0.618			
样本量	8596			
Panel D	培根分解			
总估计量	-0.014			
	权重	平均双重差分估计量		
先设立地方金融监管局省与后设立地方金融监管局省	0.010	-0.003		
后设立地方金融监管局省与先设立地方金融监管局省	0.010	0.004		
设立地方金融监管局省与未设立地方金融监管局省	0.980	-0.014		

4. 样本选择问题

首先，考虑到各省地方金融监管局设立集中在2018年下半年和2019年第一季度，政策实施效果的显现具有滞后性。因此，剔除2018年样本，回归结果如Panel B第(1)列所示，结果依旧保持不变，表明研究结论具有稳健

性。其次，样本中涉及北京、天津、上海、重庆等4个直辖市，与其他省份样本经济体量、资源禀赋等具有较大差异，不具备可比性，因此，将样本中4个直辖市剔除后进行回归。回归结果如Panel B第(2)列所示，与基准回归结果基本一致，表明结果具有稳健性。

5. 控制行业层面不可观测因素

通过增加省份与行业交互固定效应，以进一步缓解随地区变化行业层面不可观测因素的影响。回归结果如Panel B第(3)列所示，结果依然显著且方向不变，表明结论具有稳健性。

6. 控制中央金融监管强度

中央—地方双层监管体制以中央为主、地方为辅，因此中央垂直监管体系及派出机构对企业金融化投资也具有一定的抑制作用。为更干净地识别地方金融监管局的去金融化效应，进一步控制中央金融监管。借鉴史建平(2021)的研究，通过网络爬取技术，对一行一局一会网页进行数据挖掘，针对“金融”“监管”“整治”“规范”等关键词结合地级市名称进行词频采集⁷，将同一关键词词频数汇总至省级层面表征中央金融监管强度(*CentralS*)，并代入式(1)回归。回归结果如Panel B第(4)列所示，在控制中央金融监管下，地方金融监管的回归系数依然显著为负，表明结果具有稳健性。

7. 安慰剂检验

由于本文结果可能受到其他不可观测因素的影响，为排除其造成的计量偏误，本文借鉴Ferrara(2012)的研究，进行安慰剂检验。具体而言，将地方金融监管局设立时间随机化，即由计算机随机生成设立时间，并重复进行2000次回归实验。结果如图2所示，2000次随机过

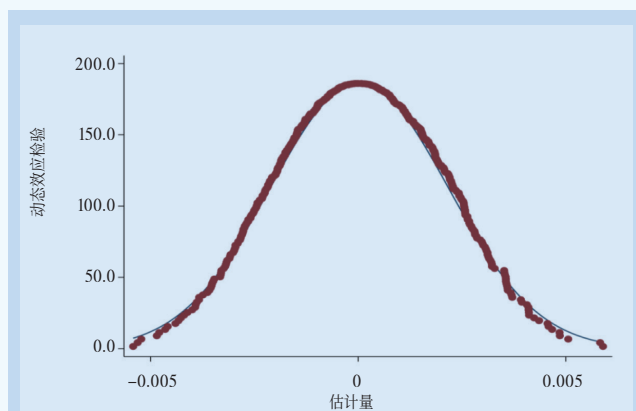


图2 安慰剂检验

程中的系数估计值均分布在0附近，因此其他不可观测因素对本文估计结果影响较小。

8. 排除资管新规的影响

为打破刚性兑付，强化对资管业务的监管，2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称资管新规)颁布实施。该项政策实施时间与地方金融监管局设立时间有重合，可能会影响企业的投融资行为。各省市的地方金融监管局自2018年下半年起逐步设立，不仅弥补了垂直监管体系中存在的范围有限、资源匮乏等问题，还将“7+4”类金融机构统一划归到各个地方金融监管局，进行统一监管，改变“九龙治水、各治一头”的混乱监管局面。因此，从监管实施时间来看，资管新规实施早于地方金融监管局设立；从监管对象来看，资管新规主要针对资管业务多层嵌套、刚性兑付等问题进行监管，而地方金融监管局更侧重于对机构进行监管。自2018年10月起，各省市地方金融监管局集中挂牌，因此将 $Post_{2018}$ 设置为0.25，回归结果如表3 Panel C所示，表明回归结果具有稳健性。

9. 培根分解

在多时期双重差分模型中使用双向固定效应时，由于受到政策冲击影响的样本可能在某个时间段成为控制组，因此得到的估计结果可能存在偏误。基于此，本文借鉴Goodman-Bacon(2021)的做法，采用培根分解来诊断这一可能存在的偏误，培根分解结果见Panel D。Panel D的结果表明，双向固定效应 $PreLev \times Post$ 估计量的系数是-0.014，是不同组别的加权平均。本文参考了Margaryan(2021)的做法，在培根分解中没有加入控制变量，仅固定了时间和个体效应，排除控制变量可能带来的干扰。其中98%的变化来自设立地方金融监管局省与未设立地方金融监管局省，时变组相互间影响带来的干扰较小(先设立地方金融监管局省与后设立地方金融监管局省、后设立地方金融监管局省与先设立地方金融监管局省)，两者权重仅为2%。因此可以认为本文的 $PreLev \times Post$ 估计量没有大的偏误，是可信的。

(四)异质性分析

1. 金融分权

中央通过金融分权将部分金融机构的经营与管理权限下放至地方政府，弥补了地方财政缺口。金融分权表

现为地方政府对当地金融机构的影响程度和对金融资源的控制度。金融分权越大，地方政府对金融资源配置的自主性越强，同时也可能导致金融市场的不平衡和监管缺失。特别当地方政府追求短期利益时，可能引发金融风险。本文借鉴何德旭和苗文龙(2016)的研究，以各省贷款比重刻画金融分权，并根据中位数分组进行回归。估计结果如表4 Panel A的第(1)(2)列所示。从回归系数来看，与金融分权较低组相比，地方金融监管局的设立对金融分权较高地区的企业有着更显著的去金融化效应。使用连玉君等(2017)提出的费舍尔组合检验，对系数差异进行显著性检验，结果表明两组系数差异具有统计显著性。地方金融监管在金融分权较高的样本中，去金融化效应更为显著，可能的原因是金融分权一定程度体现了政府对金融资源的干预，金融分权程度越高，地方政府利用金融资源弥补财政缺口的意愿可能越强，往往导致金融监管职能缺位。属地风险职责的落地使得地方政府不得不考虑潜在的金融风险，有效强化金融监管职能，从而对企业金融投机活动产生更为显著的抑制作用。

2. 监管竞次

经济发达地区的财政收入充沛，往往更注重金融风

表4 地区层面异质性分析

Panel A	金融分权小	金融分权大	东	中	西
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.008* (-1.94)	-0.017* (-1.90)	-0.015*** (-3.86)	-0.020*** (-2.90)	-0.001 (-0.14)
系数差异	0.009(p=0.000)				
时间固定效应	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
调整R ²	0.7213	0.7101	0.600	0.674	0.677
样本量	5654	2942	6027	1596	973
Panel B	未颁布条例		已颁布条例		
	(1)		(2)		
	<i>Jrhcd</i>		<i>Jrhcd</i>		
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.010** (-2.21)		-0.016*** (-4.07)		
系数差异	-0.008(p=0.029)				
时间固定效应	是		是		
省份固定效应	是		是		
个体固定效应	是		是		
调整R ²	0.613		0.619		
样本量	2247		6349		

险防范，对机构监管的要求可能更高。而经济欠发达地区为发展当地经济可能放松监管限制，给予金融机构更大的发展空间，一定程度增加了企业金融化行为。因此，本文进一步探讨双层金融监管体系下，地方政府是否会出现监管竞次行为而与抑制企业金融投机相违背。

将样本划分为东、中、西部(地区经济发达程度依次降低)，考察地方金融监管的监管竞次现象。回归结果如表4 Panel A第(3)~(5)列所示，结果显示中部地区地方金融监管的去金融化效应最显著，而西部地区地方金融监管的去金融化效应并不显著，即存在监管竞次现象。相较于东、中部地区，西部地区经济发展较为缓慢，财政压力相对较大，当地政府致力于争取更多金融资源以拉动经济增长，主要体现在建立融资平台，借助私募股权基金等获取融资。在此过程中，发展与监管职能可能失衡，导致地方金融监管职能被削弱，不利于遏制企业金融化投机行为。

对比东、中部地区，东部地区地方金融监管去金融化效应弱于中部地区。可能的原因是，与中部地区相比，东部地区地方金融监管体系一直相对健全，防风险意识也相对较强。早在地方金融监管局设立之前，东部部分地区已将类金融机构经营活动纳入日常监管范围之内。例如，温州市2014年颁布了《温州市民间融资管理条例》，这一举措有助于规范温州市民间金融健康发展。因此在金融监管局设立之前，东部企业通过“实体中介”进行企业金融投机活动这一行为，通常能够得到较好的规范和管理。

3. 地区金融环境

金融监管的有效性需要完备的法治保障予以支撑。部分省、直辖市地方金融监管条例对机构设置、监管职责、监管范围等均作出详细的规定⁸，进一步明晰中央和地方监管边界，防止出现监管真空和重叠，为遏制企业过度金融化提供强有力的法治保障。因此，本文依据是否颁布并实行地方金融监督管理条例对样本进行分组，考察法治保障能否强化地方金融监管的去金融化效应。回归结果如表4 Panel B所示，相比未颁布地方金融监管条例的省份，已颁布地方监管条例的省份通过法律条款强化属地风险责任，倒逼地方监管部门提高监管能力和增强风险防范意识，引导辖区企业降低金融投

机动机。

4. 企业所有权属性

从金融化动机来看，与国有企业承担社会责任定位不同，民营企业以追逐利润为核心。为谋取高额利润，拥有信贷优势的上市民营企业出于获取高额利润的动机，可能增加对金融资产的投资，甚至充当实体经济中的中介角色。因此，地方金融监管局的设立更可能对非国有企业的金融化产生抑制作用。本文根据企业产权性质进行分组，表5的第(1)(2)列分别报告了国有企业和民营企业的回归估计结果。在国有企业样本中，回归结果不显著，而在民营企业样本中，回归结果在1%水平上显著为负。结果表明，与国有企业相比较，地方金融监管职能的强化更能显著抑制民营企业的金融投机行为。

5. 企业高管金融背景

具有金融背景的企业高管不仅对金融行业的资本运作和操作惯例较为熟悉，还能通过自己的信息网，更快地掌握银行等金融机构的信息，为企业搭建融资渠道，降低企业融资难度，间接助推企业金融化投资行为。因此，当地方金融监管局对辖区企业加强属地风险管理时，有金融背景的高管能够更加敏锐地调整企业投资方向，降低企业借贷费用，减少企业金融化投资。本文根据非金融企业中具有金融背景的高管占比进行中位数分组回归，表5第(3)(4)列分别表示具有金融背景的高管占比高、低的企业回归结果，可以发现，无论是从回归系数还是从系数差异来看，在金融监管局设立后，具有金融背景的高管能及时调整企业投资方向，回归主营业务，降低企业金融投资活动。

表5 企业层面异质性分析

	企业属性		具有金融背景的高管占比	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有企业	民营企业	高	低
	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.008 (-1.34)	-0.015*** (-3.84)	-0.017*** (-3.61)	-0.012*** (-2.92)
系数差异	-0.002($p=0.024$)			
时间固定效应	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
调整R ²	0.748	0.581	0.652	0.592
样本量	2631	5930	4298	4298

六、机制检验

(一)渠道分析之“堵”——提高监管能力

1. 建立二级监管体系

地方金融监管体系的下沉对于监管效果的实际发挥至关重要，有助于缓解部分区域性类金融机构位于偏远地区所导致的监管真空现象。监管下沉力度越大，对企业金融化投资行为的抑制作用越强。基于此，本文认为，若建立二级监管体系是地方金融监管遏制企业金融投机活动的主要渠道，那么，在监管下沉力度较大的地区，地方金融监管对企业金融投机行为具有更显著的负向影响。

为检验这一猜想，本文构建了地方金融监管下沉力度指标。根据2018年《深化党和国家机构改革方案》手工整理各省的地级市政府在金融监管、发展方面对相应机构职能的调整优化情况。通过手工整理相关资料发现，在监管下沉过程中，金融监管机构设置并不统一，许多地区仍以金融工作局或挂靠在地方政府下的金融办公室为主，更多地承担金融服务职能⁹，可能会削弱金融监管职能。基于此，本文将机构名称重点凸显地方金融监管职能的地级市视为地方金融监管权的下沉¹⁰，赋值为1，否则赋值为0。统计各省赋值为1的地级市个数，并除以该省地级市总数，最终得到该省的地方金融监管下沉力度指标。该指标能够较好地体现地方监管体系多级性特征。表6 Panel A第(1)(2)列为以地方金融监管下沉力度的中位数进行分组的回归结果。结果显示，在地方金融监管下沉力度更大的组别中， $PreLev \times Post$ 的估计系数绝对值更大。使用费舍尔组合检验对系数差异进行显著性检验，结果显示系数差异是显著的。上述结果表明，金融监管地方化能够通过下沉地方金融横向监管权，进而抑制企业的金融投机活动，推动实体经济脱虚向实。

2. 条块协调监管

中央自上而下的垂直监管体系为条型管理，而地方金融监管是由点带面的横向监管，即块状综合管理。中央金融监管和地方金融监管并非非此即彼、相互排斥的关系，而是通过“条块结合”合力弥补割裂的监管链条，协力消除监管真空和填补监管空白。地方金融监管局的设立有利于弥补地方新兴金融活动对应监管缺失的问题，克服地方政府与中央因目标、政策价值不协同而

表6 渠道分析之“堵”与“疏”

Panel A	二级监管体系		条块协调		独立核算	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	低	高	低	高	否	是
	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.012*** (-3.40)	-0.018*** (-3.21)	-0.015*** (-3.71)	-0.014*** (-2.80)	-0.014*** (-3.18)	-0.015*** (-3.31)
系数差异	-0.004(p=0.034)		-0.032(p=0.001)		0.011(p=0.059)	
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
调整R ²	0.633	0.605	0.593	0.644	0.330	0.272
样本量	4781	3815	4767	3829	4529	4067

Panel B	前三年民间金融		前三年融资约束		信贷可得性
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	低	高	低	高	
	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Jrhcd</i>	<i>Flex</i>
<i>PreLev</i> × <i>Post</i>	-0.014*** (-3.29)	-0.015*** (-3.25)	-0.009* (-1.91)	-0.021*** (-4.76)	0.024** (2.47)
系数差异	0.021(p=0.003)		0.035(p=0.000)		
时间固定效应	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是
调整R ²	0.648	0.567	0.644	0.625	0.251
样本量	5159	3437	4271	4281	4523

产生不合作行为和抵触心态(李有星等, 2023)。

本文认为，如果金融监管地方化能够通过增强监管协调促进实体经济脱虚向实，则可以预期金融监管地方化可以弥补中央金融监管的不足，特别是在初期中央金融监管较为薄弱的地区，对企业金融化的抑制作用更为显著。因此，借鉴史建平等(2021)的研究，运用网络爬取技术，对一行一局一会网页进行数据挖掘，针对“金融”“监管”“整治”“规范”等关键词结合地级市名称进行词频采集，将政策发生前三年(初期)同一地级市关键词词频数汇总至省级层面表征条型金融监管强度，并以中位数作为划分依据进行分组回归。表6 Panel A第(3)(4)列显示，在初期中央金融监管强度低的组别中， $PreLev \times Post$ 的估计系数绝对值更大，符合理论预期。该结果表明地方金融监管局积极协调宏观金融监管，共同助力实体企业降低金融化投资。

3. 增加监管独立性

上文证实了地方金融监管局的设立，能够显著降低企业金融投机行为。地方金融监管局兼具金融发展和金

融监管两项职能，若这两项职能搁置于同一权利主体内部，极易产生“一张牌子、两套人马”的非独立性缺陷，导致监管功能让位或附属于融资功能，使得地方金融监管的监管功能大为削弱，不利于对企业金融投机行为实施有效监管。监管独立性越高，金融监管机构越能够客观、公正地执行政策，减少外部干预，提升监管的有效性和透明度，对于企业金融投机活动的抑制作用越显著。因此，若增强监管独立性是地方金融监管发挥“堵”的功能的重要途径，则预期在监管独立性较高的地区，地方金融监管对企业金融投机活动的抑制作用更加显著。

本文以各省级地区是否设立了独立核算的二级金融发展/监督中心作为金融监管独立性的代理变量¹¹，并以此为依据进行分组回归。省级地方金融监管的独立性越强，监管效果越能得到有效保障，对企业金融投资活动的抑制作用可能越显著。表6 Panel A第(5)(6)显示， $Prelev \times Post$ 的估计系数绝对值在设立独立核算的二级金融发展/监督中心的地区更大，且系数差异是显著的，表明金融监管地方化通过增强金融监管的独立性，有效遏制企业金融投机行为。

4. 规范民间金融发展

民间金融的快速发展对企业金融化投资具有显著的推动作用。地方金融监管局设立后，主要监管职能是对小额贷款、融资租赁等民间金融进行监管。地方金融监管局一方面从源头上加强把控，重点核查民间金融业务真实性、合规性，堵住企业金融投机渠道；另一方面通过鼓励性措施推动小额贷款公司高质量发展，提高门槛的同时提供优质的金融服务，使得高效、精准的金融滴灌发挥事半功倍的经济效应。因此，可以预期在初期民间金融发展规模较大的地区，地方金融监管对企业的金融投机行为有更强的抑制作用。

借鉴张博等(2018)的研究，本文以政策发生前三年的各省小额贷款公司平均实收资本/当地国土面积，表征各省初期的民间金融发展规模，同时以其中位数作为划分依据进行分组回归。表6 Panel B第(1)(2)列显示，在初期民间金融规模较大的地区， $PreLev \times Post$ 的估计系数绝对值更大，且系数差异是显著的，表明地方金融监管局的设立能有效规范民间金融业务，压缩企业金融投资渠

道，将企业借贷资金从高风险、投机领域挤出。

(二)渠道分析之“疏”——缓解企业融资约束

当企业面临高融资约束时，往往试图通过投资金融市场以获取更高的回报，特别是在主营业务短期内无法提供理想回报的情况下，金融化投资成为企业提升资本利用效率的一种替代策略。因此，可以预期初期融资约束越高的企业，地方金融监管对其金融投资行为具有更强的抑制作用。基于此，本文以政策发生前三年的企业平均SA指数表征企业初期的融资约束程度，同样以其中位数作为划分依据进行分组回归。Panel B第(3)(4)列显示， $PreLev \times Post$ 的估计系数绝对值在初期高融资约束组中更大，且系数差异是显著的，表明地方监管局的设立显著缓解了企业融资约束，挤出企业金融投资行为，即缓解企业融资约束是地方金融监管局发挥脱虚向实效应的重要机制。

地方金融监管局担负“发展”“监管”双重职责，除了加强监管挤出金融化投资以外，还积极发挥金融发展职能，帮助企业拓宽融资渠道，有效推动企业融资增量降本。因此，本文进一步从信贷可得性视角出发，考察地方金融监管通过增强企业信贷可得性，进而削弱企业金融投机动机。借鉴黄少卿等(2022)的研究，采用企业新增负债与总资产的比值刻画企业信贷可得性($Flex$)，将其作为被解释变量进行回归。回归结果如Panel B第(5)列所示，地方金融监管局的设立显著增强了企业信贷可得性，表明帮助企业提高信贷可得性是地方金融监管抑制经济脱实向虚的重要渠道。

(三)“实体中介”渠道再检验

根据本文研究思路，企业通过民间借贷等影子银行渠道，将从外部市场获得的融资转借给资金需求方，进而获取高额回报。高额的利润催生了企业金融投机行为，并形成对高杠杆的依赖。类金融机构作为地方金融监管的重点关注对象，地方金融监管局的设立有助于规范民间金融市场，进而降低企业杠杆率水平，有效抑制企业金融投机倾向。

然而，企业高杠杆率的形成有多方面因素，如行业性质、经营状况等均是影响企业杠杆率的重要原因，无法确切地说明企业通过民间借贷等途径充当“实体中介”是导致企业高杠杆率的关键。因此，本文从民间借

贷视角出发，验证“地方金融监管—实体中介—企业杠杆率”渠道。具体而言，若企业“实体中介”行为是导致企业高杠杆率的关键，那么企业民间借贷业务份额越大，则企业杠杆率可能越高。相应的，地方金融监管对高杠杆率的抑制作用在企业民间借贷业务份额较大的样本中可能更显著。

基于此，本文采用三种方法检验上述渠道。首先，借鉴Jiang et al.(2010)的方法，采用企业其他应收款刻画企业民间借贷，将其依据中位数分组，依次对企业杠杆率进行回归。回归结果如表7列(1)(2)所示，在民间借贷规模较大的企业中，地方金融监管对企业杠杆率的抑制作用更为显著，结果支持了“地方金融监管—实体中介—企业杠杆率”渠道。其次，企业不仅通过民间借贷的途径，还会通过委托理财、委托贷款等方式投资影子信贷市场，导致企业杠杆率攀升。本文借鉴韩珣等(2017)的做法刻画企业影子银行程度，将其根据中位数分组，依次对企业杠杆率进行回归。回归结果如表7列(3)(4)所示，在影子银行规模较大的企业中，地方金融监管对企业杠杆率的抑制作用更加显著，该结果对上述渠道检验进行了支撑。最后，本文从企业规模视角对“地方金融监管—实体中介—企业杠杆率”渠道进行再检验。若企业“实体中介”行为是导致企业高杠杆率的关键，则规模较大的企业以较低利率募集资金的可能性越高，通过民间借贷组织充当“二次中介”的动机更强烈，那么地方金融监管对较大规模企业金融化行为的抑制作用更显著。回归结果如表7列(5)(6)所示，在规模较大的企业中，地方金融监管对企业金融化投资的抑制作用更显著，该结论对上述渠道进行了验证。

七、研究结论与政策建议

本文以地方金融监管局的设立为准自然实验，采用2015—2021年A股上市公司数据，考察地方金融监管的去金融化效应。研究发现，地方金融监管局设立后，杠杆率较高的企业金融投资行为显著减少，表明强化地方金融监管有效抑制了实体企业金融投机活动。这种抑制作用在金融分权水平较高、监管竞争意愿较低、法治水平较高的地区以及具有金融背景的高管占比较高、民营企业中更为显著。机制检验发现，伴随地方属地金融风险

表7 渠道再检验

	民间借贷	民间借贷	影子银行	影子银行	企业规模	企业规模
	低	高	规模小	规模大	小	大
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	lev	lev	lev	lev	jrhd	jrhd
PreLev×Post	0.043 (0.45)	-0.063*** (-4.81)	0.002 (0.020)	-0.055*** (-3.72)	-0.013*** (-2.93)	-0.019*** (-4.16)
系数差异					0.006(p=0.02)	
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
调整R ²	0.254	0.761	0.252	0.709	0.658	0.663
样本量	2916	3301	3245	3041	4220	4148

责任的强化，提高监管能力(堵)和缓解企业融资约束(疏)是抑制企业金融投机活动的重要渠道。进一步地，本文验证了地方金融监管局有助于抑制企业“实体中介”动机，进而降低企业金融资产持有水平。本文不仅丰富了金融监管地方化相关文献，还为深化金融监管体制改革提供了微观层面的经验证据。

根据研究结论，本文提出如下政策建议：

第一，进一步深化地方金融监管体制改革，强化地方金融监管职能。现阶段地方金融监管仍待完善，如监管能力待提高、公共执法资源稀缺、人员配备与现行监管体制不匹配等，因此地方政府应加大监管专项经费投入，优化机构设置，增加执法资源，避免“小车拉大车”现象。

第二，增强监管的主动性与针对性，推动金融监管工作提质增效。首先，建立与监管绩效挂钩的职能评价体系，激发监管人员潜力，增强监管主动性。其次，针对地方实际经济发展情况因地制宜实施监管政策，尤其是西部经济不发达地区，地方政府应平衡监管和服务职能，防止顾此失彼。最后，加强金融监管法治建设，完善地方金融监督管理体系，规范地方金融监督管理行为。

第三，各地方政府应推动监管体系下沉，与中央监管体系及派出机构通力合作填补监管空白。此外，地方金融监管部门应保持独立性，防止监管、发展职能混淆。对于民间金融发展，地方政府勿采取“一刀切”政策，加强监管的同时应积极引导民间金融健康发展，让金融活水精准润泽实体经济。 ■

[基金项目：西南财经大学研究生代表性成果培育项目“数字发展背景下家庭金融脆弱性研究：发展现状、影响机理及经济后果分析”(项目编号：JGS2024075)]

注释

1. 中共中央、国务院《关于服务实体经济防控金融风险深化金融改革的若干意见》规定，完善中央和地方金融监管职责分工，赋予地方政府金融监管职责。小额贷款公司、融资担保公司、典当行、融资租赁公司、商业保理公司、地方资产管理公司、区域性股权市场等，由地方金融监管部门实施监管。强化地方金融监管部门对辖区内投资公司、开展信用互助的农民专业合作社、社会众筹机构、地方各类交易所等的监管。
2. 地方金融监管局设立前，商业保理公司、典当行、融资租赁公司归省商务部门监管，小额贷款公司归属省金融办监管，农村资金互助组织的审批、监管由省级供销社、农业厅负责。
3. 以广东省2021年地方金融监管局预算支出为例，金融发展部门预算支出为3790万元，监管预算支出为302.93万元，金融发展预算支出占预算总支出比值为42.68%，金融监管预算支出占预算总支出比值为3.41%。
4. 2014年8月，《国务院关于界定中央和地方金融监管职责和风险处置责任的意见》进一步明确中央、地方分级监管，提出完善中央和地方金融监管工作协调机制的要求，明晰地方政府要承担对部分金融活动的监管职责，央地双层监管体系确立。因此，2015—2021年是理想的政策观测窗口期，以评估地方金融监管局设立的经济效益。
5. 在官方文件中，一般使用“地方金融监管”这一术语。为体现地方金融监管的动态发展，本文创新性地使用“金融监管地方化”这一术语。
6. 除天津市和贵州省于2019年设立地方金融监管局以外，其余

省、直辖市均在2018年下半年完成设立。

7. 进行数据挖掘的关键词如下：经济/金融；整治/监管/规范/监督；审批/批准/同意/准予/许可；政治/制度/体制/战略/措施/规章。

8. 例如《河北省地方金融监督管理条例》第三十五条规定：县级以上人民政府及其相关部门、地方金融监管机构发现风险没有及时提示和处置的，或者有其他滥用职权、玩忽职守、徇私舞弊等行为的，对直接负责的主管人员和其他直接人员给予处分；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

9. 例如广东省东莞市，由市政府金融工作局更名为市金融工作局；河北省秦皇岛市，调整为市政府办公室加挂地方金融监管局牌子；黑龙江省黑河市，调整为财政局加挂金融工作局；江苏省南京、宿迁、徐州等市均设立地方金融监管局。

10. 本文手工整理了各地区金融监管、发展机构名称的调整。虽然地级市层面金融监管、发展部门名称各异，本文认为不论是挂靠市政府办公室、机构，还是政府工作部门、政府直属事业单位，只要机构名称突出了金融监管特征就可以视为地方金融监管下沉。

11. 根据各省级地方金融监管局网站显示，设立独立核算二级金融发展/监督中心的有广西壮族自治区(金融发展服务中心)、北京市(金融发展促进中心)、上海市(金融发展服务中心)、天津市(金融稳定促进中心)、黑龙江省(金融发展服务中心)、河北省(金融科技发展中心)、内蒙古自治区(金融发展服务中心)、吉林省(金融信息中心)、江苏省(金融信息服务中心)、江西省(金融发展服务中心)、山东省(金融运行检测中心)、湖北省(地方金融监督管理局信息中心)、重庆市(金融发展服务中心)、四川省(金融发展研究中心)。

参考文献：

- [1] 陈斌彬. 论中央与地方金融监管权配置之优化——以地方性影子银行的监管为视角[J]. 现代法学, 2020, 42(1): 103-115.
- [2] 范从来, 林健, 程一江. 宏观审慎管理与微观审慎监管: 金融监管政策协同机制的构建[J]. 学术月刊, 2022, 54(9): 35-45.
- [3] 韩珣, 田光宇, 李建军. 非金融企业影子银行化与融资结构——中国上市公司的经验证据[J]. 国际金融研究, 2017, (10): 44-54.
- [4] 何德旭, 苗龙. 财政分权是否影响金融分权——基于省际分权数据空间效应的比较分析[J]. 经济研究, 2016, 51(2): 42-55.
- [5] 侯伟凤, 田新民. 非金融企业杠杆率及其有效性与实体经济的联动关系研究[J]. 统计与信息论坛, 2023, 38(11): 75-89.
- [6] 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, 52(1): 181-194.
- [7] 黄少卿, 俞锦祥, 许志伟. 杠杆率与企业生产率: 基于信贷误配的视角[J]. 中国工业经济, 2022, (9): 159-177.
- [8] 李青原, 陈世来, 陈昊. 金融强监管的实体经济效应——来自资管新规的经验证据[J]. 经济研究, 2022, 57(1): 137-154.
- [9] 李有星, 潘政. “条块关系”视角下地方金融监管双重领导体制构建[J]. 治理研究, 2023, 39(1): 81-94+159.
- [10] 连玉君, 廖俊平. 如何检验分组回归后的组间系数差异?[J]. 郑州航空工业管理学院学报, 2017, 35(6): 97-109.
- [11] 刘贯春, 张成思, 刘进. 中国实体企业的金融化分层与投融资决策影响机制[J]. 管理科学学报, 2022, 25(4): 1-20.
- [12] 马思超, 彭俞超. 加强金融监管能否促进企业“脱虚向实”?——来自2006—2015年上市公司的证据[J]. 中央财经大学学报, 2019, (11): 28-39.
- [13] 马亚明, 杨兰. 金融严监管、企业金融化与实体经济资本配置效率[J]. 财贸研究, 2022, 33(1): 40-52.
- [14] 马永强, 陈伟忠, 张正懿. 监管执法公平促进企业高质量发展了吗?——基于证监会随机抽查制度的准自然实验[J]. 证券市场导报, 2024, (4): 34-44.
- [15] 邱新国, 陈明兴. 地方金融监管对区域金融发展的影响研究: 促进抑或抑制?[J]. 金融发展研究, 2021, (6): 49-56.
- [16] 史建平, 张绚, 黄超. 金融监管政策不确定性与企业资本结构及其动态调整[J]. 中央财经大学学报, 2021, (4): 24-37.
- [17] 覃家琦, 杨雪, 陈艳, 朱俊霞. 再融资监管促进企业理性投资了吗?——来自中国上市公司的证据[J]. 金融研究, 2020, (5): 170-188.
- [18] 谭德凯, 田利辉. 民间金融发展与企业金融化[J]. 世界经济, 2021, 44(3): 61-85.
- [19] 唐皇凤, 崔洋. 中国地方金融监管体制改革的历史进程与优化进路[J]. 湘潭大学学报(哲学社会科学版), 2024, 48(2): 27-34+40.
- [20] 王红建, 李茫茫, 汤泰劼. 实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J]. 中国工业经济, 2016, (11): 73-89.
- [21] 吴立力. 金融化适度性对企业杠杆率调整的影响[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2021, 41(10): 99-113.
- [22] 徐朝辉, 王满四. 数字化转型对实体经济过度金融化的治理效应研究[J]. 证券市场导报, 2022, (7): 23-35.
- [23] 杨松. 新金融监管体制下央地监管权关系再审视[J]. 法学评论, 2022, 40(6): 83-95.
- [24] 张博, 范辰辰. 文化多样性与民间金融: 基于方言视角的经验研究[J]. 金融研究, 2018, (7): 69-89.
- [25] 张成思, 张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视

角[J]. 经济研究, 2016, 51(12): 32-46.

[26] 张弘, 黄张凯, 钟笑寒. 地方监管体制对担保行业发展的影响——来自中国的证据[J]. 投资研究, 2019, 38(12): 36-51.

[27] Chen D, Gao H, Luo J, Yu T. The effects of rural-urban migration on corporate innovation: evidence from a natural experiment in China[J]. Financial Management, 2020, 49(2): 521-545.

[28] 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.

[29] Du J, Li C, Wang Y. A comparative study of shadow banking activities of non-financial firms in transition economies[J]. China Economic Review, 2017, 46: S35-S49.

[30] Fabrizio K R, Rose N L, Wolfram C D. Do markets reduce costs? assessing the impact of regulatory restructuring on US electric generation efficiency[J]. American Economic Review, 2007, 97(4): 1250-1277.

[31] Ferrara E L, Chong A, Duryea S. Soap operas and fertility: evidence from Brazil[J]. American Economic Journal: Applied Economics, 2012, 4(4): 1-31.

[32] Goodman-Bacon A. Difference-in-differences with variation in treatment timing[J]. Journal of Econometrics, 2021, 225(2): 254-277.

[33] Jiang G, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience[J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(1): 1-20.

[34] Jindal A, Nilakantan R. Regulatory independence and thermal power plant performance: evidence from India[J]. Journal of Regulatory Economics, 2022, 61(1): 32-47.

[35] Margaryan S. Low emission zones and population health[J]. Journal of Health Economics, 2021, 76(1): 1-24.

[36] Masciandaro D, Quintyn M, Taylor M. Financial supervisory independence and accountability-exploring the determinants[J]. IMF Working Paper, 2008.

[37] Palmer J, Cerruti C. Is there a need to rethink the supervisory process? [R]. Madrid: International Conference “Reforming Financial Regulation and Supervision: Going Back to Basics”, 2009.

[38] Prud' homme R. The dangers of decentralization[J]. The World Bank Research Observer, 1995, 10(2): 201-220.

[39] Quintyn M, Taylor M W. Regulatory and supervisory independence and financial stability[J]. CESifo Economic Studies, 2003, 49(2): 259-294.

[40] Reinhart C M, Rogoff K S. Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? an international historical comparison. American Economic Review, 2008, 98(2): 339-344.

[41] Stulz R M. Rethinking risk management[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2022, 34(1): 32-46.

(责任编辑: 张畅)

(上接第37页)

29. 《中华人民共和国公司法(2023修订)》第117条。

30. 中国证监会:《上市公司章程指引(2023修正)》第82条注释2:“单一股东及其一致行动人拥有权益的股份比例在百分之三十及以上的公司,应当采用累积投票制,并在公司章程中规定实施细则。”

31. 累积投票制公式为:该股东可选董事人数=(该股东持股数-1)*(待选董事人数+1)/总股份数。参见钱玉林. 累积投票制的引入与实践——以上市公司为例的经验性观察[J]. 法学研究, 2013, 35(6): 128.

32. 参见梁上上. 公司权力的归属[J]. 政法论坛, 2021, 39(5): 68-82.

33. 《中华人民共和国公司法(修订草案一次审议稿)》(2021)第62条第1款第2句:“董事会是公司的执行机构,行使本法和公司章程规定属于股东会职权之外的职权。”

34. 《中华人民共和国公司法(修订草案二次审议稿)》(2022)第67条第2款(有限公司董事会职权):“(九)公司章程规定或者股东会授予的其他职权。”

35. 《中华人民共和国公司法(2023修订)》第59条(有限公司股东会职权)、第112条(股份公司股东会职权)、第67条(有限公司董事会职权)和第120条(股份公司董事会职权)。

36. 参见楼秋然. 有限责任公司中的股东协议效力问题研究——基于合同法与组织法交叉视阈下的效力区隔与整合[J]. 河南财经政法大学学报, 2019, 34(2): 41.

37. 参见梁上上. 表决权拘束协议:在双重结构中生成与展开[J]. 法商研究, 2004, (6): 99-101.

38. 《中华人民共和国民事诉讼法(2023修正)》第103条、第104条。参见李建伟. 股东表决权拘束协议可以实际履行吗?[J]. 法制与社会发展, 2024, 30(2): 202.

39. 参见梁上上. 论股东表决权——以公司控制权的争夺为中心展开[M]. 北京:法律出版社, 2005: 312.

40. 《中华人民共和国证券法(2019修订)》第63条将一致行动表述为“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上

市公司已发行的有表决权股份”。

41. 中国证监会:《上市公司收购管理办法(2020修正)》第83条。

42. 一致行动人的最初定义,参见中国证监会:《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(2002年,已失效)第9条,上述规定后被《上市公司收购管理办法(2006)》第83条所取代,并延续至今。

43. 中国证监会:《<首次公开发行股票注册管理办法>第十二条、第十三条、第三十一条、第四十四条、第四十五条和<公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第57号——招股说明书>第七条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第17号》(2023), 第二条第(二)项共同实际控制人。

44. 《中华人民共和国证券法(2019修订)》第63条和《上市公司收购管理办法(2020修正)》。

45. 《中华人民共和国证券法(2019修订)》第85条、第36条。

46. 参见蒋学跃. 我国上市公司一致行动人概念的嬗变与功能异化[J]. 投资者, 2019, (3): 55.

47. 同注43.

48. Sheldon v. Pinto Tech. Ventures, L.P., 220 A.3d 245, 251 (Del. 2019).

49. 同注48: 251-252.

50. In re Hansen Medical, Inc. Stockholders Litigation, 2018 WL 3025525 (Del.Ch., 2018).

51. Van der Fluitt v. Yates, 2017 WL 5953514 (Del.Ch., 2017).

52. Sheldon v. Pinto Tech. Ventures, L.P., 220 A.3d 245 (Del. 2019).

53. 同注3: 1170.

54. 中持股份(证券代码: 603903): 中持水务股份有限公司2022年年度报告(2023-04-22), 第78-79页。

55. 中国证监会:“证监会进一步规范股份减持行为”(2023-08-27), <http://www.csrg.gov.cn/csrg/c100028/c7428483/content.shtml>.

(责任编辑: 李稷民)