

# 地方金融监管改革与实体企业回归本源 ——基于地方金融“办升局”的准自然实验

王 蕾, 陈 靖, 何 婧

(中国农业大学 经济管理学院, 北京 100083)

**摘 要:**中央金融强监管政策效果受到高度关注,但补齐地方金融监管短板的重要性却鲜有提及。文章基于 2018 年省级地方金融办集中升格为地方金融监管局这一准自然实验,研究了地方金融监管改革能否促使实体企业“脱虚向实”而回归本源。研究发现,地方金融“办升局”所引起的金融监管强化会显著促进实体企业“脱虚”去金融化,且主要挤出了其出于逐利性动机而参与的金融活动,这是通过阻隔影子银行逐利渠道和民间金融投资渠道实现的。进一步地,地方金融监管改革能够显著推动实体企业“脱虚”后“向实”,促进主业投资,提升主业业绩。此外,地方金融监管改革抑制实体企业金融化的作用主要体现在制度环境较差、财政分权程度较高、城投债发行规模较大和银行业竞争度较低的地区。文章初步厘清了地方金融监管改革效应传导至金融化实体企业的机理路径及经济结果,为金融如何更好服务实体经济高质量发展提供了重要的政策启示。

**关键词:**地方金融监管改革;实体企业金融化;地方金融组织;影子银行;民间金融

**中图分类号:**F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2024)01-0019-15

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20231121.101

## 一、引 言

“加强和完善现代金融监管”,“依法将各类金融活动全部纳入监管”,是党的二十大报告中关于金融工作的重要议题。完善的金融监管体制是金融监管的基石,中国的金融监管体制由中央和地方监管双层结构组成。如果说由中央监管的各类大中型持牌类金融机构是金融的“主动脉”,那么种类繁多的地方金融组织则类似于“毛细血管”。引导资金“脱虚向实”是近年来金融监管的重要内容,学者对负责“主动脉”的中央金融监管展开了诸多研究(马思超和彭宇超, 2019; 李青原等, 2022),但对负责“毛细血管”的地方金融监管的作用却鲜有深入探讨。

而一些典型事实表明,地方金融组织“毛细血管”的作用绝不可忽略,尤其是当中央金融监管强化但地方金融监管处于真空状态时,逐利的实体资本往往会绕过“主动脉”,通过各类“毛细血管”来规避监管。这将导致大量资金游离于中央金融监管体系之外,使得地方成为各类金融乱象的重灾区。例如,雏鹰农牧(股票代码:002477)通过控股地方金融机构河南泰元投资担保有限公司,实现累计虚假出资超 17.55 亿元,资金“脱实向虚”导致企业持续亏损,最终退市。笔

收稿日期:2023-02-23

基金项目:国家自然科学基金面上项目(71973135, 71772004);国家社会科学基金青年项目(20CJY045);国家自然科学基金青年项目(71903104)

作者简介:王 蕾(1996-),女,内蒙古锡林郭勒盟人,中国农业大学经济管理学院博士研究生;

陈 靖(1990-),女,四川成都人,中国农业大学经济管理学院助理教授;

何 婧(1986-)(通讯作者),女,江西兴国人,中国农业大学经济管理学院教授,博士生导师。

者手工整理发现,截至 2021 年底,共有 744 家上市实体企业参股或控股了至少 1 693 家地方金融组织,长期股权投资总额逾 2 000 亿元。<sup>①</sup>长期股权投资是实体企业参与地方金融活动的“冰山一角”,其整体规模可见一斑。

针对地方金融领域暴露出的诸多风险,中央已意识到地方金融监管部门与中央金融监管体系的执行细则配合及错位职能补充的重要性。2017 年召开的第五次全国金融工作会议是中国地方金融监管改革历程中的重要节点,习近平总书记在会上指出,“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 年省级地方金融工作办公室(以下简称地方金融办)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),其职能开始由“促发展”转变为“重监管”,承担起“7+4”类地方金融组织<sup>②</sup>的监督管理和风险处置责任。由此,中央监管层面负责加大对银行、信托、保险等金融“主动脉”资金空转套利现象的整治力度,通过强化宏观审慎监管,防范化解系统性金融风险;地方监管层面则负责强化对地方金融组织等金融“毛细血管”监管套利和违法经营行为的监管处罚,通过监管职责、监管强度和规范力度升级,消除地方金融风险隐患。以央地双层金融监管协同强化,推动金融回归服务实体经济的本源。

本文基于 2007—2021 年 A 股非金融上市企业数据,利用 2018 年省级地方金融“办升局”这一准自然实验,深入研究了地方金融监管改革能否促使实体企业先“脱虚”后“向实”,回归发展主业的本源。研究发现,地方金融“办升局”所引起的金融监管强化能够显著抑制实体企业金融化,促使实体企业“脱虚”。地方金融监管改革主要挤出了实体企业出于逐利性动机而配置的金融资产,阻隔实体企业影子银行逐利渠道和民间金融投资渠道是两个非常重要的“挤出”机制。进一步分析表明,地方金融监管改革能够推动实体企业“向实”,在增加主业投资的同时提升主业业绩。此外,地方金融监管改革抑制实体企业金融化的作用主要体现在制度环境较差、财权分权程度较高、城投债发行规模较大和银行业竞争度较低的地区。

本文的研究贡献主要体现在:第一,深度拓展了金融监管改革的实体经济效应研究。中国金融监管改革的实体经济效应研究较少,且主要考察了中央层面的金融强监管政策(蒋敏等, 2020; 李青原等, 2022)。鉴于地方金融监管是中央金融监管的重要补充,对管控游离于中央监管之外的逐利资本具有不可替代的作用,本文利用省级地方金融“办升局”这一准自然实验,识别了地方金融监管改革与实体企业回归本源的因果关系,这为如何有效抑制实体企业脱实向虚提供了新的解决思路。第二,精准评估了地方金融监管改革的政策效果。以往的文献或是从理论上对地方金融监管体制进行比较分析(冯辉, 2021),或是对某类地方金融政策文件进行量化评估(马灿坤等, 2021)。本文则通过系统梳理 30 个省份地方金融监管相关政策文件,提出了地方金融“办升局”后监管职责、监管强度和监管规范力度三个维度的强化并进行了分类评估,深入研判了现阶段地方金融监管改革能否有效化解地方金融风险,支持实体经济发展。第三,深入剖析了金融监管改革效应传导至实体企业的机理路径。现有研究表明,中央金融强监管政策通过提高资源配置效率(彭俞超和何山, 2020)和降低债务融资成本(蒋敏等, 2020),推动实体企业回归本源。本文研究发现,影子银行逐利渠道和民间金融投资渠道是实体企业出于“逐利性动机”涉足地方金融活动从而偏离主业的关键途径,也是地方金融监管改革后的重点关注领

<sup>①</sup> 数据是笔者根据上市公司披露的长期股权投资明细,手工整理计算得到的。这里的地方金融组织指不包括投资公司的其他“7+3”类。长期股权投资明细中涉及的投资公司十分庞杂,因而难以准确区分。

<sup>②</sup> 地方金融监管局主要负责小额贷款公司、融资担保公司、区域性股权市场、典当行、融资租赁公司、商业保理公司、地方资产管理公司七类金融组织,强化监管开展信用互助的农民专业合作社、投资公司、社会众筹机构、地方交易场所四类金融组织。

域。本文的研究结论有助于厘清从宏观审慎金融监管体系到地方金融强监管政策安排，再传导至微观企业的机理路径。

## 二、制度背景

1992—2003年，中国陆续成立了证监会、保监会和银监会，金融监管呈现“一行三会”的中央集权、分业管理的监管格局。而中央集权的金融监管格局导致地方难以有效调动金融资源来服务地方经济，也缺乏对地方金融风险隐患实施监管的权责。地方金融办应运而生，其主要承担地方金融发展、招商引资等工作，兼具部分地方金融监管职能。

由于没有明确的法律法规或中央指导意见来界定地方金融监管机构的职责及边界(冯辉, 2021)，地方金融办履行金融监管职责时存在一些突出问题。一是地方金融监管职责不明确。地方金融办在法律意义上未被赋予正式的监管职责，央地金融监管界限模糊，易引发多头监管和监管真空问题。二是地方金融监管强度不足。地方金融办“重发展”而“轻监管”，除了法律和政府条例明令禁止的金融行为，其他多数金融活动均不会受到地方金融办的监管。三是监管规范性有所欠缺。地方金融组织种类繁多，经营管理模式各异，风险不尽相同，监管又隶属于不同的政府职能部门，地方金融办难以做到有序分类监管。在此格局下，大量地方金融组织演变为非法吸收存款、集资诈骗、高利贷、暴力催债等问题的高发地，成为脱离于中央金融监管的监管真空地带。

中央随之关注到地方金融风险重大隐患。2017年7月14日至15日，第五次全国金融工作会议在北京召开，会议的重点内容之一是关于地方金融风险责任的归属问题。习近平总书记在会上明确表示，“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”，同时“要以强化金融监管为重点，以防范系统性金融风险为底线，加快相关法律法规建设”。这首次明确了地方在金融监管中的重要角色。随后，中共中央、国务院印发《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》(中发〔2017〕23号)，规定“7+4”类地方金融组织交由地方监管。

为落实第五次全国金融工作会议精神，2018年地方机构改革拉开序幕，各省将原本专司区域金融发展的地方金融办升格为地方金融监管局。机构定位由“内部的事业单位”升级为“审批和执法部门”，工作职责从“专注服务和协调，以此促进地方金融发展的金融发展权”调整为“补齐地方金融监管短板，防范地方金融风险的金融监管权”，承担起“7+4”类地方金融组织的监督管理和风险处置责任。为压实地方金融监管职能，提高地方金融治理能力，地方金融“办升局”后经历了一些重大转变(何婧和雷梦娇, 2021)。

一是监管职责由模糊走向清晰。在地方金融“办升局”前，地方金融监管权责不明晰，省份没有出台针对地方金融监管的地方性法规。而在地方金融“办升局”后，地方金融监管立法进入快速发展阶段，实现了地方金融监管有法可依、执法有据。截至2021年底，有14个省份<sup>①</sup>颁布了地方金融监督管理条例，尚未颁布的省份也均进入条例起草或立法审议阶段。

二是监管强度由宽松转向严苛。地方金融办对于金融创新持宽松态度，并未对地方金融组织的违法行为制定明确量化的处罚标准。而在地方金融“办升局”后，部分省份依据国务院、相关部委发文，以及地方金融监督管理条例，制定了地方金融组织监管执法基准，提升了金融监管

<sup>①</sup> 截至2021年底，颁布地方金融监督管理条例的14个省、自治区、直辖市包括上海、内蒙古、北京、吉林、四川、天津、山东、广西、江苏、江西、河北、浙江、湖北、贵州。

强度。截至 2021 年底,有 11 个省份<sup>①</sup>的地方金融监管局制定了地方金融监管系统行政处罚裁量基准(包括征求意见稿)。

三是监管规范性由薄弱扩至全面。面对种类庞杂的地方金融组织,地方金融办未能实施有效分类监管,监管规范性薄弱。例如,2018 年以前,针对地方金融组织监管,16 个省份印发的规范性文件数量不足 10 项,其中 3 个省份甚至为 0 项。而在地方金融“办升局”后,各省加速印发针对“7+4”类地方金融组织实施分类监管的规范性文件,金融监管的规范性得到全面提升。截至 2021 年底,针对地方金融组织监管,未印发过规范性文件的省份实现了“从无到有”的突破,6 个省份则退出了“不足 10 项”的队列。

### 三、理论分析与研究假说

实体企业回归本源是指其在减少金融化活动“脱虚”后,更好地“向实”专注主业发展。作为地方金融监管改革的标志性事件,地方金融“办升局”将会深刻影响金融监管强度,进而影响企业的金融资源配置和主业投资决策。

地方金融“办升局”后,地方金融监管明显升级。一是地方金融监管职责进一步明晰。各省陆续出台了地方金融监督管理条例,明确了地方金融监管局的监管职责与范围,压实了地方金融组织的监管及风险防范处置责任。二是地方金融监管强度进一步提升。各省金融监管局陆续制定了地方金融监管系统行政处罚裁量基准,对于地方金融组织的违法行为有了明确量化的处罚标准,增强了地方金融组织的监管遵从度。三是地方金融监管规范性进一步增强。地方金融监管局将“7+4”类地方金融组织的监管权责统一划归,加快补齐或修订了地方金融组织分类监管的规范性文件,促进了地方金融组织合规经营。此时,在监管真空地带开展的金融创新活动将受到沉重打击,金融活动的非正常高额利润将被大幅压缩,企业将“脱虚”减少金融化行为。

地方金融监管改革能否进一步促使实体企业“向实”专注主业发展,这决定了其能否回归本源。实体企业参与金融活动主要出于两种动机,即逐利性动机和预防性动机。从逐利性动机来看,企业作为资金供给方希望通过参与金融活动,获得超出实体投资的高额利润(Demir, 2009)。当地方政府对当地金融发展持鼓励支持和“大干快上”态度时,当地上市企业容易脱离主业经营,热衷资本运作。地方金融“办升局”后,地方金融监管强化会使地方政府对当地金融发展从“盲目鼓励”转变为“有效监管”。这规范了地方金融行业为逃避监管或监管套利而开展的金融创新,减少了金融活动的超额回报率,压缩了实体企业出于逐利性动机的金融套利空间。由于逐利性金融业务与主营业务之间存在跷跷板效应,一旦金融业务的利润率与主营业务的收益率相当,实体企业参与金融活动的积极性会减弱,增加主业投资的积极性则会增强。

从预防性动机来看,当融资渠道不畅或融资环境不佳时,融资约束程度较高的上市企业为防止资金链断裂而会作为资金或业务需求方参与金融活动(Smith 和 Stulz, 1985)。在地方金融“办升局”前,存在地方金融组织参与高风险、多嵌套、多通道的金融长链条环节的现象。这增加了企业的融资复杂性,提高了融资成本。此时,受到融资约束的实体企业会选择增加金融资产持有比例,以提高资产流动性,降低外部融资依赖度。地方金融监管改革强化了对地方金融组织行为的监管,这有助于打破复杂金融活动的长链条,降低企业的融资成本。地方金融监管改革不会加剧甚至有利于缓解实体企业的融资约束,这将促使其增加主业投资,专注主业发展。

<sup>①</sup> 截至 2021 年底,制定地方金融监管系统行政处罚裁量基准的 11 个省、自治区、直辖市包括内蒙古、北京、天津、山东、广东、江苏、江西、河北、河南、湖北、黑龙江。



地方金融监管改革对实体企业无论出于逐利性动机还是预防性动机的金融活动产生影响，都有助于其“向实”专注主业发展，回归本源。由此，本文提出以下假说：地方金融监管改革会促使实体企业“脱虚向实”，回归本源。

## 四、研究设计

### （一）数据来源

本文的地方金融监管数据来自 30 个省、自治区、直辖市<sup>①</sup>的地方金融监管局官方网站，我们手工整理了各省的地方金融监督管理条例、地方金融监管系统行政处罚裁量基准和规范性文件发布情况。本文选取了中国 A 股上市企业作为研究样本，剔除了金融和房地产行业、ST 和 PT 企业、上市时间不足 1 年、资不抵债、财务数据缺失的样本以及计算各相关变量后产生的缺失值。本文以实行新会计准则的 2007 年为起始点，样本期间为 2007—2021 年。

公司财务数据来自 CSMAR 数据库，委托贷款数据来自沪深交易所的委托贷款公告，委托理财数据来自 CSMAR 数据库中的中国对外投资子数据库，影子银行词频数据基于 python 文本分析工具，根据上市公司年度财务报告分析得到。宏观经济数据来自 CSMAR 数据库和中国人民银行官方网站。本文根据企业办公地址所在省份，将企业微观数据与省份宏观数据进行匹配，最终得到 31510 个观测样本。为了消除极端值的干扰，本文对企业层面的连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

### （二）主要变量定义

1. 实体企业回归本源。本文通过实体企业的金融化程度是否降低来判断其是否“脱虚”。借鉴 Demir(2009)以及杜勇等(2017)的做法，本文采用实体企业持有的金融资产占总资产的比例来衡量其金融化程度(*Fin*)。本文根据企业的资产负债表，将交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、持有至到期投资和投资性房地产共 7 个科目纳入金融资产的范畴。<sup>②</sup>

本文通过实体企业的主业发展情况(*Develop*)来判断其是否“向实”，采用两个指标进行衡量：一是实体企业的主业投资(*Invest*)。参考 Duchin 等(2010)以及李青原等(2022)的研究，本文使用企业当期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与取得子公司及其他营业单位支付的现金净额之和占期初总资产的比例进行衡量。二是实体企业的主业业绩(*Perform*)。参考杜勇等(2017)的做法，本文使用剔除金融投资收益后的资产收益率进行衡量，即企业业绩=(利润总额-投资收益-公允价值变动收益+对联营企业和合营企业的投资收益)/总资产。

2. 地方金融监管改革。本文使用 *Post* 和 *PreSup* 的交乘项来反映地方金融监管改革。其中，*Post* 表示改革时间虚拟变量，2018 年为省级地方金融办集中升格为地方金融监管局的年份，所以对于 2018 年之前的样本，*Post* 取值为 0，2018 年及之后的样本取值为 1。*PreSup* 表示改革冲击前的地方金融监管强度。由于地方金融“办升局”后的主要监管对象为“7+4”类地方金融组织，实体企业层面不存在标准的实验组和对照组。但实体企业若处在地方金融监管强度不同的地

<sup>①</sup> 2018 年，西藏自治区的金融办公室未升格为金融监督管理局，且截至 2021 年底，尚未建立金融监督管理局官方网站，我们无法获取相关数据，所以从样本中予以剔除。

<sup>②</sup> 2017 年 3 月 31 日，财政部发布了修订后的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》等金融工具相关会计准则，新会计准则中不再使用“可供出售金融资产”和“持有至到期投资”科目。该准则从 2019 年开始在境内上市企业中使用，但鼓励部分企业提前使用。对于 2018 年这两个科目数值存在缺失的企业以及 2019—2021 年的样本数据，“持有至到期投资”使用“债权投资”替代，“可供出售金融资产”使用“其他债权投资”与“其他权益工具投资”之和替代。

区,其所受到的地方金融监管改革冲击会存在显著差异。由此,本文利用 2007—2017 年各省发布的有关地方金融组织监管的规范性文件数量加 1 后取自然对数再取倒数,反映不同地区的实体企业所受到的改革冲击的实际强度。地方规范性文件虽然并非立法性文件,但在地方管辖范围内对地方金融组织具有普遍约束力。若地方发布的规范性文件数量较少,即当地实体企业在改革冲击前受到的地方金融监管较弱,则其受到的地方金融监管改革冲击反而会较强。

(三)模型设定

本文首先考察地方金融监管改革对实体企业“去金融化”即“脱虚”的影响。本文根据改革冲击前的地方金融监管强度,借鉴 Nunn 和 Qian(2011)的研究,构建了如下的广义双重差分模型进行检验:

$$Fin_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Post_t \times PreSup_j + \rho X_{i,j,t} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

其中,下标  $i$ 、 $j$ 、 $t$  分别表示企业、省份和年份。被解释变量  $Fin_{i,j,t}$  表示省份  $j$  的实体企业  $i$  在  $t$  年的金融化程度。核心解释变量  $Post \times PreSup$  表示地方金融监管改革。若系数  $\beta_1$  显著为负,则说明地方金融监管改革能够显著抑制实体企业金融化。

随后,本文考察地方金融监管改革对实体企业主业发展即“向实”的影响。本文构建了如下的广义三重差分模型进行检验:

$$Develop_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Post_t \times PreSup_j \times Fin_{i,j} + \beta_2 Post_t \times PreSup_j + \beta_3 PreSup_j \times Fin_{i,j} + \beta_4 Post_t \times Fin_{i,j} + \rho X_{i,j,t} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量  $Develop_{i,j,t}$  表示省份  $j$  的实体企业  $i$  在  $t$  年的主业发展情况,包括主业投资  $Invest$  和主业业绩  $Perform$ 。 $Fin_{i,j}$  表示实体企业在 2017 年(地方金融“办升局”前一年)的金融化程度。若系数  $\beta_1$  显著为正,则说明地方金融监管改革能够显著促进金融化程度原本较高的实体企业增加主业投资,提升主业业绩。

$X_{i,j,t}$  表示控制变量,包括企业和省份两个维度。企业层面控制变量的选取参考唐松和谢雪妍(2021)的研究,包括资产规模( $Size$ )、市龄( $Age$ )、净资产收益率( $Roe$ )、资产负债率( $Lev$ )、营业利润率( $Opr$ )、两职合一( $Dual$ )、独立董事比例( $Indep$ )、股权集中度( $Top1$ )和股权制衡度( $Ban$ )。省份层面的控制变量包括省份经济发展活力( $Fix$ )、产业结构( $Sec$ )、信贷规模( $Loan$ )和财政自主度( $Auto$ )。本文主要变量定义与描述性统计结果见表 1。 $\mu_i$  和  $\delta_t$  分别表示企业固定效应和年份固定效应。 $\alpha$  为截距项, $\varepsilon_{i,j,t}$  为随机扰动项。

表 1 主要变量定义与描述性统计

变量符号	变量定义	均值	中位数	标准差
$Fin$	金融资产/总资产	0.0406	0.0084	0.0741
$Invest$	企业主业投资	0.1175	0.0564	0.1733
$Perform$	企业主业业绩	0.0424	0.0400	0.0660
$Post \times PreSup$	地方金融监管改革	0.1510	0.0000	0.1842
$Post$	改革时间虚拟变量	0.4185	0.0000	0.4933
$PreSup$	地方金融监管强度	0.3643	0.3607	0.0768
$Size$	总资产的自然对数	22.0513	21.9127	1.2000
$Age$	企业上市时间加 1 后取自然对数	2.1163	2.1972	0.7488
$Roe$	净利润/平均股东权益	0.0702	0.0722	0.1320
$Lev$	总负债/总资产	0.4201	0.4158	0.1982
$Opr$	营业利润/营业收入	0.0775	0.0724	0.1707

续表 1 主要变量定义与描述性统计

变量符号	变量定义	均值	中位数	标准差
<i>Dual</i>	董事长和总经理两职合一为1, 否则为0	0.2616	0.0000	0.4395
<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会人数	0.3715	0.3333	0.0510
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	0.3414	0.3200	0.1469
<i>Ban</i>	第二至第十大股东持股比例	0.2316	0.2220	0.1268
<i>Fix</i>	省份固定资产投资总额/年末常住人口(万元/人)	3.8716	3.7872	1.7826
<i>Sec</i>	省份第二产业增加值/GDP	0.4189	0.4310	0.0940
<i>Loan</i>	省份信贷余额/GDP	1.4350	1.3116	0.4637
<i>Auto</i>	省份财政收入/财政支出	2.7390	0.7727	2.9522

## 五、实证结果分析

### (一) 基准回归分析

1. 平行趋势检验。本文采用的是广义双重差分模型, 需要先检验是否满足平行趋势假设。平行趋势检验模型设定如下:

$$Fin_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Post_t^{-10} \times PreSup_j + \dots + \beta_{14} Post_t^3 \times PreSup_j + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{i,j,t} \quad (3)$$

本文对时间虚拟变量 *Post* 进行了拆分, 若时间为地方金融监管局成立之前(之后)的第 *k* 年, 则  $Post_t^k (Post_t^k)$  取值为 1, 否则为 0。  $k \in \{-11, -10, -9, \dots, 0, 1, 2, 3\}$ ,  $k = -11$  (2007年) 为基准组。  $\beta_f (f = 1, 2, \dots, 14)$  识别的是与基准时间点相比, 对于地方金融监管强度不同的省份, 企业金融化程度是否存在显著差异。平行趋势检验结果见图 1, 平行趋势假设得到满足。

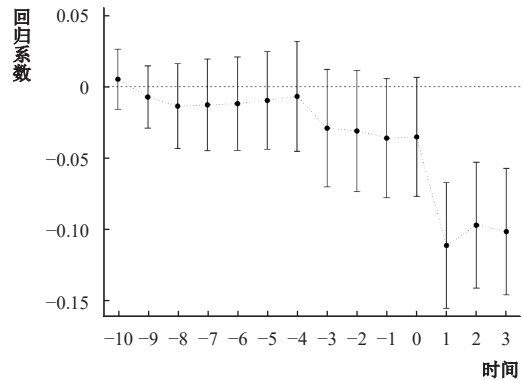


图 1 平行趋势检验

2. 基准回归分析。表 2 展示了地方金融监管改革对实体企业金融化的影响。列(1)显示, 在不加入控制变量的情况下,  $Post \times PreSup$  的回归系数为  $-0.0744$ , 在 1% 的水平上显著为负。列(2)报告了加入控制变量后的回归结果。结果显示,  $Post \times PreSup$  的回归系数为  $-0.0685$ , 仍然在 1% 的水平上显著为负。表 2 结果支持了本文的研究假说, 即地方金融监管改革能够促使实体企业“脱虚”去金融化。

表 2 地方金融监管改革与实体企业金融化程度

	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>Fin</i>
$Post \times PreSup$	$-0.0744^{***}$	$-0.0685^{***}$
控制变量	未控制	控制
企业与年份固定效应	控制	控制
观测值	31 510	31 510
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.0614	0.1112

注: \*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著, 括号内为经过企业层面聚类调整后的稳健标准误。下表同。

### (二) 地方金融监管强化的影响分析

实体企业金融化可能会受到其他不可观测因素的影响, 存在潜在的内生性问题。虽然采用准自然实验的方法能够在一定程度上缓解上述问题, 但为了更加精准地识别地方金融监管改革与实体企业金融化之间的因果关系, 本文将地方金融监管改革所引起的金融监管强化进行细化, 构建新的交乘项做进一步检验。

地方金融监管改革所引起的金融监管强化主要包括以下三个维度：(1)地方金融监管职责 (*Role*)。本文根据地方金融监管局是否颁布了地方金融监督管理条例来衡量金融监管职责。若截至 2021 年底某省颁布了地方金融监督管理条例，则 *Role* 取值为 1，否则为 0。(2)地方金融监管强度 (*Intensity*)。本文根据地方金融监管局是否制定了地方金融监管系统行政处罚裁量基准来衡量金融监管强度。若截至 2021 年底某省制定了地方金融监管系统行政处罚裁量基准(包括征求意见稿)，则 *Intensity* 取值为 1，否则为 0。(3)地方金融监管规范性 (*Specify*)。本文根据 2018—2021 年各省发布的地方金融组织监管规范性文件数量来衡量金融监管规范性。若 2018—2021 年某省发布的相关规范性文件数量大于中位数，则 *Specify* 取值为 1，否则为 0。

表 3 结果显示，*Post×PreSup×Role*、*Post×PreSup×Intensity* 和 *Post×PreSup×Specify* 的回归系数分别在 1%、5% 和 1% 的水平上显著为负。这说明地方金融监管改革后，监管强化能够抑制实体企业涉足金融活动，推动其“脱虚”，从而支持了本文的研究假说。

(三)进一步研究

1. 地方金融监管改革影响实体企业何种动机的金融化?上文分析证实地方金融监管改革能够显著抑制实体企业的金融化，但需

要进一步判断其究竟抑制了实体企业何种动机的金融化。这是因为，地方金融监管改革对实体企业出于逐利性动机还是预防性动机而配置的金融资产产生挤出效应，既决定了地方金融监管改革影响实体企业金融化的具体渠道机制，又决定了实体企业“脱虚”去金融化后能否“向实”发展主业。

第一，代理问题的存在会使实体企业更加看重短期利润，出于逐利性动机涉足金融活动 (Demir, 2009; Duchin 等, 2017)。参考 Ang 等(2000)的研究，本文采用管理费用率 (*Expense*)<sup>①</sup>和资产周转率 (*Turnover*)<sup>②</sup>来衡量企业的代理成本，以反映实体企业金融化的逐利性动机。若管理费用率小于行业年度中位数，则 *Expense* 取值为 0，否则为 1；若资产周转率大于行业年度中位数，则 *Turnover* 取值为 0，否则为 1。表 4 中列(1)和列(2)显示，*Post×PreSup×Expense* 和 *Post×PreSup×Turnover* 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负，说明地方金融监管改革显著抑制了代理成本较高的实体企业涉足金融活动，对其出于逐利性动机而配置的金融资产产生了显著的挤出效应。

第二，考虑到实体企业是否面临融资约束是其是否出于预防性动机而配置金融资产的关键 (杜勇等, 2017)，本文采用 *KZ* 指数<sup>③</sup>(Kaplan 和 Zingales, 1997)和 *SA* 指数<sup>④</sup>(Hadlock 和 Pierce, 2010)来衡量实体企业的融资约束程度，以反映实体企业金融化的预防性动机。若 *KZ* 指数小于行业年度中位数，则 *KZ* 指数取值为 0，否则为 1；若 *SA* 指数大于行业年度中位数，则 *SA* 取值为 0，

表 3 地方金融监管强化的影响

	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>Fin</i>	(3) <i>Fin</i>
<i>Post×PreSup×Role</i>	-0.1468*** (0.0380)		
<i>Post×PreSup×Intensity</i>		-0.0102** (0.0051)	
<i>Post×PreSup×Specify</i>			-0.0989*** (0.0150)
控制变量	控制	控制	控制
企业与年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	31 510	31 510	31 510
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.1134	0.1139	0.1121

① 管理费用率=管理费用/营业收入。通常认为，管理费用率越高，企业的代理成本越高。  
 ② 资产周转率=营业收入/期末总资产。通常认为，资产周转率越低，企业的代理成本越高。  
 ③ 借鉴 Kaplan 和 Zingales(1997)的计算方法，本文根据公司经营性净现金流、现金股利、现金持有、资产负债率以及托宾 *Q* 值等财务指标来构建 *KZ* 指数。通常认为，*KZ* 指数越大，企业的融资约束程度越高。  
 ④ *SA* 指数= $-0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$ 。其中，*Size* 表示企业规模(企业总资产的自然对数)，*Age* 表示企业成立年限。通常认为，*SA* 指数为负且绝对值越大，企业的融资约束程度越高。



否则为1。表4中列(3)和列(4)显示,  $Post \times PreSup \times KZ$  和  $Post \times PreSup \times SA$  的回归系数均不显著,说明地方金融监管改革并未影响融资约束程度较高的实体企业的金融化,对其出于预防性动机而配置的金融资产并未产生显著的挤出效应。

表4 金融化动机分析:逐利性动机与预防性动机

	(1)Fin	(2)Fin	(3)Fin	(4)Fin
$Post \times PreSup \times Expense$	-0.0507*** (0.0195)			
$Post \times PreSup \times Turnover$		-0.0775*** (0.0186)		
$Post \times PreSup \times KZ$			0.0252 (0.0257)	
$Post \times PreSup \times SA$				-0.0381 (0.0249)
控制变量	控制	控制	控制	控制
企业与年份固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	31510	31510	31510	31510
adj. $R^2$	0.1177	0.1166	0.1283	0.1336

综上所述,地方金融监管改革会显著抑制实体企业出于逐利性动机而参与的金融活动,但对其出于预防性动机而参与的金融活动却未产生显著影响。

2. 地方金融监管改革通过何种机制影响实体企业金融化?由于地方金融监管改革主要抑制了实体企业出于逐利性动机而开展的金融活动,对于地方金融监管改革促使实体企业回归本源的具体影响机制,本文结合实体企业的逐利性动机,主要归纳为两个方面。

第一,抑制影子银行逐利。上市实体企业通过影子银行业务逐利主要有两个渠道。一是委托代理的影子银行渠道,即实体企业通过委托理财和委托贷款方式,实现委托资金增值或其他特定目的。二是金融产品的影子银行渠道,即实体企业通过购买理财产品、信托产品等金融产品,间接投资于影子信贷市场。在参与的金融机构中,非银行类金融机构是重要载体,其中不仅包括受中央金融监管的持牌类金融机构,也包括融资担保公司等各类地方金融组织。

地方金融监管改革后,存在两种途径来阻隔实体企业的影子银行逐利渠道,抑制其过度金融化。一是阻隔委托代理的影子银行渠道。地方金融监管改革后,地方金融组织开展受托业务被严格控制。例如,北京市地方金融监管局规定融资租赁公司、<sup>①</sup>商业保理公司<sup>②</sup>不得发放或受托发放贷款,禁止融资担保公司自营贷款或受托贷款以及进行受托投资。<sup>③</sup>这将抑制实体企业通过委托理财和委托贷款等方式参与影子银行活动。二是阻隔金融产品的影子银行渠道。地方金融监管局要求地方金融组织不得逾越经营范围从事金融活动。例如,融资担保公司等地方金融组织通过销售金融产品方式募集资金属于非法从事金融活动。这将抑制实体企业通过地方金融组织购买金融产品而间接参与影子银行活动。本文构建了如下模型来检验这一潜在影响机制:

$$SB_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Post_i \times PreSup_j + \rho X_{i,j,t} + \mu_i + \delta_j + \varepsilon_{i,j,t} \quad (4)$$

其中,被解释变量  $SB_{i,j,t}$  表示实体企业的影子银行逐利渠道。一是委托代理的影子银行渠道( $SB\_sub$ )。参考李建军和韩珣(2019)的研究,本文将“委托理财”和“委托贷款”规模加总后除以

① 参见《北京市融资租赁公司监督管理办法》(京金融〔2023〕223号)第十七条。

② 参见《北京市商业保理公司监督管理办法》(京金融〔2023〕215号)第十五条。

③ 参见《北京市融资担保公司监督管理办法》(京金融〔2023〕189号)第二十条。

总资产进行衡量。二是金融产品的影子银行渠道(*SB\_pro*)。本文将“其他流动资产”科目附注中披露的理财产品、信托产品、结构性存款和资产管理计划四大类金融产品规模加总后除以总资产进行衡量。此外,本文还采用影子银行词频(*SB\_word*)<sup>①</sup>做进一步检验。

表 5 中列(1)和列(2)显示, *Post×PreSup* 的回归系数均在 1% 的水平上显著为负,说明地方金融监管改革会阻隔实体企业的影子银行逐利渠道,抑制其过度涉足金融活动。列(3)以影子银行词频作为衡量指标,进一步印证了这一结论。

第二,规范民间金融投资。民间金融是实体企业进行逐利投资的另一重要渠道。民

间金融为资金充裕的实体企业和受到融资约束的中小企业或个人搭建起资金融通的桥梁(谭德凯和田利辉, 2021)。实体企业借助小额贷款公司等各种合法的地方金融组织参与民间借贷,将低利率的信贷资金转投到民间借贷市场中,这将导致经济“脱实向虚”。

地方金融监管改革强化了防范化解民间金融风险的职责,这将通过三个方面抑制实体企业的逐利性金融活动。一是严格规范民间借贷行为。地方金融监管局严禁地方金融组织开展合规业务以外的民间借贷活动,强化分类监管和系统治理,这将抑制实体企业通过地方金融组织进行民间资金融通。二是严格管理民间融资机构。例如,山东省地方金融监管局规定民间融资机构不得擅自从事民间资本业务或者民间融资登记服务业务,并要求民间融资机构加强内部控制和规范关联交易。<sup>②</sup>这将抑制实体企业通过参股或控股民间融资机构来参与民间金融活动。三是严格限制民间融资担保。例如,北京市地方金融监管局对融资担保公司的担保责任余额与净资产的比例做出了严格限制,并规定其为关联方提供融资担保的要求不可低于为非关联方提供同类担保的要求。<sup>③</sup>这将抑制实体企业通过充当实质性信用中介来开展民间借贷业务。本文构建了如下模型来检验这一潜在影响机制:

$$IF_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Post_t \times PreSup_j + \rho X_{i,j,t} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{i,j,t} \quad (5)$$

其中,  $IF_{i,j,t}$  表示民间金融投资。本文借鉴 Jiang 等(2010)的思路,将“其他应收款”作为企业民间金融投资的代理变量。一是其他应收款总额( $IF\_sum$ ),本文将企业资产负债表中的“其他应收款”科目除以总资产进行衡量。二是一年期的其他应收款( $IF\_one$ ),其能更加准确地反映企业每年其他应收款的变动情况,本文将其除以总资产进行衡量。

表 6 中列(1)显示, *Post×PreSup* 的回归系数不显著。这可能是对于地方金融“办升局”前账龄较长的其他应收款,地方金融监管改革难以发挥“历史”作用。列(2)显示,

表 5 机制分析:地方金融监管改革与影子银行逐利渠道

	(1) <i>SB_sub</i>	(2) <i>SB_pro</i>	(3) <i>SB_word</i>
<i>Post×PreSup</i>	-0.1494*** (0.0537)	-0.0166*** (0.0064)	-0.3024*** (0.0853)
控制变量	控制	控制	控制
企业与年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	31 510	31 510	31 510
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.1280	0.1790	0.4003

表 6 机制分析:地方金融监管改革与民间金融投资渠道

	(1) <i>IF_sum</i>	(2) <i>IF_one</i>
<i>Post×PreSup</i>	-0.0065 (0.0054)	-0.0012*** (0.0004)
控制变量	控制	控制
企业与年份固定效应	控制	控制
观测值	31 510	31 510
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.0715	0.0593

① 影子银行词频为 2007—2021 年“委托理财”“委托贷款”“理财产品”“信托产品”“结构性存款”“资产管理计划”六个关键词在企业年度财务报告中出现的次数加总后加 1 取自然对数。

② 参见《山东省地方金融条例》(2016 年 3 月通过)第四十八条和第五十条。

③ 参见《融资担保公司监督管理条例》(2017 年 8 月国务院令 683 号)第四十条。

$Post \times PreSup$  的回归系数在 1% 的水平上显著为负, 说明地方金融监管改革有效阻隔了实体企业的民间金融投资渠道, 抑制了其过度涉足金融活动。

3. 地方金融监管改革影响实体企业金融化的结果如何? 上文分析证实, 地方金融监管改革能够抑制实体企业出于逐利性动机而开展的金融活动。但需要进一步检验实体企业“脱虚”后能否“向实”, 这关系到实体企业能否真正回归本源。本文引入 2017 年实体企业的金融化程度 ( $Fin_{2017}$ ), 从两个方面考察地方金融监管改革对实体企业“脱虚向实”的影响。

第一, 实体企业的主业投资。表 7 中列 (1) 显示,  $Post \times PreSup \times Fin_{2017}$  的回归系数在 5% 的水平上显著为正, 说明地方金融监管改革能够促使金融化程度较高的实体企业进行更多的主业投资, 更加注重主业发展。

第二, 实体企业的主业业绩。表 7 中列 (2) 显示,  $Post \times PreSup \times Fin_{2017}$  的回归系数在 1% 的水平上显著为正, 说明地方金融监管改革能够促使金融化程度较高的实体企业提升主业投资业绩。

上述结果进一步支持了本文的研究假说, 即地方金融监管改革能够发挥积极的实体经济效应, 促使实体企业先“脱虚”后“向实”。

#### (四) 稳健性检验<sup>①</sup>

1. 剔除金融资产为 0 的样本。在基准回归中, 本文保留了金融资产为 0 的样本。本文进一步剔除未进行金融资产投资的样本, 考察了地方金融监管改革对涉足金融活动的实体企业的影响。回归结果保持稳健。

2. 替换实体企业金融化指标。金融资产具有交易频繁、期限短、风险高的特征, 仅用静态指标无法反映实体企业的金融资产投资全貌。本文进一步采用金融渠道获利作为实体企业金融化的代理指标。参考刘贯春等 (2019) 的做法, 本文将狭义的金融渠道获利定义为投资收益、公允价值变动损益和其他综合收益加总后扣除对联营和合营企业的投资收益, 并使用营业利润进行标准化处理, 即狭义的金融渠道获利与营业利润之差除以营业利润的绝对值。回归结果保持稳健。

3. 重新定义改革冲击前的地方金融监管强度。本文采用两种方式重新定义改革冲击前的地方金融监管强度。第一, 根据  $PreSup$  的中位数进行分组, 若大于中位数则定义为地方金融监管强度较低组, 实体企业所受到的改革冲击较大, 变量取值为 1, 否则为 0。回归结果保持稳健。第二, 采用 2010—2017 年各省小额贷款公司的实收资本额与当地金融业生产总值的比值进行衡量。<sup>②</sup> 由于小额贷款公司的审批权限划归为省级金融办, 省级地方政府承担风险处置责任, 因此这一指标能够较好地衡量改革冲击前的地方金融监管强度。回归结果保持稳健。

4. 采用滞后一期的解释变量。考虑到地方金融监管改革的传导作用存在一定的滞后性, 同时为了控制地方金融监管改革与实体企业金融化程度之间的反向因果关系, 本文采用滞后一期的解释变量进行回归分析。回归结果保持稳健。

表 7 实体企业的主业投资与主业业绩

	(1) Invest	(2) Perform
$Post \times PreSup \times Fin_{2017}$	0.0849** (0.0426)	0.0352*** (0.0043)
控制变量	控制	控制
企业与年份固定效应	控制	控制
观测值	31 510	31 510
adj. $R^2$	0.0879	0.1130

<sup>①</sup> 受篇幅限制, 文中未列示稳健性检验结果, 留存备索。

<sup>②</sup> 2008 年, 银监会发布《关于小额贷款公司试点的指导意见》, 指出若省级政府能够明确由一个主管部门(金融办或相关机构)负责对小额贷款公司的监督管理, 并愿意承担属地风险处置责任, 则可在本省的县域范围内开展组建小额贷款公司试点工作。从 2010 年开始, 中国人民银行每年公布各省小额贷款公司发展状况的统计数据, 其中包括小额贷款公司的实收资本额。

5. 排除替代性解释。第一,考虑资管新规出台的影响。本文研究结果的一种替代性解释是,2018年资管新规出台后,银保监会加大了对银行等正规金融机构开展资产管理业务的监管处罚力度,这会降低实体企业的金融化程度。本文在模型(1)中加入正规金融机构监管强度的控制变量,采用2007—2021年各省银保监局年度罚没总金额与当地金融业生产总值的比值进行衡量。分析结果排除了这种替代性解释。第二,考虑社会融资规模的影响。本文研究结果的另一种替代性解释是,2018年后金融支持民营企业的力度不断加大,国有企业及大型企业的利差空间缩小,实体企业的金融化程度会下降。本文在模型(1)中加入社会融资规模的控制变量,采用2007—2021年中国人民银行所披露的当年社会融资规模存量取自然对数进行衡量。分析结果排除了这种替代性解释。第三,考虑中美贸易摩擦的影响。自2018年3月起,中美贸易摩擦加剧,海外业务依赖度较高的企业可能会削减金融投资,以应对中美贸易摩擦对主营业务造成的影响。本文在模型(1)中加入海外业务依赖度与 $Post$ 的交乘项,其中海外业务依赖度定义为地方金融“办升局”前三年企业的海外业务收入占营业总收入的比重。分析结果排除了这种替代性解释。

6. 安慰剂检验。借鉴严兵等(2021)的方法,本文将地方金融办“办升局”时间提前至2013年,将其作为虚假发生时间,并剔除实际发生当年及之后的样本,考察地方金融监管改革是否仍能抑制实体企业金融化。结果显示回归系数不显著,这证实了实体企业金融化程度的下降确实受到地方金融“办升局”的影响,而非其他潜在的不可观测事件。

#### (五)异质性分析<sup>①</sup>

1. 地区制度环境的异质性。各地区的市场化改革进程各异,地区制度环境存在较大差异。通常认为,地区市场化水平越高,当地政府对企业的干预越少,金融业竞争程度越高。地方政府干预信贷资金流向和企业投资的动力和空间越小,民营企业 and 中小微企业获得信贷资金的概率越高。本文预期,在市场化水平较高的地区,实体企业会更加关注主业发展;反之,则实体企业更有可能过度涉足金融活动。本文采用2017年(地方金融“办升局”前一年)的省级市场化指数来衡量地区制度环境(王小鲁等,2021),以其中位数作为标准,若大于中位数则变量取值为0,否则为1。回归结果表明,地方金融监管改革有效抑制了市场化程度较低省份的实体企业金融化行为。

本文进一步考察了政府与市场的关系、要素市场的发育程度以及非国有经济的发展三个方面的市场化分项指数,采用2017年省级市场化分项指数的中位数作为标准,若大于中位数则变量取值为0,否则为1。回归结果表明,地方金融监管改革有效抑制了政府与市场关系较差、要素市场发育程度较低、非国有经济发展较慢省份的实体企业金融化行为。

2. 地方政府层面的异质性。第一,财政分权异质性。1994年中国分税制改革后,争夺金融资源成为地方政府实现政策目标的关键手段。因此,财政分权程度越高的省份,实体企业涉足金融活动的概率和范围可能越大。借鉴谭小芬和张文婧(2021)的研究,本文采用2017年各省人均财政支出与全国人均财政支出的比值来衡量财政分权程度,若大于中位数则变量取值为1,否则为0。回归结果表明,地方金融监管改革显著抑制了财政分权程度较高省份的企业金融化行为。第二,城投债规模异质性。1994年中国分税制改革后,地方政府债务迅速增加。上市企业尤其是地方国有企业不仅成为地方政府发行城投债的承载主体,也是发展本地经济所依赖的关键对象。因此,城投债发行规模越大的地区支持实体企业涉足金融领域的动机越强(郭敏等,

<sup>①</sup> 受篇幅限制,文中未列示异质性分析结果,留存备索。



2020)。本文采用 2017 年各省城投债发行存量规模占当地 GDP 比重的中位数作为标准，若大于中位数则变量取值为 1，否则为 0。回归结果表明，地方金融监管改革显著抑制了城投债发行规模较大省份的企业金融化行为。

3. 银行业层面的异质性。随着银行业竞争的不断加剧，各类银行有意愿和动力提升信贷审查技术以争夺潜在信贷客户，尤其是民营企业和中小微企业。因此，在银行业竞争程度较高的地区，上市实体企业为中小微企业融通资金以获取利润的空间较小，而在银行业竞争程度较低的地区则恰恰相反，本文预期这类地区的实体企业所受到的改革冲击会更加强烈。

借鉴 Chong 等(2013)的研究，本文采用赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)来衡量银行业竞争程度。HHI 在 0 到 1 之间取值，越接近于 0，银行业竞争程度越高，反之则越低。本文根据是否包括政策性银行、农村信用社等银行类金融机构，分别定义全部银行的 HHI、只包括商业银行的 HHI 以及只包括六大银行(工、农、中、建、交、邮储)的 HHI。本文采用 2017 年各省 HHI 的中位数作为标准，若大于中位数则变量取值为 1，否则为 0。回归结果表明，地方金融监管改革有效抑制了银行业竞争程度较低省份的企业金融化行为。

## 六、研究结论与政策启示

作为深化金融供给侧结构性改革的关键一环，金融监管体制改革既要防范化解重大金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线，又要提升金融服务实体经济的能力，坚决遏制实体经济“脱实向虚”。本文基于 2018 年地方金融“办升局”这一准自然实验，深入研究了地方金融监管改革与实体企业回归本源之间的关系。研究发现，地方金融“办升局”后，地方金融监管局监管职责、监管强度和监管规范性的强化能够显著抑制实体企业的金融化行为，其金融资产投资显著减少。进一步研究表明，地方金融监管改革挤出了实体企业出于逐利性动机而非预防性动机而配置的金融资产，这是通过抑制影子银行逐利渠道和规范民间金融投资渠道实现的。主业发展分析表明，地方金融监管改革有助于实体企业“向实”，增加主业投资，提升主业业绩。此外，地方金融监管改革对实体企业金融化的抑制作用主要体现在制度环境较差、财政分权程度较高、城投债发行规模较大和银行业竞争程度较低的地区。

本文的研究为深化地方金融监管体制改革提供了一些有益启示。第一，长期以来，地方金融监管真空引致众多实体企业逐利而至，造成各类金融乱象。强化地方金融乱象治理、协调央地权责划分、完善地方金融监管势在必行。本文研究表明，地方金融监管改革是有效的，在一定程度上填补了监管真空地带，规范了地方金融组织发展。同时，地方应加快颁布地方金融监督管理条例，制定地方金融监管系统行政处罚裁量基准，出台更具针对性的地方金融组织监管规范性文件，以强化地方金融监管局的监管职责、监管强度和监管规范性。第二，应进一步强化地方金融综合监管，突出功能监管和行为监管。严格规范地方金融组织经营、民间投融资活动和产融结合行为，围堵实体企业金融化投资渠道，促使实体经济回归本源。第三，在强化地方金融监管的同时，应注重优化制度环境，加强对地方政府的监督约束，以弱化财政金融化问题，并进一步提高银行业服务实体经济的辐射能力，多措并举促使实体企业回归本源。

### 参考文献：

- [1]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.
- [2]冯辉.地方金融的央地协同治理及其法治路径[J].法学家,2021,(5):84-99.

- [3]郭敏,段艺璇,黄亦炫. 国企政策功能与我国地方政府隐性债:形成机制、度量与经济影响[J]. 管理世界, 2020, (12): 36-54.
- [4]何婧,雷梦娇. 金融监管的央地分工变迁及其对农村金融的影响[J]. 改革, 2021, (11): 118-129.
- [5]蒋敏,周炜,宋杨. 影子银行、《资管新规》和企业融资[J]. 国际金融研究, 2020, (12): 63-72.
- [6]李建军,韩珣. 非金融企业影子银行化与经营风险[J]. 经济研究, 2019, (8): 21-35.
- [7]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, (1): 137-154.
- [8]刘贯春,刘媛媛,张军. 金融资产配置与中国上市公司的投资波动[J]. 经济学(季刊), 2019, (2): 573-596.
- [9]马灿坤,洪正,韩雨萌. 地方金融发展、监管与风险处置——基于地方性政策文件的研究[J]. 财经理论与实践, 2021, (1): 10-17.
- [10]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.
- [11]彭俞超,何山. 资管新规、影子银行与经济高质量发展[J]. 世界经济, 2020, (1): 47-69.
- [12]谭德凯,田利辉. 民间金融发展与企业金融化[J]. 世界经济, 2021, (3): 61-85.
- [13]谭小芬,张文婧. 财政分权、地方政府行为与企业杠杆率分化[J]. 经济研究, 2021, (6): 76-92.
- [14]唐松,谢雪妍. 企业持股金融机构如何服务实体经济——基于供应链溢出效应的视角[J]. 中国工业经济, 2021, (11): 116-134.
- [15]王小鲁,胡小鹏,樊纲. 中国分省份市场化指数报告(2021)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2021.
- [16]严兵,谢心获,张禹. 境外经贸合作区贸易效应评估——基于东道国视角[J]. 中国工业经济, 2021, (7): 119-136.
- [17]Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81-106.
- [18]Chong T T L, Lu L P, Ongena S. Does banking competition alleviate or worsen credit constraints faced by small- and medium-sized enterprises? Evidence from China[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(9): 3412-3424.
- [19]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.
- [20]Duchin R, Gilbert T, Harford J, et al. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2): 793-852.
- [21]Duchin R, Ozbas O, Sensoy B A. Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 97(3): 418-435.
- [22]Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [23]Jiang G H, Lee C M C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [24]Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(1): 169-215.
- [25]Nunn N, Qian N. The potato's contribution to population and urbanization: Evidence from a historical experiment[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2011, 126(2): 593-650.
- [26]Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms' hedging policies[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20(4): 391-405.

# Local Financial Supervision Reform and the Return of Entity Enterprises to Their Basics: Based on the Quasi-natural Experiment of Local Financial “Office-Promoted-to-Bureau”

Wang Lei, Chen Jing, He Jing

*(School of Economics and Management, China Agricultural University, Beijing 100083, China)*

**Summary:** In recent years, much profit-seeking real capital has strayed outside the central financial supervision system, prompting localities to become the hardest hit by various financial chaos. Thus, implementing the local financial supervision reform is significant in promoting the return of finance to the real economy.

Using the quasi-natural experiment of local financial “office-promoted-to-bureau” in 2018, this paper investigates whether the local financial supervision reform can promote the return of entity enterprises to their basics. The empirical results show that the local financial supervision reform significantly inhibits the financialization of entity enterprises. Further analysis suggests that the local financial supervision reform squeezes out financial assets allocated by entity enterprises for “profit-seeking motives”, which is achieved by blocking the channels for shadow banking participation and informal financial investment. In addition, the local financial supervision reform promotes the return of entity enterprises to their basics by improving their investment and performance of the main business. Heterogeneity analysis shows that the inhibitory effect of the local financial supervision reform on the financialization of entity enterprises is mainly reflected in regions with a poorer institutional environment, a higher degree of fiscal decentralization, a larger issuance of municipal corporate bonds, and a lower degree of banking competition.

This paper has the following marginal contributions: First, it focuses on the relationship between the local financial supervision reform and the return of entity enterprises to their basics, expanding in depth the literature on the real economy effect of the financial supervision reform. Second, it accurately assesses the policy effect of the local financial supervision reform, which is a meaningful supplement to the relevant literature on the evaluation of local financial supervision effectiveness. Third, it analyzes the mechanism through which the effect of the financial supervision reform is transmitted to entity enterprises, contributing to a deeper understanding of how to guide the rational return of finance to the real economy.

In terms of policy suggestions, on the one hand, there is a need to harmonize the division of powers and responsibilities between the central and local governments, strengthen the governance of regional financial chaos, and improve local financial supervision; on the other hand, local financial supervisors should strengthen comprehensive local financial supervision, and highlight functional and behavioral supervision. In addition, in the process of strengthening local financial supervision, attention should also be paid to optimizing the institutional environment.

**Key words:** local financial supervision reform; financialization of entity enterprises; local financial organization; shadow banking; informal finance

(责任编辑 康健)