

# 外部盈利压力、多元化股权投资与企业的金融化\*

柳永明<sup>1</sup>, 罗云峰<sup>1,2</sup>

(1. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433; 2. 绍兴文理学院 元培学院, 浙江 绍兴 312000)

**摘要:**近年来,企业的金融化倾向越来越普遍,并逐渐形成了“脱实向虚”效应。已有研究大多认为推动企业金融化倾向的主要是货币政策、金融市场发展等宏观因素,而忽视了股东价值导向产生的公司特质因素。基于此,文章研究了我国上市公司的金融资产收益特征及持有金融机构与房地产公司股权行为对公司实体投资不足产生的影响,并且进一步探究了外部盈利压力和内部治理机制对金融投资挤出实体投资所产生的影响。研究发现:(1)母公司层面的公司金融投资收益提升以及公司持有金融机构与房地产企业股权的行为都会促使企业减少实体投资,从而造成企业的投资不足,即存在金融投资对实体投资的挤出效应。(2)从外部治理机制来看,由资本市场盈利预测和股价形成的外部盈利压力会加强公司金融资产投资对实体投资的挤出效应,从而强化企业金融化造成的影响。(3)从内部治理机制上看,在双重效应的共同作用下,代理问题产生的缓解力量超过了股东价值导致的推动力量,使得多元化股权投资最终缓解了金融化的投资挤出效应。上述研究结论表明,公司治理机制与投资者保护机制的改善和优化,可以在一定程度上抑制企业金融化倾向。

**关键词:**企业金融化;金融资产收益率;投资不足;外部盈利压力;多元化股权投资

**中图分类号:**F275.1;F832.48 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2019)03-0073-13

**DOI:**10.16538/j.cnki.jfe.2019.03.006

## 一、引言

近年来,金融化(*Financialization*)现象在公司层面上的体现逐渐受到更多的关注。非金融公司(*Non-Financial Corporations, NFCs*)持有的金融资产逐步增长,且金融性收益占比日益扩大。自20世纪80年代以来,金融化在以美国为代表的发达经济体中已有显著的表现(Davis, 2016),非金融公司得自利息和股息的收入,占其内部资金来源的比例,甚至超过了50%(Orhangazi, 2008)。而美国之外的许多发达国家,也经历了类似的过程,甚至在有些方面,比美国更加突出(Lagoarde-Segot, 2017)。近年来,金融资产持有比率上升也成为我国公司的普遍现象。与此同时,金融资产投资牵涉流动性管理行为与长期股权投资,使得金融化的效应更加复杂。

长期以来,金融化现象被认为是金融市场发展的自然后果,因此现有研究主要关注货币增长、金融创新等产生的影响。但随着企业之间持有金融资产的比例与金融收益的差异,企业与资本市场的互动效果开始出现分化。例如,以GE为代表的大型公司,拥有规模庞大的金融部门,并且频繁使用回购方式提升公司利润(Orhangazi, 2008; Davis, 2016)。而我国还存在一些独特的金融化现象,许多公司从事高息理财产品的投资,导致经营收益率的显著下降和营业外收益率的大幅上升(余琰和李怡宗, 2016)。

收稿日期:2018-03-16

作者简介:柳永明(1972-),男,甘肃平凉人,上海财经大学金融学院教授、博士生导师;

罗云峰(1978-),男,江西九江人,上海财经大学金融学院博士生,绍兴文理学院元培学院讲师。

对实体投资的挤出是公司金融化的主要消极后果,在宏观经济投资下滑的背景下,日益成为金融化研究的主要方向。公司层面上金融化现象的识别,也从单纯的金融资产规模的大小、公司金融收益率的高低开始向“挤出效应”的内涵方面发展。尽管我国在公司治理机制、宏观经济背景上与发达经济体有较大的差异,但金融投资挤出实体投资,或者说“脱实入虚”的现象仍然存在。其原因不但有来自外部金融市场环境的变化,而且公司内在特征的影响可能更直接。Crotty(2003)认为,股东价值导向和管理层私利最大化的共同作用是形成公司金融化的基础机制;Dallery(2009)则对此进行了较严谨的论述,以利润最大化和自由现金流最大化构成投资决策模型的基础,其中前者代表股东价值导向,而后者则代表管理层利益导向,此时公司的金融化成为平衡这两种治理力量的优化方案。

可以看出,股东价值导向与管理者权力机制的相互作用,体现了公司治理机制对金融化产生的影响。由此,当治理机制中股东与管理层之间的博弈影响到公司战略的时候,公司的金融化倾向也会受到影响。例如,Baud和Durand(2012)针对美国零售商的分析显示,公司采用全球战略导致实体收益下降和金融性收益提升,就在一定程度上体现了投资多元化程度对自身的金融化程度产生的影响。

虽然已有文献已经揭示,公司金融化的程度受到公司治理机制的潜在影响,但相对于宏观经济因素,微观治理因素的具体影响路径并不明确;再加上国有股权与民营股权的行使差异以及混合所有制的探索,使得我国公司治理中的股东价值导向与管理层之间的关系更趋复杂,从而对公司的金融化倾向带来更深远的影响。因此,从公司治理角度的分析,对于理解企业金融化有着更强的现实意义,有利于探讨经济金融化的微观基础,能够为认识我国当前的金融风险提供一个更深入的视角。由此,本文通过3个研究假说,分别从内外部股东权益行使的角度对公司治理机制影响下的公司金融化展开分析。

首先,金融资产投资对实体投资的挤出效应是企业金融化的重要后果,这是企业金融化分析的基本思路。Orhangazi(2008)和Demir(2009)研究了金融投资收益率对实体投资的负面影响,展示了美国与三个发展中国家的企业金融化对实体投资的挤出效应。张成思和张步云(2016)对中国上市公司的实证研究也显示,金融资产收益率的提高和实体投资收益率的下降,将最终导致实体投资的减少。随着研究的不断深入和推进,金融收益率在金融化效应中发挥的作用,逐渐超越了公司持有金融资产规模的影响,尽管后者在宏观层面上更受关注。而且,Demir(2009)、张成思和张步云(2016)的方法在Orhangazi(2008)的基础上增加了金融收益率风险的影响,从而在一定程度上加强了对公司投资决策者视角的分析。

从我国公司金融资产投资活动的现状上看,典型的公司金融资产包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资等。而公司通过金融资产获取收益的方式分为两类:一种是通过股息、债息等方式获得现金收益;另一种是公允价值的变动带来的资本利得。<sup>①</sup>其中,在资本利得的获取上,公司存在盈余策略与单纯收益的平衡(徐经长和曾雪云,2013),从而隐含了较多的代理问题,使金融资产收益受公司治理机制的影响进一步加深。

此外,公司的金融资产投资收益受制于两种主要活动:一种是公司的流动性管理带来的现金资产与金融资产的变动,对此胡奕明等(2017)和杜勇等(2017)的证据都体现了公司的金融资产投资行为具有“蓄水池”式的流动性管理功能与投资收益功能并存的特征;更为直接的证据显

<sup>①</sup> 在2017年修订的《企业会计准则第22号——金融工具的确认为与计量》中,金融资产的分类缩减为“以摊余成本计量的金融资产”“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”和“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”三类,相对于2007年版本,更加注重金融资产的合同现金流这一实质特征。本文的分析口径与之基本吻合。

示,上市公司委托理财收益率与自由现金流之间存在紧密联系(徐永新等,2009)。另一种则是由公司的长期股权投资而产生的内部融资活动。研究表明,子部门和子公司的数量和规模显著地促进了公司的委托贷款、委托理财等类型金融资产的增长,而且股权关联显著降低了委托贷款利率(钱雪松等,2013),这表明经由长期股权投资构建的企业集团对企业金融资产投资行为也能产生广泛的影响。

由此可以看出,公司持有的金融资产一部分来自公司外部,另一部分则是对自身的子公司、参股公司产生的金融资产投资,这在一定程度上构成了公司金融资产的“内循环”。从以往关于公司内部资本市场的研究成果看,与对外的金融资产投资一样,“内循环”部分的金融资产投资同样可能对公司的实体投资活动产生挤出效应。这意味着,母公司与子公司之间的关联关系可能会导致公司的金融化。

这使得公司的金融资产投资表现在以下两个方面:从金融资产持有的角度看,公司决策者综合运用货币资金与流动性较强的金融资产展开投资活动以获取回报;从公司扩张的角度看,“内循环”产生的金融资产投资随着长期股权投资的增加而增加,部分公司决策者有意识地通过向子公司、参股公司发行金融资产而获得回报,加强公司中核心控股公司的收益,这成为公司投资决策时考虑的重要因素。

在长期股权投资中,非金融公司持股金融机构与房地产企业的行为会推动集团公司的金融化。宋军和陆旸(2015)的研究显示,持股金融机构与实体投资收益率之间存在明显的U形关系,与其他金融资产投资活动具有相同特征;黄小琳等(2015)的研究表明,持股金融机构能够在一定程度上改善企业集团的融资能力,获得更多债务资金。但是,在企业集团中的金融机构可能产生严重的代理问题,Laeven和Levine(2007)的研究表明,持有金融机构股权的企业集团中,管理层追求私人收益的行为非常典型,从而会导致公司价值的下降。

因此,企业金融化产生的投资挤出效应在很大程度上可以归因为与代理问题密切相关的公司流动性管理和多元化投资问题。基于Dallery(2009)等人的假说,金融投资活动中包含的股东—管理层治理结构,会形成影响金融化的潜在力量。由此,本文提出假设1:

假设1a: 母公司层面的公司金融投资收益会对公司自身的实体投资形成挤出效应。

假设1b: 公司持有金融机构与房地产企业股权的行为会对实体投资形成挤出效应。

企业通过长期股权投资形成集团公司及其内部资本市场,这既影响集团整体的实体投资决策和内部融资行为,也影响了以母公司为基础的金融投资行为。两者的合力形成了公司的金融化现象。Rajan等(2000)的研究指出,公司分支机构之间的资金流动将导致无效投资的产生;Maksimovic和Phillips(2002)的实证研究表明,企业分散于不同产业的股权投资可能带来整体投资效率的下降;而在Ushijima(2016)的分析中,将产业多元化与集团化分开度量后发现两者均造成多元化折价。可以看出,集团公司的多元化投资可能分散母公司资源,从而造成投资效率下降,进而对股东价值产生负面影响;同时,这也降低了母公司在实体领域的有效投资。

在影响实体投资行为的同时,公司的多元化股权投资产生的多部门治理结构也会影响公司金融投资的整体收益。Hann等(2013)的研究表明,公司的多元化能够实现子部门之间的互保而降低信用风险,进而降低公司整体的资本成本;姜付秀和陆正飞(2006)认为多元化公司会提升公司的权益资本成本而降低债权资本成本。

集团公司金融化的表现是母公司通过内部资本市场向子公司与参股公司发行金融产品,或以其他方式输出资金,这可能造成两种效应:(1)母公司利用子公司与参股公司进行高收益投资,资金通过内部资本市场流向子公司之后并未转化成实体投资,而是在空转或继续金融资产投资;(2)母公司向子公司输出资金,促进子公司的实体投资活动。其中,前者是由于股东权益而产

生的金融化行为;后者则是通过内部融资行为进行的投资分散活动,由于子公司的代理问题(Denis等,1997),集团公司通过廉价内部融资向子公司的无效实体投资输送资金,这与金融化方向正好相反。这意味着股权投资结构对公司的金融化具有双重影响。

可以看出,公司长期股权投资规模的增长和范围的多元化,对上述两种效应产生的影响并不明朗。从目前主流多元化折价的研究中可以看出,大多数文献支持内部融资导致无效投资扩张。从上文中我国学者的研究可以看出,存在金融化倾向的公司,的确会利用子公司作为提升母公司金融收益的通道,从而对母公司的实体投资产生挤出效应。由此,本文提出以下假设:

假设2:集团公司的长期股权投资比率和多元化程度的提升,会在母公司层面增强企业金融化对实体投资的挤出效应,但在集团公司层面削弱企业金融化对实体投资的挤出效应。

长期股权投资结构展示了内部股东对公司投资决策产生的影响。对于更为一般化的股东与管理层决策而言,股东对留存收益、再投资、股利分配乃至股票回购等方面的关注,促使公司在金融投资与主营业务投资之间权衡(Lazonick和O'Sullivan,2000)。同时,外部股东通过股票市场价格行使股东权利,随着媒体多元化和信息传输速度的提升,中小股东也逐渐能通过维权行动来影响公司的投资决策(孔东民等,2013;郑国坚等,2016)。外部股东在信息网络影响下的交易行为对公司投资决策的影响力,成为推动金融化效应的外部治理机制。股东意见通过股票价格影响公司投资决策,而资本市场有效性的增强会进一步提升这种影响力。Matsumoto(2002)的研究显示,受到资本市场分析师预测的影响,公司投资决策者会采用计划外的投资活动以避免公司盈利低于预测水平。

资本市场预测形成了上市公司的外部盈利压力,促使经理人采取机会主义行动以谋求来自金融资产投资的收益。Zhang和Gimeno(2010)对美国电子行业的研究显示,具有竞争优势的企业为了避免低于市场预期,对实体投资的决策趋于保守。这意味着外部盈利压力实质上是资本市场信息与外部股东的合力,导致公司追求盈利而“脱实向虚”的压力。这种外部压力对金融化的影响客观上表现为对会计利润的影响,这使得持有和投资金融资产既有收益特征,又能成为盈余操纵手段,实质上造成了金融资产投资对实体投资的挤出效应。

资本市场效率的提升,进一步加强了外部盈利压力对公司投资决策的影响。王菁和程博(2014)的研究表明,在受到分析师重点关注时,外部盈利压力导致的公司投资不足将会加强。近期的实证研究也显示,在资本市场信息透明度和证券分析师预测能力提升的背景下,来自资本市场的外部股东行为对公司的投资决策将产生更大的影响力。由此,本文提出假设3:

假设3:由资本市场盈利预测和股价形成的外部盈利压力会加强公司金融资产投资对实体投资的挤出效应,从而强化企业金融化造成的影响。

通过以上3个研究假设,本文试图实现的研究价值在于:在以往宏观层面金融化研究的基础上,通过金融收益与持股金融机构,在控制宏观因素与微观非理性投资因素的基础上,建立适用于公司治理机制的金融化效应分析框架,进而探究内部治理机制和外部盈利压力对金融化的投资挤出效应产生的影响,从而为公司治理机制下的金融化研究提供证据。

## 二、研究设计与数据描述

### 1. 模型的构建与被解释变量

(1)基本思路:基于公司治理的实体投资挤出效应度量模型。在上述研究目标的导向下,本文在Demir(2009)、张成思和张步昙(2016)的实证模型基础上,借鉴宋军和陆旸(2015)、胡奕明等(2017)对金融资产使用特征的研究成果,以母公司层面的金融收益为核心,构建金融资产收益的度量方法,以全面反映公司异质特征在金融资产投资收益上的体现。同时,使用Richardson(2006)

的非效率投资模型代替以往的总体投资模型,以控制金融化研究文献中的宏观背景对金融化效应的影响。

不过,非效率投资模型包含了非理性投资因素的内生性,如经理人投资短视可能导致的投资不足(Lundstrum, 2002);多元化股权投资在影响金融资产收益的同时,也在很大程度上会影响非效率投资(Whited, 2001)。这使得模型需要通过样本处理或其他方式控制内生性。

因此,在Richardson(2006)模型的基础上,我们将非效率投资根据投资不足和投资过度分为两个分样本。相对于投资过度组,投资不足组被视为处理组,考虑到公司投资短视、所有制结构等因素的影响,本文使用PSM方法,将产生处理效应的主要治理因素作为协变量,采用近邻匹配的方式进行配对,并使用配对样本进一步分析,从而在一定程度上消除模型内生性。<sup>①</sup>由此形成企业金融化对实体投资挤出效应的度量如下:

$$Underinv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Regap_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 Governance_{it} + \beta_4 Controls_{it} + \beta_5 t + \beta_6 Industry_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,投资不足( $Underinv_{it}$ )是由实体投资不足形成的虚拟变量。在模型(1)的基础上,加入资本市场形成的外部盈利压力( $CNET_{it}$ )和公司多元化股权投资( $Diversify_{it}$ )这两个变量,对金融化变量形成交叉项,以度量内部治理机制和外部股东对投资挤出效应的影响。

(2)金融化效应分析维度的分化:母公司层面与集团公司层面。由于我国上市公司大量持股或参股其他公司,导致母公司报表与合并报表显示的金融投资数据与实体投资数据可能相差巨大。这使得公司的投资决策产生分化:一是母公司报表显示的母公司层面投资问题,另一个则是合并报表显示的包含子公司以及合营、联营公司的集团公司层面的投资问题。企业金融化程度对母公司层面和集团公司层面的投资挤出效应分别代表不同的含义,因此只有对母公司和集团公司同时进行研究,才能揭示金融化效应在公司治理背景下的分化。

## 2. 解释变量与控制变量

(1)金融化收益率( $Regap$ )。对于公司的金融投资收益的度量,基于上文的分析,本文将母公司层面的金融投资收益对金融资产规模形成的金融收益率 $E(R_{it}^F)$ ,使用标准差 $\sigma_{it}^F$ 进行风险调整,然后与运营资产(包括流动资产和固定资产)的收益率 $E(R_{it}^A)$ 同样经过标准化之后的实体投资收益率形成差额,作为衡量金融资产综合收益特征的代理变量( $Regap_{it}$ ),以反映金融投资相对实体投资的超额回报。计算方法表述如下:<sup>②</sup>

$$Regap_{it} = \frac{E(R_{it}^F)}{\sigma_{it}^F} - \frac{E(R_{it}^A)}{\sigma_{it}^A} \quad (2)$$

(2)金融机构股权( $FINEST$ )。基于前文分析,非金融公司持有金融机构(包括房地产企业)股权对公司金融投资与实体投资产生的影响有一定的复合性,因此,是否持有金融机构股权作为金融化的标志之一,能够衡量企业决策者使用金融投资的重大决策方向。因此,本文将金融机构股权( $FINEST_{it}$ )作为公司金融化的另一个代理变量。

(3)长期股权投资多元化( $Diversify$ )。公司的长期股权多元化投资特征通过内部资本市场影响金融资产投资收益与实体投资规模。长期股权投资对母公司的金融化形成了双重效应:一是

<sup>①</sup> 鉴于篇幅原因,金融化解释变量与投资不足的原始实证结果、PSM配对的协变量分布特征等因素省略,如有需要可向作者索取。

<sup>②</sup> 在金融收益率的计量上,基于胡亦明等(2017)和杜勇等(2017)的研究,本文以货币资产和流动性金融资产为基础计算金融投资收益,并以滞后6期的收益率均值 $E(R_{it}^F)$ 作为代理变量;在资产预期风险的使用上,本文借鉴John等(2008)、李文贵和余明桂(2012)的方法,针对过去6期的半年度金融资产综合收益率计算预期风险 $\sigma_{it}^F$ 和实体投资的预期风险 $\sigma_{it}^A$ 。

转化为代理成本或者分散为子公司、参股公司的金融资产投资；二是通过内部资本市场转化为集团公司整体的实体投资。基于传统多元化折价研究中公司投资于不同产业对公司价值产生的影响，以及近年来关于子公司之间互相担保(Franco等, 2016)、子公司之间人力资源流动(Tate和Yang, 2015)等方面的研究，本文使用长期股权投资比率(*Longshare*)和子公司与参股公司数量(*Co\_num*)综合度量股权投资多元化程度的影响。

(4)外部盈利压力(*CNET*)。根据Matsumoto(2002)、Zhang和Gimeno(2010)对外部盈利压力的度量，并借鉴王菁和程博(2014)基于外部盈利压力分析投资不足的方法，本文使用上一年度同一时间的每股收益增长额与股价的比率和上一年度报告公布后4天到本年度报告公布前20天的市场累积超额收益(公司相对于所在行业收益平均值的日超额收益累积而成)，形成本年度每股收益增长与价格比率的期望值，构造外部盈利压力代理变量  $CNET_{it}$ 。<sup>①</sup>

(5)控制变量。基于非效率投资模型与金融化收益率的原理，控制变量主要包含两个部分：一部分是对金融资产综合收益率产生内生影响的部分，包括金融资产持有率(*FAR*)、公司杠杆率(*Lev*)、总资产收益率(*ROA*)、公司规模(*Size*)、公司自由现金流(*FCF*)等基础变量；另一部分则是对非效率投资有潜在影响的公司治理因素，主要是会带来代理成本的管理层或大股东私利因素。因此，本文采用股东特征的相关变量国有股权比率(*State\_hold*)来衡量股权所有制性质产生的影响，使用股权制衡程度(公司前三大股东的股权之和与第一大股东的股权之比，*Nego*)、期间是否发生重大资产重组(*Restru\_dum*)作为影响非效率投资的外部因素。

### 3. 数据描述

本文的主要数据来源于国泰安CSMAR数据库和Wind数据库中获取的我国非金融、保险和房地产上市公司(*Non-FIRES*)的金融资产率、投资率和其他公司财务与公司治理数据。通过对母公司报表数据和合并报表数据进行整理，对主要指标获得半年度周期的数据，以此构造代理变量。此外，2007年开始执行的新企业会计准则相对于之前有较大幅度的调整，尤其是对流动性金融资产账目的定义，而2017年企业会计准则对金融工具的确认与计量也产生了较大调整。因此，我们将样本时间设定为2007—2016年，以避免前后标准的差异。同时，所有连续型变量都在1%—99%水平上进行了Winsorize处理。数据的描述性统计如表1所示。

表1 描述性统计

变量名	Obs.	均值	标准差	变量描述
<i>Regap</i>	25 308	-0.02356	0.02648	金融化收益率(母公司报表数据)
<i>FINEST</i>	25 308	0.27621	0.44713	<i>Dummy</i> , 1 为公司持有金融机构或房地产企业股权
<i>CNET</i>	20 053	0.00695	0.01418	外部盈利压力, 使用 Matsumoto(2002)、Zhang 和 Gimeno(2010)的计算方法
<i>Co_num</i>	25 308	7.02032	11.54515	子公司与参股公司数量
<i>Longshare</i>	25 308	0.31559	0.230375	长期股权投资比率=长期股权资产/总资产(母公司报表数据)
<i>FCF</i>	25 308	-0.01894	0.125909	自由现金流(合并报表数据)
<i>Lev</i>	25 308	0.46815	0.69188	杠杆率(合并报表数据)
<i>ROA</i>	25 308	0.01667	0.03261	总资产净收益率(合并报表数据)
<i>Cash</i>	25 308	0.16782	0.12156	现金/总资产(合并报表数据)
<i>Size</i>	25 308	12.806	1.21836	公司规模= $\ln(\text{总资产}/10\ 000)$ (合并报表数据)

<sup>①</sup> 限于篇幅，具体计算方法省略，可参照 Matsumoto(2002)、Zhang 和 Gimeno(2010)。同时，由于本文使用半年度数据，外部盈利压力的计算按照相应的时间节点倒推一年作为计算周期。

续表 1 描述性统计

变量名	Obs.	均值	标准差	变量描述
<i>Nego</i>	25 308	1.451944	0.416674	股权制衡率=前三大股东股权之和/第一大股东股权
<i>State_hold</i>	25 308	0.074011	0.15867	国有股权比率
<i>Restru_dum</i>	25 308	0.016648	0.12795	<i>Dummy</i> , 1 为期间发生重大资产重组

注: (1)根据 2007 年版《企业会计准则》,流动性金融资产的内容包括交易性金融资产、可供出售金融资产、衍生金融资产和持有至到期投资;实体资产收益率的计算中,实体资产包括各项固定资产和无形资产。(2)由于部分上市公司中没有分析师盈利预测数据,导致外部盈利压力的样本量少于其他变量,为保证结果的稳健性,本文在后续的相关分析中对分样本也做了相关的检验,与全样本结果一致;鉴于篇幅原因,该部分省略,如有需要可向作者索取。

### 三、实证结果及分析

1. 金融资产收益对非效率实体投资的挤出效应。表 2 展示了经 PSM 配对后样本对模型(1)的回归结果。样本数量显示,经过配对后的样本损失量并不大,因而对总体样本有较好的代表性。可以看出,列(1)和列(2)的结果反映了基于母公司层面金融化收益率(*Regap*)和持有金融机构股权(*FINEST*)对母公司层面投资不足变量产生的影响;列(3)和列(4)的结果则反映了上述解释变量对企业集团层面投资不足产生的效应。从结果来看,上述两个金融化代理变量产生的效应均显著为正,表明在母公司层面和企业集团层面,企业金融化特征均对实体投资产生了挤出效应。由此形成了对假设 1 的验证。

表 2 PSM 配对后的母公司层面与集团公司层面挤出效应

	母公司层面 <i>Underinv</i>		企业集团层面 <i>Underinv</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Regap</i>	11.349*** (14.53)		4.047*** (5.66)	
<i>FINEST</i>		0.271*** (5.32)		0.239*** (5.46)
产业 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
时间 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	24 734	24 734	24 610	24 610
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.035	0.024	0.017	0.017

注: (1)括号中为 *z* 值,通过对公司层面上聚类形成的稳健标准误计算而得; \*、\*\*和\*\*\*分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。下同。(2)列(1)和列(2)的控制变量使用母公司报表数据计算,列(3)和列(4)的控制变量使用合并报表数据计算;下文中母公司层面和企业集团层面的分析均使用两种报表数据形成控制变量。(3)限于篇幅,控制变量结果未报告,如有需要可向作者索取。

对比母公司层面与集团公司层面的挤出效应,可以看出金融化收益率产生的挤出效应在两者之间的差异较大,而金融机构股权的差异相对较小。这表明由母公司金融收益产生的实体投资挤出效应中的一部分实际上是从母公司转移到子公司、参股公司;但金融机构股权造成的这种分散化效应并不明显,对实体投资的实质性挤出效应更强。

2. 多元化股权投资背景下企业金融化的挤出效应。如前所述,企业金融化造成的实体投资挤出效应中,一部分实际上是实体投资在集团公司中的“转移”,即母公司减少自身实体投资,同时向子公司发行金融工具以提供融资,从而促进后者的实体投资增长;另一部分才是实质性的投资挤出。而长期股权投资特征对两种效应产生了不同影响。

表 3 展示了不同长期股权资产水平下金融化收益率(*Regap*)与金融机构股权(*FINEST*)产生的实体投资挤出效应。*Panel A* 中列(1)—列(3)的结果显示,金融化收益率(*Regap*)在母公司层面的投资挤出效应受到长期股权资产水平(*Longshare*)的显著影响,在更高的长期股权资产比率分

位数样本中,金融化收益率对母公司层面投资不足的效应更强。列(4)–列(6)的结果显示,集团公司层面的效应都显著为正,长期股权投资水平的升高一定程度上降低了该效应。

表 3 不同长期股权投资水平下的投资挤出效应

长期股权资产比率	母公司层面 <i>Underinv</i>			集团公司层面 <i>Underinv</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	1/3	2/3	3/3	1/3	2/3	3/3
<i>Panel A: 金融化收益率</i>						
<i>Regap</i>	4.205*** (3.74)	6.739*** (5.46)	13.293*** (8.56)	4.668*** (4.14)	4.176*** (3.57)	3.659*** (2.59)
产业与时间 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7 799	8 125	8 100	7 855	8 063	7 967
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.032	0.046	0.120	0.025	0.020	0.027
<i>Panel B: 金融机构股权</i>						
<i>FINEST</i>	0.146* (1.94)	0.225*** (2.84)	0.017 (0.18)	0.304*** (4.00)	0.291*** (3.87)	0.126 (1.61)
产业与时间 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7 799	8 125	8 100	7 855	8 063	7 967
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.031	0.043	0.109	0.025	0.020	0.027

注: (1)本表根据不同长期股权资产水平下的分位数构建分样本,并分别使用 *PSM* 配对形成新样本进行检验,以缓解模型的处理效应; (2)为节约篇幅起见,本表省略了部分控制变量的结果。下同。

*Panel B* 显示了金融机构股权 (*FINEST*) 的结果。可以看出,在母公司层面,长期股权分位数水平对分样本结果的影响并不显著;但在集团公司层面,出现了与 *Panel A* 类似的结果,即在长期股权投资比率上升的背景下,持有金融机构股权产生的投资不足效应会减弱。

表 3 的结果表明,长期股权投资水平对金融化效应的影响存在母公司层面提升、集团公司层面下降的特征。由于长期股权投资比率较高的公司在合并报表中可能并入较多来自子公司与参股公司的实体投资,使得在实质上形成实体投资从母公司向子公司的“转移”。因此,母公司层面的投资挤出效应包含了实体投资的“转移”,而这种“转移”与集团公司层面的挤出效应正向相关,<sup>①</sup>但股权投资规模却与集团公司层面的投资挤出效应负向相关,由此可以看出,股权投资引起集团公司代理问题而缓解了投资“转移”带来的挤出效应。

表 4 展示了子公司、参股公司数量对企业金融化挤出效应产生的影响。其中,*Panel A* 和 *Panel B* 分别展示了母公司层面和集团公司层面的结果。首先可以看出,无论是母公司还是集团公司,金融化收益率 (*Regap*) 和持有金融机构股权 (*FINEST*) 产生的投资挤出效应都呈现出小型集团公司高于大型集团公司的特征,即子公司数量较少 ( $\leq 3$ ) 的公司中产生的投资挤出效应高于子公司、参股公司数量较多 ( $> 3$ ) 的公司。其次,对比 *Panel A* 和 *Panel B* 在同一列的结果,可以看出金融化收益率和金融机构股权在母公司层面的挤出效应都高于企业集团层面,而且这种差异受到子公司与参股公司数量的影响。其中,列(3)和列(4)的结果显示,金融机构股权在子公司数量较少 ( $\leq 3$ ) 的公司中,在母公司层面的投资挤出效应大大高于集团公司层面的效应,但在子公司数量较多 ( $> 3$ ) 的分样本中,这两个层面的结果差异较小。金融化收益率的上述差异在子公司数量不同的两组公司样本中基本相似。

① 我们根据母公司实体投资占合并报表中实体投资的比率构建投资的“转移”水平,进行了与表 3 类似的检验,显示“转移”水平的提升与金融化收益率产生的集团公司层面投资挤出效应正向相关。这表明公司将实体投资“转移”到子公司的行为的确会导致金融化效应的提升。这对多元化股权投资部分的分析形成了佐证。限于篇幅,该部分省略,如有需要可向作者索取。



表 4 基于子公司、参股公司数量多元化投资背景下的挤出效应

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Co\_num \leq 3$	$Co\_num > 3$	$Co\_num \leq 3$	$Co\_num > 3$
<i>Panel A: 母公司层面投资不足 Underinv</i>				
<i>Regap</i>	11.648*** (11.53)	10.856*** (10.84)		
<i>FINEST</i>			0.433*** (2.69)	0.224*** (3.98)
产业 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
时间 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	12 104	11 897	12 104	11 897
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.050	0.030	0.040	0.019
<i>Panel B: 集团公司层面投资不足 Underinv</i>				
<i>Regap</i>	4.820*** (5.07)	3.201*** (3.44)		
<i>FINEST</i>			0.300** (2.18)	0.206*** (4.04)
产业 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
时间 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	12 055	11 821	12 055	11 821
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.026	0.016	0.024	0.016

注: 本表采用不同子公司数量的分样本分别进行 PSM 配对后形成样本进行检验, 以缓解模型的处理效应。为节约篇幅起见, 本表省略了部分控制变量的结果。下同。

上述现象说明, 在子公司与参股公司较多的背景下, 无论是母公司层面还是集团公司层面, 金融化产生的投资挤出效应都有所降低, 但仍然显著为正。这与以往文献中多元化产生过度投资的特征是吻合的: 在运营目标多元化的情形下, 投资决策者产生过度投资的倾向增加, 从而降低金融化对实体投资的挤出效应。

综合表 3 和表 4 的结果可以看出, 金融化对投资的挤出, 在长期股权投资形成的集团公司体系中存在双重效应, 在股东权益对金融投资的需求与管理层代理问题导致的过度投资共同作用下, 后者占据主导位置, 因此公司整体的投资挤出效应随集团公司体系的扩大而降低。

3. 外部盈利压力影响下的投资挤出效应。基于以往文献可以发现, 资本市场盈利预测产生的外部盈利压力对公司实体投资行为会产生显著影响, 导致投资不足; 但是, 其中是否包含了企业金融化效应产生的影响却并不明确。因此, 在母公司层面和集团公司层面进一步进行以下检验。

表 5 对母公司层面和集团公司层面的外部盈利压力对金融化收益率的投资挤出效应产生的影响展开分析。从 *Panel A* 中列(1)的结果可以看出, 外部盈利压力(*CNET*)和金融化收益率(*Regap*)的交叉项在母公司层面的总体样本中显著为正, 且数值较大; 从列(2)和列(3)的分样本检验中可以发现, 在子公司和参股公司数量较少( $\leq 3$ )的分样本中, 交叉项更为显著, 而在数量较多( $> 3$ )的分样本中交叉项不显著。同时, 在 *Panel B* 中展示的集团公司层面的结果显示, 上述交叉项对集团公司层面的投资不足在总体样本和分样本中都没有显著效应。这一结果表明, 外部盈利压力对金融收益引起的投资挤出效应主要在母公司层面产生影响, 而且在分支机构较少的公司中表现得更强。但是在这种影响中, 一部分是实体投资从母公司向子公司与参股公司的转移, 而并非总体上的实体投资挤出。

表 6 展示了外部盈利压力(*CNET*)对金融机构股权的投资挤出效应产生的影响。其中, *Panel A* 的结果显示, 外部盈利压力与持有金融机构股权(*FINEST*)产生的效应在母公司层面总体样本和子公司数量较少( $\leq 3$ )的样本中不显著, 但在子公司、参股公司数量较多( $> 3$ )的公司中显著为正, 而且随着数量的提升, 交叉项的显著性也有明显的增强。*Panel B* 显示, 集团公司层面的效应与母公司层面的结果相似。

表5 外部盈利压力、金融化收益率的挤出效应

	(1)	(2)	(3)	(4)
	总体样本	$Co\_num \leq 3$	$Co\_num > 3$	$Co\_num > 10$
<i>Panel A: 金融化收益率在母公司层面的分析</i>				
<i>Regap</i>	10.535*** (11.86)	11.876*** (10.37)	9.998*** (7.85)	10.496*** (5.52)
<i>CNET</i>	-1.322 (-0.55)	-1.013 (-0.32)	-2.700 (-0.74)	-1.648 (-0.29)
<i>Regap</i> × <i>CNET</i>	157.453*** (3.91)	202.708*** (3.91)	79.390 (1.13)	130.234 (1.24)
时间与产业 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	19 592	9 467	10 133	5 114
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.039	0.057	0.032	0.053
<i>Panel B: 金融化收益率在集团公司层面的分析</i>				
<i>Regap</i>	3.960*** (4.89)	4.294*** (4.13)	2.921** (2.38)	2.268 (1.22)
<i>CNET</i>	-9.099*** (-3.72)	-7.198** (-2.18)	-8.393** (-2.30)	-10.795** (-2.03)
<i>Regap</i> × <i>CNET</i>	-41.077 (-1.04)	-42.553 (-0.82)	33.789 (0.50)	-21.939 (-0.21)
时间与产业 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	19 485	9 422	10 006	5 036
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.020	0.030	0.019	0.036

表6 外部盈利压力与金融机构股权的挤出效应

	(1)	(2)	(3)	(4)
	总体样本	$Co\_num \leq 3$	$Co\_num > 3$	$Co\_num > 10$
<i>Panel A: 持有金融机构股权在母公司层面的分析</i>				
<i>FINEST</i>	0.274*** (4.45)	0.242 (1.35)	0.156* (2.20)	0.174 (1.62)
<i>CNET</i>	-6.157*** (-2.63)	-6.611** (-2.21)	-10.573*** (-2.78)	-16.110** (-2.49)
<i>FINEST</i> × <i>CNET</i>	1.776 (0.57)	10.747 (0.91)	10.548*** (2.76)	17.145*** (2.89)
时间与产业 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	19 592	9 467	10 133	5 114
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.027	0.043	0.023	0.044
<i>Panel B: 持有金融机构股权在集团公司层面的分析</i>				
<i>FINEST</i>	0.278*** (5.08)	0.388** (2.18)	0.167*** (2.64)	0.182* (1.89)
<i>CNET</i>	-7.755*** (-3.33)	-6.328** (-2.09)	-12.883*** (-3.36)	-18.549*** (-3.06)
<i>FINEST</i> × <i>CNET</i>	-1.153 (-0.39)	2.059 (0.16)	7.035* (1.86)	13.114** (2.29)
时间与产业 <i>FE</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	19 485	9 422	10 006	5 036
<i>pseudo R</i> <sup>2</sup>	0.020	0.029	0.020	0.040

这表明在子公司、参股公司数量较多的情形下,持有金融机构股权对外部盈利压力的影响更加敏感,在母公司层面和集团公司层面均有显著的实体投资挤出效应。随着集团公司旗下公司数量的增加,外部盈利压力产生的推动作用也在增强。而母公司金融化收益率产生的投资挤出效应,更多地表现为投资的转移效应,即推动实体投资向子公司转移,但并不显著地影响集团公司层面的实体投资。

基于以往文献的观点,外部盈利压力一般会促使企业投资决策者放弃应有投资,以避免盈余降低,即管理层在投资上“不求有功,但求无过”。上述结果表明,外部股东通过资本市场推动的金融化现象,更多地表现为将母公司的实体投资隐藏在子公司和参股公司之中,从而达到调整盈余以满足市场的要求,对实体投资的挤出效应并不明显。但是,在子公司数量众多且持股金

融机构的集团公司中,却存在显著的实体投资的挤出效应。这表明公司决策者在多元化经营、持股金融机构和外部盈利压力巨大的背景下,容易走上企业金融化的道路。

4. 稳健性检验。本文的主要假设集中于企业金融化的投资挤出效应,以及股东治理机制对此产生的影响。为考察结论的稳健性,本文采取了以下方法:(1)在使用 Richardson(2006)模型计算非效率投资时,使用 *ROA* 增长率或销售增长率作为投资机会的代理变量(俞红海等,2010),以获得新的非效率投资变量进行实证分析,结果表明在原有模型中产生的主要结论不变;(2)考虑到上市公司形成金融资产投资行为的过程中存在历史连贯性,将 2007 年之后上市的公司样本剔除,重新进行相关的检验,发现结论基本不变;(3)对国有股权潜在的混合所有制改革试点活动产生的内生性影响加以处理,将样本中发生国有股权变更的各期样本剔除,包括由增发、配股以及大宗股权转让产生国有股权变更的上市公司,再次进行检验,结果也表明主要结论不变。

#### 四、结论与启示

本文通过投资不足的实证分析框架对企业金融化产生的投资挤出效应展开分析,验证了金融投资收益、公司持股金融机构的行为对实体投资行为产生的负面影响。研究表明,企业金融化现象导致的投资挤出效应不仅反映在总体投资水平上,也体现在非效率投资水平上。在控制管理者非理性行为的内生性之后,金融化现象在非效率投资上的挤出效应实际上体现了公司特质产生的影响。这一结果表明,除了货币政策、金融市场发展等外部环境因素以外,公司治理机制也对企业金融化产生了显著的影响。

在实证证据中,追逐金融资产收益或持有金融机构股权等行为产生的企业金融化现象,从不同角度展现了金融化对实体投资的挤出效应。尽管两种金融化度量方式有一定的区别,但都体现了公司对实体投资决策的内在影响。随着公司内部治理环境的变化,两者变动的机理出现差异,这综合地展现了企业金融化行为的内生驱动因素。

通过对多元化股权投资与外部盈利压力的检验,进一步体现了公司治理机制对投资挤出效应的影响。本文的实证结果显示,对于内部股东而言,多元化股权投资一方面可能损害其股东权利的行使,从而推动母公司通过实体投资的减少实现金融化;但另一方面,多元化股权投资带来的集团公司代理问题会引起过度投资,又缓解了金融化。在双重效应的共同作用下,代理问题产生的缓解力量超过股东价值导向的推动力量,最终缓解了金融化的投资挤出效应。

以外部股东“用脚投票”为代表的外部盈利压力,对股东价值导向推动的投资挤出效应更有说服力,显示了股东价值导向下市场价格与公司收益的理性预测对公司投资决策产生的影响。对于无法直接影响公司经营决策的外部股东而言,通过价格影响公司投资行为已成为最有效的渠道。

由此可见,两种治理背景影响下的投资挤出效应在一定程度上显示了股东价值导向在企业金融化情形下表现出来的特殊机理:无论是内部机制还是外部机制,金融化都是维护股东权利的有效通道。因此,公司治理机制与投资者保护机制的改善和优化,可以在一定程度上抑制企业的金融化倾向;反之,多元化投资与市场价格就可能成为推动企业金融化倾向的内在机制。这为我国的公司治理机制、资本市场投资者权利保护机制的发展,以及资本市场与宏观政策之间的良性互动提供了一定的启示。

---

\* 感谢上海财经大学研究生创新基金(CXJJ-2015-312)的支持。

#### 主要参考文献:

- [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]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.

- [3]黄小琳,朱松,陈关亭. 持股金融机构对企业负债融资与债务结构的影响——基于上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2015, (12): 130-145.
- [4]钱雪松,袁梦婷,孔东民. 股权关联影响了企业间信贷价格吗——基于我国上市公司委托贷款数据的经验分析[J]. 金融研究, 2013, (9): 165-179.
- [5]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, 2015, (6): 111-127.
- [6]王菁,程博. 外部盈利压力会导致企业投资不足吗?——基于中国制造业上市公司的数据分析[J]. 会计研究, 2014, (3): 33-40.
- [7]徐永新,薛健,陈晓. 从委托理财收益率看上市公司委托代理问题[J]. 南开管理评论, 2009, (5): 101-108.
- [8]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, (12): 32-46.
- [9]Crotty J. The neoliberal paradox: The impact of destructive product market competition and Impatient Finance on non-financial corporations in the neoliberal era[J]. *Review of Radical Political Economics*, 2003, 35(3): 271-279.
- [10]Dallery T. Post-Keynesian theories of the firm under financialization[J]. *Review of Radical Political Economics*, 2009, 41(4): 492-515.
- [11]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.
- [12]Hann R N, Ogneva M, Ozbas O. Corporate diversification and the cost of capital[J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68(5): 1961-1999.
- [13]John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [14]Laeven L, Levine R. Is there a diversification discount in financial conglomerates?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(2): 331-367.
- [15]Lazonick W, O'Sullivan M. Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance[J]. *Economy and Society*, 2000, 29(1): 13-35.
- [16]Matsumoto D A. Management's incentives to avoid negative earnings surprises[J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(3): 483-514.
- [17]Orhangazi Ö. 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.
- [18]Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 35-80.
- [19]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [20]Zhang Y, Gimeno J. Earnings pressure and competitive behavior: Evidence from the U.S. electricity industry[J]. *Academy of Management Journal*, 2010, 53(4): 743-768.

## External Earning Pressure, Diversified Equity Investment and Firm Financialization

Liu Yongming<sup>1</sup>, Luo Yunfeng<sup>1,2</sup>

(1. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economy, Shanghai 200433, China;

2. Yuanpei College, Shaoxing University, Shaoxing 312000, China)

**Summary:** In recent years, financialization appears in Chinese firms to inspire financial investment to exclude real ones, which also exists in the United States and other nations. As the microcosmic basis of finan-

cialization, the phenomenon of firm financialization whether exists and its causes have attracted wide attention of scholars. Previous research in firm financialization focuses on macroeconomic factors like monetary policies; therefore, it attributes financialization to general investment decisions in firms which are affected by macroeconomic background. However, research in internal factors especially in corporate governance has been ignored to some extent. Because of the complex background of financialization, the impact of internal governance factors on firm financialization is also in urgent need of effective analyses, and then effective supervision and policy guidance are generated to avoid potential risks of the real economy.

This paper firstly uses a modified empirical model in measuring idiosyncratic effects on firm financialization from corporate governance. In this model, inefficient investment is settled as the object instead of total investment in order to measure idiosyncratic motivations in financialization, and then we use the PSM method to balance the effects from irrational factors in firms' investment decisions. On this basis, we carry out an empirical analysis in using semi-annual data of listed companies in China from 2007 to 2016. We firstly measure excluding effects in real investment from financialization under the background of corporate governance, which carries out both at the parent firm level and conglomerate level to obtain comprehensive results. Then we measure the impact from external earning pressure and diversified equity investment on excluding effects to analyze impressions from internal shareholders and external ones.

It comes to the following conclusions: First, On the basis of excluding irrational investment decision-making, firm financialization represented by financial investment returns and holding equity of financial institutions has produced significant excluding effects of real investment. Second, external earning pressure strengthens excluding effects to some extent. Third, the impact of diversified equity investment on financialization shows two-sided effects: one is to strengthen excluding effects at the parent firm level, while the other is to reduce the effects at the conglomerate level.

The conclusions of this paper indicate that the shareholder value orientation in Chinese firms essentially strengthens excluding effects from financialization both in internal and external paths. On the one hand, financialization effects are relieved while the equity investment of parent firms weakens total shareholder values; on the other hand, outside shareholder values strengthen financialization effects by earning pressure from external capital markets.

In short, this paper expands the existing research from the following two aspects. First, it provides new paths in analyzing how the shareholder value orientation influence financialization effects, which strengthens the financialization theory. Second, this paper also constructs an empirical model for measuring the impact of corporate heterogeneity on financialization, which provides a certain basis for the follow-up study of firm financialization in the micro-field.

**Key words:** firm financialization; financial asset yield; underinvestment; external earning pressure; diversified equity investment

(责任编辑 景 行)