

内部控制、法制水平与实体企业金融化

——基于 2011—2020 年沪深 A 股制造业上市公司经验数据

代文静, 李 谦

(西南林业大学 会计学院, 昆明 650224)

摘要:近年来,随着资本市场的逐步审慎开放,中国金融业得到了快速发展,而实体经济则随着中国经济转向高质量发展阶段而增速放缓,实体企业基于“蓄水池”效应和“投资替代”效应而不断扩大金融投资,使得企业金融化现象成为学术界关注的焦点问题。系统研究内外部治理对实体企业金融化的作用有利于实体企业“脱虚向实”。基于 2011—2020 年沪深 A 股制造业上市公司财务数据,将其金融资产占比连续 3 年及以上增加界定为金融化,从内外部治理视角探究其对实体企业金融化的影响。研究发现,内部控制质量对实体企业金融化有抑制作用,并且法制水平增强了内部控制质量对实体企业金融化的抑制作用。最后提出抑制企业金融化的建议。

关键词:实体企业金融化;影响因素;内部控制;法制水平

中图分类号:F727 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2022)12-0199-06

近年来,实体企业^①发展前景不容乐观,部分行业产能过剩,加之中国部分实体企业历来存在大而不强、创新驱动不足等问题,导致其出现利润下降、主业投资回报率低等现象,大量实体企业逐渐通过投资金融业来取得超额收益。相关调查数据显示,2020 年中国金融业增加值占 GDP 比重超过 8%,处于世界较高水平。宏观层面上,金融的发展背离为实体经济服务的理念,越来越多的资金在金融领域“空转”,加速虚拟经济膨胀,形成经济泡沫;微观层面上,实体企业在投资项目中更倾向于金融资产的投资,在金融领域的投资不断增加的趋势即为实体企业金融化。对于资金有限的实体企业来说,金融化很可能会挤占主业的投资,抑制企业的创新,长此以往,企业核心竞争力逐渐被弱化,对企业长远发展产生不利影响。因此,实体企业金融化这一现象引起了党和政府的高度重视。2017 年的中央经济会议指出要促进金融与实体经济的良性互动;2019 年中央政治局集体学习中强调要提高金融服务实体经济能力;2020 年政府工作报告提出要防止资金在金融领域空转套利。实体经济作为经济高质量发展的根基,探究

如何有效抑制实体企业“脱实向虚”,对增强实体企业竞争力、防范化解重大金融风险和促进经济高质量发展具有重要意义。

因此,基于已有的文献研究,在合理衡量实体企业金融化程度的基础上,从内外部治理视角考察其对实体企业金融化的作用,更为全面地考察影响实体企业金融化的因素,以期推动中国实体经济的高质量发展。

1 实体企业金融化影响因素相关文献回顾

1.1 国外研究现状

国外学者对企业金融化影响因素的研究起步较早,主要是从金融化的动机展开研究。Demir 认为实体企业发生金融化的主要原因是金融自由化。近年来,金融产品经过不断地创新,种类繁多,并且具有较高的收益率,吸引管理层将企业的资金投入到了金融市场中去^[1]。Krippner 认为随着实体企业经营中人力成本的不断提高,行业内竞争激烈,在主业方面的投资不足以支撑企业长远的发展,因此,不得不将资金投入到了金融领域^[2]。Palley 认为企业金融化的主要原因是金融与实体间的收益差距逐渐扩大^[3]。Tornell 提出经济不确定性是企业

收稿日期:2022-07-27

作者简介:代文静(1998—),女,河南鹤壁人,西南林业大学会计学院,硕士研究生,研究方向为公司治理;李谦(1973—),女,云南建水人,西南林业大学会计学院,副院长,副教授,管理学硕士,研究方向为绿色会计、林业经济管理。

注:①按照黄群慧 2017 年发表的《论新时期中国实体经济的发展》一文的划分,实体经济不包括金融与房地产业,因此这里的实体企业为剔除金融行业、房地产行业的上市企业。

进行金融化的主要原因。当外部经济环境不稳定时,企业往往会在资产配置方面做出调整,充分利用金融资产具有较强的变现能力的特点,更多地将资金注入金融领域,来应对这种不确定性^[4]。

1.2 国内研究现状

国内有一部分学者基于宏观视角来探究实体企业金融化的影响因素。林楠认为中国经济增长速度放缓,金融市场和金融产品的繁盛发展以及中国国际地位的提高都会影响中国企业金融化的进程^[5]。丁华等通过实证发现:股票市场活跃度、股东价值均会正向影响制造业金融化水平;东部地区比西部地区的实体收益和金融收益要高;国有制造业企业的金融化水平要略低于非国有企业;在经济下行期间,制造业的金融化水平要更高^[6]。

国内还有一些学者基于微观公司治理视角来探究实体企业金融化的影响因素。董盈厚等基于保险治理视角,研究发现董事高管责任保险能通过提高盈余信息质量和强化企业的外部监督来抑制实体企业金融化^[7]。赵晓阳等发现国有资本介入但不控股民营企业这一改革会显著抑制实体企业金融化^[8]。余怒涛等发现非控股大股东主要通过“退出威胁”来抑制管理层基于套利动机进行的金融领域的投资,优化资产的配置,降低企业的金融化程度^[9]。安磊等发现高管股权激励通过降低代理成本,可以有效抑制企业在金融领域逐利的行为,但是高管薪酬激励通过增强高管短期对业绩的提升的动机,会促进企业在金融领域的逐利行为^[10]。吴一丁等发现股权集中度与实体企业金融化水平具有负向关系,当代理成本越低,负向关系越强^[11]。孙凤娥等发现险资举牌会通过“资本挟持效应”加剧企业金融化的水平,并且股权集中度可以显著削弱这种正向关系^[12]。

1.3 文献评述

不论是国内还是国外的学者,均在实体企业金融化的影响因素探究领域取得了丰富的成果。但是从现有研究上来看,还存在以下不足之处:首先,更多的是从企业内部的异质性来分析实体企业金融化的影响因素,鲜有学者探究外部治理中的法制水平。其次,实体企业金融化实质上是高管对于金融领域的不同投资决策所导致的,而投资决策往往是高管根据企业的内外部环境综合考量做出的,将内部治理与外部环境割裂开来讨论其对实体企业金融化的影响不够全面。因此,以

制造业为研究对象,基于内外部治理视角探究其对实体企业金融化的影响,丰富了实体企业金融化的影响因素研究,有利于推动中国实体经济的高质量发展。

2 理论分析与研究假设

实体企业的金融化实质上是企业高管对于金融领域的投资决策所导致,而公司高管进行决策时难免受到公司内外部环境的影响,因此,基于内外部治理视角,探究其对实体企业金融化的影响。

2.1 内部控制与实体企业金融化

企业健康持久的经营需要一系列内部治理机制,按照治理机制的作用可分为监督机制与激励机制。根据委托代理理论,企业内部的监督机制可以有效缓解第一类代理问题,从而减少管理层只考虑自己私利的短视行为,进而有效抑制企业金融化。根据自由现金流量理论,企业内部良好的监督也会降低管理层对自由现金流的投机获利性。激励机制可分为薪酬激励与股权激励,二者均是奖励高管在任期内取得突出业绩的方式。薪酬激励往往是短期内对高管工作业绩的奖励,高管很可能会为了在短期内获取较高的薪酬而采用增加金融资产的配置来达到自己的业绩目标;而股权激励则会使高管把自身的利益与企业的长远发展紧密结合在一起,而对于金融领域的投资决策也会很谨慎,在进行重大决策时会多考虑企业的长期发展,把资金更多地投入到主营业务中。企业内部的监督机制与激励机制相互协作,缓解两类代理问题,使企业能够正常运转。由于这些内部治理机制的侧重点不同,它们对于企业金融化的影响也有所差异,以往研究大多从各个治理机制来单独探究对金融化的影响,因此有必要从内部公司治理的综合效果视角来探究是否对企业金融化产生影响。企业的治理层、管理层在内的全体员工共同实施的内部控制,其本质是一种包括监督和激励在内的制度安排,是公司治理的重要组成部分。内部控制实施的初衷是增加财务报告的可靠性、增强企业经营的规范性、提高经营管理的效率。内部控制较好的企业,可以有效缓解一些代理问题和信息不对称问题,进而使管理者做出更有利于企业发展的投资决策,来降低企业的非效率投资。因此,有效的内部控制可能会抑制企业的金融化。基于以上理论分析,提出假设1。

H1:内部控制水平对实体企业金融化起抑制作用。

2.2 法制水平、内部控制与实体企业金融化

外部治理环境是保证社会生产、分配的基本政治基础,能够对人们的交易行为起到保护与激励的作用。治理环境对企业的生产经营和发展具有重要影响,主要包含政府干预程度、市场化进程、法制保障水平、要素市场发育程度等内容。目前中国还属于发展中国家,各省市地区在市场环境、法制环境等方面有较大差异,这些差异也很可能会使高管做出不同的投资决策。

此部分主要探究法制水平在内部控制质量与企业金融化的关系中的作用,法制水平与企业的内部控制有着密切的联系。一方面,外部法制水平可以为企业内部治理机制有效运行提供重要保障,在法制水平较高的地区,企业的内部控制往往可以更好地实施,在进行盲目追逐金融领域的较高收益的行为可能会在一定程度上受到限制;另一方面,外部法制治理可以有效缓解部分内部控制缺陷问题,法制水平可以有效保护中小股东的合法权益,降低管理者因个人私利而进行金融资产配置增加的这种趋势,从而可以有效抑制实体企业的金融化。基于以上分析,提出假设 2。

H2:法制水平在内部控制与实体企业金融化关系中起增强的调节作用。

3 研究设计与实证结果

3.1 样本选择

首先,金融化是一个动态的过程,故初步选择 2011—2020 年沪深 A 股制造业上市公司为研究对

象,筛选出发生金融化的企业[年末金融资产占比(FIN)连续 3 年及以上增加]作为研究样本,共计 620 家企业,以 FIN 连续增加的第 3 年至末年的财务数据为观测值,剔除掉有缺失值的观测值,共搜集 1 035 个观测值。所用数据均来自于国泰安数据库。数据整理与实证分析使用的软件分别为 Excel 2016 和 Stata 16。

3.2 变量设计

被解释变量为金融化程度(DF),因为持有金融资产具有高风险性,所以用持有金融资产的风险来衡量金融化程度,而金融资产持有量的波动会给企业带来风险,因此通过计算 FIN 近 3 年的波动率得出企业金融化的程度。解释变量为内部控制质量(Icq),其衡量方式借鉴方红星等^[13]的研究,当公司发生财务重述和会计违规事件、年度财务报告审计意见类型为非标准意见以及公司发生亏损时,此时内部控制质量较低,Icq 取 0,否则,Icq 取 1,表示公司内部控制质量较高。调节变量为法制水平(Law),其衡量方式借鉴陈琳^[14]的研究,以《中国经济增长报告 2019》中的市场中介组织的发育和法律制度环境评分为基础设置虚拟变量,中值以上赋值为 1,否则为 0,其中 2020 年数据使用 2017—2019 年数据的平均值代替。实体企业金融化作为一种投资行为,还受到企业自身经营特征的影响,因此,借鉴唐瑜泽等^[15]、成群蕊等^[16]、顾雷雷等^[17]的研究选取经营性净现金流占比、企业年龄、融资约束、成本费用利润率作为控制变量。变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	金融化程度	DF	近 3 年 FIN 的波动率; $t-2$ 到 t 年的标准差
解释变量	内部控制质量	Icq	当公司发生财务重述和会计违规事件、年度财务报告审计意见类型为非标准意见以及公司发生亏损时,此时 Icq 取 0,否则,Icq 取 1
调节变量	法制水平	Law	《中国经济增长报告 2019》市场中介组织的发育和法律制度环境评分表示;中值以上赋值为 1,否则为 0
控制变量	企业年龄	Age	$\ln(\text{已上市时间}+1)$
	经营性净现金流占比	CF	经营活动产生的现金流量净额/资产总额
	融资约束	SA	$\ln(\text{SA 指数绝对值})$
	成本费用利润率	RP	利润总额/(营业成本+销售费用+管理费用+财务费用)

注:上述所指的金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、短期投资、其他债权投资/可供出售金融资产净额、债权投资/持有至到期投资净额、发放贷款及垫款、投资性房地产、应收利息以及应收股利。

3.3 模型构建

为验证以上假设,构建模型如下:

$$DF_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1Icq_{i,t-2}+\alpha_2Size_{i,t-2}+\alpha_3Age_{i,t-2}+\alpha_4CF_{i,t-2}+\alpha_5SA_{i,t-2}+\alpha_6RP_{i,t-2}+\sum\gamma year+\xi_{i,t-2}\tag{1}$$

$$DF_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1Icq_{i,t-2}+\alpha_2Law_{i,t-2}+\alpha_3Icq_{i,t-2}\times Law_{i,t-2}+\alpha_4Size_{i,t-2}+\alpha_5Age_{i,t-2}+\alpha_6CF_{i,t-2}+\alpha_7SA_{i,t-2}+\alpha_8RP_{i,t-2}+\sum\gamma year+\xi_{i,t-2}\tag{2}$$

为了避免个体和时间对金融化程度的影响,利用双向固定效应模型来固定个体与年份效应。由

于被解释变量是通过计算企业第 $t-2$ 年到 t 年 FIN 的波动率得出,并作为其第 t 年的金融化程度,因此,为避免内生性问题,解释变量、调节变量以及控制变量均使用第 $t-2$ 年的数据,来检验这些变量是否会影响企业第 $t-2$ 年到 t 年 FIN 的持有情况,即第 t 年的金融化程度。根据上述理论分析,内部控制对企业金融化有抑制作用,即假设 1,预期模型(1)的 α_1 显著为负数。同时认为法制水平会增强内部控制对金融化的抑制,即假设 2,预期模型(2)的 α_3 显著为负数。

3.4 实证结果与分析

3.4.1 描述性统计

表 2 列示了主要变量描述性统计。DF 的最小值为 0.000,最大值为 0.355,可以看出观测样本中金融化程度具有较大的差异。Icq 的最小值为 0.000,最大值为 1.000。融资约束最小值为 1.106,最大值为 1.523,极差为 0.507。成本费用利润率最

小值为-3.494,最大值为 2.591,说明样本企业获利能力差异较大。

表 2 变量描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	极差
DF	1 035	0.027	0.012	0.000	0.355	0.355
Icq	1 035	0.667	1.000	0.000	1.000	1.000
Law	1 035	0.501	1.000	0.000	1.000	1.000
Size	1 035	22.224	22.071	19.199	26.547	7.349
Age	1 035	2.093	2.197	0.000	3.296	3.296
CF	1 035	0.043	0.044	-0.562	0.377	0.939
SA	1 035	1.321	1.322	1.106	1.523	0.507
RP	1 035	0.083	0.068	-3.494	2.591	6.085

3.4.2 相关性分析

表 3 列示了主要变量间的 Pearson 相关系数。从表 3 可以看出,在 10%的水平上,Icq 与 DF 的相关系数为-0.051,说明内部控制质量越低的企业金融化程度越高;在 1%的水平上,企业的年龄与金融化程度相关系数显著为负,说明企业上市时间越长,企业金融化程度越低。

表 3 变量相关系数

变量	DF	Icq	Law	Age	CF	RP	SA
DF	1						
Icq	-0.051*	1					
Law	0.189***	0.043	1				
Age	-0.156***	-0.142***	-0.192***	1			
CF	0.046	0.116***	0.081***	-0.031	1		
RP	0.049	0.203***	0.038	-0.198***	0.136***	1	
SA	-0.009	-0.127***	-0.056*	0.474***	0.039	-0.096***	1

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。下同。

此外,还进行了变量间的多重共线性检验,结果见表 4,方差膨胀因子均在 2.000 以下,均值为 1.160,表明各变量间不存在多重共线性。

表 4 方差膨胀因子检验结果

变量	VIF	1/VIF
Age	1.380	0.723
SA	1.300	0.767
RP	1.090	0.917
Icq	1.070	0.935
Law	1.050	0.956
CF	1.040	0.964
VIF 均值	1.160	

3.4.3 回归结果与分析

通过双向固定效应模型进行多元回归,结果见表 5。由表 5 中(1)列可以看出,Icq 的回归系数为-0.008 3, P 值为 0.003,在 1%的水平上,内部控制质量对企业金融化程度具有显著的抑制作用,内部控制

表 5 多元回归分析结果

变量	模型(1)	模型(2)
Icq	-0.008 3*** (0.002 7)	-0.007 8*** (0.009 4)
Law		-0.011 1(0.006 8)
Icq×Law		-0.012 7** (0.005 2)
Age	0.020 8** (0.009 1)	0.021 3** (0.009 1)
CF	-0.031 4(0.019 2)	-0.031 7* (0.019 1)
RP	0.003 3(0.004 0)	0.003 7(0.003 9)
SA	0.397 8** (0.184 8)	0.392 3** (0.183 4)
常数项	-0.517 3** (0.232 6)	-0.522 9** (0.230 8)
控制年份	Yes	Yes
控制个体	Yes	Yes
样本量	1 035	1 035
R^2	0.274 7	0.290 3

质量每增加一个单位,金融化程度就降低 0.008 3 个单位,说明内部控制可以对企业在金融领域的投资决策产生影响,企业的内部控制水平越高,企业金融化程度越低,即假设 1 得到验证;由(2)列可以

看出,Icq 与 Law 的交乘项的回归系数为-0.012 7,P 值为 0.015,在 5%的显著性水平上法制水平增强了内部控制质量对企业金融化程度的抑制作用,也即外部法制水平在企业的内部控制与金融化程度的关系中起到了调节作用,假设 2 得到验证。

3.4.4 稳健性检验

为了检验上述结论的稳定性,通过剔除当年发生 ST 或 PT 的财务数据来再次进行模型(1)和模型(2)的回归,回归结果见表 6,最终发现与上述结论一致,说明研究结论较为稳健。

表 6 稳健性检验结果

变量	模型(1)	模型(2)
Icq	-0.008 2*** (0.002 8)	-0.007 8*** (0.002 8)
Law		-0.010 9(0.007 0)
Icq×Law		-0.012 6** (0.005 3)
Age	0.017 4* (0.009 4)	0.017 7* (0.009 4)
CF	-0.027 2(0.019 5)	-0.027 4(0.019 4)
RP	-0.003 9(0.004 9)	-0.004 2(0.004 8)
SA	0.488 6** (0.195 7)	0.494 6** (0.194 4)
常数项	-0.642 0*** (0.245 7)	-0.649 3*** (0.244 1)
控制年份	Yes	Yes
控制个体	Yes	Yes
样本量	1 019	1 019
R ²	0.289 2	0.304 4

4 研究结论与启示

基于 2011—2020 年沪深 A 股制造业财务数据,以动态的方式来衡量实体企业的金融化。通过实证分析发现:①内部控制质量对企业金融化程度起到抑制作用;②法制水平可以增强内部控制对金融化的抑制作用。

根据研究结论,提出以下建议:①企业应该加强内部控制的建设。管理层可以通过加强内部控制来抑制实体企业金融化。可以通过把内部控制的实施情况作为管理层的考核指标来强化内部控制的执行力度;通过设立有效的内部审计程序,定期对企业进行内审,进而得到内部控制执行效果的反馈;针对内部控制薄弱的环节,及时制定有效的对策;定期组织员工学习内部控制相关知识,提高员工的内部控制管理意识。②政府和监管部门应该加强监管。重点关注存在金融资产占比连续增加的企业,警惕其发生金融风险;通过颁布一系列科学的金融投资相关的法律条文,规范企业的金融投资管理;针对不断创新的金融产品及时制定并出台相应的监管措施;合理引导实体企业适度参加金融投资;鼓励实体企业加大研发创新的力度,多措并举的积极引导实体企业回归主业。③企业的管

理者也应该重视金融化的危害,要定期复盘企业的投资决策,识别金融风险,及时调整企业的投资策略;坚持自主创新,只有不断增强企业的核心竞争力,企业才能长久健康地经营下去。

参考文献

[1] DEMIR F. The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries[J]. Review of Radical Political Economics,2007,39(3):351-359.

[2] KRIPPNER G. The financialization of the American economy[J]. Socio-Economy Review,2005,3(2):173-208.

[3] PALLEY T I. Financialization: what it is and why it matters[M]. Palgrave Macmillan,2013:17-40.

[4] TORNELL A. Real vs. financial investment: can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion? [J]. Journal of Development Economics, 1990,32(2):419-444.

[5] 林楠. 当代国际经济金融化的现状、动因及其对经济发展的影响[J]. 西南金融,2015(2):36-40.

[6] 丁华,卓丽花. 中国制造业企业金融化的影响因素分析[J]. 辽宁工业大学学报(社会科学版),2021,23(3):36-41.

[7] 董盈厚,马亚民,董馨格. 董事高管责任保险能够抑制金融资产配置吗?:来自 2007—2019 年非金融上市公司的经验证据[J]. 上海财经大学学报,2021,23(5):65-80.

[8] 赵晓阳,衣长军. 国资介入能否抑制实体企业的脱实向虚?:兼论亲清政商关系的调节作用[J]. 经济管理,2021,43(7):61-74.

[9] 余怒涛,张华玉,刘昊. 非控股股东与企业金融化:蓄水池还是套利工具? [J/OL]. 南开管理评论:1-33[2022-10-29]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.F.20210910.1509.015.html>.

[10] 安磊,沈悦,余若涵. 高管激励与企业金融资产配置关系:基于薪酬激励和股权激励对比视角[J]. 山西财经大学学报,2018,40(12):30-44.

[11] 吴一丁,易紫薇. 股权集中度与非金融企业金融化:代理成本的角色[J]. 工业技术经济,2021,40(9):91-97.

[12] 孙凤娥,田治威. 险资举牌与实体企业金融化:“抑制剂”还是“助推器”[J]. 证券市场导报,2021(10):2-11.

[13] 方红星,金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据[J]. 会计研究,2013(7):63-69.

[14] 陈琳. 外部治理环境视角下股权集中度对企业金融化投资的影响研究[D]. 广州:华南理工大学,2019.

[15] 唐瑜泽,李慧嘉. 基于固定效应模型的银行业竞争与企业金融化关系研究[J]. 聊城大学学报(自然科学版),2021,34(6):7-19.

[16] 成群蕊,李季刚. 数字金融与实体企业“脱实向虚”:促进还是抑制[J]. 新金融,2021(7):35-43.

[17] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.

[18] 黄群慧. 论新时期中国实体经济的发展[J]. 中国工业经济,2017(9):5-24.

Internal Control, Legal Level and the Financialization of Entity Enterprises:

Based on the empirical data of A-share manufacturing listed companies in
Shanghai and Shenzhen from 2011 to 2020.

DAI Wenjing, LI Qian

(School of Accounting, Southwest Forestry University, Kunming 650224, China)

Abstract: In recent years, with the capital market step by step, China's financial industry has been rapid development, and the growth of real economy has slowed down as China's economic development to high quality development stage. Entity enterprises based on the "reservoir" effect and "investment substitution" effect and expanding financial investment, the entity enterprise financialization phenomenon has become the focus of academic issues. System research internal and external governance on the financialization of entity enterprises is conducive to the entity enterprise, based on the 2011-2020 Shanghai A-share manufacturing listed company financial data, the financial assets accounted for three consecutive years and more increase as financialization, based on the perspective of the internal governance. It is found that internal control quality can effectively inhibit the entity enterprise financialization, and the legal level enhances the internal control quality of entity enterprise financialization, finally puts forward Suggestions to curb the enterprise financialization.

Keywords: financialization of entity enterprises; influencing factors; internal control; legal level