

# 压力还是监督：机构投资者调研与企业金融化

施慧洪,王冠文,王佳妮

(首都经济贸易大学 金融学院,北京 100070)

**[摘要]**基于2013—2021年深交所A股上市公司面板数据,从监督效应和压力效应两种竞争视角,考察机构投资者调研对企业金融化的影响。结果表明,机构投资者调研对企业金融化具有正向影响。划分金融资产配置结构后发现,机构投资者调研能够促进企业配置“蓄水池”类金融资产,抑制企业配置“投资替代”类金融资产,这说明机构投资者调研对企业金融资产配置具有监督效应。进一步研究发现,融资约束较低、代理成本较高的企业,机构投资者调研对其金融资产配置的监督效应更强;机构投资者调研对金融资产配置的监督效应有助于提高企业全要素生产率。研究结果对有关部门完善投资者关系管理,借助市场手段改善“脱实向虚”问题提供了可行依据。

**[关键词]**机构投资者调研;企业金融化;“脱实向虚”;融资约束;代理成本;金融资产配置;监督效应;压力效应

**[中图分类号]**F272.3;F832.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2024)01-0076-12

## 一、引言

实体经济是建设现代化经济体系的坚实基础,是构筑未来发展战略优势的重要支撑。但近年来,随着中美贸易摩擦加剧和新冠疫情席卷全球,我国实体经济的内外发展环境发生了深刻的变化,人口红利衰减、外需乏力、关键核心技术“卡脖子”等问题日益凸显,导致实体经济利润低迷,发展疲软。许多实体企业越来越依赖金融投资来实现超额收益,使得宏观层面表现出较为明显的“脱实向虚”问题,给宏观经济的有序发展埋下了安全隐患:一方面,资源过多投入虚拟经济会导致制造业、农业等实体经济的生产能力下降,削弱国家在国际市场竞争中的比较优势;另一方面,虚拟经济的过度发展将引致影子银行体系膨胀、资产价格虚假繁荣,进而削弱宏观经济政策的调控效果,放大金融部门的系统性风险。为此,习近平总书记在第五次全国金融工作会议上指出,“金融是实体经济的血脉,为实体经济服务是金融的天职,也是防范金融风险的根本举措”。可见,有效识别影响实体企业“脱实向虚”的关键因素,对于制定针对性的政策遏制金融化趋势,实现经济结构转型升级的安全着陆具有重要意义。

宏观层面,“脱实向虚”表现为实体部门资金流入虚拟经济领域。而微观层面,“脱实向虚”主要指企业金融化,即非金融企业将更多资源配置到金融资产中<sup>[1]</sup>。企业金融化受多种因素的影响。现有文献分别从企业治理<sup>[2-4]</sup>、市场政策<sup>[5]</sup>、经济环境<sup>[6]</sup>等角度展开研究。然而,尚未见文献关注机构投资者调研这一重要影响因素。机构投资者调研是企业重要的外部治理机制,不仅能够降低市场信息的不对称性,缓解企业内部的代理冲突<sup>[7]</sup>,还能够增加企业的短期业绩压力<sup>[8]</sup>,进而影响企业金融化。

调研活动是投资者实地考察公司经营管理状况,获取更多增量信息和高质量“硬信息”的重要途径。2012年,为了提高资本市场透明度,深交所发布了《信息披露业务备忘录第41号——投资者关系管理及其信息披露》,强制要求上市公司披露投资者关系活动记录。自此,调研活动的经济效应开始受到学者们的广泛重视。现有研究主要从监督效应和压力效应两种竞争视角考察机构投资者调研对企业经营决策

**[收稿日期]**2023-06-04

**[基金项目]**国家社会科学基金一般项目(20BGL069)

**[作者简介]**施慧洪(1972—),男,安徽枞阳人,首都经济贸易大学金融学院副教授,博士,主要研究方向为互联网金融、证券投资;王冠文(1997—),男,河南周口人,首都经济贸易大学金融学院硕士生,主要研究方向为企业经济,通信作者,邮箱:guanwen@cueb.edu.cn;王佳妮(1983—),女,湖北荆州人,首都经济贸易大学金融学院副教授,博士,主要研究方向为股权投资。

的影响。一方面,积极的调研活动能够降低企业的盈余管理水平,提高信息披露质量<sup>[9]</sup>,进而对管理层的自利行为形成有效监督<sup>[10]</sup>,这有助于抑制企业金融化。另一方面,消极频繁的调研活动可能给管理层施加短期业绩压力<sup>[8]</sup>。为了迎合盈利预测,企业会降低创新投资水平<sup>[11]</sup>,增持高风险高收益的金融资产<sup>[12]</sup>。综上可知,从理论上讲,机构投资者调研能够通过监督效应和压力效应影响企业金融化。

2017年,党的十九大报告明确指出,“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力”。2022年,党的二十大报告再次强调,“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”。可见,坚持金融服务实体经济的发展方针,推动实体经济“脱虚返实”已经成为我国政府部门的重要工作内容。结合上述分析,本文提出以下研究主体:机构投资者调研对企业金融化有何影响?调研活动主要起到监督效应还是压力效应?对于不同特征的企业,机构投资者调研对其金融资产配置的影响有何差异?鉴于此,本文利用2013—2021年深市A股上市公司面板数据,系统地考察机构投资者调研对企业金融化的影响,并进一步探讨机构投资者调研对企业经营决策的影响效应。

本文可能的边际贡献如下:第一,公司治理分为外部治理和内部治理,而现有研究大多考察内部治理对企业金融化的影响<sup>[2-3]</sup>。本文首次把机构投资者调研与企业金融化纳入统一的分析框架,考察外部治理对企业金融化的影响,不仅可以丰富机构投资者调研的相关研究,而且可以为治理企业金融化提供了新思路。第二,关于企业金融化的研究,现有文献主要聚焦于“规模”,而较少关注“结构”。本文进一步考察机构投资者调研对企业金融资产配置结构的影响,从而更准确地识别了调研活动对企业经营决策的影响效应。第三,明确机构投资者调研与企业金融化的关系,本文不仅可以加强投资者对调研活动的全面认识和准确评估,还可以为政府借助市场手段改善金融化问题提供可行依据。研究对于促进实体企业增效提质,稳步推进经济结构优化升级具有重要的现实意义。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 机构投资者调研与企业金融化

随着金融资产与实体资产投资收益率缺口的增大,一些实体企业将大量资金投资金融资产以期获取超额收益。然而,实体企业并非专业的金融机构,不具备足够的风险控制能力,增持金融资产会挤占原本用于产品研发和设备更新改造的资金,削弱企业在同行业市场竞争中的比较优势,阻碍企业长期发展。同时,由于金融资产的收益受到利率、汇率和政策环境等多种因素的影响,具有高度的不确定性,增持金融资产也会增加企业的财务风险<sup>[13]</sup>。此时,利益受到影响的机构投资者会依赖其资金优势和专业优势影响企业的经营决策。考虑到调研活动是机构投资者与企业进行信息沟通最直接的方式,本文以此为切入点,从监督效应和压力效应两种竞争视角,分析机构投资者调研对企业金融化的影响。

从监督效应出发,机构投资者调研是治理企业经营的重要外部机制,能够提高信息传播效率,约束企业管理层的自利行为<sup>[14]</sup>,从而抑制企业增持高风险的金融资产。首先,调研活动具有直接监督作用。在调研过程中,机构投资者通常会就企业的治理结构和经营状况展开深入的交流和分析,对企业长期发展可能存在的问题进行审视并提出建议,使企业对自身的经营风险做出更加准确地评估<sup>[15]</sup>。同时,机构投资者专业水平更高,他们能够及时发现并直接纠正可能存在的治理漏洞和运营问题,为企业提供具有前瞻性的战略指导<sup>[14]</sup>。这有助于改善企业的治理结构和经营状况,降低企业因管理层短视而持有过多风险性金融资产的可能性。其次,调研活动具有间接监督作用。调研活动能够使机构投资者与管理层进行面对面交流,获取更多的私有信息<sup>[9]</sup>。这些增量信息的公开发布能够有效缓解市场中的信息不对称,降低股东、债权人等利益相关者的信息获取成本,有助于利益相关者更加深入地了解企业的经营状况、发展策略、管理团队等情况。此时,对于配置了较多金融资产的企业,股东和债权人会对其财务信息和发展方针进行更多的监督,以防止利益受损;潜在投资者将重新评估企业的投资价值,采取更加谨慎的投资策略,对企业形成资源约束。由于受到更多的监督,管理者将纠正或主动放弃与股东或企业整体价值相悖的行为,减少

对风险性金融资产的投资<sup>[4]</sup>。因此,机构投资者调研可能抑制企业金融化。

从压力效应出发,机构投资者调研将通过其市场影响力对企业的经营决策施加巨大压力,这会诱发管理层短视,将资金投向周期较短、收益较高的金融资产。具体而言,由于受托责任的限制,机构投资者对盈余消息更加敏感。当企业短期业绩下降时,机构投资者可以通过调研活动向企业透露自己的盈余预期,表达对投资项目盈利水平的担忧,从而增加企业的短期业绩压力<sup>[9]</sup>。倘若企业未能达到预期业绩,机构投资者有动机抛售股票,导致股价下跌。并且这一决策很可能会通过社会网络影响其他投资者的交易行为,严重影响企业股价和资本市场表现<sup>[16]</sup>。考虑到管理层的收益通常与在职业绩和股票价格挂钩,为了确保在职期间的业绩目标,避免机构投资者大量抛售股票导致股价下跌,管理层宁愿牺牲企业长期价值,将更多资金配置到收益较高的金融资产<sup>[12]</sup>。此外,机构投资者能够借助调研活动向企业透露同业竞争者的业绩状况和发展前景,进而对其施加同业竞争压力。为了吸引更多的投资者,在同业竞争中占据更大的市场份额,企业会在调研过程中给出相对乐观的业绩预期<sup>[17]</sup>。调研过后,为了兑现承诺,维持声誉和信誉,企业倾向于做出一些短视行为<sup>[18]</sup>,例如减少研发投入、增持风险性金融资产等。因此,机构投资者调研也可能促进企业金融化。

基于以上分析,本文提出一组竞争性假设。

H1a:机构投资者调研对企业金融化存在正向影响。

H1b:机构投资者调研对企业金融化存在负向影响。

## (二) 机构投资者调研与企业金融资产配置结构

鉴于金融资产范畴较广,并且企业配置不同类别金融资产的动机存在差异,仅仅考察机构投资者调研与企业整体金融化的关系,并不能准确识别调研活动对企业经营决策的影响效应。参考已有研究,企业持有金融资产的动机可以分为“蓄水池”和“投资替代”两类。在“蓄水池”动机下,企业持有适量现金、准现金等流动性较高的金融资产,不仅有助于盘活资金支持主业,还能够预防外部冲击导致的资金断流风险<sup>[19-20]</sup>。相反,在“投资替代”动机下,企业增持高收益、流动性差的风险性金融资产,虽然能够在短期内提高业绩,但长期持有可能导致管理层短视,挤出主业投资,阻碍企业长期发展<sup>[21-22]</sup>。因此,金融资产配置总量的增加并不一定意味着企业在“脱实向虚”,而金融资产配置总量的减少也不一定意味着企业在“脱虚返实”<sup>[23]</sup>。我们不能简单地把企业金融资产配置总量的增加视为调研活动产生压力效应,也不能把企业金融资产配置总量的减少视为调研活动产生监督效应,而是需要根据金融资产的配置结构,进一步识别机构投资者调研对企业经营决策的影响效应。

当机构投资者调研对企业的经营决策产生监督效应时,有助于抑制企业的机会主义行为,增强企业的风险防范意识,确保企业决策的科学性和长期性<sup>[15]</sup>。这会抑制企业配置“投资替代”类金融资产,而促使企业增持“蓄水池”类金融资产。如果调研活动对“蓄水池”类金融资产的促进作用超过了对“投资替代”类金融资产的抑制作用,就会产生金融化攀升的表象。相反,如果机构投资者调研对企业的经营决策产生压力效应,则会导致企业注重短期业绩预期,忽视长期发展和风险控制<sup>[24]</sup>。这种情况会促使企业增持“投资替代”类金融资产,而抑制企业配置“蓄水池”类金融资产。如果调研活动对“蓄水池”类金融资产的抑制作用超过了对“投资替代”类金融资产的促进作用,就会产生金融化衰减的表象。这不仅不利于实体经济的发展,还放大了潜在金融风险。

基于以上分析,本文进一步提出了以下两组假设。

H2a:机构投资者调研对企业金融化存在正向影响,通过增加“蓄水池”类金融资产提升整体金融化水平,说明调研活动起到监督效应。

H2b:机构投资者调研对企业金融化存在正向影响,通过增加“投资替代”类金融资产提升整体金融化水平,说明调研活动起到压力效应。

H3a:机构投资者调研对企业金融化存在负向影响,通过减少“蓄水池”类金融资产降低整体金融化

水平,说明调研活动起到压力效应。

H3b:机构投资者调研对企业金融化存在负向影响,通过减少“投资替代”类金融资产降低整体金融化水平,说明调研活动起到监督效应。

本文的逻辑分析详见图 1。

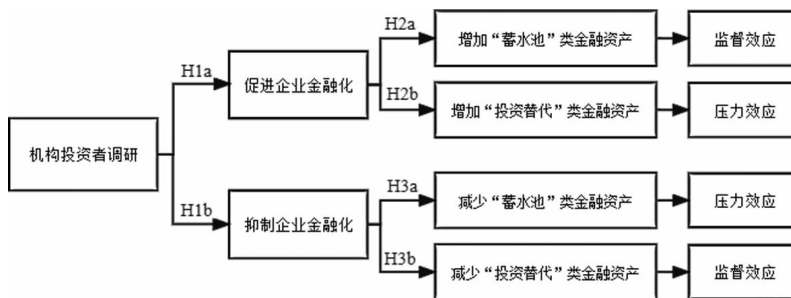


图 1 逻辑分析图

### 三、数据变量与研究设计

#### (一) 数据来源

自 2012 年《信息披露业务备忘录第 41 号——投资者关系管理及其信息披露》发布以来,深交所严格要求上市公司编制投资者关系活动记录以披露调研活动的详细信息。因此,本文选取 2013—2021 年深交所 A 股上市公司年度数据作为研究样本。机构投资者调研信息主要来自 CNRDS 数据库,其他数据均来自 CSMAR 数据库。通过筛选最终获得至少 14692 个企业样本。本文对数据进行以下预处理:(1)剔除 ST 类以及金融行业样本公司;(2)剔除主要变量存在缺失的样本;(3)为了排除极端值对结果的影响,对连续变量进行了 1% 和 99% 分位数的缩尾处理。

#### (二) 基准回归模型

借鉴刘伟等<sup>[12]</sup>、林慧婷等<sup>[25]</sup>的研究,本文构建以下三个回归模型,分两步识别机构投资者调研对企业经营决策的影响效应。首先,为验证 H1,本文通过模型(1)检验机构投资者调研对企业整体金融化的影响。其次,为验证 H2 和 H3,本文通过模型(2)和模型(3)检验机构投资者调研对企业金融资产配置结构的影响:

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Investigate_{i,t} + \alpha_2 X_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Cashhold_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Investigate_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Otherfin_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Investigate_{i,t} + \gamma_2 X_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,下角标  $i$  代表企业, $t$  代表年份; $Fin$  代表企业金融资产持有比例; $Cashhold$  代表企业“蓄水池”类金融资产持有比例; $Otherfin$  代表企业“投资替代”类金融资产持有比例; $Investigate$  代表机构投资者调研; $X$  包括一系列控制变量; $\mu$  是企业的个体固定效应; $\lambda$  是年份固定效应; $\varepsilon$  是随机干扰项。

#### (三) 变量定义

##### 1. 被解释变量

本文以企业持有金融资产占总资产的比例( $Fin$ )衡量金融化程度。借鉴张成思等、黄新飞等的研究<sup>[23,26]</sup>,将 2018 年以前的金融资产定义为货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、应收股利、应收利息。2018 年发布了新的会计准则,对金融资产的会计处理做出了重大变更:新准则不再使用“可供出售金融资产”和“持有至到期投资”科目,并且根据金融资产的性质、业务模式和合同现金流量特征新增了“债权投资”“其他债权投资”“其他权益工具投资”“其他非流动性金融资产”科目。因此,针对 2018 年及以后年份的金融资产,本文删去可供出售金融资产和持有至到期投资,并添加债券投资、其他债券投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产。

为了进一步探究调研活动对企业经营决策的影响效应,本文参考李博阳等、黄新飞等的研究<sup>[23,27]</sup>,根据金融资产的流动性将其划分为“蓄水池”类金融资产和“投资替代”类金融资产:由于货币资金和交易性金融资产流动性较强,持有该类金融资产主要是用来预防财务困境,必然反映“蓄水池”动机。相



反,其他金融资产,如持有到期投资、投资性房地产等变现能力弱,具有较大的获利空间。企业持有该类金融资产更多反映“投资替代”动机。本文将这两类金融资产均除以总资产进行标准化,分别记为 *Cashhold* 和 *Otherfin*。

2. 解释变量

参考谭劲松等、程小可等的研究<sup>[7,16]</sup>,本文采用两种方法衡量机构投资者调研:其一,当年调研目标企业的机构家数取自然对数(*Investigate\_n*);其二,当年目标企业被调研的次数取自然对数(*Investigate\_t*)。需要说明的是,原始数据仅包含已经披露的调研信息,当年信息披露缺失或没有受到投资者调研的企业可能不会被数据库记录。因此,本文以样本期内企业是否存在调研数据为依据,补充未被调研的企业样本,在保证数据准确的情况下增进样本的普适性。

3. 控制变量

参考林慧婷等的研究<sup>[25]</sup>,本文选取以下影响企业金融化的指标作为控制变量:企业规模(*Size*)、资产负债率(*LV*)、企业成长性(*Growth*)、托宾 *Q*(*Q*)、净资产收益率(*ROE*)、股权集中度(*Top1*)、高管金融背景(*Finback*)、董事会规模(*Board*)、审计师类型(*Big4*)、企业年龄(*Age*)。此外,本文还进一步控制了年份固定效应(*year*)和个体固定效应(*id*)。各变量详细度量方法见表1。

(四) 变量的描述性统计与相关分析

表2报告了变量的描述性统计结果。在样本期内,企业金融资产占比 *Fin* 的均值和标准差分别为 0.226 和 0.146,与张成思等的研究<sup>[26]</sup>基本一致。机构投资者调研家数(*Investigate\_n*)和机构投资者调研次数(*Investigate\_t*)的均值(标准差)分别为 2.525 和 1.280(1.795 和 0.902),与程小可等的研究<sup>[16]</sup>基本一致。其他各变量均与预期相符合。

相关性分析<sup>①</sup>显示,机构投资者调研与企业金融化之间存在正相关关系。同时,机构投资者调研与“蓄水池”类金融化之间存在正相关关系,与“投资替代”类金融化之间存在负相关关系。模型自变量的相关系数均小于 0.5,并且通过 VIF 检验发现各变量的 VIF 值均小于 2,远低于经验值 10,不存在多重共线性问题。

表1 变量定义

变量符号	变量名称	度量方法
<i>Fin</i>	企业金融化	金融资产持有总额/总资产
<i>Cashhold</i>	“蓄水池”类金融化	(货币资金 + 交易性金融资产)/总资产
<i>Otherfin</i>	“投资替代”类金融化	(金融资产持有总额 - 货币资金 - 交易性金融资产)/总资产
<i>Investigate_n</i>	机构投资者调研家数	当年调研企业的机构家数取自然对数
<i>Investigate_t</i>	机构投资者调研次数	企业当年被机构投资者调研的次数取自然对数
<i>Size</i>	企业规模	总资产取自然对数
<i>LV</i>	资产负债率	总负债/总资产
<i>Growth</i>	企业成长性	(本期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
<i>Q</i>	托宾 <i>Q</i>	市场价值/总资产
<i>ROE</i>	净资产收益率	净利润/所有者权益
<i>Top1</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
<i>Finback</i>	高管金融背景	高管具有金融背景取 1, 否则为 0
<i>Board</i>	董事会规模	董事会人数取自然对数
<i>Big4</i>	审计师类型	审计师是四大会计师事务所取 1, 否则为 0
<i>Age</i>	企业年龄	企业成立年限取自然对数

表2 主要变量描述性统计

变量	观察值数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Fin</i>	14692	0.226	0.146	0.028	0.692
<i>Cashhold</i>	14692	0.198	0.135	0.018	0.648
<i>Otherfin</i>	14692	0.026	0.050	0	0.302
<i>Investigate_n</i>	14692	2.525	1.795	0	6.712
<i>Investigate_t</i>	14692	1.280	0.902	0	3.434
<i>Size</i>	14692	22.036	1.128	19.939	25.514
<i>LV</i>	14692	0.397	0.198	0.051	0.882
<i>Growth</i>	14692	0.195	0.418	-0.539	2.609
<i>Q</i>	14692	2.179	1.366	0.888	8.789
<i>ROE</i>	14692	0.064	0.129	-0.617	0.364
<i>Top1</i>	14692	0.319	0.139	0.085	0.697
<i>Finback</i>	14692	0.688	0.463	0	1
<i>Board</i>	14692	2.220	0.172	0	2.944
<i>Big4</i>	14692	0.035	0.172	0	1
<i>Age</i>	14692	2.865	0.331	1.386	4.007

①限于篇幅,本文未列示相关性分析结果,备案。

## 四、基准回归结果

## (一) 机构投资者调研与企业金融化

表3报告了机构投资者调研对企业金融化影响的回归结果。可以看出,无论是否加入控制变量,机构投资者调研家数(*Investigate\_n*)和机构投资者调研次数(*Investigate\_t*)的系数均在1%的水平显著为正,说明机构投资者调研能够显著促进企业金融化。机构投资者调研家数每增加一个标准差,企业金融资产占比增加1.7%(0.0021×1.795/0.226);机构投资者调研次数每增加一个标准差,企业金融资产占比增加2.0%(0.005×0.902/0.226)。因此,假设H1a得到验证。然而,企业金融化程度的提高是否意味着“脱实向虚”问题的加剧?是否意味着调研活动对企业经营决策产生了压力效应?实际上,调研活动作为机构投资者与企业之间的信息传输通道,能够有效提高企业治理水平,增强企业的风险防范意识<sup>[15]</sup>。由于治理水平提高,企业出于避险增持的“蓄水池”类金融资产可能会超过减持的“投资替代”类金融资产。此时,整体金融化程度的增加会掩盖企业“投资替代”动机的减弱,掩盖调研活动对企业经营管理的监督效应。因此,本文有必要进一步探讨机构投资者调研对企业金融资产配置结构的影响。

## (二) 机构投资者调研与企业金融资产配置结构

在表4中,本文报告了机构投资者调研对企业“蓄水池”类金融化的影响。可以看出,无论是否加入控制变量,机构投资者调研家数(*Investigate\_n*)和机构投资者调研次数(*Investigate\_t*)的系数均在1%的水平显著为正,说明调研活动能够显著提高企业的风险防范意识,促使企业补充“蓄水池”类金融资产来完善风险缓冲机制。在表5中,本文报告了机构投资者调研对企业“投资替代”类金融化的影响。可以看出,无论是否加入控制变量,*Investigate\_n*和*Investigate\_t*的系数至少在10%的水平显著为负,说明调研活动能够缓解信息不对称,提高机构投资者对企业的监督管理效率,进而抑制管理层采取“投资替代”的机会主义行为。与个人投资者相比,机构投资者获得长期投资回报的动机更强,因而更有意愿和能力对企业的经营管理进行监督,通过调研活动对企业施加业绩压力的情况只占少数。综上可知,机构投资者调研能够促进企业“蓄水池”动机,抑制企业“投资替代”动机,对企业“脱实向虚”起到有效的监督作用,假设H2a得到验证。

表3 机构投资者调研与企业金融化

	<i>Fin</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Investigate_n</i>	0.0070 *** (10.915)	0.0021 *** (2.587)		
<i>Investigate_t</i>			0.0117 *** (9.080)	0.0050 *** (3.112)
<i>Size</i>		0.0001 (0.026)		0.0005 (0.109)
<i>LV</i>		-0.2490 *** (-13.749)		-0.2493 *** (-13.808)
<i>Growth</i>		-0.0068 *** (-2.804)		-0.0068 *** (-2.805)
<i>Q</i>		-0.0013 (-0.873)		-0.0012 (-0.806)
<i>ROE</i>		0.0378 *** (3.993)		0.0376 *** (3.952)
<i>Top1</i>		0.0804 *** (2.735)		0.0801 *** (2.725)
<i>Finback</i>		-0.0024 (-0.794)		-0.0024 (-0.793)
<i>Board</i>		-0.0042 (-0.322)		-0.0042 (-0.321)
<i>Big4</i>		-0.0127 (-1.020)		-0.0130 (-1.043)
<i>Age</i>		-0.0240 (-0.891)		-0.0241 (-0.895)
<i>Constant</i>	0.2082 *** (104.631)	0.4020 *** (3.108)	0.2110 *** (105.966)	0.3903 *** (3.022)
<i>Firm</i>	NO	YES	NO	YES
<i>Year</i>	NO	YES	NO	YES
<i>N</i>	14692	14692	14692	14692
<i>R<sup>2</sup></i>	0.007	0.157	0.005	0.157

注:括号内数值为经过Robust调整的t值;\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%、1%上的显著性水平,下同。

## 五、稳健性及内生性检验

### (一) 稳健性检验

#### 1. 被解释变量的替换

关于金融资产的涵盖范围,现有研究尚未形成统一结论。参考曹伟等的研究<sup>[1]</sup>,本文进一步将衍生金融资产和长期股权投资纳入金融资产的涵盖范围,以构建新的金融化指标(*Fin2*、*Cashhold2*和*Otherfin2*)进行稳健性检验。需要说明的是,由于衍生金融资产灵活性较强,且具有套期保值功能,因此将其归类为“蓄水池”类金融资产;相反,由于长期股权投资灵活性较差,因此将其归类为“投资替代”类金融资产。替换被解释变量后,结果<sup>①</sup>仍然支持监督效应假说,结论不变。

#### 2. 解释变量的替换

对于机构投资者提出的问题,企业能够给予越详细的回答,意味着调研活动所挖掘的增量信息越多。这也从侧面反映出企业对调研活动的高度重视,有利于实现调研活动的监督效应。因此,本文提取了投资者关系活动表企业回答部分的具体字数,并对其取对数,以构建问题答复长度指标(*Answer*)。然后,用该指标替换原有的解释变量,以对本文研究结论进行稳健性检验。此外,本文借鉴王珊的研究<sup>[14]</sup>,构建机构投资者调研的虚拟变量(*Investigate\_d*)作为替代解释变量进行稳健性检验。结果显示,当被解释变量为*Fin*和*Cashhold*

时,*Answer*和*Investigate\_d*的系数至少在5%的水平显著为正;当被解释变量为*Otherfin*时,*Answer*和*Investigate\_d*的系数至少在10%的水平显著为负,结论依然稳健。

#### 3. 其他稳健性检验

考虑到原始数据仅包含已经披露的调研信息,对于当年信息披露缺失或没有受到投资者调研的企业可能不会被数据库记录,因此,为了尽可能避免数据失真导致的研究结果偏误,本文筛选出被调研的企业构成分子样本,对已有研究结论进行稳健性检验。检验结果与基准回归保持一致,再次证明前文结论的稳健性。

### (二) 内生性检验

#### 1. 工具变量法

通过前文的分析已经初步证明机构投资者调研对企业金融资产配置具有监督效应。然而,考虑到机构投资者拥有丰富的专业知识和强大的风险识别能力,能够基于历史信息有效地估计企业的投资价值,因此,治理良好的企业可能会吸引更多的机构投资者,产生内生性问题。借鉴赵宇亮的研究<sup>[28]</sup>,本文选用企业当年所处城市平均机构投资者调研水平(*iv\_investigate\_n*和*iv\_investigate\_t*)和企业当年所处行业平均媒体关注度(*media\_mean*)作为工具变量,并采用2SLS法进行内生性检验。原因在于:首先,机构投资者的

表4 机构投资者调研与“蓄水池”类金融化

	<i>Cashhold</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Investigate_n</i>	0.0086 *** (14.359)	0.0030 *** (3.898)		
<i>Investigate_t</i>			0.0151 *** (12.525)	0.0062 *** (4.063)
<i>Size</i>		0.0060 (1.444)		0.0068 (1.642)
<i>LV</i>		-0.2438 *** (-14.051)		-0.2445 *** (-14.134)
<i>Growth</i>		-0.0043 * (-1.863)		-0.0042 * (-1.845)
<i>Q</i>		-0.0016 (-1.159)		-0.0014 (-1.015)
<i>ROE</i>		0.0394 *** (4.545)		0.0396 *** (4.540)
<i>Top1</i>		0.0859 *** (3.342)		0.0856 *** (3.331)
<i>Finback</i>		-0.0000 (-0.004)		-0.0000 (-0.000)
<i>Board</i>		-0.0049 (-0.409)		-0.0047 (-0.397)
<i>Big4</i>		-0.0169 (-1.386)		-0.0171 (-1.410)
<i>Age</i>		-0.0620 ** (-2.388)		-0.0625 ** (-2.413)
<i>Constant</i>	0.1765 *** (97.792)	0.3547 *** (3.119)	0.1789 *** (98.755)	0.3358 *** (2.957)
<i>Firm</i>	NO	YES	NO	YES
<i>Year</i>	NO	YES	NO	YES
<i>N</i>	14692	14692	14692	14692
<i>R<sup>2</sup></i>	0.013	0.171	0.010	0.171

①限于篇幅,本文未列示稳健性及内生性检验结果,备案。

调研活动可能受到多种地域因素的影响,如交通,天气和产业聚集度等<sup>[16]</sup>,因此,同一地区的平均机构投资者调研水平能够影响地区内单个企业的调研水平,但又不大可能影响单个企业的金融资产配置。其次,媒体对某个行业的集中报道会产生流量效应,吸引投资者关注。因此,同一行业的平均媒体关注水平能够影响行业内单个企业的调研水平,但又不大可能影响单个企业的金融资产配置。结果显示,机构投资者调研仍然对企业金融化具有监督效应,结论稳健。弱工具变量检验的F值分别为469.669和530.413,大于10%偏误水平下的临界值16.38,拒绝工具变量为弱工具变量的假设。Sargan检验的P值均大于0.1,工具变量有效。

## 2. 倾向得分匹配法

为了缓解样本自选择引起的内生性问题,本文采用倾向得分匹配(PSM)对监督效应的识别进行稳健性检验。具体步骤如下:首先,根据企业是否受到机构投资者调研对全部样本进行分组。然后,加入前文所述的控制变量,对处理组和控制组进行1:1最近邻匹配,共得到6493个观测值。匹配结果显示,“蓄水池”类金融化的平均处理效应为0.0121,在1%的水平显著为正。“投资替代”类金融化的平均处理效应为-0.0047,在1%的水平显著为负。样本匹配后,机构投资者调研仍然对企业金融资产配置具有监督效应,本文结论依然稳健。

表5 机构投资者调研与“投资替代”类金融化

	<i>Otherfin</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Investigate_n</i>	-0.0014*** (-6.591)	-0.0008*** (-2.676)		
<i>Investigate_t</i>			-0.0033*** (-7.627)	-0.0009* (-1.694)
<i>Size</i>		-0.0059*** (-3.053)		-0.0062*** (-3.254)
<i>LV</i>		0.0002 (0.026)		0.0005 (0.084)
<i>Growth</i>		-0.0023*** (-2.815)		-0.0024*** (-2.865)
<i>Q</i>		0.0005 (0.838)		0.0004 (0.666)
<i>ROE</i>		-0.0014 (-0.362)		-0.0019 (-0.472)
<i>Top1</i>		-0.0066 (-0.520)		-0.0066 (-0.521)
<i>Finback</i>		-0.0024** (-2.300)		-0.0025** (-2.304)
<i>Board</i>		0.0004 (0.071)		0.0002 (0.045)
<i>Big4</i>		0.0049 (1.032)		0.0048 (1.021)
<i>Age</i>		0.0412*** (4.012)		0.0416*** (4.047)
<i>Constant</i>	0.0300*** (40.713)	0.0363 (0.717)	0.0306*** (41.812)	0.0428 (0.850)
<i>Firm</i>	NO	YES	NO	YES
<i>Year</i>	NO	YES	NO	YES
<i>N</i>	14692	14692	14692	14692
<i>R<sup>2</sup></i>	0.003	0.110	0.003	0.109

## 六、进一步研究

### (一) 异质性分析

本节主要研究融资约束和代理成本不同的企业,机构投资者调研对其金融资产配置的监督效应有何差异。

首先,对于融资约束严重的企业,机构投资者调研对其金融化的监督效应较弱。一方面,受融资约束的制约,企业配置的“投资替代”类金融资产相对较少,因此机构投资者调研对该类金融资产的抑制作用较弱。另一方面,尽管调研信息的公开能够降低信息不对称,缓解企业的融资约束<sup>[29]</sup>,但该类企业出于发展需要会将资金优先投入主业,因此机构投资者调研对“蓄水池”类金融资产的促进作用也较弱。其次,对于融资约束低的企业,机构投资者调研对其金融化的监督效应较强。一方面,该类企业能够从多渠道获取额外资金,具有较强的投机动机,从而会将更多资金投资至高收益、高风险的金融资产,因此机构投资者调研对“投资替代”类金融资产的抑制作用较强。另一方面,机构投资者能够提高企业的治理水平和风险防范意识,促使融资能力强的企业将额外资金配置于“蓄水池”类金融资产。

除了融资约束,代理问题的异质性也在塑造企业金融资产配置的差异化方面发挥着关键作用。现



代企业两权分离导致管理层与所有者之间的利益矛盾加剧,代理问题尤为突出。企业代理问题的强弱能够反映治理能力的好坏。代理问题弱的企业群体决策能力强,能够有效约束管理层的自利行为,减少高管对高风险、高收益金融资产的投资行为,进而抑制企业金融化<sup>[2]</sup>。因此,作为企业内部治理的补充手段,机构投资者调研的监督效应对代理问题弱的企业可能不明显。

综上所述,本文预期融资约束低和代理成本高的企业,机构投资者调研对其金融资产配置的监督效应更强。为验证上述分析,首先,本文构建融资约束虚拟变量( $kz\_d$ ),并根据  $kz\_d$  对样本进行分组回归。具体来讲,借鉴 Kaplan 等的方法构建 KZ 指数来衡量企业融资约束<sup>[30]</sup>。当 KZ 指数大于年度行业中位数时,说明企业融资约束严重,对  $kz\_d$  赋值为 1,否则为 0。其次,构建代理成本虚拟变量( $at\_d$ ),并根据  $at\_d$  对样本进行分组回归。代理成本用总资产周转率衡量,当企业总资产周转率大于年度行业中位数时,说明企业治理能力强、代理成本低,对  $at\_d$  赋值为 1,否则为 0。表 6 列示了根据融资约束和代理成本分组回归的结果<sup>①</sup>。可以看出,Investigate\_n 和 Investigate\_t 的系数与基准回归方向一致,并且在融资约束低( $kz\_d = 0$ )和代理成本高( $at\_d = 0$ )的样本组中,显著性更高、绝对值更大,组间差异显著。因此,融资约束较低、代理成本较高的企业,机构投资者调研对其金融资产配置的监督效应更强。前文分析得到验证。

表 6 异质性分析

Panel A: 融资约束的影响								
	Cashhold				Otherfin			
	(1a) kz_d = 1	(2a) kz_d = 0	(3a) kz_d = 1	(4a) kz_d = 0	(5a) kz_d = 1	(6a) kz_d = 0	(7a) kz_d = 1	(8a) kz_d = 0
Investigate_n	0.0012 (1.576)	0.0038 *** (3.148)			-0.0003 (-0.775)	-0.0013 *** (-3.020)		
Investigate_t			0.0020 (1.310)	0.0085 *** (3.517)			0.0003 (0.447)	-0.0024 *** (-2.986)
Constant	0.4016 *** (3.690)	0.3202 (1.625)	0.3930 *** (3.604)	0.2936 (1.493)	0.0446 (0.615)	-0.0433 (-0.603)	0.0499 (0.696)	-0.0338 (-0.475)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	7289	7403	7289	7403	7289	7403	7289	7403
R <sup>2</sup>	0.094	0.203	0.094	0.203	0.094	0.140	0.094	0.139
Prob > Chi <sup>2</sup>	0.0206 **		0.0046 ***		0.0662 *		0.0065 ***	
Panel B: 代理成本的影响								
	Cashhold				Otherfin			
	(1b) at_d = 1	(2b) at_d = 0	(3b) at_d = 1	(4b) at_d = 0	(5b) at_d = 1	(6b) at_d = 0	(7b) at_d = 1	(8b) at_d = 0
Investigate_n	0.0018 * (1.915)	0.0038 *** (3.305)			-0.0004 (-1.116)	-0.0010 ** (-2.424)		
Investigate_t			0.0031 * (1.693)	0.0073 *** (3.016)			-0.0004 (-0.541)	-0.0015 * (-1.764)
Constant	0.2434 * (1.769)	0.5233 *** (3.251)	0.2318 * (1.686)	0.4950 *** (3.083)	0.1029 (1.425)	0.0170 (0.206)	0.1063 (1.468)	0.0259 (0.315)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	7271	7421	7271	7421	7271	7421	7271	7421
R <sup>2</sup>	0.135	0.219	0.134	0.219	0.097	0.131	0.096	0.130
Prob > Chi <sup>2</sup>	0.0294 **		0.0102 **		0.0867 *		0.1160	

①限于篇幅,本文未列示机构投资者调研与企业整体金融化的异质性分析结果,备索。

## (二) 机构投资者调研会产生的经济后果

基于前文的理论分析和实证检验结果可知,机构投资者调研对企业金融资产配置具有监督效应。然而,研究这种“监督效应”是否确实有助于企业高质量发展,需要进一步探究机构投资者调研对企业全要素生产率的影响。参考已有研究文献,金融化主要从资源挤占和风险积聚两个方面影响企业全要素生产率。首先,金融化会提升金融部门的相对重要性,企业的投资意愿和策略也会向金融资产倾斜,这会挤占原本用于产品研发和设备更新的投资,导致企业的生产效率难以提升<sup>[31]</sup>。其次,企业在追逐短期超额收益的同时,可能忽视高收益伴随的风险。企业过度金融化会导致金融风险的积聚和放大,影响企业的可持续发展<sup>[32]</sup>。结合前文分析,机构投资调研不仅能够提高企业的风险防范意识,还能够约束管理层的短期逐利动机。本文进一步推测,机构投资者调研对企业金融资产配置的监督效应能够提高企业全要素生产率。为此,本文首先运用LP法测算出企业全要素生产率(TFP),然后根据“蓄水池”类金融化和“投资替代”类金融化的年度行业中位数对样本进行分组检验。需要补充的是,由于被解释变量替换成企业全要素生产率,本文进一步加入股权性质(SOE)和固定资产占比(FA)两个变量,来控制其他可能影响企业全要素生产率的因素。实证结果如表7所示。可以看出,在“蓄水池”类金融化低( $cash\_d = 0$ )和“投资替代”类金融化高( $other\_d = 1$ )的样本组中,Investigate\_n和Investigate\_t对TFP具有更显著的正向影响。综上可知,通过机构投资者调研的监督效应,企业增强了风险防范意识,降低了“投资替代”动机,进而提高了综合发展水平。这从侧面证明了前文研究结论的稳健性,为有关机构投资者调研具有治理效应的研究提供了新的证据。

表7 机构投资者调研与企业全要素生产率

	TFP							
	(1) $cash\_d = 1$	(2) $cash\_d = 0$	(3) $cash\_d = 1$	(4) $cash\_d = 0$	(5) $other\_d = 1$	(6) $other\_d = 0$	(7) $other\_d = 1$	(8) $other\_d = 0$
Investigate_n	0.0053 (1.512)	0.0155*** (4.320)			0.0210*** (5.502)	0.0047 (1.360)		
Investigate_t			0.0120* (1.705)	0.0252*** (3.587)			0.0362*** (4.731)	0.0076 (1.121)
Constant	-2.8543*** (-4.280)	-2.5748*** (-4.334)	-2.8786*** (-4.324)	-2.6911*** (-4.521)	-3.0664*** (-4.424)	-2.9835*** (-4.946)	-3.2174*** (-4.654)	-3.0158*** (-5.004)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Firm	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	6,599	6,775	6,599	6,775	6,623	6,819	6,623	6,819
R <sup>2</sup>	0.646	0.654	0.646	0.653	0.619	0.656	0.619	0.656
Prob > Chi <sup>2</sup>		0.0657*		0.1216		0.0001***		0.0003***

## 七、结论性评述

如何抑制“脱实向虚”,维护金融系统稳定,已经成为我国政府部门迫切需要解决的重要问题。本文基于2013—2021年深交所A股上市公司面板数据,系统考察机构投资者调研与企业金融化的关系,尝试为企业“脱实向虚”的治理提供一种新思路。研究发现:第一,机构投资者调研对企业金融化具有正向影响。第二,根据流动性拆分金融资产的配置结构,机构投资者调研能够促进企业配置“蓄水池”类金融资产,抑制企业配置“投资替代”类金融资产,表明整体金融化程度的增加掩盖了企业“投资替代”动机的减弱,掩盖了调研活动对企业经营管理的监督效应。第三,异质性分析表明,融资约束较低、代理成本较高的企业,机构投资者调研对其配置金融资产的监督效应更强。第四,机构投资者调研对金融资产配置的监督效应有助于提高企业全要素生产率。

本文综合上述研究结论,分别从企业和政府两个层面提出如下建议:首先,企业层面。第一,企业应重视机构投资者调研这一外部治理机制,可以成立专门的调研团队,主动邀请机构投资者进行调研。企业定期邀请机构投资者进行交流和沟通,听取他们的看法和建议,不仅能够提高经营管理水平,而且能够降低信息不对称。这有助于增强投资者的信任和信心,缓解融资约束。第二,企业应进一步完善内部风险管理体系,加强对金融风险的评估和监测,合理配置金融资产,避免盲目追求短期收益,放大长期经营风险。通过制定长期战略规划,实现可持续高质量发展。其次,政府层面。第一,政府可以积极推动投资者访问信息披露体系的完善。通过明确投资者访问信息披露的标准,规范投资者访问信息披露的内容,来增强调研活动的治理效应。这有助于充分利用机构投资者调研这一市场手段缓解“脱实向虚”问题。第二,严格监督上市公司与调研机构的互动行为,确保调研活动治理效应的有效实现。防止投资者利用不正当手段对企业施压,或与企业恶意串通进行不公平、不正当交易。第三,政府可以加强对实体企业的方向引导和经济扶持,为治理企业金融化提供政策基础。通过畅通融资渠道、补贴技术创新、优化营商环境等举措赋能实体企业转型升级,推动实体经济健康发展。

由于数据和方法的限制,本文的研究还存在以下不足:第一,目前仅深交所要求上市公司强制披露投资者调研信息,缺乏上交所上市公司的相关数据,这使得研究样本存在一定的局限性。因此,在未来的研究中,可以跟进信息披露制度的完善,更新样本范围,以进一步优化研究内容。第二,机构投资者类型较多,不同机构投资者进行调研的动机和目的可能存在一定的差异。由于数据可得性的限制,本文未能结合机构投资者类型探究调研活动对企业金融化的影响,因此后续研究可以利用数据挖掘技术在相关方面进行拓展。第三,本文主要关注了机构投资者调研对企业金融资产配置的影响效应,对于可能存在的作用机制讨论较少。

### 参考文献:

- [1] 曹伟, 蔡好东, 赵璨. 企业金融资产的配置动机: 基于产权性质与异质性股东参股的分析[J]. 中国工业经济, 2023(2): 150-168.
- [2] 王瑶, 黄贤环. 内部控制与实体企业金融化: 治理效应抑或助推效应[J]. 财经科学, 2020(2): 26-38.
- [3] 孙泽宇, 齐保奎. 多个大股东与企业金融化[J]. 管理工程学报, 2022(3): 62-77.
- [4] 刘少波, 杨俊宇, 张友泽. 信息透明度、分析师关注与实体企业金融化[J]. 南方金融, 2021(12): 47-58.
- [5] 李真, 李茂林. 中国式减税降费与经济高质量发展: 企业金融化视角的研究[J]. 财经研究, 2021(6): 4-18.
- [6] 彭俞超, 韩珩, 李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济, 2018(1): 137-155.
- [7] 谭劲松, 林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J]. 南开管理评论, 2016(5): 115-126.
- [8] 文雯, 冯婧莉, 柯颖珏, 等. 机构投资者调研与企业风险承担[J]. 金融学季刊, 2021(2): 36-72.
- [9] 尹洪英, 徐星美, 权小锋, 等. 压力还是监督: 机构投资者实地调研与盈余管理[J]. 苏州大学学报(哲学社会科学版), 2021(5): 102-114.
- [10] 李昊洋, 程小可, 姚立杰. 机构投资者调研抑制了公司避税行为吗? ——基于信息披露水平中介效应的分析[J]. 会计研究, 2018(9): 56-63.
- [11] 彭秋萍, 钟熙, 周怀康. 祸福相依: 机构投资者调研对企业创新的双刃剑效应[J]. 管理工程学报, 2022(4): 108-117.
- [12] 刘伟, 曹瑜强. 机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗[J]. 财贸经济, 2018(12): 80-94.
- [13] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 金融资产配置与企业财务风险: “未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究, 2018(12): 100-112.
- [14] 王珊. 投资者实地调研发挥了治理功能吗? ——基于盈余管理视角的考察[J]. 经济管理, 2017(9): 180-194.
- [15] 杨侠, 马忠. 机构投资者调研与上市公司内部控制有效性[J]. 中南财经政法大学学报, 2020(1): 13-25.
- [16] 程小可, 李昊洋, 高升好. 机构投资者调研与管理层盈余预测方式[J]. 管理科学, 2017(1): 131-145.
- [17] 高敬忠, 周晓苏, 王英允. 机构投资者持股对信息披露的治理作用研究——以管理层盈余预告为例[J]. 南开管理评论, 2011(5): 129-140.
- [18] He J, Tian X. The dark side of analyst coverage: The case of innovation[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3): 856-878.

- [19] Stulz R. Rethinking risk management[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, 9(3): 8-25.
- [20] Theurillat T, Corpataux J, Crevoisier O. Property sector financialization: The case of Swiss pension funds(1992~2005)[J]. *European Planning Studies*, 2010, 18(2): 189-212.
- [21] 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.
- [22] 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.
- [23] 黄新飞,林志帆,罗畅拓. 贸易政策不确定性是否诱发了企业金融化?——来自中国制造业上市公司的微观证据[J]. *经济学(季刊)*,2022(5):1659-1678.
- [24] 杨松令,牛登云,刘亭立,等. 行为金融视角下投资者情绪对实体企业金融化的影响研究[J]. *管理评论*,2021(6):3-15.
- [25] 林慧婷,何玉润,刘金雅. 财务报告问询函压力与企业金融化[J]. *会计研究*,2021(9):65-76.
- [26] 张成思,郑宁. 中国实体企业金融化:货币扩张、资本逐利还是风险规避? [J]. *金融研究*,2020(9):1-19.
- [27] 李博阳,沈悦,张嘉望. 金融资产配置、企业经营风险与企业杠杆率[J]. *当代经济科学*,2019(5):116-128.
- [28] 赵宇亮. 机构调研与外部融资:基于企业融资渠道的证据[J]. *金融经济研究*,2020(2):126-136.
- [29] Jiang X, Yuan Q. Institutional investor's corporate site visits and corporate innovation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 48(1): 148-168.
- [30] Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(1): 169-215.
- [31] 王红建,曹瑜强,杨庆,等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. *南开管理评论*,2017(1):155-166.
- [32] 胡海峰,窦斌,王爱萍. 企业金融化与生产效率[J]. *世界经济*,2020(1):70-96.

[责任编辑:苗竹青,黄燕]

## Pressure or Monitoring: Institutional Investor's Research and Corporate Financialization

SHI Huihong, WANG Guanwen, WANG Jiani

(School of Finance, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

**Abstract:** Based on panel data of Chinese A-share listed companies of Shenzhen Stock Exchange from 2013 to 2021, this paper examines the impact of institutional investor's research on corporate financialization from two competing perspectives: pressure effect and monitoring effect. The results show that institutional investor's research has a positive impact on corporate financialization. After dividing the financial asset allocation structure, we find that institutional investor's research can promote firms' allocation of "reservoir" financial assets and discourage firms from allocating "investment alternative" financial assets, indicating that institutional investor's research has a monitoring effect on firms' financial asset allocation. Further study found that the monitoring effect of institutional investor's research on financial asset allocation was more pronounced for firms with lower financing constraints and higher agency costs. The monitoring effect of institutional investor's research on financial asset allocation helps to improve firms' total factor productivity. The results provide a feasible basis for the authorities to improve investor relations management and improve the problem of "off the real to the virtual" by market means.

**Key Words:** institutional investor's research; corporate financialization; "off the real to the virtual"; financing constraint; agency cost; financial asset allocation; monitoring effect; pressure effect