

非金融企业影子银行化与盈余可持续性

黄贤环,王翠

(山西财经大学 会计学院,山西 太原 030006)

[摘要] 基于我国非金融企业影子银行化趋势以及防范化解系统性金融风险的背景,从企业盈余可持续性的微观视角,选取2008—2018年A股非金融上市公司的经验数据,采用线性一阶自回归模型实证检验非金融企业影子银行化与盈余可持续性的关系。研究表明:企业脱离实业、从事偏离主业的影子银行业务降低了其盈余可持续性;非金融企业影子银行化通过挤出主业投资和提升财务风险而降低了盈余可持续性。进一步研究发现,良好的内部控制、较高的媒体关注和分析师关注以及高质量的注册会计师审计能够抑制非金融企业影子银行化对其盈余可持续性水平的负面作用。所得结论能够丰富非金融企业影子银行化和盈余可持续性的相关理论研究,并为我国“防风险”任务的完成和非金融企业高质量发展提供微观层面的经验证据。

[关键词] 盈余持续性;影子银行化;金融化;非金融企业;金融监管;系统性风险;内部控制;审计监督

[中图分类号] F270 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2021)04-0080-10

一、引言

“防风险”一直是我国政府工作的主旋律,自党的十八大提出“关注重点领域重大风险的防范和化解”以来,2016年中央经济工作会议又着重强调“要加强对金融领域风险的防控”。2017年10月,党的十九大又进一步指出“要加强实体经济建设,推进金融体制改革,坚决避免系统性金融风险的出现”。影子银行是金融体系的重要组成部分,扮演着“类银行”的角色,但由于存在高杠杆、信息不对称和监管不足等问题,其成为系统性金融风险爆发的重大隐患,也是我国金融治理的重点对象。2020年12月,我国政府部门发布的《中国影子银行报告》强调,影子银行会使金融风险有不同程度的积累和暴露,同时会大大抬高我国经济杠杆水平,造成市场资源有效配置的不平衡,并威胁我国宏观经济向高质量转型发展。国际组织也多次发出警示,认为我国影子银行发展会对金融体系的稳定性和安全性的维护带来不良影响,可能会引发系统性金融风险。已有研究也表明,影子银行信贷已成为信贷市场的重要组成部分,其规模呈逐年上升趋势,并在不断发展^[1-2]。可见,影子银行业务及其发展已受到政府部门和国际组织的广泛关注,也是政府部门“防风险”任务的重要内容。

自2008年次贷危机以来,银根的收紧和信贷问题的加剧使得非金融企业也涉足影子银行活动,通过多种方式开展影子银行业务,并逐步成为影子银行资金的配置者^[3]。当前,虽然学术界并未对非金融企业影子银行化进行统一的界定,但本文认为非金融企业影子银行化是指企业游离于金融监管之外,充当金融中介,扮演影子银行的角色,主要通过借贷或者购买理财产品、结构性存款、私募、信托、基金等方式从事非正常投资活动。影子银行化也是当前宏观经济层面和微观企业层面“脱实向虚”的重要体现。当非金融企业将较多的资源集中于影子银行领域时,会对实体经济造成冲击,加剧企业的经营风险和股价崩盘风险^[3-4],影响企业的正常生产经营活动和长期稳定发展。盈余可持续性则能最直接地反映企业的持久发展能力,并关乎利益相关者对企业未来发展的预期。因此,考察非金融企业影子银行化对其盈余持续性水平的影响机理,对于有效防治经济“脱实向虚”、防范化解系统性金融风险以及促进实体经济高质量发展均具有较好的理论和实践价值。

为此,本文基于2008—2018年我国沪深非金融上市实体企业的样本数据,运用线性一阶自回归模型,实证检验非金融企业影子银行化与其盈余持续性水平之间的关系,同时探究两者之间的作用机理,并分析内外部监督机制对两者关系的影响。本文可能的贡献在于:(1)拓展和深化了非金融企业影子银行化和盈余可持续性的相关理论研究。现有关于我国非金融企业影子银行化经济后果的研究涉及融资结构、审计特征、股价崩盘风险、

[收稿日期] 2020-11-25

[基金项目] 教育部人文社会科学研究青年基金(19YJC630058);山西省高等学校哲学社会科学研究项目(2019W066)

[作者简介] 黄贤环(1989—),男,江西吉安人,山西财经大学会计学院副教授,硕士生导师,博士,从事公司金融和集团财务研究;王翠(1995—),女,山西朔州人,山西财经大学会计学院硕士研究生,从事公司金融研究, E-mail: 406251071@qq.com。

经营风险^[3-6],而对于盈余持续性水平影响因素的研究则主要集中于公司治理、内部控制以及财务特征等方面^[7-9],仅有余琰和李怡宗从高息委托借款角度着手,探讨了企业影子银行化对其盈利能力的影响^[10],但研究还不够全面和深入。本文立足于我国非金融企业近年来普遍存在的“脱实向虚”现象和政府部门“化解影子银行风险”的背景,考察非金融企业影子银行化与其盈余可持续性之间的关系和作用机理,能够丰富和深化非金融企业影子银行化与盈余持续性的相关理论研究,同时为非金融企业高质量发展提供新的理论支撑。(2)从降低主业投资和加剧财务风险角度挖掘非金融企业影子银行化影响其盈余可持续性的作用路径。本文通过实证检验验证非金融企业从事影子银行活动降低其盈余持续性水平的两条路径:非金融企业影子银行化——主业投资——盈余可持续性,非金融企业影子银行化——财务风险——盈余可持续性。这一研究有助于进一步理解两者之间的关系及其作用机理,同时能够为防范化解影子银行风险提供较明确的着力点,有效阻隔影子银行风险的传染。(3)本文考察内部控制等内部监督机制以及媒体关注、分析师关注、注册会计师审计等外部监督机制对非金融企业影子银行化与其盈余可持续性之间关系的影响,这能够更好地揭示不同情境下两者关系的异质性,为政府部门有效监管非金融企业影子银行化和实现非金融企业高质量发展提供必要的着力点和经验支撑。

二、文献综述

(一)非金融企业影子银行化的相关研究

1. 关于非金融企业影子银行化影响因素的研究。在我国不完善的金融市场和资本市场环境下,相较于中小型企业和非上市民营企业,国有企业和大型上市公司更易从金融机构获得融资,内部闲置资金较多^[11]。2008年以来,金融危机使得信贷约束问题进一步加剧,经济增长放缓,社会固定资产投资减少,宏观经济环境发生巨大变化^[5]。在金融市场被压抑的环境下,影子银行应运而生,并成为规避监管的重要金融中介平台,而资金雄厚、融资能力较强的大型非金融企业相应成为影子银行业务的重要参与主体。一方面,经济进入新常态以来,一些劳动密集型产业的比较优势逐渐丧失,在信息不对称和投资机会缺乏的情况下,管理层有较强的动机从事影子银行活动,以期获取短期高额利差收益^[5]。另一方面,一些发展能力较强、有良好投资机会的中小型企业以及非上市民营企业不易获得银行贷款,对资金有刚性需求。这就使得资金供给方和资金需求方相互“成就”,共同促成了非金融企业影子银行化的出现。另外,监管不足和财务报表信息披露不透明更为企业从事影子银行活动提供了空间^[5],经济政策不确定性和金融错配程度的提高也是非金融企业影子银行化的重要诱因^[12-13]。可见,非金融企业影子银行化是内外部环境和资金供需方共同作用下的资本逐利行为。

2. 关于非金融企业影子银行化经济后果的研究。在宏观层面,刘珺等研究发现,由于垄断和融资地位不平等,具有优势地位的企业参与影子银行业务会使得中小企业融资成本上升,导致社会福利产生净损失^[14]。同时,非金融企业影子银行化通过影响信贷供给数量和信贷供给条件,削弱了货币政策的效果^[2]。在微观层面,非金融企业参与的影子银行业务越多,其面临的审计风险越高,此时审计师收取的审计费用越高^[6]。进一步地,非金融企业影子银行化与其经营风险和股价崩盘风险呈显著正相关关系,且融资约束程度、公司治理水平、外部监管环境对以上关系具有显著的抑制作用^[3-4]。也有研究认为,非金融企业从事影子银行活动能够为其带来可观的利润,而不损害盈利能力,在一定程度上提高了企业的资金配置效率^[3,15];影子银行的发展能够缓解实业融资约束,促进实体企业的主业投资,而非金融投资^[16]。总体而言,非金融企业影子银行化是实业部门向信用中介角色的错位转换,反映出产业资本过度金融化的趋势,在一定程度上加剧了企业财务风险、产业空心化和经济虚拟化^[5],进而对企业的经营状况和财务状况产生重要影响^[6]。可见,已有文献对非金融企业影子银行化的宏微观层面经济后果进行了一定的研究,但鲜有文献考察非金融企业影子银行化对其盈余可持续性的影响。

(二)企业盈余可持续性的相关研究

现有文献从公司治理、内部控制以及财务活动等方面对企业盈余持续性水平的影响因素进行了研究^[9,17]。有研究发现,代理问题越严重的企业,高管和大股东越有能力使用控制权占用上市公司资金,从而影响上市公司的正常投资,降低其盈余可持续性^[7],而内部控制质量、机构投资者监督以及良好的公司治理环境有助于提高企业的盈余持续性水平^[8]。汪健和曲晓辉研究发现,关联交易易成为上市公司操控利润、进行利益输送的手段,从而降低盈余持续性水平^[18]。在信息不对称和代理问题导致的不均衡信贷市场环境下,企业有动机从事影子银

行业务,以便从中获取可观的收益来满足实现业绩目标的需要。余琰和李怡宗考察了委托贷款与企业盈利能力之间的关系,发现高息委托贷款对上市公司短期盈利能力的提升较为有益,但也会制约企业开展创新活动和加剧企业未来盈余的不确定性,最终导致企业盈余持续性水平下降^[10]。由此可见,实现盈余持续性是企业经营的重要目标,但尚未有文献考察非金融企业参与影子银行活动对其盈余可持续性的影响。

综上,非金融企业影子银行化已引起了学术界的广泛关注,且相关研究已探讨了非金融企业影子银行化的动因及其宏观层面的经济后果,同时盈余可持续性领域的研究成果也较为丰富。然而,尚未有文献探讨非金融企业影子银行化与盈余可持续性之间的关系。鉴于此,本文旨在考察非金融企业影子银行化对其盈余可持续性的影响及其作用机理。

三、理论分析与研究假设

就理论层面而言,非金融企业从事影子银行活动对其盈余可持续性可能存在正面和负面两种影响。一方面,非金融企业运用部分闲置资金从事短期的影子银行活动可以盘活资金,在一定程度上增加企业的现金流,加快企业资产的流动性,进而反哺企业主业的发展,增强企业未来竞争能力,促进企业长远发展;另一方面,在资源有限的情况下,非金融企业从实体经济中抽走大量资金参与影子银行业务,会导致企业缺乏足够的资金进行新产品研发创新以及固定资产、无形资产的更新改造^[19],进而抑制企业主业发展,提升企业经营风险^[4],降低企业的长期盈利能力,不利于企业的可持续发展。因此,非金融企业影子银行化和盈余持续性水平之间的关系并不确定。

一方面,从收益的角度来看,影子银行活动的回报率较高,非金融企业从事影子银行活动能够提升其短期盈利能力。首先,非金融企业通过再借贷的方式从事影子银行活动能够将资金进行二次分配,从中赚取高额利差,进一步增加其盈余资金和自有资金。其次,非金融企业通过购买理财产品等方式从事影子银行活动能够增加流通中的资金,提高资金周转效率。对于内部缺乏合适的投资机会、主业发展缓慢或有亏损的非金融企业而言,将资金投入影子银行领域能够弥补主业发展的缺陷。也就是说,当缺乏合适的投资机会时,企业将部分资金投入影子银行领域进行短期投资,可以盘活资金,提高资源配置效率^[1,16,20],有助于实现资本的保值、增值^[19]。再次,非金融企业参与影子银行业务获得的投资收益有助于企业应对外部环境变化对经营产生的不利影响,降低企业的经营风险,满足实体投资的需要。因此,非金融企业从事影子银行活动能够为未来主业投资提供充足的资金保障,起到反哺主业的作用,进而增强企业盈余能力、提升市场竞争力和盈余持续性水平。

另一方面,非金融企业从事影子银行活动虽能提升企业的盈利能力,但也会加剧企业经营的“空心化”。首先,对于企业而言,在既定条件下资源是有限的,当非金融企业将资源过多地投入到影子银行业务时,会从实体经济中抽走大量资本,对实体投资产生“挤出效应”^[1]。实体投资主要包括固定资产投资、研发创新投资、技术创新、新产品开发、管理创新等,这些是提升企业全要素生产率、打造核心市场竞争力和实现企业长远发展的主要手段^[16,21]。非金融企业从事的影子银行活动是不具有稳定利润来源的金融投资,会挤出实体投资,从而不利于实现企业的盈余可持续性。其次,根据委托代理理论,企业管理者和大股东出于自利动机,会考虑将资金更多地投向高收益的金融领域^[19],而非不确定性较高、持续时间较长的实体投资。因此,企业管理人员与大股东为获得管理权私利和控制权私利,会倾向于选择有高收益的影子银行领域。同时,公司管理层存在掩盖此类高风险金融业务信息的行为^[3],这会加剧信息在企业之间的不对称。长此以往,企业内部代理问题会越来越严重。当企业投入到影子银行领域的项目获利时,管理层会选择进一步加大资金投入,更加关注短期投资收益,导致主业发展受到进一步挤压,从而损害企业的长远发展。再次,影子银行活动需要承担较多风险,尤其是对于非金融企业而言,需要承担信贷违约风险、市场风险以及法律与监管风险^[1,4,6]。这些潜在风险的存在会加大企业未来现金流的不稳定性,进一步增加收益的不确定性,并有可能产生财务风险。因此,从实现企业可持续发展的角度来看,非金融企业从事高风险的影子银行活动会致使企业逐渐偏离主营业务活动,抑制和削弱企业的主业发展,损害企业的可持续竞争力和长期盈利能力,降低企业的盈余持续性水平。

基于上述分析,本文提出以下竞争性假设:

假设 1a:非金融企业参与影子银行业务能够促进企业盈余可持续性。

假设 1b:非金融企业参与影子银行业务会抑制企业盈余可持续性。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以我国沪深非金融上市公司为研究样本,选用2008—2018年的数据,采用线性一阶自回归模型实证检验非金融企业影子银行化对其盈余可持续性的影响。为了与颜恩点等、马勇等的研究^[3,6]保持一致,本文将研究区间的起点定在2007年,但由于该年度控制变量宏观经济环境($Busit_{i,t}$)的数据缺失,因此本文将研究区间的起点定于2008年。本文所使用的数据来自CSMAR数据库、中宏数据库以及CNRDS数据库。同时,本文删除了数据缺失、金融和房地产行业、资产负债率大于1以及ST类的相关样本,最后得到12879个公司年度观测值。本文对相关连续变量按1%的幅度进行了缩尾处理。

(二) 变量选择与解释

1. 盈余可持续性的界定。关于盈余可持续性的测度,已有文献尚未达成共识,但从概念上看是指企业当期的会计盈余状态能够进一步持续到下一期或更长的期间。现有权威文献对会计盈余的衡量指标主要有主营业务资产收益率、营业利润率和资产收益率,但营业利润率和资产收益率包含主营业务之外的项目,不能真正反映企业盈余。因此,借鉴汪健和曲晓辉、肖华和张国清的研究^[18,22],本文采用“(营业收入-营业成本)/平均资产”来反映企业盈余($Croa$),采用前后期盈余的敏感系数来反映企业盈余可持续性水平。

2. 非金融企业影子银行化的界定。已有研究发现,非金融企业开展的影子银行业务主要有委托贷款、委托理财、民间借贷以及购买理财产品、信托产品、结构性存款、资产管理计划等^[4,5,13]。委托贷款业务通过“其他流动资产”“其他非流动资产”“一年内到期的非流动资产”等会计账户反映;委托理财可在国泰安数据库中查找;民间借贷的隐蔽性较强,大多文献通过“其他应收款”科目来反映;以购买理财产品等方式参与的影子银行业务则主要记在“其他流动资产”科目明细下^[4,5,13]。基于此,借鉴李建军和韩珣的研究^[4],本文采用上市公司年报中披露的“其他流动资产”“委托理财”“一年内到期的非流动资产”“其他应收款”“其他非流动资产”科目金额的加总与总资产的比值来衡量非金融企业影子银行化的规模(SB)。

3. 控制变量的选取。为了排除非金融企业影子银行化之外的其他重要因素对企业盈余可持续性的影响,借鉴窦欢和陆正飞、余琰和李怡宗的研究^[7,10],本文控制了以下变量:企业规模($Size$),用企业当期资产总额取自然对数表示;企业成长能力($Growth$),用营业收入增长率表示;现金流状况(Cf),用经营性现金流量与当期资产总额的比值表示;财务杠杆(Lev),用资产负债率表示;股权集中度($First$),用第一大股东持有上市公司股权的比例表示;独立董事规模($Indire$),用独立董事人数占董事会总人数的比例表示;产权性质(Soe),国有控股取1,否则取0;两职合一($Comb$),董事长与总经理兼任取1,否则取0;宏观经济环境($Busit$),用当期各季度企业景气指数的平均值表示;行业($Industry$)和年度($Year$)。

(三) 模型设计

已有文献^[7-8,23]普遍利用线性一阶自回归模型估计盈余可持续性,该方法是利用当期盈余预测下一期的盈余,用两期盈余之间的相关系数来代表盈余持续性水平。为检验所提假设,本文构建以下模型:

$$Croa_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Croa_{i,t} + \alpha_2 SB_{i,t} + \alpha_3 (Croa_{i,t} \times SB_{i,t}) + \sum Controls + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Croa_{i,t+1}$ 、 $Croa_{i,t}$ 分别表示企业*i*在第*t*+1期和第*t*期的主营业务资产收益率; $SB_{i,t}$ 表示企业*i*在第*t*期的影子银行业务规模; $Controls$ 表示控制变量的集合, ε 为模型干扰项。系数 α_1 表示盈余可持续性,反映第*t*+1期会计盈余对第*t*期会计盈余的敏感程度,回归系数越大,说明会计盈余的持续性越强。本文关心 α_3 的系数显著性及其值的大小和方向:若 α_3 显著大于0,则假设1a成立;若 α_3 显著小于0,则假设1b成立。

五、实证结果及分析

(一) 描述性统计

由变量的描述性统计结果(未列示,备索)可知,企业当期盈余水平 $Croa_{i,t}$ 的最大值为1.289,最小值为-20.349,说明样本公司的盈余水平存在较大差异。企业影子银行业务规模 $SB_{i,t}$ 的最大值为1.328,最小值接近0,这反映出样本公司的影子银行规模也存在较大差异;而均值为0.097,说明影子银行业务占非金融企业总

体投资的比重较高,对非金融企业的正常主业活动会产生重要影响。当然,非金融企业参与影子银行业务具有一定的隐蔽性,实际影子银行业务规模会更大^[3],这有利于增强本文的研究结论。

(二) 回归分析

表1报告了非金融企业影子银行化对其盈余持续性水平影响的回归结果。由列(1)和列(2)可知,无论是否加入控制变量, $Croa_{i,t+1}$ 与 $Croa_{i,t}$ 的回归系数均在1%的水平上显著为正,表明样本公司确实具有盈余持续性特征。同时,在未加入控制变量时,交乘项 $Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$ 的系数为 -0.586,而在加入控制变量后,交乘项 $Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$ 的系数为 -0.509,均在1%的水平上显著,表明非金融企业影子银行化确实会抑制其盈余持续性水平。原因可能在于:非金融企业从事影子银行活动主要是基于投机性动机,不确定性较高,这不仅会增加企业的各项潜在风险,还会影响到企业正常的生产经营活动。在资源有限的情况下,非金融企业将资金用于影子银行业务会挤出实体经济的投资,减少研发创新活动以及固定资产投资等主业资金的投入,进一步损害企业的主业发展,降低企业的持续盈利能力,使得盈余持续性水平下降。

(三) 稳健性检验

前文用第 t 期的非金融企业影子银行化规模与第 $t+1$ 期的盈余进行回归分析,这在一定程度上能够缓解由反向因果带来的内生性问题。为了使研究结论更加可靠,本部分主要采取四种方法进行稳健性检验:首先,改变盈余水平和非金融企业影子银行规模的测度方式。为了缓解由盈余可持续性和非金融企业影子银行化规模的度量偏差所带来的研究结论偏误,本部分采用“(营业收入-营业成本)/总资产”“营业利润/总资产”分别衡量盈余水平,采用“其他流动资产”“一年内到期的非流动资产”“委托理财”“其他非流动资产”以及“其他应收款”会计科目金额合计数的自然对数衡量非金融企业影子银行化规模,并按照模型(1)重新进行回归。其次,考虑金融危机和影子银行监管政策的影响。已有文献发现,全球性金融危机驱使企业大规模参与到影子银行活动中,导致影子银行规模迅速扩张^[4-5,12],而全球性金融危机对我国宏观层面的影响一直持续至2012年底才基本消失。此外,自2017年以来,我国政府部门强化了对影子银行的治理,相继出台了一系列治理影子银行的政策,这些政策能够显著抑制企业影子银行规模的增长。鉴于此,本部分选择2013—2016年的样本数据重新进行实证分析。再次,剔除净利润大于行业年度中位数的样本。当企业处于稳定发展阶段、经营状况较好时,相对而言会较少地依靠金融活动来获利;而在企业主业发展受限、缺乏良好投资机会的情况下,虽然从事影子银行业务的风险较大,但收益也会较为乐观。与主业稳定发展的企业相比,主业发展受限的非金融企业会考虑通过更多地参与影子银行活动来改善自己的短期盈利能力,以保证盈余的可持续性。因此,本部分剔除净利润大于行业年度中位数的样本,以净利润不大于行业年度中位数的非金融企业数据来考察影子银行活动对其盈余可持续性的影响。最后,可能存在以下情况:企业少量参与影子银行业务能够盘活资金,增强资产的流动性和盈余的可持续性,而大规模参与影子银行业务则会抑制企业主业发展,进而降低企业盈余持续性水平。为此,本部分将非金融企业影子银行规模位于3/4分位数以上的样本作为规模较大组,位于1/4分位数以下的样本作为规模较小组,并进行实证回归。四种稳健性检验结果(未列示,备索)与主检验得到的结论一致,由此可以认为本文的研究结论是稳健的。

表1 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$
$Croa_{i,t}$	0.424 *** (55.856)	0.371 *** (46.446)
$SB_{i,t}$	0.041 *** (4.786)	0.029 *** (3.328)
$Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$	-0.586 *** (-30.588)	-0.509 *** (-26.377)
控制变量	未控制	控制
Year&Industry	控制	控制
Cons	0.015 (0.805)	-0.320 *** (-5.096)
N	11682	11682
Adjusted R ²	0.272	0.294

注: *、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著,括号内为t值。下同。

六、机制检验

实现企业长期可持续发展依赖于主业的发展,而影响企业发展的因素也必然会影响到企业盈利能力。影子银行业务是一种风险较高、持续性较差的金融投资活动,非金融企业参与其中必然会影响到企业的主业发展,增加经营的不稳定性,并损害企业的长期盈利能力,使得企业盈余持续性水平下降。具体而言,一方面,企业总体投资由实体投资和金融投资构成^[24]。依据资源基础理论,在既定条件下,企业拥有的资源是有限的,非金融企业开展影子银行业务会挤出实业投资,不利于企业主业发展。同时,非金融企业过多地参与影子银行活动会促使其将更多的注意力放在金融领域,更加注重短期收益,从而进一步降低研发创新等实体投资的积极性。另一方面,非金融企业从事影子银行活动除了会降低经营效率、减少实体投资外,还会增加企业经营的各种不确定

性,导致企业因未来资金无法及时收回而发生财务风险的可能性大大提高^[4]。因此,本文认为非金融企业影子银行化可能会通过主业投资和财务风险两条渠道降低企业盈余持续性水平。

为检验“非金融企业影子银行化——主业投资(*Invest*)——盈余持续性水平”的作用路径,本部分参照杜勇等的方法^[19],采用“固定资产占资产总额的比例”来反映非金融企业主业投资水平。同时,为检验“非金融企业影子银行化——财务风险(*Z-score*)——盈余持续性水平”的作用路径,本部分参照 Altman 的方法^[25],采用 *Z-score*来反映企业财务风险的大小,其值越大,说明企业财务风险越低。为检验以上路径,本文构建以下中介效应模型:

$$Invest_{i,t}/Z-score_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SB_{i,t} + \sum Controls + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$CROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CROA_{i,t} + \alpha_2 SB_{i,t} + \alpha_3 (CROA_{i,t} \times SB_{i,t}) + \alpha_4 Invest_{i,t}(Z-score_{i,t}) + \alpha_5 [CROA_{i,t} \times Invest_{i,t}(CROA_{i,t} \times Z-score_{i,t})] + \sum Controls + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

在检验以上两条作用路径是否存在时,我们主要关注模型(2)中 α_1 和模型(3)中 α_3 、 α_5 的系数显著性水平和符号方向。如表 2 所示,列(1)中非金融企业影子银行规模(*SB_{i,t}*)与主业投资(*Invest_{i,t}*)之间的回归系数为 -0.081,在 1% 的水平上显著;列(3)中交乘项 *CROA_{i,t} × SB_{i,t}* 的回归系数为 -0.543,在 1% 的水平上显著,而交乘项 *CROA_{i,t} × Invest_{i,t}* 的回归系数为 0.345,在 1% 的水平上显著。这表明非金融企业影子银行化的确会通过降低主业投资水平而损害其盈余可持续性。

列(3)中加入了上市公司流动比率 *ratio_liq_{i,t}* 和速动比率 *ratio_qui_{i,t}*,呈现了非金融企业影子银行规模(*SB_{i,t}*)对上市公司财务风险(*Z-score_{i,t}*)的影响,回归系数为 -1.130,在 1% 的水平上显著。列(4)中交乘项 *CROA_{i,t} × SB_{i,t}* 的回归系数为 -0.500, *CROA_{i,t} × Z-score_{i,t}* 的回归系数为 0.002,且均在 1% 的水平上显著。这表明非金融企业影子银行化的确能够通过提升企业财务风险而降低其盈余持续性水平。因此,综合来看,非金融企业影子银行化通过降低企业主业投资水平和提升企业财务风险而降低了其盈余可持续性水平。

七、进一步分析

(一)非金融企业影子银行化类型的异质性分析

已有研究发现,非金融企业主要通过充当“实质性信用中介”和参与“影子信贷链条”两种方式从事影子银行活动^[4]。其中,以“实质性信用中介”方式从事影子银行活动是指非金融企业通过委托贷款、委托理财和民间借贷方式为企业提供资金,满足企业资金需求;以“影子信贷链条”方式从事影子银行活动是指非金融企业通过购买理财产品、信托产品、结构性存款等方式间接加入影子信贷市场,参与影子银行业务^[4]。鉴于此,本部分按照信用中介类影子银行规模和信用链条类影子银行规模进行分组回归。其中,实质性信用中介类影子银行规模 = 影子银行总规模 - 信贷链条类影子银行规模,信贷链条类影子银行规模采用理财产品、信托产品、结构性存款、资产管理计划四大类金融产品规模的加总与总资产的比值来衡量,以上项目的数据通过

表 2 机制检验结果

变量	(1) <i>Invest_{i,t}</i>	(2) <i>CROA_{i,t+1}</i>	(3) <i>Zscore_{i,t}</i>	(4) <i>CROA_{i,t+1}</i>
<i>CROA_{i,t}</i>		0.401 *** (46.066)		0.347 *** (42.572)
<i>SB_{i,t}</i>	-0.081 *** (-13.127)	0.030 *** (3.425)	-1.130 *** (-3.136)	0.023 *** (2.715)
<i>CROA_{i,t} × SB_{i,t}</i>		-0.543 *** (-27.574)		-0.500 *** (-26.027)
<i>Invest_{i,t}</i>		-0.012 (-0.959)		
<i>CROA_{i,t} × Invest_{i,t}</i>		0.345 *** (8.696)		
<i>Z-score_{i,t}</i>				0.001 *** (4.219)
<i>CROA_{i,t} × Z-score_{i,t}</i>				0.002 *** (10.121)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Year&Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Cons</i>	-0.194 *** (-3.383)	-0.302 *** (-4.833)	25.058 *** (7.434)	-0.275 *** (-4.339)
N	12879	11682	12164	11095
Adjusted R ²	0.429	0.298	0.542	0.298

表 3 区分非金融企业影子银行业务方式的回归结果

变量	非金融企业从事影子银行业务方式	
	(1) 实质性信用中介 <i>CROA_{i,t+1}</i>	(2) 信贷链条 <i>CROA_{i,t+1}</i>
<i>CROA_{i,t}</i>	0.385 *** (47.527)	0.640 *** (26.714)
<i>SB_{i,t}</i>	0.028 *** (2.979)	-0.029 (-0.655)
<i>CROA_{i,t} × SB_{i,t}</i>	-0.550 *** (-28.019)	0.262 (1.258)
控制变量	控制	控制
<i>Year&Industry</i>	控制	控制
<i>Cons</i>	-0.308 *** (-4.927)	-0.206 (-0.729)
N	11682	1408
Adjusted R ²	0.299	0.554

CSMAR数据库财务报表附注中其他流动资产明细分类经整理得到^[4]。由表3可知,“实质性信用中介”方式下交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数为-0.550,在1%水平上显著,而“影子信贷链条”方式下交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数未通过显著性检验,这表明非金融企业主要通过充当“实质性信用中介”从事影子银行活动,进而降低了其盈余持续性水平。主要原因可能在于:充当“实质性信用中介”是非金融企业从事影子银行活动的主要方式,而信贷链条类影子银行业务规模相对较小^[5]。

(二) 内部控制的影响

企业内部控制活动的核心思想就是降低生产经营活动偏离内部控制目标的风险,保障经营活动的高效进行。一般来说,企业内部控制质量越高,对内部活动的监督越有效,沟通渠道越顺畅,经营效率越高,管理者的机会主义行为相对越少,进而从事高风险影子银行业务的动机越小。在此情况下,企业的发展较为稳定,未来不确定性较小,从而有助于提高企业的盈余持续性水平。反之,在公司治理和内控较差的企业,经理人更倾向于把自身利益最大化放在首位,从事具有高收益、高风险影子银行业务的动机更强^[4]。综上分析,本文预测内部控制能够减弱非金融企业影子银行化与盈余持续性水平之间的负向关系。本部分将样本数据按内部控制质量的中位数进行分组,考察企业内部控制质量对非金融企业影子银行化与其盈余持续性水平之间关系的调节效应。借鉴李姝等的做法^[8],本文选取迪博内部控制指数/100以及内部控制披露指数来测度内部控制质量。

表4中的列(1)和列(2)显示,内控质量较差组中交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数为-0.461,在1%的水平上显著,而内控质量较好组中交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数没有通过显著性检验。列(3)和列(4)显示,内控质量较好组中交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数为0.535,内控质量较差组中交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数为-1.164,均在1%水平上显著,且通过系数差异检验发现,两组回归系数在1%的水平上存在显著差异。总体而言,高质量的内部控制能够降低非金融企业影子银行活动对其盈余持续性水平的损害程度。

(三) 媒体监督的影响

作为重要的外部监督者,媒体主要发挥着信息中介职能和舆论监督职能。其中,信息中介职能的发挥可以有效缓解信息不对称^[26],舆论监督职能的发挥可以对企业行为进行有效监督,两种职能共同帮助投资者了解企业真实的会计信息。非金融企业从事影子银行活动具有较强的隐蔽性,不仅会挤出企业的主业投资,增加企业的各项风险,还会给企业未来业绩和价值带来损害,弱化企业的长期盈利能力。出于多方面的考量,企业一般不会主动向外界披露不确定性较大的投资活动。一方面,媒体具有报道上市公司“坏消息”的自然偏好,一旦企业的负面信息被媒体发现,媒体必然会对上市公司进行深度调查并持续跟踪报道,给企业带来舆论压力。另一方面,非金融企业参与影子银行业务有可能会损害投资者的长远利益。对于投资者而言,受限于自身获取信息的能力,会依赖于媒体披露的信息进行投资决策。因此,媒体的负面报道会使得上市公司更加注重企业的持续发展。结合上文分析,本文预期与媒体关注度较高相比,较低的媒体关注度会弱化媒体监督机制对企业行为的监督作用,加剧信息不对称,从而使得非金融企业影子银行化行为更有可能降低企业盈余持续性水平。

为了检验媒体关注对非金融企业从事影子银行活动与企业盈余可持续性之间关系的影响,本文收集了CNRDS数据库关于被预测年度包含上市公司股票名称的网络新闻报道数量,将其作为媒体关注度的衡量指标。本部分按照中位数将样本划分为媒体关注度较高组和媒体关注度较低组。如表5所示,无论是媒体总报道还是正面报道或负面报道,媒体关注度较低组中交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数都在1%水平上显著为负,而正面报道中媒体关注度较高组的系数未通过检验,总报道和负面报道中媒体关注度较高组交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数均在1%的水平上显著为正。与媒体关注度较高组相比,媒体关注度越低,非金融企业从事影子银行活动对其盈余持续性水平的损害效应越大;对企业的负面报道越多,非金融企业从事影子银行活动对其盈余持续性水平的损害效应越小。这表明媒体关注度越高,对企业的监督作用越强,越能缓解信息不对称,从而有效降低非金融

表4 考虑内部控制质量差异的回归结果

变量	迪博内控指数/100		迪博内控披露指数	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	内控质量较好组	内控质量较差组	内控质量较好组	内控质量较差组
	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$
$Croa_{i,t}$	0.767*** (83.089)	0.283*** (21.666)	0.303*** (38.103)	0.668*** (43.574)
$SB_{i,t}$	-0.001 (-0.181)	0.018 (0.825)	-0.016* (-1.888)	0.032** (2.145)
$Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$	0.025 (1.093)	-0.461*** (-14.824)	0.535*** (16.475)	-1.164*** (-35.653)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Year&Industry	控制	控制	控制	控制
Cons	-0.097** (-2.413)	-0.260* (-1.706)	-0.407*** (-6.586)	-0.004 (-0.040)
N	7112	4570	6114	5568
Adjusted R ²	0.665	0.183	0.420	0.350

企业影子银行化对其盈余持续性水平的损害效应;媒体披露企业负面消息对企业起到了良好的监督作用,有利于督促企业更加注重自身长远发展,从而可以抑制影子银行业务对企业盈余可持续性的影响。

(四)考虑分析师关注的影响

已有研究发现,分析师关注能够提升公司的整体信息透明度,缓解信息不对称^[27-28]。非金融企业从事影子银行活动会增加企业风险,降低企业的盈利能力,损害企业的盈余持续性水平。对于投资者而言,往往会对有良好发展前景、发展稳定的企业进行投资。而非金融企业从事影子银行活动的风险较高,不确定因素较多,是一

种投机行为。与分析师关注度较低相比,较高的分析师关注度更易发现企业的不当行为,使得企业信息更迅速、更大范围地为外部投资者所知,对企业投资项目有更强的甄别和监督作用。就非金融企业影子银行化与盈余持续性水平之间的关系而言,分析师关注能够对企业的投机行为进行有效监督,抑制企业决策层的机会主义行为。因此,与分析师关注度较高相比,较低的分析师关注度可能会减弱分析师监督机制对企业高风险行为的监督作用,加剧信息不对称,从而使得非金融企业影子银行化更有可能降低企业盈余持续性水平。

为了检验分析师关注对非金融企业从事影子银行活动与企业盈余可持续性之间关系的影响,本文依据分析师人数和分析师研究报告数量的中位数,分别将样本数据划分为分析师关注度较高组和分析师关注度较低组。如表6所示,无论是哪种度量方式,分析师关注度较高组中交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数均在1%的水平上显著为正,而分析师关注较低组中交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数均在1%的水平上显著为负,且均通过了分组检验。以上研究结果表明,较高的分析师关注度能够对企业的投机行为进行有效监督,提升企业信息透明度。因此,与分析师关注度较高相比,较低的分析师关注度的确会减弱分析师监督机制对企业的监督作用,使得企业信息透明度降低,此时非金融企业影子银行化行为会降低企业的盈余持续性水平。

(五)考虑注册会计师审计监督的影响

企业不会自主披露关于高风险的影子银行业务的信息,因而企业自身向外界报告的财务报告并不能真实地反映企业实际的财务状况和经营成果。注册会计师审计的主要功能就是充当外部监督机制,确保上市公司在财务状况、经营成果和现金流量等方面的信息真实可靠,从而降低信息使用者面临的信息风险。此外,现代风险导向审计要求注册会计师着重分析上市公司的经营业务、盈利质量及未来持续经营能力所形成的风险,能够有效提高财务报告的审计质量,保护投资者的利益^[29]。一般来讲,注册会计师的审计质量越高,企业的不当行为、违规行为越少。同时,大规模的事务所往往意味着较高的审计质量,这是因为事务所规模越大,越能够保持独立性,注册会计师的专业素质越强,从而越能够及时发现并监督企业的行为。在注册会计师审计较强的情况下,公司参与的高风险影子银行活动更难以隐藏和遮掩,外界可以较为容易地掌握企业的实际经营情况和风险状况。因此本部分预测与小规模事务所相比,大规模事务所的审计质量更高,更容易发现企业的高风险行为,从而减弱非金融企业影子银行化的动机,降低非金融企业影子银行化对盈余持续性水平的损害程度。

表5 考虑媒体监督的回归结果

变量	总报道		正面报道		负面报道	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	媒体关注度较高组	媒体关注度较低组	媒体关注度较高组	媒体关注度较低组	媒体关注度较高组	媒体关注度较低组
	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$
$Croa_{i,t}$	0.702 *** (57.199)	0.313 *** (31.586)	0.722 *** (58.490)	0.319 *** (31.919)	0.698 *** (55.059)	0.309 *** (31.402)
$SB_{i,t}$	-0.006 (-0.648)	0.021 * (1.808)	0.002 (0.263)	0.022 * (1.776)	-0.009 (-0.845)	0.025 ** (2.193)
$Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$	0.077 * (1.706)	-0.444 *** (-19.040)	-0.016 (-0.396)	-0.451 *** (-19.059)	0.157 *** (3.211)	-0.437 *** (-18.991)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Year \& Industry$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Cons$	-0.001 (-0.022)	-0.321 *** (-3.457)	0.024 (0.411)	-0.302 *** (-3.180)	-0.006 (-0.077)	-0.382 *** (-4.263)
N	3773	7909	3945	7737	3610	8072
Adjusted R ²	0.652	0.224	0.676	0.223	0.638	0.222

表6 考虑分析师关注的回归结果

变量	分析师研究报告数量		分析师人数	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	关注度较高组	关注度较低组	关注度较高组	关注度较低组
	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$	$Croa_{i,t+1}$
$Croa_{i,t}$	0.837 *** (58.252)	0.715 *** (53.244)	0.811 *** (66.013)	0.697 *** (58.524)
$SB_{i,t}$	-0.015 * (-1.886)	0.004 (0.390)	-0.009 (-1.147)	0.013 (1.540)
$Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$	0.115 *** (3.583)	-0.362 *** (-10.007)	0.127 *** (4.141)	-0.334 *** (-9.495)
控制变量	控制	控制	控制	控制
$Year \& Industry$	控制	控制	控制	控制
$Cons$	-0.001 (-0.022)	0.048 (0.453)	-0.043 (-0.758)	0.191 *** (2.810)
N	2527	3555	3291	4633
Adjusted R ²	0.780	0.574	0.772	0.554

为了检验注册会计师审计对非金融企业影子银行化与企业盈余可持续性之间关系的影响,并考虑到聘任国际四大会计师事务所进行审计的上市公司数量较少,本部分根据企业是否由“国内四大”或“国内十大”会计师事务所审计将样本进行分组检验。如表7所示,当企业不是由“国内四大”或不是由“国内十大”审计时,交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数都在1%的水平上显著为负,而当由“国内四大”或“国内十大”审计时,交乘项($Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$)的系数并不显著。这表明注册会计师审计会极大地影响企业影子银行业务与其盈余持续性水平之间的关系,当由“国内四大”或“国内十大”审计时,由于企业面临较强的外部监督环境,影子银行业务对其盈余持续性水平的损害效应并不显著;而当由“非国内四大”和“非国内十大”审计时,由于会计师事务所的专业能力欠缺,影子银行活动的隐蔽性较强,对其盈余持续性水平的损害效应依然显著。

表7 考虑注册会计师审计监督的回归结果

变量	国内四大事务所审计		国内十大事务所审计	
	(1)	(2)	(1)	(2)
	国内四大 $Croa_{i,t+1}$	非国内四大 $Croa_{i,t+1}$	国内十大 $Croa_{i,t+1}$	非国内十大 $Croa_{i,t+1}$
$Croa_{i,t}$	0.778 *** (31.362)	0.359 *** (42.958)	0.675 *** (62.007)	0.294 *** (25.892)
$SB_{i,t}$	0.024 (0.969)	0.027 *** (2.981)	-0.005 (-0.699)	0.045 *** (2.693)
$Croa_{i,t} \times SB_{i,t}$	-0.064 (-0.507)	-0.492 *** (-24.583)	0.003 (0.098)	-0.445 *** (-16.730)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Year&Industry	控制	控制	控制	控制
Cons	-0.103 (-1.043)	-0.384 *** (-5.505)	-0.139 ** (-2.334)	-0.351 *** (-3.151)
N	826	10846	5847	5825
Adjusted R ²	0.790	0.276	0.579	0.202

境,影子银行业务对其盈余持续性水平的损害效应并不显著;而当由“非国内四大”和“非国内十大”审计时,由于会计师事务所的专业能力欠缺,影子银行活动的隐蔽性较强,对其盈余持续性水平的损害效应依然显著。

八、研究结论与启示

本文选取2008—2018年沪深两市非金融企业的数据,实证分析了非金融企业从事影子银行活动对其盈余持续性水平的影响及其作用机理。结果表明,非金融企业的影子银行化行为通过抑制主业投资和提升企业财务风险,显著降低了其盈余持续性水平。进一步研究发现,企业参与的不同类型影子银行业务对其盈余持续性水平的影响存在显著差异;较好的内部控制质量以及较高的媒体关注、分析师关注和注册会计师审计质量等内外部监督机制会抑制非金融企业影子银行化对其盈余持续性的损害效应。

本文研究结论具有较好的启示意义。第一,就上市公司而言,要充分认识到影子银行业务的潜在风险,将更多的精力放在主业上,加大研发投入,努力提高主营业务的经营管理水平,减少影子银行等类似金融投资活动的参与,同时建立健全内部控制监督机制,发挥内部控制的监督作用。第二,对于监管部门而言,首先,应出台和完善企业影子银行资金信息披露方面的法律法规,完善影子银行信息披露制度;其次,应规范企业运用影子银行业务进行套利的行为,严厉打击实业部门通过会计科目操作以隐蔽方式开展影子信贷业务和信用中介活动,强化穿透式的金融监管;再次,应进一步推进金融市场化改革,拓宽融资渠道,提高资金的配置效率,消除金融机构“体制内”因素导致的融资歧视现象,建立健全充分竞争且适用于不同主体的金融市场;最后,要加大实体产业的支持力度,完善实体投资环境,促进产业结构升级,引导企业将重心重新放回到主业的生产经营活动中。第三,较高的媒体报道、分析师关注和注册会计师审计质量等正式和非正式制度的监督能够有效抑制非金融企业的影子银行化行为。为此,一方面,要提高媒体所具有的独立性及专业能力,进一步发挥其在信息报道中的传播中介与治理功能;另一方面,要充分发挥分析师的外部监督作用,以引导企业优化资本配置,进一步完善我国分析师行业制度建设,加强分析师的职业规范,营造良好的市场外部环境,促进分析师监督功能的发挥。同时,应积极推动我国会计师事务所做大做强,提高独立性和专业胜任能力。

参考文献:

- [1] Li J, Han X. The macroeconomic effect of shadow credit market financing[J]. Applied Economics & Finance, 2016, 3(3): 158-170.
- [2] 毛泽盛,周舒舒. 企业影子银行化与货币政策信贷渠道传导——基于DSGE模型的分析[J]. 财经问题研究, 2019(1): 59-65.
- [3] 马勇,王满,马影. 影子银行业务会增加股价崩盘风险吗[J]. 财贸研究, 2019(11): 83-93.
- [4] 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.
- [5] 韩珣,田光宁,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.
- [6] 颜恩点,孙安其,储溢泉,等. 影子银行业务、会计师事务所选择和审计特征——基于上市非金融企业的实证研究[J]. 南开管理评论, 2018(5): 117-127+138.
- [7] 窦欢,陆正飞. 大股东代理问题与上市公司的盈余持续性[J]. 会计研究, 2017(5): 32-39+96.

- [8]李姝,梁郁欣,田马飞. 内部控制质量、产权性质与盈余持续性[J]. 审计与经济研究,2017(1):23-37.
- [9]张景奇. 现金股利、自由现金流量与盈余可持续性——基于长期债权治理视角的实证考察[J]. 管理评论,2019(3):227-240.
- [10]余琰,李怡军. 高息委托借款与企业盈利能力研究——以盈余持续性和价值相关性为视角[J]. 审计与经济研究,2016(4):80-88.
- [11] Song Z, Storesletten K, Zilibotti F. Growing like China[J]. American Economic Review, 2011, 101(1):196-233.
- [12]高洁超,汪晨涛,刘允. 经济政策不确定性与非金融企业的影子银行化[J]. 金融论坛,2020(8):18-27+51.
- [13]韩珣,李建军. 金融错配、非金融企业影子银行化与经济“脱实向虚”[J]. 金融研究,2020(8):93-111.
- [14]刘珺,盛宏清,马岩. 企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析[J]. 金融研究,2014(5):96-109.
- [15] Hsieh C, Klenow P. Misallocation and manufacturing TFP in China and India[J]. Quarterly Journal of Economics, 2009, 124(4):1403-1448.
- [16]黄贤环,吴秋生,王瑶. 影子银行发展与企业投资行为选择:实业投资还是金融投资? [J]. 会计研究,2021(1):100-111.
- [17] Baber W R, Kang S H, Krishna R K. Accounting earnings and executive compensation: The role of earnings persistence[J]. Journal of Accounting and Economics, 1998, 25(2):169-193.
- [18]汪健,曲晓辉. 关联交易、外部监督与盈余持续性——基于A股上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报,2015(9):49-55.
- [19]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.
- [20] Gorton G, Metrick A, Discussions E, et al. Regulating the shadow banking system[R]. Brookings Papers on Economic Activity, 2010.
- [21]黄贤环,王瑶. 集团内部资本市场与企业金融资产配置:“推波助澜”还是“激浊扬清”[J]. 财经研究,2019(12):126-139.
- [22]肖华,张国清. 内部控制质量、盈余持续性与公司价值[J]. 会计研究,2013(5):73-80+96.
- [23] Sloan R G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings[J]. Accounting Review, 1996, 71(3):289-315.
- [24]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.
- [25] Altman E I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23(4):589-609.
- [26]张婷婷,李延喜,曾伟强. 媒体关注下上市公司盈余管理行为的差异研究——一种治理盈余管理的新途径[J]. 管理评论,2018(2):25-41.
- [27] Sun J, Liu G. Does analyst coverage constrain real earnings management? [J]. Quarterly Review of Economics and Finance, 2016, 59(6A):131-140.
- [28]叶陈刚,刘猛. 分析师关注、产权性质与盈余管理路径[J]. 中南财经政法大学学报,2018(3):33-42+159.
- [29]惠丽丽,谢获宝,胡华夏. 实体企业金融化与审计定价:投入补偿还是风险补偿[J]. 审计与经济研究,2019(3):60-68.

[责任编辑:王丽爱]

Non-financial Enterprise Shadow Banking and Surplus Sustainability

HUANG Xianhuan, WANG Cui

(School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China)

Abstract: From the micro perspective of corporate earnings persistence, this paper selects the empirical data of A-share listed companies in China from 2008 to 2018, and uses linear first-order autoregressive model to empirically examine the relationship between shadow banking of non-financial enterprises and earnings persistence. The results show that: firstly, the shadow banking of non-financial enterprises significantly reduces its earnings persistence. Secondly, the shadow banking of non-financial enterprises will produce “crowding out effect” on real investment and increase the uncertainty of future operation. The level of main business investment and financial risk plays a partial intermediary role between shadow banking of non-financial enterprises and earnings persistence. Thirdly, good internal control, high media attention, analysts’ attention and high-quality CPA audit can inhibit the damaging effect of shadow banking on earnings persistence of non-financial enterprises. The above findings can enrich the theoretical research on shadow banking and earnings persistence of non-financial enterprises.

Key Words: persistence of earnings; shadow banking; financialization; non-financial enterprises; financial regulation; systematic risks; internal control; audit supervision