

企业资金“脱实向虚”对其股价崩盘风险的影响

王翌秋,王新悦

(南京农业大学 金融学院,江苏 南京 210095)

[摘要] 实体企业过度地将资金投资于虚拟经济导致实体经济与虚拟经济发展失衡,制约了我国经济高质量发展。基于此,关注企业资金“脱实向虚”对其资本市场股价表现的影响,采用 2008—2018 年 A 股上市公司数据研究发现:近年来企业资金“脱实向虚”增加了股价崩盘的风险,并且这种影响在代理冲突严重、信息不对称程度高以及股票流动性高的样本企业中更为明显。进一步验证了企业资金“脱实向虚”的资本套利动机,并发现如果企业将资金适度投资于虚拟经济领域则不会导致股价崩盘风险。研究结果对政府完善资本市场制度,引导实体企业科学、适度地投资虚拟经济具有一定意义。

[关键词] 脱实向虚;股价崩盘风险;信息不对称;代理冲突;股票流动性

[中图分类号] F830 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2022)01-0094-12

一、引言

在我国经济由高速增长转向高质量发展阶段的时代背景下,实体经济面临产业结构层次较低、产品收益率下降、融资成本高等问题仍比较突出。与此同时,伴随着互联网技术的进步以及放开利率管制政策的实施,以金融业为核心的虚拟经济迅速发展,虚拟经济与实体经济的利润差距扩大。资本的逐利性使得企业管理者不断减少主业投资,并将大量资金配置于虚拟经济领域,导致实体经营背离主营业务,资金流向虚拟经济,出现资金“脱实向虚”的现象^[1-2]。2014 年我国实体企业配置的金融资产总量已经大大高于同期的公募基金资产总量^[3],且企业金融资产投资与固定资产的收益率差距呈上升趋势,实体企业金融资产投资规模也在不断增加^[4],资金“脱实向虚”趋势逐渐明显。

由于虚拟经济领域内资金高流动性、高投机性特点,其资产回报率往往高于实体经济,实体企业为追求更高的收益率,将更多资金投向虚拟经济领域。然而,虚拟经济领域收益的不确定性会增加实体企业的资产泡沫和金融化风险^[5]。因此,资金“脱实向虚”现象在一定程度上增加了金融风险发生的可能性,阻碍了实体经济的高质量发展。一方面,实体经济将资金过度配置于虚拟经济领域,挤出了企业原本用于实业生产的资金,降低了实体经济的生产能力以及整个社会的生产效率,对国民经济健康发展起到负面作用。另一方面,企业将资金投资于虚拟经济领域,配置金融资产,容易导致其发展速度过快,极易产生资产价格泡沫,从而影响金融稳定性,危害我国经济的长远发展。我国早在 2015 年底就深刻洞察了实体经济资金“脱实向虚”的经济发展状况,提出要防范资金从实体经济过度流向虚拟经济导致的金融风险上升。2020 年央行发布《中国金融稳定报告(2020)》也指出要在推动金融业服务实体经济的同时,谨防金融风险的提高。

股价崩盘风险指单个企业的股票价格在短期内出现较大幅度下跌的概率^[6-8],企业资金“脱实向虚”对其股价崩盘风险的传导机制主要包括负面信息产生的可能性、内部人隐藏负面信息的动机以及负面信息释放时市场的反应强度三个方面。第一,根据金融不稳定性假说,企业持有实物资产、金融资产的组合会影响其在资本市场上的表现。在我国资本市场发展尚不完善的背景下,企业将资金过度配置于虚拟经济,使得企业投资项目决策与主业经营不匹配,增加了企业面临的经营不确定性^[5],消息传递到资本市场后,提升了投资者对企业的负面情绪,造成企业股价不稳定,股价崩盘风险上升^[9]。第二,根据委托代理理论,虚拟经济领域中资金的高流动性和高投机性会吸引企业管理者将资金配置于虚拟经济,达到资本套利的目的,进而粉饰短期企业业绩。然而,面对

[收稿日期] 2021-05-08

[基金项目] 江苏高校哲学社会科学研究重大项目(2020SJZDA074);中央高校基本业务费创新项目(SKCX2019004)

[作者简介] 王翌秋(1980—),通讯作者,女,贵州赤水人,南京农业大学金融学院教授,博士生导师,从事公司金融、农村金融与保险研究, E-mail:wangyiqiu@njau.edu.cn;王新悦(1997—),女,河北邯郸人,南京农业大学金融学院硕士研究生,从事公司金融研究。

政府部门日益严格的监管以及投资者对企业过度投资虚拟经济领域的担忧,企业管理者存在隐藏负面信息的动机,操纵有关会计数据,粉饰过度投资虚拟经济的信息,这就导致资本市场无法准确获取有效信息,增加了企业自身面临的信息不对称程度^[10],从而扭曲资本市场定价机制,提高了企业面临的股价崩盘风险^[11]。第三,我国股票市场自然人投资者占比过高^①,存在明显的“追涨杀跌”心理,羊群效应较强,且根据短期行为理论,投资者多关注企业短期业绩变化,且倾向于投资股票流动性高的企业。当企业过度投资虚拟经济领域的负面信息超出管理者控制集中释放时,投资者负面反应强烈,大量抛售股票,加大了企业面临的股价崩盘风险^[12-14]。可见,企业资金“脱实向虚”对个股股价崩盘风险影响的前两个方面集中在企业内部,受信息不对称程度和管理者代理冲突的影响,第三个方面体现在企业外部,受股票流动性的影响,反映了资本市场信息传递的效率。

探究资金“脱实向虚”对企业资本市场股价的表现是本文主要探讨的问题,采用2008—2018年非金融类上市企业为样本,检验企业投资虚拟经济领域对其股价崩盘风险的影响,并通过构建模型甄别企业资金“脱实向虚”程度,探究在适度投资虚拟经济的样本企业与过度投资虚拟经济的样本企业中资金“脱实向虚”对其股价崩盘风险造成的不同影响。具体来说,本文关注实体企业资金投资虚拟经济领域以及过度资金“脱实向虚”对其企业资本市场股价表现的影响,将实体企业内部投资行为与虚拟经济领域相结合,探究实体经济与虚拟经济失衡发展导致企业资金“脱实向虚”的经济后果。并且,综合考量股价崩盘风险产生的三个因素,结合企业内部治理机制以及资本市场的外部表现,本文分别从企业内部管理者代理冲突、内外部信息不对称程度以及外部股票流动性三个角度验证不同情境下企业资金“脱实向虚”对其股价崩盘风险的作用,为我国实体企业优化资源配置和降低股价崩盘风险提供参考,也对经济新常态背景下实现虚拟经济对实体经济的高质量服务,实体经济与虚拟经济协调进步,共同推动经济高质量发展具有重要作用。

二、文献回顾

资金“脱实向虚”指企业将资金更多配置于虚拟经济,使利润更多来自虚拟经济领域的一种现象,具体表现为财务报表中金融产品投资规模的扩大。现有文献对企业投资虚拟经济领域的探讨主要建立在动机和经济后果两个方面。在动机方面,收益率较高的企业与收益率较低的企业均会选择投资虚拟经济领域^[15],但其选择投资虚拟经济资产的持有动机不同,分别可以归纳为“蓄水池效应”和“投机套利”两种动机^[16]。前者主要指当企业面临高融资约束时,由于虚拟经济领域内资产的高流动性,企业能够将手中的金融资产短时间内变现,从而缓解自身面临的融资困局;后者认为,企业将资金配置于虚拟经济领域最主要的目的是资本投机,以获取更多的短期超额收益。在“脱实向虚”的经济后果方面,现有文献尚未得出一致结论。大量研究表明,不同的持有动机会导致完全相反的经济后果。一方面,部分学者认为实体企业投资虚拟经济是为了缓解现金流约束^[17],应对主业利润下降的冲击,增强其研发支出的持续性^[18],促进主业投资的发展^[19]。另一方面,学者们关注了企业资金“脱实向虚”对实体经济发展的负面影响,认为资金“脱实向虚”降低了企业的生产效率^[20],抑制了企业的创新能力^[21],进而导致企业经营不确定性增强,放大了企业面对的风险^[22-23]。

有关股价崩盘风险产生原因的研究主要包括管理者内部投资活动以及资本市场外部视角等方面。一些研究从企业内部投资活动出发,认为代理成本的存在使管理者会粉饰会计信息,隐藏企业内部产生的负面消息,降低资本市场获得信息的准确性,从而导致企业面临的股价崩盘风险的上升。有研究表明,管理者追求尽可能多的短期收益,导致过度投资,增加股价崩盘风险^[8]。另有学者研究发现,实体企业会经营不易被发现的影子银行业务,间接参与虚拟经济领域,增加了企业股价崩盘风险^[11]。此外,有研究以我国制造业为样本发现金融资产投资会导致企业股价崩盘风险上升,并通过构建过度负债模型,验证了过度负债在两者之间的中介作用^[24]。从外部市场来看,资本市场上的一些因素也会对企业个股股价崩盘风险造成影响。例如,采用异常股票交易量来衡量股票被市场操纵的程度,验证得出单个企业股票异常交易量越多,代表其被股票市场操纵的程度越深,企业面临的股票崩盘风险越大^[25];采用流动性匮乏指标衡量股票流动性,发现实体企业股票流动性越高,资本市场负面信息传递的质量和效率随之上升,导致企业股价崩盘风险增加^[13]。

①《2019年度全国股票市场投资者调查报告》显示,我国股票市场投资者的数量达15975.24万,其中自然人投资者的数量15937.22万,占比99.76%。

上述文献对实体企业投资行为的经济后果进行了探讨,证明了内部管理者行为和外部资本市场表现对企业股价崩盘风险的影响。与以往的研究相比,本文的贡献在于:第一,本文不仅研究了企业内部金融投资决策对其股价崩盘风险的影响,还进一步通过构建模型判断企业资金“脱实向虚”程度,分别探究了适度投资虚拟经济的样本企业与过度投资虚拟经济的样本企业资金“脱实向虚”对其股价崩盘风险的作用。第二,本文遵循股价崩盘风险产生的三个因素,从企业内部代理冲突、内外部信息不对称以及外部资本市场股票流动性三个方面进行异质性分析,探究了不同特征企业间资金“脱实向虚”与股价崩盘风险之间的关系,丰富了企业投资虚拟经济领域的风险隐患研究,为实现实体经济与虚拟经济协调发展以及国家经济高质量发展提供新的参考。

三、理论分析与假说提出

依据明斯基金融不稳定性假说,企业自身的投资决策会影响其在资本市场上的表现。而资金“脱实向虚”是企业实体经营收益有限的背景下,以资本套利为目的的投资行为。资金“脱实向虚”可以从以下几个方面影响企业股价崩盘风险。一方面,从企业资金“脱实向虚”的本质属性来看,由于代理成本的存在,虚拟经济领域较高的资产回报率会使得管理者在进行投资项目决策时更注重短期收益,而容易忽视真正有利于企业健康发展的实体经营。企业资金“脱实向虚”投机性、短期性的特点与企业真正的实体经营不匹配,增加了企业面临的经营不确定性,消息传递到资本市场后,提升了投资者对企业的负面情绪,进而容易导致企业股价崩盘风险上升。另一方面,从企业资金“脱实向虚”的经济后果来看,资金“脱实向虚”容易导致实体经济与虚拟经济风险联动性增强,这就导致企业在投资虚拟经济的过程中伴随着负面信息产生。基于信息不对称理论,管理者为了隐藏企业过度投资虚拟经济领域的负面信息以及为了回避外部投资者的监督,会操纵企业负面信息,使得资本市场投资者无法观测到企业真正的投资信息,导致企业的股价被高估,进而提升企业股价崩盘风险。

基于此,本文提出研究假说 1。

假说 1:资金“脱实向虚”容易导致企业资产回报不稳定,增加了实体经济和虚拟经济的风险联动性,进而增强了企业自身面临的股价崩盘风险,且这种增强作用在过度资金“脱实向虚”的企业中更为明显。

信息的数量和质量对企业的股票价格具有重要影响。因此,管理者披露的信息在一定程度上可以引导企业的股票价格,影响企业在资本市场上的表现。然而,由于存在代理成本,管理者与股东之间在企业运营过程中的根本利益诉求不同。管理者往往注重个人私利,忽视企业长远健康发展,将企业内部资金更多地配置于虚拟经济领域资产。由于虚拟经济领域资产回报率的不确定性,管理者会操控企业会计信息,使资本市场投资者不能得知或推迟得知企业相关会计信息,恶化资本市场信息环境,提升信息不对称程度,资本市场投资者由于信息的滞后性,做出低效的投资判断,这是股价崩盘风险增加的直接原因。因此,企业管理者利用自身职权对负面信息进行操控,造成企业内外部信息不对称,信息无法准确传达到外部投资者,导致资本市场定价机制扭曲,从而使企业资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的正向影响增强。

基于此,本文提出研究假说 2。

假说 2:企业信息不对称程度越高,其投资虚拟经济的负面信息越难以被市场发现,因此,在全样本和过度资金“脱实向虚”样本中,信息不对称程度较高的企业资金“脱实向虚”与股价崩盘风险的正向作用更为明显。

基于委托代理理论,管理者与股东存在代理冲突。企业股东追求的是尽可能多的经营利润,而管理者更多关注的是经营期内自身的短期收益。股东将经营权委托给管理者后,其资产的风险承担角色并未转移,导致管理者面临的风险和收益不对等。因此,随着管理者对企业资源可控性的增加,其为了提升个人效用,增加短期收益,就会将资金配置于资产回报率更高的虚拟经济领域,且为防止股东或外部投资者发现其投资虚拟经济产生的风险隐患,会刻意隐瞒投资行为的负面信息,以实现企业短期业绩的增长。由于在管理者的刻意隐瞒下负面信息并未及时披露,不断堆积在管理者内部,外部资本市场中企业股价的信息含量就会降低,进而企业股价逐渐被高估。随着资金“脱实向虚”趋势的加强,企业投资虚拟经济领域的投资风险最终会被市场发觉,从而导致企业股价崩盘风险的增加。

基于此,本文提出研究假说 3。

假说 3:企业管理者由于代理冲突,短期内会向外界隐瞒将资金配置于虚拟经济领域的经营事实,导致资本市场上企业股价崩盘风险增加。因此,在全样本和过度资金“脱实向虚”样本中,代理冲突较严重的企业资金

“脱实向虚”与股价崩盘风险的正向作用更加明显。

基于短期行为理论,市场投资者会根据企业短期业绩表现来买卖股票并谋取收益,这加大了企业管理者的短期业绩压力,诱使其将企业的现金投资虚拟经济领域。并且当股票流动性越高时,投资者的交易速度越快,其越有可能在企业负面信息释放的时候卖出股票,导致企业股票价格不稳定。企业管理层为了维持资本市场上良好的表现,隐藏投资虚拟经济领域的消息。而股票的高流动性加快了市场负面信息的传递速度,降低了投资者的退出成本。被隐藏的负面消息不断堆积,当达到企业负面信息的容量上限时,集中传导至资本市场,外部投资者短时间内迅速卖出所持股票,造成股价波动,提升股价崩盘风险。此外,相比于资本市场上的投资者,企业大股东能够提前得到企业过度投资虚拟经济的负面信息。股票流动性越高,大股东提前离场所需的时间越短,且大量股票突然抛出会加剧企业股票下跌,提升企业面临的股价崩盘风险。

基于此,本文提出研究假说4。

假说4:企业投资虚拟经济的信息超出管理者控制集中释放时,较高的股票流动性使得投资者迅速卖出所持股票,增加股价向下的压力,提升股价崩盘风险。因此,在全样本和过度资金“脱实向虚”样本中,股票流动性较高的企业资金“脱实向虚”与股价崩盘风险的正向关系更加明显。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文样本为2008—2018年我国沪深A股上市企业,并对数据进行如下处理:(1)删除金融类上市企业;(2)删除数据缺失样本;(3)删除ST、PT类企业;(3)删除交易周数小于30的样本。研究数据来自国泰安数据库和锐思数据库。为尽可能避免极端值的影响,对连续变量进行1%的Winsorize处理,最终本文得到7520个观测值^①。

(二) 变量定义

1. 股价崩盘风险。借鉴Kim等的计算方法^[7],本文采用收益负偏态系数和收益上下波动比率衡量股价崩盘风险。利用周交易数据计算单个股票*i*经市场调整收益率。

$$r_{i,k} = \alpha_0 + \alpha_{1,i}r_{m,k-2} + \alpha_{2,i}r_{m,k-1} + \alpha_{3,i}r_{m,k} + \alpha_{4,i}r_{m,k+1} + \alpha_{5,i}r_{m,k+2} + \varepsilon_{i,k} \quad (1)$$

$r_{i,k}$ 为股票*i*第*k*周考虑现金红利再投资收益率。 $r_{m,k}$ 为市场股票在第*k*周经流通市值加权平均收益率。由于单个股票的实际收益率会受到市场行情的影响,因而式(1)中考虑了市场收益率的影响。此外,为了降低单个股票收益的非平稳性,控制市场非同步性带来的影响,模型还引入市场收益的滞后项和超前项。股票*i*第*k*周的企业特有收益为 $W_{i,k} = \ln(1 + \varepsilon_{i,k})$ 。基于特有收益构建如下指标:

(1) 收益负偏度系数 *NCSKEW*

$$NCSKEW_{i,k} = - \frac{[n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,k}^3]}{[(n-1)(n-2)(\sum W_{i,k}^2)^{3/2}]} \quad (2)$$

(2) 收益上下波动比率 *DUVOL*

$$DUVOL_{i,k} = \ln \left\{ \frac{[(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,k}^2]}{[(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,k}^2]} \right\} \quad (3)$$

其中,式(2)中*n*代表股票*i*每年交易周数。式(3)中 n_u 、 n_d 为股票*i*周特有收益大于或小于年平均收益的周数。

2. 企业资金“脱实向虚”。现有文献基于企业资金“脱实向虚”的衡量方法主要包括两种:第一种以企业财务报表的会计科目为主,用企业投资的非货币性金融资产占总资产的比重衡量;第二种以企业收益来源为基础,以金融资产投资收益占经营收益的比重衡量。考虑到第二种衡量方法较容易受到市场宏观环境等因素的影响,

^①2017年国家财政部修订发布了《新金融工具准则》,于2018年1月1日开始实施,资产负债表内部分金融资产进行重分类,会计科目有所变化。由于本文被解释变量样本区间为2008—2018年,解释变量及控制变量滞后一期,样本区间为2007—2017年,故本文不存在前后会计口径不一致的问题。

无法真实反映企业投资意愿,因此,本文借鉴借鉴 Demir、彭俞超、张成思和张步县等学者的研究^[1-2,26],采用第一种方法刻画企业资金“脱实向虚”,计算方法为企业持有的交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产、发放贷款及垫款和持有至到期投资之和与总资产之比。

3. 信息不对称程度。参照 Hutton 等、陈骏等的做法^[6,27],本文采用可操控性应计利润绝对值衡量企业信息不对称。该指标可以用来衡量企业利润被管理者粉饰的程度,指标绝对值越大,代表资本市场投资者获得企业信息的准确性越低,进而导致企业内外部信息不对称程度升高。根据修正的 Jones 模型进行分年度分行业回归,预测的残差为可操控性应计利润。

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

上式中 TA 为企业营业利润与经营活动产生现金流量净额的差额, ΔREV 为营业收入差额, ΔREC 为应收账款差额, PPE 为固定资产净额, $A_{i,t-1}$ 为上年总资产, ε 为残差。

4. 代理冲突。参照孙艳梅等、路军伟等的做法^[28-29],代理冲突用资产周转率来衡量,为主营业务收入与总资产比值。之所以选用这一指标,是因为其可以较好地衡量企业管理者投资决策的有效性以及企业内部资产运营的效率。企业资产周转率指标的数值越小,代表企业内部资产利用率比较低,经营周转速度慢,企业内部的代理冲突越严重。

5. 股票流动性。股票流动性通常指单个股票在短时间内以较低价格成交的能力。采用 Amihud^[30] 的流动性匮乏指标衡量企业股票流动性,如下式所示:

$$Liquidity = 10^8 \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{D_{i,t}} \frac{|R_{i,t,d}|}{Vol_{i,t,d}} \quad (5)$$

上式中 d 为股票交易日, t 为交易年份, $D_{i,t}$ 为股票 i 当年有效交易天数, $R_{i,t,d}$ 为股票日收益率, $Vol_{i,t,d}$ 为股票 i 日交易金额。流动性匮乏指标 $Liquidity$ 用来衡量股票的每个交易日的交易量对股价变化造成的影响。流动性匮乏指标越小,代表单位成交金额引起股票价格的变化越小,股票的流动性越高。

此外,股价崩盘风险不止受企业资金“脱实向虚”的影响,上市公司的其他表现也会影响股价崩盘风险,在回归中控制年度和行业固定效应,并在企业层面聚类。变量定义见表 1。

(三) 模型构建

为了验证企业资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的影响,本文构建模型(6)。根据上述分析,如果 β_1 显著为正,表明企业资金“脱实向虚”在一定程度上增大了股价崩盘风险。

$$Crashrisk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Financial_{i,t-1} + \sum Controls_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (6)$$

同时,基于 Richardson 研究非效率投资的思想,本文借鉴黄贤环等、王少华和上官泽明的研究^[31-32],运用模型(7)对企业是否过度配置金融资产进行甄别。将企业资产状况、现金流水平、偿债能力、盈利能力、成长能力、投资规模以及上一期金融资产配置情况等可能影响企业最优金融化水平的因素作为控制变量,测算企业实际金融资产配置水平与最优点的差距。当实体企业配置金融资产程度小于等于最优金融化水平,表明企业适度持有金融资产,反之则为企业过度持有金融资产,资金“脱实向虚”趋势明显。

$$Financial_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Financial_{i,t-1} + \lambda_2 SIZE_{i,t-1} + \lambda_3 CASHFLOW_{i,t-1} + \lambda_4 LEV_{i,t-1} + \lambda_5 ROA_{i,t-1} + \lambda_6 MB_{i,t-1} + \lambda_7 INVEST_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (7)$$

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
股价崩盘风险	<i>Crashrisk</i>	收益负偏度系数
收益上下波动比率		
资金“脱实向虚”	<i>Financial</i>	金融资产与总资产之比
信息不对称程度	<i>ABSDA</i>	可操控性应计利润绝对值
代理冲突	<i>Agency</i>	资产周转率,主营业务收入与总资产比值
股票流动性	<i>Liquidity</i>	流动性匮乏指标
企业周特有收益年标准差	<i>SIGMA</i>	股票经市场调整的周收益率 W 标准差
企业周特有收益年平均均值	<i>RET</i>	股票经市场调整的周收益率 W 均值乘 100
账面市值比	<i>MB</i>	总资产与市值之比
企业规模	<i>SIZE</i>	总资产取对数
企业年龄	<i>AGE</i>	上市年限加 1 取对数
盈利能力	<i>ROA</i>	资产收益率
资产负债率	<i>LEV</i>	总负债除以总资产
现金流状况	<i>CASHFLOW</i>	经营现金净流量与总资产之比
管理层持股比例	<i>MHOLD</i>	管理层持股数与股数之比
日均换手率	<i>TURNOVER</i>	股票日均换手率
投资规模	<i>INVEST</i>	为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付现金与处置上述资产所收回现金之差与总资产之比

企业投资虚拟经济领域资产本质上仍然属于一种投资行为。适度配置金融资产可以短时间内缓解企业面临的现金流约束。但是,任何一家企业的可用资金是有限的,企业一旦过度持有金融资产,资金呈现过度“脱实向虚”趋势,不仅会影响主业发展,还会传递到资本市场上影响投资者的信心,进而导致股价波动,提升股价崩盘风险。因此,本文再次运用模型(6)验证,资金过度“脱实向虚”的样本企业投资虚拟经济会引起股价崩盘风险上升,而如果企业只是适度的投资虚拟经济,则不会对企业股价崩盘风险产生显著影响。

此外,企业资金“脱实向虚”提升了股价崩盘风险,主要受到三个因素影响,负面消息产生的可能性、内部人隐藏负面消息以及负面消息释放时的市场反应强度。其背后的路径体现在:由于代理冲突的存在,企业内部管理层出于机会主义进入虚拟经济领域,导致企业经营不确定性上升,负面消息不断堆积。同时,较高的投资收益水平使得管理者有更便利的条件去隐藏有关企业发展的坏消息,导致企业内外部信息不对称,扭曲了资本市场定价机制。因此,一旦管理者在虚拟经济领域的投资决策失误或者投资失败,这些负面消息达到临界值集中释放,市场反应强度剧烈,就会导致股价崩盘风险的上升。

因此,为验证研究假说2、假说3、假说4,本文根据信息不对称程度、代理冲突和股票流动性进行分组检验。分别在全样本和过度资金“脱实向虚”样本中运用信息不对称程度的代理变量可操纵性应计利润、管理者代理冲突的代理变量资产周转率,以及股票流动性的代理变量流动性匮乏指标的中位数进行划分,采用模型(6)进行验证。若资金“脱实向虚”对企业股价崩盘风险的正效应集中于内部管理者代理冲突严重、内外部信息不对称程度高以及外部市场股票流动性高的样本企业中,则研究假说2、假说3、假说4得证。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

根据表2变量的描述性统计,股价崩盘风险的收益负偏度系数和收益上下波动比率均值分别为-0.369和-0.254,标准差为0.689、0.471,表明样本企业之间股价崩盘风险的差异性比较大。资金“脱实向虚”变量的均值为0.014,最大值为0.292,说明我国上市企业投资虚拟经济领域的程度也存在较大差异,部分企业将资金更多配置于虚拟经济领域,拉高了平均水平。本文的关键变量与其他控制变量的描述性统计结果均与现有研究结果基本相似^[2,33]。

表2 描述性统计结果

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值	均值		T 检验
						适度的资金“脱实向虚”	过度的资金“脱实向虚”	
股价崩盘风险:收益负偏度系数(NCSKEW)	-0.369	0.689	-0.319	-2.467	1.432	-0.376	-0.353	-0.023
股价崩盘风险:收益上下波动比率(DUVOL)	-0.254	0.471	-0.244	-1.454	0.882	-0.258	-0.243	-0.015
资金“脱实向虚”(Financial)	0.014	0.044	0.000	0.000	0.292	0.010	0.023	-0.012***
信息不对称程度(ABSDA)	0.070	0.066	0.050	0.001	0.366	0.070	0.070	0.000
代理冲突(Agency)	0.623	0.439	0.524	0.058	2.533	0.616	0.640	-0.024**
股票流动性(Liquidity)	0.064	0.075	0.040	0.003	0.446	0.059	0.076	-0.017***
周特有收益年平均值(RET)	-0.128	0.097	-0.100	-0.529	-0.015	-0.125	-0.137	0.012***
周特有收益年标准差(SIGMA)	0.048	0.017	0.045	0.018	0.103	0.047	0.049	-0.002***
账面市值比(MB)	0.559	0.244	0.539	0.112	1.113	0.562	0.553	0.009
企业规模(SIZE)	21.939	1.228	21.763	19.639	25.672	21.919	21.984	-0.065**
企业年龄(AGE)	2.091	0.744	2.303	0.693	3.091	2.079	2.117	-0.038**
资产收益率(ROA)	0.040	0.045	0.035	-0.104	0.189	0.041	0.040	0.001
资产负债率(LEV)	0.439	0.213	0.441	0.047	0.868	0.427	0.464	-0.036***
现金流状况(CASHFLOW)	0.041	0.072	0.041	-0.186	0.238	0.041	0.042	-0.001
管理层持股比例(MHOLD)	0.115	0.198	0.000	0.000	0.686	0.122	0.101	0.022***
股票日均换手率(TURNOVER)	1.548	1.005	1.307	0.177	5.076	1.520	1.610	-0.090***
投资规模(INVEST)	0.055	0.052	0.041	-0.025	0.239	0.050	0.067	-0.017***

注: *、**和***表示10%、5%和1%显著性水平,下同。

本文使用均值检验比较适度的资金“脱实向虚”与过度的资金“脱实向虚”两组样本主要变量的差异,结果发现,代理冲突、股票流动性和其他大部分控制变量的均值在两组样本中具有显著差异,股价崩盘风险变量从符

号上可以看出资金“脱实向虚”与企业股价崩盘风险正相关,但不存在统计上的显著差异,因此有待进一步通过模型进行回归分析。

(二) 资金“脱实向虚”与股价崩盘风险的回归结果

表 3 列示了企业将资金配置于虚拟经济领域是否增加了个股股价崩盘风险的回归结果。其中,列(1)、列(2)检验了全样本中企业资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的影响,资金“脱实向虚”的回归系数为 0.306 和 0.318,分别在 1% 和 10% 的显著性水平上为正,表明企业资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的正向作用。进一步地,本文在适度的资金“脱实向虚”样本企业与过度的资金“脱实向虚”样本企业中验证两者关系的不同,如列(3)至列(6)所示,发现过度的资金“脱实向虚”样本中企业投资虚拟经济对股价崩盘风险在 5% 的水平下存在正向作用,而适度资金“脱实向虚”企业中并不显著。以上结果验证了假说 1,企业资金“脱实向虚”将显著地增加企业个股股价崩盘风险,特别是当企业过度地进行虚拟经济领域投资时,企业会面临较大的股价崩盘风险,但当实体企业适度地将资金投资于虚拟经济领域时,则不会导致企业个股股价崩盘。

表 3 资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的影响

	全样本		适度的资金“脱实向虚”		过度的资金“脱实向虚”	
	收益负偏度系数 (1)	收益上下波动比率 (2)	收益负偏度系数 (3)	收益上下波动比率 (4)	收益负偏度系数 (5)	收益上下波动比率 (6)
资金“脱实向虚”	0.306 * (1.80)	0.318 *** (2.59)	0.095 (0.38)	0.264 (1.42)	0.671 ** (2.53)	0.458 ** (2.45)
管理层持股比例	-0.124 ** (-2.32)	-0.129 *** (-3.57)	-0.113 * (-1.79)	-0.120 *** (-2.72)	-0.164 * (-1.71)	-0.143 ** (-2.19)
资产负债率	0.172 *** (2.92)	0.124 *** (3.09)	0.174 ** (2.51)	0.133 *** (2.80)	0.205 * (1.90)	0.134 * (1.83)
资产收益率	0.622 ** (2.56)	0.323 * (1.90)	0.591 * (1.93)	0.286 (1.35)	0.716 * (1.76)	0.379 (1.36)
信息不对称程度	0.054 (0.42)	0.034 (0.39)	0.111 (0.66)	0.024 (0.22)	-0.046 (-0.23)	0.084 (0.58)
账面市值比	-0.356 *** (-5.72)	-0.239 *** (-5.65)	-0.303 *** (-4.00)	-0.217 *** (-4.25)	-0.484 *** (-4.50)	-0.294 *** (-4.05)
股票日均换手率	-0.022 * (-1.86)	-0.014 * (-1.73)	-0.020 (-1.42)	-0.012 (-1.27)	-0.025 (-1.23)	-0.017 (-1.27)
周特有收益年平均值	2.413 *** (6.00)	1.568 *** (5.66)	2.273 *** (4.38)	1.271 *** (3.61)	2.543 *** (3.72)	2.054 *** (4.33)
周特有收益年标准差	15.216 *** (6.23)	9.687 *** (5.86)	14.747 *** (4.78)	8.150 *** (3.96)	15.224 *** (3.51)	12.094 *** (4.12)
现金流状况	-0.092 (-0.71)	-0.057 (-0.64)	-0.017 (-0.10)	0.001 (0.01)	-0.281 (-1.33)	-0.193 (-1.25)
企业规模	0.020 * (1.70)	0.005 (0.59)	0.012 (0.83)	0.000 (0.00)	0.037 ** (2.02)	0.015 (1.24)
企业年龄	0.012 (0.73)	0.011 (0.95)	0.023 (1.07)	0.019 (1.33)	-0.013 (-0.47)	-0.005 (-0.25)
投资规模	0.303 * (1.70)	0.096 (0.79)	0.454 * (1.88)	0.202 (1.19)	0.177 (0.63)	-0.007 (-0.04)
常数项	-1.022 *** (-4.13)	-0.479 *** (-2.85)	-0.904 *** (-2.93)	-0.372 * (-1.77)	-1.246 *** (-3.01)	-0.680 ** (-2.47)
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	7520	7520	5177	5177	2343	2343
调整后 R ²	0.060	0.054	0.050	0.044	0.080	0.077

(三) 资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的异质性影响

1. 基于信息不对称的异质性分析

基于信息不对称理论,管理者掩饰企业资金“脱实向虚”的负面信息,会降低企业信息透明度,导致外部投资者处于信息劣势,恶化资本市场环境,从而提升企业股价崩盘风险。本小节以企业可操控性应计利润的绝对值作为企业信息不对称程度的代理变量,将样本按照指标中位值进一步划分为信息不对称程度低和信息不对称程度高两个组别分别进行检验。回归结果如表 4 所示,结果表明无论是在全样本还是在过度资金“脱实向虚”子样本中,信息不对称程度较高的企业资金“脱实向虚”与股价崩盘风险的正向作用更为明显,符合假说 2 的预期。

2. 基于代理冲突的异质性分析

委托代理理论认为,由于虚拟经济领域内资金高流动性、高投机性的特征,管理者拥有较强的套利倾向而采取不利于企业发展的短期行为,根据“信息隐藏假说”,管理者会掩饰这一负面信息,延迟信息传递速度,导致企业股价崩盘风险的上升。本小节根据企业资产周转率这一指标的中位值将样本分为低代理冲突组和高代理冲突组,进一步探究不同代理冲突程度下企业资金“脱实向虚”对股价崩盘风险影响的差异。回归结果如表5所示,表明无论是在全样本还是在过度的资金“脱实向虚”子样本中,资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的影响在代理冲突严重的分组更为显著。

表4 基于信息不对称程度的异质性分析

	全样本				过度的资金“脱实向虚”样本			
	信息不对称程度低		信息不对称程度高		信息不对称程度低		信息不对称程度高	
	收益负偏度系数 (1)	收益上下波动比率 (2)	收益负偏度系数 (3)	收益上下波动比率 (4)	收益负偏度系数 (5)	收益上下波动比率 (6)	收益负偏度系数 (7)	收益上下波动比率 (8)
资金“脱实向虚”	-0.048 (-0.19)	0.106 (0.60)	0.525** (2.32)	0.446*** (2.67)	0.250 (0.63)	0.149 (0.60)	0.978*** (2.97)	0.678*** (2.74)
常数项	-1.129*** (-3.14)	-0.520** (-2.15)	-0.847** (-2.54)	-0.401* (-1.74)	-1.712*** (-2.77)	-0.923** (-2.30)	-0.848 (-1.44)	-0.446 (-1.13)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	3753	3753	3767	3767	1171	1171	1172	1172
调整后 R ²	0.062	0.057	0.057	0.048	0.072	0.082	0.084	0.062

表5 基于代理冲突的异质性分析

	全样本				过度的资金“脱实向虚”样本			
	代理冲突不严重		代理冲突严重		代理冲突不严重		代理冲突严重	
	收益负偏度系数 (1)	收益上下波动比率 (2)	收益负偏度系数 (3)	收益上下波动比率 (4)	收益负偏度系数 (5)	收益上下波动比率 (6)	收益负偏度系数 (7)	收益上下波动比率 (8)
资金“脱实向虚”	0.002 (0.01)	0.039 (0.20)	0.477** (2.22)	0.478*** (3.04)	0.392 (0.77)	0.138 (0.38)	0.642* (1.85)	0.423* (1.79)
常数项	-1.135*** (-3.11)	-0.660*** (-2.80)	-0.857** (-2.46)	-0.277 (-1.15)	-1.450** (-2.44)	-0.652* (-1.75)	-1.057* (-1.75)	-0.666 (-1.61)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	3760	3760	3760	3760	1172	1172	1171	1171
调整后 R ²	0.066	0.059	0.057	0.052	0.095	0.089	0.073	0.074

3. 基于股票流动性的异质性分析

短期行为理论认为,投资者会根据企业短时间内的经营表现来进行股票交易,且股票流动性越高,短期投资者的买卖越频繁,企业的股价波动就越大。为了保持企业股价的平稳性,管理者倾向隐瞒负面信息,以防短期投资者过度交易。本小节根据股票流动性匮乏指标的中位值表明无论是在全样本还是在过度的资金“脱实向虚”样本中,将样本划分为股票流动性高组和股票流动性低组分别进行回归。由表6可看出,虽在全样本中资金“脱实向虚”对收益负偏度系数不显著,但仍为正向关系。在过度资金“脱实向虚”样本中,资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的影响在股票流动性高组中更为显著。

六、稳健性检验

第一,改变样本区间。2012年证监会发布《上市公司监管指引第2号—上市公司募集资金管理和使用的监管要求》^①后,一些企业大幅度地增加了对虚拟经济领域的投资。因此,本文将子样本仅限定为2013—2018年

^①中国证监会《上市公司监管指引第2号—上市公司募集资金管理和使用的监管要求》指出,允许上市公司使用闲置募集资金购买安全性高、流动性好的投资产品,包括固定收益类的国债、银行理财产品以及其他投资产品等。2012年上市公司投资金融资产规模达65.08万亿元,较2011年增长16.85%,为2007年以来企业投资金融资产规模最大增幅。因本文自变量滞后一期,故选择2013—2018年子样本。

进行稳健性检验,结果如表7列(1)至列(6)所示,回归结果显示与前文结论一致。

第二,删除创业板上市公司。由于我国股票市场发展仍不完善,在创业板上市的企业普遍市值较小,上市时间较短,面临的风险比较高,且其信息披露和退市等制度并不完善,因此相比主板上市企业其面临的股价崩盘风险较高。因此,本文将子样本中删除创业板上市企业进行稳健性检验,结果如表7列(7)至列(12)所示,回归结果显示与前文结论一致。

第三,改变聚类层面。前文在企业层面进行聚类处理,考虑到可能存在自相关或异方差,稳健性检验对标准误在企业和时间上双重聚类,结果如表7列(13)至列(18)所示,回归结果显示与前文结论一致。

第四,调整变量测度方法。借鉴马勇等、路军伟等以及赵崇博等的研究^[11,29,34],本文用企业是否被四大会计师事务所审计衡量企业面临的信息环境,用“支付其他与经营活动有关现金”与主营业务收入之比衡量企业内部的代理冲突,用股票的月均换手率衡量外部市场股票流动性进行稳健性检验。结果如表8及表9所示,回归结果显示与前文结论一致。

表6 基于股票流动性的异质性分析

	全样本				过度的资金“脱实向虚”样本			
	股票流动性低		股票流动性高		股票流动性低		股票流动性高	
	收益负偏度系数 (1)	收益上下波动比率 (2)	收益负偏度系数 (3)	收益上下波动比率 (4)	收益负偏度系数 (5)	收益上下波动比率 (6)	收益负偏度系数 (7)	收益上下波动比率 (8)
资金“脱实向虚”	0.229 (0.89)	0.257 (1.36)	0.325 (1.42)	0.337** (2.12)	0.575 (1.25)	0.268 (0.79)	0.907** (2.55)	0.658*** (2.85)
常数项	-0.304 (-0.65)	-0.374 (-1.20)	0.045 (0.12)	-0.030 (-0.11)	0.139 (0.19)	0.190 (0.39)	-1.138* (-1.70)	-1.079** (-2.26)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	3760	3760	3760	3760	1171	1171	1172	1172
调整后 R ²	0.065	0.061	0.055	0.047	0.091	0.091	0.089	0.081

表7 资金“脱实向虚”对股价崩盘风险影响的稳健性检验

	调整样本区间				删除创业板上市公司				改变聚类层面									
	全样本		适度的资金“脱实向虚”		过度的资金“脱实向虚”		全样本		适度的资金“脱实向虚”		过度的资金“脱实向虚”		全样本		适度的资金“脱实向虚”		过度的资金“脱实向虚”	
	收益负偏度系数 (1)	收益上下波动比率 (2)	收益负偏度系数 (3)	收益上下波动比率 (4)	收益负偏度系数 (5)	收益上下波动比率 (6)	收益负偏度系数 (7)	收益上下波动比率 (8)	收益负偏度系数 (9)	收益上下波动比率 (10)	收益负偏度系数 (11)	收益上下波动比率 (12)	收益负偏度系数 (13)	收益上下波动比率 (14)	收益负偏度系数 (15)	收益上下波动比率 (16)	收益负偏度系数 (17)	收益上下波动比率 (18)
资金“脱实向虚”	0.370* (1.79)	0.371** (2.55)	0.014 (0.05)	0.262 (1.09)	0.943*** (2.89)	0.659*** (3.00)	0.325* (1.90)	0.332*** (2.70)	0.130 (0.52)	0.301 (1.64)	0.593** (2.23)	0.397** (2.10)	0.306* (1.79)	0.318** (2.56)	0.095 (0.37)	0.264 (1.34)	0.671** (2.57)	0.458** (2.49)
常数项	-1.191*** (-4.34)	-0.659*** (-3.60)	-1.074*** (-3.33)	-0.552** (-2.51)	-1.388*** (-2.79)	-0.904*** (-2.86)	-0.865*** (-3.32)	-0.341* (-1.93)	-0.735** (-2.23)	-0.191 (-0.86)	-1.063** (-2.47)	-0.598** (-2.10)	-1.022*** (-4.26)	-0.479*** (-2.96)	-0.904*** (-2.98)	-0.372* (-1.80)	-1.246*** (-3.00)	-0.680** (-2.47)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	6270	6270	4490	4490	1780	1780	6551	6551	4437	4437	2114	2114	7520	7520	5177	5177	2343	2343
调整后 R ²	0.046	0.038	0.044	0.036	0.046	0.044	0.064	0.057	0.052	0.046	0.084	0.085	0.060	0.054	0.050	0.044	0.080	0.077

表8 基于信息不对称程度、代理冲突以及股票流动性异质性分析的稳健性检验(全样本)

	信息不对称程度低		信息不对称程度高		代理冲突不严重		代理冲突严重		股票流动性低		股票流动性高	
	收益负偏度系数 (1)	收益上下波动比率 (2)	收益负偏度系数 (3)	收益上下波动比率 (4)	收益负偏度系数 (5)	收益上下波动比率 (6)	收益负偏度系数 (7)	收益上下波动比率 (8)	收益负偏度系数 (9)	收益上下波动比率 (10)	收益负偏度系数 (11)	收益上下波动比率 (12)
	资金“脱实向虚”	-1.312 (-0.68)	0.019 (0.02)	0.309* (1.79)	0.300** (2.39)	0.202 (0.81)	0.169 (0.99)	0.454* (1.84)	0.459** (2.56)	0.111 (0.42)	0.104 (0.56)	0.504** (2.22)
常数项	-1.903* (-1.79)	-0.840 (-1.23)	-1.289*** (-4.90)	-0.680*** (-3.79)	-1.222*** (-3.50)	-0.709*** (-3.11)	-0.918*** (-2.58)	-0.288 (-1.17)	-0.946*** (-2.71)	-0.317 (-1.39)	-0.985*** (-2.67)	-0.575** (-2.25)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	375	375	7145	7145	3760	3760	3760	3760	3760	3760	3760	3760
调整后 R ²	0.059	0.084	0.058	0.052	0.065	0.061	0.059	0.049	0.096	0.088	0.051	0.047

表9 基于信息不对称程度、代理冲突以及股票流动性异质性分析的稳健性检验(过度的资金“脱实向虚”样本)

	信息不对称程度低		信息不对称程度高		代理冲突不严重		代理冲突严重		股票流动性低		股票流动性高	
	收益负偏度系数	收益上下波动比率	收益负偏度系数	收益上下波动比率	收益负偏度系数	收益上下波动比率	收益负偏度系数	收益上下波动比率	收益负偏度系数	收益上下波动比率	收益负偏度系数	收益上下波动比率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
资金“脱实向虚”	-2.388 (-0.86)	-0.544 (-0.29)	0.661** (2.43)	0.439** (2.29)	0.406 (1.01)	0.187 (0.72)	0.794** (2.02)	0.591** (2.13)	0.591 (1.34)	0.315 (1.02)	0.673** (2.13)	0.528** (2.38)
常数项	-2.211 (-0.87)	-1.896 (-1.05)	-1.340*** (-3.05)	-0.709** (-2.41)	-2.441*** (-4.01)	-1.513*** (-3.83)	-0.355 (-0.59)	-0.003 (-0.01)	-1.208** (-2.06)	-0.492 (-1.22)	-0.953 (-1.54)	-0.640 (-1.57)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业/年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	115	115	2228	2228	1172	1172	1171	1171	1171	1171	1172	1172
调整后 R ²	-0.041	0.044	0.081	0.077	0.088	0.092	0.050	0.050	0.115	0.114	0.090	0.085

七、企业资金“脱实向虚”的动机检验

前文证明了企业将资金过多地配置于虚拟经济领域会增加其面临的股价崩盘风险,本节将进一步讨论企业资金“脱实向虚”的真正动机。一方面,由于虚拟经济领域内的资产高流动性特征,企业将资金配置于虚拟经济领域有助于其短时间内获取较高的回报,减轻企业面临的资金约束压力。面对融资渠道狭窄、融资成本高的现实情况,实体企业将资金更多投向虚拟经济领域,一定程度上可以获取更多的现金流,缓解面临的融资困境。另一方面,伴随产能过剩、实体收益率下降等经济下行压力的增大,实体企业越来越看重投资虚拟经济领域所带来的高额收益,且由于代理成本的存在,使得企业管理者会注重私利,更多关注企业的短期收益,倾向于将资金配置于虚拟经济领域,以谋求个人发展。根据以上分析,本文对企业资金“脱实向虚”的“现金流约束”和“资本套利”动机进行检验。为了检验“现金流约束”动机,构建模型(8)。借鉴黄贤环和王瑶的研究^[35],企业现金流状况(FC)采用期末现金及现金等价物余额取对数的绝对值衡量。当 α_1 显著为正时,表明企业资金“脱实向虚”缓解了其现金流约束。为了检验企业资金“脱实向虚”的“资本套利”动机,构建模型(9)。其中,Gain采用企业资产收益率和净资产收益率来表示,当 α_1 显著为正时,表明企业资金“脱实向虚”的主要目的是为了资本套利,旨在获取更高的金融投资收益。

$$FC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Finanical_{i,t-1} + \alpha_2 MHOLD_{i,t-1} + \alpha_3 LEV_{i,t-1} + \alpha_4 ROA_{i,t-1} + \alpha_5 MB_{i,t-1} + \alpha_6 SIZE_{i,t-1} + \alpha_7 AGE_{i,t-1} + \alpha_8 INVEST_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (8)$$

$$Gain = \alpha_0 + \alpha_1 Finanical_{i,t-1} + \alpha_2 MHOLD_{i,t-1} + \alpha_3 LEV_{i,t-1} + \alpha_4 ROA_{i,t-1}/ROE_{i,t-1} + \alpha_5 MB_{i,t-1} + \alpha_6 SIZE_{i,t-1} + \alpha_7 AGE_{i,t-1} + \alpha_8 INVEST_{i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (9)$$

表10汇报了企业资金“脱实向虚”对期末现金流和经营收益率的影响。根据列(1)所示,由于管理者将资金投向虚拟经济领域,减少了企业期末现金流,并没有缓解企业面临的现金流约束状况。另外,根据列(2)、列(3)所示,企业将资金投向虚拟经济在5%和10%的水平上提升了企业的经营收益率,体现出企业资金“脱实向虚”具备一定的“资本套利”动机。这进一步验证了上文的推测,即管理者将资金配置于虚拟经济是以套利为目的的企业短期行为,造成资产价格泡沫,进而增加了企业面临的股价崩盘风险。

表10 企业资金“脱实向虚”的动机检验

	现金流状况 (FC) (1)	企业业绩 (Roa) (2)	企业业绩 (Roe) (3)
资金“脱实向虚”	-0.576** (-2.08)	0.027** (2.45)	0.042* (1.83)
管理层持股比例	-0.175** (-2.31)	0.009*** (3.52)	0.020*** (3.26)
资产负债率	-0.889*** (-9.98)	-0.018*** (-5.52)	-0.065*** (-5.77)
账面市值比	-0.403*** (-4.82)	-0.029*** (-8.55)	-0.067*** (-7.18)
企业规模	1.017*** (63.32)	0.006*** (9.67)	0.020*** (9.86)
企业年龄	-0.076*** (-3.26)	-0.001 (-0.75)	-0.002 (-1.22)
投资规模	-1.394*** (-5.92)	-0.013 (-1.44)	0.029 (1.08)
资产收益率	3.131*** (9.71)	0.621*** (33.65)	
净资产收益率			0.523*** (16.20)
常数项	-1.808*** (-5.52)	-0.124*** (-10.07)	-0.419*** (-10.51)
行业/年份	YES	YES	YES
观测值	7520	7520	7520
调整后 R ²	0.686	0.458	0.271

八、结论与建议

实体经济与虚拟经济协调发展是我国经济高质量发展的重要保障之一。由于虚拟经济领域内资产流动性高、投机性强的特点,出于“资本套利”动机,实体经济出现资金“脱实向虚”的倾向,导致虚拟经济与实体经济正面临发展失衡的问题,增加了金融风险出现的概率,对我国经济高质量发展的稳定性产生了较大的潜在风险。本文基于2008—2018年A股上市公司数据,通过构建模型甄别企业是否参与虚拟经济领域,并检验了企业资金“脱实向虚”与其资本市场上股价崩盘风险的关系。结果表明,资金“脱实向虚”的确会导致企业股价崩盘风险,且这种影响在资金“脱实向虚”过度的样本企业中更为明显,如果企业只是适度地进行虚拟经济领域投资,则企业个股股价崩盘的风险不受影响。同时,本文也发现,遵循股价崩盘风险产生的三个因素,企业资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的影响在信息不对称程度高、代理冲突严重、股票流动性较高的企业中也更为严重。

本文的研究可以得出以下政策启示:

第一,处理好实体经济与虚拟经济的关系对国民经济健康发展具有重要作用。面对企业融资难、融资贵的现状,实体企业适度配置金融资产一定程度上缓解了现金流约束的困境,提高了企业主业投资水平,能够推动实体经济健康发展。然而,由于虚拟经济投机性强、资产回报率高的特点,企业在“资本套利”动机的趋势下,容易过度配置金融资产,导致企业经营背离主业,增加企业面临的风险,且本文的研究结果表明,与适度资金“脱实向虚”的企业相比,过度资金“脱实向虚”增加了企业面临的股价崩盘风险。因此,政府部门应积极把握资金流向,规范实体经济配置金融资产的行为,加强对企业投资虚拟经济领域的监管,构建科学合理的经济秩序,推动实体经济与虚拟经济共同进步。

第二,本文验证了在信息不对称程度高、代理冲突严重、股票流动性较高的企业中,企业资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的正效应更强。因此,监管部门应进一步完善资本市场制度,加大对企业信息披露情况的审核和监督,提高实体企业内外部信息传递的有效性,并重点监管信息不对称程度较高的企业,同时在股票市场上引导投资者放弃短期投机行为,关注企业长远健康发展。实体企业自身应该完善治理结构,科学制定绩效考核方案,减少管理者将资金过度配置虚拟经济领域的短视投机行为,使其关注主业经营,科学配置主业资本和金融资本,协调好实体投资和虚拟经济领域投资的关系,防范企业在日常经营中过度依赖虚拟经济领域的投资收益,实现企业长期高质量发展。

本文的研究存在以下局限性:一是本文未对企业配置虚拟经济领域的资产进行进一步细分,以揭示不同资产配置对企业股价崩盘风险的影响。二是本文从理论上探究了资金“脱实向虚”对股价崩盘风险的影响,尚未实证检验两者之间的作用机制。进一步的研究将针对上述不足,深入探讨资金“脱实向虚”对股价崩盘风险之间的逻辑路径和作用机理,为实体企业投资虚拟经济提供新的依据。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 彭俞超,倪晓然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究, 2018(10): 50-66.
- [3] 闫海洲,陈百助. 产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机[J]. 经济研究, 2018(7): 152-166.
- [4] 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.
- [5] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”:风险、动因及治理[J]. 财经科学, 2018(11): 83-94.
- [6] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports R, and crash risk[J]. Journal of Financial Economics. 2009, 94(1): 67-86.
- [7] Kim J B, Li Y H, Zhang L D. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 100(3): 639-662.
- [8] 江轩宇,许年行. 企业过度投资与股价崩盘风险[J]. 金融研究, 2015(8): 141-158.
- [9] 江姝,邱佳成,朱然,胡海峰. 投资者关注与股价崩盘风险:抑制还是加剧? [J]. 证券市场导报, 2020(3): 69-78.
- [10] 马红,侯贵生. 企业金融化与盈余管理——基于异质性持有目的的研究视角[J]. 经济经纬, 2021(1): 105-113.
- [11] 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.
- [12] Bushee B J. Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? [J]. Contemporary Accounting Research. 2001, 18(2): 207-207.
- [13] 陈蓉,吴宇翔. 流动性与崩盘风险:基于中国A股市场的研究[J]. 管理科学, 2019(5): 129-138.

- [14] 侯羽婷,金秀. 流动性与股价崩盘风险关系及影响渠道的实证研究[J]. 东北大学学报(自然科学版),2020(2):300-304.
- [15] 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.
- [16] 盛明泉,汪顺,商玉萍. 金融资产配置与实体企业全要素生产率:“产融相长”还是“脱实向虚”[J]. 财贸研究,2018(10):87-97+110.
- [17] 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.
- [18] 杨箬,刘放,王红建. 企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为?[J]. 管理评论,2017(2):13-25+34.
- [19] David J D, Valeriy S. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings[J]. The Review of Financial Studies. 2010,23(1):247-269.
- [20] 陈赤平,孔莉霞. 制造业企业金融化、技术创新与全要素生产率[J]. 经济经纬,2020(4):73-80.
- [21] 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.
- [22] 夏晓兰,高凡懿,赖黎. 企业金融化、媒体监督与财务风险[J]. 金融论坛,2020(11):59-68.
- [23] 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+125.
- [24] 刘丽娜,马亚民. 实体企业金融化、过度负债与股价崩盘风险——基于上市公司投资视角的检验[J]. 云南财经大学学报,2018(3):41-55.
- [25] 李梦雨,李志辉. 市场操纵与股价崩盘风险——基于投资者情绪的路径分析[J]. 国际金融研究,2019(4):87-96.
- [26] 张成思,张步县. 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.
- [27] 陈骏,徐捍军. 企业寻租如何影响盈余管理[J]. 中国工业经济,2019(12):171-188.
- [28] 孙艳梅,郭敏,方梦然. 企业创新投资、风险承担与股价崩盘风险[J]. 科研管理,2019,40(12):144-154.
- [29] 路军伟,王舒慧. 浑水好摸鱼:业务复杂度会恶化代理问题吗?[J]. 财经问题研究,2020(12):58-68.
- [30] Amihud Y. Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects[J]. Journal of Financial Markets. 2002,5(1):31-56.
- [31] 黄贤环,王瑶,王少华. 谁更过度金融化:业绩上升企业还是业绩下滑企业?[J]. 上海财经大学学报,2019(1):80-94+138.
- [32] 王少华,上官泽明,吴秋生. 高质量发展背景下实体企业金融化如何助力企业创新——基于金融化适度性的视角[J]. 上海财经大学学报,2020(3):19-34+63.
- [33] 王贞洁,徐静. 内部控制、外部审计和金融化相关股价崩盘风险[J]. 云南财经大学学报,2020(1):54-66.
- [34] 赵崇博,刘冲,邹腾辉. 分层制度改革对新三板股票流动性的影响渠道分析[J]. 中国经济问题,2020(3):59-72.
- [35] 黄贤环,王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”与全要素生产率提升:“抑制”还是“促进”[J]. 山西财经大学学报,2019(10):55-69.

[责任编辑:杨志辉]

The Influence of the Enterprise's Funds Removing Reality to Virtual on its Stock Price Crash Risk

WANG Yiqiu, WANG Xinyue

(School of Finance, Nanjing University of Agriculture, Nanjing 210095, China)

Abstract: The enterprise's funds that excessively invest in the virtual economy leads to an imbalance between the development of real economy and virtual economy, which hinders the high-quality development of China's economy. This paper focuses on the impact of enterprises funds removing reality to virtual on the stock price performance in the capital market. Based on the data of A-share listed companies from 2008 to 2018, it is estimated that the enterprise funds removing reality to virtual increases the risk of stock price crash, which is more severe in the enterprises with serious agency conflict, high degree of information asymmetry and strong liquidity. Furthermore, the capital arbitrage motive of the enterprise funds removing reality to virtual is also demonstrated, and if enterprise's funds are moderately invested in the virtual economy, it will not bring the stock price crash. The results are significant for the government to improve the capital market system and guide the enterprises to invest in the virtual economy moderately and scientifically.

Key Words: removing reality to virtual; stock price crash risk; information asymmetry; agency conflict; stock liquidity