

控制权结构与企业金融化

陈 健,陈晓昱,贾 隽

(西安工业大学 经济管理学院,陕西 西安 710021)

[摘 要] 选用我国 2010—2022 年上市公司作为样本,从控制权结构视角,研究了无实际控制人对实体企业金融化的影响及其作用机制。实证结果表明,无实际控制人的控制权结构对实体企业金融化具有显著的促进作用,同时,考虑到企业金融化的储蓄和投机两类主要动机,研究发现无实际控制人更倾向于促进投机性金融化。另外,中介效应模型验证了无实际控制人通过降低企业的内部控制质量和加剧融资约束来促进企业金融化的行为。进一步对有实际控制人公司变更为无实际控制人公司的样本进行单独研究发现,公司变更为无实际控制人后,存在更多的金融资产投资和金融渠道获利的金融化行为,且无实际控制人对企业金融化的促进作用在机构投资者持股比例低、高竞争行业的样本中更显著。研究结论对中国企业金融化的影响因素以及金融化的动机等问题的研究提供了新的思路,为改善公司治理、有效防范企业过度金融化提供了政策启示。

[关键词] 控制权结构;无实际控制人;企业金融化;投机动机;储蓄动机;内部控制;融资约束

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2025)03-0083-11

一、引言

我国金融市场逐步发展完善,市场规模稳定增长,投资产品多元化。出于寻求更多利润增长渠道、增加闲置资金利用率等目的,非金融类企业越来越多地涉足金融领域的投资^[1],据 Wind 数据统计,2023 年一年内共有 1147 家上市公司发布委托理财公告,合计认购规模达 9584.57 亿元。我国部分实体企业出现的“金融化”现象对企业的影响具有两面性。从正面影响来看,企业可以通过投资金融产品对冲风险,且金融投资的部分盈利可用于增加创新投入、支持实体投资^[2-3]。从负面影响来看,一方面,企业忽视金融投资带来的高风险,为追求短期高收益而过度投资金融资产,会挤占其对主营业务的投入,降低实体产业的资本收益率,对企业创新质量造成负面影响^[4],降低企业的长期竞争力和风险承担力,从而阻碍企业的长期生存与高质量发展^[5];另一方面,企业金融化是经济“脱实向虚”的微观体现,过多资本脱离实体经济会对我国的宏观经济稳定造成负面影响^[6]。完善对企业金融化影响因素的研究,对有效遏制实体企业金融化趋势具有重要意义。

我国上市公司的股权结构大多数表现为“一股独大”,但随着资本市场的发展,控制权结构呈现多元化趋势,一些上市公司由于控制权分散而导致不符合实际控制人确定的标准,变成无实际控制人公司。根据国泰安数据库统计,A 股上市公司中,无实际控制人公司已经由 2010 年末的 34 家增加至 2022 年末的 215 家,占比由 2.73% 增至 5.03%。无实际控制人企业由于股权分散、大股东持股比例低,股东监督管理层的成本更高,因此更容易出现代理问题,对公司的治理决策带来负面影响。现有研究主要关注无实际控制人通过加剧代理问题从而影响公司财务、经营业绩、管理层薪酬等^[7-10],而鲜有针对无实际控制人是否以及如何影响企业金融化的研究。因此,本文试图基于无实际控制人的特殊控制权结构

[收稿日期] 2024-07-26

[基金项目] 国家社会科学基金项目(20XGL005)

[作者简介] 陈健(1974—),男,浙江温州人,西安工业大学经济管理学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司治理、金融学,邮箱:chenj_xatu@163.com;陈晓昱(2000—),女,山东德州人,西安工业大学经济管理学院硕士生,主要研究方向为公司治理、金融学;贾隽(1973—),女,北京通州人,西安工业大学经济管理学院副教授,硕士生导师,主要研究方向为公司治理、人力资源管理。

来探究其对实体企业金融化行为的影响。首先,无实际控制人所带来的代理问题一方面会减弱对大股东的监督制约,增加掏空风险;另一方面会增加管理层出于自利动机的投机行为,降低企业主业的经营业绩,从而提高金融化决策意愿。其次,实际控制人的缺失降低了违约成本,使企业面临更高的融资约束,进而强化了金融化的需求。

基于上述分析,本文以2010年—2022年我国A股上市公司为样本,分别以金融资产持有率以及金融渠道获利程度来衡量企业金融化程度^[11-13],系统考察公司无实际控制人对于实体企业金融化的影响及其内在机理。本文的主要贡献在于:第一,研究无实际控制人这一特殊控制权结构对企业金融化的影响,弥补了对无实际控制人所导致的金融化经济后果的研究空缺。第二,基于储蓄动机和投机动机探究了无实际控制人对实体企业金融化可能造成的影响,并进一步分析了企业无实际控制人促进企业金融化的路径,以及内部控制质量与融资约束的中介作用,深化了企业金融化的影响因素以及驱动机制的研究。第三,本文的研究结论为完善无实际控制人公司的公司治理机制提供了理论依据,同时为有效防范企业过度金融化提供了政策启示。

二、文献综述

(一) 无实际控制人的治理影响

关于实际控制人的存在对公司的影响,现有研究大都持乐观态度,认为实际控制人对于提高公司价值、改善公司治理具有积极作用^[9],如通过提高内部控制水平降低企业的商誉减值,降低企业违规概率^[14],还可以通过提高实际控制人的控制权增强实控人与公司利益的协同性促使其为企业提供支持,从而降低股价崩盘风险^[15]。

当上市公司处于无实际控制人状态时,较为分散的股权特征会导致股东没有动力积极参与公司经营与战略制定,同时缺乏对管理层的监督,降低内部人机会主义行为的风险和成本,对企业造成负面影响。相关的实证研究证明,无实际控制人上市公司存在高管薪酬粘性^[10]。另外,内部人代理问题使企业与管理者个人违规风险上升,从而导致审计风险与成本增加,提高了审计收费^[7]。无实际控制人公司的治理失效还会为大股东们通过资金占用与关联交易等方式掏空公司的行为创造有利条件,从而损害中小投资者的利益^[16]。部分研究发现无实际控制人的控制权结构带来的结果不一定是消极的,如王晔等认为无实际控制人的控制权结构可以促使公司提高研发投入,促进企业成长性的提高^[8]。

(二) 企业金融化的动机和影响因素

目前,学术界对于“金融化”的定义体现为宏观和微观两个层面。在宏观层面,金融化是指金融市场和金融机构在宏观经济中的规模和重要性的增加^[17-18];在微观层面,主要是企业目标和价值观的持续金融化。本文主要关注微观层面的企业金融化行为。

实体企业金融化的动机主要包括储蓄动机和投机动机两类。储蓄动机是指企业出于降低融资约束、缓解投资不足等目的增加对金融资产的投资。金融资产与固定资产相比具有更高的流动性,当企业未来现金流受到冲击时,可以通过出售金融资产缓解资金压力来维持正常的生产经营。因此,未来现金流不确定、融资约束大的企业更有可能出于储蓄动机增加金融资产的配置。投机动机是指非金融类企业主要出于投机套利的目的进行金融投资,即企业不想通过投资经营主业来费力地获取收益,而是采用投机取巧的方式,试图通过简单的投资金融资产来获利^[19-20]。这样虽然可以使公司在短期获得一定收益,但长此以往会对主业的发展产生不利影响。由于投机性的金融投资一般源于公司的代理问题及内部管理机制的不完善,因此其金融化的规模更加难以控制,容易使公司出现过度金融化的情况。

目前已有较多研究探讨了影响企业金融化的具体因素,可以大体划分为宏观经济政策和微观企业特征两个方面。对于宏观经济政策方面,经济整体的不稳定以及外贸政策风险的增加会促使企业增持金融资产^[20-21]。对于微观企业特征方面,现有研究主要集中于内部治理状况以及管理层特质两个层

面:在内部治理层面,有研究证实大股东持股比例上升通过“监督效应”抑制企业金融化^[11],内部控制质量低的企业在投融资活动中更容易出现金融化的倾向,即较差的内部治理状况是导致非金融企业过度金融化的原因之一;在管理层特质层面,赵彦锋认为,实际控制人的境外留居权通过代理冲突、短视行为及过度自信三个路径加剧企业金融化^[22]。另外,CEO等高管的金融背景、董事会非正式层级清晰度、高管团队职能经历的多样性对企业的金融化行为均具有一定的促进作用^[23-24],而CEO管理能力、管理层预测能力以及战略乐观情绪能够有效抑制实体企业金融化趋势^[25-26]。

(三) 文献评述

基于上述文献可知现有研究具有如下特征:(1)目前关于无实际控制人的研究文献较少,并且对于其带来的治理影响存在两种对立的观点,尚无明确定论。(2)现有企业金融化影响因素的研究主要分为宏观和微观两个层面,针对微观企业特征对金融化的影响,已有文献从股权结构、实际控制人以及董事会特征等角度研究了实体企业金融化的影响因素,但尚未见文献考察无实际控制人这一特殊的控制权结构对实体企业金融化的影响。而随着我国无实际控制人企业数量的增长,探究这种特殊控制权结构对实体企业金融化的影响,为无实际控制人企业优化公司治理结构、避免过度金融化进而改善实体经济“脱实向虚”提供了一定参考。

三、理论分析与研究假设

(一) 无实际控制人与实体企业金融化

无实际控制人企业的控制权和股权都较为分散,一般没有持股比例占绝对优势的大股东,持股比例低导致股东没有足够的动力监督管理层,因此更容易出现第一类代理问题,导致上市公司内部人控制,管理层更有可能为谋取个人利益而忽视公司的长远发展^[16]。由于缺乏强有力的监督,管理层无视投资行为给企业带来的高风险,为追求高利润增加对金融资产的投资。同时,无实际控制人企业由于不存在绝对控股股东,股权分散,因而更容易发生股东之间对控制权的争夺,引发第二类代理问题,股东更有可能利用金融资产跨行业套利,进而导致公司的金融化程度提高。另外,无实际控制人企业的代理问题导致管理者对企业资产配置决策拥有极大的自主权,方便其利用所掌控的资金追求私人利益,而高收益率、强流动性的金融产品往往是管理者谋取私利的首选。

基于委托代理理论,无实际控制人公司由于不存在终极控制人,对管理层的监督不足,作为理性人的管理者为实现自身利益最大化,有动机操纵公司的财务信息,诱发更多的财务违规行为,给公司业绩的造成较大的负面影响^[16]。主营业务不景气时,企业营业利润下降,投资主营实体经济的预期收益明显低于投资金融资产,诱使企业经营者更倾向于金融投资,Baud等以美国零售业为例,证实了主营业务利润下降是公司金融资产投资增加的主要原因^[27]。

基于上述无实际控制人加剧企业代理问题的分析,本文提出假设1。

假设1:与有实际控制人的企业相比,无实际控制人的企业金融化程度更高。

(二) 实体企业金融化动机:投机还是储蓄

企业的金融投资决策若是基于投机套利动机,即企业投资金融资产主要目的是获取金融收益,而非助力企业发展,则可能在短期会带来比实体投资更高的收益,但同时伴随更高的风险。基于投机动机的金融投资往往会忽视企业主营业务的经营,挤出创新投资等有利于企业长远发展的实体投资^[4]。另外,过度的金融投资使企业的流动资金不足,抗风险能力下降^[5]。企业的金融投资决策若是基于预防储蓄动机,此时金融投资是为了缓解企业的融资压力,以应对可能出现的资金短缺,满足对流动性的需求,则为追求稳定的收益,一般不会选择具有高风险的金融产品,因此,储蓄型金融投资很少带来“暴利”。无实际控制人企业由于股权分散以及内部治理缺陷,更容易出现为满足个人私利而进行金融投资的行为。其做出的金融投资决策更多是在忽视企业长期发展的情况下追求高收益,而储蓄型金融投

资的低回报率与之相悖,无实际控制人企业投资金融资产时,更倾向于高风险高收益的投机型金融资产,而非具有长期稳定低收益的储蓄型金融资产。

基于上述分析,本文提出假设 2。

假设 2:无实际控制人更倾向于促进投机性金融化。

(三) 无实际控制人、内部控制与实体企业金融化

内部控制是公司治理的重要内部监督机制,良好的内部控制制度可以通过有效的内部监督和自我约束实现权力制衡、降低代理成本,从而缓解两类代理问题。无实际控制人企业由于控制权分散、实际控制人缺失,更容易出现代理问题,促使管理层破坏公司的内部控制制度,以便将公司作为其获取私利的工具。具体而言,一方面,完善的内部控制制度阻碍了管理层牺牲股东长期利益来追求私人利益的机会;另一方面,管理层为更好地控制公司,加强“管理层盘踞”,也会对内部控制制度造成破坏。无实际控制人企业的监督缺位为管理层破坏内部控制制度提供了更多的机会和空间,而内部控制的缺陷又促使管理层出于自利动机将资金更多地投向期限短、可变现的金融资产。

基于上述分析,本文提出假设 3。

假设 3:无实际控制人降低了内部控制质量,进而加剧了企业金融化。

(四) 无实际控制人、融资约束与实体企业金融化

无实际控制人企业的内外部信息不对称使其面临比其他企业更高的融资约束,促使企业选择投资金融资产以满足其融资需求,最终加剧企业的金融化。首先,无实际控制人导致企业的主要责任及风险承担者缺失,模糊了企业的权责划分,加剧企业内外部信息不对称,容易出现逆向选择和道德风险问题,进而提高企业的融资成本。当公司所面临较高质量的融资约束以及经营风险时,出于预防储蓄的动机其会储备更多金融资产以满足对长期流动性的需求。其次,当无实际控制人作为低效治理结构的代表时,其所具有的信号效应促使外部债权人预期公司存在内部人控制、股东掏空行为等风险,将会要求较高的风险溢价,使公司在获取外部融资时付出更高的成本,从而加剧了融资约束,当企业面临较高的融资约束时,管理层会更倾向于信用门槛较低的金融资产的投资。

因此,本文提出假设 4。

假设 4:无实际控制人通过提高企业融资约束的方式促进了企业金融化。

四、研究设计

(一) 数据来源

本文以 2010 年—2022 年我国 A 股上市公司为研究对象,考察无实际控制人的特殊控制权结构对实体企业金融化的影响,数据来源于 CSMAR 数据库。为确保研究结果的可靠性和准确性,对数据进行以下处理:(1)剔除金融、房地产、综合类行业;(2)剔除 ST 类公司;(3)剔除有缺失值的数据。为消除异常值的影响,对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理,最终获得 34713 个观测数据。

(二) 变量选取与模型设定

1. 变量选取

(1) 被解释变量:企业金融化程度,从金融渠道获利和金融资产持有程度两个方面度量。在金融渠道获利方面,构建金融化变量 $Fin1$,其中,金融渠道获利 = 投资收益 + 公允价值变动损益 + 净汇兑损益 - 联营或合营企业的投资收益^[11]。

$$Fin1 = \frac{\text{金融渠道获利} - \text{营业利润}}{\text{营业利润}}$$

在金融资产持有程度方面,用金融资产在总资产中的占比($Fin2$)衡量企业金融化程度^[11]。其中,金融资产的衡量借鉴前人关于金融资产的定义,包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资

产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款、持有至到期投资净额、长期股权投资净额、投资性房地产。

$$Fin2 = \frac{\text{金融资产}}{\text{总资产}}$$

上述两个金融化指标 ($Fin1/Fin2$) 的取值越大,说明企业金融化的程度越高。

为进一步判断金融化的动机,参考张成思等关于金融资产投资收益率的计算^[28],引入企业金融投资的收益率 $RFin$,金融资产收益率($RFin$) = 金融渠道获利/金融资产,其中金融渠道获利与金融资产的定义同上。出于不同动机持有金融资产导致最终收益呈现不同的特点,若企业投资金融资产是为了提高闲置资金的利用率以及预防储蓄,其持有金融资产是追求稳定且为正的收益,则通常选择风险较低的品种,此时的收益率低且相对稳定,比较接近无风险收益率;若企业出于投机动机持有金融资产,则为追求高收益率,其投资的金融资产通常具有高风险且收益不稳定的特点。因此,根据金融资产收益率的大小来区分企业持有金融资产出于投机动机还是储蓄动机,设置哑变量 FIN :当收益率 $RFin$ 处于 0 到 5% 之间时,认为企业金融化行为主要源于储蓄动机,属于储蓄型金融化,变量 FIN 取值为 0;当收益率 $RFin$ 小于 0 或大于 5% 时,认为企业金融化行为主要源于投机动机,属于投机型金融化, FIN 取值为 1。

(2) 解释变量:将公司根据其控制结构分为有实际控制人和无实际控制人两类,构建虚拟变量^[7-8,29],用有无实际控制人(NAC)来表示企业的控制权结构:若上市公司无实际控制人, NAC 取值为 1;有实际控制人,取值为 0。

(3) 控制变量:本文在回归模型中控制了可能影响企业金融化程度的其他变量,控制变量包含了企业、宏观经济、行业三个层面,具体变量及定义见表 1。

2. 实证模型

本文构建如下模型来检验无实际控制人对企业金融化行为的影响:

$$Financial = \alpha + \beta_1 NAC + \beta_2 Controls + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $Financial$ 代表企业金融化的各项指标,包括企业金融投资获利程度($Fin1$)、金融资产配置程度($Fin2$)以及金融化的类型(FIN), $Controls$ 是控制变量。

表 1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	$Fin1$	金融投资获利程度	金融投资获利/营业利润绝对值
	$Fin2$	金融资产配置程度	金融资产/总资产,金融资产和总资产均选用年初加年末的均值
	$RFin$	金融资产收益率	金融渠道获利/金融资产
	FIN	金融化类型	储蓄型金融化取 0,投机型金融化取 1
解释变量	NAC	有无实际控制人	无实际控制人,取值为 1;否则,取值为 0
控制变量	$SIZE$	企业规模	上市公司期末总资产的自然对数
	ROA	盈利能力	总资产收益率 = 净利润/总资产
	Lev	资产负债率	上市公司期末总负债/上市公司期末总资产
	$Grow$	成长性	上市公司营业收入增长率
	Ins	机构持股	机构投资者持股数量/总股数
	Bm	公司相对价值	股东权益/总市值
	Con	两职合一	董事长与总经理由同一人担任时取 1,否则为 0
	$Board$	董事会规模	董事会人数的自然对数
	$Shrs$	股权制衡度	第二至第五大股东持股比例/第一大股东持股比例
	Mf	董监高是否有金融背景	1 是,0 否
	$Cash$	现金持有水平	货币资金/总资产
	GDP	GDP 年增长速率(%)	$(GDP_t - GDP_{t-1})/GDP_{t-1}$
	$M2$	货币供给量年增长速率	$(M2_t - M2_{t-1})/M2_{t-1}$
	Hhi	行业环境	以上上市公司主营业务收入计算而得的赫芬达尔指数

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计^①

模型中主要变量的描述性统计结果显示,金融化指标金融渠道获利 $Fin1$ 的均值为 -0.645,金融资产持有程度 $Fin2$ 的均值为 0.067,与前人的研究差别不大。金融资产持有程度的金融化指标($Fin2$)中位数是 0.031,证实了目前大多数企业配置金融资产的状况,即在我国资本市场中,实体企业脱实向虚的现象仍普

①限于篇幅,描述性统计结果未列示,留存备索。

遍存在。同时,两项金融化指标($Fin1/Fin2$)的标准差分别为0.855、0.092,表明我国A股上市公司之间的金融化程度存在较大差异。企业控制权结构的虚拟变量 NAC 的均值为0.035,说明样本中无实际控制人企业占比为3.5%。

(二) 主回归分析

为检验无实际控制人是否影响企业金融化,本文用最小二乘法对模型(1)进行线性回归,被解释变量为企业金融投资获利程度($Fin1$)和金融资产配置程度($Fin2$),回归结果如表2所示。其中,列(1)和列(3)为仅包括核心解释变量(NAC)的单变量回归结果,列(2)、列(4)为加入全部控制变量的多元回归结果。核心解释变量(NAC)在这四列中的回归系数分别为0.138、0.086、0.018、0.017,并且都在1%的水平上显著,验证了假设1,即与有实际控制人企业相比,无实际控制人的企业金融化程度更高。另外,有无实际控制人(NAC)在列(1)、列(2)的回归系数绝对值均大于列(3)、列(4),说明无实际控制人对企业金融渠道获利的影响程度高于对企业金融资产配置的影响程度。

为进一步确定无实际控制人企业金融化的动机,选用Probit二值选择模型对被解释变量为金融化类型(FIN)的模型(1)进行回归。回归结果显示,无实际控制人 NAC 与金融化类型 FIN 的回归系数显著为正,说明无实际控制人显著促进了企业的投机性金融化,而非储蓄性金融化。假设2

表2 基准回归结果

	(1) $Fin1$	(2) $Fin1$	(3) $Fin2$	(4) $Fin2$	(5) FIN	(6) FIN
NAC	0.138 *** (5.524)	0.086 *** (3.862)	0.018 *** (6.812)	0.017 *** (6.464)	0.058 *** (0.015)	0.027 * (0.016)
$Controls$		YSE		YES		YES
$Constant$	-0.650 *** (-139.205)	-0.611 *** (-6.030)	0.066 *** (130.799)	-0.047 *** (-3.835)		
样本量	34713	34712	34713	34712	32992	30711
R^2	0.001	0.251	0.001	0.077	0.0002	0.0087

注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$,括号内为经稳健调整后的t值,下表同。

得以证实。表2中列(5)、列(6)为平均边际效应数据,加入宏观以及行业层面的控制变量后,无实际控制人(NAC)的边际效应为0.027,且在10%的水平上显著,说明在其他变量保持不变时,无实际控制人企业出于投机动机投资金融资产的概率平均增加约2.7%,经济意义较为显著。

(三) 差异性检验^①

以是否存在实际控制人进行均值t检验,根据检验结果可以看出,与有实际控制人的企业相比,无实际控制人企业的金融化程度更高,且二者的金融化差异在1%的水平上显著。差异性检验结果为无实际控制人促进企业金融化提供了初步证据。

(四) 相关性分析^②

相关性分析结果表明,两个金融化指标($Fin1/Fin2$)与控制权结构指标(NAC)均在1%的水平上显著正相关,说明无实际控制人与企业金融化之间是正相关关系,即相比于有实际控制人企业,无实际控制人企业的金融化程度更高。同时,其他变量之间的相关系数小于0.6,表明不存在共线性。

(五) 中介效应

前文的实证结果表明,无实际控制人对企业基于投机动机的金融化行为具有显著促进作用,接下来进一步检验这一现象的作用机理,构建中介效应模型(2)、模型(3),简洁起见,在模型中用 MED 代替中介变量内部控制(CON)和融资约束(KZ)。先构建以中介变量为被解释变量,以有无实际控制人(NAC)为解释变量的回归模型,再将中介变量作为解释变量放进模型(1)中对企业金融化程度进行回归。

$$MED = \alpha_0 + \alpha_1 NAC + \alpha_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$Fin = \beta_0 + \beta_1 NAC + \beta_1 MED + \beta_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

①篇幅限制,差异性检验结果未列示,留存备案。

②篇幅限制,相关性分析结果未列示,留存备案。

1. 无实际控制人、内部控制与企业金融化

据前文理论分析可知,无实际控制人能够通过降低内部控制质量来促进企业金融化。为验证这一路径,用迪博内部控制信息披露指数的自然对数作为衡量公司内部控制质量的变量(*CON*),内控指数越大,说明企业内部控制质量越高。

内部控制中介效应模型回归结果如表3所示,其中,列(1)为模型(2)包括核心解释变量(*NAC*)以及仅控制了行业和年份固定效应的回归结果,无实际控制人对内部控制的回归系数为-0.023,且在1%的水平上显著为负,列(2)为模型(2)加入全部控制变量的多元回归结果,回归系数为-0.019,在1%的水平上显著为负,表明无实际控制人对公司的内部控制有显著的负面影响。列(3)、列(4)是同时加入中介变量*CON*与核心解释变量无实际控制人*NAC*的模型(3)回归结果,核心解释变量无实际控制人的回归系数为0.059、0.008,分别在10%、1%的水平上显著为正。同时,中介变量内部控制(*CON*)在列在(3)、列(4)中的回归系数为-0.512和-0.005,分别在1%、10%的水平上显著为负。由此可以得出,内部控制在无实际控制人与金融化之间具有部分中介作用,即无实际控制人能够通过降低内部控制质量进而促进企业金融化,假设3得到证实。

2. 无实际控制人、融资约束与企业金融化

根据前文的理论分析,无实际控制人能够通过增加企业的融资约束促进企业金融化。为验证这一路径,本文用*KZ*指数来衡量企业的融资约束程度,*KZ*指数越大,说明企业的融资约束就越严重。

融资约束的中介效应模型回归结果如表3所示,其中,列(5)为模型(2)包括核心解释变量(*NAC*)以及仅控制了行业和年份固定效应的回归结果,无实际控制人对融资约束的回归系数为0.22,在5%的水平上显著,列(6)为模型(2)加入全部控制变量的多元回归结果,回归系数为0.173,且在1%的水平上显著,表明无实际控制人显著加剧了企业的融资约束。列(7)是同时加入中介变量*KZ*与核心解释变量无实际控制人*NAC*,且仅控制了行业和年份固定效应的模型(3)回归结果,核心解释变量无实际控制人的回归系数为0.096,在5%的水平上显著,列(8)加入全部控制变量后,无实际控制人的回归系数为0.064,仍在10%的水平上显著,而中介变量融资约束(*KZ*)在列(7)、列(8)中的回归系数分别为0.109和0.006,且在1%、10%的水平上显著。由此可以得出,融资约束在无实际控制人与金融化之间具有部分中介作用,即无实际控制人能够通过加剧融资约束进而促进企业金融化,假设4得到证实。

表3 中介效应检验结果

	内部控制中介效应				融资约束中介效应			
	(1) <i>CON</i>	(2) <i>CON</i>	(3) <i>Fin1</i>	(4) <i>Fin2</i>	(5) <i>KZ</i>	(6) <i>KZ</i>	(7) <i>Fin1</i>	(8) <i>Fin1</i>
<i>NAC</i>	-0.023 *** (-3.886)	-0.019 *** (-3.509)	0.059 * (1.665)	0.008 *** (2.712)	0.220 ** (2.337)	0.173 *** (2.866)	0.096 ** (2.319)	0.064 * (1.738)
<i>CON</i>			-0.512 *** (-12.152)	-0.005 * (-1.710)				
<i>KZ</i>							0.109 *** (34.310)	0.006 * (1.678)
<i>Constant</i>	6.547 *** (528.442)	5.872 *** (200.399)	3.168 *** (10.014)	0.221 *** (7.574)	0.376 (1.284)	6.095 *** (16.532)	-0.383 *** (-4.296)	-0.044 (-0.217)
<i>R</i> ²	0.053	0.127	0.206	0.144	0.095	0.569	0.054	0.193
样本量	23062	23061	23061	23061	20751	20748	20751	20750
企业数量	2496	2496	2496	2496	2481	2481	2481	2481
控制变量		控制	控制	控制		控制		控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

(六) 内生性检验^①

1. 金融化指标滞后一期

为避免因果倒置产生的内生性问题,本文使用滞后一期的金融渠道获利(*Fin11*)替代同期金融化指标重新进行回归。回归结果显示,无实际控制人 *NAC* 的回归系数仍然为正,且在 1% 的水平上显著,无实际控制人促进企业金融化的结论依然成立。

2. PSM 方法

为缓解由于样本自选择引起的内生性问题,本文采用倾向得分匹配方法(PSM),以是否存在实际控制人为因变量,以公司规模(*SIZE*)、盈利能力水平(*ROA*)、资产负债率(*Lev*)为自变量,使用 Logit 模型计算倾向值,选用最近邻匹配法按照 1:3 的比例对样本逐年进行匹配,然后再对匹配后的样本按照模型(1)进行回归。回归结果显示,无实际控制人(*NAC*)的系数仍在 1% 的水平上显著为正。这表明在控制了可能的内生性之后,无实际控制人与企业金融化之间依然存在显著的正相关关系,本文结论稳健。

3. 工具变量法

为增强研究结果的可靠度和可信性,采用工具变量法来解决模型可能存在的逆向因果导致的内生性问题。参照孙泽宇等关于多个大股东与企业金融化的研究中使用公司所处行业前一年中除本公司外其他公司的股权结构指标的均值作为工具变量的做法^[12],选取上市公司所处行业前一年除本公司外的无实际控制人企业数量作为工具变量。一方面,公司无实际控制人的股权结构模式有一定原因是出于同行业公司之间的模仿效应;另一方面,其他公司有无实际控制人对本公司的投资决策及金融化行为没有直接影响。因此,该工具变量的选择是合理的。并且,本文通过 Kleibergen-Paap LM 检验、Anderson-Rubin Wald 检验分别证实了工具变量的有效性以及工具变量与内生变量之间的强相关性。工具变量法结果显示,在排除了反向因果的内生性问题后,无实际控制人的系数仍在 1% 的水平上显著为正。

(七) 稳健性检验^②

为进一步确保研究结论的稳健性,本文还进行了以下三项稳健性检验。

1. 控制行业及年份固定效应

为解决可能存在的遗漏变量问题,有效控制其他可能影响研究对象的异质性问题,本文进一步控制行业固定效应和年份固定效应,同时固定了行业和年份的交叉项,对研究假设进行重新检验。回归结果显示,在控制了行业和年份后,解释变量 *NAC* 的估计系数分别为 0.086、0.009,在 5%、1% 的水平上显著,即无实际控制人对企业金融化的促进作用仍然成立,与前文的研究结论一致。

2. 替换被解释变量

为避免金融化的衡量方法造成的误差,进一步保证研究结果的可靠性,本文更换衡量企业金融化程度的方法再次进行检验,借鉴邵志浩等的研究思路^[11],重新构造企业金融化变量 *FIN1*:

$$FIN1 = \frac{\text{更广义的金融渠道获利} - \text{营业利润}}{|\text{营业利润}|}$$

其中,更广义的金融渠道获利包括投资收益、公允价值变动损益、其他综合收益。更换被解释变量后,无实际控制人(*NAC*)的回归系数为 0.127,在 1% 的水平上显著,即无实际控制人显著促进了企业金融化,与基准回归结果一致。

3. 改变样本区间

为避免新冠疫情对企业金融资产投资的影响,剔除 2020 年、2021 年、2022 年三年的数据后再进行回归,结果显示,*NAC* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,说明无实际控制人与企业金融化行为之间

^①限于篇幅,内生性检验结果未列示,留存备案。

^②限于篇幅,稳健性检验结果未列示,留存备案。

的关系不是受到新冠疫情等偶发性事件影响的短期现象,而是具有其他深层次原因的长期规律,进一步增强了本研究的价值性及结论的稳健性。

六、进一步研究

(一) 有实控人公司转变为无实控人时企业金融化的变化^①

为进一步考察实际控制人由有到无变更前后差异对企业金融化的影响,本文仅针对由有实控人转变为无实控人的企业进行实证研究。保留由实际控制人公司变更为无实际控制人公司的样本,运用 T 检验的方法比较 181 家企业有实际控制人时期与转换成无实际控制人后的金融化差异,检验结果表明,金融渠道获利(*Fin1*)和金融资产持有程度指标(*Fin2*)的均值差异分别在 5%、1% 的水平上显著,表明公司变更为无实际控制人后,存在更多的金融资产投资和金融渠道获利的金融化行为,与前文的研究结论相符合。并且,与整体样本的差异性检验结果相比,由有实控人转变为无实控人企业的差异绝对值更大,说明相比于未发生过转换的企业,在由有实控人转换为无实控人的企业中,无实控人对金融化的促进作用更明显。

(二) 异质性分析

1. 机构投资者持股对无实际控制人与企业金融化的影响

作为资本市场服务实体经济的重要主体,机构投资者具有专业的信息收集、处理与判断技能,出于对更好投资业绩的追求,更有动机监督公司决策,改善公司治理,从而吸引外部中小投资者的关注和投资,缓解融资约束。因此,当机构投资者的持股比例较低时,可以预期企业具有较差的治理状况和融资环境,无实际控制人对企业金融化的促进作用会更强。本文根据机构投资者持股比例的中位数进行分组回归,结果见表 4。由回归结果可知,机构投资者持股比例低的一组,*NAC* 的系数显著为正,而在机构投资者持股比例高的一组中,*NAC* 的系数的显著性不高。这证实了无实际控制人对企业金融化的促进作用在机构投资者持股比例低的企业中更加明显。

表 4 异质性分析结果

	基于投资者持股比例的检验				基于行业竞争程度的检验			
	机构投资者持股低		机构投资者持股比例高		垄断行业		竞争行业	
	(1) <i>Fin1</i>	(2) <i>Fin2</i>	(3) <i>Fin1</i>	(4) <i>Fin2</i>	(1) <i>Fin1</i>	(2) <i>Fin2</i>	(3) <i>Fin1</i>	(4) <i>Fin2</i>
<i>NAC</i>	0.104 *** (3.454)	0.023 *** (6.403)	0.046 (1.403)	0.009 ** (2.196)	0.100 (0.759)	0.003 (0.187)	0.081 *** (3.621)	0.017 *** (6.292)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	-0.121 (-0.640)	-0.151 *** (-6.862)	-0.990 *** (-8.231)	-0.016 (-1.119)	-0.867 ** (-2.193)	0.084 ** (2.006)	-0.694 *** (-6.405)	-0.075 *** (-5.726)
样本量	16248	16247	18465	18465	2419	2419	32293	32293
<i>R</i> ²	0.295	0.101	0.204	0.073	0.225	0.116	0.257	0.079

2. 行业竞争程度对无实际控制人企业金融化的影响

为进一步探讨企业所处行业的竞争程度对企业金融化的影响,参考 Yue 等关于垄断行业与竞争行业的划分标准^[30],航空运输业、铁路运输业、水上运输业、邮政业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电信、广播电视和卫星传输服务业、石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、水的生产和供应业、电力、热力生产和供应业为垄断行业,其他行业为竞争行业。按照上述标准将样本分为竞争行业和垄断行业两组,分别进行回归,以检验不同行业类型下,无实际控制人对实体企业金融化的影响。回归结果见表 4,垄断行业样本组中,解释变量 *NAC* 的系数虽然均为正数,但不显著,而竞争行业

^①篇幅限制,检验结果未列示,留存备索。

样本组中,解释变量 NAC 的系数为正,且均在 1% 的水平上显著。这表明在竞争行业中,激烈的竞争使行业中的领头企业更新换代较频繁,企业发展的不确定性高,因此企业出于流动性和逐利动机会持有更多可逆性强的金融资产,无实际控制人对企业金融化的促进作用也就更显著。

七、结论性评述

本文选用 2010—2022 年 A 股非金融业上市公司作为样本,研究了无实际控制人的控制权结构对实体企业金融化的影响及其作用机制。实证结果表明,无实际控制人对实体企业金融化具有显著的促进作用。本结论在经过一系列内生性以及稳健性检验后仍然成立。基于金融资产的“投资替代”效应和“蓄水池”效应,进一步考虑无实际控制人促进企业金融化的具体动机,实证表明无实际控制人更倾向于促进投机性金融化。另外,通过中介效应模型验证了无实际控制人促进企业金融化的两条路径,即无实际控制人通过降低企业的内部控制质量和加剧融资约束来促进企业的金融化行为。进一步研究由有实际控制人转变为无实际控制人企业的控制权变动前后的差异发现,转换成无实际控制人后,企业的金融化行为显著增加。异质性分析表明,在高竞争行业及机构投资者持股比例低的企业中,无实际控制人对企业金融化的促进作用更显著。

本文结论对政府部门监管机构以及无实际控制人企业的管理者都具有一定的启示意义:政府部门及相关监管机构应有意识并针对性地对无实际控制人这一控制权结构的特征进行研究,通过完善相关法律法规、完善法人治理结构,对逃避相关法规所形成无实际控制人的上市公司进行严格监管。第一,可以通过完善相关法规来弥补无实际控制人企业缺少实际控制人而无法对其进行监管或追责的问题。如通过指定董事长、财务总监等重要岗位的负责人或前三大股东为视同实际控制人,承担起实际控制人的责任,从而降低对无实际控制人企业的监管难度。第二,对无实际控制人企业执行更加严格的监管,重点关注其投资结构,可以针对无实际控制人的实体企业设置过度金融化的预警指标。第三,改善实体企业的融资环境,缓解无实际控制人实体企业的融资约束,使金融更好地服务实体经济。无实际控制人企业应该合理安排资金,理性投资金融资产。一方面,要以企业的长期发展为重,谨慎对待高风险、高收益的长期金融资产投资,合理利用短期金融资产,发挥其预防储蓄的作用,实现金融服务实体经济。另一方面,发挥内部股东间的监督作用,健全公司的治理机制,提高内部控制质量,强化对高管权力的约束,降低由于代理问题带来的企业过度金融化。

参考文献:

- [1]程婧,陶益清,臧日宏.控制权转移与企业金融化——来自 A 股民营企业的证据[J].经济问题,2024(6):58-67.
- [2]Demir F. Capital market imperfections and financialization of real sectors in emerging markets: Private investment and cash flow relationship revisited[J]. World Development, 2009,37(5):953-964.
- [3]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.
- [4]章贵桥,杨佳慧.企业金融化、政府行为与创新质量[J].研究与发展管理,2023(5):59-71.
- [5]朱冠平,熊家财,彭涛.企业金融化、风险承担水平与商业信用融资[J].商业研究,2022(6):125-133.
- [6]彭俞超,韩珣,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]刘佳伟,周中胜.企业无实际控制人与审计收费[J].审计研究,2021(3):51-61.
- [8]王晔,王世鹏,刘琳.无实际控制人对上市公司研发强度与成长性的影响研究[J].经济问题,2021(12):53-58.
- [9]吴国鼎.实际控制人持股水平、行业竞争性与企业绩效[J].当代经济科学,2015(4):100-109.
- [10]干胜道,王杭,陈彦琼.无实际控制人上市公司高管薪酬粘性探讨[J].改革,2020(3):150-159.
- [11]邵志浩,尚婷婷,才国伟.大股东控制对企业金融化的影响研究[J].管理学报,2023(5):780-788.
- [12]孙泽宇,齐保垒.多个大股东与企业金融化[J].管理工程学报,2022(3):62-77.
- [13]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.
- [14] 徐筱凤,李寿喜,黄学鹏. 实际控制人、高管激励与上市公司违规行为[J]. 世界经济文汇,2019(5):90-101.
- [15] 顾小龙,刘婷. 实际控制人所有权、支持机制与股价崩盘风险[J]. 山西财经大学学报,2020(9):99-111.
- [16] 毕立华,罗党论. 无实际控制人与中小投资者保护——来自中国资本市场的经验证据[J]. 金融经济研究 2021(6):113-129.
- [17] Orhangazi O. 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] Dumenil G, Levy D. The real and financial components of profitability (United States, 1952—2000)[J]. Review of Radical Political Economics, 2004, 36(1): 82-110.
- [19] 余怒涛,张华玉,刘昊. 非控股大股东与企业金融化:蓄水池还是套利工具[J]. 南开管理评论,2023(2):96-107.
- [20] 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.
- [21] 孙江永,刘真,李淑云. 贸易政策不确定性、对外贸易市场集中度与实体企业金融化[J]. 世界经济研究,2023(10):77-88.
- [22] 赵彦锋. 实际控制人境外居留权会加剧实体企业金融化吗? [J]. 中南财经政法大学学报,2021(2):65-78.
- [23] 杜勇,谢瑾,陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济,2019(5):136-154.
- [24] 凌华,王璇. 董事会非正式层级与企业金融化[J]. 审计与经济研究,2023(5):119-127.
- [25] 王雪标,祝伟展. CEO 管理能力与实体企业金融化[J]. 软科学,2023(5):71-76.
- [26] 翟小芳,宋云玲. 管理层预测能力与企业金融化[J]. 证券市场导报,2023(2):29-39.
- [27] Baud C, Durand C. Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers[J]. Socio-Economic Review,2012, 10(2):241-266.
- [28] 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.
- [29] 田昆儒,李颜苏,薛坤坤. 无实际控制人与盈余价值相关性[J]. 经济管理,2024(6):143-163.
- [30] Yue X M, Li S, Sicular T. High incomes in monopoly industries: A discussion[J]. Social Science in China, 2011,32(2):178-196.

[责任编辑:苗竹青]

Control Structure and the Financialization of Enterprises

CHEN Jian, CHEN Xiaoyu, JIA Jun

(School of Economics and Management, Xi'an Technological University, Xi'an 710021, China)

Abstract: This paper selects Chinese listed companies from 2010 to 2022 as samples to study the influence of no actual controller on financialization of entity enterprises and its mechanism from the perspective of control structure. The empirical results show that the control structure without actual controllers play a significant role in promoting the financialization of the entity enterprises. At the same time, considering the two main motivations of corporate financialization, saving motivation and speculative motivation, the study finds that people without actual control are more inclined to promote speculative financialization. In addition, the intermediary effect model verified that noactual controller promotes the financialization of enterprises by reducing the quality of internal control and intensifying financial constraints. Further, a separate study on the sample of companies with actual controller changed to no actual controller found that after the company changed to no actual controller, there are more financialization behaviors of financial asset investment and financial channel profit. Moreover, the promotion effect of no actual controller on corporate financialization is more significant in the samples with low proportion of institutional investors. This conclusion provides a new way of thinking for the research on the factors affecting the financialization of Chinese enterprises and the motivation of financialization, and provides policy inspiration for improving corporate governance and effectively preventing excessive financialization of enterprises.

Key Words: control structure;no actual controller; financialization of enterprise; speculative motivation; saving motivation; internal control; financing constraints