

内部控制审计能否有效抑制企业过度金融化？

吴 茜

上海工程技术大学管理学院，上海

收稿日期：2023年7月5日；录用日期：2023年8月12日；发布日期：2023年8月21日

摘 要

企业金融化行为因时常伴有逐利动机，一直备受关注。鉴于此，以2009~2020年沪深A股上市公司企业过度金融化为研究对象，实证拟合出最优金融资产配置水平，得到企业过度金融化水平，并实证检验了企业进行内部控制审计对过度金融化水平的治理效应。研究发现：企业进行内部控制审计能够显著抑制过度金融化水平，且考虑倾向得分匹配、替换关键变量的稳健性检验后研究结论依然稳健。进一步研究发现在企业信息透明度高的环境下，即信息不对称程度低、分析师关注度高的背景下内部控制审计对企业过度金融化行为的治理效应更显著。研究结论不仅为内部控制审计的公司治理效应提供了直接的经验证据，同时也对如何约束企业过度金融化行为从而促使资本市场长期健康平稳发展具有重要启示。

关键词

内部控制审计，金融化，脱实向虚，信息透明度

Can Internal Control Audit Effectively Inhibit Excessive Financialization of Enterprises?

Xi Wu

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Jul. 5th, 2023; accepted: Aug. 12th, 2023; published: Aug. 21st, 2023

Abstract

Corporate financialization behavior has been concerned because it is often accompanied by profit motive. In view of this, taking the excessive finance of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2009 to 2020 as the research object, the optimal financial asset allocation level is empirically fitted to obtain the excessive financialization level of enterprises, and the governance effect of internal control audit of enterprises on the excessive financialization level is empirically tested. It is found that the internal control audit of enterprises can significantly restrain the level

of excessive financialization, and the research conclusion is still robust after considering the robustness test of propensity score matching and replacement of key variables. Further research finds that in the context of high corporate information transparency, that is, low information asymmetry and high analyst attention, internal control audit has a more significant governance effect on excessive financialization behavior of enterprises. The research conclusion not only provides direct empirical evidence for the corporate governance effect of internal control audit, but also has important implications for how to restrain the excessive financialization behavior of enterprises so as to promote the long-term healthy and stable development of the capital market.

Keywords

Internal Control Audit, Financialization, Out of Solid to Virtual, Information Transparency

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

近年来,部分实体企业“脱实向虚”的浪潮逐年高涨,过度金融化不但会导致实体经济空心化,造成虚拟经济过度膨胀,还会引发经济系统的不稳定。2018年4月19日人民银行、银保监会、证监会发布了《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》(简称“指导意见”),旨在进一步规范上市公司的投资金融机构行为,促进资本市场长期健康稳定发展。该项指导意见的出台一定程度上使得企业过度金融化的行为得到缓解,但企业“脱实向虚”现象仍然非常普遍。CSMAR 数据统计显示,我国 A 股上市公司企业金融资产配置金额自 2009 年的 8109.93 亿元递增至 2021 年的 80444.97 亿元。因此,研究企业过度金融化的及其影响因素,不仅具有学术价值,对于改善公司治理、稳定经济系统、促进我国资本市场健康发展也具有重要的现实意义。

由于企业金融化现象频繁发生,学术界围绕企业“脱实向虚”这一行为进行了大量的研究。学界认为企业金融化的动机有两类,一类是“预防性”动机,这类动机被普遍认为有利于企业长远发展,另一类是“逐利”动机,不利于企业发展。如果企业配置金融资产是出于“逐利动机”,会导致企业利润的质量和稳定性出现波动,并且对实体投资的“挤出效应”也会降低企业持续获利能力,导致公司价值的降低[1]。针对公司金融资产配置的影响因素,现有研究主要聚焦于宏观背景和企业内部治理两方面。宏观背景方面,经济全球化[2]、货币之间的汇率兑换不确定性[3]、贷款利率下限管制[4]、宽松的货币政策会对企业金融资产配置具有重要影响。企业内部治理方面,股权结构[5]、价值观念[6][7]、投融资效率、客户集中度[8]、高管偏好。然而,鲜有文献从外部治理机制的角度考虑对企业金融化的影响因素。2010 年 4 月,我国财政部等发布了的《企业内部控制配套指引》(简称:指引),该《指引》要求上市公司每年度披露内部控制评价报告,并且需要聘请会计师事务所对自我评价报告出具审计意见,与美国 COSO 委员会的《内部控制 - 整合框架》有所不同的是,我国在披露财务报告内部控制评价的基础上,进一步要求上市公司披露非财务报告内部控制评价,即从审计视角和公司管理视角对内部控制进行评价。这标志着,内部控制审计作为一种外部治理机制被正式引入上市公司治理体系。那么,内部控制审计能否有助于抑制企业过度金融化行为呢?

鉴于以上分析,本文以 2009~2020 年沪深 A 股上市公司企业过度金融化为研究对象,通过手工合并

计算企业金融资产,采用 OLS 回归拟合出企业最优金融资产水平,区分企业金融化动机,进而实证检验内部控制审计对企业过度金融化的影响效应。研究表明,内部控制审计能够有效抑制企业过度金融化,进一步研究表明,信息不对称程度低,分析师关注度高的情况下内部控制审计对企业过度金融化的治理效应更显著。以上实证为内部控制审计作为一项有效的外部治理机制提供了更充分的证据支持。

本文可能的贡献在于:1) 企业金融化一直是学者们研究的热点问题,但是鲜有文献基于外部治理机制的视角探讨企业过度金融化的治理措施,本文对这一问题深入研究,拓展了企业金融化治理措施的研究方向,为近年来推行的内部控制审计制度提供坚实的理论基础。2) 不同于现有研究实证中同质化企业金融资产配置动机,本文进一步区分了企业过度金融化的动机,在实证中利用 OLS 模型计算得到过度金融化指标,并将研究重点放在“逐利动机”中的过度金融化上,区别对待不同程度的金融资产配置。3) 本文的研究结论具有重要的现实意义,尽管 2018 年以来我国证监会对企业金融资产配置出台了多项指导意见,旨在进一步规范企业金融化行为,加大了对企业“脱实向虚”行为的监管,但对于企业出于更加隐蔽的“逐利动机”而导致的过度金融化行为仍缺乏有效的治理机制。本文研究发现内部控制审计有助于抑制企业过度金融化行为,从而有效弥补了现实中监管机构监督的不足,也为完善公司治理机制、规范公司内部治理结构以及促进我国经济体系的平稳发展具有重要意义。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 企业过度金融化的动因、影响因素和经济后果

在企业金融化动因研究方面,持有金融化主要动机有两类。“预防性”动机表现为企业对交易性金融资产和现金等的配置,也被称为“蓄水池”动机,主要目的是预防未来现金不足而进行必要的金融资产储备。这类动机能够有效促使企业规避面临融资约束和流动性不足而导致的风险。“逐利”动机更多是实体企业由于实业环境、金融市场的不稳定,受到来自金融和房地产行业高暴利的驱使,通过各种方式进入这两个行业,以期获取超额收益的行为动机[9]。“逐利”动机下,由于房地产相对价格的上升,实体企业受乐观预期的驱使会显著增加金融资产的配置,降低实体投资,对原始主营业务产生“资本挤出效应”的后果[10]。

在金融化影响因素研究方面,现有研究认为主要分为内部因素和外部因素。在内部因素方面,管理者的行为因素是主要研究方向。具有投行业务经历、拥有境外居留权[11]的高管会优先获取信息渠道,强化企业对金融资产配置的偏好。在股权配置中引入非国有股东[12]、合理进行股权激励会强化对管理层的监督,促使其与公司目标一致,有助于抑制企业过度金融化行为。在外部因素方面,学者主要从宏观环境层面、企业社会责任等角度进行研究。例如,经济政策不确定性会导致市场风险上升,降低金融资产的价值,从而从金融资产自身层面降低企业配置金融资产的偏好。步晓宁等(2020) [13]认为产业振兴规划的政策有利于缓解企业融资约束,显著提升企业金融化资产配置比例。

关于企业金融化的经济后果,已有大量文献基于微、中、宏观三个视角进行研究。从微观视角来看,企业过度金融化不仅会显著抑制技术创新投入,导致产出的降低,还会加剧管理者短视,错失长期投资的利好机会[14]。从中观层面来看,过度金融化会加剧资产泡沫化,削弱制造业的发展势头,导致制造业企业“空心化” [9] [15]。宏观经济层面,金融化会促使虚拟经济从实体经济中抽取资金,并且在虚拟经济中空转,加剧宏观经济波动,导致地区经济发展不平衡。

通过对已有文献的梳理,目前学者将视角主要集中于企业金融化动机、经济后果与资本市场方面的研究,但鲜有研究内部控制审计对企业金融化的影响。因此,本文在借鉴已有相关企业金融化的文章基础上,进一步考察企业内部控制审计与企业过度金融化的关系。

2.2. 内部控制审计与企业过度金融化

内部控制审计是通过对于内部控制管理制度的审查分析各过程进行严格监督,评价内部控制可靠程度,并对内部控制有效性进行评估的现代审计方式。内部控制审计,对于改善企业经营管理方式,提高公司治理效能,具有重要意义。并且可以通过客观独立的审计方式,对内部控制的有效运行起到推动作用[16]。

在财务报表和非财务报表方面,内部控制审计的监督作用都有所体现。在非财务报表方面通过对公司进行内部控制审计,有利于提高企业加强内部控制建设的风险意识,减少内控不良风险对公司正常发展的影响,进而降低企业进行高风险交易行为的可能性[17]。公司管理层的盈余管理行为,常常损害企业的盈余质量,内部控制则相对有效地减少了这一方面的损害[18]。同时进行内部控制审计的审计师进行审计时,为了避免因发表不合适的审计意见而产生审计风险的危害,会通过更加审慎态度对待内部控制审计,而审计师的这一行为会进一步促使企业完善内控制度,加强内控制度的建设[19]。

良好的内控制度会进一步限制高管投资在短期内拥有高额回报的金融行业等企业及过度金融化行为。有效的内部控制,通过平衡企业内部的利益相关者,约束管理层的自利行为,避免企业管理层因短视而造成的机会主义行为倾向,减缓其寻求私利的动机[20]。良好的内部控制是保证企业高质量运行,缓解信息不对称方法的重要方式[21]。另一方面,内部控制制度可以有效地减轻上述委托代理问题和信息不对称问题造成的经营风险和财务风险,提升企业金融化被发现的可能性。综上分析,本文提出假设 1:

假设 1:在其他条件不变的情况下,企业进行内部控制审计能够有效抑制过度金融化行为。

3. 研究设计

3.1. 样本选择和数据来源

本文数据主要来源于 CSMAR 数据库。本文选取 2009~2020 年沪深 A 股上市公司金融资产配置为研究样本,之所以选择 2009 年为样本起始点,是由于 2008 年发生全球金融危机,并且同年我国出台《企业内部控制基本规范》并于次年开始实施,因此,以 2009 年作为起始点的研究样本更具有-般性。经过剔除金融保险行业类、ST 公司和主要变量缺失的样本后,进一步为避免极端值的影响,对连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行缩尾处理。最终获得 20,094 个观测值。

3.2. 变量界定

3.2.1. 过度金融化(Exfin)

借鉴已有研究[22],利用交易性金融资产、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、发放贷款及垫款净额、衍生金融工具、长期股权投资、投资性房地产净额的合计数作为企业金融资产配置的代理变量。实体企业金融化涉及两类不同动机,分别是“预防性”动机和“逐利”动机。作为一种投资行为[23],企业管理层对于金融化需要把握一个度。对于一家上市公司来说,持有一定的金融资产有利于公司资金管理,在资金充足的时候适当配置金融资产,在资金匮乏的时候出售金融资产[1],这能匹配企业的合理资金需求,促使企业长期发展。但对金融资产的配置不能过度,毫无限制地配置金融资产会影响企业主营业务的发展,对实体投资产生“挤出效应”[9],抑制企业长远发展。因此,对于企业来说存在最优金融资产持有水平。借鉴 Richardson (2006) [24] 和黄贤环等(2019) [23],本文以上年金融资产配置情况、成长能力、偿债能力、现金流量、企业规模、成立年龄、以及盈利能力构建 OLS 模型,拟合出实体企业最优金融资产配置比例:

$$\begin{aligned} \text{Fin}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Fin}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Growth}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{Lev}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{CashFlow}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{Size}_{i,t-1} \\ & + \alpha_6 \text{Age}_{i,t-1} + \alpha_7 \text{ROA}_{i,t-1} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中, $Fin_{i,t}$ 通过交易性金融资产、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、发放贷款及垫款净额、衍生金融工具、长期股权投资、投资性房地产净额合计数除以当期资产合计数计算所得, 是当期实体企业金融化程度。 $Fin_{i,t-1}$ 是上年企业金融化程度, $Growth_{i,t-1}$ 表示企业上年成长能力(上年营业收入增长率); $Lev_{i,t-1}$ 表示企业上年偿债能力(上年资产负债率); $CashFlow_{i,t-1}$ 表示企业上年营业现金流状况(上年经营现金净流量); $Size_{i,t-1}$ 表示企业上年资产规模(上年资产总额的自然对数); $Age_{i,t-1}$ 表示企业上市年龄(上年年份与上市年份的差取对数后加一); $ROA_{i,t-1}$ 表示企业上年盈利能力(上年总资产报酬率), 同时控制行业 and 年份固定效应。

利用模型(1)回归拟合出实体企业最优金融资产配置比例, 并且利用企业实际金融化资产配置比例与最优金融资产配置比例的差额作为实体企业过度金融资产配置比例的代理变量, 即过度金融化(Exfin), 其值越大, 表示企业过度持有金融资产的比例越大。

3.2.2. 内部控制审计(ICA)

借鉴雷英等(2013) [25]的研究, 如果公司当年披露了内部控制审计报告, 则赋值为 1, 否则为 0。ICA 表示上市公司是否在当年进行了内部控制审计。

3.2.3. 控制变量

本文控制变量包括公司特征变量: 总资产净利率(ROA)、发展能力(Dev)、盈利波动性(Earn)、现金持有水平(Cash)、流通股变化(Outshare)、投资收益波动(ROI); 公司治理特征变量: 融资约束(SA)、股东换手率(Turnover)、资本密集度(Capital)、股票收益波动性(Sdret)、董事会独立性(Indd)。此外, 本文控制了年度和行业固定效应, 并且进一步对标准误进行公司层面的聚类调整。具体变量定义见表 1。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	过度金融化	Exfin	企业实际金融资产配置比例, 利用 OLS 模型(1)拟合得到的企业最优金融资产配置
解释变量	内部控制审计	ICA	如果公司当年披露了内部控制审计报告, 则赋值为 1, 否则为 0
	总资产净利率	ROA	净利润/期末总资产
	发展能力	Dev	经行业调整后经营活动产生的现金净流量增长率
公司特征	盈利波动性	Earn	经行业调整后三年滚动营业利润率的标准差
变量	现金持有水平	Cash	企业年末持有的现金及现金等价物总额/期末资产
	流通股变化	Outshare	年度期末流通股变化总额取自然对数
	投资收益波动	ROI	经行业调整后投资收益率三个年度的滚动标准差
	融资约束	SA	$-0.737 \times \text{期末资产总额} + 0.043 \times \text{期末资产总额的平方} - 0.04 \times \text{企业年龄}$
治理特征	股东换手率	Turnover	流通股本当期日均换手率
变量	资本密集度	Capital	固定资产净额/期末资产
	股票收益波动性	Sdret	个股日收益率波动的标准差
	董事会独立性	Indd	独立董事人数/董事会总人数
	年份	Year	年度固定效应
	行业	Industry	行业固定效应, 根据证监会 2012 年行业分类标准

3.3. 模型设计

为验证企业内部控制审计能够有效抑制企业过度金融化的行为，构建模型(2)：

$$\text{Exfin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{ICA}_{i,t} + \beta \times \text{Controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，被解释变量 **Exfin** 代表企业过度金融化水平，解释变量 **ICA** 代表企业是否进行内部控制审计，**Controls** 表示控制变量，包括公司特征变量：总资产净利率(ROA)、发展能力(Dev)、盈利波动性(Earn)、现金持有水平(Cash)、流通股变化(Outshare)、投资收益波动(ROI)、融资约束(SA)；以及公司治理特征变量：股东换手率(Turnover)、资本密集度(Capital)、股票收益波动性(Sdret)、董事会独立性(Indd)。此外，本文进一步控制年度(Year)、行业(Industry)固定效应， ε 是随机扰动项。

3.4. 描述性统计及单变量检验

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计分析结果，衡量企业过度金融化的指标 **EXfin** 均值为 0.001，中位数是-0.016，最大值为 0.224，说明样本中的过度金融化之间存在着一定的差异，并且一部分实体企业过度金融化情况严重。内部控制审计(ICA)均值为 0.703，表明近年来我国上市公司主动进行内部控制审计的比重加大。其他控制变量的统计结果也与现有研究结论基本一致，分布在合理范围内。

为了更加直观地显示内部控制审计与企业过度金融化之间的关系，本文以企业是否进行内部控制审计进行分组，比较这两“逐利”动机类公司的过度金融化程度，并进行差异检验。表 3 报告了单变量检验结果：未进行内部控制审计的企业过度金融化程度(Exfin)均值和中位数分别为 0.003、-0.015，均高于进行内部控制审计组企业过度金融化程度(0.000 和 -0.016)。通过对两者差异进行 T 检验和 Z 检验，结果均在 1%水平上显著。以上结果初步证明，进行内部控制审计的上市公司拥有较低的过度金融化程度；基于过度金融化的中位数、均值检验也表明，是否进行内部控制审计组之间存在显著差异。综上所述，初步证实了内部控制审计对企业过度金融化水平有积极的抑制作用，支持了本文的假设 1。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Exfin	20,094	0.001	0.059	-0.102	-0.016	0.224
ICA	20,094	0.703	0.457	0.000	1.000	1.000
ROA	20,094	0.032	0.066	-0.313	0.032	0.194
Dev	20,094	-0.030	0.314	-1.026	0.014	0.687
Earn	20,094	0.015	0.016	0.001	0.010	0.093
Cash	20,094	0.144	0.104	0.009	0.117	0.515
Outshare	20,094	-1.296	1.266	-5.145	-1.219	1.534
ROI	20,094	0.024	0.021	0.002	0.019	0.151
SA	20,094	-3.803	0.243	-4.377	-3.810	-3.037
Turnover	20,094	2.272	1.696	0.206	1.787	8.287
Capital	20,094	0.224	0.171	0.002	0.187	0.729
Sdret	20,094	0.002	0.002	0.000	0.002	0.013
Indd	20,094	37.420	5.409	31.250	35.710	57.140

Table 3. Univariate analysis
表 3. 单变量分析

变量名	ICA = 0 (N = 5968)		ICA = 1 (N = 14126)		单变量分析	
	均值	中位数	均值	中位数	T 检验	Z 检验
Exfin	0.003	-0.015	0.000	-0.016	6.888***	0.003***
ROA	0.029	0.033	0.033	0.032	2.106	-0.003***
Dev	-0.043	0.000	-0.025	0.026	25.340***	-0.018***
Earn	0.015	0.010	0.015	0.010	11.538***	0.000
Cash	0.148	0.121	0.142	0.116	5.950**	0.005***
Outshare	-1.071	-1.054	-1.392	-1.288	162.622***	0.321***
ROI	0.024	0.019	0.023	0.019	10.173***	0.001**
SA	-3.737	-3.740	-3.832	-3.844	685.599***	0.095***
Turnover	2.708	2.307	2.088	1.596	556.500***	0.620***
Capital	0.218	0.186	0.227	0.187	0.095	-0.009***
Sdret	0.003	0.003	0.002	0.002	1196.588***	0.001***
Indd	37.310	33.330	37.470	36.360	8.714***	-0.155*

注：*、**和***分别为 10%、5%和 1%水平上显著。

4. 实证结果与分析

4.1. 内部控制审计与企业过度金融化的回归结果

为进一步考察内部控制审计与企业过度金融化的关系，本文对模型(2)进行回归检验。为了控制可能存在的异方差或自相关问题，实证过程中对标准误在公司层面进行聚类调整，并逐步控制年份、行业固定效应，回归结果如表 4 所示。表中列(1)内部控制审计(ICA)对企业过度金融化(Exfin)的回归系数为-0.003，且在 1%水平上显著；列(2)控制了年度、行业固定效应，ICA 的回归系数依然在 1%水平上显著为负。实证结果表明内部控制审计与企业过度金融化程度之间保持了显著的负相关关系，支持了本文的假设 1，即企业进行内部控制审计有助于抑制企业过度金融化的行为。

综上，对模型(2)的回归结果显示，企业进行内部控制审计对企业过度金融化的行为存在显著的抑制作用，且控制年度、行业固定效应后依然存在。回归结果表明，企业进行内部控制审计有助于督促管理者积极履职，使得管理者在企业资金富余时不盲目追求报表利润而进行配置过度的金融资产。

Table 4. Empirical result
表 4. 实证结果

变量	(1)	(2)
	Exfin	Exfin
ICA	-0.003*** (-2.78)	-0.004*** (-3.35)
ROA	0.057*** (8.99)	0.053*** (5.41)
Dev	0.010*** (7.44)	0.003** (2.05)

Continued

Earn	0.150 ^{***}	-0.048
	(5.68)	(-1.23)
Cash	-0.077 ^{***}	-0.087 ^{***}
	(-18.48)	(-11.89)
Outshare	-0.001	-0.000
	(-1.58)	(-0.26)
ROI	-0.019	0.019
	(-0.98)	(0.63)
SA	-0.006 ^{***}	0.001
	(-3.57)	(0.44)
Turnover	0.000 [*]	0.001 [*]
	(1.70)	(1.82)
Capital	-0.080 ^{***}	-0.100 ^{***}
	(-31.49)	(-14.91)
Sdret	0.628 ^{***}	1.113 ^{***}
	(2.78)	(4.13)
Indd	0.000 ^{**}	0.000
	(2.07)	(1.41)
Constant	-0.004	0.031 ^{**}
	(-0.52)	(2.29)
Year & Industry	No	Yes
Cluster	No	Yes
R-squared	0.057	0.124
N	20,094	20,093

注：1) 括号内为 t 值；2) ^{***}、^{**}、^{*}分别为 1%、5%、10%水平上显著；3) 标准误经过公司层面聚类调整(下同)。

4.2. 稳健性检验

为解决可能存在的内生性问题、保证文章结论的稳健性，参考已有研究，采用倾向得分匹配等方法进行稳健性检验。

4.2.1. 倾向得分匹配(PSM)

为了更好地控制其他因素对内部控制审计与过度金融化之间关系的影响，检验是否存在内生性，本文采用倾向得分匹配(PSM)的方法：首先，通过未进行内部控制审计的样本中筛选与进行了内部控制审计的公司控制变量等指标特征相似的企业；第二步，对筛选后的样本再次回归，结果在表 5 和表 6 中列示。通过表 5 可以看出，在结果倾向匹配筛选后，原来样本间的显著差异下降，内生性得到控制。表 6 列(2)为配对后的回归结果，可以得到，列(2)的内部控制审计(ICA)的回归系数仍然在 1%水平上显著为负，与 OLS 模型下回归结果列(1)结论一致。

Table 5. PSM parallelism hypothesis testing
表 5. PSM 平行性假设检验

变量	匹配	均值		标准偏差	标准偏差	T 检验	
		处理组	对照组	%	降低幅度%	T 值	P 值
ROA	U	0.033	0.029	4.90		3.330	0.001
	M	0.033	0.034	-2.40	51.20	-2.100	0.035
Dev	U	-0.025	-0.043	5.50		3.620	0.000
	M	-0.025	-0.016	-2.90	47.00	-2.560	0.010
Earn	U	0.015	0.015	-2.10		-1.320	0.187
	M	0.015	0.014	4.20	-104.20	3.600	0.000
Cash	U	0.142	0.148	-5.00		-3.260	0.001
	M	0.142	0.144	-1.50	69.40	-1.300	0.193
Outshare	U	-1.392	-1.071	-25.20		-16.540	0.000
	M	-1.391	-1.461	5.50	78.00	4.770	0.000
ROI	U	0.023	0.024	-3.20		-2.060	0.040
	M	0.023	0.024	-0.90	72.00	-0.760	0.445
SA	U	-3.832	-3.736	-41.30		-25.800	0.000
	M	-3.831	-3.826	-2.30	94.40	-1.940	0.053
Turnover	U	2.088	2.708	-36.50		-24.020	0.000
	M	2.088	2.088	0.00	99.90	0.020	0.981
Capital	U	0.227	0.218	5.30		3.400	0.001
	M	0.227	0.218	5.30	0.70	4.490	0.000
Sdret	U	0.002	0.003	-53.80		-36.530	0.000
	M	0.002	0.002	-6.70	87.50	-6.590	0.000
Indd	U	37.470	37.310	2.90		1.860	0.063
	M	37.460	37.690	-4.30	-47.60	-3.530	0.000

Table 6. PSM model
表 6. PSM 模型

变量	(1)	(2)
	ols	psm_ols
ICA	-0.00370***	-0.00368***
	(-3.35)	(-3.32)
ROA	0.0534***	0.0532***
	(5.41)	(5.39)
Dev	0.00324*	0.00322*
	(2.05)	(2.03)
Earn	-0.0477	-0.0464
	(-1.23)	(-1.19)
Cash	-0.0866***	-0.0863***
	(-11.89)	(-11.86)

Continued

Outshare	−0.0000928 (−0.26)	−0.000112 (−0.31)
ROI	0.0191 (0.63)	0.0194 (0.63)
SA	0.00145 (0.44)	0.00141 (0.43)
Turnover	0.000744 (1.82)	0.000747 (1.83)
Capital	−0.0995*** (−14.91)	−0.0992*** (−14.95)
Sdret	1.113*** (4.13)	1.116*** (4.13)
Indd	0.00018 (1.41)	0.000178 (1.39)
Constant	0.0311* (2.29)	0.0309* (2.26)
Year & Industry	Yes	Yes
Cluster	Yes	Yes
adj. R-sq	0.119	0.119
N	20,093	20,072

4.2.2. 替换关键变量

在主检验中, 本文采用企业实际金融资产配置比例减去利用 OLS 模型(1)拟合得到的企业最优金融资产配置来衡量公司过度金融化的程度。考虑到指标的设定问题可能会影响到文章的检验结论, 为保证主检验回归结果的稳健性, 本文引入“0/1”二元哑变量过度金融化行为(Exfin_dummy)以替换原有过度金融化指标(Exfin), 若公司当年度出现过度金融化的现象则为 1, 反之则为 0。回归结果见表 7, 结果显示, 内部控制审计(ICA)对于过度金融化行为(Exfin_dummy)的系数依然显著为负, 该结论表明在更换被解释变量后, 本文研究结论依然成立。

Table 7. Replace key variable

表 7. 替换关键变量

变量	(1)
	Exfin_dummy
ICA	−0.020** (−2.14)
ROA	0.306*** (4.57)
Dev	0.009 (0.76)
Earn	−0.055 (−0.18)

Continued

Cash	−0.444 ^{***}
	(−8.30)
Outshare	−0.000
	(−0.11)
ROI	0.104
	(0.42)
SA	0.022
	(0.78)
Turnover	0.009 ^{***}
	(2.93)
Capital	−0.646 ^{***}
	(−14.25)
Sdret	11.645 ^{***}
	(5.18)
Indd	0.002 [*]
	(1.87)
Constant	0.525 ^{***}
	(4.41)
Year & Industry	Yes
Cluster	Yes
R-squared	0.11
N	20,093

4.3. 进一步研究

上述研究的结果表明了引入内部控制审计作为外部治理机制的重要性，这也为我国 2012 年开展的强制性披露内部控制审计报告政策提供了强有力的数据支撑。为了考察内部控制审计对企业过度金融化在何种情景下更能发挥有效作用，进一步引入信息透明度指标。信息透明度是指上市公司向市场参与者提供有关价格信息的程度，即市场参与者透过公司信息了解“本质”的程度。

信息透明度的提升会促使市场更容易感知企业的不良投资与违规风险[26]，一旦企业管理层有自利行为或大股东掏空行为，中小投资者会迅速做出反应。因此，管理层为了规避风险，投资行会更谨慎。由于实体企业过度金融化的行为会严重侵害实体企业主营业务的发展，阻碍企业长期向好，违背企业价值最大化的发展目标。通过提升企业信息透明度，能够吸引外部投资者对管理层短视行为进行有效监督。综上，预测内部控制审计作为外部治理机制，在信息透明度高的企业中更能发挥有效治理作用。本文利用信息不对称(InforAsy，借鉴 Coller 和 Yohn (1997) [27]、吴文锋等(2007) [28]利用股票市场微观数据构建买卖价差指标，买卖价差越大，股票市场参与者拥有的学习差异越明显，代表信息不对称程度越高)和分析师关注度(Attention，借鉴刘少波等(2021) [29]对当年跟踪分析相应公司的分析师团队数加一后取自然对数)作为信息透明度的代理变量，行业年度中位数作为分组标准，当信息不对称程度越低、分析师跟踪越高的情况下，信息透明度越高，反之则越低。

分组回归结果如表 8 所示。在低信息不对称组、高分析师关注度组，内部控制审计(ICA)对企业过度

金融化程度(Exfin)的回归系数均在 1%水平上显著为负；在高信息不对称组、低分析师关注度组内部控制审计(ICA)的回归系数虽然为负，但并不显著。以上回归结果表明，对于信息透明度高的企业，内部控制审计具有更显著的企业过度金融化治理效应，即提升企业信息透明度有利于内部控制审计更好发挥公司治理效应。

Table 8. Information transparency
表 8. 信息透明度

	(1)	(2)	(3)	(4)
	高信息不对称	低信息不对称	高分析师关注度	低分析师关注度
变量	Exfin	Exfin	Exfin	Exfin
ICA	-0.002 (-1.42)	-0.005*** (-3.13)	-0.005*** (-3.36)	-0.002 (-1.32)
ROA	0.026** (2.34)	0.098*** (6.01)	0.050*** (4.39)	0.068*** (4.07)
Dev	0.002 (0.73)	0.005* (1.87)	0.002 (1.10)	0.004 (1.40)
Earn	-0.038 (-0.79)	-0.064 (-1.14)	-0.051 (-0.91)	-0.054 (-1.09)
Cash	-0.061*** (-6.73)	-0.112*** (-11.51)	-0.084*** (-9.91)	-0.095*** (-10.08)
Outshare	-0.000 (-0.02)	-0.000 (-0.46)	-0.000 (-0.97)	0.001 (0.98)
ROI	0.034 (0.80)	-0.004 (-0.10)	0.031 (0.80)	-0.001 (-0.03)
SA	0.005 (1.17)	-0.001 (-0.21)	0.001 (0.19)	0.003 (0.72)
Turnover	0.000 (0.74)	0.001** (2.02)	0.001* (1.84)	0.000 (0.61)
Capital	-0.090*** (-11.72)	-0.110*** (-12.13)	-0.103*** (-13.03)	-0.095*** (-11.67)
Sdret	0.141 (0.35)	1.813*** (5.32)	0.978*** (2.89)	1.352*** (3.29)
Indd	0.000 (0.26)	0.000** (1.97)	0.000 (1.25)	0.000 (1.25)
Constant	0.045*** (2.65)	0.019 (1.05)	0.029* (1.90)	0.037** (1.96)
Year & Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster	Yes	Yes	Yes	Yes
R-squared	0.123	0.148	0.121	0.144
N	10,036	10,057	12,673	7,419

5. 结论与启示

中国资本市场频繁出现的实体企业“脱实向虚”，会严重侵害中小投资者的利益。实体企业金融化的问题也一直都是学术界、实务界以及政府监管机构关注的焦点。实体企业金融化本质上是公司治理问题，公司管理层为了追求高收益而将资金投向主业以外的金融和房地产领域，导致实体企业资产泡沫化。因此，如何利用有效治理机制规范企业管理层行为，抑制企业金融化的“逐利”动机，促进资本市场长期健康发展是我国监管机构面临的重要问题。

本文基于内部控制审计的现实发展出发，利用 2009~2020 年沪深 A 股上市公司的金融化资产配置数据，实证拟合出企业最优金融资产配置比例，计算出企业过度金融化指标，实证检验了内部控制审计对企业过度金融化的治理效应。研究发现，内部控制审计能够有效抑制企业过度金融化水平。进一步研究表明，提升企业信息透明度也有助于企业通过内部控制审计对过度金融化水平产生有利抑制作用。以上实证为内部控制审计具有公司治理效应提供了有力的经验证据，也为 2010 年 4 月我国财政部等发布的《企业内部控制配套指引》提供了实证支持。

基于上述研究结果，本文提出以下建议：

一是政府有关监管部门应当加强对企业过度金融资产配置行为的监督。实体企业过度金融化会导致企业资产泡沫化，可能带来系统性重大风险。监管部门在监测实体企业是否存在“脱实向虚”的动机时，可以更加侧重于观测企业管理层是否过度配置金融资产。相关监管部门可以要求这类企业定期披露金融资产的存量及增量，密切关注其主营业务的发展水平。

二是政府部门可以经济引导实体企业回归主营业务，出台一系列相关政策优化制造业企业的发展环境，促使管理层从偏向金融、房地产领域的高暴利转向关注自身主营业务的成长。例如可以鼓励实体企业加大创新投入，提升实体企业主营业务收入。

三是进一步推进强制性内部控制审计监督体系。我国 2012 财政部与证监会联合发布的《分类分批实施通知》的出台标志着强制性内部控制审计制度的初步成型，但长期以来，除了强制性审计企业外普遍缺乏配置该项外部治理机制的主动性。因此，政府监督部门应当持续建立强制性内部控制审计制度，切实发挥内部控制审计的外部治理效应。

四是增强企业信息透明度。由于在信息不对称的降低和分析师关注度的提升背景下，内部控制审计能够更加有效抑制企业过度金融化的行为，因此应当鼓励和支持证券分析师行业的发展，同时监督企业真实、及时地披露企业信息。

参考文献

- [1] 董小红, 孙文祥, 李哲. 民营企业引入国有资本能缓解融资约束吗? [J]. 管理学报, 2021, 34(4): 92-108.
- [2] William, M. (2008) Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains. *Economy and Society*, 37, 420-451. <https://doi.org/10.1080/03085140802172706>
- [3] Demir, F. (2009) Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, 88, 314-324. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>
- [4] 杨笋, 王红建, 戴静, 许传华. 放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚” [J]. 金融研究, 2019(6): 20-38.
- [5] 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, 2021(9): 1-33.
- [6] Lazonick, W. (2010) Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the US Corporation. *Business History Review*, 84, 675-702. <https://doi.org/10.1017/S0007680500001987>
- [7] Sen, S. and Dasgupta, Z. (2018) Financialisation and Corporate Investments: The Indian Case. *Review of Keynesian Economics*, 6, 96-113. <https://doi.org/10.4337/roke.2018.01.06>
- [8] 林钟高, 辛明璇. 客户集中度与企业金融化: 基于经营风险的中介效应分析[J]. 安徽师范大学学报(人文社会科学版), 2021, 47(4): 1-10.

- 学版), 2022, 50(4): 117-130.
- [9] Orhangazi, O. (2008) Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the Us Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32, 863-886. <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>
 - [10] 陈彦斌, 刘哲希. 推动资产价格上涨能够“稳增长”吗?——基于含有市场预期内生变化的 DSGE 模型[J]. 经济研究, 2017, 52(7): 49-64.
 - [11] 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+146+159.
 - [12] 曹丰, 谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗? [J]. 经济管理, 2021, 43(1): 54-71.
 - [13] 步晓宁, 赵丽华, 刘磊. 产业政策与企业资产金融化[J]. 财经研究, 2020, 46(11): 78-92.
 - [14] Lee, Y.S., Han, S.K. and Joo, S.H. (2020) Financialization and Innovation Short-Termism in OECD Countries. *Review of Radical Political Economics*, 52, 259-286. <https://doi.org/10.1177/0486613419886409>
 - [15] Seo, H.J., Kim, H.S. and Kim, Y.C. (2012) Financialization and the Slowdown in Korean Firms' R&D Investment. *Asian Economic Papers*, 11, 35-49. https://doi.org/10.1162/ASEP_a_00160
 - [16] 徐晶, 胡少华. 内部控制审计能够提高盈余质量吗? [J]. 财经问题研究, 2015(3): 81-88.
 - [17] 方红星, 金玉娜. 高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J]. 会计研究, 2011(8): 53-60+96.
 - [18] 张龙平, 王军只, 张军. 内部控制鉴证对会计盈余质量的影响研究——基于沪市 A 股公司的经验证据[J]. 审计研究, 2010(2): 83-90.
 - [19] 范经华, 张雅曼, 刘启亮. 内部控制、审计师行业专长、应计与真实盈余管理[J]. 会计研究, 2013(4): 81-88+96.
 - [20] 卢锐, 柳建华, 许宁. 内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J]. 会计研究, 2011(10): 42-48+96.
 - [21] 陈作华, 方红星. 融资约束、内部控制与企业避税[J]. 管理科学, 2018, 31(3): 125-139.
 - [22] 马建威, 杨亚军, 黄文. 以公允价值计量的金融资产分类与审计收费的相关性研究——来自 2007-2010 年沪市 A 股的经验证据[J]. 中央财经大学学报, 2012(11): 85-90.
 - [23] 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, 21(1): 80-94+138.
 - [24] Richardson, S. (2006) Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
 - [25] 雷英, 吴建友, 孙红. 内部控制审计对会计盈余质量的影响——基于沪市 A 股上市公司的实证分析[J]. 会计研究, 2013(11): 75-81+96.
 - [26] 张龙平, 刘翠. 政府审计与国有企业金融化治理[J]. 中南财经政法大学学报, 2022(3): 3-16+44.
 - [27] Coller, M. and Yohn, T. (1997) Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads. *Journal of Accounting Research*, 35, 181-191. <https://doi.org/10.2307/2491359>
 - [28] 吴文锋, 朱云, 吴冲锋, 芮萌. B 股向境内居民开放对市场信息不对称的影响——买卖价差分解方法[J]. 管理科学学报, 2007(6): 57-64.
 - [29] 刘少波, 张友泽, 梁晋恒. 金融科技与金融创新研究进展[J]. 经济学动态, 2021(3): 126-144.