

# 股权集中度与非金融企业金融化：代理成本的角色

吴一丁 易紫薇

(江西理工大学经济管理学院, 赣州 341000)

**〔摘要〕** 本文以2007~2019年A股上市公司为样本,从决策层角度出发,探究股权集中度对非金融企业金融化的影响,并进一步探究代理成本是否具有调节效应。研究表明:股权集中度能够显著抑制非金融企业金融化,具有“大股东治理效应”,且代理成本越低,股权集中度对企业金融化的抑制效应越强;机制检验发现,股权集中度主要是通过促进企业进行主业投资、提高企业内部控制质量对企业金融化产生抑制作用。本文为抑制企业过度金融化,促进实体经济高质量发展提供了新的视角和理论借鉴,有助于从企业内部因素着手解决实体经济“脱实向虚”的问题。

**〔关键词〕** 非金融企业金融化 代理成本 主业投资 内部控制质量 实体经济 股权集中度

DOI:10.3969/j.issn.1004-910X.2021.09.010

〔中图分类号〕 F279.2; F832 〔文献标识码〕 A

## 引言

近年来,实体经济利润率不断下滑,实体经济与金融行业的收益差距进一步加大。实体企业开始将本用于主业发展的资金转移至金融领域,金融化现象日趋明显。实体企业“不务正业”的行为引起学者广泛关注,以往的研究表明实体企业金融化对实体发展具有挤占效应和蓄水池效应(Orhangazi, 2008; 杜勇等, 2017)<sup>[1,2]</sup>。但不容置疑的是非金融企业金融化现象日趋明显会加大经济运行风险,其微观表现在于增加股价崩盘风险(彭俞超等, 2018)<sup>[3]</sup>,扰乱资本市场秩序,这与我国十九大报告提出“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”的政策导向相悖。因此,深入探究非金融企业金融化的影响因素,对引导实体经济发展、防范金融风险具有重要的意义。

现有研究关于企业金融化的影响因素的探索,主要围绕以下几个方面展开:(1)外部宏观经济环境,主要包括经济政策不确定性<sup>[4]</sup>、产业政策<sup>[5]</sup>、宏观审慎政策<sup>[6]</sup>等方面;(2)管理层特征,主要包括管理层过度自信<sup>[7]</sup>、高管海外背景<sup>[8]</sup>、高管金融背景<sup>[9]</sup>等方面;(3)企业其他内部特征,

主要包括杠杆率<sup>[10]</sup>、主业盈利能力<sup>[11]</sup>、社会责任<sup>[12]</sup>、融资来源<sup>[13]</sup>等方面。却较少关注公司股权特征对企业金融化的影响。企业决策虽由董事会做出,但股东对董事具有任免权,其仍会受到股权特征的影响,股权集中度是企业股权特征的重要体现。

现有研究表明,股权集中度对企业发展产生积极影响,主要表现在提升企业业绩(Tsionas等, 2012)<sup>[14]</sup>、促进企业价值创造(夏英俊等, 2020)<sup>[15]</sup>等方面。在投资决策上,Minetti等(2015)<sup>[16]</sup>认为在金字塔结构下,大股东因风险规避会减少技术创新。此外,股权集中的企业更加倾向制定战略投资计划,考虑企业未来的收益,追求持续稳定发展(杨建君等, 2015)<sup>[17]</sup>。非金融企业金融化是企业投资决策产生的结果,因此本文认为从决策层角度研究股权集中度对金融化产生何种影响尤为重要。

但是,公司决策具体执行由管理层推进,股东与管理层之间存在委托代理问题。委托代理问题越严重,即代理成本越高,大股东的意愿越难以体现在投资方案的制定和具体执行上。因此,本文以沪深两市2007~2019年A股上市公司样本

收稿日期:2021-05-17

基金项目:江西省研究生创新专项资金项目“技术密集型企业的金融化对研发效率影响研究”(项目编号:YC2020-S445)。

作者简介:吴一丁,江西理工大学经济管理学院二级教授,博士生导师。研究方向:产业经济与公司金融。易紫薇,江西理工大学经济管理学院硕士研究生。研究方向:财务管理与公司金融。

数据探究股权集中度与非金融企业金融化之间具有何种联系以及代理成本对它们之间关系的影响。

## 1 理论分析与研究假设

### 1.1 股权集中度与非金融企业金融化

企业决策虽由董事会做出,但仍会受到股东等各方力量的影响(Reeb, 2007)<sup>[18]</sup>。股权集中度不同说明企业实际控制权主体不同,而各行为主体的利益导向和风险偏好并不一致,因此必然导致企业的投资决策出现差异。金融化作为企业投资决策产生的结果,股权集中度可能会对其产生显著影响。可能的影响机制有两方面:

(1) 股权集中的企业更加注重主业发展,追求长期利益,不会将资金过多的投入到金融领域。股权越集中的企业,其投资决策越能体现大股东的意愿,而大股东偏好价值投资,希望企业持续稳定发展(顾雷雷等, 2019)<sup>[19]</sup>。因此,企业更加倾向于把资金配置到产品的生产环节(刘伟和刘星, 2007)<sup>[20]</sup>。根据资源有限配置理论,金融投资与主业投资实际上是一种挤占关系,当企业追求主业发展时,自然没有足够的闲置资金进行金融资产投资。

(2) 股权集中度能够提高企业内部控制质量,进而减少企业非理性金融投资行为。股权集中度越高,大股东的利益与公司利益越趋向一致,此时大股东更加有动力参与公司内部控制制度设计。大股东为控制自身风险,实现价值最大化,会监督企业内部控制制度的制定和执行,提高企业内部控制质量。内部控制质量的提高意味企业有比较完整且科学的风险识别及评估体系,因此在项目审查时高风险的金融投资项目可能会被排除。内部控制制度的有效实施可以对管理层进行监督,减少管理层因自身私利而进行金融投资的机会主义行为。

此外,股权集中度较高,意味着大股东承担了较多的风险,企业风险承担水平偏低(Srairi, 2013)<sup>[21]</sup>。而金融领域最明显的特征就是高风险,投资金融资产的收益受众多因素的影响,不确定性极强。出于风险规避的心理因素,企业不会过多的将资金投入金融领域。基于以上分析,本文提出假设H1。

假设H1: 股权集中度能够抑制非金融企业金融化。

### 1.2 代理成本对股权集中度与非金融企业金融化的调节作用

所有权和经营权的分离产生委托代理问题,在此背景下,企业的决策会偏离股东的意愿转而倾向管理层的利益,产生代理成本。代理成本越高意味着管理层权力越大(赵息和许宁宁, 2013)<sup>[22]</sup>,对于管理者而言,有以下几个动机可能会使其倾向配置金融资产:(1) 管理层的货币薪酬与企业当期业绩挂钩,管理者会出于改善当期业绩进行盈余管理(权小锋等, 2010)<sup>[23]</sup>。由于金融资产流动性强,加上公允价值计量准则,金融化为管理层进行盈余管理提供了便利(惠丽丽等, 2018)<sup>[24]</sup>;(2) 管理层的金融投资行为存在“重奖轻罚”的现象(徐经长和曾雪云, 2010)<sup>[25]</sup>,当金融投资获利时,管理者可以获得高额薪酬,当出现亏损时却可以将其归咎于市场波动等其他因素,免受责罚,这进一步促使管理层进行金融投资;(3) 股票期权激励制度的兴起使得管理者越来越关注公司股价(VanderZwan, 2014)<sup>[26]</sup>。管理者会倾向于在二级市场投资金融资产短期获得高额回报改善业绩,短期内提升股价,触发行权条件。出于以上动机,管理层倾向配置金融资产。在代理成本较高时,即便股权集中使得大股东不愿意进行金融资产投资,但此时股东的投资意愿并不能体现在投资决策上,相反,正是由于严重的委托代理问题,企业资源配置倾向于管理者的利益。但是在代理成本比较低时,股东与管理者之间的信息不对称问题减弱,管理层的自利行为被弱化,股权集中度对非金融企业金融化的抑制作用能更好的发挥出来。基于以上分析,本文提出假设H2。

假设H2: 代理成本弱化了股权集中度对非金融企业金融化的抑制作用。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择和数据来源

本文选取2007~2019年我国A股上市公司的财务数据作为研究样本,数据主要来源于国泰安数据库及作者手工整理。在具体样本选择中,本文进行以下处理:剔除ST、PT以及金融行业样本;值得一提的是,随着房地产的金融属性的不断加强而商品属性的衰弱,导致房地产企业与实体企业存在较多差异,因此本文将其剔除;剔除关键变量缺失和数值异常的样本;为控制极端值

对实证结果的影响,本文对连续变量在1%和99%分位上进行缩尾处理。通过上述数据处理,本文得到共22012个年度观测值。

## 2.2 模型构建

为检验股权集中度与非金融企业金融化的关系,本文构建模型(1)。若H1成立,CR的回归系数( $\alpha_1$ )显著小于0。

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CR_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为检验代理成本在股权集中度与非金融企业金融化的关系中的调节作用,本文在实证模型(1)中引入代理成本与股权集中度的交互项。若H2成立,则CR \* AC的回归系数( $\beta_3$ )显著大于0。为更好理解回归系数,本文将交互项进行中心化。

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CR_{i,t} + \beta_2 AC_{i,t} + \beta_3 CR_{i,t} * AC_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

## 2.3 变量定义

(1) 被解释变量。金融化程度。本文采用大多数学者(宋军和陆旸,2016;Cupertino等,2019)<sup>[27,28]</sup>在以往研究中用到的金融资产与总资产的比值进行衡量。其中,金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、短期投资、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产。需要说明的是,本文所介绍的金融资产不包括长期股权投资。通过查看上市公司报表附注的长期股权投资明细,本文发现在长期股权投资中大部分是出于企业战略和主业发展而进行股权

投资,这一部分不属于金融化范畴。

(2) 解释变量。股权集中度。本文以前十大股东持股比例来反映企业股权分布状态,持股比例越高说明股权越集中。

(3) 调节变量。代理成本。关于代理成本的度量指标,以往研究主要采用管理费用率、总资产周转率等,本文采用的是总资产周转率。总资产周转率反映的是管理层的资金运用效率,更能够说明在投资方面企业的委托代理问题。一般而言,总资产周转率越高,代理成本越低,因此,本文进行标准化处理,将其变为正向指标。

(4) 控制变量。借鉴已有研究,张成思和张步昙(2015)<sup>[29]</sup>认为企业金融化受传统行业和金融行业收益差的驱使。宋军和陆旸(2016)<sup>[27]</sup>则认为随着经营收益率的不断升高,金融化有一个先下降后上升的过程。张成思和郑宁(2020)<sup>[30]</sup>还发现货币政策是影响企业金融化的关键因素。因此,本文将金融业和房地产的平均ROE与其他行业平均ROE之差、经营收益率的平方项和M2增长率纳入控制变量范畴。除此之外,本文还引入一些公司特征变量作为控制变量以减少企业异质性对研究结论产生的影响,其中包括:企业规模、资本结构、财务杠杆、企业成长性、经营活动现金净流量、董事会规模、董事独立性。具体控制变量如表1所示。

表1 变量定义

| 变量符号                  | 变量名称        | 变量计算说明                  |
|-----------------------|-------------|-------------------------|
| Fin                   | 非金融企业金融化    | 金融资产/总资产                |
| CR                    | 股权集中度       | 前十大股东持股比例之和             |
| AC                    | 代理成本        | 营业收入/总资产                |
| Returnoa <sup>2</sup> | 经营资产收益率的平方项 | 经营资产收益率×经营资产收益率         |
| Roe_Diff              | 年行业利润率之差    | 金融业和房地产业与其他行业平均净资产回报率之差 |
| Size                  | 总资产的自然对数    | ln(总资产)                 |
| Em                    | 资本结构        | 总资产/股权权益                |
| Lever                 | 财务杠杆        | 普通股每股收益变动率/息税前利润变动率     |
| Growth                | 营业收入增长率     | (本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入  |
| Cfo                   | 经营活动净现金流量比例 | 经营活动净现金流/总资产            |
| M2growth              | M2增长率       | 本期M2/上一期M2              |
| Board                 | 董事会规模       | ln(董事会人数)               |
| Outdir                | 董事独立性       | 独立董事人数/董事人数             |

### 3 实证结果分析

#### 3.1 描述性统计结果

表2展示了描述性统计结果,从表中可以看到,在全样本中非金融企业金融化(*Fin*)的均值为0.033,最大值为36.9%,这说明部分公司的总资产中有超过1/3的金融资产,金融化在微观企业中的体现较为明显。股权集中度(*CR*)的均值为56.7%且最大值高达90.1%,由此可见我国上市公司股权集中度较高,很有可能存在一股独大的

问题。值得关注的是,在本文所研究的样本中,金融行业和房地产行业与其他行业的净资产收益率的差值的均值为负数,说明总体上其他实体部门的业绩其实高于金融和房地产部门。这可能是由于互联网行业的兴起为实体企业注入了新的血液,单就制造业而言,金融和房地产部门的收益更高。其余控制变量的描述性统计结果如表2所示,不再一一赘述。

表2 描述性统计

| 变量名称                         | 样本数   | 均值      | 方差     | 最小值    | 中位数     | 最大值    |
|------------------------------|-------|---------|--------|--------|---------|--------|
| <i>Fin</i>                   | 22012 | 0.0330  | 0.0640 | 0      | 0.00600 | 0.369  |
| <i>CR</i>                    | 22012 | 0.567   | 0.150  | 0.226  | 0.573   | 0.901  |
| <i>AC</i>                    | 22012 | 0.664   | 0.457  | 0.0750 | 0.555   | 2.626  |
| <i>Roe_Diff</i>              | 22012 | -0.0110 | 0.0880 | -0.322 | 0.0150  | 0.0610 |
| <i>Returnoa</i> <sup>2</sup> | 22012 | 0.00600 | 0.0140 | 0      | 0.00200 | 0.0950 |
| <i>Growth</i>                | 22012 | 0.188   | 0.426  | -0.537 | 0.115   | 2.792  |
| <i>Size</i>                  | 22012 | 22.12   | 1.260  | 19.59  | 21.96   | 26.04  |
| <i>Cfo</i>                   | 22012 | 0.0500  | 0.0680 | -0.145 | 0.0480  | 0.248  |
| <i>M2growth</i>              | 22012 | 1.133   | 0.0480 | 1.082  | 1.133   | 1.276  |
| <i>Board</i>                 | 22012 | 3.218   | 0.599  | 2      | 3       | 5      |
| <i>Outdir</i>                | 22012 | 0.372   | 0.0530 | 0.308  | 0.333   | 0.571  |
| <i>Lever</i>                 | 22012 | -0.144  | 3.885  | -22.51 | -0.0180 | 18.03  |
| <i>Em</i>                    | 22012 | 2.114   | 1.126  | 1.042  | 1.769   | 7.644  |

#### 3.2 多元回归分析

表3列示了股权集中度对非金融企业金融化影响以及代理成本对二者之间关系影响的实证结果。列(1)为单变量实证结果,*CR*的系数显著为负,初步说明股权集中度对非金融企业金融化产生负向影响。列(2)为加入控制变量之后的实证结果,*CR*的回归系数为-0.0307,且在1%的水平上显著,股权集中显著抑制非金融企业金融化。从经济意义上看,股权集中度提高1%,企业金融化程度降低5.41%(0.0307/0.567),具有显著的经济意义。假设H1得到证实。

列(3)是代理成本的调节效应回归结果,股权集中度与代理成本的交互项(*CR \* AC*)的回

归系数为0.2006,而*CR*的回归系数为-0.0310,二者均通过1%水平下的显著性检验。这说明代理成本高的企业,股权集中度对非金融企业金融化的抑制作用更弱。这是因为在代理成本高的企业,即使股权集中度高使得大股东在制定企业的投资决策更有话语权,能够满足自己的投资偏好,但是,委托代理问题的存在使得股东的投资意愿在经过管理层时被扭曲,委托代理问题越严重即代理成本越高,扭曲程度越大。即假设H2得证。

#### 3.3 稳健性检验

为检验实证结果是否可靠,本文进行以下稳健性测试(限于篇幅,省略实证结果报告):(1)更换股权集中度的衡量指标,将模型(1)股权集

表3 股权集中度、代理成本和非金融企业金融化的实证结果

|                            | (1)<br><i>Fin</i>     | (2)<br><i>Fin</i>     | (3)<br><i>Fin</i>     |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>CR</i>                  | -0.0362***<br>(-4.19) | -0.0307***<br>(-3.71) | -0.0310***<br>(-3.78) |
| <i>AC</i>                  |                       |                       | -0.0981***<br>(-6.41) |
| <i>CR * AC</i>             |                       |                       | 0.2006***<br>(2.67)   |
| <i>Controls</i>            | No                    | Yes                   | Yes                   |
| <i>Year &amp; Industry</i> | Yes                   | Yes                   | Yes                   |
| N                          | 22012                 | 22012                 | 22012                 |
| F                          | 44.9359               | 30.1023               | 28.3398               |
| Adj R <sup>2</sup>         | 0.0521                | 0.0648                | 0.0721                |

注：\*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%、1%的水平下显著；括号内为t值。下同。

中度指标替换为前五大股东持股比例，实证结果仍然显著；(2)考虑非线性关系，由于考虑到股权集中度与企业金融化之间可能是非线性关系，本文在模型(1)中加入*CR*的平方项，实证结果不显著，维持原有结论不变。

#### 4 进一步机制检验

本文在理论分析阶段提到股权集中度可能通过影响主业投资和内部控制质量进而影响到非金融

企业金融化。本文借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)<sup>[31]</sup>的中介效应模型对以上传导机制进行检验。

#### 4.1 股权集中度、主业投资与非金融企业金融化

为检验主业投资在股权集中度对非金融企业金融化是否具有传导作用，本文构建模型(3)和(4)并结合模型(1)的实证结果对其进行判断。

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CR_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CR_{i,t} + \alpha_2 Inv_{i,t} + \alpha_3 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

在式(3)、(4)中，本文将*Inv*定义为企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与企业总资产之比。其余变量定义与前文一致。

回归结果如表4所示，列(1)为不加中介变量时股权集中度对金融化的影响，*CR*的回归系数依然在1%的水平上显著为负。列(2)、(3)为中介效应的检验结果，列(2)中*CR*的回归系数为0.0438，且在1%的水平上显著，说明股权集中度越高的企业越偏好实体资本投资，注重主业发展。列(3)报告了加入中介变量之后的回归结果，*Inv*的回归系数为-0.0372，且在1%的水平上显著，这表明主业投资与金融投资之间确实是替代关系。同时，Bootstrap检验结果显示间接效应区间显著不包括0，部分中介效应成立。进一步说明股权集中度更高的企业更关注实体发展，倾向于将资金配置到实体产业中而不是金融领域。

表4 机制检验实证结果

|                            | (1)<br><i>Fin</i>     | (2)<br><i>Inv</i>   | (3)<br><i>Fin</i>     | (4)<br><i>IC</i>    | (5)<br><i>Fin</i>     |
|----------------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|
| <i>CR</i>                  | -0.0307***<br>(-3.71) | 0.0438***<br>(7.41) | -0.0290***<br>(-3.53) | 0.0064***<br>(2.69) | -0.0306***<br>(-3.70) |
| <i>Inv</i>                 |                       |                     | -0.0372***<br>(-3.68) |                     |                       |
| <i>IC</i>                  |                       |                     |                       |                     | -0.0100<br>(-0.41)    |
| <i>Controls</i>            | Yes                   | Yes                 | Yes                   | Yes                 | Yes                   |
| <i>Year &amp; Industry</i> | Yes                   | Yes                 | Yes                   | Yes                 | Yes                   |
| N                          | 22012                 | 22012               | 22012                 | 22012               | 22012                 |
| F                          | 30.1023               | 41.5606             | 28.8909               | 46.8730             | 28.7591               |
| Adj R <sup>2</sup>         | 0.0648                | 0.0981              | 0.0657                | 0.0918              | 0.0648                |

## 4.2 股权集中度、内部控制质量与非金融企业金融化

为检验内部控制质量是否为股权集中度与非金融企业金融化之间的传导路径,本文构建模型(5)和(6)并结合模型(1)的实证结果对其进行判断。

$$IC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CR_{i,t} + \alpha_2 Controll_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CR_{i,t} + \alpha_2 IC_{i,t} + \alpha_3 Controll_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

在式(5)、(6)中,考虑到指标选取的全面性,本文利用迪博数据库中的内部控制指数的自然对数来衡量内部控制质量,即 $IC = LN$ (迪博内部控制指数)。其余变量定义与前文一致。

实证结果如表4所示,列(1)为不加中介变量时股权集中度对金融化的影响, $CR$ 的回归系数在1%的水平上显著为负。列(4)、(5)为中介效应的检验结果,列(4)中 $CR$ 的回归系数为0.0064,且在1%的水平上显著,股权集中显著提高了企业的内部控制质量。列(5)报告加入中介变量之后的回归结果, $IC$ 的回归系数为-0.01,但不显著。单独检验内部控制质量与金融化之间的关系时,发现内部控制质量与企业金融化之间显著负相关,模型(6)中 $IC$ 不显著可能是由于相较股权集中度对非金融企业金融化的直接效应而言, $IC$ 传导的间接效应较弱。同时,Bootstrap检验结果显示间接效应区间显著不包括0,部分中介效应成立。结果表明股权集中的确有利于企业提高内部控制质量,随着内部控制质量的提高,管理者的机会行为会被遏制,企业的决策更具科学性,从而抑制企业金融化。

## 5 结论与启示

本文研究发现,股权集中度能够对非金融企业金融化产生显著的抑制作用,通过一系列稳健性检验后,此结论依然成立。进一步的调节作用表明,代理成本负向调节了股权集中度与非金融企业金融化之间的关系。通过机制检验发现,股权集中度促进企业进行实体资本投资、提高企业内部控制质量进而抑制金融化。

本文研究成果从理论上丰富了企业内部特征与非金融企业金融化的相关文献,同时也具有较好的现实意义。实体经济是中国经济发展的基石,因此,如何有效的抑制实体企业金融化,引导其回归主业发展迫在眉睫。对于企业而言,应将更

多的精力投入企业自身制度建设,通过提升股权集中度抑制企业金融化。但是单独提高股权集中度并不是最有效的,股权集中度对金融化的抑制作用在代理成本低的企业更加明显,因此,企业可以通过加强高管激励、优化企业债务比例等途径降低企业代理成本,让股权集中度可以发挥更大的作用;对政府和监管部门而言,应该加强外部治理环境建设,完善的外部治理环境能够为企业提供良好的市场竞争和成长环境,积极有效的发挥外部监督作用,缓解企业委托代理问题,降低企业代理成本,进而优化股权集中度对非金融企业金融化的治理作用。

## 参 考 文 献

- [1] 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.
- [2] 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.
- [3] 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, 53 (10): 50~66.
- [4] 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.
- [5] 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.
- [6] 马勇, 陈点点. 宏观审慎政策如何影响企业金融化? [J]. 国际金融研究, 2020, (3): 13~22.
- [7] 干胜道, 贺易, 肖亮. 非金融企业金融化水平受管理者影响吗?——基于过度自信的视角 [J]. 当代经济管理, 2018, 40 (2): 11~16.
- [8] 龚光明, 肖冰瑜. 海外背景董事与实体企业金融化 [J]. 工业技术经济, 2020, 39 (9): 121~129.
- [9] 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.
- [10] 廉永辉, 褚冬晓. 过度负债会加剧实体企业金融化吗? [J]. 云南财经大学学报, 2020, 36 (10): 45~61.
- [11] 王怀明, 王成琛. 主业盈利能力、高管激励与企业金融化 [J]. 商业研究, 2020, (8): 99~106.
- [12] 刘姝雯, 刘建秋, 阳暘, 等. 企业社会责任与企业金融化: 金融工具还是管理工具? [J]. 会计研究, 2019, (9): 57~64.
- [13] 廉永辉, 褚冬晓. 企业金融化的融资来源和治理方式研究 [J]. 上海金融, 2020, (12): 19~28.
- [14] Tsionas M G, Merikas A G, Merika A A. Concentrated Ownership and Corporate Performance Revisited: The Case of Shipping [J]. Transportation Research Part E: Logistics and Transporta-

- tion Review, 2012, 48 (4), 843~852.
- [15] 夏英俊, 胡志勇, 宋泽芳, 等. 上市公司价值创造力影响因素分析 [J]. 统计与决策, 2020, 36 (17): 181~184.
- [16] Minetti R, Murro P, Paiella M. Ownership Structure, Governance, and Innovation [J]. European Economic Review, 2015, 80: 165~193.
- [17] 杨建君, 王婷, 刘林波. 股权集中度与企业自主创新行为: 基于行为动机视角 [J]. 管理科学, 2015, 28 (2): 1~11.
- [18] Reeb D. Ownership Structure and Corporate Decision-making [J]. Journal of Economics and Business, 2007, 59 (5), 355~357.
- [19] 顾雷雷, 郭建鸾, 王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化 [J]. 金融研究, 2020, (2): 109~127.
- [20] 刘伟, 刘星. 公司治理机制对信息技术投入的影响研究 [J]. 科技进步与对策, 2007, (2): 93~95.
- [21] Srairi S. Ownership Structure and Risk-taking Behaviour in Conventional and Islamic Banks: Evidence for MENA Countries [J]. Borsa Istanbul Review, 2013, 13 (4): 115~127.
- [22] 赵息, 许宁宁. 管理层权力、机会主义动机与内部控制缺陷信息披露 [J]. 审计研究, 2013, (4): 101~109.
- [23] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵 [J]. 经济研究, 2010, 45 (11): 73~87.
- [24] 惠丽丽, 郭方醇, 谢获宝. 基于实体企业金融化投资的盈余管理研究 [J]. 财会通讯, 2018, (15): 3~10, 129.
- [25] 徐经长, 曾雪云. 公允价值计量与管理层薪酬契约 [J]. 会计研究, 2010, (3): 12~19, 96.
- [26] VanderZwan N. Making Sense of Financialization [J]. Socio-Economic Review, 2014, 12 (1): 99~129.
- [27] 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.
- [28] Cupertino S, Consolandi C, Vercelli A. Corporate Social Performance, Financialization, and Real Investment in US Manufacturing Firms [J]. Sustainability, 2019, (11): 1836.
- [29] 张成思, 张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角 [J]. 经济研究, 2016, 51 (12): 32~46.
- [30] 张成思, 郑宁. 中国实体经济金融化: 货币扩张、资本逐利还是风险规避? [J]. 金融研究, 2020, (9): 1~19.
- [31] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展 [J]. 心理科学进展, 2014, 22 (5): 731~745.

## Ownership Concentration and Non-Financial Companies' Financialization: The Role of Agency Costs

Wu Yiding Yi Ziwei

(School of Economics and Management, Jiangxi University of Science and Technology, Ganzhou 341000, China)

[Abstract] On the basis of the samples of A-share Chinese listed firms over the period of 2007 to 2019, this paper tries to analyze the impact of ownership concentration on non-financial companies (NFC)' financialization from the perspective of decision-makers, and further explores whether agency costs have a moderating effect. The study finds that ownership concentration could significantly inhibit NFC' financialization, and presents "large shareholder governance effect". Further researches find that lower the agency cost, stronger the inhibitory effect of ownership concentration on NFC' financialization. Mechanism test shows that ownership concentration could inhibit NFC' financialization by promoting companies to invest in their main businesses and improving the quality of companies internal control. This study provides a new perspective and theoretical reference for restraining the over-financialization of NFC and promoting the high-quality development of real enterprises, which is helpful for entity enterprises to solve the problem of being diverted out of the real economy from the perspective of internal factors.

[Key words] non-financial companies' financialization; agency cost; internal control quality; main business investment; real economy; ownership concentration

[Jel classification] G34; O16

(责任编辑: 杨 婧)