

实体企业金融化、分析师关注与企业盈余质量

张雅然

上海工程技术大学, 上海

收稿日期: 2022年10月23日; 录用日期: 2022年11月18日; 发布日期: 2022年11月29日

摘要

文章讨论了实体企业金融化对企业盈余质量的影响结果, 并进一步分析了分析师关注对这一影响的调节作用。本文以2008~2020年所有A股上市公司为研究对象, 实证检验实体企业金融化对企业盈余质量的影响。研究表明: 企业金融化的投资对企业盈余质量的提高具有抑制作用, 即企业金融化程度的增加会降低企业的盈余质量, 并且分析师关注将会缓解企业金融化对盈余质量的抑制作用。本文进一步扩展了企业金融化相关研究, 为发挥分析师监督作用提供了经验证据。

关键词

实体企业金融化, 分析师关注, 盈余质量

Financialization of Physical Enterprises, Analyst Attention and the Quality of Corporate Earnings

Yaran Zhang

Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Oct. 23rd, 2022; accepted: Nov. 18th, 2022; published: Nov. 29th, 2022

Abstract

This paper discusses the impact of financialization of entities on the quality of corporate earnings, and further analyzes the moderating effect of analysts' attention on this impact. This paper takes all A-share listed companies from 2008 to 2020 as the research object to empirically test the impact of financialization of entity enterprises on the quality of corporate earnings. The results show that the investment in corporate financialization has a restraining effect on the improvement of corporate

earnings quality, that is, the increase of corporate financialization will reduce the earnings quality of enterprises, and analysts' attention will alleviate the inhibition effect of corporate financialization on earnings quality. This paper further expands the research on corporate financialization and provides empirical evidence for the role of analyst supervision.

Keywords

Financialization of Entity Enterprises, Analyst Attention, Surplus Quality

Copyright © 2022 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

在疫情常态化的大背景下，企业面临的社会环境更加不稳定，我国实体企业发展面临更大的挑战，对此，国务院出台一系列金融支持政策，在十九大报告中指出，要深化金融体制改革，增强金融服务于实体经济的能力。在发展环境以及政策支持下，企业逐渐增加金融资产相关配置，企业金融化程度进一步提高。同时，盈余质量能够反映企业盈利能力的好坏，因此，研究讨论实体企业金融化对企业盈余质量的影响具有一定的理论价值和现实意义。

首先，实体企业投资于金融产品会对企业带来正面和负面两个方面的影响。一方面，企业运用闲散资金进行短期投资可以增强企业资金流动性，实现资本增值，称为“蓄水池效应”；另一方面，金融产品对资金的占有会影响产品升级、研发等资金的投入量，影响企业主营业务的发展，称为“挤出效应”。那么实体企业金融化是否会对企业盈余质量产生影响，其对盈余质量为促进作用还是抑制作用？

其次，分析师在资本市场中扮演者扮演外部治理角色，其具备专业的财务知识以及客观的第三方视角，可以提高企业的信息透明度，抑制企业盈余管理行为。在企业金融化对盈余质量管理这一内部作用下，分析师作为企业外部第三方，分析师关注是否可以在企业金融化对盈余质量的影响中起到调节作用呢？所以，分析师关注在企业金融化对盈余质量影响中的调节作用就为本文研究的第二个问题。

在现有研究中，更多学者从实体企业金融化对创新的角度入手，分析其影响路径以及作用机理，很少有学者研究关注到企业金融化对企业盈余质量的影响。鉴于此，本文对实体企业金融化和企业盈余质量的关系以及分析师关注对二者关系是否具有调节效应进行实证检验。本文主要贡献：第一，研究了企业金融化对企业盈余质量的影响，进一步扩展了企业金融化对企业影响的研究，为企业进行金融资产投资提供了借鉴意见。第二，分析了分析师在企业运营中的重要作用，企业应更加关注分析师对企业内部治理的帮助。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 实体企业金融化对企业盈余质量的影响

企业金融化是指企业更多的投资或依赖金融市场而不是实体企业中，并且由这种行为导致的企业利润来源的变化。

在疫情常态化的大背景下，实体企业或多或少受到环境不稳定的冲击，但金融行业利用其优势得到了发展，许多实体企业以投资等方式进入金融领域，利用金融活动获取收益(王红建, 2017)。当实体企业

金融化对企业产生“蓄水池”效应时，有利于企业主营业务的发展，而当产生的为“挤出”效应时，会影响实体产业的发展，甚至导致资本流出。但由于超额收益率的存在，导致“蓄水池效应”没有发挥，加剧了实体企业盈余管理程度(崔振华, 2019)。也有研究论证，增加的金融资产会使管理人员进行更多的盈余管理活动，从而降低公司的盈余质量(吴昂, 2020)。

通过梳理上述文献可知，企业金融化虽然会产生“蓄水池”效应和“挤出”效应，但“挤出”效应更加常见，即企业金融化程度越高，盈余管理越多，越不利于企业进一步的发展。基于此，本文提出如下三个假设：

假设 1：实体企业金融化会抑制企业的盈余质量。

假设 2：实体企业金融化对企业向上的盈余质量影响不大。

假设 3：实体企业金融化会抑制企业向下的盈余质量。

2.2. 分析师关注对企业盈余质量的影响

在现有文献中，论证了分析师关注对企业盈余质量的治理作用。分析师作为独立的外部第三方，有一定的外部监督作用。一方面，分析师关注会抑制上市公司管理层的应计盈余管理[1]，另一方面，分析师关注促进了上市公司管理层由应计盈余管理转向真实盈余管理(周园, 2020)。

2.3. 分析师关注在实体企业金融化对企业盈余质量影响中起到的作用

根据已有文献研究，从短期来看，企业金融化会抑制企业的研发投入，但分析师关注会减弱实体企业金融化对研发投入的提升作用(杨松令, 牛登云, 刘亭立, 王志华, 2019)。在大股东减持与盈余管理的研究中，分析师关注会弱化大股东减持对应计盈余管理的正向调节作用，强化大股东减持对真实盈余管理的正向作用(李梅, 蔡昌, 倪筱楠, 2021)。据此，本文研究分析师关注在企业金融化对企业盈余质量影响中的调节作用，提出以下假设：

假设 4：分析师关注会负向调节实体企业金融化对企业盈余质量的负向作用。

3. 研究设计

3.1. 样本选择和数据来源

3.1.1. 样本选择

本文选择我国 2008~2020 年所有 A 股上市公司为研究对象。为提高检验效果，对初始样本进行如下处理：1) 剔除 ST 或 ST*标注的公司；2) 根据老公司分类方法，剔除房地产行业 and 金融行业；3) 剔除缺失值样本。

3.1.2 数据来源

为了消除异常值对研究结果的影响，本文在 1%和 99%水平上对各个变量的首尾两端进行了缩尾处理，最终得到 26,281 个有效的样本观测值。本文实证研究的数据来源于国泰安数据库(CSMAR)，先采用 Excel 软件对样本数据进行筛选与整理，然后使用统计软件 STATA 对样本数据进行描述性统计、相关性分析和实证分析，得出实证研究结果以验证研究假设。

3.2. 研究变量

3.2.1. 被解释变量——企业盈余质量

高质量的盈余可以为公司管理者决策提供更多信息(Dechow *et al.*, 2010)，盈余质量则衡量盈余信息对信息使用者决策有效性的大小。盈余管理是指管理者为了实现自身效用或公司价值最大化，对会计信

息进行操纵,从而调节企业盈余。所以盈余管理可以反映企业的盈余质量,盈余管理程度越高,盈余质量越低(雷英等,2013)。盈余管理可以分为应计盈余管理以及真实盈余管理,其中真实盈余管理对企业的长期影响较大,且更加隐蔽,所以在验证假设时,本文选取真实盈余管理来度量企业的盈余质量[2]。目前在学术界普遍使用 Roychowdhury (2006)模型来测算真实盈余管理,本文也采用该模型进行计算,得出企业真实盈余管理[3] (DREM)。同时,DREM的正负代表企业操纵盈余管理的方向,其中向上盈余管理是 DREM 为正,指企业盈余管理的手段为调高会计利润,对应的,向下盈余管理是 DREM 为负,指企业盈余管理的手段为调低会计利润。本文用 UPDREM 代表向上盈余管理,用 DOWNDA 代表向下盈余管理,进一步分析企业金融化对企业盈余质量的影响是通过向上的盈余管理还是向下的盈余管理[4]。

在现有研究中比较普遍应用的对盈余管理的衡量模型还有修正的琼斯模型。在修正的琼斯模型中,应计项目被分为可操纵性项目和不可操纵性项目,其中不可操纵项目会随着经济条件以及环境的变化而改变,可以更好的反映企业的盈余质量,所以在检验稳健性时,本文采用修正的琼斯模型计算企业应计盈余管理替代真实盈余管理进行回归分析。修正的琼斯模型计算过程如下:

首先,运用以下模型进行分年度行业回归:

$$\frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

其次,将估计出来的回归系数代入以下公式,估计出应计盈余管理 DA:

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - REC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}}$$

变量说明:

$TA_{i,t}$ 是上市公司 i 第 t 期的总应计利润;

$Asset_{i,t-1}$ 是上市公司 i 第 $t-1$ 期期末的资产总额;

$\Delta REV_{i,t}$ 是上市公司 i 第 t 期和 $t-1$ 期主营业务收入的变动额;

$PPE_{i,t}$ 是上市公司 i 第 t 期期末的固定资产原值;

$REC_{i,t}$ 是上市公司 i 第 t 期和 $t-1$ 期应收账款的变动额。

最终计算出的 DA 其绝对值越大,说明企业盈余管理程度越高,企业盈余质量越低。

3.2.2. 解释变量

1) 实体企业金融化

现有关于金融化的相关研究中,大多使用金融资产占总资产比例来反映企业金融化程度,即企业金融化程度(Fin) = (交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 发放贷款及垫款净额 + 投资性房地产净额 + 可供出售金融资产净额 + 持有至到期投资净额)/总资产,该数值越大,表明企业金融化程度越强。

2) 分析师关注

本文借鉴潘越等的研究,以关注上市公司的分析师数量加 1 后取自然对数表示分析师关注程度[5] (ANY)。

3.2.3. 控制变量

本文控制变量包括企业规模(Size)、负债水平(Lev)、资产净利润率(Roa)。

1) 企业规模(Size)

本文利用企业年末总资产取自然对数后得到的数值来衡量公司规模。对于公司规模较大的企业,其拥有更多的资产品种和数量,涉及的业务更加庞大复杂,其管理者拥有更大的操纵会计信息空间,即拥

有更大的盈余管理空间，可能会降低企业的盈余质量。但同时规模较大的企业会受到更多注册会计师和外界关注，会限制其盈余管理行为。企业规模对企业盈余质量的影响具有不确定性，所以本文控制企业规模。

2) 负债水平(Lev)

本文利用期末负债总额与期末资产总额的比值来衡量企业负债水平。在企业中，如果举债很大，则表明企业可能资不抵债；如果举债量很小，说明企业的经营保守或企业利用资本进行经营活动的能力不足。负债水平对企业盈余质量的影响具有不确定性，所以本文控制负债水平。

3) 资产净利润率(Roa)

本文利用企业净利润与资产平均总额的比值来衡量企业的资产净利润率。资产净利润率主要用来衡量企业利用资产获取利润的能力，反映了企业总资产的利用效率，表示企业每单位资产能获得净利润的数量，这一比率越高，说明企业全部资产的盈利能力越强，其相应盈余质量就越高，所以预计该系数为正。

变量名称及变量定义见表 1。

Table 1. Table of variable definitions

表 1. 变量定义表

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	真实盈余管理(DREM)	真实盈余管理程度，利用 Roychowdhury (2006)模型计算出
	向上盈余管理(UPDREM)	利用 Roychowdhury (2006)模型计算出的值中为正部分数值
	向下盈余管理(DOWNDREM)	利用 Roychowdhury (2006)模型计算出的值中为负部分数值
	应计盈余管理(DA)	利用修正的琼斯模型计算出值的绝对值
解释变量	实体企业金融化程度(Fin)	企业金融化程度 = (交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 发放贷款及垫款净额 + 投资性房地产净额 + 可供出售金融资产净额 + 持有至到期投资净额)/总资产
调节变量	分析师关注度(ANY)	上市公司的分析师数量加 1 后取自然对数
控制变量	企业规模(Size)	企业年末总资产取自然对数
	负债水平(Lev)	期末负债总额与期末资产总额的比值
	资产净利润率(Roa)	企业净利润与资产平均总额的比值

3.3. 研究模型设计

第一，为检验实体企业金融化对企业盈余质量的影响，设立模型(1)、(2)、(3)：

$$DREM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Fin_{i,t} + \gamma_2 Size_{i,t} + \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 Roa_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$UPDREM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Fin_{i,t} + \gamma_2 Size_{i,t} + \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 Roa_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$DOWNDREM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Fin_{i,t} + \gamma_2 Size_{i,t} + \gamma_3 Lev_{i,t} + \gamma_4 Roa_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

第二，为检验分析师关注对实体企业金融化抑制企业盈余质量的缓解作用，在(1)的基础上引入分析师关注(ANY)，同时引入分析师关注与企业金融化的交乘项(ANY * Fin)设立模型(4)：

$$DREM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Fin_{i,t} + \gamma_2 ANY_{i,t} + \gamma_3 Fin_{i,t} * ANY_{i,t} + \gamma_4 Size_{i,t} + \gamma_5 Lev_{i,t} + \gamma_6 Roa_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

4. 实证检验与分析

4.1. 描述性统计

Table 2. The financialization of real enterprises regresses to accrued surplus management

表 2. 实体企业金融化对应计盈余管理回归结果

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
DREM	26,281	0.002	0.078	-0.328	0.364
UPDREM	26,281	0.028	0.049	0	0.364
DOWNDREM	26,281	-0.026	0.048	-0.328	0
Fin	26,281	0.036	0.077	0	0.972
ANYFin	26,281	0.224	0.896	-0.001	38.92
size	26,281	22.113	1.265	15.577	28.636
lev	26,281	0.421	0.201	0.007	1.698
ROA	26,281	0.053	0.083	-2.682	0.791
ANY	26,281	7.602	10.031	0	75
DA	26,281	0.006	0.146	-3.641	6.223

第一，从表 2 可以看出，本文有 26,281 个观察值。

第二，从中可以看出 DREM 的均值为 0.002，最大值为 0.364，最小值为 -0.328，说明在现有企业盈余管理中，既存在向上的盈余管理，也存在向下的盈余管理，并且两种盈余管理手段几乎均等存在，所以本文进一步研究盈余管理方向具有意义。

论文应采用 A4 幅面进行排版。论文页面设置为：上边距 3 厘米，下边距 3 厘米，左右边距 2 厘米；页眉 2 厘米，页脚 1.5 厘米。

论文的首页页眉第 1 行为 9 磅，Calibri (宋体) 字体，左齐，加粗；第 2 行为 Calibri 字体，9 磅，不加粗，左齐。第 3 行为 doi，左对齐，不加粗。

4.2. 主回归检验与分析

4.2.1. 实体企业金融化对企业盈余质量回归结果

Table 3. Results of the financialization of entity enterprises on the quality of enterprise earnings

表 3. 实体企业金融化对企业盈余质量回归结果

	(1) DREM	(2) UPDREM	(3) DOWNDREM
Fin	-0.01301** (0.02769)	-0.00518 (0.18243)	-0.00783** (0.02401)
size	0.00002 (0.96769)	-0.00277*** (0.00000)	0.00278*** (0.00000)
lev	-0.00706*** (0.00763)	0.01030*** (0.00000)	-0.01736*** (0.00000)
ROA	0.31747*** (0.00000)	0.09575*** (0.00000)	0.22172*** (0.00000)

Continued

_cons	-0.01114 (0.19013)	0.08037*** (0.00000)	-0.09150*** (0.00000)
<i>N</i>	26268	26268	26268
adj. <i>R</i> ²	0.1153	0.0254	0.1718

p-values in parentheses. **p* < 0.1, ***p* < 0.05, ****p* < 0.01.

见表 3 列示了企业金融化程度对真实盈余管理、向上盈余管理、向下盈余管理的回归结果。其中当被解释变量为 DREM 时, Fin 的回归系数为-0.01301, 在 5%的水平上显著, 且 Fin 每增加一个单位, DREM 将减少约 0.14 个百分点, 这说明实体企业金融化与企业盈余质量呈负相关关系, 即实体企业金融化会抑制企业盈余质量, 则假设 1 成立; 当被解释变量为 UPDREM 时, Fin 的回归系数为-0.00518, 并不显著, 这说明实体企业金融化与向上的盈余管理并没有显著关系, 即实体企业金融化对企业向上的盈余管理影响不大, 则假设 2 成立; 当被解释变量为 DOWNDREM 时, Fin 的回归系数为-0.00783, 在 5%的水平上显著, 且 Fin 每增加一个单位, DOWNDREM 减少约 0.86 个百分点, 这说明实体企业金融化与企业向下盈余质量呈负相关关系, 即实体企业金融化会抑制企业向下盈余质量, 则假设 3 成立。

综上所述, 实体企业金融化程度的提高会对其盈余质量产生抑制作用, 金融化的“挤出”效应要大于“蓄水池”效应。这可能是因为对比金融资产的收益, 企业为获取更多汇报将资金更多的投入到金融资产上, 导致企业主营业务所需资金被金融资产投资挤占, 但管理者更直接接收到了金融资产相关信息, 忽视了金融资产投资对企业主营业务的挤占效用, 导致信息有效性降低, 企业盈余质量降低。

4.2.2. 分析师关注的调节效应回归分结果

Table 4. Moderating effects regression score results of analyst interest

表 4. 分析师关注的调节效应回归分结果

VARIABLES	(1) fl DREM	(2) fl_jh DREM	(3) fl_c DREM
DREM			
Fin	-0.0168*** (-2.832)	-0.00363 (-0.537)	-0.0226*** (-3.713)
ANY	-0.000429*** (-8.229)	-0.000340*** (-5.995)	-0.000430*** (-8.249)
ANYFin		-0.00250*** (-4.008)	
size	0.00143*** (3.249)	0.00142*** (3.212)	0.00142*** (3.212)
lev	-0.00993*** (-3.728)	-0.00991*** (-3.719)	-0.00991*** (-3.719)
ROA	0.331*** (55.20)	0.331*** (55.25)	0.331*** (55.25)
ANYFin_c			-0.00250*** (-4.008)

Continued

Constant	-0.0386*** (-4.228)	-0.0388*** (-4.257)	-0.0381*** (-4.182)
Observations	26,268	26,268	26,268
R-squared	0.118	0.118	0.118
Adjusted R ²	0.118	0.118	0.118
F test	0	0	0

其中 ANYFin_c 表示去中心化后企业金融化与分析师关注度的交叉项, (3)列为对分析师关注度以及企业金融化去中心化后回归结果。

为考察分析师关注对企业金融化与企业盈余质量之间关系的调节效应[6], 本文对模型(4)进行回归检验。从表 4 中可看出, ANYFin_c 的回归系数为-0.00250, 结果均在 1%的水平上显著为负, 说明分析师关注会抑制企业金融化对盈余质量的负向作用, 验证了假说 4。

分析师作为企业外部的客观第三方, 起到规范、监督作用, 分析师的关注可能会让企业做出更加谨慎的决定, 使企业不再一味追求高额收益。因此, 分析师关注能够减弱企业参与金融活动投机套利的动机, 从而削弱金融化对盈余质量的负面影响。

4.3. 稳健性检验

Table 5. Results of the return of earnings management corresponding to the financialization of entity enterprises
表 5. 实体企业金融化对应计盈余管理回归结果

	DA_
Fin	-0.01981* (0.05082)
size	-0.00638*** (0.00000)
lev	0.02192*** (0.00000)
ROA	-0.14219*** (0.00000)
_cons	0.21218*** (0.00000)
N	26268
adj. R ²	0.0142

p-values in parentheses. **p*< 0.1, ***p*< 0.05, ****p*< 0.01.

根据上文分析, 本文使用应计盈余管理替代真实盈余管理进行稳健性检验。如表 5 所示, 在被解释变量为应计盈余管理时, 企业金融化(Fin)的回归系数为-0.01981, 在 10%的水平上显著负相关, 进一步论证了企业金融化对企业盈余质量的抑制作用。

5. 实证检验与分析研究结论和政策建议

描述性统计

本文选择我国 2008~2020 年所有 A 股非金融类上市公司为研究对象,探讨了企业金融化对企业盈余质量的影响以及分析师关注在其中的调节作用。研究发现:

企业金融化程度的加深显著抑制了企业盈余质量的提高。

企业金融化主要通过影响企业的向下盈余管理来影响企业盈余质量。

分析师关注会有效抑制企业金融化对企业盈余质量的负向影响。

据此,本文的政策建议为:

第一,非金融企业在进行金融资产投资时,应关注企业的金融化程度。非金融企业的管理层或相关决策机构,在制定投资战略时要考虑到金融化的“挤出效应”,合理分配企业用于投资、运营的资产,加强金融监管。同时重视分析师对企业的积极作用,企业也可以设置内部分析师的岗位,进一步发挥分析师在企业中的作用。

第二,政府要积极营造良好的投资氛围,监督企业的盈余管理行为,引导企业合理投资,抑制资金的“脱实向虚”,提高金融服务实体经济的能力。同时强调分析师的监督、促进作用,为企业提供合理、适当的外部监管。

参考文献

- [1] 娄薇. 分析师盈利预测与企业盈余质量——基于外部盈利压力的视角[D]: [硕士学位论文]. 杭州: 浙江财经大学, 2015.
- [2] 吴昂. 企业金融化、内部控制与盈余质量——基于中国 A 股非金融上市公司的经验证据[D]: [硕士学位论文]. 杭州: 浙江工业大学, 2020.
- [3] 买生, 王赛. 企业金融化会降低盈余质量吗[J]. 财会月刊, 2020(22): 79-88.
- [4] 崔振华. 实体企业金融化与真实盈余管理——基于主营业绩中介效应的分析[D]: [硕士学位论文]. 广州: 华南理工大学, 2019.
- [5] 周园. 分析师关注与盈余管理——基于机器学习角度的研究[D]: [硕士学位论文]. 杭州: 浙江大学, 2020.
- [6] 李梅, 蔡昌, 倪筱楠. 大股东减持、分析师关注与公司盈余管理[J]. 山西财经大学学报, 2021, 43(9): 111-126.