

企业金融化与股票错误定价

蒋戡¹, 曾菲¹

(1.南京大学 商学院, 江苏 南京 210093)

摘要: 实体企业“脱实向虚”现象不利于资本市场的健康稳定和经济的健康发展, 对企业运营也会产生诸多不利影响。本文运用 A 股上市公司 2009-2022 年数据, 考察企业金融化和股票错误定价之间的关系, 结果表明: 上市公司金融化会显著提高股票错误定价水平, 并且通过加剧信息不对称和引发投资者非理性的渠道产生作用; 审计质量、内控质量、分析师关注和机构持股比例具有负向调节效应; 金融资产估值监管政策的实施能够有效减弱股票错误定价水平。进一步研究发现: 投资者对企业金融化持有认可态度, 管理层会利用这种态度, 运用金融资产进行市值管理, 同时会采取避免选择四大审计和邀请机构调研等掩饰行为。本文研究充分论证了企业金融化和股票错误定价之间的因果关系和影响机制, 对企业金融化的监管、股票的合理定价和投资决策的制定具有一定的指导意义。

关键词: 企业金融化; 股票错误定价; 信息不对称; 投资者非理性; 因果识别

中图分类号: F275; F832.5

文献标志码: A

一、引言

企业持有的资产可以划分为实物资产和金融资产。实物资产通常是指企业的有形资产, 如土地、建筑物、机器设备和存货等, 这些资产具有实物形态。企业持有实物资产主要是为了进行生产经营活动, 获取生产经营利润。实物资产是企业生产经营所必需的, 能够帮助企业生产产品或提供服务, 从而实现企业的经营目标。金融资产是指企业的金融投资, 如股票、债券、基金和现金等, 这些资产没有实物形态, 而是以权益或债权的形式存在。企业持有金融资产主要是为了进行金融投资, 获取金融资产的增值收益。金融资产可以为企业额外的资金来源, 帮助企业实现其财务目标, 如扩大生产规模、偿还债务、进行新的投资等。企业金融化指的是非金融企业通过参与金融市场活动, 将更多资源和资金投入金融领域, 增加对金融资产的投资和依赖的过程, 具体表现为金融资产占总资产的比重以及金融资产获利占总利润比重逐渐提高。企业金融化通常出于两方面动机: 一是“长期战略”动机, 根据预防性储蓄理论, 持有流动性较高的金融资产能够实现财务目标、降低财务风险; 二是“短期套利”动机, 通过配置高收益率的金融资产能够提升短期获取迅速高额收益的能力 (胡奕明等, 2017)。

进入“新常态”以来, 由于经济增速放缓以及产能过剩等原因, 越来越多的实体企业, 甚至是一些行业龙头企业, 选择将资金配置重心转移至拥有相对高收益的金融资产, 进行大规模金融资产配置, 企业金融化现象日益凸显。据统计, 仅 2022 年, 购买理财产品的上市公司数量多达 800 余家, 购买总额高达 8 千余亿元; 进行证券投资的上市公司数量多达 1000 余家, 投资总额高达 9 千余亿元。需要指出的是, 企业进行实物投资能够实现资产存量的增加和社会财富的增长, 直接形成社会物质生产力; 而企业进行金融投资并不能直接增加社会资产存量 and 物质财富, 反而会挤出对实体经济的投资, 不利于经济的高质量发展 (张成思和张步昙, 2016; 杜勇等, 2017)。此外, 研究发现企业金融化还会造成一系列的不利影响, 包括抑制企业的技术创新能力 (谢家智等, 2014; Huang and Xu, 2024)、

提高企业的融资成本（刘珺等，2014）、引发金融市场风险（王永钦等，2015）、影响资本市场稳定（彭俞超等，2018）、导致宏观经济波动（肖崎和廖鸿燕，2020）、加剧企业产能过剩（于斌斌等，2022）等。党中央和国务院对愈演愈烈的实体企业金融化及其引发的不利影响给予了高度重视。早在 2015 年底的中央经济工作会议就对我国“大量资金流向虚拟经济，使资产泡沫膨胀”的状况做出了综合研判；党的十九大报告针对中国经济“脱实向虚”的状况提出“要深化金融体制改革，增强金融服务于实体经济的能力”；党的二十大报告进一步指出“建成现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”；2023 年的中央金融工作会议明确“坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨”。在此期间，一系列抑制企业“脱实向虚”的监管政策陆续出台。在政策明确引导和强监管的双重作用下，企业金融化趋势得到了有效遏制，实体经济步入高质量发展和可持续发展的正轨。但是，上市公司持有金融资产的行为和决策仍然会对公司的资产结构、财务管理和经营绩效等诸多方面产生直接影响，这些因素又会对股票市场参与者的行为和决策产生影响，并最终反映于股票价格的变化。

本文重点关注的是上市公司金融化和股票定价效率之间的关系。在现实中，由于公司和投资者之间的信息不对称以及投资者的非理性行为，资产定价理论中的信息对称和投资者理性的两个重要假设无法得到满足，因此，股票价格可能存在与公司内在价值的长期偏离，产生错误定价现象（Miller, 1977; Barberis et al., 1998; Daniel et al., 1998）。企业金融化使得上市公司持有大量的金融资产，金融资产往往涉及复杂的金融工具，然而相关的信息披露却不够透明，这会导致投资者难以准确评估金融资产的价值和风险，无法完全了解公司真实的经营状况，进而加剧公司和投资者之间的信息不对称（郭飞等，2018；董小红和孙文祥，2021）。此外，金融资产估值的复杂性为上市公司进行盈余管理提供了充足的空间（王烨等，2018；何威风等，2021）。公司可以选择使用不同的估值工具或进行不同的会计处理，对金融资产的价值和收益进行调整，进而影响财务报表中的盈余指标。然而，盈余管理会扭曲公司的真实经营状况，加剧公司和投资者间的信息不对称（徐寿福和徐龙炳，2015）。另一方面，金融资产的收益具有不确定性，使得持有金融资产的上市公司的利润容易出现短期波动，而频繁的利润波动则会让投资者的认知出现偏差，滋生出过度自信和过度反应等非理性情绪，进而做出过度交易和从众交易等非理性行为（邓超和彭斌，2021；王海芳和张笑愚，2021）。从长期看，金融资产收益的不确定性会导致投资者对公司可持续发展的担忧，进而引发非理性情绪和行为。综上，企业金融化会加剧上市公司和投资者之间的信息不对称，会引发投资者的非理性情绪和交易行为，而这恰恰是导致股票出现错误定价的主要原因。因此，有必要对企业金融化和股票错误定价之间的关系进行全面深入的考察。两者间的关系究竟如何以及是否存在因果关系？这种关系在不同特征公司间是否存在差异？企业金融化通过何种渠道对股票错误定价产生影响？管理层出于什么动机持有金融资产？厘清这些问题，有助于监管部门有效监督上市公司金融化现象，有助于上市公司科学制定和平衡实物资产和金融资产的配置，有助于投资者合理看待和理解上市公司金融化，进而促使资本市场能够更好地助力实体经济高质量发展。

本文首先从信息不对称和行为金融等理论视角出发，系统梳理企业金融化和股票错误定价之间的关系及其作用机制。其次，以 A 股上市公司 2009-2022 年的数据为样本进行实证检验，探究两者间的因果效应及其作用渠道。然后，为了更好地论证两者间的因果关系，考察公司内部的审计和控制质量以及外部的关注和监督水平具有的调节效应，考察金融资产估值监管政策《企业会计准则 22 号——金融工具确认和计量》实施的政策效应。最后，探寻公司管理层选择持有金融资产的私利动机。结果表明：上市公司金融化会提高股票错误定价水平，这种影响通过加剧信息不对称和引发投资者非理性的渠道产生作用；随着审计质量、内控质量、分析师关注和机构持股比例的提高，企业金融化对股票错误定价的正向影响减弱；金融资产估值监管政策的实施能够有效减弱股票错误定价水平。以上结果充

分说明了企业金融化和股票错误定价之间的因果关系和影响机制。进一步研究发现：投资者对企业金融化持有认可的态度，管理层会利用这种态度，运用金融资产进行市值管理，同时会采取避免选择四大进行审计和邀请机构进行实地调研等掩饰行为。

本文的边际贡献体现为：第一，对企业金融化和股票错误定价之间的关系进行了理论分析和实证检验，这是对企业金融化所引发经济后果研究的补充，也拓展了股票错误定价影响因素的研究。在企业金融化的后果方面，现有研究发现企业金融化会抑制实体经济发展（Demir, 2009；张成思和张步昙，2016；杜勇等，2017；肖崎和廖鸿燕，2020；Leng et al., 2023），会对公司运营产生诸多不利影响（谢家智等，2014；刘珺等，2014；于斌斌等，2022；Xu et al., 2023；Tian and Sun, 2023），并影响公司股票和资本市场的表现（王永钦等，2015；彭俞超等，2018；赵林丹和梁琪，2021；董盈厚等，2021；王翌秋和王新悦，2023）。在股票错误定价方面，现有研究发现公司特定行为，如信息披露（Berkman et al., 2009；徐寿福和徐龙炳，2015；贺康等，2020）、盈余管理（张静和王生年，2017）、股权激励（王生年和朱艳艳，2017）等，会加剧信息不对称，导致股票错误定价；投资者异质信念（Hirshleifer, 2001；张维等，2006）、投资者情绪（Baker et al., 2006；史永东和程航，2019）、媒体报道（Dougal et al., 2012；游家兴和吴静，2012）等，会引发投资者非理性行为，导致股票错误定价。但是，尚未有研究将企业金融化与股票定价效率有机地联系起来。第二，对企业金融化和股票错误定价之间的因果关系进行了充分的识别。首先，明确了两者间的因果链条，企业金融化通过信息不对称和投资者非理性影响股票定价效率。其次，通过考察公司内外部因素的调节效应，排除了反向因果和共同因素等竞争性解释。最后，利用金融资产估值监管政策的实施进行准自然实验，进一步论证了企业金融化对股票错误定价的因果效应。第三，从管理层角度对企业金融化的动机进行了探索，发现了管理层利用金融资产进行市值管理，并且对这种行为存在一定的掩饰，丰富了企业金融化和管理层行为的相关研究。

本文后续内容安排如下：第二部分为理论分析，第三部分为研究设计，第四部分为实证结果，第五部分为调节效应分析，第六部分为政策效应评估，第七部分为拓展性研究，第八部分为结论。

二、理论分析

企业金融化致使上市公司持有大量金融资产，而金融资产通常具有复杂性和收益不确定性的特征。金融资产的复杂性会加剧公司和投资者之间的信息不对称，收益不确定性会引发投资者的非理性情绪和行为，由此导致资产定价理论中信息对称和投资者理性的假设无法满足。本文以信息不对称和投资者非理性为影响渠道¹，重点分析企业金融化如何加剧信息不对称和引发投资者非理性，进而对股票错误定价产生影响。

（一）企业金融化、信息不对称与股票错误定价

企业金融化使得上市公司持有大量金融资产，其中涉及复杂的金融工具，包括不同的衍生品、复杂的交易结构和难以理解的估值模型等。然而，许多上市公司的相关信息披露不够透明和有效，进而加剧公司和投资者之间的信息不对称，主要表现在以下两个方面。首先，金融资产通常涉及复杂的金融工具，如衍生品和结构性金融产品等。公司在进行相关信息披露时会使用晦涩的专业术语和复杂的财务模型，使得一般投资者难以理解金融资产的运作、估值和风险特征。因此，企业金融化会增加相关信息披露的复杂性和投资者的理解难度，进而加剧信息不对称（郭飞等，2018；董小红和孙文祥，2021；Tian and Sun, 2023）。其次，对金融资产价值的估计需要主观判断和预测，容易受到管理层、分析师和投资者自身判断的影响。由于相关信息披露不够透明，市场参与主体对金融资产价值和收益的估计往往具有较大的分歧和不确定性，投资者因此更加难以判断公司的资产结构和盈

利能力，进而加剧信息不对称（钱爱民和朱大鹏，2018）。

企业金融化使得上市公司持有大量金融资产，这为上市公司进行盈余管理提供了客观工具和充足空间。首先，金融资产的公允价值计量具有复杂性和主观性，要运用复杂的模型和参数设置进行调整和估计，这就使得金融资产公允价值计量包含管理层的主观估计和判断，进而为上市公司盈余管理提供了工具（何威风等，2021）。其次，在财政部在 2017 年对《企业会计准则 22 号——金融工具确认和计量》进行修订前，会计准则没有明确交易性金融资产和可供出售金融资产之间的分类标准，上市公司可根据自身主观意图划分金融资产类别。交易性金融资产公允价值的变动对利润产生影响，可供出售金融资产公允价值的变动对所有所有者权益产生影响。当上市公司需要操控利润时，便可在二者之间进行选择（李秉祥等，2018）。在修订后，上市公司按照业务模式和合同现金流量划分金融资产类别，划分标准变得更为客观准确。但是，上市公司仍然可以通过金融资产计量模式的选择，在利润和权益之间进行调整，进而为盈余管理提供空间（王烨等，2018）。盈余管理的使用会误导投资者对公司真实盈利能力的理解，进而加剧了信息不对称。

综上，金融资产的计量和估值具有专业性和复杂性，相关信息的披露往往不够透明，却为盈余管理提供了工具和空间，这些都会加剧公司和投资者之间的信息不对称，进而引发股票价格与内在价值的偏离，导致股票出现错误定价（Berkman et al., 2009；徐寿福和徐龙炳，2015；贺康等，2020）。

（二）企业金融化、投资者非理性与股票错误定价

企业金融化会导致投资者产生非理性情绪。首先，企业金融化伴随着对复杂金融工具和估值模型的使用，使得财务结构和报告变得复杂和不透明。投资者可能难以准确评估金融工具的潜在风险，对财务信息的掌握和理解有限，这会增加投资者的不确定性，从而产生非理性情绪（邓超和彭斌，2021）。其次，上市公司持有金融资产的收益具有不确定性，容易受到金融市场波动的影响，进而导致上市公司的盈利出现短期变化。由于信息不对称，投资者无法准确理解公司盈利变化的真实原因，会对此产生过度反应，进而滋生非理性情绪（王海芳和张笑愚，2021）。最后，企业金融化会引起投资者对公司未来预期的变化。如果投资者认为公司更加注重金融活动而非核心业务，以及公司的目的是追求短期盈利而不是长期价值创造，那么投资者会对公司的长期可持续性产生担忧，进而产生非理性情绪（陈海东等，2021）。

企业金融化会导致投资者出现非理性行为。首先，由于公司和投资者之间的信息不对称，一旦公司通过金融活动实现了短期内的利润增长，公司股票会受到市场追捧，投资者会对公司未来盈利预期过度乐观。相反，当利润出现短期下降时，公司股票会受到市场冷落，投资者会对公司未来盈利预期过度悲观。此时，投资者往往出现过度自信，高估自己的能力和知识，过于相信自己的预测，进而采取过度激进或保守的非理性投资行为（宫汝凯，2021）。其次，企业金融化可能引起投资者对公司短期盈利的过度关注。短期主义的投资者可能倾向于频繁交易，试图迅速获取金融化所带来的短期收益，从而产生非理性的过度交易行为（廖理等，2018）。此外，公司金融化公告可能会激发市场情绪，使投资者受到情绪驱动，更容易陷入过度交易的行为。最后，投资者的过度自信和过度交易会引发其他投资者的从众心理，进而产生非理性的羊群行为（许泳昊等，2022）。

综上，企业金融化会导致公司利润短期内的波动，投资者对此会出现短期主义、过度自信、过度交易等非理性情绪和行为。行为金融学认为投资者的心理、情绪和行为会影响资产定价效率，非理性情绪和行为会导致股票价格与内在价值的偏离，从而出现股票错误定价（De Long et al., 1990；Diether et al., 2002；Hirshleifer et al., 2009）。

基于以上分析，本文提出以下假设：

假设 1：上市公司金融化会提高股票错误定价水平。

假设 2：上市公司金融化通过加剧信息不对称提高股票错误定价水平。

假设 3：上市公司金融化通过引发投资者非理性提高股票错误定价水平。

根据理论分析和假设提出，企业金融化对股票错误定价的影响渠道如图 1 所示。

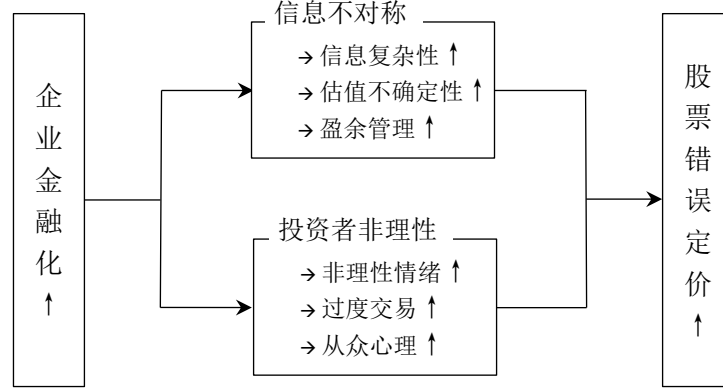


图 1：企业金融化对股票错误定价的影响机制

三、研究设计

（一）变量选择

1、被解释变量

股票错误定价水平（*Deviation*）是实证研究的被解释变量。衡量股票错误定价水平需要将股票的内在价值和实际价格进行比较。首先，参考 Ohlson（1995）、徐寿福和徐龙炳（2015）、王生年和朱艳艳（2017）和刘建秋等（2022）的方法，采用剩余收益模型估算上市公司每股的内在价值。剩余收益模型将公司内在价值与会计变量联系起来，运用未来三期的分析师预测数据估计股票内在价值，模型表示为：

$$V_{it} = b_{it} + \frac{f(1)_{it} - r_i \times b_{it}}{(1+r_i)} + \frac{f(2)_{it} - r_i \times b(1)_{it}}{(1+r_i)^2} + \frac{f(3)_{it} - r_i \times b(2)_{it}}{(1+r_i)^2 \times r_i} \quad (1)$$

其中， V_{it} 为 t 年度公司 i 的每股内在价值， $f(k)_{it}$ ($k=1,2,3$) 为 t 年度公司 i 未来 k 年的每股分析师预测盈余， b_{it} 为 t 年度公司 i 每股权益账面价值， $b(k)_{it}$ ($k=1,2$) 为 t 年度公司 i 未来 k 年的每股预测权益账面价值， r_i 为公司 i 的资本成本。其次，计算 t 年度公司 i 股票日收盘价的平均值 P_{it} 。最后，计算 t 年度公司 i 每股内在价值 V_t 和市场价格 P_t 的绝对偏离程度：

$$Deviation_{it} = |(P_{it} - V_{it}) / P_{it}| \quad (2)$$

Deviation 取值越大，股票错误定价水平越高。

2、解释变量

企业金融化程度（*Fin*）是实证研究的解释变量。参考 Demir（2009）、宋军和陆旸（2015）和彭俞超等（2018），将交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、投资性房地产等科目划分为金融资产。2017 年财政部对《企业会计准则 22 号——金融工具确认和计量》进行了修订，金融资产的划分新设了债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资三个会计科目，因此，金融资产的核计在 2017 年后加入以上三个新科目。企业金融化程度（*Fin*）定义为企业金融资产的配置比例，即企

业金融资产规模占总资产规模的比例。*Fin* 取值越大，企业金融化程度越高。

3、渠道变量

在信息不对称方面：（1）参考贺康等（2020），采用公司年报专业词汇密度（*Complex*），即年报中含的专业财务会计词汇数量占年报总字数的比例，作为信息复杂性的代理变量。*Complex* 取值越大，说明金融资产信息的复杂性越高。（2）参考褚剑等（2019），采用分析师盈余预测偏差（*FED*），即分析师的盈余预测值与实际盈余值的平均偏差，作为估值不确定性的代理变量。*FED* 取值越大，说明金融资产估值的不确定性越大。（3）参考 Bhattacharya et al.（2003）、游家兴和李斌（2007），采用盈余激进度（*EA*），即年度应计项目和上年度期末总资产的比值，作为盈余管理的代理变量。*EA* 取值越大，盈余管理程度越高。

在投资者非理性方面：（1）参考 Goyal and Yamada（2004）、谭跃和夏芳（2011），采用分解托宾 *Q* 值的方法来测度个股的投资者非理性情绪。估计以下模型：

$$Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_2 Grow_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中，*ROE* 为净资产收益率，*Grow* 为营业收入增长率，*Lev* 为资产负债率，*Size* 为公司资产规模，*Industry* 和 *Year* 分别为行业和年份哑变量。上述模型估计的残差 ε_{it} 表示托宾 *Q* 值中不由公司基本面决定，而是由市场情绪决定的部分。取残差的绝对值反映投资者非理性情绪（*Sent*）。*Sent* 取值越大，说明投资者非理性乐观或悲观情绪越大。（2）参考王道平等（2022），采用年度换手率（*OT*）作为投资者过度交易的代理变量。*OT* 取值越大，说明投资者过度交易越明显。（3）参考许年行等（2013），采用投资者羊群行为（*Herd*）作为投资者从众心理的代理变量。*Herd* 取值越大，说明投资者从众心理越明显。

4、控制变量

参考股票错误定价的相关研究（Berkman et al., 2009；Dougal et al., 2012；游家兴和吴静，2012；徐寿福和徐龙炳，2015），控制变量选择如下：公司规模（*Size*），用总资产的自然对数表示；上市年限（*Age*），用上市年数的自然对数来表示；盈利能力（*ROE*），用净资产收益率表示；成长性（*BM*），用账面市值比来表示；财务杠杆（*Lev*），用资产负债率表示；股权集中度（*Top1*），用第一大股东持股比例表示；产权特征（*State*），用是否是国有表示；股利分红（*Div*），用普通股获利率来表示；治理特征（*Board*），用董事会总人数的自然对数来表示。

（二）模型设定

为了检验企业金融化对股票错误定价的影响及其影响渠道，本文构建以下模型对假设 1 至假设 3 进行检验：

$$Deviation_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$MED_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Controls_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Deviation_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Fin_{it} + \gamma_2 MED_{it} + \gamma_3 Controls_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中，*Controls* 表示一系列控制变量， ε 表示随机扰动项。式(4)中的系数 α_1 表示企业金融化对股票错误定价的影响，若 α_1 显著为正，则表明企业金融化程度对股票错误定价水平有正向影响，假设 1 成立。式(5)和式(6)对影响渠道进行了检验²，其中，*MED* 表示反映信息不对称和投资者非理性的渠道变量，若 β_1 和 γ_2 显著为正，则表明企业金融化通过作用于渠道变量对股票错误定价产生影响，即假设 2 和假设 3 成立。

（三）样本选择

2008 年全球金融危机对中国股票市场形成了剧烈冲击，对股票定价产生了重大影响，不利于实证结果的可靠性，因此，样本期限选择为 2009-2022 年，频率为年度，样本涵盖沪深两市的所有 A 股上市公司。为了提高实证研究的可靠性，本文对初始数据做了如下处理：（1）由于财务结构的特殊性，剔除金融和房地产行业上市公司样本；（2）由于财务状况的特殊性，剔除 ST、*ST、PT 或退市类上市公司样本；（3）由于新股价格的特殊性，剔除 IPO 两年之内的样本；（4）剔除存在缺失值的样本；（5）对所有连续变量进行 Winsorize（1%）缩尾处理。最终样本包含 29076 个公司/年度观测值。公司相关数据均来源于国泰安 CSMAR 数据库。

表 1 报告了所有变量的描述性统计结果。在主要变量方面，股票错误定价（*Deviation*）的均值为 0.649，中位数小于均值，分布右偏，最大值高达 2.676，说明部分股票存在严重的股票错误定价现象。企业金融化（*Fin*）的均值为 0.04，中位数是 0.01，说明多数企业选择配置了一定比例的金融资产；中位数小于均值，标准差大于均值，分布分散且右偏。在渠道变量方面，信息复杂性（*Complex*）的均值和中位数均为 0.051，标准差较小，最小值和最大值差异不大，分布较为集中。盈余激进度（*EA*）的均值和中位数均为-0.023，说明多数企业没有明显的盈余管理行为。估值不确定性（*FED*）、过度交易（*OT*）、羊群行为（*Herd*）和投资者情绪（*Sent*）的均值均大于中位数，最小值和最大值的差异均较大，说明分布存在右偏且分散的特征。

表 1：变量的描述性统计结果

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Deviation</i>	0.649	0.637	0.412	0.016	2.676
<i>Fin</i>	0.040	0.010	0.069	0	0.415
<i>Complex</i>	0.051	0.051	0.006	0.039	0.066
<i>FED</i>	2.374	0.750	4.865	0.005	32.500
<i>EA</i>	-0.023	-0.023	0.111	-0.391	0.360
<i>OT</i>	4.218	3.429	2.966	0.438	14.675
<i>Herd</i>	0.249	0.202	0.135	0.086	0.679
<i>Sent</i>	0.818	0.619	0.852	0.012	5.625
<i>Size</i>	22.259	22.091	1.259	19.894	26.139
<i>Age</i>	2.323	2.398	0.642	1.099	3.332
<i>ROE</i>	0.056	0.067	0.144	-0.750	0.375
<i>Lev</i>	0.439	0.435	0.198	0.062	0.893
<i>BM</i>	0.556	0.526	0.263	0.095	1.202
<i>Top1</i>	0.339	0.316	0.146	0.090	0.735
<i>State</i>	0.403	0	0.491	0	1
<i>Div</i>	0.008	0.004	0.011	0	0.061
<i>Board</i>	2.134	2.197	0.199	1.609	2.708

四、实证结果

（一）基准回归结果

表 2 报告了企业金融化对股票错误定价影响的基准回归结果，其中，列 1 为不加控制变量的结果，列 2 至列 5 为逐步加入反映公司特征、财务特征、股权特征和治理特征等控

制变量的结果。结果显示：在加入财务特征变量后，企业金融化（*Fin*）前的系数保持显著为正，说明在控制了其他因素的影响下，企业金融化对股票错误定价有显著的正向影响，假设 1 得到验证。根据列 5 的结果，上市公司持有金融资产的比例每增加 1%，股票错误定价水平平均增加 0.076%；上市公司持有金融资产比例每增加 1 个标准差，股票错误定价水平平均增加 0.0127 个标准差。

在其他变量方面，公司规模（*Size*）、企业年限（*Age*）、财务杠杆（*Lev*）和普通股获利率（*Div*）对股票错误定价有显著的正向影响，盈利能力（*ROE*）、账面市值比（*BM*）、股权集中度（*Top1*）和治理特征（*Board*）对股票错误定价水平有显著的负向影响，这些结果与现有研究基本一致。

表 2：企业金融化对股票错误定价影响的基准回归结果

	1	2	3	4	5
	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>Fin</i>	0.023 (0.526)	-0.067 (-1.511)	0.101*** (2.705)	0.102*** (2.713)	0.076** (2.029)
<i>Size</i>		-0.033*** (-5.672)	0.030*** (4.732)	0.031*** (4.993)	0.022*** (3.621)
<i>Age</i>		0.056*** (8.768)	0.018*** (3.106)	0.017** (2.551)	0.020*** (3.001)
<i>ROE</i>			-1.385*** (-40.502)	-1.381*** (-40.427)	-1.498*** (-43.312)
<i>Lev</i>			0.036* (1.809)	0.036* (1.771)	0.105*** (5.004)
<i>BM</i>			-0.293*** (-13.832)	-0.293*** (-13.747)	-0.350*** (-16.716)
<i>Top1</i>				-0.045 (-1.499)	-0.103*** (-3.492)
<i>State</i>				-0.003 (-0.326)	0.007 (0.745)
<i>Div</i>					6.079*** (9.031)
<i>Board</i>					-0.063*** (-3.042)
年度	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是
N	29,011	29,011	29,011	29,011	29,011
Adj. R ²	0.039	0.049	0.258	0.259	0.279

注：***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平下显著，括号内为根据公司层面聚类调整的稳健标准误差计算的 t 统计量。

（二）内生性问题

为了缓解模型中可能存在的内生性问题，本文分别采用工具变量法、控制个体固定效应和安慰剂检验进行分析。

1、工具变量法

采用高管金融背景（*BG*）作为企业金融化的工具变量。高管金融背景是指上市公司高管是否具有金融行业从业经历或专业背景，如是则取值为 1，否则为 0。高管如果具有金融

背景，则其对金融资产的功能、作用 and 风险会有更为深入的理解，就更有可能选择持有更多的金融资产，对企业金融化产生直接影响。但是，股票错误定价反映的是股票交易价格和内在价值偏离的程度，高管是否具有金融背景不会直接影响股票价格和公司价值，因此，也难以对股票错误定价产生直接的影响。

在第一阶段回归中，以企业金融化（*Fin*）为被解释变量，工具变量高管金融背景（*BG*）为解释变量，同时加入式(4)中的所有控制变量。表 3 列 1 的结果显示：高管金融背景（*BG*）的系数在 1%的水平上显著为正，说明样本企业的金融化与高管是否具有金融从业经历显著正相关。Cragg-Donald Wald F 检验统计量为 10.09，高于临界值，说明不存在弱工具变量问题。表 3 列 2 报告了第二阶段回归结果，企业金融化（*Fin*）的系数仍在 5%的水平上显著为正，说明在使用工具变量控制内生问题后，企业金融化仍然对股票错误定价有显著的正向影响。

表 3：内生性问题估计结果

	1	2	3	4
	<i>Fin</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>Fin</i>		4.356** (2.035)	0.090** (2.146)	0.086** (2.048)
<i>BG</i>	0.003*** (3.180)			
<i>Controls</i>	是	是	是	是
年度	是	是	是	是
行业	是	是	否	是
公司	否	否	是	是
N	29,011	29,011	29,011	29,011
Adj. R ²	0.154	0.020	0.158	0.160

注：***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平下显著，括号内为根据公司层面聚类调整的稳健标准误差计算的 t 统计量。

2、公司固定效应

针对遗漏变量问题，在式(4)中进一步引入公司固定效应，控制不随时间变化且无法观测的公司特征。表 3 列 3 和列 4 的结果显示，企业金融化（*Fin*）的系数在 5%的水平下显著为正，说明在控制公司固定效应后，企业金融化仍然对股票错误定价有显著的正向影响。

3、安慰剂检验³

为了验证企业金融化对股票错误定价的影响，本文执行安慰剂检验。具体而言，将当年度的企业金融化观测值随机分配给各样本公司，再根据式(4)对随机顺序的企业金融化（*Fin*）与股票错误定价（*Deviation*）进行回归，重复上述过程 1000 次。结果显示：回归结果中系数拥有统计意义上的显著性的比例极小，说明企业金融化对股票错误定价的影响不是由随机因素驱动的。

（三）稳健性检验

1、替换被解释变量

参考游家兴和吴静（2012），用公司实际价值与同行业基础价值的偏离程度（*Misp*）来衡量股票错误定价水平：

$$Misp_{it} = |\ln[Capital_{it} / (Asset_{it} \times Ratio_i)]|$$

其中， $Capital_{it}$ 是 t 年度公司 i 股票市值与公司负债之和， $Asset_{it}$ 是 t 年度公司 i 的总资产， $Ratio_i$ 为公司 i 所在行业各公司 $Capital$ 与 $Asset$ 比值的中位数。将 $Misp$ 替换 $Deviation$ 进行回归，表 4 列 1 报告了估计结果，结果显示企业金融化（ Fin ）前的系数仍然显著为正。

2、替换解释变量

参考张成思和张步昙（2016），使用金融资产收益率（ $Ratio$ ）作为企业金融化的代理变量。金融资产收益率指的是公司投资收益、公允价值变动损益以及其他综合收益的加总占营业利润的比例。表 4 列 2 报告了估计结果，结果显示金融资产收益率（ $Ratio$ ）前的系数显著为正，结论依然成立。

3、滞后解释变量

使用上一年度企业金融化（ $L.Fin$ ）替代本年度企业金融化（ Fin ）进行回归。表 4 列 3 报告了估计结果，结果显示上一年度企业金融化（ $L.Fin$ ）的系数显著为正，结论依然成立。

4、调整检验样本

保留持有金融资产的上市公司，删除样本中金融资产比例为 0 的观测值，考察在持有金融资产的条件下企业金融化对股票错误定价的影响。表 4 列 4 报告了估计结果，结果显示企业金融化（ Fin ）前的系数显著为正，结论依然成立。

表 4：稳健性检验估计结果

	1	2	3	4
	<i>Misp</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>Fin</i>	0.103** (2.507)			0.148*** (3.719)
<i>Ratio</i>		0.003** (2.353)		
<i>L.Fin</i>			0.081** (1.977)	
年度	是	是	是	是
行业	是	是	是	是
N	29,011	29,011	25,271	23,360
Adj. R ²	0.193	0.277	0.277	0.274

注：***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平下显著，括号内为根据公司层面聚类调整的稳健标准误计算的 t 统计量。

（四）影响渠道分析

表 5 报告了信息不对称作为影响渠道的估计结果。列 2-列 4 的结果显示企业金融化（ Fin ）分别对信息复杂性（ $Complex$ ）、估值不确定性（ FED ）和盈余管理程度（ EA ）有显著的正向影响，列 5-列 7 的结果显示信息复杂性（ $Complex$ ）、估值不确定性（ FED ）和盈余管理程度（ EA ）分别对股票错误定价（ $Deviation$ ）有显著的正向影响。以上结果表明，企业金融化会增加信息不对称程度，具体表现为提高信息复杂性、估值不确定性和盈余管理程度，进而增加股票错误定价水平。上述结果建立了企业金融化→信息不对称→股票错误定价的影响渠道，假设 2 得到验证。

表 5：企业金融化、信息不对称和股票错误定价的估计结果

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

	<i>Deviation</i>	<i>Complex</i>	<i>FED</i>	<i>EA</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>Fin</i>	0.076** (2.029)	0.003*** (4.018)	1.003* (1.837)	0.043*** (3.924)	0.076** (2.017)	0.001 (0.027)	0.070* (1.870)
<i>Complex</i>					1.334* (1.697)		
<i>FED</i>						0.003*** (7.661)	
<i>EA</i>							0.142*** (7.622)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是	是
N	29,011	28,793	24,534	29,011	28,793	24,534	29,011
Adj. R ²	0.279	0.429	0.096	0.082	0.282	0.267	0.279

注：***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平下显著，括号内为根据公司层面聚类调整的稳健标准误计算的 t 统计量。

表 6 报告了投资者非理性作为影响渠道的估计结果。列 2-列 4 的结果显示企业金融化（*Fin*）分别对投资者非理性情绪（*Sent*）、过度交易（*OT*）和从众心理（*Herd*）有显著的正向影响，列 5-列 7 的结果显示非理性情绪（*Sent*）、过度交易（*OT*）和从众心理（*Herd*）分别对股票错误定价（*Deviation*）有显著的正向影响。以上结果表明，企业金融化会导致投资者非理性，具体表现为引发投资者非理性情绪、过度交易和从众心理，进而增加股票错误定价水平。上述结果建立了企业金融化→投资者非理性→股票错误定价的影响渠道，假设 3 得到验证。

表 6：企业金融化、投资者非理性和股票错误定价的估计结果

	1	2	3	4	5	6	7
	<i>Deviation</i>	<i>Sent</i>	<i>OT</i>	<i>Herd</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>Fin</i>	0.076** (2.029)	0.289** (2.084)	0.434* (1.779)	0.027* (1.695)	0.064* (1.718)	0.075** (1.977)	0.072* (1.914)
<i>Sent</i>					0.042*** (9.275)		
<i>OT</i>						0.004*** (4.244)	
<i>Herd</i>							0.133*** (4.693)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是	是
N	29,011	29,011	29,011	29,005	29,011	29,011	29,005
Adj. R ²	0.279	0.172	0.368	0.435	0.284	0.278	0.279

注：***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平下显著，括号内为根据公司层面聚类调整的稳健标准误计算的 t 统计量。

综上，影响渠道分析结果表明企业金融化通过加剧信息不对称和引发投资者非理性，进而提高股票错误定价水平。上述结果检验了企业金融化对股票错误定价影响的传导途径和的因果链条，明确了两者之间的因果关系。

五、调节效应分析

为了更好地论证企业金融化和股票错误定价之间的因果关系，本文选择上市公司的独立审计质量、内部控制质量、分析师关注度和机构持股比例进行调节效应分析⁴。我们认为独立审计质量、内部控制质量、分析师关注度和机构持股比例的提高能够缓解信息不对称和抑制投资者非理性，进而能够调节企业金融化和股票错误定价之间的关系。因此，如果前述发现的企业金融化和股票错误定价之间相关性是由前者对后者的因果效应导致，那么独立审计质量、内部控制质量、分析师关注度和机构持股比例将表现出显著的调节效应。

（一）独立审计质量

独立审计是指注册会计师依法接受委托，对公司会计报表及其相关资料进行独立审查并发表审计意见。独立审计能够提高财务报表的信赖程度，是对上市公司的一种监管，也是投资者了解公司经营和财务状况的重要手段。本文构建以下模型考察独立审计质量（*Audit*）的调节效应：

$$Deviation_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Fin_{it} \times Audit_{it} + \beta_3 Audit_{it} + \beta_4 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中，*Audit* 用公司年度可操控性应计利润的绝对值来衡量，可操控性应计利润由调整的 Jones 模型估计得出，反映了企业在当前会计准则下应计但还未计的利润，取负数后变量的取值越大，公司的独立审计质量越高⁵。表 7 列 2 列示了独立审计质量（*Audit*）调节效应的估计结果，结果显示企业金融化和独立审计质量交互项（*Fin*×*Audit*）前的系数显著为负，说明随着独立审计质量的提高，企业金融化对股票错误定价的正向影响减弱。可能得原因在于：当独立审计质量较高时，投资者更容易通过公开透明的财务信息分辨公司的运营状况，管理层的盈余管理行为也更容易被监督，因此，在一定程度上能够缓解公司与投资者之间的信息不对称。另一方面，当独立审计质量较高时，投资者对公司长期内在价值的判断更加准确，能够更为理性地看待公司的业绩变化，不会轻易产生非理性情绪和行为。综上，独立审计质量的提高能够缓解信息不对称和抑制投资者非理性，进而减弱企业金融化对股票错误定价的正向影响。

（二）内部控制质量

内部控制是指企业为了实现其经营目标，保护资产的安全完整，保证会计信息的正确可靠，确保经营方针的贯彻执行，而在内部采取的自我调整、约束、规划、评价和控制的一系列措施。内部控制具体可以分为两类：内部会计控制和内部管理控制。本文构建以下模型考察内部控制质量（*IC*）的调节效应：

$$Deviation_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Fin_{it} \times IC_{it} + \beta_3 IC_{it} + \beta_4 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中，*IC* 用博迪数据库中的内部控制指数来表示，内部控制指数越大，公司内控质量越高。表 7 列 3 列示了内部控制质量（*IC*）调节效应的估计结果，结果显示企业金融化和内部控制质量交互项（*Fin*×*IC*）前的系数显著为负，说明随着内部控制质量的提高，企业金融化对股票错误定价的正向影响减弱。可能的原因在于：内部会计控制能够提高会计信息资料的正确性和可靠性，降低公司管理者在会计政策和资产估计上的自由选择权；内部管理控制能够保证企业生产和经营活动顺利进行，注重管理层和所有者的职责分离和内部牵制，有效监督管理层的行为。当内部控制质量较高时，公司的财务信息更加透明，运营管理更为有效，因此，能够缓解公司和投资者之间的信息不对称和抑制投资者的非理性情绪和行为，进而减弱企业金融化对股票错误定价的正向影响。

（三）分析师关注度

证券分析师的主要工作是搜集和研究证券市场相关的各种因素，对市场和证券价值的变动趋势进行分析和预测，并向投资者发布投资价值报告。相比于一般投资者，分析师具有良好的专业素养和能力，通过渠道和平台优势能够获得更为全面和及时的信息，部分分析师还会长期跟踪一些公司并进行实地考察，对公司运营管理和经营业绩进行专业的解读和分析，最后将复杂、晦涩和隐含信息转化为简单易懂的研究报告。本文构建以下模型考察分析师关注度（*Analyst*）的调节效应：

$$Deviation_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Fin_{it} \times Analyst_{it} + \beta_3 Analyst_{it} + \beta_4 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

其中，*Analyst* 用年度跟踪分析公司的分析师数量来表示，跟踪公司的分析师数量越多，公司受到的分析师关注度越高。表 7 列 4 列示了分析师关注度（*Analyst*）调节效应的估计结果，结果显示企业金融化和分析师关注度交互项（*Fin*×*Analyst*）前的系数显著为负，说明随着分析师关注度的提高，企业金融化对股票错误定价的正向影响减弱。可能的原因在于：分析师报告能够更好地帮助投资者理解公司的资产结构和业绩来源，帮助投资者识别公司的盈余管理手段，降低投资者因业绩变化导致的非理性情绪。因此，分析师关注度的提高能够缓解公司和投资者之间的信息不对称和抑制投资者的非理性情绪和行为，进而减弱企业金融化对股票错误定价的正向影响。

（四）机构持股比例

机构投资者作为资本市场的重要参与者，相较于个人投资者，其在信息搜集、获取和处理方面具有优势。机构持股会对公司行为和个体投资者决策产生一定的影响。本文构建以下模型考察机构持股比例（*InsHold*）的调节效应：

$$Deviation_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Fin_{it} \times InsHold_{it} + \beta_3 InsHold_{it} + \beta_4 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

其中，*InsHold* 用机构投资者持股数量占公司总股本的比例来表示。表 7 列 5 列示了机构持股比例（*InsHold*）调节效应的估计结果，结果显示企业金融化和机构持股比例交互项（*Fin*×*InsHold*）前的系数显著为负，说明随着机构持股比例的提高，企业金融化对股票错误定价的正向影响减弱。可能的原因在于：机构投资者具有专业和信息的优势，能够较好地理解金融资产的估值和收益，进而能够缓解投资者和公司之间的信息不对称；机构投资者能够发挥外部监督作用，能够在一定程度上遏制公司通过金融资产进行盈余管理的行为；机构投资者持股能够稳定个体投资者的情绪，抑制非理性行为和决策的出现。因此，机构持股比例的提高能够减弱企业金融化对股票错误定价的正向影响。

表 7：企业金融化对股票错误定价影响的调节效应估计结果

	1	2	3	4	5
	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>
<i>Fin</i>	0.076** (2.029)	0.053 (1.285)	0.388** (2.535)	0.111** (2.550)	0.136*** (2.292)
<i>Fin</i> × <i>Audit</i>		-0.245** (-2.049)			
<i>Audit</i>		-0.054*** (-3.426)			
<i>Fin</i> × <i>IC</i>			-0.050** (-2.042)		
<i>IC</i>			-0.002 (-0.879)		
<i>Fin</i> × <i>Analyst</i>				-0.055** (-1.967)	

<i>Analyst</i>					-0.020*** (-5.045)
<i>Fin</i> × <i>InsHold</i>					-0.273** (-1.982)
<i>InsHold</i>					-0.000 (-1.349)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是
N	29,011	29,011	29,011	29,011	28,892
Adj. R ²	0.279	0.280	0.279	0.281	0.283

注：***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平下显著，括号内为根据公司层面聚类调整的稳健标准误差计算的 t 统计量。

综上，调节效应分析结果表明独立审计质量、内部控制质量、分析师关注度和机构持股比例均具有显著的负向调节效应。上述调节变量通过缓解信息不对称和抑制投资者非理性，进而减弱企业金融化和股票错误定价之间的正相关关系。另外，如果两者之间的关系是由于反向因果或共同因素⁶等原因导致的，那么无论独立审计质量、内部控制质量、分析师关注度还是机构持股比例是否存在差异，都不会对反向因果或共同因素导致的相关性产生显著的调节作用。因此，可以排除反向因果和共同因素等其他竞争性解释，进一步论证了企业金融化对股票错误定价的因果效应。

六、政策效应分析

为了更好地识别企业金融化对股票错误定价的因果关系，本文借助金融资产估值的监管政策，采用双重差分（DID）模型进行准自然实验。财政部在 2017 年对《企业会计准则 22 号——金融工具确认和计量》进行了修订，自 2018 年 1 月 1 日起逐步施行，2019 年 1 月 1 日后，境内所有上市公司均须采用修订后的新准则。会计准则修订后，对上市公司金融资产的划分和计量提出了更为明确的要求。该政策的实施为企业金融化提供了一个有效的外生冲击，本文以 2009-2022 年为样本期，构建以下 DID 模型评估政策效应：

$$Deviation_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_{it} \times Post_{it} + \alpha_2 Treat_{it} + \alpha_3 Post_{it} + \alpha_4 Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

其中，*Treat* 为分组虚拟变量，若企业持有金融资产则取值为 1，否则取值为 0；*Post* 为政策虚拟变量，2019 年以前取值为 0，2019 年及以后取值为 1；被解释变量 *Deviation* 和控制变量 *Controls* 的定义与式(4)完全一致。表 8 列 1 报告了 DID 模型的估计结果，列 2 报告了经过倾向得分匹配样本后的 PSM-DID 模型估计结果，结果显示交互项 *Treat*×*Post* 的系数均显著为负，说明会计准则修订后，持有金融资产公司的股票错误定价显著降低。会计准则修订后，上市公司金融资产的划分标准和计量估值较之前变得更加客观准确，相关信息披露变得较之前更加公开透明，公司运用金融资产进行盈余管理的空间受到一定程度的限制，因此，股票错误定价水平得以降低。上述结果进一步识别了企业金融化和股票错误定价之间的因果关系。表 8 列 3 和列 4 报告了引入企业金融化（*Fin*）作为交互项的 DID 和 PSM-DID 模型的估计结果，结果显示 *Treat*×*Post*×*Fin* 的系数显著为负，说明企业金融化程度越高，会计准则修订对降低股票错误定价水平的政策效应越强，由此再次说明了企业金融化对股票错误定价的因果关系。

表 8：政策效应分析 DID 模型估计结果

1	2	3	4
<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>

<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.027** (-2.160)	-0.062*** (-4.528)	-0.024* (-1.774)	-0.065*** (-4.509)
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>Fin</i>			-0.130** (-1.997)	-0.122* (-1.662)
<i>Post</i>	0.034*** (3.034)	0.135*** (7.838)	0.034*** (3.060)	0.148*** (8.915)
<i>Treat</i>	-0.017** (-2.524)	-0.003 (-0.551)	-0.024*** (-3.452)	-0.010* (-1.684)
<i>Controls</i>	是	是	是	是
年度	否	否	否	否
行业	是	是	是	是
N	29,011	11,183	29,011	11,162
Adj. R ²	0.275	0.473	0.276	0.482

注：***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平下显著，括号内为根据公司层面聚类调整的稳健标准误差计算的 t 统计量。

七、拓展性研究

（一）投资者的态度

企业金融化会加剧信息不对称和引发投资者非理性，进而导致股票出现错误定价，但是投资者对企业金融化的态度并不明确。如果投资者对企业金融化持认可的态度，将会买入公司股票，进而推动股票价格上涨并向上偏离其内在价值。相反地，如果投资者对企业金融化持否定态度，将会卖出公司股票，进而推动股票价格下跌并向下偏离其内在价值。根据上述分析，文本按照股价偏离方向将样本分成向上偏离和向下偏离两组，考察投资者对企业金融化的态度。表 9 列 1 和列 2 报告了分组回归的估计结果，结果显示企业金融化（*Fin*）对股票错误定价（*Deviation*）的影响在股价高估组显著为正，在股价低估组不显著。以上结果说明：虽然由于信息不对称的存在，投资者可能对上市公司持有的金融资产不甚了解，但并不妨碍对这种行为认可和支持的态度，公司持有金融资产的比例越高，股价向上偏离的幅度越大。同时，可以进一步说明投资者的非理性，虽然企业金融化受到政策监管的遏制，但是投资者仍然期望企业金融化能够带来额外的投资收益。

（二）管理层的动机

市值是管理层绩效考核的重要指标，管理层有强烈的动机进行市值管理。金融资产的复杂性为管理者进行市值管理提供了天然的工具，投资者对企业金融化的认可为管理层进行市值管理提供了良好的契机。管理层可以通过持有的金融资产操控利润，利用投资者的投机心理抬高股价，从而达到市值管理的目的。一般而言，当公司市值较低时，管理层具有更为强烈的动机进行市值管理。根据上述分析，本文根据市值中位数将样本分为高市值和低市值两组，考察管理层利用金融资产进行市值管理的可能性。表 9 的列 3 和列 4 报告了分组回归的估计结果，结果显示企业金融化（*Fin*）对股票错误定价（*Deviation*）的影响在低市值组显著为正，在高市值组不显著。以上结果说明：当公司市值较低时，公司持有金融资产的比例越高，股票错误定价的水平越高，反映出管理层有着更为强烈的动机利用金融资产进行市值管理。

（三）管理层的掩饰

《公司法》规定上市公司的年度会计报表必须经过独立的会计师事务所审计，而来自四大会计师事务所的审计具有更强的专业性和独立性。如果管理层出于市值管理的动机而选择持有金融资产，那么自然不愿受到过多和过强的外部审计。在此情况下，金融资产比

例越高，聘请四大进行审计的可能性越低。根据上述分析，本文考察企业金融化（*Fin*）对是否聘请四大进行审计（*BigFour*）的影响，其中，如果审计师来自四大会计师事务所，*BigFour*则取值为 1，否则为 0。表 9 的列 5 报告了估计结果，结果显示：企业金融化（*Fin*）的系数显著为负，说明企业金融化会降低聘请四大的可能性，由此反映出管理者出于市值管理的私利动机而不愿聘请四大进行审计的掩饰行为。

为了更好地了解企业的生产经营状况，机构投资者会通过实地调研或直接与管理层对话的方式来挖掘深层次信息。机构投资者的实地调研具有一定的外部监督作用，能够抑制管理层的盈余管理。如果管理层出于市值管理的动机而选择持有金融资产，那么自然不愿接受机构投资者的实地调研。根据上述分析，本文考察企业金融化（*Fin*）对是否有机构投资者实地调研（*Survey*）的影响，其中，如果当年有机构投资者实地调研，*Survey* 则取值为 1，否则为 0。表 9 列 6 报告了估计结果，结果显示：企业金融化（*Fin*）的系数显著为负，说明企业金融化会降低机构实地调研的可能性，由此反映出管理者出于市值管理的私利动机而不愿邀请机构进行实地调研的掩饰行为。

表 8：投资者态度、管理层动机和掩饰行为的估计结果

	1	2	3	4	5	6
	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>Deviation</i>	<i>BigFour</i>	<i>Survey</i>
	股价低估	股价高估	高市值	低市值		
<i>Fin</i>	0.133 (0.828)	0.107*** (5.028)	0.049 (0.677)	0.115*** (3.535)	-1.078** (-2.020)	-0.618*** (-2.781)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是	是
年度	是	是	是	是	是	是
行业	是	是	是	是	是	是
N	4,927	24,084	14,507	14,504	28,840	26,415
Adj. R ²	0.508	0.661	0.236	0.538		
Pseudo R ²					0.311	0.170

注：***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平下显著，括号内为根据公司层面聚类调整的稳健标准误差计算的 t 统计量。列 5 和列 6 报告的是 Probit 模型的估计结果。

七、结论与启示

近年来，企业金融化现象及其引发的影响得到了学界和业界的广泛关注，本文重点考察企业金融化对股票定价效率的影响。从信息不对称和行为金融等理论视角出发，本文首先分析了企业金融化对股票错误定价的影响机制，随后以 A 股上市公司 2009—2022 年数据为样本进行了实证检验。结果表明：企业金融化会加剧信息不对称和引发投资者非理性，进而提高股票错误定价水平；随着独立审计质量、内部控制质量、分析师关注度和机构持股比例的提高，企业金融化对股票错误定价的影响减弱；上市公司金融资产监管政策对股票错误定价有显著的政策效应；投资者对企业金融化持有认可的态度，而公司管理层存在运用金融资产进行市值管理的动机。

本文的研究的启示在于：（1）对于监管部门而言，需要加强对上市公司金融资产配置和相关信息披露的监管，遏制上市公司利用金融资产操纵盈余和市值的不当行为，引导投资者合理看待和理解上市公司金融化现象，全面促进资本市场高质量发展。（2）对于上市公司而言，应当根据宏观经济、资本市场和公司发展的实际情况合理配置金融资产，完善金融资产信息的披露机制，积极主动地公开相关信息，提高独立审计和内部控制质量，缓解公司和投资者之间的信息不对称。（3）对于投资者而言，要提高自己的金融素养，合理看待企业金融化现象，准确评估金融资产的价值和风险，正确判断公司因金融资产收益波

动导致的业绩变化，不盲目自信和跟风炒作，避免因非理性情绪和行为而导致的投资损失。

参考文献

- [1] Baker M, Wurgler J. Investor sentiment and the cross-section of stock returns[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1645-1680.
- [2] Barberis N, Shleifer A, Vishny R. A model of investor sentiment[J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 49(3): 307-343.
- [3] Berkman H, Dimitrov VV, Jain PC, Kim IT. Sell on the news: Differences of opinion, short-sales constraints, and returns around earnings announcements[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 376-399.
- [4] Bhattacharya U, Daouk H, Welker M. The world price of earnings opacity[J]. *Accounting Review*, 2003, 78(3): 641-678.
- [5] Daniel K, Hirshleifer D, Subrahmanyam A. Investor psychology and security market under- and overreactions[J]. *Journal of Finance*, 1998, 53(6): 1839-1885.
- [6] De Long J B, Shleifer A, Summers LH, Waldmann RJ. Noise trader risk in financial markets[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(4): 703-738.
- [7] 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.
- [8] Diether KB, Malloy CJ, Scherbina A. Differences of opinion and the cross section of stock returns[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(5): 2113-2141.
- [9] Dougal C, Engelberg J, Garcia D, Parsons CA, Saunders EM. Journalists and the stock market[J]. *Review of Financial Studies*, 2012, 25(3): 639-679.
- [10] Goyal V K, Yamada T. Asset price shocks, financial constraints, and investment: Evidence from Japan[J]. *Journal of Business*, 2004, 77(1): 175-199.
- [11] Hirshleifer D, Lim S S, Teoh S H. Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(5): 2289-2325.
- [12] Miller E M. Risk, Uncertainty, and divergence of opinion[J]. *Journal of Finance*, 1977, 32(4): 1151-1168.
- [13] Ohlson J A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1995, 11(2): 661-687.
- [14] Huang Y, Xu Z. The role of principal-agent in corporate financialization and green innovation[J]. *Finance Research Letters*, 2024, 63: 105391
- [15] Xu X, Mu Y, Wang J. Corporate risk and financial asset holdings[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2023, 81: 102121
- [16] Tian J, Sun H. Corporate financialization, internal control and financial fraud[J]. *Finance Research Letters*, 2023, 56: 104046

- [17] Leng T, Liu Y, Xiao Y, Hou C. Does firm financialization affect optimal real investment decisions? Evidence from China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2023, 79: 101970
- [18] Hirshleifer D. Investor psychology and asset pricing[J]. Journal of Finance, 2001, 56(4):1533-1597.
- [19] 陈海东,许桂华,吴志军.实体企业金融化对股市稳定性的影响效应与传导路径分析[J].江西社会科学, 2021,41(09):82-93.
- [20] 褚剑,秦璇,方军雄.中国式融资融券制度安排与分析师盈利预测乐观偏差[J].管理世界,2019,35(01):151-166+228.
- [21] 邓超,彭斌.实体企业金融化行为与信息披露质量关系的研究[J].财经理论与实践,2021,42(03):110-117.
- [22] 董小红,孙文祥.企业金融化、内部控制与审计质量[J].审计与经济研究,2021,36(01):26-36.
- [23] 董盈厚,马亚民,董馨格,等.金融资产配置与盈余价值相关性——“有效市场”抑或“功能锁定”[J].会计研究,2021(09):95-105.
- [24] 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.
- [25] 宫汝凯.信息不对称、过度自信与股价变动[J].金融研究,2021(06):152-169.
- [26] 郭飞,原盼盼,周建伟等.金融衍生品复杂性影响审计费用吗?——来自我国上市银行的实证研究[J].会计研究,2018,(07):72-78.
- [27] 何威风,李思昊,吴玉宇.公司金融化对业绩预告质量影响研究[J].经济管理,2021,43(10):138-153.
- [28] 贺康,宋冰洁,刘巍.年报文本信息复杂性与股票错误定价——基于文本分析的实证研究[J].财经论丛, 2020(09):64-73.
- [29] 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, 2017,52(01):181-194.
- [30] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022,410(05):100-120.
- [31] 李秉祥,刘淑欣,陈英.经理管理防御对金融资产分类会计政策选择的影响研究——基于两权分离度的调节作用[J].经济与管理评论,2018,34(01):82-95.
- [32] 廖理,张云亭,张伟强.中国融资投资者是否更为过度交易[J].系统工程理论与实践,2018,38(04):836-847.
- [33] 刘建秋,尹广英,吴静桦.企业社会责任报告语调与资产误定价[J].会计研究,2022,(05):131-145.
- [34] 刘珉,盛宏清,马岩.企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析[J].金融研究,2014(05):96-109.
- [35] 彭俞超,倪骁然,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.
- [36] 钱爱民,朱大鹏.公允价值计量增加了审计收费吗?——以投资性房地产后续计量模式选择为例[J].财经论丛,2018(01):59-69.
- [37] 史永东,程航.投资者情绪和资产定价异象[J].系统工程理论与实践,2019,39(08):1907-1916.
- [38] 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(06):111-127.

- [39] 谭跃,夏芳.股价与中国上市公司投资——盈余管理与投资者情绪的交叉研究[J].会计研究,2011(08):30-39+95.
- [40] 王道平,范小云,贾昱宁.投资者情绪、过度交易与中国A股市场波动——基于证券投资者信心指数调查数据的分析[J].管理科学学报,2022,25(07):85-105.
- [41] 王海芳,张笑愚.控股股东股权质押、投资者情绪与实体企业“脱实向虚”——基于迎合理论视角[J].经济管理,2021,43(08):157-176.
- [42] 王生年,朱艳艳.股权激励影响了股票错误定价吗——基于盈余管理的中介效应检验[J].现代财经(天津财经大学学报),2017,37(07):89-101.
- [43] 王烨,孙慧倩,王宁宁.股票期权激励、债务契约与投资性房地产计量模式选择[J].财经论丛,2018(12):74-83.
- [44] 王翌秋,王新悦.企业资金“脱实向虚”对其股价崩盘风险的影响[J].审计与经济研究,2022,37(01):94-105.
- [45] 王永钦,刘紫寒,李嫦,等.识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表的证据[J].管理世界,2015(12):24-40.
- [46] 肖崎,廖鸿燕.企业金融化对宏观经济波动的影响——基于杠杆率的中介效应研究[J].国际金融研究,2020(08):13-23.
- [47] 谢家智,王文涛,江源.制造业金融化、政府控制与技术创新[J].经济学动态,2014(11):78-88.
- [48] 徐寿福,徐龙炳.信息披露质量与资本市场估值偏误[J].会计研究,2015(01):40-47+96.
- [49] 许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].管理世界,2013,(07):31-43.
- [50] 许泳昊,徐鑫,朱菲菲.中国A股市场的“大单异象”研究[J].管理世界,2022,38(07):120-136.
- [51] 游家兴,李斌.信息透明度与公司治理效率——来自中国上市公司总经理变更的经验证据[J].南开管理评论,2007(04):73-79+85.
- [52] 游家兴,吴静.沉默的螺旋:媒体情绪与股票错误定价[J].经济研究,2012,47(07):141-152.
- [53] 于斌斌,孙波,郭东.企业金融化与产能过剩治理:“雪中送炭”还是“雪上加霜”[J].经济学家,2022(10):84-95.
- [54] 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.
- [55] 张静,王生年.盈余平滑、投资者异质信念与资产误定价——基于我国沪深两市2000-2012年数据的分析[J].商业研究,2017(09):53-59+187.
- [56] 张维,张永杰.异质信念、卖空限制与风险资产价格[J].管理科学学报,2006(04):58-64.
- [57] 赵林丹,梁琪.企业金融化与股价“同涨同跌”现象[J].南开经济研究,2021(02):181-200+224.

Corporate financialization and stock mispricing

JIANG Yu¹, ZENG Fei¹

(1.School of Business, Nanjing University, Nanjing Jiangsu, 210093)

Abstract: The phenomenon of the "real to virtual" transformation of real enterprises is detrimental to the healthy stability of the capital market and the high-quality development of the economy, and it also has many adverse effects on corporate operations. This paper utilizes data from A-share listed companies from 2009 to 2022 to examine the relationship between corporate financialization and stock mispricing. The results indicate that the financialization of listed companies significantly increases the level of stock mispricing, by exacerbating information asymmetry and triggering irrational behavior among investors. Audit quality, internal control quality, analyst coverage, and institutional ownership proportion have negative moderating effects. The implementation of financial asset valuation regulatory policies can effectively mitigate the level of stock mispricing. Further research reveals that investors hold a favorable attitude towards corporate financialization, and management exploits this attitude to engage in market value management using financial assets while simultaneously engaging in concealment behaviors such as avoiding choosing the Big Four auditors and inviting institutional research. This study thoroughly demonstrates the causal relationship and influencing mechanism between corporate financialization and stock mispricing, providing certain guidance for the regulation of corporate financialization, rational pricing of stocks, and formulation of investment decisions.

Key words: corporate financialization; stock mispricing; information asymmetry; investor irrationality; causal identification

基金项目: 国家社科基金重大项目“依法规范和引导资本健康发展” (编号: 23ZDA041)

作者简介: 蒋彧, 1980 年 8 月生, 江苏常州人, 南京大学商学院金融与保险学系、长三角经济社会发展研究中心教授、博士生导师, 研究方向为金融市场、行为金融, 电子信箱: yujiang@nju.edu.cn; 曾菲, 1998 年 9 月生, 四川德阳人, 南京大学商学院硕士研究生, 研究方向为金融学, 电子信箱: 17361041601@163.com。

联系地址: 江苏省南京市金银街 16 号安中楼 2306

联系电话: 025-83621368, 15205192798

E-mail: yujiang@nju.edu.cn

¹ 江艇 (2022) 建议渠道变量的选择应符合对结果变量有直接而显然的影响, 且因果关系明确、因果链条清晰, 以及能够更好地识别处理变量对结果变量因果关系等原则。本文对此考虑如下: 大量研究发现信息不对称和投资者非理性是产生股票错误定价的主要原因, 因此, 渠道变量对结果变量有直接的影响。本文认为企业金融化会加剧信息不对称和引发投资者非理性, 进而导致股票错误定价, 因此, 因果关系和链条明确且清晰。综上, 通过影响渠道分析, 能够更好地明确处理变量和结果变量之间的因果关系。

² 江艇 (2022) 建议停止使用中介效应的显著性检验, 而是关注变量之间的关系。因此, 本文仍然使用中介效应分析中的逐步回归方程, 但只关注回归系数的显著性, 着重考察因果关系的识别和因果链条的确立, 依次分析企业金融化对渠道变量的影响以及渠道变量对股票错误定价的影响, 从而建立企业金融化→信息不对称/投资者非理性→股价错误定价的影响渠道。

³ 受篇幅所限，具体结果没有列出。

⁴ 江艇（2022）建议调节变量的选择应符合有助于强化处理变量和结果变量之间因果关系的识别、不直接受处理变量和结果变量影响等原则。本文认为独立审计质量、内部控制质量、分析师关注度和机构持股比例通过对影响渠道的作用来调节企业金融化和股票错误定价之间的关系，因此，能够更好地对因果关系进行识别。同时，企业金融化和股票错误定价也不会对独立审计质量、内部控制质量、分析师关注度和机构持股比例产生直接影响。

⁵ 可操控性应计利润的绝对值越大，表示独立审计质量越低。考虑到与其他变量取值变化方向的一致性以及实证结果的易读性，对可操控性应计利润绝对值取负数，此时，取值越大，独立审计质量越高。

⁶ 反向因果可能的解释如下：当公司股价长期偏离于内在价值时，管理层可能会选择调整资产结构，以促进股价回归合理水平。共同因素可能的解释如下：当宏观经济或资本市场运行态势向好时，管理层会倾向于投资金融资产以获得盈利，同时，公司股价也可能受市场走势影响向上偏离于内在价值。