

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# 硕士学位论文

论文题目 非金融企业金融化对股价同步性的影响  
研究

研究生姓名: 闫瑞阳

指导教师姓名、职称: 沈萍 教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 财务管理理论与方法

提交日期: 2022年6月1日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 自瑞阳 签字日期： 2022.6.7

导师签名： 沈萍 签字日期： 2022.6.7

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 自瑞阳 签字日期： 2022.6.7

导师签名： 沈萍 签字日期： 2022.6.7

# **Research on the impact of financialization of non-financial enterprises on stock price synchronization**

**Candidate :Yan Ruiyang**

**Supervisor:Shen Ping**

## 摘要

多份跨国研究表明,我国股价同步性居高不下,资本市场相对不成熟,反映出上市公司股价难以发挥信息传递功能,进而弱化其引导资源优化配置的能力。学者们关于股价同步性的探讨形成了两大观点,一种是基于股价特质信息含量的“信息效率观”,另一种是基于市场中噪音行为的“非理性交易观”,“信息效率观”经过大量的理论分析和实证检验,被我国学术界普遍认可,逐渐形成较为完善的理论体系,该观点认为公司特质信息是否充分反映到股价中,决定了股价是否偏离其真实价值,从而影响股价同步性的高低和资本市场的正常运行。本文正是基于“信息效率观”,探讨影响股价同步性的可能因素。

经济“脱实向虚”同样是当前我国经济发展中面临的严峻问题,在微观层面具体表现为非金融企业“金融化”。在资本逐利动机的驱使下,越来越多非金融企业部门更倾向于高收益的金融投资活动。企业金融化是把双刃剑,适度金融投资,有利于盘活资金,提高资金使用效率;但过度金融投资不利于主业发展,加剧经营风险和财务风险,提高管理层盈余管理动机。为此,本文从现阶段我国非金融企业金融化的水平入手,考察其对股价同步性的影响,选择非金融、房地产业沪深A股2009年—2020年上市公司的样本数据,实证结果验证了:(1)非金融企业金融化水平越高,股价同步性越高。金融化的“挤出效应”发挥主导作用,不利于公司层信息的获取且无法充分反馈到股价中;(2)信息质量和分析师关注是连接二者关系的重要传导路径,非金融企业金融化通过降低公司信息质量和分析师关注度进而提高股价同步性;(3)二者的关系在非国有企业、产品市场竞争较强的环境中更显著,说明非国有企业管理层的操纵金融活动的动机更强烈;在较强的产品市场竞争环境中,管理层更倾向于操纵金融资产进行盈余管理,最终阻碍公司层信息反馈进股价。

本文结论丰富了非金融企业金融化的经济后果、股价同步性影响因素领域的相关研究,并拓展了内在机理和情境研究,对于引导非金融企业“脱虚向实”,为会计准则出台部门、内外监管部门的政策修订和完善,以及提高资本市场资源配置效率提供一定的启示意义。

**关键词:** 非金融企业金融化 信息质量 分析师关注 股价同步性

## Abstract

A number of transnational studies show that China's stock price synchronization remains high, and the capital market is relatively immature, which reflects that the stock price of listed companies is difficult to play the function of information transmission, thus weakening its ability to guide the optimal allocation of resources. Scholars discuss about stock price synchronicity to form the two point of view, one kind is based on shares traits information content "the concept of information efficiency", the other is based on the noise behavior in the market of "irrational trade", "the concept of information efficiency" after a lot of theoretical analysis and empirical test, is recognized by the academia in China and gradually formed a more perfect theoretical system, This view holds that whether the characteristic information of a company is fully reflected in the stock price determines whether the stock price deviates from its real value, thus affecting the synchronization of the stock price and the normal operation of the capital market. Based on the "information efficiency view", this paper discusses the possible factors affecting the synchronization of stock prices.

"Shifting from real economy to virtual economy" is also a serious problem facing China's current economic development, which is embodied in the "financialization" of non-financial enterprises at the micro level. Driven by the profit-seeking motive of capital, more and more non-financial enterprises are more inclined to high-yield financial investment activities. Financialization of enterprises is a double-edged sword. Appropriate financial investment is conducive to revitalizing capital and improving the efficiency of capital use. However, excessive financial investment is not conducive to the development of the main business, exacerbates operational risks and financial risks, and improves the motivation of earnings management. Therefore, this paper starts with the level of financialization of non-financial enterprises in China at the present stage, and investigates its impact on stock price synchronization. The sample data of non-financial and real estate listed companies in Shanghai and

shenzhen a-shares from 2009 to 2020 are selected. The empirical results verify that : (1) the higher the financialization level of non-financial enterprises, the higher the stock price synchronization. The "crowding out effect" of financialization plays a leading role, which is not conducive to the acquisition of information at the company level and cannot be fully fed back into the stock price. (2) Information quality and analyst attention are important transmission paths connecting the two relations. Financialization of non-financial enterprises improves stock price synchronization by reducing corporate information quality and analyst attention; (3) The relationship between the two is more significant in the environment of non-state-owned enterprises and strong product market competition, indicating that the management of non-state-owned enterprises has stronger motivation to manipulate financial activities; In a strong product market competition environment, management is more inclined to manipulate financial assets for earnings management, and ultimately hinder the feedback of corporate information into stock prices.

This article conclusion enrich the economic consequences of non-financial enterprises financialization, stock price synchronicity related research in the field of influencing factors, and expand the internal mechanism and the research situation, to guide the non-financial enterprise, virtual to physical for the department of accounting standards issued, revise and improve the internal and external regulatory policy, and improve the efficiency of capital market allocation of resources to provide the certain enlightenment significance.

**Key words:** Non-financial enterprises financialization; Information quality; Analysts focus; Stock price synchronization

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的和意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 研究内容和方法.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究方法.....	6
1.4 可能的创新点.....	6
<b>2 文献综述</b> .....	7
2.1 非金融企业金融化的相关研究.....	7
2.1.1 非金融企业金融化的内涵.....	7
2.1.2 非金融企业金融化的动机.....	8
2.1.3 非金融企业金融化的经济后果.....	9
2.2 股价同步性的相关研究.....	11
2.2.1 股价同步性的内涵.....	11
2.2.2 股价同步性的影响因素.....	12
2.3 文献述评.....	15
<b>3 理论分析与研究假设</b> .....	16
3.1 理论基础.....	16
3.1.1 信息不对称理论.....	16
3.1.2 委托代理理论.....	17
3.1.3 预防性储蓄理论.....	17
3.1.4 管理层短视理论.....	18
3.2 假设提出.....	19
3.2.1 非金融企业金融化与股价同步性的关系分析.....	19
3.2.2 非金融企业金融化与股价同步性中介效应分析.....	21
<b>4 研究设计</b> .....	24
4.1 样本选择与数据来源.....	24
4.2 变量界定.....	24
4.2.1 非金融企业金融化.....	24
4.2.2 股价同步性.....	25
4.2.3 信息质量.....	25
4.2.4 分析师关注.....	26
4.3 模型设计.....	27
<b>5 实证检验及分析</b> .....	29
5.1 变量的描述性统计.....	29
5.2 变量的相关性分析.....	30
5.3 非金融企业金融化与股价同步性的关系.....	32
5.4 非金融企业金融化对股价同步性的作用路径检验.....	33
5.4.1 通过信息质量影响股价同步性的检验.....	33

5.4.2 通过分析师关注影响股价同步性的检验.....	34
5.5 稳健性检验.....	35
5.6 拓展研究.....	41
5.6.1 产权性质的分组检验.....	41
5.6.2 产品市场竞争的分组检验.....	41
<b>6 研究结论与政策建议</b> .....	<b>42</b>
6.1 研究结论.....	44
6.2 政策建议.....	45
6.3 研究局限和展望.....	46
<b>参考文献</b> .....	<b>47</b>
<b>后记</b> .....	<b>56</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

众多研究表明,由于宏观经济政策不确定及资本市场发展不健全等因素的影响,我国的股价同步性居高不下,为此,研究如何降低高股价同步性,实现资本市场资源最优配置成为资本市场领域的热点话题。股价同步性表现为个股股价随市场整体波动而波动的程度,高股价同步性表明个股股价中吸收的公司层信息较少,个股股价波动与股票市场指数的波动“同频共振”,使得股价难以发挥信号机制,无法引导资源实现最优配置(Morck等,2000;黄俊和郭照蕊,2014)。反之,低股价同步性表明个股股价反馈出更多公司层信息,帮助提高资本市场信息传递效率。为此,学者们从信息透明度(游家兴等,2007)、机构投资者(龙海明等,2015)、证券分析师(周铭山等,2016)、公司治理(刘飞等,2018)等视角开展研究,发现公司信息越透明、内部治理环境越好,股价则吸收越多公司特质信息。此外,机构投资者持股和证券分析师跟踪能够发挥出外部监督机制的作用,有助于公司层信息的披露,进而反馈到股价,最终降低股价同步性。

经济“脱实向虚”已成为我国经济高速增长背后的隐患,微观层面体现为非金融企业金融化呈现上升趋势,实业资金大量流入金融、投资性房地产领域,金融投资收益在企业全部利润中的比重日益升高(彭俞超等,2018;刘贯春等,2018)。党和国家领导人善用政治眼光洞悉经济社会现象,在系列会议和报告中,高度关注我国非金融企业金融化问题,为保障实体经济健康发展领航掌舵。2021年我国政府工作报告再次强调:“金融系统要向实体经济让利,要坚持把发展经济着力点放在实体经济上”,“要不断完善我国资本市场基础制度,促进资本市场平稳健康发展”。这些都体现了党和国家维护金融稳定,发展实业经济,保障资本市场健康运行的决心和定力。已有的众多文献着眼于非金融企业发展视角,认为企业金融化发挥着“双重效应”,一方面,金融化有利于盘活资金、缓解融资约束、平滑投资波动,为企业主业发展“锦上添花”(Demir,2009;胡奕明等,2017;刘贯春,2019;戴静,2020);另一方面,金融化这种“舍本逐末”行为会挤占长期资本投资和技术创新投资,同时,公司易受金融风险传染,增加

其经营风险、财务风险（Franz 等，2014），长远来看会损害企业价值，此外，金融投资业务客观的复杂性，加剧信息不对称，可能会降低公司信息披露质量和信息透明度（杜勇等，2017；戚聿东和张任之，2018；郭飞等，2018）。由此可见，非金融企业配置金融资产已成为企业日常活动的重要组成部分，对企业实业投资及经营发展稳定性具有重要的影响，同时，“金融化”作为公司特质信息的一种，势必会引发公司内部治理环境的变化。这为本文研究非金融企业金融化与股价同步性提供了思路，在此基础上研究以下问题：非金融企业参与金融活动与公司股价同步性是否存在某种关联？如果有，内在传导机制又是如何？

为解决上述问题，本文从现阶段我国非金融类企业金融化的内在价值入手，考察非金融类企业金融化对股价同步性的影响，研究结论对于引导经济“脱虚向实”，防范金融传染风险，提高实体企业经营发展稳定性，制定合理的政策降低企业股价同步性，继而提高资本市场资源配置效率具有一定的启示意义。

## 1.2 研究目的和意义

### 1.2.1 研究目的

本文拟选取 2009 年——2020 年非金融、房地产业沪深 A 股上市公司数据为研究样本，重点探讨以下问题：（1）非金融企业金融化对股价同步性有何种影响？（2）二者的内在传导机制是什么？（3）不同情境下二者之间的关系有何不同？本文通过对以上问题的深入研究，希望能拓展企业金融化经济后果的相关研究维度，丰富股价同步性影响因素方面的研究，能够为政府防范非金融企业金融化的不利影响，以及完善资本市场资源配置效率提供一定的启示。

### 1.2.2 研究意义

#### （1）理论意义

第一，与大多数研究非金融企业金融化的文献不同，本文基于资本市场股价同步性视角，研究非金融企业金融化对股价同步性的影响，有助于拓展非金融企业金融化经济后果的研究，丰富股价同步性影响因素的研究。第二，本文研究发现企业金融化通过降低公司信息质量和分析师关注度进而降低股价同步性，丰富

了非金融企业金融化与股价同步性内在机理的研究。第三，本文拓展研究了不同产权性质、不同产品市场竞争强度下，非金融企业金融化与股价同步性的关系存在显著差异，丰富了二者的情境研究。

## (2) 实践意义

第一，在我国大力提倡“金融机构要加大对实体经济尤其是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”的背景下，研究目前我国上市公司金融化水平，为政府灵活制定稳健的货币政策，防范非金融企业金融化的负面影响提供了一定的政策参考。第二，在 2021 年底的中央经济工作会议提出“为资本设置红绿灯，依法加强对资本的有效监管”的背景下，探索如何降低我国股价同步性，提高股票价格引导资源配置效率，对于防止资本“野蛮生长”具有一定的实践意义。第三，金融资产的分类、重分类以及公允价值计量给管理层自主选择金融资产类别，操纵金融资产计量，以实施盈余管理提供了较大的空间，本文结论对于完善会计政策、会计估计，约束管理层的自主选择权，营造良好的会计信息环境具有一定的借鉴意义。

## 1.3 研究内容和方法

### 1.3.1 研究内容

本文研究非金融企业金融化与个股股价“同涨同跌”的内在联系。基于学术界对企业金融化和股价同步性的相关研究成果，理论探讨了二者的逻辑关系及内在传导机制，并且运用多元回归模型实证检验了理论分析结果，最后结合情境研究结果，提出了抑制金融化，降低股价同步性的建议。

本文主要章节结构安排如下：

第 1 章是绪论。首先阐述了本文研究背景、研究目的和意义，并梳理了非金融企业金融化与股价同步性的研究现状，最后对研究内容、方法以及可能的创新点做了概述。

第 2 章是文献综述。从非金融企业金融化的内涵、动机、经济后果，股价同步性的内涵、影响因素等方面系统梳理了国内外学者的研究成果，并在总结现有研究的基础上提出本文的研究逻辑。

第 3 章是理论分析与研究假设。本文从金融化的“挤出”效应和股价同步性的“信息效率观”的视角，基于理论分析，系统阐述了非金融企业金融化对股价同步性的影响，并且从信息质量和分析师关注的视角，分析潜在的影响路径。

第 4 章是研究设计。从 csmar 数据库中选取沪深 A 股非金融、房地产业上市公司 2009-2020 年的数据，使用 Stata 数据分析软件进行筛选，基于学术界普遍认可的变量衡量标准，定义解释变量金融化(fin)、被解释变量股价同步性(SYN)、中介变量及其他控制变量，构建出回归模型。

第 5 章是实证检验及分析。运用多元回归模型，证实了非金融企业金融化与股价同步性显著正相关，且金融化通过降低信息质量、分析师关注度进而提高股价同步性，研究发现在非国有企业、产品市场竞争较强的情境下，二者的正相关关系更显著。

第 6 章：研究结论和政策建议。在理论分析和实证检验的基础上，总结出非金融企业金融化与股价同步性之间的关系，据此提出相关建议。最后分析研究局限，展望了未来的研究方向。

具体的研究框架如图 1.1 所示：

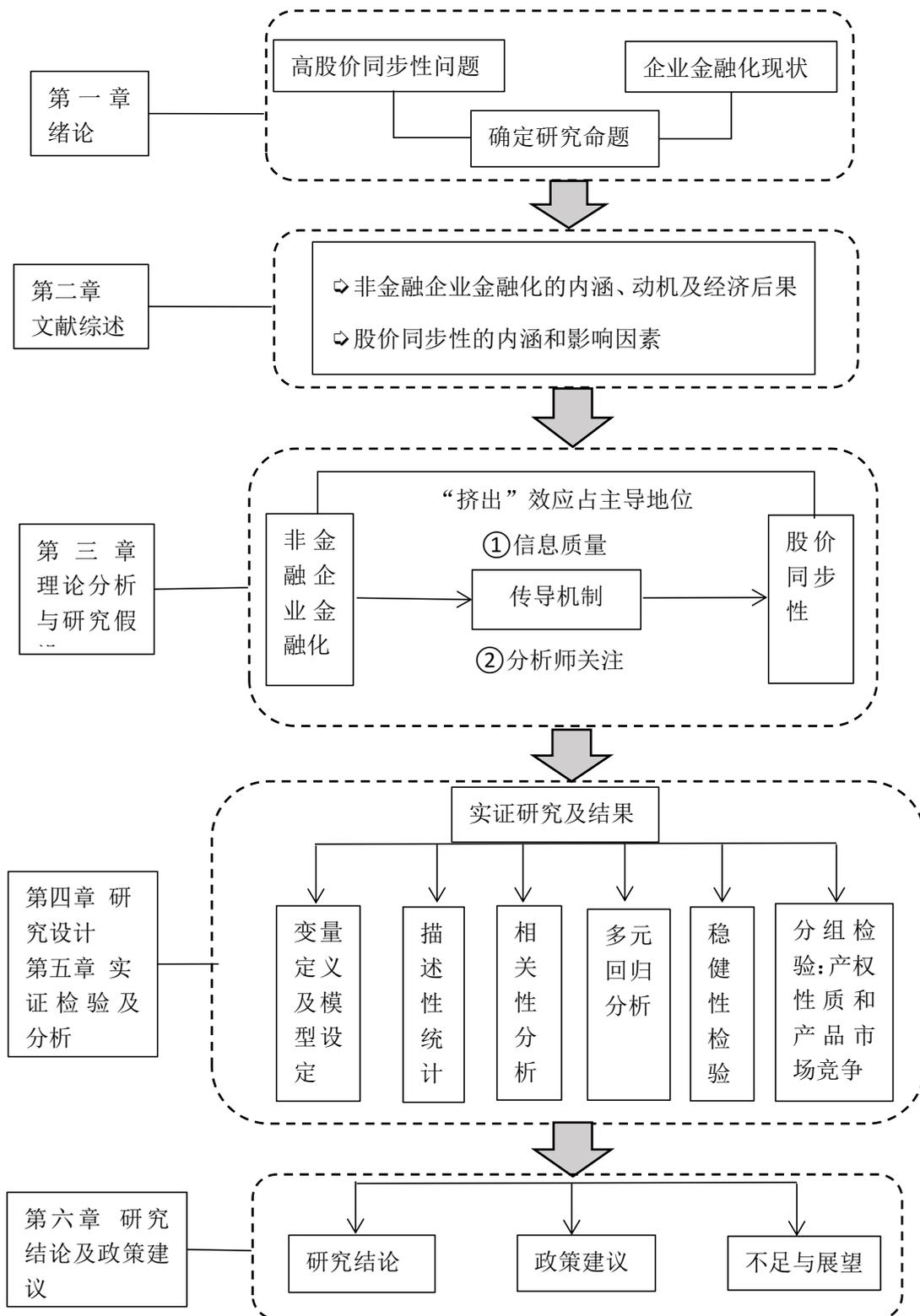


图 1.1 研究框架图

### 1.3.2 研究方法

本文基于现有研究成果，使用文献分析法和实证研究法进行系统分析和论证。

(1) 文献分析法。文献分析法有助于在对已有相关文献系统梳理的基础上，形成一个基本的逻辑体系。本文分别对企业金融化和股价同步性的文献进行系统的梳理和归纳，发现可能的研究命题，据此提出自己的研究思路，并且基于信息不对称理论、委托代理理论、预防性储蓄理论及管理层短视理论，详细阐述了企业金融化对股价同步性的正向影响，发现信息质量和分析师关注的传导机制。

(2) 实证研究法。实证研究法是指借助实证分析工具，客观论证某种行为、事实的合理性，对理论分析发挥着“助推器”的作用。本文首先从 csmar 数据库中选取沪深 A 股非金融、房地产业上市公司 2009-2020 年的数据，然后运用 Stata 数据统计分析工具进行数据筛选，借鉴学者们的衡量方法，定义自变量、因变量、其他控制变量等，通过构建模型，实证检验了非金融企业金融化与股价同步性的内在关系和作用路径，验证了研究假设，进一步借助稳健性检验，保证研究结果的真实可靠。

### 1.4 可能的创新点

本文可能的创新点在于：第一，已有非金融企业金融化与股价同步性的作用路径研究，主要从信息透明度、公司业绩等角度探索二者的关系，本文着眼于公司内外信息环境视角，研究信息质量和分析师关注两个作用路径，考虑到外部信息挖掘者——证券分析师与公司治理有着密切联系，详细阐述了分析师关注这一新的传导路径，并且通过了实证检验，研究结论丰富了非金融企业金融化与股价同步性的内在机理研究。第二，本文基于企业金融业务活动的特性，区分了操纵金融资产类别的应计盈余管理和实际投资于后续计量计入所有者权益的可供出售金融资产、其他权益工具投资等的真实盈余管理，因此，选择了真实盈余管理和应计盈余管理作为信息质量的度量指标，实证结果验证了管理层通过真实盈余管理行为而非应计盈余管理行为降低了企业信息质量，成为企业金融化与股价同步性的作用路径之一。

## 2 文献综述

### 2.1 非金融企业金融化的相关研究

关于非金融企业金融化这一话题，国内外学者主要从非金融企业金融化的内涵、动因及经济后果这三个方面展开研究。

#### 2.1.1 非金融企业金融化的内涵

20 世纪 80 年代开始，金融业逐渐成为发达国家经济发展的核心产业，金融领域一度成为企业家们竞相追逐的“香饽饽”，部分学者将这一现象称之为经济“金融化”。步入 20 世纪 90 年代，深圳经济特区作为我国改革发展的“排头兵”，一些企业把握时代浪潮，聚焦金融市场，借助外汇、标准化合约等金融投资活动谋取了大量利益。金融资本的跨国流动促进各国金融市场的蓬勃发展。但随着市场化进程的加快，尤其是 2008 年金融危机之后，国内外企业“金融化”势头过盛，出现经济空心化、虚拟化趋势，也即资金脱离实体经济，不断涌进虚拟经济领域“空转”。

由于“金融化”涉及的领域较多、范围较广，不同领域的“金融化”的具体特征多有不同，为此国内外学者主要从宏观和微观两方面探讨“金融化”的内涵。宏观层面的“金融化”是指金融市场、机构、交易规模和重要性呈现不断提升的趋势。金融市场的发展运行状况，直接关系到国家经济能否平稳、健康、有序增长，因此宏观视角研究“金融化”，目的是让金融业发展更好适应国家经济发展需求。

微观层面的“金融化”又称“企业金融化”，是指“经济金融化”在企业层面的微观表现，是指非金融类企业实业发展与金融投资比例关系不断变化，且金融投资及金融收益在非金融企业中占比越来越高。Orhangazi（2006）通过企业层面数据分析非金融企业部门与金融市场之间关系的一系列变化过程。研究发现金融领域的爆炸性发展吸引了非金融企业将大量资金投入金融市场，伴随着金融投资率的提升，非金融企业实业投资率下降。Stockhammer（2010）研究发现金融市场正日益主导实体活动，使得非金融企业的行为发生变化，比如股东价值导

向转变，金融投资活动增加等。我国学者张慕瀨（2014）将非金融部门金融化理解为：一方面，非金融部门不愿被困于日益低迷的实业发展赛道，转而大量参与高收益的金融投资活动，使得公司金融资产绝对数和相对比例日益提高；另一方面，公司利用股份回购、股利收益等方式增加股东报酬，使得股东回报中的金融资产份额在不断增长。通过研究发现非金融企业“金融化”程度越高，金融投资收益将远远超过企业实业投资收益，在企业逐利本性的驱动下，企业往往忽视主业发展需要，转而涉足金融领域，以期谋取更多收益。

### 2.1.2 非金融企业金融化的动机

国内外学者们将非金融企业金融化的动因归纳为：“本末倒置”的投资替代理论与“锦上添花”的蓄水池理论。

“投资替代”理论是指非金融企业受金融投资高收益的影响，出于市场套利动机参与金融活动，在有限的资源下必然会挤占实业发展资金，阻碍主业发展进步。国外学者“投资替代”理论的观点有：Orhangazi（2008）研究了“金融化”对非金融部门实业投资的影响，他发现在实业环境不景气和企业逐利动机的内外驱动下，实体企业转移实业投资资本，参与金融活动，通过增加金融投资等方式谋求高额收益。Krippner（2011）指出，伴随着实体企业“金融化”，金融业市场地位的逐渐提升，逐渐形成了更加完善和开放的金融市场和资本市场，在这种市场中业务限制减少，业务收益更高，刺激着更多实体企业加入“金融化”的大军中。Seo等（2012）研究发现在各个产业普遍投入“金融化”的浪潮中，有些企业甚至将主业发展资金投资到金融领域，长期以来企业的实业投资利润率大幅下降，技术创新投入不足，损害主业发展（Tori and Onaran, 2017）。

国内学者“投资替代”理论的观点有：王红建等（2017）认为在实业环境下行、金融市场存在缺陷，以及资本逐利特征的多重影响下，实业经济与资本市场日益发展不均，越来越多的实体企业变得“金融化”。具体而言，恶劣的实业环境表现为高额的劳动力成本、产能过剩、技术落后、繁冗的税费等等，它们挤占了非金融企业的盈利空间，迫使企业从金融领域寻求更多利益，进一步阻碍实业发展（谢家智等，2014；宋军等，2015；张成思和张步县；2016）。黄贤环等（2018）从公司层面进行实证研究，发现实体企业“金融化”表现出严重的逐利动机，并

不能缓解企业融资约束。

“蓄水池”理论是指实体企业出于预防储蓄动机配置一定的金融资产，以应对现金流断裂的冲击、缓解企业可能面临的融资约束压力，助力企业稳定发展。国外学者持“蓄水池”理论的学者有：Almeida 等（2004）研究发现金融资产与固定资产相比，具有较高的流动性，在宏观环境不确定和“融资难、融资贵”的双重背景下，实体企业为形成充足的资金储备以缓解融资约束等，愿意从事金融活动。Demir（2008）研究在新兴市场中，金融和固定资产投资对实际投资绩效的影响，发现投资于可逆转的短期金融资产对实际投资绩效具有经济和统计上的增加效应，也就是说企业为了提高资金利用率，分散投资风险，选择合理配置金融资产。

国内学者支持“蓄水池”理论的有：张文中（2004）指出，实体企业为了实现企业目标，制定多种经营策略，使用财务杠杆，进行投资套利，有效的管理闲置资金。蔺元（2010）指出企业加入金融市场，能够享受金融市场融资政策，金融市场为企业搭建了良好的融资平台，为协调企业生产经营活动提供源源不断的资金保障。胡奕明等（2017）研究发现：企业出于维持稳定现金流的目的，在资金富裕时配置金融资产，在资金紧张时处置金融资产，这种行为并不会“挤占”企业实业发展资金，相反地，企业持有以交易为目的的短期金融资产能够起到“反哺”主业的作用（王红建等，2017）。

### 2.1.3 非金融企业金融化的经济后果

现阶段学者从宏微观视角出发，研究非金融企业金融化的经济后果。在宏观方面学者们普遍认为非金融企业金融化会带来不利的经济后果。宏观视角的研究主要集中在经济金融稳定性、收入差距、失业率、实业投资率等方面。国外学者 Stockhammer（2010）认为金融主导的资本积累模式带来收入分配两极分化以致失衡，从而导致了 2008 年金融危机。Luo and Zhu（2014）从社会收入差距、失业率的视角入手，发现经济金融化加剧了金融部门与其他部门之间收入不平等，导致区域发现日益失衡，失业率逐年升高（Sokol，2017）。国内学者认为适当的金融化有助于提高资本利用效率，为实业发展提供资金支持，促进实业发展（吴少将，2020），但随着我国的金融化程度日益趋高，过度金融化对实业产生虹吸

作用,使得资本在虚拟空间空转,严重影响实体企业的日常生产经营,抑制实业发展进步,具体体现为:实业投资率显著降低,货币政策难以提振实体经济等(王红建等,2016;陈彦斌等,2017;潘海英和周敏,2019)。

在微观方面国内外学者们对企业金融化的态度存在差异,虽然有学者支持非金融企业金融化行为,认为金融化给企业发展做出一定的贡献,但绝大部分学者对此抱有负面观点,认为非金融企业金融化是一种“舍本逐末”行为,不利于实业的长远发展。目前研究非金融企业部门金融化的微观影响的文献主要集中于企业的经营业绩、财务风险、企业创新、资本结构等方面。Denis and Sibilkov (2010)研究了金融投资与公司业绩的关系,发现金融资产的短期收益能够“反哺”主业,提升公司业绩。后来有学者对此提出质疑:Tori and Onaran (2018)发现金融投资显著“挤出”企业实业投资,非金融部门倾向于金融化的行为,使得主业生产力增长停滞,大大降低企业经营业绩。杜勇等(2017)实证研究发现非金融部门金融化的“挤出效应”大于“储蓄效应”,且与非国有企业相比,国有的非金融类企业的金融化程度越高,企业主营业务所受损害越大。Demir(2009)认为企业进行金融活动,这种多元化投资组合有助于规避经营风险,但是王永钦等(2015)认为伴随着非金融部门金融化水平的提升,影子银行规模也随之扩张,潜在的金融风险不断积聚,长期下去会导致金融环境动荡不安。非金融企业部门的这种“舍本逐末”行为会加剧企业财务风险(刘贯春等,2018)。此外,过度金融化会导致产业“空心化”,挤出企业创新投资,削弱制造业的发展基础(谢家智等,2014;俞俏萍,2017;王红建,2017)。吴军和陈丽萍(2018)认为,上市公司与非上市公司配置金融资产对企业有不同的影响,金融投资活动的增加,有助于降低上市公司杠杆率,但不利于非上市公司降杠杆。

非金融企业金融化的对企业来说究竟是“利”大于“弊”,还是“弊”大于“利”,抑或是“利”与“弊”共存,取决于其金融投资动机,基于主流的观点,结合我国金融市场现状,借助实证检验,本文更倾向于金融化的“挤出”效应占主导地位,从长远角度来看,不利于实业发展进步。

## 2.2 股价同步性的相关研究

### 2.2.1 股价同步性的内涵

Roll (1988) 首次系统阐释了股价同步性的概念, 及其可能的形成机理。他提出股价中包含市场、行业以及公司层面信息, 一方面, 相比市场和行业层面信息, 公司基本价值信息决定了股价波动程度; 另一方面, 市场中存在的与具体信息无关的“偶发性狂热”因素也可能影响股价波动, 即  $R^2$  的大小既有可能与股价中公司层面信息多少有关, 也可能是受市场上噪音的影响。学者们沿着 Roll (1988) 的两种研究思路展开探讨, 继 Roll 开创性提出的两个对立假说, 由此衍生出两种观点: “信息效率观”和“非理性交易观”。

“信息效率观”主要以 Morck 等 (2000) 的理论为代表, 认为资本市场公司层面信息含量与股价同步性成负相关关系, 即个股股价中融入的公司层面信息的多少决定了股价随市场的波动程度, 若公司基本价值信息未被反映或者未充分反映到股价, 股价则随市场指数的波动而波动。在较为成熟的证券市场中, 法律法规和政策机制较为完善, 投资者处于一个较为安全的投资环境中, 丰富的公开信息激发投资者参与市场套利活动, 促进公司信息融入股价中, 使得股价同步性保持在较低水平。国外学者 Jin & Myers (2006) 研究发现, 企业信息环境较差, 信息透明度较低, 增大了投资者获取公司信息的难度, 投资者被迫依赖市场和行业层面信息进行投资, 导致公司信息难以进入股价, 个股股价随整个市场的波动而波动。Fernandes & Ferreira (2009) 对比了发达国家和非发达国家的证券市场, 他发现相比证券市场发展较迟的国家, 发达国家的市场政策和投资者保护机制较完善, 有助于减轻套利者的风险, 提升知情交易率, 因此, 整个市场流通着大量公司信息, 表现为较低的股价同步性。

我国学者大多认可“信息效率观”。冯用富等 (2009) 采用逻辑演绎的方法, 构建实证模型, 证实  $R^2$  可以作为私有信息套利的度量指标,  $R^2$  越低, 说明公司私有信息融入股价造成的波动, 比系统性因素的影响更大。公司对外披露的信息有两类, 一类是自愿披露信息, 这类信息的披露具有较大的可操作性, 另一类是强制披露信息, 公司披露信息的数量和质量影响公司股价同步性 (张本照和牛圣杰, 2016)。顾小龙等 (2016) 发现在企业经营活动中, 外部监督机制发挥着重要的

治理和监督作用，其促进异质性信息的公开，并融入股价，增强股价的信号机制。随着互联网的发展，各种公开平台在企业与外部投资者之间搭建信息传递桥梁，投资者可以借助微博、财经软件、微信公众号等随时了解公司舆情和信息环境，促进市场中公司特质信息的流通和运用，提高资本市场信息效率（胡军和王甄，2015；田高良等，2018）。

“非理性交易观”以 West（1988）的研究理论为基础，认为证券市场上噪音的存在影响了股价同步性，由于市场上信息不透明，市场上存在许多非理性因素，存在着缺乏理性思考的投资者，他们进行的非理性交易，使得股价受非理性噪音的干扰。在相对不成熟的市场中，较高的股价同步性不一定意味着股价信息含量低，反而是受与非理性的噪音行为的影响。国外学者在此基础上进行研究，发现股价同步性与市场效率可能存在非线性相关关系（Lee 等，2011），一定存在其他因素影响股价同步性，Liu and Hu（2013）和 Li and Liu（2017）实证发现二者存在正相关关系， $R^2$ 越低的市場存在着大量的非理性交易。

我国也有学者支持“非理性交易观”，认为市场中的噪音信息也会影响  $R^2$  的数值。信息环境较差，信息不透明度较高的公司，其  $R^2$  较低，表明非理性因素决定了股价同步性的高低（孔东民等，2008）。我国的投资者大部分缺乏专业的投资经验和专业能力，仅仅作为普通投资者参与交易活动，他们的交易行为易受从众心理的影响，面对纷繁复杂的信息流，缺乏理性思考，并且这种非理性交易在股价中得到了反馈，导致较低的股价同步性（许年行等，2013；周林洁，2014）。

基于国内外学者们的研究，可以发现关于股价同步性的“信息效率观”和“非理性交易观”均得到了实证研究的支持。然而“信息效率观”经过大量的理论分析和实证检验，被我国学术界普遍认可，并逐渐形成较为完善的理论体系，适合于研究中国股票市场的股价信息含量，评判市场信息效率。本文正是基于股价同步性的“信息效率观”，探讨影响股价同步性的可能因素。

## 2.2.2 股价同步性的影响因素

学者们从宏、微观视角不断拓展了股价同步性的影响因素。本文从公司内外环境出发对其进行分类阐述。

### （1）公司内部因素

从公司治理来看,良好的治理机制有助于提高公司信息披露水平,促进公司特质信息融入股价。Gul 等(2010)研究发现股权集中度与股价信息含量呈非线性相关关系。周林洁(2014)认为良好的公司治理能够提升企业经营效率,营造公平、透明的信息环境,提升信息披露质量和股价信息含量。此外,唐松等(2011)、李留闯等(2012)、刘飞等(2018)、李小荣(2018)、李秉承等(2019)从政治关联、连锁董事、审计质量、董事会特征、管理层权力、管理者能力等公司治理变量着手展开探讨,发现良好的公司治理机制能够抑制管理层盈余管理行为,最终降低股价变动的同步性。

从公司信息透明度来看,国内外学者一致认为较高的信息透明度促进股价吸收更多的公司层面信息。Jin 和 Myers(2006)认为股价同步性的一个重要影响因素就是公司信息透明度。Hutton 等(2009)发现在成熟市场中,信息透明度越高,股价对公司信息的反馈就越多;然而在发展不完善的市场中,股价常常受到市场中非理性因素的干扰,股价中的信息是不真实、不充分的。随着企业对外披露的信息质量越来越高,外部信息环境趋于充实、透明,有助于降低外部投资者套利交易的风险,股价“同涨同跌”现象将大幅减少(游家兴等,2007;王亚平等,2009)。更进一步地发现提高会计稳健性,增加年报或有事项信息披露及风险信息披露(沈华玉等,2017;张婷和张敦力,2020;张淑惠等,2021)可以通过提高公司信息透明度,促进投资者进行套利交易,有助于股价吸收更多的公司层信息。

## (2) 公司外部因素

从机构投资者角度来看,国内外学者关于机构投资者究竟是发挥监督效应,还是引发“羊群行为”的议题意见相左。国外学者 An 等(2013)和 Arezoo 等(2015)认为,相对于普通投资者,机构投资者具备专业性的知识和战略性的眼光,其投资行为有助于发挥外部监督功能,抑制内部管理者隐瞒、操纵信息的行为,促进股价吸收特质信息,从而提升股价信息含量,显著降低股价同步性。我国学者侯宇和叶冬艳(2008)、辛卓(2016)支持此观点,在其研究中也指出机构投资者持股是拥有公司话语权的象征,通过介入其信息披露过程,缓解内外信息不对称,向市场传递更多真实信息,且持股比例越高,越能降低股价同步性和股价崩盘风险等现象出现的可能性,从而维护了证券市场交易稳定性,提高市场资源配

置效率。然而，也有学者认为在新兴市场中，由于信息收集难度较高，监管政策较松，很可能诱发机构投资者的“羊群行为”，即投资者发现自己所掌握的私有信息与绝大多数投资者的相悖，于是放弃所选目标，追寻其他投资者，从而破坏股市稳定性，增加投资交易风险，特别地，中国股市易出现投资者的“羊群行为”（孙培源和施东晖，2002；Tan 等，2008；Chiang 等 2010）。许年行等（2013）又进一步区分了投资者的“真羊群行为”和“伪羊群行为”，前者是指投资者的确忽视自身获得的私有信息，跟随他人进行投资，而后者是指投资者是基于共同信息或共同偏好“同买同卖”，研究发现机构投资者的跟风投资是一种“真羊群行为”，致使该投资者掌握的私有信息无法融入股价，降低资本市场定价效率。

从证券分析师角度来看，国内外学者对于分析师决策行为与股价同步性之间的关系存在争议。学术界最早使用分析师关注人数研究分析师相关行为，国外学者 Piotroski and Roulstone（2004）认为分析师挖掘不到有价值的公司信息，只能利用市场、行业等非公司特质信息，因此分析师关注的人数越多，该公司股价融入的非特质信息就越多，股价同步性就越高。然而，随着研究深入，分析师关注与股价同步性呈正相关关系的观点遭受普遍质疑。Huang 等（2014）、Cheng 等（2016）和 Huang 等（2018）从理论和实证两方面解释了具有专业背景的证券分析师，能够成为很好的信息中介，挖掘、分析及传递信息，帮助投资者投资决策，正向引导特质信息融入股价，有助于降低股价同步性。现有文献的争议原因在于，未明确分析师研报内容是否包含公司特质信息。为此，我国学者伊志宏（2019）使用文本分析方法，借助机器学习度量了分析师报告中的公司价值信息，研究发现富含公司价值信息的研报，能够帮助投资者了解被关注公司的真实信息，促进投资者进行套利交易，有助于股价吸收公司层信息。除此之外，分析师个人特征也会影响其研报价值信息含量，比如：相对于男性分析师，女性分析师工作更认真负责、严谨有耐心，能为投资者提供更多特质信息，因此，其对股价同步性的负相关关系更显著（伊志宏等，2015）；分析师能力越强、经验越丰富，其盈余预测准确度越高，能更显著地降低股价同步性（伊志宏等，2019）。

从制度环境因素来看，各种制度的出台都是为了打造一个日益成熟的资本市场环境，确保能够为投资者提供一个良好的投资平台。在会计制度方面，Wang 和 Yu（2009）实证研究发现高质量的会计准则制度有助于提高企业会计信息披

露质量,降低投资者获取信息的难度和成本,实现高的股价信息含量,此外,XBRL财务报告、2016年新审计报告的实施也有助于提高股价信息含量,降低股价同步性(史永等,2014;王木之,2019)。在政策法规方面,市场化进程的加快、监督管理机制的改善、“沪港通”政策安排等可以在一定程度上提高资源配置效率(游家兴等,2007;钟覃琳和陆正飞,2018)。

## 2.3 文献述评

总结非金融企业金融化与股价同步性的现有研究成果,不难看出学者们对其内涵、影响因素及经济后果方面研究成果颇丰,其中也不乏争议之处。内部信息环境、外部机构投资者、分析师及制度安排等对股价同步性高低起决定性作用,本质上是由于这些因素影响了市场中公司特质信息的含量,进而影响投资者的套利交易,最终影响股价信息含量。现有的非金融企业金融化行为带来的微观经济后果集中在经营业绩、财务风险、企业创新、资本结构,且学者们普遍对此持消极态度,认为金融化负面影响的背后是受企业管理层的“投机套利”动机的驱使。换言之,非金融企业金融化一定程度上给企业带来了负面信息,不可避免地影响企业信息披露质量,从而影响投资者的投资套利行为,这为本文研究非金融企业金融化与股价同步性的内在关系提供了理论支撑。

本文将非金融企业金融化与证券市场股价同步性联系起来,分析二者之间的逻辑关系,试图从企业内外部信息环境出发,研究信息质量和分析师关注度这两个可能的传导路径,进一步又拓展了二者的情境研究。以期丰富非金融企业金融化的经济后果研究,股价同步性的影响因素研究以及二者的内在机理研究,对于引导经济“脱虚向实”,大力提振实体经济,为投资者营造平稳健康的资本市场提供一定的启示。

## 3 理论分析与研究假设

### 3.1 理论基础

#### 3.1.1 信息不对称理论

信息不对称理论作为现代经济学的核心理论，逐渐用于解释经济学、金融学和企业财务学领域的各种现象。具体而言，市场中参与交易的不同主体对目标信息的知悉程度存在很大的差异，市场中的卖方处于信息优势地位，充分了解交易产品的真实情况，并能充分获得对方信息，能够获取超额收益，而买方处于信息劣势地位，信息获取渠道受限，可能发生利益受损的后果，且无法有力地打破这种僵局，使市场信息不对称成为市场的常态。

信息不对称严重影响资本市场的稳定运行，带来了道德风险和逆向选择问题。一方面，具有委托代理关系的企业所有者和管理层之间存在着信息不对称，两权分离制度使得双方有不同的利益需求，相对于日常经营活动的决策者，企业所有者处于信息劣势的一方，尤其在内部治理机制不健全，外部监管缺位的环境中，为管理层机会主义行为提供了生存土壤，管理层具有的信息优势使其为了私有收益，很可能侵占股东们的合法权益，同时为维护自身声誉，隐瞒或选择性披露负面信息，进一步加大了信息不对称程度，大大降低资本市场运行效率；另一方面，股票市场中外部投资者与企业内部所有者、经理人之间存在着信息不对称。拥有强势信息优势的内部人为获取超额收益，可能会做出盈余操纵、虚构利好信息、隐瞒不利信息等行为，但是处于信息劣势的外部投资者既没有获取真实信息的能力，也没有有利的信息挖掘渠道，基于成本效益原则，投资者会放弃收集公司层信息，导致市场和行业信息大量充斥着整个资本市场，股价的价格偏离价值，降低了其引导资源实现最优配置的能力。

信息不对称的存在为管理层操纵、隐瞒公司层信息提供了机会和空间，损害了公司股东和外部投资者的权益，阻碍公司特质信息融入股价，最终提高股价同步性。

### 3.1.2 委托代理理论

基于博弈论提出的委托代理理论是现代企业管理理论的重要组成部分,该理论是指随着技术进步、企业规模和生产力的提高,管理决策工作更加繁琐复杂,于是,企业决定从职业经理人市场聘请人员,负责企业经营决策工作,致使所有权与经营权相互分离。委托代理理论的产生表明企业存在着代理问题。具体表现为:一方面所有者与管理层固有的自利行为,使二者面对利益冲突时,总是站在有利于自身利益的一方进行决策。企业所有者追求企业的可持续性发展和股东利益最大化,而作为受托方的经理人追求的是高额薪酬,私有收益以及在经理人市场中的地位和声誉。作为委托者的企业股东不具备专业经营管理知识,加之对经理人的监督管理需要付出各种显性或隐性成本,一旦监督成本低于监督行为可能带来的股东收益时,就会出现所有者缺位的可能,这就为代理人追求自身收益做出有损企业发展的不利决策。这类由所有者监管缺位造成企业和股东利益受损的代理问题,被称为第一类代理问题。另一方面,大小股东也存在利益不一致的问题,大股东持股一定程度上可以发挥出有效的监督作用,他们更有意愿为企业整体利益对管理层的决策行为进行监督,但随着大股东持股比例的上升,容易诱发“一股独大”现象,使其对企业有强大的控制力,为迎合大股东的需要,管理层很可能联合大股东进行各种以牺牲小股东利益为代价的交易行为,大股东也很可能占用企业资金,或通过“关联交易”等掏空行为,损害小股东利益。这类大股东侵占小股东利益的行为被称为第二类代理问题。

因此,委托代理关系的存在促进了企业金融化行为,在上市公司,管理层的薪酬与金融工具投资挂钩,这种业绩要求是管理层更倾向于高收益,回报快的金融、房地产业,以实现业绩目标、谋求更高薪酬和职位。这种行为忽略了企业长远发展需要,是企业逐渐脱离实业发展,表现为“脱实向虚”。

### 3.1.3 预防性储蓄理论

经济学中著名的预防性储蓄理论在 20 世纪 90 年代初得到极大发展,该理论是指为预防未来收入水平的下降带来消费的水平降低,未雨绸缪的消费者在环境较稳定时储蓄资金以应对未来的不确定性风险。企业管理层是企业决策行为的

制定者和实施者，因此，预防性储蓄理论同样可以解释企业部分决策行为。

根据预防性储蓄理论，为应对未来不确定性事件冲击企业资金链，对企业资金需求造成不利影响，企业会选择实施资金储蓄行为。相比于货币资金，金融工具的高流动性和可变现性使其成为企业储蓄对象，尤其在经济政策不确定性较高的环境中，配置一定程度的金融资产可以缓解企业可能要面对的资金链断裂风险，同时金融资产持有期间的价格波动，也可能给企业带来充足的金融投资收益，比如：企业在预计金融工具未来价值上升时，选择当下确认交易性金融资产，那么持有期间内市场价格波动的潜在收益，在企业处置交易性金融资产时便显现出来，增加企业公允价值变动收益，从而提高企业营业利润。企业通过这种储蓄方式可以缓解在市场低迷状态下，可能要面临的资金短缺风险。因此，金融资产的预防性储蓄功能使其备受企业管理层青睐。此外，随着金融市场日益发展，金融工具的种类越来越多，可供企业选择的各种衍生工具一定程度上可以发挥分担市场风险的作用，比如：系统风险、汇率风险等，可以缓解企业可能面临的融资约束，帮助企业走出财务困境。

### 3.1.4 管理层短视理论

管理层短视理论属于公司治理理论之一，是指管理层基于自利动机和职业发展需要，偏爱收益快的短线投资，放弃需要长期投入，短期收益较慢的长线投资。对于非金融类上市公司而言，实业长远稳定的发展，是其生生不息的动力源泉，而管理层的这一行为挤占了长期资本投资和技术创新研发投入，造成企业发展后劲不足，并且短期收益高也往往意味着潜在风险大，这些风险的传染效应严重损害企业价值，企业面临的财务风险很有可能使企业快速走向衰败。

首先，企业所有者为实现企业和自身利益最大化，要求管理层为企业业绩做出贡献，但却加剧管理层短视行为，其为谋求私有收益，比如：高额薪酬，职业升迁，更倾向于选择短期获益但对企业长远发展没有助益的业务活动。其次，管理层短视行为也迎合了市场中跟风投机的机构投资者的需要，这类机构投资者关注企业的短期收益，因此造成了短视投资的恶性循环。

我国非金融企业金融业务投资，尤其是确认的交易性金融资产的背后，正是管理层的短视动机作祟。企业参与金融投资活动，从金融工具短期价格波动获取

高额收益，挤占了企业主业发展投资。

## 3.2 假设提出

### 3.2.1 非金融企业金融化与股价同步性的关系分析

Roll (1988) 指出，股价中包含着两类信息：一类是公司特质信息，包括公开披露的价值信息和被信息中介挖掘的私有信息；另一类是非公司价值信息，包括宏观市场、行业等信息，如：政治、经济政策、产业政策等（闫珍丽等，2018）。其中，公司层面信息是决定股价波动的重要因素。股价中融入的公司基本价值信息越多，股价同步性则越低，反之，如果股价中市场、行业层面信息较多，那么公司股价就偏离公司真实价值，随市场和行业波动，股价同步性就越高。公司层面信息具体又分为两类：一类是公开信息，即公司通过公开平台和渠道对外发布的企业价值信息；另一类是私有信息，即由于信息不对称使得只有一部分人掌握的信息，公司层面信息主要是这类私有信息。不同类别的信息融入股价的方式各不相同，前者在发布时就借助股价估值等手段融入到股价中，而后者依赖外部投资者的套利行为才能融入股价（冯用富等，2009）。在信息披露质量较低、信息不对称较高的环境中，投资者获取公司层信息的难度和成本大大提高，基于成本收益原则，投资者不愿意收集更多私有信息开展投资套利活动，导致股价吸收较少的公司特质信息，使得股价同步性提高。

非金融企业金融化是指企业金融投资活动日益增多，且金融收益在企业总收益中占比逐渐增加的行为（Krippner, 2011）。金融化程度作为非金融企业特质信息中的一类，是否会引发内外信息环境的变化，进而影响股价对公司特质信息的吸收？由前述理论可知，两种动机下的金融化会对企业产生截然相反的经济后果，那么其对股价同步性又会产生何种影响？具体来看：

一方面，非金融企业配置金融资产可能产生“蓄水池”效应，进而降低股价同步性。基于预防性储蓄理论，企业储备流动性较强的金融资产，能够缓解企业融资约束，提高资金使用效率，减少企业未来资金链断裂对企业经营造成的不利冲击，降低对外源融资的依赖（Stulz, 1996），利用金融资产可变现性来弥补主业投资不足，分散主营业务风险，最终促进企业自身发展（Demir, 2009）。

因此，若企业出于“预防储备”的动机配置金融资产，可以向外界传递出积极的信号，从而吸引投资者进行套利交易。

另一方面，非金融企业配置金融资产可能产生“挤出”效应，进而提高股价同步性。基于委托代理理论、信息不对称理论和管理层短视理论，首先，金融工具市场价格波动带来的高收益，加剧管理层投资套利动机，为实现自身利益最大化，管理层通过配置金融资产获取短期利益，将企业闲置资金，甚至挪用日常经营资金参与金融投资活动，长远来看会降低企业价值（戚聿东等，2018），恶化所有者与代理人的委托代理问题。其次，大股东持股一定程度上可以发挥出监督机制的作用，但我国上市公司股权集中度较高，其可能会通过资金占用、股票回购等方式操纵资源（柳建华等，2008），品种繁多的金融工具为大股东的“掏空”行为提供便利，严重损害上市公司企业价值，加剧企业风险（黄贤环等，2018）。

目前学术界对非金融企业金融化的动机和经济后果多持负面观点，杜勇（2017）、彭俞超（2018）、戚聿东（2018）等众多学者通过实证检验，证实了非金融企业往往出于投资套利的目的进行金融活动，金融化的“挤出”效应占据主导地位。“挤出”效应对企业内外信息环境具有重要影响。从内部层面来看，由于企业面临着主业业绩下滑、信息不对称程度加大、财务风险突出的问题，基于信号传递机制，管理层会刻意隐瞒或操纵公司负面信息，从而恶化了公司信息透明度（Hutton et al.，2009），从外部层面来看，证券分析师作为企业与外部投资者之间重要的信息中介，为提高其盈利预测的准确性，实现良好职业发展，往往不愿跟踪解读这类高风险企业，使得公司基本面信息更难以传递到信息使用者手中。基于“挤出”效应，非金融企业配置金融资产会增加投资者挖掘公司真实信息的难度和成本，易导致投资者形成悲观预期。此时，处于信息劣势的外部投资者会选择主动规避风险，不再花费过多精力和成本去搜集基本面信息，而以整个市场和行业的平均水平思考单个企业，阻碍了公司特质信息融入股价，无法发挥股价信号机制，降低资本市场资源配置效率。

因此，本文基于“挤出”效应，结合上述分析，推测企业金融化会削弱股价对特质信息的吸收能力，从而提高股价同步性。据此，本文提出第一个假设。

H1：非金融企业金融化水平越高，股价同步性越高。

### 3.2.2 非金融企业金融化与股价同步性中介效应分析

非金融企业金融化的“挤出”效应对企业内外部信息环境产生重要影响，本文基于此，从信息的供给和需求方出发，研究非金融企业金融化影响股价同步性的传导机制。具体来看，金融化可能通过以下两种路径影响股价同步性。

第一，非金融企业金融资产配置通过降低公司信息披露质量，弱化公司信息环境，抑制了公司特质信息融入股价。首先，根据2018年1月1日起实施的新CAS22的相关规定：金融资产的分类取决于企业管理者管理金融资产的商业模式和金融资产的合同现金流量特征。不同类别的金融资产确认和计量规则也不同，债权投资、交易性金融资产、其他债权投资以及其他权益工具投资均以成本进行初始计量，但资产负债表日确认公允价值变动时，交易性金融资产的公允价值变动计入投资收益，而其他债权投资和其他权益工具投资的公允价值变动计入其他综合收益。此外，准则规定金融资产终止确认时，债权投资、交易性金融资产以及其他债权投资的处置利得或损失计入当期损益，而其他权益工具投资则计入留存收益。因此，管理者管理模式的自主性以及确认、计量等环节的可操控性为其利用金融资产实施盈余管理提供了较大空间（叶建芳等，2009；孙蔓莉等，2010；彭俞超等，2018），当金融资产预期会升值时，企业管理层通过多确认交易性金融资产，从市场价格短期波动中赚取交易差价，提升短期利润；反之，通过多确认其他债权投资、其他权益工具投资等，将持有期间的利得或损失计入所有者权益来规避损失。后续计量中，由于缺乏良好的监管，管理层通过操纵金融资产公允价值估值，调节公允价值变动，扭曲真实盈利水平（Dechow et al.，2010），从而降低公司信息透明度和信息披露质量。

其次，由于资源存在相对稀缺性，企业配置更多的金融资产，必将挤占企业长期价值投资，从而损害主业经营业绩，抑制非金融企业的技术创新能力（谢家智，2014），削弱发展根基（戚聿东和张任之，2018），加剧企业财务风险和经营风险（杜勇等，2017；黄贤环等，2018）。短期金融投资还可能加剧大股东的“掏空”行为，恶化企业盈利能力（柳建华等，2018）。出于向市场传递企业稳定发展的信号，管理层会利用金融工具调节利润，粉饰财务报表，比如：通过处置增值状态的交易性金融资产虚增利润。由于金融资产具有高收益高风险的属性，当金融活动带来丰厚收益时，管理层能够获得相应报酬，而当出现亏损时，

管理层面临着企业内外部的惩罚和质疑,为维护自身声誉和躲避惩罚,管理层有强烈的动机隐瞒或选择性披露因自身行为给企业带来的负面信息(徐经云等,2010)。这些行为从主观上模糊了公司信息真实性,降低了财务报告决策有用性,导致信息透明度和信息质量降低,恶化内部信息环境,由此提升了外部投资者挖掘和利用公司特质信息的难度,进而减少对该类公司的投资套利活动,使得整个市场和行业信息干扰股价波动,抑制了私有信息融入股价。据此,本文提出第二个假设。

H2: 非金融企业金融化通过降低企业信息质量进而提高股价同步性。

第二,非金融企业金融化增加分析师的服务成本,降低了分析师关注度,进而抑制私有信息融入股价。

证券分析师作为连接公司管理层和外部投资者之间的桥梁,在资本市场上扮演着重要角色,承担着缓解公司内外信息不对称、监督公司经营活动的重要职能,相比于普通投资者,分析师作为从事证券投资分析的专业群体,具备良好的信息渠道优势和信息分析能力,通过研读公司财务报告、招股说明书,以及实地调研、管理层沟通等方式(褚剑等,2019),挖掘公司公开和私有信息,利用专业知识与技能深度分析、加工和处理这类信息,以发布研报的方式为投资者提供公司价值相关信息,帮助投资者进行盈利预测、目标估值,给予买卖建议等(王爱群,2019)。分析师的跟踪行为能够缓解上市公司与投资者的信息不对称程度,提高公司信息透明度,引导投资者进行套利交易,促进公司特质信息融入股价,最终降低股价同步性。

非金融企业金融化业务存在的主客观复杂性增加了投资者理解难度(郭飞,2018),使其更加依赖分析师的研报内容,来判断是否套利交易。分析师关注作为分析师众多决策行为的第一步,其在选择目标企业进行跟踪分析时,会从符合自身专业能力、有利于自身职业发展等方面综合决策。已有研究表明上市公司信息环境是影响公司被关注度的一个重要因素,公司对外披露更多价值信息(白晓宇,2009)、信息透明度、治理水平、盈余质量不断提升(方军雄,2007;Gu等,2013;Christensen等,2013;董望等,2017)、资本投资和可持续发展能力越强,会向外界传递积极信号,意味着其会得到更多的分析师关注。

由前述理论,非金融企业金融化体现了管理层的“投机套利”动机,降低公

司信息披露质量，增加公司潜在的财务风险和经营风险。因此，过高的金融化程度意味着公司信息环境较差，一方面，分析师难以获得高质量的公开信息，迫使其利用私有渠道挖掘公司私有信息，增加了分析师的显性成本；另一方面，企业受金融投资风险传染影响，面临高财务风险和经营风险，增加企业盈余波动性，大大降低分析师盈余预测准确度，提高了分析师声誉受损的隐形成本。杨飞（2016）发现分析师盈余预测准确性越高、发布研报的频次越多，分析师上榜《新财富》杂志的可能性越大，意味着其收入、地位将可能大幅提升。出于长远利益和职业发展的考量，分析师为避免预测出错，不愿跟踪分析这类企业（王爱群，2019），因此，非金融企业配置金融资产会降低企业被关注度，导致市场中该公司特质信息的减少，投资者获取信息的难度加大，套利交易减少。同时，公司所受外部监督的减弱，加剧了内外信息不对称程度，进一步弱化公司信息环境，最终导致公司股价同步性的提高。据此，本文提出第三个假设。

H3：非金融企业金融化通过降低分析师关注度进而提高股价同步性。

## 4 研究设计

### 4.1 样本选择与数据来源

本文选取沪深 A 股非金融、房地产业上市公司 2009-2020 年的数据，原因如下：（1）2007 年我国企业会计准则变动和 2008 年金融危机对我国上市公司的金融业务活动产生较大影响，为保证实证结果的客观性和准确性，本文选择 2009 年之后的数据作为样本。需要说明的是，由于 2017 年 3 月财政部新修订发布了 CAS22，并于 2018 年 1 月 1 日实行，本文根据准则规定，对 2018-2020 年金融化的数据稍作调整；（2）本文的研究对象是非金融企业金融化与股价同步性的关系，由于将投资性房地产认定为金融资产，因此针对沪深 A 股的所有非金融业、房地产业的上市公司的数据开展研究。

本文数据来源于 CSMAR 数据库，使用了 Stata14.0 处理和分析数据。并且进行了以下的筛选和剔除：（1）剔除了 ST、ST\*、PT 类的公司；（2）剔除当年新上市的公司；（3）剔除年度交易日少于 30 周的公司；（4）剔除资产负债率高于 1 的数据；（5）剔除数据不完整和异常的样本，这类数据的存在会干扰研究结果的准确性。经过一系列的筛选工作，在 Stata 中汇总各类型数据，得到 13305 组样本，并对所有连续变量在 1%和 99%的水平上进行缩尾处理。

### 4.2 变量界定

#### 4.2.1 非金融企业金融化

借鉴 Demir（2009）、宋军等（2015）、杜勇等（2017）、彭俞超等（2018）的度量方式，本文将非金融类企业金融资产总和占总资产的比重定义为金融化（fin）指标，由于企业的货币资金主要用于日常生产经营业务，非用于投机套利，在此不将其列为金融资产。另外，考虑到 2018 年初新会计准则调整了金融资产的分类，本文在 2018-2020 年的金融资产数据中加入了债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资，金融化（fin）具体计算公式详见表 4.1。

## 4.2.2 股价同步性

本文参考 Durnev 等 (2003) 的方法来估计个股拟合优度  $R^2$ :

$$R_{i,w,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,w,t} + \beta_2 R_{m,w,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型 (1) 中  $R_{i,w,t}$  是指公司  $i$  在第  $t$  年第  $w$  周的个股收益率,  $R_{m,w,t}$  表示市场中所有公司第  $t$  年第  $w$  周的市场平均收益率,  $R_{m,w,t-1}$  是滞后一期的数据。经模型 (1) 回归得到目标企业年拟合优度  $R^2$ , 表示市场波动对个股股价波动的影响程度, 相应的,  $(1-R^2)$  表示股价中未反映进股价中的公司层面因素。再对  $R^2$  进行对数化处理:

$$SYN = \ln[R_{i,t}^2 / (1 - R_{i,t}^2)] \quad (2)$$

利用 SYN 来衡量股价同步性, SYN 越大, 表明个股随市场波动而波动, 股价中公司特质信息的含量越少。

## 4.2.3 信息质量

根据前文理论分析, 非金融企业金融化给管理层盈余管理行为提供了机会和空间, 管理层可以自主确认金融资产类别, 操纵其确认和计量方式, 该行为降低了公司信息披露质量, 因此, 本文借鉴 Roychowdhury (2006) 和陈国辉等 (2018) 的方法, 分别将真实盈余管理 (REASM) 和应计盈余管理 (AESM) 作为信息质量的衡量指标, 验证其在非金融企业金融化与股价同步性中的传导效应, 进一步地, 借助实证方法检验何种盈余管理行为在发挥作用。

参考 Roychowdhury (2006) 的方法, 首先汇总销售操纵、生产操纵和酌量性费用操纵三方面的异常值, 再做绝对值处理, 得到真实盈余管理 (REASM) 值。这三方面的变动反映了企业真实业务活动的盈余管理情况, 具体表现为: 销售操纵、生产操纵和酌量性费用操纵分别导致公司经营活动现金净流量、生产销售成本和其他费用类支出出现异常变动。据此, 构建以下回归模型计量异常波动值。

$$\frac{NCF_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \partial_0 + \partial_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \partial_2 \frac{S_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \partial_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\frac{OUTP_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \partial_0 + \partial_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \partial_2 \frac{S_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \partial_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \partial_4 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\frac{EXP_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \partial_0 + \partial_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \partial_2 \frac{S_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$REASM = |R\_NCF - R\_OUTP - R\_EXP| \quad (6)$$

其中， $NCF_{i,t}$  表示当年公司的现金净流量； $OUTP_{i,t}$  为当年公司的日常生产经营成本； $EXP_{i,t}$  表示当年公司可操控性费用； $Asset_{i,t-1}$  为公司上一期的资产总额； $S_{i,t}$  表示公司当期的销售收入； $\Delta S_{i,t-1}$ 、 $\Delta S_{i,t}$  分别表示公司当期及前一期的销售收入同比变动额。经回归得到三个异常波动值，再将汇总结果绝对化。根据（6）式得出来的数值越大，真实盈余管理水平越高。

借鉴陈国辉等（2018）的方法，通过修正琼斯模型，并将结果绝对化得到应计盈余管理（AESM），其计算公式如下：

$$\frac{ACPRO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta OPRE_{i,t} - \Delta ACRC_{i,t})}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{FIAS_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$AESM_{i,t} = |PRO_{i,t} - ACPRO_{i,t}| \quad (8)$$

公式（7）中， $ACPRO_{i,t}$  表示公司当年的总应计利润； $Asset_{i,t-1}$  为 i 公司第 t-1 年期末总资产； $\Delta OPRE_{i,t}$  为公司当年的营业收入变化量； $\Delta ACRC_{i,t}$  为公司当年应收账款变动额； $FIAS_{i,t}$  为公司当年固定资产年末净值。公式（8）中， $PRO_{i,t}$  为公司当年末真实利润， $PRO_{i,t}$  与  $ACPRO_{i,t}$  作差求绝对值得到 AESM 值，该数值越大，应计盈余管理水平越高。

#### 4.2.4 分析师关注

我国证券分析师通常以团队的名义跟踪分析上市公司，且团队成员共同探讨，以团队名义签署讨论意见，出具研究分析报告。因此，本文参照陈钦源（2017）、王爱群等（2019）的研究，选择分析师跟踪数量和被研报关注度作为分析师关注的衡量指标，分析师跟踪数量（analyst）表示为一年内样本公司被跟踪分析的分析师团队数量，加 1 之后取自然对数；被研报关注度（analyst1）表示为一年内出具研报的分析师团队数，加 1 再取自然对数。

表 4.1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	股价同步性	SYN	依据 $R^2$ 的对数转换得到。
解释变量	非金融企业金融化	fin	(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+买入反售金融资产+发放贷款及垫款净额+投资性房地产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资)/总资产
		REASM	销售操纵-生产操纵-酌量性费用操纵
	信息质量	AESM	采用修正 JONES 模型计算的应计利润偏差的绝对值
	分析师关注度	analyst	Ln(被跟踪的分析师团队数+1)
		analyst1	Ln(被研报关注数量+1)
	公司规模	size	Ln(资产总额)
	资产负债率	lev	负债总额/资产总额
	股票换手率	dturn	年度股票交易量/流通股股数
	总资产净利率	roa	净利润/年末资产总额
	账面市值比	mb	公司市值/年末资产总额
其他变量	第一大股东持股比例	top1	第一大股东持股数/公司总股数
	产权性质	soe	国有企业为 1, 否则为 0
	“四大”审计	op	“四大”审计为 1, 否则为 0
	两职合一	y1001a	董事长和总经理为同一人取 1, 否则取 0
	机构投资者持股比例	inst	机构投资者持股总数/总股数
	董事会规模	dnumber	年末董事人数的自然对数
	产品市场竞争	HHIA	赫芬达尔-赫希曼指数
	行业	Ind	行业固定效应
年度	Year	年度固定效应	

### 4.3 模型设计

本文采用温忠麟和叶宝娟(2014)的层级检验方法,构建模型检验非金融企业金融化与股价同步性之间可能的中介机制:

$$SYN_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 fin_{i,t} + \delta_2 Control\ variables_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

方程(9)中的系数  $\alpha_1$  测度了非金融企业金融化对股价同步性的总效应,如果  $\alpha_1$  显著为正,则说明非金融企业金融化程度越高,股价同步性越高,验证假设 H1。

$$REASM_{i,t}(AESM_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 fin_{i,t} + \beta_2 Control\ variables_{i,t} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

$$SYN_{i,t} = \omega_0 + \omega_1 fin_{i,t} + \omega_2 REASM_{i,t}(AESM_{i,t}) + \omega_3 Control\ variables_{i,t} + \Sigma Ind + \Sigma Year + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

模型（10）和（11）中的应计盈余管理 AESM、真实盈余管理 REASM 为待检验的信息质量中介变量，观察模型中系数  $\beta_1$  和  $\omega_2$  是否显著，若二者均显著则中介效应成立；若两个系数中有一个不显著，进一步使用 Bootstrap 检验判断  $\beta_1 * \omega_2$  是否显著；若显著则中介效应成立。如果经以上流程的检验，中介效应成立，则证实非金融企业金融化通过降低公司信息披露质量，进而提高股价同步性，验证假设 H2。

$$analyst_{i,t}(analyst1_{i,t}) = \gamma_0 + \gamma_1 fin_{i,t} + \gamma_2 Control\ variables_{i,t} + \Sigma Ind + \Sigma Year + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

$$SYN_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 fin_{i,t} + \lambda_2 analyst_{i,t}(analyst1_{i,t}) + \lambda_3 Control\ variables_{i,t} + \Sigma Ind + \Sigma Year + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

模型（12）和（13）中的分析师关注 analyst（analyst1）为待检验的中介变量。中介效应检验通过则说明非金融企业金融化也通过降低分析师关注，进而提高股价同步性。验证假设 H3。

## 5 实证检验及分析

### 5.1 变量的描述性统计

从表 5.1 中可以看到, 拟合优度  $R^2$  的平均数 0.336, 表明我国上市公司股价被市场因素所解释的部分占 33.6%, 个股随市场波动而波动的程度较高, 股价中未被公司特质信息解释的部分大概占 66.4%。SYN 的平均值为-0.858, 最小值为-4.187, 最大值为 0.981, 标准差为 1.03, 表明我国上市公司股价同步性的差异较大, 一定程度上也反映出不同的上市公司, 其信息披露的质量和数量存在较大差异, 公司信息环境参差不齐。金融化指标  $fin$  的平均数为 0.041, 中位数为 0.008, 平均数大于中位数, 表明金融化程度的统计结果是有偏的, 我国有相当一部分非金融类上市公司, 其金融投资活动占企业所有业务活动的占比较大, 最大的高达 41.7%。具体地, 配置何种金融资产会对股价同步性产生影响, 或者影响较大, 有待后文回归模型的检验。其他控制变量的统计结果与现有研究大致类似, 根据标准差和最值, 可以看出样本公司各项财务指标差别较大, 反映了企业偿债能力、盈利能力、市场活跃程度等财务能力的区别较大, 这些客观的差异为计量分析提供了良好的基础。

表 5.1 变量的描述性统计

变量	样本值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
$R^2$	13305	0.336	0.330	0.179	0	0.823
SYN	13305	-0.858	-0.710	1.030	-4.187	0.981
$fin$	13305	0.041	0.008	0.077	0	0.417
$size$	13305	22.30	22.12	1.280	19.84	26.19
$lev$	13305	0.459	0.458	0.196	0.069	0.878
$dturn$	13305	2.561	2.067	1.820	0.232	8.844
$roa$	13305	0.035	0.033	0.058	-0.219	0.193
Top	13305	0.355	0.336	0.152	0.090	0.750
$mb$	13305	0.616	0.611	0.253	0.112	1.187
$op$	13305	0.067	0	0.251	0	1
$y1001a$	13305	0.217	0	0.412	0	1
$dnumber$	13305	8.836	9	1.751	5	15
Inst	13305	0.475	0.495	0.232	0.004	0.912

## 5.2 变量的相关性分析

表 5.2 汇总了解释变量、被解释变量和控制变量的 Pearson 相关系数矩阵，表中 *fin* 和 *SYN* 的相关系数为 0.003，但不显著，仅表明在不控制相关变量的情况下，金融化与股价同步性没有显著关系，由于其他变量会影响二者关系，因此，需进行 OLS 回归，才能对二者之间的关系做出较合理的解释。其余控制变量与股价同步性均显著相关，股票换手率和总资产净利率负向影响股价同步性，表明上市公司市场活跃度越高，盈利能力越强，越有利于提高股价信息含量。其余控制变量与被解释变量（*SYN*）在不同水平上显著相关。变量相关系数的绝对值除 0.576 外，均小于 0.5，此外还运用 *stata* 计算了各变量的 VIF 值，其中最大的 VIF 为 2.35，远小于经验值 5，各变量通过多重共线性检验，说明选取的变量较合适。

表 5.2 主要变量的相关性分析

	SYN	fin	size	lev	dturn	roa	top	mb	op	y1001a	dnum ber	in st
SYN	1											
fin	0.003	1										
size	0.198***	-0.056***	1									
lev	0.079***	-0.176***	0.413***	1								
dturn	-0.073***	-0.013	-0.357***	-0.067***	1							
roa	-0.063***	0.052***	0.034***	-0.357***	-0.093***	1						
top	0.066***	-0.038***	0.234***	0.037***	-0.169***	0.121***	1					
mb	0.249***	-0.033***	0.576***	0.340***	-0.299***	-0.201***	0.145***	1				
op	0.075***	-0.039***	0.382***	0.087***	-0.158***	0.053***	0.150***	0.161***	1			
y1001a	-0.086***	0.039***	-0.137***	-0.109***	0.096***	0.025***	-0.069***	-0.105***	-0.063***	1		
dnumber	0.105***	-0.091***	0.261***	0.148***	-0.137***	0.015*	0.044***	0.148***	0.099***	-0.185***	1	
inst	0.079***	-0.075***	0.419***	0.156***	-0.327***	0.126***	0.551***	0.120***	0.253***	-0.191***	0.228***	1

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%水平上显著，下表同。

### 5.3 非金融企业金融化与股价同步性的关系

表 5.3 反映了解释变量与被解释变量的多元回归结果，列（1）表明在没有控制相关变量的情况下，fin 与 SYN 在 5%的水平上显著相关，相关系数为 0.260；列（2）为保证实证的稳健性，控制了其他变量和行业、年度，仍然发现二者显著正相关，相关系数为 0.345，且在 1%的置信区间内高度显著，表明非金融企业金融化显著提升股价同步性，故验证了本文假设 1。

其他控制变量方面，公司规模（size）与股价同步性（SYN）在 1%的水平上显著正相关，说明公司规模越大的企业，可能越容易受宏观市场因素的干扰，内部环境更为复杂，不利于外部投资者获取公司层信息，长此以往不利于公司自身的成长和发展；其他控制变量大都与股价同步性显著相关，且结果与已有研究一致。

表 5.3 非金融企业金融化与股价同步性的回归结果

变量	(1)	(2)
	SYN	SYN
fin	0.260** (2.52)	0.345*** (3.47)
size		0.030*** (3.20)
lev		-0.412*** (-8.75)
dturn		-0.116*** (-21.97)
roa		-0.867*** (-6.10)
mb		1.149*** (27.93)
top1		0.099* (1.72)
op		-0.013 (-0.41)
y1001a		-0.050*** (-2.86)
dnumber		0.010** (2.30)
inst		-0.352***

续表 5.3

变量	(1)	(2)
	SYN	SYN
		(-8.14)
Con	-0.515*** (-9.36)	-0.806*** (-4.13)
Ind	控制	控制
Year	控制	控制
Observations	13,500	13,305
R-squared	0.287	0.398
Adj_R2	0.285	0.396
F	240.3	247.1

注：括号内的 T 值经过异方差调整，下表同。

## 5.4 非金融企业金融化对股价同步性的作用路径检验

### 5.4.1 通过信息质量影响股价同步性的检验

表 5.4 的回归结果验证了信息质量这一传导路径。列（1）中自变量  $fin$  与中介变量  $REASM$  在 1% 的水平上显著正相关，说明金融化加剧了非金融部门管理层真实盈余管理行为，为其操纵金融资产公允价值估计、利用后续计量操纵利润提供空间，使得公司信息披露质量下降，信息透明度低；列（2）显示了中介效应检验的第三步骤的结果，金融化的系数显著正相关，但真实盈余管理与股价同步性不显著，为此，进行了 Bootstrap 检验，置信区间不包括 0，因此，通过检验，真实盈余管理的中介效应成立，表明管理层通过操纵金融资产计量的真实盈余管理行为，降低信息质量，弱化信息环境，增加投资者获取信息的难度和成本，削弱了股价对公司价值信息的解释能力。

列（3）中自变量变量（ $fin$ ）与应计盈余管理（ $AESM$ ）系数不显著，且列（4）中加入应计盈余管理的回归结果显示，应计盈余管理系数不显著，说明管理层未通过操纵金融资产类别的应计盈余管理行为来影响信息质量，在统计学意义上，用应计盈余管理衡量的信息质量不是企业金融化与股价同步性的传导路径。由此可知，真实盈余管理验证了金融化与股价同步性的信息质量作用机制，说明非金融企业金融化使得管理层通过实际投资于可供出售金融资产、其他权益工具投资

等的真实盈余管理行为，而非操纵类别的应计盈余管理行为来降低内部信息质量，最终提高股价同步性，验证了假设 2。

表 5.4 非金融企业金融化对股价同步性的影响：信息质量中介效应

变量	(1) REASM	(2) SYN	(3) AESM	(4) SYN
fin	0.066*** (2.94)	0.343*** (3.44)	-0.030 (-0.03)	0.345*** (3.47)
REASM		0.034 (0.83)		
AESM				-0.000 (-0.30)
size	0.000 (0.07)	0.030*** (3.2)	0.088 (0.97)	0.030*** (3.20)
lev	0.050*** (4.71)	-0.413*** (-8.78)	-1.543*** (-3.20)	-0.412*** (-8.76)
dturn	0.006*** (5.50)	-0.116*** (-21.96)	0.108** (2.12)	-0.116*** (-21.95)
roa	-0.989*** (-26.11)	-0.833*** (-5.68)	52.183*** (33.78)	-0.853*** (-5.66)
mb	0.089*** (10.08)	1.146*** (27.74)	1.753*** (4.61)	1.150*** (27.91)
y1001a	-0.015*** (-3.83)	-0.050*** (-2.83)	0.052 (0.30)	-0.050*** (-2.85)
top1	0.009 (0.71)	0.099* (1.71)	-0.338 (-0.61)	0.099* (1.72)
Inst	-0.013 (-1.33)	-0.352*** (-8.14)	0.151 (0.37)	-0.352*** (-8.14)
op	-0.040*** (-6.30)	-0.011 (-0.37)	-1.660*** (-6.02)	-0.013 (-0.43)
dnumber	-0.002** (-2.01)	0.010** (2.32)	0.026 (0.63)	0.010** (2.31)
Constant	-0.062 (-1.48)	-0.785*** (-4.02)	-4.520** (-2.36)	-0.807*** (-4.14)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Observations	13,305	13,305	13,305	13,305
R-squared	0.146	0.397	0.177	0.398
Adj_R2	0.144	0.396	0.175	0.396
F	50.60	239.1	81.70	239.9

## 5.4.2 通过分析师关注影响股价同步性的检验

表 5.5 呈现的是分析师关注中介效应的检验结果, 根据列 (1) 和 (2) 的结果, 自变量  $fin$  与分析师跟踪数量  $analyst$  回归系数为  $-0.104$ , 在 1% 的水平上显著, 说明企业金融化会降低分析师的关注度, 加入中介变量  $analyst$  后,  $analyst$  与因变量  $SYN$  在 1% 的水平上显著负相关, 说明分析师关注度的降低会提高股价同步性, 分析师关注的中介效应成立, 潜在的原因包括: 证券分析师对公司关注度的减少, 导致公司私有信息无法被挖掘, 同时也无法发挥分析师对企业管层的外部监督作用。列 (3) - (4) 是分析师关注另一度量指标  $analyst1$  的中介效应检验结果, 可以看到: 自变量  $fin$  与被研报关注度  $analyst1$  仍然在 1% 的水平上显著负相关, 回归加入被研报关注度后,  $analyst1$  与  $SYN$  在 1% 的水平上显著正相关, 说明被研报关注度的中介效应也成立, 再次证明了分析师关注是金融化与股价同步性的又一传导路径, 由此验证了假设 3。

表 5.5 非金融企业金融化对股价同步性的影响: 分析师关注中介效应

变量	(1) $analyst$	(2) $SYN$	(3) $analyst1$	(4) $SYN$
$fin$	$-0.104^{***}$ (-8.73)	0.164 (1.25)	$-0.131^{***}$ (-8.96)	0.165 (1.28)
$analyst$		$-0.377^{***}$ (-3.25)		
$analyst1$				$-0.470^{***}$ (-5.12)
$size$	$0.048^{***}$ (50.73)	$0.076^{***}$ (6.00)	$0.060^{***}$ (51.00)	$0.084^{***}$ (6.71)
$lev$	$-0.040^{***}$ (-7.47)	$-0.466^{***}$ (-7.92)	$-0.041^{***}$ (-6.30)	$-0.459^{***}$ (-8.00)
$dturn$	$-0.002^{***}$ (-3.46)	$-0.093^{***}$ (-14.28)	$-0.002^{***}$ (-3.21)	$-0.094^{***}$ (-14.69)
$roa$	$0.486^{***}$ (26.17)	$-0.966^{***}$ (-5.09)	$0.641^{***}$ (28.34)	$-0.836^{***}$ (-4.53)
$mb$	$-0.141^{***}$ (-33.78)	$1.121^{***}$ (22.01)	$-0.175^{***}$ (-33.96)	$1.087^{***}$ (21.55)
$y1001a$	$0.015^{***}$ (8.24)	$-0.063^{***}$ (-3.04)	$0.020^{***}$ (9.11)	$-0.060^{***}$ (-2.91)
$top1$	$-0.023^{***}$ (-3.81)	$0.121^*$ (1.81)	$-0.028^{***}$ (-3.80)	$0.112^*$ (1.70)

续表 5.5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	analyst	SYN	analyst1	SYN
inst	0.004 (0.84)	-0.338*** (-6.79)	0.005 (0.93)	-0.344*** (-6.98)
op	0.000 (0.07)	-0.050 (-1.55)	0.000 (0.02)	-0.048 (-1.50)
dnnumber	0.001 (1.17)	0.015*** (2.97)	0.000 (0.81)	0.014*** (2.94)
Constant	-0.758*** (-37.45)	-1.849*** (-7.42)	-0.957*** (-38.31)	-1.939*** (-7.89)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Observations	9,488	9,488	9,693	9,693
R-squared	0.425	0.412	0.430	0.413
Adj_R2	0.423	0.410	0.429	0.411
F	277.8	178.6	291.7	182.3

## 5.5 稳健性检验

### 1、更换解释变量的度量指标

(1) 胡奕明等(2017)的企业金融化配置动机研究中指出,企业存在的与金融资产无关的决策需要,可能会干扰企业金融投资活动,金融化相对指标可能会受其影响,比如:企业为提高生产经营效率,采取减少库存商品等方式,进而降低企业总资产金额,提高了金融资产相对比例。因此,本文用金融资产绝对化指标  $\ln(\text{fin})$  衡量金融化,考虑到未配置金融资产的公司,不适用此计算公式,故将该类公司的  $\ln(\text{fin})$  赋值为 0。根据表 5.6 列(1)的结果,自变量  $\ln(\text{fin})$  与因变量 SYN 的回归系数为 0.093,且在 1%的置信区间高度显著。

(2) 考虑到金融化产生“挤出”效应的滞后性,本文将滞后一期的金融化金融化 ( $\text{fin}2$ ) 作为更稳健的度量方式,表 5.6 列(2)的结果显示,解释变量  $\text{fin}2$  的回归系数在 1%水平上显著为正,表明金融化行为与上市公司股价同步性存在显著的正相关关系。

### 2、更换被解释变量的度量指标

关于股价同步性的衡量方式有很多,且都具有一定的权威性和可参考性,本文学习 Kim 等(2011)的做法,将市场收益进行滞后和超前处理,并在模型(15)

中加入该滞后项和超前项，回归得到的拟合优度按照对数化的处理方式，得到替代变量 SYN1。

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (15)$$

然后，使用金融化的三个指标分别与因变量 SYN1 进行回归分析，表 5.6 的列 (3)、(4)、(5) 汇总了三个回归结果，由此可知，替换解释变量和被解释变量，结论依旧稳健，非金融企业金融化与股价同步性的正相关关系保持不变。

表 5.6 更换金融化、股价同步性指标的回归结果

变量	(1) SYN	(2) SYN	(3) SYN1	(4) SYN1	(5) SYN1
fin			0.272*** (3.33)		
lnfin	0.093** (2.23)			0.472*** (4.18)	
fin2		0.493*** (3.39)			0.081** (2.34)
size	0.043*** (4.01)	0.064*** (4.76)	0.010 (1.30)	0.033*** (3.10)	0.021** (2.43)
lev	-0.493*** (-9.05)	-0.381*** (-5.72)	-0.292*** (-7.59)	-0.250*** (-4.72)	-0.357*** (-8.02)
dturn	-0.115*** (-18.46)	-0.106*** (-13.38)	-0.092*** (-22.27)	-0.082*** (-13.59)	-0.094*** (-19.35)
roa	-0.856*** (-5.22)	-0.979*** (-4.69)	-0.715*** (-6.17)	-0.828*** (-5.06)	-0.726*** (-5.48)
mb	1.083*** (23.51)	0.944*** (16.37)	0.990*** (29.42)	0.828*** (17.88)	0.951*** (25.12)
topl	0.107 (1.62)	0.156* (1.90)	0.094** (1.99)	0.193*** (2.96)	0.085 (1.57)
op	-0.006 (-0.19)	0.007 (0.16)	-0.005 (-0.18)	0.009 (0.29)	-0.003 (-0.12)
y1001a	-0.057*** (-2.79)	-0.057** (-2.26)	-0.049*** (-3.47)	-0.054*** (-2.78)	-0.057*** (-3.48)
dnumber	0.010** (2.00)	0.014** (2.31)	0.007** (2.00)	0.008 (1.58)	0.006 (1.43)
inst	-0.366*** (-7.19)	-0.391*** (-6.18)	-0.277*** (-7.88)	-0.325*** (-6.46)	-0.291*** (-6.97)
Constant	-1.012*** (-4.54)	-1.385*** (-4.94)	-0.226 (-1.41)	-0.597*** (-2.65)	-0.412** (-2.23)
Ind	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制

续表 5.6

变量	(1) SYN	(2) SYN	(3) SYN1	(4) SYN1	(5) SYN1
Observations	10,221	7,554	13,305	7,554	10,221
R-squared	0.391	0.394	0.379	0.388	0.377
Adj_R2	0.389	0.392	0.378	0.386	0.375
F	190.5	170.6	265.3	188.7	206.6

### 3、子样本回归

本文进一步剔除了没有配置金融资产的公司数据，之后进行了基本回归，表 5.7 的列（1）的回归结果显示，解释变量 *fin* 的回归系数为 0.34，且在 1% 的水平上显著，研究结论依然稳健。

### 4、Heckman 两阶段回归

为解决样本自选择问题，本文做了 Heckman 两阶段回归。借鉴彭俞超等（2018）的方法，构建模型（16），因变量 *fin\_dum* 为配置金融资产与否的虚拟变量，自变量来自变量定义表的控制变量，再将模型（16）估计出的逆米尔斯比率（IMR）作为控制变量，代入到基本回归模型中重新估计。

$$\begin{aligned}
 fin\_dum = & \partial_0 + \partial_1 size_{i,t} + \partial_2 lev_{i,t} + \partial_3 dturn_{i,t} + \partial_4 roa_{i,t} + \partial_5 inst_{i,t} + \partial_6 op_{i,t} + \partial_7 top1_{i,t} \\
 & + \partial_8 dnumber_{i,t} + \partial_9 y1001a_{i,t} + \partial_{10} mb_{i,t} + \partial_{11} soe_{i,t} + \Sigma Ind + \Sigma Year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{16}$$

表 5.8 列（2）的回归结果显示，在控制逆米尔斯比率（IMR）的基础上，*fin* 与 SYN 在 1% 水平上依旧显著正相关，其他变量的情况与已有研究基本一致，结论仍然稳健。

表 5.7 子样本回归和 heckman 两阶段检验结果

变量	(1) SYN	(2) SYN
<i>fin</i>	0.340*** (3.25)	0.346*** (3.31)
<i>size</i>	0.044*** (4.07)	0.016 (0.94)
<i>lev</i>	-0.479*** (-8.73)	-0.462*** (-8.35)
<i>dturn</i>	-0.114*** (-18.47)	-0.111*** (-17.05)
<i>roa</i>	-0.855***	-0.893***

续表 5.7

变量	(1)	(2)
	SYN	SYN
	(-5.22)	(-5.37)
mb	1.081*** (23.47)	1.104*** (22.86)
top	0.100 (1.51)	0.138** (1.98)
op	-0.005 (-0.13)	-0.000 (-0.01)
y1001a	-0.058*** (-2.81)	-0.054*** (-2.61)
dnnumber	0.010** (2.03)	0.011** (2.24)
inst	-0.364*** (-7.17)	-0.355*** (-6.87)
IMR		-0.249** (-2.08)
Cons	-1.091*** (-4.89)	-0.405 (-1.00)
Ind	控制	控制
Year	控制	控制
Observations	10,221	10,063
R-squared	0.392	0.393
Adj_R2	0.390	0.391
F	191	184.1

## 5、工具变量法

为确保实证结果更具稳健性,本文使用工具变量法,以应对反向因果可能对研究结论造成的干扰,借鉴彭俞超等(2018)的做法,分别选择同一行业同一年度除该公司以外的其他公司的金融化程度平均值(fin\_mean)和中位数(fin\_med)作为企业金融化水平的两个工具变量,理论上说,一方面同处于一个行业的公司,所面临的行业环境和宏观政策环境相似,符合工具变量的相关性要求;另一方面,每一公司的股价同步性水平,不受该行业其他公司的影响,满足工具变量外生性要求。实证中,通过了过度识别检验,说明两种工具变量选择的较合理。表 5.8 的实证结果表明,在考虑内生性的情况下,fin 与 SYN 的正向关系仍稳健。

表 5.8 工具变量法

变量	(1) fin	(2) SYN	(3) fin	(4) SYN
fin_mean	0.908*** (8.98)			
Inst fin_mean		0.390*** (4.39)		
fin_med			0.718*** (5.03)	
Inst fin_med				0.681*** (5.87)
size	0.000 (0.00)	0.029*** (3.01)	0.000 (0.33)	0.027*** (2.86)
lev	-0.070*** (-15.67)	-0.163** (-2.08)	-0.069*** (-15.59)	0.039 (0.42)
dturn	-0.002*** (-3.90)	-0.110*** (-20.18)	-0.002*** (-3.62)	-0.105*** (-18.88)
roa	0.007 (0.55)	-0.880*** (-6.21)	0.005 (0.37)	-0.891*** (-6.28)
mb	0.001 (0.34)	1.152*** (28.03)	-0.000 (-0.13)	1.155*** (28.10)
top	0.006 (1.15)	0.077 (1.33)	0.006 (1.21)	0.059 (1.01)
op	-0.006*** (-2.76)	0.007 (0.23)	-0.006*** (-2.72)	0.023 (0.75)
y1001a	0.000 (0.18)	-0.053*** (-2.98)	0.000 (0.16)	-0.055*** (-3.09)
dnumber	-0.002*** (-4.59)	0.016*** (3.49)	-0.002*** (-4.59)	0.021*** (4.37)
inst	-0.016*** (-4.44)	-0.289*** (-6.25)	-0.017*** (-4.64)	-0.237*** (-4.94)
Cons	0.062*** (3.91)	-1.062*** (-5.22)	0.076*** (4.78)	-1.270*** (-6.02)
Ind	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Observations	13,305	13,305	13,305	13,305
R-squared	0.154	0.398	0.150	0.398
Adj_R2	0.152	0.396	0.148	0.397
F	46.22	246.6	46.05	247.5

## 5.6 拓展研究

### 5.6.1 产权性质的分组检验

产权性质作为公司的一大鲜明特征，其会影响公司战略定位、发展目标等，从内部公司治理来看，国有企业固有的特点，对其治理结构、信息环境会产生重要影响。

现有研究关于产权性质在非金融企业金融化与股价同步性二者间关系中发挥何种作用尚无定论。已有研究发现国有企业高管可能面临着更多的政治压力，比如 GDP 的压力，同时，处于转型困难期的国有企业又缺乏现有主业发展的动力；加之，国企所有者缺位现象带来的高代理成本仍然存在（权小锋等，2010；张瑞君等，2013；李小荣，2018），因此，在多重压力的驱使下，国有企业管理层有强烈动机参与到金融投资领域，操纵企业金融资产的分类、后续计量，虚构利好消息，隐瞒负面信息，向外界传递一个被虚假包装的企业形象，导致外部信息中介，信息使用者的挖掘难度和成本提高，不利于公司层信息融入股价。但也有研究不支持该观点，认为相比于国有企业，非国有上市公司金融化的投机动机更强烈，一般非国企的经理人来自不成熟的经理人市场，我国针对非国有上市公司的监管体制机制的不完善，给了企业管理层较大的自主决策权，面对高收益的金融市场，非国企在逐利动机的驱使下，更易进行金融活动，增加管理层利用金融资产盈余管理的空间，最终导致股价同步性提升。

故本文对基于不同产权性质，分组检验了非金融企业金融化与股价同步性的关系。表 5.9 的列（1）、（2）显示了分组回归结果，从表中可以看出，在非国有企业组，自变量  $fin$  与因变量  $SYN$  呈明显的正相关关系， $fin$  的回归系数为 0.457，在 1% 的水平上显著相关，二者在国有企业组不显著相关。实证结果支持在非国有上市公司中，金融化与股价同步性的正相关关系更加严重，说明我国非国有上市公司更倾向于操纵金融投资活动，降低信息透明度，干扰特质信息反馈到股价中，从而提高股价同步性。

### 5.6.2 产品市场竞争的分组检验

已有关于产品市场竞争经济后果的研究，大致可以分为两类。一类从经理人

信誉机制和清算威胁的角度出发,认为有效的产品市场竞争能够发挥外部监督机制的作用,缓解信息不对称程度,约束管理人员盈余管理行为,激励其努力提升主业生产效率,加大技术研发投入等(Markarian等,2010;BalaKrishnan等,2011;高山等,2011;亚琨等,2018;王靖宇等,2019)。另一类从报酬激励和战略倾向的视角出发,认为激烈的产品市场竞争给企业带来更大的经营压力,出于企业发展与自身薪酬的考量,诱发管理层运用会计政策选择权,操纵交易事项的确认为、计量和记录,降低信息披露质量,增大信息使用者获取真实信息的难度(周夏飞等2014;林钟高等,2015;王芳等,2018)。总之,产品市场竞争必然影响信息质量,那么其在非金融企业金融化与股价同步性之间发挥何种作用,有待进一步理论研究和实证检验。

本文借鉴徐虹等(2015)的方法,用赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)来衡量产品市场竞争程度,以中位数为基点,划分为市场竞争较强组和市场竞争较弱组。表5.8的列(3)、(4)的结果显示,在产品市场竞争较强组,自变量fin与因变量SYN呈显著正相关关系,在产品市场竞争较弱组,二者关系不显著,实证结果支持产品市场竞争的“非监督机制”效应,即产品市场竞争越强的环境中,公司管理层更倾向于操纵金融投资业务,降低信息透明度,最终导致股价同步性的提升。

表 5.9 非金融企业金融化与股价同步性的分组检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有组 SYN	非国有组 SYN	产品市场竞争强 SYN	产品市场竞争弱 SYN
fin	0.033 (0.23)	0.457*** (3.41)	0.277** (2.45)	0.330 (1.57)
size	0.086*** (6.34)	-0.029** (-2.00)	0.017 (1.59)	0.078*** (3.57)
lev	-0.592*** (-8.82)	-0.319*** (-4.74)	-0.393*** (-7.42)	-0.520*** (-5.03)
dturn	-0.129*** (-14.99)	-0.110*** (-16.36)	-0.126*** (-21.62)	-0.060*** (-5.01)
roa	-0.663*** (-2.88)	-0.541*** (-2.89)	-0.771*** (-4.97)	-0.792** (-2.19)
mb	0.957*** (15.83)	1.311*** (22.66)	1.200*** (26.86)	0.933*** (8.75)
top1	0.511***	-0.138*	0.038	0.485***

续表 5.9

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有组	非国有组	产品市场竞争强	产品市场竞争弱
	SYN	SYN	SYN	SYN
	(5.71)	(-1.65)	(0.60)	(3.53)
op	-0.012	-0.019	-0.027	0.071
	(-0.31)	(-0.36)	(-0.76)	(1.24)
y1001a	0.026	-0.027	-0.039**	-0.102**
	(0.80)	(-1.28)	(-2.08)	(-2.01)
dnumber	0.006	0.008	0.007	0.022**
	(1.16)	(1.16)	(1.39)	(2.42)
inst	-1.129***	-0.213***	-0.301***	-0.748***
	(-12.43)	(-4.18)	(-6.51)	(-5.76)
Constant	-1.477***	0.357	-0.535**	-1.777***
	(-5.50)	(1.19)	(-2.43)	(-4.07)
Observations	6,323	6,798	10,743	2,562
R-squared	0.405	0.384	0.377	0.491
Adj_R2	0.402	0.381	0.375	0.485
F	120.8	121.9	184.4	65.41

## 6 研究结论与政策建议

### 6.1 研究结论

本文基于我国非金融企业“脱虚向实”和资本市场个股股价“同涨同跌”的现象，选取非金融、房地产业沪深A股2009-2020年的公司数据，验证了企业金融化与股价同步性的关系，探究信息质量和分析师关注两种传导路径，从产权性质、产品市场竞争角度，拓展二者的情境研究。研究结论如下：

(1) 非金融企业金融化的“挤出”效应大于“蓄水池”效应，加剧企业管理层代理问题和短视行为，损害企业主业发展，增大财务风险和经营风险，弱化信息环境，持悲观态度的投资者基于成本收益的原则，减少相应的投资套利交易，导致个股股价反馈较少的公司层信息，提高股价同步性。

(2) 非金融企业金融化通过降低信息质量来提高股价同步性。一方面，管理层对金融资产分类的较大自主选择性和确认、计量、记录环节的可操纵性给其盈余管理提供了机会和空间；另一方面，为维护企业形象和自身声誉等，隐瞒或选择性披露不利信息。实证结果证明管理层主要通过操纵真实盈余，而非应计盈余管理，降低信息透明度。总之，企业金融化会降低信息质量，加大投资者收集信息的成本，投资者套利交易的减少使市场、行业信息占主导地位，进而提高股价同步性。

(3) 非金融企业金融化通过降低分析师关注来提高股价同步性。作为外部信息中介，企业金融化弱化了内部信息环境，一方面增大分析师挖掘私有信息的显性成本，另一方面提高分析师声誉受损的隐形成本，从而降低了被分析师的关注程度，进一步加大外部投资者的获取信息的成本，阻碍公司层信息反馈进股价。

(4) 产权性质的分组检验结果表明：非国有上市公司加剧了企业金融化对股价同步性的正相关关系。相较于国有企业，非国有企业管理层的操纵金融活动的动机更强烈，因此，非国有组，二者关系显著正相关。产品市场竞争的分组检验结果表明：较强的产品市场竞争加剧了二者的正相关关系，激烈的产品市场竞争没有发挥应有的监督机制作用，使得管理层操纵金融资产的盈余管理行为更突出。

## 6.2 政策建议

根据研究结论，提出以下几点建议：

### 1、完善企业会计准则，进一步规范公允价值计量模式

现行的《企业会计准则第 22 号——金融工具的确认与计量》与 2007 年的旧准则相比，一定程度上提高了金融工具会计确认的可靠性，新准则简化了分类，压缩了企业管理层运用旧准则分类的漏洞，自主操纵金融资产分类的空间。但是由于新准则实施时间不长，实施效果还不明显，有关部门应做好新旧准则的实务监管衔接工作，同时，公允价值模式计量不可避免提供一定的操控空间，故准则制定者仍需重点关注准则的规范和完善工作，以期进一步减少管理层的操纵行为，促进股价吸收更多公司特质信息，为引导企业“脱虚向实”以及资本市场的健康、有序运行提供强有力的政策保障。

### 2、加快建设完善的公司治理体系，强化信息披露制度

上市公司是参与资本市场的重要主体，只有不断完善公司治理环境，加强信息披露质量，才能推动资本市场的长久发展，实现资本市场更高的资源配置效率。要积极完善内部控制制度，充分发挥董事会、监事会等的内部监督职能，强化信息披露制度，防范管理层和大股东利用金融资产调节盈余，隐瞒或选择性披露负面信息的行为，增强财务报表决策有用性，降低证券分析师和外部投资者挖掘信息的难度和成本，进而激发投资者积极参与投资套利交易，引导公司价值信息流入股价。本文实证结果证实，在我国资本市场尚不健全的情况下，金融化对股价同步性具有显著的正向作用，因此，我国上市公司应重视内部治理机制建设，努力向市场传递更多真实信息，引导资本市场走向成熟。

### 3、积极落实外部监管部门职责，改善外部治理环境

外部监管部门是维护证券市场秩序的重要角色，应重点关注企业金融业务活动的潜在动机、预计经济后果。为此监管部门应做到：一是制定和完善信息监管制度，严格要求企业管理层提高信息披露质量，防范管理层操纵盈余管理行为；二是积极引导非金融类企业重视主业发展，大力开展技术研发工作，为我国实业的长久进步不断添砖加瓦；三是政府等有关部门要适当发挥“看得见的手”的作用，积极鼓励证券分析师、机构投资者及媒体等外部信息中介进行信息挖掘、分

析工作，同时发挥出外部监督机制的作用，约束管理层操纵金融资产进行真实盈余管理行为，达到降低股价同步性，强化股价引导资源配置功能的目的。

### 6.3 研究局限和展望

本文对于非金融企业金融化与股价同步性的关系研究还存在一定的局限性，具体体现在以下几方面：

(1) 本文没有基于利润来源衡量金融化水平。由于金融化的微观表现还包括金融投资收益占企业整体收益的占比趋高，可以从财报中获取所有来自金融投资活动的投资收益，再计算金融投资收益占营业利润的比重，用以衡量金融化程度，再进行回归分析，能够使研究结论更加稳健。

(2) 本文没有对分析师的其他决策行为进行细分。本文使用分析师跟踪团队和企业被研报关注度衡量中介变量，但分析师关注仅仅是分析师众多决策行为的第一步，作为重要的信息中介和外部监督机制，分析师特征及分析师其他决策行为，如：是否是明星分析师、分析师盈利预测准确度、乐观偏差及评级分歧等，对公司内外部信息环境有重要的影响，因此，未来可以基于分析师细分特征和行为，研究其在企业金融化和股价同步性中发挥着何种作用。

(3) 本文没有探讨不同的外部治理环境下如何影响非金融企业金融化与股价同步性的关系。在分组检验中，本文着眼于公司治理水平和环境的不同，对研究命题的影响是否存在显著差别，以强调合适的治理环境的重要性。如今政府工作会议聚焦于提振实体经济，而频繁调整财政或货币政策，这将直接影响我国经济政策不确定性，其作为外部环境的标志之一势必会影响内部信息环境，因此可以将其作为下一步的研究方向。

## 参考文献

- [1]A D W L , B M H L . Does more information in stock price lead to greater or smaller idiosyncratic return volatility?[J]. Journal of Banking & Finance, 2011, 35( 6):1563-1580.
- [2]Heng, An, and, et al. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors[J]. Journal of Corporate Finance, 2013,21:1-15.
- [3]Arezoo Haghghat, Banafsheh Farhangzadeh, Mohammad Haghghat. The Impact of Institutional Ownership on Stock Price Synchronicity and Crash Risk[J]. International Journal of Business and Social Science, 2015(04): 181-189.
- [4] Balakrishnan K, Cohen D A.Competition and Financial Accounting Misreporting[J]. SSRN Electronic Journal, 2011, 115(Pt11):2433-2442.
- [5]Bengt Holmström,Jean Tirole. Market Liquidity and Performance Monitoring[J]. Bengt Holmström;Jean Tirole,1993,101(4).
- [6]Bhattarai, Keshab. Money and economic growth[J]. Journal of Economic Asymmetries, 2014, 11:8-18.
- [7]Brandt M W, Brav A, Graham J R. The idiosyncratic volatility puzzle: Time trend or speculative episodes? [J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(2): 863-899.
- [8] Cheng Q , Du F , Wang X , et al. Seeing is believing: analysts' corporate site visits[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21(4):1-42.
- [9]Chiang T C , Li J , Lin T . Empirical investigation of herding behavior in Chinese stock markets: Evidence from quantile regression analysis[J]. Global Finance Journal, 2010, 21(1):111-124.
- [10]Demir F. Financial liberalization,private investment and portfolio choice: Financialization of realsectors in emergingmarkets[J]. Journal of Development Economics,2009a, 88 ( 2 ) :314-324.
- [11]Denis,D.J. and Sibilkov,V.,“Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings”, Review of Financial Studies,2010,23 (1) : 247—269.
- [12]Fernandes,N.,Ferreira,M.A.Insider trading laws and stock price informativeness[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(5): 1845-1887.

- [13] Franz D R,“Hassabelnaby H R, Lobo G J. Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management”,*Review of Accounting Studies*, 2014,19(1),pp.473-505.
- [14] Hameed C A . Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006.
- [15]Huang, Allen, H, et al. Analyst Information Discovery and Interpretation Roles: A Topic Modeling Approach[J]. *Management Science Journal of the Institute of Management Sciences*, 2018.
- [16] Huang A H , Zang A Y , Rong Z . Evidence on the Information Content of Text in Analyst Reports[J]. *Accounting Review*, 2014, 89(6):2151-2180.
- [17]Hutton,A.P.,Marcus,A.J.Tehraniyan,H.Opaque financial reports,R2,and crash risk [J]. *Journal of financial Economics*,2009,94 (1): 67-86.
- [18]Hwan Joo Seo,Han Sung Kim,Yoo Chan Kim. Financialization and the Slowdown in Korean Firms' R&D Investment[J]. *Asian Economic Papers*,2012,11(3): 201-203.
- [19]Ignacio González,Hector Sala. Investment Crowding-Out and Labor Market Effects of Financialization in the US[J]. *Scottish Journal of Political Economy*,2014,61(5):324-336.
- [20]Jin, L., Myers, S.C. R2 around the world : New theory and new tests[J]. *Journal of Financial Economics*,2006,79(2): 257-292.
- [21]Krippner.G.R.The Financialization of the American Economy[J]. *Socio-Economic Review*,2005,3(2):33-51.
- [22]Krippner.G.R.Capitalizing on Crisis:The Political Origins of the Rise of Finance[M] .Cambridge,MA;Harvard University Press,2011.
- [23]Li B,Liu Z B.The oversight role of regulators:Evidence from SEC comment letters in the IPO process[J]. *Review of Accounting Studies*,2017(3).
- [24]Lin K H , Tomaskovic-Devey D . Financialization and US Income Inequality, 1970-2008[J]. *Social Science Electronic Publishing*.
- [25]Liu S, Hu C. The Implications of Low R2: Evidence from China. *Emerging*

Markets Finance and Trade, 2013, 49(1):17-32.

[26]Loh,R.K.,“Investor Inattention and the Underreaction to Stock Recommendations”,Financial Management,2010,39: 1223—1252.

[27]Luo,Zhu. Financialization of the Economy and Income Inequality in China[J]. Economic and Political Studies,2014,2(2):569-578.

[28] Markarian G , Santal J . Product Market Competition, Information and Earnings Management[J]. Working Papers Economia, 2010.

[29]MICHAEL S. DRAKE,DARREN T. ROULSTONE,JACOB R. THORNOCK. Investor Information Demand: Evidence from Google Searches Around Earnings Announcements[J]. Journal of Accounting Research,2012,50(4).

[30]Morck, R, B. Yeung, and W. Yu.,“The Information Content of Stock Markets : Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements”,Journal of Financial Economics,2000,258(1-2)pp.215-260.

[31]Orhangazi O. Financialization of the US economy and its effects on capital accumulation: a theoretical and empirical investigation[J]. 2006.

[32]Piotroski J, Roulstone D. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices[J].The Accounting Review, 2004(79): 1119-1151.

[33]Roll, R.R<sup>2</sup>[J]. The Journal of Finance,1988,43(7): 541-566.

[34]Sokol M . Financialisation, financial chains and uneven geographical development: Towards a research agenda[J]. Research in International Business and Finance, 2017.

[35]Stockhammer, E. Financialization and the global economy [J]. Working Papers, 2010,99(4):409-410.

[36]Sugata A Roychowdhury.Earnings Management Through Real Activities Manipulation [J] .Journal of Accounting and Economics,2006, 42(3) : 335-370.

[37]Tan L , Chiang T C , Mason J R , et al. Herding behavior in Chinese stock markets: An examination of A and B shares[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2008, 16(1-2):61-77.

- [38]Tori D , Onaran O . The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK[J].Cambridge Journal of Economics, 2018, 42(5):1393-1416.
- [39]Wang, J., Yu, W. The information content of stock prices, reporting incentives and accounting standards: International evidence[J]. SSRN e Library,2009.
- [40]West K D.Dividend Innovations and Stock Price Volatility[J]. Econometrica,1988,56(1):37-61.
- [41]陈国辉, 关旭, 王军法. 企业社会责任能抑制盈余管理吗?——基于应规披露与自愿披露的经验研究[J]. 会计研究, 2018 (03) :19-26.
- [42]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 (07) :49-64.
- [43]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.
- [44]戴静, 刘贯春, 许传华, 张建华. 金融部门人力资本配置与实体企业金融资产投资[J]. 财贸经济, 2020, 41 (04) :35-49.
- [45]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.
- [46]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.
- [47]冯用富, 董艳, 袁泽波, 杨仁眉. 基于  $R^2$  的中国股市私有信息套利分析[J]. 经济研究, 2009, 44 (08) :50-59+98.
- [48]高山, 查慧园, 石建伟. 法律机制弱有效性下的盈余管理声誉机制安排[J]. 金融与经济, 2011 (07) :89-92.
- [49]顾小龙, 辛宇, 滕飞. 违规监管具有治理效应吗——兼论股价同步性指标的两重性[J]. 南开管理评论, 2016, 19 (05) :41-54.
- [50]郭飞, 原盼盼, 周建伟, 郭慧敏. 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.
- [51]黄俊, 郭照蕊. 新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J]. 管理世界, 2014 (05) :121-130.

- [52] 胡军, 王甄. 微博、特质性信息披露与股价同步性[J]. 金融研究, 2015(11):190-206.
- [53] 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.
- [54] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”:风险、动因及治理[J]. 财经科学, 2018(11):83-94.
- [55] 侯宇, 叶冬艳. 机构投资者、知情人交易和市场效率——来自中国资本市场的实证证据[J]. 金融研究, 2008(04):131-145.
- [56] 姜超. 证券分析师、内幕消息与资本市场效率——基于中国 A 股股价中公司特质信息含量的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2013, 12(02):429-452.
- [57] 孔东民. 中国股市投资者的策略研究:基于一个噪音交易模型[J]. 管理学报, 2008(04):542-548.
- [58] 李秉成, 郑珊珊. 管理者能力能够提高资本市场信息效率吗?—基于股价同步性的分析[J]. 审计与经济研究, 2019(3).
- [59] 李留闯, 田高良, 马勇. 连锁董事和股价同步性波动:基于网络视角的考察. 管理科学[J], 2012(6).
- [60] 李小晗, 朱红军. 投资者有限关注与信息解读[J]. 金融研究, 2011(08):128-142.
- [61] 李小荣. 国有企业高管权力与股价同步性[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2018(02):85-95.
- [62] 刘飞, 吕盼盼, 张山. 女性董事对公司股价同步性影响研究—基于中国 A 股上市公司的证据[J]. 经济与管理, 2018(5).
- [63] 刘贯春. 金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”[J]. 统计研究, 2017, 34(07):49-61.
- [64] 刘贯春, 刘媛媛, 张军. 金融资产配置与中国上市公司的投资波动[J]. 经济学(季刊), 2019, 18(02):573-596.
- [65] 刘贯春, 张军, 刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. 世界经济, 2018, 41(01):148-173.
- [66] 柳建华, 魏明海, 郑国坚. 大股东控制下的关联投资:“效率促进”抑或“转移

- 资源”[J]. 管理世界, 2008(03):133-141+187.
- [67] 蔺元. 我国上市企业产融结合效果分析——基于参股非上市金融机构视角的实证研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(5): 153-160.
- [68] 林钟高, 林夜. 产品市场竞争、内部控制与盈余管理[J]. 财会月刊, 2015(30):15-21.
- [69] 龙海明, 颜琨. 基于股价同步性视角的机构投资者羊群行为研究[J]. 学术探索. 2015(5).
- [70] 潘海英, 周敏. 金融化对实体经济增长的非线性效应及阶段特征[J]. 金融经济研究, 2019, 34(01):18-27+42.
- [71] 潘越, 戴亦一, 林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究, 2011(09):138-151.
- [72] 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.
- [73] 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(01):137-155
- [74] 彭俞超, 黄志刚. 经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革[J]. 世界经济, 2018, 41(09):3-25.
- [75] 戚聿东, 张任之. 金融资产配置对企业价值影响的实证研究[J]. 财贸经济, 2018, 39(05):38-52.
- [76] 权小锋, 吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性——基于深交所上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2010, 13(04):142-153.
- [77] 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企业的金融化证据[J]. 金融研究, 2015(6):111-127.
- [78] 沈华玉, 郭晓冬, 吴晓晖. 会计稳健性、信息透明度与股价同步性[J]. 山西财经大学学报, 2017, 39(12):114-124.
- [79] 史永, 张龙平. XBRL 财务报告对分析师预测的影响研究[J]. 宏观经济研究, 2014(08):121-132.
- [80] 孙蔓莉, 蒋艳霞, 毛珊珊. 金融资产分类的决定性因素研究——管理者意图是否是真实且唯一标准[J]. 会计研究, 2010(07):27-31+95.

- [81]孙培源,施东晖.基于CAPM的中国股市羊群行为研究——兼与宋军、吴冲锋先生商榷[J].经济研究,2002(02):64-70+94.
- [82]田高良,司毅,秦岭,于忠泊.网络舆情及其应对与上市公司的信息效率[J].系统工程理论与实践,2018,38(01):46-66.
- [83]田高良,封华,张亭.风险承担、信息不透明与股价同步性[J].系统工程理论与实践,2019,39(03):578-595.
- [84]唐松,胡威,孙铮.政治关系、制度环境与股票价格的信息含量-民营上市公司股价同步性的经验证据[J].金融研究,2011(7).
- [85]王爱群,李静波,萧朝兴,陈柔君.股价崩盘风险与分析师关注:“趋之若鹜”还是“退避三舍”[J].上海财经大学学报,2019,21(05):65-84.
- [86]王红建,曹瑜强,杨庆,杨笋.实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市企业的经验研究[J].南开管理评论,2017,20(01):155-166.
- [87]王红建,李茫茫,汤泰劫.实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J].中国工业经济,2016(11):73-89.
- [88]王芳,沈彦杰.产品市场竞争如何影响了审计师风险应对[J].审计研究,2018(06):81-89.
- [89]王靖宇,付嘉宁,张宏亮.产品市场竞争与企业创新:一项准自然实验[J].现代财经(天津财经大学学报),2019,39(12):52-66.
- [90]王木之,李丹.新审计报告和股价同步性[J].会计研究,2019(1).
- [91]王亚平,刘慧龙,吴联生.信息透明度、机构投资者与股价同步性[J].金融研究,2009(12):162-174.
- [92]王永钦,高鑫,袁志刚,杜巨澜.金融发展、资产泡沫与实体经济:一个文献综述[J].金融研究,2016(05):191-206.
- [93]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(05):731-745.
- [94]吴军,陈丽萍.非金融企业金融化程度与杠杆率变动的关系——来自A股上市公司和发债非上市公司的证据[J].金融论坛,2018,23(01):3-15+51.
- [95]吴少将.金融开放、经济金融化与实体经济发展——基于空间杜宾模型的实证研究[J].新疆社会科学,2020(05):39-48+171.

- [96] 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.
- [97] 辛卓. 机构投资者与股价同步性、股价崩盘风险——基于  $R^2$  的研究视角[J]. 中南财经政法大学研究生学报, 2016(6):8.
- [98] 徐虹, 林钟高, 芮晨. 产品市场竞争、资产专用性与上市公司横向并购[J]. 南开管理评论, 2015, 18(03):48-59.
- [99] 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(03):12-19+96.
- [100] 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.
- [101] 闫珍丽, 杨有红. 内部控制质量、信息环境与股价同步性[J]. 中国会计评论, 2018, 16(02):205-238.
- [102] 杨飞. 如何成为明星分析师? 分析师上榜新财富决定因素研究[J]. 中央财经大学学报, 2016(11):47-56.
- [103] 叶建芳, 周兰, 李丹蒙, 郭琳. 管理层动机、会计政策选择与盈余管理——基于新会计准则下上市公司金融资产分类的实证研究[J]. 会计研究, 2009(03):25-30+94.
- [104] 游家兴, 张俊生, 江伟. 制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性——基于  $R^2$  研究的视角[J]. 经济学(季刊), 2007(01):189-206.
- [105] 伊志宏, 李颖, 江轩宇. 女性分析师关注与股价同步性[J]. 金融研究, 2015(11):175-189.
- [106] 伊志宏, 杨圣之, 陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究[J]. 中国工业经济, 2019(01):156-173.
- [107] 俞俏萍. 经济均衡发展视野的“脱实向虚”治理[J]. 改革, 2017(04):70-79.
- [108] 张本照, 牛圣杰, 王海涛. 自愿性信息披露、会计准则变化与股价同步性[J]. 财会通讯, 2016(03):3-7+129.
- [109] 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.
- [110] 张继德, 廖微, 张荣武. 普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百

- 度指数的实证研究[J]. 会计研究, 2014(08):52-59+97.
- [111]张慕瀨, 孙亚琼. 金融资源配置效率与经济金融化的成因——基于中国上市公司的经验分析[J]. 经济学家, 2014(04):81-90.
- [112]张瑞君, 李小荣, 许年行. 货币薪酬能激励高管承担风险吗[J]. 经济理论与经济管理, 2013(08):84-100.
- [113]张淑惠, 周美琼, 吴雪勤. 年报文本风险信息披露与股价同步性[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2021, 41(02):62-78.
- [114]张婷, 张敦力. 或有事项信息披露能降低股价同步性吗?[J]. 中南财经政法大学学报, 2020(03):3-13+158.
- [115]张文中. 企业金融化: 动机、影响及控制[J]. 新疆财经, 2004, (3): 20-22.
- [116]钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 管理世界, 2018, 34(01):169-179.
- [117]周林洁. 公司治理、机构持股与股价同步性[J]. 金融研究, 2014(08):146-161.
- [118]周夏飞, 周强龙. 产品市场势力、行业竞争与公司盈余管理——基于中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014(08):60-66+97.

## 后记

行文至此，意味着三年的硕士生涯即将结束，这个文化底蕴深厚的兰财校园承载了我三年的青春时光。在这里，我曾为取得些许成绩而欢呼雀跃，也曾因遇到挫折而迷茫焦虑，也有当下为开始美好新阶段而不懈努力。三年间，我不仅收获了科研写作能力和专业知识储备，更重要的是学会如何规划自己的人生，认识到勤勉是实现生命意义的必由之路。

我很感谢曾经给予我指引和帮助的人。首先，衷心感谢我的导师沈萍教授对我学业上的指导帮助，从小论文到毕业论文，沈老师对我写作的每个环节层层把关，认真批注，时时敦促，我的小论文也得以顺利发表。在平时的学习生活中，沈老师也以自己的实际行动告诫我们珍惜时间，努力奋斗，每每在图书馆看见沈老师静静地学习，不禁产生由衷的敬意，沈老师认真负责的工作作风和严谨的学术精神，值得我终生学习。还要感谢答辩组的各位老师从论文开题、预答辩到正式答辩对我毕业论文提出的宝贵意见和建议，我的论文才得以顺利完成。

其次，感谢我的父母对我二十多年的养育、教育之恩，是他们教会我要怀有一颗善良之心，永葆坚定信念、脚踏实地的人生态度，不论是学习还是生活，父母总是毫无保留，不求回报的支持我，给予我一往无前的底气和动力。

最后，感谢师门的景瑞师姐和刘子嘉师姐，是你们带领我接触到实证方法，在我遇到不懂的问题时，师姐们总能不吝赐教。景瑞师姐学业之路的坚持不懈和拼搏奋斗让人敬佩，刘子嘉师姐乐观积极、沉着淡定的心态值得我学习，还要感谢杨芸师姐对我学习和生活中的关心照顾。祝愿师姐们未来一帆风顺，收获满满！还要感谢我可爱的室友们，在失意时，大家耐心开解，互相鼓劲；得意时，送出真挚的祝福，我会永远记得我们在一起的美好时光。

生逢大有可为，应有作为的新时代，希望自己保有笃行不怠的韧劲，也能有淡定从容的态度，成就更有意义的人生。