

# 网络平台互动能够抑制实体企业金融化吗？

## ——来自交易所互动平台问答的经验证据

高敬忠，杨朝

(天津财经大学 会计学院, 天津 300222)

**摘要:** 为了进一步推进资本市场的市场化改革,畅通上市公司和投资者的沟通渠道,以互联网和信息技术的发展为契机,深交所和上交所分别建立了“互动易”和“上证e互动”两个网络互动平台。为检验上市公司和投资者通过交易所网络平台互动的治理作用,文章以2010—2018年我国A股上市公司为样本,实证检验了交易所网络平台互动对企业金融化的影响。实证结果显示:交易所网络平台互动能够通过发挥治理机制显著抑制企业金融化;分组检验的结果显示,在上市公司融资约束程度较低、所处地区市场化程度较高以及产权性质为非国有时,网络平台互动对企业金融化的抑制作用更为显著;总体来看,网络平台互动质量越高,企业金融化程度越低。文章为抑制企业金融化、防范金融风险以及更好地利用交易所网络互动平台提供了参考。

**关键词:** 网络平台互动;企业金融化;脱实向虚;互动易;上证e互动

**中图分类号:** F272.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2021)05-0050-15

### 一、引言

党的十九大报告指出,要“深化金融体制改革,增强金融服务于实体经济的能力”,这一要求主要是针对我国实体经济发展中出现的“脱实向虚”的金融化问题提出的。从微观视角来看,金融化的本质就是非金融企业的金融投资占比以及金融渠道获利占比不断提升(张成思, 2019)。非金融企业的金融化将会对实业投资产生“挤出效应”(Orhangazi, 2008; 张成思和张步县, 2016),而实体经济是社会实物财富增长的源泉,缺乏实体经济做支撑的虚拟经济过度膨胀必然会使经济出现严重问题。目前关于非金融企业金融化的研究中,学者们主要关注了金融化的动机(Duchin等, 2017; Smith和Stulz, 1985; 胡奕明等, 2017)、影响因素(Lazonick, 2010; 彭俞超等, 2018a; 张成思和张步县, 2015)和经济后果(Tori和Onaran, 2018; 彭俞超等, 2018b; 杜勇等, 2017)等,而针对如何防范和治理非金融企业金融化问题仍有待进一步研究,特别是在信息技术发展与市场化改革背景下,寻求现代化与市场化的治理方式尤为重要。

党的十八届三中全会提出“推进国家治理体系和治理能力现代化”,十九届四中全会再次强调其重大意义,“使市场在资源配置中起决定性作用”也为我国治理体系的市场化改革指明

收稿日期: 2021-03-30

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“B2C网络平台的嵌入风险与治理机制研究”(71772134); 国家社会科学基金一般项目“IPO制度差异、盈余管理与IPO定价效率”(16BJY015)。

作者简介: 高敬忠(1975—),男,江苏泰州人,天津财经大学会计学院教授、硕士生导师;

杨朝(1995—),男,天津人,天津财经大学会计学院硕士研究生。

了方向。在此制度背景下,我国资本市场监管部门的监管方式逐渐从以往的行政主导向市场主导转型;同时,近年来互联网与信息技术的不断发展也为“推进国家治理体系和治理能力现代化”提供了支持,为监管部门借助网络平台推进市场化的监管方式转型提供了机遇。深圳证券交易所(简称“深交所”)于2010年推出了投资者关系互动平台,2011年升级改版为“互动易”平台;上海证券交易所(简称“上交所”)推出的“上证e互动”网络平台也于2013年正式上线试运行。“上证e互动”与“互动易”是供资本市场参与者共同免费使用的网络互动平台,根据两家交易所有关网络互动平台的规定,投资者可通过网络互动平台向上市公司提出咨询、建议,上市公司应当指派并授权专人负责及时对网络互动平台上的投资者提问作出回复,同时应当确保所发布信息的真实、准确、完整和公平,未注册的投资者也可以通过平台进行浏览、查询搜索相关信息。在互联网信息发展背景下,交易所通过网络互动平台将问询的权利交给了投资者,拉近了上市公司与投资者的距离,建立了新的监管机构、上市公司与投资者的沟通与监管方式,也试图通过这一平台找到实现市场化监管方式创新的新路径。现有关于交易所互动平台的研究主要集中于市场反应方面,如提高市场盈余预期的准确性(丁慧等,2018b),提高资本市场信息效率(谭松涛等,2016),降低股价崩盘风险(丁慧等,2018a),降低股价同步性(杨凡和张玉明,2020a),降低股票的波动风险和流动性风险(岑维等,2014)等。也有部分研究关注了交易所网络平台互动对企业行为选择的影响,如增强高管的业绩薪酬敏感性(窦超和罗劲博,2020),抑制公司的费用粘性(刘运国和刘芷蕙,2021),降低企业的超额商誉(高敬忠和杨朝,2021)等。而其与非金融企业金融化之间的关系尚未得到关注。

综上所述,本文利用深交所“互动易”平台和上交所“上证e互动”平台中问答板块2010-2018年A股上市公司和投资者互动数据样本,实证检验了上市公司和投资者通过交易所网络互动平台互动对非金融行业上市公司金融化的影响。结果显示:第一,交易所网络平台互动能够抑制企业金融化;第二,不同治理环境下的分组检验表明,交易所网络平台互动通过发挥治理功能抑制企业金融化;第三,区分不同融资约束程度的分组检验结果显示,在融资约束程度低的样本组中,网络平台互动对企业金融化的抑制作用更显著,说明网络平台互动对企业金融化的抑制主要针对以“投资替代”和“实体中介”为动机的上市公司;第四,区分不同地区市场化程度以及产权性质的分组检验结果显示,网络平台互动在市场化程度更高和非国有上市公司样本组中对企业金融化的抑制作用更为显著,说明市场化的监管机制需要依托于整体的市场化环境才能更好地发挥作用;第五,以回复率、回答的平均字数、互动及时性度量的互动质量与金融化程度的回归结果显示,总体来看,网络平台互动质量越高,企业金融化程度越低。

本文可能的贡献在于:第一,丰富了有关网络平台的研究。现有关于网络平台的研究更多地关注搜索网站、网络论坛、Twitter、微博等,而这些普通网络平台一般缺少权威机构的监督,其信息的真实性难以保证(南晓莉,2015),而且其并非专门为资本市场所设立,里面的信息可能存在大量与资本市场无关的“噪音”,会对资本市场参与者的判断和决策造成一定的影响。而本文所关注的“互动易”和“上证e互动”平台是由交易所设立的专门为资本市场服务的网络互动平台,能够很好地解决上述问题。第二,从网络平台互动这一新视角扩展了有关非金融行业上市公司金融化治理路径的研究。本文研究了上市公司和投资者通过交易所网络平台互动对非金融行业上市公司金融化的抑制作用,拓展了关于企业金融化治理路径的研究文献,同时也为监管机构治理非金融企业金融化提供了新的思路。第三,为交易所充分发挥网络互动平台功能,提升资本市场效率和实现监管转型提供了决策支持,丰富了信息技术发展下的监管转型研究,为监管机构的监管方式市场化转型提供了经验证据,具有一定的现实意义。

## 二、文献综述、理论分析与假设提出

现有研究已经表明,实体企业因金融化而引发“脱实向虚”会给公司未来主业的业绩带来损害(杜勇等,2017),降低企业实业投资率(Tori和Onaran,2018;张成思和张步昙,2016),抑制企业创新(王红建等,2017),增加企业风险(黄贤环等,2018),最终降低企业价值(戚聿东和张任之,2018)。而诱发实体企业金融化的原因之一在于代理问题导致的激励不相容和信息不对称使管理者的投资视野缩短,为了获取短期超额收益而增加金融资产配置,忽视了有利于企业长远发展的实体投资(杜勇等,2017)。现有部分研究也从监督治理的角度验证了良好的公司治理有助于抑制实体企业金融化(曹丰和谷孝颖,2021;王瑶和黄贤环,2020;柳永明和罗云峰,2019),其他如社会责任、战略差异度等因素也会通过代理问题影响企业金融化的程度(翟淑萍等,2021;孙洁和殷方圆,2020)。

随着互联网信息技术的发展,信息技术的发展对资本市场信息环境产生了革命性的影响(Miller和Skinner,2015),越来越多的研究开始关注互联网上社交媒体等平台的公司治理功能(Ang等,2021;Bednar,2012;沈艺峰等,2013),发现网络平台上投资者的互动交流能够对上市公司的行为选择产生影响,如抑制企业盈余管理(孙鲲鹏等,2020),提高管理层披露自愿性业绩预告的概率(王丹等,2020),增强高管的业绩薪酬敏感性(窦超和罗劲博,2020)等。然而普通网络平台如微博、微信、股吧等由于参与成本低、范围广,同时又缺乏权威机构的监督,其中的信息质量难以保证,可能会影响治理作用的发挥(孙鲲鹏等,2020)。相较于其他普通的网络平台,“互动易”和“上证e互动”由于是交易所设立的专门服务于我国资本市场的网络平台,上面的信息受到交易所的监督,因而更能保证信息的真实性,能够更好地发挥治理作用。

总的来说,交易所设置的网络互动平台能够给投资者提供一个与上市公司之间交流沟通的渠道,有利于中小投资者借助网络互动平台发声,保护自身应有利益,提高公司治理水平(刘运国和刘芷蕙,2021)。具体而言,交易所网络平台互动可能通过以下途径发挥监督治理作用,进而抑制实体企业金融化:

首先,交易所网络平台互动缓解了资本市场上的信息不对称,通过提升投资者的信息获取与解读能力改善了投资者的监督能力,从而发挥治理作用。交易所市场化监管模式的根本点在于参与主体的监督能力,而在监督过程中,是否能够有效获取被监督对象的信息并准确解读往往直接影响主体的监督能力与效果。在资本市场中,一般的中小投资者由于缺乏专业的经营管理能力且对公司的经营情况了解不多,导致其即使参与公司治理也可能无法作出正确的决策判断(Burkart和Panunzi,2006)。Drake等(2015)也指出,中小股东对金融知识的掌握程度、投资经验的积累等将会影响其对自身权益的保护。但是,在我国资本市场中一般投资者特别是中小投资者的比例还比较高,因此在市场化监管转型中,投资者在监管中的角色重要性凸显,如何提升这些中小投资者获取信息的能力就显得尤为关键。现有研究表明,交易所的网络平台互动能够提升投资者的信息获取与解读能力(丁慧等,2018b),而这一能力是影响投资者判断和决策的关键因素。网络平台互动有利于加强上市公司与外部利益相关者之间的沟通和互动(Cade,2018),相较于传统的陈述式信息披露,这种互动问答的方式拉近了信息披露过程中参与主体的距离,使投资者直接与上市公司面对面,表达对投资决策中的信息诉求,更加及时、便利地提出自己在信息获取与使用中的疑问,也让信息的供给方尤其是上市公司更多地考虑信息需求方——投资者对信息的需求,有利于提高信息披露的针对性,更好地满足信息使用者的需求(Elliott等,2020),进而调动投资者参与信息披露的积极性。正是由于投资者的高度参

与,网络平台互动才具有更高的信息含量和决策价值(Matsumoto等,2011;孟庆斌等,2020)。当投资者掌握更多的关于上市公司的信息后,随着信息透明度的提高,上市公司在信息披露中的隐藏信息与逆向选择的代理问题可能会得到更为有效的监督。

其次,投资者在互动问答的过程中对公司的关注强度会通过压力机制形成对上市公司的监督,从而发挥治理作用。投资者获取信息的能力提高后,能够更加便利有效地通过网络平台对上市公司进行持续、有针对性的关注。同时,对于可能伤害自身利益的公司行为,投资者很可能会进行积极讨论并发表意见(Das等,2005;沈艺峰等,2013)。鉴于网络平台的便利性,投资者通过网络平台互动参与到公司决策问询的积极性也大大提高,根据问询结果作出的投资决策直接影响到被关注公司的股价、交易量等市场表现,即投资者根据问询结果“用脚投票”会对上市公司管理层形成市场压力,甚至会进一步造成上市公司和管理层的声誉损失,进而影响上市公司价值、控制权转移以及管理层薪酬与雇佣。为了避免发生公司与私人价值损失,管理层在行为决策中可能更注重维护监督方的利益而约束自身的逆向选择行为。此外,由于“互动易”和“上证e互动”平台由交易所设立,上面的互动问答也会受到交易所的监管,所以投资者关注的问题很可能引发交易所的关注,进而可能受到交易所的有关处罚,这同样会给那些网络平台互动多的上市公司带来压力(王丹等,2020;沈艺峰等,2013)。总之,投资者通过交易所网络互动平台对上市公司的密切关注,使得管理层在决策中面临投资者外部关注压力,并在可能发生逆向选择时更加注意避免产生负面影响,形成对上市公司行为选择的监督作用,这一现象也得到现有研究的实证支持(孟焰和王英允,2019;权小锋和吴世农,2012)。

综上,上市公司与投资者通过交易所网络互动平台互动能够发挥监督治理的作用,进而抑制实体公司的金融化。但是,交易所在我国资本市场监管体系中的地位比较低,普通中小投资者更是“人微言轻”,因此通过交易所网络平台互动的方式所发挥的治理作用可能比较有限。此外,适当的金融化也可能带来一些有利影响(Denis和Sibilkov,2010;Demir,2009),因此投资者可能不完全对企业金融化持反对态度,进而不对其进行监督治理,甚至一些投资者还可能出于短期利益的考虑而推动企业金融化。因此网络平台互动是否真的能对实体企业金融化起到治理作用,还有待进一步的实证检验。因此,本文提出以下一组对立假设:

H1a:上市公司和投资者交易所网络互动程度的提高有利于抑制非金融行业上市公司金融化。

H1b:上市公司和投资者交易所网络互动程度的提高不能抑制非金融行业上市公司金融化。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文以我国深交所“互动易”平台和上交所“上证e互动”平台中间答板块2010–2018年A股上市公司和投资者的互动数据作为样本。由于两个交易所的互动平台中,深交所互动平台最初于2010年投入使用,本文的样本区间从2010年开始。本文剔除了ST、\*ST公司和上市当年的公司,考虑到样本数据的完整性,本文剔除了存在缺失值的样本,由于本文研究的是非金融行业企业,因此剔除了金融行业的样本,最终得到了2010–2018年的19358个公司-年度样本。本文所用到的网络平台互动数据来自中国研究数据服务平台CNRDS数据库,其余各变量数据来自CSMAR数据库。为了防止极端值的影响,本文使用到的虚拟变量之外的所有变量均对1%以下和99%以上分位数进行了Winsorize处理。

#### (二)变量定义与度量

1. 企业金融化。参考杜勇等(2017,2019)的研究,采用金融资产占总资产的比例来度量非

金融行业上市公司金融化的程度。具体来说,非金融行业上市公司金融化变量 $Fin=(\text{交易性金融资产}+\text{衍生金融资产}+\text{发放贷款及垫款净额}+\text{可供出售金融资产净额}+\text{持有至到期投资净额}+\text{投资性房地产净额})/\text{总资产}$ 。 $Fin$ 的值越大,表示公司的金融化程度越高。

2. 网络平台互动程度。深交所“互动易”平台和上交所“上证e互动”平台问答板块的开通为本文提供了良好的数据来源,问答数量的多少代表了上市公司与投资者之间互动程度的高低,问答数量越多,说明上市公司与投资者之间的互动程度越高。

参考岑维等(2014, 2016),本文将年度内上市公司收到的有效提问总数( $NumberQues$ )加1取自然对数,得到代表投资者提问的指标 $tw$ ,即 $tw = \ln(NumberQues + 1)$ 。对于当年没有收到投资者提问的公司, $NumberQues$ 取0。

尽管交易所要求上市公司对互动平台上的投资者问询作出解释和回答,但是在整理数据的过程中我们发现仍然存在没有得到上市公司回答的提问,而没有得到回答的提问对上市公司的影响可能有限,因此本文又将当年上市公司的回答数( $NumberResp$ )加1取自然对数,得到代表上市公司回答的指标 $hd$ ,即 $hd = \ln(NumberResp + 1)$ 。对于当年没有回复投资者提问的公司, $NumberResp$ 取0。由于有问无答的提问实际上并未起到互动的效果,因此相较于 $tw$ , $hd$ 这一指标更能反映上市公司与投资者互动的情况。

除此之外,参考丁慧等(2018a, 2018b)采用上市公司当年的回答总字数加1,然后取自然对数来度量网络平台互动的程度,公式为: $interact = \ln(wd + 1)$ 。其中, $interact$ 代表网络平台互动程度, $wd$ 代表上市公司当年在互动平台上的回答总字数。

3. 控制变量。参考现有针对企业金融化的研究,本文在实证检验中控制了部分公司财务状况、公司治理和外部环境的相关变量,具体变量含义和度量参见表1。

表1 控制变量含义及度量

变量名称	变量含义	变量度量
<i>Size</i>	公司规模	上市公司总资产的自然对数
<i>ROA</i>	公司盈利能力	上市公司总资产净利率
<i>AT</i>	公司周转能力	上市公司总资产周转率
<i>Growth</i>	公司成长能力	上市公司营业收入增长率
<i>Lev</i>	公司偿债能力	上市公司资产负债率
<i>Top1</i>	公司股权集中度	上市公司第一大股东持股比
<i>Top31</i>	公司股权制衡度	(前三大股东持股比-第一大股东持股比)/第一大股东持股比
<i>DUAL</i>	董事长和总经理是否两职合一	当董事长和总理由一人兼任时取1,否则取0
<i>PID</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
<i>CEO_share</i>	管理层是否持股	当管理层持股时取1,否则取0
<i>Big4</i>	是否“四大”审计	当上市公司聘请的会计师事务所为“四大”时取1,否则取0
<i>Inh</i>	机构投资者持股比例	各类机构投资者持股比例之和
<i>State</i>	公司产权性质	国有企业取1,非国有企业取0
<i>Market</i>	公司所在地区市场化程度	采用王小鲁等(2019)的《中国分省份市场化指数报告(2018)》中各地区2010-2016年的市场化指数 <sup>①</sup> 来度量
<i>year</i>	年份	-
<i>industry</i>	行业	根据2012年中国证监会发布的行业指引确定上市公司所在的行业

①由于这一研究成果目前只有2008-2016年的市场化总指数,并且2014年以后市场化的进展总体比较缓慢,因此2017年和2018年的市场化总指数用2016年的数据来代替。

### (三) 模型设计

本文设计了模型(1)以检验本文假设,即网络平台互动对企业金融化的影响。

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 tw_{it} (hd_{it}/interact_{it}) + \alpha_j \sum Control_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,  $i$ 代表上市公司,  $t$ 代表年度,被解释变量为上市公司的金融化程度 $Fin$ ,解释变量为互动程度 $tw$ 、 $hd$ 和 $interact$ ,具体定义参见前文;其他控制变量含义及度量详见前文表1。若假设H1a成立,则模型(1)中 $\alpha_1$ 显著为负;若假设H1b成立,则模型(1)中 $\alpha_1$ 不显著或显著为正。

## 四、网络平台互动抑制实体企业金融化的实证结果分析

### (一) 变量描述性统计

表2列示了本文各研究变量的描述性统计结果。从描述性统计的结果来看,各变量的均值和中位数基本处于合理范围。

表2 各变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	25%	中位数	75%	最小值	最大值
<i>Fin</i>	19 358	0.0325	0.0646	0.0000	0.0061	0.0323	0.0000	0.3797
<i>tw</i>	19 358	3.6394	1.8609	2.5649	4.0431	5.0039	0.0000	6.9305
<i>hd</i>	19 358	3.4653	1.9676	2.1972	3.9120	4.9558	0.0000	6.8865
<i>interact</i>	19 358	6.8367	3.2486	6.2046	7.9879	8.9918	0.0000	10.8515
<i>Size</i>	19 358	22.1150	1.2703	21.2039	21.9491	22.8332	19.6489	26.0379
<i>ROA</i>	19 358	0.0425	0.0557	0.0149	0.0383	0.0694	-0.1748	0.2145
<i>AT</i>	19 358	0.6551	0.4560	0.3553	0.5466	0.8168	0.0682	2.6445
<i>Growth</i>	19 358	0.2143	0.5104	-0.0063	0.1233	0.2929	-0.5479	3.5908
<i>Lev</i>	19 358	0.4323	0.2108	0.2626	0.4254	0.5914	0.0511	0.9149
<i>Top1</i>	19 358	0.3511	0.1480	0.2341	0.3308	0.4511	0.0923	0.7488
<i>Top31</i>	19 358	0.4993	0.4242	0.1531	0.3745	0.7534	0.0149	1.7517
<i>DUAL</i>	19 358	0.2553	0.4360	0	0	1	0	1
<i>PID</i>	19 358	0.3742	0.0535	0.3333	0.3333	0.4286	0.3333	0.5714
<i>CEO_share</i>	19 358	0.7851	0.4108	1	1	1	0	1
<i>Big4</i>	19 358	0.0547	0.2274	0	0	0	0	1
<i>Inh</i>	19 358	0.0649	0.0708	0.0109	0.0405	0.0957	0.0000	0.3318
<i>State</i>	19 358	0.3969	0.4893	0	0	1	0	1
<i>Market</i>	19 358	8.0448	1.7423	6.8500	8.6400	9.3700	-0.2300	10.0000

### (二) 网络平台互动与实体企业金融化的实证结果分析<sup>①</sup>

本文利用所选择的样本数据及模型(1)实证检验了上市公司和投资者通过交易所网络互动对非金融行业上市公司金融化的抑制作用,检验结果如表3所示。结果显示,在控制有关变量后, $tw$ 、 $hd$ 和 $interact$ 均与 $Fin$ 在1%水平上显著负相关。这一结果表明,上市公司与投资者的互动越多,非金融行业上市公司金融化程度越低,即交易所网络平台互动有利于抑制企业金融化,本文的假设H1a得到了实证的支持。

### (三) 稳健性检验<sup>②</sup>

1. 内生性处理。针对本文可能存在的内生性问题,本部分运用工具变量法(IV)、倾向得分

①限于篇幅,此处仅报告简略的回归结果,完整的回归结果留存备索。

②限于篇幅,稳健性检验的具体结果不再列示,备索。



匹配法(PSM)以及采用解释变量滞后一期进行回归的方法对其进行了处理。首先,参考杨凡和张玉明(2020b)的方法,本文选用剔除本公司外的网络平台互动行业年度平均值作为工具变量进行检验。其次,采用倾向得分匹配法对上文的结果进行内生性问题的处理。以网络平台互动的中位数为标准进行分组,将高于中位数的样本划分为处理组,低于中位数的样本划分为控制组,将分组后的网络平台互动变量作为因变量,以Size、ROA、AT、Lev、Top1、DUAL、CEO\_share、Big4、Inh和State作为协变量,同时控制年度和行业分别对分组后的网络平台互动变量进行Logit回归并计算倾向得分值,根据倾向得分值

采用最近邻匹配法进行一对一匹配,基于匹配后的样本重新进行回归分析。最后,本文进一步参考岑维等(2014)的方法,采用交易所网络平台互动中滞后一期的互动数据分别与企业金融化进行回归,以解决可能存在的内生性问题。上述方法的回归结果均支持了前文的实证结论。

2. 改变代理变量的度量。(1)替换企业金融化变量的度量。针对非金融行业上市公司金融化,首先,参考杜勇等(2019)的做法,引入企业是否购买金融资产这一哑变量重新度量非金融行业上市公司金融化程度,并采用probit模型回归进行稳健性检验。其次,参考张成思和张步昙(2016),采用金融收益占营业利润的比重度量非金融行业上市公司金融化程度重新进行回归。最后,参考彭俞超等(2018a),采用企业金融化趋势来动态地考察企业金融化。具体来说,构造企业金融化程度是否增加这一哑变量,当本期金融化程度高于上期时取1,反之取0,采用probit模型进行回归。(2)改变网络平台互动变量的度量。针对网络平台互动,本文以其中位数为标准进行分组,将高于中位数的样本赋值为1,低于中位数的样本赋值为0,重新构造网络平台互动指标与企业金融化进行回归分析。综上,更换金融化变量和网络平台互动变量的度量方法的回归结果,仍然显示网络平台互动对非金融行业金融化具有显著的抑制作用,进一步说明上文的结论具有较好的稳健性。

3. 其他稳健性检验。参考杜勇等(2019),由于因变量非金融行业上市公司金融化程度有一部分集中为0,因此将回归方法由OLS回归改为Tobit回归。此外,考虑到深交所“互动易”平台开通之初应用范围还不够广泛,并且上交所“上证e互动”平台于2013年才开始使用,较早年度的数据可能不具有代表性,而2017年新金融工具准则出台,部分上市公司在2018年开始使用新准则,导致其金融资产的确认、计量可能与其他样本不可比,因此本文去掉了2010-2012年和2018年的样本后重新进行了回归。改变回归方法和样本区间后的回归结果仍然与前文基本一致,说明前文的结论并未受到回归方法和样本区间的影响,得到的结论是稳健的。

## 五、进一步研究<sup>①</sup>

### (一)治理机制

现有研究认为,交易所设置的网络互动平台能够给投资者提供一个与上市公司之间交流沟通的渠道,有利于中小投资者借助网络互动平台发声,保护自身应有利益,提高公司治理水

表3 网络平台互动对非金融行业上市公司金融化作用的回归结果

	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>tw</i>	-0.0022*** (-6.8058)		
<i>hd</i>		-0.0019*** (-6.4973)	
<i>interact</i>			-0.0011*** (-6.1930)
<i>Controls</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>N</i>	19 358	19 358	19 358
<i>adj R<sup>2</sup></i>	0.1462	0.1461	0.1460

注:\*\*\*表示 $p < 0.01$ ,\*\*表示 $p < 0.05$ ,\*表示 $p < 0.1$ ;括号内为t值,标准误经White稳健标准误处理。下同。

<sup>①</sup>限于篇幅,部分进一步研究的具体结果不再列示,备索。

平(刘运国和刘芷蕙, 2021), 而公司治理水平的提高有利于抑制实体企业金融化(王瑶和黄贤环, 2020)。因此, 参考王化成等(2015)、姜付秀等(2016)的做法, 本文采用不同治理环境情景下的回归来检验网络平台互动通过发挥治理机制抑制企业金融化。

首先, 本文以机构投资者持股比例表达公司面临的代理问题。总体来看, 机构投资者由于其投资与信息处理能力的专业性, 往往能缓解公司治理中的代理问题, 发挥监督治理作用。因此, 当机构投资者持股比例较高时, 代理问题相对较小, 此时, 网络平台互动能够发挥替代监督治理作用的空间较为有限; 当机构投资者比例较低时, 代理问题相对较大, 则互动的替代监督作用有相对更大的提升空间。本文以机构投资者持股比例的中位数为标准, 将样本划分为机构投资者持股比例高的样本组与持股比例低的样本组。如果低机构投资者持股样本组的回归结果更加显著, 则说明网络平台互动是通过降低代理成本、发挥替代监督治理作用来抑制企业金融化的。利用划分后的样本组对模型(1)进行了回归检验, 结果如表4所示。结果显示, 在低机构投资者持股样本组中网络平台互动对金融化的影响更加显著, 同时, 回归系数组间差异的suest检验<sup>①</sup>结果显示, 在两个样本组中 $tw$ 、 $hd$ 和 $interact$ 对 $Fin$ 回归系数差异suest检验对应的p值分别为0.0984、0.0575和0.0704, 说明两个样本组的回归系数存在差异。由此可以说明网络平台互动与企业金融化的关系在两个样本组间存在差异, 在低机构投资者持股样本组中这种作用更强, 支持了上文中关于网络平台互动通过降低代理成本、提高监督治理作用来抑制企业金融化的推测。

表4 治理机制检验1

	低机构投资者持股样本组			高机构投资者持股样本组		
	$Fin$	$Fin$	$Fin$	$Fin$	$Fin$	$Fin$
$tw$	-0.0026*** (-5.5062)			-0.0016*** (-3.7960)		
$hd$		-0.0024*** (-5.3296)			-0.0013*** (-3.4664)	
$interact$			-0.0014*** (-5.1280)			-0.0007*** (-3.2081)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$N$	9 679	9 679	9 679	9 679	9 679	9 679
adj $R^2$	0.1497	0.1499	0.1497	0.1493	0.1492	0.1490

其次, 本文以销售费用和管理费用之和占营业收入的比例作为代理成本的替代变量(以 $AgC$ 表示)。一般而言, 当代理成本较低、公司内部治理较好时, 网络平台互动能够发挥的替代监督治理作用就比较有限; 而当代理成本较高时, 网络平台互动的替代监督治理作用则有更大的提升余地。因此, 以 $AgC$ 中位数为标准将研究样本划分为高代理成本样本组和低代理成本样本组, 分别利用分组后的样本对模型(1)进行回归检验。如果在高代理成本样本组, 网络平台互动对企业金融化抑制作用更加显著, 则能够说明网络平台互动是通过发挥替代监督治理作用来影响企业金融化的。以上研究设计的回归结果如表5所示。结果显示, 在高代理成本样本组中网络平台互动对金融化的影响更加显著; 同时, 回归系数差异的suest检验结果显示, 在两个样本组中,  $tw$ 、 $hd$ 和 $interact$ 对 $Fin$ 回归系数差异检验对应的p值分别为0.0053、0.0397和0.0390, 说明两个样本组的回归系数存在差异。以上结果表明, 网络平台互动对企业金融化的抑制作用在两个样本组间存在显著差异, 高代理成本样本组比低代理成本样本组的作用更强, 由此可以推

<sup>①</sup>STATA中的suest命令要求检验的估计量不能经White稳健标准误处理, 因此实际上suest检验的回归系数标准误与表格中报告的略有不同, 当然这并不影响本文的研究结论。后文中的suest检验同样如此, 不再赘述。



断,网络平台互动是能够通过降低代理成本、提高监督治理作用来抑制企业金融化的。

表 5 治理机制检验2

	低代理成本样本组			高代理成本样本组		
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>tw</i>	-0.0013*** (-3.1954)			-0.0031*** (-6.2680)		
<i>hd</i>		-0.0014*** (-3.5010)			-0.0026*** (-5.6517)	
<i>interact</i>			-0.0008*** (-3.4612)			-0.0016*** (-5.3177)
<i>Controls</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>N</i>	9 679	9 679	9 679	9 679	9 679	9 679
adj <i>R</i> <sup>2</sup>	0.1602	0.1604	0.1605	0.1485	0.1479	0.1477

在治理机制的基础上,本文认为网络平台互动能够通过降低信息不对称来提升投资者的监督能力,缓解代理冲突,以及通过提问过程中的投资者关注形成市场压力,起到监督上市公司行为选择的作用(权小锋和吴世农,2012;孟焰和王英允,2019),进而发挥治理作用,抑制企业金融化。因此,本部分又进一步研究了信息环境和市场压力在网络平台互动对企业金融化影响中的作用,以期在网络平台互动发挥治理作用提供进一步的证据。

首先,从现有文献来看,如果企业盈余被过多操纵,就会降低盈余信息的透明度,提高信息不对称程度。因此,本文以盈余管理程度度量信息不对称程度,分组检验网络平台互动对企业金融化的抑制作用效果,以验证信息不对称机制。具体来说,本文根据修正的Jones模型(Dechow等,1995)计算上市公司的盈余管理,以盈余管理程度的中位数为标准将样本区分为高盈余管理样本组和低盈余管理样本组,利用划分后的样本组对模型(1)进行回归检验,以考察不同样本组之间网络平台互动对企业金融化抑制作用的差异。如果在高盈余管理样本组,网络平台互动对企业金融化抑制作用更加显著,则能够说明网络平台互动是通过降低信息不对称程度、提升监督治理作用来影响企业金融化的。以上设计的回归结果显示,在高盈余管理样本组中网络平台互动对金融化的影响更加显著,同时,回归系数差异的suest检验结果显示,两组结果中*tw*、*hd*和*interact*对*Fin*回归系数差异的p值分别为0.1249、0.0598和0.0689,基本说明两个样本组的回归系数存在差异。以上结果表明,信息不对称程度影响到网络平台互动对企业金融化的作用,在高信息不对称情形下,网络平台互动对企业金融化的抑制作用更为显著。因此,网络平台互动可能通过降低信息不对称程度、提升投资者监督能力而发挥对企业金融化的抑制作用,支持了信息不对称渠道的作用机制。

其次,从市场业绩角度来看,当股票当年回报率为正时,公司往往面临的市场压力较小;而股票当年回报率为负时,市场压力相对较大。因此,本文以考虑现金红利再投资的年个股回报率为标准,将年回报率大于0的样本赋值为低压力组样本;反之,年回报率小于0的样本,则划分到高压力样本组。如果低市场压力样本组中,网络平台互动对金融化抑制作用显著高于高市场压力样本的抑制作用,则表明网络平台互动是通过增加上市公司压力来提升监督治理作用,从而抑制企业金融化的。本文以分组后的样本对模型(1)进行回归,回归结果显示,在低市场压力样本组中网络平台互动对金融化的影响更加显著;同时,分组回归系数差异的suest检验结果显示,两个样本组的*tw*、*hd*和*interact*对*Fin*回归系数差异检验的p值分别为0.0284、0.0153和0.0222,说明两个样本组的回归系数存在差异。以上结果与本文推断网络平台互动是通过增加对上市公司的压力、提高监督治理作用来抑制企业金融化的结果一致,支持了压力渠道机制。

## (二) 区分融资约束的进一步研究

目前针对非金融企业金融化的动机主要有三种理论,即“蓄水池”理论、“投资替代”理论和“实体中介”理论(戴颀等,2018)。根据“蓄水池”理论的观点,当企业面临更高融资约束时,企业需要更多的资金以满足不时之需;但是,根据“投资替代”和“实体中介”理论的观点,在这两种动机下的企业,当面临更低融资约束时,为了获取超过实体投资的利润,金融化动机就更强,也就会将更多的资产金融化(马思超和彭俞超,2019)。为了考察网络平台互动对不同动机企业金融化的抑制作用,本文进一步区分不同融资约束环境下的样本进行实证检验,如果在融资约束程度高的样本组网络平台互动的抑制作用更强,则说明这种互动抑制了以“蓄水池”为动机的企业金融化;如果在融资约束程度低的样本组网络平台互动的抑制作用更强,则说明这种互动抑制了以“投资替代”和“实体中介”为动机的企业金融化。

本文引入代表企业融资约束程度的变量SA,参考Hadlock和Pierce(2010)、鞠晓生等(2013),采用公式(2)计算SA指数。

$$SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age \quad (2)$$

其中,Size和Age分别代表公司规模和上市年龄。由于SA指数一般为负值,本文取SA指数的绝对值代表上市公司的融资约束程度,SA指数绝对值越大,表示公司的融资约束程度越高(鞠晓生等,2013)。本文进一步以SA指数的中位数为标准进行分组,将高于中位数水平的上市公司样本划分到高融资约束样本组,低于中位数水平则划分到低融资约束样本组,并分别赋值为1和0。区分不同融资约束程度对模型(1)进行回归检验的结果显示,在低融资约束样本组中网络平台互动对金融化的影响更加显著;同时,两组回归系数差异的suest检验结果显示,tw、hd和interact对Fin回归系数差异检验对应的p值分别为0.0894、0.1672和0.0209,基本说明两个样本组的回归系数存在差异。因此,低融资约束样本组的回归系数较高融资约束样本组更加显著,说明在低融资约束的企业中,网络平台互动对企业金融化的抑制作用更大,验证了网络平台互动对企业金融化的抑制主要针对以“投资替代”和“实体中介”为动机的上市公司。

## (三) 区分市场化程度和产权性质的进一步研究

交易所网络互动平台作为我国市场化监管机制的创新,更加强调市场中的信息在监管过程中的重要性,而逐步弱化行政化的干预。因此,如果想要投资者利用网络平台对上市公司产生影响,首先需要上市公司对市场保持依赖。在市场化程度高的地区,上市公司的决策更多依赖市场当中的信息,对市场上投资者的反应更加敏感,当面对更多的投资者问答时,更有可能降低企业金融化的程度,因此交易所网络互动平台应该能够在市场化程度高的地区发挥更好的作用。此外,我国市场化程度高的地区大多位于东部沿海,这些地区的互联网发展水平也较西部地区更为发达,网络互动平台在这些地区应该能够得到更好的利用。因此,网络平台互动对企业金融化的抑制在市场化程度高的地区效果更加显著。本文引入代表市场化程度高低的变量来划分样本公司所在地区的市场化程度,具体来说,参考王小鲁等(2019)的《中国分省份市场化指数报告(2018)》中各地区的市场化指数,将指数高于中位数水平的地区定义为高市场化程度地区,并将该地区的上市公司样本划分到地区高市场化程度样本组,赋值为1;反之,将指数低于中位数水平的地区定义为低市场化程度地区,并将该地区的上市公司样本划分到地区低市场化程度样本组,赋值为0。区分不同市场化程度对模型(1)进行回归检验的结果显示,在高地区市场化程度样本组中网络平台互动对金融化的影响更加显著;同时,两组回归系数差异的suest检验结果显示,tw、hd和interact对Fin的回归系数差异检验的相应p值分别为0.0179、0.0073和0.0022,说明两个样本组的回归系数存在差异。以上结果表明,在高市场化程度的地区网络

平台互动对企业金融化的抑制作用更大。

除了上市公司所在地区的市场化程度外,产权性质的差异同样使得上市公司对市场化的监管手段产生不同反应,进而使得网络平台互动对企业金融化的影响产生差异。相较于非国有上市公司,国有上市公司在获取相关资源方面更多依赖于政府,在面对市场压力的时候并不会受到很大的影响,并且在国有上市公司中,企业行为通常由行政命令主导,对市场变化的反应也并不敏感,因此投资者问询这种非行政性的监管对国有上市公司的作用可能十分有限。而非国有上市公司相对来说更加依靠市场,对市场上投资者的反应更加敏感,当面对更多的投资者问询时,更有可能降低企业的金融化程度。根据以上思路,本文根据样本公司的产权性质将样本分为国有样本组和非国有样本组,分别赋值为1和0。区分不同产权性质的上市公司样本对模型(1)进行回归检验,结果显示,在非国有上市公司样本组中网络平台互动对金融化的影响更加显著;同时,回归系数差异的suest检验结果显示,两个样本组中, $tw$ 、 $hd$ 和 $interact$ 对 $Fin$ 回归系数差异检验的p值分别为0.0387、0.0093和0.0022,说明两个样本组的回归系数存在差异。以上结果表明,非国有上市公司样本组的回归系数明显较国有上市公司样本组更加显著,在非国有上市公司中,网络平台互动对企业金融化的抑制作用更强。

#### (四)基于网络平台互动其他特征的进一步研究

前文主要从数量的角度对网络平台互动进行了度量,而质量同样是网络平台互动的一个重要维度。相较于绝对指标,相对指标能够在一定程度上反映网络平台互动的质量。因此,参考杨凡和张玉明(2020a),以交易所网络平台上上市公司回答数量占投资者提问数量的比值( $interact1$ )即回复率来度量网络平台互动,回复率越高,网络平台互动的质量就越高。此外,本文还参考丁慧等(2018b),同时考虑到在上市公司回答的过程中能够传递更多信息,采用回答的平均字数( $interact2$ )来度量网络平台互动,回答的平均字数越多,网络平台互动的质量就越高。

除相对指标外,参考杨凡和张玉明(2020a),上市公司回答的及时性也会影响网络平台互动的质量,回答越及时,上市公司与投资者的互动质量也就越高。为了保证与其他指标的度量方向一致,同时尽可能不损失样本数量,本文采用上市公司回答时间与投资者提问时间之差的平均值的倒数( $interact3$ )来度量网络平台互动的及时性,及时性越强, $interact3$ 越大,网络平台互动质量越高。

以回复率 $interact1$ 、回答的平均字数 $interact2$ 、互动及时性 $interact3$ 为自变量的回归结果如表6所示。结果显示,在控制其他有关变量的情况下,回复率 $interact1$ 与金融化程度 $Fin$ 在1%水平上显著负相关,回答的平均字数 $interact2$ 与金融化程度 $Fin$ 的回归结果为负但不显著,互动及时性 $interact3$ 与金融化程度 $Fin$ 在1%水平上显著负相关。这一结果表明,总体来看网络平台互动质量越高,企业金融化程度越低。

表6 基于网络平台互动的进一步研究的回归结果

	$Fin$	$Fin$	$Fin$
$interact1$	-0.0074*** (-5.0897)		
$interact2$		-0.0000 (-1.4919)	
$interact3$			-0.0041*** (-3.7794)
Controls	Yes	Yes	Yes
$N$	19 358	19 358	19 358
adj $R^2$	0.1455	0.1443	0.1447

## 六、结论与启示

企业金融化所带来的负面影响及风险受到了监管机构、上市公司与投资者的关注,而信息技术的发展与监管市场化转型为防范企业金融化提供了机遇。本文以深交所及上交所网络互

动平台2010-2018年A股上市公司与投资者互动问答的数据为样本,研究了上市公司和投资者通过交易所网络互动平台的互动对非金融行业上市公司金融化的抑制作用。研究结果发现:上市公司和投资者通过交易所网络平台互动越多,金融化程度越低,即互动有利于抑制非金融行业上市公司金融化,在经过内生性问题处理及稳健性检验后,结论依然成立;同时,不同治理环境下的分组检验表明,交易所网络平台互动通过发挥治理功能抑制企业金融化;区分不同融资约束程度的分组检验结果显示,在融资约束程度低的样本组中,网络平台互动对企业金融化的抑制作用更为显著,说明网络平台互动对企业金融化的抑制主要针对以“投资替代”和“实体中介”为动机的上市公司;区分不同地区市场化程度以及产权性质的分组检验结果显示,网络平台互动在市场化程度更高和非国有上市公司样本组中对企业金融化的抑制作用更为显著,说明市场化的监管机制需要依托于整体的市场化环境才能更好地发挥作用,以回复率、回答的平均字数、互动及时性度量的互动质量与金融化程度的回归结果显示,总体来看,网络平台互动质量越高,企业金融化程度越低。

结合研究结果,本文总结了如下启示:第一,本文的研究结果表明,交易所网络互动平台为抑制企业金融化提供了新路径。企业金融化易导致实体企业“脱实向虚”,最终可能会引发企业财务风险和宏观的金融风险。本文的研究结果表明,一方面,投资者通过网络互动平台关注上市公司,能够形成对企业金融化行为的监督治理作用,减轻企业金融化,从而防范由于企业金融化带来的实体企业“脱实向虚”,降低可能引发的风险,因此,提升网络互动平台互动效果可以成为监督治理金融化的路径之一,丰富了现有关于企业金融化监督治理的研究;另一方面,监管机构一直在寻找市场化监管转型的路径,在互联网信息发展背景下,交易所通过构建网络互动平台形成了交易所监督下的网络平台互动交流直接方式,改变了过去监管机构主导、投资者与上市公司处于附属地位的信息披露模式,也为资本市场参与主体之间对彼此行为选择共同治理创造了条件,这也为实现交易所预期的市场化监管的“落脚点”提供了实现基础。本文的研究结果为以上思路提供了实践支持,也从监管功能角度丰富了现有关于交易所网络平台的研究。第二,本文进一步研究的结果表明,融资约束程度、地区市场化程度以及产权性质都影响了网络互动平台对企业金融化的抑制效果,高质量的互动也能够更好地抑制企业金融化。因此,考虑通过以下路径提升网络平台对金融化的监督治理效果:其一,通过优化融资环境缓解融资约束,同时,注意引导企业资金流向,合理配置资产结构,把握好虚拟经济和实体经济之间的比例关系,降低资金错配带来的风险。其二,推动地区市场化进程。在高市场化地区,投资者决策思维模式将体现更多市场化成分,这为培养投资者参与互动的习惯及提升互动有效性创造了良好的条件。其三,通过优化企业治理制度改进企业决策模式,降低国有企业传统决策模式中的行政主导成分,更有利于发挥网络互动平台对企业金融化的监督治理效果,防范金融风险。其四,加强对互动问答质量的管理,例如督促上市公司加强专业的网络互动平台投资者关系管理团队建设,以及时、有针对性地回复投资者提问,避免仅使用一些简单的套话敷衍投资者,或是直接复制粘贴一些现有资料而不针对投资者的提问作出说明。

#### 主要参考文献:

- [1] 曹丰,谷孝颖.非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗?[J].经济管理,2021,(1).
- [2] 岑维,李士好,童娜琼.投资者关注度对股票收益与风险的影响——基于深市“互动易”平台数据的实证研究[J].证券市场导报,2014,(7).
- [3] 岑维,童娜琼,何潇悦.投资者关注度与中小股东利益保护——基于深交所“互动易”平台数据的实证研究[J].证券市场导报,2016,(2).

- [4] 戴曠, 彭俞超, 马思超. 从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J]. 外国经济与管理, 2018, (11).
- [5] 丁慧, 吕长江, 陈运佳. 投资者信息能力: 意见分歧与股价崩盘风险——来自社交媒体“上证e互动”的证据[J]. 管理世界, 2018a, (9).
- [6] 丁慧, 吕长江, 黄海杰. 社交媒体、投资者信息获取和解读能力与盈余预期——来自“上证e互动”平台的证据[J]. 经济研究, 2018b, (1).
- [7] 窦超, 罗劲博. 中小股东利用社交媒体“发声”能否改善高管薪酬契约[J]. 财贸经济, 2020, (12).
- [8] 杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济, 2019, (5).
- [9] 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).
- [10] 高敬忠, 杨朝. 交易所网络平台互动与超额商誉[J]. 软科学, 2021, (5).
- [11] 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, (1).
- [12] 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).
- [13] 姜付秀, 石贝贝, 马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. 经济研究, 2016, (6).
- [14] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013, (1).
- [15] 刘运国, 刘芷蕙. 投资者e互动与公司费用粘性[J]. 中国地质大学学报(社会科学版), 2021, (1).
- [16] 柳永明, 罗云峰. 外部盈利压力、多元化股权投资与企业的金融化[J]. 财经研究, 2019, (3).
- [17] 马思超, 彭俞超. 加强金融监管能否促进企业“脱虚向实”? ——来自2006—2015年上市公司的证据[J]. 中央财经大学学报, 2019, (11).
- [18] 孟庆斌, 黄清华, 张劲帆, 等. 上市公司与投资者的互联网沟通具有信息含量吗? ——基于深交所“互动易”的研究[J]. 经济学(季刊), 2020, (2).
- [19] 孟焰, 王英允. 投资者注意力是否具有外部治理作用——来自管理层业绩预告精确性选择的经验证据[J]. 中国会计评论, 2019, (3).
- [20] 南晓莉. 新媒体时代网络投资者意见分歧对IPO溢价影响——基于股票论坛数据挖掘方法[J]. 中国软科学, 2015, (10).
- [21] 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, 2018a, (1).
- [22] 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, 2018b, (10).
- [23] 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, (5).
- [24] 权小锋, 吴世农. 投资者注意力、应计误定价与盈余操纵[J]. 会计研究, 2012, (6).
- [25] 沈艺峰, 杨晶, 李培功. 网络舆论的公司治理影响机制研究——基于定向增发的经验证据[J]. 南开管理评论, 2013, (3).
- [26] 孙洁, 殷方圆. 行业竞争、战略差异度与企业金融化[J]. 当代财经, 2020, (12).
- [27] 孙鲲鹏, 王丹, 肖星. 互联网信息环境整治与社交媒体的公司治理作用[J]. 管理世界, 2020, (7).
- [28] 谭松涛, 阚铄, 崔小勇. 互联网沟通能够改善市场信息效率吗? ——基于深交所“互动易”网络平台的研究[J]. 金融研究, 2016, (3).
- [29] 王丹, 孙鲲鹏, 高皓. 社交媒体上“用嘴投票”对管理层自愿性业绩预告的影响[J]. 金融研究, 2020, (11).
- [30] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 等. 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公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, (1).
- [31] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015, (2).
- [32] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [33] 王瑶, 黄贤环. 内部控制与实体企业金融化: 治理效应抑或助推效应[J]. 财经科学, 2020, (2).
- [34] 杨凡, 张玉明. 互联网沟通能降低股价同步性吗? ——来自“上证e互动”的证据[J]. 中南财经政法大学学报, 2020a, (6).

- [35] 杨凡, 张玉明. 网络媒介、互动式信息披露与分析师行为——来自“上证e互动”的证据[J]. 山西财经大学学报, 2020b, (11).
- [36] 翟淑萍, 甦叶, 缪晴. 社会信任与实体企业金融化——“蓄势谋远”还是“借势取利”[J]. 山西财经大学学报, 2021, (6).
- [37] 张成思. 金融化的逻辑与反思[J]. 经济研究, 2019, (11).
- [38] 张成思, 张步昙. 再论金融与实体经济: 经济金融化视角[J]. 经济学动态, 2015, (6).
- [39] 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, (12).
- [40] Ang J S, Hsu C, Tang D, et al. The role of social media in corporate governance[J]. *The Accounting Review*, 2021, 96(2): 1–32.
- [41] Bednar M K. Watchdog or lapdog? A behavioral view of the media as a corporate governance mechanism[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(1): 131–150.
- [42] Burkart M, Panunzi F. Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection[J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2006, 15(1): 1–31.
- [43] Cade N L. Corporate social media: How two-way disclosure channels influence investors[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2018, 68–69: 63–79.
- [44] Das S, Martínez-Jerez A, Tufano P. eInformation: A clinical study of investor discussion and sentiment[J]. *Financial Management*, 2005, 34(3): 103–137.
- [45] Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. Detecting earnings management[J]. *The Accounting Review*, 1995, 70(2): 193–225.
- [46] 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.
- [47] Denis D J, Sibilkov V. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(1): 247–269.
- [48] Drake M S, Roulstone D T, Thornock J R. The determinants and consequences of information acquisition via EDGAR[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2015, 32(3): 1128–1161.
- [49] Duchin R, Gilbert T, Harford J, et al. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2): 793–852.
- [50] Elliott W B, Grant S M, Hobson J L, et al. Trader participation in disclosure: Implications of interactions with management[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 37(1): 68–100.
- [51] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909–1940.
- [52] Lazonick W. Innovative business models and varieties of capitalism: Financialization of the U. S. corporation[J]. *Business History Review*, 2010, 84(4): 675–702.
- [53] Matsumoto D, Pronk M, Roelofs E. What makes conference calls useful? The information content of managers’ presentations and analysts’ discussion sessions[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(4): 1383–1414.
- [54] Miller G S, Skinner D J. The evolving disclosure landscape: How changes in technology, the media, and capital markets are affecting disclosure[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(2): 221–239.
- [55] Orhangazi Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(6): 863–886.
- [56] Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms’ hedging policies[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20(4): 391–405.
- [57] Tori D, Onaran Ö. The effects of financialization on investment: Evidence from firm-level data for the UK[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2018, 42(5): 1393–1416.



## Can Network Platform Interaction Curb Corporate Financialization? Empirical Evidence from the Q&A of the Exchange Interactive Platform

Gao Jingzhong, Yang Zhao

(School of Accounting, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China)

**Summary:** Under the guidance of “promoting the modernization of the national governance system and governance capabilities”, China’s capital market regulatory agencies have been gradually transforming the regulatory approach from administration-oriented to market-oriented. Taking advantage of the development opportunities of the Internet and information technology, the Shenzhen Stock Exchange and the Shanghai Stock Exchange have respectively established network interactive platforms named “Easy Interaction Platform” and “SSE E-Interaction Platform”, which create conditions for the smooth interaction between investors and listed companies and further influence the behavioral decisions of listed companies. This paper uses the data of the interactive Q&A between A-share listed companies and investors on the exchange network platform from 2010 to 2018 as the sample to empirically test the impact of exchange network platform interaction on the financialization of listed companies in the non-financial industry, and then verify the governance role of listed companies and investors interacting through the exchange network platform. The empirical results show that the interaction between listed companies and investors through the exchange network platform can significantly inhibit corporate financialization. The instrumental variable method, propensity score matching method, and one-period lagging explanatory variables are used to deal with the endogenous problem. The conclusion is still valid after the robustness test of changing the regression methods, the sample interval, and the proxy variable measurement. The results of further tests on the mechanism show that the interaction of network platforms in various governance environments has different effects on corporate financialization, and the inhibition is more effective in less strict governance environments. In the sample group where the governance mechanism is less restrictive, the effect of network platform interaction on corporate financialization is more significant, indicating that such interaction can curb corporate financialization through the use of governance mechanism. The results of the grouping test that distinguishes financing constraint environments show that the interaction of the network platform has a more significant inhibitory effect on corporate financialization, when the degree of financing constraints of listed companies is lower; the results of the grouping test by the degree of marketization and the nature of property rights in different regions show that when the listed company is located in a region where the degree of marketization is higher and the nature of property rights is non-state, network platform interaction has a more significant inhibitory effect on corporate financialization. Generally, the higher the quality of network platform interaction,

(下转第106页)

company's strategic progress caused by the opening of the capital market has a more obvious time effect. That is, its governance effect gradually increases over time. This paper examines the specific motivations of strategic choice from the perspective of the company's internal governance characteristics for the first time, enriches the relevant literature and research perspectives in the field of strategic management, and helps to analyze the ins and outs of corporate strategic choice from a more basic level. At the same time, this paper also expands the relevant research on the economic consequences of foreign shareholdings through the perspective of strategic choice, and provides incremental theoretical and empirical evidence for the comprehensive, objective and accurate evaluation of the economic consequences of capital market opening at the micro-level corporate governance under the background of the new era. It also provides a useful reference for the continuous improvement and optimization of the capital market opening system in the new stage of economic development. Finally, this paper not only provides a vivid case for the overall operation thinking of "opening to promote reform and reform to promote development" of China's capital market during the 14th Five-Year Plan period, but also brings profound thinking for effectively promoting the modernization of listed companies' governance capabilities and governance systems.

**Key words:** foreign shareholdings; corporate strategic choice; "Shanghai-Hong Kong" and "Shenzhen-Hong Kong" Stock Connect; strategic management

(责任编辑: 王西民)

---

(上接第64页)

the lower the degree of corporate financialization. This paper enriches the research on the supervision function of the exchange network interactive platform, and investigates the path of supervising and regulating corporate financialization. At the same time, the research results of this paper provide decision support for the exchange to play the role of a network interactive platform, improve the efficiency of the capital market, and achieve regulatory transformation, and also provide empirical evidence for the market-oriented transformation of the regulatory approach of regulatory agencies.

**Key words:** network platform interaction; corporate financialization; deindustrialization; Easy Interaction Platform; SSE E-Interaction Platform

(责任编辑: 王西民)