

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2026.02.002

# 机构调研与企业“脱虚返实”<sup>①</sup>

——来自机构投资者治理作用的证据

周梓洵<sup>1</sup>, 吴文心<sup>2\*</sup>, 徐敏亚<sup>3</sup>, 孙澜澜<sup>4</sup>

(1. 澳门科技大学商学院, 中国澳门 999078; 2. 同济大学高等管理研究院, 上海 200092;  
3. 北京大学光华管理学院, 北京 100871; 4. 中国东方资产管理股份有限公司, 广州 518063)

摘要: 巩固壮大实体经济根基需要提高金融服务实体经济的能力与水平. 本研究从机构投资者实地调研的角度考察其对企业金融化的积极治理效应. 利用深交所上市公司披露的机构调研数据以及问答详细文本, 本研究实证检验了机构投资者实地调研能显著地抑制企业的金融化行为, 这一结论通过了稳健性检验与内生性测试. 结合调研详细内容进行主题文本分析, 本研究进一步揭示了机构投资者实地调研对企业金融化治理作用的可能机制: 改善主营业务状况与促进创新研发投入. 异质性分析显示, 机构实地调研的治理作用在两职兼任和产权性质维度上呈现差异. 本研究从实地调研这一机构投资者具体的参与治理方式出发, 为如何引导企业“脱虚返实”, 深耕主业以及更好发展机构投资者提供了可行启示.

关键词: 机构投资者; 实地调研; 企业金融化; 公司治理

中图分类号: F275 文献标识码: A 文章编号: 1007-9807(2026)02-0021-24

## 0 引言

实体经济是金融的根基, 金融是实体经济的血脉, 两者共生共荣. 中国特色金融发展, 需要以支持实体经济做实做强做优为基础. 近年来, 资金从实体部门流向金融部门的“脱实向虚”现象虽已得到不断改善, 但在实现高质量发展的过程中, 巩固壮大实体经济根基仍是重中之重. 宏观经济的“脱实向虚”不仅不利于经济高质量发展, 更可能诱发系统性风险; 而企业持有金融资产, 减少生产性投资的金融化行为是其微观体现<sup>[1]</sup>. 不过就微观个体而言, 企业配置金融资产也有可能是面对环境压力的“权宜之计”: 在实体部门回报率难以稳定, 主营业务发展遭遇瓶颈的情况下, 出于盈利的压力而投资金融、地产等以暂时纾困. 因此, 如何以服务实体经济为出发点和落脚点, 引导企业“脱虚返实”是亟待解决的现实命题.

党的二十大报告强调, 坚持把发展经济的着力点放在实体经济上. 十四五规划纲要也对巩固壮大实体经济根基做出进一步部署: 提高金融服务实体经济能力, 健全实体经济中长期资金供给制度安排, 创新直达实体经济的金融产品和服务. 作为资本市场的专业参与者, 机构投资者若能利用自身专业优势改善公司治理, 优化企业资金配置决策, 为企业纾忧解困, 正是金融市场参与者把握金融本质, 增强金融服务于实体经济能力的重要体现.

已有研究广泛认可机构投资者在促进公司治理优化,<sup>[2,3]</sup> 有效履行监督职能方面的积极意义<sup>[4]</sup>; 但也有部分文献认为机构可能是高管的“合谋者”, 难以监督管理层机会主义行为<sup>[5]</sup>. 随着机构投资者的不断发展, 其参与治理的行为也日趋多样化, 这为全面考察其作用创造了契

① 收稿日期: 2021-03-04; 修订日期: 2024-01-30.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72372001; 72472005); 教育部人文社会科学研究规划基金项目(24YJA630112).

通讯作者: 吴文心(1998—), 女, 江西九江人, 博士, 助理教授. Email: wuwx0606@gmail.com

机<sup>[6]</sup>。作为温和股东积极主义的重要表现形式<sup>[7]</sup>。机构投资者的实地调研行为近年来受到国内外学术研究的广泛关注。但由于其他市场中投资者私下互动数据不强制要求披露,相关研究受到数据可得性的限制<sup>[8]</sup>。而中国则提供了理想的研究情境:自2013年起深交所上市公司应按规定要求及时披露机构实地调研信息以及详细问答文本,为现有研究全面考察机构调研的作用创造了机会。机构投资者通过实地考察企业的生产线、仓库、研发部门并与管理层面对面交流,掌握了更多特质信息<sup>[9]</sup>,可以利用自身专业优势参与公司治理。因此,机构投资者实地调研是否以及如何对企业金融化起到治理作用是本研究关注的核心问题。

在实地调研中,机构投资者希冀获得全面、深入和具体的一手信息,了解公司的现实状况。关乎企业当前绩效和未来发展的主营业务状况与创新研发投入等方面的情况自然受到机构的密切关注;同时,企业“脱实向虚”的金融资产配置决策更是常见议题。如上市公司广联达在2016年11月8日接受的调研中,就涉及了对其金融资产的详细质询<sup>②</sup>。在通过调研掌握企业情况后,机构投资者可以提供咨询和进行监督,一方面改善企业主营业务状况,降低对其金融资产的依赖程度,另一方面减少不合理的资金配置,促进企业创新研发投入。这两方面正是机构调研发挥治理效应的具体机制。

基于此,本研究利用深交所上市公司机构调研数据和互动问答详细文本,实证检验了机构投资者实地调研对企业金融资产配置的影响及可能机制。结果表明,企业的机构投资者调研数量越多,其金融化程度越低。其次,结合调研问答详细内容进行主题文本分析,本研究揭示了机构投资者实地调研对企业金融化治理作用的具体机制:改善主营业务状况与促进创新研发投入。异质性分析则发现机构调研对企业金融化的效应在总经理不具备金融背景、董事长兼任总经理、以及民营的企业中更为显著。进一步分析揭示了机构调研对企业金融化的治理效应有利于企业未来发展。最后,本研究结论在考虑可能影响结论的情况下

依然成立。

相较于以往文献,本研究的贡献主要有:第一,现有文献主要探讨企业金融化行为的内外部影响因素<sup>[10-13]</sup>,较少学者关注如何有效治理这一行为。本研究结合机构投资者实地调研问答内容的详细文本探索了可行的治理路径,深化了对治理企业金融化行为的理解;第二,目前对于机构投资者实地调研效果的研究更多关注信息层面,分析了其超额信息获取效应及分析师预测精度提升作用;对可能治理效应的探讨也更多从信息角度出发,局限于调研行为本身,而缺乏对可能渠道的深入挖掘<sup>[8,9,14-17]</sup>。而本研究通过对调研问答内容文本分析,完整揭示了机构实地调研中的主营业务改善效应与研发投入增加效应,增进了机构调研治理作用的认识,也开拓了利用机构实地调研文本展开分析的新研究思路;最后,本研究具有明确的现实意义和实践价值。相关结论对如何发挥市场力量治理企业“脱实向虚”行为,实现金融服务于实体经济以助力高质量发展提供了可行启示。

## 1 文献综述与研究假设

### 1.1 文献综述

主要梳理以下三类文献:企业金融化的动因,经济后果与影响因素;机构投资者在公司治理中扮演何种角色;以及机构实地调研影响。

#### 1) 企业金融化

目前有关金融化的研究主要分析了其动因,后果和影响因素三个方面。早期关注金融化成因的研究总结了“蓄水池”和“投资替代”两种假说。“蓄水池假说”表明企业将过剩的资源转化为金融资产以储备流动性,当企业面临内外困境时,企业出售金融资产以收获流动性,具有储备资本和分摊风险的作用<sup>[18-21]</sup>。而“投资替代假说”则认为,资本具有逐利性,企业持有金融资产以获取比实业投资更高的收益。Demir<sup>[22]</sup>的研究发现,当金融资产相对于固定资产收益率更高时,企业金融化程度也越高。上述两种动机通常随着外部现实

② 原问题如下:“公司三季报可供出售金融资产和长期股权投资增长很快,那么全年的情况如何,明年是否还会继续增长?”

环境和企业金融化程度的变化而交替出现。

中国情境的研究结果主要支持了“投资替代理论”:实业投资与金融投资间互为替代关系,金融资产较难实现“产融结合”,而更多体现的是“脱实向虚”<sup>[10]</sup>。因此,这种“脱实向虚”通常被认为会从多个方面对企业产生负面影响:解维敏<sup>[23]</sup>认为实体企业金融化降低了研发投入,最终不利于企业创新;刘贯春等<sup>[24]</sup>则发现金融化会增加企业的资本结构偏离度与降低资本结构调整速度;杜勇等<sup>[25]</sup>也认可其最终不利于企业未来主业的发展,无益于企业绩效。此外,彭俞超等<sup>[26]</sup>揭示了企业金融化会增加股价崩盘风险从而影响金融市场的稳定,有诱发系统性风险的可能。

最后,企业金融化的影响因素的探究也多是两种动因展开。一部分文献沿袭了“蓄水池假说”的研究框架,更多立足于企业外部宏观政策和环境因素的影响。企业为了应对外部经济政策不确定性对流动性的影响,提高金融资产持有比例<sup>[11]</sup>。而另一部分文献从企业内部的角度出发,则更多吸收了“投资替代假说”中的洞见。如杜勇等<sup>[13]</sup>认可具有金融背景的CEO会提升金融化水平;周弘等<sup>[27]</sup>则揭示了融资约束下企业金融化决策的多种内在影响因素。不过,尚少有研究基于市场参与者的角度探究其对金融化的影响,而机构投资者作为参与公司治理的专业主体,这一视角的忽视将不利于更好理解如何优化企业投资决策和运营结果。

## 2) 机构投资者在公司治理中的角色

对于机构投资者参与公司治理的行为表现及治理角色,结果众说纷纭<sup>[28]</sup>。首先,机构投资者可能在公司治理中成为“监督者”与“咨询者”。机构投资者拥有的专业、信息和资源等优势使其积极监督的收益高于成本<sup>[5]</sup>,因此在公司治理中会积极地“用手投票”,缓解公司内部代理冲突、降低信息不对称程度,改进公司治理<sup>[29]</sup>。一方面,机构投资者可以监督管理层,抑制其自利行为<sup>[30]</sup>,从而缓解第一类代理问题,具体表现在缓解管理层创新投入的担忧<sup>[31]</sup>,降低管理层薪酬<sup>[32]</sup>,提高会计稳健性<sup>[33]</sup>和改善盈余管理程度上<sup>[34]</sup>。另一方面,机构投资者可以通过抑制大股东的隧道掏空行为有效缓解第二类代理问题<sup>[35]</sup>。

其次,机构投资者也可能作为“旁观者”。机

构投资者可能仅追求自身收益,并不关心企业的长远发展<sup>[36]</sup>,而且常常投资多家企业,缺乏动力积极参与治理<sup>[37]</sup>。如Hui等<sup>[38]</sup>发现,交易型机构投资者倾向于频繁交易股票,从而在公司治理中出现“搭便车”的抱团行为,不愿释放负面信息,进而诱发股价崩盘风险<sup>[39]</sup>。最后,机构投资者还可能扮演“合谋者”。机构投资者作为逐利主体,为了实现投资价值的最大化<sup>[40]</sup>,与管理层进行结盟,保持立场一致,以攫取利益<sup>[41]</sup>。Woidtke<sup>[42]</sup>认为,由于追求个人利益最大化,机构可能选择与管理层合谋。因此,短视的机构投资者往往会加剧企业盈余管理水平<sup>[43]</sup>;同时,机构投资者合谋抱团也可能鼓励管理者短视投资行为,加剧代理问题<sup>[44]</sup>。

机构投资者的重要动机是在控制风险的基础上获得稳定投资收益,因此在公司治理中的具体角色受其与公司管理层利益关系影响,并最终表现在治理方式与经济后果上<sup>[5]</sup>。若机构投资者选择和内部人事先预谋,进行套利交易等谋取私利的行为,损害公司价值<sup>[45]</sup>。若选择当公司治理的旁观者,仅“用脚投票”,则其对于公司治理状况并不会产生显著影响。最后,若机构投资者选择成为监督者,则其奉行股东积极主义,倾向于采用股东提案等方式参与和改进公司治理。由于中国文化崇尚和谐,相对于西方情境中直接在股东大会上提出议案或表达反对,中国机构投资者会采用折衷温和的方式,如通过实地调研私下沟通的形式来提出意见与改善治理。

此外,对机构持股经济后果的研究虽然丰富,但缺少对其具体治理路径的揭示,参与治理渠道只能粗略地区分为“用手投票”和“用脚投票”。实际上,“用手投票”可能仅是象征性表态,“用脚投票”也会对管理层造成威慑,上述行为背后的内在机制无法直接体现。现实中机构投资者和企业管理层广泛存在的直接沟通和互动过程,值得深入挖掘。

## 3) 机构投资者实地调研

近年来,随着数据可得性的提高,研究开始关注机构投资者参与公司治理的具体方式,以期更完整地理解其行为逻辑。作为一种直接的私下沟通方式与温和股东积极主义的重要体现,实地调研受到了相当多的关注<sup>[46]</sup>。有关影响因素的研究

揭示了盈利水平更高、分析师覆盖更多、账面市值比率更高、业务领域更复杂、上市时间较长、具有较高披露等级和制造业行业的企业更有可能被机构实地调研。此外,投资者更有可能对所在地区GDP增速较高和上市公司数量较多的企业进行实地调研。总之,当实地调研的预期收益更高、更可能满足投资者的信息获取需求和实地访问请求时,机构更可能进行调研。<sup>[8,14]</sup>因此,实地调研可以帮助机构获取信息优势、提升信息精度、丰富信息含量,从而为其投资获得超额收益<sup>[14,46]</sup>。另一方面,现有文献主要从降低信息不对称的角度阐释了实地调研对公司的影响。虽然部分文献开始关注其对公司治理的影响,如实地调研提升企业信息披露质量<sup>[15]</sup>,降低企业盈余管理水平<sup>[16]</sup>,以及抑制公司避税<sup>[17]</sup>。但现有治理效应的研究多是基于信息角度,揭示实地调研如何缓解企业内外部信息不对称,改善信息环境,但是对于实地调研如何优化企业自身投融资决策的文献较为匮乏。更为重要的是,已有实证研究中采用的变量也主要采用调研数量直接加总的方式,问答环节中的丰富文本内容尚未受到实证研究的足够重视。因此,机构实地调研影响公司治理的具体方式也未得到充分的理解与探究。

## 1.2 研究假设

企业将资金从实体经济转移至金融资产的决策取决于投资回报率的差异<sup>[47]</sup>。在实体行业投资回报率不稳定时,上市公司由于利润压力,通常会选择进入金融行业以满足业绩需求。尽管宏观上非金融企业的金融化会诱发系统风险,不利于实体经济的高质量发展;但就微观而言,相当部分企业金融化行为多是出于自身主营业务发展遭遇困难,资金配置决策缺乏专业建议的“跟风之举”以及盈利压力下的“权宜之计”<sup>[27]</sup>。因此,若具备专业素质的机构投资者能够通过调研充分了解相关状况,在公司的经营决策中发挥治理作用,有利于推动企业“脱虚返实”,也最终助益稳定持股机构投资者自身的投资回报预期。

机构投资者在实地调研发挥的治理效应主要基于咨询和监督两个方式:一方面,机构投资者具有专业的信息获取和解读能力,能通过实地调研发挥咨询作用。第一,同一批机构投资者往往针对相关行业的多家企业进行调研,有利于形成对当

前形势和未来发展的清晰认知。在调研了具体企业的实际情况后,结合行业整体背景,机构能针对性地提出建议。第二,机构投资者拥有的外部资源和社会网络,能够为企业解决融资等困境的方法与渠道。在实地调研过程中,机构投资者能与管理者面谈环节中针对实际经营中的问题提出有效的建议和方案,帮助企业解决有关主营业务发展、研发创新和资金融通等瓶颈,为企业纾忧解困;另一方面,机构在实地考察过程中也会对企业发挥监督作用,施加良性压力,督促其注重长期发展。机构投资者往往有更强的动机发挥监督职能,改善公司治理,实地调研为此提供了渠道<sup>[48,49]</sup>。专业的机构通过调研能够掌握公司经营状况的第一手资料;因此对于公司实际经营中出现的资金配置不合理等问题,机构投资者可通过与公司管理层私下直接交流来表达质疑与不满,以对话的方式解决分歧,督促企业改进。若未达成一致,已持股的机构可以进一步提出股东提案或者“用脚投票”<sup>[50,51]</sup>。因此,机构能有效对企业资金配置决策的不合理之处或者脱实向虚的“跟风之举”进行监督。据此,本研究提出以下假设:

假设1 机构投资者的实地调研会显著降低企业的金融化水平。

机构实地调研对“脱实向虚”的治理作用,主要是通过促进企业实体经营业务增长和引导监督研发投入来实现。

首先,机构能够通过改善企业主营业务绩效,降低企业对金融资产收益的依赖。经营绩效是企业生存和发展的现实问题。在近年来实体部门回报率下降,主营业务发展遭遇瓶颈等多种现实困境下,企业往往会配置更多金融资产获得短期利益解“燃眉之急”<sup>[27]</sup>。相比个体企业掌握的信息,同一批机构投资者往往对行业的前沿发展状况有更全面的理解,能为企业未来的主营业务发展策略提供有价值的建议。而在实地参观,深度了解企业的需求和“瓶颈”后,机构运用调研中了解的信息,作为“中介”推动行业内上下游产业链的可能合作。同时,机构可以对现有主业经营策略不合理之处直接提出监督和改进意见。

其次,机构能够通过引导监督企业研发投入,促进资金合理配置。创新是企业竞争优势的来源。但在诸多现实考虑下,许多企业会舍弃研发创新

活动,将本应投入研发的资金转为配置更多的金融资产“赚快钱”<sup>[52]</sup>。其中重要的考虑在于:研发投入通常规模大、周期长以及不确定性高,企业在进行研发创新时,会存在因现金流短缺而陷入经营困境的风险。机构投资者的调研可以通过提高失败容忍度、风险承担水平、缓解短视思维来促进企业研发,避免企业将研发资金转为金融资产,因此治理企业金融化<sup>[53]</sup>。一方面,通过调研中对企业的现场观察与互动问答,机构能帮助企业更加准确地估计研发开支以及预期创新研发的成功性、市场收益等结果,为企业提供更多研发项目融资等有效信息,支持企业立足长远。另一方面,管理层可能出于职业生涯忧虑或短期业绩压力更愿意配置更多金融资产获得及时回报。机构投资者可以在调研中通过沟通正确引导其因业绩压力带来的短视行为,或对企业进行监督,优化资金决策。

与之相符的是,调研问答文本直接显示机构在实地考察时,会与企业的管理层就企业的主营产品生产、研发投入以及资金配置等细节进行讨论,对企业提出建议,并对不合理之处提出质询,督促改进。据此,本研究提出以下假设:

假设2 机构投资者的实地调研可以促进企业的主营业务增长,从而降低金融化水平。

假设3 机构投资者的实地调研可以提高企业的研发投入,从而降低金融化水平。

## 2 研究设计

### 2.1 样本选择与数据来源

2012年7月,深交所发布《信息披露业务备忘录第41号》,要求上市公司从2013年起,在与特定对象交流沟通后,编制《投资者关系活动记录表》,并在投资者关系活动结束后的两个交易日内公开信息,而上交所未对披露做强制要求。因此,本研究以2013年—2018年深交所A股上市公司作为初始研究样本,并从Wind数据库获取了机构投资者实地调研的相关数据,具体包含调研日期、调研机构名称、调研人员姓名、问题纪要、投资者提问与公司解答等信息。本研究基于该数

据构建了企业接收投资者调研的人数和次数等指标来衡量调研基本情况。其次,本研究也对投资者与企业的互动问答详细内容进行了文本分析,衡量投资者和公司对于主营业务和研发投入等主题的讨论和回应,直观、全面地揭示了投资者对于企业金融化水平的具体作用渠道。企业层面的金融化指标构建和相关控制变量来自国泰安数据库,企业所属地的宏观层面数据整理于城市统计年鉴。

实证研究对初始样本按照以下原则进行筛选:1)剔除金融类企业;2)剔除ST、PT类企业;3)剔除关键指标缺失的企业。最终得到9408个企业-年度观测值。为避免极端值的影响,本研究对所有连续变量进行了1%分位和99%分位的缩尾处理。

### 2.2 基准模型与变量

为研究机构投资者实地调研对企业金融化的影响,本研究建立了如下实证模型

$$Fin_{i,t} = \alpha + \beta \times \ln Number_{i,t} + \gamma \times Control_{i,t} + \lambda_i + \eta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中 $Fin_{i,t}$ 是本研究的核心被解释变量,衡量了企业 $i$ 在第 $t$ 年的金融化程度。参考Demir<sup>[22]</sup>、宋军和陆旸<sup>[54]</sup>、胡奕明等<sup>[55]</sup>的做法,本研究采用企业持有金融资产比例表示企业金融化程度。现有研究在采用该衡量方法时存在差异性,主要体现在对金融资产的度量上。根据王春峰等<sup>[56]</sup>,金融资产可分为带有货币资金的广义金融资产和无带有货币资金的狭义金融资产。根据会计准则,货币资金属于金融资产,但企业持有货币资金可能是为了正常经营的生产性需要。胡奕明等<sup>[55]</sup>发现,假如不计入持有现金时,企业的金融化更多是“投资替代”行为。基于本研究研究问题,故以不带有货币资金的金融资产作为基准回归中企业金融资产的定义<sup>③</sup>。具体而言,本研究借鉴彭俞超等研究<sup>[11]</sup>计算了企业金融化的代理变量( $Fin$ )。同时本研究也根据宋军和陆旸<sup>[54]</sup>、胡奕明等<sup>[55]</sup>、张成思和刘贯春<sup>[57]</sup>的研究分别计算出他们研究中所用的金融化指标 $Fin2$ 、 $Fin3$ 以及 $Fin4$ ,用于后文

③ 参考彭俞超等<sup>[11]</sup>。如果企业是出于投机目的进行金融化行为,在面对经济政策不确定性时会选择将短期投机性资产转为长期、保值型资产的投资战略以实现利益最大化。故本研究在金融资产的定义中将长期股权投资与长期债权投资等包括在内。

的稳健性检验。

其次  $\ln Number_{i,t}$  是本研究的核心解释变量, 衡量了企业每年接收机构投资者调研的强度。一般而言, 一家公司会选择接受不同机构的实地调研。本研究参考 Cheng 等<sup>[9]</sup> 的做法, 用企业在一年内所接待实地调研的机构投资者数量来衡量实地调研的强度, 并且以自然对数的形式  $\ln(Number + 1)$  指标作为对机构投资者实地考察强度的主要衡量指标, 记为  $\ln Number$ <sup>④</sup>。同时, 构建了实地调研频率作为替代性指标 ( $\ln Frequency$ ), 用于后文的稳健性检验。

此外,  $Control_{i,t}$  是一系列控制变量, 具体包括企业经营资产收益率的影响 ( $ROA$ )、营业收入增长率 ( $Growth$ )、企业规模 ( $Size$ )、经营性现金流与总资产比值 ( $CF$ )、企业性质 ( $SOE$ )、企业年龄 ( $Age$ )、企业杠杆率 ( $LEV$ )、高管持股 ( $Mshare$ )、两职兼任情况 ( $Duality$ )、第一大股东持股比例 ( $TOP1$ )。彭俞超等<sup>[11]</sup> 的研究发现, 宽松货币政策能够普遍地降低企业融资成本和减少其融资约束, 进而影响企业的投资决策, 故本研究考虑纳入  $M2$  增长率 ( $M2$ ) 以控制货币政策宽松程度可能产生的影响。同时, 本研究进一步控制了企业所在省的经济增长水平变量, 包括经济增长率 ( $GDP$ )、全社会固定资产投资状况 ( $Ininvest$ ) 等宏观经济变量。模型 (1) 采用面板回归,  $\lambda_i$ 、 $\eta_t$  分别表示企业的个体和年份固定效应,  $\varepsilon_{i,t}$  为随机误差项。回归的标准误均聚类到企业层面。本研究预期  $\beta < 0$ , 即机构投资者的实地调研能够抑制企业的金融化行为, 为验证假设 1 提供证据。

### 2.3 机制分析与检验

为了检验假设 2 与假设 3, 本研究建立了如下实证模型进行分析

$$Business/RD_{i,t} = \alpha + \beta \times \ln Number_{i,t} + \gamma \times Control_{i,t} + \lambda_i + \eta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Fin_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times Business/RD_{i,t} + \beta_2 \ln Number_{i,t} + \gamma \times Control_{i,t} + \lambda_i + \eta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

具体而言, 本研究从“言”和“行”两个维度进行了分析检验。首先, 基于企业主营业务收入和研发投入金额来检验机构调研后的实际行为变化。

在模型 (2) 中  $Business_{i,t}$  衡量了企业的主营业务收入增长率,  $RD_{i,t}$  为企业每年的创新研发投入对数值。  $Control_{i,t}$  等与模型 (1) 的设定相同, 预期  $\beta > 0$ , 即机构投资者的实地调研能够提升企业的主营业务收入以及促进创新研发投入。此外, 在模型 (3) 中, 研究同时纳入了投资者调研变量 ( $\ln Number_{i,t}$ ) 以及主营业务变量 ( $Business_{i,t}$ ) 和创新研发变量 ( $RD_{i,t}$ )。在控制了投资者调研对企业金融化的直接影响后, 预期  $\beta_1$  仍为负, 从行为维度验证本研究假设 2 与假设 3。

进一步地, 本研究基于实地调研过程中投资者与企业的互动问答文本内容, 从文本角度分别构建了对于主营业务和创新研发两个维度的投资者关注与企业回答指标。首先, 运用自然语言处理技术 (NLP) 对投资者问答互动文本进行深度挖掘。通过关键词提取方法 (TF-IDF) 和词嵌入 (word embedding) 方法, 提取出与企业主营业务相关的主题词汇。同时, 本研究运用主题建模算法对词汇进行了完整性检验并补充了相关词汇。最终, 得到了 18 个主营业务主题词汇, 分别为: 主营、业务、经营、生产、销售、买卖、实业、开发、零售、批发、制造、建设、设备、供应、租赁、开采、种植、培育。基于这一词汇列表, 本研究对实地调研过程中的互动问答环节进行定量文本分析, 统计了问答环节中投资者提问和企业回答部分涉及主营业务主题词汇频次。

其次, 借鉴程新生等<sup>[58]</sup> 的方法, 从创新禀赋、创新目标、创新进展和创新成果等维度, 对企业创新研发投入主题的相关词汇进行识别和提取。通过运用关键词提取方法和词嵌入, 本研究构建了包含 25 个创新研发关键词的词典。这一词汇列表包含 25 个关键词, 分别为设计、资本化、实验、预研、研制、研发、新项目、软件、R&D、新业务、试验、开发、创造、科研、技术、研究、新产品、工艺、知识产权、实用新型、发明、创新、科技投入、科技成果、专利。为了验证词典的准确性, 将其与 CNRDS 等数据库中的研发文本信息指标进行比对, 结果高度一致。同时, 基于该词典, 计算了投资者提问与企业回答部分涉及研发投入主题词汇的频次。

④ 本研究中所定义的机构投资者为券商、基金、信托、保险、QFII 等, 不包括调研数据中的媒体、政府及事业单位、个人等。同时, 实地调研为机构投资者的现场会议等前往公司经营场所的活动, 而不包括视频会议、电话会议等调研方式。

因此，最后分别得到投资者主营业务关注、投资者研发创新关注、企业主营业务回应和企业研发创新回应指标用以衡量投资者关注程度和企业响应水平。本研究对二者进行加总从而体现两个议题的整体关注度，并预期  $Business/RD_{i,t}$  的系数

显著为负，即投资者对于企业主营业务和研发投入的关注和讨论，助力企业改善主体业务经营和投入研发创新，从而降低企业金融资产配置，与调研文本维度验证本研究假设 2 与假设 3。表 1 列出了本研究使用主要变量的详细定义。

表 1 变量定义及计算方式

Table 1 Variable definitions and measurements method

变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量		
金融化	$Fin$	金融化指标 1 = (交易性金融资产 + 买入返售金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 发放贷款及垫款 + 金融衍生品 + 长期股权投资及投资性房地产) / 总资产
金融化 2	$Fin2$	金融化指标 2 = (金融衍生品 + 短期投资净额 + 长期股权投资 + 长期债券投资 + 投资性房地产) / 总资产
金融化 3	$Fin3$	金融化指标 3 = (货币资金 + 金融衍生产品 + 短期投资 + 交易性金融资产 + 应收利息 + 买入返售金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资以及长期应收款) / 总资产
金融化 4	$Fin4$	金融化指标 4 = (货币资金 + 持有至到期投资 + 交易性金融资产 + 衍生性金融资产 + 可供出售的金融资产 + 长期股权投资 + 应收股利 + 应收利息) / 总资产
解释变量		
实地调研机构数量	$\ln Number$	实地调研机构数量 = $\ln(\text{企业当年接待实地调研的机构数量} + 1)$
实地调研次数	$\ln Frequency$	实地调研次数 = $\ln(\text{企业当年接待机构投资者实地调研次数} + 1)$
控制变量		
企业规模	$Size$	企业规模 = $\ln(\text{资产总计})$
成长率	$Growth$	营业收入增速 = $(\text{本期营业收入} - \text{上期营业收入}) / \text{上期营业收入}$
产权性质	$SOE$	国有企业 = 1, 非国有企业 = 0
企业年龄	$Age$	企业年龄 = 所处年份 - 上市年份
现金流	$CF$	经营性现金流占比 = 经营性现金流 / 资产总计
资产负债率	$LEV$	企业杠杆率 = 负债总计 / 资产总计
资产收益率	$ROA$	经营资产收益率 = 净利润 / 总资产
高管持股比例	$Mshare$	高管持股 = 高管持股 / 总股数
两职兼任	$Duality$	当董事长与总经理为同一人时取 1, 否则取 0;
股权集中度	$Top1$	股权集中度 = 第一大股东持股比例
固定资产投资	$Invest$	全社会固定资产投资状况 = 全社会固定资产投资 / GDP
GDP 增长率	$GDP$	经济增长率 = 企业所在省份年度 GDP 增长率
货币供应增长率	$M2$	M2 的增长率
机构投资者持股	$Insholding$	机构投资者所持企业股份比例
机制检验相关变量		
主营业务收入	$Coreper$	企业的主营业务收入增长率 = $(\text{本期主营业务收入} - \text{上期主营业务收入}) / (\text{上期主营业务收入})$
研发创新投入	$\ln RD$	企业的创新研发投入 = $\ln(\text{企业研发支出})$
主营业务议题重视程度	$Business\_all$	主营业务议题重视程度 = 投资者提问和企业回应的两项文本中涉及主营业务关键词汇的词频数 / 100
研发创新议题重视程度	$RD\_all$	研发创新议题重视程度 = 投资者提问和企业回应的两项文本中涉及创新研发关键词汇的词频数 / 100
投资者主营业务议题关注	$Business\_question$	投资者主营业务议题关注度 = 机构投资者文本中主营业务关键词汇的词频数 / 100
投资者研发创新议题关注	$RD\_question$	投资者创新研发议题关注度 = 机构投资者问题创新研发关键词汇的词频数 / 100
企业主营业务议题回应	$Business\_answer$	企业主营业务经营议题回应 = 企业文本中主营业务关键词汇的词频数 / 100
企业研发创新议题回应	$RD\_answer$	企业创新研发投入议题回应 = 企业文本中创新研发关键词汇的词频数 / 100

### 3 实证结果与分析

#### 3.1 描述性统计结果

表2报告了在2013年—2018年期间,各行业中实施投资者实地调研与否的企业分布情况.数据表明,在大部分行业,超过一半的企业样本接受了机构投资者的实地调研.进一步的频数分析表明,被调研的企业比例在各行业间分布相对均匀,即大部分行业中实地调研的比例在均值附近分布.然而,有部分行业的企业调研比例偏高或者偏低,本研究将在稳健性检验中对此进行进一步讨论.

表3展示了样本期内企业金融化指标中几项主要金融资产占总资产的平均比例变化.其中,企业所持有的非货币金融资产在不断增加,而交易性金融资产的比例更是在三年内增长将近一倍,

与黄群慧<sup>[47]</sup>所阐述的虚实结构失衡现象一致.而与之相反,有支撑企业生产作用的货币资金比例却在逐年下降,这也体现了货币资金的非投机性表现.此外,将本研究关键指标  $Fin$  的各项金融资产加总后,除以其对应的总资产、货币资金与流动资产,从年平均比例可以看到虽然金融资产在总资产中的份额较小,但与支持企业正常生产经营的货币资金、流动资产相比较,便能明显观测到企业金融资产对生产性资产的挤出效应.

图1和图2分别展现了机构投资者实地调研过程中与管理层互动问答时对主营业务和研发投入等议题的重视程度.图1分别绘制了每个关键词的分布比例图,可以看出投资者对于业务、生产、经营、建设、供应等的关注度较高.此外,从图2可以看出投资者对于科研、研制、发明、技术、试验等维度的关注度也相对较高,符合理论预期与现实实践.

表2 机构投资者实地调研的企业-行业分布及比例

Table 2 Firm-industry distribution and proportions for institutional investors' site visits

行业代码	接受调研/个	未被调研/个	接受调研比例/%
农、林、牧、渔业	92	59	60.927
采矿业	69	62	52.672
制造业	4 773	1 878	71.764
电力、热力、燃气及水生产和供应业	109	99	52.404
建筑业	192	41	82.403
批发和零售业	245	106	69.801
交通运输、仓储和邮政业	81	57	58.696
住宿和餐饮业	12	23	34.286
信息传输、软件和信息技术服务业	619	186	76.894
房地产业	169	160	51.368
租赁和商务服务业	86	36	70.492
科学研究和技术服务业	65	21	75.581
水利、环境和公共设施管理业	86	43	66.667
居民服务、修理和其它服务业	0	1	0.000
教育	0	1	0.000
卫生和社会工作	19	6	76.000
文化、体育和娱乐业	86	38	69.355
公共管理、社会保障和社会组织	18	24	42.857
总计	6 721	2 841	70.289

表 3 各项金融资产比例的年份分布<sup>⑤</sup>

Table 3 The annual distribution of the financial assets

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018
货币资金 / %	21.29	18.79	17.46	17.69	17.11	16.08
长期股权投资净额 / %	2.58	2.19	2.39	2.66	2.78	2.99
交易性金融资产 / %	0.13	0.13	0.13	0.17	0.25	0.36
发放贷款及垫款净额 / %	0.07	0.04	0.08	0.08	0.08	0.06
可供出售金融资产净额 / %	0.39	1.16	1.70	1.94	1.89	1.79
投资性房地产净额 / %	0.91	0.95	0.91	0.89	1.01	1.15
金融资产占总资产的平均比例 / %	4.08	4.47	5.21	5.74	6.01	6.35
金融资产占货币资金的平均比例 / %	41.62	48.62	53.75	58.94	61.31	72.02
金融资产占流动资产的平均比例 / %	10.31	11.62	13.69	14.90	14.95	15.98

注：为提高不同比例之间的可比性，表 3 保留两位小数。

主营业务关键词分布表

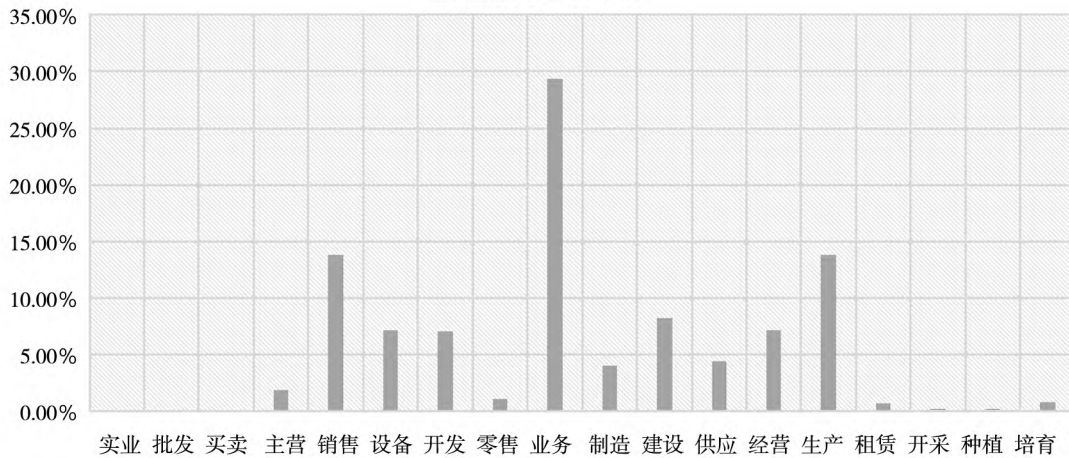


图 1 主营业务关键词分布图

Fig. 1 Distribution of business keywords

研发创新关键词分布表

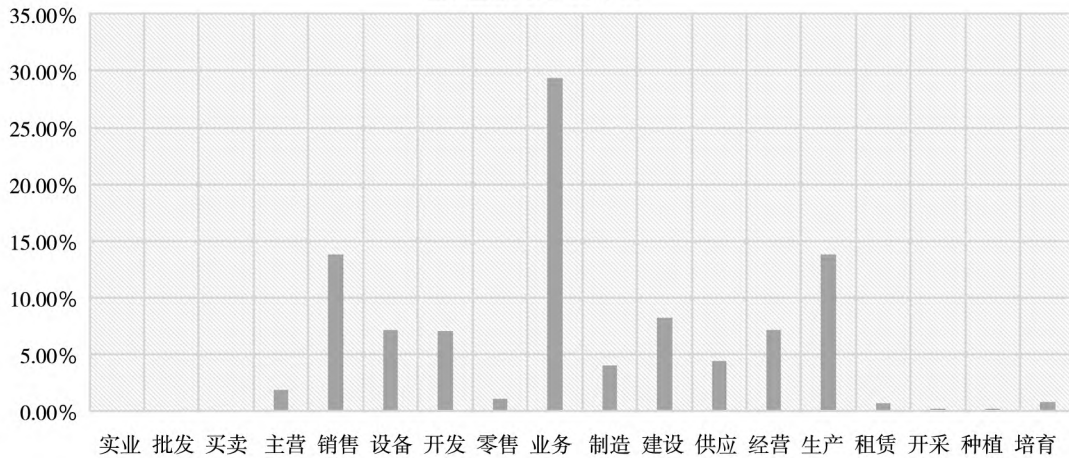


图 2 研发创新关键词分布图

Fig. 2 Distribution of research and development keywords

<sup>⑤</sup> 持有至到期投资净额项目得具体数字分别为 0.002% ; 0.002% ; 0.002% ; 0.001% ; 0.002% ; 0.001% .

表 4 Panel A 列出了本研究主要变量的描述性统计结果,其中  $Fin$  为企业金融化程度,其均值为 5.7%,标准差为 0.08。由于货币资金占企业总资产的比例大,故如表 4 Panel A 所示,有无货币资金的企业金融化程度相差甚大,且不同企业金融化程度也有明显的差距。在解释变量方面,可以看到  $\ln Number$  的均值为 2.11,标准差为 1.71,即平均一个企业会接受 7 个机构投资者的实地调研;且最小值为 0,最大值为 5.38,表明企业所接受的实地调研的机构数最少为 0,最多为 216,不同企业之间存在较大差异。 $\ln Frequency$ <sup>⑥</sup> 的均值为 1.14,且最小值为 0,最大值为 3.37,表明企业实地调研的平均次数为 2 次,最少为 0 次,最多为 28 次。这显示企业通常在同一年中接待不同的机

构代表。在控制变量方面,不同企业在企业规模 ( $Size$ )、营业收入增速 ( $Growth$ )、经营资产收益 ( $ROA$ ) 等方面均存在差异性。

表 4 Panel B 列出了被解释变量与解释变量之间相关系数的检验结果,左下角为 Pearson 相关系数,右上角为 Spearman 相关系数。 $Fin$ 、 $Fin2$  与  $\ln Number$  均在 1% 的显著水平上呈负相关,符合预期。最后,本研究基于企业是否接受机构投资者实地调研对样本进行分组,进行均值和中位数检验。表 4 Panel C 报告了分组后各主要变量的检验结果。其中,被机构投资者实地调研的企业,其金融化均值程度下降了 1 个百分点,中位数下降了 0.8 个百分点,且都在 1% 的水平上显著,初步验证了机构调研与企业金融化的负相关关系。

表 4 主要变量的描述性统计

Table 4 Main variable descriptive statistics

Panel A: 描述性统计						
变量	观测值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
$Fin$	9 562	0.057	0.083	0.024	0.000	0.445
$Fin2$	9 562	0.056	0.082	0.024	0.000	0.441
$Fin3$	9 562	0.205	0.134	0.171	0.025	0.655
$Fin4$	9 562	0.226	0.142	0.190	0.031	0.714
$\ln Number$	9 562	2.114	1.705	2.303	0.000	5.384
$\ln Frequency$	9 562	1.141	0.960	1.099	0.000	3.367
$Size$	9 562	21.948	1.104	21.819	19.863	25.383
$Growth$	9 562	0.146	0.304	0.124	-0.782	1.364
$SOE$	9 562	0.235	0.424	0.000	0.000	1.000
$Age$	9 562	16.439	5.418	16.000	6.000	30.000
$CF$	9 562	0.040	0.068	0.039	-0.167	0.227
$LEV$	9 562	0.393	0.199	0.379	0.051	0.857
$ROA$	9 562	0.037	0.062	0.037	-0.276	0.186
$Mshare$	9 562	13.577	6.656	16.745	0.000	20.275
$Duality$	9 562	0.313	0.464	0.000	0.000	1.000
$Top1$	9 562	3.385	0.452	3.408	2.194	4.255
$GDP$	9 562	0.083	0.022	0.083	0.001	0.121
$Invest$	9 562	0.778	0.038	0.781	0.717	0.819
$M2$	9 562	0.108	0.021	0.110	0.081	0.136
Panel B: Pearson 和 Spearman 相关系数						
	$Fin$	$\ln Number$		$\ln Frequency$		
$Fin$	1	-0.029***		-0.049***		
$\ln Number$	-0.060***	1	0.893***			
$\ln Frequency$	-0.060***	0.886***	1			

⑥ 实地调研频率变量  $\ln Frequency$  衡量方式为: 实地调研次数 =  $\ln(\text{企业当年接待机构投资者实地调研次数} + 1)$ 。在一次调研中,会出现多家机构投资者共同参与的情况,因而调研人数的均值会大于调研次数的均值。

续表 4

Table 4 Continues

Panel C: 基于是否被机构投资者实地调研分组的单变量分析								
	未接受调研(1)			接受调研(2)			(1) - (2)	
	观察值	均值	中位数	观察值	均值	中位数	均值之差	中值之差
<i>Fin</i>	2 841	0.065	0.031	6 721	0.054	0.023	0.011***	26.261***
<i>Size</i>	2 841	21.768	21.685	6 721	22.024	21.890	-0.255***	53.548***
<i>Growth</i>	2 841	0.090	0.072	6 721	0.170	0.145	-0.081***	160.994***
<i>SOE</i>	2 841	0.294	0.000	6 721	0.211	0.000	0.084***	77.776***
<i>Age</i>	2 841	17.916	18.000	6 721	15.815	15.000	2.101***	215.539***
<i>CF</i>	2 841	0.033	0.033	6 721	0.043	0.042	-0.010***	26.722***
<i>LEV</i>	2 841	0.415	0.395	6 721	0.384	0.372	0.032***	12.981***
<i>ROA</i>	2 841	0.015	0.023	6 721	0.046	0.043	-0.030***	324.515***
<i>Mshare</i>	2 841	11.663	14.225	6 721	14.387	17.284	-2.724***	253.153***
<i>Duality</i>	2 841	0.282	0.000	6 721	0.327	0.000	-0.045***	18.796***
<i>Top1</i>	2 841	3.364	3.391	6 721	3.393	3.422	-0.029***	18.653***
<i>GDP</i>	2 841	0.081	0.082	6 721	0.084	0.084	-0.004***	18.742***
<i>Invest</i>	2 841	0.770	0.781	6 721	0.782	0.798	-0.012***	150.011***
<i>M2</i>	2 841	0.104	0.090	6 721	0.110	0.110	-0.006***	80.162***

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表  $p < 0.01$   $p < 0.05$   $p < 0.10$ 。

### 3.2 实证结果与分析

表 5 报告了本研究核心假设的实证结果。表 5 列(1)为单变量回归、列(2)控制了企业层面变量、列(3)进一步加入宏观层面变量。 $\ln Number$  的回归系数均在 5% 的水平上显著为负,表明被机构投资者实地调研数量越多的企业,其金融化程度越低。以加入了所有控制变量的列(3)为准,从

经济意义上来看,平均而言  $\ln Number$  每增加 1 个标准差, $Fin$  降低 0.21(0.0012  $\times$  1.71) 个百分点,即企业被机构投资者实地调研的个数每增加 4.53( $\exp(1.71) - 1$ ),企业的金融化程度便下降 0.21 个百分点,这相当于样本均值的 3.5% (0.21% / 0.06)。基准回归结果初步支持了机构投资者实地调研会显著降低企业金融化水平的假设 1。

表 5 机构投资者实地调研对企业金融化的影响

Table 5 The impact of institutional investors' site visits on corporate financialization

变量	(1)	(2)	(3)	变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>		<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
$\ln Number$	-0.002*** (0.001)	-0.001** (0.001)	-0.001** (0.001)	<i>Mshare</i>		-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
<i>Size</i>		-0.011*** (0.003)	-0.011*** (0.003)	<i>Duality</i>		0.002 (0.003)	0.002 (0.003)
<i>Growth</i>		-0.012*** (0.002)	-0.012*** (0.002)	<i>Top1</i>		-0.005 (0.006)	-0.005 (0.006)
<i>SOE</i>		0.003 (0.010)	0.003 (0.010)	<i>GDP</i>			0.055 (0.037)
<i>Age</i>		-0.001 (0.006)	-0.001 (0.006)	<i>Invest</i>			0.037* (0.021)
<i>CF</i>		-0.002 (0.012)	-0.002 (0.012)	<i>M2</i>			-0.884* (0.512)
<i>LEV</i>		0.024** (0.010)	0.024** (0.011)	常数项	0.042*** (0.002)	0.303*** (0.107)	0.388** (0.174)
<i>ROA</i>		-0.016 (0.016)	-0.016 (0.016)	企业/年份固定效应	Y	Y	Y
				<i>N</i>	9 562	9 562	9 562
				<i>R</i> <sup>2</sup>	0.087	0.104	0.104

注: 1) \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1% , 5% 和 10% 的水平上显著; 2) 括号中报告了企业聚类标准误, 下表同。

### 3.3 影响机制检验

#### 1) 主营收入增长机制

机构投资者通过实地调研,了解企业经营现状和发展潜力,从而就主营产品生产、市场定位等关键环节提供专业咨询和建议。这有助于企业优化其主营业务,更精准地把握市场需求。同时,机构投资者的实地调研也能起到有效的监督作用,推动企业合理配置资金。这种监督和指导能够帮助企业提升主营业务收入,减轻企业对金融资产收益的依赖。

本研究使用 *Coreper* 衡量企业的主营业务收入增长率,结果如表 6 列(1)所示,机构投资者实地调研促进了企业主营业务收入的增加。此外,表 6 列(2)结果表明当企业主营业务收入增长时,企业的金融化程度降低。这也就验证了机构投资者

通过实地调研充分发挥其治理作用,降低企业依靠金融产品利润的程度。表 6 列(3)中同时加入了 *Coreper* 和 *ln Number* 对企业金融化进行回归,结果显示主营业务收入增长率(*Coreper*)的系数在 1% 的水平上显著为负,证实了影响机制的稳健性。

研究进一步运用文本分析构建的变量检验了涉及企业主营业务议题内容的影响。结合主营业务关键词列表,构建了机构投资者的主营业务关注(*business\_question*)、企业的主营业务相关答复(*business\_answer*)及其加总的议题重视程度(*business\_all*)。表 6 列(4)~列(6)的结果显示,主营业务相关的文本变量的系数显著为负。具体而言,机构投资者通过对主营业务关注、提问并提供可能的建议,有利于促进企业扎根主业并改善主业经营,支持了假设 2。

表 6 机构投资者实地调研对企业营业收入的影响

Table 6 Institutional investors' site visits on the impact of business income

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Coreper</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
	全样本	全样本	全样本	全样本	全样本	全样本
<i>ln Number</i>	0.014*** (0.005)		-0.001** (0.001)			
<i>Coreper</i>		-0.007*** (0.002)	-0.007*** (0.002)			
<i>Business_question</i>				-0.014*** (0.005)		
<i>Business_answer</i>					-0.002** (0.001)	
<i>Business_all</i>						-0.002** (0.001)
常数项	-7.182*** (0.873)	0.409** (0.174)	0.393** (0.175)	0.451*** (0.173)	0.451*** (0.173)	0.451*** (0.173)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y
企业/年份 固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	9 562	9 562	9 562	9 562	9 562	9 562
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.122	0.102	0.103	0.099	0.099	0.099

#### 2) 研发创新引导机制

实地调研促进企业研发创新的基本逻辑是:机构投资者通过实地调研为企业提供了更多的有关产品研发、技术创新等方面的咨询和建议,稳定研发投入,减少将研发投入转为金融资产的现象。

由于创新产出成果受到诸多外部因素的影响,因此本研究选择对数化企业研发支出(*ln RD*)作为衡量企业研发投入行为的指标。

如表 7 列(1)所示,与本研究预期相符合,实地调研促进了企业研发投入,表 7 列(2)的结果

表明企业对研发投入的增加,降低了企业的金融化行为。表7列(3)将  $\ln RD$  和  $\ln Number$  同时加入模型中,结果表明  $\ln RD$  系数在1%的水平上显著为负,证实了创新研发这一机制的存在。

本研究进一步验证了实地调研过程中具体涉及创新研发这一议题重视程度的影响。结合创新研发关键词列表,构建投资者的创新研发关注度 ( $RD\_question$ )、企业的主营业务回应 ( $RD\_an-$

$swer$ ) 及两项加总的议题重视程度 ( $RD\_all$ ),并检验其对企业金融化水平的影响。表7列(4)~列(6)的结果显示,研发投入文本分析变量系数显著为负,表明实地调研中对企业创新研发的关注能有效降低企业的金融化水平。机构投资者在实地调研过程中,能够帮助企业优化创新研发策略,因此减少将研发投入转为金融资产配置的情况,支持了假设3。

表7 机构投资者实地调研对企业研发投入的影响

Table 7 Institutional investors' site visits on the impact of R&D investment

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$\ln RD$	$Fin$	$Fin$	$Fin$	$Fin$	$Fin$
	全样本	全样本	全样本	全样本	全样本	全样本
$\ln Number$	0.035 *** (0.006)		-0.001 (0.001)			
$\ln RD$		-0.005 ** (0.002)	-0.005 ** (0.002)			
$RD\_question$				-0.031 ** (0.014)		
$RD\_answer$					-0.004 *** (0.001)	
$RD\_all$						-0.003 *** (0.001)
常数项	5.121 *** (1.200)	0.159 (0.099)	0.150 (0.101)	0.456 *** (0.174)	0.452 *** (0.174)	0.452 *** (0.174)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y
企业/年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
$N$	6 622	6 622	6 622	9 562	9 562	9 562
$R^2$	0.425	0.119	0.120	0.099	0.099	0.099

质性影响。

#### 1) 考虑 CEO 金融背景的影响

具有金融工作经历的 CEO,能以较低的风险获得金融投资上的高收益<sup>[13]</sup>。且在这类企业中,金融化不一定会给实体经营带来负面影响<sup>⑦</sup>。故理论上,机构投资者实地调研对具有金融背景的 CEO 所在公司的金融化行为的治理作用相对较弱<sup>⑧</sup>。结果如表8列(1)和列(2)所示,当企业 CEO 没有金融背景时,机构调研会显著地抑制了

## 4 进一步研究

### 4.1 异质性分析

机构投资者实地调研的治理效应在一定程度上受被调研企业特征的影响。当企业对外部咨询的需求较低或者治理结构更为完善时,机构投资者的实地调研所能产生的治理效应预期会有所减弱。鉴于此,在基准回归的基础上,研究分别从三个维度考虑投资者实地调研对企业治理效应的异

⑦ 本研究描述性统计数据显示,CEO 具有金融背景的企业,其主营业务增长率和企业金融化的平均水平更高,结果备索。

⑧ CEO 个人背景数据来自国泰安数据库。CEO 金融背景是指 CEO 曾在政策性银行、商业银行、投资银行、金融监管部门、基金管理公司、保险公司、交易所、证券公司、证券登记结算公司、期货公司、信托公司、投资管理公司和其他金融机构担任职位。

企业金融化行为。但是两组间系数差异不显著,这可能是由于在金融背景 CEO 的企业组别中,样本数量相对较少(581个)所致。同时,具有金融背景 CEO 的企业同样也可能有向机构咨询的需求,从而引致组间差异不显著。为了更好地揭示机构调研治理的异质性,本研究进一步从公司治理的差异展开分析。

## 2) 考虑两职兼任的影响

管理层攫取私利是机会主义投资的重要诱因。两职兼任的企业中,高管利用金融化以进行投机更为便利。而外部机构投资者的咨询和监督作用则能有效地缓解这一现象。为此,本研究将样本分为董事长与总经理是否两职兼任的两个子样本

进行回归。结果如表 8 列(3)和列(4)所示,机构实地调研对企业金融化行为的治理作用在两职兼任的样本中更为显著。

## 3) 考虑企业产权性质的影响

民营企业与国有企业在金融资产配置上存在差异。由于缺少严格规范,相对于国有企业,民营企业经理人出于绩效考核压力,往往偏好于利用投资金融资产的方法来储备流动性以及获得超额收益。<sup>[55]</sup>因此,本研究将总样本分为民营企业与国有企业进行回归。结果如表 8 列(5)和列(6)所示,在民营企业样本中,机构投资者会显著地抑制金融化行为。

表 8 机构投资者实地调研对企业金融化影响的异质性分析

Table 8 Heterogeneity analysis of the impact of institutional investors' site visits on corporate financialization

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
	CEO 无金融背景	CEO 有金融背景	两职兼任	非两职兼任	民营企业	国有企业
ln Number	-0.001** (0.001)	0.001 (0.002)	-0.002** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.002** (0.001)	0.001 (0.001)
常数项	0.258** (0.128)	1.362*** (0.367)	0.581** (0.239)	0.486** (0.199)	0.518* (0.285)	0.639** (0.257)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y
企业/年份 固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	8 981	581	2 995	6 567	7 311	2 251
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.105	0.178	0.127	0.097	0.129	0.063
系数差异 <i>P</i> 值	0.932		0.015		0.007	

注: 经验 *P* 值用于检验组间调整系数差异的显著性,通过交互项模型的 Chow 检验估计结果计算得到。

## 4.2 经济后果检验

根据前文分析,机构投资者可以通过引导企业主业增长与增加研发投入以降低企业金融化水平,而这最终有利于企业长远发展。为了证实上述可能,在公司绩效方面,采用下一年 *ROA* 衡量未来绩效;而在股东福利方面,采用下一年企业股票日收益率的年度标准差 *Risk* 衡量风险承担水平。结果如表 9 所示。表 9 列(1) *ln Number* 系数在 1% 水平上显著为正,表 9 列(2) 在考虑了金融化

*Fin* 影响后, *ln Number* 系数仍然显著为正,系数变化较小,且两者对 *ROA* 的总效应为正,揭示了机构调研引导企业“脱虚返实”对未来绩效的积极影响。表 9 列(3) *ln Number* 系数在 5% 水平上显著为正,表 9 列(4) 在考虑了金融化 *Fin* 对风险承担负面影响后, *ln Number* 系数仍然显著为正,同时机构调研与金融化对风险承担的总效应为正,揭示了机构调研引导企业“脱虚返实”对未来风险承担的积极影响。

表9 机构投资者实地调研对企业未来绩效、风险承担的影响

Table 9 The impact of institutional investors' site visits on future performance and risk taking

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>F. ROA</i>	<i>F. ROA</i>	<i>F. Risk</i>	<i>F. Risk</i>
<i>ln Number</i>	0.003 *** ( 0.001 )	0.003 *** ( 0.001 )	0.000 ** ( 0.000 )	0.000 ** ( 0.000 )
<i>Fin</i>		-0.051 ** ( 0.024 )		-0.001 ( 0.002 )
常数项	0.664 *** ( 0.145 )	0.684 *** ( 0.147 )	0.083 *** ( 0.012 )	0.083 *** ( 0.012 )
控制变量	Y	Y	Y	Y
企业/年份固定效应	Y	Y	Y	Y
<i>N</i>	9 562	9 562	9 547	9 547
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.100	0.101	0.748	0.748

注: 1) \*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%, 5% 和 10% 的水平上显著; 2) 括号中报告了企业聚类标准误, 下表同。

## 5 内生性问题与稳健性检验

### 5.1 内生性问题处理

为缓解可能的内生性问题, 本部分将从遗漏解释变量、样本选择偏误、逆向因果方面进行实证检验。

1) 遗漏变量: 在可观测的遗漏变量层面, 机构投资者持股会对企业治理产生影响。同时, 出于股东的义务, 机构更可能对企业进行频繁的实地调研以获取企业真实信息。<sup>⑨</sup>因此, 本研究将机构投资者持股 (*Insholding*) 纳入控制变量中, 以缓解可能的遗漏变量问题。结果如表 10 列 (1) 所示, 依然稳健。此外, 交易所的问询函可能引发利益相关者对被问询企业的关注, 影响企业的投资决策。监督制度的完善, 会引导市场主体更积极履职。借鉴陈运森等<sup>[59]</sup>的做法, 本研究进一步控制是否收到证券交易所问询函的二值变量 (*Enquiry*) 衡量。结果如表 10 列 (2) 所示, 依然稳健。此外, 本研究分别加入了分析师预测精度指标 (*Deps*) 以及审计师是否为四大事务所 (*Big4*) 指标, 以控制信息环境变量给本研究结论带来的影响。回归结果如表 10 列 (3) 和列 (4) 所示: 在考虑了各可能影响因素后, *ln Number* 的系数仍在 5% 的水平上显著为负, 且

系数基本不变, 证明了本研究结论的稳健性。

在不可观测遗漏变量层面, 本研究虽然考虑了年份 - 企业双向固定效应, 但仍可能存在偏误。中国不同地区和行业存在丰富差异并且动态变化, 借鉴陈运森等<sup>[60]</sup>的做法, 本研究引入地区与年份的交互项和行业与年份的交互项, 以控制时变的地区和行业特征, 从而缓解地区和行业层面的遗漏变量问题。如表 10 列 (5) 所示, 在进一步加入地区与年份、行业与年份的交互项后, *ln Number* 的系数仍在 5% 的水平上显著为负, 结果依然稳健。此外, 对表 10 列 (1) 至列 (4) 的回归均控制地区和年份、行业和年份的交互固定效应时, 结果依然稳健, 进一步验证了基准回归的结论。

2) 样本自选择: 为解决样本选择偏误的问题, 本研究采用倾向得分匹配法进行稳健性测试。步骤如下: 首先, 由于本研究中未被调研的样本量相对较少, 故将未被调研的样本量作为处理组, 被调研的样本作为对照组。其次, 以企业规模 (*Size*)、经营增长率 (*Growth*)、企业性质 (*SOE*)、企业年龄 (*Age*)、净现金流 (*CF*)、杠杆率 (*LEV*)、经营资产收益率 (*ROA*)、高管持股 (*Mshare*)、两职兼任 (*Duality*)、第一大股东持股 (*TOP1*)、经济增长率 (*GDP*) 为特征变量逐年进行 Logit 回归并

⑨ 通过对调研数据分析可知: 进行调研的机构类型有基金、投资公司、私募、券商等。其中, 既包括已持股进行后续调研的机构投资者也包括非持股进行投资前价值判断的机构投资者。

计算倾向得分值<sup>⑩</sup>。再次,基于倾向得分值进行1比4的近邻匹配。在逐年匹配时,部分处理组样本无法成功匹配上对照组样本,因此不被包含在最终样本内。经过以上处理步骤后,最终获得了

6 844 个观测值。由表 11 列(1)可知,在匹配后样本的回归中,ln Number 的估计系数依然显著为负,证明了机构投资者实地调研对企业金融化的治理作用<sup>⑪</sup>。

表 10 内生性处理 - 遗漏变量

Table 10 Addressing endogeneity: Omitted variable

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
ln Number	-0.001** (0.001)	-0.001** (0.001)	-0.001** (0.001)	-0.001** (0.001)	-0.001** (0.001)
Insholding	-0.000 (0.000)				
Enquiry		0.004*** (0.002)			
Deps			0.003** (0.001)		
Big4				0.011 (0.010)	
常数项	0.389** (0.174)	0.379** (0.173)	0.370** (0.173)	0.395** (0.174)	0.518*** (0.184)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y
企业/年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y
省 - 年固定效应	N	N	N	N	Y
行业 - 年固定效应	N	N	N	N	Y
<i>N</i>	9 562	9 562	9 562	9 562	9 562
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.104	0.105	0.106	0.105	0.138

3) 逆向因果: 实地调研与企业金融化的负相关关系,也有可能是因为金融化程度低的企业更容易吸引机构投资者进行实地调研。故本研究采用工具变量的方法缓解逆向因果问题。参考 Nunn 和 Qian<sup>[61]</sup>的做法,本研究选取一年内同行业其它公司所接受的机构实地调研的平均数量(与行业变化有关)和办公所在地级市年空气质量指数为良以上(即小于 100)的天数比例(与地区和时间变化有关)的交互项 *Ins\_LAQI* 作为实地调研的工具变量进行回归<sup>⑫</sup>。首先空气质量的改善,会提高机构进行实地调研的可能性,从而满足相关性要求。其次,当年空气质量指数低于 300 的天数作为天气现象,难以直接影响企业内部的金融资产配

置决策。同时,同行业其他公司的均值则是现有研究中的常见工具变量。

如表 11 结果所显示,表 11 列(2)为第一阶段回归,可知 *Ins\_LAQI* 与 ln Number 在 1% 水平上显著正相关,符合预期。其次,由弱工具变量检验的 Cragg-Donald Wald F 值为 224.47,可以拒绝存在弱工具变量的原假设。表 11 列(3)为第二阶段结果,ln Number 仍在 1% 的水平上与 *Fin* 显著负相关。而由于某些行业的公司数量较少,单个公司对整个行业的影响可能较大,故为了减少个别企业对行业的影响,使工具变量更加外生,本研究进一步剔除同行业公司数量小于 40 的样本,缓解企业对行业的影响。表 11 列(4)为剔除样本后的第一阶

⑩ 由于逐年进行倾向得分匹配,全社会固定资产投资状(*Ininvest*)和货币供应增长率(*M2*)在某一年内对所有企业来说都取值相同,因此在计算 logit 得分时,这两个变量会因为共线性被遗漏,在选取协变量时不包含这两个变量。

⑪ 此外,本研究对对每年成功匹配的样本进行了平衡性检验,发现处理组和对照组的协变量取值在匹配后不存在显著差异。为了进一步验证倾向得分匹配方法的稳健性,采用了多种匹配方法,例如 1:1 近邻匹配、半径匹配和核匹配,结果依然稳健。结果备索。

⑫ 根据中国《环境空气质量指数 AQI 技术规范》,当空气质量大于 100 时,健康人群运动耐受力降低,应减少户外活动。

段结果  $Ins\_LAQI$  与  $\ln Number$  在 1% 水平上显著相关, 符合预期. 表 11 列(5) 显示了剔除样本后的第二

阶段结果,  $\ln Number$  在 5% 的水平上与  $Fin$  显著负相关. 在使用工具变量后, 主要结论依然成立.

表 11 内生性处理 - 倾向得分匹配与工具变量的回归结果

Table 11 Regression results of endogeneity issues-PSM and IV

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	$\ln Number$	$\ln Number$	$Fin$	$\ln Number$	$Fin$
	倾向得分匹配	IV 第一阶段	IV 第二阶段	IV 第一阶段	IV 第二阶段
$Ins\_LAQI$		1.276*** (0.214)		2.112*** (0.389)	
$\ln Number$	-0.001* (0.001)		-0.029*** (0.009)		-0.017* (0.009)
常数项	0.389* (0.209)	-9.910*** (2.249)	0.233 (0.273)	-10.148*** (2.607)	0.218 (0.313)
控制变量	Y	Y	Y	Y	Y
企业/年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y
$N$	6844	7865	7865	5558	5558
$R^2$	0.089	0.136		0.156	

## 5.2 稳健性检验

### 1) 更换解释变量与被解释变量的定义

参考 Cheng 等<sup>[9]</sup>的做法, 使用企业在一年内所接待机构投资者实地调研的次数 ( $\ln Frequency$ ) 代替机构数量. 表 12 Panel A 列(1) 回归结果显示, 在改变解释变量的度量方式后, 回归结果依然稳健. 本研究借鉴宋军和陆旻<sup>[54]</sup>, 对非货币金融资产进行了重新定义, 计算出新的金融化程度指标 ( $Fin2$ ). 同时, 采用王春峰等<sup>[56]</sup>, 张成思和刘贯春<sup>[57]</sup>的做法, 对广义的金融资产计算出新的金融化程度 ( $Fin3$ 、 $Fin4$ ). 从表 12 Panel A 列(2) ~ 列(4) 可以看到, 在不包含货币资金的金融化指标 ( $Fin2$ ) 中回归依然在 5% 的水平上显著负相关. 然而在  $Fin3$ 、 $Fin4$  中, 这种关系则变为显著正相关.

对此差异, 本研究进行了进一步的分析. 从表 3 中可知, 货币资金比例最高, 因此实地调研对  $Fin3$ 、 $Fin4$  这两个金融化指标的作用很大程度可以被货币资金所解释; 其次, 企业的货币资金主要包括企业库存现金、短期银行存款、保证金等, 多为无风险资产. 从理论来说, 由于货币资金的流动性与生产性, 企业持有货币资金更多是一种预防性的储蓄行为而非投机性行为; 最后, 本研究机制认为机构实地调研会促进企业的经营生产、研发投入, 故企业倾向于持有更多的具有高度流动性

的现金资产以服务于常规经营活动. 如前所述, 机构投资者实地调研对企业所持有的货币资金是显著的促进作用, 并且这种影响导致了实地调研对  $Fin3$ 、 $Fin4$  的正向效果. 如表 12 Panel B 列(1) 所示,  $\ln Number$  与货币资金在 1% 的水平上显著正相关. 与上文分析相符, 实地调研增加了企业的现金持有, 从而解释了  $Fin3$ 、 $Fin4$  回归中的系数问题. 为了进一步验证, 本研究对表 3 中比例较大的长期股权投资在总资产中的占比进行回归. 结果如表 12 Panel B 列(2) 所示, 与张成思和刘贯春<sup>[57]</sup>的研究一致,  $\ln Number$  与长期股权投资在 1% 的水平上显著负相关. 由于股权是企业对其它企业的权益性投资, 故能直观反映的企业套利动机, 上述结果验证了机构调研的治理作用.

### 2) 剔除行业调研比例过高或过低样本、剔除无调研企业的样本

上文表 2 中某些行业调研比例较高或较低可能是受到其它与行业相关因素的影响. 因此, 本部分剔除掉调研比例最高的建筑行业 and 调研比例低的教育、居民服务、住宿和餐饮业. 表 12 Panel B 列(3) 的回归结果显示, 在剔除掉接受调研比例过低与过高的行业之后, 本研究的结论依然不变. 其次, 为了观察机构投资者实地调研地净效应,

本研究借鉴王珊<sup>[16]</sup>剔除了没有接受机构投资者实地调研的企业 - 年度观测值, 结果如表 12

Panel B 列 (4) 所示,实地调研的系数仍显著为负.

3) 行业均值调整

由于中国上市公司存在比较显著的资本结构行业均值调整,故本研究对企业金融化变量采用行业均值进行调整后回归.结果如表 12 Panel C 列(1)显示,在减轻行业层面因素影响后,回归结果依然稳健.

4) 剔除办公地与注册地不一致样本

机构投资者通常前往企业的办公地进行实地考察.为了缓解企业注册地与办公地不同所带来的影响,本研究手动整理了上市公司的办公地址,将其匹配到数据中,从而剔除注册地与办公地不一致的企业样本.结果如表 12 Panel C 列(2)所显示,lnNumber 的系数仍在 5% 的水平上为负,且大小基本不变.

5) 去除卖空标的样本

卖空投资者进行调研的目的在于揭示公司的潜在隐患,进而做空股票.因此,以寻找卖空机会为目的的机构投资者调研可能会对本研究结论会产生影响,为了更好地识别机构调研的治理作用,本研究从总样本中去掉在样本期间内加入过融资融券标的企业名单,再进行回归.结果如表 12 Panel C 列(3)所示,ln Number 的系数仍在 5% 的水平上为负.

6) 将年度数据更改为季度数据

考虑到金融资产的流动性较高,企业可以根据现实情况快速调配金融市场,故借鉴张成思等<sup>[10,57]</sup>的做法,本研究将基础回归中的年度数据调整为季度数据.同时,为了减少可能内生性影响,本研究也考虑了机构投资者实地调研滞后一期的回归.结果如表 12 Panel D 所示,本研究结论依然稳健,进一步证明了机构调研引导企业“脱虚返实”.

表 12 稳健性分析的回归结果

Table 12 Regression results of robustness analysis

Panel A: 更换变量				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Fin</i>	<i>Fin2</i>	<i>Fin3</i>	<i>Fin4</i>
ln Number		-0.001** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.001)
ln Frequency	-0.002* (0.001)			
常数项	0.393** (0.175)	0.393** (0.173)	0.035 (0.226)	0.394 (0.262)
控制变量	Y	Y	Y	Y
企业/年份固定效应	Y	Y	Y	Y
N	9 562	9 562	9 562	9 562
R <sup>2</sup>	0.104	0.104	0.102	0.094
Panel B: 金融资产与剔除样本				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	货币资金	长期股权投资	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
ln Number	0.004*** (0.001)	-0.001*** (0.000)	-0.001** (0.001)	-0.001* (0.001)
常数项	0.178 (0.220)	0.200* (0.111)	0.381** (0.181)	0.244 (0.185)
控制变量	Y	Y	Y	Y
企业/年份固定效应	Y	Y	Y	Y
N	9 562	9 562	9 290	6 721
R <sup>2</sup>	0.161	0.042	0.106	0.120

续表 12

Table 12 Continues

Panel C: 行业均值调整、剔除注册地与办公地不一致样本、卖空调整			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Fin_ind</i>	<i>Fin</i>	<i>Fin</i>
<i>ln Number</i>	-0.017* ( 0.009 )	-0.001* ( 0.001 )	-0.001** ( 0.001 )
常数项	4.571 ( 3.101 )	0.326* ( 0.173 )	0.382* ( 0.198 )
控制变量	Y	Y	Y
企业/年份固定效应	Y	Y	Y
<i>N</i>	9 562	9 094	7 306
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.025	0.106	0.099
Panel D: 年度数据更换为季度数据			
变量	(1)	(2)	
	<i>Fin_Q</i>	<i>Fin_Q</i>	
<i>ln Number_Q</i>	-0.001*** ( 0.000 )		
<i>ln Number_Q_lag</i>		-0.001*** ( 0.000 )	
常数项	0.340** ( 0.144 )	0.361*** ( 0.139 )	
控制变量	Y	Y	
企业/季度固定效应	Y	Y	
<i>N</i>	38 230	35 865	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.083	0.081	

## 6 结束语

本研究利用深交所上市公司机构调研信息和调研内容详细文本,实证检验了机构投资者实地调研对企业金融资产配置的影响并通过文本具体刻画了机构调研的可能作用。结果发现,机构投资者实地调研的增加会降低企业金融化程度。结合调研详细内容的文本分析,本研究梳理了具体的影响渠道:机构实地调研可以发挥主营业务改善效应与创新研发促进效应,缓解了企业对金融产品的依赖,最终降低了企业金融化程度。这也揭示了机构投资者起到的治理作用。进一步研究则发现了治理效应存在多维度的异质性。最终,机构调研对金融化的治理效应有利于改善公司未来业绩与促进公司风险承担。竞争性解释的排除与稳健性检验表明了实证结果的可靠性。

本研究的结论具有如下管理启示与政策建议:首先,作为企业重要的外部治理者,机构投资者可以更积极地与上市公司进行互动,如参与投资者会议和进行实地调研等。机构投资者可以通过与管理者的面对面交流、实地考察企业的生产运营、了解企业未来的发展规划等方式来获取企业的特质信息,降低信息不对称程度。在此基础上,投资者应该积极发挥自身的信息收集优势和专业分析能力,从而增强金融服务于实体经济的能力。此外,机构投资者可以提高调研行为的持续性,尝试建立调研活动常态化的机制,多开展持续性追踪,也有利于自身投资收益稳定化。

其次,作为企业管理者,应当和机构投资者保持良好互动,认真对待投资者的提问,积极吸取机构的有用建议。企业可以利用实地调研的契机,与机构投资者建立沟通桥梁,增进投资者的信任。企业接受机构实地调研,有助于增强投资者与潜在

投资者的信心,形成提高公司质量的合力.特别是对于没有相关金融背景的高管和信息渠道较窄的企业,遇到经营和投资难点时,也可以向机构投资者咨询相关的专业意见.

第三,作为监管部门,政府和证券市场监管部门在鼓励机构投资者积极参与治理的同时,可以进一步完善上市公司投资者关系管理及相关披露规则,规范相关披露行为,提高信息透明度.目前

深交所对上市公司的投资者访问情况提出了明确、具体披露要求.但尚未要求上市公司第一时间披露投资者访问情况,为部分机构投资者利用私有信息进行套利留下了空间.因此,监管部门与交易所可以适时引导和推动上市公司进一步提高机构调研信息披露的透明度,完善机构实地调研信息披露的具体内容,提高投资者访问信息披露的及时性和有效性.

### 参考文献:

- [1] Epstein G A , Jayadev A. The rise of rentier incomes in OECD countries: Financialization , central bank policy and labor solidarity [J]. *Financialization and The World Economy* , 2005 , ( 39 ) : 46 - 74.
- [2] 程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究 [J]. *管理世界* , 2006 , ( 9 ) : 129 - 136.  
Cheng Shuqiang. An empirical study on the relationship between institutional investors' shareholding and accounting surplus information of listed companies [J]. *Management World* , 2006 , ( 9 ) : 129 - 136. ( in Chinese )
- [3] 薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角 [J]. *经济研究* , 2009 , 44( 2 ) : 81 - 91 , 160  
Bo Xianhui , Wu Liansheng. The governance roles of state-owned controlling and institutional investors: A perspective of earnings management [J]. *Economic Research Journal* , 2009 , 44( 2 ) : 81 - 91 , 160. ( in Chinese )
- [4] 姚 颀, 刘志远. 机构投资者具有监督作用吗? [J]. *金融研究* , 2009 , ( 6 ) : 128 - 143.  
Yao Yi , Liu Zhiyuan. Do institutional investors have monitoring effect? [J]. *Journal of Financial Research* , 2009 , ( 6 ) : 128 - 143. ( in Chinese )
- [5] 潘 越, 戴亦一, 魏诗琪. 机构投资者与上市公司“合谋”了吗: 基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析 [J]. *南开管理评论* , 2011 , 14( 2 ) : 69 - 81.  
Pan Yue , Dai Yiyi , Wei Shiqi. Do institutional investors collude with listed companies: Analysis based on non-voluntary management turnover and selection of succession [J]. *Nankai Business Review* , 2011 , 14( 2 ) : 69 - 81. ( in Chinese )
- [6] 代昀昊, 孔东民. 机构投资者, 所有权性质与权益资本成本 [J]. *金融研究* , 2018 , ( 9 ) : 143 - 159.  
Dai Yunhao , Kong Dongmin. Institutional investors , ownership structure and cost of capital [J]. *Journal of Financial Research* , 2018 , ( 9 ) : 143 - 159. ( in Chinese )
- [7] Levit D. Soft shareholder activism [J]. *The Review of Financial Studies* , 2019 , 32( 7 ) : 2775 - 2808.
- [8] Han B , Kong D , Liu S. Do analysts gain an informational advantage by visiting listed companies? [J]. *Contemporary Accounting Research* , 2018 , 35( 4 ) : 1843 - 1867.
- [9] Cheng Q , Du F , Wang X , et al. Seeing is believing: Analysts' corporate site visits [J]. *Review of Accounting Studies* , 2016 , 21( 4 ) : 1245 - 1286.
- [10] 张成思, 张步县. 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 ) : 32 - 46.  
Zhang Chengsi , Zhang Butan. The falling real investment puzzle: A view from financialization [J]. *Economic Research Journal* , 2016 , ( 12 ) : 32 - 46. ( in Chinese )
- [11] 彭俞超, 韩 珣, 李建军. 经济政策不确定性与企业金融化 [J]. *中国工业经济* , 2018 , ( 1 ) : 137 - 155.  
Peng Yuchao , Han Xun , Li Jianjun. Economic policy uncertainty and corporate financialization [J]. *China Industrial Economics* , 2018 , ( 1 ) : 137 - 155. ( in Chinese )
- [12] 周泽将, 雷 玲, 李 鼎. 经济周期与企业金融化 [J]. *管理科学学报* , 2023 , 26( 7 ) : 17 - 31.  
Zhou Zejiang , Lei Ling , Li Ding. Business cycle and corporate financialization [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2023 , 26( 7 ) : 17 - 31. ( in Chinese )
- [13] 杜 勇, 谢 瑾, 陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化 [J]. *中国工业经济* , 2019 , ( 5 ) : 136 - 154.

- Du Yong, Xie Jin, Chen Jianying. CEO's financial background and the financialization of entity enterprises [J]. *China Industrial Economics*, 2019, (5): 136–154. (in Chinese)
- [14] Cheng Q, Du F, Wang B Y, et al. Do corporate site visits impact stock prices? [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2019, 36(1): 359–388.
- [15] 谭劲松, 林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据 [J]. *南开管理评论*, 2016, 19(5): 115–126, 138.
- Tan Jinsong, Lin Yuchen. The governance role of institutional investors in information disclosure: Evidence from institutional investors' corporate visits [J]. *Nankai Business Review*, 2016, 19(5): 115–126, 138. (in Chinese)
- [16] 王珊. 投资者实地调研发挥了治理功能吗? ——基于盈余管理视角的考察 [J]. *经济管理*, 2017, 39(9): 180–194.
- Wang Shan. Does site visit play a governance role?: A study on earnings management [J]. *Business Management Journal*, 2017, 39(9): 180–194. (in Chinese)
- [17] 李昊洋, 程小可, 姚立杰. 机构投资者调研抑制了公司避税行为吗? ——基于信息披露水平中介效应的分析 [J]. *会计研究*, 2018, (9): 56–63.
- Li Haoyang, Cheng Xiaoke, Yao Lijie. The site visit of institutional investors and corporate tax avoidance: Based on the mediating effects of information disclosure [J]. *Accounting Research*, 2018, (9): 56–63. (in Chinese)
- [18] Smith C W, Stulz R M. The determinants of firms' hedging policies [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985, 20(4): 391–405.
- [19] 刘贯春, 张成思, 刘进. 中国实体企业的金融化分层与投融资决策影响机制 [J]. *管理科学学报*, 2022, (4): 1–20.
- Liu Guanchun, Zhang Chengsi, Liu Jin. Financialization classifications and the impact mechanism of investment and financing decisions of real sector firms in China [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2022, (4): 1–20. (in Chinese)
- [20] Han S, Qiu J. Corporate precautionary cash holdings [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13(1): 43–57.
- [21] Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, et al. The determinants and implications of corporate cash holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 52(1): 3–46.
- [22] 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.
- [23] 解维敏. “脱虚向实”与建设创新型国家: 践行十九大报告精神 [J]. *世界经济*, 2018, (8): 3–25.
- Xie Weimin. Transformation from the fictitious economy into a real economy and construction of an innovative country: Understanding the spirit of the 19th CPC National Congress Report [J]. *The Journal of World Economy*, 2018, (8): 3–25. (in Chinese)
- [24] 刘贯春, 刘媛媛, 闵敏. 经济金融化与资本结构动态调整 [J]. *管理科学学报*, 2019, (3): 71–89.
- Liu Guanchun, Liu Yuanyuan, Min Min. Financialization and dynamic adjustment of capital structure [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2019, (3): 71–89. (in Chinese)
- [25] 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.
- Du Yong, Zhang Huan, Chen Jianying. The impact of financialization on future development of real enterprises' core business: Promotion or inhibition [J]. *China Industrial Economics*, 2017, (12): 113–131. (in Chinese)
- [26] 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, (10): 50–66.
- Peng Yuchao, Ni Xiaoran, Shen Ji. The effect of transforming the economy from substantial to fictitious on financial market stability: An analysis on stock price crash risk [J]. *Economic Research Journal*, 2018, (10): 50–66. (in Chinese)
- [27] 周弘, 张成思, 唐火青. 融资约束与实体企业金融化 [J]. *管理科学学报*, 2020, (12): 91–109.
- Zhou Hong, Zhang Chengsi, Tang Huoqing. Financial constraints and real sector firms' financialization [J]. *Journal of*

- Management Sciences in China ,2020 ,( 12) : 91 -109. ( in Chinese)
- [28]王 垒,曲 晶,赵忠超,等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J]. 管理世界, 2020 ,36( 7) : 132 -153.  
Wang Lei ,Qu Jing ,Zhao Zhongchao ,et al. Organizational performance aspiration gap and heterogeneous institutional investor behavior choices: Double principal-agent perspective [J]. Management World ,2020 ,36( 7) : 132 -153. ( in Chinese)
- [29]李胜楠,刘一璇,陈靖涵. 基金在中国上市公司中发挥治理作用了吗? ——基于影响高管非自愿变更与业绩之间敏感性的分析[J]. 南开管理评论, 2015 ,18( 2) : 4 -14.  
Li Shengnan ,Liu Yixuan ,Chen Jinghan. Does fund play governance roles in Chinese listed companies?: An analysis based on the sensitivity between CEO forced turnover and corporate performance [J]. Nankai Business Review ,2015 ,18( 2) : 4 -14. ( in Chinese)
- [30]Smith J C W ,Watts R L. The investment opportunity set and corporate financing , dividend , and compensation policies [J]. Journal of Financial Economics ,1992 ,32( 3) : 263 -292.
- [31]罗荣华,王 良,赵 鹭. 机构投资者网络结构与公司创新 “潜在购买”的治理效应研究[J]. 管理世界, 2023 , 39( 6) : 120 -144.  
Luo Ronghua ,Wang Liang ,Zhao Lu. Institutional investor network and corporate innovation: The governance effect of non-shareholders as “potential purchaser” [J]. Management World ,2023 ,39( 6) : 120 -144. ( in Chinese)
- [32]吴先聪. 机构投资者影响了高管薪酬及其私有收益吗? ——基于不同特质机构投资者的研究[J]. 外国经济与管理, 2015 ,37( 8) : 13 -29.  
Wu Xiancong. Do institutional investors affect executive compensation and private benefits?: A study based on institutional investors with different traits [J]. Foreign Economics and Management ,2015 ,37( 8) : 13 -29. ( in Chinese)
- [33]李争光,赵西卜,曹 丰,等. 机构投资者异质性与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2015 ,18( 3) : 111 -121.  
Li Zhengguang ,Zhao Xibu ,Cao Feng ,et al. Institutional investors heterogeneity and accounting conservatism: The empirical evidence from Chinese listed companies [J]. Nankai Business Review ,2015 ,18( 3) : 111 -121. ( in Chinese)
- [34]李青原,时梦雪. 监督型基金与盈余质量——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2018 ,21( 1) : 172 -181.  
Li Qingyuan ,Shi Mengxue. Motivated monitoring funds and corporate earning quality: Evidence from listed corporations in China [J]. Nankai Business Review ,2018 ,21( 1) : 172 -181. ( in Chinese)
- [35]孙光国,刘 爽,赵健宇. 大股东控制、机构投资者持股与盈余管理[J]. 南开管理评论, 2015 ,18( 5) : 75 -84.  
Sun Guangguo ,Liu Shuang ,Zhao Jianyu. Control of largest shareholder , institutional investors and earnings management [J]. Nankai Business Review ,2015 ,18( 5) : 75 -84. ( in Chinese)
- [36]Bena J ,Ferreira M A ,Matos P. Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership [J]. Journal of Financial Economics ,2017 ,126( 1) : 122 -146.
- [37]Parrino R ,Sias R W ,Starks L T. Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover [J]. Journal of Financial Economics ,2003 ,68( 1) : 3 -46.
- [38]Hui K W ,Klasa S ,Yeung P E. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism [J]. Journal of Accounting and Economics ,2012 ,53( 1 -2) : 115 -135.
- [39]高昊宇,刘 伟,马超群,等. 机构卖出和暴跌风险: 优势信息的作用[J]. 管理科学学报, 2022 ,25( 1) : 64 -80.  
Gao Haoyu ,Liu Wei ,Ma Chaoqun ,et al. Institutional exits and stock crash: The role of informed investors [J]. Journal of Management Sciences in China ,2022 ,25( 1) : 64 -80. ( in Chinese)
- [40]连燕玲,贺小刚,张远飞,等. 危机冲击、大股东“管家角色”与企业绩效——基于中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2012 ,( 9) : 142 -155.  
Lian Yanling ,He Xiaogang ,Zhang Yuanfei ,et al. Crisis shocks ,major shareholders ’ stewardship and corporate performance: An empirical analysis based on Chinese listed companies [J]. Management World ,2012 ,( 9) : 142 -155. ( in Chinese)

- nese)
- [41] Pound J. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight [J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, (20): 237–265.
- [42] Woidtke T. Agents watching agents? Evidence from pension fund ownership and firm value [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 63(1): 99–131.
- [43] 王 垒, 沙一凡, 康旺霖. 同心协力抑或明争暗斗: 机构投资者抱团与大股东掏空行为 [J]. *金融评论*, 2022, 14(6): 37–57, 122–123.  
Wang Lei, Sha Yifan, Kang Wanglin. Coalescing or infighting: The governance effect of institutional investors clique on large shareholders' tunneling [J]. *Chinese Review of Financial Studies*, 2022, 14(6): 37–57, 122–123. (in Chinese)
- [44] 郭晓冬, 王 攀, 吴晓晖. 机构投资者网络团体与公司非效率投资 [J]. *世界经济*, 2020, 43(4): 169–192.  
Guo Xiaodong, Wang Pan, Wu Xiaohui. Institutional investor network cliques and inefficient corporate investment [J]. *The Journal of World Economy*, 2020, 43(4): 169–192. (in Chinese)
- [45] DesJardine M R, Shi W. The downside of displaying agentic values: Evidence from shareholder activism [J]. *Organization Science*, 2023, 34(4): 1577–1601.
- [46] Chen X, Cheng C A, Xie J, et al. Private communication and management forecasts: Evidence from corporate site visits [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2022, 30(4): 482–497.
- [47] 黄群慧. 论新时期中国实体经济的发展 [J]. *中国工业经济*, 2017, (9): 5–24.  
Huang Qunhui. On the development of China's real economy at the new stage [J]. *China Industrial Economics*, 2017, (9): 5–24. (in Chinese)
- [48] Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control [J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94(3): 461–488.
- [49] Kang J K, Luo J, Na H. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 128(3): 576–602.
- [50] David P, Duru A, Lobo G J, et al. Threat of exit by non-blockholders and income smoothing: Evidence from foreign institutional investors in Japan [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2022, 39(2): 1358–1388.
- [51] 陈克兢. 非控股大股东退出威胁能降低企业代理成本吗? [J]. *南开管理评论*, 2019, 22(4): 161–175.  
Chen Kejing. Can non-controlling large shareholders' exit threats reduce agency cost [J]. *Nankai Business Review*, 2019, 22(4): 161–175. (in Chinese)
- [52] 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, 20(1): 155–166.  
Wang Hongjian, Cao Yuqiang, Yang Qing, et al. Does the financialization of non-financial enterprises promote or inhibit corporate innovation [J]. *Nankai Business Review*, 2017, 20(1): 155–166. (in Chinese)
- [53] Jiang X, Yuan Q. Institutional investors' corporate site visits and corporate innovation [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, (48): 148–168.
- [54] 宋 军, 陆 旸. 非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据 [J]. *金融研究*, 2015, (6): 111–127.  
Song Jun, Lu Yang. U-shape relationship between non-currency financial assets and operating profit: Evidence from financialization of Chinese listed non-financial corporates [J]. *Journal of Financial Research*, 2015, (6): 111–127. (in Chinese)
- [55] 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(1): 181–194.  
Hu Yiming, Wang Xueting, Zhang Jin. The motivation for financial asset allocation: Reservoir or substitution?: Evidence from Chinese listed companies [J]. *Economic Research Journal*, 2017, 52(1): 181–194. (in Chinese)
- [56] 王春峰, 姚守宇, 程飞阳, 等. 企业的“脱实向虚”具有同群效应吗? [J]. *管理科学学报*, 2022, 25(10): 96–113.  
Wang Chunfeng, Yao Shouyu, Cheng Feiyang, et al. Does firms' “from real to virtual” behavior have peer effect? [J].

Journal of Management Sciences in China ,2022 ,25( 10) : 96 – 113. ( in Chinese)

- [57]张成思,刘贵春. 中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角[J]. 经济研究,2018,53(12): 51–67.
- Zhang Chengsi, Liu Guanchun. The investing and financing decision mechanism of the Chinese real sector: Economic uncertainty and the financial constraints perspective[J]. Economic Research Journal, 2018, 53(12): 51–67. (in Chinese)
- [58]程新生,武琼,修浩鑫,等. 企业研发投入波动与信息披露: 投资者创新包容视角[J]. 经济研究,2022,57(6): 191–208.
- Cheng Xinsheng, Wu Qiong, Xiu Haoxin, et al. Enterprise R&D investment fluctuation and information disclosure: A study based on investors' innovation tolerance[J]. Economic Research Journal, 2022, 57(6): 191–208. (in Chinese)
- [59]陈运森,邓祎璐,李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究: 基于财务报告问询函的证据[J]. 管理世界,2019(3): 169–185,208.
- Chen Yunsen, Deng Yilu, Li Zhe. Effectiveness of the front-line regulation of Chinese stock exchanges: Evidence from comment letters[J]. Management World, 2019, (3): 169–185, 208. (in Chinese)
- [60]陈运森,韩慧云,陈德球. 区域一体化战略、社会网络与商业信用——基于京津冀一体化的证据[J]. 管理科学学报,2023,26(3): 69–92.
- Chen Yunsen, Han Huiyun, Chen Deqiu. Regional integration strategy, social network and trade credits: Evidence from Beijing-Tianjin-Hebei integration[J]. Journal of Management Sciences in China, 2023, 26(3): 69–92. (in Chinese)
- [61]Nunn N, Qian N. US food aid and civil conflict[J]. American Economic Review, 2014, 104(6): 1630–1666.

## Institutional investors' site visits and corporate 'De-Virtualization and Re-Realization': Evidence from the governance role of institutional investors

ZHOU Zi-xun<sup>1</sup>, WU Wen-xin<sup>2\*</sup>, XU Min-ya<sup>3</sup>, SUN Lan-lan<sup>4</sup>

1. School of Business, Macau University of Science and Technology, Macau 999078, China;
2. Advanced Institute of Business, Tongji University, Shanghai 200092, China;
3. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China;
4. China Orient Asset Management Co., LTD, Guangzhou 518063, China

**Abstract:** Strengthening and expanding the real economy's foundation necessitates enhancing the capabilities and level of financial services targeted at the real sector. This study examines the governance effect of institutional investors' site visits on corporate financialization. Using comprehensive site visit data and detailed textual analyses for firms listed on the Shenzhen Stock Exchange, our empirical analysis shows robust evidence that institutional investors' site visits significantly curbs firm financialization, as corroborated by rigorous sensitivity analyses and endogeneity tests. By undertaking thematic text analysis based on the interaction content, the study uncovers potential mechanisms through which institutional investors' site visits influence the governance of firms financialization, notably by enhancing core business performance and encouraging innovation and research and development (R&D) investments. Heterogeneity analysis further reveals variations in the governance effects of site visits contingent upon factors of executive power and firm ownership nature. Grounded in the specific form of institutional investor engagement through site visits, these findings provide practical insights for encouraging firms to transition from an abstract focus to a concrete one, concentrating on core operations, and advancing the development of institutional investors.

**Key words:** institutional investors; site visits; corporate financialization; corporate governance