

管理层战略情绪是否加剧了企业“脱实向虚”？

——基于文本分析的方法

关鑫 赵聪慧

[摘要] 本文以沪、深两市 A 股非金融上市公司为研究对象，在委托代理理论框架下，基于信息传递理论构建了“情绪显示—动机识别—策略反应—抑制成效”分析框架，提出管理层战略情绪与企业金融化水平间关系的研究假设，并采用文本分析方法开展实证分析。研究发现：管理层战略情绪通过缓解融资约束，能够降低企业金融化水平，表明企业配置金融资产具有“蓄水池”动机。这种影响在未来业绩虚假、分析师关注度较高和非国有企业中更为明显。相较于管理层战略中立和战略悲观，战略乐观对企业金融化的抑制作用更为显著。本文为识别和抑制企业金融化提供了新思路，对于促进经济与金融良性循环具有重要借鉴意义。

[关键词] 管理层战略情绪；金融化；实体经济；文本分析法

一、引言

习近平总书记强调：“实体经济是一国经济的立身之本、财富之源”，“经济发展任何时候都不能脱实向虚”^①，“要深刻把握发展的阶段性新特征新要求，坚持把做实做强做优实体经济作为主攻方向”^②，“金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点，全面提升服务效率和水平”^③。但是，自 2008 年全球金融危机以来，中国实体经济持续下滑，虚拟经济逐渐成为 GDP 的重要组成部分，整体经济出现了较为明显的“脱实向虚”趋势。^④ 如下图所示，2011—2020 年间中国 A 股非金融上市公司资金流向非实体经济的平均总额上升趋势明显，大批上市公司不断加速实施金融化战略。整体而言，我国企业对金融资产的配置始终保持波动上行趋势。然而，过度膨胀的虚拟经济未来会引发并加剧产业空心化风险，这引起了党中央的高度关注。为此，我国从支持受困主体纾困、畅通国

作者：关鑫，首都经济贸易大学工商管理学院副教授，博士生导师，guanxin@cueb.edu.cn；赵聪慧（通讯作者），首都经济贸易大学工商管理学院博士研究生，651016924@qq.com。

* 本文系教育部人文社会科学研究一般项目“情感交换嵌入下民营上市公司大股东与经理人的竞合博弈模型研究”（18YJ630027）以及研究阐释党的十九大精神国家社会科学基金专项课题“新时代企业家精神培育的双螺旋驱动机制、路径与对策研究”（18VSI084）的阶段性成果。感谢匿名审稿专家提供了专业细致的审稿意见，文责自负。

① 《习近平在广东考察》，中国政府网，http://www.gov.cn/xinwen/2018-10/25/content_5334458.htm。

② 《习近平在安徽考察》，中国政府网，http://www.gov.cn/xinwen/2020-08/21/content_5536435.htm?ivk_sa=1023197a。

③ 《全国金融工作会议在京召开》，中国政府网，http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/15/content_5210774.htm。

④ 张成思、张步县：《中国实业投资率下降之谜：经济金融化视角》，载《经济研究》，2016（12）。

民经济循环、促进外贸出口发展三个方面陆续出台多条金融举措，加强支持实体经济的力度。而对企业金融化开展深入系统的研究，并在此基础上制定有效应对策略，对促进经济健康持续发展至关重要。

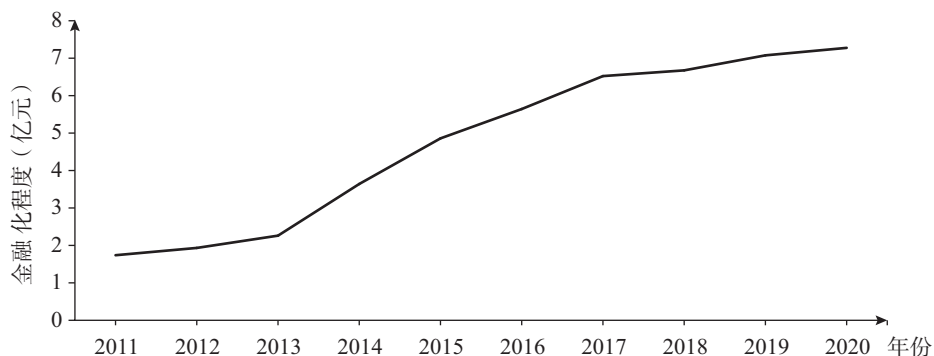


图 中国非金融企业配置金融资产平均额

注：金融化程度为非金融上市公司每年配置金融资产的平均数。

数据来源：CSMAR 并经作者整理。

金融化是实体企业参与金融投资活动增加，以及利润中金融收益占比提高的现象^①，是经济“脱实向虚”的微观表现形式^②。这种脱离实体经济而在虚拟经济领域“空转”的“不务正业”行为引发了学术界热议。^③一方面，有研究者认为，企业金融化通过增加流动性储备资金，能够缓解融资约束问题，进而有效降低企业资金链断裂的风险^④；同时，企业金融化能够稳定公司收益^⑤，具有“蓄水池”效应。另一方面，部分研究者则认为企业金融化是对利润最大化的追求，具有“挤压实体经济”的风险，甚至在一定程度上会导致国家经济发展形势的恶化^⑥，更多体现出来的是“投资替代”效应。金融化对企业影响的差异性，主要是因为投资动机不同。^⑦因此，本文认为，企业实施金融化战略的动机，特别是管理层（包括公司董事和高级管理人员）对企业金融化战略所持的态度，是判断企业金融化对实体经济影响的重要因素，并在一定程度上会加剧或者抑制金融化所导致的企业“脱实向虚”。探寻哪些因素能够让企业保持战略定力并抑制企业金融化，进而预防企业“脱实向虚”，则是本文所要研究的核心问题。

通过对企业实施金融化战略的动机进行系统梳理发现，研究者大多是基于企业规避风险、财务经营状况以及企业资源等间接视角，缺乏较为直接的识别视角。情绪即社会信息理论指出，个体能够传递信息给他人并影响他人的认知、态度与行为。公司管理层对企业整体战略实施情况及其前景所秉持的态度，会向内外外部主要利益相关者释放重要的信号，进而影响他们对企业战略的判断，并对企业战略相机施加影响。通过对管理层情绪相关研究的系统梳理发现，以往学者的研究焦点多集中于管理层乐观情绪或乐观程度所释放的积极信号，并将管理层乐观情绪定义为公司董事和高级管

① O. Orhangazi. “Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973 - 2003”. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32 (6): 863 - 886.

② 戴贻等：《从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评》，载《外国经济与管理》，2018（11）。

③ 杜勇等：《CEO 金融背景与实体企业金融化》，载《中国工业经济》，2019（5）。

④ R. Stulz. “Rethinking Risk Management”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, 9 (3): 8 - 25.

⑤ 邓路等：《金融资产配置与违约风险：蓄水池效应，还是逐利效应？》，载《金融研究》，2020（7）。

⑥ K. Akkemik, and Ş. Özen. “Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-Financial Firms: Case Study of Turkey”. *Socio-Economic Review*, 2014, 12 (1): 71 - 98.

⑦ 胡奕明等：《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》，载《经济研究》，2017（1）。

理人员高估未来收益、低估未来风险的可能性。^①而拥有乐观情绪的管理层更具冒险精神，能够提高企业风险承担水平^②，提升企业创新绩效以及推动企业成长^③，为提升企业价值做出更大贡献^④。除了乐观情绪，管理层还会表现出悲观情绪和中立情绪，不同情绪所释放的信号以及对企业产生的影响也是不同的。遗憾的是，学者们并未对此进行讨论。基于此，本文在“情绪即社会信息理论”的基础上，提出“管理层情绪”这一概念，并将其定义为“管理层对企业已经选择并实施的战略及其给企业造成的现实及潜在影响所产生并表现出来的心理、感觉和感情的反应与状态”。针对企业的金融化战略，管理层会有不同的情绪反应，具体包括战略乐观、战略中立和战略悲观三类。其中，乐观和悲观的情绪通常能够产生更为丰富的信息，而保持在中立水平的情绪只能产生部分信息。管理层向投资者传递的信息，通常能够直接体现管理层的投资计划以及对企业的前景展望。^⑤这些信息往往会影响投资者的判断及策略选择，且这种影响最终会传导到企业的发展战略和经营管理活动中。

基于此，本文尝试以管理层战略情绪为切入点，分析其对企业金融化的影响机制，希望能够较好的研究并回答以下问题：（1）企业金融化投资策略的动机是否会影响金融化战略并加剧企业“脱实向虚”？管理层战略情绪能否有效识别？（2）管理层战略情绪是通过何种途径对金融化产生抑制作用？（3）又有哪些因素能够有效抑制企业金融化，进而降低企业“脱实向虚”风险？本文基于信息传递理论，按照“从管理层战略情绪显示到企业金融化动机识别，再到投资者的投资策略反应，最终对企业金融化抑制成效”的逻辑构建基本分析框架，并选取2010—2019年沪、深两市A股非金融类上市公司的经验数据，实证检验管理层战略情绪与企业金融化的关系及中介传导机制，以及企业未来业绩表现、分析师关注度和企业性质对两者间关系的调节机制。

本文的边际贡献主要有以下几点：（1）针对企业战略提出“管理层战略情绪”这一概念，为识别和抑制金融化动机提供了新的研究思路。区别于以往学者仅仅将情绪划分为乐观和悲观两类，本文将管理层战略情绪划分为三类，强调了不同情绪所释放信号的差异性，以及对企业产生影响的不同。（2）拓展了企业金融化的信息识别机制，搭建了管理层战略情绪与企业金融化的中间桥梁，揭示了管理层战略情绪影响企业金融化的主要传导途径和关系根源。在企业管理领域对金融化的关注较为缺乏，本文不仅丰富了管理层所传递的情绪在金融化投资决策方面的相关研究，而且能够有效识别企业“脱实向虚”的趋势。（3）强调了管理层战略情绪以及文本信息特征的重要性。战略情绪作为一种信息增量，为投资者判断企业是否具有“脱实向虚”风险提供了较为可行的方法。投资者能够据此对企业金融化战略加以识别并施加必要的影响，进而确保金融化程度保持在一个相对合理的范围。同时，也为监管部门以企业年报文本信息所提供的管理层战略情绪为依据，科学识别企业实施金融化战略的动机，进而采取严格监督和政策引导等措施防止企业“虚火过旺”，提供了重要参考。

二、理论分析与研究假设

（一）企业金融化的影响因素

国内外学者关于企业金融化影响因素的研究较为丰富，但大部分学者仅是依据单一标准进行归

① S. Gervais, et al. “Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting”. *The Journal of Finance*, 2011, 66 (5): 1735 - 1777.

② 余明桂等：《管理者过度自信与企业风险承担》，载《金融研究》，2013（1）。

③ 易靖韬等：《企业异质性、高管过度自信与企业创新绩效》，载《南开管理评论》，2015（6）。

④ A. Goel, and A. Thakor. “Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance”. *The Journal of Finance*, 2008, 63 (6): 2737 - 2784.

⑤ 谢德仁、林乐：《管理层语调能预示公司未来业绩吗？——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析》，载《会计研究》，2015（2）。

纳,例如,基于企业内部与外部影响因素、宏观与微观影响因素或者促进与抑制影响因素等。基于此,本文分别从企业内部和外部两个维度对企业金融化的驱动因素和抑制因素加以阐述。

1. 企业金融化的驱动因素

对于外部驱动因素,于连超等研究发现,政府过度或不正确的干预会提升企业金融化程度。^①而劳动力成本的上升,对企业金融化同样具有促进作用。^②对于内部驱动因素,管理层的短视行为更容易将资金配置于金融部门。^③而具有金融背景的高管通过缓解融资约束和提升管理者自信也会提高企业金融化水平。^④对控股股东来说,股权质押同样会加剧企业融资约束,提高金融化水平。^⑤

2. 企业金融化的抑制因素

在外部抑制因素方面,经济政策不确定性上升显著抑制了企业的金融化趋势。^⑥此外,地区的社会资本通过拓宽非正式融资渠道、缓解代理成本能够发挥对企业金融化的抑制效用。^⑦在内部抑制因素方面,多个大股东并存的股权结构通过发挥积极的治理作用,能够有效抑制企业金融化。^⑧而有效的管理层股权激励同样对企业金融化具有显著的抑制作用。^⑨此外,对民营企业来说,国有持股能够抑制民营企业金融化。^⑩对国有企业来说,非国有股东治理能够发挥抑制企业金融化的作用。^⑪

综上所述,已有研究基于不同视角对企业金融化的影响因素进行了诸多探讨。而在公司治理视角下,学者主要聚焦于高管激励机制、监督机制和约束机制对企业金融化的抑制作用,并未关注管理层对企业已实施的金融化战略所持态度即战略情绪对金融化及其经济后果的影响。此外,鲜有学者基于信息传递理论来探讨管理层战略情绪与企业金融化之间的关系,尤其是作为年报重要组成部分的管理层情绪对企业金融化的影响,有待深入研究。

(二) 管理层战略情绪对企业金融化战略实施的直接影响

框架效应理论认为,决策受到问题描述行为的影响。^⑫对投资者而言,其投资决策行为会受到企业年报陈述方式和情绪的影响。赵昕等从前瞻性视角揭示了 MD&A 正常语调和超常语调对企业“脱实向虚”风险的预示作用及渠道。^⑬与前瞻性视角不同,本文基于“情绪即社会信息理论”,提出管理层战略情绪这一概念,认为投资者通过对深层次情绪信息的判断,可能会对企业的金融化投资策略施加影响。

企业金融化的动机可分为“蓄水池”和“投资替代”两个方面,配置金融化资产动机的不同使得企业“脱实向虚”的表现具有差异性。如果企业较多投资金融资产是为了缓解融资约束,作为服务实体经济的“蓄水池”,管理层战略情绪会在一定程度上抑制企业金融化。这是因为,较为丰富

① 于连超等:《产业政策与企业“脱实向虚”:市场导向还是政策套利?》,载《南开管理评论》,2021(4)。

② 李亚鹏、李成:《劳动力成本上升驱动企业“脱实向虚”了吗?》,载《商业研究》,2021(1)。

③ S. Sen, and Z. Dasgupta. “Financialisation and Corporate Investments: The Indian Case”. *Review of Keynesian Economics*, 2018, 6 (1): 96 - 113.

④ 杜勇等:《CEO金融背景与实体企业金融化》,载《中国工业经济》,2019(5)。

⑤ 熊礼慧、董希森:《股权质押、融资约束与企业金融化》,载《金融经济研究》,2021(1)。

⑥ 彭俞超等:《经济政策不确定性与企业金融化》,载《中国工业经济》,2018(1)。

⑦ 杨兴全等:《社会资本与企业金融化:正向助推还是负向抑制?》,载《现代财经》(天津财经大学学报),2021(4)。

⑧ 孙泽宇、齐保全:《多个大股东与企业金融化》,载《管理工程学报》,2022(3)。

⑨ 李鑫等:《管理层股权激励与实体企业金融化》,载《北京工商大学学报》(社会科学版),2021(4)。

⑩ 赵晓阳、衣长军:《国资介入能否抑制实体企业的脱实向虚?——兼论亲清政商关系的调节作用》,载《经济管理》,2021(7)。

⑪ 曹丰、谷孝颖:《非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗?》,载《经济管理》,2021(1)。

⑫ A. Tversky, and D. Kahneman. “The Framing of Decisions and the Psychology of Choice”. *Science*, 1981, 211 (4481): 453 - 458.

⑬ 赵昕等:《MD&A语调对企业脱实向虚风险的预示效应研究》,载《管理学报》,2022(7)。

的管理层战略情绪通过向投资者传递更多信息，能够缓解投资市场的信息不对称问题，尤其是提高中小投资市场的信息效率。^① 根据委托代理理论，委托人与代理人之间信息不对称问题的解决，能够更好地发挥委托人监督职能，对代理人形成有效约束。同样，对于其他利益相关者信息不对称问题的缓解，也能更好地发挥他们在公司治理中的积极作用，并推动企业的健康发展。管理层战略情绪对企业金融化的影响也是通过这样一种机制来实现的。管理层战略情绪作为企业对外披露或展现出的信息增量，不仅能够抑制管理者自利对企业的负面影响，而且能够在一定程度上降低企业的融资成本。^② 因此，依赖金融化缓解融资约束的必要性大大减弱。此外，情绪对心理特征的刻画比言语行为更为直接，更容易引起利益相关者的注意和监督。具体来说，相较于管理层战略情绪波动较小的企业，丰富的管理层战略情绪（乐观或悲观）更能够引起利益相关者的注意。因此，管理层在实施金融化战略时会保持更加审慎的态度，一般不会轻易扩大金融资产的投资规模。在这种情境下，管理层战略情绪能够有效降低企业金融化水平并预防企业“脱实向虚”。

反之，如果企业金融化是出于获取超额利润的套利动机，就会挤压实体经济，具有较为明显的“脱实向虚”趋势。一直以来，国内外学者对文本信息的真实性存疑。作为一种违规成本较低的信息传递方式，年报软信息的披露为管理者操纵信息提供了条件，尽管这可能仅在个别上市公司中存在。按照这样的逻辑，管理者有较大可能通过虚假表达情绪来追求自身利益，并减少有利于企业长期发展的研发投资，而企业对超额利润的追求使得“不务正业”趋势逐步提升。研究发现，管理层战略乐观能够给予受众积极的暗示，使得投资者的参与度更高。^③ 而悲观情绪也相较于中立情绪更能够吸引投资者的注意。在信息存在失真的情况下，管理层通过传递战略乐观情绪极有可能取悦投资者或重要利益相关者，甚至出现严重的误导。因此，管理层战略情绪通过获取投资者资源能够为企业配置流动性较高的金融资产。在这种情境下，管理层战略情绪不仅为管理者自利提供了条件，而且也为企业金融化提供了资金，会对企业金融化产生正向影响。基于上述分析，本文提出以下竞争性假设：

H1a: 若企业金融化是出于“蓄水池”动机，则管理层战略情绪负向影响企业金融化。

H1b: 若企业金融化是出于“投资替代”动机，则管理层战略情绪正向影响企业金融化。

（三）融资约束的中介作用

已有研究发现，信息不对称会造成企业的融资约束，对企业影响非常大。^④ 据此，本文认为管理层战略情绪与企业金融化之间可能存在着“管理层战略情绪→融资约束→企业金融化”的影响路径。

管理层战略情绪能够有效缓解企业的融资约束问题。根据信息传递理论，外部人只能通过是否披露社会责任信息这一显著信号将企业区分开来。^⑤ 高质量的信息披露通过降低投资者对企业未来发展不确定性的顾虑，能够有效缓解企业的融资约束。^⑥ 而管理层战略情绪是一种表达较为丰富、传递渠道多样的信息，能够有效缓解信息不对称问题并降低投资者对企业发展的顾虑。^⑦ 这无疑有

① S. Baginski, et al. "Contemporaneous Verification of Language: Evidence from Management Earnings Forecasts". *Review of Accounting Studies*, 2016, 21 (1): 165 - 197.

② 赵宇亮：《年报净语调对企业债权融资的影响研究》，载《经济管理》，2020（7）。

③ 王夫乐：《高管情绪是否具有信息披露的作用？——来自IPO路演的证据》，载《经济管理》，2018（2）。

④ C. Hennessy, and T. Whited. "How Costly Is External Financing? Evidence from a Structural Estimation". *The Journal of Finance*, 2007, 62 (4): 1705 - 1745.

⑤ 钱明等：《社会责任信息披露、会计稳健性与融资约束——基于产权异质性的视角》，载《会计研究》，2016（5）。

⑥ C. Hadlock, and J. Pierce. "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index". *The Review of Financial Studies*, 2010, 23 (5): 1909 - 1940.

⑦ S. Ghoul, et al. "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?". *Journal of Banking & Finance*, 2011, 35 (9): 2388 - 2406.

利于增加企业的融资规模,降低融资成本。以上研究结论表明,管理层战略情绪不仅在投资者评估企业价值的过程中非常重要,而且能够有效缓解企业融资约束问题。

而企业融资约束程度的不同会在一定程度上对企业创新投资施加影响^①,同时影响企业的金融资产配置。当企业面临融资约束或融资成本较高时,选择投资金融资产可以迅速变现,从而缓解资金压力。^②相反,当企业的现金流较为稳定时,提供给创新的资源则较为充沛,此时,资金将会较多地投入到研发过程中。2015—2019年云南白药集团企业金融化与创新投入表现之间的关系很好地印证了这种论断。2015—2016年,随着云南白药集团金融化程度直线下降,创新程度也相应下降,此时,企业金融化投资大幅降低使企业获得流动资金的能力下降,融资约束在一定程度上导致云南白药集团无法致力于企业创新;而在2017—2019年云南白药集团金融化程度逐渐上升的三年间,企业创新投入也在逐步增强,这可能是企业通过金融化投资积累了一定的资金,才可以持续不断地增加创新投入。^③由此可见,当企业的融资约束程度较小时,企业的创新投入会逐渐增加,进而能够在一定程度上预防企业“脱实向虚”。基于上述分析,本文提出以下假设:

H2: 管理层战略情绪通过缓解企业融资约束,能够降低企业金融化水平,从而防止企业“脱实向虚”。

(四) 管理层战略情绪异质性和企业金融化战略的影响

上述研究讨论了管理层战略情绪对企业金融化的影响。考虑到管理层战略情绪具有战略悲观、战略中立和战略乐观三类,而情绪异质性对企业金融化的影响可能不同。本文认为管理层战略乐观相较于管理层战略中立和管理层战略悲观对企业金融化的抑制作用更显著。

一方面,战略乐观的管理层能够更好地进行信息处理,同时更愿意迎接挑战。企业的管理层秉持战略乐观态度,意味着对企业未来取得积极成果的预期。^④相较于战略中立和战略悲观的管理层,战略乐观的管理层通常更有热情和耐心迎接挑战。即使面临业绩压力和投资金融化可能获取超额利益的“诱惑”,战略乐观的管理层通常情况下能够较好地平衡积极和消极情绪,同时注意到与每个决策相关的潜在利益和风险^⑤,不易被单方面的信息影响。另一方面,战略乐观的管理层更倾向于进行创新和采取超前行动,企业金融化动机较小。战略乐观的管理层对企业的技术研发和管理创新拥有更高的倾向性。^⑥另外,战略乐观的管理层能够提前制定经营计划,减少未来的不确定性风险。^⑦相比之下,战略中立和战略悲观的管理层更容易关注负面消息,面临困难时通常选择放弃^⑧,而在激烈的竞争中更容易产生“另辟蹊径”的想法。基于上述分析,本文提出以下假设:

H3: 管理层战略乐观相较于管理层战略中立和管理层战略悲观对企业金融化的负向影响更显著。

(五) 管理层战略情绪与企业金融化的调节机制

本文将信息传递过程划分为信号、信道和信源三个环节。尝试系统论证信息传递过程中,信号真实性(企业未来业绩表现)、信道有效性(分析师关注度)和信源异质性(企业性质)对管理层

① J. Brown, et al. “Do Financing Constrains Matter for R&D?”. *European Economic Review*, 2012, 56 (8): 1512 - 1529.

② H. Almeida, et al. “The Cash Flow Sensitivity of Cash”. *The Journal of Finance*, 2004, 59 (4): 1777 - 1804.

③ 孙青青:《实体企业金融化对企业创新的影响——以云南白药集团为例》,载《广西质量监督导报》,2020(6)。

④ M. Scheier, et al. “Optimism, Coping, and Health: Assessment and Implications of Generalized Outcome Expectancies”. *Health Psychology*, 1985, 4 (3): 219 - 247.

⑤ K. Hmieleski, and R. Baron. “Entrepreneurs’ Optimism and New Venture Performance: A Social Cognitive Perspective”. *Academy of Management Journal*, 2009, 52 (3): 473 - 488.

⑥ 熊家阔等:《TMT乐观对企业绩效的作用机制研究》,载《管理学报》,2021(7)。

⑦ 牛芳等:《创业者的自信、乐观与新企业绩效——基于145家新企业的实证研究》,载《经济管理》,2012(1)。

⑧ 熊家阔等:《TMT的乐观与企业绩效的关系:基于社会认知的视角》,载《管理工程学报》,2022(3)。

战略情绪与企业金融化之间关系的调节作用。

1. 企业未来业绩表现的调节作用

当管理层传递了真实的战略情绪时，这在一定程度上说明管理层能够正确预判企业的经营状况。首先，对于未来业绩上升的企业而言，管理层战略乐观表达了对企业前景的看好，有利于获取更多利益相关者的资金和支持。如果此时管理层配置流动性较高的金融资产，管理层战略情绪则成了企业“脱实向虚”的资金来源^①，为管理者自利提供了条件^②。其次，对于未来业绩下降的企业而言，管理层战略悲观更多体现了管理层的正确预判。作为企业决策者，高管有较大可能提前做好了战略部署以减少企业未来面临融资约束的可能性。如果此时提高金融资产配置，企业将会越发依赖金融渠道的获利，会进一步降低实体投资。^③ 在这种情况下，企业金融化并未发挥资源储备和服务实体经济的“蓄水池”作用。

当管理层传递了虚假的战略情绪时，说明企业有充分的动机通过策略性情绪表述操控投资者对企业的印象。一方面，对于未来业绩下降的企业而言，金融化能够在短期内提升企业绩效，进而解决企业的财务困境。^④ 这是因为，管理者通过文本操纵向市场释放信息，能够获取投资者资源来配置流动性和收益较高的金融资产。^⑤ 另一方面，对于未来业绩上升的企业而言，企业金融化产生多出管理层预期的储备流动性资金能够起到一定的缓冲作用，持续改善企业的经营状况。^⑥ 从这个角度看，当企业未来业绩与管理层战略情绪不一致时，配置金融资产更多体现“蓄水池”效应。基于上述分析，本文提出以下假设：

H4：相较于未来业绩表现真实的企业，未来业绩表现虚假企业的管理层战略情绪对企业金融化的负向影响更显著。

2. 分析师关注度的调节作用

分析师是企业与资本市场的信息中介，分析师关注度较高的企业所传递信息的有效性更强。具体而言，分析师不仅能够对企业披露的信息进行监督，而且能够减少投资者和管理者之间的信息不对称。^⑦

当分析师关注度较高时，基于管理层战略情绪识别企业金融化动机更为有效。首先，管理层战略情绪作为非数字信息增量，对分析师评估具有较为重要的作用。^⑧ 其次，分析师关注度较高的企业，披露的信息受分析师评级和预测影响，战略情绪将更为有效。^⑨ 反之，分析师关注度较低的企业，由于缺少信息监管，管理层战略情绪真实性大打折扣。此时，投资者无法根据情绪信息有效评价企业投资行为，这为管理者自利以及情绪操纵提供了条件。在此种情境下，由于管理层战略情绪所传递的信息失效，无法完全获取利益相关者的资金和资源支持。

综上所述，投资者更容易相信被较多分析师关注的企业的年报信息。基于上述分析，本文提出假设 H5：

① 顾雷等：《企业社会责任、融资约束与企业金融化》，载《金融研究》，2020（2）。

②⑨ P. Healy, and K. Palepu. “Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31 (1-3): 405-440.

③ 张成思、张步县：《中国实业投资率下降之谜：经济金融化视角》，载《经济研究》，2016（12）。

④ H. Almeida, et al. “The Cash Flow Sensitivity of Cash”. *The Journal of Finance*, 2004, 59 (4): 1777-1804.

⑤ 余琰、李怡宗：《高息委托贷款与企业创新》，载《金融研究》，2016（4）。

⑥ C. Baud, and C. Durand. “Financialization, Globalization and the Making of Profits by Leading Retailers”. *Socio Economic Review*, 2012, 10 (2): 241-266.

⑦ R. Bowen, et al. “Analyst Coverage and the Cost of Raising Equity Capital: Evidence from Underpricing of Seasoned Equity Offerings”. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25 (3): 657-699.

⑧ K. Allee, and M. DeAngells. “The Structure of Voluntary Disclosure Narratives: Evidence from Tone Dispersion”. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53 (2): 241-274.

H5: 相较于分析师关注度较低的企业, 分析师关注度较高的企业的管理层战略情绪对企业金融化的负向影响更显著。

3. 企业性质的调节作用

在探讨管理层战略情绪与企业金融化二者间关系时, 还需要考虑企业性质这一因素带来的扰动。由于企业性质不同, 国有企业和非国有企业在产权投资、企业决策和融资表现等方面具有较大差异。^①

不同的企业性质对高管经营决策具有差异性影响。首先, 国有企业的管理层具有政治、经济和社会三重责任。在国家抑制实体企业“脱实向虚”的大背景下, 投资金融资产的动机本身就较小, 相对缺乏驱动力。同时, 相关部门对国有企业操纵年报信息的监管和处罚力度也较大。与之相反, 对于非国有企业而言, 由于先天性风险本身就较大^②, 配置金融资产预防不确定性风险就极为重要, “蓄水池”动机较为明显。

不同的企业性质对融资约束程度具有差异性影响。国有企业在信贷市场中具有优势^③, 所以管理层战略情绪对于其外部融资几乎没有影响。但是, 对于非国有企业而言, 尤其是那些中小非国有企业, 大多存在不同程度的融资困境。此时, 管理层战略情绪所传递的态度是银行甄别其贷款风险的重要依据, 也是影响企业金融投资行为的重要因素。^④ 综上所述, 非国有企业通过披露管理层战略情绪, 不仅对缓解融资约束具有重要影响, 而且有效识别了企业金融化的“蓄水池”动机。基于上述分析, 本文提出以下假设:

H6: 相较于国有企业, 非国有企业的管理层战略情绪对企业金融化的负向影响更显著。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取 2010—2019 年沪、深两市 A 股上市公司作为研究样本, 并按照以下条件进行筛选: (1) 剔除金融业的上市公司; (2) 剔除公司性质无法判定的上市公司; (3) 剔除 ST、PT 等特殊处理的上市公司; (4) 剔除数据严重缺失的上市公司。共计得到 2 230 家上市公司的 9 985 个观测值。数据主要来源为 CNRDS 数据库和 CSMAR 数据库。考虑到样本量和极端值的影响, 对主要连续变量进行了 1% 和 99% 分位的缩尾处理, 并在所有回归分析中控制年度、行业和省份固定效应。

(二) 变量定义与模型设定^⑤

1. 被解释变量

基于彭俞超等的研究方法, 企业金融化 (Fin) 根据公式: (交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 发放贷款及垫款净额 + 可供出售金融资产净额 + 持有至到期投资净额 + 投资性房地产净额 + 长期股权投资净额) / 总资产计算。^⑥ Fin 的值越大, 表明企业金融化程度越高。^⑦

2. 解释变量

本文的解释变量是管理层战略情绪 ($Tone$)。考虑到英文单词往往对应多个中文解释, 进行文

① W. Li, and R. Zhang. “Corporate Social Responsibility, Ownership Structure, and Political Interference: Evidence from China”. *Journal of Business Ethics*, 2010, 96 (4): 631–645.

② 孙铮等:《市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据》, 载《经济研究》, 2005 (5)。

③ 赖黎等:《媒体报道与信贷获取》, 载《世界经济》, 2016 (9)。

④ 赵宇亮:《年报净语调对企业债权融资的影响研究》, 载《经济管理》, 2020 (7)。

⑤ 变量定义和说明因篇幅限制未列示, 备索。

⑥ 彭俞超等:《经济政策不确定性与企业金融化》, 载《中国工业经济》, 2018 (1)。

⑦ 考虑到年报次年披露的性质, 本文的被解释变量 (Fin) 采取滞后一期的数据。

本分析时可能造成文本的情绪度量存在一定偏差。因此，本文参考台湾大学《中文情感极性词典》，将年报中积极和消极属性的词语集分别作为积极、消极情绪词语列表。然后，参考谢德仁和林乐定义的公式： $(\text{积极词汇数} - \text{消极词汇数}) / (\text{积极词汇数} + \text{消极词汇数})$ ^①，取绝对值后代理测度管理层战略情绪。其值越大代表管理层战略情绪（乐观或悲观）越偏离平均值。

本文进一步将管理层战略情绪划分为三类，分别是管理层战略悲观（*Tone_P*）、管理层战略中立（*Tone_N*）和管理层战略乐观（*Tone_O*）。首先，以公式： $(\text{积极词汇数} - \text{消极词汇数}) / (\text{积极词汇数} + \text{消极词汇数})$ ^② 计算样本企业积极词汇偏离样本平均值的大小（*Da*）；其次，根据 *Da* 计算结果进行升序排序，按照前 1/3 为管理层战略悲观组、中间 1/3 为管理层战略中立组^③、后 1/3 为管理层战略乐观组，划分为三组；最后，分别对其取绝对值代表三类管理层战略情绪程度。

3. 中介变量

借鉴鞠晓生等的研究^④，使用 SA 指数^⑤来衡量企业融资约束。具体来说，对 SA 指数取绝对值后代理测度融资约束，绝对值越大代表企业的融资约束程度越大。

4. 调节变量

参考周波等的研究，以企业未来绩效表现衡量管理层战略情绪真实性。^⑥ 具体来说，将企业的未来业绩与管理层战略情绪^⑦进行匹配：当企业未来业绩提升且管理层战略乐观或者当企业未来业绩下降且管理层战略悲观，认为战略情绪相对真实，将管理层战略情绪真实性（*Auth*）赋值为 1；当企业未来业绩提升而管理层战略悲观或者当企业未来业绩下降而管理层战略乐观，认为战略情绪相对虚假，将管理层战略情绪真实性（*Auth*）赋值为 0。本文以分析师关注度测度管理层战略情绪有效性：首先，对企业当年被分析师关注的人数加 1 后取对数；然后，根据其均值分为两组，大于样本均值的企业赋值为 1，认为分析师关注度（*AnaAttention*）较高，否则为 0。本文将国有企业赋值为 1，非国有企业赋值为 0，以此检验企业性质（*State*）对管理层战略情绪与企业金融化的异质性作用。

5. 控制变量

本文借鉴沈悦和安磊的研究^⑧，控制因素包括：企业规模（*Size*）、股权集中度（*Top1*）、两职合一（*Dual*）、董事会规模（*Board*）、高管持股比例（*Eshare*）、资产负债率（*Lev*）、投资机会（*Tobinq*）、主营业务收益状况（*Corern*）、资产抵押能力（*Fat*）、盈利能力（*Roa*）、投资回报率（*ROI*）、年度效应（*Year*）、行业效应（*Industry*）和省份效应（*Province*）。这些因素可能对管理层战略情绪和企业金融化产生影响。

6. 模型设定

构建式（1）来验证管理层战略情绪对企业金融化的影响：

① 谢德仁、林乐：《管理层语调能预示公司未来业绩吗？——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析》，载《会计研究》，2015（2）。

② 三种管理层战略情绪的测度方式，同样能够以公式： $(\text{消极词汇数} - \text{积极词汇数}) / (\text{积极词汇数} + \text{消极词汇数})$ 进行情绪类别划分和情绪程度测度。

③ 升序排序后，中间 1/3 的管理层战略中立样本企业中，虽然数值有正有负，但根据偏离度的计算公式可知，数值越大代表战略情绪越偏离平均值。因此，取绝对值之后，数值越小代表管理层战略中立程度越大。

④ 鞠晓生等：《融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性》，载《经济研究》，2013（1）。

⑤ C. Hadlock, and J. Pierce. “New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index”. *Review of Financial Studies*, 2010, 23（5）: 1909 - 1940.

⑥ 周波等：《年报语调与股价崩盘风险——来自中国 A 股上市公司的经验证据》，载《会计研究》，2019（11）。

⑦ 为了和未来业绩进行匹配，本文根据管理层战略情绪的均值进行分组，高于均值的为情绪乐观组，反之则为情绪悲观组。

⑧ 沈悦、安磊：《债务约束对企业“脱实向虚”的治理效果研究》，载《南开管理评论》，2022（6）。

$$Fin = \alpha_0 + \alpha_1 Tone + \alpha_i Controls + \Sigma Industry + \Sigma Year + \Sigma Province + \epsilon \quad (1)$$

构建式 (2) ~ (4) 来验证管理层战略情绪与企业金融化的中介机制：

$$Fin = \alpha_0 + \alpha_1 Tone + \alpha_i Controls + \Sigma Industry + \Sigma Year + \Sigma Province + \epsilon \quad (2)$$

$$SA = \alpha_0 + \alpha_1 Tone + \alpha_i Controls + \Sigma Industry + \Sigma Year + \Sigma Province + \epsilon \quad (3)$$

$$Fin = \alpha_0 + \alpha_1 Tone + \alpha_2 SA + \alpha_i Controls + \Sigma Industry + \Sigma Year + \Sigma Province + \epsilon \quad (4)$$

管理层战略情绪与企业金融化调节机制的检验，分别按照企业未来业绩表现、分析师关注度和企业性质分为两组进行分组回归。根据系数及显著性判断管理层战略情绪与企业金融化在不同情境下的调节机制。其中，*Fin* 为企业金融化，*Tone* 为管理层战略情绪，*SA* 为融资约束，*Controls* 表示所有控制变量。为保证结果的稳健性，回归中使用了稳健标准误。

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

本文主要变量的描述性统计结果显示，企业管理层战略情绪 (*Tone*) 的均值为 0.447，标准差为 0.078，说明样本企业之间的管理层战略情绪具有较大差异性。企业金融化 (*Fin*) 的均值为 0.091，标准差为 0.113。企业融资约束 (*SA*) 的均值为 3.753，标准差为 0.249，企业间差异较大。

(二) 多元回归分析

表 1 是对管理层战略情绪与企业金融化及其中介机制的检验结果。第 (1) 列管理层战略情绪 (*Tone*) 与企业金融化 (*Fin*) 在 1% 的水平上显著负相关，即管理层战略情绪越丰富，企业金融化程度越低。检验结果表明管理层战略情绪是企业金融化“蓄水池”动机的识别机制，假设 H1a 得到验证。

第 (2) 列管理层战略情绪 (*Tone*) 与融资约束 (*SA*) 在 1% 的水平上显著负相关，第 (3) 列融资约束 (*SA*) 与企业金融化 (*Fin*) 在 1% 的水平上显著正相关，融资约束 (*SA*) 通过中介机制检验。此外，中介效应的 *Sobel Z* 统计量为 -14.230，且在 1% 的水平上显著，说明中介效应成立，假设 H2 通过检验。

表 1 管理层战略情绪与企业金融化及其中介机制检验

变量	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>SA</i>	(3) <i>Fin</i>
<i>Tone</i>	-0.164*** (-9.008)	-0.320*** (-8.651)	-0.142*** (-7.785)
<i>SA</i>	—	—	0.069*** (14.542)
其他控制变量	是	是	是
控制年份固定效应	是	是	是
控制行业固定效应	是	是	是
控制省份固定效应	是	是	是
常数项	0.213*** (8.667)	5.523*** (88.940)	-0.168*** (-4.480)
样本量	9 985	9 985	9 985
<i>adj. R</i> ²	0.215	0.292	0.231
<i>Sobel Z</i>		-14.230	
<i>p</i> 值		0.000	

注：括号内报告 *t* 统计量；***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。表格中其他控制变量因篇幅限制其结果未列示，备案，下同。

表 2 是对三类管理层战略情绪与企业金融化的分组检验结果。分组回归结果在一定程度上说明，相较于管理层战略中立和管理层战略悲观，管理层战略乐观对企业金融化的抑制作用更显著。检验结果支持假设 H3。

表 2 三类管理层战略情绪与企业金融化的分组检验

变量	(1) 管理层战略乐观 <i>Fin</i>	(2) 管理层战略中立 <i>Fin</i>	(3) 管理层战略悲观 <i>Fin</i>
<i>Tone</i>	-0.188*** (-4.648)	-0.140* (-1.731)	-0.042 (-1.362)
其他控制变量	是	是	是
控制年份固定效应	是	是	是
控制行业固定效应	是	是	是
控制省份固定效应	是	是	是
常数项	0.091*** (2.596)	0.126** (2.575)	0.035 (0.928)
样本量	3 328	3 329	3 328
<i>adj. R</i> ²	0.115	0.099	0.083

注：括号内报告 *t* 统计量；***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

表 3 是根据企业未来业绩表现、分析师关注度和企业性质进行的分组回归。第 (1) 列和第 (2) 列回归结果显示，相较于企业未来业绩表现真实组，未来业绩表现虚假组的管理层战略情绪对企业金融化的负向影响更显著。第 (3) 列和第 (4) 列检验结果表明，在分析师关注度较高的组，管理层战略情绪对企业金融化的负向影响更显著。第 (5) 列和第 (6) 列回归结果显示，相较于国有企业组，非国有企业组的管理层战略情绪对企业金融化的负向影响更显著。由此，假设 H4、H5、H6 得到验证。

表 3 管理层战略情绪与企业金融化的调节机制检验

变量	(1) 业绩真实 <i>Fin</i>	(2) 业绩虚假 <i>Fin</i>	(3) 关注度低 <i>Fin</i>	(4) 关注度高 <i>Fin</i>	(5) 国有企业 <i>Fin</i>	(6) 非国有企业 <i>Fin</i>
<i>Tone</i>	-0.125*** (-4.680)	-0.186*** (-7.304)	-0.084*** (-2.679)	-0.115*** (-4.651)	-0.080*** (-3.002)	-0.230*** (-9.184)
其他控制变量	是	是	是	是	是	是
控制年份固定效应	是	是	是	是	是	是
控制行业固定效应	是	是	是	是	是	是
控制省份固定效应	是	是	是	是	是	是
常数项	0.214*** (6.094)	0.201*** (5.802)	-0.032 (-0.618)	0.042 (1.223)	0.293*** (8.777)	0.123*** (2.985)
经验 <i>p</i> 值	0.049**		0.090*		0.000***	
样本量	4 864	5 121	3 756	4 147	4 834	5 151
<i>adj. R</i> ²	0.218	0.212	0.209	0.177	0.253	0.231

注：括号内报告 *t* 统计量；***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。分析师关注度数据存在缺失值，有效观测值下降为 7 903 个。组间系数差异检验得到的经验 *p* 值均显著异于零。

五、稳健性检验^①

(一) 内生性控制：工具变量法

本文借鉴范黎波和尚铎的研究，选取滞后一期的管理层战略情绪 ($LTone$) 作为工具变量^②，对可能存在的内生性问题进行处理。检验结果表明工具变量 ($LTone$) 估计系数在 1% 的水平上显著为正，与理论预期一致。相关统计检验结果显示， R^2 为 0.734，最小特征值 F 远大于临界值 10，故拒绝存在弱工具变量的原假设。无关性检验 (DWH 检验) 结果显示， p 值小于 0.100，说明工具变量满足外生的假设。第二阶段的回归结果显示，管理层战略情绪 ($Tone$) 与企业金融化 (Fin) 依然在 1% 的水平上显著负相关。因此，在缓解内生性问题后，本文的主要研究结论仍具有稳健性。

(二) 内生性控制：倾向性得分匹配法 (PSM)

本文进一步考虑 CEO 更替对管理层战略情绪的影响。为解决样本选择性问题，借鉴林煜恩等的研究，采用倾向性得分匹配法对更替 CEO 的样本企业进行配对。^③ 在本文控制变量的基础上选取企业规模 ($Size$)、企业性质 ($State$)、高管持股比例 ($Eshare$)、投资机会 ($Tobinq$)、盈利能力 (Roa) 和投资回报率 (ROI) 作为匹配变量。将上述匹配变量和高管变更 ($Change$) 进行 1:3 配对和 Logit 回归。匹配后的标准化偏差均小于 10%，相较匹配前明显缩小。 t 值检验显示处置组和控制组所有变量在匹配后，偏差均不显著。匹配后的管理层战略情绪 ($Tone$) 与企业金融化 (Fin) 之间的系数为 -0.153，且在 1% 的水平上显著，本文的主假设具有稳健性。

(三) 其他稳健性检验方法

1. 高维固定效应检验

考虑到其他可能存在的遗漏变量导致管理层战略情绪与企业金融化之间虚假关联，本文在模型中加入企业固定效应、行业固定效应和省份固定效应，采用高维固定模型重新回归。回归结果表明，管理层战略情绪与企业金融化在 1% 的水平上显著负相关，具有稳健性。

2. 替换解释变量

以公式： $(\text{积极词汇数} - \text{消极词汇数}) / \text{年报词汇数}$ 的计算结果的绝对值重新测度管理层战略情绪，其值越大代表管理层战略情绪越丰富。替换解释变量后重新回归，假设均得到验证。

3. 考虑年报重述的影响

若年度内发生年报重述事件，不仅会影响企业当年的融资情况，而且也会对管理层战略情绪真实性产生实质影响。^④ 所以，本文进一步剔除了年报重述样本进行回归，假设均得到验证。

4. 加入其他控制变量

参考赖黎等的研究，在模型中加入宏观经济景气指数中的一致指数。^⑤ 此外，加入年报文本句子数量，进一步对年报特征进行控制。本文新增控制变量后重新回归，大部分假设得到支持。

六、进一步研究^⑥

(一) 管理层战略情绪与企业金融化结构

企业有可能存在减小金融化规模，而提高风险性金融投资占比的行为，其真实动机有待进一步

①⑥ 实证结果因篇幅限制未列示，备索。

② 范黎波、尚铎：《管理层语调会影响慈善捐赠吗？——基于上市公司“MD&A”文本分析的研究》，载《经济与管理研究》，2020 (2)。

③ 林煜恩等：《管理层语调的信号和迎合：基于中国上市企业创新的研究》，载《管理科学》，2020 (4)。

④ 赵宇亮：《年报净语调对企业债权融资的影响研究》，载《经济管理》，2020 (7)。

⑤ 赖黎等：《媒体报道与信贷获取》，载《世界经济》，2016 (9)。

验证。本文参考闫海洲和陈百助的研究，试图发现管理层战略情绪（*Tone*）与不同金融化结构（风险性金融资产和其他流动性资产占企业金融投资总计的比重）之间的关系。^①

管理层战略情绪与不同企业金融化结构的回归结果表明，管理层战略情绪（*Tone*）与风险性金融资产占比（*RTF*）在5%的水平上显著正相关；管理层战略情绪（*Tone*）与其他流动性资产占比（*OLA*）在1%的水平上显著负相关。^②由此可见，企业一方面积极响应国家政策，减小持有金融资产的规模；另一方面又通过配置风险性金融资产来调整金融化结构。

（二）管理层战略情绪、金融监管与企业金融化结构

党的二十大报告提出要“加强和完善现代金融监管”。^③金融监管方向和力度，会直接影响特定金融行业的发展走向。^④因此，本文试图检验金融监管能否有效抑制“假意”的“脱虚向实”行为。参考唐松等的研究，金融监管以区域金融监管支出/金融业增加值来计算。^⑤分组回归结果表明，相较于高金融监管组，低金融监管组的管理层战略情绪与风险性金融资产占比的正相关关系更显著。这说明，金融监管能够有效抑制高管通过传递战略情绪提升风险性金融资产占比的行为，可以在一定程度上预先把控高风险投资对企业的不良影响。

（三）管理层战略情绪与不同水平的企业金融化

本文研究发现，管理层战略情绪能够在一定程度上抑制企业金融化，降低企业“脱实向虚”的风险。而已有研究认为，只有过度的金融化才会加剧企业“脱实向虚”的趋势。基于此，本文试图发现管理层战略情绪对企业过度金融化的影响。本文参考徐朝辉和王满四的研究，用企业金融化水平与同年度、同行业金融化水平平均值的差代理测度企业是否过度金融化。^⑥分组回归结果显示，相较于非过度金融化组，过度金融化组的管理层战略情绪对企业金融化的抑制作用更显著。这表明，管理层战略情绪不仅能够抑制企业金融化，而且能够有效抑制企业过度金融化导致的“脱实向虚”。

七、主要结论

在百年未有之大变局中，做大做强实体经济是筑牢我国经济高质量发展的根基。伴随虚拟经济和互联网金融的快速发展，部分中国企业开始加速金融化进程。金融化是企业“脱实向虚”最重要的方式，如何对其动机进行识别并有效抑制，不仅引起学术界的热烈讨论，而且受到党和国家的重点关注。本文基于年报非财务信息，提出“管理层战略情绪”这一概念，并将其作为识别金融化动机的工具，研究管理层战略情绪对企业金融化的抑制作用和具体影响机制。

本文的研究结论如下：第一，管理层战略情绪是企业金融化“蓄水池”动机的识别机制。相较于管理层战略中立和管理层战略悲观，管理层战略乐观对企业金融化的抑制程度更高；第二，管理层战略情绪能够减少企业的融资约束，进而在一定程度上抑制企业“脱实向虚”趋势；第三，管理层战略情绪对企业金融化的抑制作用只有在未来业绩虚假、分析师关注度较高和非国有企业中较为明显；第四，进一步研究发现，企业存在降低金融化水平、提高风险性金融资产占比的“虚假”投资表现，而良好的金融监管环境能够有效抑制这一现象。此外，管理层战略情绪不仅能够抑制企业

① 闫海洲、陈百助：《产业上市公司的金融资产：市场效应与持有动机》，载《经济研究》，2018（7）。由于少数企业把存款类资产计入其他流动性资产科目，其他流动性资产为企业持有的现金及现金等价物资产。

② 由于投资风险性金融资产受到融资约束的影响，对企业的融资约束（*SA*）进行控制。

③ 习近平：《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》，载《人民日报》，2022-10-26。

④ 杨东：《监管科技：金融科技的监管挑战与维度建构》，载《中国社会科学》，2018（5）。

⑤ 唐松等：《数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异》，载《管理世界》，2020（5）。

⑥ 徐朝辉、王满四：《数字化转型对实体企业过度金融化的治理效应研究》，载《证券市场导报》，2022（7）。

金融化，而且能够抑制企业过度金融化导致的“脱实向虚”。

本文的政策建议包括：第一，企业可以成立年报信息披露责任部门，以此提高管理层战略情绪的真实性、丰富性和有效性。对于融资难的民营企业，在披露年报信息时，要提高对年报“软信息”的重视。第二，外部市场要加强对年报信息的监管，全方位遏制企业信息操纵。政府可以出台有关年报信息监管的法规并成立监督和惩处机构，对年报“软信息”进行不定期抽查和公示。而分析师则通过打分制来健全资本市场的监督机制，充分发挥信息中介机构的监督作用。第三，国家要加强金融监管力度，充分支持实体企业创新发展。不仅要完善金融监管政策，而且要升级金融监管方式，借助人工智能等数字化技术进行监管，提早防范过度金融化导致的市场乱象。

本文的局限性：本文研究发现管理层战略情绪能够降低企业金融化水平，抑制和预防企业“脱实向虚”，而已有研究认为过度金融化才会挤压实体经济。因此，未来可以进一步对企业金融化水平进行深入研究。特别是在科学界定与合理区分正常金融化与过度金融化的基础上，探讨更多的企业内外部因素对金融化水平存量和增量的影响机制，并找寻出还有哪些关键因素能够帮助企业有效避免过度金融化。

Has Management's Strategic Sentiment Exacerbated the Phenomenon of Moving Actual to Virtual Reality? Based on the Method of Textual Analysis

GUAN Xin, ZHAO Conghui

(College of Business Administration, Capital University of Economics and Business)

Abstract: This paper takes listed A-share non-financial companies in Shanghai and Shenzhen as cases to study. Based on the principal-agent theory, this article constructs a framework including the elements of sentiment display, motivation identification, strategic response, and inhibiting effectiveness in consulting with the theory of information transfer. Applying the method of textual analysis, this article also proposes and analyzes the research hypothesis on the relationship between management's strategic emotion and the level of financialization. This study finds that management's strategic sentiment reduces the level of financialization by alleviating financial constraints, indicating that companies have the "reservoir" motive for allocating financial assets. This effect is more seen in non-state companies with false future performance and high analyst attention. The emotion of strategic optimism has a more significant inhibitory effect on corporate financialization than that of strategic neutrality and strategic pessimism in management. This article provides a new research idea for identifying and inhibiting the corporate financialization and may be useful in dealing with the relationship between economy and finance.

Key words: Management's strategic sentiment; Financialization; Real economy; Method of textual analysis

(责任编辑 王伯英)