

经济周期下企业金融资产配置的同群效应研究

吴娜,魏智佳,白雅馨

(天津财经大学会计学院,天津300222)

摘要:基于中国A股上市公司2000—2020年的长面板数据,在经济周期视角下研究企业金融资产配置的同群效应。研究发现:企业金融资产配置存在显著的同群效应,具体表现为学习效应和模仿效应;且经济周期对企业金融资产配置的同群效应具有显著的抑制作用。上述结论在进行了一系列稳健性检验后依然成立。进一步研究发现经济周期对企业金融资产配置同群效应的抑制作用存在显著的差异性,即在小规模企业、非国有企业、高管无金融背景的企业和所处信息环境更差的企业中更加显著。研究意义在于拓展了企业金融资产配置同群效应的研究边界,为政府开展宏观政策调控以防范金融风险扩散提供了理论支持与经验证据。

关键词:企业金融资产配置;同群效应;经济周期

中图分类号:F832 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-4543(2023)02-0045-20

一、引言

实体经济是一国经济的根本和财富之源。党的二十大报告明确指出,发展经济的着力点要放在实体经济上,任何时候都不能脱实向虚。然而,如图1所显示,在经济上行期,中国非金融类上市公司金融资产配置平均值在2000年末为1.15亿元,之后较为平缓地上升;但在经济下行期,中国非金融上市公司金融资产配置平均值呈现出明显的上升趋势,由2012年的5.79亿元增长至2021年的14.49亿元^①,大大超过了现有研究提出的23%的最佳持有量(王红建等,2017)^[1]。究其原因,一方面在于实体经济投资环境不佳,导致企业金融资产配置在满足企业基本投融资需求的基础上,出现了过度金融化的现象。另一方面,由于资本市场热度不断增加,无论是概念化的NFT(非同质化代币投资)还是公开募集基础设施证券投资基金都引来了火爆的跟风热潮,导致证监会多次发文提醒企业和个体投资者警惕投资风险,避免蹭热点、炒概念等行为对正常投资秩序的干扰。在经济双循环背景下,经济下行压力依然严峻,企业对金融资产配置的跟风行为却呈现出逆风上扬的态势,由企业金融资产跟风配置所导致的暴雷事件屡见不鲜,并随着经济周期的波动呈现出规律性的变化趋势。

随着非金融企业“金融化”现象的盛行,企业金融化的同群效应也引起了学术界的广泛讨论。如李秋梅、梁权熙(2020)^[2]发现,企业的金融化决策存在显著的传染效应,为中国“脱实向虚”问题研究提供了新的视角。企业投资同群效应可分为模仿效应和学习效应,现有研究大多将重点放在企业金

收稿日期:2022-10-05

基金项目:教育部人文社会科学项目(18YJC630199);天津市宣传文化“五个一批”人才项目

作者简介:吴娜(1978—),女,内蒙古呼和浩特人,天津财经大学会计学院教授,博士,研究方向为财务管理;魏智佳(1997—),男,山东滨州人,天津财经大学会计学院硕士研究生,研究方向为财务管理;白雅馨(1994—),女,河北唐山人,天津财经大学会计学院博士研究生,研究方向为财务管理。

^①数据来自国泰安数据库,本文将交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资、投资性房地产定义为金融资产;将2000—2007年及2010—2011年划分为经济上行期,将其他年份划分为经济下行期。

融资产配置的模仿效应上,忽视了企业金融资产配置同群效应中的学习效应。此外,企业金融资产配置也与外部宏观经济环境有着密切联系(刘贯春等,2018)^[3],而经济周期作为宏观经济环境最直接的反映,其对实体企业金融化具有显著的影响(胡奕明等,2017;彭佳颖、郑玉航,2021)^[4~5]。那么,在不同经济周期下,企业金融资产配置的同群效应是否具有显著性差异?为此,进一步探究经济周期对企业金融资产配置同群效应的影响,就具有一定的理论和现实意义。

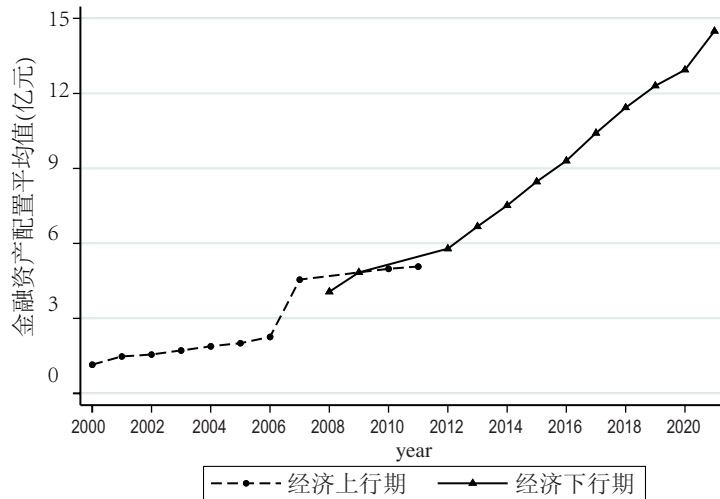


图1 中国非金融上市公司平均金融资产持有量

本文以2000—2020年A股上市公司数据为研究样本,研究发现企业金融资产配置存在显著的同群效应,具体表现为学习效应和模仿效应;且经济周期对企业金融资产配置同群效应具有显著的抑制作用。上述结论在进行一系列稳健性检验后依然成立。异质性检验发现,经济周期对企业金融资产配置同群效应的抑制作用在小规模企业、非国有企业、高管无金融背景的企业和所处信息环境更差的企业中更为显著。

本文的理论贡献和实际价值在于:(1)拓展了企业金融资产配置影响因素的研究;以往研究主要考虑外部政策性和内部特质因素对企业金融资产配置的影响,本文进一步将经济周期及同群效应纳入到其影响因素中。(2)进一步拓宽了企业金融资产配置同群效应的作用路径研究;现有研究对企业金融资产配置同群效应的作用路径主要为模仿效应,本文通过实证研究发现学习效应也是企业金融资产配置同群效应的重要路径。(3)补充了企业金融资产配置同群效应异质性分析的相关研究。通过对企业规模、产权性质、高管有无金融背景及企业所处的信息环境的异质性分析,为公司治理及地方政府因地制宜地精准施策提供了理论依据。(4)在疫情冲击及转变经济发展方式的阶段性变动下,为监管机构及相关部门破解“脱实向虚”风险的扩散性传染提供了一定的参考。

二、文献回顾

(一)经济周期与企业金融资产配置

企业金融资产配置行为不仅是企业内部追求利润最大化或者平滑资金需求的行为决策,而且也受到外部宏观环境的重大影响。一些学者将相关宏观经济因素纳入到实证分析中,以探究其对企业金融资产配置的作用机制。例如,胡奕明等(2017)^[4]通过分析多个宏观因素(GDP周期变量、 M_2 周期变量、法定准备金率、股票指数增长率等)对企业金融资产配置的影响,指出“蓄水池”是企业配置金融资产的主要动机,但“替代”动机也在一定程度上发挥着作用。彭佳颖、郑玉航(2021)^[5]发现中国实体企业金融资产配置行为有明显的逆周期性,且会对实体业务收益产生挤出效应,从而更易引发实体企业“脱实向虚”的风险。

(二)企业金融资产配置同群效应

同群效应从“经济人”理性假设出发,侧重于企业通过观察和模仿同群企业的行为及决策对自身行为提供指导(陆蓉等,2017)^[6]。近年来,由于“脱实向虚”趋势愈演愈烈,学者们开始将研究方向转向同群效应。如:许罡等(2020)^[7]以中国非金融上市公司为研究样本,发现中国实体企业金融化行为存在明显的行业同群效应,且在管理层权利更高、负债比率和成长性较低的公司中表现得更加显著;俞毛毛、马妍妍(2020)^[8]以信息理论为基础,发现竞争性模仿动机和观察式模仿动机是企业金融资产配置同群效应的主要动机;李秋梅、梁权熙(2020)^[2]则发现,信息学习动机和代理成本是驱动企业金融化同群效应的潜在原因,基于同群效应的企业金融化行为增加了企业面临的系统性风险和总体风险。

综上所述,已有研究局限于企业金融资产配置行为的存在性以及经济周期对企业金融资产配置的影响研究,对经济周期下的金融资产配置的同群效应研究比较鲜见。因此,本文基于企业金融资产配置的行为动机,进一步分析经济周期对企业金融资产配置同群效应的影响。

三、研究假设

(一)企业金融资产配置同群效应的存在性分析

现有研究更多地基于竞争性动机和信息理论动机探究企业金融资产配置的“模仿效应”,忽视了“学习效应”这一作用渠道。金融资产投资与资本结构决策、现金持有决策和商业信用决策相比,对高层管理者的专业知识有着较高的要求(李秋梅、梁权熙,2020)^[2],但中国上市公司高管具有金融背景的比例仅占4.63%(杜勇等,2019)^[9],如果仅靠有限的专业知识进行投资判断,不仅企业无法获得金融投资带来的利益,而且还会在同业竞争中处于不利地位,所以通过学习投资领域取得成功的企业经验后再进行投资,既可以保证企业的投资回报水平,又可以降低投资决策成本。此外,同群企业面临的外部环境比较相似,模仿和学习行业中的领导企业有利于提高企业经营效率和保持市场份额。综上所述,企业为获得金融资产投资所带来的丰厚收益,不仅会模仿同群企业的金融资产配置水平,还会通过学习同群企业的财务特征来调整自身的经营决策。基于以上分析,本文提出假设1:

假设1:企业金融资产配置行为存在同群效应,且表现为学习效应和模仿效应,即企业金融资产配置行为会受到同群企业金融资产配置和同群企业特征的影响。

(二)经济周期对企业金融资产配置同群效应的影响分析

经济周期既能通过影响企业流动性资金需求影响企业金融资产配置的“蓄水池”动机(李顺彬、田珺,2019)^[10],又能通过影响企业实体业务收益率影响企业金融资产配置的“投资替代”动机(张成思、张步县,2016)^[11]。在经济上行期,宏观经济不确定性下降,实体经济投资机会增加(胡奕明等,2017)^[4],银行信贷政策与企业投资需求较为契合(李顺彬、田珺,2019)^[10],为获得企业的长远稳定发展,企业会将更多的资金投资于实体经济,进而降低对金融资产的投资。因此,在经济上行期,企业配置金融资产主要出于“蓄水池”动机,并且倾向于降低金融资产配置水平。在经济下行期,市场需求收缩,企业经营利润率难以满足股东和债权人要求,而金融资产投资具有较高的投资回报率,导致企业基于投机动机配置金融资产的意愿增加,进而增加金融资产配置水平(谭小芬、张文婧,2017)^[12]。因此,在经济下行期,企业配置金融资产主要是出于投机动机,以规避市场系统性风险、提升企业总体利润率。由此可知,经济周期会导致企业金融资产配置呈逆周期变化。但不同经济周期下企业金融资产配置的同群效应是否存在显著差异有待进一步探讨。

在经济上行期,经济政策不确定性下降,银行放贷意愿增加从而使得资本市场波动减弱和需求增加,企业面临的实体投资机会增多,进而缩小了实体经济收益率与金融资产配置收益率之间的差距。因此,企业基于长期发展的考虑,会将更多的资金配置到实体经济上,从而降低金融资产配置(胡奕明等,2017)^[4]。若此时企业单纯模仿同群企业的金融资产配置或学习同群企业的财务特征来调整自身的金融资产配置,虽然会有助于保持投资、经营的一致性和稳定性,但是也会导致企业忽视自身的实

际需求,错失经济上行期带来的良好机遇和“弯道超车”的机会,从而降低企业实体业务的市场竞争力,因此,企业不会随同群企业金融资产配置的变化而盲目改变自身金融资产配置,企业金融资产配置的同群效应会相对减弱。

而在经济下行期,中国实体经济投资收益率的不断下降,加之政府频繁推出宽松的货币政策,造成了股票市场和房地产市场的交替繁荣,引发金融资产配置收益的上升(戴贇等,2018)^[13],从而加大实体经济收益率与金融资产配置收益率之间的差距,企业为提高经营利润率,倾向于提高金融资产配置水平(胡奕明等,2017)^[4]。除此之外,在经济下行期,企业所面临的经济环境不确定性更强(连玉君等,2020)^[14],若此时企业单靠自身的的信息可能难以对金融资产配置决策做出准确的判断,而且金融资产配置通常也面临较大的不确定性,更容易造成极端的负面影响(李秋梅、梁权熙,2020)^[2],因此,企业为了降低不确定性和自身的决策成本,更有可能模仿具有信息优势的同群企业的金融资产配置或学习其财务特征,从而加强企业金融资产配置的同群效应。因此,基于以上分析,本文提出假设2:

假设2:企业金融资产配置同群效应呈逆周期变化,即在经济下行期,企业金融资产配置的同群效应更显著。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

以2000—2020年中国A股上市公司为初始研究样本,财务数据主要来源于CSMAR数据库。其中,行业分类使用证监会2012年修订的《上市公司行业分类指引》的二级分类标准,这样既避免了分类过细导致的样本缺失,又避免了分类过于粗略导致的样本选择偏差。除此之外,本文还对样本进行了以下处理:(1)剔除了金融类行业和房地产行业;(2)剔除ST、PT及ST*企业;(3)剔除主要数据缺失和异常的企业;(4)为消除极端值的影响,对所有连续变量在1%水平上进行Winsorize缩尾处理。经上述处理后,共得到31739个有效观察值。

(二)模型设计

为了检验假设1,借鉴Leary和Roberts(2014)^[15]、Fairhurst和Nam(2020)^[16]的研究思路,构建模型(1):

$$Fin_{i,j,t,k} = \alpha + \beta Peer_Fin_{-i,j,t,k} + \gamma' \bar{X}_{-i,j,t,k} + \lambda' X_{i,j,t,k} + \vartheta_i + \theta_t + \varepsilon_{i,j,t,k} \quad (1)$$

其中, i,j,t,k 分别代表公司、行业、年份和省份。被解释变量 $Fin_{i,j,t,k}$ 表示处于 j 行业且位于 k 省份的公司 i 在第 t 年的金融资产配置水平;解释变量 $Peer_Fin_{-i,j,t,k}$ 表示处于行业 j 且位于 k 省份的 i 公司的同群企业(不包括公司 i)在第 t 年的平均金融资产配置水平; $\bar{X}_{-i,j,t,k}$ 表示处于行业 j 且位于 k 省份的 i 公司的同群企业(不包括公司 i)在第 t 年的公司财务特征变量的平均水平,公司特征变量包括托宾 Q 值、净资产收益率、资本密集度、现金流量、企业规模、资本负债率以及营业收入增长率; $X_{i,j,t,k}$ 表示处于行业 j 且位于 k 省份的 i 公司在第 t 年的公司财务特征变量; ϑ_i 和 θ_t 分别表示控制个体和年份固定效应; $\varepsilon_{i,j,t,k}$ 为随机扰动项。具体变量定义如表1。

模型(1)中 β 和 γ' 分别衡量的是企业的模仿效应和学习效应。根据前文分析,若企业金融资产配置存在模仿效应,则预期系数 β 显著为正; γ' 用于捕捉企业金融资产配置的学习效应是否存在,并重点分析企业通过学习同群公司的哪些财务特征来调整自身的金融资产配置。

此外,为检验经济周期对企业金融资产配置同群效应的影响,将经济周期作为调节变量纳入模型(1)中。需要说明的是,国内学者对经济周期的划分并不统一,连玉君等(2020)^[14]利用混频数据区制转移动态因子模型,将2000—2018年间的2003—2008年以及2010—2011年划为经济上行期,其他年份为经济下行期;张淑英(2017)^[17]按照中国GDP增长率,将2001—2014年间的2004—2007年、2010年定义为经济上行期,其他年份为经济下行期。借鉴以上学者的研究,结合本文的数据区间,将2000—2007年及2010—2011年划分为经济上行期,将其他年份划分为经济下行期。按照上述分析,为检验假设2,构建模型(2):

$$Fin_{i,j,t,k} = \alpha + \beta_1 Peer_Fin_{-i,j,t,k} \times E + \beta_2 Peer_Fin_{-i,j,t,k} + \gamma'_1 \bar{X}_{-i,j,t,k} \times E + \gamma'_2 \bar{X}_{-i,j,t,k} + \lambda'_1 X_{i,j,t,k} \times E + \lambda'_2 X_{i,j,t,k} + \vartheta_i + \theta_t + \varepsilon_{i,j,t,k} \quad (2)$$

其中, E 为衡量经济周期的虚拟变量, 当第 t 年为经济上行期时取值为 1, 为经济下行期时取值为 0; 其他变量与模型(1)保持一致。 β_1 表示经济周期对企业金融资产配置的同群效应的影响; γ'_1 表示不同经济周期下, 企业金融资产配置对同群企业财务特征变量的反应; λ'_1 表示不同经济周期下, 企业金融资产配置对自身财务特征变量的反应。

本文在所有回归模型中均同时控制了企业个体固定效应及年份固定效应。由于采用同行业同地区来衡量同群效应的影响, 所以未控制地区和行业固定效应, 但考虑到行业和地区时不变特征的影响, 本文在稳健性检验中对其进行进一步控制。

(三) 变量定义

1. 被解释变量: 企业金融资产配置 (Fin)

金融资产是指实体经营资产之外的资产, 主要是金融市场提供的合约或产品, 如票据、债券、股票、各类金融衍生产品等(胡奕明等, 2017)^[4]。本文借鉴刘珺等(2014)^[18]的做法, 采用金融资产的相对指标 ($Fin = \text{金融资产} / \text{总资产}$) 衡量企业金融资产配置, 其中金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资以及投资性房地产。在稳健性检验中, 将买入返售金融资产和发放贷款及垫款考虑进来, 重新度量企业金融资产配置。

2. 核心解释变量: 同群企业金融资产配置 ($Peer_Fin$)

本文借鉴李秋梅、梁权熙(2020)^[2]、许莉、王欢(2021)^[19]的研究, 将同行业同地区企业金融资产配置的均值作为同群企业金融资产配置的代理变量, 即除公司 i 之外的同行业同地区的其他企业的金融资产配置的平均水平。从行业和地区两个方面衡量同群企业, 既避免了只注重行业影响而忽视地理距离导致同群影响微弱, 又可以对行业竞争因素进行控制。

3. 控制变量

本文参考李秋梅、梁权熙(2020)^[2]、许莉、王欢(2021)^[19]以及王晓亮等(2022)^[20]的做法, 主要控制了企业的财务特征变量。主要包括: 托宾 Q 值 ($TobinQ$)、盈利能力 (ROA)、有形资产占比 (Cap)、现金流 ($Cashflow$)、资产负债率 (Lev)、企业规模 ($Size$) 以及企业成长性 ($Growth$)。同时, 还控制了同群企业的财务特征变量、个体固定效应和年份固定效应。

变量定义和具体含义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量	变量名称	变量定义
Fin	金融资产配置	金融资产/总资产
E	经济周期	虚拟变量, 经济处于上行期时为 1, 经济处于下行期时为 0
$TobinQ$	托宾 Q 值	市值 / 总资产
ROA	盈利能力	净利润 / 总资产
Cap	有形资产占比	(固定资产 + 年末存货) / 总资产
$Cashflow$	现金流	经营活动产生的现金流量 / 总资产
Lev	资产负债率	总负债 / 总资产
$Size$	企业规模	总资产的自然对数
$Growth$	企业成长性	营业收入增长率
$Peer_Fin$	同群企业平均金融资产配置	同群企业等权重平均金融资产配置
$Peer_TobinQ$	同群企业平均托宾 Q 值	同群企业等权重平均托宾 Q 值
$Peer_ROA$	同群企业平均盈利能力	同群企业等权重平均盈利能力

表1(续)

变量	变量名称	变量定义
<i>Peer_Cap</i>	同群企业平均有形资产占比	同群企业等权重平均有形资产占比
<i>Peer_Cashflow</i>	同群企业平均现金流	同群企业等权重平均现金流
<i>Peer_Lev</i>	同群企业平均资产负债率	同群企业等权重平均资产负债率
<i>Peer_Size</i>	同群企业平均企业规模	同群企业等权重平均企业规模
<i>Peer_Growth</i>	同群企业平均企业成长性	同群企业等权重平均企业成长性

五、实证结果

(一)描述性统计

表2为主要变量的描述性统计结果。其中,企业金融资产配置(*Fin*)均值为0.071,标准差为0.098,中位数为0.032,最大值为0.511,说明中国上市公司平均金融资产持有量占其总资产的7.1%,平均金融资产配置不高,但企业间差异较大,且存在金融资产过度配置的问题,与现有研究结论一致。此外,同群企业的平均财务特征变量均值(托宾*Q*值、盈利能力、有形资产占比、现金流、资产负债率、规模、成长性)与焦点企业*i*的财务特征变量均值较为接近,符合理论预期。

表2 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值	25%位数	中位数	75%位数
<i>Fin</i>	31739	0.071	0.098	0.000	0.511	0.007	0.032	0.091
<i>Peer_Fin</i>	31739	0.068	0.047	0.002	0.247	0.038	0.056	0.082
<i>TobinQ</i>	31739	2.663	1.963	0.881	12.78	1.439	2.041	3.116
<i>ROA</i>	31739	0.039	0.066	-0.258	0.223	0.013	0.037	0.070
<i>Cap</i>	31739	0.250	0.170	0.004	0.742	0.118	0.216	0.352
<i>Cashflow</i>	31739	0.051	0.070	-0.161	0.249	0.011	0.050	0.092
<i>Lev</i>	31739	0.444	0.205	0.052	0.972	0.286	0.441	0.594
<i>Size</i>	31739	21.970	1.259	19.420	25.79	21.070	21.810	22.68
<i>Growth</i>	31739	0.176	0.419	-0.590	2.796	-0.018	0.112	0.274
<i>Peer_TobinQ</i>	31739	2.869	1.146	1.143	8.044	2.096	2.634	3.511
<i>Peer_ROA</i>	31739	0.041	0.029	-0.057	0.124	0.027	0.043	0.058
<i>Peer_Cap</i>	31739	0.245	0.126	0.040	0.613	0.158	0.220	0.311
<i>Peer_Cashflow</i>	31739	0.050	0.030	-0.024	0.144	0.032	0.049	0.068
<i>Peer_Lev</i>	31739	0.444	0.143	0.177	1.138	0.348	0.412	0.521
<i>Peer_Size</i>	31739	0.962	0.048	0.757	0.999	0.949	0.979	0.992
<i>Peer_Growth</i>	31739	0.344	0.579	-0.018	4.667	0.148	0.199	0.274

(二)回归结果

表3为企业金融资产配置的同群效应及经济周期下企业金融资产配置的同群效应的回归结果。(1)列为企业金融资产配置的同群效应的检验,结果显示 *Peer_Fin* 系数在1%水平上显著为正,同群

企业财务特征变量在不同程度上显著,说明企业金融资产配置不仅受到同群企业金融资产配置的影响,而且也会受到同群企业财务特征的影响,即企业金融资产配置存在同群效应,分别为模仿效应和学习效应,假设1成立。

表3中(2)列为经济周期对企业金融资产配置的同群效应影响的回归结果。结果显示 $Peer_Fin_E$ 的系数在1%水平上显著为负。即在经济上行期,企业对同群企业金融资产配置的影响减弱,此时同群企业金融资产配置的提高反而会导致企业自身金融资产配置的下降;而在经济下行期则相反,与前述理论分析一致,假设2成立。

表3 企业金融资产配置同群效应及经济周期下企业金融资产配置的同群效应的回归结果

变量	Fin	
	(1)	(2)
$Peer_Fin$	0.250*** (13.043)	0.311*** (15.532)
$Peer_Fin_E$		-0.210*** (-11.025)
$Peer_TobinQ$	-0.000 (-0.716)	-0.000 (-0.157)
$Peer_TobinQ_E$		-0.001 (-0.818)
$Peer_ROA$	-0.156*** (-5.675)	-0.096*** (-2.586)
$Peer_ROA_E$		-0.143*** (-2.987)
$Peer_Cap$	-0.010 (-1.195)	-0.021** (-2.009)
$Peer_Cap_E$		0.023* (1.832)
$Peer_Cashflow$	0.006 (0.225)	-0.006 (-0.176)
$Peer_Cashflow_E$		0.064 (1.347)
$Peer_Size$	-0.040*** (-2.680)	0.025 (1.335)
$Peer_Size_E$		-0.102*** (-4.889)
$Peer_Lev$	-0.007 (-1.24)	0.007 (1.082)
$Peer_Lev_E$		-0.031*** (-3.643)
$Peer_Growth$	0.002* (1.788)	0.000 (0.046)

表3(续)

变量	Fin	
	(1)	(2)
<i>Peer_Growth_E</i>		0.005*** (3.284)
<i>TobinQ</i>	-0.002*** (-4.725)	-0.002*** (-5.046)
<i>TobinQ_E</i>		0.001** (2.361)
<i>ROA</i>	-0.057*** (-6.971)	-0.050*** (-5.172)
<i>ROA_E</i>		-0.018 (-1.033)
<i>Cap</i>	-0.136*** (-29.983)	-0.126*** (-23.856)
<i>Cap_E</i>		-0.020*** (-2.632)
<i>Cashflow</i>	-0.006 (-0.851)	0.001 (0.098)
<i>Cashflow_E</i>		-0.018 (-1.335)
<i>Size</i>	-0.012*** (-14.054)	-0.012*** (-12.821)
<i>Size_E</i>		0.000 (0.371)
<i>Lev</i>	-0.037*** (-10.262)	-0.040*** (-9.733)
<i>Lev_E</i>		0.011* (1.880)
<i>Growth</i>	-0.007*** (-6.928)	-0.007*** (-5.835)
<i>Growth_E</i>		0.000 (0.071)
<i>N</i>	31739	31739
<i>R²</i>	0.103	0.110
<i>Company FE</i>	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES
<i>F</i>	96.445	71.712

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平下显著，括号内为t值。

(三)稳健性检验

1. 替换衡量指标

为保证本文研究结论不受指标衡量方式的影响,参考彭俞超等(2018)^[21]的研究,将买入返售金融资产和发放贷款及垫款纳入金融资产当中,重新衡量企业金融资产配置。从表4中(1)列和(2)列可以看出,Peer_Fin的系数仍在1%水平上显著为正;同群企业财务特征变量也显著异于0,表明企业金融资产配置存在显著的同群效应;Peer_Fin_E的系数仍在1%水平上显著为负;同时反映同群企业财务特征变量与经济周期的交乘项也显著异于0,表明经济周期对金融资产配置的同群效应具有负向调节作用。由此可知,在更换金融资产配置水平衡量方式后,本文的研究结论并未发生实质性改变。

2. 改变计量模型

本文被解释变量为企业金融资产配置,虽然总体分布于一个正数范围,但是根据前文的描述性统计,发现有一部分企业金融资产配置为0,因此,本文进一步使用Tobit截尾回归模型重新进行回归。由表4中(3)列和(4)列可知,本文的研究结论不受计量模型差异影响。

3. 对同群变量进行滞后处理

Joo等(2016)^[22]发现同行企业现金持有水平对企业现金持有具有滞后影响,吴娜等(2022)^[23]在中国上市公司商业信用的同群效应中也发现了滞后效应的存在。因此,为避免忽视滞后效应而导致伪相关,本文参考已有研究将同群企业金融资产配置变量与同群企业财务特征变量滞后一期,重新进行回归。从表4中(5)列和(6)列回归结果可以看出,在考虑同群企业金融资产配置的滞后效应之后,本文的结论仍然是稳健的。

表4 部分稳健性检验

变量	替换指标		Tobit 回归		滞后一期	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Peer_Fin	0.252*** (13.160)	0.315*** (15.760)	0.491*** (27.340)	0.552*** (29.180)	0.311*** (15.990)	0.364*** (18.020)
Peer_Finr_E		-0.220*** (-11.600)		-0.213*** (-10.580)		-0.198*** (-10.490)
Peer_TobinQ_E		-0.001 (-0.640)		-0.003** (-2.560)		0.000 (0.090)
Peer_ROA_E		-0.134*** (-2.780)		-0.102** (-2.030)		-0.166*** (-3.600)
Peer_Cap_E		0.022* (1.750)		0.018 (1.420)		0.025** (2.030)
Peer_Cashflow_E		0.060 (1.260)		0.031 (0.630)		0.080* (1.740)
Peer_Lev_E		-0.031*** (-3.530)		-0.024*** (-2.600)		-0.031*** (-3.660)
Peer_Size_E		-0.107*** (-5.110)		-0.015 (-0.920)		-0.107*** (-5.420)
Peer_Growth_E		0.005*** (3.490)		0.005*** (3.140)		0.005*** (3.440)
Peer_TobinQ	-0.001 (-1.270)	-0.001 (-0.730)	0.000 (0.630)	0.001 (1.290)	-0.002*** (-2.590)	-0.002** (-2.370)
Peer_ROA	-0.142*** (-5.140)	-0.085** (-2.280)	-0.128*** (-4.600)	-0.099*** (-2.710)	-0.133*** (-4.900)	-0.064* (-1.860)

表4(续)

变量	替换指标		Tobit 回归		滞后一期	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Peer_Cap</i>	-0.011 (-1.250)	-0.021 ** (-2.040)	0.034 *** (4.080)	0.034 *** (3.430)	-0.007 (-0.780)	-0.018 * (-1.810)
<i>Peer_Cashflow</i>	-0.016 (-0.550)	-0.026 (-0.670)	0.027 (0.940)	0.029 (0.780)	0.031 (1.110)	0.012 (0.360)
<i>Peer_Lev</i>	-0.007 (-1.290)	0.006 (0.960)	-0.002 (-0.280)	0.007 (1.130)	-0.034 ** (-2.340)	0.008 (1.300)
<i>Peer_Size</i>	-0.046 *** (-3.060)	0.022 (1.180)	-0.052 *** (-3.820)	-0.056 *** (-3.570)	-0.003 (-0.520)	0.024 (1.400)
<i>Peer_Growth</i>	0.002 (1.590)	-0.000 (-0.190)	0.003 ** (2.060)	0.001 (0.640)	0.002 (1.240)	-0.000 (-0.350)
<i>TobinQ_E</i>		0.001 ** (2.240)		0.004 *** (7.540)		0.001 ** (2.160)
<i>ROA_E</i>		-0.018 (-1.040)		0.023 (1.250)		-0.008 (-0.480)
<i>Cap_E</i>		-0.017 ** (-2.190)		-0.010 (-1.270)		-0.020 *** (-2.590)
<i>Cashflow_E</i>		-0.017 (-1.260)		-0.050 *** (-3.460)		-0.023 (-1.630)
<i>Lev_E</i>		0.012 ** (2.000)		0.026 *** (4.060)		0.013 ** (2.180)
<i>Size_E</i>		0.000 (0.050)		0.001 (1.060)		0.000 (0.110)
<i>Growth_E</i>		0.000 (0.080)		0.004 (1.620)		-0.000 (-0.040)
<i>TobinQ</i>	-0.002 *** (-4.890)	-0.002 *** (-5.130)	0.000 (1.640)	-0.001 *** (-2.670)	-0.001 *** (-4.240)	-0.002 *** (-4.480)
<i>ROA</i>	-0.058 *** (-7.080)	-0.051 *** (-5.250)	-0.094 *** (-10.940)	-0.096 *** (-9.540)	-0.052 *** (-6.340)	-0.048 *** (-4.950)
<i>Cap</i>	-0.138 *** (-30.220)	-0.129 *** (-24.250)	-0.148 *** (-31.990)	-0.142 *** (-26.340)	-0.136 *** (-30.100)	-0.127 *** (-24.210)
<i>Cashflow</i>	-0.008 (-1.200)	-0.002 (-0.230)	0.028 *** (3.990)	0.044 *** (5.040)	-0.007 (-1.090)	-0.000 (-0.020)
<i>Lev</i>	-0.038 *** (-10.400)	-0.041 *** (-9.900)	-0.045 *** (-12.490)	-0.051 *** (-12.360)	-0.037 *** (-10.040)	-0.040 *** (-9.630)
<i>Size</i>	-0.012 *** (-13.960)	-0.012 *** (-12.620)	0.007 *** (13.040)	0.006 *** (8.550)	-0.012 *** (-14.200)	-0.012 *** (-12.980)
<i>Growth</i>	-0.007 *** (-6.960)	-0.007 *** (-5.890)	-0.011 *** (-10.750)	-0.012 *** (-9.190)	-0.007 *** (-7.120)	-0.007 *** (-5.830)
<i>N</i>	31739	31739	31739	31739	31739	31739
<i>R²</i>	0.106	0.113			0.106	0.113
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>F</i>	99.006	73.878			98.969	73.474

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平下显著,括号内为t值。

4. 控制相关宏观因素

同群企业金融资产配置对企业金融资产配置的影响,会受其共同存在的环境中宏观因素的干扰。因此,为排除宏观经济因素所导致的企业行为的趋同性,本文借鉴许罡等(2020)^[7]和夏子航(2021)^[24]的做法,进一步控制了市场化程度(*MPS*)、地区GDP增长率(*Gratio*)、货币政策(*M₂*)和经济政策不确定性指数(*EPU*)。由表5中(1)列和(2)列回归结果可知,*Peer_Fin*和*Peer_Fin_E*系数仍在1%水平上显著;同群企业财务特征及其与经济周期交乘项大多显著异于0,说明本文结论在控制相关宏观因素之后依然稳健,经济周期对企业金融资产配置同群效应的影响并不是由相关宏观因素驱动的。

5. 进一步控制行业和地区固定效应

由于本文从行业和地区角度来定义同群企业,所以在主要回归模型中只控制了年份和个体固定效应。但金融资产配置的同群效应也可能是由于企业在地区和行业层面具有相同的特征所导致,因此,借鉴赵颖(2016)^[25]的研究,本文进一步控制了地区和行业固定效应。表5中(3)列和(4)列回归结果表明,在控制地区和行业层面的特征之后本文的结论依然是稳健的。

6. 排除特殊年份的干扰

本文样本数据区间为2000—2020年,在此期间,中国经历了2008年金融危机、2015年“股灾”以及2020年新冠肺炎疫情等重大事件,这几类事件虽然性质上存在差异,但均对中国资本市场和宏观经济的正常运行秩序产生了重大冲击,动摇了投资者的投资信心,并在不同程度上影响了企业的金融投资决策(梁琪、余峰燕,2014;章晟、景辛辛,2021;顾雷雷等,2022)^[26~28]。因此,基于以上分析,本文剔除了2008年、2015年和2020年度的数据,以排除特殊年份对本文结论的干扰。由表5中(5)列和(6)列结果可知,本文的结论在排除特殊年份的干扰之后依然是稳健的。

表5 部分稳健性检验

变量	控制相关宏观因素		控制行业及地区固定效应		剔除特殊年份	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Peer_Fin</i>	0.249 *** (13.031)	0.311 *** (15.521)	0.168 *** (7.281)	0.224 *** (9.436)	0.253 *** (11.965)	0.334 *** (14.984)
<i>Peer_Fin_E</i>		-0.211 *** (-11.095)		-0.204 *** (-10.346)		-0.241 *** (-11.834)
<i>Peer_TobinQ_E</i>		-0.001 (-0.797)		-0.001 (-0.806)		-0.001 (-0.824)
<i>Peer_ROA_E</i>		-0.142 *** (-2.958)		-0.143 *** (-2.936)		-0.124 ** (-2.394)
<i>Peer_Cap_E</i>		0.023 * (1.889)		0.024 * (1.898)		0.024 * (1.784)
<i>Peer_Cashflow_E</i>		0.059 (1.246)		0.048 (1.008)		0.054 (1.065)
<i>Peer_Lev_E</i>		-0.032 *** (-3.688)		-0.031 *** (-3.587)		-0.032 *** (-3.466)
<i>Peer_Size_E</i>		-0.103 *** (-4.946)		-0.080 *** (-3.707)		-0.115 *** (-4.978)
<i>Peer_Growth_E</i>		0.005 *** (3.348)		0.004 ** (2.397)		0.005 *** (3.208)

表5(续)

变量	控制相关宏观因素		控制行业及地区固定效应		剔除特殊年份	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Peer_TobinQ</i>	-0.000 (-0.721)	-0.000 (-0.177)	-0.001 (-0.861)	-0.000 (-0.157)	-0.001 (-0.916)	-0.000 (-0.178)
<i>Peer_ROA</i>	-0.154*** (-5.601)	-0.093** (-2.523)	-0.166*** (-5.851)	-0.106*** (-2.767)	-0.180*** (-6.056)	-0.124*** (-2.939)
<i>Peer_Cap</i>	-0.011 (-1.211)	-0.021** (-2.056)	-0.025** (-2.441)	-0.036*** (-3.047)	-0.011 (-1.136)	-0.024** (-2.079)
<i>Peer_Cashflow</i>	0.005 (0.181)	-0.005 (-0.143)	-0.001 (-0.041)	-0.009 (-0.236)	0.011 (0.356)	0.003 (0.089)
<i>Peer_Lev</i>	-0.007 (-1.211)	0.007 (1.085)	-0.010* (-1.661)	0.003 (0.426)	-0.008 (-1.375)	0.009 (1.186)
<i>Peer_Size</i>	-0.040*** (-2.671)	0.026 (1.384)	-0.043** (-2.432)	0.016 (0.766)	-0.044*** (-2.645)	0.042* (1.944)
<i>Peer_Growth</i>	0.002* (1.762)	-0.000 (-0.046)	0.002* (1.662)	0.001 (0.516)	0.003** (2.215)	0.000 (0.216)
<i>TobinQ_E</i>		0.001** (2.34)		0.001** (2.106)		0.002** (2.427)
<i>ROA_E</i>		-0.018 (-1.023)		-0.016 (-0.943)		-0.021 (-1.167)
<i>Cap_E</i>		-0.020*** (-2.646)		-0.019** (-2.473)		-0.022*** (-2.695)
<i>Cashflow_E</i>		-0.018 (-1.334)		-0.019 (-1.393)		-0.014 (-0.961)
<i>Lev_E</i>		0.011* (1.894)		0.012* (1.963)		0.006 (1.012)
<i>Size_E</i>		0.000 (0.382)		0.000 (0.263)		0.001 (0.688)
<i>Growth_E</i>		0.000 (0.060)		-0.001 (-0.603)		-0.001 (-0.479)
<i>TobinQ</i>	-0.002*** (-4.763)	-0.002*** (-5.084)	-0.002*** (-5.302)	-0.002*** (-5.493)	-0.002*** (-4.715)	-0.002*** (-4.986)
<i>ROA</i>	-0.057*** (-6.978)	-0.050*** (-5.169)	-0.051*** (-6.285)	-0.045*** (-4.674)	-0.053*** (-5.761)	-0.044*** (-3.823)
<i>Cap</i>	-0.136*** (-29.979)	-0.126*** (-23.847)	-0.136*** (-30.025)	-0.128*** (-24.164)	-0.140*** (-27.961)	-0.127*** (-20.743)
<i>Cashflow</i>	-0.006 (-0.877)	0.001 (0.093)	-0.007 (-1.025)	0.000 (0.034)	-0.006 (-0.881)	-0.001 (-0.073)

表 5(续)

变量	控制相关宏观因素		控制行业及地区固定效应		剔除特殊年份	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Lev</i>	-0.037*** (-10.306)	-0.040*** (-9.778)	-0.034*** (-9.355)	-0.037*** (-8.904)	-0.037*** (-9.011)	-0.038*** (-7.993)
<i>Size</i>	-0.012*** (-14.053)	-0.012*** (-12.815)	-0.013*** (-15.005)	-0.013*** (-13.994)	-0.013*** (-13.791)	-0.013*** (-12.447)
<i>Growth</i>	-0.007*** (-6.932)	-0.007*** (-5.846)	-0.007*** (-6.998)	-0.006*** (-5.444)	-0.006*** (-5.761)	-0.006*** (-4.267)
<i>MPS</i>	0.001 (1.033)	0.001** (1.973)				
<i>Gratio</i>	0.018 (1.117)	0.010 (0.654)				
<i>M₂</i>	0.825*** (3.962)	-0.419 (-1.142)				
<i>EPU</i>	0.000*** (8.169)	-0.000* (-1.707)				
<i>N</i>	31739	31739	31739	31739	25688	25688
<i>R²</i>	0.104	0.110	0.120	0.126	0.110	0.119
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Province FE</i>	NO	NO	YES	YES	NO	NO
<i>Industry FE</i>	NO	NO	YES	YES	NO	NO
<i>F</i>	91.155	68.994	29.113	27.538	90.067	66.082

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著,括号内为 t 值。

(四) 工具变量法

虽然在上述部分本文采用固定效应、对同群变量进行滞后及控制相关宏观变量解决了部分内生性问题,但本文的结论仍可能受到遗漏变量等内生性问题的影响,因此借鉴 Leary 和 Roberts (2014)^[15]、王红建等(2017)^[1]的做法,将同群企业投资收益占净利润之比的平均值(*Peer_IV1*)和同行企业的平均股票特质收益率(*Peer_IV2*)作为同群企业金融资产配置水平的工具变量,采用两阶段最小二乘法进行回归,回归结果如表 6 所示。表 6 一阶段回归结果中,*Peer_IV1_E* 和 *Peer_IV2_E* 系数均在 1% 水平上显著;第二阶段的回归如表 6 中(2)列和(4)列所示,*Peer_Fin_E* 系数仍分别在 1% 和 10% 水平上显著为负;且同群企业财务特征与经济周期交乘项大多数显著异于 0,说明在采用工具变量法解决其他内生性问题后,本文结论仍然是可靠的。

表 6 IV-2SLS 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Peer_Fin_E</i>	<i>Fin</i>	<i>Peer_Fin_E</i>	<i>Fin</i>
<i>Peer_IV1_E</i>	0.027*** (46.783)			

表6(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Peer_Fin_E	Fin	Peer_Fin_E	Fin
<i>Peer_IV2_E</i>			-0.046 *** (-10.051)	
<i>Peer_Fin_E</i>		-0.225 *** (-3.165)		-0.601 * (-1.887)
<i>Peer_TobinQ_E</i>	-0.000 (-0.564)	-0.001 (-0.816)	-0.002 *** (-4.081)	0.001 (0.553)
<i>Peer_ROA_E</i>	0.021 (1.466)	-0.144 *** (-2.988)	0.200 *** (8.104)	-0.124 (-1.216)
<i>Peer_Cap_E</i>	-0.087 *** (-23.677)	0.021 (1.539)	-0.051 *** (-8.037)	0.008 (0.298)
<i>Peer_Cashflow_E</i>	0.140 *** (9.860)	0.065 (1.363)	-0.055 ** (-2.209)	-0.009 (-0.105)
<i>Peer_Lev_E</i>	0.029 *** (11.242)	-0.031 *** (-3.499)	0.019 *** (3.946)	0.003 (0.174)
<i>Peer_Size_E</i>	0.028 *** (4.452)	-0.101 *** (-4.809)	-0.072 *** (-6.423)	-0.127 *** (-2.962)
<i>Peer_Growth_E</i>	0.005 *** (10.694)	0.005 *** (3.183)	0.011 *** (14.322)	0.008 * (1.933)
<i>Peer_Fin</i>	0.295 *** (51.171)	0.316 *** (10.779)	0.337 *** (34.283)	0.574 *** (5.073)
<i>Peer_TobinQ</i>	0.002 *** (6.474)	-0.000 (-0.119)	0.002 *** (4.906)	-0.002 (-1.322)
<i>Peer_ROA</i>	0.005 (0.400)	-0.095 ** (-2.555)	-0.118 *** (-6.265)	-0.028 (-0.393)
<i>Peer_Cap</i>	0.041 *** (13.270)	-0.020 * (-1.865)	0.024 *** (4.595)	0.013 (0.686)
<i>Peer_Cashflow</i>	-0.0595 *** (-5.217)	-0.007 (-0.190)	0.017 (0.829)	0.059 (0.916)
<i>Peer_Lev</i>	-0.021 *** (-10.268)	0.007 (1.011)	-0.029 *** (-7.902)	0.003 (0.193)
<i>Peer_Size</i>	0.061 *** (10.870)	0.026 (1.348)	0.106 *** (11.288)	0.040 (0.871)
<i>Peer_Growth</i>	-0.002 *** (-5.700)	0.000 (0.003)	-0.004 *** (-5.160)	0.001 (0.498)
<i>TobinQ_E</i>	0.001 *** (2.948)	0.002 ** (2.367)	-0.000 (-1.153)	0.001 (0.723)

表6 (续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Peer_Fin_E	Fin	Peer_Fin_E	Fin
<i>ROA_E</i>	-0.000 (-0.017)	-0.018 (-1.032)	-0.016* (-1.780)	-0.036 (-1.284)
<i>Cap_E</i>	-0.010*** (-4.551)	-0.020*** (-2.643)	-0.0170*** (-4.4482)	-0.042*** (-3.083)
<i>Cashflow_E</i>	0.001 (0.114)	-0.018 (-1.335)	-0.026*** (-3.779)	-0.010 (-0.424)
<i>Lev_E</i>	-0.014*** (-7.665)	0.0111* (1.8250)	-0.027*** (-8.417)	-0.029** (-2.161)
<i>Size_E</i>	0.001*** (4.544)	0.000 (0.394)	-0.000 (-0.492)	0.001 (0.553)
<i>Growth_E</i>	-0.002*** (-3.062)	0.000 (0.055)	0.001 (0.748)	0.001 (0.201)
<i>TobinQ</i>	-0.000 (-0.204)	-0.002*** (-5.046)	-0.000 (-0.674)	-0.004*** (-6.063)
<i>ROA</i>	0.002 (0.738)	-0.050*** (-5.163)	0.008 (1.448)	-0.061*** (-3.517)
<i>Cap</i>	0.012*** (7.696)	-0.126*** (-23.523)	0.015*** (5.203)	-0.164*** (-16.357)
<i>Cashflow</i>	0.003 (1.132)	0.001 (0.103)	0.012*** (2.677)	-0.010 (-0.683)
<i>Lev</i>	0.011*** (8.510)	-0.040*** (-9.551)	0.012*** (4.747)	-0.042*** (-5.183)
<i>Size</i>	0.002*** (7.420)	-0.012*** (-12.578)	0.001*** (2.892)	-0.011*** (-6.641)
<i>Growth</i>	-0.001** (-2.113)	-0.007*** (-5.837)	-0.001** (-1.9635)	-0.003 (-1.525)
<i>N</i>	31547	31547	11046	11046
<i>R²</i>	0.744	0.110	0.732	0.118
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>F</i>	1680	69.430	555.200	29.460

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著,括号内为 t 值。

六、进一步分析

为进一步了解经济周期对企业金融资产配置同群效应影响的差异性,本文从企业规模、产权性质、高管有无金融背景和企业所处的信息环境四个方面进行异质性分析。

首先,根据企业规模,按其中位数划分为大规模企业和小规模企业;其次,按照企业产权性质将样

本划分为国有企业和非国有企业;再次,参考谭小芳等(2019)^[29]的方法,按高管是否具有金融背景,将样本分为高管有金融背景与高管无金融背景两个子样本。最后,参考梁上坤(2017)^[30]的做法,采用分析师跟踪人数作为企业所处信息环境的代理变量,按其中位数将样本分为“信息环境好”和“信息环境差”两个子样本。回归结果如表7所示。

表7 进一步分析回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	大规模组 企业	小规模组 企业	国有 企业	非国有 企业	高管有 金融背景	高管无 金融背景	信息 环境好	信息 环境差
<i>Peer_Fin</i>	0.134*** (4.980)	0.119*** (3.188)	0.164*** (6.137)	0.276*** (8.686)	0.130*** (5.005)	0.289*** (7.054)	0.126*** (4.643)	0.274*** (8.212)
<i>Peer_Fin_E</i>	-0.110*** (-4.550)	-0.278*** (-8.771)	-0.103*** (-4.602)	-0.288*** (-7.813)	0.035 (1.134)	-0.312*** (-9.445)	-0.068*** (-2.866)	-0.357*** (-11.117)
<i>Peer_TobinQ_E</i>	0.001 (0.670)	0.000 (0.218)	0.002 (1.639)	-0.005*** (-3.140)	-0.002 (-1.331)	0.002 (1.172)	0.000 (0.393)	-0.001 (-0.534)
<i>Peer_ROA_E</i>	-0.104 (-1.450)	0.014 (0.205)	-0.280*** (-4.476)	0.035 (0.467)	0.139* (1.958)	-0.251*** (-2.889)	-0.021 (-0.350)	-0.162** (-2.011)
<i>Peer_Cap_E</i>	0.034** (2.071)	0.048** (2.437)	-0.003 (-0.186)	-0.005 (-0.205)	0.033* (1.704)	0.041** (1.971)	0.013 (0.882)	0.023 (1.093)
<i>Peer_Cashflow_E</i>	0.002 (0.021)	-0.014 (-0.197)	0.160*** (2.678)	0.069 (0.869)	-0.080 (-1.099)	0.081 (0.978)	-0.030 (-0.517)	0.167** (1.996)
<i>Peer_Lev_E</i>	-0.006 (-0.471)	-0.036*** (-2.874)	-0.036*** (-3.313)	-0.016 (-1.152)	-0.019 (-1.541)	-0.035** (-2.221)	-0.013 (-1.220)	-0.034** (-2.450)
<i>Peer_Size_E</i>	-0.062** (-2.082)	-0.131*** (-4.062)	-0.053** (-1.971)	-0.084** (-2.415)	-0.007 (-0.234)	-0.074** (-1.983)	-0.015 (-0.612)	-0.128*** (-3.454)
<i>Peer_Growth_E</i>	0.003 (1.372)	0.005** (2.539)	0.001 (0.298)	0.010*** (3.907)	0.003 (1.296)	0.001 (0.245)	-0.001 (-0.604)	0.007*** (3.413)
<i>Peer_TobinQ</i>	-0.003*** (-2.592)	-0.001 (-0.882)	-0.006*** (-5.443)	0.004*** (3.154)	0.002** (1.985)	-0.001 (-0.776)	0.002 (1.317)	-0.001 (-1.078)
<i>Peer_ROA</i>	-0.171*** (-3.142)	-0.095* (-1.72)	0.134** (2.57)	-0.191*** (-3.50)	-0.145*** (-2.84)	0.040 (0.54)	-0.193*** (-3.80)	-0.045 (-0.75)
<i>Peer_Cap</i>	-0.027** (-1.982)	-0.053*** (-2.985)	-0.005 (-0.416)	-0.036** (-2.057)	-0.016 (-1.108)	-0.028 (-1.499)	-0.017 (-1.270)	-0.012 (-0.691)
<i>Peer_Cashflow</i>	0.061 (1.132)	-0.050 (-0.868)	-0.186*** (-3.679)	0.046 (0.780)	0.086 (1.621)	-0.167** (-2.322)	0.125** (2.513)	-0.079 (-1.224)
<i>Peer_Lev</i>	0.003 (0.252)	0.017* (1.681)	0.008 (0.902)	0.019* (1.763)	0.015 (1.604)	0.014 (1.075)	0.008 (0.866)	-0.000 (-0.027)
<i>Peer_Size</i>	-0.020 (-0.771)	0.087*** (2.884)	0.005 (0.195)	0.061** (2.266)	0.009 (0.417)	0.036 (0.968)	-0.011 (-0.499)	0.030 (0.940)
<i>Peer_Growth</i>	-0.008*** (-3.561)	0.004* (1.697)	-0.001 (-0.368)	0.001 (0.269)	0.002 (0.810)	0.002 (0.811)	-0.008*** (-3.222)	-0.001 (-0.533)

表7(续)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	大规模组 企业	小规模组 企业	国有 企业	非国有 企业	高管有 金融背景	高管无 金融背景	信息 环境好	信息 环境差
<i>TobinQ_E</i>	-0.001 (-0.891)	0.002** (2.481)	0.001 (1.222)	0.000 (0.342)	0.001 (0.993)	0.000 (0.494)	-0.001 (-1.505)	0.003*** (3.126)
<i>ROA_E</i>	-0.039 (-1.281)	0.009 (0.380)	-0.053** (-2.198)	0.039 (1.417)	-0.008 (-0.246)	-0.006 (-0.265)	0.051* (1.894)	-0.050** (-1.973)
<i>Cap_E</i>	-0.007 (-0.701)	-0.045*** (-3.976)	-0.015 (-1.587)	-0.014 (-1.008)	0.020 (1.639)	-0.042*** (-3.610)	0.012 (1.261)	-0.050*** (-3.952)
<i>Cashflow_E</i>	-0.022 (-1.151)	-0.017 (-0.945)	-0.004 (-0.224)	-0.004 (-0.193)	-0.023 (-1.042)	-0.041** (-2.081)	-0.028 (-1.610)	0.001 (0.049)
<i>Lev_E</i>	-0.035*** (-3.651)	0.027*** (3.192)	-0.005 (-0.603)	0.039*** (4.044)	0.024*** (2.695)	-0.006 (-0.686)	0.005 (0.647)	0.004 (0.378)
<i>Size_E</i>	-0.000 (-0.321)	-0.009*** (-2.931)	-0.001 (-0.940)	-0.001 (-0.349)	-0.000 (-0.348)	0.001 (0.467)	0.003*** (2.956)	-0.003 (-1.425)
<i>Growth_E</i>	0.008*** (2.8834)	-0.005* (-1.793)	0.007*** (2.672)	-0.009*** (-2.651)	-0.001 (-0.180)	-0.005* (-1.729)	-0.001 (-0.278)	-0.001 (-0.187)
<i>TobinQ</i>	-0.003*** (-5.383)	-0.001 (-1.460)	-0.003*** (-5.471)	-0.002*** (-3.512)	-0.002*** (-4.823)	-0.000 (-0.274)	-0.001 (-1.365)	-0.002** (-2.426)
<i>ROA</i>	-0.050*** (-3.943)	-0.054*** (-3.919)	-0.047*** (-3.088)	-0.034*** (-2.83)	-0.046*** (-4.177)	-0.049*** (-2.646)	-0.069*** (-5.421)	-0.033** (-2.152)
<i>Cap</i>	-0.107*** (-16.263)	-0.138*** (-15.775)	-0.118*** (-17.604)	-0.118*** (-14.457)	-0.103*** (-15.638)	-0.134*** (-13.896)	-0.085*** (-13.508)	-0.164*** (-17.789)
<i>Cashflow</i>	0.001 (0.073)	0.006 (0.529)	-0.024** (-2.058)	0.007 (0.608)	0.004 (0.446)	0.012 (0.825)	-0.000 (-0.031)	0.003 (0.187)
<i>Lev</i>	-0.054*** (-9.213)	-0.025*** (-3.917)	-0.063*** (-10.637)	-0.019*** (-3.297)	-0.027*** (-5.138)	-0.044*** (-5.849)	-0.018*** (-3.394)	-0.056*** (-8.206)
<i>Size</i>	-0.012*** (-8.613)	-0.004 (-1.586)	-0.016*** (-12.345)	-0.012*** (-8.164)	-0.014*** (-10.943)	-0.014*** (-8.542)	-0.010*** (-7.531)	-0.012*** (-6.790)
<i>Growth</i>	-0.006*** (-4.754)	-0.004** (-2.181)	-0.009*** (-5.091)	-0.005*** (-2.981)	-0.008*** (-6.161)	-0.003 (-1.337)	-0.007*** (-4.929)	-0.006*** (-2.824)
<i>N</i>	15869	15870	14049	16349	17970	13769	17594	14145
<i>R²</i>	0.108	0.122	0.109	0.138	0.085	0.125	0.097	0.136
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>F</i>	33.731	37.262	33.193	47.224	33.175	33.126	33.078	37.466
组间回归系数 差异性检验	Chi ² (1) = 20.6 Prob > chi ² = 0.0000		Chi ² (1) = 7.49 Prob > chi ² = 0.0062		Chi ² (1) = 33.19 Prob > chi ² = 0.0000		Chi ² (1) = 40.72 Prob > chi ² = 0.0000	

注:*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平下显著,括号内为t值。

表7中(1)列和(2)列为按照企业规模分组后的回归结果。结果显示 $Peer_Fin_E$ 系数均在1%水平上显著为负,但小规模组 $Peer_Fin_E$ 系数显著小于大规模组系数,且通过组间差异性检验,表明经济周期对小规模企业金融资产配置的同群效应的抑制作用更强。由于小规模企业融资约束程度高(任晓怡,2020)^[31],外部融资能力较弱,更加依赖内部现金流(王彦超,2009)^[32],因此更有意愿利用金融资产来合理调节资金持有水平,且在经济上行期,宏观经济环境不确定性降低,实体投资机会增多,小规模企业倾向于将资金由金融市场转移到实体经济中,以实现企业主体现金流的稳定循环。

表7中(3)列和(4)列是按产权性质分组的结果。结果表明,国有企业与非国有企业样本 $Peer_Fin_E$ 系数均在1%水平上显著为负,且通过组间差异性检验;但国有企业组系数为-0.103,非国有企业组为-0.288,说明经济周期对非国有企业金融资产配置的同群效应影响更为显著。即相对于非国有企业,国有企业在信贷获取(刘津宇等,2014)^[33]、行业准入(罗党论、刘晓龙,2009)^[34]、税收优惠(吴文锋等,2009)^[35]等方面有着较大的优势,导致其资金流动性较为充足。因此,在经济上行期,国有企业并不急于将金融资产变现,而是选择将金融资产继续留在虚拟市场,以获得投资收益,从而满足股东利益最大化目标。相反,非国有企业在资源获取方面处于劣势地位,面临较大的融资约束,因此,在经济上行期,当金融资产的变现能力增强,非国有企业会选择将其转换为营运资金以促进企业实体业务发展,因此对同群企业的学习和模仿效应相应变弱。

表7中(5)列和(6)列是按高管是否具有金融背景进行分组的回归结果。实证结果发现,高管有金融背景组 $Peer_Fin_E$ 系数不显著,高管无金融背景组 $Peer_Fin_E$ 系数则在1%水平上显著为负,且通过组间差异性检验,表明经济周期对企业金融资产配置的同群效应的抑制作用在高管无金融背景子样本中更为显著。出现差异的原因在于:具有金融背景的高管对金融资产配置决策更加自信,也更加容易导致企业的过度金融化问题(谭小芳、王晗堃,2019;常筠依等,2022)^{[29][36]}。此外,具有金融背景的高管积累了丰富的金融领域人脉资源,大大降低了获取信息和处理信息的时间及成本,因此具有金融背景的高管的金融资产配置决策更容易受到同群企业的影响(许莉、王欢,2021)^[19]。在高管具备金融背景的情况下,高管也会更加相信自己的私人资源与知识背景下的专业判断决策,以利用信息优势获得高额利润,而选择性忽视了宏观经济周期对企业投资环境的影响;当高管不具备金融背景时,对宏观经济变动会更加敏感,在经济上行期,他们会抓住发展机会,发挥金融资产配置的“蓄水池”效应以提升企业主业发展水平。

表7中(7)列和(8)列为按企业所处的信息环境分组的回归结果。实证结果显示: $Peer_Fin_E$ 系数均在1%水平上显著为负,且信息环境差组系数与信息环境好组系数相差较大($| -0.357 | \vee | -0.068 |$),并通过组间差异性检验,表明经济周期对企业金融资产配置的同群效应影响在信息环境较差时更为显著。其原因在于:当企业处于较好的信息环境时,能够降低企业间的信息不对称,使企业能够更好地了解同群企业的金融资产配置状况,从而其学习和模仿行为更加理性。因此,在经济上行期,企业会根据其真实盈利状况保留部分投资,以维持部分利润来源,从而抑制其模仿行为。相反,当企业处于较差信息环境且在经济上行期时,由于企业无法判断被投资企业的真实经营状况和盈利情况,加上金融资产配置本身的高风险特征,一旦企业投资失败,将会影响企业主业发展,损害股东利益。此时企业往往会将重心转移到企业的主业上来,进而减少金融资产配置,因此对于同群企业的金融资产配置的模仿和学习相对减少。

七、结论与建议

利用2000—2020年中国A股上市公司的面板数据,研究发现中国企业金融资产配置存在显著的同群效应,并表现为学习效应和模仿效应,即企业金融资产配置会随同群企业金融资产配置和财务特征的变动而变动。此外,经济周期对企业金融资产配置的同群效应具有显著的抑制作用,具体表现为:在经济上行期,企业会减少对同群企业金融资产配置的模仿和学习,降低自身金融资产配置,转而将资金投向企业的主营实体业务领域,以利用宏观经济发展的良好机遇实现企业快速发展;在经济下

行期,企业反而会增加对同群企业金融资产配置的模仿与学习,利用金融资产配置的短期收益特点解决企业流动性不足的问题,避免因自身投资专业技能不足和信息劣势所导致的潜在损失。异质性分析结果表明,经济周期对企业金融资产配置同群效应的抑制作用存在显著的差异性,即在小规模企业、非国有企业、高管无金融背景的企业以及所处信息环境较差的企业中更为显著。

本文通过经济周期与金融资产配置同群效应的研究,不仅丰富了企业金融资产配置的影响因素研究,而且对企业金融资产配置的动机理论提供了新的经验证据,据此提出如下政策建议:(1)在二十大提出的“发展经济的着力点要放在实体经济上,任何时候都不能脱实向虚”的政策指导下,企业要在不同的经济周期下相应提升产业链、供应链的韧性和安全水平,将企业金融资产配置决策与经济周期趋同,不能简单地加以模仿或学习,而应根据自我调整成本及具体情况决定模仿和学习的交叉结合,对同群企业的决策进行理性判断,积极应对国家宏观政策及调整,把握经济周期的积极影响以实现企业健康发展。(2)地方监管部门在制定政策预防企业过度金融化时,应注意企业间的“盲目跟风行为”,避免金融资产配置同群效应行为所导致的金融系统性风险进一步扩散,同时将投资效率高且资产配置合理的企业作为示范,积极鼓励和引导“追随者”向好发展,最终实现整个地区“以弱带强”的良好环境营造和整体金融资产配置效率的提高。(3)企业需提高自我管理和治理水平,避免管理层权力过大导致的自利行为,采用股权激励等措施降低代理冲突,提高金融决策过程中的透明度,从而避免企业过度金融化,实现金融投资服务企业实体业务的关键目标。

参考文献:

- [1] 王红建,曹瑜强,杨庆,杨笋. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论,2017,(1):155-166.
- [2] 李秋梅,梁权熙. 企业“脱实向虚”如何传染?——基于同群效应的视角[J]. 财经研究,2020,(8):140-155.
- [3] 刘贯春,张军,刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. 世界经济,2018,(1):148-173.
- [4] 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):181-194.
- [5] 彭佳颖,郑玉航. 实体企业金融化行为的逆周期效应及“脱实向虚”风险研究[J]. 财经理论与实践,2021,(2):27-35.
- [6] 陆蓉,王策,邓鸣茂. 中国上市公司资本结构“同群效应”研究[J]. 经济管理,2017,(1):181-194.
- [7] 许罡,石怀旺,蒋小敏. 同群效应与实体企业金融化[J]. 财经论丛,2020,(5):54-64.
- [8] 俞毛毛,马妍妍. 同群行为与企业金融化投资动因分析[J]. 工业技术经济,2020,(6):61-69.
- [9] 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.
- [10] 李顺彬,田珺. 货币政策适度水平、融资约束与企业金融资产配置——对“蓄水池”与“替代”动机的再检验[J]. 金融经济学研究,2019,(2):3-13.
- [11] 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):32-46.
- [12] 谭小芬,张文婧. 经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J]. 世界经济,2017,(12):3-26.
- [13] 戴贻,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):31-43.
- [14] 连玉君,彭镇,蔡菁,杨海生. 经济周期下资本结构同群效应研究[J]. 会计研究,2020,(11):85-97.
- [15] Leary M T, Roberts M R. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? [J]. The Journal of Finance, 2014, (1): 139-178.
- [16] Fairhurst D, Nam Y. Corporate Governance and Financial Peer Effects [J]. Financial Management, 2020, (49): 235-263.
- [17] 张淑英. 经济周期、供应链合作关系与营运资金的产品市场竞争效应[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2017,(3):35-53.
- [18] 刘珺,盛宏清,马岩. 企业部门参与影子银行业务机制及社会福利损失模型分析[J]. 金融研究,2014,(5):96-109.
- [19] 许莉,王欢. 中国企业金融化的同群效应研究[J]. 南京财经大学学报,2021,(4):25-33,53.

- [20] 王晓亮,王进,李颖. 企业金融投资的同群效应研究——基于会计信息可比性视角[J]. 审计与经济研究,2022,(1):81-93.
- [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,2018,(1):137-155.
- [22] Joo Changlim, Yang Insun, Yang Taeyong. Peer Group Effect in Firm Cash Holding Policy: Evidence from Korean Manufacturing Firms [J]. Asia - Pacific Journal of Financial Studies, 2016, 45(4): 535 - 573.
- [23] 吴娜,白雅馨,安毅. 主动模仿还是被动反应:商业信用同群效应研究[J]. 南开管理评论,2022,(3):149-161.
- [24] 夏子航. 企业金融化同群效应:“取长补短”抑或“盲目跟风”? [J]. 中南财经政法大学学报,2021,(4):74-88.
- [25] 赵颖. 中国上市公司高管薪酬的同群效应分析[J]. 中国工业经济,2016,(2):114-129.
- [26] 梁琪,余峰燕. 金融危机、国有股权与资本投资[J]. 经济研究,2014,(4):47-61.
- [27] 章晟,景辛辛. 新冠疫情冲击下投资者信心与宏观经济政策作用效果[J]. 中南财经政法大学学报,2021,(6):77-92,159-160.
- [28] 顾雷雷,王鸿宇,彭俞超. 重大突发公共事件的长期影响:疫情经历、不确定预期与企业金融投资[J]. 经济学(季刊),2022,(3):1017-1038.
- [29] 谭小芳,王晗瑒. 高管金融背景、产融结合与国有企业价值[J]. 科学决策,2019,(7):57-90.
- [30] 梁上坤. 媒体关注、信息环境与公司费用粘性[J]. 中国工业经济,2017,(2):154-173.
- [31] 任晓怡. 数字普惠金融发展能否缓解企业融资约束[J]. 现代经济探讨,2020,(10):65-75.
- [32] 王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. 金融研究,2009,(7):121-133.
- [33] 刘津宇,王正位,朱武祥. 产权性质、市场化改革与融资歧视——来自上市公司投资—现金流敏感性的证据[J]. 南开管理评论,2014,(5):126-135.
- [34] 罗党论,刘晓龙. 政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 管理世界,2009,(5):97-106.
- [35] 吴文锋,吴冲锋,芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. 管理世界,2009,(3):134-142.
- [36] 常筠依,周媛媛,朱喜安. 实体企业 CEO 金融背景与资产金融化关系的实证检验[J]. 统计与决策,2022,(6):164-168.

责任编辑、校对:张友双

Study on the Peer Effect of Enterprise Financial Asset Allocation Under Economic Cycle

WU Na, WEI Zhi - jia, BAI Ya - xin

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

Abstract: Based on the long panel data of A - share listed companies in China from 2000 to 2020, this paper studies the peer effect of enterprise financial asset allocation from the perspective of economic cycle. The research finds that there is a significant peer effect in the allocation of financial assets, which is embodied in learning effect and imitation effect. Besides, economic cycle has a significant inhibitory effect on the peer effect of enterprise financial asset allocation. The above conclusions are still valid after a series of robustness tests. Further research finds that there is a significant difference in the inhibitory effect of economic cycle on the peer effect of corporate financial asset allocation, that is, it is more significant in small - scale enterprises, non - state - owned enterprises, enterprises with senior executives who have no financial background and enterprises with worse information environment. The significance of the study lies in expanding the research boundary of peer effect of enterprise financial asset allocation, and providing theoretical support and empirical evidence for the government to carry out macro - policy regulation so as to prevent financial risk diffusion.

Key words: Enterprise Financial Asset Allocation; Peer Effect; Economic Cycle