

研究報告

上市公司“脱实向虚”问题研究 ——基于上市公司股票房产投资的经验证据

陈历轶 丁逸俊

资本市场研究所

2019年1月

内容摘要

企业在参与金融活动时存在对股票、房产等高风险金融资产的配置需求。企业进行股票房产投资的同时会对自身经营乃至金融市场产生外部性，最终影响整个宏观经济系统。

基于防范经济“脱实向虚”的大背景，本文聚焦于上市公司“脱实向虚”问题中存在的股票和房产投资行为，深入分析其诱因及对实体经济的影响，并提出防范经济“脱实向虚”、防范科创板公司偏离主业的监管建议。

本文研究发现：（1）总体上，上市公司“脱实向虚”的程度不高，但在 2013 年后出现整体上升势头，主要由不断增加的房产投资导致；（2）宏观影响因素方面，实体资产回报、金融资产回报以及金融市场表现会显著影响上市公司投资股票房产的意愿；（3）微观影响因素方面，非战略性新兴产业、国有控股或较大规模的上市公司其股票房产投资倾向的上升势头更强；（4）经济后果上，上市公司投资股票房产会削弱实体资产回报、造成产业资本在金融体系空转、抑制研发创新活动、对金融市场稳定存在潜在危害。

当前我国上市公司整体上对股票房产的配置比重不足 1%，其“脱实向虚”的问题并非在于股票房产投资过多，而是在于投资比重增高的势头，特别是，部分上市公司（非战略性新兴产业、国有、较大规模）的投资意愿有着更为明显的上升，而且，产业资本滞留于金融体系的程度持续上升。据此，需在以下三方面加强关注：

第一，进一步关注实体资产回报、金融资产回报等诱发上市公司“脱

实向虚”的先行指标，提前防范公司频繁参与金融活动、偏离主业的经营倾向；

第二，进一步关注上市公司投资股票、房产等高风险金融资产的真实动机，根据公司对资金的实际需求实行差异化的融资监管；

第三，进一步关注上市公司的金融投资渠道，评估和监控其高风险金融投资的潜在风险，警惕对实体经济的潜在影响。

本文提出如下监管建议：

第一，建议出台针对上市公司高风险金融投资的信息披露指引，制定具体的信息披露标准，具体要求上市公司单独并及时披露高风险金融资产的配置意愿、规模以及收益；

第二，建议适时出台规范上市公司高风险金融投资的文件，引导淤积于金融体系内的资金回流主业，实现金融和实业的有机平衡。具体可结合我国上市公司参与股市房市的实际情况及特征制定更具体的规范；

第三，建议对科创板公司的高风险金融投资行为进行更为严格的监管，保证其科创活动的连续性、积极性以及对公司主业的有效支持，防范科创板公司偏离主业、偏离科创板定位。

目录

一、背景	1
二、理论分析	3
(一) 企业配置金融资产的动因	3
(二) 企业配置金融资产的影响	4
(三) 上市公司股票房产投资的定义及样本	5
三、上市公司股票房产投资的总体表现	5
(一) 全市场股票房产投资概览	5
(二) 上市公司对股市和房市的参与度	7
四、哪些宏观因素会强化上市公司的股票房产投资倾向	8
(一) 实体资产回报和金融资产回报	9
(二) 金融市场表现	10
五、哪类上市公司的股票房产投资意愿更强	11
(一) 战略性新兴产业公司与非战略性新兴产业公司	12
(二) 国有公司与民营企业	14
(三) 较大规模公司与较小规模公司	16
六、上市公司股票房产投资对实体经济的负向溢出效应	17
(一) 降低实体经营回报	17
(二) 造成产业资本在金融体系内空转	18
(三) 抑制研发创新活动	19
(四) 不利于金融市场稳定	21
七、结论及监管建议	21
(一) 结论与启示	21
(二) 监管建议	22

上市公司“脱实向虚”问题研究^①

——基于上市公司股票房产投资的经验证据

一、背景

党的十九大报告中，习近平总书记明确指出，要“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力”，要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，要“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。处理好金融和实体的边界至关重要，合理运用金融工具可以助推实体成长，而过度金融化会损害实体健康。金融和实业的有机结合是助力供给侧结构性改革、促进经济增长的重要路径。

近年来，我国实体经济内部金融活动呈频繁化趋势，市场上浮现出企业实体经营和金融活动边界模糊化、金融投资“越线”扩张的现象，实体企业的金融投资偏好上升，大量产业资本流入金融体系，使得产业资本在价值链中的主导权逐渐削弱，产业内资金失去最佳的配置效率。特别是，企业持有的“高收益”型、“顺周期”型等高风险金融资产占比逐年攀升，这类金融投资活动一旦过度，风险就会暴露，并通过溢出效应向金融市场乃至整个宏观经济层面传导，引发产业“空心化”、实体经济“脱实向虚”的问题。虚拟经济与实体经济逐渐背离带来的危害会在系统内滋生和蔓延，最终将成为诱发系统性风险的重要源头之一，监管机构需对此保持高度关注和警惕。

^① 本文仅代表研究人员个人观点，与所在机构无关。

在我国的金融投资标的中，股票和房产具有流动性好、潜在收益高的属性。企业投资股票和房产能够在市场繁荣阶段享受股市房市上行带来的资本增值，亦能够在主业发展不佳时利用股票和房产的价差快速提振业绩。然而，企业部门频繁参与股市和楼市对实体经济的冲击不容小觑，上个世纪 80 年代，日本企业在出口下滑、制造业不景气、流动性过剩的环境下将更多的资金投向股票和房产，导致资产价格快速上涨，最终经济泡沫破灭，日本进入“失去的二十年”。

2018 年 12 月举行的中央经济工作会议指出，“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”。随着我国上市公司体量的不断增大，上市公司行为也对实体经济有着举足轻重的影响。近年来，我国上市公司投资股票、房产等高风险金融资产的现象日益显著。那么，哪些宏观因素助推了上市公司的股票房产投资倾向？股票房产投资意愿强的上市公司具有什么特征？上市公司的股票房产投资对实体经济有何种影响？

对此，本文以 A 股非金融地产类上市公司为样本，考察其股票房产投资行为，并为防范经济“脱实向虚”以及科创板提供监管建议。

以往研究主要关注企业的大类金融资产配置，考虑到企业投资股票、房产这类高风险金融资产更容易导致其脱实向虚，本文聚焦于企业对股票房产的投资行为，从新的视角为理解企业金融投资动机和经济金融化提供证据。本文研究有助于更全面深入地了解我国上市公司的金融投资偏好及其外部性，更好地推动产业资本脱虚入实、促进实体经济健康发展。

二、理论分析

从微观层面讲，实体企业主要通过涉足金融产业、投资于获利型金融产品、使用金融衍生工具对冲经营风险这三种形式参与到金融活动中。金融投资和实体产业的有机结合能够实现企业资源跨时间和空间的配置和流动，缓解企业融资约束，促进资本积累，提升生产能力，亦可以熨平产业和经济周期给企业带来的风险和冲击。然而，金融资本虽然能够发挥出对产业发展的助推作用，亦有可能反向使得产业由盛转衰。不仅如此，企业的过度金融投资会从微观个体层面向中宏观系统传导和扩散，形成从点到面的负向溢出效应，最终对整个宏观经济系统产生影响。

国内外对企业金融化问题的研究主要针对企业对大类金融资产的配置行为。不同于已有研究，本文关注企业的股票房产投资，这类资产的风险较高，需要单独剥离出来研究并提供相应的监管建议。

（一）企业配置金融资产的动因

企业配置金融资产的动因根据来源可分为内部动因和外部动因，内部动因主要包括自身经营情况和发展目标，外部动因主要包括宏观经济环境和经济政策。

内部动因上，企业根据自身经营状况进行金融资产配置。企业配置金融资产的内部动因主要分为“预防储备”（“蓄水池效应”）或“投机替代”（“挤出效应”）两种。国外研究表明，为了应对未来投资机会和现金流的不确定性、预防可能面临的外部冲击，企业会提高现金储备和其他容易变现的短期金融资产。大企业比小企业持有更多的金

融衍生产品，目的是提升利润而不是降低风险。国内研究发现，企业对现金资产的配置为“蓄水池”动机，即基于预防储备考虑，而对非现金金融资产的配置有“替代”动机，即以实体投资的减少换取金融资产收益。

外部动因上，企业的金融资产配置行为受到宏观因素的影响。国外企业在不确定的宏观环境下会选择投资预期收益可逆转的短期金融资产而非投资收益不可逆转的实业投资（Demir，2009）。在国内，经济不确定会抑制企业的金融化程度，企业为防范金融市场风险和经营风险，会减持投机性金融资产，增持保值性金融资产（彭俞超等，2018）。

（二）企业配置金融资产的影响

合理的金融资产配置在战略层面有利于企业长期发展，符合“产融结合”的基本需求。金融资产在企业业绩下滑时缓冲主业带来的利润下降。产业资本金融化能极大增强企业融资能力，减弱主业投资对外部融资的依赖性、降低财务困境成本。

然而，过度的金融资产配置会对实体经营产生负向效应。过度追求金融资产收益会使得企业重心偏离经营企业实体，抑制固定资产投资，阻碍企业研发创新等，最终导致企业以及产业出现“空心化”、“脱实向虚”等不健康状态。研究发现，我国实体企业的金融化损害了未来主业业绩，金融化的挤出效应大于蓄水池效应。分时间来看，2008 年之前企业持有金融资产没有显著造成实体经济部门的主营收入下滑，而 2008 年之后企业持有金融资产则负向影响了企业的营收。

过度的金融资产配置还会影响金融系统稳定。第一，企业过度配置金融资产导致实体部门的资金流向金融部门，诱发或助推价格泡沫。第二，企业过度配置的金融资产在价格波动下的减值会负向影响企业财务，进而影响银行系统稳定。第三，企业出于隐藏负面信息目的而持有金融资产会导致未来的股价崩盘风险上升（彭俞超等，2017）。

（三）上市公司股票房产投资的定义及样本

企业的金融投资品种主要包括再贷款、银行理财产品、证券或投资性房地产，这些项目大多计入资产负债表中的可供出售金融资产、交易性金融资产、持有到期金融资产、投资性房地产等这几个项目。

企业在投资高风险金融资产时主要选择价格波动较大且流动性较好的品种——股票和房产，通过交易二级市场上流通的股票或非自用的房产来获得短期的价差利润。

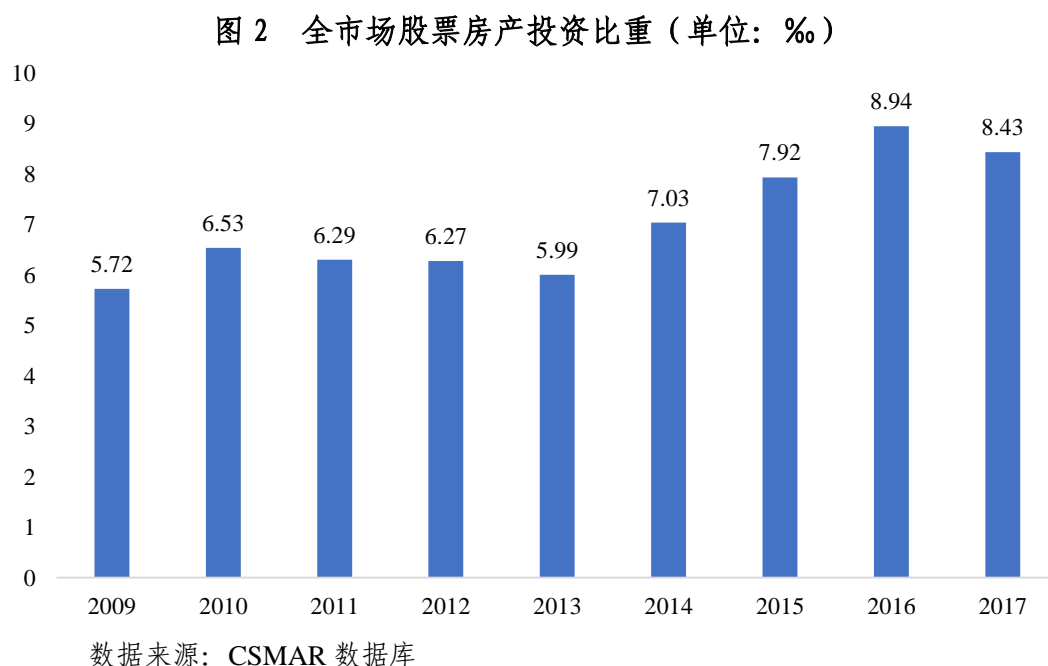
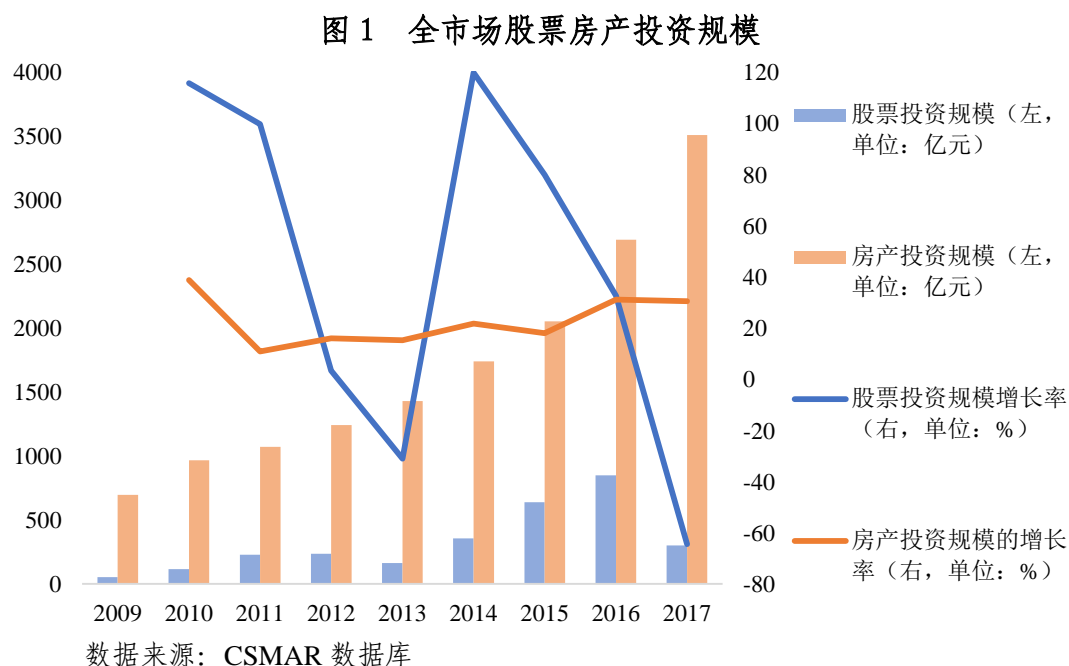
本文中，上市公司的股票投资为年报中被列入可供出售金融资产和交易性金融资产项目的股票，上市公司的房产投资为年报中的投资性房地产。本文样本为 A 股所有非金融地产类上市公司，样本期从 2009 年开始，截止到 2017 年（目前最新数据），数据来源于 CSMAR 数据库和 Wind 数据库。

三、上市公司股票房产投资的总体表现

（一）全市场股票房产投资概览

规模方面，全市场股票房产投资规模逐年攀升。从 2009 年到 2017 年，A 股上市公司对股票和房产的总投资规模从 748.09 亿扩张到 3808.71 亿，增幅超过 400%。该巨大增幅基本上由房产投资规模的增

长贡献，一方面，样本期内房产投资规模远高于股票投资规模，另一方面，房产投资规模有着持续的上涨趋势，房产投资规模从 2009 年的 695.40 亿扩大至 2017 年的 3507.67 亿，涨幅高达 404%，而股票投资规模的波动较大，2017 年出现较为明显的下降，仅为 301.05 亿，不足 2016 年的一半。



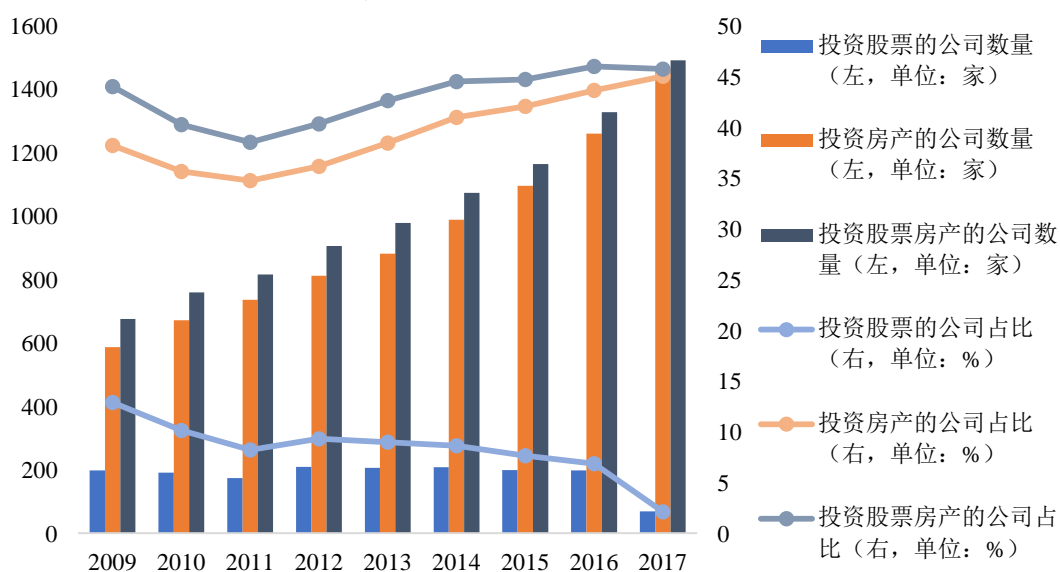
比重方面，全市场股票房产投资比重从 2013 年开始明显上升。

上市公司的股票房产投资按变化趋势主要可分为两个阶段。2009 年到 2013 年为第一个阶段，上市公司对股票房产的投资水平基本保持平稳。2013 年后为第二个阶段，期间全市场股票房产占总资产比呈上升趋势，上市公司加大对股票和房产的投资力度，从 2013 年的 5.99% 升至 2016 年的 8.94%，2017 年出现小幅下降，但仍较 2013 年上升了约 41%。

（二）上市公司对股市和房市的参与度

其一，近年来参与房市的公司占比呈上升态势，而参与股市的公司占比呈下降态势。公司数量上，2009-2017 年投资房产的公司数量从 587 家上升至 1468 家，增长了 150%。样本期内投资股票的公司数量没有呈现出上升趋势，2017 年降至最低，仅有 69 家。公司占比来看，投资房产的公司占比在 2011 年后连续上升，2017 年达到 45.03%，将近一半的上市公司将资金投向了非自用的房产。而投资股票的公司占比在 2012 年后一路下滑，到 2017 年仅有 2.12% 的公司参与股市。

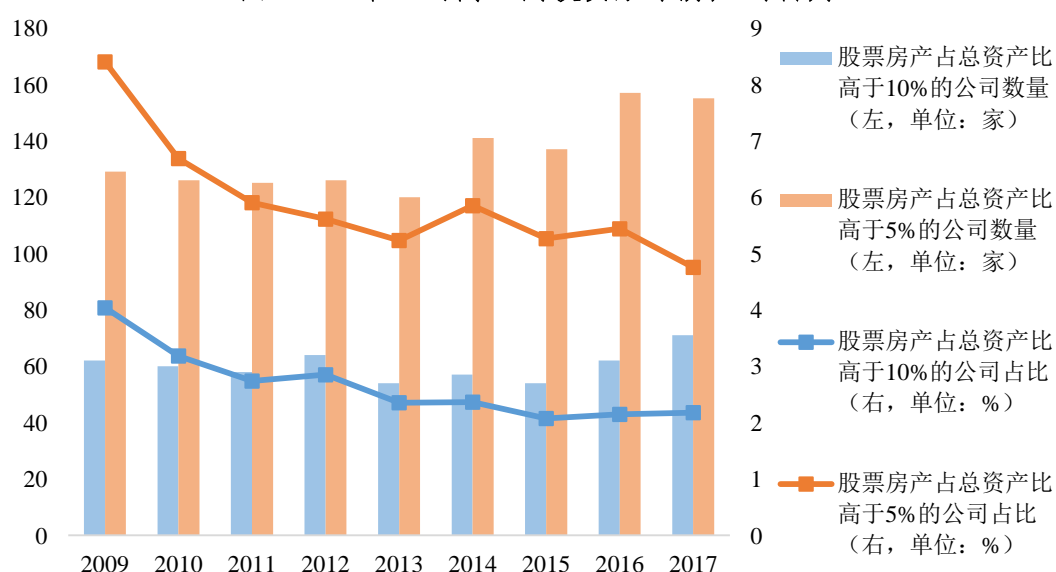
图 3 投资股票房产的公司数量及占比



数据来源：CSMAR 数据库

其二，高比例投资股票房产的行为呈集中化趋势。股票房产占总资产比高于5%和10%的公司数量相对稳定，显现出上市公司对股票房产投资的常态化偏好。考虑到近年来A股上市公司总数不断增长，从公司占比看，高比例投资股票房产的上市公司占比整体上有所下降。体量不断增长的股票房产分布于少部分的上市公司中，意味着高比例投资股票房产的行为有集中化趋势，随之而来的可能是风险的积聚。

图4 上市公司高比例投资股票房产的行为



数据来源：CSMAR 数据库、Wind 数据库

四、哪些宏观因素会强化上市公司的股票房产投资倾向

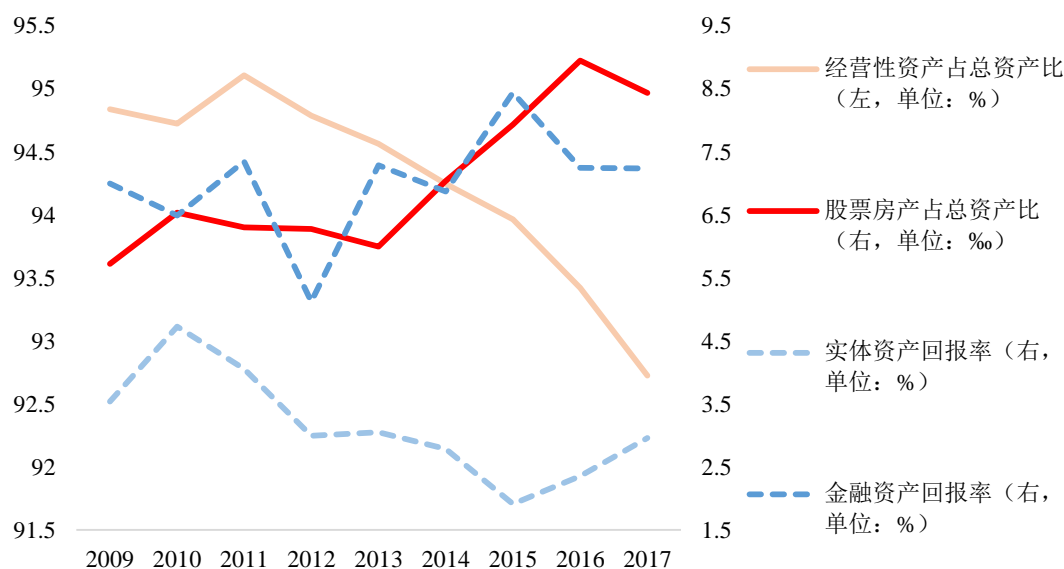
资金的趋利性决定了资金向系统内高回报端流动，产业资本在自身投资机会不足或投资效率较低时会切入更高回报的领域。由于金融投资的短期回报较实业高、回报期较实业短、进入门槛较实业低，企业在实体经营陷入低迷时会选择将资金配置到金融资产甚至是股票、房产等高风险金融资产来改善经营现金流。

（一）实体资产回报和金融资产回报

实体资产回报^①低迷、金融资产回报^②高企的环境促使产业资本流向股市和房市。上市公司投资股票房产主要出于“投机替代”动机。

实体资产回报率处于低位且出现下滑，而金融资产回报率稳定地处于高位，两者差值扩大，上市公司将部分经营活动转向高风险金融投资。2009-2017年，上市公司整体的实体资产回报率持续处于低位，受到经济下行压力影响，2010年达到阶段高点4.72%后一路下降，到2015年仅有1.91%，随后虽有所回升，但仍处于较低水平。同时，金融资产回报长期高于实体资产回报，特别是在近几年，金融资产和实体资产间的回报率之差有所拉大。在这样的环境下，上市公司易产生“实不如虚”的思维，增加对股票和房产的投资。

图5 实体资产回报、金融资产回报与上市公司资产配置



数据来源：CSMAR 数据库

上市公司配置股票和房产主要出于“投机替代”动机。2013年

① 计算方式为：扣非净利润/(总资产-金融资产)。采用市场整体法计算。下同。

② 计算方式为：(金融资产公允价值变动+投资收益-对联营和合营企业的投资收益)/金融资产。采用市场整体法计算。下同。

后，股票房产投资比重上升的同时，经营性资产比重下降。上市公司通过降低实体投资、加大高风险金融投资来换取短期的高额回报，弥补经营收益率下降带来的现金流不足，缓解业绩下滑趋势。对此，用固定效应检验后发现，滞后一期的实体资产收益率负向影响企业投资股票房产的倾向，企业的经营收益率越低，则下一期配置的股票房产比重就越高。对于主营陷入低迷的企业而言，会配置更高比例的股票和房产，来快速扭转不利局面。由此，上市公司配置股票和房产主要出于“投机替代”动机而非将其作为“蓄水池”进行预防。

表 1 实体资产回报率对股票房产投资的影响

	股票房产占总资产比
实体资产回报率（滞后一期）	-0.0042 ^{***} (0.0010)
控制变量 ^④	控制
观测数	17974
R ²	0.0986

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著，括号内为标准误。

数据来源：CSMAR 数据库

（二）金融市场表现

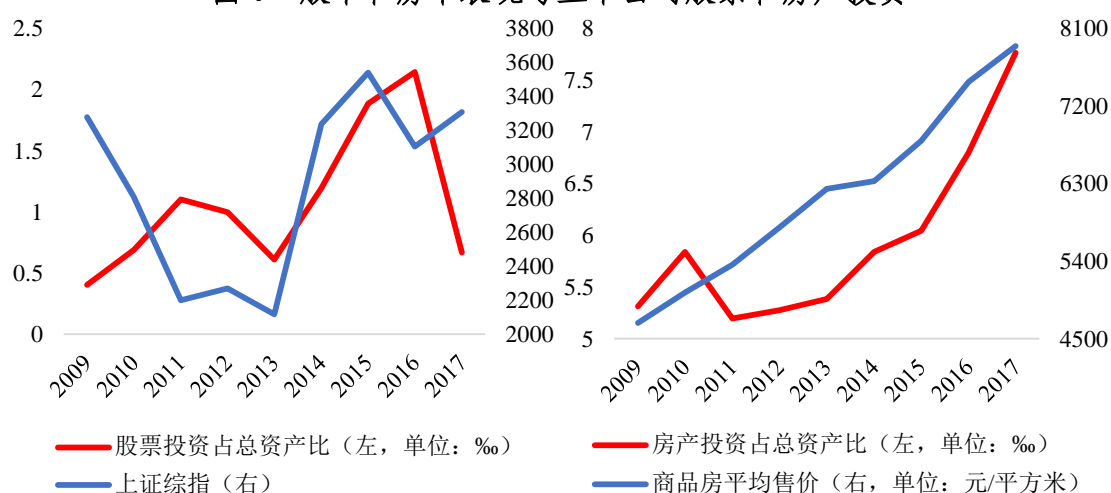
股市和房市的表现分别正向影响了上市公司对股票和房产的投资倾向。

其一，股市在 2013 年后的升温推动上市公司不断加大股票投资。股市表现正向影响上市公司在下一期的股票投资决策。2013-2016 年，随着股市回报走高，上市公司提高了投资于股市的资金比例，股票占总资产比在 2016 年升至样本期内最高，为 2.14%。到 2017 年，由于股市回落，上市公司也大幅降低了对股票的投资，比例降至 0.67%。

④ 控制变量包括：所有权性质、公司规模、资产负债率、市值账面比、机构持股比例、上市年限、行业、年份。

其二，房价持续上涨助推了上市公司投资房产的意愿。房市表现会正向影响上市公司在下一期的房产投资决策。2011 后，上市公司房产占总资产比跟随商品房价格上升而上升。房市情绪持续高涨加上对实体投资回报的预期下降，上市公司不断地将资金投向房市，以提高资本回报率。

图 6 股市和房市表现与上市公司股票和房产投资



数据来源：CSMAR 数据库、国家统计局

表 2 股市和房市表现对上市公司股票和房产投资的影响

	(1) 股票占总资产比	(2) 房产占总资产比
股市回报率 (滞后一期)	0.0006*** (0.0001)	
房市回报率 (滞后一期)		0.0115* (0.0070)
控制变量 ^①	控制	控制
观测数	17974	17974
R ²	0.0975	0.0960

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著，括号内为标准误。

数据来源：CSMAR 数据库、国家统计局

五、哪类上市公司的股票房产投资意愿更强

企业的金融投资意愿与自身特征息息相关，不同类型的企业有着

① 控制变量包括：所有权性质、公司规模、资产负债率、市值账面比、机构持股比例、上市年限、行业、年份。

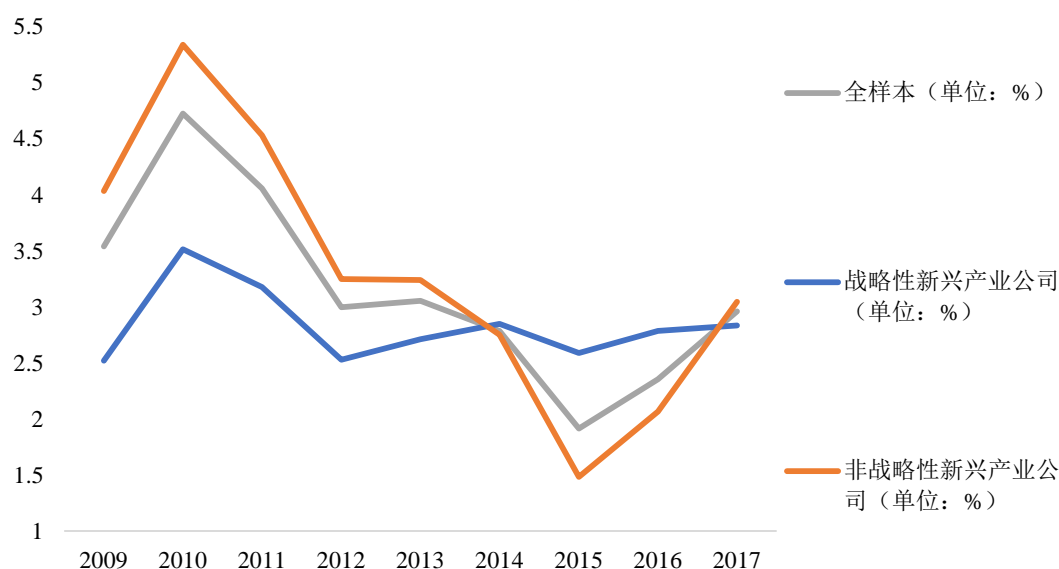
差异化的生产要素、经营目标、风险偏好等，导致企业在股票、房产等高风险金融资产上的配置呈现异质性。

（一）战略性新兴产业公司与非战略性新兴产业公司

2013 年后非战略性新兴产业公司的股票房产投资意愿快速上升，而战略性新兴产业公司的投资意愿维持低位，前者“投机替代”动机更强。

战略性新兴产业公司和非战略性新兴产业公司在资本配置时的目标函数不同，导致两者在金融投资上的决策和意愿也截然不同。根据《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，战略性新兴产业主要包括新一代信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意等。上海证券交易所和中证指数有限公司于 2017 年 1 月 25 日正式发布的中国战略新兴产业综合指数（代码：00891），本部分参照其样本股对上市公司进行分组比较。

图 7 上市公司实体资产回报率（按是否属于战略性新兴产业）



数据来源：CSMAR 数据库

经营表现方面，战略性新兴产业公司有着更为稳定的经营表现。

2009-2013 年，非战略性新兴产业公司的实体资产回报率高于战略性新兴产业公司，但两者的差值从 2010 年开始逐步收敛，并在 2014-2016 年出现反转，战略性新兴产业良好的发展前景使其继续有着较为稳定的回报率，而非战略性新兴产业的实体资产回报率则在经济下行压力下进一步下滑。

股票房产配置方面，战略性新兴产业公司的股票房产投资水平变化不大，非战略性新兴产业公司的投资水平在 2013 年后出现快速上升。2009-2017 年，战略性新兴产业公司的股票房产投资比重始终低于非战略性新兴产业公司，且没有明显的上升或下降趋势。实体投资回报不振的环境没有明显影响到战略性新兴产业公司，但影响了非战略性新兴产业公司的资金配置决策，使其将更多资金投向股市和房市。

实体资产配置方面，战略性新兴产业公司和非战略性新兴产业公司的配置水平有较为一致的变化趋势，上市公司对实体资产的配置与是否属于战略性新兴产业没有较大关联。

图 8 上市公司的资产配置偏好（按是否属于战略性新兴产业）



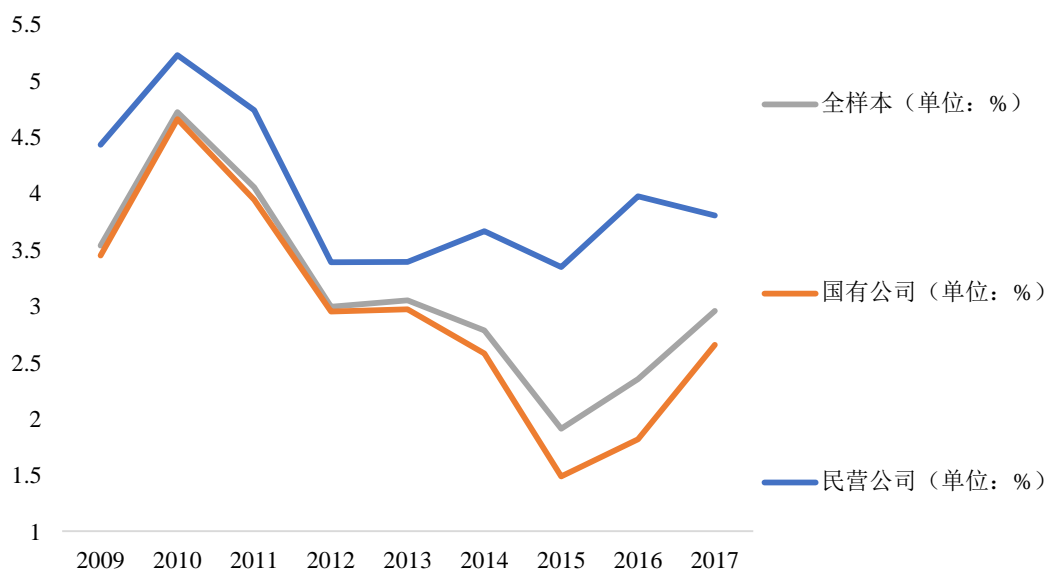
数据来源：CSMAR 数据库

非战略性新兴产业公司在资金配置决策中表现出更强的“投机替代”动机。2013年后，非战略性新兴产业公司对股票房产的投资明显上升，而战略性新兴产业公司的投资水平变化不大，两者在实体投资上的变化趋势相似，因此非战略性新兴产业公司投资股票房产、挤出实体投资的“投机替代”动机更强。战略性新兴产业公司面临较多的投资机会，对实体投资的需求相对较高，在做资金配置时对金融资产的价格波动较不敏感。因此，2013年后的股市升温 and 房市火爆都没有明显吸引到战略性新兴产业公司的资金。不同的是，非战略性新兴产业公司特别是其中的传统产业公司，在实业回报下滑的背景下更需要对资金做出高回报端的配置，从而会将更多的资金投入股票和房产，以此来提高公司整体的收益。

（二）国有公司与民营企业

国有公司对股票房产的投资意愿在2013年后上升，民营公司的意愿则保持稳定，前者的“投机替代”动机更强。

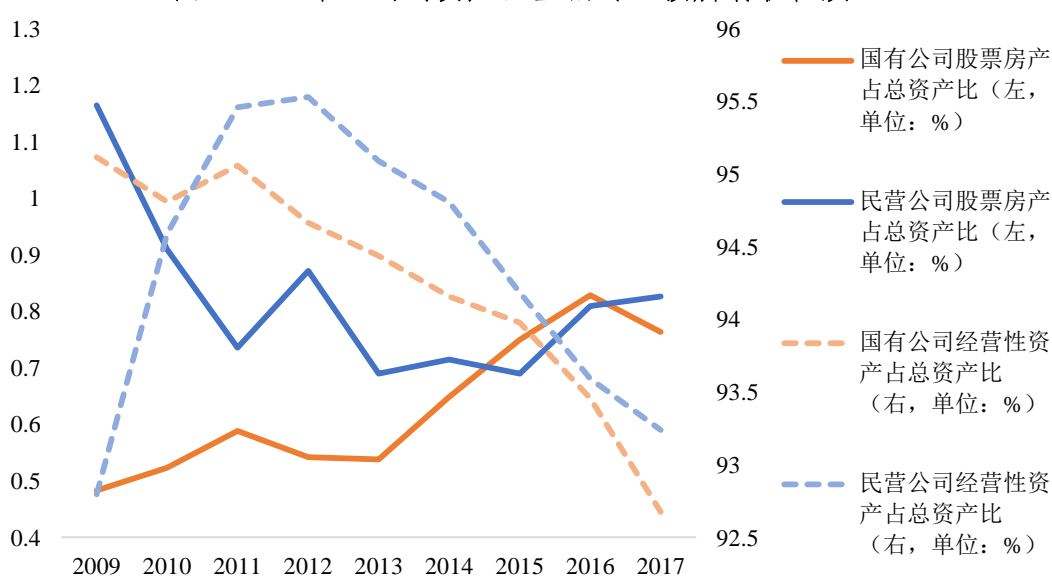
图9 上市公司实体资产回报率（按所有权性质）



数据来源：CSMAR 数据库

经营表现方面，民营企业经营回报更稳健。2009-2017年，民营公司的实体资产回报率始终高于国有公司。从趋势上看，2013年后两者的实体资产回报率出现了较为明显的分化，民营企业经营状况稳中有升，受到经济下行压力的影响明显小于国有公司。特别是在2014年，两者经营回报的变化方向相反，在整体回报下滑的情况下，民营公司的实体资产回报率反而出现了提升。

图 10 上市公司的资产配置偏好（按所有权性质）



数据来源：CSMAR 数据库

股票房产配置方面，民营公司的股票房产投资水平保持稳定，而国有公司在2013年后增加了投资，总体水平赶上民营企业。2013年开始，民营企业对股票房产的投资意愿没有受到实体资产回报下行的明显影响，投资水平保持平稳，而国有公司不断加大对股票和房产的配置力度，在2014年后和民营公司的投资水平相当。该现象和当时银行体系对小企业收紧贷款、加强风控有一定关联。随着银行信贷向国有企业倾斜，国有企业可支配资金充裕，其业绩考核压力驱动了迅速做高业绩的动力。这种情况下国有企业自然会选择增大其股票房产

的配置比例以充实企业利润。

实体资产配置方面，国有和民营公司在 2012 年后都降低了经营性资产的比重，趋势上近似，两者在实业资产配置偏好上无明显差异。

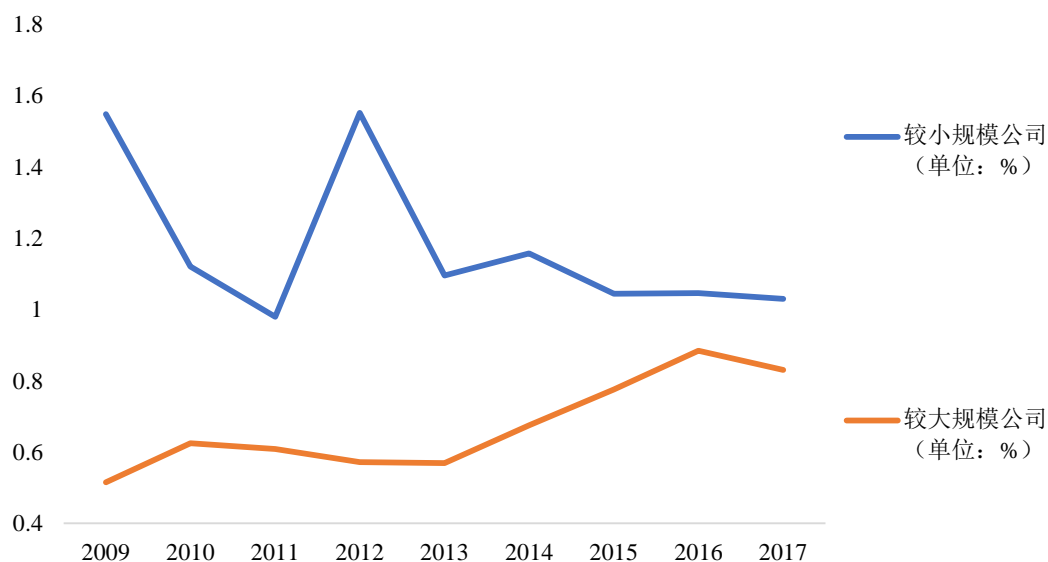
国有公司在资金配置决策中表现出更强的“投机替代”动机。2013 年后，国有公司对股票房产的投资比重上升，而经营性资产比重下降，民营公司的经营性资产比重虽然也出现下降，但其股票房产的投资水平保持平稳，意味着民营公司的“投机替代”动机弱于国有公司。在借贷市场上，国企较低的经营风险使其更容易从银行部门获得信贷支持，总体流动性较民企充裕。国企的现金储备较为丰富，一部分现金作为“蓄水池”进入预防性储备，另外相当一部分资金投入到金融活动中，一种方式是向民营企业放款，扮演“影子银行”信用中介的角色（彭俞超和黄志刚，2018），还有一种方式是配置于金融资产获取收益。国有公司的实业回报较民营企业低，而且，2013 年后国有公司的实体资产回报率出现下滑，幅度大于民营企业。在这样实体投资低迷的环境下，国有公司的闲置资金就会被更多地配置于股票房产以提高资本回报，呈现出比民营企业更强的“投机替代”动机。

（三）较大规模公司与较小规模公司

近几年来，较大规模公司对股票房产的投资意愿趋强，而较小规模公司的意愿趋弱。2013 年后，股市房产的升温吸引了较大规模公司的资金，导致其对股票房产的投资意愿逐年攀升。而较小规模公司有更强的获利意愿以及对自身主业成长的需求，对股票房产的新增投资不及对原有股票房产的减持，从而整体的股票房产投资比重下降。

随着时间推移，较大规模公司和较小规模公司在股票房产投资比重上的差距缩小。

图 11 上市公司股票房产投资意愿（按公司资产规模）



数据来源：CSMAR 数据库

六、上市公司股票房产投资对实体经济的负向溢出效应

企业在可控风险内的适度金融投资有利于充分利用和盘活企业的闲置资金，一方面可以增厚预防性储备，更好地应对未来的经营风险，另一方面可以优化实体经济的资金配置，使资金从低投资效率企业流向高投资效率企业。而高风险金融投资只是企业通过提高风险承担来博取短期高额利润，过度的高风险金融投资不仅会降低提高资金配置效率，还可能引发系统性风险。

（一）降低实体经营回报

上市公司股票房产投资对实体经营回报的影响主要在金融风险 and 实体经营关注这两个层面。

第一个是金融风险层面，股票和房产的收益不确定性会造成企业经营业绩波动。当金融风险暴露时，金融资产缩水会大幅侵蚀企业现

金流和利润，对于现金储备充足的企业，会降低未来的应急性现金支持，对于现金留存少的企业，会消耗仅有的货币现金，负向影响经营现金流，使主营业务陷入更不利的局面。上市公司投资股票的负面效应不仅来自于股票本身的高风险，还来自于公司间的连锁传导：被持有者的负面状况会影响持有者的经营现金支持。上市公司投资房产的负面效应则主要来自于房地产周期，房地产市场不景气不利于公司的现金回收。

第二个是实体经营关注层面，高风险金融投资会分散企业家的日常经营关注，导致企业家对主业的关注度和精力分配下降。个体在注意力和精力分配时往往会给予高风险资产更高的关注。金融投资的风险高于实体经营，这决定了企业家会将更多的日常关注分配到金融资产价格波动中。特别是股票，股票的波动远高于主营业务的业绩波动，小额的股市资金投入能够带来大额的回报，甚至高于主营业务的全年利润，这对企业家而言是一种很强的激励。对于微利或经营陷入困境的企业而言，聪明的股票交易行为能够大幅增厚企业利润，改变企业经营局面。正是金融投资的强激励属性，导致了企业家对实体经营的关注下降，最终降低了主营收益。

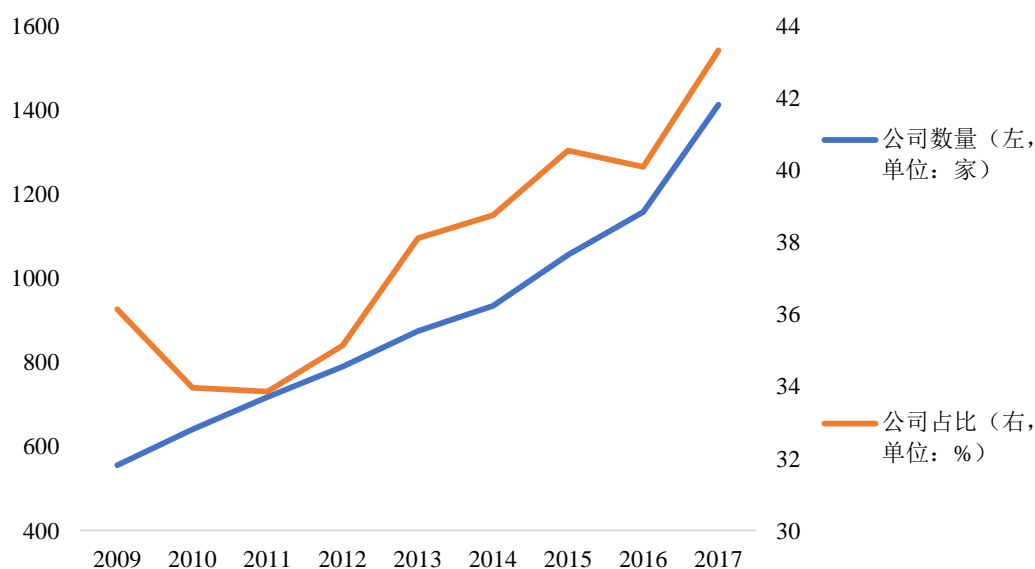
（二）造成产业资本在金融体系内空转

高风险金融投资是最容易导致产业资本空转、实体经济资金配置效率低下的企业日常活动之一。一方面，投资收益为正时，企业家对金融投资回报的正向预期和经营依赖得到强化，从而将其中的资金继续滚动于各类高风险金融资产之间，导致产业资本空转呈长期化趋势。

另一方面，投资收益为负时，企业资金受损，相当于“永久”滞留于金融体系，无法回流实体，加大了企业的经营风险。一旦大量产业资本长期滞留于金融体系，就会导致企业错失好的实体投资机会，从而削弱内生增长动力、损害企业经营健康。

2009-2017年，产业资本滞留于金融体系的上市公司数量一直以较为恒定的速率增加，而公司占比是在2011年后出现上升趋势。2009-2011年，将资金长期配置于股票和房产的公司占比出现小幅下降，而在2011年后，受到实体经济景气度的影响，越来越多的上市公司为追求高额收益而将闲置资金投入股市和房市，造成产业资本在非生产经营领域的滞留。该投资趋势易导致大量产业内资金的低效率运转，降低产业资本的配置效率，不利于实体经济“脱虚向实”。

图 12 产业资本滞留于金融体系的公司数量及占比



数据来源：CSMAR 数据库

(三) 抑制研发创新活动

企业的金融资产配置对研发创新活动有两种可能的影响：一种是，金融资产的快速变现特性使得企业在面临创新活动资金短缺时能够

通过出售金融资产为研发创新提供资金支持，起到蓄水池效应；另一种是，企业资金有限，在配置金融资产时对资金的占用会导致创新投资下降，起到挤出效应。我国最新的经验证据（亚琨等，2018）表明，企业金融资产配置对创新活动的挤出效应显著。那么，企业的金融风险偏好上升后，对股票、房产等高风险金融资产的配置也会对创新活动产生挤出效应。按照决策的时间顺序，可分为投资前和投资后来具体分析其中的影响机制。

投资前，金融资产的高回报特性驱动企业的资金配置向股票房产倾斜，从而挤出研发创新投入。企业家对资金投向的决策取决于各投资标的的投入产出比，同时，企业的创新活动实质上是用资金的机会成本换取生产效率、经营壁垒的提高，从而促进主业发展。但当股市、房产的投入产出比高于研发创新活动时，企业家对股票、房产的预期回报提高，导致决策函数中资金的机会成本被抬高。那么，企业家会将更多的资金配置于股票、房产，对研发创新的投入随之降低。

投资后，若实现正收益会进一步挤出研发创新投入，若实现负收益会削弱可支持研发创新的资金。当投资收益为正时，企业家会低估股票、房产的风险，高估其投入产出比，使得在对下一期资金配置进行决策时表现出对股票、房产的更强偏好，从而挤出下一期的研发创新投入。当投资收益为负时，企业的可变现金融资产价值下降，可支持研发创新活动的潜在资金减少，对下一期的研发创新投入形成负向影响。

（四）不利于金融市场稳定

频繁密集的金融投资活动会加剧金融市场波动，一旦出现集体性金融投资行为，则该合力会危害金融市场的稳定。股票、房产的风险较高，上市公司过度持有这类资产可能会对公司自身的股价产生影响。当主营业务出现问题导致盈利下滑时，公司出于平滑利润、粉饰报表的目的，会将一部分资金投向“短平快”的高风险金融资产。如果主营业务的坏消息不断累积并超过一定上限，金融投资信息“捂盘”的作用将会失效。当坏消息集中释放时，投资者大量抛售该公司股票，会造成该公司的股价崩盘（彭俞超等，2018）。

回顾历史上著名的资产价格泡沫事件，像法国的密西西比泡沫、英国的南海泡沫，均由疯狂的金融活动驱动，最终都对金融市场造成了严重影响。一旦上市公司出现集体性的高风险金融投资行为，则该合力可能催生或助推金融资产价格泡沫，从而危害金融市场的稳定性。

七、结论及监管建议

（一）结论与启示

尽管我国上市公司整体上“脱实向虚”程度不高，但在实体资产回报低迷、金融资产回报高企的环境下，为追逐资本回报而呈现出不断扩大股票房产投资的势头。近年来，非战略性新兴产业公司表现出比战略性新兴产业公司更强的股票房产投资偏好；国有公司增配了股票和房产，而民营公司的投资水平保持平稳；较大规模公司的股票房产投资意愿上升，较小规模公司的投资意愿下降。

当前我国上市公司整体上对股票房产的配置比重不足 1%，其“脱

实向虚”的问题并非在于对股票房产的投资过多，而是在于投资比重逐年扩大的势头，特别是，部分上市公司（非战略性新兴产业、国有、较大规模）的投资意愿有着更为明显的上升，而且，产业资本滞留于金融体系的程度持续上升。一旦资产价格出现大幅波动，高风险金融资产随时可能成为产业发展的绊脚石，甚至引发业绩倒退。

本文研究有以下三点启示：

第一，进一步关注实体资产回报、金融资产回报等“脱实向虚”的先行指标，通过先行指标提前防范上市公司提高金融投资、挤出实体投资等偏离主业的倾向。

第二，进一步关注上市公司投资股票、房产等高风险金融资产的真实动机，根据公司对资金的实际需求实行差异化的融资监管，降低产业资本在金融体系的空转程度，提高系统内资金的配置效率。

第三，进一步关注上市公司的金融投资渠道，评估和监控其投资股票、房产等高风险金融资产的潜在风险，警惕上市公司高风险金融投资的趋势对实体经济的潜在影响。

（二）监管建议

第一，建议出台针对上市公司高风险金融投资的信息披露指引，制定具体的信息披露标准，从而起到预先提示公司经营策略变化及潜在风险的作用。

上交所对上市公司金融投资的信息披露是纳入《上海证券交易所股票上市规则》中“对外投资”项一并要求的。按照最新版（2018年11月修订）上市规则的规定，上市公司的金融投资总额占上市公

司最近一期经审计总资产的 10%以上或者成交金额占上市公司最近一期经审计净资产的 10%以上且绝对金额超过 1000 万元的应当及时披露;金融投资总额占上市公司最近一期经审计总资产的 50%以上或成交金额占上市公司最近一期经审计净资产的 50%以上,且绝对金额超过 5000 万元的除应当及时披露外,还应当提交股东大会审议。

深交所在上市公司规范运作指引中对上市公司金融投资的信息披露做出具体规定,并区分主板、中小板和创业板,分别制定相应标准。目前,主板、中小板和创业板上市公司规范运作指引的最新版均为 2015 年修订版本。**主板方面**,《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》规定:上市公司证券投资总额占公司最近一期经审计净资产 10%以上且绝对金额超过 1000 万元人民币的,应当在投资之前经董事会审议通过并及时履行信息披露义务;上市公司证券投资总额占公司最近一期经审计净资产 50%以上且绝对金额超过 5000 万元人民币的,或者根据公司章程规定应当提交股东大会审议的,公司在投资之前除应当及时披露之外,还应当提交股东大会审议。**创业板方面**,除了将提交股东大会审议的金额门槛降低到 3000 万元人民币外,其他标准与主板一致。**中小板方面**,《深圳证券交易所中小板上市公司规范运作指引》将股票、非房地产为主营业务的上市公司所从事的房地产投资以及其他具有一定风险的投资行为一并纳入到“风险投资”类别中。指引中规定:上市公司进行风险投资,应当经董事会审议通过后及时披露;进行金额在人民币五千万元以上的除股票及其衍生品投资、基金投资、期货投资以外的风险投资,还应当提交股东大会审

议。创业板的指引规定了上市公司在进行证券投资时的披露标准，中小板的指引提及了投资性房地产，将其和股票一并纳入到“风险投资”类中进行统一规范。

目前沪深交易所的信息披露监管均针对大类的金融资产，均未出台专门针对上市公司投资股票房产等高风险金融资产的信息披露指引。在美国，公司将大量资金投资于风险金融资产，但也只是被要求披露大类的金融资产，没有对具体的金融资产构成或投资收益作披露要求（Duchin 等，2017）。

我国上市公司持有股票房产等高风险金融资产的规模已经不容小觑，而且该类金融资产是防范经济“脱实向虚”任务中更值得关注的对象。建议进一步要求上市公司单独并及时披露高风险金融资产的配置意愿、规模以及收益。

第二，建议适时出台规范上市公司高风险金融投资的文件，引导淤积于金融体系内的资金回流主业，实现金融和实业的有机平衡。

在美国，如果一家公司持有的金融资产占总资产 40% 以上（不包括美国国债和现金等价物），就会引起美国证券交易委员会（SEC）的关注，并有可能被要求注册成投资公司。

建议结合我国上市公司参与股市楼市的实际情况及特征制定更具体的规范，防范上市公司对金融资产的过度配置，抑制上市公司有偏离主业趋势、对主业存在潜在风险的金融投资行为。

第三，建议对科创板公司的高风险金融投资行为进行更为严格的监管，防范其偏离主业的金融活动。

在我国，金融投资对创新活动的影响主要表现为挤出效应而非蓄水池效应。科创板定位于科创类公司，其主业对研发创新的依赖程度整体上高于主板公司，只有密切关注并严格监管科创板公司的金融投资特别是高风险金融投资，才能更好地保证其科创活动的连续性、积极性以及对公司主业的有效支持，防范科创板公司偏离主业、偏离科创板定位。

参考文献

- 杜勇、张欢、陈建英，2017：《金融化对实体企业未来主业发展的影响：促进还是抑制》，《中国工业经济》第12期。
- 胡奕明、王雪婷、张瑾，2017：《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》，《经济研究》第1期。
- 黄贤环、吴秋生、王瑶，2018：《金融资产配置与企业财务风险：“未雨绸缪”还是“舍本逐末”》，《财经研究》第12期。
- 廖士光，2017：《警惕经济过度金融化》，上海证券交易所研究报告。
- 刘贯春，2017：《金融资产配置与企业研发创新：“挤出”还是“挤入”》，《统计研究》第7期。
- 彭俞超、韩珣、李建军，2018：《经济政策不确定性与企业金融化》，《中国工业经济》第1期。
- 彭俞超、黄娴静、沈吉，2018：《房地产投资与金融效率——金融资源“脱实向虚”的地区差异》，《金融研究》第8期。
- 彭俞超、黄志刚，2018：《经济“脱实向虚”的成因与治理：理解十九大金融体制改革》，《世界经济》第9期。
- 彭俞超、倪晓然、沈吉，2018：《企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角》，《经济研究》第10期。
- 戚聿东、张任之，2018：《金融资产配置对企业价值影响的实证研究》，《财贸经济》第5期。
- 宋军、陆旸，2014：《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》，《金融研究》第3期。
- 苏治、方形、尹力博，2018：《中国虚拟经济与实体经济的相关性——基于规模和周期视角的实证研究》，《中国社会科学》第8期。
- 王红建、曹瑜强、杨庆、杨筝，2017：《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》，《南开管理评论》第1期。
- 文春晖、李思龙、郭丽虹、余晶晶，2018：《过度融资、挤出效应与资本脱实向虚》，《经济管理》第7期。
- 谢家智、王文涛、江源，2014：《制造业金融化、政府控制与技术创新》，《经济学动态》第11期。
- 亚琨、罗福凯、李启佳，2018：《经济政策不确定性、金融资产配置与创新投资》，《财贸经济》第12期。
- 闫海洲、陈百助，2018：《产业上市公司的金融资产：市场效应与持有动机》，《经济研究》第7期。
- 张成思、张步昙，2016：《中国实业投资率下降之谜：经济金融化视角》，《经济研究》第12期。
- 周彬、谢佳松，2018：《虚拟经济的发展抑制了实体经济吗？——来自中国上市公司的微观证据》，《财经研究》第11期。
- Duchin, Ran, Thomas Gilbert, Jarrad Harford, and Christopher Hrdlicka, 2017, Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash, *Journal of Finance* 72(2):793-852.
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, René Stulz, and Rohan Williamson, 1999, The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics* 52(1):3-46.
- Tornell, Aaron, 1990, Real vs. financial investment can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion? *Journal of Development Economics* 32(2):419-444.

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼



二维码：

邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
