

# 管理者金融危机经历影响企业金融化水平吗?

——基于中国上市公司的实证研究

杜勇,王婷

(西南大学经济管理学院,重庆400715)

**摘要:**文章以我国2008—2017年非金融上市公司为样本,结合“烙印理论”,考察了管理者金融危机经历对非金融企业金融化水平的影响,研究发现:管理者的金融危机经历对其所在企业的金融化水平具有显著的正向影响,在一系列的稳健性检验后,该结论依然成立。且该效应在融资约束严重的企业和制度环境较好地区的企业中更加显著,而在金融危机期间遭受财务困境的企业中受到明显抑制。拓展的研究表明,经历过金融危机的管理者持有金融资产的动机并不单一,但获利动机更强烈。最后文章还发现,管理者的获利动机和管理者自信可能是金融危机经历影响企业金融化水平的关键作用机制。文章从企业微观层面拓展了非金融企业金融化水平的影响因素研究,并对企业管理者经历对非金融企业金融化的影响及作用机制研究进行了一定的探索。

**关键词:**金融危机经历;烙印理论;企业金融化

**中图分类号:**F234.4 **文献标志码:**A **文章编号:**1000-2154(2019)08-0058-14

**DOI:**10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2019.08.005

## Does the Manager's Financial Crisis Experience Affect the Financialization Level of Nonfinancial Enterprises? ——Evidence from Chinese Listed Companies

DU Yong, WANG Ting

(School of Economics and Management, Southwest University, Chongqing 400715, China)

**Abstract:** Based on the imprinting theory, using a dataset of Chinese A-share nonfinancial listed companies from 2008 to 2017, this paper investigates the impact of managers' financial crisis experience on the financialization level of nonfinancial enterprises. We find that managers' financial crisis experience can effectively increase the positive impact, and this conclusion is still valid after a series of robustness tests. Based on different situations, the effect to increase the positive impact is mainly reflected in the firms with higher marketing process and severer financing constraints, and is significantly suppressed in enterprises that suffer financial difficulties during financial crisis. Further we find that managers who have experienced financial crisis hold financial assets both for prevention and for profit, but the motives for profit are stronger. Finally, we also find that managers' profit motives and managerial self-confidence may be the key mechanism of financial crisis experience affecting the level of enterprise financialization. This paper expands the research on the influencing factors of the financialization level of nonfinancial enterprises from the micro level of the enterprise, and explores the impact of the managers' experience on the financialization of nonfinancial enterprises and its mechanism.

**Key words:** financial crisis experience; imprinting theory; financialization of entity enterprises

**收稿日期:**2019-04-03

**基金项目:**国家自然科学基金面上项目“社会资本视域下的中国上市公司亏损逆转质量:结构特征、驱动机理与经济后果”(71572153);重庆市社会科学规划项目“跨境电子商务企业经营风险预警与防范机制研究”(2017YBGL159);中央高校基本科研业务费专项资金一般项目“宽松货币政策下制造业企业房地产投资对企业业绩的影响机理研究”(XDJK2019C006);重庆市社会科学规划项目“非金融上市公司金融化的同伴效应研究”(2018PY61)

**作者简介:**杜勇,男,教授,博士生导师,管理学博士,主要从事财务管理研究;王婷,女,博士研究生,主要从事财务管理研究。

## 一、引言

我国非金融上市公司配置金融资产的水平近十年来处于持续上升的趋势。越来越多的非金融企业脱离原来的主营业务,倾向于持有更多的金融资产且大量依靠金融渠道获利,这种趋势即为非金融企业金融化。<sup>①</sup>企业过度金融化将不仅会使得实体经济的发展面临严峻挑战,同时也加大了经济运行的风险。面对如此严峻的经济形势,“十九大”关于建设现代化经济体系的战略部署中提出“要着力加快建设实体经济,防止经济‘脱实向虚’”。因此研究企业金融化水平受哪些因素的影响和制约,不仅具有重要的学术价值,对于理解当前企业过度金融化现象,制定抑制实体企业过度金融化的相关政策,促进我国经济健康发展也具有很强的现实意义。

现有研究多从融资和投资回报视角解释企业持有金融资产的动机,有学者发现企业持有金融资产是为了克服融资约束的影响,帮助企业降低调整成本,达到平滑实体投资和研发创新投资的目的(Opler等,1999)<sup>[1]</sup>。也有学者从金融资产的高收益率做出了解释,认为当金融资产与固定资产的收益率之差不断扩大时,企业越倾向于投资金融资产(宋军和陆旸,2015)<sup>[2]</sup>,从而实现企业价值最大化。但这些研究均建立在“理性人”假设的基础上,即假设管理者是同质的,而对于企业投融资决策起关键作用的管理者个人特质差异对企业金融化水平的影响却鲜有研究。

在企业经营中,管理者并非按照概率法则评估不确定事件,有学者研究发现管理者的经营决策在很大程度上是行为因素作用的结果,而非经济最优化机制作用的结果。Malmendier等(2011)<sup>[3]</sup>通过对管理者早期个人经历与企业财务决策的研究发现,管理者的参军经历和大萧条经历对企业财务决策有显著影响。Graham等(2013)<sup>[4]</sup>采用问卷调查的方法研究得出具有财务经历的管理者其公司的负债水平更高。从中可以看出管理者个人特质和特殊的人生或职业经历确实会对其管理决策产生显著影响。

鉴于此,本文结合烙印理论,从管理者认知烙印和能力烙印两个维度分析了管理者金融危机经历对企业金融化水平的影响,结果表明:管理者的金融危机经历对其所在企业的金融化水平具有显著的正向影响,且该结论通过了相关的稳健性检验。进一步地,本文从财务困境、融资约束、制度环境三个方面进行讨论,研究发现该效应在融资约束严重的企业和制度环境较好地区的企业中更加显著,而在金融危机期间遭受财务困境的企业中受到明显抑制。最后,本文试图验证拥有金融危机经历的管理者所在的企业对金融资产的持有动机及管理者金融危机经历对企业金融化影响的作用机理,从而为理解我国实体企业金融化现象和当前决策者制定抑制实体企业过度金融化的相关政策提供理论支持和经验证据。

本文可能的创新与贡献在于这几点:(1)本文丰富了高管个人经历如何影响企业金融化的研究。当前对实体企业金融化的研究文献多集中在过度金融化对企业的影响及非金融企业金融化的动机研究方面,仅有少量研究关注管理者异质性对金融化的影响,本文进一步从管理者异质性视角为有关高管个人经历与实体企业金融化的研究提供了新的证据,本文的研究有助于更深刻理解企业金融化的动机和影响因素。(2)对于管理者异质性的研究不得不考虑管理者自选择性而导致的内生性问题,例如无法解释是性格激进的人倾向于选择参军,还是从军经历塑造了个人激进的性格。由此无法区分是管理者自身特质使其选择了经历,还是曾经的经历影响了管理者特征。而本文选择金融危机经历这一外生变量进行研究,可以极大地控制其他因素干扰。(3)中国现行的制度背景为本文研究金融危机经历对企业金融资产配置的影响提供了一个良好的契机,与发达国家相比我国制度环境发展很不平衡、公司治理机制尚不健全,从而为管理者个人特质影响企业投融资决策创造了条件。本文拓展的研究表明具有金融危机经历的管理者对于金融资产的

<sup>①</sup>金融化主要表现为金融部门在经济运行中的地位不断提升,非金融企业与金融部门之间更加依赖,企业金融渠道获利占企业获利比重不断提高等,本文将企业金融化界定为金融资产在企业资产配置中的比重不断提高的趋势。

配置并非单一的预防或投机,而是一种最优的综合策略。具有丰富阅历和管理经验的管理者对金融资产如此青睐,也印证了企业金融化或许是非金融企业在当前金融市场不完善、融资约束严重情形下的一个缓冲机制。这对抑制金融化的政策制定者提供了启示,必须提升实业投资回报并重视管理者背景特征的影响。此外,对于企业而言,其在选聘高管时,应更加重视管理者金融危机经历等背景对企业投资决策的影响,尽量选择不同背景的高管,以平衡其因烙印效应将会对企业经营造成的不利影响。(4) 本文结合“烙印理论”研究发现资本套利动机和管理者自信是其金融危机经历影响企业金融化水平的作用路径,这将进一步帮助本文探索企业金融化的影响因素,从而为制定相关政策抑制非金融企业金融化趋势,防止我国经济“脱实向虚”提供经验证据。

## 二、理论分析与研究假说

### (一) 烙印理论 (Imprinting Theory) 与敏感期界定

基于已有研究,Marquis 和 Tilcsik (2013)<sup>[5]</sup>、Simsek 等 (2015)<sup>[6]</sup> 系统界定了烙印机制并且指出烙印机制的本质是一个过程:首先特定阶段的环境形成了一个环境敏感期,环境敏感期内焦点主体为适应环境而培养出相应的特征,个体或组织的这种特征犹如烙印不易磨灭,会持续影响个体和组织的行为,即使在外部环境发生变化后也不会轻易消失。早期的烙印理论主要应用于组织层面的研究,用于解释组织初创期的环境对企业后续发展的持续影响(Han 等,2014)<sup>[7]</sup> 并取得了丰富的研究成果,而对于企业管理者被烙印的过程及其对企业行为产生的影响研究却一直较为缺乏。高层梯队理论的发展和行为金融学的兴起,促使学者开始对烙印理论在管理者层面的应用进行探索,基于烙印理论,戴维奇等(2016)<sup>[8]</sup> 发现民营企业企业家体制内经历通过烙印效应促进了企业在成长过程中拓展房地产等业务来赚快钱,杜勇等(2018)<sup>[9]</sup> 也发现 CEO 的海外经历基于烙印效应显著抑制了企业的盈余管理。

对于烙印理论在个体层面的研究,其核心问题是分析个体在“环境敏感期”的经历对其某些特质的持续影响。相对于正常时期,在敏感期内个体面临较大的不确定性并产生明显的焦虑感,为了减少环境变化导致的这种焦虑感,个体将采取行动以尽快适应环境,因此较容易受到环境的影响,并发展出适应该环境的特征。

总结已有研究,通常能够被界定为环境敏感期的期间主要是发生了外部宏观事件的期间,如大萧条时期、三年自然灾害时期、大跃进时期等。虽然未直接应用烙印理论,但基于烙印视角,已有学者探讨了管理者经历对企业决策的影响(Malmendier 等,2011;沈维涛和幸晓雨,2014;付超奇,2015)<sup>[3,10-11]</sup>,此外,Marquis 和 Tilcsik (2013)<sup>[5]</sup> 特别强调环境敏感期主要是指焦点主体的状态发生转换的时期,对于个体而言其在成长和发展的过程中,可能经历不止一个环境敏感期,因而可以认为使得个体从一个阶段过渡到另一个阶段的转换期都可以界定为环境敏感期。因此作为个体成长和发展的关键阶段或造成个体周边环境发生了重大变化的时期,例如工作经历、从军经历、教育经历、贫困经历等也可以被认定为“环境敏感期”,有研究发现这些特殊的个人经历确实对管理者的经营策略产生了显著的影响(杜勇等,2018;赖黎等,2016)<sup>[9,12]</sup>。

基于本文研究的主题而言,金融危机虽爆发于美国金融领域,但在2008年已然演变成全球性金融危机,对世界经济造成了巨大的影响,也对我国经济产生了剧烈的冲击。对于管理者而言,其所面对的企业投融资环境均发生了重大改变,因而金融危机显然成为了管理者所经历的一个特殊的环境敏感期。

### (二) 管理者金融危机经历的烙印机制分析

由于金融资产的双重属性,基于我国特殊的制度背景,金融危机经历对管理者的影响可能是不确定的。图1为管理者金融危机经历影响企业金融化的作用机理,本文结合烙印理论从抑制和促进两个方面进行分析。

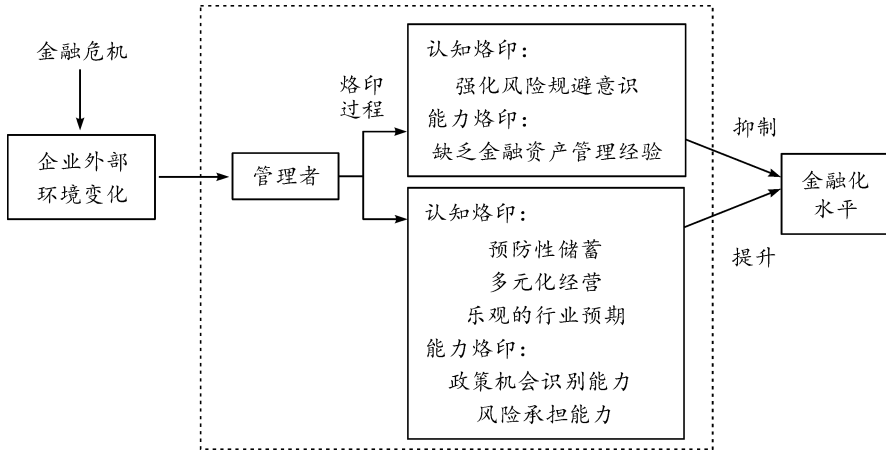


图1 管理者金融危机经历的烙印机理

**1. 管理者金融危机经历抑制企业金融化。**(1) 认知烙印方面:金融危机冲击导致企业外部环境不确定性加大,使得管理者的投资行为更加谨慎。受金融危机影响股市资金规模严重萎缩,企业想要通过股票市场取得权益筹资举步维艰,加上金融危机爆发后,银行等金融机构由于自身流动性紧张以及风险防范等因素减少了向企业提供贷款的能力和意愿,导致企业面临更为严重的融资约束环境。此外,受金融危机影响,企业的实体资产如存货、设备等抵押品价格的下跌,进一步恶化了其获取信贷的能力。金融危机中的大多数企业入不敷出,对其正常经营造成了严重影响,许多企业由于无法及时筹措资金而放弃了大量有价值的投资机会(Campello等,2010)<sup>[13]</sup>,更有企业因此陷入财务困境甚至破产清算。遭遇了严重融资约束和经营风险的管理者,受金融危机影响可能更加倾向于谨慎性的财务策略,因而持有更多的现金和更少的金融资产。

此外,有研究证实经历过低收益的管理者由于不愿意承担融资风险而更少地参与股票市场融资(Malmendier等,2011)<sup>[3]</sup>,为避免投资失败所带来的私人成本,公司经理人可能会放弃净现值为正但风险较大的投资项目从而规避风险(杨丹等,2011)<sup>[14]</sup>。受金融危机影响,2009年美国有89402家企业申请破产,我国仅浙江省在2008年就有2.2万家企业倒闭,我国上市公司面临着有史以来最严峻的考验。金融危机的冲击强烈增强了管理者对资本市场风险的恐惧和对预期不确定性的感受,经历了金融危机的管理者可能深受金融资产价格波动的影响,强化了其风险规避意识,倾向于采取更加保守的投资策略,从而抑制了企业金融化行为。

(2) 能力烙印方面:对风险较为敏感的管理者,金融危机期间通常采取较为稳健的经营策略,因而很少投资金融资产,缺乏在不确定环境下金融资产的投资经验。面对当前复杂的外部市场环境,管理者其在进行投融资决策时更倾向于选择自己熟悉的领域而放弃持有金融资产。在此情形下,金融危机的冲击使得管理者对在今后的决策选择时会高估风险发生的概率,低估金融资产收益,从而偏向更加谨慎的投资策略,导致其投资金融资产的意愿下降。

基于以上分析,本文认为当金融危机经历加大了管理者对资本市场风险的恐惧和对预期不确定性的感受,且缺乏金融资产管理经验时将倾向于持有更少的金融资产以规避风险,因而本文提出如下假设:

假设1a:管理者金融危机经历对其所在企业金融化水平具有显著的负向影响。

**2. 管理者金融危机经历促进企业金融化。**在我国特殊的制度背景下,许多管理者并没有完全摒弃金融资产的资本获利优势,金融危机的历练也可能使管理者风险应对能力得到了很大的提升,因而经历过金融危机的管理者有信心用好金融资产这把双刃剑,从而提升了企业金融化水平。

(1) 认知烙印方面:首先,严重的融资约束和资金流短缺,使得管理者更加重视财务柔性储备,强化了管理者持有金融资产的预防储蓄动机。经历了金融危机的管理者清晰地认识到企业持有现金和短期金融资产能够应对未来经营过程中可能导致的流动性短缺,从而减少其对企业生产经营的影响(Opler等,1999)<sup>[11]</sup>,当企业陷入财务困境时,可以利用金融资产的蓄水池效应使得企业能够通过出售金融资产来降低经营风险(刘贯春等,2018)<sup>[15]</sup>。因而具有金融危机经历的管理者其预防性储蓄动机的强化,使其倾向于

持有较多金融资产充当流动资金蓄水池,以增强企业抵御不利冲击的能力。

其次,金融危机经历使得管理者更倾向于多元化投资战略以分散风险谋求生存。受金融危机影响,消费者收入下降、对未来经济形势的悲观预期等因素导致其消费能力和消费意愿大幅下降,国内需求不足,国际出口下滑,都使得实体经济遭受重大打击。市场需求下滑以及需求的不确定程度的增加严重影响了企业投融资行为,因而企业迫切需要寻找新的利润增长点谋求生存。在实体经济遭受重创的形势下,金融业和房地产业被认为是拥有超额利润的两大暴利行业(王红建等,2016)<sup>[16]</sup>,在这种经济环境的影响下,企业投资实业的意愿低迷,投资金融资产的动机却愈发强烈。金融资产的双重性质,使其不仅是一种流动性贮藏工具,也是一种投资机会。尽管在成熟的市场经济体制下,多元化被认为有损企业绩效,但在我国特殊的经济背景下,多元化可能是企业最优的选择。金融资产投资这种赚快钱的行为尽管可能无法提升其竞争优势,但却有可能影响企业生存,实体企业希望以“草船借箭”的方式来反哺实业的发展。因此金融危机经历塑造了管理者多元化投资认知,强化了其投机动机,使管理者更加重视对金融资产投资机会的把握。

此外,我国特殊的环境制度及金融危机之后的政府宏观政策,弱化了管理者对金融市场的风险感知,强化了其对金融及房地产行业的前景预期。我国金融领域长期以来实施严格的资本管制制度,资本市场波动带来的影响在我国特殊的制度环境下有所减缓,因而弱化了管理者对资本市场风险感知的敏感性。Allen等(2014)<sup>[17]</sup>指出,中国银行业在全球金融领域表现很好,其绩效总体远超新兴市场和发达市场。此外,为应对2008年经济危机冲击,我国政府实施了一系列经济刺激政策,经济政策带来的市场需求和投资机会使得管理者意识到现有的市场机会仍可持续,从而不会调整其原有的经营、融资与投资模式(连立帅等,2016)<sup>[18]</sup>。

(2)能力烙印方面:首先,管理者对政策机会的把握和识别能力增强。区别于实业经营,金融资产投资通常被认为是企业赚快钱的一种行为,而其本质则是企业利用政策性机会实现发展新业务的独特形式,这种行为不仅需要管理者具备整合相关资源的能力,更需要管理者能够准确识别政策性机会(戴维奇等,2016)<sup>[8]</sup>。为应对金融危机对我国经济的冲击,我国政府实行了一系列经济刺激政策,政府“有形的手”为我国经济创造出大量的市场需求与投资机会。经历过金融危机的管理者倾向于更加关注国家宏观经济政策动向,复杂的外部环境迫使管理者对政策机会的把握和识别能力也逐步增强,相较于没有该经历的管理者而言,其更能在频繁变化的宏观政策中敏锐地把握已然存在于外部环境中由政策引致的机会。

其次,管理者的风险承担能力与冒险精神得到提高。金融危机的考验和历练使得管理者从中学习的应对突发危机的技能使其更加自信能处理好高风险及不确定政策的影响,表现为更少的风险厌恶,从而提升了管理者的风险承担能力与冒险精神。有研究发现具有财务经历的CEO,由于精通财务且相关职业经历丰富,倾向于实施更加积极的财务政策(Custodio和Metzger,2014)<sup>[19]</sup>,此外有研究还发现人们在战争中学到的技能使他们更加自信能处理好高风险、高压力的情况,表现出较少的风险规避(Elder等,1991)<sup>[20]</sup>。金融危机经历使得管理者应对此类事件的经验更加丰富,其危机处理能力与风险承担能力也得到了提高,从而更加偏好投资金融资产。

在此情况下,对于管理者而言,金融危机经历使其更加重视应对外部不确定性环境而偏好多元化投资以分散风险,加之我国特殊的环境制度弱化了其对资本市场风险感知的敏感性,金融危机之后的政府宏观政策强化了其对金融及房地产行业的前景预期,无论是出于预防性动机亦或获利动机,管理者都倾向于持有更多的金融资产。

因而当金融危机经历使得管理者基于预防储蓄和多元化投资意识更强,并在金融危机中积累了丰富的应对不确定性环境的经验时,其风险承担能力的提升使其更倾向于提高企业的金融化水平。因而本文提出如下竞争性假设:

假设1b:管理者金融危机经历对其所在企业金融化水平具有显著的正向影响。

Bernile等(2017)<sup>[21]</sup>研究发现未产生严重后果的自然灾害经历会降低CEO对风险的敏感性,而经历极端自然灾害后果的CEO在企业经营中对风险更谨慎。Dittmar和Duchin(2016)<sup>[22]</sup>研究发现,经历过困境的CEO所在的企业保有较高的现金水平、较低的债务融资水平和较为保守的投资策略。借鉴此思路,本文认为管理者在金融危机中遭受影响的程度不同,将会对其未来的投资策略产生不同的影响。金融危机时

期经历了财务危机处境的管理者,对资本市场的风险感受更加深刻,且财务困境的处境表明面对金融危机困境时,其应对并不成功,认知烙印方面加大了对资本市场风险的感受,能力烙印方面失败的经历使得其管理自信受到挫伤,行事将更为保守。因此金融危机的冲击使管理者在今后的决策选择时会偏向更加谨慎的投资策略,导致其投资金融资产的意愿下降。结合假设1(H1a, H1b),本文认为管理者的财务困境经历将加强金融危机经历对其所在企业金融化水平负向影响或减弱金融危机经历对其所在企业金融化水平正向影响的程度,因而本文提出如下假设:

假设2:财务困境会加强金融危机经历对企业金融化水平的负向影响或减弱金融危机经历对其所在企业金融化水平正向影响的程度。

## 三、研究设计

### (一) 数据和样本

本文选取2008—2017年中国沪深两市A股上市公司为研究样本,样本剔除了金融、保险类以及房地产行业上市公司、ST公司和缺失值,最终包括13683个观测值。其中管理者金融危机经历是根据国泰安数据库(CSMAR)和色诺芬(CCER)数据库中高管简历资料及上市公司公告数据手工搜集得到的,外部环境数据来自樊纲等(2016)<sup>[23]</sup>的市场化指数,其他数据均来自CSMAR数据库。为克服极端异常值的影响,本文对模型中所有连续变量进行了上下1%的Winsorize处理。

### (二) 主要变量定义

**1. 金融化程度(Fin)指标。**本文将企业金融化界定为金融资产在企业资产配置中的比重不断提高的趋势,借鉴宋军和陆旸(2015)<sup>[2]</sup>、杜勇等(2017)<sup>[24]</sup>的做法,以企业持有的金融资产比例度量金融化程度。因为企业持有货币资金和应收账款的主要目的还是日常经营并非资本增值,因而本文中的金融资产未包括货币资金和应收账款。此外,由于现代企业大量进入房地产的资金投资目的并非自用而是投机,本文在企业金融化的度量过程中包括了投资性房地产净额项目。综上,本文企业金融化程度(Fin)的计算公式为:
$$\text{Fin} = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额}) / \text{总资产}$$
本文使用的是企业持有金融资产的比例这一相对指标进行检验,在稳健性检验中,本文将使用金融资产的持有规模即金融资产的绝对指标进行替代测量。

**2. 管理者金融危机经历(Fce)指标。**借鉴国内外相关研究,如Graham等(2015)<sup>[25]</sup>指出在企业中CEO是最有影响力的决策者,王铁男等(2017)<sup>[26]</sup>、杜勇等(2018)<sup>[9]</sup>分别在研究管理者过度自信与IT投资绩效和管理者海外经历与企业盈余管理的关系时将管理者界定为CEO。因此本文中管理者定义为对企业投融资决策具有重要决定权的总经理、CEO或总裁。<sup>①</sup>本文认为对于同一家企业而言,若总经理任职的起始时间早于或等于2008年,则认为其经历了金融危机,Fce取1,否则为0。

**3. 调节变量指标。**财务困境(Z\_score),借鉴Edward(1968)<sup>②</sup>的研究成果,本文用Z指数来衡量企业面临的财务困境,Z值越大说明企业财务状况越好,陷入财务困境的概率越小。现有研究发现Z值的判断标准在不同国家有所差异,但研究证实Z值小于1.8的企业,更容易陷入困境,因此,如果企业2008年Z指数小于1.8,本文将Z值取1,否则取0。本文还使用现金流危机指标、经营业绩危机指标(2008年企业现金流、

<sup>①</sup>结合我国实际情况,虽然企业副总经理在金融危机中也受到了相应的影响,但由于副总经理与总经理的职权差异,其在金融危机中面临的冲击可能与总经理并不相同,副总经理更多的关注其岗位职责内的责任,对于企业整体资源配置、投融资决策的影响有限。此外,尽管企业CFO可能会对公司财务行为有更加直接的影响,但受我国传统集权、等级文化的影响,CFO的决策往往会更多地受总经理的影响,并屈从于与总经理的决策,最终企业投融资决策常常在无形中受企业总经理的主导。

<sup>②</sup>纽约大学斯特恩商学院教授Edward Altman在1968年就对美国破产和非破产生产型企业进行观察,采用了22个财务比率经过数理统计筛选建立了著名的5变量Z-score模型。该指标越小,企业风险越大,反之亦然。

经营业绩排名低于中位数的企业为1,否则为0,)作为替代变量进行了稳健性测试。

**4. 控制变量指标。**考虑除本文研究的金融危机经历这一管理者特征变量外,管理者的其他个人异质性、企业财务状况、公司治理水平等也可能会对企业金融化水平产生影响,借鉴以往文献本文分别控制了管理者个人特征、企业财务特征、公司治理等方面可能对金融化水平产生影响的指标,具体包括:管理者年龄(Age)、性别(Sex)、教育水平(EDU)、金融背景(Finback)、企业规模(Size)、营业利润率(OPR)、负债率(Lev)、净资产收益率(Roa)、产权性质(State)、股权集中度(Top1)、管理层持股(Msh)、独立董事比例(Indep)、董事会规模(Board)领导权结构(Dual)、机构投资者持股比例(Ins)、投资机会(Growth),此外本文还控制了行业、年度等因素对回归结果可能的影响, $\varepsilon$ 为随机误差项。主要变量定义见表1。

表1 主要变量定义

变量	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	金融化水平	Fin	Fin = (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) / 总资产
解释变量	管理者金融危机经历	Fce	若总经理任职的起始时间早于或等于2008年,则认为其经历了金融危机, Fce取1,否则为0
调节变量	财务困境	Z_score	$Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$
	制度环境	Market	制度环境评分高于中位值为1,否则为0
	融资约束	SA	SA值大于年度行业中位数取1,否则为0
控制变量	性别	Sex	管理者性别,男性取1,女性取0
	年龄	Age	管理者年龄
	教育水平	EDU	管理者教育水平,大学及以上为1,否则为0
	金融背景	Finback	管理者有监管部门、银行、保险、证券、基金、期货公司、投资银行、信托等金融背景为1,否则为0
	企业规模	Size	企业当年年末,总资产的自然对数
	营业利润率	OPR	企业当年营业利润率:营业利润/营业收入
	资产负债率	Lev	企业负债情况,为总负债/总资产
	净资产收益率	Roa	净利润/年末资产总额
	产权性质	State	企业是否为国有企业,国有企业为1,否则为0;
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
	管理层持股	Msh	若管理层持股为1,否则为0
	独立董事比例	Indep	独立董事人数/董事会人数
	董事会规模	Board	董事会规模,董事会人数的自然对数
	领导权结构	Dual	董事长和总经理兼任为1,否则为0
	机构投资者持股比例	Ins	机构投资者持股占上市公司总股份比例
	投资机会	Growth	主营业务收入增长率 = (本年度主营业务收入 - 上年度主营业务收入) / 上年度主营业务收入
	行业	Industry	行业哑变量,根据证监会《上市公司行业分类指引(2012)》进行分类
年度	Year	年度哑变量,以控制年度的影响	

### (三) 模型设计

基于上述理论分析,本文构建了模型(1)对假设1(假设1a,1b)进行检验,为了检验假设2,本文在基准模型的基础上增加了金融危机经历与财务困境交乘项  $Fce * Zscore$  构建了模型(2),模型中各变量的定义见表1。

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fce_{it} + \alpha_2 Age_{it} + \alpha_3 Sex_{it} + \alpha_4 EDU_{it} + \alpha_5 Finback_{it} + \alpha_6 Size_{it} + \alpha_7 Lev_{it} + \alpha_8 OPR_{it} + \alpha_9 Roa_{it} + \alpha_{10} State_{it} + \alpha_{11} Top1_{it} + \alpha_{12} Msh_{it} + \alpha_{13} Indep_{it} + \alpha_{14} Board_{it} + \alpha_{15} Dual_{it} + \alpha_{16} Ins_{it} + \alpha_{17} Growth_{it} + \alpha_i \sum YEAR + \alpha_j \sum IND + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Fin_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fce_{it} + \beta_2 Fce_{it} * Zscore_{it} + \beta_3 Zscore_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Sex_{it} + \beta_6 EDU_{it} + \beta_7 Finback_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 Lev_{it} + \beta_{10} OPR_{it} + \beta_{11} Roa_{it} + \beta_{12} State_{it} + \beta_{13} Top1_{it} + \beta_{14} Msh_{it} + \beta_{15} Indep_{it} + \beta_{16} Board_{it} + \beta_{17} Dual_{it} + \beta_{18} Ins_{it} + \beta_{19} Growth_{it} + \beta_i \sum YEAR + \beta_j \sum IND + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

## 四、实证检验结果及分析

### (一) 描述性统计和相关系数分析

表2报告了主要变量的描述性统计。由数据可得,企业所持金融资产的均值为2.7%,最高为34%,最低为0,表明各上市公司因投融资政策不同,对金融资产的持有水平存在很大的差异;Fce均值为35.6%,即大约有35.6%的企业管理者有过金融危机经历;从管理者性别和年龄的统计数据来看,我国企业总经理中绝大多数为男性,且平均年龄为49岁,总的来讲,企业总经理年龄偏大,且一般任职时间较长;样本公司的平均资产负债率为43.1%,负债比例并不低,表明银行贷款在我国企业的外部融资中仍占有较高比例。其他变量并无显著性差异。

表2 主要变量的描述性统计结果

variable	N	mean	Minimum	Maximum	p50	Std. Deviation
Fin	13683	0.0270	0	0.340	0.0030	0.0580
Fce	13683	0.3560	0	1	0	0.4790
Age	13683	48.79	24	77	49	6.2920
Sex	13683	0.9470	0	1	1	0.2230
Size	13683	22.04	19.76	25.87	21.87	1.2220
Lev	13683	0.4310	0.0460	0.867	0.4280	0.2060
Roa	13683	0.0430	-0.132	0.193	0.0380	0.0490
state	13683	0.448	0	1	0	0.4970
Growth	13683	0.182	-0.472	2.276	0.119	0.3780

表3是主要变量 Pearson 相关系数,从各变量的相关系数来看,模型中的自变量之间不存在严重的共线性问题。此外,本文对样本按照管理者金融危机经历进行分组,分样本检测中有金融危机经历的样本中,其金融资产水平在1%水平上显著高于无金融危机经历的样本,这也初步验证了本文假设1b 的假设。

表3 相关矩阵

	Fin	Fce	Age	Sex	EDU	Finback	Size	Lev	Roa	OPR	state	Top1	Msh	Indep	Board	Dual	Ins
Fce	0.03**																
Age	0.01	0.07**															
Sex	-0.01	0.02	0.02														
EDU	-0.07**	0.03**	-0.03**	-0.01													
Finback	0.08**	0.02**	-0.04**	0	0												
Size	0	0.05**	0.14**	0.04**	0.01	-0.02											
Lev	-0.04**	0.18**	0.03**	0.03**	-0.09**	0	0.48**										
Roa	-0.02*	0.01	-0.01	-0.04**	0.07**	0.01	-0.03**	-0.40**									
OPR	0.07**	-0.03**	0	-0.04**	0.07**	0.04**	0.01	-0.39**	0.76**								
state	0.05**	0.18**	0.12**	0.06**	-0.08**	-0.03**	0.35**	0.33**	-0.15**	-0.11**							
Top1	-0.06**	-0.03**	0.04**	0.01	-0.01	-0.02*	0.26**	0.06**	0.09**	0.07**	0.21**						
Msh	0	-0.07**	-0.03**	-0.02*	0.09**	0	-0.03**	-0.11**	0.08**	0.07**	-0.26**	-0.22**					
Indep	0.02	-0.04**	0.01	-0.03**	0.03**	-0.01	0.03**	-0.02*	-0.02*	-0.01	-0.08**	0.04**	0.01				
Board	-0.05**	0.15**	0.05**	0.06**	-0.01	-0.01	0.28**	0.18**	-0.01	0	0.30**	0.04**	-0.06**	-0.46**			
Dual	-0.03**	-0.06**	0.16**	0.02**	0.07**	0.05**	-0.16**	-0.15**	0.05**	0.05**	-0.31**	-0.05**	0.12**	0.11**	-0.19**		
Ins	-0.01	0.06**	0.02**	0.02**	-0.01	0	0.11**	0.05**	0.09**	0.04**	0.13**	0	-0.03**	-0.06**	0.07**	-0.04**	
Growth	-0.04**	-0.04**	-0.06**	-0.01	0.01	0.02**	0.02*	0.03**	0.21**	0.17**	-0.10**	-0.01	0.02*	0.01	-0.02**	0.05**	0.03**

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著



## (二) 基本回归结果

在表4中,模型一给出了管理者金融危机经历对企业金融化水平影响的基本回归结果。在回归(1)中,在未控制其他变量的情况下,管理者金融危机经历在1%的显著性水平下与企业金融化水平正相关,初步印证了假设1b,即拥有金融危机经历的管理者企业金融化水平更高。引入相关控制变量后,二者相关关系没有改变,结果显示金融危机经历的回归系数为0.0092,且在1%的水平上显著,支持假设1b。从经济意义上看,相比于没有金融危机经历的管理者( $Fce = 0$ ),有金融危机经历的管理者( $Fce = 1$ )所在企业的金融化水平要高0.0092,由于全样本的金融化水平为0.0270,因此金融危机经历对企业金融化的提升效应约相当于样本均值的34.07%,表明管理者金融危机经历确实促进了其所在企业金融化水平的提升。

为检验假设2,进一步研究企业管理者受金融危机影响程度对

企业金融化水平影响的差异,本文将财务困境作为调节变量,引入模型二中。前文假设中认为管理者在2008年受金融危机的影响程度的不同将对管理者以后的投融资策略产生不同的影响,在表4回归(3)中,本文看到  $Fce * Zscore$  与  $Fin$  显著负相关( $\beta = -0.0159, P < 0.01$ ),即在2008年受金融危机影响,面临了极大破产风险的企业管理者深受金融资产价格波动的影响,在之后的经营中对金融资产持规避态度,因而持有较低的金融资产比例。表明在金融危机期间遭受了财务困境的企业管理者其金融危机经历对企业金融化的抑制效应大于促进效应,假设2得到验证。此外,本文还使用现金流危机指标(Cash)、经营业绩危机指标(Roa)(2008年企业现金流、企业经营业绩排名低于中位数的企业为1,否则为0)作为替代变量进行了稳健性测试,结论一致。实证结果表明在金融危机时期,遭受了严重财务困境的管理者在今后的投融资决策选择时将更加谨慎,财务困境会弱化金融危机经历对企业金融化水平的正向影响。

## (三) 稳健性测试

为了提高研究结果的可靠性,本文进行了以下稳健性测试:(1)本文采用倾向得分匹配法(PSM)来控制选择性偏误。使用配对后的样本进行回归,结论稳健。(2)Placebo 检验,本文为每个企业随机分配金融危机经历变量,将随机分配的金融危机经历变量(Random)与相应企业的金融化水平指标采用模型重复回归100次。回归结果中,系数显著为正和显著为负的占比差异小,表明金融危机经历确实促进了其所在企业金融化水平的提升,而不是其他因素所致,验证了本文的稳健性。(3)重新度量金融危机经历。为缓解金融危机对我国经济的影响,我国政府在2009-2010年期间实施了四万亿的经济刺激政策,使得我国经济在全球范围内率先实现了经济复苏,而全球经济实际上在2009年底在才逐步回温。为了排除金融危机经历度量方

表4 基本回归结果

变量名称	模型一		模型二		
	(1) Fin	(2) Fin	(3) Fin	(4) Fin	(5) Fin
Fce	0.0039*** (3.7017)	0.0092*** (6.9624)	0.0152*** (5.3416)	0.0026 (1.1911)	0.0009 (0.5041)
Fce * Zscore	—	—	-0.0159*** (-5.1863)	—	—
Fce * Market	—	—	—	0.0080*** (3.4227)	—
Fce * SA	—	—	—	—	0.0082*** (3.8924)
Zscore	—	—	0.0237*** (16.9289)	—	—
Market	—	—	—	0.0020 (1.2516)	—
SA	—	—	—	—	-0.0243*** (-16.3033)
_cons	0.0253*** (42.4708)	0.0467*** (3.8996)	0.0363** (3.0911)	0.0465*** (3.8460)	0.0632*** (5.3114)
Controls	NO	YES	YES	YES	YES
YEAR&IND	NO	YES	YES	YES	YES
r2_a	0.0010	0.1308	0.1502	0.1324	0.1556
N	13683	13683	13683	13683	13683

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。括号中为采用 Robust 异方差修正的 t 值; Controls 是模型中的控制变量,限于篇幅,控制变量的结果未报告

式的影响,本文对自变量  $Fce$  重新进行度量,即将金融危机经历的总经理定义为任职时间早于2009年,认为2008年、2009年均遭受了金融危机的影响。将拓展的金融危机经历数据带入模型重新检验,结论保持不变。(4)企业金融资产水平指标的替换。本文金融资产水平测量使用的是金融资产与企业总资产的合计之比进行刻画,该指标为相对比例指标,本文使用金融资产的合计之和的自然对数及企业是否持有金融资产的虚拟变量分别进行再次检验,检验结果与前文结论一致。(5)其他稳健性检测。根据优序融资理论观点,利润率越高、规模越大的公司金融资产比例也越高。因此可能存在一种解释是具有金融危机经历的管理者所在的企业规模较大,因而持有较多的金融资产,并非管理者本身经历的影响。对此,本文按照企业规模将样本分组检验,原结论稳健。此外,为控制异方差和序列相关问题,本文对标准误在企业 and 年度两个层面进行了双重聚类调整,结果和前文结论一致。本文采用制造业子样本进行检验,未改变本文研究的基本结论。受篇幅限制,稳健性检验结果未予展示。

## 五、作用机制探讨

### (一) 制度环境及融资约束的调节效应

与发达国家相比,我国制度环境发展很不平衡,对于不同地区的上市公司而言,其所处地区的市场化进程、经济发展水平、政府干预程度、法制水平均存在较大的差异。制度环境是影响人才发挥作用的重要因素,张三宝和张志学(2012)<sup>[27]</sup>指出制度环境越好的地区,政府干预程度越小,管理者自主决策权越大。因此本文认为在制度环境较好的地区,管理者对于投资决策的自主权相对较高,其金融危机经历作用下的烙印机制能够得到更好的发挥。据此本文预测,其他条件不变的情况下,相对于制度环境差的地区,制度环境越好,管理者金融危机经历对企业金融化水平的正向作用越明显。

为了检验制度环境差异的调节效应,本文构造了管理者金融危机经历与制度环境指数的乘积项  $Fce * Market$  带入模型(2)中进行实证检验,其中制度环境(Market)指标,本文采用樊纲等(2016)<sup>[23]</sup>发布的《中国市场化指数》来衡量地区的制度环境水平。在表4的回归(4)中报告了实证结果, $Fce * Market$  系数为0.0080且在1%的水平显著,表明市场化程度越高的地区,管理者金融危机经历对企业金融化水平的正向作用会得到加强,符合本文的预期,即管理者的金融危机经历对企业金融化水平的正向提升效应在制度环境较好地区的企业中更加显著。

进一步思考,我国正规金融机构具有严重的信贷配给行为,国有企业、大规模企业具有较强的融资优势,而民营企业、小规模企业则很难从银行获得信贷融资。受不同融资约束程度的企业,其对金融资产持有动机的不同可能会使其金融化水平存在显著差异。结合企业面临的融资约束环境,本文分析若企业面临较强的融资约束,管理者金融危机经历对企业金融化的正向作用得到了加强,表明金融危机经历会使得管理者更加重视金融资产的蓄水池作用,以应对外部不确定事件的冲击。若企业面临较轻的融资约束时,管理者金融危机经历对企业金融化的正向作用得到了加强,则表明企业持有金融资产主要是为了投资获利,当企业经营良好,有充沛的资金流时,企业倾向于配置更多的金融资产,从而获得高额回报。

据此本文试图检验融资约束环境下企业金融化的具体动机:若其他条件不变的情况下,相对于融资约束轻的企业,融资约束严重企业的管理者金融危机经历对企业金融化水平的正向作用越明显,则表明其持有金融资产为预防性动机。而相对于融资约束重的企业,融资约束轻的企业管理者金融危机经历对企业金融化水平的正向作用越明显,则表明其持有金融资产为利润追逐动机。

对于融资约束(SA)<sup>①</sup>的衡量,本文借鉴 Hadlock 和 Pierce(2010)<sup>[28]</sup>基于上市公司规模和上市时间构

①当前研究中对于融资约束指标的度量,被大量研究接受并广泛采用的包括 KZ 指数、WW 指数及 SA 指数,但相比较而言,KZ 指数和 WW 指数均包含了诸多内生性的金融变量,如财务杠杆、现金流、股利支付情况等,而融资约束与这些金融指标变量之间相互决定。SA 指数法主要依赖的是企业规模和企业年龄,能够较好的避免变量之间的内生性问题。且已有研究发现 SA 指数对于度量我国企业的融资约束具有良好的特性。

建的 SA 指数,<sup>①</sup>该指数取值越大,则企业面临的融资约束程度越高。本文对该指数进行虚拟化处理,当 SA 指数大于行业年度均值时取1,表示所受融资约束程度严重,否则取0。本文构造了金融危机经历与融资约束的乘积项  $Fce * SA$ ,带入模型(2)中进行检验。发现受融资约束严重的企业环境显著促进了金融危机经历对企业金融化资产的提升作用( $\beta = 0.0082, P < 0.01$ ),即融资约束严重的企业可能基于预防性储蓄动机,持有更多的金融资产。为避免该结论受指数构造方法的影响,本文参考(江静,2014)<sup>[29]</sup>的做法,以利息支出(Inte)<sup>②</sup>作为融资约束的衡量指标进行稳健性测试。贷款金额高的企业,其利息支出也会越多,因而,当企业利息支出较高时,可以近似地认为企业受到的外部融资约束越少。稳健性测试的实证结论与上文一致。

## (二) 金融资产持有动机

按照上文分析预期,如果拥有金融危机经历的管理者持有金融资产是为了缓解融资约束,那么他将更加关注资产的流动性和风险性,从而倾向于持有期限短、收益低的金融资产,以达到提高流动性的目的。如果管理者持有金融资产的目的是利润追逐,则其将更倾向于持有收益较高、但流动性差的长期金融资产。本文将企业持有的金融资产分为两类,  $Fin\_D = \text{交易性金融资产} / \text{总资产}$ , 衡量短期金融资产水平,  $Fin\_C = (\text{可供出售金融资产净额} + \text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额}) / \text{总资产}$ , 衡量长期金融资产水平。

将  $Fin\_D, Fin\_C$  带入模型一重新检验,从表5的回归结果上看,  $Fce$  对短期和长期金融资产的影响系数分别为0.0009、0.0073均在1%的水平显著且  $Fin\_C$  的系数显著大于  $Fin\_D$ , 表明经历过金融危机的管理者对金融资产的持有动机并非单一的预防储蓄或利润追逐,而是对企业资源合理配置的综合决策,但利润追逐动机更加强烈。

为了进一步验证金融危机经历是否是通过利润追逐动机影响企业金融化水平的,本文利用 Baron 和 Kenny (1986)<sup>[30]</sup>的中介效应检验程序进行考察。本文参考王红建等(2017)<sup>[31]</sup>的做法,采用投资收益等与净利润的占比来刻画企业套利动机(Arbitrage)。即利息收入、公允价值变动、投资收益之和与净利润的比例表示企业套利动机的强弱,若该比例大于中位数则 Arbitrage 取1,表示企业套利动机较强,否则取值为0表示企业套利动机弱。对此本文构造如下模型:

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fce_{it} + \alpha_i Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Arbitrage_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fce_{it} + \beta_j Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Fin_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Fce_{it} + \gamma_2 Arbitrage_{it} + \gamma_k Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

模型三-五用于检验“金融化——套利动机——企业金融化水平”的作用路径,具体检验程序如下:(1)检验管理者金融危机经历对企业金融化的影响,观察模型(3)中回归系数  $\alpha_1$ ;(2)检验管理者金融危机经历对企业套利动机的影响,观察模型(4)中的回归系数  $\beta_1$ ;(3)同时检验管理者金融危机经历、套利动机对企业金融化水平的影响,观察模型(5)中的回归系数  $\gamma_1, \gamma_2$ 。中介效应需要满足以下条件:(1)需要满足  $\alpha_1$  在统计上显著,否则中介效应不显著;(2)在  $\beta_1, \gamma_2$  都显著的情况下,若  $\gamma_1$  显著且满足管理者金融危机经历对企业金融化水平的影响变小,则存在部分中介效应;若  $\gamma_1$  不显著,则表示存在完全中介效应;若  $\beta_1, \gamma_2$  至少有一个不显著,就需要通过 Sobel 检验判断中介效应( $\beta_1 * \gamma_2$ )的显著性。

①SA 指数 = 0.043 X (LnSize)<sup>2</sup> - 0.737 X LnSize - 0.040age,其中, LnSize 为公司规模的自然对数, age 为公司上市时间,即当年年份减去上市年份。

②当企业利息支出/营业收入小于年度行业均值则 Inte 取1,否则为0。

表5 金融资产持有动机检验

变量名称	模型一	
	(6) Fin_D	(7) Fin_C
Fce	0.0009*** (6.2296)	0.0073*** (5.7856)
_cons	-0.0027** (-2.3112)	0.0484*** (4.1706)
Controls	YES	YES
YEAR&IND	YES	YES
r2_a	0.0219	0.1123
N	13683	13683

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著;括号中为采用 Robust 异方差修正的 t 值; Controls 是模型中的控制变量,限于篇幅,控制变量的结果未报告

从表6中的回归结果来看,回归(8)为不纳入中介因子的检验结果,回归(9)的被解释变量为套利动机,其中 Fce 的系数均显著为正(0.0656),即管理者有金融危机经历确实强化了企业套利动机。回归(10)为纳入中介因子的检验结果,Arbitrage 显著为正(0.0200),Fce 的系数同样显著为正(0.0079),但系数小于回归(8),说明套利动机是管理者金融危机经历影响企业金融化水平的部分中介因子,中介效应占比为14.26%。稳健起见,本文也进行了 Sobel 检验,Z 统计量(3.961)通过1%水平的统计检验,这也证实了中介效应是显著的。

通过烙印理论的分析,管理者金融危机经历可能是通过管理者自信的提升从而影响企业金融化水平的。借鉴已有研究思路,本文选取高管相对薪酬来衡量管理者自信程度,同样通过中介效应检验程序考察金融化是否通过提升管理者自信的路径来影响企业金融化水平的,从表6中的回归结果来看,管理者自信是管理者金融危机经历影响企业金融化水平的部分中介因子,中介效应占比为2.32%,中介效应较弱。在进一步的 Sobel 检验中,Z 统计量仅为0.22,进一步表明管理者自信的中介效应比较弱。

表6 作用机制检验

变量名称	模型三	模型四	模型五	模型四	模型五
	(8) Fin	(9) Arbitrage	(10) Fin	(11) Confident	(12) Fin
Fce	0.0092 *** (6.9624)	0.0656 *** (6.1619)	0.0079 *** (6.0765)	0.0509 *** (4.8062)	0.0090 *** (6.8114)
Confident	—	—	—	—	0.0042 *** (4.3744)
Arbitrage	—	—	0.0200 *** (22.1967)	—	—
_cons	0.0467 *** (3.8996)	-0.9294 *** (-8.4907)	0.0653 *** (5.5002)	2.4440 *** (23.0341)	0.0364 ** (3.0131)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES
YEAR&IND	YES	YES	YES	YES	YES
r2_a	0.1308	0.0888	0.1578	0.0828	0.1319
N	13683	13683	13683	13683	13683

注:\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的水平上显著;括号中为采用 Robust 异方差修正的 t 值;Controls 是模型中的控制变量,限于篇幅,控制变量的结果未报告

## 六、结论、启示与展望

### (一) 研究结论

本文结合烙印理论从管理者特质视角,研究管理者金融危机经历对企业财务决策的影响,结果表明:由于认知烙印和能力烙印的作用,管理者金融危机经历确实提升了其所在企业的金融化水平,且该效应在市场化进程较快地区的企业中更加显著,而在金融危机期间遭受财务困境的企业中受到明显抑制。结合企业融资约束的环境,本文发现面临较强融资约束的企业,管理者金融危机经历对企业金融化水平的提升作用更加显著,表明了在此环境下,金融危机经历使得管理者持有金融资产是为了缓解企业资金流约束,防范企业经营风险的预防储蓄动机。有拓展的研究表明,经历过金融危机的管理者所在的企业不仅持有短期金融资产,还持有较高比例的长期金融资产,说明其能够充分利用金融资产的双重优势,发挥金融资产预防储蓄和高收益的优点,优化企业资源配置。最后利用 Baron 和 Kenny(1986)<sup>[30]</sup>的中介效应检验程序,本文发现,管理者资本套利动机和管理者自信确实是管理者金融危机经历影响企业金融化水平的作用机理,但管理者自信的中介效应较弱。

### (二) 启示与展望

本文从企业微观层面拓展了实体企业金融化水平的影响因素研究,不仅丰富了企业金融化的相关研究,也为研究企业金融化的影响因素提供了一个新的视角和思路,即进行实体企业金融化的深入研究时要更多关注人的因素。本文认为,具有丰富阅历和管理经验的管理者对金融资产如此青睐,也正说明企业金融化或许是非金融企业在当前金融市场不完善、融资约束严重情形下的一个缓冲机制。

本文发现,面临较强融资约束的企业,管理者金融危机经历对企业金融化水平的提升作用更加显著,表明了在此环境下,金融危机经历使得管理者持有金融资产是为了缓解企业资金流约束。因而对于政府而言,从抑制企业金融化的本质上看,政府应尽快完善资本市场制度,加大对实体企业的资金支持力度,提高实体企业收益率,使得实体企业能够回归本业,保持企业健康长远发展。同时为避免企业过度金融化,政府应通过出台相应的政策调控企业过度配置金融资产,同时政府也应加强对企业管理者投资行为的监督力度,对于持有金融资产的实体企业应要求其对所持有金融资产的具体情况进行披露,提升公司投资信息的透明度。

此外,本文拓展的研究表明,经历过金融危机的管理者所在的企业不仅持有短期金融资产,还持有较高比例的长期金融资产,说明其能够充分利用金融资产的双重优势,发挥金融资产预防储蓄和高收益的优点,优化企业资源配置。可以看出,虽然过度金融化将有损企业长远发展,但金融资产的蓄水池作用可以帮助企业缓解现金流危机,平衡企业财务杠杆,平滑企业创新投资,因而政府在制定抑制实体企业金融化的政策时,要甄别企业持有金融资产的动机并区别对待,引导企业用好金融资产这把双刃剑。若一味抑制,将影响企业正常的投融资活动,不利于企业发展。

对于企业而言,其在选聘高管时,应更加重视管理者政府、金融、海外任职、金融危机经历等背景对企业投资决策的影响,尽量选择不同背景的高管,以平衡其因烙印效应将会对企业经营造成的不利影响。此外,本文还发现,制度环境越好的地区,政府干预程度越小,管理者自主决策权越大,管理者金融危机经历对企业金融化水平的提升作用越显著,因而从公司治理角度来看,企业应重视并完善公司内部控制制度,强化企业公司治理制度的建设,从而约束管理者行为,避免因高管个人动机使企业偏离主业发展。

#### 参考文献:

- [1] 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.
- [2] 宋军, 陆喆. 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.
- [3] MALMENDIER U, TATE G, YAN J. Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies[J]. *Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1687-1733.
- [4] GRAHAM J R, HARVEY C R, PURY M. Managerial attitudes and corporate actions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 109(1): 103-121.
- [5] MARQUIS C, TILCSIK A. Imprinting: toward a multilevel theory[J]. *Academy of Management Annals*, 2013, 7(1): 195-245.
- [6] SIMSEK Z, FOX B C, HEAVEY C. "What's past is prologue": a framework, review, and future directions for organizational research on imprinting[J]. *Journal of Management*, 2015, 41(1): 288-317.
- [7] HAN Y, ZHENG E, XU M. The influence from the past: organizational imprinting and firms' compliance with social insurance policies in China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2014, 122(1): 65-77.
- [8] 戴维奇, 刘洋, 廖明情. 烙印效应: 民营企业谁在“不务正业”? [J]. *管理世界*, 2016(5): 99-115, 187-188.
- [9] 杜勇, 张欢, 陈建英. CEO 海外经历与企业盈余管理[J]. *会计研究*, 2018(2): 27-33.
- [10] 沈维涛, 幸晓雨. CEO 早期生活经历与企业投资行为——基于 CEO 早期经历三年困难时期的研究[J]. *经济管理*, 2014(12): 72-82.
- [11] 付超奇. 资本结构、公司治理行为与 CEO 生活经历[J]. *投资研究*, 2015(2): 112-127.
- [12] 赖黎, 巩亚林, 马永强. 管理者从军经历、融资偏好与经营业绩[J]. *管理世界*, 2016(8): 126-136.
- [13] CAMPELLO M, GRAHAM J R, HARVEY C R. The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 97(3): 470-487.
- [14] 杨丹, 王宁, 叶建明. 会计稳健性与上市公司投资行为——基于资产减值角度的实证分析[J]. *会计研究*, 2011(3): 27-33.
- [15] 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.

- [16]王红建,李茫茫,汤泰劼. 实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J]. 中国工业经济,2016(11):73-89.
- [17]ALLEN F, QIAN J, SHAN S C, et al. The IPO of Industrial and Commercial Bank of China and the 'Chinese Model' of privatizing large financial institutions[J]. *European Journal of Finance*,2014,20(7/9):599-624.
- [18]连立帅,陈超,米春蕾. 吃一堑会长一智吗? ——基于金融危机与经济刺激政策影响下企业绩效关联性的研究[J]. 管理世界,2016(4):111-126.
- [19]CUSTODIO C, METZGER D. Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies[J]. *Journal of Financial Economics*,2014,114(1):125-154.
- [20]ELDER G, GIMBEL C, IVIE R. Turning points in life: the case of military service and war[J]. *Military Psychology*. 1991,3(4):215-231.
- [21]BERNILE G, BHAGWAT V, RAU P R. What doesn't kill you will only make you more risk-loving: early-life disasters and CEO behavior[J]. *Journal of Finance*,2017,72(1):167-206.
- [22]DITTMAR A, DUCHIN R. Looking in the rearview mirror: the effect of managers' professional experience on corporate financial policy[J]. *The Review of Financial Studies*,2016,29(3):565-602.
- [23]樊纲,王小鲁,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2017:214-215.
- [24]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.
- [25]GRAHAM J R, HARVEY C R, PURY M. Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms[J]. *Journal of Financial Economics*,2015,115(3):449-470.
- [26]王铁男,王宇,赵凤. 环境因素、CEO过度自信与IT投资绩效[J]. 管理世界,2017(9):116-128.
- [27]张三保,张志学. 区域制度差异,CEO管理自主权与企业风险承担——中国30省高技术产业的证据[J]. 管理世界,2012(4):101-114,188.
- [28]HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*. 2010,23(5):1909-1940.
- [29]江静. 融资约束与中国企业储蓄率:基于微观数据的考察[J]. 管理世界,2014(8):18-29.
- [30]BARON R M, KENNY D A. The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations [J]. *Journal Of Personality And Social Psychology*. 1986,51(6):1173-1182.
- [31]王红建,曹瑜强,杨庆,等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论,2017(1):155-166.



(责任编辑 傅凌燕)