

非CEO高管独立性与实体企业金融化

杜勇^{1,2}, 王婷^{1,3}

(1. 西南大学 经济管理学院, 重庆 北碚 400715; 2. 西南大学 西南大学智能金融与平台经济研究院, 重庆 北碚 400715; 3. 西南政法大学 商学院, 重庆 渝北 401120)

摘要: 高层管理者是公司的核心和灵魂, 现有研究表明管理者个人特质会对企业的经营决策产生重大影响, 但尚未揭示高管内部治理机制对企业金融资产投资决策的影响。文章以我国2007—2020年非金融上市公司为样本, 以非CEO高管独立性作为切入点, 从非金融企业“金融化”视角, 探讨非CEO高管的内部治理效应对企业资产组合配置的影响。研究发现: 非CEO高管并非总是能够发挥内部治理效应, 非CEO高管的独立性水平与企业的金融化水平呈显著的倒U形关系。进一步的研究发现, 企业内外部治理机制对二者的关系具有调节作用。从作用机制可以发现, 当非CEO高管的独立性水平低于阈值时, 非CEO高管的“自利性动机”促使企业持有更多的金融资产以提升个人收益; 当非CEO高管的独立性水平高于阈值时, 非CEO高管将更加关注企业发展和个人职业前景, 从而抑制企业金融化的短视行为。研究结论对丰富企业金融化及管理层内部治理的相关文献及推动企业优化上市公司管理层结构具有重要的现实意义。

关键词: 非CEO高管独立性; 高管内部治理; 实体企业金融化; 代理成本

中图分类号: F275; F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2022)03-0045-16

一、引言

实体经济是一国经济的立身之本, 然而2020年以来, 新冠疫情给中国经济和世界经济造成了巨大的冲击, 经济发展的不确定性明显增强, 实体经济面临着经营成本居高不下、研发和创新水平不足以及融资难且贵的多重困局。党的十九大报告指出, 要不断深化金融体制改革, 增强金融服务实体经济的能力。十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》也明确要求构建金融有效支持实体经济的体制机制, 坚持把发展经济着力点放在实体经济上。然而, 当前众多实体企业持有金融资产的比例却逐年攀升, 我国非金融企业当前持有金融资产的平均水平较2009年上升了近180%, 社会公众对实体企业“不务正业”的质疑声也不绝于耳, 越来越多的非金融企业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(宋军和陆晔, 2015; 杜勇等, 2017)。过度金融化在威胁实体经济发展的同时, 也加大了经济运行风险(成思危, 2015), 由此, 实体企业金融化趋势引发了学者对其影响因素及经济后果的广泛关注和深入探讨。部分

收稿日期: 2022-03-11

基金项目: 2020年国家自然科学基金面上项目“机构共同持股下的实体企业影子银行化同群效应: 表征识别、驱动机理与经济后果”(72072146); 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(1977—), 男, 湖北麻城人, 西南大学经济管理学院、西南大学智能金融与平台经济研究院教授、博士生导师;
王婷(1987—), 女, 陕西铜川人, 西南政法大学商学院会计系讲师, 西南大学经济管理学院博士研究生。

文献从融资和投资回报视角解释了实体企业持有金融资产的动机,研究发现企业持有金融资产一方面是为了克服融资约束,帮助企业降低调整成本,达到平滑实体投资、降低企业违约风险的目的(Opler等,1999;Duchin,2010;邓路等2020);另一方面,企业投资金融资产是源于金融资产的高收益(Demir等,2009;宋军和陆旸,2015)。随着我国企业金融化趋势日趋明显,学者们开始探索企业金融化的影响因素,其中围绕高管背景对企业金融化的影响进行了深入讨论。依托高层梯队理论和“烙印效应”理论,研究发现高管金融背景、贫困经历、投行背景、体制内经历(杜勇等,2019;牛煜皓和卢闯,2020;戴维奇等,2016)等会通过影响企业的融资水平和风险偏好显著影响企业金融化水平。

然而,基于对已有研究的梳理,我们发现目前围绕管理者对实体企业金融化的影响大多集中于核心管理者(总经理或董事长)的个人特征或将高管团队视为一个整体进行研究,鲜有从管理团队高管之间的治理效应方面考察管理层内部治理对企业资产配置决策的影响。实际上,高管团队并不是一个利益趋同的共同体,而是一个由不同职业愿景、不同利益诉求、不同决策视野的主体构成的利益和矛盾并存的集合体(Acharya等,2011)。企业高管团队包括CEO和非CEO高管,CEO是企业的核心领导者,基于委托代理理论其作为理性人会利用自己的权力和信息优势实现自身利益最大化。由于个人利益和业绩压力,有可能进行有损于企业利益的投资决策,如盈余管理、过度在职消费等,甚至为了个人权力的扩大而过度投资以构建其“商业帝国”(Narayanan,1985;Hart和Moore,1995;Hazarika等,2012)。而非CEO高管的职业目标往往是通过内部提升成为下一任CEO,因而其更加重视个人声誉和企业长期发展(Cheng等,2016;张蕊等,2020),两者之间往往存在利益冲突。虽然在企业经营中总经理和董事长是核心领导者,有权力作出投资决策,但是相较于总经理或董事长,非CEO高管不仅人数众多,而且又是企业经营政策方针的执行人,在企业经营中通常更加具体地参与销售、研发、生产等活动,甚至CEO的经营决策也往往需要非CEO高管的协助才能实施。当CEO采取短视的、自利的、有损企业长期价值的行为决策时,非CEO高管基于自身利益,有动机和能力通过抵制、建言、反对或不配合等方式抑制CEO的自利行为,这种高管团队内部“自下而上”的监督治理机制被称为“高管团队内部治理”(Acharya等,2011;Landier等,2013;张博等,2021)。

然而这种“自下而上”的监督效应,并非总是存在的,非CEO高管监督效应的发挥不仅依赖于其监督“能力”,而且取决于其监督“动机”。《中华人民共和国公司法》(2018修正)规定:“总经理(CEO)有权提请董事会决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人,且有权决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的管理人员”。那么,非CEO高管中,那些通过CEO提拔或雇佣的高管,通常基于“回报”会更加支持CEO的主张和决策,甚至为其作出的决策提供帮助,其监督“动机”较弱。而在CEO任期前上任的非CEO高管,其任命和雇佣并非受惠于当前CEO,在内部监督治理方面能不受CEO的制约,具有较强的“独立性”(张博等,2021;Agha等,2021),其监督“动机”更强。非CEO高管中,CEO任期前上任的非CEO数量越多,非CEO高管独立性越强,其监督动机也越强。与西方发达国家相比,我国仍然处于重“人情”的“关系型”社会阶段,在中国的市场环境下,非CEO高管在企业经营中能否基于自身的信息优势,对企业金融化起到治理作用呢?具有更强“独立性”的高管是否能够影响企业金融资产配置决策呢?其影响机制如何?本文将从非CEO高管独立性视角探讨管理层内部治理与企业金融化水平之间的关系。

本文基于管理者在一定约束条件下,追求自身利益最大化的逻辑思路,以非CEO高管独立性作为切入点,探讨管理层内部治理效应对非金融企业金融化的影响,结果显示非CEO高管并非总是能够发挥内部治理效应,非CEO高管的独立性水平与企业的金融化水平呈显著的倒U形

关系。本文可能的创新与贡献主要为以下三方面：(1)目前围绕管理者对实体企业金融化影响的研究，大多集中于核心管理者(总经理或董事长)个人特征或将高管团队视为一个整体进行研究，鲜有从管理团队高管之间的治理效应方面考察管理层内部治理对企业金融化的影响。而有关管理者关联关系的研究则大多集中于讨论管理者社会网络关系或CEO与董事之间的网络关系对企业行为的影响，而忽略了对企业发展起重要作用的非CEO高管的影响。本文从管理层内部治理效应切入，探讨非CEO高管的独立性对企业金融化的影响，丰富了管理层内部治理的文献及企业金融化的相关研究。(2)考虑了管理层内部治理与企业金融化的非线性关系。已有研究关注管理层内部治理效应较多，却忽略了其负面效应，作为对现有研究的补充，本文则提出了两个效应对企业金融投资的影响方式可能存在差异，管理层内部治理和企业金融化之间存在倒U形非线性关系。(3)当前研究忽略了公司内外部环境对管理层内部治理效应的权变性影响，本文则深入探讨了企业股权性质、融资约束异质性影响及企业内外部治理对二者关系的调节效应。研究发现管理层内部治理和企业金融化之间的倒U形关系在民营企业中更加显著，管理层持股和债权人外部治理对其具有显著的调节作用，揭示了不同治理机制之间的替代效应关系。

二、理论分析与研究假说

在我国重“人情关系”的现实背景下，社会网络关系对公司决策和绩效的影响研究尤为重要。围绕基于人口统计学的相似性和外部社会网络联系而产生的关联关系的研究，普遍认为由此可以为企业带来“资源效应”。研究表明，外部网络联结不仅能够为企业带来更多的信贷资源、税收优惠、政府补贴(于蔚等, 2012; 陈运森等, 2018; 潘越等, 2009)，还会对企业并购、现金持有水平及企业风险承担水平产生显著影响(Schmidt, 2015; 李小玉等, 2018; 王雯岚和许荣, 2020)，因此，现有学者基于CEO和其他下级高管之间由于人口统计学的相似性和诸如同乡、校友、职业经历等社会网络关系产生的CEO外部关联的研究，大多基于该网络联结带来的“资源效应”视角(陆瑶和胡江燕, 2014; Fracassi和Tate, 2012; 戴维奇等, 2016; 杜勇等, 2019)，却忽视了CEO和非CEO高管之间还存在着一种特殊的联结方式，即CEO对其他高管的提拔或任命。通过提拔或雇佣其他高管，CEO能够提高其对于所雇佣的高管的影响力，进而使他们认同自己的决策，甚至为其作出的决策提供帮助。然而，目前基于CEO的提拔或任命产生的高管联结关系对企业决策影响的研究较少。与上述联结关系不同，若下级高管是基于CEO的提拔或雇佣而进入高级管理层的，往往基于“回报”，更加支持CEO的主张和决策，甚至为其作出的决策提供帮助，因此被提拔的下级高管与CEO之间的信任程度更高，沟通更有效(赵乐和王琨, 2020)。现有研究认为，基于CEO的提拔或雇佣产生的高管联结关系能够促进企业沟通，提高企业决策效率。这些研究均从积极的视角肯定了网络联结带来的价值效应，却忽略了管理层内部可能会存在的内部监督和治理效应。

基于这一问题，部分学者从管理层内部治理视角对下级非CEO高管是否能够发挥“自下而上”的内部治理效应进行了有益的探索，指出非CEO高管在企业决策中能够通过自身的行为影响企业决策，且体现为显著的内部治理效应。研究发现，在企业经营中非CEO高管能够制衡CEO的自利行为，抑制企业盈余管理，促进企业创新，提升并购绩效，优化企业资本结构的动态调整(Khanna等, 2015; 陈艳和杨雪, 2019; 张蕊等, 2020; 赵乐和王琨, 2020; 张博等, 2021)。那么，在企业金融资产投资这一重要投资策略中，非CEO高管与CEO之间是否存在自下而上的治理效应，这一治理效应又是如何影响非金融企业金融化行为的呢？这也是本文的思考起点。

理论上讲,管理者应该将资本配置到收益前景最佳的项目上,以实现股东利益最大化。然而,现实中决策者并不总是按照“预期效应最优化”理论进行决策(Kahneman等,1993),管理者的投资决策往往基于自身利益的考量而非股东或企业利益最大化。因此,本文基于管理者在一定约束条件下“追求自身利益最大化”的逻辑思路展开研究。基于已有研究,我们发现非CEO高管对企业金融化的影响机制并不单一,可能内含“双刃剑”效应(见图1)。

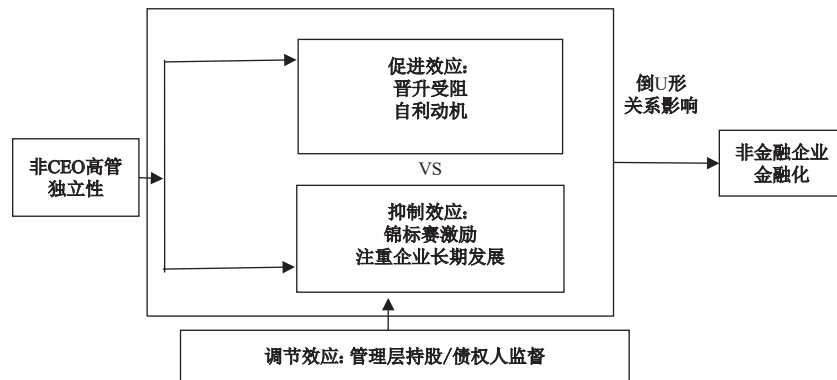


图1 非CEO高管独立性与企业金融化作用机理

(一) 基于非CEO高管治理动机的“抑制效应”

伴随着国内外复杂的经济形势,我国经济增长速度明显放缓,在此背景下,金融资产的高收益性备受管理者青睐,实体企业不断增加金融资产配置,“挤出”生产经营性投资,我国企业金融化趋势显著。实体企业金融化的动机,一方面来源于其“蓄水池效应”,企业可以通过配置金融资产缓解融资约束、降低企业财务风险(Demir等2009;胡奕明等,2017;邓路等,2020);另一方面则是因为金融行业利润率高于实体行业(宋军和陆旸,2015),在实业经济不景气的市场环境中,企业期望通过金融资产“赚快钱”。对上市公司CEO而言,当前隐性与显性的考核指标都更多地表现为衡量短期业绩的会计指标,在实体经济不景气的市场环境中,为了应对业绩考核,配置金融资产也成为了高管进行盈余操纵的手段之一(孙蔓莉等,2010;彭俞超等,2018)。金融资产作为可操控性支出,无论是短期收益还是利润调节都更加灵活,能为其带来更多的控制权私利。加之,当前外部环境的不确定性导致企业进行固定资产投资的风险加大,CEO出于风险规避动机,进行实业投资的意愿下降(刘贯春等,2020),而持有金融资产的动机增强。

非CEO高管的职业目标往往是通过内部提升成为下一任CEO,因而其更加重视内部之间的公平竞争而非自身的短期利益(Cheng等,2016;张兴亮和夏成才,2016;张蕊等,2020)。声誉与职业晋升目标使得非CEO高管更加关注企业的长远发展,因而非CEO高管会通过行为选择发挥“自下而上”的管理层内部治理效应,抑制企业的短视行为,支持诸如实体投资、企业研发创新等强化核心竞争力的投资决策。如Cheng等(2016)研究发现下级高管有抑制真实盈余管理活动的动机和能力,并且关键下级高管的影响力越大,对真实盈余管理水平的抑制效应就越强。孙郢峰等(2020)指出,下级高管对CEO的制衡能显著促进企业的创新投入水平。张博等(2021)也发现高管内部治理可以显著影响企业资本结构调整。即非CEO高管基于自身声誉与职业晋升目标,有动机发挥“自下而上”的内部治理效应。已有研究指出企业过多地进行金融资产投资可能会通过“挤出”企业实体投资和研发资金,从而影响企业的主业发展(杜勇等,2019)。此外,实体企业金融化也会为CEO创造操控经营现金流的机会,加剧企业经营风险(刘贯春,2017;夏同水等,2021),因此,相较于CEO等高层管理者,非CEO高管更加具体地参与销

售、研发、生产等活动,更加关注和重视企业的实体投资行为,从而非CEO高管可能会发挥治理效应,遏制CEO进行金融化投资的短视行为,抑制企业金融化。

(二) 基于非CEO高管自利动机的“促进效应”

非CEO高管行为选择对企业经营的影响可能存在权变性情形,在不同的权变因素下作出不同的选择。在理想状态下,企业的成长机会及企业价值的提升应当是投资的重要驱动因素,资本应该被配置到收益前景最好的项目上去。然而,在现实情形中,企业是否将有限的资金用于金融资产投资,其本质则是管理者对于短期利益和长期价值间权衡的结果。当非CEO高管认为自身的发展前景受阻、管理层内部不公平等时,非CEO高管决策视野变短,其可能选择降低自己的努力水平,关注自己的薪酬、福利等短期收益而非企业的长期价值,从而诱发非CEO高管机会主义动机。因此非CEO高管不愿再配合CEO进行风险大、期限长的实体投资和研发创新。由于高管的薪酬水平往往与短期绩效相关联,非CEO高管的“逐薪动机”使其更愿意促成企业的金融资产配置决策,通过金融套利提高企业短期利润,获得更高的薪酬激励(安磊等,2018;李鑫等,2021),表现为强烈的“自利动机”。

(三) 研究假说

非CEO高管中,那些通过CEO提拔或雇佣的高管,通常基于“回报”会更加支持CEO的主张和决策,甚至为其作出的决策提供帮助。在CEO任期前上任的非CEO高管,其任命和雇佣并非受惠于当前CEO,因此在内部治理方面可能会不受CEO的制约,具有较强的“独立性”(张博等,2021;Agha等,2021)。非CEO高管中,CEO任期前上任的非CEO高管数量越多,非CEO高管独立性越强。基于上述分析,当非CEO高管独立性提升时,既可能导致非CEO高管“监督能力”增强,提升管理层“内部治理效应”,抑制企业金融化;也可能在非CEO高管“自利动机”作用下,加大企业金融资产投资,从而实现自身利益最大化,促进企业金融化水平。那么,这两种相互冲突的效应在企业金融资产配置决策上又是如何发挥作用的呢?已有研究表明,管理者特质对企业经营的影响有可能并非总是线性关系,杜兴强等(2017)研究发现,在我国,只有当女性高管的比例达到一定的阈值时,女性才使得公司行为有显著变化。李小玉等(2017)也指出,CEO基于雇佣产生的关联关系与企业业绩呈显著的倒U形关系,且企业内部治理水平对其有显著的调节效应。据此我们推测,非CEO高管在不同的权变因素下可能会作出不同的选择,因此,管理层内部关系对企业金融化的综合影响取决于两种对立性效应的相对强弱,从而产生不对称的影响效应。

首先,当非CEO高管独立性低于阈值时,非CEO高管独立性对企业金融化水平产生显著的促进效应。临界点理论认为,组织内部的少数派达到一定规模时,才会对组织决策产生实质性影响。当非CEO高管独立性低于阈值时,管理层内部“治理效应”较弱,“独立性”高管难以发表意见,而只能跟随CEO的决策。另外,在现任CEO任期内得到提拔的其他高管,基于“回报”更加倾向于支持CEO的决策,“独立性”高管通常被认为并非“自己人”而“孤掌难鸣”,且通常由现任CEO提拔的管理者与CEO的关系更加密切,其他高管在晋升和发展上的竞争力将大为削弱。从公司内部的晋升锦标赛角度看(Chan,1996),理论上激励制度的有效性取决于晋升收益和晋升概率,当管理者感知晋升无望时,非CEO高管“自利动机”更强,倾向于促进企业金融化提升自身利益。此外,当管理层内部治理水平较低时,CEO自主权力得到提升,由于金融资产投资业绩“重奖轻罚”的非对称激励效应,为CEO通过投资金融资产“投机”创造了良好的契机。此阶段,非CEO高管独立性对企业金融化的治理效应弱于“自利动机”带来的“促进效应”。

其次,当非CEO高管独立性高于阈值时,非CEO高管独立性对企业金融化水平产生显著的

抑制效应。当非CEO高管数量达到一定规模时,非CEO高管有动机和能力与CEO及其他高管进行竞争。基于“锦标赛理论”,其更加关注未来发展和晋升激励,而非自身的短期收益(张兴亮和夏成才,2016;张蕊等,2020; Cheng等,2016),管理层治理动机得到强化,在投资决策时,非CEO高管更加关注和重视企业的实体投资行为,从而强化内部治理效应,遏制CEO进行金融化投资的短视行为,抑制企业金融化。基于以上分析,本文认为非CEO高管独立性对企业金融化的影响是在一定阈值内表现为显著促进,超过一定阈值后表现为显著抑制,即两者之间存在倒U形关系。基于此,本文提出如下假设:

H1: 其他条件一定情况下,非CEO高管独立性与企业金融化水平呈显著倒U形关系。

三、研究设计

(一) 数据和样本

由于上市公司自2007年起执行新会计准则,本文选取2007—2020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、缺失值以及上市不足一年的公司,最终包括18 959个观测值。CEO及关键高管的数据来源于国泰安数据库(CSMAR)及上市公司年报,并经过手工核对,其中剔除当前发生CEO变更的样本;对于CEO连任但分别核算任职区间的样本,本文经过手工核对,将最早一次认定为其上任时间。企业财务信息数据及公司治理相关数据均来源于国泰安数据库(CSMAR)。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) 模型与变量

参考既有研究,本文构造了基础计量模型对假设进行检验,模型及变量定义如下:

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INGOV_{it} + \alpha_2 INGOV_{it}^2 + \sum_{j=3}^K \alpha_j Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

1. 金融化程度(*Fin*)指标。借鉴宋军和陆旸(2015)、杜勇等(2017)的做法,本文以企业持有的金融资产比例度量企业金融化程度。由于大多数企业持有货币资金和应收账款的主要目的还是日常经营而非资本增值,因此本文中的金融资产未包括货币资金和应收账款。此外,由于企业投资房地产的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: $Fin = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{发放贷款及垫款净额} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额}) / \text{总资产}$ ^①。由于2018年的新会计准则中不再使用“持有至到期投资”和“可供出售金融资产”两个项目,2019年及2020年的样本数据中,本文将使用“债权投资”替代“持有至到期投资”,“其他债权投资”和“其他权益工具投资”的总和替代“可供出售金融资产”。

2. 非CEO高管独立性(*INTGOV*)指标。本文的核心解释变量是非CEO高管独立性(*INTGOV*),参考Landier等(2013)、Khanna等(2015)和张博等(2021)的研究,我们采用在CEO之前上任的非CEO高管人数占非CEO高管总人数的比率来衡量。非CEO高管是指除CEO之外的管理层其他高管,他们通常是财务总监、副总经理、运营总监等,对企业的正常经营起到关键作用。*INTGOV*越大,表示非CEO高管越独立,高管团队内部治理效应越强。为了确保研究的稳健性,在后文的稳健性检验中,剔除了非CEO高管人数小于4的样本,并选择薪酬总额排名前四

^①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实际持有规模即金融资产的绝对指标进行替代测量。

位的核心高管重新构建INTGOV指标,结论稳健。

3. 控制变量指标^①。考虑除非CEO高管内部治理这一变量外,企业基本特征及财务状况、公司治理水平、CEO特征变量等也可能会对企业资产配置策略产生影响,借鉴以往文献分别控制了企业规模(Size)、杠杆率(Lev)、盈利能力(Roa)、资产可抵押性(PPE)、现金流量(Cash)、企业成长性(Growth)、托宾Q(TobinQ)、上市年度(Lnage)、领导权结构(Dual)、管理层持股(Msh)、薪酬激励(Ip)、独立董事比例(Indep)、股权集中度(Top1)、机构投资者持股(Ins)、CEO任期(CEOTenure)以及行业年度虚拟变量。

四、实证检验结果及分析

(一)描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计量。由表1可知,企业所持金融资产的均值为3.2%,最高为37.9%,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差异;INTGOV均值为29.3%,即大约有30%的非CEO高管具有独立性。其中,INTGOV值最大为1,表明有部分企业非CEO高管任职时间均大于CEO,非CEO高管独立性较强。其他主要变量的描述性统计结果与现有文献相似,并无显著性差异^②。

表1 主要变量的描述性统计结果(N=18959)

VarName	Mean	SD	Min	P25	Median	P75	Max
Fin	0.032	0.065	0.000	0.000	0.005	0.032	0.379
INTGOV	0.293	0.303	0.000	0.000	0.214	0.533	1.000
Size	22.017	1.204	19.750	21.140	21.858	22.690	25.863
Lev	0.420	0.200	0.054	0.262	0.414	0.571	0.879
Top1	34.715	14.770	0.290	23.170	32.970	44.710	89.090
CEOTenure	3.748	0.879	0.000	3.401	3.871	4.317	5.497

(二)实证结果与分析

1. 非CEO高管独立性与企业金融化回归结果及分析^③

表2给出了非CEO高管独立性对企业金融化水平影响的回归结果。回归(1)、(2)中,在分别只控制行业年度或其他变量的情况下,非CEO高管独立性的一次项系数为正,二次项系数为负,且均在1%的显著性水平上显著,初步表明非CEO高管独立性对企业金融化的倒U形关系。进一步控制行业、年度虚拟变量后,调整R²有所提升,非CEO高管独立性的一次项系数和二次项系数分别为0.0297和-0.0237,且均在1%的显著性水平上显著。这表明非CEO高管独立性与企业金融化的关系确实为非线性的倒U形关系,即当非CEO高管独立性较低时“自利

表2 基本回归(1)

变量名称	模型(1)		
	(1)Fin	(2)Fin	(3)Fin
INTGOV	0.0318*** (6.726)	0.0351*** (6.980)	0.0297*** (6.197)
INTGOV ²	-0.0343*** (-6.004)	-0.0298*** (-4.884)	-0.0237*** (-4.057)
Controls	No	Yes	Yes
_cons	0.0107* (1.844)	-0.0668*** (-5.903)	-0.0543*** (-3.834)
Industry/Year	Yes	No	Yes
r2_a	0.1250	0.0841	0.1764
F	30.4308***	90.7702***	38.9514***
N	18959	18959	18959

①受篇幅限制,控制变量具体指标的界定未列示,留存备案。

②限于篇幅,部分控制变量描述性统计量未列示,留存备案。

③限于篇幅,此处仅报告简略的回归结果,完整的回归结果留存备案。

效应”占主导,当非CEO高管独立性较高时“治理效应”占主导。

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INGOV_{it} + \sum_{j=2}^K \alpha_j Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

为验证这种非线性关系是否满足倒U形曲线的条件^①,进一步做了U形关系检验,结果见表3。U形检验结果表明,模型整体上在5%显著性水平上呈现倒U形关系,且拐点为0.6256,因此,非CEO高管独立性与企业金融化水平间确实呈倒U形关系,即当管理层中具有独立性的高管占比达到62.56%以上时,管理层的内部治理效应对企业金融化水平具有显著的抑制作用。从非CEO高管独立性水平和企业金融化的非线性倒U形关系得到的基本判断是:当非CEO高管独立性较低时非CEO高管“自利效应”占主导,当非CEO高管独立性较高时管理层“内部治理”效应占主导。我们将非CEO高管独立性水平按照是否大于拐点0.6256进行分组,代入模型(2)重新检验,模型(2)为模型(1)的线性变形。根据前文的分析,当自利效应占主导时, α_1 将大于0;当治理效应占主导时, α_1 将小于0。

表4的实证结果显示,当非CEO高管独立性水平小于拐点时,INTGOV的系数为0.0209,且在1%的水平上显著;当非CEO高管独立性水平大于拐点时,INTGOV的系数为-0.0216,且在5%的水平上显著。这进一步验证了非CEO高管独立性对企业金融化的权变性影响,即当非CEO高管独立性水平高于拐点时,管理层“内部治理效应”大于非CEO高管“自利效应”,对企业金融化起到明显的抑制作用;而当管理层内部治理水平低于拐点时,内部治理效应较弱,“自利效应”起主导作用。

2.内外部治理机制的调节效应分析

公司治理结构是一种缓解代理问题的正式制度安排,那么公司治理结构的合理性和有效性一定会对企业内部的非正式规制产生影响。已有研究发现,只有当正式制度不完善或者失灵的情况下,非正式制度才能发挥作用,二者表现为一种“互补”或“替代”效应。因此,企业内外部治理机制将直接影响非CEO高管独立性对企业金融资产配置的影响效应。当企业内部和外部治理作用较强时,理论上将会“替代”非CEO高管独立性这一非正式制度的作用。我们从管理层持股以及债权人监督等视角进一步研究企业内部治理和外部治理对非CEO高管独立性与企业金融资产配置关系的调节效应。

(1)管理层持股的调节效应^②

①要判定二者的关系是否满足U形曲线,除了非CEO高管独立性的二次项系数显著外,还须满足:(1)样本区间两端的斜率足够陡峭;(2)拐点应当处于非CEO高管独立性水平的取值范围之内。

②在主回归中,控制变量中包含了管理层持股和企业业绩,在管理层持股的调节效应研究和经济后果研究中,则控制变量不包含对应变量。

表3 非CEO高管独立性与企业金融化倒U形关系检验

项目	Fin
INTGOV和INTGOV ² 的联合显著性检验(P值)	0.0000
倒U形关系检验(P值)	0.0103
拐点	0.6256
拐点置信区间(95%)	[0.5145,0.8931]

表4 基本回归(2)

变量名称	模型(2)	
	(4)Fin (INTGOV<0.6256)	(5)Fin (INTGOV>0.6256)
INTGOV	0.0209*** (7.192)	-0.0216** (-2.171)
Controls	Yes	Yes
_cons	-0.0517*** (-3.287)	-0.0488 (-1.444)
r2_a	0.1707	0.2337
F	31.5443***	11.3107***
N	15578	3381

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INGOV_{it} + \alpha_2 INGOV_{it}^2 + \alpha_3 INGOV_{it} \times Msh_{it} + \alpha_4 INGOV_{it}^2 \times Msh_{it} + \alpha_5 Msh_{it} + \sum_{j=6}^K \alpha_j Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

企业代理问题的根源在于股东和管理者的利益冲突,因此,管理层持股比例越高,股东和管理者的利益越统一。为了检验管理层持股对非CEO高管独立性与金融化影响的调节效应,构建了 $INTGOV^2 \times Msh$ 和 $INTGOV \times Msh$ 的交乘项,代入模型(3)进行检验,模型(3)中 Msh 为管理层是否持股的虚拟变量,若管理层持股,则 Msh 为1,否则为0。

表5的回归结果显示,非CEO高管独立性的一次项和二次项与管理层持股的交乘项并不显著。我们按照非CEO高管独立性水平是否高于阈值,将样本分为两组,重新检验,发现当非CEO高管独立性较低时,管理层持股能够显著抑制企业金融化水平,即发挥其内部监督效应(-0.0124,5%)。而这一监督效应在“独立性”水平较高的样本中并不显著,即管理者持股能够缓解管理者与股东之间的利益冲突,在非CEO高管“自利动机”较强时,能够显著降低由于其“自利动机”而持有较多金融资产的“投机”行为。

表5 调节效应(管理层持股、债权人监督)

变量名称	模型(3)			模型(4)		
	(6)Fin	(7)Fin	(8)Fin	(9)Fin	(10)Fin	(11)Fin
		小于阈值	大于阈值		小于阈值	大于阈值
$INTGOV^2$	-0.0337*** (-2.687)			-0.0779*** (-8.644)		
$INTGOV^2 \times Msh$	0.0122 (0.881)					
$INTGOV^2 \times Debt$				0.3008*** (7.631)		
$INTGOV$	0.0400*** (3.718)	0.0311*** (5.376)	-0.0146 (-0.731)	0.0789*** (10.558)	0.0423*** (10.258)	-0.0351** (-2.398)
$INTGOV \times Msh$	-0.0126 (-1.061)	-0.0124** (-2.040)	-0.0087 (-0.403)			
$INTGOV \times Debt$				-0.2762*** (-8.283)	-0.1187*** (-6.939)	0.1027* (1.655)
Msh	0.0008 (0.396)	0.0012 (0.656)	0.0090 (0.520)			
$Debt$				0.0327*** (4.953)	0.0198*** (2.943)	-0.0510 (-1.015)
CVs	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$cons$	-0.0559*** (-3.928)	-0.0543*** (-3.437)	-0.0542 (-1.491)	-0.0697*** (-4.906)	-0.0630*** (-3.959)	-0.0591* (-1.740)
$r2_a$	0.1764	0.1709	0.2336	0.1769	0.1727	0.2294
F	38.2472***	31.2923***	11.1975***	31.0292***	25.3737***	9.5198***
N	18 959	15 578	3 381	15 096	12 261	2 835

我们还进一步考察了“独立董事占比”和“两职合一”的调节效应^①,结果显示独立董事并不能发挥其监督作用,即当非CEO高管独立性较低时没有抑制企业金融化,反而“两职合一”能够发挥监督效应,抑制企业金融化($INTGOV \times Dual$, -0.0124,5%)。由此我们认为,金融资产投资与企业盈余管理或企业舞弊不同,其双重属性使得企业投资金融资产不仅可以获取短期高额收益,也能够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),因此,处于信息获取劣势的独立董事无法准确识别并有效发挥监督

①由于“管理层持股”主要通过协调管理层和股东利益冲突缓解委托代理问题,不能很好地反映内部治理的监督效应,因此,我们还进一步考察了“独立董事占比”和“两职合一”的调节效应。篇幅所限,其实证结果未列示,留存备索。

作用,而董事长和总经理“两职合一”却能够有效抑制其投机行为。进一步的研究发现,不同的内部治理机制对金融化的治理作用存在一定的差异性。

(2) 债权人监督的调节效应

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INGOV_{it} + \alpha_2 INGOV_{it}^2 + \alpha_3 INGOV_{it} \times Debt_{it} + \alpha_4 INGOV_{it}^2 \times Debt_{it} + \alpha_5 Debt_{it} + \sum_{j=6}^K \alpha_j Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

我国企业对信贷融资的依赖性较强(唐清泉和巫岑,2015),因此债权人尤其是银行出于保护自身利益的考虑,将积极采用信息系统等各种方式和手段提高对企业的审核、监督效率,提升银行履行其评估和监督职责的动机,促进其外部治理机制的发挥,因此银行将比直接投资者能更有效地监管借款人,即发挥银行的“大贷款人监督”作用(胡奕明和谢诗蕾,2005)。为了检验债权人的外部治理效应对非CEO高管独立性与金融化影响的调节效应,我们构建了 $INGOV^2 \times Debt$ 和 $INGOV \times Debt$ 的交乘项,代入模型(4)进行检验,模型(4)中 $Debt$ 使用企业长期借款与短期借款的合计数与企业总资产的比值来度量债权人的监督效应, $Debt$ 越大,外部治理效应越强。表5的回归结果显示,非CEO高管独立性二次项与债权人外部治理的交乘项系数为0.3008,在1%的水平上显著,表明债权人外部治理对管理者“独立性”与企业金融化水平的倒U形关系具有负项调节作用,即当企业管理者“独立性”低于阈值,企业内部治理效应较弱时,债权人外部治理效应能够弥补内部治理的不足,抑制管理者的短视行为。而当管理者“独立性”高于阈值,即企业内部治理效应较好时,负债比例较高的企业可能因为债务资源的充足,反而能够促使企业有充足的资金提升金融化水平。由此可见,外部债权人对企业金融化的调节效应,主要表现在当管理者因“投机”行为而持有金融资产时,债权人外部治理效应与企业非CEO高管独立性效应表现为一种替代关系。

(三) 稳健性检验^①

1. 主要变量度量指标的替换。本文对企业金融化与非CEO高管独立性指标均使用相对比例指标进行度量,为了保证结果稳健,分别采用如下方法重新度量:(1)使用金融资产合计的自然对数($FinL$)及企业是否持有金融资产的虚拟变量($FinXN$)分别进行再次检验,其中金融资产虚拟变量的回归采用Logic模型,检验结果与前文结论一致。(2)非CEO高管独立性指标替换。基本回归中使用非CEO高管与除CEO高管以外的其他高管的占比来度量,为了确保度量指标稳健,参考已有研究,剔除了非CEO高管人数小于4的样本并使用非CEO高管中薪酬排名前四的高管数量与非CEO高管总数来衡量。 $INGOV$ 越大,表示非CEO高管越独立,高管团队内部治理效应越强,原结论不变。(3)对非CEO高管来说,其任职时间越长,其工作经验及人际网络越强,在企业中的话语权也越大,因此使用非CEO高管的平均任职年限($NCEOTenure$)来替换原指标,即非CEO高管的平均任职年限越长,其内部治理效应越强。检验结果与前文结论一致。

2. 样本区间变换。虽然国内企业将分三步逐步实施新“金融工具准则”,即新会计准则中要求境内上市企业于2019年1月开始实施该准则,但也鼓励企业提前使用,因此2018年相关样本也可能受到新准则的影响,我们剔除2018年及之后的样本进行了子样本回归进行检验,未改变本文的基本结论。

3. 控制董事会秘书对高管独立性的影响。按照我国《公司法》的规定,与其他非CEO高管由CEO提名不同,董事会秘书是由董事会提名与任命的,即CEO实际上是无法直接影响董事会秘书的聘任。由此我们认为即便是在非CEO高管任期内上任的董事会秘书也能保持较好的独立

^①由于篇幅限制,稳健性检验结果未列示,留存备索。

性,因此,从非CEO高管中剔除董事会秘书之后,重新构建非CEO高管独立性指标,结果仍然稳健。

4. 内生性问题及其他稳健性检验。为了避免内生性问题,将金融化水平延后一期代入基准模型重新检验,回归结果与原结论一致。在稳健性检验中,剔除了企业持有金融资产为0的样本,重新进行了检验,结论一致。此外,制造业是实体经济的支柱,非CEO高管独立性对企业金融化的影响效应在制造业中的影响尤为重要,我们选取制造业作为子样本进行检验,结论仍然稳健。

五、进一步的研究

(一) 影响机制检验

1. 非CEO高管“自利动机”下对金融化的“促进效应”。上文的研究已经证实,非CEO高管独立性与企业金融化存在倒U形关系,但不同阶段的影响机制可能并不一致。理论分析中,我们认为当非CEO高管独立性低于阈值时,企业中管理层内部治理水平较弱,非CEO高管晋升受阻,诱发非CEO高管机会主义动机。此阶段非CEO高管的决策行为更加注重个人利益而非关注企业的长期发展和其职业的长远规划,由于高管的薪酬水平往往与短期绩效相关联,非CEO高管的“逐薪动机”使其更愿意促成企业的金融资产配置决策,通过金融套利提高企业短期收益,提升个人收益水平。为了避免内生性,我们采用滞后一期的非CEO高管平均薪酬作为非CEO高管“自利性”动机的代理变量,即非CEO高管越关注短期利益,越有动机通过行为提高自身的薪酬水平。本文按照Baron和Kenny(1986)等的中介效应检验程序,检验非CEO高管“自利性”是否在非CEO高管独立性与企业金融化之间发挥中介效应,促使企业金融化水平上升。

由表6结果(12)–(14)可知,虽然当非CEO高管独立性低于阈值时,非CEO高管独立性的提升加剧了其“逐薪动机”,且在结果(14)中,当加入“自利动机”代理变量时,非CEO高管独立性对企业金融化的促进效应减弱,但“自利动机”代理变量非CEO薪酬的系数不显著。因此,我们进一步进行了Sobel检验,结果显示Z统计量为2.421,通过5%水平上的统计检验,这也证实“自利动机”中介效应是显著的^①。

2. 非CEO高管“晋升动机”下对金融化的“治理效应”。上文发现,当非CEO高管独立性高于阈值时,管理层内部治理效应将发挥主导作用,从而抑制企业金融化,本节主要讨论其影响机制。根据委托代理理论,经理人并非总是基于股东利益最大化而进行决策的,当CEO权力过大时,CEO私利动机增强,更可能会利用权力谋取私利(李小玉等,2017)。因此,根据已有理论分析,非CEO高管独立性能够提升管理层内部治理水平,通过缓解第一类代理问题抑制CEO短视行为决策,即抑制和约束CEO不符合股东利益最大化的自利行为而抑制企业金融化水平。由此我们推测,缓解股东与管理层之间的代理冲突可能是高管团队内部治理效应影响企业金融化的路径。借鉴Ang等(2000)、戴亦一等(2016)、张博等(2021)的研究,本文分别采用总资产周转率(*AssetTurn*)和经营费用率(*Managefee*)作为第一类代理成本的代理变量,考察第一类代理成本是否在非CEO高管独立性与企业金融资产配置之间发挥中介效应。其中,总资产周转率=营业收入/总资产,即资产周转率越大,第一类代理成本越小;经营费用率=(管理费用+销售费用)/营业收入,经营费用率越大,第一类代理成本越大。我们同样采用中介效应检验程序检验了该

^①鉴于金融资产的双重属性,在此基础上,我们还参考了王红建等(2017)的研究,将金融资产分为长期和短期金融资产,考察企业持有金融资产的动机。从回归结果上看,非CEO高管独立性确实提升了长期金融资产的水平,表现为“投机效应”。限于篇幅,文中并未列示实证结果,留存备案。

中介效应关系。由表6结果(15)–(17)可知,非CEO高管独立性能够通过提高企业资产使用效率(0.1945,10%)缓解委托代理问题,从而抑制企业金融化。在使用经营费用率代理变量进行检验时,如表6所示,虽然回归(19)中显示加入经营费用率指标后,非CEO高管独立性对企业金融化的负向调节受到了抑制,但实证结果(18)中,非CEO高管独立性对企业经营费用率的影响结果不显著,因此我们进一步进行了Sobel检验,结果显示Z统计量为1.903,通过10%水平的统计检验,这也证实了企业经营费用率中介效应是显著的。因此,通过检验我们发现代理成本确实发挥了部分中介效应,即非CEO高管独立性通过缓解第一类代理冲突,从而降低CEO自利性而抑制企业金融化水平。

表6 作用机制检验

变量名称	中介效应(INTGOV<0.6256)			中介效应(INTGOV>0.6256)				
	(12) Fin	(13) NCEOpay	(14) Fin	(15) Fin	(16) AssetTurn	(17) Fin	(18) Managefee	(19) Fin
INTGOV	0.0209*** (7.192)	3.3565* (1.740)	0.0162*** (4.490)	-0.0216** (-2.171)	0.1945* (1.951)	-0.0200** (-2.022)	0.0227 (1.390)	-0.0209** (-2.101)
NCEOpay			0.0000 (1.618)					
AssetTurn						-0.0079*** (-4.546)		
Managefee								0.0259** (2.427)
CVs	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
_cons	-0.0517*** (-3.287)	-8.1e+02*** (-79.975)	-0.0127 (-0.538)	-0.0488 (-1.444)	0.1148 (0.338)	-0.0479 (-1.421)	0.3206*** (5.764)	-0.0594* (-1.747)
r2_a	0.1707	0.5815	0.1769	0.2337	0.2417	0.2383	0.4406	0.2328
F	31.5443***	164.5698***	26.0509***	11.3107***	11.7741***	11.4705***	27.4387***	11.0866***
N	15 578	11 893	11 893	3 381	3 381	3 381	3 358	3 358

(二) 异质性检验

1. 产权性质的影响。我国的国有企业通常与银行保持良好的关系,往往可以较非国有企业获得更多的信贷融资且融资成本更低。当自利动机占主导时,在国有企业中可支配资源的增加,将促进其对金融化的提升效应;而当治理效应占主导时,原本较高水平的金融化水平下降得更快。此外,我国当前经理人市场尚不成熟,国有企业高管的任免往往具有政治性质,管理者代理问题更为显著。本文推测非CEO高管独立性与企业金融化的影响效应在国有企业中更加显著。按照是否为国有控股(Soe)进行分组,其中,当企业产权性质为国企时Soe为1,否则为0。

从表7的回归(20)–(23)的结果来看,在国有企业中,当非CEO高管独立性低于阈值时,非CEO高管独立性指标的系数为0.0166,并且在1%的水平上显著;而当非CEO高管独立性高于阈值时,其系数不显著。在非国有企业中,当非CEO高管独立性低于阈值时,管理者“独立性”指标的系数为0.0158,并且在1%的水平上显著;而当非CEO高管独立性高于阈值时,管理者“独立性”指标的系数为-0.0251,并且在10%的水平上显著。这表明当非CEO高管独立性低于阈值时,非CEO高管独立性在国有和非国有企业中对企业金融化均表现为促进效应;而当非CEO高管独立性高于阈值时,非CEO高管独立性的治理效应在非国有企业中更加显著。结合我国上市公司的实际情况,国有企业中管理者的晋升更多的时候是一种“政治安排”,非CEO管理者的晋升动机受到抑制,因此其治理效应的发挥受到了阻碍。相对而言,非国有控股的民营企业中,其

晋升与管理者个人能力的相关性更大,其竞争动机更加强烈,因此,非CEO高管独立性的治理效应在非国有企业中更加显著。

表7 异质性检验(产权性质/企业融资约束)

变量名称	模型(2)							
	国有控股		非国有控股		融资约束程度高		融资约束程度低	
	(20)Fin	(21)Fin	(22)Fin	(23)Fin	(24)Fin	(25)Fin	(26)Fin	(27)Fin
	小于阈值	大于阈值	小于阈值	大于阈值	小于阈值	大于阈值	小于阈值	大于阈值
<i>INTGOV</i>	0.0166*** (3.330)	-0.0157 (-1.057)	0.0158*** (4.380)	-0.0251* (-1.863)	0.0133*** (3.371)	-0.0279** (-2.253)	0.0211*** (5.039)	-0.0177 (-1.216)
<i>CV</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-0.0408 (-1.594)	-0.0378 (-0.765)	-0.0542** (-2.507)	-0.0613 (-1.178)	-0.0677*** (-2.937)	-0.0758 (-1.575)	-0.1802*** (-5.407)	-0.0965 (-1.335)
<i>r2_a</i>	0.2344	0.2960	0.1736	0.2213	0.1845	0.2981	0.1876	0.2587
<i>F</i>	19.6509***	8.0937***	21.2331***	6.6954***	16.9063***	8.0049***	19.7953***	7.7575***
<i>N</i>	5850	1536	9728	1845	7033	1502	8545	1879
组间系数差异	卡方=5.05, P=0.0246		卡方=8.22, P=0.0042		卡方=11.21, P=0.0008		卡方=6.96, P=0.0083	

2.企业融资约束的影响。企业持有金融资产的水平也会受到企业所面临的融资环境的影响,若企业持有金融资产的动机为“储蓄性动机”,当企业面临较高的融资约束时,企业将持有更多的金融资产以缓解其经营风险;当企业面临较低的融资约束时,则会降低对金融资产持有的“储蓄性”动机。但是,若企业持有金融资产的动机为“投机性动机”,则当企业面临较低的融资约束时,可支配资金充沛反而会提高企业金融化水平。借鉴Hadlock和Pierce(2010)基于上市公司规模和上市时间构建的SA指数^①来衡量企业融资约束,该指数取值越大,则企业面临的融资约束程度越高。我们按照融资约束高低(SA)进行分组,从表7回归(24)-(27)的结果来看,非CEO高管独立性低于阈值时,非CEO高管独立性对企业金融化的促进效应在融资约束程度高和融资约束程度低的样本中并无显著差异,从系数上来看,在融资约束低的样本中,其促进效应略强。主要原因可能是当企业面临的融资约束程度越低时,企业投入金融资产的资源会越多。当非CEO高管独立性高于阈值时,在企业融资约束程度较高的企业中非CEO高管独立性的治理效应较强,其系数为-0.0279且在5%的水平显著;而在企业融资约束程度较低的企业中,非CEO高管独立性指标的系数不显著,表明当企业融资约束程度较低,企业可支配资源充足时,非CEO高管独立性对企业持有金融资产并没有表现出显著的抑制效应。由此我们分析,企业持有金融资产的确是处于“投机性”动机而非“储蓄性”动机,即:当企业面临较强的融资约束时,为了避免企业财务风险,非CEO有较强的动机来阻止企业使用有限的资源进行“投机行为”;而当企业面临的融资约束水平较低时,非CEO高管也并不排斥企业在资金充足的情况下持有金融资产,以提高企业收益。综上所述,非CEO高管独立性对企业金融资产的配置策略的影响存在权变性因素,当企业股权性质不同、面临的外部融资环境存在差异时,可能会有所调整。

(三)经济后果检验

由上文可知,当非CEO高管独立性低于阈值时,管理层处于自利动机会提高企业金融化水平,那么是否会因此影响企业绩效和未来主业发展呢?本文还对非CEO高管独立性与企业绩效之间的关系进行了实证检验。参考已有研究,分别使用资产收益率(*Roa*)和企业营业收入增长

^①计算公式为 $SA=0.043 \times (\ln Size)^2 - 0.737 \times \ln Size - 0.040 age$,其中 $\ln Size$ 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。

率(*Growth*)来度量企业经营业绩和企业未来成长性,采用中介效应模型进行检验,结果显示(备案),当非CEO高管独立性低于阈值时,管理层的短视效应及“自利动机”确实会严重影响企业当期业绩和企业未来成长性。

六、研究结论与启示

本文从高管团队内部治理这一新视角,研究了高管内部治理与企业金融化之间的关系,研究结果支持了非CEO高管在一定约束条件下基于自身利益最大化目标进行投资决策的理论逻辑,同时提供了我国上市公司管理层内部治理与企业金融化之间关系的经验证据,丰富并拓展了高管团队内部治理和企业投资策略之间关系的文献。研究发现,非CEO高管独立性对企业金融资产配置的影响兼具“内部治理效应”和“促进效应”,这种“双刃剑”效应导致了非CEO高管独立性与企业金融资产配置间的倒U形关系,即管理层内部关系对企业金融化的综合影响将取决于两种对立性效应的相对强弱。当非CEO高管的独立性水平低于阈值时,非CEO高管的“自利性动机”促使企业持有更多的金融资产以提升个人收益;当非CEO高管独立性水平高于阈值时,非CEO高管将更加关注企业发展和个人职业前景,从而抑制企业金融化的短视行为。我们还发现,管理层持股比例和债权人外部治理对非CEO高管独立性水平与企业的金融化水平具有调节效应;而非CEO高管独立性对金融化的促进效应在非国有企业、融资约束企业中受到了抑制。非CEO高管独立性的提升导致内部协作的“阻碍效应”显著降低了企业绩效和未来主业业绩。

本文的研究结论有如下启示:首先,高管团队存在“自下而上”的内部治理效应,因此在完善企业公司治理机制时应充分重视其效应的发挥。对企业而言,管理层实际上不是一个单一的决策者,而是一个由总经理和下属其他高层管理者共同组成的一个利益与矛盾共存的决策团体,各成员之间具有不同的利益诉求和职业生涯规划,虽然在企业经营决策中,总经理的影响力不容质疑,但由于高管团队内部成员之间的利益冲突也会产生“自下而上”的监督治理机制,因此协调和治理高管团队内部之间的利益和矛盾是优化企业内部治理水平的重要因素。其次,企业在完善公司治理结构时,应充分重视管理层内部成员结构,适当限制CEO对管理层的任免比例,确保非CEO高管独立性水平,以避免管理层内部治理机制失效,从而充分发挥非正式机制的内部治理效应,优化公司内部治理水平。最后,本文的研究结论表明,良好的内外部监督机制能够促进非CEO高管充分发挥内部治理效应,企业应该进一步完善内外部监督治理机制,优化企业公司治理水平,从而激发非CEO高管积极性,减少“搭便车”等低效率行为,降低管理层代理成本,实现企业高质量发展。

主要参考文献:

- [1] 安磊,沈悦,余若涵. 高管激励与企业金融资产配置关系——基于薪酬激励和股权激励对比视角[J]. 山西财经大学学报, 2018, (12).
- [2] 陈艳,杨雪. 非CEO高管的内部治理效应研究——基于真实盈余管理视角[J]. 经济与管理评论, 2019, (1).
- [3] 陈运森,孟庆玉,袁淳. 关系型税收优惠与税收政策的有效性:隐性税收视角[J]. 会计研究, 2018, (2).
- [4] 成思危. 虚拟经济不可膨胀[J]. 资本市场, 2015, (1).
- [5] 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).
- [6] 戴亦一,肖金利,潘越. “乡音”能否降低公司代理成本?——基于方言视角的研究[J]. 经济研究, 2016, (12).
- [7] 邓路,刘欢,侯璨然. 金融资产配置与违约风险:蓄水池效应,还是逐利效应?[J]. 金融研究, 2020, (7).
- [8] 杜兴强,赖少娟,裴红梅. 女性高管总能抑制盈余管理吗?——基于中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究, 2017, (1).
- [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).

- [10] 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).
- [11] 胡奕明, 谢诗蕾. 银行监督效应与贷款定价——来自上市公司的一项经验研究[J]. 管理世界, 2005, (5).
- [12] 李小玉, 薛有志, 周杰. CEO关联、内部治理与企业绩效[J]. 管理科学, 2017, (5).
- [13] 李小玉, 薛有志, 周杰. 投桃报李: CEO关联与公司风险承担[J]. 经济与管理研究, 2018, (7).
- [14] 刘贯春. 金融资产配置与企业研发创新: “挤出”还是“挤入”[J]. 统计研究, 2017, (7).
- [15] 刘贯春, 刘媛媛, 张军. 经济政策不确定性与中国上市公司的资产组合配置——兼论实体企业的“金融化”趋势[J]. 经济学(季刊), 2020, (5).
- [16] 陆瑶, 胡江燕. CEO与董事间的“老乡”关系对我国上市公司风险水平的影响[J]. 管理世界, 2014, (3).
- [17] 牛煜皓, 卢闯. 高管贫困经历与企业金融资产配置[J]. 中南财经政法大学学报, 2020, (3).
- [18] 潘越, 戴亦一, 李财喜. 政治关联与财务困境公司的政府补助——来自中国ST公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2009, (5).
- [19] 宋军, 陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的U形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. 金融研究, 2015, (6).
- [20] 孙郎峰, 武丽璇, 张平. 下级高管对CEO的制衡与企业创新[J]. 苏州大学学报(哲学社会科学版), 2020, (1).
- [21] 唐清泉, 巫岑. 银行业结构与企业创新活动的融资约束[J]. 金融研究, 2015, (7).
- [22] 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).
- [23] 王雯岚, 许荣. 高校校友联结促进公司创新的效应研究[J]. 中国工业经济, 2020, (8).
- [24] 夏同水, 郑敏, 张静. 异质金融资产配置是否会加剧经营现金流操控?——基于分析师现金流量预测的经验证据[J/OL]. 南开管理评论(网络首发), 2021-03-17.
- [25] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012, (9).
- [26] 张博, 韩亚东, 李广众. 高管团队内部治理与企业资本结构调整——基于非CEO高管独立性的视角[J]. 金融研究, 2021, (2).
- [27] 张蕊, 王洋洋, 廖佳. 关键下属高管晋升锦标赛的创新激励效应研究[J]. 会计研究, 2020, (2).
- [28] 张兴亮, 夏成才. 非CEO高管患寡还是患不均[J]. 中国工业经济, 2016, (9).
- [29] 赵乐, 王琨. 高管团队内部网络与并购绩效[J]. 金融研究, 2020, (11).
- [30] Acharya V V, Myers S C, Rajan R G. The internal governance of firms[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(3): 689–720.
- [31] Agha M, Pham M D, Yu J. Management connectedness and corporate investment[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2021, 124: 106042.
- [32] 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.
- [33] Cheng Q, Lee J, Shevlin T. Internal governance and real earnings management[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(4): 1051–1085.
- [34] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2): 314–324.
- [35] Duchin R. Cash holdings and corporate diversification[J]. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3): 955–992.
- [36] Fracassi C, Tate G. External networking and internal firm governance[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 153–194.
- [37] Hadlock C J, Pierce J P. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909–1940.
- [38] Hart O, Moore J. Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management[J]. *American Economic Review*, 1995, 85(3): 567–585.
- [39] Hazarika S, Karpoff J M, Nahata R. Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 104(1): 44–69.
- [40] Khanna V, Kim E H, Lu Y. CEO connectedness and corporate fraud[J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(3): 1203–1252.

- [41] Landier A, Sauvagnat J, Sraer D, et al. Bottom-up corporate governance[J]. *Review of Finance*, 2013, 17(1): 161–201.
- [42] Narayanan M P. Managerial incentives for short-term results[J]. *The Journal of Finance*, 1985, 40(5): 1469–1484.
- [43] 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.
- [44] Schmidt B. Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(2): 424–447.

Independence of Non-CEO Executives and Financialization of Entity Enterprises

Du Yong^{1,2}, Wang Ting^{1,3}

(1. *School of Economics and Management, Southwest University, Chongqing 400715, China*; 2. *Institute of Intelligent Finance and Platform Economy, Southwest University, Chongqing 400715, China*; 3. *Business School, Southwest University of Political Science & Law, Chongqing 401120, China*)

Summary: Top managers are the core and soul of enterprises. Existing studies have shown that the personal characteristics of managers will have a significant impact on the business decision-making of enterprises, but most of the current studies focus on the impact of CEO personal characteristics on enterprise decision-making, and the role of non-CEO executives in enterprise financial decision-making has not been fully investigated. Taking China's non-financial listed companies from 2007 to 2020 as a sample, based on the logical idea that managers pursue the maximization of their own interests under certain constraints, this paper positions the research perspective within the management, and takes the “independence” of non-CEO executives as the starting point to explore the impact of the internal governance effect of the management on the financialization of non-financial enterprises. The study finds that non-CEO executives are not always able to exert the effect of internal governance, and there is a significant inverted U-shaped relationship between the “independence” level of non-CEO executives and the level of enterprise financialization. The comprehensive impact of the internal relationship of the management on enterprise financialization will depend on the relative strength of the two opposing effects, resulting in asymmetric effects. When the “independence” level of non-CEO executives is higher than the threshold, the “internal governance effect” of the “independence” of non-CEO executives will play a leading role, thus significantly inhibiting the level of enterprise financialization; when the “independence” level of non-CEO executives is lower than the threshold, with the improvement of the “independence” level of non-CEO executives, the self-interest motivation of non-CEO executives is strong, which makes the financial level of entity enterprises higher and the investment level of entity enterprises lower. Further research finds that the internal and external governance mechanism of enterprises can regulate the relationship between them. The higher the shareholding ratio of the management, the weaker the motivation of “self-interest”, and the promotion effect of non-CEO executives' independence on enterprise financialization is restrained when the “independence” level is lower than the threshold; the

(下转第122页)

paper finds that directors with overseas background can improve the proportion of green technology innovation in the overall innovation output of firms, which provides empirical evidence that directors with overseas background affect green technology innovation based on the mechanism of corporate reputation. Further research shows that the promotion effect of directors with overseas background on firm green technology innovation will produce positive externalities, which will be conducive to the development of regional economy. This conclusion proves the importance of directors with overseas background for firm green technology innovation, and also proves the correctness of the national strategy of “strengthening the dominant position of firms in the green technology innovation system”, which provides a reference for China’s future regional economic development.

This paper contributes to the literature in two ways: (1) The current green innovation development in China is excessively dependent on government law enforcement, resulting in excessive financial burden. However, this paper finds that directors with overseas background have a significant impact on firm green technology innovation, which proves the feasibility of using the internal governance structure to mobilize green innovation, emphasizes the important role of “returned talents” in firm green technology innovation, and provides a theoretical reference for China’s financial burden reduction under the background of “carbon neutralization” and “carbon peak”. (2) This paper highlights the difference between green technology innovation and general technology innovation. That is, firms can release the signal of their concern about environmental protection to the public through green technology innovation activities, which is helpful to build up corporate reputation. Directors with overseas background will increase the proportion of green technology innovation in the overall innovation output of firms out of concern for corporate reputation. The results link green technology innovation with corporate reputation management for the first time, enriching the academic research on corporate reputation.

Key words: green technology innovation; directors; overseas background

(责任编辑: 王西民)

(上接第60页)

supervision effect of external creditors can significantly negatively regulate the inverted U-shaped relationship between the “independence” of non-CEO executives and enterprise financialization. It is found from the mechanism that when the “independence” level of non-CEO executives is lower than the threshold, the “self-interest motivation” of non-CEO executives urges enterprises to hold more financial assets to improve personal income; when the “independence” level of non-CEO executives is higher than the threshold, non-CEO executives will pay more attention to enterprise development and personal career prospects. The effect of internal governance can inhibit enterprise financialization by reducing agency costs. The research conclusion is of great significance to enrich the relevant literature on enterprise financialization and the internal governance of the management, and promote enterprises to optimize the management structure of listed companies.

Key words: non-CEO executive independence; internal governance of the management; financialization of entity enterprises; agency costs

(责任编辑: 王西民)