

实体企业金融化:管理者短视角度的新解释

俞鸿琳

(对外经济贸易大学金融学院,北京 100029)



内容提要: 实体企业金融化是当前非常普遍的现象,研究其产生原因,解决“脱实向虚”是当前极为重要的经济问题。由于企业金融化在个体层面上存在较大差异,因此,一定存在着微观层面的异质性因素在发挥作用。本文从微观角度出发,为实体企业金融化的产生原因提供一种新的解释,认为管理者短视是企业进行金融化的一个内在动机。本文从理论上分析了管理者短视产生的原因,以及管理者短视如何对企业金融化产生影响,并依据短视产生的原因提出了衡量管理者短视的可行方法,实证验证了管理者短视对企业金融化的影响。实证检验发现,管理者短视促进了企业的金融化投资。并且,短视程度越高,企业投资于收益变现较快的金融资产的程度也越严重。进一步的研究还发现,年龄是管理者短视的内在约束,公司治理机制则是外在的制衡机制。管理者年龄低和公司治理水平高能有效地约束管理者短视,降低企业金融化程度。本文的研究补充了现有文献对实体企业金融化产生原因的认识,同时也为减轻管理者短视,降低企业金融化程度,解决经济的“脱实向虚”提供了一种可能的治理途径。

关键词: 实体企业 金融化 管理者短视 脱实向虚 公司治理

中图分类号:F832.48 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2022)03—0055—17

一、引言

近年来,中国经济发展面临着金融和实体经济结构性失衡。一个突出的现象是,实体企业金融化极为普遍。以中国上市公司为例,2020年79%的公司持有金融资产,有5%的公司所持有的金融资产占总资产的比重超过10%^①。企业金融化,不仅在微观层面上影响到企业个体的经营、盈利和风险,而且大量企业金融化也必然会带来宏观层面上的效应。有研究认为,金融化导致了实体投资的下降和经济的“脱实向虚”(张成思和张步昙,2016)^[1]。显然,企业金融化是一个亟待深入研究的重要经济问题。其中,对其影响因素和驱动机制的探讨,则是金融化研究的前端(张成思和郑宁,2018)^[2],也是解决经济“脱实向虚”,推动金融和实体经济均衡发展的关键所在。

从微观层面上看,金融化是企业将经济资源配置在金融资产上的一种行为(Demir,2009)^[3],本质是一种投资选择。企业的投资主要由管理者决定,因此,任何一种投资行为的研究都无法避开对管理者行为动机的分析。管理者追求个人自身利益,诸多非理性行为对公司投资产生影响是现实中的普遍情况,也早已在长期的研究中得到大量验证。其中,管理者短视(managers myopia)就是显著影响企业投资决策的一种重要行为。国内外相关研究证实,管理者短视会导致投资决策短视化,减少长期投资,更多地选择收益能快速实现的短、平、快的投资项目(Stein,1989^[4];Bebchuk和

收稿日期:2021-09-08

作者简介:俞鸿琳,女,副教授,研究方向为公司金融、公司治理与资本市场,电子邮箱:yuhonglin@uibe.edu.cn。

①该数据是作者依据本文的金融化口径指标计算所得,数据来源于国泰安上市公司财务信息数据库。

Stole,1993^[5];胡楠等,2021^[6])。

较之于实物资产,金融资产有着明显不同的特征。金融资产的存在形态,决定了绝大多数金融资产具有高度的流动性和快速的变现性。此外,金融化是企业用来进行盈余管理,调节账面利润的一种新型手段(Barton,2001^[7];许罡和伍文中,2018^[8]),非常便于企业快捷地将持有的金融资产转化为现金,从而调整企业的现金流和利润。这些特征决定了,金融资产天然地符合短视管理者投资的选择标准,是进行短视化投资非常适宜的投资标的。

基于以上逻辑,本文从管理者短视的角度来解释实体企业金融化的内在动机。依据管理者短视产生的主要原因,本文提出了衡量管理者是否存在短视以及短视程度的代理变量,以2007—2018年间A股主板上市企业为样本,实证验证管理者短视是否会促进企业金融化投资。本文的创新和贡献主要在以下方面:一是从管理者短视的角度来解释实体企业金融化的内在动机,扩充了现有认识。现有研究对实体企业金融化的解释,主要集中在货币扩张(陈享光,2016)^[9]、宏观经济环境(邓超等,2017)^[10]、经济政策不确定性(彭俞超等,2018)^[11]等宏观层面的外在影响因素;在微观层面的探讨,则主要认为资本逐利、风险规避和蓄水池效应(Bessembinde,1991^[12];邓超等,2017^[10];胡奕明等,2017^[13];张成思和郑宁,2020^[14])是企业进行金融化投资的内在原因。杜勇等(2019)^[15]研究了管理者金融背景对企业金融化的影响。此外,张军等(2021)^[16]还发现,同伴效应也是影响企业金融化的重要原因。显然,这些因素都在影响实体企业金融化上发挥了作用,但企业进行金融化投资的主要决策在于管理者,因此,管理者的内在动机不可忽略,甚至是企业金融化的重要因素。本文则从管理者短视的角度补充解释企业金融化的内在动机。二是丰富了对管理者短视所带来的影响效应的认识。在现有研究中,对管理者短视影响结果的认识主要集中在实体投资和研发投入等方面(Stein,1989^[4];胡楠等,2021^[6]),而没有注意到管理者短视也会导致企业进行更高层次的金融化投资。本文的发现则丰富了对管理者短视影响结果的研究。三是本文的研究结果同时也为降低企业金融化投资、减轻经济的“脱实向虚”提供了一种可能的治理途径。本文发现管理者年龄是管理者短视的内在约束,公司治理机制则是外在的制衡机制。高水平的公司治理机制能有效地约束管理者,制衡控股股东,减轻管理者短视,从而降低企业的过度金融化。

二、理论分析和研究假设

1. 实体企业金融化

对实体企业金融化的内涵已有诸多探讨。基本的共识是,所谓金融化是指企业将资源投资于金融资产的行为(Demir,2009)^[3]。也有研究认为,金融化还意味着企业的收益主要来源于金融资产的投资收益(Krippner,2005)^[17],但这其实是从企业金融化后的结果来定义金融化。两者比较而言,从行为角度定义金融化要比从结果角度来定义金融化更能体现其实质。金融化的本质其实是企业将经济资源配置于金融资产,属于企业的一种投资选择。

现有对金融化的研究,主要包括对金融化的内涵和衡量方式、金融化所带来的影响效应以及金融化产生的原因和影响因素等方面的探讨。限于主题和篇幅,这里只涉及研究金融化产生原因和影响因素方面的文献。在现有文献中,对企业金融化的原因和影响因素的研究可分为两大类:

一类是在宏观层面上探讨,认为货币扩张(陈享光,2016)^[9]、宏观经济环境(邓超等,2017)^[10]、经济政策不确定性(彭俞超等,2018)^[11]、金融周期(杜婕等,2021)^[18]是影响企业进行金融化投资的因素。诚然,对于一个普遍的经济现象而言,必然有其宏观层面的原因,但企业金融化是一个在个体层面上存在较大差异的现象(张成思和郑宁,2019)^[19]。因此,应存在着微观层面的异质性因素在发挥作用。

另一类则从企业微观层面入手分析,认为主营业务利润降低、金融资产的高额收益率(邓超

等,2017)^[10]、风险分散(Bessembinde,1991)^[12],以及蓄水池效应(胡奕明等,2017)^[13]是企业金融化的内在动机。杜勇等(2019)^[15]考虑了管理者在企业金融化中的重要性,他们的研究从管理者的金融背景来探讨影响企业金融化的因素。张成思和郑宁(2020)^[14]则将宏微观因素相结合,认为货币扩张、资本逐利和风险规避均是企业金融化的关键因素。最新的研究则发现,同伴效应也是影响企业金融化的一个重要原因(张军等,2021)^[16]。

现有研究帮助本文很好地认识到了企业金融化的产生原因和驱动因素。然而,从目前的文献来看,管理者行为在其中所发挥的作用并没有得到足够的重视。在现实中,企业决策由管理者掌控,管理者的行为不可避免地会影响到企业金融化投资决策。因此,对企业金融化产生原因的研究,应考虑管理者的行为动机及其所发挥的作用,以补充对企业金融化内在动机的认识。

2. 管理者短视

管理者短视,原本属于社会心理学的研究范畴,指的是管理者决策视域的短视化,即更重视当前能即刻满足的利益,而并不按照公司长远利益进行决策的行为(Stein,1989^[4];Narayanan^[20])。由于管理者行为对公司决策的重要性,管理者短视被引入到公司金融研究领域,并逐渐受到重视。

在现实中,管理者短视极为常见,这是因为有很多种因素会导致管理者短视。归纳国内外现有文献,对管理者短视产生的原因有很多种观点。

第一种观点认为,短视行为产生的根源在于管理者是代理人(Stein,1989)^[4]。代理人的身份决定了,管理者迟早将从经营管理中退出,公司长远发展也就不再与其相关,管理者也就不会去关注公司的长远利益,而只会注重其任期内的业绩,追求个人自身利益,从而也就导致管理者行为的短视化。由于我国上市公司代理问题较为严重,这个原因导致的管理者短视也最为常见。此外,作为代理人的管理者普遍实行任期制,管理者一般只负责任期内的公司经营管理。任期结束后,公司未来的业绩和发展便不再影响到管理者。如果预期任期较长,管理者需要负责企业较长时期的发展,那么管理者的短视程度会较低。而对于预期任期较短的管理者,要负责的时期短,则短视化的倾向程度会更高。因此,预期任期是影响管理者短视程度的一个重要因素(Antia等,2010)^[21]。

第二种观点则认为股东短视导致了管理者短视(Bushee,1998^[22];Noe和Rebello,1997^[23])。由于我国上市公司股权集中度较高,控股股东的话语权要远高于其他股东(La Porta等,1999^[24];Claessens等,2002^[25])。因此,我国上市公司的情况则是控股股东短视导致管理者短视,这也是我国上市公司管理者短视的一个主要原因。控股股东是否短视,主要与控股股东的类型有关。如果股东是战略投资者,长期持有企业的股份,自然会注重企业的长期发展。但若控股股东是短期财务投资者,持有企业股份时间较短,更关注企业短期业绩回报,那么自然会对管理者业绩考核短期化,短期业绩压力会导致管理者短视行为的产生。此外,持股比例也是影响控股股东行为的一个关键因素。如果持股比例较高,控股股东的利益和公司的利益会较为一致(Claessens等,2002^[25];李增泉等,2004^[26]),则其行为会更有可能是立足于公司长远发展,对管理者的业绩考核也会更可能从长期角度出发,管理者短期业绩考核压力会较小,短视程度也就较轻。反之,当持股比例较低时,控股股东和公司利益的一致性则较低,会更有可能是注重公司的长远发展,对管理者的业绩考核短期化,从而加剧管理者的短视程度。

对于管理者短视所产生的影响,相关的实证研究并不多,主要集中在对公司投资方面。现有研究认为,短视会导致管理者更多地选择收益能够快速实现的短、平、快的项目,而更少进行投资成本高、时间长,收益不确定且滞后的投资(Stein,1989)^[4]。此外,近期研究还发现,管理者短视会减少企业的长期投资(胡楠等,2021)^[6]。

3. 理论机制分析和研究假设

管理者短视影响企业金融化的理论依据基于以下两个方面:

第一个方面是管理者短视在投资决策上的特点和在项目选择上的偏好。前面已阐述,管理者短视就是决策视域的短视化,表现在投资决策上的特点就是偏好于投资收益能够快速变现,喜欢选择具有短、平、快的投资项目(Stein,1989)^[4]。

第二个方面则是金融资产所具有的特点。较之于实物资产,金融化投资的资产具有明显不同的特征:一是金融资产主要是以理财产品、债权投资、股权投资等金融性资产的形态存在,具有高度的流动性和快速的变现性。金融资产的这个特征,非常符合短视管理者投资的选择标准。二是金融化是进行盈余管理、调节账面利润的一种非常便利的新型手段(Barton,2001^[7];许罡和伍文中,2018^[8])。在会计处理上,不同类别的金融资产对利润的影响渠道和影响状况并不相同:有的金融资产的收益是计入到投资收益科目中,会对当期利润产生影响;有的金融资产的收益则是计入到综合收益中,从而对当期利润不产生直接影响;有的金融资产还可以通过公允价值变动影响到当期利润。这种特性决定了,当主营业务收益不理想时,金融资产是非常便于短视管理者进行盈余管理的一种资产科目。

综上所述,金融化所具有的短、快特征,以及在会计处理上的特点非常符合短视管理者投资项目的选择标准,天然就是短视管理者进行投资选择的适宜标的。管理者短视影响金融化存在理论上的逻辑关系,二者之间的逻辑链条关系如图1所示。

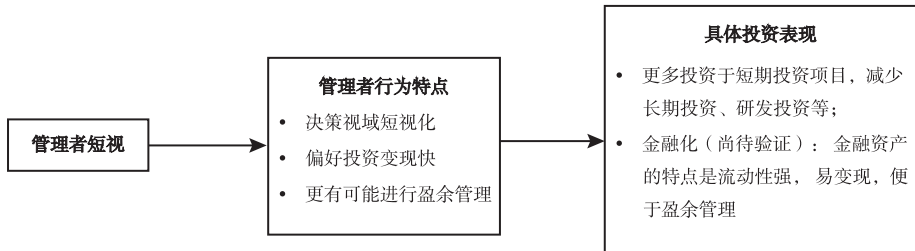


图1 管理者短视影响企业金融化的逻辑关系

资料来源:作者整理

基于以上分析,一个合乎逻辑的推论就是如果管理者存在短视,会促进企业的金融化投资。因此,本文提出如下假设:

H_1 :管理者存在短视时,会促进企业进行金融化投资。

管理者的短视程度也会对企业金融化投资产生影响。管理者的短视程度高,投资决策行为会更加短视化,更注重业绩的短期变现,这必然就会影响到管理者的投资决策。一方面,管理者会更更多地选择投资期限短、能够快速变现、收益更容易在短期回收的投资项目。金融化资产所具有的特征正好满足短视程度高的管理者的投资偏好,短视程度高的管理者也就会更多地进行金融化投资。另一方面,如果企业的实际业绩难以达到短视管理者的要求,管理者还会进行盈余管理,调节账面利润来提升企业业绩。而金融资产是进行盈余管理、调节账面利润的一种非常便利的新型手段(Barton,2001^[7];许罡和伍文中,2018^[8]),短视程度高的管理者也就会更多地选择金融化投资以便于进行短期账面业绩的提升。因此,本文提出如下假设:

H_2 :管理者短视程度越高,会进行更程度的金融化投资。

三、研究设计

1. 样本说明和数据来源

本文研究对象为实体企业,即非金融企业。管理者则具体限定为企业的CEO,这是因为CEO对企业投资决策的影响最为重要。由于2007年和2018年会计准则发生重大变化,为了避免前后

会计准则不同带来的问题,让样本企业的金融资产数据的确认口径保持一致,本文以 2007—2018 年间在上交所和深交所上市的 A 股主板企业作为研究样本,并剔除以下公司:(1) 银行、证券、保险、信托等金融类公司;(2) 所有的 *ST、ST 和 PT 类公司;(3) 相关财务数据缺失的公司。此外,为了避免异常值对实证结果的影响,本文对所有连续变量在 1% 和 99% 水平上进行了 Winsorize 处理。本文最终的样本为 15168,为非平衡面板数据。

本文所用到的公司财务信息、管理者信息来源于国泰安上市公司财务信息数据库和公司治理数据库,宏观层面的经济数据则来源于 CEIC 数据库。

2. 关键变量说明

(1) 企业金融化。对实体企业金融化的衡量方式至今并没有一个权威、统一的标准。主要的衡量方式有两种:一种是按照企业金融资产持有比例,即金融资产占总资产的比重来衡量企业金融化的程度(Demir, 2009)^[3];另外一种则是按照金融资产收益比例,即金融资产所产生的收益占营业利润的比重来衡量(Krippner, 2005)^[17]。

本文采用第一种衡量方法,这也是最常用的方式。其原因在于:一是两种衡量方式在内涵上存在微妙的差别。第一种表达的是企业投资选择的倾向,第二种其实是金融化的一种结果(张成思和郑宁, 2020)^[14]。投资选择的倾向要比投资选择的结果能更合理地反映企业金融化的意愿。二是虽然结果也可以反映金融化的程度,但这是一种会计结果,不可避免地会受到更多会计因素以及人为处理的影响。因此,第二种方式会有较多的问题。

采用金融资产占比来衡量金融化,不同的研究对金融资产的选择口径也存在细微差别。综合考虑后,本文对金融化采用了两种衡量口径,具体做法和依据如下:

第一种口径的金融化指标为 *FIN1* 和 *IFIN1*。*FIN1* 指第一种口径的金融资产占总资产中的比例。*IFIN1* 则是是否投资了第一种口径的金融资产,当企业投资了第一种口径的金融资产时,取值为 1;若没有投资,则取值为 0。其中,第一种口径的金融资产包含: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、其他权益工具投资、债权投资、其他债权投资。和绝大多数研究的做法一致(Demir, 2009^[3];宋军和陆旸, 2015^[27];彭俞超等, 2018^[11];杜勇等, 2019^[15]),这里没有将货币资金包含在金融资产里,原因在于,虽然货币资金是以金融资产的形态存在,但企业持有货币资金,更多地是保证企业的流动性安全,而不是一种投资行为。

第二种口径的金融化指标为 *FIN2* 和 *IFIN2*。*FIN2* 指第二种口径的金融资产占总资产中的比例。*IFIN2* 则是是否投资了第二种口径的金融资产,当企业投资了第二种口径的金融资产时,取值为 1;若没有投资,则取值为 0。第二种口径的金融资产则是除了第一种口径的金融资产而外,还包含了投资性房地产。投资性房地产虽然以实物形式存在,但其金融属性非常强,属于类似金融资产的一种投资选择,应将其涵盖在金融资产的范围内(宋军和陆旸, 2015)^[27],大多数研究都包含了投资性房地产(Demir, 2009^[3];宋军和陆旸, 2015^[27];彭俞超等, 2018^[11])。但投资性房地产和大多数金融资产在存在形式和流动性上又存在明显区分。因此,为了区分这种差异,本文设置了两种口径的金融化指标。

(2) 管理者短视。对管理者短视的衡量是实证研究的一个难点。现有的研究采用短期投资占比(方红星和金玉娜, 2017)^[28]和股票换手率(陈收和刘端, 2006)^[29]作为管理者短视的代理变量。最新的一种则是对年报中的 MD&A 进行文本分析,确定短期视域词集,然后再采用词典法构建出管理者短视主义指标(胡楠等, 2021)^[6]。

依据前面理论部分对管理者短视产生原因的分析,并和前面的研究假设保持一致,本文尝试提出以下简单可行且较为有效的衡量方式:

对于管理者是否存在短视,采用两种衡量方法:第一种方式是从管理者短视源于代理人的角度

出发,以管理者是否为公司创办人或股东来衡量,用 $IShort1$ 表示。如果管理者不是创办人或股东,则认为会存在短视,取值为 1;如果是,则认为不存在短视,取值为 0。第二种方式则从控股股东短视导致管理者短视角度出发,以控股股东是否属于短期财务投资者来衡量,用 $IShort2$ 表示。短期财务投资者指的是持有企业股份时间较短,更关注短期财务回报的投资者,具体包括风险投资公司、基金公司、信托公司、证券投资咨询公司等。如果控股股东是短期财务投资者,则认为管理者存在短视,取值为 1;否则认为不存在短视,取值为 0。

对于管理者短视程度的衡量,也采用两种衡量方法:第一种是对于代理问题引起的管理者短视,以预期任期作为管理者短视程度的衡量指标,用 $Short1$ 表示。当预期任期短时,则管理者的短视程度较高;反之,则较低。第二种是对于控股股东短视导致的管理者短视,则采用控股股东持股比例来衡量,用 $Short2$ 表示。控股股东持股比例低,则认为管理者短视程度较高;反之,则认为短视程度低。

其中,预期任期的计算方法沿用现有文献的做法(Antia 等,2010^[21];李培功和肖珉,2012^[30]),使用高管年龄和已任职年限与同行业且同一级别高管的平均年龄和平均任职年限两个维度差值之和作为高管预期任期的衡量,具体计算公式如下:

$$ETenure_{it} = (Tenure_{it} - Tenure_{industry,t}) + (MAge_{it} - MAge_{industry,t}) \quad (1)$$

3. 检验模型

对于研究假设 H_1 ,要检验的是管理者短视是否会促使企业进行金融化投资,采用以下 Logistic 模型进行检验:

$$\text{Log}(IFIN_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 IShort_{i,t} + \alpha_2 CV_{i,t-1} + \sum industry_j + \sum year_t + \mu_{it} \quad (2)$$

其中, $IFIN$ 是企业是否进行金融化,采用两种口径的衡量方式,分别以 $IFIN1$ 和 $IFIN2$ 来表示。 $IShort$ 则是管理者是否存在短视,采用两种方式的衡量方式,分别以 $IShort1$ 和 $IShort2$ 来表示。

CV 为控制变量。金融化是企业的一种投资选择。因此,影响企业投资水平的因素也会影响到企业金融化投资,包括企业微观层面的财务指标和宏观层面的经济变量。参考现有的主要研究(Demir,2009^[3];宋军和陆旸,2015^[27];张成思和张步昙,2016^[1];杜勇等,2017^[17];张成思和郑宁,2020^[14]),本文选择银行贷款利率(一年期基准利率)作为宏观层面的控制变量,企业微观层的控制变量则包括股权性质、公司规模、公司年龄、资产负债率、公司成长性、盈利能力以及融资约束等对公司金融化投资有着重要影响的企业层面变量。需说明的是,融资约束的衡量有多种。其中,最新的,存在较少问题的是 Hadlock 和 Pierce(2010)^[31] 所提出的 SA 指数,这也是当前大多数研究所采用的指标。本文采用该指标,具体计算公式如下:

$$SA_{it} = -0.737 \times size + 0.043 \times size^2 - 0.04 \times Age \quad (3)$$

除以上控制变量外,企业金融化投资显然也要受到行业和时间因素的影响。因此,控制变量中同样包含行业哑变量和年度哑变量。其中,行业按照证监会 2012 年行业分类标准进行划分。

对于研究假设 H_2 ,要检验的则是管理者短视程度越高,则企业金融化程度越严重,采用以下模型进行检验:

$$FIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Short_{i,t} + \beta_2 CV_{i,t-1} + \sum industry_j + \sum year_t + \mu_{it} \quad (4)$$

其中, FIN 为企业金融化程度。分别采用 $FIN1$ 和 $FIN2$ 两种口径的衡量方式。 $FIN1$ 和 $FIN2$ 的值高,则认为企业的金融化程度也高;反之则认为金融化程度低。 $Short$ 是管理者短视程度,有 $Short1$ 和 $Short2$ 两种衡量方式。其余变量同上,不再复述。

4. 主要变量说明

表 1 是本文的主要变量说明,变量除具体说明外,数据均来自国泰安数据库。

表 1 主要变量说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	金融化程度指标 1	<i>FIN1</i>	$FIN1 = (\text{交易性金融资产} + \text{衍生金融资产} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{其他权益工具投资} + \text{债权投资} + \text{其他债权投资}) / \text{总资产}$
	是否金融化指标 1	<i>IFIN1</i>	是否进行了第一种口径的金融化投资,如果是,则取值为 1,否则为 0
	金融化程度指标 2	<i>FIN2</i>	$FIN2 = (FIN1 + \text{投资性房地产}) / \text{总资产}$
	是否金融化指标 2	<i>IFIN2</i>	是否进行了第二种口径的金融化投资,如果是,则取值为 1,否则为 0
解释变量	是否短视指标 1	<i>IShort1</i>	CEO 是否是公司创始人或股东,如果不是,则取值为 1,否则为 0
	短视程度指标 1	<i>Short1</i>	CEO 的预期任期,预期任期计算依据公式(1)
	是否短视指标 2	<i>IShort2</i>	控股股东的类型是否属于短期财务投资者,如果是则取值为 1,否则为 0
	短视程度指标 2	<i>Short2</i>	采用控股股东的持股比例来衡量
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	公司总资产的自然对数
	公司年龄	<i>Age</i>	公司的成立时间
	公司成长性	<i>Growth</i>	采用公司的销售收入增长率作为成长性的衡量
	资产负债率	<i>Lev</i>	资产负债率 = 总负债/总资产
	盈利能力	<i>ROA</i>	总资产回报率
	融资约束	<i>SA</i>	SA 指数,具体计算依据公式(3)
	股权性质	<i>State</i>	公司若为国有企业,则取值为 1,民营企业则取值为 0
其他变量	银行贷款利率	<i>Loan</i>	银行一年期基准贷款利率,该数据从 CEIC 数据库获得。
	管理者年龄	<i>Mage</i>	CEO 的年龄
	管理者任期	<i>Tenure</i>	CEO 的任期

5. 主要变量描述性统计

表 2 是本文主要变量的描述性统计。从表中可以看出,按照第一种口径衡量,样本中有 61.4% 的公司进行了金融化投资,样本公司的平均金融资产占比接近 2%;按照第二种来衡量,样本中有高达 73.3% 的公司进行了金融化投资,样本公司的平均金融资产占比则接近 4%。这说明,无论采用哪一种衡量方式,样本公司进行金融化投资的比率都是比较高的。采用第一种方式衡量管理者是否存在短视,样本公司有高达 94.6% 的管理者存在短视,这是因为我国上市公司的 CEO 普遍不是创始人或股东。并且,采用预期任期作为第一种短视程度的衡量,CEO 的平均预期任期仅有 0.062 年,这意味着 CEO 平均的短视程度也很高。采用第二种方式衡量管理者是否存在短视,样本公司仅有 3.4% 的管理者存在短视。而用控股股东持股比例作为第二种短视程度的衡量,样本公司中控股股东的平均持股比例为 31.46%,该数值并不算很低。这说明,对于我国上市公司而言,因代理问题而导致的管理者短视更为普遍。因篇幅限制,其他变量的情况不再逐一说明。

表 2 主要变量描述性统计

变量名	观测值	均值	方差	最小值	最大值
<i>IFIN1</i>	15168	0.614	0.489	0	1
<i>IFIN2</i>	15168	0.733	0.442	0	1
<i>FIN1</i>	15168	0.019	0.046	0	0.285
<i>FIN2</i>	15168	0.038	0.075	0	0.437
<i>IShort1</i>	15168	0.946	0.226	0	1
<i>IShort2</i>	15168	0.034	0.181	0	1
<i>Short1</i>	15168	0.062	7.411	-12.762	12.207
<i>Short2</i>	15168	31.462	15.577	7.670	72.370
<i>State</i>	15168	0.625	0.484	0	1
<i>Size</i>	15168	22.327	1.432	18.973	26.330
<i>Age</i>	15168	17.086	5.176	6.000	30.000

续表 2

变量名	观测值	均值	方差	最小值	最大值
<i>Growth</i>	15168	0.256	1.249	-0.984	9.738
<i>Lev</i>	15168	0.511	0.218	0.074	0.958
<i>ROA</i>	15168	0.039	0.063	-0.219	0.241
<i>SA</i>	15168	4.381	1.731	0.717	9.759
<i>Loan*</i>	12	5.355	0.958	4.350	7.470
<i>Mage</i>	15168	48.972	6.253	26.000	75.000
<i>Tenure</i>	15168	3.206	3.121	1.000	20.000

四、实证结果及分析

1. 检验管理者存在短视时是否会促进金融化投资

假设 H_1 是管理者存在短视时, 会促进企业金融化投资。采用研究设计中的模型(2)对假设 H_1 进行检验, 这里要验证的是系数 α_1 是否显著大于 0, 检验方法则采用 Logistic 回归方法进行, 结果如表 3 所示。在检验结果中, (1) 列和(3)列是未包含控制变量的情形, 而(2)列和(4)列则是包含了控制变量的结果。

Panel A 是以是否为创办人或股东作为管理者是否存在短视的代理变量的检验结果。结果表明: 无论采用哪一种口径的金融化衡量指标, 系数 α_1 均大于 0 且极为显著。从表 3 中可以清楚看出, 即使加入了控制变量后, 系数 α_1 的大小和显著性虽然有明显下降, 但仍然在 1% 的水平上显著, 并没有改变结果的显著性。检验结果很好地验证了, 当不是创办人或股东时, 管理者存在短视, 会促进企业进行金融化投资。

Panel B 则是以控股股东是否为短期财务投资者作为管理者是否存在短视的代理变量的检验情况, 结果与 Panel A 的检验结果并不完全一样。对于第一种金融化衡量口径, 系数 α_1 仍然为正, 且显著大于 0, 这和 Panel A 的结果是一致的, 也和假设 H_1 的预期结果吻合。但对于第二种口径的金融化指标, 系数 α_1 并不显著, 且系数有正有负, 和假设 H_1 的预期结果并不一致, 这似乎否认了假设 H_1 。对于这样的检验结果, 从样本数据入手, 进行仔细分析, 原因在于: 全部样本中控股股东属于短期财务投资者所占的比例仅为 3%, 且平均持股时间仅为两年多。当持股平均时间仅为两年多时, 短视所导致的投资选择自然会更偏好于交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产等流动性极高的金融性资产, 而避免投资于房地产, 因为房地产的收益变现大多要超过两年。也就是说, 当控股股东为短期财务投资者时, 持股期限短, 业绩快速变现的要求更高, 这会促使管理者更多选择第一种口径的金融资产进行投资, 但却并不一定会投资变现时间相对较长的投资性房地产。因此, 检验结果自然就是, 第一种金融化指标的检验系数显著为正, 而对于包含了房地产的第二种金融化指标, 检验系数却并不显著。这是由短期财务投资者持股时间和投资性房地产的变现时长决定的。这种检验结果符合现实, 表面虽和假设 H_1 预期结果并不一致, 但实际并没有完全否认假设 H_1 。

表 3 管理者存在短视对企业金融化投资影响的检验结果

Panel A: 以不是创办人或股东作为管理者存在短视的衡量				
变量	IFIN1		IFIN2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IShort1</i>	0.993*** (12.82)	0.535*** (6.18)	1.144*** (14.36)	0.615*** (6.85)
<i>State</i>		0.048 (1.19)		0.219** (2.50)
<i>Size</i>		0.017 (1.18)		-0.004 (-0.72)
<i>Age</i>		0.082** (2.48)		0.157** (2.42)
<i>Growth</i>		-0.001 (-0.87)		-0.000 (-0.39)
<i>Lev</i>		-0.105** (-1.77)		-0.077** (-2.08)

续表 3

Panel A: 以不是创办人或股东作为管理者存在短视的衡量

变量	IFIN1		IFIN2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA		-0.180(-1.08)		-0.267*(-1.90)
SA		0.442*** (3.06)		0.389*** (3.12)
Loan		-0.909**(-2.32)		-0.147**(-2.13)
常数项	-0.125(-0.67)	1.726*** (4.66)	0.086(0.45)	0.261(0.64)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	15168	15168	15168	15168
LR chi2	2315.69	3618.52	1710.72	2440.45
Prob > chi2	0.000	0.000	0.000	0.000
Pseudo R ²	0.09	0.18	0.08	0.15

Panel B: 以控股股东是否是短期财务投资者作为管理者存在短视的衡量

变量	IFIN1		IFIN2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
IShort2	0.275*** (2.78)	0.202* (1.91)	0.029(0.27)	-0.129(-1.14)
Size		0.113*** (2.73)		0.390** (2.32)
State		0.448** (2.10)		0.410*** (2.78)
Age		0.018** (2.30)		0.002** (2.33)
Growth		0.088*** (3.27)		0.175*** (3.99)
Lev		-0.001(-1.04)		-0.000(-0.38)
ROA		-0.039(-1.02)		-0.045(-1.59)
SA		-0.251(-1.57)		-0.355** (-2.55)
Loan		-0.865*** (-5.88)		-0.035*** (-5.52)
常数项	0.792*** (4.76)	1.726*** (4.71)	1.133*** (6.52)	0.115(0.28)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	15168	15168	15168	15168
LR chi2	1770.49	3644.71	1153.60	2434.08
Prob > chi2	0.000	0.000	0.000	0.000
Pseudo R ²	0.09	0.18	0.07	0.14

注:表中括号内的为 Z 值;*、** 和 *** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性

至于 Panel A 中对于第二种口径的金融化指标, 检验系数 α_1 是显著为正, 不同于 Panel B 的结果, 原因则在于: 对于管理者, 一届的任职时长一般为 4 年(有可能连任), 在一届的任职期限内, 投资性房地产的收益能够变现。那么, 对于短视是由代理问题引起, 而不是来源于控股股东的短期业绩压力时, 管理者完全有可能去选择收益变现相对较长但收益可能较高的房地产。这两种结果的差异, 关键仍在于不同情形下管理者决策视域的期限不同所致。

2. 检验管理者短视程度越高, 是否会进行更程度的金融化投资

假设 H_2 要检验的是管理者短视程度越高, 会促使企业进行更程度的金融化投资。采用研究设计中的模型(4)进行检验, 这里要验证的是系数 β_1 是否显著小于 0。检验结果如表 4 所示。在检验结果中, (1) 列和(3)列是未包含控制变量的情形, (2) 列和(4)列则是加入了控制变量的检验结果。

Panel A 是以预期任期作为管理者短视程度的代理变量的检验结果。对于第一种口径金融化程度的衡量指标, 系数 β_1 均小于 0 且显著, 这和假设 H_2 的预期结果一致。但对于第二种口径衡量指标, 系数 β_1 虽然均小于 0, 但并不显著, 这似乎没有支持假设 H_2 。深入分析预期任期的数据, 发现样本中的管理者预期任期平均仅为 0.06 年, 平均的预期任期如此之短, 决定了管理者只会倾向于选择更能快速变现的金融资产, 而不是变现会相对较长一些的房地产。因此, 这里的结果和前面检验假设 H_1 的表 3 Panel B 中的情况是类似的, 也并没有完全否认假设 H_2 的成立。

表 4 管理者短视程度高对企业金融化程度影响的检验结果

Panel A: 以预期任期作为管理者短视程度的衡量

变量	FIN1		FIN2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Short1</i>	-0.0002***(-3.01)	-0.0002***(-2.97)	-0.0001(-1.56)	-0.0002(-1.50)
<i>State</i>		-0.001(-0.17)		0.001(1.26)
<i>Size</i>		0.017**(1.96)		-0.007(-1.53)
<i>Age</i>		0.001*(1.82)		0.006*(1.91)
<i>Growth</i>		0.000(0.22)		0.001(0.55)
<i>Lev</i>		-0.001(-0.94)		0.000(0.51)
<i>ROA</i>		0.001(0.49)		-0.002*(-1.81)
<i>SA</i>		-0.015***(-4.06)		-0.002***(-3.81)
<i>Loan</i>		-0.001(0.52)		-0.001(-0.89)
常数项	0.059***(13.95)	0.105***(13.45)	0.086(13.92)	0.217*(1.92)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	15168	15168	15168	15168
F 值	19.92	17.78	61.59	53.83
调整 R ²	0.03	0.05	0.05	0.10

Panel B: 以控股股东持股比例作为管理者短视程度的衡量

变量	FIN1		FIN2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Short2</i>	-0.0001***(-4.76)	-0.0001***(-4.12)	-0.0002***(-4.95)	-0.0002***(-4.45)
<i>State</i>		-0.001(-0.35)		-0.001(-0.87)
<i>Size</i>		0.018**(2.30)		0.002**(2.33)
<i>Age</i>		0.001**(2.15)		0.000**(2.02)
<i>Growth</i>		0.000(0.22)		-0.000(-0.48)
<i>Lev</i>		-0.001(-0.64)		-0.001(-0.50)
<i>ROA</i>		0.001(0.54)		-0.002(-0.52)
<i>SA</i>		-0.015***(-4.38)		-0.002***(-4.31)
<i>Loan</i>		-0.001(-1.19)		-0.002*(-1.70)
常数项	0.061***(14.33)	0.111***(13.99)	0.089***(14.30)	0.157***(13.65)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	15168	15168	15168	15168
F 值	20.65	18.51	63.64	55.74
调整 R ²	0.04	0.08	0.10	0.11

注:表中括号内的为 t 值; *、** 和 *** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性;表中 *Short1* 和 *Short2* 的系数保留了四位,是因为这两个关键变量的检验结果的系数较小,下同

Panel B 是以控股股东持股比例作为管理者短视程度的代理变量的检验结果。控股股东持股比例越低,则和公司长期利益的一致性也越低,会更加注重公司的短期业绩,对管理者业绩考核更加短期化,从而导致管理者短期业绩压力越大,短视程度也就越高。从表 4 中可以看出,对于两种金融化程度的指标,系数 β_1 全部小于 0 且极为显著。这个结果符合假设 H_2 的预期,但似乎和检验假设 H_1 的表 3 Panel B 的结果并不一致,这是因为,这里检验的是全部样本中控股股东的持股比例,而并不只是控股股东是短期财务投资者的情形。

为了确证对于控股股东是短期财务投资者时,检验结果是否和检验假设 H_1 的表 3 Panel B 一

致,将控股股东区分为短期财务投资者和战略投资者来进行检验,结果如表 5 所示。

在样本中,控股股东是短期财务投资者有 527 个,占比仅为 3%。当控股股东为短期财务投资者时,对于第一种金融化程度指标,检验系数仍然显著小于 0;但对第二种金融化程度的衡量,检验系数虽为负,但却不显著。这前面检验假设 H_1 的表 3 Panel B 的结果是一致的。而当控股股东是战略投资者时,检验系数全部为负且极为显著。也就是说,控股股东持股比例越低,管理者短视程度越高,企业的金融化程度也越高。这和前面的分析完全吻合。

从以上的检验结果可以看出,管理者短视程度越高,的确会促进企业进行更高程度的金融化投资。但是,如果管理者的预期任期很短,控股股东持股时间较短时,反而不会进行房地产等收益变现期相对较长的投资,而更多投资于第一种口径的金融资产,这仍然是决策视域决定的结果。

表 5 将控股股东分为短期投资者和战略投资者的进一步检验结果

变量	FIN1		FIN2	
	战略投资者	短期投资者	战略投资者	短期投资者
Short2	-0.0002***(-5.32)	-0.0001*(-1.73)	-0.0003***(-6.74)	-0.0001(-0.18)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.113*** (13.91)	0.111*** (2.60)	0.113*** (13.93)	0.134*** (2.98)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	14641	527	14641	527
F 值	20.69	12.00	50.61	55.24
调整 R ²	0.05	0.06	0.11	0.08

五、内生性和稳健性问题

1. 内生性问题的讨论

前面的实证分析部分验证了管理者短视对实体企业金融化的影响,为了避免可能存在的内生性问题,进一步采用 2SLS 和工具变量法进行检验。

对于由代理问题引起的管理者短视,本文以预期任期作为管理者短视程度的衡量指标,相对应的则选择管理者的行业平均预期任期作为工具变量。行业的管理者平均预期任期和管理者的预期任期存在相关性,在第一阶段的回归方程的检验中,方程 F 值为 84.77,远高于 10。因此,行业平均预期任期和管理者预期任期是强相关的。此外,企业所处行业的管理者平均预期任期显然并不会影响到企业的金融化程度,二者并不相关。因此,行业平均预期满足工具变量的基本要求。

选定管理者的行业平均预期任期作为工具变量后,进行 2SLS 回归,并采用 Hasman 检验比较 2SLS 的回归系数和原回归系数,两种方法的回归系数并无显著差异,其中 P 值远大于 0.01。因此,无法拒绝原假设没有显著的内生性问题。由于没有明显的内生性问题,2SLS 和原回归都是一致估计,但原回归更有效,本文仍采用原回归的结果。

对于由控股股东短视导致的管理者短视,本文以控股股东持股比例作为短视程度的衡量指标,相应的则选择行业的控股股东平均持股比例作为工具变量。行业的控股股东平均持股比例同样和企业控股股东的持股比例存在较强的相关性,但同时又不会影响到企业的金融化程度,满足作为工具变量的要求。采用 2SLS 回归,并进行 Hasman 检验。检验结果同样是 P 值远大于 0.01,没有明显的内生性问题,原回归结果更为有效。

2. 管理者变更样本的检验

如果管理者短视确实是引起实体企业金融化的一个重要原因,那么,当管理者发生变更后,新任的管理者假如更为短视,则该企业的金融化程度应该更高;若新任的管理者短视程度轻,则企业

的金融化程度会降低。因此,用管理者变更的样本进行检验,如果验证了新任的管理者更短视,企业进行更高度度的金融化,则意味着管理者短视的确导致企业金融化。采用管理者变更的样本进一步检验将会让本文的假设和结论更令人信服,并且也让原有的结果更为稳健。

在原来的样本中筛选出管理者发生变更的情形,仍采用管理者的预期任期作为管理者短视程度的衡量指标,并设置新变量 $NShort$:新任管理者是否有更高的短视程度。比较新任管理者和前任管理者的短视程度,如果新任管理者的短视程度高于前任管理者的短视程度,则对 $NShort$ 赋值为 1,否则该变量赋值为 0。为验证新任管理者如果更短视,则企业金融化程度更高,采用以下模型进行检验:

$$FIN_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 NShort_{i,t} + \beta_2 CV_{i,t} + \sum industry_j + \sum year_{t+1} + \mu_{i,t+1} \quad (5)$$

其中,控制变量和前面研究设计中的(4)式相同,这里不再赘述。

采用管理者变更后的样本进行检验的结果如表 6 所示。

表 6 管理者变更后的检验结果

变量	FIN1		FIN2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$NShort$	0.0049* (1.94)	0.0046* (1.83)	0.0016(0.40)	0.0017(0.45)
控制变量		控制		控制
常数项	0.026*** (7.74)	0.118*** (6.84)	0.052*** (9.32)	0.245*** (9.27)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	2513	2513	2513	2513
F 值	8.73	6.69	3.73	8.03
调整 R^2	0.02	0.08	0.02	0.09

同样采用两种口径的金融化衡量方式,不同的衡量方式,结果不一样。对于第一种衡量方式, $NShort$ 的系数为正且显著,这验证了新任的管理者短视程度更高,则企业进行更高度度的金融化投资。而对于第二种衡量方式,结果却并不显著。这两种衡量方式的结果差异,原因显然在于对于金融化衡量口径的不同。第一种口径主要是包括金融性资产,而第二种口径的金融化则还包括了投资性房地产。显然,投资性房地产的收益变现所需时间更长。对于管理者短视程度更高时,会更多地选择第一种口径的金融化投资而不是投资性房地产投资。因此,两种口径的检验结果不一致,其实是验证新任管理者更短视,则会进行更多收益变现快的金融化投资。从而也进一步确证了,管理者短视是导致企业金融化的一种主要诱因,管理者短视程度更高时,企业会进行更高度度的变现更快的金融化投资。

3. 稳健性检验

为了确保结果的稳健性,本文还进行了以下稳健性检验:一是采用另外一种金融化程度的衡量方式,将金融化投资划分为短期金融化和长期金融化。将属于流动资产的金融化投资划分为短期金融化资产,具体包括交易性金融资产和衍生金融资产。属于长期资产的金融化投资则划分为长期金融化,具体包括可供出售金融资产、持有至到期投资、其他权益工具投资、债权投资、其他债权投资,以及投资性房地产。采用同样的检验方法和样本进行检验,主要结果未发生变化。二是采用股票换手率作为管理者短视程度的衡量指标,样本期间和检验方法不变,再次进行检验,主要结果也并没有发生根本性变化(限于篇幅未列出以上两种情况的检验,若需要可提供)。因此,本文的结果是较为稳健的。

六、进一步拓展研究

代理人的角色虽然决定了管理者必然具有短视的倾向,但也同样存在约束和制衡的因素。管

理者虽然会谋取个人私利,但同时也需要对职业生涯的发展和個人声誉进行考虑,这就会成为其短视的一种约束力量。其中,管理者年龄是一个主要的约束变量。管理者年龄会通过职业视野、风险态度来影响管理者的投资决策。相关研究证实,管理者“职业视野”是其年龄的函数。管理者年龄较大、接近退休时,管理者会表现得目光短浅,倾向于采取风险厌恶策略以保证职业安全,表现出短视主义(Hambrick 和 Mason,1984)^[32]。具体而言,在职业生涯的早期,管理者需要考虑今后的发展和个人的声誉,会较少注重眼前利益,更多地约束自身短视行为,短视程度就会较低;但若临近退休,管理者无需考虑今后的发展,会更多地最大化个人当前利益,则短视的程度会更高。因此,管理者的年龄和管理者的短视紧密相关,年龄低能约束管理者的短视程度。

为验证年龄低的管理者是否短视程度较低,降低公司的金融化程度,以样本企业 CEO 年龄的中位数作为界限,将样本企业均分为高年龄组和低年龄组,并同样采用预期任期和控股股东持股比例作为短视程度的两种衡量方式,用研究设计中的模型(4)作为检验模型,分别进行检验,结果如表 7 所示。

表 7 年龄对管理者短视的约束作用

Panel A: 以预期任期作为管理者短视程度的衡量

变量	FIN1		FIN2	
	高年龄组	低年龄组	高年龄组	低年龄组
Short1	-0.0001** (-2.53)	-0.0000 (-0.16)	-0.0001*** (-3.37)	-0.0000 (-1.13)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.048*** (5.17)	0.089*** (10.53)	0.104*** (8.39)	0.128*** (9.38)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	7584	7584	7584	7584
F 值	10.44	10.66	34.30	23.22
调整 R ²	0.04	0.04	0.12	0.10

Panel B: 以控股股东持股比例作为管理者短视程度的衡量

变量	FIN1		FIN2	
	高年龄组	低年龄组	高年龄组	低年龄组
Short2	-0.0002*** (-4.11)	-0.0001** (-2.22)	-0.0003*** (-5.61)	-0.0001** (-1.96)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.058*** (6.27)	0.090*** (10.53)	0.121*** (9.80)	0.130*** (9.41)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	7584	7584	7584	7584
F 值	10.84	10.54	35.14	23.42
调整 R ²	0.04	0.04	0.12	0.10

表 7 中的 Panel A 显示:无论是采用哪一种金融化衡量指标,对于低年龄组,管理者短视对金融化程度的影响虽然也为负,但都不显著。这意味着低年龄组的管理者并没有显著进行金融化投资。而对于高年龄组,管理者短视对金融化程度的影响都显著为负。也就是说,对于年龄较大的管

理者,短视的内在约束力较低,会进行更高层次的金融化投资。

此外,再采用控股股东持股比例作为管理者短视程度的衡量指标,并用同样的方法进行检验,结果如表7中的Panel B所示。结果发现,对于金融化的两种口径的衡量指标,低年龄组的检验系数的大小和显著性都要明显低于高年龄组。

综合表7的Panel A和Panel B的结果来看,年龄低的确降低了管理者进行金融化投资,对管理者短视起到了约束作用。但是,年龄对由控股股东引起的管理者短视的约束作用要较小,但对由预期任期短引起的管理者短视则能起到非常有效的约束作用。也就是说,年龄对由外部因素引起的短视约束作用要小,而对由管理者自身产生的短视约束作用较大,这说明年龄低是管理者短视的有效内在约束。

对管理者短视行为的外在约束主要是公司治理机制。公司治理机制中最重要的就是两种机制:一是激励机制,即如何激励管理者按照公司和股东的利益决策,为公司创造价值;二是监督与制衡机制,即如何对控股股东以及管理者的经营管理行为进行监督和评价,并建立有效的相互制衡的内部权力机构的一种机制。当治理机制较为完善时,既能够较好地激励管理者的利益与公司和股东的利益趋向一致(Cheng等,2013)^[33],也能够有效地监督和约束控股股东与管理者行为,从而降低管理者的短视程度。

参考张会丽和陆正飞(2012)^[34]所用的方法,将第一大股东持股比例、独立董事比例、董事长和总经理是否兼任、监事会会议次数、管理者持股比例、第二大股东到第十大股东持股比例、产权性质、机构持股比例等共八个公司治理变量进行主成分分析,并采用第一大主成分作为度量公司治理水平的衡量指标,然后以治理水平的中位数作为界限,将样本企业分为高治理水平组和低治理水平组。同样分别采用预期任期和控股股东持股比例作为管理者短视程度的衡量指标,进行分组回归,以检验高水平的治理机制是否能约束管理者短视,降低公司金融化程度。检验结果如表8所示。

表8 公司治理机制的约束作用

Panel A:以预期任期作为管理者短视程度的衡量

变量	FIN1		FIN2	
	治理水平高	治理水平低	治理水平高	治理水平低
Short1	-0.0001* (-1.70)	-0.0009*** (-2.88)	-0.0001 (-1.54)	-0.0015*** (-2.67)
控制变量	控制	控制	控制	控制
常数项	0.117*** (2.77)	0.212** (2.15)	0.517*** (2.78)	0.523*** (2.25)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	7584	7584	7584	7584
F值	19.64	19.95	16.55	19.70
调整R ²	0.06	0.11	0.09	0.14

Panel B:以控股股东持股比例作为管理者短视程度的衡量

变量	FIN1		FIN2	
	治理水平高	治理水平低	治理水平高	治理水平低
Short2	-0.0001 (-1.65)	-0.0011*** (-2.98)	-0.0002* (-1.69)	-0.0019*** (-4.65)
控制变量	控制	控制	控制	控制

续表 8

Panel B: 以控股股东持股比例作为管理者短视程度的衡量

变量	FIN1		FIN2	
	治理水平高	治理水平低	治理水平高	治理水平低
常数项	-0.127* (-1.90)	0.220** (2.24)	0.508*** (2.67)	0.593*** (4.13)
行业和年份哑变量	是	是	是	是
观测值	7584	7584	7584	7584
F 值	17.56	19.21	17.55	19.66
调整 R ²	0.05	0.06	0.05	0.09

从结果可以看出,无论金融化采用哪一种口径的衡量方式,管理者短视是采用预期任期还是控股股东持股比例,公司治理水平低的一组,管理者短视对金融化程度的影响全部显著为负,且显著性明显高于治理水平高的一组。而治理水平高的一组,部分的检验结果并不显著,即使显著,其显著性也明显低于治理水平低的一组的相应情形。结果说明高水平的治理机制比低水平治理机制的公司更少进行金融化投资。这验证了治理水平是一种有效的外在约束机制,能够约束管理者短视,降低公司金融化程度。

七、结论与启示

近几年,我国实体企业有过度金融化的倾向,导致了宏观层面上实体投资的下降和经济的“脱实向虚”,经济面临着结构性失衡。认识其产生原因则是解决实体企业过度金融化的首要问题。本文研究结果表明,金融资产天然地符合短视管理者投资的选择标准,是短视化投资的最佳投资标的。当管理者存在短视时,会促进企业金融化投资。并且,管理者越短视,企业会更多地进行收益变现时间更短的金融化投资。本文的研究结果为企业金融化的内在动机提供了一种新的解释。此外,本文还发现管理者年龄是管理者短视的内在约束,公司治理机制则是外在的制衡机制。管理者年龄低和公司治理水平高能有效地约束管理者短视,降低企业金融化程度。这为减轻管理者短视,降低企业金融化投资提供了一种可能的治理途径。

如何解决实体企业的过度金融化,防止经济进一步“脱实向虚”是当前一个重要的经济问题。实体企业的金融化由宏观层面的因素所致,但微观层面的个体因素也发挥着不可忽略的重要作用。从本文的研究结果来看,要降低实体企业的过度金融化,需要减轻当前普遍存在的管理者短视。我国的管理者短视由多方面的因素影响而成,要限制和约束管理者短视也需要多方面进行。依据本文的研究结论,对于临近退休年龄的管理者,预期任期较短,应注意其短视的程度可能会更高。要有效限制和约束管理者短视,最主要的途径是建立一个高水平的公司治理机制。

完善公司治理机制,最主要的是能够有效的激励和约束管理者行为,减轻因代理问题而产生的短视问题。要认识到管理者任期问题以及对管理者任期绩效考核的重要性。任期过短是管理者行为短视程度高的一个重要原因,因此,要合理设置管理者的任期期限,不宜过短。对于临近退休年龄的管理者,应注意其短视的程度可能会更高。此外,任期绩效考核的短视化必然带来管理者行为决策的短视化,应考虑从更长的时间期限合理考核管理者的业绩。

完善公司治理机制,还要能够约束和制衡控股股东行为。对于控股股东是短期财务投资者,要对其持股期限有最短时间要求,以避免因持股时间过短而过于追求短期业绩而带来严重短视化。同时,对于控股股东是短期财务投资者,还应考虑是否能够设置一个合适的最低持股比例,以避免短期财务投资者以较低的持股比例控股,其利益和公司长远发展利益的一致性较低而导致严重的短视化。

参考文献

- [1]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].北京:经济研究,2016,(12):32-46.
- [2]张成思,郑宁.中国非金融企业的金融投资行为影响机制研究[J].北京:世界经济,2018,(12):3-24.
- [3]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.
- [4]Stein, J. C. Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior [J]. Quarterly Journal of Economics, 1989, 104, (4): 655-669.
- [5]Bebchuk L., L. A. Stole. Do Short-Term Objectives Lead to Under or Overinvestment in Long-Term Projects? [J]. The Journal of Finance, 1993, 48, (2): 719-729.
- [6]胡楠,薛付婧,王昊楠.管理者短视主义影响企业长期投资吗? [J].北京:管理世界,2021,(5):139-156.
- [7]Barton J. Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions? [J]. The Accounting Review, 2001, 76, (1): 1-26.
- [8]许罡,伍文中.公司金融化投资之谜:盈余管理抑或金融套利? [J].深圳:证券市场导报,2018,(8):20-28.
- [9]陈享光.金融化与现代金融资本的积累[J].西安:当代经济研究,2016,(1):5-15.
- [10]邓超,张梅,唐莹.中国非金融企业金融化的影响因素分析[J].长沙:财经理论与实践,2017,(2):2-8.
- [11]彭俞超,韩珩,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].北京:中国工业经济,2018,(1):137-155.
- [12]Bessembinde H. Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1991, 26, (4): 519-532.
- [13]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].北京:经济研究,2017,(1):181-194.
- [14]张成思,郑宁.中国实体企业金融化:货币扩张,资本逐利还是风险规避? [J].北京:金融研究,2020,(9):1-19.
- [15]杜勇,谢瑾,陈建英.CEO金融背景与实体企业金融化[J].北京:中国工业经济,2019,(5):136-154.
- [16]张军,周亚虹,于晓宇.企业金融化的同伴效应与实体部门经营风险[J].北京:财贸经济,2021,(8):67-80.
- [17]Krippner, G. The Financialization of the American Economy [J]. Socio-Economic Review, 2005, 3, (2): 173-208.
- [18]杜婕,杨吉喆,戴鹭.非金融企业金融化动机研究——基于金融周期视角的检验[J].成都:财经科学,2021,(9):29-38.
- [19]张成思,郑宁.中国实业部门金融化的异质性[J].北京:金融研究,2019,(7):1-18.
- [20]Narayanan MP. Managerial Incentives for Short-term Results [J]. Journal of Finance, 1985, 40, (5): 1469-1484.
- [21]Antia M. C., Pantzalis, J. C. Park. CEO Decision Horizon and Firm Performance: An Empirical Investigation [J]. Journal of Corporate Finance, 2010, 16, (3): 288-301.
- [22]Bushee B. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior [J]. Accounting Review, 1998, 73, (3): 305-333.
- [23]Noe TH., MJ. Rebello. Renegotiation, Investment Horizons and Managerial Discretion [J]. Journal of Business, 1997, 70, (3): 385-407.
- [24]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer. Corporate Ownership Around the World [J]. Journal of Finance, 2001, 54, (2): 471-517.
- [25]Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, L. Lang. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings [J]. Journal of Finance, 2002, 57, (6): 2741-2771.
- [26]李增泉,孙铮,王志伟.隧道挖掘与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].北京:会计研究,2004,(12):3-13.
- [27]宋军,陆旸.非货币金融资产和经营收益率的U形关系——来自中国上市非金融公司的金融化证据[J].北京:金融研究,2015,(6):111-127.
- [28]方红星,金玉娜.公司治理,内部控制与管理者决策视域[J].北京:财务研究,2016,(5):3-14.
- [29]刘端,陈收.中国市场管理者短视,投资者情绪与公司投资行为扭曲研究[J].北京:中国管理科学,2006,(2):16-23.
- [30]李培功,肖珉.CEO任期与企业资本投资[J].北京:金融研究,2012,(2):127-141.
- [31]Hadlock, C. J., J. R. Pierce. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index [J]. Review of Financial Studies, 2010, 23, (5): 1909-1940.
- [32]Hambrick, D. C., P. A. Mason. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers [J]. The Academy of Management Review, 1984, 9, (2): 193-206.
- [33]Cheng, M., D. Dhaliwal, Y. Zhang. Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2013, 56, (1): 1-18.
- [34]张会丽,陆正飞.现金分布、公司治理与过度投资[J].北京:管理世界,2012,(3):141-150.

Enterprises Financialization: The Reasons from the View of Manager's Myopia

YU Hong-lin

(University of International Business and Economics, Beijing, 100029, China)

Abstract: Financialization of Enterprises in China is the very frequent phenomenon at present. Among the listed companies, nearly 80% companies invest financial assets in the year of 2020, and the percent of some companied possessing financial assets in total assets is high to above 70%. The financialization of enterprises has an important effect on the economy, not only affecting the profit and risk of the enterprises on the micro-level, but also affecting the rate of investment in real economy and the capital being diverted out of the real economy on the macro-level. Researching the reasons of the enterprises financialization is the very important economic problem.

Because the financialization of enterprises have the obvious differences among the companies the characteristics of each enterprise financialization is different, so some kind of factors at the micro level should play the non-ignorable effects on the enterprises financialization. The article provides a new view that manager myopia is the key reason of the enterprises financialization in China.

According to the reasons of manager myopia, the article provides the new measurements of managers myopia. The first index of measuring the managers having myopia behavior or not is the manager is founder or not, and the second index is the kind of controlling shareholder. Besides, the article also provides the new measurements of the level of managers myopia. The first index of measuring the level of managers myopia is the managers' expected tenure, and the second index is the ratio of controlling shareholder's share. The sample from the year of 2007 to 2018, the A share listed companies in China, the article empirical tests that managers myopiapromotes the financialization of enterprises. And the more severe managers myopia is, the higher is the degree of enterprises financialization. Besides, the article also found the manager's age is the internal restraint of manager myopia, and the corporate governance mechanism is the external constraint of manager myopia. The higher level of corporate governance mechanism can lower the level of managers myopia and the degree of enterprises financialization.

The article made threecontributions to the present researching. First is the findings of the article deepening the understanding of the reasons of the enterprises financialization in China. Second is the article also enriching the new evidence of the effects of managers myopia. The last is the findings of the article providing the possible method which can reduce the degree of the enterprises financialization in China. Establishing the high-level corporate governance mechanism is the possible and effective method to reduce manager myopia and solve the enterprises over-financialization. In particular to point out, the tenure of manager and the period of manager performance assessment is too short. Those are the key factors inducing the manager myopia and should be noticed.

Key Words: entity enterprises; financialization; managers myopia; capital being diverted out of the real economy; corporate governance mechanism

JEL Classification: M10, G31, M12

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2022.03.004

(责任编辑: 闫梅)