

企业金融化、股权激励与公司绩效*

巩娜

(上海立信会计金融学院会计学院, 上海 201620)



内容提要:近年来企业金融化引发了理论界与实务界的广泛关注与担忧。本文分析了企业金融化对于公司绩效的影响,以及股权激励对于企业金融化负向经济后果的影响及其作用机理。以2010—2019年沪深两市A股上市公司为例,研究发现:(1)企业短期金融资产对于公司绩效会产生正向影响,发挥“促进作用”,而企业长期金融资产对于公司绩效会产生负向影响,表现出“挤出效应”,而在总体上,企业金融化对于公司绩效具有负向影响;(2)股权激励的实施会促进短期金融资产的正向作用,并且会抑制企业长期金融资产对于公司绩效的负向影响,在总体上能够抑制企业金融化的负向经济后果;(3)区分企业性质的研究发现股权激励对于企业金融化的作用更多体现在民营企业当中。进一步的研究表明,在股权激励实施的模式当中,限制性股票对于企业金融化的影响更为明显。本文的研究为企业金融化经济后果的争论提供了新的证据,丰富了股权激励经济后果的相关研究,同时也为现实当中企业金融资产配置行为以及股权激励的实施提供了一定的现实启示。

关键词:企业金融化 股权激励 公司绩效 民营企业 公司治理

中图分类号:F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)01—0156—19

一、引言

近年来我国的房地产价格居高不下,而实体经济相对低迷,引发了人们对于我国经济“脱实向虚”倾向的担忧与讨论。基于这种经济形势,2016年12月召开的中央经济工作会议提出了要“着力防控资产泡沫”并且要“振兴实体经济”。2017年的十九大报告当中再次提出了要“深化金融体制改革、增强金融服务实体经济能力”。2020年12月召开的中央经济工作会议同样明确指出要“健全金融机构治理,促进资本市场健康发展”。

金融深化和经济增长的关系是理论研究的重点问题(张军和金煜,2005)^[1],然而企业金融化对于公司绩效到底会产生“促进作用”还是“挤出效应”一直没有得出统一的结论。传统理论大多认为金融发展以及企业的金融化对于经济发展具有正向支持作用(张成思和张步昙,2015)^[2],但是金融危机之后,众多学者指出,金融化促使非金融企业越来越多地将资本从生产性投资转向金融投资(Krippner,2005)^[3],企业金融化对于实体投资会产生“挤出”效应(Orhangazi,2008^[4];Kliman和Williams,2015^[5])。此外,还有学者进一步指出,公司治理观念的转变以及股东价值观念的压力可能会加剧企业的金融化(蔡明荣和任世驰,2014)^[6]。其中股东价值观念压力的相关理论认为,

收稿日期:2020-09-24

* 基金项目:教育部人文社会科学研究项目“企业集团网络关系与子公司创新投资研究”(19YJA790071);国家自然科学基金青年项目“内部控制对创新投资的影响研究:融资约束与代理成本的视角”(71602118);国家自然科学基金面上项目“劳动力市场、企业人力资本与公司价值:宏观视角与微观机制”(71972134)。

作者简介:巩娜,女,副教授,硕士生导师,管理学博士,研究领域是公司治理与高管激励,电子邮箱:gongna@lixin.edu.cn。

由于企业对于高管进行了股权激励,使高管与股东的利益保持一致,为了抬高公司股价,高管有可能提高企业金融资产的配置程度,这可能就是美国企业金融化的重要原因之一(Lazonick, 2010^[7]; 蔡明荣和任世驰, 2014^[6])。

我国自2006年证监会公布了《上市公司股权激励管理办法(试行)》之后,越来越多的上市公司对于高管进行了股权激励,我国企业实施的股权激励会加剧还是抑制企业金融化对于公司绩效的影响?股权激励这种影响的作用机理是什么?现有研究当中,有学者认为企业金融化对于经济有正向促进作用(谢德仁和张高菊, 2007)^[8],也有学者认为企业金融化更多表现为对于公司绩效的负向影响(Tornell, 1990^[9]; Demir, 2009^[10]);而对于股权激励的研究则更多关注股权激励对于企业投资(吕长江和张海平, 2011^[11];徐倩, 2014^[12])、企业研发(唐清泉等, 2009^[13]; 巩娜, 2013^[14])以及公司绩效(Toal和Ruenzi, 2014^[15]; Bushman等, 2016^[16])的影响,却较少有学者将企业金融化、股权激励以及公司绩效三者有效地结合进行深入分析。据此,本文试图分析企业金融化对于公司绩效的影响,以及股权激励对于企业金融化经济后果的影响及其作用机理。本文具体围绕以下问题展开研究:第一,企业金融化对于公司绩效到底会产生“促进作用”还是“挤出效应”?第二,上市公司股权激励的实施对于企业金融化与公司绩效的关系是否会产生影响,又会产生怎样的影响?第三,股权激励对于企业金融化经济后果的影响在国有企业以及民营企业当中是否相同?

本文可能的研究意义主要体现在以下几个方面:第一,现有研究当中,企业金融化对于公司绩效的影响,“促进作用”观以及“挤出效应”观同时存在,本文基于不同类型金融资产的研究为企业金融化经济后果的争论提供了新的证据;第二,已有关于股权激励的研究,较少分析股权激励是否以及如何影响企业的金融化,本文的研究丰富了股权激励经济后果的相关研究;第三,探索企业金融化对于公司绩效的影响以及股权激励对于金融化经济后果的影响及其作用机理,对于防范金融系统性风险、进一步解释金融化、高管激励与公司绩效的关系、促进经济健康可持续发展具有重要的现实意义(柴才等, 2017^[17]; 彭俞超等, 2018^[18])。

二、文献回顾

1. 企业金融化与公司绩效

虽然有研究认为金融资产具有正向作用:如有研究认为金融中介的深化将会增加投资的流动性,是经济增长的“发动机”(张军和金煜, 2005)^[1],改善金融生态环境能够促进公司负债发挥治理效应(谢德仁和张高菊, 2007)^[8]。但是更多的研究则认为金融化有更大的负向作用:如在金融危机中暴露出来的金融体系的不稳定性,并不是金融化的唯一问题,实体行业和金融行业的变化不仅会导致金融的脆弱性(Bhaduri, 2011)^[19],还会加剧社会中的不平等、产生不安全感等后果(Dore, 2008)^[20];针对美国企业金融化对于实际资本积累影响的分析表明,固定资产投资与金融化之间存在负相关关系(Orhangazi, 2008^[4]; Kliman和Williams, 2015^[5]);对于阿根廷、墨西哥和土耳其三个新兴市场国家的研究得出了类似的结论(Demir, 2009)^[10];国内的研究同样发现企业金融化对于公司绩效的负向影响,如总体上控股金融机构会降低公司的投资效率(李维安和马超, 2014)^[21],金融化程度越高则对于实业投资的抑制性会越强(张成思和张步昙, 2016)^[22],企业的金融资产配置存在“替代”效应,即企业的金融化会减少对于实体经济的投资(胡奕明等, 2017)^[23]。

2. 股权激励与公司绩效

目前关于管理层股权激励对于公司绩效影响的研究,并未得出一致结论。有学者认为股权激励与公司绩效之间存在正相关关系。对于美国CEO所有权与股票市场业绩之间关系的分析,数据表明管理者所有权会产生4%~10%的年度异常回报,并且如果企业外部治理较差,产

品市场竞争力较弱,管理者有较大的裁量权,这种效应更强(Toal 和 Ruenzi,2014)^[15];有学者使用最优薪酬业绩敏感度的离散度以及与其最优模型的残差来衡量距离最优薪酬的偏差,研究表明企业会使用高管期权将薪酬业绩敏感度的离散度调整到最优(Bushman 等,2016)^[16];因此股权激励的实施对于提高公司绩效水平将起到重要作用(盛明泉等,2016)^[24]。也有研究表明股权激励与企业价值没有显著的关系或者管理者持股与公司绩效负相关关系。有研究发现,越是高速增长的企业,企业有越强的治理结构,经理有较低的权益激励(Hui 和 Matsunaga,2015)^[25];企业在选择股权激励方式时可能存在机会主义行为,因此会影响上市公司股权激励的实施效果(肖淑芳等,2016)^[26]。也有学者发现管理者持股与公司绩效呈现非线性相关关系:根据最优契约理论,有研究发现,当企业将 CEO 激励比例向最优比例调整时(无论是增加还是减少激励比例),权益的价值上升;而当企业向上调整 CEO 激励比例时,负债价值上升(Campbell 等,2016)^[27];基于我国高管人员股权激励与公司非效率投资之间关系的分析表明,激励型的股权激励会减轻公司的非效率投资,而非激励型的股权激励则会产生相反的作用(陈效东等,2016)^[28]。

综上所述,虽然研究企业金融化以及股权激励的文献众多,但是已有文献主要集中于企业金融化经济后果的影响以及股权激励对于公司绩效的影响,但并未得出统一结论,而且较少有研究分析股权激励对于企业金融化经济后果的影响及其作用机理。

三、理论分析与研究假设

1. 企业金融化对于公司绩效的影响

有学者分析指出金融资产具有“蓄水池”的作用,很多企业在企业的投融资活动中,为缓解融资约束带来的高昂资本成本,会根据企业固定资产和销售收入来配置短期和高流动的、可转换性强的金融资产(刘小玄和周晓艳,2011)^[29],如增加交易性金融资产等短期金融资产以进行预防性储蓄,充当“蓄水池”(杨箐等,2017^[30];刘贯春等,2018^[31])。在企业资金富裕时购买短期金融资产,在需要进行出售,以此缓解企业的外部融资成本(刘贯春,2017^[32];胡奕明等,2017^[23]),这些短期金融资产会起到调节企业资金的目的,企业的金融化不会造成对于企业实体投资的挤占(胡奕明等,2017)^[23]。除此之外,金融资产价格的上升能够改善企业资产负债表,通过金融渠道的获利能够增加企业的盈利能力(张成思和张步县,2016)^[22],企业可以通过对短期金融资产的投资以分享金融业的高额利润(王红建等,2017)^[33]。因此,短期持有的金融资产对于公司的绩效可能会产生正向的促进影响。

但是,在另外一方面,金融资产配置对于实体投资又会产生“挤出”效应。有学者指出,西方国家在新自由主义的影响下,企业管理的优先级发生了根本性的转变,导致了资本积累速度的下降,公司越来越像租赁公司,用企业的利润购买金融资产,而不是生产性资产(Stockhammer,2004)^[34]。在我国企业呈现出来的金融化倾向会显著影响企业的投资经济决策(谢家智等,2014)^[35],企业金融化会增加对于金融资产的需求(张成思和张步县,2015)^[2],由于企业的金融资产配置在一定程度上存在“替代”作用,企业对于金融资产,特别是长期金融资产的投资是以减少实体经济投资为代价的(胡奕明等,2017)^[23],会显著降低企业的实业投资率(张成思和张步县,2016)^[22],即基于企业的资金限制,企业金融化对于金融市场的长期金融投资支出,使企业将资金从真正的长期实体投资中抽离(Orhangazi,2008)^[4],企业对于长期金融资产投资(如对于房地产行业的投资),以获得高额利润,更多的是公司的一种市场套利行为(王红建等,2017)^[33],企业的这种跨行业套利行为会抑制企业的资本投资,致使企业逐渐偏离原本的主营业务(王红建等,2016)^[36],因此会抑制企业的实业投资(张成思和张步县,2016)^[22],缩短企业规划的规划视野,增加不确定性

(Orhangazi, 2008)^[4], 加剧“去工业化”以及资产泡沫化的矛盾(谢家智等, 2014)^[35], 对于公司的绩效会产生负向影响。因此过度金融化的公司未来经营业绩会有明显下降(胡聪慧等, 2015)^[37], 即使金融化的收益短期有可能提升企业经营业绩, 但是长期金融资产对于公司绩效会产生负向影响。此外, 在总体上, 企业金融化对于公司绩效的损害效应更大, 表现出企业金融资产对于公司绩效的“挤出”效应大于“蓄水池”效应(杜勇等, 2017)^[38]。因此, 本文提出以下研究假设:

H_{1a}: 短期金融资产对于公司绩效会产生正向影响。

H_{1b}: 长期金融资产对于公司绩效会产生负向影响。

H_{1c}: 总体上, 企业金融化对于公司绩效会产生负向影响。

2. 股权激励对于企业金融化经济后果的影响及其作用机理

从 20 世纪 90 年代开始, 股权激励在西方国家公司治理中扮演了重要角色(蔡明荣和任世驰, 2014)^[6], 关于股权激励对于企业金融化的影响, 部分研究认为, 股权激励有可能促进企业的金融化。相关理论认为, 很多上市公司根据股东权益最大化进行企业的决策。因此会促使企业更为偏重从金融渠道获得金融利润(张成思和张步昙, 2015)^[2]。企业股东对于管理者的股权激励会使得企业管理者有动机推动股价上升(张成思和张步昙, 2016)^[22]。当有影响力的现任股东准备出售股票时, 也有可能提供给管理者短期的激励以最大化公司当前的价值(Cadman 和 Sunder, 2014)^[39]。股权激励对于短期金融资产配置经济后果的影响可能通过以下两个途径发挥作用: 一个方面, 由于公司实施了股权激励, 管理层可能会通过持有短期金融资产, 在发挥金融资产蓄水池作用的同时, 获得短期金融资产较高的金融收益, 以提升企业的业绩; 另外一个方面, 企业持有短期金融资产, 在公司实施了股权激励之后, 管理层会更加关注企业短期金融资产及其变动对于公司绩效的可能影响, 会较快出售收益较低的金融资产而持有收益较高的金融资产, 进而发挥金融资产对于公司绩效的正向作用。

非金融企业的金融支出在宏观层面对于实际投资有负面影响, 而在公司层面, 长期金融投资对不同行业的实际投资也有负面影响(Orhangazi, 2008)^[4], 具有公司治理水平较差、管理层过度自信等特征的企业会倾向于持有更多的风险金融资产(闫海洲和陈百助, 2018)^[40], 而实体企业跨行业套利的具体驱动因素是市场竞争压力的存在而不是融资需求(王红建等, 2016)^[36]。而基于股权激励理论的研究表明, 高管股权激励能够减轻企业的短视化行为, 企业实施的股权激励对于长期金融资产配置经济后果的影响可能通过以下两个方面发挥作用: 一方面, 实施股权激励会使企业的管理层有更多的投资冲动(刘浩和孙铮, 2009)^[41]。相对于固定薪酬, 有较高核心自我评价的管理者在组织衰退时对于激励性薪酬会表现出更多的持续、竞争性战略导向、道德性的行为(Chng 等, 2012)^[42]; 研发效率、研发强度被认为能够预测未来经营业绩和股票收益水平和波动程度(Hirshleifer 等; 2013)^[43], 而研究表明, 股权激励对研发投资具有显著的正向关系(唐清泉等, 2011)^[44], 薪酬期间较长的公司有更好的成长机会、更大的研发强度以及更低的风险(Gopalan 等, 2014)^[45], 事前的高水平薪酬可以促进公司高管从事创新投资(卢锐等, 2011)^[46], 因此实施了股权激励的上市公司投资增长会显著高于未实施股权激励的公司(卢闯等, 2015)^[47]; 另一方面, 研究表明, 股权激励的高管不会过分追求短期收益, 而是通过长期投资以提高企业的经营业绩。一系列研究表明长期激励薪酬计划, 如企业实施的股权激励, 能够用来激励管理者追求长期的项目(Manso, 2011^[48]; Laux, 2012^[49]), 最优的创新激励计划是容忍早期的失败, 对于长期的研发给予回报, 而长期薪酬计划(如股权激励)、工作的安全性、业绩的及时反馈是创新激励的核心(Manso, 2011)^[48]; 不给 CEO 控制权, 而是给予他们等待期较短而行权期很长的股票期权, 能够让管理者不重视短期业绩而更加重视企业的长期业绩(Laux, 2012)^[49], 能够给予管理者更好的激励, 促使管理者追求长期的目标(Baranchuk 等, 2014)^[50], 而在期权的激励下做出的投资决策会使公司之后的经营收入和现金流量方面有较大增长(Aboody 等, 2010)^[51]。因此, 股权激励能够抑制管理层的短视

行为,促使企业更多地长期投资以获得经营收益。而股权激励对于短期金融资产以及长期金融资产的影响会在总体上抑制企业金融化的负向经济后果。因此,本文提出以下研究假设:

H_{2a}:上市公司股权激励的实施会强化短期金融资产对于公司绩效的正向影响。

H_{2b}:上市公司股权激励的实施会抑制长期金融资产对于公司绩效的负向影响。

H_{2c}:总体上,上市公司股权激励的实施会抑制企业金融化对于公司绩效的负向影响。

3. 企业性质的影响

股权激励对于企业金融资产的影响在不同性质的企业当中起到的作用并不相同。

有研究指出,民营企业增持交易性金融资产水平受货币政策变更影响更为显著(杨箐等,2017)^[30],当融资约束较高时,金融化程度会显著影响企业价值(蔡艳萍和陈浩琦,2019)^[52]。民营企业融资约束相对较高(陈钢和王栋,2020)^[53],因此短期金融资产的“蓄水池”作用会更加显著。此外,民营企业更有动机通过股权激励来降低股东与高管之间的代理成本(吕长江等,2011)^[54],民营企业的股权激励方案设计更加合理,倾向于激励型(邵帅等,2014)^[55],而且民营企业利润始终决定着高管薪酬的变化(刘浩等,2014)^[56],因此股权激励与企业业绩相关程度在非国有控股上市公司表现更为显著(周仁俊等,2010)^[57]。研究表明,在民营企业中股权激励的效果优于薪酬激励(陈冬华等,2005^[58];宋渊洋和李元旭,2010^[59])。因此,无论是发挥强化作用以增强短期金融资产对于公司绩效正向影响,还是发挥抑制作用以降低长期金融资产对于公司绩效负向影响,在民营企业中股权激励实施的作用会更加显著。

而相比于非国有企业,国有企业的代理问题更为严重,管理层防御问题更为显著(王志强等,2011)^[60],国有企业收入达标是利润指标使用的门槛(刘浩等,2014)^[56],国有企业高管更多考虑非货币性收入以及未来政治生涯(吕长江等,2011)^[54],而且政府控股股东“掏空”上市公司的动机更加强烈(章卫东等,2012)^[61],上述原因使得国有企业高管薪酬与企业业绩的关联性相对较差。而有研究指出,国有企业最终控制人具有“父爱效应”,国有控股会削弱融资性负债的治理效应(谢德仁和陈运森,2009)^[62],国有控股会放大制造业过度金融化抑制创新的消极影响(谢家智等,2014)^[35]。而针对于股权激励设计的一系列研究也表明,股权激励实施的效果在国有企业中并不明显,例如,由于国有股东的所有权缺位问题更为严重,导致限制性股票在我国股权激励早期具有优势(刘浩和孙铮,2009)^[41],并且国有企业过多的政策限制会导致股权激励方案倾向于福利型(邵帅等,2014)^[55],或者国有企业的股权激励兼具激励、福利和奖励三种性质(辛宇和吕长江,2012)^[63],而非激励型股权激励会在一定程度上加剧公司的非效率投资(陈效东等,2016)^[28]。因此国有企业实施的股权激励并未发挥其应有的激励作用(陈冬华等,2005^[58];宋渊洋和李元旭,2010^[59])。因此,本文提出以下研究假设:

H₃:股权激励对于企业金融化经济后果的影响在民营企业当中更为显著。

四、研究设计与描述性统计

1. 样本选取

本文使用2010—2019年上市公司的数据,由于2007年新会计准则的实施,同时考虑到金融危机对企业进行金融投资的影响(李馨子等,2019)^[64],因此选取2010年之后的数据进行分析,本文首先剔除了金融行业上市公司,再次剔除了资料缺失的数据,并且对于连续变量进行了上下5%的缩尾处理,共获得23644个样本,资料来源于CSMAR数据库。

2. 模型构建与变量定义

为检验本文的研究假设,建立以下检验模型:

$$EPS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{i,t} + \beta_2 EI_{i,t} + \beta_3 Fin_{i,t} \times EI_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year \quad (1)$$

模型中的相关变量定义如下：

(1)被解释变量。定义公司绩效为每股收益($EPS_{i,t}$)。

(2)解释变量。 $Fin_{i,t}$ 表示企业的金融化及金融资产配置类型,分别使用三个指标进行度量: $Enter$ 表示企业是否持有金融资产,参考王红建等(2017)^[33]的定义,使用是否配置金融资产哑变量,如果企业持有金融资产则为1,否则为0,其中金融资产包括交易类金融资产(主要包括交易性金融资产、衍生金融资产、短期投资净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额和长期债权投资净额等)、投资性房地产(使用资产负债表中投资性房地产净额)、长期金融股权投资(根据资产负债表中长期股权投资的明细获得)及委托理财与信托产品(通过其他流动性资产明细获得);金融资产配置类型,参考许罡和朱卫东(2017)^[65]的研究,分为短期金融资产($Finshort$)以及长期金融资产($Finlong$),其中短期金融资产=(交易性金融资产+其他流动资产中短期金融资产)/平均总资产,长期金融资产=(长期金融资产中长期股权投资+长期债券)/平均总资产; $EI_{i,t}$ 为股权激励哑变量,公司当年实施了股权激励则为1,否则为0。

(3)控制变量。 $Control_{i,t}$ 表示控制变量,参考谢家智等(2014)^[35]、王红建等(2016)^[36]、王红建等(2017)^[33]、许罡和朱卫东(2017)^[65]的研究,本文公司治理方面控制了企业性质($Nature$)、前三大股东持股情况($H3$)、董事长兼职情况($Dual$)、独立董事比例($Indep$)、董事会规模($Board$)、高管持股比例($Mholding$)以及高管薪酬($MSalary$)等指标;公司财务方面控制了企业负债(DFL)以及公司规模(TA)。回归分析中控制了年度($Year$)与行业情况($Industry$)。

变量的定义如表1所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量	变量名称	变量定义
被解释变量	EPS	公司绩效	每股收益
解释变量	$Enter$	企业金融化	企业持有金融资产则为1,否则为0,其中金融资产包括交易类金融资产(主要包括交易性金融资产、衍生金融资产、短期投资净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额和长期债权投资净额等)、投资性房地产(使用资产负债表中投资性房地产净额)、长期金融股权投资(根据资产负债表中长期股权投资的明细获得)及委托理财与信托产品(通过其他流动性资产明细获得)
	$Finshort$	短期金融资产	(交易性金融资产+其他流动资产中短期金融资产)/平均总资产
	$Finlong$	长期金融资产	(长期金融资产中长期股权投资+长期债券)/平均总资产
	EI	是否股权激励	公司当年实施了股权激励则为1,否则为0
控制变量	$Nature$	企业性质	国有企业为1,否则为0
	$H3$	股权集中度	公司前3位大股东持股比例的平方和
	$Dual$	两职合一	董事长兼任总经理则为1,否则为0
	$Indep$	独立董事	独立董事在董事会当中所占的比例
	$Board$	董事会规模	董事会规模的对数
	$Mholding$	高管持股	高管持股比例
	$MSalary$	高管薪酬	公司前三名高管薪酬总额的对数
	DFL	财务杠杆	公司财务杠杆系数
	TA	公司规模	公司资产总额的对数

资料来源:本文计算整理

3. 描述性统计

表 2 为描述性统计,通过表 2 可以发现,企业每股收益平均为 0.423,样本中 75.2% 的企业持有各类金融资产,上市公司资产当中短期金融资产比例平均为 0.023;长期金融资产的均值为 0.013,上市公司中 14.1% 的企业进行了股权激励;样本中 30.7% 的企业为国有企业;公司前 3 位大股东持股比例的平方和均值为 0.156;样本中 28.8% 的企业董事长兼任总经理;上市公司中董事会独立董事比例平均为 37.1%;董事会规模对数的均值为 2.246;公司前三名高管薪酬总额的对数的均值为 14.305;公司财务杠杆系数平均为 1.284;公司资产总额的对数平均为 22.014。

表 2 描述性统计

变量名称	变量符号	数量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
公司绩效	<i>EPS</i>	23644	0.423	0.377	0.011	0.314	1.384
企业金融化	<i>Enter</i>	23644	0.752	0.432	0.000	1.000	1.000
短期金融资产	<i>Finshort</i>	23644	0.023	0.050	0.000	0.000	0.183
长期金融资产	<i>Finlong</i>	23644	0.013	0.028	0.000	0.000	0.105
是否股权激励	<i>EI</i>	23644	0.141	0.348	0.000	0.000	1.000
企业性质	<i>Nature</i>	23644	0.307	0.461	0.000	0.000	1.000
股权集中度	<i>H3</i>	23644	0.156	0.103	0.029	0.132	0.392
两职合一	<i>Dual</i>	23644	0.288	0.453	0.000	0.000	1.000
独立董事	<i>Indep</i>	23644	0.371	0.044	0.333	0.333	0.455
董事会规模	<i>Board</i>	23644	2.246	0.147	1.946	2.303	2.485
高管持股	<i>Mholding</i>	23644	0.079	0.136	0.000	0.002	0.452
高管薪酬	<i>MSalary</i>	23644	14.305	0.644	13.137	14.290	15.565
财务杠杆	<i>DFL</i>	23644	1.284	0.559	0.762	1.072	3.060
公司规模	<i>TA</i>	23644	22.014	1.172	20.266	21.861	24.521

资料来源:本文整理

五、研究假设检验

1. 实证结果

(1)企业金融化对于公司绩效的影响。表 3 为企业金融化对于公司绩效影响的回归结果,第(1)列以及第(2)列的结果表明,企业持有的金融资产当中,短期金融资产(*Finshort*)在 1% 的水平下显著为正,而长期金融资产(*Finlong*)则在 1% 的水平下显著为负,表明企业持有的不同类型的金融资产对于公司绩效的影响并不相同,其中短期金融资产对于公司绩效会产生显著的正向影响,而长期金融资产对于公司绩效会产生显著的负向影响,研究结果证明了假设 H_{1a} 以及假设 H_{1b} 。其中第(3)列的结果显示,企业金融化(*Enter*)的系数为负,且在 1% 的水平下显著,表明企业金融化在整体上对于企业每股收益具有显著的负向影响,研究结果支持了假设 H_{1c} 。

表 3 企业金融化对于公司绩效的影响

变量	$EPS_{i,t}$		
	(1)	(2)	(3)
<i>Finshort</i>	0.454 *** (10.05)		
<i>Finlong</i>		-0.664 *** (-7.76)	
<i>Enter</i>			-0.040 *** (-7.40)
<i>EI</i>	0.033 *** (5.15)	0.033 *** (5.22)	0.033 *** (5.27)
<i>Nature</i>	-0.036 *** (-6.66)	-0.033 *** (-6.08)	-0.035 *** (-6.53)
<i>H3</i>	0.378 *** (17.58)	0.381 *** (17.69)	0.386 *** (17.95)
<i>Dual</i>	-0.020 *** (-3.65)	-0.020 *** (-3.67)	-0.019 *** (-3.52)
<i>Indep</i>	-0.154 ** (-2.53)	-0.161 *** (-2.65)	-0.148 ** (-2.45)
<i>Board</i>	0.013 (0.69)	0.010 (0.50)	0.015 (0.78)
<i>Mholding</i>	0.413 *** (21.49)	0.412 *** (21.44)	0.411 *** (21.35)
<i>MSalary</i>	0.112 *** (27.71)	0.115 *** (28.41)	0.116 *** (28.49)
<i>DFL</i>	-0.217 *** (-53.54)	-0.221 *** (-54.89)	-0.222 *** (-55.05)
<i>TA</i>	0.076 *** (31.59)	0.074 *** (31.07)	0.077 *** (31.56)
<i>Con</i>	-2.509 *** (-33.81)	-2.485 *** (-33.47)	-2.547 *** (-34.10)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
调整 R ²	0.2695	0.2683	0.2681
F 值	236.79	235.28	235.08
样本量	23644	23644	23644

注：*、** 和 *** 分别表示 10%、5%、1% 的水平下显著

资料来源：本文整理

(2) 股权激励对于企业金融化经济后果的影响。表 4 为股权激励对于企业金融化经济后果的影响及其作用机理的实证分析,其中第(1)列以及第(2)列的结果表明,企业持有的金融资产中,短期金融资产 (*Finshort*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数在 5% 的水平下显著为正,而长期

金融资产 (*Finlong*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数为正。结合表 3 的实证结果, 可以发现, 短期金融资产对于公司绩效具有正向影响, 而股权激励与短期金融资产的共同作用仍然对于企业的绩效有显著正向影响, 即上市公司股权激励的实施会强化短期金融资产对于公司绩效的正向影响, 实证结果支持了假设 H_{2a} ; 此外, 长期金融资产对于公司绩效会产生显著的负向影响, 而股权激励能够抑制长期金融资产对于公司绩效的负向影响, 实证结果支持了假设 H_{2b} 。表 4 中的第 (3) 列表明, 企业金融化 (*Enter*) 的系数在 1% 的水平上显著为负, 而企业金融化 (*Enter*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数为正, 且在 1% 的水平上显著, 表明在总体上企业所实施的股权激励能够抑制企业金融化对于公司绩效的负向影响, 实证结果支持了假设 H_{2c} 。

表 4 股权激励对于企业金融化经济后果的影响

变量	$EPS_{i,t}$		
	(1)	(2)	(3)
<i>EI</i>	0.025 *** (3.50)	0.031 *** (4.70)	0.001 (0.09)
<i>Finshort</i>	0.408 *** (8.15)		
<i>Finlong</i>		-0.682 *** (-7.73)	
<i>Enter</i>			-0.044 *** (-7.88)
<i>Finshort * EI</i>	0.233 ** (2.16)		
<i>Finlong * EI</i>		0.236 (0.84)	
<i>Enter * EI</i>			0.041 *** (2.69)
<i>Nature</i>	-0.037 *** (-6.73)	-0.033 *** (-6.04)	-0.035 ** (-6.47)
<i>H3</i>	0.377 *** (17.56)	0.381 *** (17.70)	0.385 *** (17.93)
<i>Dual</i>	-0.020 *** (-3.64)	-0.020 *** (-3.67)	-0.019 *** (-3.52)
<i>Indep</i>	-0.153 ** (-2.53)	-0.161 *** (-2.65)	-0.147 ** (-2.42)
<i>Board</i>	0.014 (0.71)	0.009 (0.49)	0.015 (0.79)
<i>Mholding</i>	0.414 *** (21.51)	0.413 *** (21.43)	0.411 *** (21.35)
<i>MSalary</i>	0.112 *** (27.72)	0.115 *** (28.41)	0.116 *** (28.50)
<i>DFL</i>	-0.217 *** (-53.58)	-0.221 *** (-54.88)	-0.222 *** (-55.04)

续表 4

变量	EPS _{i,t}		
	(1)	(2)	(3)
TA	0.076 *** (31.61)	0.075 *** (31.06)	0.077 *** (31.56)
Con	-2.511 *** (-33.83)	-2.484 *** (-33.45)	-2.545 *** (-34.08)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
调整 R ²	0.2696	0.2683	0.2683
F 值	230.71	229.10	229.14
样本量	23644	23644	23644

注：*、**和***分别表示10%、5%、1%的水平下显著

资料来源：本文整理

(3)不同企业性质下股权激励对于企业金融化经济后果的影响。表5为不同企业性质下股权激励对于企业金融化经济后果的影响及其作用机理的实证结果,表5中前三列是对于民营企业的分析,后三列是对于国有企业的分析,(1)~(3)列的结果表明,短期金融资产(Finshort)与企业实施的股权激励(EI)交乘项显著为正,长期金融资产(Finlong)与企业实施的股权激励(EI)交乘项的系数为正,但是不显著,企业金融化(Enter)显著为负,企业金融化(Enter)与企业实施的股权激励(EI)交乘项的系数显著为正。表明在民营企业当中,企业金融化对于民营企业的经营绩效在整体上具有显著的负向影响,但是民营上市公司股权激励的实施会强化短期金融资产对于公司绩效的正向影响,也能够抑制长期金融资产对于公司绩效的负向影响,因此,在整体上,民营企业实施的股权激励能够抑制企业金融化的负向经济后果。而对于国有企业的分析则表明,短期金融资产(Finshort)与企业实施的股权激励(EI)交乘项并不显著,此外,长期金融资产(Finlong)与企业实施的股权激励(EI)交乘项的系数显著为负,即国有企业所实施的股权激励并不能强化短期金融资产对于公司绩效的正向影响,也不能有效抑制长期金融资产对于公司绩效的负向影响。实证结果表明,股权激励对于企业金融化的影响更多体现在民营企业当中。

表 5 不同企业性质下股权激励对于企业金融化经济后果的影响

变量	民营			国有		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EI	0.027 *** (3.61)	0.033 *** (4.76)	0.002 (0.15)	0.071 *** (2.88)	0.069 *** (-0.60)	0.053 ** (2.10)
Finshort	0.435 *** (7.83)			0.169 (1.48)		
Finlong		-0.565 *** (-4.52)			-0.702 *** (-3.81)	
Enter			-0.044 *** (-6.41)			-0.040 *** (-2.87)

续表 5

变量	民营			国有		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Finshort * EI</i>	0.256** (2.29)			-0.713 (-1.50)		
<i>Finlong * EI</i>		0.331 (1.11)			-1.864* (-1.70)	
<i>Enter * EI</i>			0.043*** (2.76)			0.019 (0.25)
<i>H3</i>	0.516*** (19.21)	0.526*** (19.61)	0.533*** (19.98)	0.126*** (3.41)	0.122*** (3.30)	0.118*** (3.20)
<i>Dual</i>	-0.030*** (-5.02)	-0.030*** (-4.99)	-0.030*** (-4.92)	0.024* (1.85)	0.022* (1.73)	0.024* (1.93)
<i>Indep</i>	-0.038 (-0.50)	-0.041 (-0.53)	-0.033 (-0.43)	-0.330*** (-3.23)	-0.334*** (-3.28)	-0.312*** (-3.06)
<i>Board</i>	0.047* (1.89)	0.045* (1.81)	0.049** (2.00)	-0.032 (-1.02)	-0.035 (-1.12)	-0.030 (-0.95)
<i>Mholding</i>	0.404*** (20.35)	0.402*** (20.16)	0.401*** (20.12)	1.284*** (6.22)	1.239*** (6.02)	1.256*** (6.09)
<i>MSalary</i>	0.099*** (20.53)	0.101*** (21.04)	0.101*** (21.12)	0.142*** (18.69)	0.145*** (19.10)	0.145*** (19.06)
<i>DFL</i>	-0.222*** (-41.83)	-0.228*** (-43.09)	-0.228*** (-43.15)	-0.204*** (-32.22)	-0.205*** (-32.73)	-0.206*** (-32.79)
<i>TA</i>	0.074*** (24.16)	0.071*** (23.41)	0.074*** (23.88)	0.090*** (21.98)	0.090*** (22.03)	0.092*** (22.31)
<i>Con</i>	-2.351*** (-24.84)	-2.317*** (-24.42)	-2.376*** (-24.92)	-3.109*** (-24.86)	-3.109*** (-24.92)	-3.197*** (-25.15)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.2549	0.2511	0.2520	0.3217	0.3247	0.3230
F 值	152.46	149.43	150.18	99.39	100.72	99.94
样本量	16384	16384	16384	7260	7260	7260

注：*、**和***分别表示10%、5%、1%的水平下显著

资料来源：本文整理

2. 稳健性检验

(1)被解释变量的滞后效应分析。鉴于解释变量对于被解释变量的影响可能存在滞后效应(曾军等,2020)^[66],为了避免可能出现的内生性问题,本文将因变量进行滞后一期处理,对于民营企业与国有企业的样本进行再次回归,回归结果如表6所示。研究结果表明,民营

企业短期金融资产 (*Finshort*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项显著为正, 长期金融资产 (*Finlong*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数为正, 但是不显著, 企业金融化 (*Enter*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数为正, 并不显著。而国有企业短期金融资产 (*Finshort*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项以及长期金融资产 (*Finlong*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数均为负, 但是不显著, 企业金融化 (*Enter*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数显著为负。实证结果表明, 本文的研究结论基本稳定, 即对于滞后一期的公司绩效, 民营企业中, 股权激励的实施会强化短期金融资产对于公司绩效的正向影响, 也能够抑制长期金融资产对于绩效的负向影响。除此之外, 股权激励对于企业金融化的影响更多体现在民营企业当中。

表 6 对于滞后期业绩的分析

变量	民营			国有		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>EI</i>	0.019 ** (2.16)	0.023 *** (2.86)	0.026 (1.57)	0.089 *** (2.93)	0.079 *** (2.62)	0.090 *** (3.14)
<i>Finshort</i>	0.475 ** (7.48)			0.203 (7.48)		
<i>Finlong</i>		-0.243 * (-1.88)			-0.400 *** (-2.90)	
<i>Enter</i>			-0.012 (-1.64)			-0.022 (-1.61)
<i>Finshort * EI</i>	0.236 * (1.85)			-0.686 (-1.17)		
<i>Finlong * EI</i>		0.352 (1.13)			-0.631 (-0.52)	
<i>Enter * EI</i>			0.001 (0.94)			-0.193 ** (-2.01)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.1964	0.1913	0.1912	0.2785	0.2791	0.2786
F 值	92.78	89.80	89.77	76.81	77.04	76.86
样本量	13518	13518	13518	6679	6679	6679

注: *、** 和 *** 分别表示 10%、5%、1% 的水平下显著

资料来源: 本文整理

(2) 改变被解释变量的分析。为了提升结果的准确性, 本文以 ROA 作为公司的绩效重新进行检验 (结果如表 7 所示), 实证结果表明, 之前的结果基本保持稳定。

(3) 基于固定效应模型的分析。本文使用固定效应模型进行重新检验 (结果如表 8 所示), 回归结果表明, 长期金融资产 (*Finlong*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数显著为正, 企业金融化 (*Enter*) 与企业实施的股权激励 (*EI*) 交乘项的系数同样显著为正, 表明固定效应模型没有改变之前的分析结果。

表 7 替换公司绩效变量的分析

变量	$ROA_{i,t}$			$ROA_{i,t+1}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>EI</i>	0.006 *** (8.10)	0.006 *** (9.35)	0.008 *** (5.78)	0.006 *** (6.70)	0.006 *** (6.60)	0.010 *** (5.73)
<i>Finshort</i>	0.060 *** (11.88)			0.078 *** (12.00)		
<i>Finlong</i>		0.023 *** (2.84)			0.025 ** (2.54)	
<i>Enter</i>			-0.001 ** (-2.43)			0.002 ** (2.43)
<i>Finshort * EI</i>	0.024 ** (2.21)			0.005 (0.33)		
<i>Finlong * EI</i>		0.031 (1.17)			0.032 (1.02)	
<i>Enter * EI</i>			-0.002 (-1.19)			-0.005 ** (-2.36)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.3141	0.3077	0.3076	0.2283	0.2212	0.2212
F 值	250.18	242.82	242.75	149.23	143.35	143.33
样本量	20675	20675	20675	18039	18039	18039

注：*、**和***分别表示10%、5%、1%的水平下显著

资料来源：本文整理

表 8 基于固定效应模型的分析

变量	$EPS_{i,t}$			$EPS_{i,t+1}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>EI</i>	0.003 (0.43)	-0.005 (-0.96)	-0.028 ** (-2.44)	0.008 (1.07)	-0.004 (-0.69)	0.012 (0.90)
<i>Finshort</i>	-0.135 *** (-2.79)			-0.169 *** (-2.91)		
<i>Finlong</i>		-0.989 *** (-11.47)			-0.630 *** (-6.52)	
<i>Enter</i>			-0.063 *** (-11.93)			-0.037 *** (-5.96)
<i>Finshort * EI</i>	-0.104 (-1.13)			-0.202 * (-1.82)		

续表 8

变量	$EPS_{i,t}$			$EPS_{i,t+1}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Finlong * EI</i>		0.878 *** (3.85)			0.820 *** (3.31)	
<i>Enter * EI</i>			0.036 *** (2.93)			-0.012 (-0.77)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R^2 : <i>within</i>	0.1954	0.2002	0.2006	0.0808	0.0823	0.0821
<i>between</i>	0.1953	0.2002	0.2010	0.1103	0.1218	0.1203
<i>overall</i>	0.2343	0.2397	0.2390	0.0937	0.0984	0.0972
<i>sigma_u</i>	0.2840	0.2832	0.2830	0.3068	0.3053	0.3056
<i>sigma_e</i>	0.2319	0.2311	0.2311	0.2433	0.2431	0.2432
<i>rho</i>	0.6001	0.6000	0.5999	0.6139	0.6120	0.6124
F 值	124.28	128.09	128.40	38.63	39.43	39.31
样本量	23644	23644	23644	20197	20197	20197

注: *、** 和 *** 分别表示 10%、5%、1% 的水平下显著

资料来源: 本文整理

3. 进一步分析

本文对于股权激励模式的作用进行了进一步的分析。对于实施股权激励的公司,如果实施的是限制性股票 (*RStock*) 则为 1, 否则为 0, 回归结果如表 9 所示。结果表明,短期金融资产 (*Finshort*) 与企业实施的限制性股票 (*RStock*) 交乘项显著为正,长期金融资产 (*Finlong*) 与企业实施的限制性股票 (*RStock*) 交乘项的系数为正, 但是不显著,企业金融化 (*Enter*) 与企业实施的限制性股票 (*RStock*) 交乘项的系数显著为正。而实施股票期权公司的实证结果则并不显著(实证结果略)。实证结果表明,企业所实施的股权激励方案中,相对于股票期权,限制性股票这种激励方式能够更好地强化短期金融资产对于公司绩效的正向影响,以及抑制长期金融资产对于绩效的负向影响,并且在整体上抑制企业金融化对于公司绩效的负向影响。这可能是由于相对于股票期权,限制性股票管理层的获利空间更大,权利与义务更加对等(刘浩和孙铮,2009^[41];肖淑芳等,2016^[26]),因此激励效果更好。

表 9 基于股权激励方式的分析

变量	$EPS_{i,t}$			$EPS_{i,t+1}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Finshort</i>	0.409 *** (8.37)			0.418 *** (7.44)		
<i>Finlong</i>		-0.675 *** (-7.79)			-0.359 *** (-3.95)	
<i>Enter</i>			-0.043 *** (-7.72)			-0.013 * (-1.98)

续表 9

变量	$EPS_{i,t}$			$EPS_{i,t+1}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>RStock</i>	0.035 *** (4.04)	0.046 *** (5.93)	0.015 (0.87)	0.016 (1.50)	0.029 *** (3.11)	0.003 (1.38)
<i>Finshort * RStock</i>	0.260 ** (2.16)			0.351 ** (2.52)		
<i>Finlong * RStock</i>		0.234 (0.60)			0.360 (0.87)	
<i>Enter * RStock</i>			0.040 ** (2.12)			0.001 (0.06)
<i>Nature</i>	-0.037 *** (-6.87)	-0.034 *** (-6.20)	-0.035 *** (-6.63)	-0.024 *** (-3.98)	-0.022 *** (-3.65)	-0.024 *** (-3.96)
<i>H3</i>	0.376 *** (17.51)	0.379 *** (17.65)	0.384 *** (17.89)	0.351 *** (14.48)	0.358 *** (14.77)	0.362 *** (14.95)
<i>Dual</i>	-0.019 *** (-3.55)	-0.020 *** (-3.57)	-0.019 *** (-3.42)	-0.018 *** (-2.85)	-0.018 *** (-2.85)	-0.017 *** (-2.77)
<i>Indep</i>	-0.149 ** (-2.47)	-0.157 ** (-2.58)	-0.142 ** (-2.35)	-0.124 * (-1.83)	-0.128 * (-1.89)	-0.122 * (-1.80)
<i>Board</i>	0.013 (0.70)	0.009 (0.48)	0.015 (0.78)	0.009 (0.41)	0.006 (0.27)	0.009 (0.42)
<i>Mholding</i>	0.414 *** (21.54)	0.413 *** (21.47)	0.411 *** (21.37)	0.265 *** (12.21)	0.267 *** (12.28)	0.268 *** (12.30)
<i>MSalary</i>	0.113 *** (27.84)	0.115 *** (28.53)	0.116 *** (28.62)	0.109 *** (23.80)	0.111 *** (24.33)	0.111 *** (24.30)
<i>DFL</i>	-0.217 *** (-53.65)	-0.221 *** (-54.94)	-0.222 *** (-55.10)	-0.193 *** (-42.09)	-0.197 *** (-43.23)	-0.197 *** (-43.28)
<i>TA</i>	0.077 *** (31.75)	0.075 *** (31.23)	0.077 *** (31.72)	0.073 *** (26.57)	0.071 *** (25.94)	0.072 *** (25.76)
<i>Con</i>	-2.521 *** (-34.04)	-2.496 *** (-33.69)	-2.578 *** (-34.33)	-2.482 *** (-29.91)	-2.456 *** (-29.57)	-2.476 *** (-29.61)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.2699	0.2686	0.2686	0.2198	0.2170	0.2166
F 值	231.06	229.53	229.48	154.79	152.27	151.88
样本量	23644	23644	23644	20197	20197	20197

注：*、**和***分别表示10%、5%、1%的水平下显著

资料来源：本文整理

六、研究结论与启示

1. 研究结论

本文以2010—2019年上市公司数据为例,实证分析了企业金融化对于公司绩效的影响,并分析了上市公司股权激励的实施对于企业金融化经济后果的影响及其作用机理。本文研究发现,短期金融资产对于公司绩效具有显著的正向影响,而长期金融资产则对于公司绩效具有显著的负向影响,在总体上,企业金融化对于公司的绩效具有显著的负向影响,表现为“挤出效应”;而基于股权激励的分析表明,上市公司实施的股权激励能够促进短期金融资产对于绩效的正向作用,同时也能够抑制长期金融资产对于绩效的负向影响,在总体上抑制企业金融化的负向经济后果;而股权激励的这种抑制作用在民营企业当中更为明显。进一步分析表明,相对于股票期权,限制性股票更能发挥股权激励对于企业金融化的影响。稳健性检验的结果再次证明了本文的研究结论。

2. 政策建议与管理启示

本文的研究为企业金融化经济后果“促进作用”还是“挤出效应”的争论提供了经验支持,同时揭示了股权激励对于企业金融化决策经济后果的重要影响。本文的这些结论可以为企业金融资产配置以及股权激励决策提供一定的管理启示,同时也可以为各级政府和相关部门在引导企业金融投资决策以及股权激励实施方面提供相应的政策建议。

首先,虽然近几年各级政府及相关部门不断提出要“脱虚向实”,但是不同类型的金融资产对于公司绩效的影响并不相同,因此,一方面,企业不应当过度金融化;但是另外一方面,也不意味着企业要因噎废食完全不投资金融资产,企业要根据公司自身发展的需要对于金融投资进行权衡,合理布局金融资产。

其次,为了能够更多地发挥股权激励对于公司绩效的激励作用,企业在制订股权激励方案时应当谨慎思考激励模式、方案设计等实施细节,使股权企业的激励机会发挥应有的激励作用。

最后,股权激励对于企业化的影响更多是在民营企业当中体现,虽然这有可能表明是国有企业中的融资约束较弱,但是也有可能是由于国有企业的股权激励未能发挥其作用。为了避免股权激励成为国有企业高管的“福利”,国有企业在进行股权激励时应当更加慎重。

3. 研究局限以及未来展望

本文的研究还存在一定的局限性:第一,本文未考虑新准则实施的影响,《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》(财会[2017]7号)自2018年1月1日起实施,由于新准则实施期限尚短,所以本文并未分析新准则是否以及如何影响企业的金融化决策,这是未来的一个研究方向。第二,对于股权激励方案设计未进行深入分析,本文仅分析了股权激励模式的影响,未来的研究可以进一步分析股权激励期限、激励对象、激励强度、行权条件、行权方式等对于企业金融化经济后果的不同影响。

参考文献

- [1]张军,金煜. 中国的金融深化和生产率关系的再检验:1987—2001[J]. 北京:经济研究,2005,(11):34-45.
- [2]张成思,张步县. 再论金融与实体经济:经济金融化视角[J]. 北京:经济学动态,2015,(6):56-66.
- [3]Krippner, G. R. The Financialization of the American Economy[J]. Socio-Economic Review, 2005, 3, (2): 173-208.
- [4]Orhangazi, O. Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy:1973-2003[J]. Cambridge Journal of Economics, 2008, 32, (6):863-886.
- [5]Kliman, A., and S. Williams. Why 'Financialization' hasn't Depressed U. S. Productive Investment[J]. Cambridge Journal of Economics, 2015, 39, (1): 67-92.

- [6]蔡明荣,任世驰. 企业金融化:一项研究综述[J]. 成都:财经科学,2014,(7):41-51.
- [7]Lazonick,W. Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U. S. Corporation[J]. Business History Review,2010,84,(4):675-702.
- [8]谢德仁,张高菊. 金融生态环境、负债的治理效应与债务重组:经验证据[J]. 北京:会计研究,2007,(12):43-50.
- [9]Tornell,A. Real Vs. Financial Investment Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distortion[J]. Journal of Development Economics,1990,32,(2):419-444.
- [10]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.
- [11]吕长江,张海平. 股权激励计划对公司投资行为的影响[J]. 北京:管理世界,2011,(11):118-127.
- [12]徐倩. 不确定性、股权激励与非效率投资[J]. 北京:会计研究,2014,(3):41-48.
- [13]唐清泉,徐欣,曹媛. 股权激励、研发投入与企业可持续发展——来自中国上市公司的证据[J]. 太原:山西财经大学学报,2009,(8):77-84.
- [14]巩娜. 股权激励对于我国民营企业研发投入的影响——以控股股东及行业为调节变量[J]. 北京:经济管理,2013,(7):65-73.
- [15]Toal,U. V. L., and S. Ruenzi. CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion[J]. The Journal of Financial,2014,69,(3):1013-1050.
- [16]Bushman,R. M.,Z. Dai,and W. Zhang. Management Team Incentive: Dispersion and Firm Performance[J]. Accounting Review,2016,91,(1):21-45.
- [17]柴才,黄世忠,叶钦华. 竞争战略、高管薪酬激励与公司业绩——基于三种薪酬激励视角下的经验研究[J]. 北京:会计研究,2017,(6):45-53.
- [18]彭俞超,韩琦,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.
- [19]Bhaduri,A. A Contribution to the Theory of Financial Fragility and Crisis[J]. Cambridge Journal of Economics,2011,35,(6):995-1014.
- [20]Dore,R. Financialization of the Global Economy[J]. Industrial and Corporate Change,2008,17,(6):1097-1112.
- [21]李维安,马超. “实业金融”的产融结合模式与企业投资效率——基于中国上市公司控股金融机构的研究[J]. 北京:金融研究,2014,(11):109-125.
- [22]张成思,张步昙. 我国实体投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 北京:经济研究,2016,(12):32-46.
- [23]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):181-193.
- [24]盛明泉,张春强,王焱. 高管股权激励与资本结构动态调整[J]. 北京:会计研究,2016,(2):44-50.
- [25]Hui,K. W., and S. R. Matsunaga. Are CEOs and CFOs Rewarded for Disclosure Quality? [J]. Accounting Review,2015,90,(3):1013-1047.
- [26]肖淑芳,石琦,王停,易肃. 上市公司股权激励方式选择偏好——基于激励对象视角的研究[J]. 北京:会计研究,2016,(6):55-62.
- [27]Campbell,T. C.,N. Galpin,and S. A. Johnson. Optimal Inside Debt Compensation and the Value of Equity and Debt[J]. Journal of Financial Economics,2016,119,(2):336-352.
- [28]陈效东,周嘉南,黄登仕. 高管人员股权激励与公司非效率投资:抑制或者加剧?[J]. 北京:会计研究,2016,(7):42-49.
- [29]刘小玄,周晓艳. 金融资源与实体经济之间配置关系的检验——兼论经济结构失衡的原因[J]. 北京:金融研究,2011,(2):57-70.
- [30]杨筝,刘放,王红建. 企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为?[J]. 北京:管理评论,2017,(2):13-25.
- [31]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]. 北京:世界经济,2018,(1):148-173.
- [32]刘贯春. 金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”[J]. 北京:统计研究,2017,(7):49-61.
- [33]王红建,曹瑜强,杨庆,杨筝. 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]. 天津:南开管理评论,2017,(1):155-166.
- [34]Stockhammer,E. Financialisation and the Slowdown of Accumulation[J]. Cambridge Journal of Economics,2004,28,(5):719-741.
- [35]谢家智,王文涛,江源. 制造业金融化、政府控制与技术创新[J]. 北京:经济学动态,2014,(11):78-88.
- [36]王红建,李茫茫,汤泰劫. 实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J]. 北京:中国工业经济,2016,(11):73-89.

- [37] 胡聪慧, 燕翔, 郑建明. 有限注意、上市公司金融投资与股票回报率[J]. 北京: 会计研究, 2015, (10): 82-88.
- [38] 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]. 北京: 中国工业经济, 2017, (12): 113-131.
- [39] Cadman, B. and J. Sunder. Investor Horizon and CEO Horizon Incentives[J]. *Accounting Review*, 2014, 89, (4): 1299-1328.
- [40] 闫海洲, 陈百助. 产业上市公司的金融资产: 市场效应与持有动机[J]. 北京: 经济研究, 2018, (7): 152-166.
- [41] 刘浩, 孙铮. 西方股权激励契约结构研究综述——兼论对中国上市公司股权激励制度的启示[J]. 北京: 经济管理, 2009, (4): 166-172.
- [42] Chng, D. H. M., M. S. Rodgers, E. Shih, and X. B. Song. When does Incentive Compensation Motivate Managerial Behaviors? An Experimental Investigation of the Fit between Incentive Compensation, Executive Core Self-evaluation, and Firm Performance[J]. *Strategic Management Journal*, 2012, 33, (12): 1343-1362.
- [43] Hirshleifer, D., P. H. Hsu, and D. Li, Innovative Efficiency and Stock Returns[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 107, (3): 632-654.
- [44] 唐清泉, 夏芸, 徐欣. 我国企业高管股权激励与研发投入——基于内生性视角的研究[J]. 北京: 中国会计评论, 2011, (3): 21-41.
- [45] Gopalan, R., T. Milbourn, F. Song, and A. V. Thakor, Duration of Executive Compensation[J]. *Journal of Finance*, 2014, 69, (6): 2777-2817.
- [46] 卢锐, 柳建华, 许宁. 内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J]. 北京: 会计研究, 2011, (10): 42-49.
- [47] 卢闯, 孙健, 张修平, 向晶薪. 股权激励与上市公司投资行为——基于倾向得分配对方法的分析[J]. 北京: 中国软科学, 2015, (5): 110-118.
- [48] Manso, G. Motivating Innovation[J]. *The Journal of Financial*, 2011, 66, (5): 1823-1860.
- [49] Laux, V., Stock Option Vesting Conditions, CEO Turnover, and Myopic Investment[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 106, (3): 513-526.
- [50] Baranchuk, N., R. Kieschnick, and R. Moussawi. Motivating Innovation in Newly Public Firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 111, (3): 578-588.
- [51] Aboody, D., N. B. Johnson, and R. Kasznik. Employee Stock Options and Future Firm Performance: Evidence from Option Repricings[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 50, (1): 74-92.
- [52] 蔡艳萍, 陈浩琦. 实体企业金融化对企业价值的影响[J]. 长沙: 财经理论与实践, 2019, (3): 24-31.
- [53] 陈钢, 王栋. 社会地位会影响企业融资约束吗? ——来自 A 股民营上市公司的经验证据[J]. 北京: 经济管理, 2020, (2): 169-174.
- [54] 吕长江, 严明珠, 郑慧莲, 许静静. 为什么上市公司选择股权激励计划? [J]. 北京: 会计研究, 2011, (1): 68-75.
- [55] 邵帅, 周涛, 吕长江. 产权性质与股权激励设计动机——上海家化案例分析[J]. 北京: 会计研究, 2014, (10): 43-50.
- [56] 刘浩, 许楠, 张然. 多业绩指标竞争与事前谈判: 高管薪酬合约结构的新视角[J]. 北京: 管理世界, 2014, (6): 110-125.
- [57] 周仁俊, 杨战兵, 李礼. 管理层激励与企业经营业绩的相关性——国有与非国有控股上市公司的比较[J]. 北京: 会计研究, 2010, (12): 69-75.
- [58] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 北京: 经济研究, 2005, (2): 92-101.
- [59] 宋渊源, 李元旭. 控股股东决策控制、CEO 激励与企业国际化战略[J]. 天津: 南开管理评论, 2010, (4): 4-13.
- [60] 王志强, 张玮婷, 顾劲尔. 资本结构、管理层防御与上市公司高管薪酬水平[J]. 北京: 会计研究, 2011, (2): 72-78.
- [61] 章卫东, 张洪辉, 邹斌. 政府干预、大股东资产注入: 支持抑或掏空[J]. 北京: 会计研究, 2012, (8): 34-40.
- [62] 谢德仁, 陈运森. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应[J]. 北京: 经济研究, 2009, (5): 118-129.
- [63] 辛宇, 吕长江. 激励、福利还是奖励: 薪酬管制背景下国有企业股权激励的定位困境——基于泸州老窖的案例分析[J]. 北京: 会计研究, 2012, (6): 67-75.
- [64] 李馨子, 牛煜皓, 张广玉. 客户集中度影响企业的金融投资吗? [J]. 北京: 会计研究, 2019, (9): 65-70.
- [65] 许罡, 朱卫东. 金融化方式、市场竞争与研发投入挤占——来自非金融上市公司的经验证据[J]. 北京: 科学学研究, 2017, (5): 709-719.
- [66] 曾军, 董博, 陈红. 高管强制变更、分析师跟踪与企业创新投入[J]. 上海: 会计与经济研究, 2020, (1): 38-51.

Financialization of Enterprises, Equity Incentive and Corporate Performance

GONG Na

(School of Accounting, Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai, 201602, China)

Abstract: In recent years, the financialization of enterprises has aroused widespread concern in the theoretical and practical circles. This paper analyzes the influence of corporate financialization on corporate performance as well as the influence of equity incentive on the negative economic consequences of corporate financialization and its action mechanism. Taking a-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2010 to 2019 as an example, this paper finds that: (1) corporate short-term financial assets have a positive impact on corporate performance and play a "promoting role", while long-term financial assets have a negative impact on corporate performance, showing a "crowding out effect". On the whole, corporate financialization has a significant negative impact on corporate performance; (2) the implementation of equity incentive will promote the positive effect of short-term financial assets. And it will inhibit the negative impact of long-term financial assets on enterprise performance, and can inhibit the negative economic consequences of enterprise financialization on the whole; (3) by distinguishing the nature of enterprises, it is found that the inhibitory effect of equity incentive on the financialization of enterprises is more reflected in private enterprises. The further research shows that compared with stock options, restricted stock has more obvious inhibitory effect on enterprise financialization. The study of this paper provides new evidence for the debate on the economic consequences of financialization of enterprises, enriches the relevant studies on the economic consequences of equity incentive, and also provides some practical enlightenment for enterprises' financial asset allocation behavior and the implementation of equity incentive in reality.

This article possible research significance is mainly reflected in the following aspects: first, among the existing studies, some scholars believe that the financialization of enterprises has a positive effect on the economy, while others believe that the financialization of enterprises is more of a negative effect on the performance of enterprises. This study provides new evidence for the debate on the economic consequences of the financialization of enterprises. Second, existing studies on equity incentive pay more attention to the impact of equity incentive on corporate investment, corporate R&D and corporate performance, and relatively little analysis on the impact of equity incentive on corporate financialization. This study enriches relevant studies on the economic consequences of equity incentive. Third, it is of great practical significance to explore the influence of corporate financialization on corporate performance, as well as the influence of equity incentive on the consequence of financialized economy and its action mechanism, for preventing financial systemic risk, further explaining the relationship between executive incentive and corporate performance, and promoting healthy and sustainable economic development.

This study has the following important enlightenment. First, this paper clarifies the relationship between the equity incentive and enterprise financialization as well as the relationship between the company's performance. Although many literature analyzed financialization effect on the company's performance, but few scholars have analyzed the influence of equity incentive on financialization. The result of this paper is an important supplement to the research on the factors influencing corporate financialization and corporate performance. Second, although the research shows that equity incentive can restrain the negative influence of financialization, in order to give full play to the role of equity incentive to corporate performance, enterprises should carefully consider the details of incentive model and exercise conditions when formulating equity incentive plan, so that equity incentive can play its due incentive role. Third, research shows that the equity incentive effect on the enterprise more is the embodiment of the private enterprises. Although the result may be due to the weak financing constraints of state-owned enterprise, there also may be due to the equity incentive of state-owned enterprises for failing to play their role. In order to avoid equity incentives becoming a "perk" for executives, state-owned enterprises in the equity incentive should be more careful.

Key Words: financialization of enterprises; equity incentive; corporate performance; private enterprises; corporate governance

JEL Classification: G30, G32, G39

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.01.010

(责任编辑: 闫梅)