

管理层能力与企业金融化

丰琼英¹²

(1.澳门城市大学金融学院 澳门 999078; 2.广东石油化工学院经济管理学院 广东茂名 525000)

【摘要】自全球金融危机以来,我国企业参与金融投资的热情高涨,企业金融化趋势不断上升。本文选取我国A股上市公司2010-2019年年度数据,从企业内部管理层视角出发,探究管理层能力对企业金融化的影响。结果表明:管理层能力的提升显著降低了企业金融化水平。本研究为引导企业“脱虚向实”提供了新的视角。

【关键词】管理层能力;企业;金融化

DOI: 10.18686/jjyxx.v3i9.55490

当前全球实体经济下行趋势明显,我国实体经济转型升级压力较大。伴随着我国经济体制改革不断推进,金融产品如雨后春笋般不期而至。伴随着逐利资本蜂拥而来,金融资产在社会经济体中的占比日渐壮大。越来越多实体企业通过配置金融资产分散投资,令整个经济金融化趋势加速形成^[1]。事实上,实体经济从来都是我国社会发展的重要根基,实体企业应围绕自身主业发展需要,科学布局对金融机构的投资,避免盲目扩张和脱实向虚。因此,深入研究企业金融化问题显得尤为重要。

已有文献从企业外部和内部环境两方面对企业金融化的影响因素进行了具体阐述。在外部环境方面,学者们主要从市场竞争^[3]、融资融券^[4]、监管行为^[5-6]、经济政策不确定性^[7-8]等视角对企业金融化的显性影响因素进行了分析。已有的研究大多集中在外部因素的论证分析上,内部因素分析主要从价值观念、动机、风险规避、高管特征、企业社会责任、内部控制等视角进行探究。已有学者从管理层异质性的角度,比如董事成员的海外背景^[9]、CEO金融背景^[10]、性别及年龄^[11]等某一方面展开讨论。但企业金融化的行为归根结底还是取决于决策者的认知能力与综合素质水平。管理层作为企业决策的掌舵者,其能力的高低势必会影响企业经营绩效的好坏。由此可见,管理层能力很可能就是企业金融化过程中的一个不可忽略的重要动因。但现有文献尚未从管理层能力视角展开对企业金融化研究,有鉴于此,本研究运用2010-2019年非金融上市公司样本数据,从管理层能力的角度研究其对企业金融化的影响。

1 理论分析与研究假说

管理层能力对企业金融化的影响主要基于三种理论。

首先,高层梯队理论。高层梯队理论认为,管理者的背景、经历和异质性能够对企业决策造成一定影响。管理层能力指的是企业实际经营人对各种资源的整合配置,以及在处理具体事务过程中所表现出来的综合认知能力,是一种能为企业带来持续竞争优势的内部资源。张敦力&江新峰认为管理层能力越强,可以利用自己获取的私有信息进行投资,能够有效抑制投资中的羊群行为。姚立杰和周颖研究认为管理层能力的提升对企业创新投入和创新效率方面能起到积极影响。管理层的能力越强,其在实体经营中的表现越突出,从而会进一步加大对实体投资的水

平,进而减少对金融产品的投资。

其次,风险回避理论。Boone和Brabander发现高管越具有高度的情绪稳定性,越倾向于追求研发创新。何威风等提出的风险回避假说认为,基于委托代理关系,管理层并不总是全心全意为股东价值最大化的目标努力,管理层并不总是从获取总财富的角度进行思考,而会权衡收益、风险后以自我效用最大化为目标进行决策。虽然金融投资可能会带来丰厚的收益,但金融投资风险高,基于自利性动机,管理层会在投资决策中减少风险投资,管理层投资金融产品还可能会面临重大损失,从而给其声誉造成不良影响,因此,能力越突出的管理层,越容易在回避风险中收获利益,从而降低对金融产品的投资。

最后,短视理论。短视理论是指管理层没有采用最利于企业长期发展的最优旧决策,过分追求短期利益而使企业经营偏离了长期发展最大化的原则。管理层能力越突出,越能更好地理解并有效运用企业资源,管理层能力总是与机会发现、资源整合及学习能力相适配。随着管理层能力的不断提高,其人脉资源越广,更充分认识到主营业务对于企业本身的战略意义,对行业未来发展前景的理解也更加深入透彻,对于投资项目的效益判断与取舍看得更为长远、更具前瞻性,对公司战略发展以及行业未来发展具有更深入透彻的理解,能够及时发现有利的投资机会,因此其会将资金投入能持续不断带来投资回报的实业项目中,进一步减少金融投资规模。

基于此,本文提出了以下假说:

管理层能力会显著抑制企业金融化程度。

2 研究设计

2.1 样本选择和数据来源

本文通过选取我国A股上市公司2010-2019年的数据作为研究样本,并对样本做出来以下处理:①剔除了ST的样本数据;②剔除了金融业的样本数据;③剔除了异常值的样本数据。共获得16274个观测值。数据主要来源于WIND和CSMAR数据库。

2.2 变量定义

1. 管理层能力

管理层能力体现了管理层对日常事务的认知与处理水平。本研究参考Demerjian et、姚立杰和周颖使用的数据包络分析法(DEA)和Tobit两阶段测算方法,首先利用

DEA 软件中的 CCR-I 模型分行业分年度测算企业的产出与投入比,即模型(1)中的效率值。其次,鉴于效率值的取值范围介于 0~1 之间,利用 Tobit 回归模型对第一步骤中的效率进行标准化处理以测算残差,将残差作为进行四分位数的划分,如此得到本文的核心解释变量 Ma,以表征企业的管理层能力。其中,经营效率 θ 主要归因于企业自身和管理层因素两个方面, Tobit 截断回归旨在消除前者的不利影响。具体地,

$$Max\theta = \frac{Sales}{v_1COGS+v_2SG\&A+v_3PPE+v_4Intangible+v_5Goodwill+v_6R\&D} \text{模型(1)}$$

模型(1)中, θ 为效率值; Sales 为营业收入; COGS 为营业成本; SG&A 为销售、管理费用之和; PPE 为固定资产净值; Intangible 为无形资产净值; Goodwill 为商誉; R&D 为研发支出。

$$\theta = \alpha_0 + \alpha_1SIZE + \alpha_2MS + \alpha_3FCF + \alpha_4AGE + \alpha_5FC + \alpha_6BSC + INDUSTRY + YEAR + \varepsilon \text{模型(2)}$$

模型(2)中, SIZE 为企业规模(总资产自然对数); MS 为市场份额(营业收入/行业营收); FCF 为公司自由现金流(正数取 1, 否则为 0); AGE 为企业成立年限(自然对数); FC 为国际化程度(存在海外子公司正数取 1, 否则为 0); BSC 为多元化程度(1-(主营业务收入/行业主营业务收入总收入)2); INDUSTRY、YEAR 依次为行业、年度虚拟变量。

2.企业金融化

借鉴彭俞超等处理方式,本文将非金融企业持有的金融资产(包括货币资金、应收利息、应收股息、交易性、衍生性、买入返售、可供出售金融资产,持有至到期投资,长期股权投资和投资性房地产)与总资产的比值记作企业

金融化指标(Fin)。

3.控制变量

由于影响企业金融化的宏观、微观因素较多,为排除其他因素对实证分析的结果,本文引入控制变量。借鉴已有学者的做法,选取以下控制变量包括:企业规模(Size)、董事会规模(Boar)、独立董事比例(Inbo)、总资产周转率(Tur)、资产负债率(Lev)、第一大股东持股比例(Own1)、管理层持股比例(Mo)。此外,本文还对行业和年度进行了控制。

2.3 模型设定

构建模型(4)用来验证本文假说,即管理层能力对企业金融化的影响;

$$Fin_{i,t} = \beta_1 + \beta_2Ma_{i,t} + \sum_{k=1}^7 \gamma_k Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \text{模型(4)}$$

3 实证分析结果

3.1 描述性统计

表 1 中报告了主要变量的描述性统计的结果,全样本量为 16274 个,其中企业金融化的均值为 0.0594,最小值为 0.00,最大值为 0.4845,中位数为 0.0270,通过对比均值和中位数,说明虽然我国上市公司金融化程度并不高,从标准差进行判断,可以看出不同企业间之间的金融化程度差异较大。管理层能力介于 1-4 之间,最小值为 1,最大值为 4,平均值为 2.4745,中位数为 2,这说明我国上市公司管理层能力相对偏低。

表 1 描述性统计

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
Fin	16274	0.0594	0.0812	-0.0000	0.0270	0.4845
Ma	16274	2.4745	1.1020	1.0000	2.0000	4.0000
Size	16274	22.1752	1.2458	18.3838	22.0243	27.7840
Boar	16274	8.5608	1.7173	0.0000	9.0000	18.0000
Inbo	16274	0.3744	0.0579	0.0000	0.3333	0.8000
Tur	16274	0.6584	0.5783	0.0000	0.5462	11.4156
Lev	16274	0.4254	0.2061	0.0075	0.4178	0.9981
Own1	16274	0.3434	0.1481	0.0029	0.3227	0.8999
Mo	16274	0.1326	0.2013	0.0000	0.0006	0.8973

3.2 相关性分析

本文主要变量进行了相关性分析,管理层能力(Ma)与企业金融化(Fin)之间的相关系数为-0.0269,且在 1%水平上显著。初步验证了本文假说。除此之外,其他变量之间的相关性系数都较好,基本不超过 0.6,说明变量之间不存在多重共线性问题,为本文的研究提供了较好的稳健性。

3.3 回归分析

管理层能力与企业金融化。表 2 中管理能力(Ma)和企业金融化(Fin)呈负相关关系,系数为-0.0359,且在 1%水平上显著。表明管理层能力的提升能显著抑制企业金融化程度,验证了假说。原因可能是企业进行金融投资风险较大,而能力越突出的管理层,越能凭借其自身能力在其熟悉的主业领域中获得报酬,而不愿意在金融风险投资中冒险。

表 2 主效应回归分析

	(1)
	Fin
Ma	-0.0359*** (-3.9187)
Size	-0.1690*** (-10.0438)
Boar	0.0040 (0.4952)
Inbo	-0.0029 (-0.4081)
Tur	-0.0586*** (-4.8220)
Lev	0.02045* (1.8134)
own1	-0.03778*** (-2.8741)
Mo	-0.1070*** (-7.8482)

_cons	-0.2276*** (-10.2755)
Year	Yes
Industry	Yes
N	16274
t statistics in parentheses * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01	

3.4 稳健性检验

为进一步检验管理层能力与企业金融化回归结果,本文进行了稳健性检验。

首先,由于金融资产投资行为可能影响当期的企业规模、自由现金流量等变量,从而影响到管理层能力指标的计算,为尽量减少管理层能力与企业金融化的内生性问题,本文将自变量管理层能力滞后一期进行检验,结果见表3所示,管理层能力与企业金融化的相关系数为-0.0247,且在5%水平上显著。由此可见,管理层能力对企业金融化的抑制效应较为稳健。

表3 自变量滞后一期的主效应检验

	(1) Fin
L.Ma	-0.0247** (-2.4839)
Size	-0.0598*** (-3.2337)
Boar	0.0133 (1.5103)
Inbo	0.0108 (1.3985)
Tur	-0.0329** (-2.5111)
Lev	0.0060 (0.4810)
Ownl	-0.0265* (-1.8480)
Mo	-0.0784*** (-5.2895)
_cons	-0.1722*** (-7.7329)
Year	Yes

Industry	Yes
N	13822
t statistics in parentheses * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01	

4 结语

实证结果表明,管理层能力的提高能有效抑制企业金融化。在我国上市公司“脱实向虚”的背景下,合理引导企业降低金融化程度,让金融业回归其服务实体业的本源,离不开管理层的英明决策。

首先,政府层面要建立健全经理人市场,随着我国经济结构的调整,企业对优秀管理人才都是求贤若渴,但如何寻找到优秀的管理人才,是每个企业都梦寐以求的事情,因此,非常有必要建立一个有序发展的职业经理人市场。保证所有的职业经理人的职业信息公开透明,真实有效;对所有职业经理人的能力进行评分。职业经理人市场的准入机制不能太低,否则,还会恶化企业的经营管理。

其次,企业应高度重视管理层能力在企业决策中的重要性,企业可通过公平、公开、公正的原则选聘符合企业长期发展的管理人员,并建立有效的激励机制和监督机制促进管理层发掘更多对企业进行长远有效的投资,企业的管理活动并不是由某一个管理人员能够实施并开展的,因此,对于企业管理决策者而言,重视企业的长期发展,树立正确的主体业务投资理念,减少投机动机,重视并积极参与企业的运营管理,提高企业的长期发展利益。

最后,企业对管理层的考评机制应综合考虑管理层在企业的贡献,不能简单以其任期的绩效作为考核标准。对管理层能力的考核可通过一系列考核数据进行判断,制定出符合企业利益的晋升通道,制定合理的激励机制,使管理层能不断提高自身能力,不满足于现有水平,活到老,学到老。强化更新现有的理论知识和实践能力,有助于管理层提高其对企业的综合治理能力。

作者简介:丰琼英(1987.7—),女,湖北荆州人,讲师,研究方向:金融会计,国际金融。

【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].经济研究,2016,51(12):32-46.
- [2] 雷新途,朱容成,黄盈盈.企业金融化程度、诱发因素与经济后果研究[J].华东经济管理,2020,34(01):76-85.
- [3] 张春鹏,徐璋勇.市场竞争:“拦路虎”还是“助推剂”——技术异质性企业“脱实向虚”的证据[J].财经科学,2019(8):1-13.
- [4] 陆蓉,兰袁.中国式融资融券制度安排与实体企业金融投资[J].经济管理,2020(8):155-170.
- [5] 杨箐,王红建,戴静,等.放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚”[J].金融研究,2019(6):20-38.
- [6] 马思超,彭俞超.加强金融监管能否促进企业“脱虚向实”?——来自2006-2015年上市公司的证据[J].中央财经大学学报,2019(11):28-39.
- [7] 彭俞超,韩珺,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018(1):137-155.
- [8] 郭胤含,朱叶.有意之为还是无奈之举——经济政策不确定性下的企业“脱实向虚”[J].经济管理,2020(7):40-55.
- [9] 龚光明,肖冰瑜.海外背景董事与实体企业金融化[J].工业技术经济,2020,39(09):121-129.
- [10] 王新媛.CEO金融背景会促进实体企业金融化吗?[J].商业会计,2020(14):30-36.
- [11] 李洋.董事长后代性别与民营企业金融化[D].上海:华东师范大学,2020.