

# CEO 金融背景与实体企业金融化

杜勇, 谢瑾, 陈建英

**[摘要]** 近年来,实体经济增速放缓,与之相反,金融业却进入了高速发展的阶段,越来越多的企业为了转型发展和扩大利润而涉足金融行业,中国逐渐出现了“企业金融化”现象。在此背景下,基于烙印理论,本文选取中国沪深A股2008—2016年上市公司为样本,研究了CEO金融背景与企业金融化的关系,并探讨了其中的作用机制、作用环境以及CEO金融背景在企业金融化产生的经济后果中扮演的角色。研究发现:CEO金融背景对企业金融化具有显著的正向影响,其中,非银行金融背景产生的正向作用更为强烈;在控制内生性之后,结论仍然成立。进一步地,作用机制检验表明,CEO金融背景主要通过提高CEO自信程度和缓解融资约束来促进企业金融化。研究CEO金融背景对企业金融化的作用环境时发现,在国有企业和制度环境较好的企业中,CEO金融背景对企业金融化的正向影响更为明显。最后,本文还发现,尽管实体企业金融化会加剧企业的经营风险,但CEO金融背景的存在会弱化企业金融化对企业风险的作用。本文从管理者行为的视角拓展了烙印理论的应用范围,丰富了高管金融背景和企业金融化相关领域的研究。同时,也为企业和监管部门防范金融风险、引导投资者树立正确的心理认知和价值理念提供了相关依据。

**[关键词]** 金融背景; 实体企业金融化; 烙印理论; 融资约束

**[中图分类号]**F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2019)05-0136-19

## 一、引言

近年来,市场需求日益下降,实体企业投资回报率不断下滑,在此背景下许多企业纷纷进入金融、房地产等热门行业,试图通过跨行套利来寻找新的利润增长点。大量资本涌入虚拟经济部门,资金脱离实体经济而在虚拟经济领域“空转”,这使得实体企业的资源分配不均、主营业务受到挤压,最终产生“企业金融化”的现象。实体企业这种“不务正业”的行为引发了许多学者的热议。多数学者认为,“实体企业金融化”会对其主营业务产生“蓄水池”效应(杜勇等,2017)和“挤出”效应(杜勇等,

**[收稿日期]** 2018-05-22

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目“社会资本视域下的中国上市公司亏损逆转质量:结构特征、驱动机理与经济后果”(批准号71572153);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”(批准号2018PY61);中央高校基本科研业务费专项资金重大培育项目“新常态下管理者亏损风险感知对公司金融化行为偏差的影响机理及经济后果研究”(批准号SWU1709201)。

**[作者简介]** 杜勇,西南大学经济管理学院教授,博士生导师,管理学博士;谢瑾,西南大学经济管理学院硕士研究生;陈建英,西南大学经济管理学院博士研究生。通讯作者:杜勇,电子邮箱:dy772012@126.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

2017;王红建等,2017)。现实中也有许多案例可以证明上述两种效应,例如,海螺水泥、河池化工2017年均因金融投资盈利颇丰,进而就可以将金融投资的收益用来“反哺”企业主营业务;但上海莱士却因过度金融投资而产生巨额亏损,此时的金融化行为对其主业产生了非常严重的负面影响。实体企业过度金融化容易造成经济虚假繁荣的现象,进而引发金融危机,而避免泡沫经济出现的关键就是把握好实体企业金融化的尺度。为了推进经济健康发展,党的十九大报告要求,“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力”“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”,但同时要强化监管,以免金融“脱实向虚”,2017年国务院第五次全国金融工作会议也多次强调“金融工作要围绕服务实体经济、防控金融风险”,十三届全国人民代表大会第二次会议也提出“坚持实施稳健的货币政策,引导金融支持实体经济”。这些政策导向说明了国家对企业金融化问题的重视,这就使得实体企业金融化问题成为当前理论界与实务界需要重点关注和值得探讨的重要话题之一。

2008年的金融危机放缓了发达国家金融扩张的速度,但其对中国的金融化进程没有明显的阻碍作用,在此之后,中国金融业进入了迅速扩张与高速发展的时期。随着经济金融化程度的日益加深,实体企业纷纷跨入金融行业,这种行为给它们带来高额投资回报的同时,还带来了资本市场剧烈波动引发的风险以及对企业实体投资地“挤占”与“倾轧”。由此看来,企业金融化具有双面性,要理性地看待,正确地对待,把握好实体企业金融化的尺度。为了从根本上抑制实体企业过度金融化的行为,以达到防控金融风险的目的,本文认为探究实体企业金融化的影响因素是非常必要的,因为只有真正了解金融化的影响因素,才能找出针对性的控制方案,从而实现精准把控实体企业金融化程度的目的。就笔者目前所涉猎的文献来看,鲜有学者将注意力放在企业金融化的影响因素上,仅有的几篇文献是从股东价值最大化观念、宏观经济环境(邓超等,2017)、经济政策不确定性(彭俞超等,2018a)等方面进行的研究,但这些因素是比较抽象和宏观的,企业对于这些因素产生的影响往往只能顺从而不能主观改变,因此,研究影响企业金融化的微观影响因素是必要的,即从企业内部切入,有针对性地研究金融化的动因。本文认为CEO是企业的掌舵者,掌握着企业的经营方向,肩负着企业的决策制定,其对企业金融投资方式和企业金融化程度具有重要的影响,因此研究CEO的背景特征有助于更好地了解企业金融化的影响因素。

金融行业是一个具有特殊运作模式以及较高从业压力的行业,相较于其他经历,在金融行业中的工作经历会给个体留下更深刻的记忆,这种记忆与习惯会对个体随后的行为产生极大的影响。这种现象与烙印理论非常契合,因此,本文结合烙印理论来考察CEO在金融行业的工作经历是否会对企业的金融投资行为产生影响。生物学的烙印理论(Imprinting Theory)指出,在特定的环境中会存在“敏感”期,在“敏感”期内焦点主体会形成适应该环境的“印记”,这些“印记”具有一定的惯性,它们会对抗环境的变化,正是由于这种惯性的存在,这些“印记”会对焦点主体产生持续的影响(Marquis and Tilesik,2013)。烙印机制存在三个关键的要素,即“敏感期”、“匹配的印记”以及“持续的影响”(Marquis and Tilesik,2013;戴维奇等,2016)。烙印理论最开始应用在组织领域,许多学者均提出,在组织发展过程中,历史是不可磨灭的,历史留下的“印记”会对企业产生持续的影响,即使外部环境发生改变,这种影响也依然存在(Calori et al.,1997;Greenwood et al.,2010)。近几年来,学者们对于烙印理论的研究逐渐转移到个人身上,例如Mathias et al.(2015)将烙印理论运用到创业者的相关研究里,他们运用该理论探讨了创业者早期印记影响创业决策的作用机制。戴维奇等(2016)基于烙印理论,认为民营企业家的“体制内”经历使其在认知和能力方面被打上“印记”,这些“印记”促使其在企业成长过程中介入房地产等业务来“赚快钱”。杜勇等(2018)认为CEO在海外学

习或工作会使CEO 具有特殊的“印记”,这种“印记”会影响其认知和能力,进而影响企业的财务行为。那烙印在组织与个人之间存在什么差别?因组织的复杂性和固定性,组织产生的烙印虽不一定是固定的,但往往难以改变;相反,个人的学习过程和工作经历往往是流动的和动态的,即其产生的烙印是容易被磨灭和覆盖的(Mathias et al. 2015)。因此,为了在个人身上留下稳定的印记,印记必须相对强烈(Vergne and Durand,2010),也就是说,个人所处的环境与经历必须具备特殊性。金融行业长期与“钱”为伍,在其领域工作的人对资金有着特殊的理解,加之金融行业竞争激烈,工作强度大,压力大,即金融行业具备特殊性,其对个人能够留下适应该环境的稳定的烙印。本文认为CEO 在金融行业的工作经历会为其带来不可磨灭的“印记”,这种“印记”会使其产生与金融行业相匹配的认知和能力,并进而影响企业的金融投资决策。

高层梯队理论认为,在高层管理团队中,管理者的生理特征和个人经历会影响他们的认知能力和价值观,而他们的认知能力、价值观等因素则会促使他们做出高度个性化的决策(Hambrick and Mason,1984)。通过以上对烙印理论的梳理可以发现烙印理论是高层梯队理论的具体化,着重探讨了高层梯队理论中的管理者经历对其认知与价值观的影响,通过建立一个动态的“烙印”过程深入探讨了经历对认知与价值观的作用机制与作用条件。高层梯队理论虽然涵盖的范围较广,但它没有烙印理论深入具体,它强调的是—个较为广泛的静态结果,而烙印理论更加注重动态过程,也更强调环境条件的重要性。本文研究的是CEO 的金融工作经历对CEO 决策的影响,这两个理论都可以解释这个问题,不同的是高层梯队理论指明了此问题的研究方向,而烙印理论则解释了这个问题的作用机理与本质现象,并且其对环境条件的强调也与本文主题更为契合。

本文主要关注的问题是:CEO 金融背景是否会对企业金融化产生影响,会产生什么样的影响。具有金融背景的CEO 有金融方面的专业知识,对金融行业也更为了解,这容易让其在企业金融投资方面比不具有金融背景的CEO 有更多的优势,那么,这种优势是否会导致聘请具有金融背景的CEO 所在企业与其他企业在金融化方面存在差异?如果存在差异,那么不同的金融背景导致的差异是否有所差别?为此,本文选取了2008—2016年A股上市公司为样本进行研究,研究表明:CEO 金融背景对企业金融化行为具有显著的正向影响,并且非银行金融背景的作用更为强烈;在考虑了内生性问题之后,这个结论仍然成立。在此基础上,本文还检验了其中的作用机制,结果表明,CEO 拥有金融背景会增强其自信,同时降低企业的融资约束从而促进企业金融化。CEO 金融背景对企业金融化的促进作用在国有企业和处在较好的制度环境中的企业中更为强烈。最后,本文还发现企业金融化程度与企业风险呈正相关关系,而有金融背景的CEO 可以缓解金融化对企业风险的作用。

本文的贡献主要有四个方面:①现有的关于高管金融背景的研究较少,大部分学者主要研究金融背景中的银行背景(邓建平和曾勇,2011;祝继高等,2015),鲜有学者对高管金融背景整体进行研究,并且就本文所涉猎的文献来看还没有学者探讨高管金融背景与企业金融化的关系,因此本文的研究内容丰富了高管金融背景的相关研究。②现有的关于高管金融背景的研究中,对于高管,学者们均是作为一个整体进行研究,鲜有学者对其进行分类研究,由于不同的管理者拥有不同的职位,其权限也不相同,笼统地进行研究可能会造成相互矛盾的结论。本文考虑到在高管群体中,CEO 往往起到决定性作用,故将高管具体化,单独研究CEO 的金融背景,这样可以消除不同管理权限带来的噪音,完善与丰富了高管金融背景的相关研究。③本文不仅研究了CEO 金融背景对企业金融化的影响,还探究了其中的作用机制,同时还分析了产生影响的具体环境以及CEO 金融背景在企业金融化导致的企业风险中所起的调节作用,这些研究均可以丰富金融化领域的相关研究。④本文运

用烙印理论来探索 CEO 金融背景与企业金融化的关系,从管理者行为的视角拓展了烙印理论的应用范围。

## 二、文献综述

### 1. 企业金融化

随着金融市场的发展,企业金融化已成为近年来中国非金融企业发展的重要趋势。企业金融化可以从行为和结果两个方面进行界定:从行为来说,企业金融化就是资本更多地进入非生产经营活动;从结果来看,企业金融化后利润多来源于非生产经营活动(蔡明荣和任世驰,2014)。目前对于企业金融化的研究主要分为三类:企业金融化的动机、后果以及影响因素:①对于企业金融化的动机,学术界有三种看法:一是储备资本。企业金融化可以防止资金短缺给企业经营带来不利影响(胡奕明等,2017)。二是分散风险。企业可以利用金融衍生产品对冲交易来节税,降低财务困境成本,减少投资不足等,从而提高资本营运能力,降低企业风险(Bessembinder,1991)。三是提升利润。金融市场的蓬勃发展和实体经济的萎靡不振引起了企业经营决策的改变,金融投资日益成为企业追求利润增长点的重要途径,因此企业金融化的逐利色彩日益加重(蔡明荣和任世驰 2014;胡奕明等,2017)。这三个动机本身并不矛盾,它们随着金融业的发展和企业金融化程度的变化而交替出现,现阶段中国企业金融化的逐利目的较为明显。当然,企业金融化也可以同时存在这三个动机,只是各自程度会有不同。②对于企业金融化的后果,不同学者有不同的切入角度。目前文献主要探讨了企业金融化对企业创新(王红建等,2017)、资本结构与股价风险(彭俞超等,2018b)等的影响。王红建等(2017)认为实体企业过度金融化会抑制企业创新,且套利动机会加剧这种抑制作用。彭俞超等(2018b)则将结论进一步细化,他们认为不是所有的金融化均会导致股价崩盘,只有基于隐藏负面信息目的所进行的金融投资才会加大股价崩盘的概率。通过梳理可以发现企业金融化后果仍有一些角度可拓展,例如企业金融化与经营风险的关系等角度还鲜有学者涉及。③对于企业金融化的影响因素,学术界的研究不多,目前学者们认为影响企业金融化的几个因素有股东价值最大化观念(邓超等,2017)、企业主营业务利润率(邓超等,2017)、宏观经济环境(邓超等,2017)和经济政策不确定性等(彭俞超等,2018a)。邓超等(2017)认为股东价值最大化的强化会促进企业金融投资,而主营业务利润率与企业金融化呈 U 型关系,宏观经济环境对企业金融化会产生负向影响。彭俞超等(2018a)研究了经济政策不确定性与金融化的关系,他们认为经济政策不确定性与企业金融化呈负相关关系,且这种关系在不同的行业和地区存在差别。通过以上整理可以发现,鲜有学者从管理者的背景特征角度切入,管理者作为企业决策的制定者与执行者,掌控着企业的行为,他们的个人特征和经历为其塑造了不同的性格,这会促使他们做出个性化的决策。因此,研究管理者的背景特征能够丰富企业金融化领域的相关研究,即本文主要研究 CEO 的金融背景对企业金融化的影响。

### 2. 高管金融背景

自从高层梯队理论提出后,高管背景特征引起了许多学者的关注,近几年高管的工作经历成为研究的热点。其实对于高管具有金融方面工作经历的研究比较早,早期对于高管金融背景的研究集中在通过聘请有银行工作经历的高管而建立的银企关联上(邓建平和曾勇,2011;祝继高等,2015)。银企关联的研究主要集中在融资与投资方面,银企关联不仅可以降低企业融资难度,放宽贷款期限和抵押条件(邓建平和曾勇,2011),帮助企业获得更多贷款、更高的信贷额度(邓建平和曾勇,2011;Ciamarra,2012)以及更低的融资成本,还能帮助企业提高投资效率(曲进和高升好,2015),降低投资现金流敏感度。这些文献对金融背景定义不够全面,对其研究不够透彻。直到近两年才有学者对高



管金融背景进行综合研究,例如邓建平和陈爱华(2017)研究了高管金融背景对企业现金持有的影响,他们发现有金融背景的高管的存在可以改善企业的现金持有环境。这些学者往往将高管作为一个整体来进行研究,但高管团队里面不同的人有不同的职能权限,混为一体研究容易使结论出现矛盾,为了减少研究的噪声,本文计划将高管具体化。在高管群体中,CEO 是企业的掌舵者,在决策中往往起到决定性作用,因此,本文认为 CEO 的背景特征对企业金融化的决策起到至关重要的作用。研究 CEO 的金融背景,既可以有效代表高管背景,又可以减少因职权不同带来的研究噪声。并且,目前还没有学者研究 CEO 金融背景与金融投资之间的关系,研究此问题可以丰富高管金融背景的相关研究。

### 三、理论分析与研究假设

中国目前正处于转型经济的关键阶段,其中一个重要特征就是正式制度存在“空缺”(Peng and Luo,2000),在这种环境中,高管的认知和能力烙印、社会关系或网络作为一种非正式制度弥补了正式制度的缺位(Peng and Luo,2000;Marquis and Tilsik,2013)。烙印机制存在三个关键的要素,即“敏感期”、“匹配的印记”以及“持续的影响”(Marquis and Tilsik,2013;戴维奇等,2016)。金融行业因压力大、风险高、诱惑多等一些特征,具有一定的特殊性,即金融行业构成了一个特殊环境,CEO 在其中的工作时间则成为了一个“敏感期”,这使得金融工作经历会对身处其中的 CEO 产生较为持续的影响。也就是说,CEO 的金融工作经历拥有烙印机制的三要素,会给相应的 CEO 留下深刻的“印记”,这种印记会影响 CEO 的认知和能力,进而影响企业的金融投资决策。此外,CEO 通过金融工作建立的个人关系或网络会给企业带来社会资本,这能弥补企业资源的空缺,进而影响企业的金融化。具体来看,CEO 金融背景会对 CEO 的认知能力和资源获取两个方面产生影响,进而影响企业金融化程度:

(1)认知和能力。在敏感时期,影响企业家最显著和持久的印记来源是他们先前的工作经历和由此产生的知识和技能(Mathias et al.,2015)。CEO 在金融行业的工作期间构成敏感期,其会产生与之匹配的知识技能,显然,CEO 在金融行业工作的过程是一个被“烙印”的过程,CEO 会产生与金融行业相匹配的“印记”,即产生认知烙印和能力烙印,这两种“印记”在 CEO 以后的职业生涯中还会产生持续的影响。具体影响包括:①认知烙印产生的影响。在金融机构工作过的 CEO 熟悉各种金融资产性质和各种投资策略,这使得其对金融行业的风险与收益有着清晰的认知,对金融行业的运作有着充分的理解。一方面,具有金融背景的 CEO 熟悉金融行业的操作,对其中的资本运作、行业惯例、操作规则等有着清晰的认知,金融是他们熟知的领域,金融投资是他们的“舒适圈”,其在以后的工作生涯中基于对金融行业的了解,会对金融投资有一定的偏向,即其所在公司的金融化程度相对较高。另一方面,企业投资金融领域的行为是对企业不擅长领域的“隔行取利”,属于高风险行为。金融行业属于风险较高的行业,具有金融背景的 CEO 在金融行业从业时,对风险尤其是金融投资产生的风险,有着相对较清晰的认识和相对较高的承受力。相较于不具有金融背景的 CEO,其在金融投资时能够相对及时地识别风险,相对精准地应对风险以及相对从容地承受风险,在金融投资方面会更大胆,从而他们所在的企业金融化程度更高。②能力烙印产生的影响。相较于没有金融背景的 CEO,具有金融背景的 CEO 因其过去的金融工作经历拥有了更好的关于金融方面的信息处理能力、机会筛选能力和资本运作能力,这些能力可以帮助 CEO 更好地完成金融投资项目。一方面,胡元木和纪端(2017)发现技术专家型董事能够借助自身专业知识和行业经验促进企业创新,虞义华等(2018)发现发明家高管可以全方位促进企业创新。也就是说,当高管拥有了某领域的专业知识和

行业经验后,其会在接收和处理该领域信息方面具有较强的优势,这会降低企业在该领域决策中的信息搜寻成本和交易成本。同理,具有金融背景的 CEO 因过去的学习和工作经历,拥有扎实的专业知识和丰富的行业经验,在金融投资领域对信息处理具有较大优势,故面对良莠不齐的金融市场,他们能以较低的成本和较快的速度甄别和把握住好的投资机会。另一方面,由于过去的工作经历,他们善于资本运作,能运用专业知识寻找最优的投资组合,能够最大限度地保证金融投资比例,为公司取得高额回报的同时,把风险控制在可接受的范围内。因此,具有金融背景的 CEO 在金融投资方面有较强的“胜任力”,他们在后续工作中会为了自己的报酬、自我的价值等因素展现自己在金融投资方面的能力,即他们所在公司的金融化程度会加大。综上所述,结合认知烙印和能力烙印两个方面来看,本文认为,相较于没有金融背景的 CEO,具有金融背景的 CEO 所在公司金融化程度更高。

(2)资源获取。具有金融背景的 CEO 在融资方面较不具金融背景的 CEO 更有优势,他们可以利用自己的“圈子”为企业搭起资源获取的通道。金融投资的资金来源不是利润,而是借贷资金(Kliman and Williams,2015),因此,借贷能力强、融资约束小的公司金融化程度可能相对较大。①具有金融工作经历的 CEO 更了解银行等金融机构的信息需求,能缓解双方的信息不对称,有助于达成借贷契约(邓建平和曾勇,2011),故具有金融背景的 CEO 可以降低企业融资难度,帮助企业获得更多贷款、更高的信贷额度(邓建平和曾勇,2011)以及更低的融资成本。即聘请具有金融背景的 CEO 会缓解企业融资约束,这极大地促进了企业的金融投资,使得企业金融化程度加大。②具有金融背景的 CEO 可以改善企业的现金持有环境(邓建平和陈爱华,2017),这是因为其具有缓解企业融资约束、改善融资环境的能力,企业资金风险相对较小,公司现金持有量也就可以适当减少,公司拥有了相对宽松的金融投资环境,进而增加了企业金融投资。也就是说聘请具有金融背景的 CEO 的企业金融化程度更大。综上所述,聘请具有金融背景的 CEO 在一定程度上可以缓解融资约束,同时降低资金占有,间接达到“开源节流”的效果,因此,具有金融背景的 CEO 所在公司的金融化程度较大。

综上,具有金融背景的 CEO 在认知能力与资源获取方面优于不具有金融背景的 CEO。据此,本文提出:

H1:相较于不具有金融背景的 CEO,具有金融背景的 CEO 所在公司更倾向于金融化,即金融化程度更高。

CEO 金融背景是指 CEO 曾在金融监管部门、政策性银行等金融机构担任职位(邓建平和陈爱华,2017)。不同的金融机构拥有不同的业务范围和行事规则,承受的风险也会有所差别,这就形成了有差别的环境,因此,在不同金融机构工作过的 CEO 会形成差别化的认知和能力烙印,这对其后续的工作也会产生不同的影响。另外,不同金融机构的资源属性也会有所区别,CEO 在其工作时积累的社会资本也就形成了差异,即他们获取资源的能力出现了不同。一方面,银行主业是借贷与结算,风险相对较小,业务较为单一;而非银行金融机构的业务范围广,且风险相对较高,接触的业务也较为复杂。在非银行金融机构工作过的 CEO 曾处于较高风险、较高强度和较为复杂的工作环境,其形成的对风险与投资的认知烙印、对信息处理与风险组合的能力烙印均强于在银行工作过的 CEO。这使得具有非银行金融背景的 CEO 对金融投资风险的认知与掌控、对金融相关信息的处理与反映、对金融投资机会的识别与甄选要优于具有银行背景的 CEO,这种认知与能力的差别会直接反映在金融投资方面,即具有非银行金融背景的 CEO 所在公司的金融化程度强于具有银行金融背景的 CEO 所在的公司。另一方面,当前中国直接融资比例远小于间接融资比例,而在间接融资中银行借款占主导地位。在银行工作过的 CEO 更为熟知贷款的流程和方案,更能为企业带来稳定的贷款渠道和较大额度的贷款金融,使企业无资金方面的忧虑,为企业的金融投资创造一个较为宽松的

资金环境。因此,具有银行背景的 CEO 在资源获取方面强于具有非银行金融机构背景的 CEO,从这一角度看,具有银行背景的 CEO 所在企业的金融化程度更大。据此,本文提出:

H2-1:相较于具有银行金融背景的 CEO,具有非银行金融背景的 CEO 所在公司金融化程度更高。

H2-2:相较于具有银行金融背景的 CEO,具有非银行金融背景的 CEO 所在公司金融化程度更低。

## 四、研究设计

### 1. 样本选择与数据来源

本文选取了 2008—2016 年的全部 A 股上市公司为样本,并按一定的条件对样本进行筛选:①剔除金融保险类和房地产类上市公司;②剔除数据缺失的上市公司。本文所使用的数据分别来自国泰安数据库和笔者手工整理,为减轻极端值的影响,本文对分析中需要的连续变量进行了缩尾处理(Winsorize)。

### 2. 变量定义

(1)金融背景。主要是指:①CEO 金融背景。CEO 是企业管理中的实际决策人员,是一个企业的掌舵者,本文认为研究 CEO 的金融背景能够较好地代表高管金融背景。本文参考邓建平和陈爱华(2017)的衡量方法来定义 CEO 金融背景,即 CEO 金融背景是指 CEO 曾在政策性银行、商业银行、投资银行、金融监管部门、基金管理公司、保险公司、交易所、证券公司、证券登记结算公司、期货公司、信托公司、投资管理公司和其他金融机构担任职位。如果企业 CEO 具有金融背景则记为 1,否则记为 0。②CEO 银行背景。由于金融背景中包含的金融机构种类较多,为了更好地了解影响企业金融化的因素,本文将金融背景分为两类,分别是 CEO 银行背景和 CEO 非银行金融背景。CEO 银行背景是 CEO 只在银行类金融机构中工作过,即只具有银行金融背景记为 1,否则记为 0。③CEO 非银行金融背景。CEO 非银行金融背景是 CEO 只在非银行类金融机构中工作过,即只具有非银行金融背景记为 1,否则记为 0。

(2)企业金融化。本文参考杜勇等(2017)的衡量方法,采用金融资产占总资产的比值来定义企业金融化。本文对金融资产的定义不同于企业会计准则中对金融资产的规定,具体区别有如下两点:①金融资产的定义不包括货币资金。因为企业持有货币资金的目的大多用于企业日常生产经营,并未给企业带来资本增值,故本文中的金融资产将其剔除。②金融资产的定义包括了投资性房地产。这是因为现阶段房地产行业高速发展,许多企业持有投资性房地产的目的已经由原来的自用变为了逐利,这与本文金融资产定义相符,故将其包括在内。

### 3. 研究模型

为验证前文提出的两个研究假设,本文构建了如下两个待检验模型:

$$FINRATIO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEOFIN_{it} + \alpha CVs_{it} + \sum Industryfe + \sum Yearfe + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$FINRATIO_{it} = \beta_0 + \beta_1 BCEOFIN_{it} + \beta_2 NCEOFIN_{it} + \beta CVs_{it} + \sum Industryfe + \sum Yearfe + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

在模型(1)中, $FINRATIO_{it}$ 表示各企业的金融化程度,以金融资产占总资产的比例来衡量; $CEOFIN_{it}$ 表示*i*企业在第*t*年是否聘请有金融背景的 CEO,有则为 1,反之为 0; $BCEOFIN_{it}$ 表示*i*企业在第*t*年是否聘请只有银行背景的 CEO,有则为 1,反之为 0; $NCEOFIN_{it}$ 表示*i*企业在第*t*年是否聘请只有非银行金融背景的 CEO,有则为 1,反之为 0。 $CVs$ 为本文的控制变量,具体包括:产权性质( $STATE$ )、高管持股比例( $SR$ )、企业成长性( $GROWTH$ )、负债情况( $LEV$ )、盈利能力( $GP$ )、资产结构( $AS$ )、董事会规模( $BOARD$ )、企业规模( $SIZE$ )、CEO 性别( $SEX$ )、CEO 年龄( $AGE$ )、CEO 海外经历

(*OVERSEA*)、CEO 政治关联(*CEOPC*)、CEO 财务背景(*CEOCW*)、行业成长性(*Ind\_Q*)<sup>①</sup>。本文还控制了行业固定效应(*Industryfe*)和年份固定效应(*Yearfe*)。根据研究假设,本文预期  $\alpha_1 > 0$ ,即企业聘请具有金融背景的 CEO,则其金融化程度更高。在模型(2)中,将模型(1)中解释变量换为 CEO 银行背景(*BCEOFIN*)和 CEO 非银行金融背景(*NCEOFIN*),根据研究假设,若  $\beta_1 < \beta_2$  则 H2-1 成立,反之 H2-2 成立。

## 五、实证分析

### 1. 描述性统计和相关性分析

变量的描述性结果显示,企业金融化(*FINRATIO*)的平均值为 0.02,最小值为 0,最大值达 0.33,这表示各企业间的金融化程度有所差别,一些企业之间甚至相差较大。CEO 金融背景(*COEFIN*)的均值为 4.63%,这说明有金融背景的 CEO 只占 4.63%,大部分企业 CEO 没有金融背景。其中,有银行背景(*BCEOFIN*)的 CEO 占 1.11%,有非银行金融背景(*NCEOFIN*)的 CEO 占 3.18%,这说明具有非银行金融背景的 CEO 更多;银行背景(*BCEOFIN*)与非银行金融背景(*NCEOFIN*)之和小于 CEO 金融背景(*COEFIN*),这是因为本文将两种背景兼具的 CEO 剔除,目的是更准确地比较二者对企业金融化的作用。在控制变量方面可以发现,产权性质(*STATE*)均值为 39.83%,即样本中有 39.83%的国有企业;资产负债率(*LEV*)的平均值和盈利能力(*GP*)平均值与其他学者相关研究一致;CEO 性别均值为 94.32%,这说明 CEO 中男性偏多,占总样本 94.32%;CEO 海外经历(*OVERSEA*)的均值为 6.18%,即 6.18%的 CEO 有海外学习或工作的经历;CEO 政治关联(*CEOPC*)的均值为 19.46%,这说明有 19.46%的 CEO 有政府背景;CEO 财务背景(*CEOCW*)均值为 1.52%,即 1.52%的 CEO 有财务专业的学习经历。主要变量相关系数矩阵显示,*FINRATIO* 和 *COEFIN*、*BCEOFIN*、*NCEOFIN* 之间的 Pearson 相关系数均通过 1%水平的统计检验;Spearman 相关系数中除了 *FINRATIO* 和 *BCEOFIN* 的系数不显著以外,其余相关系数也通过 1%水平的统计检验,这些结果初步支持了前文提出的 H1 和 H2-1,但更为严谨的证明还需要通过控制其他可能影响结果的因素进行多元回归分析来得到<sup>②</sup>。

### 2. 回归分析

(1)CEO 金融背景与企业金融化。表 1 报告了模型(1)的检验结果,被解释变量为企业金融化(*FINTATIO*),解释变量是 CEO 金融背景(*COEFIN*)。第(1)列的结果显示,*COEFIN* 的估计系数约为 0.01,在 1%的水平上显著为正( $t=6.85$ ),这说明 CEO 金融背景与企业金融化呈正相关关系,证实了 H1。为了防止其他因素对结果产生干扰,本文控制了产权性质(*STATE*)等其他变量,结果如第(2)列所示,*COEFIN* 的估计系数也在 1%的水平上显著为正( $t=6.94$ ),这说明 CEO 的金融背景与企业金融化显著正相关,即有金融背景的 CEO 所在的企业金融化程度更高。以上结果均支持了预期的假设,即聘请有金融背景的 CEO 的企业更倾向于金融投资,金融化程度也就更高。

(2)CEO 金融背景类别与企业金融化。表 2 报告了模型(2)的检验结果,被解释变量仍然为企业金融化(*FINTATIO*),解释变量是 CEO 银行背景(*BCEOFIN*)和 CEO 非银行金融背景(*NCEOFIN*)。第(1)列结果显示 CEO 的非银行金融背景(*NCEOFIN*)的估计系数大于 CEO 银行背景(*BCEOFIN*)的估计系数,并且也大于表 1 中 CEO 金融背景(*COEFIN*)的估计系数,同时,二者间的系数差异在 5%的水平上显著为正。第(2)列为加入了相关控制变量,结果与第(1)列一致,并且系数差异也较为

① 变量的具体定义方式详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

② 描述性统计和主要变量的相关性分析结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。



显著<sup>①</sup>。也就是说,在企业金融投资中,CEO 的认知与能力烙印发挥的作用要大于资源获取发挥的作用,故相较于具有银行背景的 CEO,具有非银行金融背景的 CEO 所在公司的金融化程度更高,即证实了 H2-1。

表 1 CEO 金融背景与企业金融化

	(1)	(2)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0142*** (6.8501)	0.0142*** (6.9439)
<i>_cons</i>	0.0217*** (5.9932)	0.1170*** (10.1144)
<i>CVs</i>	否	是
<i>Industry fe</i>	是	是
<i>Year fe</i>	是	是
F	53.9702	53.1151
r2_a	0.0848	0.1215
N	15445	15445

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5%和 1%的水平上显著, *CVs* 是控制变量,具体包括前文所述的一系列控制变量。以下各表同。

表 2 CEO 金融背景类别与企业金融化

	(1)	(2)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>BCEOFIN</i>	0.0074* (1.7885)	0.0089** (2.1738)
<i>NCEOFIN</i>	0.0184*** (7.4068)	0.0178*** (7.2683)
<i>_cons</i>	0.0216*** (5.9570)	0.1165*** (10.0670)
<i>CVs</i>	否	是
<i>Industry fe</i>	是	是
<i>Year fe</i>	是	是
F	52.4511	52.0784
r2_a	0.0853	0.1220
N	15445	15445

## 六、作用机制检验

前文证明了 CEO 金融背景与企业金融化呈正相关关系,那么,是什么原因导致这一现象的产生?换言之,CEO 金融背景是怎样影响企业金融化,这其中的传导机制是什么?有金融工作经历的 CEO 的确会形成金融方面的“认知烙印”和“能力烙印”,并且其资源获取能力也强于没有金融背景的 CEO,因此,聘请具有金融背景的 CEO 的企业金融化程度更大。本文认为源于烙印机制,CEO 在过去的金融工作经历中被打上的“认知烙印”与“能力烙印”均是对其主观意识形态的塑造,侧重的是其心理的描绘;而资源获取是改善企业的资本环境,是对企业客观环境的改变。描绘心理状态的变量存在很多,本文考虑到相关变量应具备代表性、易收集性等特征,选取了过度自信来对其心理进行量化。同时,对企业而言,资金是企业的一个重要的资源,本文选取了可以反应资金环境的一个

① 系数差异结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)公开附件。

变量,即融资约束来衡量企业在资源获取方面的能力。综上,两条机制路径的中介变量分别为过度自信和融资约束,即具有金融背景的 CEO 是通过提高自信程度和缓解融资约束来加强企业金融化。

### 1. CEO 金融背景、过度自信与企业金融化

在高管这个团队里,过度自信是普遍存在的一种心理现象,这种现象可能会使他们在参与投资决策制定时高估自己的能力和项目的收益,低估投资项目的风险敞口(胡秀群和吕荣胜,2013)。其根源在于高管身处高位时产生的“优越感”以及公司治理机制不完善导致的他人对高管的过度服从(胡秀群和吕荣胜,2013)。对于具有金融背景 CEO 来说,他们在以前工作过程中被打上了“认知烙印”和“能力烙印”,在以后的工作中,这些“印记”仍会产生持续影响,也就是说,其在理解投资、掌控风险、把握机会以及信息处理方面优于无金融背景的 CEO,加之其本身对风险的偏好,他们会产生更为强烈的优越感;同时,具有金融背景的 CEO 具有“明星效应”,其在投资方面表现出的专业素养会使其他高管人员和董事成员对其更为信服,从而降低监督。所以,具有金融背景的 CEO 比不具金融背景的 CEO 更容易产生过度自信的心理。姜付秀等(2009)学者指出管理者过度自信会增加企业投资,本文认为,CEO 因其金融背景而产生的过度自信必然会反映到其擅长且熟悉的领域,即金融投资领域,他们的这种心理会使其会高估金融投资带来的收益,并且主观忽视金融投资风险带来的不良后果,故其所在企业的金融投资更多,金融化程度更高。综上所述,本文认为 CEO 的金融背景会使其产生过度自信心理,进而影响企业金融化。

本文参考姜付秀等(2009)的高管相对报酬法对过度自信(*CON*)进行衡量,用薪酬最高的前三名高管薪酬之和/所有高薪酬之和的比例与其中位数大小作比较作为过度自信(*CON*)的衡量指标, $CON_{it}$ 表示*i*企业第*t*年是否存在高管过度自信,若 CEO 所在企业薪酬比例大于薪酬比例中位数记为 1,反之记为 0。本文构建了如下三个模型来证实此作用路径:用模型(3)检验 CEO 金融背景对企业金融化的影响,若系数  $\alpha_1$  显著,则可以用模型(4)检验解释变量(*CEOFIN*)对中介变量(*CON*)的影响;若系数  $\gamma_1$  显著,则用模型(5)同时纳入解释变量(*CEOFIN*)与中介变量(*CON*)进行分析;若系数  $\mu_2$  显著且  $\mu_1$  不显著,则为完全中介效应;但若系数  $\mu_2$  和系数  $\mu_1$  均显著,则为部分中介效应;若系数  $\mu_2$  不显著,则中介效应不成立。

$$FINRATIO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEOFIN_{it} + \alpha CVs_{it} + \sum Industryfe + \sum Yearfe + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$CON_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CEOFIN_{it} + \gamma CVs_{it} + \sum Industryfe + \sum Yearfe + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$FINRATIO_{it} = \mu_0 + \mu_1 CEOFIN_{it} + \mu_2 CON_{it} + \mu CVs_{it} + \sum Industryfe + \sum Yearfe + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

回归结果如表 3 所示。在第(1)列中,*CEOFIN* 的估计系数约为 0.01,在 1%的水平上显著为正;第(2)列考察了解释变量(*CEOFIN*)对中介变量(*CON*)的影响,*CEOFIN* 的估计系数约为 0.11,在 1%的水平上显著为正,这说明具有金融背景的 CEO 的确更容易产生过度自信;第(3)列中同时纳入解释变量(*CEOFIN*)和中介变量(*CON*),*CON* 和 *CEOFIN* 的估计系数均在 1%的水平上显著为正,且 *CEOFIN* 的估计系数有所下降,本文还进行了 Sobel 检验,Z 统计量是 2.49 且在 5%的水平上显著<sup>①</sup>,这说明过度自信在 CEO 金融背景与企业金融化之间起到部分中介作用。即 CEO 的金融背景通过影响其自信程度进而影响企业金融化,即本文的结果支持了“CEO 金融背景→过度自信→企业金融化”这条路径。

### 2. CEO 金融背景、融资约束与企业金融化

上文已经阐释了具有金融背景的 CEO 在资源获取方面具有独特的优势,能给企业带来更多的

① Sobel 检验结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)公开附件。

表 3 CEO 金融背景、过度自信与企业金融化

	(1)	(2)	(3)
	<i>FINRATIO</i>	<i>CON</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0141*** (6.8831)	0.1103*** (5.9396)	0.0137*** (6.6685)
<i>CON</i>			0.0039*** (4.4085)
<i>_cons</i>	0.1174*** (10.1324)	2.4173*** (23.0568)	0.1079*** (9.1620)
<i>CVs</i>	是	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是	是
<i>Year fe</i>	是	是	是
F	53.0484	36.1317	52.3102
r2_a	0.1215	0.0854	0.1226
N	15426	15426	15426

低成本贷款(邓建平和曾勇,2011;Ciamarra,2012),这能够缓解企业的融资约束,使企业拥有一个较为宽松的资金环境,良好的资金环境为企业金融投资奠定了基础,因而具有金融背景的 CEO 所在企业的金融化程度较大。即 CEO 金融背景会缓解企业融资约束进而促进企业金融化程度。本部分将融资约束(*FC*)作为中介变量,并参考卢盛峰和陈思霞(2017)的衡量方式对其进行衡量,即用企业 SA 指数绝对值的对数值来表示,此值越大表示融资约束程度越大。中介效应检验程序和上文类似,此处不再赘述。

回归结果如表 4 所示,在第(1)列中,*CEOFIN* 的估计系数约为 0.01,在 1%的水平上显著;第(2)列中 *CEOFIN* 的估计系数在 1%的水平上显著为负,说明有 CEO 金融背景能够缓解企业的融资约束,这与大部分学者研究一致;第(3)列中 *FC* 的估计系数在 1%的水平上显著为负,*CEOFIN* 的估计系数在 1%水平上显著为正,且 *CEOFIN* 的估计系数有所下降,本文还进行了 Sobel 检验,*Z* 统计量等于 3.60 且在 1%水平上显著<sup>①</sup>,这说明融资约束在 CEO 金融背景与企业金融化之间为部分中介效应,即 CEO 金融背景通过缓解融资约束进而影响企业金融化,即本文的结果支持了“CEO 金融背景→融资约束→企业金融化”这条路径。

## 七、稳健性检验

### 1. 内生性问题

为解决可能存在的内生性问题,本文采用了多种方法进行稳健性检验,具体如下:

(1)滞后变量。上文证实了 CEO 金融背景会影响企业金融化,但也有可能是金融化程度高的企业倾向于聘请具有金融背景的 CEO,即本文可能存在反向因果的内生性问题。为了解决此内生性问题,本文将 CEO 金融背景滞后一期(*CEOFIN1*)后进行分析,*CEOFIN1* 的估计系数均在 1%的水平上显著为正,这说明是 CEO 金融背景的存在引起了企业金融化的变化,因此,考虑了内生性后,本文结果仍具稳定性。为了验证 H2-1 的结果,本文也将银行背景和非银行金融背景分别滞后一期得到 *BCEOFIN1* 和 *NCEOFIN1*,结果显示 *NCEOFIN1* 的估计系数大于 *BCEOFIN1* 也大于 *CEOFIN1*,即相较于具有银行背景的 CEO,具有非银行金融背景的 CEO 所在公司金融化程度更大,H2-1 的结果也是稳健的。同时为了排除控制变量可能带来的干扰,本文还将所有控制变量滞后一期进行分析,结果显示,*CEOFIN1* 的估计系数在 1%的水平上显著为正;*NCEOFIN1* 的估计系数大于 *BCEOFIN1* 也

<sup>①</sup> Sobel 检验结果请参见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)公开附件。

表 4 CEO 金融背景、融资约束与企业金融化

	(1)	(2)	(3)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FC</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0142*** (6.9439)	-0.0188*** (-5.6463)	0.0131*** (6.4255)
<i>FC</i>			-0.0590*** (-11.9498)
<i>_cons</i>	0.1170*** (10.1144)	-4.8290*** (-257.0502)	-0.1680*** (-6.3433)
<i>CVs</i>	是	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是	是
<i>Year fe</i>	是	是	是
F	53.1151	6386.2886	55.7278
r2_a	0.1215	0.9443	0.1296
N	15445	15445	15445

大于 *CEOFIN1*, 与上述结果一致, 本文结果仍是稳健的。

(2)工具变量。本文还采用了工具变量法解决内生性问题, 选取企业与距离企业最近的开设金融财务专业“985”、“211”高校之间的距离(以下简称“最近金融财务高校距离”)作为 CEO 金融背景的工具变量(*DISTANCE*)<sup>①</sup>, 并采用两阶段最小二乘法进行稳健性测试。选取该工具变量的理由在于: ①最近金融财务高校距离与 CEO 金融背景密切相关。高校在其所在地区的认可度和就业度往往较高, 金融财务专业的学生毕业后很大程度上享受此便利就近寻找工作, 而且企业考虑到招聘的时间成本和人员成本, 往往偏爱于聘请最近的“985”、“211”高校毕业生。因此, 最近金融财务高校距离直接影响企业具有金融背景 CEO 的概率, 最近金融财务高校距离与 CEO 金融背景呈现负相关关系。②最近金融财务高校距离本身并不影响企业金融化。最近金融财务高校距离反映了企业招聘金融背景 CEO 的成本和难易程度, 不会直接影响企业金融化。单一高校所带来的校友关系的信息效应有限, 而且相当部分的企业与最近金融财务高校不在同一省份, 难以接触更多的校友关系及其校友资源。另外, 在模型中使用面板固定效应模型, 控制了不随时间变化的无法观测的个体效应, 例如, 企业自身的金融圈与金融投资渠道。因此, 最近金融财务高校距离与企业金融化并不相关。本文采用了 Kleibergen-Paaprk Wald F 统计量检验工具变量是否存在弱识别问题(Weak Identification), 结果表明不存在弱识别情况。采用 2SLS 的回归结果显示, 在考虑了内生性问题后, CEO 金融背景仍对企业金融化产生了显著的正面影响, 这和前文结论一致。

同时, 为了验证金融背景分类后的回归结果, 本文还采用了 CEO 金融背景的行业和年份均值作为工具变量(*AVERBCEOFIN* 和 *AVERNCEOFIN*)。本文采用了 Cragg-Donald Wald F 统计量检验工具变量是否存在弱识别问题(Weak Identification), 结果表明不存在弱识别情况。第二阶段回归结果显示 *NCEOFIN* 估计系数仍然显著为正, 且较 *CEOFIN* 的系数有所上升, *BCEOFIN* 的估计系数不再显著, 且较 *CEOFIN* 的系数下降, 这与上述结果一致, 即本文结果是稳健的。

(3)倾向得分匹配法。为解决样本选择偏误的问题, 本文采用倾向得分匹配(P propensity Score Matching)法进行稳健性测试。检验步骤如下: ①以 *CEOFIN* 为被解释变量, 产权性质(*STATE*)、盈利能力(*ROA*)、成长性(*GROWTH*)、负债情况(*LEV*)、企业规模(*SIZE*)、企业年龄(*Age*)、CEO 性别(*SEX*)、CEO 兼任情况 (*BOTH*)、CEO 年龄 (*AGE*)、CEO 海外经历 (*OVERSEA*)、CEO 政治关联 (*CEOPC*)、CEO 财务背景(*CEOCW*), 以及行业虚拟变量、年份虚拟变量为特征变量进行 Logit 回归,

① 为了使工具变量更具代表性, 缩小与 CEO 金融背景的距离, 本文将最近金融财务高校距离除以 1000 进行标准化。



并计算倾向得分值(Propensity Score)。其中,*BOTH* 为是否兼任 CEO 与董事长,本文认为若存在二者兼任的情况,CEO 权利会过于集中,其自主权会加大,这会影响到个体烙印机制作用的发挥,故加入此变量可以在一定程度上消除 CEO 权利自主性产生的影响。②依据倾向得分值,按照最近邻匹配(1:1)的原则进行配对。③将匹配后的样本进行多元回归分析。结果显示匹配效果良好,且在匹配后的样本回归中,*CEOFIN* 的估计系数仍在 1%的水平上显著为正,*NCEOFIN* 估计系数较 *CEOFIN* 系数上升且显著为正,*BCEOFIN* 估计系数较 *CEOFIN* 系数下降且不显著。进一步地,本文还采用了最近邻匹配(1:2)以及核匹配,结果与上述结论一致。综上所述,本文结果具有稳定性。

## 2. 替换变量

为了对金融化进行更全面的描述,本文引入了企业是否购买金融资产(*finratio*)这个哑变量,作为企业金融化的替代变量。同时,本文还参考张成思和张步昙(2016)的做法,以收益替代资产来对企业金融化进行衡量(*finratio1*)。为了减少负值可能带来的衡量偏差,对金融渠道取得的收益进行标准化,形成金融化程度的另一个衡量指标(*finratio2*)。结果显示无论采用哪种方式来衡量企业金融化,CEO 金融背景(*CEOFIN*)的估计系数均在 1%水平上显著为正,这说明聘请有金融背景的 CEO 的企业更倾向于金融投资,企业金融化程度更大;同时,无论采用哪种方式来衡量企业金融化,*NCEOFIN* 的估计系数均较 *CEOFIN* 系数上升且显著为正,*BCEOFIN* 估计系数均较 *CEOFIN* 系数下降且不显著,即具有非银行金融背景的 CEO 所在公司金融化程度更大,这与上述结论一致。

## 3. 改变计量方法

虽然企业金融化的总体分布散布于一个正数范围内,但有一部分企业金融化程度集中为 0,因此,本文样本可适用于截尾回归模型,即 Tobit 模型。本文将原来的 OLS 回归改为了 Tobit 回归,结果显示 *CEOFIN* 的估计系数均在 1%水平上显著为正,证明 H1 的结果是稳健的,同时 *NCEOFIN* 的估计系数大于 *BCEOFIN* 的估计系数,且大于 *CEOFIN* 的估计系数,这说明 H2-1 的结果也是稳健的<sup>①</sup>。

# 八、拓展性分析

## 1. CEO 金融背景、产权性质与企业金融化

国有企业与政府有存在天然关联,政府往往扮演国有企业“担保人”的角色,即使国有企业因金融投资而给自身带来损失,但由于预算软约束的存在,政府仍可以发挥“兜底”作用给予其补助,从而使其摆脱困境;并且,政府与银行的天然联系也使国有企业鲜见出现资金问题。综上,国有企业金融投资风险较小。国有企业的上述特点是国有企业 CEO 的“强心剂”,投资失败给其带来的影响较小,即相较于非国有企业,国有企业则更为“舒适”,在此更为“舒适”的环境下,CEO 难以接受“新烙印”来缓冲旧有烙印的影响,故在国有企业中,具有金融背景的 CEO 在过去工作中形成的烙印对其产生影响更为强烈,即国有企业中具有金融背景的 CEO 比非国有企业中具有金融背景的 CEO 更易产生过度自信,从而高估收益,忽视风险。同时,有政府作为“后盾”,国有企业中具有金融背景的 CEO 缓解融资约束的能力更易施展,综上,国有企业具有金融背景的 CEO 对企业金融化的促进程度更高。

为了检验上述假说,本文将产权性质(*STATE*)与 CEO 金融背景(*CEOFIN*)进行交乘,结果如表 5 第(4)列所示,交乘项的系数在 1%的水平上显著为正,即在国有企业中具有金融背景的 CEO 对企业金融化的正向作用更强烈。为了保持结果的稳健性,本文还按照产权性质进行了截面数据分析,结果报告于表 5 第(2)、(3)列中,在国有企业中,*CEOFIN* 的估计系数约为 0.02 且在 1%的水平上显

① 稳健性测试的具体表格均可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件查看。

著,较全样本系数变大;在非国有企业组 *CEOFIN* 的估计系数约为 0.01 且在 1%的水平上显著,较全样本系数变小。本文还进行了组间系数检验,差异在 5%的水平上显著为正<sup>①</sup>。以上的检验结果表明,相比于非国有企业,国有企业中 CEO 金融背景对企业金融化的促进作用更强。

表 5 CEO 金融背景、产权性质与企业金融化

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本 <i>FINRATIO</i>	<i>STATE</i> =1 <i>FINRATIO</i>	<i>STATE</i> =0 <i>FINRATIO</i>	全样本 <i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0142*** (6.9439)	0.0236*** (6.0080)	0.0074*** (3.2153)	0.0096*** (3.9374)
<i>STATE</i>	0.0069*** (6.5594)			0.0063*** (5.9011)
<i>CEOFIN</i> × <i>STATE</i>				0.0150*** (3.3915)
_cons	0.1170*** (10.1144)	0.1253*** (6.7861)	0.0975*** (6.0821)	0.1185*** (10.2362)
<i>CVs</i>	是	是	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是	是	是
<i>Year fe</i>	是	是	是	是
F	53.1151	33.7381	34.1865	52.1597
r <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.1215	0.1755	0.1250	0.1221
N	15445	6152	9293	15445

## 2. CEO 金融背景、制度环境与企业金融化

中国幅员辽阔,各地区发展差异较大,各地区的市场化改革进程各异,因而形成了具有较大差异的地区制度环境。赵晶和郭海(2014)认为制度环境会决定社会资本的效度,即公司高管的社会资本能否发挥作用,能发挥多大的作用均与制度环境有关,也就是说,制度环境影响高管管理自主权。烙印机制在实体企业中主要通过“印记”与“环境转换”发挥作用,同时,在此过程中管理者的决策自主权也必不可少,它决定了管理者对组织行为的把控程度(杜勇等,2018)。CEO 管理决策自主性越强,其话语权越大,面临的约束和受到的干扰也就越小,对企业的指挥力度也就越强(Wei and Ling,2015)。在这种情况下,CEO 因烙印机制形成的认知与能力才更容易展现出来,因其具有社会资本形成的资源获取能力也才更好施展。故而本文认为制度环境在 CEO 金融背景与企业金融化的作用中起着一定的调节作用。市场化水平较高的地方的制度比较完善,政府干预程度也比较低,在此环境下,CEO 的决策自主权较高,其金融背景也就更易发挥作用,金融化程度也就比较高。

本文采用了樊纲等(2017)计算的市场化指数来衡量制度环境(*MAINDEX*)。因为樊纲等(2017)计算的指数仅更新到 2014 年,因此,本文采用了指数的历史平均增长率计算 2015—2016 年的指数。将得到的各年的总指数评分进行加总得到指数评分和,然后将其进行排序,大于指数评分和中位数的认为市场化进程较快,制度环境较好,*MAINDEX* 记为 1;小于中位数的则认为市场化进程较慢,制度环境较差,*MAINDEX* 记为 0。为了检验上述假设,本文将制度环境(*MAINDEX*)与 CEO 金融背景(*CEOFIN*)进行交乘,结果如表 6 第(4)列所示,交乘项的系数在 1%的水平上显著为正,即在较好的制度环境下具有金融背景的 CEO 对企业金融化的促进程度更高。为了保持结果稳健性,本文还按照制度环境进行了截面数据分析,结果报告于表 6 第(2)、(3)列中,在制度环境较好的一组中,*CEOFIN* 的估计系数约为 0.02 且在 1%的水平上显著,较全样本系数变大;在制度环境较差的企业

① 组间系数检验结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件查看。

组 *CEOFIN* 的估计系数约为 0.00 且不显著,较全样本系数变小。本文还进行了组间系数检验,差异在 1%的水平上显著为正<sup>①</sup>。以上的检验结果表明,制度环境在 CEO 的金融背景与企业金融化之间起到调节作用,良好的制度环境更有利于 CEO 金融背景对企业金融化作用的发挥。

表 6 CEO 金融背景、制度环境与企业金融化

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本 <i>FINRATIO</i>	<i>MAINDEX=1</i> <i>FINRATIO</i>	<i>MAINDEX=0</i> <i>FINRATIO</i>	全样本 <i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0145*** (7.0680)	0.0189*** (6.9146)	0.0030 (0.9572)	0.0023 (0.6955)
<i>MAINDEX</i>				0.0083*** (8.9552)
<i>CEOFI×MAINDEX</i>				0.0175*** (4.1476)
<i>_cons</i>	0.1167*** (10.0845)	0.1143*** (5.8626)	0.1413*** (9.4794)	0.1239*** (10.7326)
<i>CVs</i>	是	是	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是	是	是
<i>Year fe</i>	是	是	是	是
F	53.0410	44.1005	20.6351	53.6535
r2_a	0.1215	0.1839	0.0961	0.1280
N	15422	7845	7577	15422

### 3. CEO 金融背景、企业金融化与企业风险

实体企业金融化的现象在中国非常普遍,但企业金融化的经济后果却众说纷纭,一直没有定论。目前文献主要探讨了企业金融化对企业创新(王红建等,2017)、生产效率(王红建等,2017)等的影响,得出的结论不尽相同。从以往的文献梳理可以得知,企业金融投资的动机之一是分散风险,那么,企业金融化是否真的能够达到这个目的?目前,还没有学者研究企业金融化与经营风险的关系,本文认为企业金融化会加剧经营风险:①金融投资本身就是一种风险较高的投资,企业金融化会将这种较高风险加在企业上,这也就增加了企业的经营风险。②金融投资会挤占部分实体业务的资金,增加了经营陷入困境的概率。③金融投资资金来源一般是借贷(Kliman and Williams,2015),企业金融化会增加企业的负债,增加企业压力,从而增加企业的经营风险。④企业金融化抑制了经营性业务的生产率和企业创新(王红建等,2017),这些均不利于经营业务发展,会增加企业的经营风险。

具有金融背景的 CEO 在金融化带来的经济后果中扮演着什么角色?Jensen and Zajac(2004)研究发现,具有财务背景的 CEO 更倾向于多元化的投资方式,这说明有专业知识的 CEO 更懂得优化投资方案,进行有效率的投资。具有金融背景的 CEO 在金融投资方面的专业知识和行业经验比不具金融背景的 CEO 更有优势,虽然他们偏好风险使得企业金融化程度较高,但由于其对投资项目的把控能力较其他 CEO 强,其进行的金融投资相对来说较为高效。另外,具有金融背景的 CEO 有着无金融背景的 CEO 所不具备的资源获取能力,能为企业创造相对宽松的资金环境,一旦企业资金缺乏,可以相对快速获得融资,即具有金融背景的 CEO 更易解决融资问题,这会缓解因金融投资占用资金导致的经营风险加大的问题。基于此,本文认为 CEO 的金融背景会弱化金融化导致的经营风险。

本文借鉴余明桂等(2013)的研究,采用业绩波动来衡量企业的经营风险,公式如下:

$$SDADJROA5 = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (ADJROA_{it} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N ADJROA_{it})^2} \quad (6)$$

① 组间系数检验结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件查看。

其中,  $ADJROA_{it}$  代表  $i$  企业第  $t$  期经行业平均值调整的资产收益率( $ROA$ ), 本文以 5 年作为一个观测时段( $N=5$ , 即  $t-4$  期、 $t-3$  期、 $t-2$  期、 $t-1$  期以及  $t$  期),  $SDADJROA5$  越大则说明企业的业绩波动性也越大, 即经营风险也越大。由于本部分主要研究金融化与企业风险的关系, 因此将上文中的控制变量中高管特征的相关变量改为内部控制与外部监管相关的变量。其中内部控制( $ICindex$ )的衡量参考逯东等学者(2014)的做法, 采用的是“迪博·中国上市公司内部控制指数”的标准化形式; 外部监管则采用两个变量加以描述, 分别是产业政策( $RES$ )和制度环境( $MAINDEX$ )。回归结果列于表 7, 在第(1)列的全样本中,  $FINRATIO$  的估计系数在 1% 的水平上显著为正, 即企业金融化会加剧企业经营风险; 然后以 CEO 金融背景将样本分组, 结果如第(2)、(3)列所示, 在有金融背景 CEO 的一组  $FINRATIO$  的估计系数有所下降且不显著, 而在没有金融背景 CEO 的一组  $FINRATIO$  的估计系数有所上升, 且在 1% 的水平上显著为正, 即 CEO 的金融背景会弱化金融化导致的经营风险。

表 7 CEO 金融背景、企业金融化与经营风险

	(1)	(2)	(3)
	全样本 $SDADJROA5$	$CEOFIN=1$ $SDADJROA5$	$CEOFIN=0$ $SDADJROA5$
$FINRATIO$	0.5635*** (3.8986)	-0.0266 (-0.0379)	0.6181*** (4.1889)
$_cons$	-1.3793*** (-6.6431)	-2.7354* (-1.9086)	-1.3801*** (-6.6880)
$CVs$	是	是	是
$Industry\ fe$	是	是	是
$Year\ fe$	是	是	是
F	492.2338	10.4317	509.8629
$r^2\_a$	0.5711	0.3462	0.5914
N	14022	660	13362

注:  $CVs$  是控制变量, 具体是将上文中的控制变量中高管特征的相关变量改为内部控制与外部监管相关的变量。

## 九、研究结论与启示

### 1. 研究结论

中国经济正处于转型的关键时期, 在此阶段企业过度金融化会阻碍企业创新, 导致企业偏离主业而趋于空心化, 这不利于企业未来发展, 也不利于宏观经济稳定, 深入了解企业金融化的影响因素成为解决此问题的关键。鉴于此, 本文基于烙印理论, 选取中国沪深 A 股 2008—2016 年上市公司为样本研究了 CEO 金融背景对企业金融化的影响以及因此引发的经济后果。研究发现: CEO 金融背景对企业金融化具有显著的正向影响, 即聘请具有金融背景的 CEO 能够促进企业金融化, 并且 CEO 的非银行金融背景产生的作用更为强烈; 在控制内生性之后, 结论仍然成立。进一步的作用机制分析表明, CEO 金融背景主要是通过影响过度自信和融资约束而来影响企业金融化。同时, 在国有企业和处于制度环境较好的地区中, CEO 金融背景对企业金融化的正向影响更为强烈。尽管实体企业金融化会加剧企业的经营风险, 但 CEO 金融背景的存在会弱化金融化对企业风险的作用。

### 2. 启示与建议

(1) 对于企业整体而言, 在配置自己的高层管理团队时, 尽量寻找不同经历的人员, 以相互抵消烙印机制留下的负面影响, 从而做出合理平衡的决策。本文的研究发现, 具有金融背景的 CEO 比不具有金融背景的 CEO 因更熟悉各种金融资产性质和各种投资策略、拥有更强的信息处理能力、机



会筛选能力、资本运作能力以及可以利用自己的网络关系缓解融资约束和降低资金占有等,更容易导致企业的过度金融化,并且 CEO 的非银行金融背景比银行背景的作用更为强烈。由此,如果企业高管层聘请了过多的有金融背景的高管,那么势必会加大企业金融化程度,从而导致更为明显的金融投资对主业投资的“挤出效应”。因此,为了避免企业过度金融化而对主业发展带来的损害,就要求企业在甄选高管或进行金融投资决策时,关注和适当控制高管团队以及决策层中具有金融背景特征的高管比例,特别是那些曾经在保险公司、证券公司、基金管理公司、证券登记结算公司、期货公司、投资银行、信托公司、投资管理公司等非银行金融机构工作的高管比例。诚如本文中有金融工作经历的 CEO 偏好风险,企业在选择其他高管成员时就要尽量选择有“谨慎烙印”的人员,使得高管团队的工作背景多元化,以达到各种背景取长补短从而实现烙印机制的最优效应。

(2)对于管理层自身而言,要辩证地看待烙印机制,要有行为决策会受过去经历影响的认识,同时在决策过程中对这种影响保持警觉,经常自我反思,减少烙印机制的负面影响而放大其正面效应。例如本文研究的有金融工作经历的 CEO,需要清楚认识自己在过去的从业中形成的认知及意识,在决策中要对这种惯性思维保持警觉。本文的研究发现,CEO 拥有金融背景主要是通过提高 CEO 自信程度和缓解融资约束来促进企业金融化。这要求拥有金融背景的高管层必须合理认识自己曾经获取的金融投资经验和信息处理能力,对投资风险的变化保持高度的警惕,避免过度自信导致企业盲目金融化,包括 CEO 在内的高管层要认清企业所处的当前形势,合理评估和寻求风险承受范围内的、适合于企业自身发展的金融化程度,避免企业因过度金融化而阻碍甚至破坏主业发展。此外,可以引入第三方风险评估机构,专门针对 CEO 引导的金融投资决策做独立的风险评估,即削弱具有金融背景的、特别是具有非银行金融背景的 CEO 在企业金融投资决策过程中的话语权,避免由 CEO 的独断专行而导致实体企业过度金融化。

(3)对于政府监管部门而言,要尽快完善资本市场制度,加快国有企业改革步伐,降低政府直接干预决策的程度。本文的研究发现,在国有企业和制度环境较好的企业中 CEO 的金融背景对企业金融化的正向影响更为明显。由于国有企业具有天然的政府资源和行政袒护,使得国有企业比非国有企业中的具有金融背景的 CEO 更易产生过度自信,从而高估收益、忽视风险;有政府作为“后盾”,国有企业中具有金融背景的 CEO 缓解融资约束的能力更易施展,这无疑消除了具有金融背景的 CEO 对企业过度金融化而产生危害的忧虑,同时增强了其做出更大程度的金融化决策的动力,为此,政府监管部门需要尽快通过完善资本市场制度、加快国有企业改革步伐,消除国有企业与非国有企业在公共资源禀赋上的差异,让具有金融背景的 CEO 不再具有政府偏袒的优越感,督促他们形成金融风险防范意识。此外,由于市场化水平较高的地方,CEO 的决策自主权较高,其金融背景更易发挥作用从而促进实体企业金融化,因此,需要在推进市场化进程的同时完善对 CEO 决策权的监督约束机制,具体可通过加大外部董事的比例、设计投资风险分担机制等措施来实现。

需要说明的是,虽然本文的研究发现 CEO 金融背景会正向促进实体企业金融化,但不一定就会导致企业过度金融化,也就是说,CEO 的金融背景并不一定就是坏事,毕竟有金融背景的 CEO 在金融风险识别能力、网络关系资源、缓解融资约束以及降低资金占有等方面具有优势,关键是如何恰当利用这些优势来确保实体企业金融化的适度性。此外,限于数据收集的困难,本文仅考虑了 CEO 是否具有金融背景和是否具有银行背景,没有考虑其金融背景在任职时间、担任职位等方面的异质性,后续研究可以深入分析 CEO 在金融机构任职时间的长短、担任职位的高低等对实体企业金融化的影响。

## [参考文献]

- [1]蔡明荣,任世驰. 企业金融化:一项研究综述[J]. 财经科学, 2014,(7):41-51.
- [2]戴维奇,刘洋,廖明情. 烙印效应:民营企业谁在“不务正业”[J]. 管理世界, 2016,(5):99-115.
- [3]邓超,张梅,唐莹. 中国非金融企业金融化的影响因素分析[J]. 财经理论与实践, 2017,(2):2-8.
- [4]邓建平,陈爱华. 高管金融背景与企业现金持有——基于产业政策视角的实证研究[J]. 经济与管理研究, 2017,(3):133-144.
- [5]邓建平,曾勇. 金融生态环境、银行关联与债务融资——基于我国民营企业的实证研究[J]. 会计研究, 2011,(12):33-40.
- [6]杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济, 2017,(12):113-131.
- [7]杜勇,张欢,陈建英. CEO海外经历与企业盈余管理[J]. 会计研究, 2018,(2):27-33.
- [8]樊纲,王小鲁,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京:社会科学文献出版社, 2017.
- [9]胡秀群,吕荣胜. 高管过度自信、过度悲观与股利羊群行为研究[J]. 商业经济与管理, 2013,(7):28-36.
- [10]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]. 经济研究, 2017,(1):181-194.
- [11]胡元木,纪端. 董事技术专长、创新效率与企业绩效[J]. 南开管理评论, 2017,(3):40-52.
- [12]姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009,(1):131-143.
- [13]逮东,王运陈,付鹏. CEO激励提高了内部控制有效性吗?——来自国有上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014,(6):66-72.
- [14]卢盛峰,陈思霞. 政府偏袒缓解了企业融资约束吗?——来自中国的准自然实验[J]. 管理世界, 2017,(5):51-65.
- [15]彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济, 2018a,(1):137-155.
- [16]彭俞超,倪骁然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究, 2018b,(10):50-66.
- [17]曲进,高升好. 银行与企业关联提升抑或降低了企业投资效率[J]. 数量经济技术经济研究, 2015,(1):36-51.
- [18]王红建,曹瑜强,杨庆,杨箐. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017,(1):155-166.
- [19]余明桂,李文贵,潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究, 2013,(1):149-163.
- [20]虞义华,赵奇锋,鞠晓生. 发明家高管与企业创新[J]. 中国工业经济, 2018,(3):136-154.
- [21]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,(12):32-46.
- [22]赵晶,郭海. 公司实际控制权、社会资本控制链与制度环境[J]. 管理世界, 2014,(9):160-171.
- [23]祝继高,韩非池,陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资——基于A股上市公司的实证研究[J]. 金融研究, 2015,(3):176-191.
- [24]Bessembinder, H. Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis, 1991,26(4):519-532.
- [25]Calori, R., M. Lubatkin, P. Very, and J. F. Veiga. Modelling the Origins of Nationally-Bound Administrative Heritages: A Historical Institutional Analysis of French and British Firms [J]. Organization Science, 1997,8(6): 681-696.
- [26]Ciamarra, E. S. Monitoring by Affiliated Bankers on Board of Directors: Evidence from Corporate Financing Outcomes[J]. Financial Management, 2012,41 (3):665-702.
- [27]Greenwood, R., A. M. Diaz, S. X. Li, and J. C. Lorente. The Multiplicity of Institutional Logics and the Heterogeneity of Organizational Responses[J]. Organization Science, 2010,21(2):521-539.
- [28]Hambrick, D. C., and P. A. Mason. Upper Echelons[J]. Automatic Control & Computer Sciences, 1984,41(1): 39-43.
- [29]Jensen, M., and E. J. Zajac. Corporate Elites and Corporate Strategy: How Demographic Preferences and

- Structural Position Shape the Scope of the Firm[J]. *Strategic Management Journal*, 2004,25(6):507-524.
- [30]Kliman, A., and S. D. Williams. Why ‘Financialisation’ Hasn’t Depressed U.S. Productive Investment[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2015,39(1):67-92.
- [31]Marquis, C., and A. Tilcsik. Imprinting: Toward a Multilevel Theory [J]. *Academy of Management Annals*, 2013,7(1):195-245.
- [32]Mathias, B. D., D. W. Williams, and A. R. Smith. Entrepreneurial Inception:The Role of Imprinting in Entrepreneurial Action[J]. *Journal of Business Venturing*, 2015,30(1):11-28.
- [33]Peng, M. W., and Y. Luo. Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy: The Nature of a Micro-Macro Link[J]. *Academy of Management Journal*, 2000,43(3):486-501.
- [34]Vergne, J. P., and R. Durand. The Missing Link Between the Theory and Empirics of Path Dependence: Conceptual Clarification, Testability Issue, and Methodological Implications [J]. *Journal of Management Studies*, 2010,47(4):736-759.
- [35]Wei, L. Q., and Y. Ling. CEO Characteristics and Corporate Entrepreneurship in Transition Economies: Evidence from China[J]. *Journal of Business Research*, 2015,68(6):1157-1165.

## CEO’s Financial Background and the Financialization of Entity Enterprises

DU Yong, XIE Jin, CHEN Jian-ying

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

**Abstract:** In recent years, the growth rate of real economy has slowed down. On the contrary, the financial industry has entered a stage of rapid development. More and more enterprises are involved in the financial industry in order to transform and expand profits. China has gradually emerged the phenomenon of “enterprise financialization”. In this context, based on imprinting theory, this paper chooses listed companies in Shanghai and Shenzhen A-share market from 2008 to 2016 as samples to study the relationship between CEO’s financial background and corporate financialization. It also discusses the mechanism, environment and the role of CEO’s financial background in the economic consequences of enterprise financialization. The research finds that CEO’s financial background has a significant positive impact on corporate financialization, among which the non-bank financial background has a stronger positive effect; after controlling the endogenous, the conclusion is still established. Further, the mechanism test shows that CEO’s financial background mainly promotes the financialization of enterprises by improving the confidence of CEO’s and easing financing constraints. When we study the effect environment of CEO’s financial background on enterprise’s financialization, we find that the positive impact of CEO’s financial background on enterprise’s financialization is more obvious in state-owned enterprises and enterprises with better institutional environment. Finally, this paper also finds that although the financialization of the entity enterprises will aggravate the operational risk, the existence of CEO’s financial backgrounds will weaken the effect of enterprise financialization on the enterprise risk. This paper extends the application scope of imprinting theory from the perspective of manager behavior, and enriches the research of executives’ financial background and financialization of entity enterprises. At the same time, it also provides relevant basis for enterprises and regulatory departments to guard against financial risks and guide investors to establish correct psychological cognition and value concept.

**Key Words:** financial background; financialization of entity enterprises; imprinting theory; financing constraints

**JEL Classification:** E52 G31 M41

[责任编辑:许明]