

董事会非正式层级与企业金融化

凌 华¹,王 璇²

(1.南京审计大学 会计学院,江苏 南京 211815;2.对外经济贸易大学 国际商学院,北京 100029)

[摘 要]近年来,实体企业金融化逐渐成为理论界和实务界研究的焦点。从董事会非正式层级的研究视角切入,以2009—2020年我国沪深A股上市企业为研究样本,探讨了董事会非正式层级对企业金融化的影响。研究发现:(1)董事会非正式层级清晰度的提高对企业金融化具有显著的促进作用;(2)董事长非正式层级和市场化水平能正向调节两者之间的关系;(3)通过区分董事会非正式层级不同类型,发现相较于媒体声誉差异,社会资本差异形成的非正式层级对金融化的影响更为明显,而基于政治资本差异形成的非正式层级对金融化不存在显著影响;董事会非正式层级仅对短期金融化存在显著正向影响;(4)从影响后果来看,董事会非正式层级导致的金融化显著提高了企业绩效,缓解了融资约束。研究有助于深入探讨微观企业金融化的成因,对企业优化董事会治理、防范金融风险均具有启示作用,也为政府部门加强监管提供了一定的参考价值。

[关键词]董事会非正式层级;企业金融化;企业业绩;融资约束;董事会治理

[中图分类号]F271;F832.51 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)05-0119-09

一、引言

近年来,随着实业投资利润率的不断下滑,越来越多的实体企业基于发掘新型利润增长点的导向,逐渐脱离原有主营业务,选择将资金投入更高收益的金融行业,使整体经济呈现明显的金融化趋势。为了保证经济的稳步运行,党的十九届五中全会明确提出,要“构建金融有效支持实体经济的体制机制,提升金融科技水平,增强金融普惠性”。数据显示,我国的实体经济投资回报率已由2008年前的8%~10%下降到2018年的5.04%,而2020年38家上市银行净利润占全部A股上市公司净利润的42%,大量资本涌入虚拟经济部门,实体经济有效投资不足,“脱实向虚”情况日益加剧。实体企业金融化问题成为当前理论界与实务界需要探讨的重要话题之一。

既有文献主要从微观企业内部^[1-3]和外部宏观制度环境^[4-6]两个维度对金融化的影响因素展开研究,但尚未从董事会内部非正式层级结构这一视角对金融化的动因进行分析。而董事会作为公司治理的核心,其成员个人影响力和声誉差异会形成一种隐形地位秩序,即非正式层级最终会对董事会的金融投资决策产生影响。鉴于此,在我国董事会制度的背景下,探讨董事会非正式层级对企业金融化的影响有着极为重要的理论和现实意义。本文选取2009—2020年A股上市企业的数据,研究董事会非正式层级与企业金融化的关系。研究发现:董事会非正式层级与企业金融化之间存在正向关系,即随着非正式层级清晰度的提高,企业金融化程度逐渐增大;董事长非正式层级和市场化水平起着正向的调节作用。在异质性分析中,本文发现基于董事成员兼职数量的社会资本差异和媒体声誉差异形成的非正式层级对企业金融化具有正向影响;非正式层级提高了短期金融资产持有的比例,但没有显著影响长期金融资产的配置。从影响后果来看,非正式层级导致的金融化可以提高企业绩效,降低融资约束。本文进行了替换非正式层级测度、更改金融化测量指标、PSM检验等一系列稳健性测试发现,研究结论依然成立。

本研究可能的边际贡献在于:第一,本文丰富了金融化影响因素的相关文献。现有文献主要从税收政策^[7]、经济政策^[4]、产业政策^[5]和营商环境^[6]等外部宏观层面因素出发,研究其与企业金融化之间的关系,但基于微观视角的研究有限。本文首次从非正式层级这一董事会特征切入,揭示了董事会成员社会资本不平衡性导致的隐形关系协调机制对金融化决策行为的影响,对董事会非正式层级作用下企业金融化的影响后果提供了新的证据。第二,本文拓展了董事会非正式层级治理效应的相关研究。在已有研究中,学者们考察了董事会非正式层

[收稿日期]2022-04-05

[基金项目]国家社会科学基金项目(20BG1221)

[作者简介]凌华(1981—),女,安徽舒城人,南京审计大学会计学院副教授,硕士生导师,从事企业创新管理、内部控制与风险管理等研究, E-mail:linghua@nau.edu.cn;王璇(1997—),女,江苏南京人,对外经济贸易大学国际商学院博士研究生,从事公司治理研究。

级对企业投资行为^[8,9]、财务绩效^[10,11]、创新^[12]、公司违规^[13]、董事异议^[14]、资本结构决策效率^[15]、并购绩效^[16]的影响。本文在预期地位理论和关系契约理论的基础上探索了董事会非正式层级对金融资产配置的影响,对董事会非正式层级影响后果的理论研究进行了有益补充。

二、理论基础与研究假设

预期地位理论指出,董事成员往往会基于成员的个体特征、所能控制的资源以及其对董事会目标贡献程度的差别自发地对不同成员在群体中的地位形成判断^[17-19]。这种预期地位差异会在董事会内部达成一致,导致董事在群体中的个人权威与声望形成隐形的层级秩序,即董事会非正式层级^[20-22]。考虑到董事会是一人一票制,同时董事很少聚在一起,无法根据正式的规则制度进行指导^[23],可以说在董事会信息整合、运作与协调决策中,非正式层级发挥着极为关键的作用。董事会作为企业投资与经营战略的制定者,企业金融化行为不可避免会受到董事会非正式层级的影响。基于信息决策理论与资源依赖理论,本文认为董事会非正式层级清晰度的提高会加剧企业金融化。

首先,从信息传递视角来看,董事会非正式层级清晰度的提升加大了企业金融化的动机。信息决策理论认为,信息是决策的基础,信息的质量、接受程度和传播效率等特征直接决定了决策的效果。董事作为投资信息的拥有者和传播者,需要获取和掌握真实完整的投资机会信息,再将信息科学且有效传播和流通。但是董事个人观念必然会导致信息的处理与传递带有主观色彩,对金融投资决策造成影响。非正式层级排名较高的董事往往兼职更多,拥有更为丰富的社会资本,可以利用其关系网络获取更多同行业或者不同行业其他企业经营投资的相关信息^[24]。而金融投资具有“高风险”“高回报”的特殊性,会导致高层级董事在信息交流的过程中,其偏好、认知更容易受到联结企业金融化的“烙印”,变得更倾向于配置金融资产^[25]。在参考联结企业通过金融资产获益的成功案例后,高层级董事既可能出于“蓄水池”动机配置流动性较强的金融资产平滑企业现金流,避免资金不足的不利后果;也可能出于“投机”动机购入投资回报率高的金融资产以获得短期超额利润,从而在市场上维持竞争优势^[26-27]。根据关系契约理论,董事会低位成员对高位成员有较高的期望,认为高位成员更有能力胜任团队任务、做出正确的决策^[28],愿意和高位成员合作、分享资源并受其领导,这使得高层级董事能够利用其社会资本带来的信任和尊重推动金融投资决策的制定和通过。即使低位董事最初可能并不认可高位董事的金融投资提议,也会为了减少高位董事的敌意和其他董事的排挤而“顺从”高位董事,表现出与高位董事相似的金融投资行为和偏好,努力提出建设性意见,与其他董事达成一致^[29-30]。因此,当董事会非正式层级清晰度较高时,高层级董事有更强的动机和能力引领董事会学习和模仿联结企业进行金融投资,导致企业金融化程度提高。

其次,从资源获取的视角来看,非正式层级清晰度较高的董事会能够更有效地获取和整合资源,提高企业金融化的能力。一方面,根据资源依赖理论,企业金融投资决策需要董事成员的知识、技能、经验和资源等社会资本,依赖成员间的交流与合作^[31]。而非正式层级能够弥补正式机制在协调方面的缺失,帮助成员认识到自己的地位,构建起董事会内部的社交秩序,减少成员间无意义摩擦,降低信息不对称程度^[11]。在非正式层级的作用下,高位董事引导其他董事更高效地利用每位成员的社会资本,为企业建立起和其他组织交流协作的通道,帮助企业监测外部环境以获得高质量的金融投资机会,收集和交换大量金融投资相关的信息和经验以降低有限理性可能导致的判断不足,最终提高了企业金融化水平。另一方面,高层级董事在政府部门、其他企业和金融机构的任职让其拥有更高的声誉和社会地位,向外界传递积极的信息即董事会能为企业价值做出更有力的保障,提高外界对企业的信任和认可,由此获得更多融资渠道,缓解金融投资时可能面临的资金匮乏难题,从而加大了企业金融化程度^[32]。基于此,本文提出假设 H1。

H1:其他条件一定的情况下,董事会非正式层级清晰度越高,企业金融化程度越高。

在理论上,董事会内部人人平等,每位成员在投票时都只有一票。但实际上企业是层级制组织,不仅董事长与职员之间有着上下级关系,董事长与其他董事之间也存在着事实上的领导与服从关系,因为董事长有权力决定董事会其他成员的发展与晋升^[33]。在此情况下,董事长显然处于董事会正式层级中的最高层级。当董事长同时处于正式和非正式层级的最高位置时,其对董事会的金融投资决策更具话语权,董事会内部的沟通效率得到进一步提高,成员的社会资本被更有效地利用,实现成员间信息、技能、知识、资源和能力等全方位的互补。董事长从股东利益出发,领导董事会对金融投资信息进行充分交流和分析,以较低的时间、资金成本和较高的效率

发现并抓住优质投资机会,在横纵向对比和可行性探讨后制定本企业的最优投资策略,确保企业的金融投资比例能获得较高收益的同时最大程度地降低金融投资带来的风险。董事长还能利用其人脉和声誉获得财务资源、政策性资源等重要资源来帮助企业配置金融资产,提高企业绩效。基于此,本文提出假设 H2。

H2:其他条件一定的情况下,董事长拥有最高的非正式层级时,董事会非正式层级的清晰度与企业金融化之间的正相关关系更强。

资源依赖理论认为,企业是一个无法生产所有必须资源的开放性系统。为了生存和发展,企业需要依赖市场、行业等外部环境,与其他组织进行信息、知识、资金等资源的交换^[32]。地区的地理位置、经济发展水平、政策等因素的不同会导致地区间市场化水平存在明显差异,而董事会进行金融投资决策显然会受到所在地区市场化水平的影响。首先,较高的市场化水平意味着融资市场更加发达,融资渠道更多样,信息流通更好,更能缓解企业的融资约束难题^[34]。非正式层级清晰度较高的董事会在做投资决策的过程中更为团结和积极,发生冲突的可能性被降低,运作效率更高,使其能够在市场化程度较高时更快速且有效地借助良好的外部环境进行融资,避免因资金不足而错过投资机会,从而扩大金融投资以提高企业盈利,占据竞争优势。其次,较高的市场化水平还可以为企业提供更完善的法律制度环境,对投资者更高的保护力度和较小的行业壁垒。此时,高度市场化带来的更多的避险工具和保障措施能提高企业的风险承担能力^[35]。而非正式层级清晰度较高的董事会凭借其高质量决策能更准确地衡量与预测企业承担的风险水平,投资激进程度增加,利用其社会资本获取金融投资途径,减少金融资产投资的成本与风险,最终导致企业的金融化程度上升^[36]。基于此,本文提出假设 H3。

H3:其他条件一定的情况下,市场化水平的提高有助于增强董事会非正式层级清晰度与企业金融化之间的正相关关系。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

鉴于我国沪深 A 股上市公司从 2008 年起公布具体的董事个体背景信息,本文的初始研究样本选取 2009—2020 年全部 A 股上市公司。在剔除金融保险行业和房地产类上市公司、剔除缺失值和异常值、剔除被 ST 和 *ST 的公司之后,最终本文获得了 20083 个公司-年度观测值。本文所用的变量数据来源于 CSMAR 数据库和 CNRDS 数据库。为了避免极端值的影响,本文对全部连续变量在 1% 和 99% 分位进行了 Winsorize 缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 解释变量

董事会非正式层级(Hierarchy):董事会成员在董事会群体中由于个体社会资本差异形成的隐形地位排序。本文借鉴 He 和 Huang^[37]、陈仕华等^[14]等学者的方法,选取 Gini 系数衡量董事会非正式层级,公式如下:

$$G = \frac{2cov(y, r_y)}{N_y} \quad (1)$$

其中,G 是 Gini 系数,用来测度董事会非正式层级的清晰度;y 是董事个体的地位指标,通过主成分分析法将董事外部兼职数量、媒体关注度和政治关联数这三个地位指标综合而成。其中,董事外部兼职数是董事兼任外部董事的数量;董事会成员的媒体关注度是指董事在中国最具影响力的六家媒体中出现相关正面或中性报道的数量。这六家媒体选取《21 世纪新闻报道》《证券时报》《经济观察报》《证券日报》《中国证券报》和《中国经营报》^[38]。如果董事具有中央一级政府的政治背景,其政治关联度赋值为 2;当具有地方一级政府的政治背景时赋值为 1;其他情况则赋值为 0^[39]。 r_y 表示个体董事在董事会中的地位排名; $cov(y, r_y)$ 是 y 和 r_y 的协方差;N 是董事会规模; \bar{y} 是 y 的均值。Gini 在 0-1 之间,Gini 越大,董事会非正式层级越清晰,成员间的地位差异越明显;当 Gini 为 0 时董事会成员之间不存在地位差异,董事会属于水平型层级结构;当 Gini 为 1 时董事会成员之间的非正式层级完全不同,董事会呈现垂直型层级结构。

2. 被解释变量

企业金融化(Fin):本文参考彭俞超等^[4]、李馨子等^[1]、杜勇等^[3]的测度方法,用金融资产占总资产的比值来衡量企业金融化水平。其中,金融资产包括交易性金融资产、衍生性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产和长期股权投资。

3. 调节变量

董事长是否处于最高非正式层级 (*DF*):当董事长在董事会中拥有最高的非正式层级时,取值为 1,否则取值为 0。市场化水平 (*MK*):使用市场化指数,从政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度、市场中介组织发育和法律环境制度衡量市场化进程。

4. 控制变量

借鉴李馨子等^[1]、杜勇等^[3]、曹丰等^[40]学者的研究,本文设置以下控制变量:企业规模 (*Size*)、盈利能力 (*ROA*)、资产周转率 (*Turnover*)、成长性 (*Growth*)、资产负债率 (*Lev*)、托宾 *Q* 值 (*TQ*)、两职合一 (*Dual*)、固定资产比例 (*FA*)、管理层持股比例 (*Mshare*)、第一大股东持股比例 (*Top1*)、行业成长性 (*Ind_Q*)。此外,本文还控制了年份 (*Year*) 与行业 (*Industry*) 虚拟变量。具体变量定义见表 1。

(三) 模型设定

为了检验董事会非正式层级与企业金融化的关系,分析董事长是否拥有最高非正式层级和市场化水平的调节效应以及非正式层级的影响后果,本文分别构建以下模型:

$$FIN_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Hierarchy_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$FIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Hierarchy_{i,t} + \beta_2 DF_{i,t} + \beta_3 Hierarchy_{i,t} \times DF_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$FIN_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Hierarchy_{i,t} + \delta_2 MK_{i,t} + \delta_3 Hierarchy_{i,t} \times MK_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$ROA_{i,t}/KZ_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Hierarchy_{i,t} + \gamma_2 FIN_{i,t} + \gamma_3 Hierarchy_{i,t} \times FIN_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,模型(2)用来研究董事会非正式层级 (*Hierarchy*) 对企业金融资产配置 (*FIN*) 的影响,模型(3)和模型(4)用于研究董事长是否拥有最高层级 (*DF*) 和市场化水平 (*MK*) 对两者关系的调节效应,模型(5)用于研究董事会非正式层级造成的企业金融化对企业绩效 (*ROA*) 和融资约束 (*KZ*) 的影响。

四、实证结果及其分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了本文的描述性统计。企业金融化 (*FIN*) 的均值为 0.0795,最小值为 0,最大值为 0.524,说明不同企业配置金融资产的比例参差不齐,部分企业金融化程度较高。董事会非正式层级 (*Hierarchy*) 的均值为 0.325,最小值为 0,最大值为 0.688,中位数为 0.338,说明大多数企业董事会存在较小的非正式层级,但是企业间的董事会非正式层级清晰度差别较大。控制变量的结果与已有研究基本相符,本文不再赘述。

表 1 变量定义

变量性质	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	企业金融化	<i>Fin</i>	金融资产/总资产
解释变量	董事会非正式层级	<i>Hierarchy</i>	利用公式(1)Gini 系数计算所得
调节变量	董事长是否拥有最高非正式层级	<i>DF</i>	哑变量,董事长拥有最高非正式层级取值为 1,否则为 0
控制变量	市场化水平	<i>MK</i>	各省份年末的市场化指数
	公司规模	<i>Size</i>	公司资产总额的自然对数
	总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/资产总额
	资产周转率	<i>Turnover</i>	营业收入/资产总额
	成长性	<i>Growth</i>	营业收入增长率
	资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额/资产总额
	托宾 <i>Q</i> 值	<i>TQ</i>	总资产市场价值/总资产账面价值
	两职合一	<i>Dual</i>	若董事长与总经理同为一人则取值为 1,否则为 0
	固定资产比例	<i>FA</i>	固定资产/总资产
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	管理层持股数/总股本
股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	
行业成长性	<i>Ind_Q</i>	各年度、行业的托宾 <i>Q</i> 的中位数	
行业	<i>Industry</i>	根据证监会行业分类标准(2012 版)设定	
年份	<i>Year</i>	根据样本年度区间 2009—2020 年设定	

表 2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	极小值	极大值
<i>FIN</i>	20083	0.0795	0.106	0.0388	0.000	0.524
<i>Hierarchy</i>	20083	0.325	0.159	0.338	0.000	0.688
<i>Size</i>	20083	20.14	5.266	21.96	6.844	26.05
<i>ROA</i>	20083	0.0335	0.0646	0.0336	-0.260	0.189
<i>Turnover</i>	20083	0.618	0.436	0.518	0.0728	2.499
<i>Growth</i>	20083	0.399	1.233	0.114	-0.722	9.037
<i>Lev</i>	20083	0.462	0.202	0.461	0.0689	0.896
<i>TQ</i>	20083	2.093	1.381	1.641	0.882	8.456
<i>Dual</i>	20083	0.772	0.420	1.000	0.000	1.000
<i>FA</i>	20083	0.224	0.169	0.189	0.00209	0.710
<i>Mshare</i>	20083	0.0722	0.138	0.000535	0.000	0.565
<i>Top1</i>	20083	0.336	0.148	0.312	0.0848	0.740
<i>Ind_Q</i>	20083	1.712	0.435	1.646	1.000	2.880

(二) 实证结果与分析

表3 报告了模型(2)至模型(4)董事会非正式层级与实体经济金融化假设的回归结果。第(1)列是模型(2)的回归结果,董事会非正式层级的系数依然在1%水平上显著为正,说明非正式层级清晰度越高,企业越倾向于配置金融资产,假设H1得到验证。第(2)列结果表明,董事长是否处于最高层级与非正式层级的交乘项(*Hierarchy* × *DF*)的系数为0.019,在5%水平上显著为正,说明当董事长处于最高层级时,董事会非正式层级对金融化的促进作用更大,假设H2得到验证。由第(3)列可知,交乘项(*Hierarchy* × *MK*)的系数为0.005,在5%水平上显著为正,说明市场化进程越快,越能够增强董事会非正式层级与金融化之间的正相关关系,假设H3得到验证。

(三) 稳健性检验

1. 倾向得分匹配法(PSM)

为了检验本研究是否存在样本自选择引起的内生性问题,本文通过倾向得分匹配方法(PSM)对样本进行控制后再回归检验。本文首先在分年度与行业的基础上根据董事会非正式层级的二分位设置处理组和控制组,高于中位数的处理组赋值为1,低于中位数的控制组赋值为0。其次,本文基于企业特征变量与治理变量进行1:1最近邻匹配,并进行平衡性检验,检验通过后再进行回归。表4第(1)列回归结果显示,董事会非正式层级与金融化的系数为0.014,在5%水平上显著,说明董事会非正式层级清晰度越高,企业越倾向于进行金融投资,这一结论与前文研究结论相符。

2. 滞后一期检验

考虑到董事会非正式层级对企业金融化产生影响可能需要一段时间,本文基于滞后一期董事会非正式层级(*L. Hierarchy*)重新对主假设进行回归检验,结果见表4第(2)列。董事会非正式层级滞后一期的系数为0.011,仍在5%水平上显著正向影响企业金融化水平,与前文结论保持一致,证明了本文研究结果的稳健性。

3. 改变解释变量的衡量方式

为了让董事会非正式层级的衡量方法更稳健,本文参考陈仕华等^[14]的研究,进一步增加董事年龄、性别与任期三个地位指标重新度量非正式层级。中国儒家文化向来强调“男尊女卑”和“长幼有序”,即认为男性、年长者、任期更长者做出的决策更明智,由此男性地位比女性更高、年长者以及任期更长者地位比年幼者和组织内任期短者的地位更高。基于此,本文在儒家文化背景下基于上述六个地位指标重新计算获得董事会非正式层级的替代变量(*Hierarchy2*),表4第(3)列回归结果和前文结论保持一致。

4. 改变被解释变量的衡量方式

为了提高结论的稳健性,本文选取企业是否购买金融资产(*FIN_dum*)这一哑变量重新衡量企业金融化。表4第(4)列回归结果可以看出,董事会非正式层级的回归系数仍旧在1%水平上显著为正,这说明董事会非正式层级清晰度较高的企业购买金融资产的意愿更强,这与前文结论相符。

表3 假设回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>	<i>FIN</i>
<i>Hierarchy</i>	0.015 *** (3.42)	0.005 (0.79)	-0.026 (-1.46)
<i>DF</i>		-0.007 ** (-2.40)	
<i>Hierarchy</i> × <i>DF</i>		0.019 ** (2.33)	
<i>MK</i>			0.003 *** (3.68)
<i>Hierarchy</i> × <i>MK</i>			0.005 ** (2.27)
<i>Size</i>	0.004 *** (5.16)	0.004 *** (5.14)	0.004 *** (4.80)
<i>ROA</i>	-0.028 ** (-2.25)	-0.028 ** (-2.29)	-0.027 ** (-2.24)
<i>Turnover</i>	-0.045 *** (-24.23)	-0.045 *** (-24.27)	-0.048 *** (-25.32)
<i>Growth</i>	-0.006 *** (-9.44)	-0.006 *** (-9.41)	-0.005 *** (-9.21)
<i>Lev</i>	-0.104 *** (-22.96)	-0.104 *** (-22.99)	-0.100 *** (-22.29)
<i>TQ</i>	0.002 *** (3.30)	0.002 *** (3.28)	0.002 *** (3.20)
<i>Dual</i>	0.003 * (1.71)	0.003 * (1.67)	0.004 ** (2.36)
<i>FA</i>	-0.171 *** (-33.00)	-0.171 *** (-33.02)	-0.167 *** (-32.31)
<i>Mshare</i>	-0.063 *** (-11.51)	-0.063 *** (-11.49)	-0.070 *** (-12.68)
<i>Top1</i>	-0.000 (-0.08)	-0.000 (-0.03)	-0.003 (-0.51)
<i>Ind_Q</i>	-0.008 (-1.51)	-0.008 (-1.53)	-0.008 (-1.52)
<i>Constant</i>	0.130 *** (6.14)	0.135 *** (6.33)	0.123 *** (5.65)
<i>Year</i>	Control	Control	Control
<i>Industry</i>	Control	Control	Control
<i>N</i>	20083	20083	20083
<i>R²</i>	0.195	0.196	0.200

注:***、**、* 分别表示在0.01、0.05和0.1置信水平上显著。下同。

五、进一步研究

(一)异质性分析

1. 基于不同类型董事会非正式层级的异质性分析

前文研究表明,董事会内部成员社会资本不同带来的地位差异会加大企业金融化程度。进一步地,本文试图探讨由董事在外兼职导致的社会资源差异、政治关联导致的政治地位差异和由媒体声誉差异形成的非正式所产生的影响是否存在不同。

表5第(1)列至第(3)列报告了不同类型地位差异形成的非正式层级的影响结果。结果显示,基于地方或者中央政府政治关联形成的政治资本相对差异(*Gini_pc*)并没有对企业金融化产生影响;相较于媒体声誉差异(*Gini_media*),基于兼职形成的非正式层级(*Gini_listed*)对企业金融化的促进作用更强。这表明和政治资源相比,董事在外兼职和媒体声誉积累的社会资本能给企业带来更丰富的投资信息和更多的融资渠道,并且基于此形成的非正式层级能够对企业金融投资造成更为显著的正向影响。

2. 基于金融资产类型的异质性分析

本文在衡量金融化时金融资产包括交易性金融资产、衍生性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产和长期股权投资。不同类型的金融资产具有不同的流动性、期限、风险与收益,高流动性的短期金融资产易于变现,而长期金融资产则更加保值^[41]。因此,本文试图探讨董事会非正式层级对不同类型金融化的影响。

表5第(4)列至第(6)列报告了董事会非正式层级对短期与长期金融资产比例的影响。结果显示,董事会非正式层级在1%水平显著地提高了持有短期金融资产(*FINshort*)的比例,而对长期金融资产(*FINlong*)投资的促进作用不显著。

(二)基于董事会非正式层级影响后果的进一步分析

已有文献关于企业金融化的微观后果持有不同的观点,部分学者研究发现,金融化水平的提高有利于改善企业短期业绩并且降低企业的违约风险,但也有学者提出金融化不利于企业的创新投入、审计质量和风险承担。在前文分析的基础上,本文试图探索由董事会非正式造成的金融化对企业绩效和融资约束会产生怎样的影响。借鉴步丹璐和王晓艳^[42]、徐灿宇等^[43]和彭俞超等^[4]的研究,本文选取企业当年营业利润与资产总额的比值衡量企业业绩(*ROA*),*KZ*指数衡量企业融资约束(*KZ*),其中*KZ*指数越高,企业融资约束越高。表6报告了模型(5)的回归结果。第(1)和第(2)列中,交乘项(*Hierarchy* × *FIN*)的系数分别为0.055和-2.321,在1%和5%水平下显著,这表明由董事会非正式层级清晰度增加所导致的金融化程度每提升1%,企业业绩随之提升0.055%,融资约束随之减少2.321%,显然非正式层级带来的金融资产配置对企业绩效和融资具有显著的正向影响,并且对融资约束的影响更大。

结合前文异质性分析可知,非正式层级清晰度较高的董事会更倾向于配置短期金融资产,充分利用其变现能力强和具有投资收益的双重属性,给企业带来了超额利润、显著改善了业绩表现,并且有效避免了企业资金不足的融资难题。同时,非正式层级清晰度较高的董事会并不乐于投资长期金融资产,这可能是因为董事会考虑到长期金融资产不仅对企业绩效具有显著的负向影响,还会对创新投资存在“挤出效应”,最终损害企业长期发

表4 稳健性检验

变量	(1) <i>FIN</i>	(2) <i>FIN</i>	(3) <i>FIN</i>	(4) <i>FIN_dum</i>
<i>L. Hierarchy</i>		0.011 ** (2.19)		
<i>Hierarchy</i>	0.014 ** (2.35)			0.062 *** (2.79)
<i>Hierarchy2</i>			0.031 *** (3.45)	
<i>Size</i>	0.005 *** (4.54)	0.004 *** (4.41)	0.004 *** (5.65)	0.037 *** (20.08)
<i>ROA</i>	-0.023 (-1.36)	-0.033 ** (-2.26)	-0.027 ** (-2.17)	0.006 (0.19)
<i>Turnover</i>	-0.045 *** (-17.67)	-0.050 *** (-23.32)	-0.045 *** (-24.18)	-0.004 (-0.81)
<i>Growth</i>	-0.004 *** (-5.48)	-0.007 *** (-9.45)	-0.006 *** (-9.42)	-0.003 * (-1.90)
<i>Lev</i>	-0.113 *** (-18.49)	-0.107 *** (-20.29)	-0.104 *** (-23.05)	-0.031 *** (-2.75)
<i>TQ</i>	0.001 (1.32)	0.002 ** (2.29)	0.002 *** (3.43)	-0.010 *** (-6.49)
<i>Dual</i>	0.003 (1.25)	0.003 (1.63)	0.003 (1.59)	0.009 ** (2.06)
<i>FA</i>	-0.169 *** (-24.20)	-0.177 *** (-29.82)	-0.171 *** (-33.04)	-0.132 *** (-10.18)
<i>Mshare</i>	-0.064 *** (-8.58)	-0.072 *** (-10.47)	-0.062 *** (-11.34)	-0.004 (-0.26)
<i>Top1</i>	0.003 (0.40)	-0.004 (-0.74)	0.001 (0.21)	-0.054 *** (-4.39)
<i>Ind_Q</i>	-0.005 (-0.73)	-0.006 (-1.03)	-0.008 (-1.53)	-0.011 (-0.87)
<i>Constant</i>	0.109 *** (3.79)	0.136 *** (5.51)	0.123 *** (5.83)	0.244 *** (4.62)
<i>Year</i>	Control	Control	Control	Control
<i>Industry</i>	Control	Control	Control	Control
<i>N</i>	11055	15167	20083	20083
<i>R²</i>	0.199	0.210	0.195	0.064

展。可见,非正式层级清晰度较高的董事会治理水平更高,能充分利用金融资产“双刃剑”的特性,在不影响企业成长潜力的基础上通过金融投资为企业谋得更多的收益。

表 5 异质性分析

变量	(1) <i>FIN</i>	(2) <i>FIN</i>	(3) <i>FIN</i>	(4) <i>FINshort</i>	(5) <i>FINlong</i>
<i>Gini_listed</i>	0.015 *** (3.23)				
<i>Gini_pc</i>		-0.002 (-1.06)			
<i>Gini_media</i>			0.003 ** (2.07)		
<i>Hierarchy</i>				0.008 *** (2.75)	0.003 (0.78)
<i>Size</i>	0.004 *** (5.66)	0.004 *** (5.76)	0.004 *** (4.87)	0.001 * (1.79)	0.006 *** (11.00)
<i>ROA</i>	-0.028 ** (-2.25)	-0.028 ** (-2.30)	-0.028 ** (-2.29)	0.014 * (1.76)	-0.034 *** (-3.74)
<i>Turnover</i>	-0.045 *** (-24.17)	-0.045 *** (-24.11)	-0.045 *** (-24.19)	-0.011 *** (-9.55)	-0.026 *** (-18.85)
<i>Growth</i>	-0.006 *** (-9.39)	-0.006 *** (-9.39)	-0.006 *** (-9.39)	-0.002 *** (-4.03)	-0.002 *** (-5.21)
<i>Lev</i>	-0.103 *** (-22.93)	-0.104 *** (-23.02)	-0.104 *** (-22.98)	-0.057 *** (-20.06)	-0.050 *** (-14.99)
<i>TQ</i>	0.002 *** (3.36)	0.002 *** (3.40)	0.002 *** (3.16)	0.001 ** (2.51)	0.002 *** (3.55)
<i>Dual</i>	0.003 * (1.85)	0.003 * (1.66)	0.003 * (1.69)	-0.002 * (-1.95)	0.006 *** (4.57)
<i>FA</i>	-0.171 *** (-32.95)	-0.171 *** (-33.06)	-0.172 *** (-33.08)	-0.064 *** (-19.44)	-0.090 *** (-23.55)
<i>Mshare</i>	-0.064 *** (-11.71)	-0.063 *** (-11.56)	-0.063 *** (-11.59)	-0.007 ** (-2.00)	-0.037 *** (-9.26)
<i>Top1</i>	-0.000 (-0.01)	-0.000 (-0.01)	0.000 (0.05)	0.008 *** (2.61)	-0.020 *** (-5.61)
<i>Ind_Q</i>	-0.008 (-1.52)	-0.008 (-1.56)	-0.008 (-1.56)	-0.007 ** (-2.19)	-0.005 (-1.35)
<i>Constant</i>	0.122 *** (5.76)	0.126 *** (5.97)	0.135 *** (6.26)	0.063 *** (4.68)	-0.005 (-0.31)
<i>Year</i>	Control	Control	Control	Control	Control
<i>Industry</i>	Control	Control	Control	Control	Control
<i>N</i>	20083	20083	20083	20083	20083
<i>R²</i>	0.195	0.195	0.195	0.102	0.112

表 6 基于董事会非正式层级影响后果的进一步分析

变量	(1) <i>ROA</i>	(2) <i>KZ</i>
<i>FIN</i>	-0.027 *** (-3.19)	1.594 *** (6.35)
<i>Hierarchy</i>	-0.007 ** (-2.12)	0.057 (0.62)
<i>FIN × Hierarchy</i>	0.055 ** (2.41)	-2.321 *** (-3.47)
<i>Size</i>	0.019 *** (46.23)	-0.451 *** (-37.54)
<i>Turnover</i>	0.030 *** (28.10)	-0.732 *** (-23.37)
<i>Growth</i>	0.003 *** (10.24)	-0.018 * (-1.79)
<i>Lev</i>	-0.151 *** (-62.92)	8.624 *** (122.53)
<i>TQ</i>	0.008 *** (22.77)	0.314 *** (30.56)
<i>Dual</i>	0.001 (1.25)	0.035 (1.22)
<i>FA</i>	-0.024 *** (-7.93)	0.705 *** (7.90)
<i>Mshare</i>	0.032 *** (10.21)	-0.967 *** (-10.52)
<i>Top1</i>	0.036 *** (12.70)	-1.064 *** (-12.91)
<i>Ind_Q</i>	0.015 *** (5.04)	-0.566 *** (-6.65)
<i>Constant</i>	-0.394 *** (-33.15)	9.320 *** (26.91)
<i>Year</i>	Control	Control
<i>Industry</i>	Control	Control
<i>N</i>	20083	20083
<i>R²</i>	0.288	0.558

六、研究结论

本文以沪深 A 股上市公司 2009—2020 年度的面板数据为样本,研究了董事会非正式层级对企业金融化的影响。研究表明,董事会非正式层级清晰度的增加显著提升了实体企业持有金融资产的比例,这主要是因为高层级董事有更强的动机和能力进行金融投资,并且在非正式层级这一隐形协调机制的作用下领导了董事会最终的投资决策。董事长处于非正式层级最高位和市场化水平对非正式层级与企业金融化的关系具有显著的正向调节作用。本文进一步分解董事会非正式层级类型后发现,基于董事成员数量的社会资本差异和社会声誉差异形成的非正式层级都对企业金融化水平具有显著的正向影响,由政治资源差异导致的非正式层级则不显著;而董事会非正式层级主要促进了企业对短期金融资产的投资,但对长期金融资产的持有没有显著影响。从影响后果来看,董事会非正式层级造成的金融化能够显著提升企业业绩,还能缓解企业面临的融资约束。本文研究结论经过多项稳健性测试后仍然成立。

本文的研究结论为清晰理解非正式层级在企业金融化过程中发挥的作用,以及董事长是否处于非正式层级最高级和市场化水平在两者之间如何起到调节作用提供了一定的解释。本研究具有一定的启示意义:第一,实体企业应当重视非正式层级在董事会金融投资决策时起到的至关重要的作用,以兼具社会资本与声誉的高层级

董事为中心构建董事会非正式层级,从而提高董事会决策效率。第二,非正式层级较高的董事会更有动机和能力增加金融资产配置的比例,能够改善企业业绩,减少融资约束。因此,为了提高投资决策的收益,中小投资者应当关注董事会内部非正式隐形层级情况,特别是董事在外兼职较多的企业。第三,政府应当制定科学合理的资本市场准入制度并加快完善市场化进程,来为实体企业提供良好的外部环境。与此同时,在维持实体企业稳定经营的基础上,政府也应扩大企业的投资渠道,帮助企业最大程度地利用闲置资金,满足其金融化的需求。

参考文献:

- [1]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]. 会计研究,2019(9):65-70.
- [2]顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.
- [3]杜勇,陆鑫. 控股股东股权质押与实体企业金融化——基于“掏空”与控制权转移的视角[J]. 会计研究,2021(2):102-119.
- [4]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,2018(1):137-155
- [5]步晓宁,赵丽华,刘磊. 产业政策与企业资产金融化[J]. 财经研究,2020(11):78-92.
- [6]吴娜,于博,白雅馨,等. 营商环境、企业家精神与金融资产的动态协同[J]. 会计研究,2021(3):146-165.
- [7]彭俞超,刘代民,顾雷雷. 减税能缓解经济“脱实向虚”吗? ——来自上市公司的证据[J]. 税务研究,2017(8):93-97.
- [8]武立东,江津,王凯. 董事会成员地位差异、环境不确定性与企业投资行为[J]. 管理科学,2016(2):52-65.
- [9]叶玲,管亚梅. 董事会隐性层级、公司投资行为及效率——基于我国A股上市公司的实证检验[J]. 财经理论与实践,2016(5):43-49.
- [10]张耀伟,陈世山,李维安. 董事会非正式层级的绩效效应及其影响机制研究[J]. 管理科学,2015(1):1-17.
- [11]谢永珍,张雅萌,吴龙吟,等. 董事地位差异、决策行为强度对民营上市公司财务绩效的影响研究[J]. 管理学报,2017(12):1767-1776.
- [12]薛坤坤,武立东,王凯. 董事会非正式层级如何影响企业创新? ——来自我国上市公司的经验证据[J]. 预测,2021(3):25-31.
- [13]刘振杰,顾亮,李维安. 董事会非正式层级与公司违规[J]. 财贸研究,2019(8):76-87.
- [14]陈仕华,张瑞彬. 董事会非正式层级对董事异议的影响[J]. 管理世界,2020(10):95-111.
- [15]王晓亮,邓可斌. 董事会非正式层级会提升资本结构决策效率吗? [J]. 会计研究,2020(8):77-90.
- [16]何瑛,马添翼. 董事会非正式层级与企业并购绩效[J]. 审计与经济研究,2021(2):74-84.
- [17]Van Dijk H, Van Engen M L. A Status perspective on the consequences of work group diversity[J]. Journal of Occupational and Organizational Psychology, 2013, 86(2):223-241.
- [18]Hong W, Zhang L, Gang, K, et al. The effects of expertise and social status on team member influence and the moderating roles of intragroup conflicts[J]. Group & Organization Management, 2017, 44(2):745-776.
- [19]Veltrop D B, Molleman E, Hooghiemstra R, et al. Who's the boss at the top? A micro-level analysis of director expertise, status and conformity within boards[J]. Journal of management studies, 2017, 54(7):1079-1110.
- [20]Berger J, Wagner D G, Jr M W. Expectation states theory: Growth, opportunities and challenges[J]. Advances in Group Processes, 2014, 31(3):19-55.
- [21]Melamed A, David C. Do magnitudes of difference on status characteristics matter for small group inequalities? [J]. Social Science Research, 2013, 42(2):496-8.
- [22]Simpson B, Willer R., Ridgeway C L. Status hierarchies and the organization of collective action[J]. Sociological Theory, 2012, 30(2):149-166.
- [23]Finkelstein S, Mooney A C. Not the usual suspects; How to use board process to make boards better[J]. Academy of Management Executive, 2003, 17(2):101-113.
- [24]杜勇,刘婷婷. 企业金融化的同群效应:基于连锁董事网络的研究[J]. 财经科学, 2021(4):11-27.
- [25]杜勇,谢瑾,陈建英. CEO金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济, 2019(5):136-154.
- [26]Keynes J M. The general theory of employment, interest and money[J]. limnology & oceanography, 1936, 12(1-2):28-36.
- [27]Weisbach M S, Almeida H, Campello M. The cash flow sensitivity of cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(4):1777-1804.
- [28]Magee, J C, Galinsky A D. Social hierarchy: The self-reinforcing nature of power and status[J], Academy of Management Annals, 2008, 2:351-398.
- [29]Triana M D C, Miller T L, Trzebiatowski T M. The double-edged nature of board gender diversity: Diversity, firm performance, and the power of women directors as predictors of strategic change[J]. Organization science, 2014, 25(2):609-632.
- [30]Ridgeway C L. Why status matters for inequality[J]. American Sociological Review, 2014, 79(1):1-16.
- [31]Johnson P. Shared thinking and interaction in the family business boardroom[J]. Corporate Governance International Journal of Business in Society, 2004, 4(1):39-51.
- [32]Pfeffer J, Salancik G R. The external control of organizations: A resource dependence perspective[J]. Academy of Management Review, 1979, 4(2):309-310.
- [33]朱羿锟. 董事会结构性偏见的心理学机理及问责路径[J]. 法学研究, 2010(3):92-105.
- [34]李延喜, 曾伟强, 马壮, 等. 外部治理环境、产权性质与上市公司投资效率[J]. 南开管理评论, 2015(1):25-36.
- [35]许志勇, 胡伟, 邓青, 等. 企业金融化、市场化进程与风险承担[J]. 中国软科学, 2020(10):165-174.
- [36]张金涛, 雷星晖, 苏涛永. 非正式层级作用下谦卑型董事会、战略激进度与风险承担的关系研究[J]. 管理学报, 2021(9):1287-1295.

- [37] He J, Huang Z. Board informal hierarchy and firm financial performance: Exploring a tacit structure guiding boardroom interactions[J]. The Academy of Management Journal, 2011, 54(6): 1119 - 1139.
- [38] Jiang W, Wan H, Zhao S. Reputation concerns of independent directors: Evidence from individual director voting[J]. The Review of Financial Studies, 2015, 29(3): 655 - 696.
- [39] 马连福, 王元芳, 沈小秀. 国有企业党组织治理、冗余雇员与高管薪酬契约[J]. 管理世界, 2013(5): 100 - 115 + 130.
- [40] 曹丰, 谷孝颖. 非国有股东治理能够抑制国有企业金融化吗? [J]. 经济管理, 2021(1): 54 - 71.
- [41] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 影子银行发展与企业投资行为选择: 实业投资还是金融投资? [J]. 会计研究, 2021(1): 100 - 111.
- [42] 步丹璐, 王晓艳. 政府补助、软约束与薪酬差距[J]. 南开管理评论, 2014(2): 23 - 33.
- [43] 徐灿宇, 李焯博, 梁上坤. 董事会断裂带与企业薪酬差距[J]. 金融研究, 2021(7): 172 - 189.

[责任编辑: 杨志辉]

The Board Informal Hierarchy and the Financialization of Enterprises

LING Hua¹, WANG Xuan²

(1. School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China;

2. School of Business, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China)

Abstract: In recent years, the financialization of entity enterprises has gradually become the focus of theoretical and practical research. Starting from the research perspective of the board informal hierarchy, taking A-share listed enterprises in China from 2009 to 2019 as the research sample, this paper discusses the impact of the board informal Hierarchy on companies' financialization. The results show that: (1) the higher the informal hierarchy of the board of directors, the more intensive the degree of financialization; (2) Whether the chairman is at the highest level of the informal hierarchy and the level of marketization has a significant positive regulatory effect; (3) By decomposing different types of informal hierarchy board of directors, it is found that compared with the difference of social reputation, the informal hierarchy of board corporate association promotes financialization more significantly, while the informal hierarchy formed based on the difference of political capital has no significant impact on financialization; Compared with long-term financialization, the informal hierarchy of the board of directors has a significant positive impact on short-term financialization; (4) From the perspective of impact consequences, the financialization caused by the informal level of the board of directors has significantly improved corporate performance and eased financing constraints. This study helps to deeply explore the causes of micro enterprise financialization, has enlightenment for enterprises to optimize board governance and prevent financial risks, and also provides a certain reference value for government departments to strengthen supervision.

Key Words: the board informal hierarchy; financialization of enterprises; enterprise performance; financing constraints; board governance