

实际控制人境外居留权会加剧实体企业金融化吗？

赵彦锋

(河南财经政法大学 电子商务与物流管理学院,河南 郑州 450046)

摘要:近年来,实体企业“金融化”趋势明显,其消极影响备受关注。基于此,本文研究民营上市公司实际控制人的境外居留权对实体企业金融化的影响。研究发现,实际控制人拥有境外居留权的企业金融化程度更高。机制检验显示,代理冲突、短视行为及过度自信是境外居留权“金融化”效应的路径。作用环境分析表明,在市场化程度低、非四大审计的外部环境与内部控制质量较低、独立董事占比较低和股权制衡度较低的内部环境下,境外居留权加剧金融化的效应更显著。研究结果表明:监管层需关注实际控制人境外居留权对企业金融化的促进作用;投资者应考虑实际控制人境外居留权对企业的负面影响;良好内外部治理环境能够缓解实际控制人境外居留权对实体企业金融化的不利影响。

关键词:境外居留权;金融化;民营上市公司;内外部治理环境

中图分类号:F832.51 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2021)02-0065-14

一、引言

全球化背景下,我国高净值人群移民海外呈增长态势,民营企业占中国移民总数的相当一部分,或通过投资移民,或借助海外婚姻关系等途径获得境外居留权。境外居留权赋予持有人居留该国的权利,给相关人员及其控制的企业在出现违规等问题后移居国外,规避本国法律的制裁提供了便利^[1],境外居留权某种程度上成为违规行为的“护身符”。比如,2017年乐视前实际控制人贾跃亭由于无法清偿债务而移居美国,至今未归,给投资者带来重大损失。现有研究发现,实际控制人拥有境外居留权对企业的影响主要表现为负面,例如,更多违规行为^[1]、更高的企业避税倾向^[2]、更高审计费用^{[3][4]}、更高的融资成本^[5],进而损害公司价值。

近年来,我国部分实体行业投资回报下滑,不少企业转而投资金融资产套利,出现实体企业“金融化”趋势^[6]。根据CSMAR统计,上市公司中持有金融资产公司占比最低年份也达79.98%,最高年份更是高达90.54%,且持有金融资产均值逐年攀升。现有实体企业金融化研究聚焦于宏观影响,

收稿日期:2020-10-15

基金项目:2021年河南省科技厅软科学项目:“实体企业金融化与审计选择研究”(2124004110540);2020年河南省哲学社会科学规划项目“超额商誉与外部审计师风险应对研究”(2020BJJ008);2019年国家社会科学基金重点项目“竞争性地方国企混合所有制改革中非国有股东治理机制和权限配置研究”(19AGL011)

作者简介:赵彦锋(1975—),男,河南南阳人,河南财经政法大学电子商务与物流管理学院副教授。

宏观方面多表现为消极影响,而微观影响则有“蓄水池”^[7]与“挤出效应”两面性^[8]。蓄水池效应意味着缓冲了主营业务利润的剧烈下降、提高实体投资率^[9]和资源配置效率^[10];而挤出效应表明,金融资产“挤出”实业投资与技术创新投资^[11]、削弱主业竞争力、负向影响股票回报^[12]、破坏金融市场稳定^[13]。自十九大报告明确“增强金融服务实体经济能力”以来,国家层面多次强调“金融支持实体经济”的方向,在金融化加剧的背景下,关键是防止“脱实向虚”。为此,探寻促进金融化的因素以制定针对性方案成为重中之重。现有金融化影响因素研究集中于宏观环境、经济政策不确定性^{[14][15]}及融资融券等,结论尚不统一,虽有研究关注了管理层特征、经历等对金融化的影响^{[6][16][17]},而对实际控制人相关研究不足,但是董事会、管理层更多依附实际控制人,民营企业决策主要取决于掌握企业资源支配权的实际控制人,因此,实际控制人特征会对企业金融化产生重要影响。基于此,本文研究实际控制人境外居留权是否以及如何影响金融化?内外部治理环境影响有何异质性?这些问题的探讨将有利于促进金融资产更好服务于实体经济。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

1. 实体企业金融化影响因素及后果

影响金融化的因素包括企业内部及外部环境因素。内部影响因素包括:企业业绩^[18]、融资约束^[19]、管理层经历及特征^{[12][20][21]}、企业税负^[21]、客户集中度^{[23][24]}、企业社会责任^[25]等,这些因素主要表现为加剧金融化。在外部环境方面,经济政策不确定性^{[14][15]}、市场竞争^[26]、融资融券^[27]、利率管制^[28]、金融监管^[29]都会影响企业金融资产投资,其中市场竞争、制度环境、融资融券助推企业“脱实向虚”;而利率管制的放松、加强地区金融监管则能够遏制企业的“脱实向虚”;经济政策不确定性的影响有正向、负向两种相反的结论。

2. 境外居留权对企业行为的影响

公司有不当甚至违规行为后,拥有境外居留权的实际控制人更容易离境以规避本国法律的制裁。实际控制人在企业决策中的控制性地位决定了其拥有的境外居留权会对企业内部战略决策和外部利益相关者产生重要影响。已有研究表明,实际控制人拥有境外居留权的企业更容易违规^[1]、加剧避税行为^[2]、审计费用增加^[30],但李四海等则发现境外居留权能促进企业承担社会责任^[31]。

3. 高管特征与实体企业金融化

现有研究关注了高管背景、经历对实体企业金融化的影响。杜勇等发现,CEO基于金融从业形成的烙印,会提高企业金融化水平,且在非银行背景的CEO企业更显著;军队经历会使高管倾向激进战略,投资决策上表现为提高金融资产水平以提升企业利润^[32];具有贫困经历的高管倾向于投资流动性强、易变现的金融资产^[16],管理者金融危机经历促进企业金融化水平提升^[17]。

现有研究关注了内外部因素对企业金融化的影响,从企业行为、审计决策等方面考察实际控制人境外居留权的影响,但是仍然存在以下不足:(1)影响金融化的高管因素研究聚焦于显性的CEO、董事长或管理层整体,尚未涉及可能隐身于民营企业背后而具有绝对话语权的实际控制人对金融化的影响;(2)实际控制人境外居留权影响内部投资决策研究较为少见,仅关注对创新的影响,并且结论尚不一致,境外居留权是否以及如何影响金融化研究尚不深入;(3)境外居留权影响企业决策机制探讨不足,现有研究主要关注了境外居留权潜藏的出境便利引发的负面效应,对其他可能影响企业行为的机制关注不够,比如短视行为、过度自信等,而这是导致企业差异化决策的重要机制。

比较上述文献,本文可能的贡献如下:(1)拓展实际控制人境外居留权经济后果相关研究。现有研究关注了境外居留权对企业的内、外部负面影响,投资行为的影响限于企业创新,本文从金融化切入,研究实际控制人境外居留权对金融资产投资的影响,拓展了境外居留权对企业内部投资影响的研究。(2)为治理实体企业“金融化”提供思路。识别境外居留权这一背景特征影响企业金融化的路径,为经济“新常态”下政府提振实体经济提供参考。

(二)理论分析与研究假设

不同于西方资本市场,股权结构集中甚至“一股独大”是我国公司的重要特征,民营企业尤为突出,受此影响实际控制人能够控制董事会及管理层,因此,影响企业发展前景的投资决策完全被实际控制人掌控。具有高收益、强流动性,更便于盈余管理的金融资产可能成为实际控制人谋利的工具,特别是境外居留权赋予实际控制人违规时出境便利强化了其对金融资产的偏好,外化为境外居留权的“金融化”效应。

1.境外居留权加剧了代理冲突

代理理论指出,公司制企业存在大股东与管理层之间、大股东与中小股东之间的代理问题,产生原因在于信息不对称。与西方国家代理问题不同,我国资本市场中民营企业实际控制人的股权优势以及对董事会及管理层的强势掌控,导致第二类代理问题突出。实际控制人不仅决定公司的运营方式和战略决策,而且通过金字塔、交叉持股、多重持股等复杂股权结构安排控制控股股东或大股东^[2],方便运用控制权实施“隧道挖掘”的资金占用、贷款担保等,侵害中小股东权益。对我国的民营企业实际控制人而言,一方面由于法制环境相对不成熟,国内违规成本较低^[33];另一方面境外居留权赋予实际控制人违规时居留他国的便利,进一步降低违规成本,导致拥有境外居留权企业第二类代理成本更高^[5],其实际控制人利益侵占动机更大^[34],而金融资产高流动性、高收益的特点更容易被转移,并且“蓄水池”功能使其具有较强的隐蔽性,沦为实际控制人谋取私利的便利工具,因此,第二类代理问题会诱发实际控制人跨行业投机套利偏好,从而增持金融资产^[20]。

2.境外居留权加剧了短视行为

短视表现为偏好期限短、风险低的投资。就实体投资与金融资产而言,实体投资的不可逆程度更高,而金融资产具有易变现、短期盈利能力较强的特征,短视的企业表现出投资更多的金融资产,挤出实体投资。一方面,实际控制人拥有境外居留权企业,投资移民的初始资金及后续稳定现金流需求压力,促使实际控制人在取得境外居留权后在企业管理中变得更加短视^[35];另一方面,近年来,实体投资利润下滑与金融投资利润增长的对比,强化了拥有境外居留权企业的短视行为,不愿意投资回报率低的实体投资、甚至缩减研发支出,转向短期收益高的金融资产投资,从而获取控制权私利,加剧“挤出”效应。

3.境外居留权促使实际控制人更加过度自信

已有研究发现,心理因素会对管理层决策产生重要影响,而过度自信普遍存在于管理者的决策行为中,表现为对风险与收益的非对称认知,即基于对自身能力高于平均的直觉高估收益,低估风险。实证研究表明,管理层过度自信还可能会增加企业总投资与内部扩张,促进研发投资,董事会群体性过度自信会导致过度投资,并购中的过度自信会提高商誉;管理层过度自信还可能会提高金融资产比例^[12]和提升基于公允价值计量的金融资产规模^[36]。民营企业实际控制人在企业决策中的“一言堂”地位,加上境外居留权对其违规行为的保护,实际控制人更容易滋生过度自信,高估金融资产收益而忽视市场波动潜藏的风险,投资更多金融资产。因此,实际控制人过度自信是境外居留权加剧金融化的路径之一。

综上所述,实际控制人的境外居留权具有“金融化”效应,促使企业配置更多金融资产,据此,提出以下假设:在控制其他影响因素的情况下,相比实际控制人没有境外居留权的企业,实际控制人拥有境外居留权的企业金融化程度更高。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

实际控制人的境外居留权信息披露仅适用于自然人,因此,本文以我国民营上市公司为研究对象,以2011~2018年为初始样本,始于2011年是避免金融危机对研究结果的影响,按研究惯例删除以下样本:(1)金融行业;(2)数据缺失。为消除异常值的影响,对连续变量进行1%、99%缩尾处理,最终获得9538个观测值。通过对上市公司的年报手工整理获得实际控制人境外居留权数据,实际控制人的境外居留权包含永久境外居留权、外国国籍和临时境外居留权,并且当实际控制人拥有我国香港、澳门、台湾地区居留权时,考虑到研究方便和数据口径一致性,也认为其具有境外居留权。其他财

务数据均来自国泰安数据库(CSMAR)。

(二)变量定义

1.实际控制人境外居留权

借鉴张胜等、Chen 等对境外居留权的定义^{[1][2]},如果实际控制人拥有境外居留权,Fresid 取值为 1,否则为 0;并且当一家公司有多个控制人时,只要其中一位控制人拥有境外居留权,Fresid 就取值 1。

2.金融化程度

借鉴宋军和陆旻等金融资产的定义^[18],金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和投资性房地产以及长期股权投资等。稳健性检验中采用了其他方法衡量。

3.控制变量

借鉴郭胤含、朱叶、杜勇等的研究^{[15][20]},控制企业财务特征变量及治理变量,同时控制了行业和年份。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量名称	符号	变量描述
金融化程度	Fin	金融资产/总资产,其中金融资产=交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+投资性房地产净额+长期股权投资净额。
境外居留权	Fresid	实际控制人之一拥有境外居留权时为 1,否则为 0。
公司规模	Size	年末总资产的自然对数。
资产负债率	Lev	年末总负债/年末总资产。
成长性	Grow	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
盈利能力	ROA	净利润/平均资产总额,其中平均资产总额=资产合计数期末余额
股权集中度	Shrcr	第一大股东持股比例
股权制衡度	Shrs	第二大股东至第十大股东持股比例之和
独立董事占比	Mhldh	独立董事人数/董事人数
两职合一	Dual	董事长和 CEO 是一人的为 1,否则为 0
两权分离	Sep	最终控制人控制权-最终控制人现金流量
年度控制变量	Year	控制年度效应,2011~2018 共 8 年,设置 7 个控制性哑变量。
行业控制变量	Ind	行业控制变量,制造业按二级分类,其他行业按一级分类。

(三)模型设计

为检验境外居留权对金融化程度的影响,构建基准模型(1):

$$Fin_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Fresid_{it} + \beta_2 \times X_{it} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中,Fin 表示金融化程度,Fresid 表示实际控制人境外居留权, X_{it} 代表控制变量,预期境外居留权对金融化程度是正向影响,所以系数 β_1 为正。

四、境外居留权与实体企业金融化实证分析

(一)描述性统计及单变量分析

表 2 的 Panel A 部分为变量描述性统计:金融资产 Fin 最小值为 0,最大值为 0.578,平均值为 0.051,表明样本之间的金融化程度存在较大差异。实际控制人拥有境外居留权的样本比例约为 12.3%,与同类研究结果一致。为初步检验境外居留权对金融化程度的影响,按照是否拥有境外居留权分组进行均值 t 检验、中位数秩和检验,结果如表 2 的 Panel B 部分,与不具有境外居留权的样本相比,具有境外居留权的样本金融资产的均值与中位数显著更高,初步验证了境外居留权会加剧实体企业金融化。

(二)相关性分析

表 3 上三角、下三角分别列示了主要变量的 Pearson 和 Spearman 相关系数,显示境外居留权(Fresid)与金融化水平(Fin)相关系数分别为 0.020 和 0.029,且均在 10%及以上水平上显著正相关,初步验证了实际控制人境外居留权与实体企业金融化水平之间呈正相关关系。其他控制变量相关系数绝对值均小于 0.5,说明回归模型存在多重共线性的可能性较低。

表 2

描述性统计及单变量分析

PanelA:主要变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Fin	9538	0.051	0.079	0.019	0.000	0.578
Fresid	9538	0.123	0.328	0.000	0.000	1.000
Size	9538	21.729	1.045	21.636	19.118	26.739
Lev	9538	0.378	0.193	0.360	0.050	0.995
Grow	9538	0.214	0.401	0.149	-0.634	3.943
ROA	9538	0.041	0.054	0.040	-0.333	0.210
Shrcr	9538	32.473	12.978	30.438	8.500	73.820
Shrs	9538	26.430	12.053	25.886	2.175	56.339
Mhldh	9538	0.375	0.050	0.333	0.333	0.571
Dual	9538	0.406	0.491	0.000	0.000	1.000
Sep	9538	4.989	7.519	0.015	-5.169	46.160

PanelB:单变量分析

变量名称	(1)非境外居留权公司		(2)境外居留权公司		(1)~(2)	
	平均值	中位数	平均值	中位数	t 值	z 值
Fin	0.050	0.019	0.057	0.022	-2.792***	-1.968**

表 3

变量相关系数矩阵

变量	Fin	Fresid	Size	Lev	Grow	ROA	Shrcr	Shrs	Mhldh	Dual	Sep
Fin	1	0.020*	0.221*	0.152*	-0.051*	-0.079*	-0.151*	-0.145*	0.008	-0.068*	0.059*
Fresid	0.029***	1	-0.010	-0.016	0.008	0.050*	-0.007	0.081*	0.008	-0.011	-0.012
Size	0.098***	-0.006	1	0.489*	0.106*	-0.032*	0.0	-0.083*	-0.062*	-0.117*	0.167*
Lev	0.044***	-0.012	0.496***	1	0.058*	-0.348*	-0.020	-0.172*	-0.024*	-0.075*	0.160*
Grow	-0.057***	0	0.088***	0.073***	1	0.288*	0.024*	0.119*	-0.002	0.029*	-0.051*
ROA	-0.063***	0.044***	0.006	-0.314***	0.190***	1	-0.333*	0.039*	0.066*	0.167*	-0.333*
Shrcr	-0.113***	0	0.053***	0.007	0.010	0.145***	1	-0.333*	0.039*	0.066*	0.167*
Shrs	-0.130***	0.087***	-0.069***	-0.176***	0.089***	0.129***	-0.368***	1	-0.023*	0.018	-0.171*
Mhldh	0.015	0.006	-0.065***	-0.029***	-0.008	-0.021**	0.034***	-0.024**	1	0.110*	-0.104*
Dual	-0.051***	-0.011	-0.113***	-0.074***	0.012	0.004	0.058***	0.015	0.114***	1	-0.121*
Sep	0.038***	-0.022**	0.170***	0.136***	-0.023**	0.018*	0.227***	-0.180***	-0.113***	-0.115***	1

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

(三)境外居留权与实体企业金融化回归分析

表 2 的单变量分析、表 3 的相关系数分析提供了实际控制人境外居留权加剧金融化的初步证据,接着运用多变量回归模型(1)进行检验,表 4 列示了模型(1)的结果,第(1)~(4)列分别报告了单变量、依次进一步控制主要财务变量、公司治理变量以及行业与年度的回归结果,实际控制人境外居留权(Fresid)与金融化水平(Fin)的相关系数分别为 0.0069、0.0077、0.0113 和 0.0075,且均在 1% 的水平上显著为正,表明境外居留权加剧了实体企业金融化,主假设得到检验。此外,主要控制变量回归系数与大多数同类研究一致,规模与金融化水平显著正相关,而负债率、成长性、业绩、股权制衡度与金融化水平负相关。

(四)稳健性检验

1. 更换主要变量衡量方法

为了避免变量衡量方法造成的偏差,本文更换境外居留权及金融化程度衡量方法再次进行检验。首先改变境外居留权的衡量方法:(1)严格限定是否拥有境外居留权的条件,只有所有实际控制人都拥有境外居留权时,才将其界定为境外居留权样本,将该变量定义为 Fresid2;(2)由于港澳台的主权属于中国,本文定义境外居留权(Fresid3)为实际控制人拥有中国境内以外的居留权为 1,否则为 0,此时港澳台的境外居留权为 0。回归结果见表 5 第(1)~(2)列,实际控制人境外居留权(Fresid2、Fresid3)与金融化程度 Fin 的系数分别为 0.0111、0.0086,且均在 1% 的水平上显著,与主检验结果

一致。其次,运用以下方式改变金融化程度衡量方式:(1)借鉴杜勇等^[20],将金融资产 Fin2 定义为交易性金融资产、衍生金融资产、可出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额及发放贷款及垫款净额之和占总资产的比例;(2)借鉴郭胤含等^[15],将金融化程度 Fin3 定义为交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额、应收利息净额、买入返售金融资产净额及长期应收款净额之和占总资产的比率;(3)借鉴徐光伟等^[37],将金融化程度 Fin4 定义为交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、长期股权投资净额、短期投资净额、应收利息净额及应收股利净额之和占总资产的比例;(4)借鉴张成思等^[38],将金融化程度 Fin5 定义为交易性金融资产、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、投资性房地产净额、长期股权投资净额、货币资金、应收利息净额及应收股利净额之和占总资产的比例。上述四种变更金融化程度衡量方法后的回归结果见表 5 第(3)~(6)列,实际控制人境外居留权与金融化程度回归系数分别为 0.0034、0.0033、0.0037、0.0126,均至少在 10%水平上显著,与主检验结果一致,表明结果稳健。

2. 增加上期金融化程度作为控制变量

考虑到上一期金融资产可能影响本期,进一步控制上一期金融资产 Lfin,结果见表 6,无论是否控制其他因素影响,境外居留权(Fresid)与金融化水平(Fin)的回归系数分别为 0.0037、0.0037、0.0040和 0.0034,且均在 5%的水平上显著为正,这表明,在控制上一期金融资产对本期金融资产影响后,境外居留权与金融化水平的回归系数有所降低,但是境外居留权对金融化水平之间的显著正向关系的结果依然不变,说明境外居留权加剧企业金融化水平的结论是稳健的。

(五)内生性检验

1. PSM 回归

实际控制人是否具有境外居留权会受到不可观测控制变量的影响,不考虑决定实际控制人境外居留权身份的所有因素情况下进行回归,可能存在自我选择偏误。为了缓解这一影响,本文分别采用近邻匹配、卡尺匹配和半径匹配样本,然后再重新对模型(1)进行回归,结果见表 7。三种匹配样本方法回归结果表明,实际控制人境外居留权与金融化程度的回归系数分别为 0.0106、0.0089、0.0077,且均在 1%的水平上显著。虽然用匹配样本回归不能完全消除潜在的自我选择偏差,但不同匹配样本回归结果一致,一定程度上保证了两者关系不太可能受样本自我选择偏差的影响,结果较为稳健。

表 4 境外居留权与实体企业金融化

变量	(1) Fin	(2) Fin	(3) Fin	(4) Fin
Fresid	0.0069*** (2.60)	0.0077*** (2.90)	0.0113*** (4.35)	0.0075*** (3.04)
Size		0.0090*** (8.10)	0.0092*** (8.41)	0.0050*** (4.58)
Lev		-0.0125** (-2.20)	-0.0238*** (-4.27)	-0.0318*** (-5.55)
Grow		-0.0106*** (-4.90)	-0.0077*** (-3.69)	-0.0096*** (-4.61)
ROA		-0.0949*** (-5.00)	-0.0346* (-1.80)	-0.0249 (-1.34)
Shrcr			-0.0012*** (-15.27)	-0.0011*** (-14.38)
Shrs			-0.0013*** (-14.86)	-0.0013*** (-15.38)
Mhldh			0.0464*** (2.79)	0.0230 (1.44)
Dual			-0.0041** (-2.51)	-0.0033** (-2.09)
Sep			0.0004*** (3.02)	0.0004*** (3.20)
Constants	0.0499*** (58.28)	-0.1350*** (-5.92)	-0.0834*** (-3.40)	-0.0006 (-0.02)
行业	No	No	No	Yes
年度	No	No	No	Yes
N	9538	9538	9538	9538
Adj. R ²	0.0007	0.0178	0.0633	0.1349
F	6.7509	29.8791	51.9328	31.8133

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著,括号内为 t 值。下表同。

表 5

稳健性检验 1:更换主要变量测度方法

变量	(1) Fin	(2) Fin	(3) Fin2	(4) Fin3	(5) Fin4	(6) Fin5
Fresid2	0.0111 *** (3.53)					
Fresid3		0.0086 *** (3.06)				
Fresid			0.0034 ** (2.02)	0.0033 * (1.75)	0.0037 * (1.65)	0.0126 *** (2.92)
Size	0.0050 *** (4.56)	0.0050 *** (4.59)	0.0033 *** (4.33)	0.0032 *** (3.90)	0.0071 *** (7.00)	0.0009 (0.51)
Lev	-0.0316 *** (-5.52)	-0.0317 *** (-5.54)	-0.0177 *** (-4.28)	-0.0099 ** (-2.12)	-0.0398 *** (-7.92)	-0.2333 *** (-23.04)
Grow	-0.0096 *** (-4.61)	-0.0096 *** (-4.62)	-0.0051 *** (-3.26)	-0.0047 *** (-2.69)	-0.0082 *** (-4.52)	-0.0212 *** (-5.69)
ROA	-0.0250 (-1.35)	-0.0248 (-1.34)	-0.0315 ** (-2.33)	-0.0387 *** (-2.73)	-0.0186 (-1.08)	0.1831 *** (6.00)
Shrcr	-0.0011 *** (-14.37)	-0.0011 *** (-14.39)	-0.0004 *** (-7.87)	-0.0005 *** (-7.60)	-0.0010 *** (-14.15)	-0.0001 (-1.01)
Shrs	-0.0013 *** (-15.37)	-0.0013 *** (-15.42)	-0.0006 *** (-11.76)	-0.0007 *** (-12.37)	-0.0011 *** (-13.84)	-0.0005 *** (-3.71)
Mhldh	0.0232 (1.45)	0.0237 (1.48)	0.0045 (0.40)	0.0015 (0.13)	0.0199 (1.35)	0.0023 (0.08)
Dual	-0.0035 ** (-2.18)	-0.0033 ** (-2.10)	-0.0008 (-0.74)	0.0005 (0.42)	-0.0031 ** (-2.14)	0.0040 (1.42)
Sep	0.0004 *** (3.19)	0.0004 *** (3.24)	0.0002 *** (2.67)	0.0001 (0.92)	0.0003 *** (3.09)	0.0004 ** (2.27)
Constants	-0.0008 (-0.03)	-0.0013 (-0.05)	-0.0279 (-1.64)	-0.0232 (-1.28)	-0.0545 ** (-2.34)	0.3489 *** (8.69)
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9538	9538	9538	9533	9528	9468
Adj.R ²	0.1354	0.1349	0.1216	0.1224	0.1044	0.2160
F	30.8712	31.4218	26.3494	28.2220	23.5304	58.8173

2.Granger 因果检验

本文关注实际控制人境外居留权是否会加剧金融化程度,而企业金融化程度可能会诱发实际控制人申领境外居留权,因此两者可能存在反向因果关系。为缓解该因素对结论的影响,本文采用Granger方法检验实际控制人境外居留权与金融化程度是否存在反向因果关系,回归结果见表8,第(1)列的滞后一期境外居留权(Lfresid)的回归系数、符号均与主假设一致,而第(2)列滞后一期的金融化水平(Lfin)的回归系数不显著,该结果表明,当期实际控制人境外居留权可以预测公司未来金融化程度,而上期金融化程度并不能预测实际控制人未来是否会取得境外居留权,表明两者不存在反向因果关系。

3.工具变量回归

下面进一步运用工具变量缓解可能存在的内生性问题,本文分别用第六次人口普查各地区境外人员的数量(Cen6RegForeigners)和中国公民出入境次数(Tease)作为工具变量。各地区境外人员数量、中国公民出入境次数与实际控制人境外居留权数量高度相关但与企业金融化程度无关。检验结果见表9,在(1)和(3)列中,第一阶段回归中两个工具变量均与实际控制人的境外居留权的回归系数在1%水平上显著为正,第(2)和(4)列的第二阶段回归显示,境外居留权与金融资产的回归系数仍在1%水平上显著为正,运用工具变量法缓解内生性后,结果仍然稳健。Cragg-Donald Wald F值分别为99.101和17.379,拒绝了弱工具变量的假设。

表 6 稳健性检验 2:增加上期金融化程度作为控制变量

变量	(1) Fin	(2) Fin	(3) Fin	(4) Fin
Fresid	0.0037** (2.42)	0.0037** (2.44)	0.0040** (2.54)	0.0034** (2.22)
Lfin	0.8814*** (79.13)	0.8800*** (77.74)	0.8769*** (75.04)	0.8598*** (72.06)
Size		0.0009 (1.53)	0.0010* (1.82)	-0.0002 (-0.31)
Lev		-0.0081** (-2.44)	-0.0086*** (-2.59)	-0.0081** (-2.30)
Grow		-0.0053*** (-3.50)	-0.0052*** (-3.44)	-0.0063*** (-4.12)
ROA		-0.0091 (-0.80)	-0.0049 (-0.42)	-0.0008 (-0.07)
Shrcr			-0.0001 (-1.39)	-0.0000 (-0.93)
Shrs			-0.0001** (-2.00)	-0.0001** (-2.33)
Mhldh			0.0058 (0.67)	-0.0015 (-0.18)
Dual			0.0001 (0.06)	-0.0001 (-0.06)
Sep			-0.0001 (-1.49)	-0.0000 (-0.81)
Constants	0.0118*** (23.83)	-0.0024 (-0.21)	-0.0031 (-0.24)	0.0160 (1.19)
行业	No	No	No	Yes
年度	No	No	No	Yes
N	9532	9532	9532	9532
Adj.R ²	0.7019	0.7028	0.7030	0.7083
F	3.1e+03	1.1e+03	653.3525	226.1138

表 7 内生性检验 1:PSM 回归

变量	(1) 最近邻匹配 Fin	(3) 卡尺匹配 Fin	(2) 半径匹配 Fin
Fresid	0.0106*** (2.77)	0.0089*** (3.12)	0.0077*** (3.05)
Size	0.0012 (0.42)	0.0044 (1.56)	0.0047*** (2.60)
Lev	-0.0301* (-1.94)	-0.0338** (-2.16)	-0.0454*** (-4.54)
Grow	-0.0118* (-1.94)	-0.0137*** (-2.64)	-0.0096** (-2.55)
ROA	-0.0168 (-0.27)	0.0122 (0.20)	-0.0188 (-0.60)
Shrcr	-0.0014*** (-5.71)	-0.0017*** (-7.71)	-0.0014*** (-10.86)
Shrs	-0.0013*** (-5.07)	-0.0016*** (-6.88)	-0.0014*** (-10.24)
Mhldh	-0.0130 (-0.27)	-0.0159 (-0.36)	0.0162 (0.63)
Dual	-0.0057 (-1.05)	-0.0057 (-1.19)	-0.0054** (-2.10)
Sep	0.0005 (1.60)	0.0004 (1.47)	0.0005** (2.45)
Constants	0.0991* (1.70)	0.0618 (1.10)	0.0325 (0.82)
行业	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes
N	2132	5031	9459
r ² _a	0.1759	0.1956	0.1645
F	7.5014	9.8704	16.7529

五、实际控制人境外居留权与企业金融化的机制检验

理论分析表明,代理冲突、短视投资、过度自信是实际控制人境外居留权影响金融化程度的可能路径,下文运用中介效应模型分别检验这些路径,以深化实际控制人境外居留权加剧实体企业金融化机制的认识。

(一)境外居留权、代理冲突与金融化

实际控制人拥有的境外居留权使得他们更有谋取私利的动机,增加第二类代理冲突,增强实际控制人利益侵占动机,而金融资产高流动性、高收益的特点更容易被转移;并且“蓄水池”功能使其具有较强的隐蔽性,从而成为实际控制人谋取私利的便利工具。因此,第二类代理问题会诱发实际控制人投机套利偏好,从而增持金融资产。为检验第二类代理问题是否为境外居留权与金融资产配置的中介路径,以控制权为中介变量 C_p ,用实际控制人的持股比例衡量,运用模型(2)、(3)进行中介效应检验。

$$C_{p_{it}} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{Fresid}_{it} + \beta_2 X_{it} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{Fin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{Fresid}_{it} + \beta_2 \times C_{p_{it}} + \beta_3 \times X_{it} + \sum \text{Year} + \beta_5 \times \sum \text{Ind} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

表 8 内生性检验 2:Granger

因果检验		
变量	(1) Fin	(2) Fresid
Lfresid	0.0028 ** (1.98)	0.9241 *** (214.91)
Lfin	0.8655 *** (129.78)	0.0067 (0.34)
Size	-0.0004 (-0.71)	0.0021 (1.26)
Lev	-0.0086 *** (-2.74)	-0.0028 (-0.29)
Grow	-0.0057 *** (-4.80)	-0.0009 (-0.26)
ROA	-0.0033 (-0.34)	-0.0061 (-0.21)
Shrcr	-0.0000 (-0.59)	0.0001 (0.51)
Shrs	-0.0001 ** (-2.41)	0.0002 (1.37)
Mhldh	-0.0008 (-0.09)	0.0275 (0.97)
Dual	-0.0002 (-0.24)	0.0003 (0.10)
Sep	-0.0000 (-0.75)	0.0001 (0.51)
Constants	0.0226 * (1.79)	-0.0598 (-1.58)
行业	Yes	Yes
年度	Yes	Yes
N	8827	8592
Adj.R ²	0.7008	0.8473
F	559.6289	1.3e+03

表 9

内生性检验 3:工具变量法

变量	(1)	(2)	(1)	(2)
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	IV1=Cen6RegForeigners		IV2=Tease	
	Fresid	Fin	Fresid	Fin
IV1	14.8709 *** (9.95)			
IV2			0.0229 *** (4.17)	
Fresid		0.1563 *** (5.71)		0.5695 *** (3.92)
Size	-0.0103 *** (-2.60)	0.0066 *** (5.92)	-0.0112 *** (-2.85)	0.0116 *** (4.57)
Lev	0.0110 (0.49)	-0.0323 *** (-5.25)	0.0046 (0.20)	-0.0354 *** (-2.59)
Grow	-0.0105 (-1.21)	-0.0083 *** (-3.52)	-0.0094 (-1.08)	-0.0037 (-0.69)
ROA	0.2443 *** (3.50)	-0.0619 *** (-3.06)	0.2461 *** (3.51)	-0.1626 *** (-3.06)
Shrcr	0.0006 * (1.92)	-0.0012 *** (-14.69)	0.0007 ** (2.31)	-0.0015 *** (-7.49)
Shrs	0.0025 *** (7.96)	-0.0017 *** (-15.06)	0.0026 *** (8.33)	-0.0027 *** (-6.36)
Mhldh	0.0126 (0.19)	0.0169 (0.91)	0.0399 (0.59)	-0.0005 (-0.01)
Dual	-0.0108 (-1.55)	-0.0023 (-1.19)	-0.0071 (-1.02)	0.0007 (0.16)
Sep	-0.0003 (-0.65)	0.0005 *** (3.65)	-0.0006 (-1.27)	0.0007 ** (2.35)
Constants	0.1324 (1.46)	-0.0223 (-0.89)	0.0682 (0.77)	-0.0932 * (-1.69)
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	No	No
Hausman test (p>chi2)		42.42		104.55
Cragg-Donald Wald F statistic		99.101		17.379
N	9538	9538	9538	9538

具体回归结果见表 10 第(1)~(2)列,第(1)列为境外居留权对控制权的影响,可以看到境外居留权与控制权的回归系数在 1%的水平上显著为正,说明境外居留权加剧了企业的代理冲突;第(2)列同时加入解释变量 Fresid 与中介变量 Cp,Fresid、Cp 回归系数均在 1%的水平上显著为正,且 Fresid 的系数与主回归相比有所下降。同时为保持稳健性,还进行了 Sobel 检验,Z 统计量是 2.353 且在 5%的水平上显著,说明第二类代理冲突在境外居留权与公司金融化之间起着部分中介作用。

(二)境外居留权、短视投资与金融化

境外居留权赋予实际控制人出境便利,强化短视行为,而金融资产高收益、强流动性更符合其利益诉求,使其增加金融资产^[20],进一步增强对“实体投资”的挤出效应。预期实际控制人的境外居留权会诱发企业短视行为,从而通过减少实体投资而加深金融化程度。因此,本文以实体投资为中介变量,运用模型(4)、(5)的中介效应检验短期投资路径之一。

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Fresid_{it} + \beta_2 X_{it} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$Fin_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times Fresid_{it} + \beta_2 \times Invest_{it} + \beta_3 \times X_{it} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \quad (5)$$

表 10

境外居留权与金融化的中介机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
变量	中介效应:第二类代理问题		中介效应:实体投资		中介效应:过度自信	
	Cp	Fin	Invest	Fin	Confidence	Fin
Fresid	1.6990 *** (5.34)	0.0071 *** (2.87)	-0.0151 *** (-3.11)	0.0056 ** (2.47)	2.4478 *** (6.86)	0.0065 *** (2.77)
Cp		0.0002 *** (3.17)				
Invest				-0.1255 *** (-24.90)		
Confidence						0.0004 *** (5.97)
Size	-0.1829 * (-1.66)	0.0050 *** (4.61)	-0.0016 (-0.80)	0.0048 *** (5.47)	-1.6589 *** (-11.17)	0.0057 *** (6.23)
Lev	0.0210 (0.04)	-0.0318 *** (-5.56)	0.2302 *** (20.16)	-0.0029 (-0.56)	1.3030 (1.63)	-0.0323 *** (-6.28)
Grow	-1.3084 *** (-6.11)	-0.0093 *** (-4.45)	-0.0303 *** (-6.73)	-0.0134 *** (-6.97)	-0.2014 (-0.63)	-0.0095 *** (-4.82)
ROA	4.7103 ** (2.40)	-0.0260 (-1.40)	-0.1125 *** (-3.41)	-0.0390 ** (-2.52)	6.5548 *** (2.73)	-0.0274 * (-1.72)
Shrcr	0.9636 *** (135.88)	-0.0013 *** (-12.71)	0.0005 *** (3.37)	-0.0010 *** (-16.13)	0.0208 ** (2.03)	-0.0011 *** (-16.65)
Shrs	0.4877 *** (52.15)	-0.0014 *** (-15.22)	-0.0002 (-1.59)	-0.0013 *** (-18.87)	-0.0207 * (-1.85)	-0.0013 *** (-17.80)
Mhldh	13.7037 *** (7.30)	0.0197 (1.23)	-0.0357 (-1.19)	0.0185 (1.23)	19.4184 *** (8.59)	0.0152 (0.98)
Dual	-0.6496 *** (-3.35)	-0.0032 ** (-1.99)	-0.0035 (-1.12)	-0.0038 ** (-2.45)	0.3292 (1.37)	-0.0034 ** (-2.17)
Sep	0.0319 *** (2.60)	0.0004 *** (3.15)	0.0005 ** (2.48)	0.0005 *** (4.31)	0.1017 *** (6.35)	0.0003 *** (3.18)
Constants	-6.3752 ** (-2.48)	0.0009 (0.04)	0.5426 *** (12.28)	0.0675 *** (3.32)	75.0225 *** (21.41)	-0.0310 (-1.45)
行业	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9538	9538	9538	9538	9532	9532
Adj.R ²	0.6394	0.1355	0.3241	0.1878	0.0743	0.1381
F	617.3316	31.3069	159.6783	59.0448	22.2407	41.1804

模型(4)和(5)中 Invest 为实体投资,借鉴徐光伟等、刘津宇等做法^{[37][39]},定义实体投资 Invest 为存货净额、固定资产净额、在建工程净额、工程物资之和占总资产的比例。回归结果见表 10 第(3)~(4)列,第(3)列为境外居留权对实体投资的影响,可以看到境外居留权与实体投资的回归系数在 1%的水平上显著为负,说明境外居留权倾向降低实体投资;第(4)列为同时加入解释变量 Fresid 和中介变量 Invest, Fresid 的回归系数在 5%的显著水平上为正, Invest 的回归系数在 1%的显著性水平上为负,且与主回归相比, Fresid 的回归系数有所下降。同时为保证稳健性,还进行了 Sobel 检验, Z 统计量为 1.925 且在 10%的水平上显著,说明实体投资在境外居留权与金融化之间起到了部分中介作用。

(三)境外居留权、过度自信与金融化

实际控制人拥有的境外居留权会使其产生过度自信心理,从而增加金融资产^[6]。民营企业实际控制人往往担任公司的董事长等职位并控制着公司管理层,在企业决策中表现出“一言堂”。境外居留权形成的保护伞,使实际控制人更容易滋生过度自信,投资更多金融资产。为了验证过度自信这一路径,运用模型(6)和(7)进行中介效应检验。

$$\text{Confidence}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{Fresid}_{it} + \beta_2 X_{it} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

$$\text{Fin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{Fresid}_{it} + \beta_2 \times \text{Confidence}_{it} + \beta_3 \times X_{it} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{it} \quad (7)$$

模型(6)、(7)中 Confidence 表示过度自信,用“高管前三名薪酬总额占高管薪酬总额的比例”衡量,该值越大表明过度自信程度越高。回归结果见表 10 第(5)~(6)列,第(5)列考察了境外居留权对过度自信的影响,境外居留权回归系数在 1%的水平上显著为正,说明拥有境外居留权的企业更容易产生过度自信;第(6)列同时加入解释变量 Fresid 和中介变量 Confidence, Fresid 和 Confidence 的回归系数均在 1%水平上显著为正,且与主回归相比, Fresid 的回归系数有所下降,表明过度自信具有部分中介效应;同时还进行了 Sobel 检验, Z 统计量为 5.911,且在 1%的水平上显著。

六、境外居留权与金融化的内外部环境异质性检验

(一)内部环境异质性检验

内部环境是影响企业投资决策的重要因素,下文从内部控制质量、独立董事占比、股权制衡度考察异质性影响。

1.内部控制质量

高质量的内部控制能有效管控企业风险、抑制管理层机会主义,降低套利动机,因而对金融化具有治理效应。因此,预期内部控制会缓解境外居留权对金融化的正向影响。对此,按内部控制质量指数将样本区分为高或低质量内部控制组,结果见表 11 第(1)~(2)列,高质量内部控制组,回归关系不

表 11 境外居留权与金融化的异质性分析:内部治理

变量	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)	
	内部控制指数		独立董事占比		较高组		较低组		较高组		较低组	
	较高组	较低组	较高组	较低组	较高组	较低组	较高组	较低组	较高组	较低组	较高组	较低组
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
Fresid	0.0008 (0.26)	0.0128*** (3.71)	-0.0003 (-0.07)	0.0121*** (4.14)	0.0039 (1.39)	0.0088** (2.28)						
Size	0.0075*** (6.05)	0.0029** (2.22)	0.0048*** (3.15)	0.0052*** (4.65)	0.0085*** (8.05)	-0.0014 (-1.16)						
Lev	-0.0341*** (-4.48)	-0.0293*** (-4.14)	-0.0190** (-2.18)	-0.0389*** (-6.07)	-0.0093*** (-3.80)	-0.0147*** (-4.75)						
Grow	-0.0062** (-2.23)	-0.0103*** (-3.58)	-0.0111*** (-3.27)	-0.0089*** (-3.65)	-0.0209 (-1.10)	0.0015 (0.07)						
ROA	-0.0061 (-0.22)	-0.0154 (-0.73)	-0.0002 (-0.01)	-0.0448** (-2.25)	0.0039 (1.39)	0.0088** (2.28)						
Shrcr	-0.0011*** (-11.84)	-0.0011*** (-11.00)	-0.0011*** (-9.47)	-0.0011*** (-12.94)	-0.0007*** (-6.13)	-0.0010*** (-12.12)						
Shrs	-0.0012*** (-12.43)	-0.0013*** (-12.33)	-0.0011*** (-9.24)	-0.0014*** (-15.52)								
Mhldh	0.0362* (1.75)	0.0117 (0.50)			0.0180 (0.91)	0.0279 (1.17)						
Dual	-0.0054** (-2.48)	-0.0017 (-0.74)	-0.0078*** (-3.00)	-0.0008 (-0.41)	-0.0017 (-0.83)	-0.0052** (-2.15)						
Sep	0.0004*** (2.63)	0.0003** (2.08)	0.0002 (1.24)	0.0004*** (3.39)	0.0003** (2.04)	0.0005*** (3.11)						
Constants	-0.0664** (-2.33)	0.0512* (1.66)	0.0193 (0.57)	-0.0001 (-0.01)	-0.1574*** (-6.07)	0.1072*** (3.64)						
行业	是	是	是	是	是	是						
年度	是	是	是	是	是	是						
N	4629	4909	3562	5976	4620	4918						
Adj.R2	0.1290	0.1391	0.1381	0.1412	0.1054	0.1361						
F	19.5203	22.4301	17.3076	28.2863	16.5523	23.1229						

显著,而低质量内部控制组,回归系数在1%水平上显著为正,说明高质量内部控制缓解了境外居留权对金融化程度的正向影响。

2. 独立董事占比

民营企业控股股东与中小股东之间存在严重的代理冲突,降低企业的运营效率,有损股东价值,实际控制人的境外居留权具有潜在的“跑路”风险,进一步加重了实际控制人与中小股东的代理冲突。独立董事是解决代理问题的机制之一,有助于监督和约束控股股东的机会主义行为,抑制实际控制人的利益输送。独立董事的专业能力保证其能对投资决策进行合理化分析,监督公司的投资决策实施与运行。过多的金融资产投资具有一定的套利动机,预期独立董事监督能够缓解境外居留权的金融资产套利动机。实证结果见表11第(3)~(4)列,回归系数在独立董事比例较高组不显著,而独立董事比例较低组在1%水平上显著为正,表明独立董事能够缓解境外居留权对金融化程度的正向影响。

3. 股权制衡度

股权制衡能够有效制约控股股东及管理层的机会主义,从而提升企业价值,保护中小股东权益。本文预期,股权制衡能够缓解境外居留权的金融资产套利动机,从而缓解境外居留权对金融化的正向影响。实证结果见表11第(5)~(6)列,表明当公司股权制衡度较高时,回归系数不显著,而当公司股权制衡度较低时,回归系数为0.0088,且在5%水平上显著,说明股权制衡能够缓解境外居留权对金融化的正向影响。

(二) 外部环境的调节影响

外部环境是影响企业行为及决策的重要因素,下文拟从市场化程度、外部审计质量分析外部因素对境外居留权与金融化的异质性影响。

1. 市场化程度

市场化程度作为基础性制度环境,在转型国家对改善资源配置效率、提升全要素生产率至关重要。影响路径包括:产权保护机制、公共服务体系不断完善、减少垄断、提高产品市场与要素市场竞争程度。就市场化程度对实际控制人境外居留权企业的影响来看,较高市场化程度能够缓解境外居留权企业的代理冲突,良好的市场化环境能够抑制拥有境外居留权的实际控制人“掏空”行为,并缓解实际控制人境外居留权对企业创新产出的不利影响。中国幅员辽阔,各地区发展差异较大,市场化改革进程各异,形成了较大差异的地区制度环境。市场化水平较高地区的制度比较完善,投资机会更多,能够抑制金融资产投资。本文采用樊纲市场化总指数(2017)刻画市场化程度,依据年度中位数将样本分为市场化程度较高、较低两组样本,运用模型(1)回归,结果见表12第(1)~(2)列,实际控制人境外居留权与金融化程度的回归系数在市场化程度高组不显著,而在市场化程度低组,系数为0.0089且在5%水平上显著,表明高市场化程度削弱了实际控制人境外居留权的“金融化”效应。

2. 外部审计质量

良好的外部审计有助于降低信息不对称,具有较好的公司治理效应,高质量外部审计能够抑制金融化企业的市场套利行为。事务所规模越大,其独立性就越强,监督治理效应更明显。代理问题越严重以及受到越多监管的境外居留权公司会通过雇用高质量的审计机构向市场传达其拥有良好公司治理积极信号,以缓解外部公众对境外居留权的质疑。境外居留权公司聘请高质量审计师审计能够提高公司的财务绩效。大多研究支持,被“国际四大”审计的企业财务信息更可信,更容易被市场投资者认同。因此,预期高质量审计能够缓解境外居留权对金融化的正向影响,以事务所规模作为审计质量的代理变量,具体依据是否聘请“国际四大”将样本分为高、低审计质量两组对模型(1)进行回归,结果见表12第(3)~(4)列,境外居留权与金融化程度的回归系数在高质量审计组不显著,而在低质量审计组则在5%的水平上显著,说明高质量审计能够更好发挥外部治理作用,缓解实际控制人境外居留权对金融化程度的正向影响。

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	市场化指数		是否被国际四大审计	
	较高组	较低组	是	否
	Fin	Fin	Fin	Fin
Fresid	0.0044 (1.49)	0.0089 ** (2.36)	0.0210 (1.06)	0.0057 ** (2.39)
Size	0.0112 *** (8.70)	-0.0007 (-0.51)	0.0256 *** (3.24)	0.0072 *** (7.36)
Lev	-0.0464 *** (-6.31)	-0.0238 *** (-3.24)	-0.2014 ** (-2.59)	-0.0302 *** (-5.55)
Grow	-0.0112 *** (-3.86)	-0.0070 *** (-2.58)	-0.0245 (-1.06)	-0.0093 *** (-4.49)
ROA	-0.0760 *** (-3.53)	0.0088 (0.36)	-0.4119 ** (-2.04)	-0.0231 (-1.37)
Shrcr	-0.0009 *** (-9.79)	-0.0012 *** (-12.52)	-0.0018 ** (-2.46)	-0.0009 *** (-13.25)
Shrs	-0.0012 *** (-12.09)	-0.0012 *** (-12.10)	-0.0011 (-1.58)	-0.0011 *** (-15.20)
Mhldh	-0.0424 ** (-2.02)	0.0943 *** (4.06)	0.1696 (1.00)	0.0298 * (1.89)
Dual	-0.0020 (-0.91)	-0.0064 *** (-2.70)	-0.0140 (-0.76)	-0.0031 * (-1.94)
Sep	-0.0001 (-0.87)	0.0009 *** (5.59)	0.0048 *** (4.63)	0.0002 * (1.85)
Constants	-0.1316 *** (-3.72)	0.0942 *** (3.26)	-0.3927 ** (-2.44)	-0.0562 ** (-2.49)
行业	Yes	Yes	Yes	Yes
年度	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4638	4649	177	8479
Adj.R2	0.1592	0.1368	0.2827	0.1287
F	25.3876	20.9060	3.3120	34.8361

七、研究结论及启示

本文运用我国 2011~2018 年民营上市公司数据,研究了实际控制人拥有境外居留权对实体企业金融化的影响及其作用机制。研究发现,与实际控制人没有境外居留权的企业相比,实际控制人拥有境外居留权的企业金融化程度更高。进一步采用更换主要变量衡量方法、增加上期金融化程度控制变量及缓解内生性影响的稳健性检验后,结论仍然成立。机制检验表明,第二类代理冲突、短视行为及过度自信是境外居留权加剧金融化的路径。作用环境分析显示,良好的内外部治理能够缓解境外居留权的“金融化”效应,抑制“脱实向虚”。

本文的研究结论具有以下政策启示:第一,监管层应加强实际控制人境外居留权企业监管。民营企业具有股权高度集中的特点,并且实际控制人与管理层重合现象严重,境外居留权成为加剧该类企业金融化的“保护伞”,监管层应加大该类企业的监管,并联合公安部门加强对实际控制人的出入境管理,防止资本外流;同时强化金融资产配置等信息披露,使信息使用者全面了解其金融资产变动趋势、业绩影响以及与实体投资的关系。第二,投资者应关注实际控制人境外居留权对企业的负面影响。实际控制人境外居留权企业增多与该类企业负面影响多元化并存值得投资者关注,本文从金融化视角提供了境外居留权负面影响的证据,提示投资者应关注境外居留权对企业投融资行为,尤其是金融投资的潜在影响,金融化对实体经济的“挤出效应”日益引起关注,而境外居留权加剧金融化程

度,投资者应深入分析企业金融化动因及其潜在影响,做出合理决策,避免投资损失。第三,完善内外部治理环境是抑制境外居留权实体企业金融化的有效措施。本文提供了良好内外部治理环境能够缓解境外居留权对金融化促进效应的证据,为治理实体企业金融化提供了思路。就企业内部治理而言,提高内部控制质量、增强独立董事监督、加强股权制衡是有效路径;从外部治理来看,加快市场化进程、提高外部审计质量能抑制过度金融化,防止“脱实向虚”,让金融资产回归服务实体经济的本源,提高经济发展质量。

参考文献:

- [1] Chen, D., Chen, Y., Li, O. Z., Foreign Residency Rights and Corporate Fraud[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, (51):142—163.
- [2] 张胜, 魏汉泽, 李常安. 实际控制人居留权特征与企业税收规避——基于我国民营上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2016, (4):77—84.
- [3] Yang, X., Jin, Z., Tan, J. Foreign Residency Rights and Companies' Auditor Choice[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2019, 12(1):93—112.
- [4] 梁娟. 实际控制人的境外居留权对审计费用影响的实证研究[J]. *中央财经大学学报*, 2015, (3):55—61.
- [5] 王雪平, 王小平. 实际控制人境外居留权、机构投资者与企业债务融资成本——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. *江西财经大学学报*, 2019, (6):48—63.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 等. 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.
- [9] Gehringer, A. Growth, Productivity and Capital Accumulation: The Effects of Financial Liberalization in the Case of European Integration[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2013, (25):291—309.
- [10] Duchin, R., Gilbert, T., Harford, J., et al. Precautionary Savings with Risky Assets: When Cash Is Not Cash[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2):793—852.
- [11] Kliman, A., Williams, S. D. Why 'Financialisation' hasn't Depressed US Productive Investment[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2014, 39(1):67—92.
- [12] 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]. *经济研究*, 2018, (7):152—166.
- [13] 彭俞超, 倪晓然, 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*, 2018, (10):50—66.
- [14] 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.
- [15] 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.
- [16] 牛煜皓, 卢闯. 高管贫困经历与企业金融资产配置[J]. *中南财经政法大学学报*, 2020, (3):35—45.
- [17] 杜勇, 王婷. 管理者金融危机经历影响企业金融化水平吗? ——基于中国上市公司的实证研究[J]. *商业经济与管理*, 2019, (8):58—71.
- [18] 宋军, 陆畅. 非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. *金融研究*, 2015, (6):111—127.
- [19] 彭俞超, 黄志刚. 经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革[J]. *世界经济*, 2018, (9):3—25.
- [20] 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.
- [21] 李文贵, 邵毅平. 创始人管理、企业金融化与主业发展[J]. *财贸研究*, 2020, (9):76—87.
- [22] 庞凤喜, 刘畅. 企业税负、虚拟经济发展与工业企业金融化——来自 A 股上市公司的证据[J]. *经济理论与经济管理*, 2019, (3):84—94.
- [24] 赵艺, 倪古强. 审计师行业专长、产权性质与投资效率[J]. *审计研究*, 2020, (1):87—95.
- [25] 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.

(下转第 146 页)