

创始人 CFO 与企业金融资产投资偏好

周愈博¹ 舒鑫² 于博³

(1.中国财政杂志社《财务研究》编辑部,北京 100036;2.天津商业大学经济学院,天津 300134;
3.天津财经大学金融学院,天津 300222)

摘要:文章以 2012~2017 年我国创业板民营上市公司为研究样本,从预防性动机、资本逐利动机、风险分散动机的视角,运用处理效应模型与 DID 模型考察了创始人 CFO 对金融资产投资偏好的影响。研究发现:创始人 CFO 比普通 CFO 对流动性金融资产的持有偏好更低,对风险性金融资产和战略性金融资产的持有偏好更高,即创始人 CFO 具有更低的预防性偏好以及更高的逐利偏好与风险分散偏好。进一步分析发现,低预防性投资偏好仅在调整成本较低时显著,这说明 CFO 的投资偏好受到资产调整成本的影响;高逐利偏好只在投资机会较低的企业中存在,表明这类企业为了维系长久发展不得已进行多元化投资;高风险分散偏好在创新能力低的企业中更明显,表明这类企业的战略性金融资产配置更多是创新不足时为规避主营业务发展风险而采取的应对行动。

关键词:创始人 CFO;金融资产投资;预防性动机;逐利性动机;风险分散动机

中图分类号:F279.23 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2021)06-0051-12

一、引言

近年来,如何促进企业树立正确的投资理念,防范实体企业过度投资于金融资产从而导致“脱实向虚”,是理论界和实务界关注的热点话题。现有关于企业金融资产配置影响因素的文献主要从经济政策不确定性、企业经营状况、企业治理能力等方面展开,对于高管身份特征与企业金融资产配置之间关系的研究并不多见,主要集中在高管的专业背景、从业经历等方面,且更多是针对 CEO 的研究,关于 CFO 的研究较少,更是鲜有关于创始人 CFO 的研究。本文重点考察兼具创始人身份的 CFO 对企业金融投资的影响。选取此视角的原因在于:金融资产投资具有很强的专业性,CFO 对此具有较高的话语权,很多重大金融投资方案由 CFO 牵头起草,很多具体的投资事项也由 CFO 来决策。金融资产投资除了具有蓄水池功能外^[1],还有资本逐利(投机)和战略性投资功能^[2],而后两种投资动机与高管的风险容忍度(也有文献将其称作失败容忍度)紧密相关。兼具创始人身份的 CFO 与职业经理人 CFO 不同,他们较少担心投资失败带来的职业声誉损失,更可能将企业发展视为自身能力与价值

收稿日期:2021-03-16

基金项目:国家社会科学基金一般项目“货币政策波动与企业投资结构再平衡研究”(17BGL062)

作者简介:周愈博(1982—),男,四川峨眉山人,中国财政杂志社《财务研究》编辑部副编审;

舒鑫(1994—),女,重庆人,天津商业大学经济学院讲师;

于博(1979—),男,天津人,天津财经大学金融学院副教授,本文通讯作者。

的终极体现,这种特殊的情感联结会提升其风险容忍度^[3]。这引发本文的核心研究问题:创始人 CFO 对逐利性和战略性金融资产的持有偏好是否会显著高于普通的职业经理人 CFO,而对预防性金融资产的持有偏好却显著低于普通的职业经理人 CFO 呢?在鼓励大众创业、万众创新的背景下,很多初创企业的 CFO 都是创始人团队的成员,研究创始人 CFO 对金融资产投资的决策是否会与职业经理人 CFO 存在普遍差异,具有重要的现实意义。

本文可能的贡献有:(1)以 CFO 为研究对象,在叠加“创始人”这一联合身份特征的基础上,构建高管双重身份特征,研究其对金融资产投资的影响,拓展了人力资本特征与企业金融化之间关系研究的边界。(2)基于金融资产的预防性动机、逐利性动机以及风险分散动机,从流动性、风险性和战略性三个维度对金融资产的属性进行细分,丰富了金融资产投资的研究视角。(3)考察了创始人 CFO 对金融资产投资的影响在投资机会和企业创新能力不同时所产生的差异性,细化并丰富了相关研究的逻辑线条。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

1. 高管特征与金融资产投资。早期有关高管特征的研究通常隐性假定管理者是同质的,认为高管特征并不会影响公司资本结构^[4]。随着高层梯队理论(Upper Echelons Theory)的提出,有关高管异质性对企业财务决策、企业战略及企业运营效率与风险方面的影响研究日益增加。有研究认为随着企业管理层平均年龄的增加,企业管理者的学习能力和认知能力会不断减退,从而影响企业在高风险性资产(如金融资产)上的投资决策^[5]。也有研究从高管教育水平出发,考察了教育背景对风险偏好、战略偏好(如并购激进度等)、非效率投资等方面的影响^[6]。还有研究从委托代理关系出发,认为在激励契约中高管的薪酬往往与企业当期的利润水平正相关,在逐利动机和短视效应相互叠加的背景下,高管可能会减少长期实业投资,转而投向短期收益较高的金融资产^[7]。还有研究从高管任期出发,认为虽然企业高管的任期时间越长越有利于培养企业文化和规范企业行为,但长时间不流动也可能会降低高管改变企业现状的动力,更倾向于维持以往的短期投资项目,而不愿意投资不确定性较高的新项目。

2. 高管创始人身份与失败容忍度。现有文献表明,企业创始人和职业经理人对企业的情感和影响方式存在显著区别。职业经理人面临较大的考核压力,往往更关注短期最大回报,这容易损害企业的长期盈利性^[8]。创始人在企业中的工作具有较高的安全性,任期较长,从而会促使他们关注企业的长期盈利性。同时,创始人对公司有更强的心理归属感,承担风险的意愿和对成就的追求也显著高于非创始人。Manso 引入“失败容忍度”的概念,发现短期内对失败的容忍度越高,越能有效激励企业创新,最优的创新激励契约需要容忍早期失败并为长期提供回报^[9]。Chemmanur 等进一步给出了对失败容忍度的度量方式,并以此研究了失败容忍度对独立风险投资机构(IVC)和企业风险投资机构(CVC)在初创投资中绩效的差异^[9]。

3. 创始人身份对投资决策的影响。有学者认为,创始人持股越多,其收益愈加依赖于企业的业绩以及企业价值,从而对不确定性较高的长期投资的偏好会减弱^[10]。比如,创始人占管理层的比例越高,越可能抑制企业的研发投入,创始人退出后由非创始人管理的企业将会在研发方面投入更多^[11]。也有学者认为,创始人身份特征带来的风险容忍度提高会对创新产生正向作用,一方面会加大企业研发投入,另一方面会促进联营合营公司的创新^[12]。

综合以上研究可以发现,现有研究在以下方面仍有拓展空间:一是现有关于高管特征的研究大多以 CEO 为分析对象,对 CFO 的研究相对较少。随着现代企业制度的不断发展,CFO 已逐渐从单纯的财务负责人升级为 CEO 的战略合作伙伴,在金融资产投资方面,CFO 通常比 CEO 更具专业性,因此拥有较大的话语权,值得进一步深入研究。二是现有关于 CFO 的研究大多默认其为职业经理人 CFO,认为 CFO 的岗位性质使其容易呈现出较强的避险意识,从而对高风险的金融资产投资持更为谨慎的态度。但是,当我们将 CFO 从“单一身份特征”过渡到“双重身份特征”时,由于失败容忍度的

提高,上述预期是否依然成立,需进一步研究。

考虑到企业进行金融资产投资的目的并不相同,本文将金融资产投资按不同动机进行细分,具体分为预防性金融资产、风险性金融资产和战略性金融资产,试图探讨 CFO 身份多元性对不同动机下的金融资产配置的差异化影响。

(二)联合身份特征与预防性动机下的金融资产投资

在预防性金融资产的配置方面,普通 CFO 会有更强的配置偏好,因为现金等预防性金融资产具有高流动性和低调整成本的双重优势,能够发挥“蓄水池”功能。当企业未来资金流短缺时,能通过上述预防性金融资产来降低外部融资依赖,避免企业因流动性不足而引发财务困境。这与 CFO 作为企业财务负责人长期以来接受的专业教育及职业经历要求相吻合。但是,创始人 CFO 的预防性金融资产配置偏好却很可能较弱,因为:第一,参与企业初创过程并获得成功的经历,往往能使其获得更多的认可和外部资源^[13],这会导致创始人 CFO 更容易对不确定性产生乐观预期甚至自恋情绪,而现有研究已证明了自恋、过度自信等心理特征会增加高风险资产的持有偏好。第二,参与企业初创的经历会使得创始人对企业存在特殊的情感联结^[11],当投资机会受到外部冲击时,由于 CFO 在财务决策上具有一定的自由裁量权,所以有创始人经历的 CFO 由于更不愿承认自身失败,很可能放大对自由裁量权的使用,如进一步减少预防性金融资产以延续主业的扩张,尽管自由裁量权的过度使用已被证明会引致非效率投资^[14]。第三,创始人 CFO 对职业生涯的担忧低于普通 CFO^[12],具有更高的失败容忍度。高失败容忍度已被现有文献证明有利于提升管理者投资风险偏好^[15],所以预期创始人 CFO 会具有更低的预防性金融资产持有偏好。综合以上三方面,本文提出以下假设:

假设 1:创始人 CFO 比普通 CFO 在高流动性(预防性)金融资产上的配置偏好更低。

(三)联合身份特征与资本逐利动机下的金融资产投资

假设 1 聚焦于 CFO 多元身份特征如何影响企业投资的流动性结构,本部分则重点分析其如何影响企业投资的风险结构,即如何影响逐利性(投机性)金融资产投资偏好。

对于普通 CFO 而言,一方面,职业经理人身份使其更容易优先考虑风险规避,从而较少进行冒险性投机行为。另一方面,为了保护职业声誉,普通 CFO 会更积极地向董事会沟通企业财务战略信息并接受外部监督,从而间接抑制自身的投机性倾向^[16]。所以,在职业操守和社会声誉双重约束下,普通 CFO 免责意愿更强,对投机性交易更谨慎。

相比之下,创始人 CFO 通过金融资产逐利的倾向可能会更强。逻辑在于:创始人 CFO 往往具有更高的风险承担意愿^[12],当主业投资机会较高时,创始人 CFO 会倾向于主业投资,而不去冒险参与金融逐利,但是在企业主业经营压力较大的情况下,为保证企业的生存,创始人 CFO 往往敢于更积极地利用自身地位优势来参与短期金融市场资本逐利交易。而且创始人 CFO 拥有较高的个人威望,这种由联合身份特征带来的话语权优势更容易带领团队达成一致行动。鉴于现有研究已经证实更容易取得一致行动的团队(同质性团队)会有更高的风险承担水平^[17],因此预期创始人 CFO 更可能表现出较强的逐利倾向。基于此,本文提出以下假设:

假设 2:创始人 CFO 比普通 CFO 在高风险性(逐利性)金融资产上的配置偏好更高。

(四)联合身份特征与风险分散动机下的金融资产投资

实体企业金融资产投资除了源于预防性动机和逐利性动机外,还与风险分散动机(风险规避)有关。在这种风险分散动机下,企业主要投资于长期的、有战略意义的资产,这与预防性动机下对投资项目流动性的权衡有本质区别^[18]。本文将风险分散动机下的金融资产投资称为战略性金融资产投资,并认为身份特征也会影响这一战略性决策。

首先,创始人 CFO 对企业长远发展的渴望比普通 CFO 更强烈。企业为了获得长久和持续的核心竞争力,通常会对一些前瞻性项目进行战略投资。前瞻性项目往往具有跨界投资和市场成熟度较低等特征,此时,CFO 权力等级对能否顺利推行多元化战略便会产生至关重要的作用——权力等级越高,越能在战略制定中施加影响,从而推进以多元化投资为目的的风险分散战略^[19]。

其次,相比普通 CFO,创始人 CFO 更具战略扩张偏好,而适度多元化正是企业得以保持长期生命力的重要特质^[20]。多元化可分为纵向衔接和横向联结,但无论是哪种方向的多元化,都会涉及投资回报期较长的项目,即大多通过长期股权投资来实现。因此,与普通 CFO 相比,创始人 CFO 对长期金融资产(如长期股权投资)的持有偏好很可能更高。

最后,部分企业的战略性金融投资(如并购)兼具“专利获取”动机,尤其是那些自身研发能力较低的企业或研发风险更大、周期更长的企业,他们更希望凭借战略性持股来实现并购式创新^[21]。并购式扩张对大多数创始人高管而言,通常更具吸引力,因为每个创业者都渴望更快速地享有更高的市场地位和行业竞争力。因此,创始人 CFO 投资战略性金融资产的意愿可能会更高。基于此,本文提出以下假设:

假设 3:创始人 CFO 比普通 CFO 在战略性(风险分散)金融资产上的配置偏好更高。

三、实证设计与数据选择

(一)样本设定

由于 2017 年修订、从 2018 年起施行的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》中部分金融工具分类发生了变化,所以本文以 2012~2017 年创业板上市民营企业为主检验样本,并按以下原则进行了筛选:(1)剔除 2013 年 1 月 1 日后上市的企业以强化面板数据的平衡性;(2)剔除发生重大资产重组等导致企业创始人团队难以辨认的企业;(3)剔除由集体企业改制上市的企业及国有或事业单位为控股股东的企业。最终得到创始人始终兼任 CFO 的企业 102 家,创始人始终未兼任过 CFO 的企业 78 家,并通过这 180 家企业、1080 个样本构成的平衡面板完成主检验。本文高管个人背景数据来源于国泰安(CSMAR)数据库,是否兼任创始人身份数据来自“招股说明书”,企业财务数据来自万得(Wind)数据库。

2012~2017 年间存在部分企业最初为创始人兼任 CFO,但中途初始人卸任 CFO 的情况,经统计,共 68 家企业。卸任引发的多元身份变更为本文实证研究提供了一个很好的准自然实验机会,故稳健性检验部分将 102 家创始人始终兼任 CFO 的企业与 68 家创始人中途卸任 CFO 的企业重新组合成新的样本集以进行 DID 检验,因此,DID 检验环节将涵盖 170 家企业、1020 个样本。最后,考虑到战略性金融资产投资的调整很难在短期完成,需要更长时间来反映卸任引发的长期投资变动,故稳健性检验还将样本期进一步从 2012 年拓展至 2019 年,即将样本扩至 1360 个。

(二)模型设计与变量定义

由于创始人是否兼任 CFO(CFOFD)为内生选择变量,考虑到自选择问题可能引发估计偏误,故本文采用处理效应模型估计多元身份特征对企业金融资产投资的影响。处理效应模型能较好地修正因可忽略性假定无法得到满足而导致的选择偏差问题。就本文而言,因变量(金融资产投资)初始水平的高低很可能与创始人是否兼任 CFO 这一选择是相关的,例如,风险性金融资产投资高的企业很可能源于财务人员权力过大,这类企业满足创始人兼任 CFO 的概率较大。此时,处理效应估计能够较好地修正自选择偏差。

在处理效应模型设定方面,本文借鉴 Maddala 的研究^[22],以结构方程建模的方式通过极大似然法或控制函数法进行估计。建模过程包含构建主方程和选择方程。模型(1)给出了用于进行处理效应估计的主分析方程。

$$FIN/LFIN/FFIN/ZFIN = \beta_0 + \beta_1 CFOFD + \gamma \sum Controls + u_i + v_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量 FIN 为金融资产的总持有水平。为研究不同动机下的持有情况,FIN 又被细分为流动性金融资产(LFIN)、风险性金融资产(FFIN)和战略性金融资产(ZFIN)。LFIN 为流动性金融资产与总资产的比值,借鉴 Demir 的研究^[23],流动性金融资产包括现金、银行存款、其他流动性资产和支票。FFIN 为风险性金融资产与总资产的比值,借鉴宋军和陆旸、胡奕明等的研究^{[1][24]},风险性金融资产包括交易性金融资产、金融衍生资产、短期投资、可供出售金融资产、买入返售金融资产、持有至到期投资、委托贷款、应收利息和长期应收款。ZFIN 为战略性金融资产与总资产的比值,战略性金融资产指长期股权投资,通过“长期股权投资”科目的明细进行统计。

需要说明的是,关于 ZFIN 的衡量,虽然在我国现行企业会计准则体系(CAS)中,长期股权投资并不属于金融资产相关准则讨论的范畴,但由于企业投资偏好是一个难以观测的黑箱,从公开数据中,本文仅能尝试用长期股权投资与总资产的比值作为其替代变量。我国现行企业会计准则体系将权益类资产划分为金融资产和长期股权投资,主要是基于资产的计量和账务处理的考虑。

模型(1)中,CFOFD 为解释变量,代表“是否为创始人 CFO”。若是,则 CFOFD=1;否则,CFOFD=0。在创始人团队的界定上,借鉴夏立军等的研究^[25],通过锁定招股说明书人员介绍部分中的“创始人”“创始团队”等关键词进行判断。然后,进一步通过比较招股说明书中各企业创始人 CFO 的名单和 CSMAR 数据库中该企业在 2012~2017 年的实际 CFO 姓名是否一致来确定 CFOFD 的取值,若始终一致,则保留该企业样本,且 CFOFD=1;若始终不一致,也保留企业样本,且 CFOFD=0。至于那些中间年度出现卸任的样本则用于稳健性检验中的 DID 分析,在主检验(处理效应)中,本文对中途卸任样本进行了剔除以避免此类样本的干扰。

参考现有研究^[26],本文选取以下控制变量:公司规模(Size)、上市年限(Age)、资产收益率(Roa)、杠杆率(Lev)、托宾 q 值(TobinQ)、现金持有(Cash)、高管团队规模(Board)、高管薪酬水平(Pay)、两职合一(Dual)以及行业分类(Ind)。选择方程(CFO 是否选择兼任创始人)的设定如下:

$$CFOFD = I(Z_i \delta + \epsilon_{it}) \tag{2}$$

模型(2)中,I(·)为示性函数。为了保证主检验模型具有识别能力,式(2)的识别条件是 CFO 是否兼任创始人的选择方程的向量 Z_i 中至少有一个变量 z_i 不在对应主方程的控制变量中。在对 Z_i 的选择上,本文参考兰芳等的研究^[12],引入两个用于识别的辅助变量:(1)CFO 年龄(CFOage)。现有研究并未发现 CFO 年龄会对 CFO 从事金融资产投资(FIN)的动机有所影响。但是,CFO 年龄越大,其继续连任以保持联合创始人身份的概率会越低,即 CFO 年龄会在一定程度上影响 CFOFD。(2)第一大股东持股比例(Top1Holder)。现有研究未发现第一大股东持股水平对金融资产投资倾向存在确定的影响,一个潜在的原因是该影响的差异性较强。但是,就选择方程而言,CFO 的任命,尤其是连任与否,却与第一大股东在董事会中的地位(投票权)紧密联系。最后,除 Z_i 外,选择方程中也引入了公司规模(Size)、杠杆率(Lev)、托宾 q 值(TobinQ)、现金持有(Cash)、高管团队规模(Board)以及行业分类(Ind)等作为基本控制变量。主要变量的具体定义见表 1。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	衡量方法
FIN	金融资产	流动性金融资产+风险性金融资产+战略性金融资产
LFIN	流动性金融资产	(现金+银行存款+其他流动性资产+支票)/总资产
FFIN	风险性金融资产	(长期应收款+委托贷款+金融衍生资产+短期投资+交易性金融资产+应收利息+买入返售金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资)/总资产
ZFIN	战略性金融资产	长期股权投资/总资产
CFOFD	创始人 CFO	联合身份特征哑变量,样本期创始人始终兼任 CFO 取 1,始终不兼任取 0
Size	公司规模	企业期末总资产(单位为百万元)的自然对数
Age	企业上市年限	企业上市年限加 1 的自然对数
Roa	资产收益率	净利润/总资产
Lev	财务杠杆率	总负债/总资产
TobinQ	托宾 q 值	总资产市场价值与账面价值的比率
Cash	现金持有水平	货币资金与总资产的比值
Board	高管团队规模	董监高总人数的自然对数
Pay	高管薪酬水平	高管薪酬前三名平均值的对数
Dual	两职合一	董事长与总理由同一人兼任取 1,否则取 0
Ind	行业分类	制造业取 1,其他取 0
CFOage	CFO 年龄	财务总监年龄
Top1Holder	第一大股东持股比例	期末第一大股东持股数量/总股本

(三)描述性统计

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。结果表明:(1)CFOFD 的均值为 0.56,表明样本中有 56%的 CFO 同时叠加了创始人身份特征。(2)样本中金融资产的持有份额均值为 36%,从金融资产结构分布来看,大部分企业持有较多的高流动性金融资产,持有风险性金融资产和战略性金融资产的份额均为 2%,表明样本中企业对不同类型的金融资产持有份额差异较大。(3)从企业特征角度看,样本企业平均规模为 6.69,平均杠杆率为 27%,平均资产收益率为 5%,说明样本企业整体规模偏小,由于是创业类企业,故杠杆率整体不高,基本符合创业型民营企业的现实特征。

表 2 描述性统计

变量	样本值	平均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	P95	最大值
FIN	1010	0.36	0.18	0.02	0.22	0.33	0.48	0.68	0.92
LFIN	1010	0.32	0.18	0.02	0.18	0.28	0.43	0.65	0.92
FFIN	1010	0.02	0.05	0.00	0.00	0.00	0.02	0.11	0.39
ZFIN	1010	0.02	0.04	0.00	0.00	0.01	0.02	0.11	0.54
CFOFD	1080	0.56	0.50	0	0	1	1	1	1
Size	1080	6.69	0.38	5.86	6.42	6.67	6.92	7.39	7.98
Age	1080	1.53	0.47	0	1.39	1.61	1.95	2.08	2.20
Roa	1080	0.05	0.05	-0.60	0.02	0.05	0.07	0.12	0.30
Lev	1080	0.27	0.17	0.01	0.14	0.25	0.37	0.60	0.84
TobinQ	1080	3.26	2.12	0.49	1.84	2.71	4.06	7.46	18.10
Cash	1080	0.26	0.17	0	0.12	0.21	0.36	0.60	0.91
Board	1080	5.93	2.00	2.00	5.00	6.00	7.00	9.50	20.00
Pay	1080	5.68	0.24	5.04	5.52	5.66	5.82	6.09	6.53
Dual	1080	0.47	0.50	0	0	0	1	1	1
Ind	1080	0.71	0.46	0	0	1	1	1	1
CFOage	1080	45.65	6.86	29.00	41.00	45.00	50.00	58.00	73.00
Top1Holder	1080	30.06	11.87	7.28	21.56	28.13	37.95	51.94	68.87

四、实证结果与分析

(一)核心研究假设的检验

表 3 中,Panel A 给出了处理效应的估计结果。其中,第(1)列对金融资产持有的总规模展开检验,发现创始人 CFO(CFOFD)对金融资产总持有规模具有正影响,但并不显著。这说明当不对金融资产进行动机分类时,由于金融资产内涵过于宽泛,不同类型金融资产的持有倾向往往存在较大差异,因此很难揭示出多元身份特征的一般化影响。第(2)列显示具有创始人身份的 CFO(CFOFD)对流动性金融资产投资(LFIN)存在显著的负向影响,表明创始人兼任企业 CFO 会削弱企业对预防性金融资产的持有偏好。由此,假设 1 得证。第(3)列结果表明,具有创始人身份的 CFO 对风险性金融资产投资具有显著的正向影响,结合 2012~2017 年很多创业企业承受较大压力的背景,可以发现为了给企业争取长期生存权,创始人 CFO 会在金融市场逐利中表现出更高的冒险精神,即对短期金融资产投资更加青睐,假设 2 得证。第(4)列表明创始人 CFO 在进行金融资产投资时,更倾向于选择战略性金融资产来分散经营风险,假设 3 得证。

控制变量方面,高管团队规模(Board)对金融资产总规模(FIN)、预防性金融资产(LFIN)、风险性金融资产(FFIN)有显著负影响,对战略性金融资产(ZFIN)的影响不显著,这表明治理水平高的企业,金融资产投资水平较低。这与相关的研究结论一致^[27]。另外,LR 的结果显著,表明自选择效应存在,采用处理效应模型进行估计是合适的。

(二)稳健性检验

1.控制 CFO 权力的影响

考虑到具有联合身份特征的 CFO,往往也是在人事、财权等方面掌控力更大的 CFO,因此其金融

表 3

创始人 CFO 与不同动机下的金融资产投资偏好

主方程	Panel A: 主检验				Panel B: 稳健性检验 I			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	FIN	LFIN	FFIN	ZFIN	FIN	LFIN	FFIN	ZFIN
CFOFD	0.045 (1.44)	-0.110*** (-15.91)	0.026** (2.25)	0.021** (2.05)	-0.004 (-0.12)	-0.164*** (-14.71)	0.029** (2.24)	0.026** (2.27)
Power					0.015*** (4.36)	0.016*** (6.40)	-0.001 (-0.49)	-0.002 (-1.01)
Board	-0.005*** (3.24)	-0.004** (-2.43)	-0.002*** (-3.22)	-0.001 (-0.70)	-0.004*** (-2.57)	-0.003* (-1.73)	-0.002*** (-3.26)	-0.001 (-0.85)
Pay	0.026* (1.81)	0.028*** (2.60)	-0.013** (-2.04)	-0.007 (-1.06)	0.018 (1.28)	0.020* (1.86)	-0.013** (-1.97)	-0.006 (-0.93)
Age	0.027*** (3.14)	0.016** (2.43)	0.010** (2.54)	0.002 (0.54)	-0.012 (-0.98)	-0.025*** (-2.82)	0.012** (2.11)	0.006 (1.10)
Cash	0.834*** (37.77)	0.845*** (37.61)	0.017* (1.64)	-0.025** (-2.48)	0.851*** (38.23)	0.864*** (38.76)	0.016 (1.54)	-0.027*** (-2.62)
TobinQ	-0.003 (-1.49)	0.002 (1.35)	-0.003*** (-3.93)	-0.001 (-1.42)	-0.002 (-1.21)	0.003* (1.69)	-0.003*** (-3.96)	-0.001 (-1.49)
Roa	-0.065 (-0.95)	0.072 (1.45)	-0.067** (-2.20)	-0.055* (-1.80)	-0.018 (-0.27)	0.126*** (2.60)	-0.069** (-2.25)	-0.060* (-1.93)
Size	0.073*** (5.75)	-0.005 (-0.43)	0.045*** (7.70)	0.033*** (5.72)	0.062*** (4.83)	-0.018 (-1.48)	0.045*** (7.65)	0.034*** (5.81)
Lev	-0.151*** (-6.32)	-0.183*** (-7.60)	0.020* (1.82)	-0.008 (-0.76)	-0.148*** (-6.25)	-0.179*** (-7.57)	0.020* (1.81)	-0.009 (-0.79)
Ind	-0.003 (-0.44)	0.019*** (2.62)	-0.017*** (-5.15)	-0.011*** (-3.45)	-0.002 (-0.24)	0.020*** (2.87)	-0.017*** (-5.17)	-0.011*** (-3.49)
Dual	0.006 (0.92)	0.003 (0.61)	0.001 (0.20)	0.001 (0.49)	0.004 (0.75)	0.002 (0.41)	0.001 (0.22)	0.001 (0.53)
Constant	-0.472*** (-5.15)	0.059 (0.75)	-0.204*** (-4.98)	-0.152*** (-3.77)	-0.362*** (-3.88)	0.181** (2.25)	-0.210*** (-4.93)	-0.164*** (-3.90)
选择方程	CFOFD							
CFOage	0.010* (1.74)	0.004 (1.09)	0.010* (1.71)	0.011* (1.83)	0.010* (1.70)	0.006 (1.45)	0.010* (1.72)	0.011* (1.85)
Top1Holder	0.011*** (3.26)	0.007*** (2.93)	0.012*** (3.78)	0.013*** (3.78)	0.011*** (3.31)	0.007*** (2.75)	0.012*** (3.77)	0.013*** (3.76)
Cash	-0.045 (-0.16)	-0.328 (-1.22)	-0.069 (-0.25)	-0.061 (-0.22)	-0.049 (-0.17)	-0.309 (-1.15)	-0.069 (-0.24)	-0.060 (-0.21)
TobinQ	0.017 (0.75)	0.041* (1.85)	0.017 (0.76)	0.015 (0.65)	0.017 (0.75)	0.037* (1.71)	0.017 (0.76)	0.015 (0.65)
Size	-0.061 (-0.46)	-0.066 (-0.52)	-0.057 (-0.43)	-0.045 (-0.34)	-0.060 (-0.46)	-0.050 (-0.39)	-0.057 (-0.43)	-0.045 (-0.34)
Lev	-0.577* (-1.88)	-0.769*** (-2.64)	-0.627** (-2.02)	-0.611** (-1.99)	-0.579* (-1.89)	-0.790*** (-2.7)	-0.627** (-2.02)	-0.611** (-1.99)
Ind	-0.140 (-1.51)	-0.080 (-0.91)	-0.149 (-1.61)	-0.156* (-1.67)	-0.141 (-1.53)	-0.080 (-0.92)	-0.149 (-1.61)	-0.155* (-1.67)
Board	-0.047** (-2.33)	-0.037* (-1.95)	-0.046** (-2.25)	-0.048** (-2.38)	-0.047** (-2.33)	-0.038** (-1.96)	-0.046** (-2.25)	-0.048** (-2.38)
Constant	0.251 (0.28)	0.644 (0.76)	0.223 (0.25)	0.107 (0.12)	0.257 (0.28)	0.488 (0.57)	0.221 (0.34)	0.105 (0.12)
LR test (rho=0)	0.34	94.92***	2.83*	2.91*	0.52	95.70***	2.79*	2.84*
Prob>chi ²	0.5579	0.0000	0.0923	0.0882	0.4714	0.0000	0.0947	0.0917
N	1010	1010	1010	1010	1010	1010	1010	1010

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著，括号内数值为z值。下表同。

资产投资倾向与普通 CFO 的显著差异很可能并非源于其兼任创始人身份所产生的情感联结及高风险容忍度,而是源于权力膨胀导致的投资激进(减少预防性持有、增加逐利性持有)。于是,本文将代表 CFO 权力(Power)的变量纳入模型,再次考察多元身份特征(CFOFD)的影响是否依然存在。CFO 权力度量方面,参考徐细雄等的研究^[28],以 CFO 任职时间来代表其权力水平。

表 3 中的 Panel B 给出了上述稳健性检验的结果。控制住 Power 后,CFOFD 对 LFIN 的回归系数在 1%的水平上显著为负,对 FFIN 和 ZFIN 的回归系数均在 5%的水平上显著为正。这说明即使控制住 CFO 权力的影响,创始人兼任 CFO 的行为依然会降低预防性金融资产持有偏好,增加逐利性和战略性金融资产持有偏好,即克服权力影响后,假设 1 至假设 3 依然成立。

2. 因变量的替换与控制变量的调整

(1)由于以金融资产相对规模来刻画投资水平具有一定局限性,故稳健性检验改用绝对规模进行度量。同时,在不同动机的口径设定上,参考刘贯春等对金融资产投资的指标界定方式^[29],并综合多位学者对持有动机的分析,将货币资金及其等价物划分为流动性金融资产(LFIN2),将持有至到期投资、交易性金融资产、可供出售金融资产、应收利息和衍生金融资产划分为风险性金融资产(FFIN2),将长期股权投资和投资性房地产划分为战略性金融资产(ZFIN2),并分别取自然对数。

(2)以不同动机下金融资产持有水平的高低(Dummy)来代替连续型金融资产持有水平。以 LFIN2 为例,若流动性金融资产持有水平(LFIN2)超过 3/4 分位点,则 LFIN2_Dummy=1;若小于 1/4 分位点,则 LFIN2_Dummy=0,其余取值为空。同样设定也适用于 FFIN2_Dummy 和 ZFIN2_Dummy。

(3)由于表 3 主检验和稳健性检验 I 中 TobinQ、Roa 和 Dual 的显著性较弱,因此本文在稳健性检验 II 中去掉了上述三个因素。同时,考虑到独立董事有可能发挥一定的监督职能,故引入独立董事占比(Indep)变量。

表 4 列示了上述稳健性检验的结果:(1)CFOFD 对 LFIN2 和 LFIN2_Dummy 的估计系数均在

表 4 稳健性检验 II:变量替换与口径调整

主方程	预防性金融资产		风险性金融资产		战略性金融该资产	
	LFIN2	LFIN2_Dummy	FFIN2	FFIN2_Dummy	ZFIN2	ZFIN2_Dummy
CFOFD	-0.967*** (-23.02)	-0.640*** (-12.37)	-0.420 (-0.45)	0.483** (2.49)	2.436*** (7.54)	0.822* (1.73)
Board	0.009 (0.74)	-0.002 (-0.27)	0.061 (1.59)	-0.017* (-1.69)	0.029 (0.72)	0.002 (0.17)
Pay	0.464*** (4.49)	0.385*** (4.40)	1.153*** (3.19)	-0.401*** (-3.71)	0.593* (1.65)	0.167 (1.09)
Age	-0.070 (-1.15)	-0.103* (-1.79)	1.210*** (6.27)	-0.416*** (-7.35)	1.240*** (5.04)	0.345*** (4.84)
Cash	2.860*** (20.01)	1.166*** (10.47)	2.082*** (4.62)	-0.210 (-1.54)	-2.110*** (-3.62)	-0.636*** (-2.96)
Size	1.514*** (19.94)	0.642*** (10.33)	1.944*** (8.02)	-0.239*** (-3.26)	0.644** (2.43)	0.232*** (2.62)
Ind	0.018 (0.35)	0.048 (1.16)	-0.536*** (-3.46)	0.154 (3.11)	-0.591*** (-3.36)	-0.193*** (-2.82)
Indep	-2.439*** (-6.05)	-1.326*** (-3.93)	-0.043 (-0.02)	-0.470 (-0.90)	-3.533** (-2.35)	-0.2413 (-0.33)
Constant	-5.945*** (-9.28)	-5.318*** (-10.31)	-19.727*** (-7.51)	5.570*** (8.81)	-5.660** (-2.51)	-2.712** (-2.25)
选择方程	CFOFD					
∑Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
LR test (rho=0)	265.95***	92.15***	0.38	1.90	14.74***	3.59*
Prob>chi2(1)	0.0000	0.0000	0.5374	0.1679	0.0001	0.0582
N	1077	539	820	409	716	358

注:因篇幅限制,表 4 省略了选择方程估计结果的报告,只报告了选择方程的 LR 检验量;选择方程中自变量的设定原则同表 3。

1%的水平上显著为负,说明创始人 CFO 对预防性金融资产的持有偏好更低,即假设 1 结论稳健。(2)CFOFD 对 ZFIN2 和 ZFIN2_Dummy 的估计系数均显著为正,说明创始人 CFO 对战略性金融资产的持有偏好更高,假设 3 结论稳健。(3)虽然 CFOFD 对 FFIN2 的影响并不显著,但 CFOFD 对 FFIN2_Dummy 的影响显著为正,这在一定程度上说明创始人 CFO 对风险性金融资产的持有倾向更高,假设 2 具有一定的稳健性。

3. 基于 DID 模型的稳健性检验

由于 DID 双重差分过程能较好地处理因不可观测非时变因素所引发的自选择问题,故本文进一步使用 DID 方法评估多元身份特征对不同动机金融资产持有偏好的影响。具体而言,本文关注那些在 2012~2017 年中创始人卸任 CFO 的情况,将这一变更视为对“多元身份特征”的一种外生冲击,并由此构建 DID 估计。具体 DID 模型设计如下:

$$Y_{it} = \alpha + \beta(D_i \times P_t) + \gamma \sum \text{Controls} + u_i + v_t + \epsilon_{it} \quad (3)$$

为实现 DID 估计,需要对样本进行一定调整。模型(1)的样本仅包含创始人始终兼任 CFO 的企业(CFOFD=1)和始终不兼任 CFO 的企业(CFOFD=0),前者有 102 家,后者有 78 家。但在 DID 估计中,始终不兼任的样本因不会受卸任冲击,故予以剔除。同时,增加模型(1)中未包括的 68 家存在卸任的企业,并将这些企业视为处理组($D_i=1$),而将创始人始终兼任 CFO 的 102 家企业(未卸任)视为控制组($D_i=0$),因此共 170 家企业。对于存在卸任的 68 家企业,记录卸任年份,若样本属于卸任前,则 $P_t=1$;若样本属于卸任当年及卸任后,则 $P_t=0$ 。

控制变量包含:企业上市年限(Age)、资产收益率(Roa)、托宾 q 值(TobinQ)、财务杠杆率(Lev)、两职合一(Dual)、第一大股东持股比例(Top1Holder)及研发投入水平(RD)。其中,研发投入采用“研发费用支出/总资产”进行度量。由于是多期 DID,故控制个体效应 u_i 和时间效应 v_t 。

上述 DID 模型的估计结果如表 5 所示。表 5 第(1)至(3)列表明:交互项 $D \times P$ 对 LFIN 具有显著的正向冲击效应,对 FFIN 则具有显著的负向冲击效应,对 ZFIN 有负向冲击效应但不显著。该结

表 5 稳健性检验 III: DID 估计

变量	Panel A: 样本期(2012~2017)			Panel B: 样本期(2012~2019)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	LFIN	FFIN	ZFIN	LFIN	FFIN	ZFIN
D×P	0.029** (2.14)	-0.011* (-1.74)	-0.005 (-0.80)	0.026** (2.16)	-0.015** (-1.98)	-0.008** (-2.11)
Top1holder	0.001* (1.82)	0.000 (1.10)	-0.000 (-0.68)	0.001* (1.80)	0.000 (1.22)	0.000 (0.80)
Roa	0.627** (2.01)	-0.010 (-0.32)	0.003 (0.09)	0.014 (0.14)	-0.007 (-0.84)	-0.056*** (-5.89)
Lev	-0.307*** (-3.14)	0.007 (0.52)	-0.006 (-0.61)	-0.259*** (-3.04)	-0.003 (-0.20)	0.048*** (4.95)
Dual	0.011 (0.82)	-0.003 (-0.70)	-0.004 (-0.91)	0.015 (1.13)	-0.000 (-0.08)	-0.004 (-1.14)
Age	-0.010 (-0.19)	-0.000 (-0.00)	0.019*** (2.77)	-0.012 (-0.23)	-0.002 (-0.30)	-0.009 (-0.96)
RD	0.011*** (5.33)	-0.000 (0.68)	-0.001 (-1.29)	0.011*** (5.91)	-0.000 (-1.14)	0.001* (1.95)
TobinQ	0.008 (1.49)	0.002** (2.09)	0.003*** (2.73)	0.014** (2.15)	0.001 (1.45)	0.000 (0.51)
Constant	0.357*** (4.39)	-0.073** (-2.15)	-0.003 (-0.43)	0.370*** (4.89)	-0.065* (-1.68)	0.005 (0.56)
个体聚类	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度聚类	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1020	1020	1020	1357	1357	1357
Adj.R ²	0.3683	0.0876	0.0821	0.3557	0.0691	0.1920

果说明,当创始人卸任 CFO 会导致预防性金融资产(LFIN)的持有出现反弹,同时,会导致逐利性和战略性金融资产的持有水平下降,即当 CFO 变更为普通职业经理人时,预防性金融资产的持有会上升,风险性和战略性金融资产投资会变得更谨慎。这与本文假设 1 至假设 3 的预期一致。

表 5 第(3)列回归系数不显著的原因,可能与事后观察期较短有关。具体而言:2012~2017 年间,控制组和处理组的企业数量分别为 102 家和 68 家,且 68 家处理组企业中有 25 家企业的创始人是在最后两年(2016 和 2017 年)卸任 CFO 的。这意味着可用于观察卸任后投资偏好变化的年份较少,可能来不及捕捉卸任对投资偏好的影响。基于此,表 5 中 Panel B 在保持企业数量不变的条件下,将样本期从 2017 年扩至 2019 年,以便通过提供更多的“事后”期间来帮助 DID 模型捕捉卸任对金融资产投资,尤其是对投机性(FFIN)和战略性(ZFIN)金融资产投资的影响。结果显示,卸任对风险性金融资产(FFIN)和战略性金融资产(ZFIN)持有水平(2012~2019 年间)均呈现出显著的负向冲击。

最后,当样本期扩至 2019 年后,发现存在早期卸任 CFO 的创始人再次担任 CFO 的情况,这种双重身份跳变的企业共计 24 家。为排除创始人再次担任 CFO 对估计结果的影响,表 6 给出了剔除这 24 家双重跳变企业后的回归结果。其中,各列交叉项系数与表 5(Panel B)中的系数方向完全一致,故不再赘述。

表 6 稳健性检验 IV:剔除 2012~2019 年间联合身份存在双重跳变的企业

变量	(1)	(2)	(3)
	LFIN	FFIN	ZFIN
D×P	0.041 *** (2.83)	-0.014 ** (-2.03)	-0.010 ** (-1.91)
∑Controls	控制	控制	控制
个体聚类	Yes	Yes	Yes
年度聚类	Yes	Yes	Yes
N	1165	1165	1165
Adj.R ²	0.3792	0.0787	0.1211

注:限于篇幅,表 6 省略了控制变量的回归结果。具体控制变量与表 5 一致,不再赘述,但留存备案。

五、进一步研究

本部分将重点阐述调整成本、投资机会和研发能力不同的企业,其 CFO 多元身份特征(CFOFD)对预防性、逐利性和战略性金融资产投资产生的影响。

(一)调整成本异质性

企业囤积在固定资产上的资本越多,其调整成本越高,这会使得企业在面临外部需求波动时不得不通过平滑机制来保持主业投资趋势^[30]。对于重资产、调整成本较高的企业来说,不管是创始人 CFO 还是普通 CFO,都需要预留较多的流动性金融资产(LFIN)以平滑固定投资波动,这种保守的预防性持有策略可能会使得两者的持有策略非常接近。而对于轻资产、调整成本较低的企业而言,创始人 CFO 的调节空间更大,在预防性金融资产的持有上可能会更激进,会持有更少的 LFIN。

本文采用固定资产除以总资产的比例(FI)作为调整成本的代理变量,以 FI 的中位数为依据进行分组检验。结果显示(表 7 第(1)(2)列),创始人 CFO 和普通 CFO 的投资偏好在调整成本较高时不存在显著差异,而在调整成本较低时,创始人 CFO 对预防性金融资产的投资偏好低于普通 CFO。

(二)投资机会异质性

企业的成长水平和面临的投资机会会影响其投资决策^[31]。当主业投资机会较大时,创始人 CFO 和普通 CFO 都会倾向于主业投资,很少有人会冒险参与金融逐利。但是当主业的投资机会较低时,普通 CFO 可能会通过维持现状甚至压缩规模、压缩成本等方式改善现金流量,降低财务风险,而不会考虑冒险进行金融资产逐利,因为一旦失败,对职业声誉的损害较大。但创始人 CFO 因存在特殊的身份和情感联结,会在主业缺少投资机会时,反而大胆通过短期金融逐利来帮助企业赚取利

表 7 创始人 CFO 对不同类型金融资产投资的异质性影响分析

主方程	LFIN		FFIN		ZFIN	
	高调整成本	低调整成本	高投资机会	低投资机会	高研发创新	低研发创新
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CFOFD	0.026 (0.029)	-0.109*** (0.008)	-0.071*** (0.006)	0.047*** (0.008)	0.005 (0.061)	0.028** (0.012)
∑Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
选择方程	CFOFD					
CFOage	0.043*** (0.009)	-0.003 (0.005)	-0.011 (0.007)	0.011* (0.007)	-0.002 (0.009)	0.019** (0.008)
Top1Hold	0.010** (0.004)	0.008** (0.004)	0.003 (0.004)	0.015*** (0.004)	-0.001 (0.005)	0.022*** (0.005)
Constant	-2.182*** (0.465)	0.124 (0.281)	0.671** (0.340)	-0.931*** (0.353)	0.298 (0.438)	-1.438*** (0.407)
N	505	505	496	514	512	498

注：(1)括号内数值为标准误；(2)控制变量包括 Board、Pay、Age、Cash、Roa、Size、Lev、Ind 和 Dual。限于篇幅，此处不再赘述，但留存备案。

润、换取时间，争取未来生存权。

本文以托宾 q 值作为投资机会的代理变量，以托宾 q 值的中位数为依据进行分组检验。结果显示(表 7 第(3)(4)列)，在低投资机会组中，创始人 CFO 对风险性金融资产的持有偏好显著高于普通 CFO；而在高投资机会组中，创始人 CFO 的逐利性金融资产投资倾向反而显著低于普通 CFO。这表明创始人 CFO 是具有主业情怀的，其从事金融资产套利是投资机会不足时维系企业长久发展不得已进行的行为。

(三)研发投入异质性

现有文献认为企业进行研发创新可以促进绩效提高，且能通过缓解信息不对称和代理问题，进而缓解企业风险承担，降低长期财务风险^[32]。由此看出，企业创新水平高低与企业财务风险紧密相关。在低创新水平企业中，创始人 CFO 可能会更敢于通过投资战略性金融资产来对冲因创新不足引发的经营风险。

本文按照研发投入水平(RD)的中位数将样本分为高研发创新组和低研发创新组进行检验。结果显示(表 7 第(5)(6)列)，在低研发创新组中，创始人 CFO 对战略性金融资产的持有偏好高于普通 CFO；而在高研发创新组中，两者不存在显著差异。这表明创始人 CFO 投资战略性金融资产有可能是在企业研发能力不足时为规避主营业务发展风险而采取的一种应对行动。

六、结论与启示

本文以 2012~2017 年在中国创业板上市的民营企业为研究样本，运用处理效应模型和 DID 模型探索了创始人 CFO 对不同动机下金融资产投资的影响效应，实证研究发现：(1)创始人 CFO 对流动性金融资产的投资偏好比普通的职业经理人 CFO 低，但特殊的情感联结使其具有更高的失败容忍度，因而基于逐利性动机持有更多的风险性金融资产，且创始人 CFO 会基于风险分散动机持有更多的战略性金融资产。上述结论在一系列稳健性检验后依然成立。(2)创始人 CFO 对预防性金融资产的影响在不同调整成本下存在差异，低预防性投资偏好仅在调整成本较低时显著，表明 CFO 的投资偏好受到资产调整成本的约束。(3)创始人 CFO 对风险性金融资产的影响在不同投资机会下存在差异，高逐利偏好只在投资机会较低的企业中存在，表明这类企业为了维系长久发展不得已进行多元化投资。(4)创始人 CFO 对战略性金融资产的影响在不同创新投资水平下存在差异，风险分散偏好在创新能力低的企业中更明显，表明这类企业的战略性金融资产配置更多是企业创新不足时为规避主营业务发展风险而采取的应对行动。

根据上述结果，本文可以得到以下启示：(1)对于 CFO 为创始团队成员的企业来说，应了解 CFO 的创始成员背景对公司财务决策尤其是金融投资决策可能产生的影响，从而制定适当的制度和机制，

以趋利避害。(2)投资者和分析师在看待公司投资行为、预测公司投资计划时,可以将其 CFO 是否为创始团队成员作为一个考虑因素。(3)一些企业的管理者(如创始人 CFO)是由于主业投资机会不多、企业创新能力不足或者创新周期太长才进行金融投资以换取长期生存的。因此政府应进一步改善市场环境,并继续探索更多的措施支持传统实体企业进行转型升级、激发企业创新活力,从而提高实体投资回报率,引导实体企业专注主业经营。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 李博阳,沈悦,张嘉望.金融资产配置、企业经营风险与企业杠杆率[J].当代经济科学,2019,(5):116—128.
- [3] Manso, G. Motivating Innovation[J]. Journal of Finance, 2011, 66(5): 1823—1860.
- [4] Jensen, M., Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305—360.
- [5] 姜付秀,伊志宏,苏飞,黄磊.管理者背景特征与企业过度投资行为[J].管理世界,2009,(1):130—139.
- [6] 杜勇,周丽.高管学术背景与企业金融化[J].西南大学学报(社会科学版),2019,(6):63—74.
- [7] 徐思,潘听彤.企业金融化与机构投资者行为研究[J].财务研究,2019,(6):59—72.
- [8] Nelson, M. W., Elliott, J. A., Tarpley, R. L. How Are Earnings Managed? Examples from Auditors[J]. Accounting Horizons, 2003, (s1): 17—35.
- [9] Chemmanur, T. J., Loutskina, E., Tian, X. Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(8): 2434—2473.
- [10] Shleifer, A., Vishny, R. Large Shareholders and Corporate Control[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(3): 461—488.
- [11] 许楠,田涵艺,蔡竞.非创始人管理下的 R&D 投入与产出——基于创业板企业的实证研究[J].南开管理评论,2019,(1):111—123.
- [12] 兰芳,于博,方云龙,吴菡虹.创始人 CFO、风险容忍度与企业创新[J].科技进步与对策,2020,(4):99—108.
- [13] 陈闯,刘天宇.创始经理人、管理层股权分散度与研发决策[J].金融研究,2012,(7):196—206.
- [14] 陈志斌,汪官镇.CEO 自由裁量权与企业投资效率[J].会计研究,2020,(12):85—98.
- [15] Tian, X., Wang, T. Y. Tolerance for Failure and Corporate Innovation[J]. Review of Financial Studies, 2014, (1): 211—255.
- [16] 向锐.CFO 财务执行力与企业过度投资——基于董事会视角的分析[J].会计研究,2015,(7):56—62.
- [17] 陈闯,吴晓辉,卫芳.团队异质性、管理层持股与企业风险行为[J].管理科学学报,2016,(5):1—13.
- [18] 张成思,郑宁.中国实体企业金融化:货币扩张、资本逐利还是风险规避? [J].金融研究,2020,(9):1—19.
- [19] 鲁倩,贾良定.高管团队人口统计学特征、权力与企业多元化战略[J].科学学与科学技术管理,2009,(5):181—187.
- [20] Matusik, S. F., Fitza, M. A. Diversification in the Venture Capital Industry: Leveraging Knowledge under Uncertainty[J]. Strategic Management Journal, 2012, 33(4): 407—426.
- [21] Sevilir, M., Tian, X. Acquiring Innovation[Z]. AFA 2012 Chicago Meetings Paper, 2012.
- [22] Maddala, G. S. Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics[J]. Journal of Economics, 1983, 43(4): 423—424.
- [23] Demir, F. Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited[J]. World Development, 2009, 37(5): 953—964.
- [24] 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.
- [25] 夏立军,郭建展,陆铭.企业家的“政由己出”——民营 IPO 公司创始人管理、市场环境与公司业绩[J].管理世界,2012,(9):132—141.
- [26] 张成思,刘贯春.中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角[J].经济研究,2018,(12):51—67.
- [27] Harford, J., Mansis, S. A., Maxwell, W. F. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(3): 535—555.
- [28] 徐细雄,李雪,李万利.CFO 能力与公司现金持有:基于高阶梯队理论的系统考察[J].现代财经,2018,(11):130—145.
- [29] 刘贯春,刘媛媛,张军.金融资产配置与中国上市公司的投资波动[J].经济学(季刊),2019,(2):573—596.
- [30] 于博,吴娜,陈红.融资约束、预防性动机与营运资本平滑——基于房地产行业的实证分析[J].云南财经大学学报,2013,(6):115—125.
- [31] 刘峰,何建勋.企业成长性、CEO 财务专长与企业价值[J].财务研究,2021,(1):17—31.
- [32] 郝清民.融资约束下的研发与长期财务风险[J].科研管理,2020,(10):54—62.

(责任编辑:胡浩志)