

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20210628.202

民营企业身份认同与企业金融化

孙 凡

(山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030031)

摘 要: 本文以2007—2018年间上市时实际控制人为自然人或家族的沪深A股民营企业为研究样本,手工收集民营企业初始产权获取方式并将其划分为具有身份认同问题的国有转制型民营企业以及不具有身份认同问题的自我创业型民营企业,系统考察了国有转制型民营企业所具有的身份认同问题对其金融化决策的实际影响。研究发现,相较于自我创业型民营企业,具有身份认同问题的国有转制型民营企业更倾向于从事金融化行为,具体表现为金融资产配置比例更大以及金融投资收益占比更高。截面分析表明,民营企业身份认同问题对金融化决策的正向影响在主业业绩较差、经营风险较大以及地区市场化程度较低的样本中更显著。进一步研究发现,民营企业身份认同问题所导致的金融化行为以房地产投资为主,并导致了过度金融化。本文的研究结论不仅丰富了企业金融化影响因素与民营企业身份认同经济后果领域的相关文献,对于新时代背景下更好发挥民营企业精神以促进民营经济蓬勃发展亦具有一定借鉴意义。

关键词: 民营企业身份认同;企业金融化;国有转制型民营企业;自我创业型民营企业

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2021)09-0102-16

一、引 言

当前我国经济发展呈现出明显的“金融化”趋势。从宏观层面而言,金融领域资本无序扩张所带来的空转加剧了宏观经济运行所面临的系统性风险。从微观层面而言,鉴于经济增速放缓与外部国际环境变化等各方面因素的影响,导致一些实体企业在主业发展经营面临困境之时转而投身金融、房地产等领域,试图通过金融化决策来攫取超额收益。部分非金融类上市公司甚至出现金融资产在总资产中占比过高、金融投资收益构成主要利润来源等反常现象,这充分表明在实体经济疲软与超额收益诱惑的双重驱使下,通过配置金融资产以追逐超额收益已日渐成为当前我国实体企业发展的重要特征(王红建等,2017)。然而,实体企业金融化对企业自身长远发展乃至宏观经济平稳运行所带来的一系列负面影响已被相关文献所证实,本文试图选取民营企业这一独特群体,通过切入以国有转制来衡量的民营企业身份认同问题来系统考

收稿日期:2021-02-09

基金项目:山西省软科学研究计划重点项目(2018042005-3);山西省软科学研究计划项目(2019041011-3)

作者简介:孙 凡(1968—),男,山西财经大学会计学院教授(通讯作者,707350026@qq.com)。

察其对金融化决策的具体影响。不同于国有企业,民营企业金融化行为往往面临较少的政府管制而具有较大自由裁量权,加之民营企业相较于国有企业所具有的“以追求经济利益为主要目标”的重要特征,导致一段时期以来民营企业金融化趋势相较于国有企业可谓“有过之而无不及”,在微观实体企业金融化过程中占据了重要地位。因此,有必要从民营企业内部特质,特别是产权变化的视角深入挖掘影响其金融化决策的关键因素,进而为我国经济新发展阶段背景下切实防范遏制民营企业过度金融化提供新治理思路。

民营经济是我国国民经济的重要组成部分,在促进经济增长、推动科技创新、增加就业机会、改善民生福祉以及推动社会进步等方面发挥了重要作用。习近平总书记多次强调民营经济“只能壮大、不能弱化,不仅不能离场,而且要走向更加广阔的舞台”。由此可见为民营经济发展营造一方沃土,给民营经济健康发展保驾护航,是新时代确保国民经济高质量发展的重要内容与关键所在。然而,民营经济在稳定向好发展的同时,也面临诸多亟待解决的“痛点”。身份认同问题便是长久以来困扰部分民营企业家的典型难题,严重影响了民营企业家群体创业和勇立潮头的主观意愿,进而在一定程度上限制了民营经济的蓬勃发展。所谓“民营企业身份认同”,主要是指部分民营企业并非创始人或家族“白手起家”所建立,而是由民营企业家通过收购、股权转让或其他方式将初始国有产权私有化而得。同时,由于我国产权制度转型过程中存在诸如法律制度不健全、执行过程不完善等客观缺陷,导致这类民营企业在产权获取(原始财富积累)过程中可能存在一些“不规范”之处(叶青等,2012),容易遭到政府、舆论以及公众质疑,进而导致其合法民营企业身份难以同“白手起家”型民营企业一样得到政府与社会公众的有效认同。因此,具有身份认同问题的民营企业会面临更多舆论压力与政治成本,这不仅抑制了其创业守业激情与企业家精神,也会对公司治理决策产生一系列深远影响(唐松等,2017,2020;周泽将等,2019;李雪等,2020)。因此,本文试图从身份认同的视角探究民营企业金融化现象,以期从更为基本的视角来探究“实体企业金融化之谜”。具有身份认同问题的民营企业会面临更大的未来财务与经营风险,因此其有动机通过金融资产配置来化解身份认同所导致的重大外部风险。同时,身份认同障碍的存在导致这类民营企业在面临主业经营业绩下滑时,更容易选择从事金融化行为而非坚守主业,这同样会加剧其金融化程度。

基于前述理论与现实考虑,本文以2007—2018年间实际控制人为自然人或家族的沪深A股民营上市公司为研究样本,以民营企业初始产权获取方式来衡量其所具有的身份认同问题,实证检验了国有转制型民营企业所具有的身份认同问题对其金融化决策的具体影响。研究发现,相较于未有身份认同问题的自我创业型民营企业,存在身份认同问题的国有转制型民营企业由于面临较高政治成本以及舆论压力,同时具有较少守业热情与企业家精神,因此更倾向于从事金融化决策,具体表现为更多金融资产配置与更高金融投资收益占比。截面分析表明,民营企业身份认同问题对其金融化决策的正向影响在主业业绩较差、经营风险较大以及地区市场化水平低的样本中更显著。进一步研究则发现,民营企业身份认同问题所导致的金融化行为以房地产投资为主,民营企业身份认同问题还导致了企业过度金融化。

本文研究贡献集中在三方面:第一,丰富了民营企业身份认同经济后果的相关研究,加深了对国有转制型民营企业具体行为决策的认识与理解。随着民营经济不断发展壮大,民营企业身份认同问题引起各界广泛关注,对民营企业公司治理行为产生了深刻影响。不同于现有研究,本文侧重于从企业金融化视角考察民营企业身份认同所导致的经济后果,发现国有转制型民营企业会从事更多金融化行为,进而丰富了中国情境下民营企业身份认同问题的研究视角。第二,拓展了企业金融化影响因素的相关研究,有助于揭开“实体企业金融化”之谜。本文从民

营企业身份认同的视角探究了金融化行为的动因,发现国有转制型民营企业所具有的身份认同障碍促进了金融化行为,从而为更好地解释“实体企业金融化”这一主流现象与学术热点提供了增量理论与经验证据。第三,本文发现地区市场化水平缓解了民营企业身份认同对公司治理所造成的负面影响,这为各级政府通过改善市场环境与加强制度建设以切实解决民营企业身份认同问题、促进民营经济高质量发展具有一定的启示,并且对于缓解民营企业身份认同障碍、发挥民营企业精神以及促进民营经济蓬勃发展等均具有较强的现实意义。习近平总书记在2018年召开的民营企业座谈会明确提出“对一些民营企业历史上曾经有过的一些不规范行为,要以发展的眼光看问题,按照罪刑法定、疑罪从无的原则处理,让企业家卸下思想包袱,轻装前进”,这为我国当前与今后一个时期正确看待与处理民营企业身份认同问题提供了有力指引,因此本文的研究结论对于正确认识并妥善处理国有转制型民营企业所具有的身份认同问题、更好地促进民营经济蓬勃发展具有重要的政策启示。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

(一)文献回顾

1. 企业金融化的影响因素

学界目前尚未就“金融化”这一概念的准确定义达成一致。借鉴张成思(2019)的研究思路,本文认为当前经济金融学领域所关注的金融化问题主要包括宏观、中观与微观三个层面。从宏观视角定义的金融化是指金融部门在国民经济部门的产出与利润中所占比例上升的客观现象;从中观层面定义的金融化主要指资产或大宗商品通过增加流动性所呈现的金融化特质;而从微观层面所定义的金融化主要基于微观企业金融化行为,表现为实体企业利润积累日益依赖金融渠道而非传统贸易与商品生产。需要指出的是,本文所研究的企业金融化是微观层面金融化,亦即企业通过更多地配置金融资产以从事金融投资的方式来获取超额收益,进而增加金融渠道获利占比。

微观企业金融化相关研究主要集中在动机与经济后果两方面。就微观企业金融化的动机而言,现有研究主要提出“蓄水池”“投资替代”和“实体中介”三种理论:“蓄水池”理论指出由于金融资产所具有的易保值、变现快等特点,企业持有金融资产主要用以预防财务风险以及反哺主业发展(Ding等,2013)。“投资替代”理论则指出企业金融化主要目的是追求利润最大化,当金融投资收益率高于实体投资收益率时,理性决策者会以金融投资来代替实体投资(张成思和张步县,2016)。“实体中介”理论主要以银行针对不同实体企业的融资歧视来解释企业金融化行为(Shin和Zhao,2013),即一些实体企业易于从银行获取高额且低成本贷款,但其生产率较低,而另一些生产率相对较高的企业由于信贷歧视则难以从银行融资,这便导致易于获取外部融资但自身生产率低的企业将资金转贷给其他企业以获取利息,这类企业便从事了类似金融中介的业务,表现出金融化特征。总体上讲,这三种动机并不完全割裂,既可分别存在于企业发展的不同时期,也可同时存在于企业发展的某一时期。关于企业金融化的经济后果,现有研究大多从负面视角考察了金融化对主业发展(杜勇等,2017)、企业价值(戚聿东和张任之,2018)、创新产出(王红建等,2016)、投资效率(胡诗阳等,2019)以及审计定价(李馨子等,2019)等方面的影响,总体上发现实体企业从事金融化会通过挤占实业发展资源与空间的途径对公司长远发展产生一定消极影响。

纵观现有关于企业金融化的相关研究,不难发现大部分文献笼统地将国有企业与民营企业视作一个整体进行研究,鲜有文献单独关注民营企业金融化的相关问题。事实上,民营企业金融化趋势与程度在近年来亦较为明显,加之不同于国有企业金融化行为会受到政府管制,民

营企业金融化行为表现出更强逐利性且缺乏有效监管。为此有必要从民营企业自身特征出发,深入挖掘影响其金融化决策的因素,从而为我国新发展阶段下私营经济金融化治理提供新思路。现有研究尚未有从民营企业身份认同视角对其金融化行为进行探究的相关文献,从而在一定程度上忽视了“身份认同”这一中国本土情境下民营企业从事金融化行为的一个可能动因,也忽略了“国有资产转制”与“微观企业金融化”这两项经济事实间所具有的内在逻辑联系。换言之,从以初始产权获取方式为衡量依据的民营企业身份认同视角来考察我国民营经济金融化趋势的影响因素,有助于从更为基本且内在的制度层面揭示近十年来我国实体企业、特别是广大民营企业广泛金融化背后所蕴含的独特中国式逻辑,从而为中国情境下微观企业金融化动因研究提供增量理论与经验贡献。

2. 民营企业身份认同的经济后果

民营企业所存在的身份认同问题主要源于其初始产权获取方式,部分民营企业并非由初创自然人或家族白手起家而建立壮大的,而是由实际控制人通过股权转让、整体收购等方式所获取的初始产权为国有或集体所有的经营实体,而这些实际控制人在获取国有产权时往往存在诸多不规范、不透明之处,这长期以来引起政府、媒体与社会公众的广泛关注,导致国有转制型民营企业企业家背负了较大政治成本以及舆论压力,加剧了其对所控制企业的身份认同障碍,导致其难以全身心投入企业发展经营,进而影响了这类公司的治理决策。通过对现有文献的梳理,可以发现目前国内学界虽初步探讨了民营企业身份认同问题所带来的经济后果,但相关文献仍较为匮乏。具体而言,唐松等(2017)发现相较于自我创业型民营企业,国有转制型民营企业有动机降低会计信息质量以减少外界关注所带来的政治成本。此外,周泽将等(2019)、李雪等(2020)分别从风险承担与慈善捐赠的视角考察了国有转制型民营企业所具有的身份认同问题引起的经济后果,发现民营企业身份认同障碍会降低其风险承担水平并增加企业慈善捐赠水平。本研究试图从企业金融化行为的视角探究民营企业身份认同问题所导致的经济后果,这不仅有助于拓展民营企业身份认同问题经济后果的研究,也有助于探寻中国企业金融化之谜,为揭开民营企业金融化决策所蕴含的内在机理提供新的研究视角。

(二)理论分析与研究假设

相较于自我创业型民营企业而言,本文所重点关注的国有转制型民营企业是由实际控制人或家族通过对国有资产的收购或合并而逐步形成,这在客观上致使这类并非“白手起家”的民营企业企业家往往对企业身份认同程度处于一个较低水平,具体表现为其对于公司所从事的主营业务可能具有较少的创业守业乃至扩业热情,加之由于诸多历史原因,发生于上世纪末的国有资产转制浪潮中不同程度地存在一些不规范之处,导致这类国有转制型民营企业往往会背负较多舆论怀疑与压力,即以政府、媒体舆论以及社会公众为主要代表的外部利益相关者会对这类民营企业原始财富积累过程存在较多质疑,这在客观上增加了其所面临的外部政治成本。本文认为,民营企业所具有的身份认同问题主要通过加剧未来经营风险以及弱化主业守业意愿两条具体途径来促进公司金融化决策,进而显著增加国有转制型民营企业的金融化程度。具体而言:

首先,民营企业身份认同问题在客观上加剧了公司未来陷入舆论漩涡甚至被政府部门重点监管的可能性,这均构成较高的政治成本,进而增加了企业未来所面临的经营风险,考虑到提前且适度配置金融资产有助于通过优化资产结构以及增加资产收益等途径来缓解企业所面临的系统性经营风险,因此国有转制型民营企业应具有更高层次的金融化水平。相较于“白手起家”的自我创业型民营企业,部分企业家选择通过将原本为国有或集体所有的资产以私有化方式来实现原始资本的快速积累,但考虑到在国有资产转制过程中可能会涉及一些诸如“制度

漏洞”与“人为操作”等不合规操作(李雪等,2020),导致其初始产权获取方式存在一些不规范之处且备受社会各界质疑,这在客观上造成其产权难以得到合法认定与有效保护(刘海洋等,2017),进而为其带来较高政治成本与舆论压力(叶青等,2012),这无疑会增加企业未来的经营与财务风险,因此国有转制型民营企业的实际控制人或家族应当具有较强动机来缓解由于其身份认同问题所引致的一系列重大外部风险。与固定资产相比,包括现金等在内的金融资产本身具有较强的流动性,通过提前适度配置金融资产,当企业在未来面临资金短缺时,金融资产能够通过变现来补充账面资金(彭俞超等,2018)。同时,金融资产配置还具有较为理想的风险分散功能(胡奕明等,2017)。因此,当国有转制型民营企业因其出身问题而被迫面临较高的经营风险时,为有效应对并切实防范化解这类风险,管理层有动机通过适度配置金融资产来优化资产结构并增强抵御经营风险的能力,这在客观上会导致这类企业金融化程度显著提升,进而表现为身份认同问题显著促进了民营企业金融化。

其次,国有转制型民营企业的创始人并非“白手起家”而是通过收购国有或集体所有资产的所谓“捷径”来实现原始财富积累的,因此当其所在公司主业经营面临困境加之金融投资收益可观的双重影响下,这类民营企业家事实上对于其所涉足实体主业的守业扩业热情较为有限,不太可能花费较多私人精力抑或物质资源来改善主业发展,反而更有可能将更多资源转而投向金融领域以攫取超额利润,这同样会加剧国有转制型民营企业金融化程度。由于实体投资与金融投资收益间存在较大差异,因此金融化实质是投资者为追求超额利润而将资本配置于金融领域的一种行为(张成思和张步县,2016)。近年来,由于世界经济低迷、行业竞争加剧、市场供需调整以及融资环境恶化等客观因素的影响,民营经济发展遇到了较大困难,特别是一些传统民营企业面临着业务萎缩、利润下滑、财务状况恶化等不利情形(申广军等,2020)。但在另一方面,金融、房地产等行业在2008年全球金融危机后蓬勃发展,无论是体量、利润率以及发展速度均超过实体行业,且这一差距仍呈不断扩大之势(王红建等,2017)。传统业务低迷、金融业高利润的两极化局面导致部分民营企业出于缓解主业发展不利、攫取超额利润的目的投身金融、房地产等并非其主业的领域,造成金融化现象。相较于国有转制型民营企业,自我创业型民营企业是创始人或其家族自行出资建立并长期经营的产物,具有较高身份认同度,此时民营企业已不单纯是其获取利益的工具,更多的是其实现自身理想信念与社会价值的重要体现(谢会丽等,2019)。即使面临主业下滑等不利局面,这类企业也不会轻易选择缩减或放弃主业以转向金融化的经营决策,创始人(家族)所具有的创业激情、守业热情与企业家精神会促使其通过技术创新、战略变革以及组织调整等多种方式来改善主业经营,以促使其在主业领域中继续扮演领头羊角色(Anderson和Reeb,2003)。换言之,自我创业型民营企业对自身所从事的行业与领域不仅较为熟悉,而且具有较高认同感与较强感情纽带,因此其金融化动机较低。但反观国有转制型民营企业,考虑到其初始产权为国有或集体所有而并非由创始人亲自出资并经营,导致其对自身所从事领域具有较低认同感与熟悉度。在面临主业经营业绩下滑时抑或金融投资高额回报的诱惑时,这类企业难以有动机与能力通过自我变革的方式来改善主业所面临的困局,因此其更倾向于通过金融投资来替代实体投资以保证其个人或家族经济利益,这会导致国有转制型民营企业更多涉足金融化领域以追逐超额利润。根据以上分析,本文提出如下研究假设:

H1:在其他条件相同的情况下,民营企业身份认同问题会促进其金融化行为。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取2007—2018年间沪深A股实际控制人类型为自然人或家族的民营上市公司为研

究样本,具体以国泰安数据库上市公司控制人文件分库中的实际控制人性质来界定民营企业范围。以2007年作为样本区间起点有两方面原因:首先,企业金融化指标中的一些分项首次出现于2007年的新版会计准则中。其次,本研究需以民营企业在招股说明书中披露的发行人历史沿革与实际控制人基本情况来判断其是否由国有产权转型为私有性质,而沪深两市最早于2003年开始强制要求上市公司在招股说明书中披露实际控制人信息,考虑到上述两项要求,最终选取2007年作为样本起始年份。在初始样本的基础上,依据以下标准进行筛选:(1)剔除金融业公司;(2)剔除ST、PT样本;(3)剔除相关数据存在缺失的样本,最终得到9 898个公司—年度观测值。

民营企业产权初始获取方式数据通过从巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>)下载的《招股说明书》中“发行人历史沿革与实际控制人基本资料”部分手工整理而得,上市公司金融化指标及各模型变量所涉及的财务数据均来源于国泰安数据库,公司注册地市场化程度数据来源于樊纲等(2017)编制的中国各地区市场化指数。

(二)变量定义

1. 被解释变量——企业金融化

借鉴戴贇等(2018)的思路,本文分别从金融资产持有比例和金融渠道获利占比两个维度来衡量企业从事金融投资活动程度。在金融资产持有水平方面,参考宋军和陆旸(2015)的做法,以金融资产在总资产中占比来衡量企业金融化程度($Fin1$),本文所关注的企业整体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、发放贷款及垫款、持有至到期投资净额、投资性房地产净额以及委托贷款、理财产品及信托产品投资余额七类具体金融资产。需要说明的是,尽管货币资金也属于广义的金融资产,但企业在主业经营活动中也会产生现金,因此本文未将货币资金纳入金融资产范畴。同时,由于现代房地产越来越脱离实体经济部门而具有虚拟化特征,上市公司持有房地产的目的大多从原有的自用蜕变为谋取超额收益,因此本文将房地产投资净额纳入企业金融资产。在金融渠道获利占比方面,参考柯艳蓉等(2019)的做法定义以下金融化指标, $Fin2=(投资收益+公允价值变动损益+净汇兑损益-联营或合营企业的投资收益-营业利润)/营业利润绝对值$ 。上述两个企业金融化指标($Fin1/Fin2$)的值越大表明企业金融化程度越高。

2. 核心解释变量——民营企业身份认同

民营企业身份认同问题是一个社会性的个体感知概念,难以进行准确衡量。借鉴唐松等(2017)、周泽将等(2019)的做法,本文通过构建虚拟变量 PRP ,以民营企业产权最初获取方式来衡量民营企业是否具有较强烈的身份认同意识。具体而言,按照初始产权获取方式的不同,现有民营上市公司可分为两类:一类是公司前身或实际控制人前身为国有控股、集体或全民所有发起,这类民营企业最初由国家或地方政府出资兴建,后由于各种原因通过收购或股权转让等方式实现了私有化,由于缺少较为健全的国有产权交易机制以及完善的市场监管,导致这些原本国有控股企业在私有化过程中往往涉及政商利益链等制度黑箱,本文称之为“国有转制型民营企业”。另一类是公司由自然人白手起家创立而成,即初始产权即为私人所有,本文称之为“自我创业型民营企业”。相较于自我创业型民营企业,国有转制型民营企业由于在初始国有产权获取过程中可能会涉及操作不合理、手续不规范等客观事实,其自我身份认同程度处于较低水平。进一步地,通过手工收集整理各民营上市公司《招股说明书》中有关发行人与实际控制人历史信息界定出上述两种不同类型的民营企业,当其属于“国有转制型民营企业”时 PRP 取1,当其属于“自我创业型民营企业”时 PRP 取0。

3. 控制变量

参考已有关于企业金融化影响因素的相关研究(杜勇等,2019),本文选取公司规模(*SIZE*)等十个控制变量放入主回归模型中,并在具体模型中控制了行业与年份两个层面的固定效应,相关变量的具体定义如表1所示。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	<i>FIN1</i>	企业金融化程度(资产)	金融资产/总资产
	<i>FIN2</i>	企业金融化程度(利润)	(投资收益+公允价值变动损益+净汇兑损益-联营或合营企业的投资收益-营业利润)/营业利润绝对值
解释变量	<i>PRP</i>	民营企业身份认同	虚拟变量,若民营企业初始产权为国有性质时取1,若民营企业初始产权为创始人自行出资则取0
控制变量	<i>SIZE</i>	公司规模	期末总资产的自然对数
	<i>LEV</i>	资产负债率	期末总负债/期末总资产
	<i>ROA</i>	资产收益率	净利润/期末总资产
	<i>GROWTH</i>	公司成长性	公司营业收入增长率
	<i>HHI</i>	行业竞争度	赫芬达尔指数
	<i>BOARD</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数
	<i>IND_Q</i>	行业成长性	各年度、行业托宾Q值的中位数
	<i>ES</i>	管理层持股	管理层持股数/总股数
	<i>AS</i>	资产结构	流动资产/期末总资产
	<i>INS</i>	机构持股	机构投资者持股比例
	<i>INDUSTRY</i>	行业	控制行业固定效应
	<i>YEAR</i>	年份	控制年份固定效应

(三)模型设定

为了检验假设,本文构建如下模型(1):

$$FIN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PRP_{it} + \alpha_2 CVs_{it} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \epsilon \quad (1)$$

其中,*FIN*为反映企业金融化程度的两种指标(*FIN1*/*FIN2*),*PRP*为衡量民营企业身份认同的虚拟变量,*CVs*为一组影响企业金融化选择的控制变量,*INDUSTRY*与*YEAR*分别代表行业与年份层面的固定效应。若假设成立,则预期模型(1)中*PRP*项系数应显著为正,即表明身份认同度较低的民营企业会从事更多金融化行为。为控制异常值对回归结果造成的潜在影响,本文对所有连续变量进行了上下1%缩尾处理。此外本文还对所有回归结果的系数标准误进行了公司或公司—年份层面的聚类处理,以降低潜在异方差和序列相关对研究结果的影响。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计结果

表2列示了本文主要变量的描述性统计结果。*FIN1*项的均值为0.059,表明民营上市公司平均配置了5.9%左右的金融资产,且其标准差大于均值,反映出各公司间金融资产配置水平存在较大差异。*FIN2*的均值为-0.553,而根据该变量在前文的定义,若上市公司未从金融渠道获利,则该值应为-1,若其大于-1,则表明金融投资对企业利润存在正贡献,亦即表明样本中民营企业明显存在通过金融投资渠道获利的行为,同时,该项指标的标准差也明显大于其均值,表明不同公司间在金融投资收益中存在较大差异。*PRP*项的均值为0.297,反映出在本文研究

样本中约有29.7%的民营企业为国有改制型,亦即具有较低身份认同程度。其余控制变量与前人研究基本一致,不存在异常情况,具有较常见的统计分布特征。

表2 主要变量描述性统计

	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Std</i>	<i>Min</i>	<i>P25</i>	<i>Median</i>	<i>P75</i>	<i>Max</i>
<i>FIN1</i>	9898	0.059	0.097	0	0	0.014	0.075	0.476
<i>FIN2</i>	9898	-0.553	0.946	-1.135	-1	-0.970	-0.754	4.270
<i>PRP</i>	9898	0.297	0.458	0	0	0	1	1
<i>SIZE</i>	9898	21.697	1.068	19.272	20.922	21.61	22.368	24.799
<i>LEV</i>	9898	0.397	0.208	0.046	0.230	0.384	0.542	0.953
<i>ROA</i>	9898	0.043	0.060	-0.238	0.017	0.042	0.071	0.212
<i>GROWTH</i>	9898	0.262	0.675	-0.619	0.001	0.147	0.326	5.263
<i>BOARD</i>	9898	2.104	0.188	1.609	1.946	2.197	2.197	2.565
<i>IND_Q</i>	9898	1.808	0.569	1.044	1.373	1.687	2.117	4.367
<i>ES</i>	9898	0.099	0.158	0	0	0.010	0.143	0.632
<i>AS</i>	9898	0.593	0.191	0.130	0.461	0.602	0.735	0.966
<i>INS</i>	9898	0.063	0.072	0	0.008	0.037	0.094	0.328

(二)主要回归结果

表3列示了模型(1)的回归结果,第(1)(2)列的因变量为*FIN1*,第(3)(4)列的因变量为*FIN2*。第(1)与(3)列的回归结果在公司层面进行聚类处理,而第(2)与(4)列的回归结果在公司与年份层面进行双重聚类处理。在上述四列中,民营企业身份认同项(*PRP*)的系数均至少在5%的水平上显著为正,验证了假设,即相较于自我创业型民营企业,国有改制型民营企业具有更高的金融化程度,表现为更大比例金融资产配置与更多金融投资收益。同时,这四列中*PRP*项的回归系数均具有显著经济意义,以第(1)列为例进行说明。第(1)列中该项系数为0.013,表明国有改制型民营企业相较于自我创业型民营企业平均多持有22%(0.013/0.059)的金融资产。其余控制变量回归结果与已有研究基本一致。

表3 民营企业身份认同对企业金融化影响的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FIN1</i>	<i>FIN1</i>	<i>FIN2</i>	<i>FIN2</i>
<i>PRP</i>	0.013** (0.005)	0.013** (0.005)	0.152*** (0.043)	0.152** (0.052)
<i>SIZE</i>	0.005*** (0.002)	0.005* (0.003)	0.101*** (0.018)	0.101*** (0.024)
<i>LEV</i>	-0.097*** (0.009)	-0.097*** (0.029)	-0.447*** (0.096)	-0.447*** (0.140)
<i>ROA</i>	0.070** (0.028)	0.070** (0.024)	6.256*** (0.285)	6.256*** (0.581)
<i>GROWTH</i>	-0.007*** (0.002)	-0.007*** (0.002)	-0.129*** (0.016)	-0.129*** (0.012)
<i>BOARD</i>	-0.014 (0.010)	-0.014 (0.010)	-0.012 (0.069)	-0.012 (0.068)
<i>IND_Q</i>	0.006* (0.004)	0.006* (0.003)	0.076** (0.038)	0.076** (0.026)
<i>ES</i>	-0.004 (0.010)	-0.004 (0.012)	-0.326*** (0.066)	-0.326*** (0.081)
<i>AS</i>	-0.012 (0.012)	-0.012 (0.024)	-0.285*** (0.077)	-0.285** (0.104)
<i>INS</i>	-0.064*** (0.018)	-0.064** (0.024)	-0.300** (0.142)	-0.300 (0.194)

表3 (续)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FINI</i>	<i>FINI</i>	<i>FIN2</i>	<i>FIN2</i>
<i>_CONS</i>	0.000 (0.051)	0.000 (0.064)	1.831*** (0.381)	1.831*** (0.472)
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9898	9898	9898	9898
<i>R</i> ²	0.174	0.174	0.257	0.257

注:***、**、*分别代表1%、5%、10%的显著性水平,括号内为稳健标准误,下同。

(三)稳健性检验

1. Heckman两阶段

本文进一步采用Heckman两阶段回归模型对自选择偏差所引致的内生性问题进行处理。首先,本文构建了民营企业初始产权获取方式的概率模型并据此计算逆米尔斯比(*IMR*);其次,将前述构建的逆米尔斯比指标加入模型(1)右侧作为控制变量进行回归,并同时观察原有民营企业身份认同指标*PRP*项以及*IMR*项的回归系数方向及显著性。在第一阶段概率模型的构建中,参考周泽将等(2019)的做法,选取省份2000年人均GDP的自然对数(*GDP2000*)、公司规模(*SIZE*)、资产负债率(*LEV*)、企业年龄(*AGE*)以及行业(*INDUSTRY*)与年份(*YEAR*)固定效应。具体回归结果如表4中Panel A所示,第一列列示了第一阶段概率模型的回归结果,地区经济水平越差、公司资产负债率越高以及公司年龄越大则越容易由初始国有产权转制为私有性质,这一结果基本符合历史情况。第(2)至(5)列分别列示了采用不同金融化指标与聚类层面后的模型(1)在加入逆米尔斯比(*IMR*)项后的回归结果,*PRP*项系数均至少在5%的水平上显著为正,而*IMR*项系数在第(2)至(5)列中显著为正,表明本文研究对象间确实存在一定程度的自选择问题,但在考虑这一问题后主要研究结论仍成立。

表4 稳健性检验

Panel A: Heckman两阶段					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>PRP</i>	<i>FINI</i>	<i>FINI</i>	<i>FIN2</i>	<i>FIN2</i>
<i>PRP</i>		0.006*** (0.002)	0.006** (0.003)	0.099*** (0.018)	0.099*** (0.024)
<i>IMR</i>		0.113*** (0.011)	0.113*** (0.027)	0.377*** (0.112)	0.377** (0.162)
<i>GDP2000</i>	-0.051** (0.022)				
<i>AGE</i>	0.212*** (0.027)				
<i>SIZE</i>	-0.008 (0.012)				
<i>LEV</i>	0.239*** (0.052)				
<i>Control</i>		Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9734	9734	9734	9734	9734
<i>R</i> ²	0.130	0.175	0.175	0.258	0.258

表4 (续)

Panel B: 以初创控制来衡量身份认同				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FIN1</i>	<i>FIN1</i>	<i>FIN2</i>	<i>FIN2</i>
<i>IC</i>	-0.013*** (0.004)	-0.013** (0.004)	-0.105*** (0.036)	-0.105** (0.036)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9898	9898	9898	9898
<i>R</i> ²	0.175	0.175	0.256	0.256

2. 以初创控制来衡量民营企业身份认同

参考谢会丽等(2019)的做法,本文试图以民营企业初创控制来近似衡量其身份认同程度。这一做法的总体思路在于,当民营企业在某一具体年度由创始人实际控制时,则在一定程度上反映出创始人或家族对其上市公司及相关产业具有较高认同感,愿意亲力亲为地从事重大决策或进行日常管理;反之则意味着创始人可能对公司产业信心不足或忙于其他事业,这实际上也是对自我身份认同不足的一种表现。并据此定义虚拟变量*IC*,当民营企业创始人当年实际控制企业时该值取1,否则为0。将该指标代替*PRP*项放入模型(1)中进行回归,结果如表4的Panel B所示,各列中*IC*项的回归系数均至少在5%的水平上显著为负,表明在身份认同度较高的初创控制企业金融化程度较低,更不可能从事金融化相关决策。

3. 安慰剂检验

为进一步排除民营企业身份认同与其金融化决策间关系可能受到的人为设定或遗漏变量问题,本文按照*PRP*变量取值为1的样本个数随机为全样本赋值(仅赋值1或0)。这种分配方法既保证了随机指定的国有转制型民营企业在全样本中所占比例与真实情况一致,又充分确保了随机性。将上述过程重复1000次并分别将新生成的*PRP*指标放入模型(1)中以替代原有真实*PRP*项回归并计算其系数的T值。这一检验的总体思路在于,若人为随机改变民营企业初始产权获取方式后,企业金融化水平未发生显著变化(增加或减少),则代表本文所发现的民营企业初始产权获取方式对企业金融化决策的影响具有独特性,并非由遗漏变量或其他潜在因素影响。本文将这1000个T值的具体分布情况列示于图1,可以发现,无论是以*FIN1*还是*FIN2*作为被解释变量,这些随机生成*PRP*项回归系数的T值基本在0附近呈正态分布,还检验了上述T值的均值是否等于0,结果显示难以拒绝其均值为0的原假设,表明这些T值基本在0附近,不仅其系数基本是不显著的,同时也均远小于真实*PRP*项在模型(1)中的T值。这充分显示了本文所发现的民营企业身份认同对其金融化决策的影响是较为严谨的因果关系,而非随机结果。

(四) 截面分析

为进一步探讨民营企业身份认同与金融化行为间关系在不同情境中存在的差异,本文遵循由微观到宏观的研究脉络,从主业绩、经营风险以及地区环境三个层面予以具体考察。

首先,本文聚焦于民营企业主业绩这一关键指标以考察其对本文主要研究结论的调节作用。具体而言,参考彭俞超等(2018)的做法,以营业收入扣减营业成本、营业税金及附加、期间费用和资产减值损失后,除以经营资产总额来衡量企业主业绩,并根据该指标的中位数将样本分为高与低主业绩两组,分别将其样本代入模型(1)回归,结果如表5的Panel A所示,可

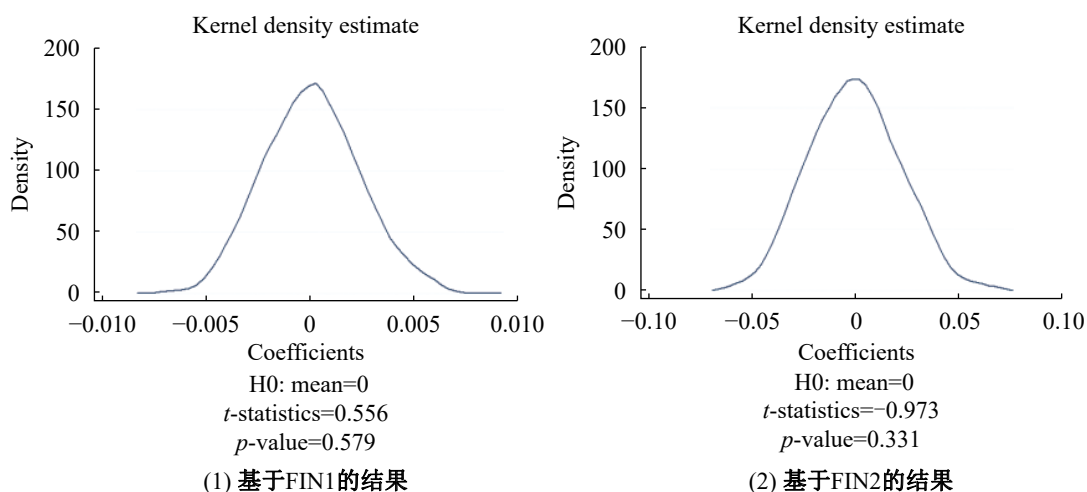


图1 安慰剂检验得到自变量回归系数的T值分布情况

以发现在主业业绩较差的样本中,民营企业身份认同对金融化的促进作用更显著,这主要是因为主业业绩较差会弱化国有转制型民营企业对于主业的守业创业扩业意愿,更加促使其偏向金融化决策,进而加剧企业金融化趋势。这一结果在一定程度上验证了本文所提出的“弱化实体守业意愿”的影响路径。

其次,本文考察了经营风险对民营企业身份认同与金融化决策间关系的影响。从理论上讲,当国有转制型民营企业面临较高经营风险时,其所面临的身份认同问题会使其更为强烈地感受到公司未来外部不确定性与经营风险,因此会更有效地促进其从事更多金融化决策,进而将更多资源配置到金融资产领域。参考李建军和韩珣(2019)的做法,以Z指数作为经营风险的代理指标, $ZSCORE=1.2 \times \text{营运资金}/\text{总资产}+1.4 \times \text{留存收益}/\text{总资产}+3.3 \times \text{息税前利润}/\text{总资产}+0.6 \times \text{股票总市值}/\text{负债账面价值}+0.999 \times \text{销售收入}/\text{总资产}$,该指标值越小则表示企业所面临的经营风险越高。进一步地,本文根据ZSCORE中位数将全样本分为高与低经营风险两组,并分别在模型(1)中回归,结果如表5中Panel B所示。第(1)与(3)列中PRP项系数与显著性均大于与之对应的第(2)与(4)列,表明民营企业身份认同问题对其金融化程度的正向影响在经营风险更高的样本中更显著。这一结果同样在一定程度上验证了本文所提出的“加剧未来经营风险”这一影响路径。

最后,本文考察了企业所在地区市场化程度对本文主要研究问题存在的调节作用。在市场化程度较高的地区,以政府为代表的监管部门对于国有转制型民营企业所存在的“旧账”可能会持较为开明的态度,这在一定程度上降低了国有转制型企业所面临的政治成本,进而弱化了由此激发的金融化行为。反之亦然,在市场化程度较低的地区,政府对经济与市场的干预程度较大,国有转制型民营企业存在较大被“翻旧账”的可能性,因此会激发其以金融化决策为代表的短视行为。参考王小鲁等(2017)编制的《中国分省份市场化指数报告(2016)》,并以其中各省份市场化总得分作为衡量地区市场化程度的指标(MS),其值越大则代表地区市场化程度越高。需要说明的是,由于该书中所测算指标区间为2008—2014年,根据最近替代原则,以2014年数据替代了缺失的2015—2018年各省份市场化数据。进一步地,根据MS的中位数将全样本分为高与低市场化地区并分别以模型(1)进行回归,结果如表5中Panel C所示。第(1)与(3)列中PRP项系数与显著性均大于第(2)与(4)列,表明民营企业身份认同对金融化行为的正向影响

在市场化程度较低地区更显著。

表 5 截面分析

Panel A: 主业业绩				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FINI</i>	<i>FINI</i>	<i>FIN2</i>	<i>FIN2</i>
	<i>Low</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>High</i>
<i>PRP</i>	0.012*** (0.004)	0.008 (0.006)	0.178*** (0.065)	0.004 (0.008)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4964	4932	4964	4932
<i>R</i> ²	0.218	0.185	0.051	0.213
Panel B: 经营风险				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FINI</i>	<i>FINI</i>	<i>FIN2</i>	<i>FIN2</i>
	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>
<i>PRP</i>	0.013* (0.007)	0.009 (0.007)	0.164*** (0.054)	0.087 (0.053)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4314	4309	4314	4309
<i>R</i> ²	0.188	0.177	0.315	0.184
Panel C: 地区市场化程度				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FINI</i>	<i>FINI</i>	<i>FIN2</i>	<i>FIN2</i>
	<i>Low</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>High</i>
<i>PRP</i>	0.026** (0.011)	0.007 (0.005)	0.205*** (0.069)	0.136 (0.152)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	4839	4892	4839	4892
<i>R</i> ²	0.165	0.205	0.284	0.248

五、进一步研究

(一) 民营企业身份认同对不同类型金融化行为的影响差异

前文所使用的第一种金融化指标 *FINI* 实际为七种不同金融资产配置比例之和,为进一步研究民营企业身份认同对不同类别的金融资产配置是否存在差异,本文将 *FINI* 拆分成七种不同的金融资产配置比例 (*FA1/FA2/FA3/FA4/FA5/FA6/FA7/FA8*) 并分别替代原指标 *FINI* 放入模型 (1) 作为因变量进行回归。其中, *FA1*=交易性金融资产/期末总资产, *FA2*=衍生金融资产/期末总资产, *FA3*=可供出售金融资产/期末总资产, *FA4*=发放贷款及垫款/期末总资产, *FA5*=持有至到期投资净额/期末总资产, *FA6*=投资性房地产净额/期末总资产, *FA7*=委托贷款、理财产品及信托产品余额/期末总资产。结果如表6所示,在第(1)(4)(5)(6)列中 *PRP* 项回归系数显著为正,而第(2)(3)(7)列中该项回归系数虽为正但未有显著性。这一结果表明具有身份认同问题的民营企业在金融化决策中更倾向于配置交易性、发放贷款及垫款、持有至到期投资以及投资

性房地产这四类金融资产。进一步发现在这四类金融资产中,民营企业更倾向于通过投资房地产来攫取超额利润,具体表现为第(6)列中PRP项系数与显著性均最大。这一结果实质上较为符合房地产业发展现状,随着中国经济的高速发展,房地产行业规模、利润率不断扩大,这吸引了众多上市公司,特别是主业并非房地产的实体企业扎堆涌入房地产行业攫取超额收益(王红建等,2016)。

表6 民营企业身份认同对具体金融化行为影响差异的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	FA1	FA2	FA3	FA4	FA5	FA6	FA7
PRP	0.001* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.004*** (0.001)	0.000* (0.000)	0.006*** (0.001)	0.002 (0.002)
Control	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9898	9898	9898	9898	9898	9898	9898
R ²	0.044	0.004	0.157	0.126	0.022	0.153	0.192

(二)民营企业身份认同问题对其过度金融化的影响研究

适度金融化通过将实体企业闲置资金适当配置于金融领域以赚取金融投资带来的高额收益,有助于更好地支持其主业发展,同时金融资产所具有的变现快、易保值等特点则有效降低了企业所面临的潜在财务风险,总体而言适度金融化有助于促进企业高质量发展。考虑到前文结果反映出的是国有改制型民营企业具有更大程度的金融化行为,但无法区分这种增量金融化行为究竟属于适度抑或过度。解决这一问题有助于厘清民营企业身份认同对其金融化决策的真实影响,因此参考黄贤环等(2019)的做法,通过构建企业适度金融化模型并取残差的方法来衡量企业当年过度金融化程度,具体而言,本文构建如下模型(2):

$$FIN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FIN_{it-1} + \alpha_2 GROWTH_{it-1} + \alpha_3 LEV_{it-1} + \alpha_4 CF_{it-1} + \alpha_5 SIZE_{it-1} + \alpha_6 AGE_{it-1} + \alpha_7 ROA_{it-1} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

其中, FIN_{it} 为当期企业金融化指标($FIN1/FIN2$), FIN_{it-1} 为上一期对应的 FIN_{it} , CF_{it-1} 为上一期经营净现金流除以期末总资产,其余控制变量均为上一期且定义与模型(1)一致。通过对模型(2)进行回归并求其残差,定义了过度金融化指标 $OFIN1$ 与 $OFIN2$,这两项指标值越大,则代表企业当年实际金融化程度越正向偏离根据模型估算的最优金融化程度,表明企业过度金融化越严重。进一步根据 $OFIN1$ 与 $OFIN2$ 的正负设置虚拟变量 $DOFIN1$ 与 $DOFIN2$,若 $OFIN1$ 大于0时 $DOFIN1$ 取1,否则为0,同理根据 $OFIN2$ 定义 $DOFIN2$ 。因此,衡量企业过度金融化的四种指标($OFIN1/OFIN2/DOFIN1/DOFIN2$)值越大,则代表企业当年过度金融化程度越高。进一步将前述四种衡量过度金融化指标放入模型(1)左侧作为因变量进行回归,结果如表7所示。第(1)至(4)列中PRP项系数均至少在5%的水平上显著为正,表明民营企业身份认同所引致的增量金融化决策更有可能是过度金融化行为,体现了实际控制人的短视倾向,从而证实了民营企业身份认同对企业金融化决策所产生的负面影响。需要说明的是,虽然 $DOFIN1$ 与 $DOFIN2$ 为虚拟变量,但表7中后两列报告了使用OLS回归的结果,这是因为样本量超过一万,因此使用最小二乘法相较于概率模型更准确。当然,本文也采取概率模型对这两列重新回归,相关结果依旧存在。

表7 民营企业身份认同对企业过度金融化影响的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>OFIN1</i>	<i>OFIN2</i>	<i>DOFIN1</i>	<i>DOFIN2</i>
<i>PRP</i>	0.013** (0.005)	0.152*** (0.042)	0.079*** (0.028)	0.090*** (0.024)
<i>Control</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	9898	9898	9898	9898
<i>R</i> ²	0.103	0.104	0.132	0.143

六、结论、启示与展望

(一)研究结论

民营经济是我国经济制度的关键内在要素,也是稳定就业和推进技术创新的重要主体。然而,由于较为特殊的市场体制,身份认同是我国民营企业发展过程中所面临的一个较为突出的问题,长期困扰部分民营企业并深刻影响公司治理行为。有鉴于此,本文从企业金融化的视角系统考察了民营企业身份认同问题所导致的经济后果,利用2007—2018年间沪深A股民营上市公司为研究样本,通过溯源民营企业初始产权获取方式,将其划分为面临身份认同问题的国有转制型与不具有身份认同问题的自我创业型两类,实证发现相较于不存在身份认同问题的自我创业型民营企业,具有身份认同问题的国有转制型民营企业更青睐于金融化决策,表现为更高比例金融资产配置与更大金融投资收益占比。截面分析表明,国有转制型民营企业所具有的身份认同问题对企业金融化决策的促进作用在主业业绩较差、经营风险较大以及地区市场化程度较低的样本中更显著。进一步研究发现,民营企业身份认同问题所导致的金融化行为以房地产投资为主,且导致企业过度金融化。

(二)政策启示

本文的研究结论对于客观认识与理解民营企业身份认同问题及其对民营企业发展所造成的负面影响具有重要意义。长期以来,民营企业身份认同问题在社会上引起了较大关注与争议,这无疑加剧了其合法性身份认同障碍,进而恶化其以金融化为代表的短视行为,不仅不利于其自身长期健康发展,同样对于社会生产力进步、实体经济高质量发展等均具有负面影响。在当前新冠肺炎疫情与全球经济萎靡的双重影响下,要实现“六保六稳”的经济目标,必须要更好地调动民营企业积极性,激发其创业守业精神,而只有解决好、处理好民营企业身份认同问题方能最大程度地消除民营企业后顾之忧,从而有效激发民营经济活力。为此,有关部门应以习近平总书记2018年11月1日在民营企业座谈会上“对一些民营企业历史上曾经有过的一些不规范行为,要以发展的眼光看问题,按照罪刑法定、疑罪从无的原则处理,让企业家卸下思想包袱,轻装前进”的重要讲话精神为指引,切实加强我国民营企业家个人财产保护制度建设,坚决遏制“盲目翻旧账”等不当行为,逐步加强民营企业家安全感与获得感,从根本上盘活“民营经济”这盘大棋以更好促进我国经济社会高质量发展。

(三)不足与展望

本文还存在一些局限性:首先,本文以民营企业初始产权获取方式来衡量其合法身份认同程度的方法并不完全准确,只是一种目前学界较为常用的方法,关于如何准确衡量民营企业身份认同亟待进一步探索。其次,囿于数据可得性,本文以沪深两市民营企业作为实证样本,但大量民营企业特别是中小企业并未在主板上市,因此本研究所使用的样本存在系统性选择偏差,

这可能会降低研究结论普适性,随着公司治理数据披露的不断丰富,后续研究可重点关注中小民营企业所面临的身份认同问题及其所引致的经济后果。第三,目前学界尚未有衡量企业适度金融化水平的成熟计量模型,这不仅导致学者们难以识别异质性金融化行为,也阻碍了企业金融化研究的精细化发展,笔者期待未来出现更多相关研究。

主要参考文献

- [1]戴贇,彭俞超,马思超.从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J].外国经济与管理,2018,40(11): 31-43.
- [2]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.
- [3]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,2017,52(1): 181-194.
- [4]黄贤环,王瑶,王少华.谁更过度金融化:业绩上升企业还是业绩下滑企业?[J].上海财经大学学报,2019,21(1): 80-94, 138.
- [5]江轩宇,申丹琳,李颖.会计信息可比性影响企业创新吗[J].南开管理评论,2017,20(4): 82-92.
- [6]柯艳蓉,李玉敏,吴晓晖.控股股东股权质押与企业投资行为——基于金融投资和实业投资的视角[J].财贸经济,2019,40(4): 50-66.
- [7]李建军,韩珣.非金融企业影子银行化与经营风险[J].经济研究,2019,54(8): 21-35.
- [8]李雪,罗进辉,黄泽悦.“原罪”嫌疑、制度环境与民营企业慈善捐赠[J].会计研究,2020,(1): 135-144.
- [9]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.
- [10]宋军,陆旸.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.
- [11]唐松,温德尔,孙铮.“原罪”嫌疑与民营企业会计信息质量[J].管理世界,2017,(8): 106-122, 187-188.
- [12]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,2017,20(1): 155-166.
- [13]谢会丽,肖作平,王丹青,等.民营企业初始控制对R&D投资的影响——基于管家理论的实证分析[J].南开管理评论,2019,22(4): 114-122, 147.
- [14]周泽将,罗进辉,李雪.民营企业身份认同与风险承担水平[J].管理世界,2019,35(11): 193-208.
- [15]Anderson R C, Reeb D M. Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage[J]. *The Journal of Law and Economics*, 2003, 46(2): 653-684.
- [16]Beck M J, Mauldin E G. Who's Really in Charge? Audit Committee versus CFO Power and Audit Fees[J]. *The Accounting Review*, 2014, 89(6): 2057-2085.
- [17]Ding S, Guariglia A, Knight J. Investment and financing constraints in China: Does working capital management make a difference?[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(5): 1490-1507.

Private Enterprise Identity and Corporate Financialization

Sun Fan

(*School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030031, China*)

Summary: As an important part of China's national economic development, the private economy has played a relatively important role in promoting high-quality economic development, promoting scientific and technological innovation, and increasing employment opportunities. However, while the private economy is developing steadily and well, it also faces many pain points that need to be solved

urgently. The identity problem is an important problem that has been troubling some private entrepreneurs for a long time. The so-called “private enterprise identity” mainly refers to the state-owned private enterprises whose initial property rights are owned by the state or the collective, and then privatized by private entrepreneurs through various ways such as equity acquisition. Compared with the self-employed private enterprises established by private entrepreneurs from the ground up, due to the high political cost and the pressure of public opinion, there are certain obstacles to their self-identity. This paper focuses on the specific impact of private enterprise identity on their micro-financialization decisions. Intuitively, due to the high political cost and public opinion pressure of state-owned private enterprises, the future operation risks of enterprises are exacerbated to some extent. In order to appropriately transfer risks, these private entrepreneurs have the motivation to strengthen financial asset allocation and thus increase the financialization degree of state-owned private enterprises. At the same time, due to certain obstacles to their own identity, state-owned private enterprises are more inclined to increase investment in the financial sector to deal with adverse situations such as the decline in the performance of their main business, which will also aggravate their financialization degree. Based on the above considerations, this paper takes the Shanghai and Shenzhen A-share private companies whose actual controllers are natural persons or families during the period of 2007-2018 as the research sample, manually collects the initial property rights acquisition methods of private enterprises, and divides them into state-owned transformation private enterprises with serious identity problems and self-employed private enterprises without identity problems. It investigates the specific impact of private enterprise identity issues on their financial decision-making. The study finds that compared with self-employed private enterprises, state-owned transformation private enterprises with identity issues are more inclined to engage in financial behavior, which is reflected in a larger proportion of financial asset allocation and a higher proportion of financial investment income. Cross-sectional analysis shows that the positive impact of private enterprise identity issues on financial decision-making is more significant in the samples with poorer performance in the main business, greater operating risks, and lower degree of regional marketization. Further research finds that the financial behavior caused by private enterprise identity is mainly real estate investment, and also promotes the excessive financialization of enterprises. The research conclusion not only enriches the related literature on the influencing factors of corporate financialization and the economic consequences of private enterprise identity recognition, but also has certain reference significance for better exerting private entrepreneurship in the new era to promote the vigorous development of private economy. It also provides effective policy inspiration to properly manage and deal with the historical problems left over by some private enterprises in the process of property right transformation during the 14th Five-Year Plan period and the new normal stage of economy.

Key words: private enterprise identity; corporate financialization; state-owned transformation private enterprises; self-employed private enterprise

(责任编辑:王 孜)