

高管激励与企业过度金融化：路径机制与实证考察

徐美玲

(福建师范大学经济学院, 福州 350108)

摘要:近年来,我国企业为获取超额收益而过度配置金融资产,导致金融投资规模不断增加,出现企业过度金融化现象。高管激励作为一种中长期激励机制,能够弱化股东与高管的利益冲突,影响企业过度金融化水平。为此,以2011—2021年我国A股上市公司作为样本,研究高管激励对企业过度金融化的路径机制并进行实证考察。研究发现,高管激励能显著抑制企业过度金融化的行为,股权集中度会弱化上述负相关关系,同时非国有企业的抑制效果比国有企业更显著。

关键词: 高管激励; 过度金融化; 实证考察

中图分类号: F275; F272.92; F832 **文献标志码:** A **文章编号:** 1671-1807(2024)09-0047-07

实体经济是一国经济的压舱石,是推动我国经济由高速发展转向高质量发展的关键力量,必须加快建设以实体经济为支撑的现代产业体系。但近年来,我国实体经济发展遇冷,面临产能过剩、市场需求空间萎缩及实体投资报酬率降低等诸多挑战,而大量热钱流入房地产市场、股票市场,虚拟经济加速膨胀。在此背景下,众多资本逐利的企业为获取超额收益,试图通过跨行业分享超额利润,使得实体资本在虚拟经济领域“空转”,呈现出企业过度金融化的势态,造成经济的虚假繁荣。

高管激励作为一种缓解委托代理冲突、优化公司治理和提升企业价值的长效激励机制,在抑制高管短视化投机行为、实现主营业务和金融决策平衡方面,具有潜在的制度效能。实施高管激励能否通过引导管理层对企业过度金融化产生治理效应,从而成为可用的过度金融化治理或平抑工具?本文旨在探究高管激励与企业过度金融化的具体路径机制,运用实证分析方法考察二者之间的存在关系以回答上述问题,从而把握高管激励与企业过度金融化的关系,并提出相应的对策建议,对抑制企业金融化程度进一步加深,促进企业长远发展和实体经济“脱虚向实”具有重大意义。

1 文献综述

资本逐利动机和蓄水池动机是企业过度金融化的两大内在动机^[1]。刘产^[2]认为,若企业出于蓄

水池动机进行金融化投资,那么企业实业投资与金融资产占比呈正相关。阳旻等^[3]指出我国非金融企业的金融投资的增加并没有促进企业实业投资,说明我国企业过度金融化的主要动机并非来源于蓄水池动机,更多是出于投机的目的。余芬等^[4]通过实证研究发现企业主要是出于套利动机来增加金融资产配置水平,而金融投资越多的企业对实业的发展负面作用越强,而这对企业实际生产活动产生了巨大的不利影响。

高管激励是公司内部治理的重要手段,目前学者们从不同角度对高管激励的实施效果进行了相应研究,主要包括企业业绩、研发创新、企业投资等方面。高管激励对企业过度金融化的影响研究尚处于起步阶段,相关文献较少。

关于高管激励的实施效果研究,大部分学者认为实施高管激励是股东主导下的最优契约。Murphy^[5]认为高管激励是解决代理成本的一种长效机制,能降低代理成本^[6]、提升企业业绩、促进企业价值增值^[7]。倪艳和胡燕^[8]、万里霜^[9]、傅端香等^[10]基于我国上市公司数据亦得出相同的结论。刘会洪和张哲源^[11]研究发现,高管激励通过给予高管剩余管理权来拉长管理层的决策视野,从而有效提升企业研发投入,促进企业创新。李连伟等^[12]基于国有企业的经验数据得出了类似的结论,即实施股权激励计划显著提高了国有企业研发投入,促进了国有企业的创新。而在企业投资方面,李鑫等^[13]研究

收稿日期: 2024-02-20

作者简介: 徐美玲(1998—),女,福建福州人,硕士研究生,研究方向为公司金融。

发现,高管股权激励能够通过“协同效应”将高管和股东的利益绑定在一起,克服管理层短视行为,更加注重企业的可持续性发展,从而增加企业的长期实业投资。同时高管激励能够显著提高管理层的工作积极性,促使管理层为股东财富最大化努力,有效减少非效率投资行为^[14]。

关于高管激励对企业过度金融化的影响研究较少,主要是从企业金融化的角度出发,认为高管激励是一种长期有效的激励机制,通过授予管理层一定的股权让其兼具企业经营者和所有者的身份,使得管理层的个人利益与股东利益最大化保持一致,从而规范管理层的金融化行为^[15-17]。仅有个别学者从企业过度金融化的角度出发。郑丽雅等^[18]以我国15年的A股上市公司数据作为样本,实证研究认为实施高管激励会显著抑制企业过度金融化,具体而言,管理层持股比例的增加会提高主人翁意识,减少投机融资,优化企业投资效率,进而抑制企业过度金融化。

目前研究者主要从企业金融化的角度出发,对高管激励与企业金融化之间的关系开展研究,而本文深入企业金融化的内部,对金融化程度进行区分,将过度金融化从中剥离出来,研究企业过度金融化的治理机制,认为只有过度金融化才会对实体经济造成负面影响。因此本文在现有文献研究和相关理论的基础上,以我国A股上市公司2011—2021年的面板数据为研究样本,选取合适的变量,运用恰当的回归模型进行实证分析,研究高管激励对企业过度金融化的影响。在对主效应进行研究的基础上开展异质性分析,并以股权集中度作为调节变量,分析其在这一过程中发挥的调节作用,旨在丰富高管激励和企业过度金融化相关研究,为相关领域提供边界贡献。

2 研究假设

2.1 高管激励与企业过度金融化

一般而言,企业实施高管激励可以影响其投资决策进而改变企业的金融资产配置。高管激励的潜在收益与企业绩效、股票价格高度相关,因此高管为获取尽可能高的收益会更加关注企业绩效目标和股价,而这会影响高管的金融决策水平。实施高管激励能在一定程度上降低企业过度金融化程度,具体而言:一方面,通过授予高管一定的股份激励可以提高管理层的“主人翁”意识,从而缓解代理问题,减少管理层的过度金融化投机短视行为,促使其作出适合公司长远发展提升企业价值的决策,

将更多资金投入企业主营业务经营或长期性的创新研发活动,特别在企业融资约束较高的情况下,可用于金融资产配置的份额被挤压,从而使得企业过度金融化趋势受到一定的抑制。另一方面,金融资产的波动性和风险性相对较高,高管持股后股价波动带来的风险由高管和股东共同承担,因此高管会更加关心股价波动,防范股价崩盘风险,这时管理层为避免股价的剧烈波动更有可能将企业的金融化水平控制在适宜水平,降低金融资产的配置。基于此,提出如下假设。

H1:在其他条件不变的情况下,高管激励能够抑制企业过度金融化水平。

2.2 高管激励对企业过度金融化的影响路径

根据委托代理理论,股东利益随股权的不断集中与企业利益偏离程度加大,代理成本进一步加大,大股东为降低自身所承担的风险,会加强企业的监督效应,更加关注企业的经营业绩。实施高管激励后,高管和股东的利益趋同,股东会在最大程度上监督高管减少非理性的投资决策,因为若高管过度配置金融资产,那么需要承担相应的风险和损失,股东的监督效果替代了高管激励效果。在此基础上,对于股东和管理层间的第一类代理成本,大股东的监督作用能够约束管理层以牺牲股东利益为代价获得利润,股权的高度集中给予了股东更大的监管能力,促使高管减少非效率投资,同时也能避免小股东搭便车现象,有效缓解代理问题。在股权高度集中的情况下,加强了企业内部控制制度建设,大股东起到了监督作用,能够监督高管减少不理智的金融化投资,而在股权集中度较为分散的企业中,股东监督的成本变大而监管的动力又不足,此时实施高管激励,更能促进高管在进行重大投资决策时充分体现股东的权益。综上分析,提出如下假设。

H2:股权集中度会降低高管激励对企业过度金融化的抑制作用。

3 研究设计

3.1 数据来源

选取2011—2021年我国A股上市非金融公司作为研究样本,考察高管激励对企业过度金融化的影响。为满足研究需要,提高数据质量,降低因数数据选取对分析结果造成的偏差,剔除了包括金融、房地产等金融类企业,剔除了ST、*ST类样本企业,剔除了缺失样本,并对取值连续的变量进行两端各1%的缩尾处理。研究中所使用的数据企业财

务来源为国泰安(CSMAR)数据库,其他数据来源于万得(Wind)数据库,经过上述处理后,最终获得连续10年189家非金融企业共计18891个样本观测值。全文数据处理使用Excel和Stata16统计软件。

3.2 变量选择

3.2.1 被解释变量

选定企业过度金融化作为被解释变量。借鉴黄贤环等^[19]并参考Richardson^[20]的做法,通过构建企业金融化适度甄别性模型并拟合出最优金融化水平,测算实际金融化水平和最优金融化水平的差值,若两者差值大于0,说明企业存在过度金融化的现象,因此设置企业过度金融化虚拟变量(Exfin)反映过度金融化,当差值大于0时,取值为1,否则取值为0。

3.2.2 核心解释变量

选取高管持股数量占总股数的比重(Mhold)作为高管激励的代理变量。

3.2.3 调节变量

选取第一大股东的持股比例(Top1)作为企业股权集中度的衡量变量,从而用来量化股权结构特征,反映股权在少数股东中集中的现象。

3.2.4 控制变量

为了避免其他变量对高管激励和企业过度金融化产生影响,在模型中加入以下控制变量,包括企业规模(Size)、企业上市年限(Age)、企业成长性(Growth)、托宾Q(TQ)、账面市值比(BM)和负债能力(Lev)。

3.3 模型构建

3.3.1 基准模型

对于H1,设计模型(1),用于研究高管激励与企业过度金融化之间的关系。

$$\text{Exfin}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Mhold}_{it} + \sum_{it} \text{Controls} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

式中:Exfin_{it}为企业过度金融化的度量方式;α₀为常数项;α₁为回归系数;Mhold_{it}为高管持股比例;

Controls为控制变量合集;Ind和Year分别表示对行业 and 年份的控制;ε_{it}为干扰项。

3.3.2 调节效应模型

对于H2,设计模型(2),用于研究股权集中度在高管激励与企业过度金融化之间的调节作用。

$$\text{Exfin}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Mhold}_{it} + \alpha_2 \text{Mhold}_{it} \times \text{Top1}_{it} + \alpha_3 \text{Top1}_{it} + \sum_{it} \text{Controls} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

式中:Top1_{it}为股权集中度;α₁、α₂为回归系数。

本文一方面关注的是高管激励的实施是否会对企业过度金融化产生抑制作用,即高管激励可以抑制企业过度金融化;另一方面关注的是股权集中度的负向调节效应,即相较于股权集中度高的企业,高管激励对企业过度金融化的抑制作用在股权集中度较低的企业中更显著。若假设H1成立,则高管激励(Mhold)的系数应显著为负;若假设H2成立,那么交乘项系数(Mhold×Top1)应显著为正。

4 实证研究与结果分析

4.1 变量描述性统计

若变量之间存在相关性,则有可能导致回归模型发生错误,因此在进行实证之前需要对变量进行检验,对有多重共线性的变量予以修正或删除。绝对值越靠近1说明变量之间有越高的多重共线性。由表1可知,除了账面市值比和企业规模的相关系数为0.552,其他变量之间的相关系数都较为合理,基本都在0.5以下,所以选择这些数据进行实证分析是可行的。

从表2可知,企业过度金融化的均值为0.808,说明这10年间企业过度金融化的情况确实存在,且大部分企业都存在这一现象但过度金融化水平存在较大差异。同样高管激励的数值变化程度也较大由0到0.892,且不同样本公司之间的差异较大,样本公司高管激励程度存在较大差异。

表1 相关系数

变量	Exfin	Mhold	Size	Age	Growth	TQ	BM	Lev
Exfin	1							
Mhold	-0.075	1						
Size	0.221	-0.233	1					
Age	0.167	-0.188	0.091	1				
Growth	-0.006	-0.007	0.031	-0.001	1			
TQ	-0.048	-0.006	-0.264	0.016	-0.002	1		
BM	0.051	-0.098	0.552	0.061	0.013	-0.421	1	
Lev	0.064	-0.228	0.416	0.078	0.025	-0.104	0.349	1

表2 变量描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Exfin	18 891	0.808	1.000	0.394	0.000	1.000
Mhold	18 891	0.092	0.001	0.168	0.000	0.892
Size	18 891	22.453	22.289	1.301	15.577	28.636
Age	18 891	18.852	19.000	5.745	2.000	63.000
Growth	18 891	0.242	0.096	2.748	-0.952	251.211
TQ	18 891	2.094	1.567	3.099	0.641	259.146
BM	18 891	0.637	0.638	0.256	0.004	1.559
Lev	18 891	0.448	0.444	0.197	0.008	1.957

4.2 基准回归

假设 H1 的回归结果见表 3。从列(1)可以看出,在不控制行业年份和控制变量的情况下,企业过度金融化(Exfin)和高管激励(Mhold)的系数在 1%的水平上显著为负;从列(2)可以看出,在仅控制行业年度后,企业过度金融化(Exfin)和高管激励(Mhold)的系数在 1%的水平上也显著为负;从列(3)可以看出,在控制行业年度及其他控制变量之后,企业过度金融化(Exfin)和高管激励(Mhold)的系数在 1%的水平上还是显著为负。这充分说明了高管激励能够显著抑制企业过度金融化的水平,假设 H1 成立。

从列(3)的控制变量来看,公司规模(Size)的系数显著性为正,说明企业规模越大越愿意通过增加金融资产来配置超额收益,可能是与企业的资金来源有关,规模越大,公司的融资约束越小,获得内外部资金的来源渠道更多,更愿意通过金融投资获得高额收益。公司成立年龄(Age)在 1%的水平下显著正相关,表明企业成立越久,其资金融通能力越优,能够获得充足资金进行金融投资,从而使得企业过度金融化的水平越高。企业成长性(Growth)和托宾 Q(TQ)具有抑制企业过度金融化趋势的作用负相关,成长性越好、投资机会越多的企业其研发投入力度越大,相应会挤出金融资产投资从而抑制企业过度金融化的行为。负债能力(Lev)在 1%的水平下显著负相关,这表明当企业资金不足会减少对金融资产的投入,此时企业过度金融化的情况会有所减缓。

4.3 异质性检验

一般来说,我国国有产权性质的企业因其自身发展和政策优势能够较为轻松地通过资本市场等获得充裕资金,而中小企业和民营企业等非国有企业因规模较小以及企业信息不透明等原因,使得与金融机构之间存在较为严重的信息不对称问题,即使拥有较优的投资项目,但市场的金融机构对其信

表3 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Exfin	Exfin	Exfin
Mhold	-0.177*** (0.019)	-0.187*** (0.018)	-0.073*** (0.019)
Size			0.062*** (0.003)
Age			0.005*** (0.001)
Growth			-0.000*** (0.000)
TQ			-0.004*** (0.001)
BM			-0.048*** (0.015)
Lev			-0.055*** (0.017)
常数项	0.824*** (0.003)	0.597*** (0.028)	-0.751*** (0.059)
样本数	18 891	18 891	18 891
R ²	0.006	0.113	0.146
Ind	No	Yes	Yes
Year	No	Yes	Yes

注:括号内为标准误差;***表示 $P < 0.01$ 。

心不够,不愿意向非国有企业融资,导致难以获得足够的资金用以企业发展。对非国有企业进行高管激励能够促使高管将有限的资金尽可能投入到公司的实业发展中,而非用于金融投资,从而起到防止企业过度金融化的现象。基于此,对非国有企业进行高管激励会强化高管激励对企业过度金融化的负向作用,即表现为抑制作用更强。因此,对不同产权性质的企业进行高管激励的作用效果区分。从表 4 可以看出,列(1)中国有企业系数不显著,而列(2)中非国有企业下高管激励(Mhold)的系数为-0.084 显著负相关,这初步验证了高管激励在不同产权性质企业中存在异质性,同时高管激励在非国有企业中发挥的作用效果表现强于国有企业。

表 4 分产权性质的异质性检验结果

变量	国有企业	非国有企业
	Exfin	Exfin
Mhold	0.149 (0.158)	-0.084*** (0.021)
Size	0.059*** (0.004)	0.070*** (0.004)
Age	0.006*** (0.001)	0.004*** (0.001)
Growth	-0.000*** (0.000)	-0.002 (0.001)
TQ	0.005* (0.002)	-0.004** (0.002)
BM	-0.012 (0.023)	-0.018 (0.020)
Lev	-0.083*** (0.024)	-0.042* (0.024)
常数项	-0.644*** (0.081)	-1.019*** (0.092)
样本数	8 451	10 440
R ²	0.135	0.165
Ind	Yes	Yes
Year	Yes	Yes

注:括号内为标准误差;*、**、***分别表示 $P < 0.1$ 、 $P < 0.05$ 、 $P < 0.01$ 。

4.4 稳健性检验

4.4.1 滞后一期

为缓解可能存在的反向因果对研究结论可能造成的印象,将过度金融化滞后一期进行检验。稳健性检验结果见表5列(1),与前文的结论保持一致。

4.4.2 子样本回归

选取2011—2021年的数据作为研究样本,样本期间包含2015年的股市泡沫事件,对我国金融市场产生较大的影响,也对企业金融投资决策产生了影响。为避免此次事件对结论的影响,剔除2015年的数据,缩小样本量,利用2016—2021年我国A股上市公司的数据重新进行回归。相关结果见表5列(2),该结果与上述基础回归结果相一致,说明本文的结果具有稳健性。

4.4.3 更换回归模型

上文的回归中均是控制了年份和行业,但考虑到企业过度金融化可能具有个体差异,因此为控制个体差异给回归模型带来的偶然误差,在回归中加了公司个体的双向固定效应模型,此方法也在一定程度上缓解了遗漏变量带来的内生性问题。最终的稳健性结果见表5列(3),加入公司个体控制后,结果与前文无明显差异,所有结果具有稳健性。

表 5 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	滞后一期	子样本回归	更换回归模型
	L. Exfin	Exfin	Exfin
Mhold	-0.100*** (0.023)	-0.090*** (0.021)	-0.131*** (0.034)
Size	0.060*** (0.003)	0.057*** (0.003)	0.056*** (0.005)
Age	0.005*** (0.001)	0.002*** (0.001)	0.005*** (0.001)
Growth	-0.001 (0.001)	-0.002 (0.002)	-0.000*** (0.000)
TQ	-0.005*** (0.001)	-0.006*** (0.001)	-0.002* (0.001)
BM	-0.044*** (0.016)	-0.018 (0.016)	-0.044** (0.019)
Lev	-0.035* (0.019)	-0.100*** (0.019)	0.019 (0.028)
常数项	-0.743*** (0.066)	-0.360*** (0.068)	-0.637*** (0.108)
样本数	15 918	11 825	18 891
R ²	0.141	0.113	0.131 2
Ind	Yes	Yes	No
Firm	No	No	Yes
Year	Yes	Yes	Yes

注:括号内为标准误差;*、**、***分别表示 $P < 0.1$ 、 $P < 0.05$ 、 $P < 0.01$ 。

4.5 调节效应检验

为研究股权集中度对高管激励与企业过度金融化之间的调节作用,上述实证回归中分别引入了股权集中度(Top1)以及高管激励(Mhold)和股权集中度(Top1)的交乘项(Mhold×Top1)的符号和显著性来反映股权集中度的调节作用。表6的列(1)和列(2)结果显示,当未控制行业 and 年份时,股权集中度(Top1)的系数为-0.002且在1%的水平下显著为负,同时交互项(Mhold×Top1)的系数为0.003且在5%的水平下显著为正;当控制行业 and 年份时,股权集中度(Top1)的系数为-0.001,且在1%的水平下显著为负,同时交互项(Mhold×Top1)的系数为0.004,且在1%的水平下显著为正。说明在其他条件不变的情况下,股权集中度可以降低企业过度金融化水平,但股权集中度对高管激励与企业过度金融化具有负向调节作用,即股权集中度越高,高管激励对企业过度金融化的抑制作用越低,假设H2成立。随着股权集中度变高,在第一大股权高度集中的情况下,大股东对企业经营管理的自主权越大,对企业的监督意愿就越强,此时高管的决策权受限,故对其的激励作用削弱,呈现出股权集中度的治理效用占优的现象。

表6 股权集中度的调节效应

变量	(1)	(2)
	Exfin	Exfin
Mhold	-0.112** (0.051)	-0.229*** (0.049)
Mhold×Top1	0.003** (0.001)	0.004*** (0.001)
Top1	-0.002*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
Size	0.086*** (0.003)	0.066*** (0.003)
Age	0.010*** (0.000)	0.004*** (0.001)
Growth	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)
TQ	-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
BM	-0.168*** (0.014)	-0.048*** (0.015)
Lev	-0.060*** (0.016)	-0.064*** (0.017)
常数项	-1.107*** (0.054)	-0.758*** (0.059)
样本数	18 891	18 891
R ²	0.082	0.148
Ind	No	Yes
Year	No	Yes

注:括号内为标准误差;**、***分别表示 $P<0.05$ 、 $P<0.01$ 。

5 研究结论与对策建议

5.1 研究结论

利用我国2011—2021年A股市场上市企业的面板数据作为研究样本,对高管激励与企业过度金融化之间的关系进行了实证研究,并分析了股权集中度在二者之间发挥的调节作用。研究表明:①高管激励能够有效抑制企业过度金融化的行为;②股权集中度在高管激励与企业过度金融化之间起负向调节作用,即企业股权集中度越低,越能够发挥高管激励对过度金融化的激励效应;③分企业产权性质回归后发现,高管激励对企业过度金融化的抑制作用在非国有企业中的效果比国有企业效果会更加显著。

5.2 对策建议

实体经济是我国未来经济持续增长的核心力量,为推动我国实体经济发展,需要防范企业出现过度“脱实向虚”。因此,在实体经营利率下滑的大环境中,如何让企业回归主业发展,有效管控过度金融化是企业急需解决的问题。

(1)推动实体经济发展,改善资本市场环境。实体企业过度金融化的一个重要原因在于实体投资与金融投资收益率之间的巨大差异,实体经济的

回报率低且周期较长,而金融业具有超额的回报率且周期较短。因此一方面政府要深化激活实体经济结构性改革,引导资金从金融业、房地产业流入实体经济领域,实现资源的合理有效配置,同时增加企业的研发创新补贴,加强企业突破式创新能力,促使企业将发展重点放在自身经营业务上,加快企业升级转型,从而提高实体投资的利润水平,缩小实业与金融业之间的投资差异率,全面发展实体经济,进一步激发实体投资的热情。另一方面政府也应进一步改善我国资本市场环境,缓解企业融资约束问题,推动金融市场的健康发展和资本市场的高质量发展,为企业营造良好的经营环境,防止经济“脱实向虚”。

(2)优化高管激励方案,加强高管监督制度。实施高管激励能在一定程度上使其成为企业的所有者,发挥出高管激励的“金手铐”作用,同时作为一种长期激励方式,能够有效解决管理层和股东之间的利益冲突问题,降低高管投资决策的短视行为,促进实现高管激励对企业过度金融化的最大化抑制作用。因此在设计制度激励方案时,应综合考量多方面因素,以实际情况为依据,建立合理的高管持股分配制度,考虑股权集中度的治理作用,真正将高管激励的最大化效应发挥出来,使得高管与企业的价值一体化,促进企业的长远发展。高管与企业的经营发展和投资决策息息相关,而作为经济人,高管会更加注重自身的利益而忽视企业的长远发展,因此在实施高管激励的同时应强化股东对高管行为的监督,设立更加清晰透明的制衡体系,助力公司治理水平的提高,促进企业实体投资,减少企业过度金融化现象。

参考文献

- [1] 翟光宇,姜美君,段秋爽. 实体企业金融化与实物资本投资:基于2009—2018年制造业上市公司的实证分析[J]. 经济学动态, 2021(1): 85-104.
- [2] 刘广. 中国制造业企业金融化与资本配置效率研究[J]. 经济学家, 2023(12): 36-45.
- [3] 阳畅,刘姝雯,徐照宜,等. 企业金融化对企业业绩的影响研究:基于期限结构异质性视角[J]. 会计研究, 2021(9): 77-94.
- [4] 余芬,樊霞,李芷珊. 企业金融化提升创新持续性了吗?:兼论制度环境的影响[J]. 研究与发展管理, 2021, 33(3): 1-13.
- [5] MURPHY K J. Executive compensation: where we are, and how we got there[J]. Handbook of the Economics of Finance, 2013(2): 211-356.

- [6] 刘翰林, 郑鑫波. 股权激励、契约异质性与实体企业金融化[J]. 南京审计大学学报, 2022, 19(3): 82-92.
- [7] 张敬文, 田柳. 股权激励与上市公司经营绩效关系研究: 基于分析师关注的视角[J]. 南开经济研究, 2020(5): 171-184.
- [8] 倪艳, 胡燕. 股权激励强度对企业绩效的影响: 以 A 股上市公司为例[J]. 江汉论坛, 2021(4): 17-27.
- [9] 万里霜. 上市公司股权激励、代理成本与企业绩效关系的实证研究[J]. 预测, 2021, 40(2): 76-82.
- [10] 傅端香, 张晴, 罗文. 高管激励、创新投入与企业绩效: 基于高管人力资本的调节作用[J]. 创新科技, 2023, 23(1): 64-77.
- [11] 刘会洪, 张哲源. 高管股权激励能否提高企业 ESG 表现? [J]. 现代管理科学, 2023(4): 75-84.
- [12] 李连伟, 纪骁鹏, 吕镛, 等. 股权激励计划对国有企业创新的影响研究[J/OL]. 科研管理, 1-9[2024-03-12]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/11.1567.g3.20231215.1100.014.html>.
- [13] 李鑫, 佟岩, 钟凯. 管理层股权激励与实体企业金融化[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2021, 36(4): 54-66.
- [14] 程新生, 武琼, 刘孟晖, 等. 企业集团现金分布、管理层激励与资本配置效率[J]. 金融研究, 2020(2): 91-108.
- [15] 王珊珊. 高管激励、金融化与企业未来主业发展[J]. 技术经济与管理研究, 2020(10): 64-70.
- [16] 贺立龙, 石佳欣. 管理层股权激励对实体企业金融化的影响研究[J]. 会计研究, 2022(7): 107-122.
- [17] 赵小克, 邹芮. 管理层股权激励、融资约束与企业金融化[J]. 会计之友, 2023(13): 92-98.
- [18] 郑丽雅, 易宪容, ADNAN S. 管理层持股对企业过度金融化的影响: 促进还是抑制? [J]. 经济体制改革, 2022(6): 183-189.
- [19] 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.
- [20] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.

Executive Incentives and Firm Over-financialization: Path Mechanism and Empirical Investigation

XU Meiling

(Economics College, Fujian Normal University, Fuzhou 350108, China)

Abstract: In recent years, Chinese enterprises have over-allocated financial assets in order to obtain excess returns, resulting in an increasing scale of financial investment and excessive financialization of enterprises. As a medium- and long-term incentive mechanism, executive incentives can weaken the conflict of interests between shareholders and executives, affect the level of excessive financialization of enterprises. Based on this, China's A-share listed companies from 2011 to 2021 are taken as a sample to study the path mechanism of executive incentives on the excessive financialization of enterprises and conducts an empirical investigation. Empirical evidence shows that executive incentives can significantly inhibit the excessive financialization of enterprises, and equity concentration weakens the above negative correlation, and the inhibitory effect of non-state-owned enterprises is more significant than that of state-owned enterprises.

Keywords: executive incentives; excessive financialization; empirical investigation