

目 录

1.绪 论.....	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	3
1.3 研究方法	4
1.4 研究内容与框架	5
1.5 创新与不足	6
1.5.1 创新之处	6
1.5.2 不足之处	7
2.文献综述.....	8
2.1 员工持股计划相关文献综述	8
2.1.1 员工持股计划的实施效果相关文献	9
2.1.2 员工持股计划对企业绩效相关文献	10
2.1.3 员工持股计划与特定因素相关文献	11
2.2 企业金融化相关文献综述	12
2.2.1 企业金融化影响因素的相关文献	12
2.2.2 企业金融化后续作用的相关文献	14
2.3 员工持股计划与企业金融化	15
2.4 文献述评	16
3.理论分析与研究假设.....	17
3.1 员工持股计划的理论基础	17
3.1.1 双因素理论	17
3.1.2 人力资本理论	18
3.1.3 委托代理理论	18
3.1.4 信号传递理论	19

3.2 企业金融化的理论基础	20
3.2.1 逐利效应	20
3.2.2 蓄水池效应	20
3.3 员工持股计划与企业金融化关系假设	21
4.研究设计	24
4.1 样本与数据	24
4.2 变量定义	25
4.2.1 被解释变量	25
4.2.2 解释变量	26
4.2.3 控制变量	26
4.3 模型设计	27
5.实证结果分析	28
5.1 描述性统计	28
5.2 相关性分析	29
5.3 组间差异检验	30
5.4 基本回归	31
5.5 稳健性检验	32
5.5.1 内生性检验	32
5.5.2 其他稳健性检验方法	39
6.进一步分析	43
6.1 影响机制检验	43
6.1.1 中介效应模型	43
6.1.2 中介效应检验步骤	44
6.1.3 代理成本的中介效应检验	45
6.1.4 实体投资的中介效应检验	48
6.2 异质性检验	51
6.2.1 产权性质的影响	51
6.2.2 董事长和总经理是否兼职的影响	53
6.2.3 机构投资者持股的影响	55
6.3 员工持股计划与股权激励计划的作用比较	57

6.3.1 股权激励计划与企业金融化	57
6.3.2 多元回归对比分析	58
6.4 金融资产配置检验	60
6.4.1 金融资产的分类	60
6.4.2 员工持股计划对长短期金融化的影响	61
7.结论及建议	63
7.1 研究结论	63
7.2 政策建议	64
参考文献	66
后 记	74
致 谢	75
在读期间科研成果目录	76

1.绪 论

本部分主要包括以下五个方面，即论文背景、实践意义、主要方法、内容框架以及论文创新与不足之处，旨在于阐释研究问题的社会背景、现实意义与理论意义，厘清方法路径与主体架构，最终对本文的主要创新与不足之处进行总结性阐述。

1.1 研究背景

自 20 世纪 90 年代以来，我国经历了几次重大考验，包括亚洲乃至国际范围的金融危机以及突然爆发的新冠肺炎之类的突发性公共卫生事件等。目前，我国经济走向新常态，从追求高速度到聚焦高质量，经济发展结构也在不断转变。在此背景下，由于风险隔离机制缺失，从而不断积累，导致实体企业面临严重的“脱实向虚”风险（赵昕等，2022），我国经济金融领域风险隐患逐渐增多。近年来，房地产和互联网行业迅速发展和扩张，挤出了中小企业发展所需的人才和资金，这类企业是实体经济的重要组成部分。由此，实体企业逐步向金融业扩张，越来越多的资金流向金融领域，经济逐渐往实体向虚拟的方向发展。因此通过查阅 CSMAR 数据库，将其中沪深 A 股上市非金融企业持有的金融资产计算可得，2015 年至 2021 年间，我国非金融上市企业持有的平均份额显著增加，从 2015 年的 4.37 亿元增长到了 2021 年的 8.68 亿元，其中 2019 年增幅高达 30%，其余年份均有波动增长，这意味着我国非金融上市企业的金融化程度在逐渐加深。

国内外学者也一直在关注与探讨企业金融化对经济发展的影响。国外学者 Karwowski（2018）发现南非的非金融企业从上世纪 90 年代开始改变其投资行为，从贸易信贷等更具生产力的方式转向高流动性和潜在创新的金融投资，逐步从投资罢工到房地产泡沫。国内学者刘冬冬（2022）通过探讨企业

金融化与企业创新的关系时发现企业进行金融化活动会阻碍企业的高质量发展，主要影响企业的创新投入和创新产出。这些都从某种程度上说明，企业的不断金融化在发展过程中逐步挤压实体投资的发展空间，削弱实体经济促进我国经济健康向好发展的支撑作用，给我国经济发展造成了十分巨大的隐患。

2014年6月，为规范并引导企业实行员工持股计划以及相关活动，中国证券监督管理委员会公布了相关指导意见，该《意见》中明确指出了实施目的，即期望上市企业积极发挥员工持股计划对企业治理的良好效应，提升治理水平，从而增强员工责任感和企业关键性生产能力。在此之前，股权激励在我国应用时间较长，从某些方面来看股权激励和员工持股具有相似性，但相较于股权激励，员工持股计划在实施对象上更广泛，具有普适性，涵盖与公司签订劳动合同的员工，不存在业绩考核指标，在绩效考核上更加灵活，可由企业自主安排，其本质更是与股权激励截然不同，员工持股计划本质上从更为广泛的员工视角出发，利用股票、期权等激励手段，不断建立健全利润分配机制，形成资本所有者和劳动者利益共同体。根据Wind数据库显示，2014年下半年以来，员工持股计划在我国开始规范和推广开来，2015年实施此项计划的企业近300家，随后实施企业逐年波动减少，2019年仅有113家企业正在实施员工持股计划，但2021年有所回升，实施企业突破200家。截至2022年上半年，中国已经有115家上市企业推出或正在实施员工持股计划，其中一部分企业更是第一次实施。这种宏观层面的政策推动直接影响微观层面的企业结合自身状况选择是否实施员工持股计划，进而会改变企业的决策风格，加强企业生产经营的不确定性，进而影响企业的发展经营成果、整体财务状况以及现金流量的收支，同时对企业内部资源配置产生影响，从而对企业金融化活动存在难以忽视的潜在影响，故探讨针对公司员工的激励计划对公司经营活动行为的影响具有远大意义。

在过去的很长一段时期内，我国在建立健全社会主义市场经济体制的前提下，将实体经济作为经济向前发展的重要着力点，并且在各种重大会议上，国家领导人一直强调要重视实体经济，发挥其在经济发展全局中的关键性作用。未来，我国也将全力保障实体经济向好发展。我国关于员工持股计划的实施年限较短，与之相呼应的法规法制还不完善，监管过程困难重重，相关

的发展政策也在逐渐变化与完善，其对企业金融化的影响趋势值得受到关注。在党的十九大报告中，习近平总书记提出要关注金融风险，要坚决打赢防范化解重大风险攻坚战，这对于确保经济发展全局稳定具有十分重大的意义。2020 年“十三五”规划目标任务胜利完成，进入十四五规划以来，强调要坚持振兴实体经济，推动经济高质量发展。尤其是面对近年来复杂严峻的国际环境和疫情放开后的经济恢复，发挥实体经济的“压舱石”作用特别重要。因此，研究员工持股计划如何影响企业金融化活动、防范化解企业金融化对我国经济的不良影响问题还需多加努力。

员工持股计划与企业金融化是近年来的重点研究话题，根据历年文献查阅，单独研究员工持股计划的实施效果和企业金融化的后续作用的文献数不胜数，但是关于员工持股计划与企业金融化的关系研究很少，这方面的空白是很好的研究突破口。所以本文打算利用 2015 至 2021 年度沪深 A 股的非金融上市公司的财务数据，实证检验员工持股计划的实施对企业金融化的影响。同时为了缓和理解变量与被解释变量之间的内生性问题，本文采用一系列检验工具，诸如工具变量法、更换回归模型、改变样本回归区间等，解决互为因果、样本选择偏差等内生性问题。与此同时，本文还进行了影响机制检验、异质性检验、对比分析检验以及金融资产配置检验。现有研究在这方面还不是很充分，本文的主要贡献在于：补充现有文献的研究空白和不足，拓展了员工持股计划影响企业金融化的作用机制，对企业是否实施员工持股计划以及如何防范过度金融化提供了一定的借鉴举措。

1.2 研究意义

本文具有丰富的理论意义和现实意义：

一、理论意义。首先，本文将员工持股计划与企业金融化结合起来考察，对于员工持股计划的后续影响研究和企业金融化的影响因素研究都起到了丰富作用，同时拓展了两条研究员工持股计划如何影响企业金融化的路径即代理成本和实体投资，并探讨了在不同的产权性质和内外部治理水平下的异质性差异，这些从理论和数据上拓展了员工持股计划与企业金融化的研究深度，填补了关于员工持股计划与企业金融化关系的研究范围。

二、现实意义。本文实证检验发现员工持股计划对企业金融活动具有显著的负向作用，并且这种抑制作用在非国有企业、央企、董事长和总经理不兼职以及机构投资者持股比例低的企业中更为显著，表明企业的产权性质和内外部治理水平的高低直接影响员工持股计划对企业金融化的抑制作用，从而为哪类企业适合实施员工持股计划以抑制企业金融化提供建议。同时探究二者间的影响机制，更能透彻的分析员工持股计划发挥抑制作用的技术路径，破除员工持股计划与企业金融化在表面的无关系假象，这对如何引导企业有效实施员工持股计划具有一定的指导意义。我国应用并推广员工持股计划的时间较短，实践经验上是不足的，研究员工持股计划的积极作用能够为上市公司提供决策依据，对监管部门制定相关政策也具有参考价值。同时对企业引领发展“脱虚向实”和政府引导经济“脱虚向实”具有一定的参考意义。

1.3 研究方法

本文的主要研究方法有以下几点：

一、文献分析。通过梳理以往国内外学者对于员工持股计划和企业金融化的关系研究，看到了目前该领域的研究现状，并从结果倒推出可能存在的研究假设，并且了解了影响企业金融化的宏微观因素，据此选取适当的各类变量指标与模型设计。

二、理论分析。通过对现有的各种理论进行梳理和分析，从理论层面对研究问题进行基础分析，运用员工持股计划的相关理论和企业金融化的动机理论对问题展开研究，分析了员工持股这一决策与企业金融化可能存在的关系，并据此提出相应的假设。

三、实证分析。通过文献分析和理论分析提出相应的理论假设和变量模型，运用搜集整理的检验数据检验假设的正确性，为理论分析提供数据支撑。并且考虑变量指标和模型设计可能存在的不足，通过一系列方法进行稳健性检验，使结果更加真实可靠，让人信服。

1.4 研究内容与框架

本文主要研究员工持股计划对企业金融化的影响，分析代理成本和实体投资在其中的影响机制作用，同时考虑企业在不同产权性质与内外部治理水平下的异质性差异，并探究员工持股计划与股权激励计划的作用大小以及实施此项计划如何影响企业的长期和短期金融化活动。本文主要分为以下七个方面进行研究：

第一部分是绪论。首先介绍员工持股计划和企业金融化在我国的发展情况，然后总结研究员工持股对企业金融化的影响有何种意义，进而介绍研究问题所使用的各种方法以及主要内容框架，最后提出本文的新颖之处和技术局限性。

第二部分是文献综述。本文对研究员工持股计划的实施现状、企业金融化的影响因素和广泛作用以及员工持股计划与企业金融化相关关系的文献进行梳理，总结国内外学者的研究结论并提出下一步可能进行的研究方向。

第三部分是理论分析与研究假设。综合阐述员工持股计划所依托的四种理论基础，并总结分析企业金融化的动机理论，进一步探讨员工持股计划对企业金融化的影响机制，为后文考察员工持股计划如何影响企业金融化的实证分析做理论准备。最后，在现有文献的基础上，总结前人的研究结果，结合第一部分和第二部分的内容，通过分析提出的问题，给出相应的假设。

第四部分是研究设计。结合以往的经典类似文献，在确定合理样本范围的前提下，参照经典文献选取合适的被解释变量、解释变量以及尽可能覆盖全面的控制变量，并利用这些变量构建研究模型。

第五部分是实证结果分析。在同时控制年度和行业影响的前提下，运用多元回归模型对基本假设进行验证，同时对基本的回归结果进行内生性检验和其他稳健性检验，增强实证结果的说服力。

第六部分是进一步分析。在第五部分的基础上，运用中介效应模型进行相应的影响机制检验，同时探究企业在不同产权性质与内外部治理水平下的异质性差异，并比较其与股权激励计划的抑制作用大小，最后分析员工持股计划对企业长短期金融化活动的影响。

第七部分是结论及建议。本部分是通过总结前六部分的内容进行精简提炼，得出一定的结论，并提出具有建设性的意见。

具体的研究技术路径如图 1 所示。

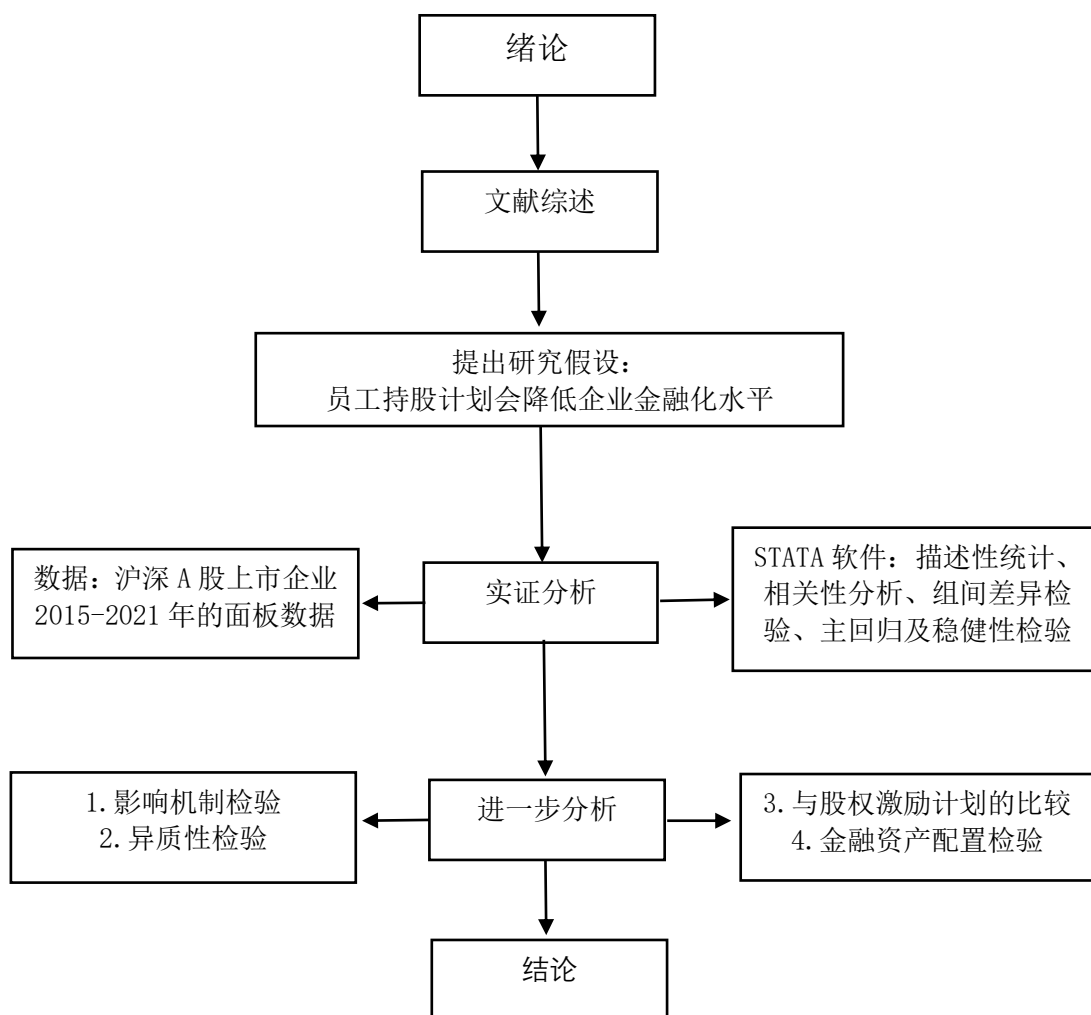


图 1 研究框架图

1.5 创新与不足

1.5.1 创新之处

第一，计算指标改进。由于其余类似文献都运用代理成本作为中介变量去解释员工持股计划与企业金融化的关系，本文在代理成本的衡量指标上有

所改进，使用剔除研发费用影响后的管理费用与营业收入的比值去衡量，使得计算指标更具有稳健意义；

第二，影响机制检验不同。目前有文献基于信任关系和委托代理的作用机制研究员工持股计划对企业金融化的影响，也有研究内部控制的中介作用，本文总结前人研究成果，在代理成本作为机制检验的前提下新增实体投资水平的中介作用；

第三，异质性检验不同。在原有的产权性质不同的基础上，加入了以董事长与总经理是否兼职、机构投资者持股比例衡量的内外部治理水平的异质性分析，为完善企业治理结构提供借鉴意义；

第四，最后的结论不同。探讨员工持股计划与股权激励计划的作用大小以及研究员工持股计划如何影响企业长期金融化和短期金融化活动，进一步丰富了员工持股计划与企业金融化关系的研究范围。

1.5.2 不足之处

第一，员工持股计划的数据样本较少且存在数据缺失情况。员工持股计划的应用年限较短、应用企业较少，这就决定了实施员工持股计划的样本量较少。尽管 Wind 数据库中披露了上市企业实施员工持股计划的基本情况，但是仍然存在部分数据缺失的现象，例如存续期、实施情况等，可能使研究成果存在一定偏差。在处理数据的过程中，手工整理企业在当年是否实施或正在实施员工持股计划，但仍有部分数据无法准确获取，因此剔除了这部分数据对大样本的影响，从而减少样本总量，影响研究可信度；

第二，控制变量选取不足。本文从公司性质、财务因素以及公司治理等方面选取部分变量进行控制，但仍然存在其他未被控制的变量影响研究结果，使得模型设计存在内生性问题，所以在稳健性检验中使用 PSM 倾向得分匹配法、工具变量法、滞后期的解释变量以及个体固定效应回归模型缓解内生性问题。

2.文献综述

本部分首先梳理了单个企业实施员工持股计划的具体情况，进一步总结了基于大样本数据研究员工持股计划对企业绩效影响的文献，进而观察目前相关领域大都将员工持股计划与哪种特定因素结合起来研究，一方面为本文研究企业金融化提供了理论基础，另一方面可以借鉴相关文献是如何选取控制变量的。之后，本文就企业金融化、员工持股计划与企业金融化相关关系的现有研究情况进行了阐述，这部分文献为后文研究假设的分析提供了理论支撑和模型架构。在前人研究的基础上，本文对已有研究结果的影响路径在后文中做出了进一步的讨论，并进行了更深层次的对比分析与特点研究。

2.1 员工持股计划相关文献综述

员工持股计划由来已久，在我国应用时间较短，它最早出现于美国，而后意大利、新加坡等的企业也开始推行员工持股计划（张智，1995）。员工持股计划（ESOP）将员工激励与新型股权有机结合，在方式与形式上更为灵活和有效。根据已有的监管指引，员工持股计划的参与对象涵盖企业内部所有员工，包括管理层人员在内的与企业签订正式劳动合同的员工。并且员工持股计划具有非强制性，当企业实施员工持股计划后，企业内部员工可自愿出资认购部分或全部股权。现有研究中，早先由于网络的不发达，国内外学者大多采用案例研究法分析单个企业员工持股计划的实施情况，后来随着技术水平的提高与研究方法的拓展，国内外学者结合使用案例研究法和实证检验法来探讨员工持股计划对企业绩效的影响，并分析此项计划与特定因素之间存在的内在联系。

2.1.1 员工持股计划的实施效果相关文献

国内外学者对员工持股计划进行了十分深入的研究，主要聚焦于企业治理结构、企业价值以及长短期财务绩效等方面。总体来说，他们的结论不一，包括员工持股对企业各方面的影响正相关、影响不显著或没有影响。目前关于员工持股计划的实施效果的研究较多，并且主要使用案例研究法，具有特殊性。

总的来说，由于员工持股计划从整体设计上能够直观的看出其对企业内部员工具有很强的激励作用，大部分学者也认为员工持股计划对企业应该具有正向的促进作用，并采用案例研究法对这一观点进行了验证。王丹慈（2016）以上港集团的员工持股方案为例，通过比较发现员工持股计划与股权激励计划的异同点，发现基于产权性质的不同，国有企业实施员工持股计划会给企业带来了更好的财务效果和市场反馈；David et al（2022）介绍了以斯洛文尼亚为试点实施欧洲员工持股计划的情况，其实施改进了现有的员工所有权的结构特征，为促进欧洲员工所有权的政策制定提供信息；郭冬梅（2018）以联合光电公司为例，发现员工持股计划的实施在改善员工生存状况、提升企业治理水准以及向外部投资者传递有效信息等方面发挥着良好作用；傅宇宸（2020）从医药行业角度出发，采用对比分析的方法，发现泰格医药实施员工持股计划后能够有效促进企业各项财务指数的改善，并服务于企业盈利能力和增长能力的提升。

也有部分学者认为企业实施员工持股计划的效果不佳，甚至是没有影响。吕学新（2018）以东方电热为例，发现第一期员工持股计划的实施没有达到预期效果并且也不会对企业价值产生任何显著影响；夏鑫等（2018）以 SG 集团公司为例，发现员工持股计划的治理效应会随着时间的流逝逐步削弱甚至趋于没有影响。

员工持股计划自 2014 年重新在我国开始实施以来，在我国试点时间较短，推广范围不大，还没有形成较为完善和适宜的“生态环境”。最开始众多学者仅仅从单一企业研究实施员工持股计划对企业生产经营、财务成果和现金流量的影响。一部分企业实施员工持股计划未能有助于基本生产经营目标的实现，而另一部分企业通过有效实施员工持股计划能够促进企业实现价值最大

化。针对单个企业的具体状况，员工持股计划的实施效果也会截然不同，可见企业是否能有效实施员工持股计划依赖于良好的外部环境与有效的内部治理。

2.1.2 员工持股计划对企业绩效相关文献

国内外学者对员工持股影响企业绩效进行了比较多的研究，他们的观点大体上较为一致，即员工持股对企业绩效有显著促进作用，但也有少部分研究发现员工持股计划并不会影响企业绩效甚至是产生负面效应。目前关于员工持股计划对企业绩效的研究较为丰富，并且主要使用实证研究方法，具有普适性。

一般来说，学术界普遍认为员工持股能够激发员工的创造积极性，故纷纷采用实证研究方法来探讨员工持股计划的作用，进一步发现其能够对企业绩效产生正向的促进作用。Fitri and Putu（2017）通过使用 2000 至 2015 年间实施员工持股计划的企业样本，选用资本、股本回报率和托宾 Q 值来衡量企业绩效，结果发现员工持股计划对经营业绩具有积极重大的影响；王俊（2019）、于晓红等（2022）同样采用近几年上市企业数据研究发现员工持股计划的实施能够显著降低企业的运营成本，从而达到提高企业生产效率和经济价值的目标。

但部分国外学者研究发现员工持股计划的实施并不会影响公司业绩。Bangun et al（2017）利用 2013 至 2015 年印尼证券交易所制造公司的数据，以财务分析框架中的盈利能力指标（Roa、Roe）来衡量企业绩效，结果表示不显著，表明员工持股计划对公司治理没有效果。

综上所述，相较于单一案例研究，实证检验员工持股计划对企业绩效的影响结果更具有普适性，一方面能够给企业决策提供借鉴意义，另一方面也能够给政府等有关监管部门的政策制定提供更多的意见和建议。基于我国企业实施员工持股计划的大数据分析，员工持股计划的执行能够对公司绩效产生显著的正向促进作用。但是基于各国的国情分析，实施员工持股计划对企业绩效的影响效果不一，其会提升或者不影响企业绩效。

2.1.3 员工持股计划与特定因素相关文献

目前关于这方面的研究还比较少，主要是集中在探讨员工持股计划与企业创新的关系上。黄萍萍等（2019）、Dan（2020）以及钟凤英和冷冰洁（2022）通过实证数据研究发现上市企业实施员工持股计划后能显著增加企业创新投资，能够从数量和质量两方面同时对创新产出发挥积极效应，从而提升企业的创新效能和核心竞争力。

同时，也有部分学者开始将目光放在员工持股与企业发展相关的其他方面上，诸如财务信息质量、股票波动性等。陈大鹏等（2019）将员工持股计划的实施划分为两个阶段，包括起步期（1998-2005）和重启期（2014-2016），发现员工持股会让企业进行更多的应计盈余管理活动，从而降低企业财务信息质量；Tran（2021）研究表明在新冠肺炎疫情的锁定期间，实施了员工持股计划的企业相较于其他未实施的企业能够显著降低股票波动性；Oehmichen et al（2018）更是探讨相关因素对员工持股计划的影响，发现薄弱的正规制度会抑制企业有效实施员工持股计划，同时上级或其他同事参与员工持股决策会对其他员工是否参加员工持股计划产生带动作用。

一般来讲，较多学者在分析员工持股计划与特定因素的关系时通常会研究中间的作用机理，其中将代理成本作为中介机制来研究的文献最为丰富。周冬华等（2019）、刘美林（2020）发现员工持股计划的实施能有效缓和企业的委托代理问题，降低控股股东与管理层两者之间的第一类代理成本或控股股东与中小股东两者之间的第二类代理成本，从而达到提升公司治理水平和促进企业创新绩效的目的。然而也有研究表明实施员工持股计划总体上会提高企业的代理成本，进而抑制企业的财务绩效（杨硕，2021）。

总的来说，员工持股与特定因素的影响研究主要集中在企业创新方面，鲜少有学者去检验员工持股计划与其他因素的关系，一方面可能是因为企业创新的数据充分，能够很好地获取，另一方面可能是因为创新是企业的核心竞争力，并是近年来的大热话题，相关研究的关注重点都在企业创新上。另外，基于委托代理理论和信号传递理论，员工持股计划会通过影响企业的代理成本来促进或抑制相关因素作用的发挥。

2.2 企业金融化相关文献综述

20 世纪 90 年代以来,我国的实体经济结构出现巨大改变,但是金融结构没有跟上实体经济的快速发展进而做出相适应的变化,所以实体经济与金融结构越来越不相适应(孙伍琴,2004)。随着金融业的发展与开放,越来越多的企业投身金融业,参加的金融化活动日益增加,产业资本和金融资本的关系也越来越密切(张文中,2004)。2008 年的金融危机由美国次贷危机引起,随后席卷美国、欧洲乃至中国,其中很多个大中型金融机构要么倒闭、要么被政府接管,严重打击了包含中国在内的全球经济。此后的数余年,遭受重大挫折的全球经济寻找复苏方法并缓慢恢复,各类企业以及外部投资者也以更加谨慎和保守的态度对待金融投资。直到近些年来,金融市场开始向好发展,越来越多的学者把经济的金融化现象当作话题来研究(许新强,2014)。经济金融化是一个比较宏观的概念,指的是在经济与金融互动过程中,宏观经济活动转变利润获得方式,从传统的日常生产经营活动中取得转向从金融活动中获得。企业金融化是经济金融化在微观层面的具体体现,虽然目前已有大部分国内外学者研究企业金融化现象并使用这一概念,但是学术界还未对其进行系统化的定义。因此,企业金融化的内涵只能从经济金融化的界定中获取。本文主要采纳阿瑞吉和克里普纳的定义方式,即企业金融化指的是企业改变资源配置方式,偏重资本运作,不再是以往通过传统的生产经营活动获取利润,而是更多地采用投资的方式,具体表现为利润日益通过金融投资渠道产生且比重越来越大。

2.2.1 企业金融化影响因素的相关文献

企业金融化的影响因素大致分为宏观因素和微观因素。随着金融的发展,金融业在国民经济中的比重越来越大。更是随着金融机构的不断扩张,金融产品的种类逐渐丰富,并且金融在经济发展全局中发挥着越来越大的作用(Deidda,2006)。随着非金融上市企业金融化程度的不断加深,越来越多的学者开始研究宏观经济因素与微观企业金融化的关系(徐丹丹和王芮,2011)。Park and Han(2022)以股东权力特别低下的韩国数据为例,发现企业金融化

是国家对家族企业集团施加压力导致的，而且工会甚至对金融化有明显的负面影响。目前改革与发展同时进入攻坚阶段和关键时期，在我国面临这两大重要时点的当下，只有实施一系列经济政策才能使中国稳中向好，顺利完成转型升级并向前发展，而这些经济政策的实施更是与企业金融化息息相关。姚德权和付晓菲（2022）通过检验沪深 A 股上市非金融企业的样本，发现经济政策的不确定性会影响企业发展的稳定性，进而影响并减少企业的金融活动。出于目前的发展形势，政府等有关部门会制定一系列政策来应对和防范重大金融风险，陈冉等（2020）从政府补贴这一政策工具出发，基于融资约束的中介效应，发现政府补贴能够抑制企业参与金融化活动的程度。近年来，数字金融的崛起与快速发展给企业进行金融化活动带来了更多可能性，包括企业融资成本的降低与融资渠道的拓展，这些最终都将会加深企业的金融化程度（李志军和杨秋萍，2021）。当正式制度方面的影响因素研究较为完善时，部分学者转而开始研究非正式制度因素对企业金融化的影响，张卫国等（2019）发现社会信任程度越高，使得企业更为激进，这一非正式制度因素让企业偏好配置更多的金融资产，企业的金融化水平越高。

近年来，相较于宏观因素，微观因素才是众多学者关注并研究的内容。微观层面的影响因素主要概括为企业管理层特征和内部治理结构。大多数学者研究企业管理层的特征与企业金融化的相关性，主要包括企业管理层的过往经历和职业背景等。戴泽伟和潘松剑（2019）、于连超等（2019）、牛煜皓和卢闯（2020）与杜勇和周丽（2019）发现高管的金融背景、从军经历、贫困历程以及学术经历都会对企业金融化产生影响，其中高管的金融背景、从军经历和贫困历程对企业金融化活动有显著的促进作用，而高管的学术经历会让其以更加谨慎的态度对待投资活动，从而抑制企业金融化水平。也有部分学者关注企业内部治理结构与企业金融化的相关性，诸如内部控制和股权激励等。王瑶和黄贤环（2020）发现内部控制能够发挥积极的治理效应，从而减少企业金融资产配置活动。李鑫等（2021）基于 2006 年至 2019 年 A 股的非金融上市公司的经验证据发现管理层股权激励对于企业金融化能发挥负向的治理作用。

2.2.2 企业金融化后续作用的相关文献

早期，部分学者对企业金融化的后续影响持正面看法，认为企业金融化能够更好的促进资金运转，提升企业绩效。但随着企业金融化程度的逐渐加深，甚至影响企业正常生产经营活动的运转，绝大部分学者开始辩证地看待企业金融化的后续作用。谈到企业金融化，影响最直接与深远的就是实体经济。随着金融市场的不断完善与拓展，越来越多的企业投身金融活动，使得企业金融化现象更加普遍，并且成为近年来中国非金融上市企业发展的重要方向。Cupertino et al（2019）通过对 2002 至 2017 年美国制造业企业样本进行实证检验，发现企业金融化与企业实际投资呈负相关，会对实体投资产生挤出效应，降低生产效率。进一步来讲，企业金融化是经济金融化的微观体现，其作用更多的是体现在对企业价值的影响上，企业价值的核心是研究与开发能力，并且创新是企业竞争和发展的活力源泉，因此企业金融化与创新产出的关系备受广大学者关注，目前此方面的研究成果还是有些许争议。余得生和李星（2021）从制造业这一实体经济主体的视角出发，发现制造业企业金融化会负向影响创新投入与产出，而李惠蓉和赵小克（2021）选取 2015 年往后的制造业上市公司的数据，表明适度的金融化可以有效促进创新能力的提升，王红建等（2017）则是进行了比较透彻的分析，发现二者之间的关系并非一贯的线性影响，在一定范围以内实体企业金融化挤出了企业创新，但是当金融化达到并超过一定程度时反而会表现出一种促进作用。后来，部分学者将目光放到股价的崩盘风险上，股价能够体现宏观经济与微观企业的联系，股价的涨跌因素包含宏观与微观风险、系统与个股风险，研究二者之间的因果关系能够给社会以及现实带来重大意义。刘丽娜和马亚民（2018）从企业金融化的本质出发，发现企业金融化程度的不断加深会造成股价频繁波动，进而带来巨大的崩盘风险。邓超等（2019）则进行了更加深化与细化的研究，并提出二者的关系是非常复杂的，呈现非线性状态，适度的企业金融化水平并不会对股价产生负面影响。

微观上市企业的经营行为是宏观经济正常运转的基础，而宏观经济的不断发展反过来又会影响微观主体的决策行为。纵观历年文献研究，较少学者研究企业金融化对宏观经济的影响，但是由于经济“脱实向虚”愈演愈烈，这

方面的研究必不可少。徐珊和黎洁婷（2022）以 2008 年往后近 10 年的数据为研究样本，发现企业金融化可以划分为长期投机型和短期储备型等两类金融化活动，并且发现这两种类型的企业金融化对就业有不同的影响，实证结果表明长期投机型金融化会减少资本积累，从而抑制就业水平，而短期储备型金融化则有助于促进就业，将微观企业金融化行为与宏观就业等社会责任承担相联系是企业金融化研究的一大进步。

综上所述，结合相关学者在企业金融化的影响因素以及后续作用的相关研究可知，首先由于经济金融化进程的不断推进，金融市场环境的不断完善，经济政策不确定性等宏观因素和高管特征等微观因素会对企业金融化造成影响；其次由于金融资产本身的高风险性和高收益性，企业进行金融化活动和配置大量金融资产会对宏观经济发展和微观企业行为产生有利或不利影响。这些研究在一定程度上使得企业金融化的产生和发展历程更加清晰明了，也让与企业金融化相关的文献更加丰富，便于以后的进一步研究。

2.3 员工持股计划与企业金融化

目前，关于员工持股计划对企业金融化的影响研究较少且集中于最近一两年，尚有许多有待研究和挖掘的学术话题。这些研究得出的结论较为一致，均表示员工持股计划能够显著抑制企业金融化水平。任灿灿等（2021）从代理成本和信任关系的角度出发，探究员工持股计划如何影响企业金融化，并基于员工持股的具体实施情况，研究何种类型的员工持股计划更有助于抑制企业金融化水平；于强（2022）利用 2012 至 2019 年中国上市公司样本，引入内部控制研究员工持股计划与企业金融化的关系，并探讨在不同的融资约束程度和审计质量等情况下抑制效果有何不同；姜云轩（2022）则选择研究在导入、成长、成熟及衰退阶段的员工持股计划实施情况，发现在不同的生命周期阶段其对企业金融化的影响作用存在差异。这几篇论文有些许共同点：一是都研究了代理成本在员工持股计划和企业金融化之间的中介作用；二是探讨了产权性质的异质性差异，发现相较于国有企业而言，在非国有企业中员工持股计划对企业金融化的抑制作用更强。

2.4 文献述评

通过阅读和梳理国内外文献，本文发现以往学者较少对员工持股计划与企业金融化的关系进行研究分析，研究成果相对匮乏。基于以上对员工持股计划、企业金融化以及二者之间关系的文献回顾，可以总结以下几点：

第一，综合来看，现有关于员工持股计划的文献主要是集中于研究其实施效果和对企业绩效的影响上，较少研究员工持股与宏微观因素之间的关系。本文将员工持股计划与企业金融化这一微观现象相联系，研究员工持股决策对企业金融化的影响，一定程度上丰富了与员工持股计划相关的研究。

第二，通过对目前的文献进行总结后可以发现，现有关于企业金融化的文献主要集中于企业金融化对宏观经济与微观企业的影响，并探讨何种因素会促进或抑制企业金融化。近年来有极少部分学者开始探讨员工持股计划与企业金融化的关系，并且加入一定的异质性检验和影响机制检验，但相关研究还不是很丰富和完善。本文将通过影响机制检验、异质性检验、对比分析检验和金融资产配置检验探讨员工持股计划如何影响企业金融化，使研究结果更具说服力。

第三，通过相关文献回顾，首先可以在一定程度上了解员工持股计划与企业金融化的相关关系，发现企业实施员工持股计划对企业金融化具有一定的抑制作用，从而缓解实体企业“脱实向虚”的问题。其次，相关研究发现员工持股计划与企业金融化的作用机制，包括员工信赖、代理成本、内部控制等途径，补充和丰富了相关研究的广度和深度。最后分析在产权性质、融资约束等异质性特征的影响下，员工持股计划对企业金融化的作用，为不同行业、不同规模的企业实施员工持股计划提供借鉴意义，使其在抑制金融化程度上发挥关键作用。

3.理论分析与研究假设

3.1 员工持股计划的理论基础

本文分析员工持股计划所运用的理论主要包括双因素理论、人力资本理论、委托代理理论和信号传递理论。基于下述所提出的各种理论，研究假设的提出、实证结果的检验以及进一步分析都将围绕此展开。

3.1.1 双因素理论

双因素概念最早是由凯尔索提出来的，他是美国的政治经济学家、投资者和律师。20 世纪 30 年代，美国经济出现大萧条现象，针对此现象，凯尔索开始思考从何处着手以改良资本主义问题。直到 1956 年，凯尔索在为人解决退休问题的过程中勾勒出了员工持股计划的模型，并深刻意识到资本主义虽然能够在经济效率上发挥很大功用，但却无法实现经济公平（黄群慧等，2014）。双因素理论主要是指生产要素只有两种，即与技术相关的资本与劳动，资本与劳动在企业价值创造过程中发挥着重要作用（Kelso and Kelso, 1967）。后来随着经济工业化的发展，这两种关键性生产要素的作用和地位发生转变，资本要素的作用变得越来越重要，甚至已经远远超过劳动要素（徐慧婷，2018）。这时，如果劳动者还是只能凭借劳动来获得日常收入的话，那么会加剧劳动者与资本家之间的矛盾，使得资本所有者在资源分配过程中越来越占据主导地位。在正常有序的社会进程中，人们有权通过劳动和资本同时获得收入，员工持股应运而生（李晓亮，2002）。员工持股计划来源于凯尔索的理论思想，即扩大资本所有权。他认为员工持股计划不会影响原来的投资者的权益，将现有的股东财富重新打乱并进行分配，建立一种全新的、资本主义的所有权分配机制，劳动者在获得一般劳动性收入的同时也能获得资本性收

入（朱鸿，2006），缓和管理层与员工在决策和劳动方面的冲突矛盾，企业不用再向员工支付高额工资，释放新的资本性来源，让员工更加积极向上的面对工作，提高员工生产效率。

3.1.2 人力资本理论

人力资源的观念起源于 18 世纪，亚当·斯密在《国富论》中第一次谈及人的能力这个概念，并提出与其他资本相比较而言，人的才能也是不可或缺的创造价值的重要手段（葛平助，2021）。后来，慢慢有许多学者开始注意并研究与人力资本相关的理论，其最早出现于经济学领域，是由美国经济学家贝克尔和舒尔茨提出的。自 1960 年以来，贝克尔和舒尔茨基于人类的发展潜力与生产能力的视角，提出了到现在都为人所熟知的人力资本理论，该理论将人力资本从资本大类中剥离出来（陈俊鹰，2014），不同于亚当·斯密，在其中肯定了人力资本在经济发展和历史进程中的关键性作用，对社会经济、对人类发展都产生了极其深远与伟大的意义。该理论首先解释了物质资本的概念，物质资本主要包括有货币资金、建筑厂房、企业土地、生产机器等；而人力资本则是从人本身出发，肯定了人的生存价值与意义，表现为人身上所展现的各种学术背景、生产能力、知识技能以及身体情况的加总（Zhu, 2006; 孙娟，2020）。从这个理论中我们可以认为在当今社会，经济发展迅猛，并且随着知识经济时代的到来，人力资本已逐渐成为生产生活中最重要、最不可替代的资源，人力资本将成为未来经济发展的引擎（杨赓炜，2018）。员工持股计划本质属于一种长期激励机制，覆盖面广，不局限于管理层，并且参与成本低，风险可控（刘军，2014）。员工持股计划的实施能够在全公司范围内营造良好的学习与研究氛围，它将企业利益、股东权益、管理层意愿以及其余员工的个人利益紧密结合在一起，提高员工生产积极性，提升创新效率，从而促进企业长期、持续、健康发展。

3.1.3 委托代理理论

委托代理理论体现着管理和契约理论的本质，是现代企业理论的重要组

成部分。在过去的几十年间，委托代理理论不断发展和完善，至今已经逐步成为契约关系理论的重要发展之一。该理论可以用于研究委托人与代理人之间的关系，分析二者的行为规则（柯苏珊，2019）。当企业经营权和所有权相分离以后，这个理论才有了存在的价值和意义。当委托人和代理人之间出现这些情况，比如无法及时获取有效信息以及二者的利益无法达成一致时，该理论可以用来研究委托人与代理人之间因这种情况而出现的矛盾与冲突（Laffont and Martimort, 2009）。自企业的经营权和所有权分离以来，主要出现以下两类代理问题：股东与管理层、控股股东与中小股东（左晶晶等，2013）。在现代股份制企业中，由于两权分离，股东无法直接参与企业的经营管理，而是委托职业经理人对企业进行管理（肖虹，2020），但是管理层有着自身的利益追求和业绩压力，往往与股东利益不符，很大程度上会忽视股东利益诉求，进而引发管理层与股东之间的冲突。进入到知识经济时代，非管理层员工尤其是核心员工的作用像管理层一样具有创造性和丰富性，激励的成本要远远低于监督的成本。股权激励能够有效降低股东与管理层之间的代理成本，与股权激励不同，员工持股计划一方面可以抑制管理层的道德风险与逆向选择，另一方面使非管理层持股员工对管理层决策形成监督效应，双向降低代理成本，使管理层、普通员工与所在公司有相对一致的利益诉求（章卫东等，2016）。

3.1.4 信号传递理论

信号传递理论最早由美国经济学家迈克尔·斯宾塞提出的，该理论描绘的是信号传递一方选择是否或如何传递企业发展情况的信号，而信号接收一方则可以利用信号传递方所透露的信息进行相应的投资活动（高莉莉，2020）。该理论产生的前提是信息的不对称、不充分。在古典经济学理论中，信息是完全对称和充分的。然而在现实的社会进程中，信息往往是不对称、不充分的，因此信号传递有了存在的必要。信号传递理论是指在企业内外部信息不对称的情况下，企业可以利用重大行为决策和资本模型的选择向股东、债权人、政府、供应商以及个人投资者等传递企业目前的经营状况和未来的发展方向（Connelly et al, 2015）。通常，信号传递理论预期未来盈利能力强、发

展能力强的公司，往往能够吸引更多的外部投资者（杨媚媚，2015）。一般认为能够达成信号传递目的的是相关股利政策的实施，但从广义上来讲又不仅局限于股利政策。员工持股计划作为企业的一项战略决策，体现着企业目前的发展状况。基于公司自主决定、员工自愿参加的特点，员工持股计划能够形成一种新型的利益共享机制，而外界对于能够实施员工持股计划的企业一般是看好的，企业可以通过发布决定实施此项计划的公告向债权人、政府等外部投资者传递企业资金充足、有序发展的良好信号（吕燕仙，2021）。

3.2 企业金融化的理论基础

3.2.1 逐利效应

逐利效应表现为纯粹的投机行为以追求高回报和高利润，这往往发生在那些企业定位不明确、发展战略过于激进且频繁变动的企业上（张文中，2004）。我国目前正面临关键的转型时刻，经济发展从追求快速转向追求高质，资本市场竞争环境日益激烈，政府有关部门出具的宏观经济政策的不确定性在逐步增加，银行信用贷款政策也在不断收紧，大部分企业都想寻找便捷途径、利用寻租机会获得超额利润。与此同时，随着市场经济的发展和金融市场的成熟，金融因素逐渐往非金融企业的生产活动和人们的生活习惯中渗透（张金朵和张中华，2021），主要表现在企业获取利润的方式发生转变以及企业配置越来越多的金融资产这两个方面。金融本身的暴利性和高周转性会吸引大量投机者，进而放弃原有的产业投资（张文中，2004）。在趋利动机的推动下，企业违背原有的生产经营准则，将大部分资金与资产用于金融投机以获得超额回报率，产生逐利效应。邓路等（2020）指出当企业因为投机性动机持有更多金融资产的时候，会影响企业主营业务的正常周转，降低实体投资能力，损害企业的长远高效发展。

3.2.2 蓄水池效应

蓄水池效应表现为基于满足企业日常生产经营和投资理财需要而进行的

投机性活动，往往出现在那些企业日常现金流量无法满足自身发展需要或者存在闲置资金且不受生产经营项目资金制约的企业上（张文中，2004）。资金是保障企业生产经营活动正常开展的必要条件。当企业周转资金不足甚至是短缺的时候，同时也不能及时筹措生产经营所必需的资金，这时企业就不能按时完成生产原材料的购买，同时就会出现停工、停产等状态，短期内会降低企业的偿债能力，从而无法及时清偿所欠资金，损害企业信誉；长此以往，企业就无法实现预期目标和投资效益，进而让企业陷入经营困难和无法维系的境地。企业在日常生产经营过程中不能时常保持足够的现金流，很容易面临资金紧缺的局面，而企业一般都面临或强或弱的融资约束，基本的融资需求无法得到满足，从而产生对企业金融化的需要（于强，2022）。非金融企业具有预防性动机，通过投资金融资产来缓解短期融资约束，解决临时出现的资金运转不畅通的问题，产生蓄水池效应。邓路等（2020）也认为，企业配置适当的金融资产能够降低融资成本，稳定企业收益，从而有助于激发公司发展潜力。

3.3 员工持股计划与企业金融化关系假设

员工持股计划自 1984 年的初步探索，到 1993 年的发文制止，再到 2014 年的重新开启，期间几经波折，不断规范与突破。2014 年 6 月，证监会为回应国务院提出的若干意见，针对上市公司试点员工持股计划提出指导意见，该意见明确指出期望上市企业积极发挥员工持股计划对公司治理的良好效应，改善公司治理水平，提高职工凝聚力和公司竞争力（朱大明和孙慧，2016）。同时该意见也针对参与对象、资金来源和管理模式等做出了具体规范，参与对象是包括管理层在内的公司员工，所需资金可借助自筹资金和合法薪酬等，管理模式分为自行管理和委托管理（朱忆琳，2019）。随后 2018 年发布相关回购股份意见，2019 年发布专项行动方案，随着时间的推移，越来越多的学者意识到员工持股计划是协调员工与股东利益、激励员工的重要手段（章卫东等，2016；孟庆斌等，2019），甚至可以形成企业的一个竞争优势（Fonti，2022）。

自 2015 年以来，我国沪深 A 股上市非金融企业持有金融资产的平均份额

在逐年提高，意味着我国企业金融化现象在逐步加深。通过规范研究发现，国内外学者十分关注企业金融化对经济发展的影响。王红建等（2017）指出企业金融化的具体表现就是配置更多的金融资产，并且占比越高，说明企业金融化现象越严重。同时，正确看待金融资产的双重属性是研究企业金融化现象的重要途径。金融资产是一把双刃剑，它既是一种流动性贮藏工具，也是一种闲置资产投资机会（彭俞超等，2018）。

近年来，部分学者开始研究员工持股计划与企业金融化的关系，得出的结论较为一致。他们认为实施员工持股计划能够积极发挥治理效应，影响企业金融化行为（任灿灿等，2021；于强，2022；姜云轩，2022）。

根据逐利效应理论，产生企业金融化的原因之一是逐利倾向的投机性动机（余怒涛等，2021）。企业金融化活动一般是由管理层组织推动的，普通员工的意见并不能对此决策起建设性作用。员工持股计划的实施主体面向广大员工，覆盖董事、监事、高级管理人员、其他核心人员以及需要激励的其他员工（孟庆斌等，2019），基于双因素理论，企业实施员工持股计划以后持股员工不仅能获得基本的劳动收入，还能通过资本获得部分利益，如此一来可以让持股员工与公司利益绑定在一起，实现利益的共同分享（张望军等，2016），提高持股员工的创造积极性，使得管理层与非管理层持股员工更加重视企业的长远效益，减少管理层因自身利益而损害公司利益的短视化投机行为。同时，实施员工持股计划可以改善企业经营情况，并在短期内提升企业的价值（孙即等，2017）。当企业选择实施员工持股计划以后，管理层的自我约束和经营业绩的改善可以抑制企业的逐利需求，从而减少影响企业正常生产经营的金融化行为。

根据蓄水池效应理论，另一个产生企业金融化的原因是融资储蓄倾向的预防性动机（余怒涛等，2021）。企业金融化是一个偏重资本运作配置方式的复杂过程，需要改变企业原有的现金流和资源配置，在一定程度上会影响企业正常的生产经营活动。通常来讲，企业都面临或强或弱的融资约束。一方面，员工持股计划的出资方式包括非杠杆型的员工自筹资金和杠杆型的第三方机构融资（孟庆斌等，2019），观察员工持股计划中资金及股票来源的设计，资金九成以上来源于员工薪酬及自筹资金，由此企业可以有效利用员工的薪酬支出，缓解企业内部融资压力；另一方面，基于信号传递理论，员工持股

计划的实施是在向资本市场和外部投资者传递利好信息，在计划公布后的短时间内，投资者可以获得超额收益（孙即等，2017），树立企业良好形象，增强企业的对外声誉，从而缓解外部融资压力。当企业选择实施员工持股计划以后，可以缓解企业的内外部融资压力，进而可以抑制企业的储蓄需求，从而降低企业的金融化水平。

综上所述，员工持股计划可以抑制企业金融化活动。总结上文所提及的文献综述与理论分析，提出本文的基本假设：在其他条件不变时，员工持股计划的实施会降低企业金融化水平。

4.研究设计

经上述文献梳理与理论分析，本文选择同时控制年度和行业的多元回归模型，选取 2015 年至 2021 年沪深 A 股上市公司经验数据实证检验员工持股计划和企业金融化之间的关系，并进行了相应的内生性检验和其他稳健性检验。

4.1 样本与数据

为研究员工持股计划对企业金融化的影响，本文选取 2015 年至 2021 年间的沪深 A 股上市公司经验数据作为初始样本。由于我国在 2014 年 6 月才发布与员工持股计划相关的指导意见，考虑到 2014 年下半年刚开始实施并且数据不完整，为保证数据的连续性和对比性，故本文以 2015 年的年报数据为起点进行统计。

员工持股计划数据来自于 Wind 数据库并经手工整理获得，企业金融化数据和其余财务数据来自于 CSMAR 数据库，然后通过 Excel 和 Stata 软件进行样本的筛选和数据的处理，处理过程中可能会遇到数据缺失情况，因此本文统一采取了以下的处理方式：

第一，剔除金融、保险行业上市公司经验数据，金融、保险行业的财务报告从结构上、规模上以及原理上与大多数企业不具有可比性，从统计意义上讲，为得到比较好的结果，一般会排除这种因素对大样本的干扰；

第二，剔除退市等经营不当的企业；

第三，剔除样本期间数据不完整的公司。

经过初步处理后，本文共得到 7 年共 22816 个非平衡面板数据组。紧接着，本文对所有连续变量在 1%和 99%分位点上进行了缩尾处理，以消除异常值对回归的不利影响。

4.2 变量定义

本部分依次对被解释变量、解释变量以及控制变量的设定进行了详细的描述，为模型构建以及描述性分析奠定基础。

表 1 变量定义

类型	名称	符号	定义
被解释变量	企业金融化	Fin	金融资产/期末总资产
解释变量	员工持股计划	Esop	虚拟变量，如果企业当年开始实施或者正在实施员工持股计划，取值为 1，否则为 0。
控制变量	企业规模	Size	公司年末总资产的自然对数
	总资产净利润率	Roa	净利润/总资产
	财务风险	Lev	总负债/总资产
	公司年龄	Firmage	公司上市年数加 1 后取自然对数
	企业成长性	Tq	企业托宾 Q 值
	产权性质	Soe	当企业为国企取 1，否则为 0
	独立性	Ind	独董人数/董事会人数
	董事会规模	Board	董事会人数
	控股股东持股比例	Top1	第一大股东持股比例
	两职合一	Dua	当两职合一时取 1，否则为 0
	年度虚拟变量	Year	年度固定效应
	行业虚拟变量	Industry	行业固定效应

4.2.1 被解释变量

经过历年的发展与学者的研究，企业金融化有诸多不同的解释。阿瑞吉在 1994 年出版的《漫长的 20 世纪》中把金融化定义为一种积累模式，相较于以往的贸易与生产渠道，利润主要通过金融渠道产生。刘笃池等（2016）认为，企业实施金融化的动机来自于持有现金流、实现资本运作以及追逐利益，体现为大量配置金融资产。王红建等（2017）认为企业金融化具体体现在金融资产占比上，如果占比越高，说明企业金融化现象越严重。

因此，本文参考杜勇等（2017）、李文然（2022）的做法，并根据资产负

债表中的细分科目来衡量企业的金融化水平，其中金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、短期投资净额、买入返售金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资和投资性房地产。考虑到 2018 年起金融工具会计准则的修订，为保证数据的一致性，对于“可供出售金融资产”和“持有至到期投资”数据缺失的企业，“债权投资”替代“持有至到期投资”，而“其他债权投资”和“其他权益工具投资”的合计替代“可供出售金融资产”。

本文对金融资产的定义有别于企业会计准则中对于金融资产的界定，是在其基础上加以改良的，以更好、更全面的反映企业的金融化水平。其中主要有以下两点不同：一是企业金融化指标的计算没有包含货币资金和应收款项类。因为这类金融资产主要是服务于企业的日常生产经营活动，并不能给企业带来资本性增值，故将其剔除。二是将投资性房地产纳入金融资产的计算范围。纵观目前我国房地产行业的发展现状，其迅猛发展与扩张使得企业持有投资性房地产的目的不再是简单的获取租金收入，而更多的是通过此项投资行为实现资本增值，这与本文所提到的企业金融化内涵相符，故将其包括在内。

4.2.2 解释变量

员工持股计划（Esop）的衡量方式比较单一，大部分文献采用虚拟变量来衡量企业实施员工持股计划的情况。本文参考孟庆斌等（2019）的做法，如果企业当年实施或存在员工持股计划，取值为 1，否则取 0。由于企业是否实施员工持股计划无法直接从数据库中获取，所以首先通过 Wind 数据库下载上市企业员工持股计划实施情况表，依据实施进度和存续期手工统计并整理开始实施和正在实施员工持股计划的企业。

4.2.3 控制变量

参照任灿灿等（2021）、于强（2022）以及姜云轩（2022）的做法，选择企业规模、总资产净利润率、财务风险、公司年龄、公司成长性、产权性质、

独立性、董事会规模、控股股东持股比例以及两职合一作为本文的控制变量。

其中公司性质包括企业规模、公司年龄以及产权性质。企业规模的大小因企业发展类型和发展阶段而异。该指标越大，企业的发展项目越多，外在的融资压力越大，那么投资于金融资产的动机也就越大；公司年龄的时间越长，企业发展逐渐由盛转衰，可能面临发展瓶颈和资金约束，因此进行金融化活动的可能性越高；当企业性质为国有产权时，获得资源的途径更为广泛，更不可能通过进行金融化活动来融通资金。

财务因素包括总资产净利润率、财务风险和企业成长性。总资产净利润率可以直接展现企业现在以及未来的发展潜力，该指标越高，盈利能力越强，现金流量越充足，企业进行金融化活动的可能性越低；资产负债率是衡量企业长期偿债能力的重要指标。该指标越高，偿债压力越大，企业越没有资金进行金融化活动；目前大部分文献采用托宾 Q 值来衡量企业的成长性。该指标越高，企业的增长潜力越大，企业为逐利而进行金融化活动的可能性越高。

公司治理包括独立性、董事会规模、控股股东持股比例和两职合一。企业独立性越高，企业内部治理结构越完善，越不会过度金融化；企业董事会规模越强大，各决策方相互牵制，投资于金融资产的动机越小；当控股股东的持股比例越高，其话语权与决策权越大，进而更能影响企业的金融化决策；当企业董事长和总经理兼职时，公司治理水平越低，监督机制越不完善，参与金融化活动的可能性越高。

4.3 模型设计

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Esop_{i,t} + \sum Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

参考任灿灿等（2021）的做法，本文采用同时控制年度和行业的多元回归模型（1）检验员工持股计划与企业金融化的关系。

其中 $Esop$ 代表是否实施员工持股计划， Fin 指的是企业金融化程度，如果基本假设成立，则 $Esop$ 的系数应显著为负，说明企业实施员工持股计划后能够降低企业金融化水平。

5.实证结果分析

5.1 描述性统计

表 2 研究相关变量的描述性统计

变量	N	mean	p50	sd	min	max
Fin	22816	0.0539	0.0160	0.0901	0.0000	0.4828
Esop	22816	0.1264	0	0.3324	0	1
Size	22816	22.2479	22.0627	1.2986	19.8947	26.3153
Roa	22816	0.0359	0.0392	0.0736	-0.3538	0.2041
Lev	22816	0.4123	0.4016	0.2036	0.0586	0.9235
Firmage	22816	2.0419	2.1972	0.9714	0.0000	3.3322
Tq	22816	2.1472	1.6707	1.4863	0.8474	9.7945
Soe	22816	0.3280	0	0.4695	0	1
Ind	22816	0.3780	0.3636	0.0537	0.3333	0.5714
Board	22816	8.3894	9	1.6020	5	14
Top1	22816	0.2144	0.1806	0.1748	0.0014	0.6737
Dua	22816	0.3092	0	0.4622	0	1

表 2 报告了被解释变量与解释变量以及控制变量的描述性统计结果。从表中可以看出，企业金融化的误差程度的平均值为 0.0901，最小值为 0，最大值为 0.4828，这表明我国企业金融化程度大有不同，差异化大。此外，员工持股计划的平均值为 0.1264，标准差为 0.3324，中位数为 0，表明我国沪深 A 股上市企业实施员工持股计划的较少，大多数企业还处于观望状态。产权性质的均值为 0.3280，标准差为 0.4695，整体而言我国上市国有公司较少，非国有企业占据大头。两职合一的均值为 0.3092，误差程度为 0.4622，表明董事长和总经理不兼职的企业较多，公司治理结构比较完善。

5.2 相关性分析

表 3 全样本相关性分析

	(Fin)	(Esop)	(Size)	(Roa)	(Lev)	(Firmage)
Fin	1					
Esop	-0.037***	1				
Size	-0.067***	0.082***	1			
Roa	0.059***	0.009	0.010	1		
Lev	-0.188***	0.013*	0.495***	-0.369***	1	
Firmage	0.005	0.065***	0.432***	-0.230***	0.366***	1
Tq	0.048***	-0.002	-0.381***	0.089***	-0.221***	-0.009
Soe	-0.041***	-0.143***	0.372***	-0.067***	0.274***	0.498***
Ind	0.024***	0.005	-0.012*	-0.023***	0.001	-0.014**
Board	-0.058***	-0.025***	0.284***	0.010	0.137***	0.160***
Top1	-0.003	-0.009	0.366***	-0.049***	0.227***	0.498***
Dua	0.041***	0.027***	-0.195***	0.047***	-0.138***	-0.263***

	(Tq)	(Soe)	(Ind)	(Board)	(Top1)	(Dua)
Tq	1					
Soe	-0.094***	1				
Ind	0.042***	-0.034***	1			
Board	-0.116***	0.251***	-0.552***	1		
Top1	0.013*	0.395***	-0.001	0.129***	1	
Dua	0.064***	-0.282***	0.104***	-0.177***	-0.208***	1

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

表 3 主要报告了因变量、自变量以及控制变量的相关性分析结果，其中可以看出大部分变量在 1%的水平上具有显著的相关性。特别是，Fin 和 Esop 之间存在显著的负相关关系，这表明上市公司实施员工持股计划后，越能抑制企业的金融化程度，这就初步表明基本假设成立的可能性很大。另外通过观察控制变量的显著性，发现其在较高的置信区间下是基本显著的，表明目前这些控制变量是合适的，可以加进模型设计里面。最后，从上表中可以看到各变量之间的相关性系数整体不大，同时通过 VIF 检验得出 VIF 值整体小于 5，说明共线性问题较小，不存在严重的多重共线性问题。

5.3 组间差异检验

表 4 组间差异检验结果

变量	未实施 Esop	均值	实施 Esop	均值	差异
Fin	19931	0.055	2885	0.045	0.010***
Size	19931	22.207	2885	22.528	-0.321***
Roa	19931	0.036	2885	0.038	-0.002
Lev	19931	0.411	2885	0.419	-0.008*
Firmage	19931	2.018	2885	2.207	-0.189***
Tq	19931	2.148	2885	2.139	0.009
Soe	19931	0.353	2885	0.152	0.201***
Ind	19931	0.378	2885	0.379	-0.001
Board	19931	8.405	2885	8.283	0.122***
Top1	19931	0.215	2885	0.210	0.005
Dua	19931	0.304	2885	0.342	-0.038***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

表 4 报告了主要变量的组间差异检验结果，按照是否实施员工持股计划分为未实施 Esop 组和实施 Esop 组，大多数变量之间存在显著的组间差异。在未实施 Esop 组中，企业金融化的均值为 0.055，在实施 Esop 组中，企业金融化的均值为 0.045，两者的差异为 0.010，且在 1%的水平上显著，组间差异的结果初步表明在未实施 Esop 组和实施 Esop 组中，企业金融化存在显著的差异。

5.4 基本回归

表 5 员工持股计划与企业金融化的回归结果

变量	(1) Fin	(2) Fin
Esop	-0.0075*** (-5.32)	-0.0087*** (-6.03)
Size		0.0008 (1.34)
Roa		-0.0005 (-0.05)
Lev		-0.1097*** (-27.49)
Firmage		0.0064*** (7.06)
Tq		0.0009 (1.57)
Soe		-0.0044*** (-2.86)
Ind		0.0039 (0.32)
Board		-0.0012*** (-2.82)
Top1		0.0027 (0.71)
Dua		0.0039*** (2.87)
常数项	0.0283*** (5.97)	0.0467*** (3.23)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	22816	22816
R2	0.087	0.139
adj. R2	0.086	0.137

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

表 5 显示，无论是否对其他可能影响企业金融化程度的变量进行控制，Esop 的回归系数始终在 1%的显著性水平下为负。换言之，当上市公司选择实施员工持股计划时，会降低企业的金融化水平。具体而言企业是否实施员工持股计划是影响企业金融化水平的重要因素，员工持股计划的实施作为企业进行金融化活动的重要指向，实施员工持股计划可以在一定程度上抑制

企业的金融化程度，从而验证了本文的基本假设。另外，表 5 的回归结果显示财务风险、产权性质和董事会人数对企业金融化程度产生显著的负面影响。

5.5 稳健性检验

为保证上述多元回归检验结果的有效性和可靠性，本文采用一系列的内生性检验方法提高实证结果的稳健性。参照以往文献的惯用做法，针对内生性问题以及其他可能存在的问题进行稳健性检验。从所有内生性和其他稳健性检验结果来看，得出的结果都和原有结论是一样的，进一步提高了前述实证结果的真实性。

5.5.1 内生性检验

根据基本的回归结果表明，实施员工持股计划能够抑制企业金融化程度，但是也可能是非金融企业更不愿进行金融活动，故存在内生性问题。本文尝试采用以下四种方法缓解该问题。

首先，PSM 倾向得分匹配法。实施员工持股计划的企业固然能够降低企业金融化水平，但是也可能是因为企业原本金融化水平就比较低，所以会使得研究存在样本选择偏差问题。因此即使观察到实施员工持股计划的企业金融化水平更低，也无法判断这种差异是否来源于企业实施员工持股计划。所以本文打算用 PSM 倾向得分匹配法来控制这种样本自选择问题，主要做法是分为实验组和控制组，将当年实施或正在实施员工持股计划的企业作为实验组，找到与存在员工持股计划的企业尽可能相似的不存在员工持股计划的企业作为控制组，比较实验组与控制组对于企业金融化的影响差异，从而判断员工持股计划的实施对企业金融化的影响。

参照王铭榕（2017）的做法，本文首先通过 Logit 模型估计每家企业的倾向得分值，将这个得分值作为匹配标准进行相应的匹配。如表 6 显示，着重观察匹配后的结果，可以看出匹配后的标准化偏差基本上都小于 6%，同时匹配后的 t 检验结果显示实验组与控制组的差异大部分不显著，表明平行假设得到满足。

表 6 协变量匹配前后差异对比

变量	样本	均值		标准化偏差（%）	t 检验	
		实验组	控制组		t 值	P 值
Size	匹配前	22.528	22.207	26.0	12.43	0.000
	匹配后	22.527	22.433	7.6	2.93	0.003
Roa	匹配前	0.03765	0.03565	2.7	1.36	0.174
	匹配后	0.03764	0.03622	1.9	0.74	0.458
Lev	匹配前	0.41924	0.41133	4.1	1.95	0.051
	匹配后	0.41915	0.41268	3.3	1.29	0.198
Firmage	匹配前	2.2072	2.0179	22.6	9.80	0.000
	匹配后	2.2068	2.1906	1.9	0.87	0.385
Tq	匹配前	2.1395	2.1483	-0.6	-0.30	0.766
	匹配后	2.1396	2.2015	-4.4	-1.61	0.109
Soe	匹配前	0.15217	0.35347	-47.6	-21.75	0.000
	匹配后	0.15222	0.13419	4.3	1.95	0.051
Ind	匹配前	0.37872	0.37791	1.5	0.76	0.450
	匹配后	0.37872	0.37825	0.9	0.33	0.741
Board	匹配前	8.2832	8.4047	-7.9	-3.81	0.000
	匹配后	8.2833	8.2236	3.9	1.50	0.133
Top1	匹配前	0.21043	0.21493	-2.7	-1.29	0.196
	匹配后	0.21043	0.20819	1.3	0.54	0.591
Dua	匹配前	0.34246	0.3044	8.1	4.14	0.000
	匹配后	0.34258	0.33773	1.0	0.39	0.697

然后分析两组企业金融化程度的差异，倾向得分匹配法用 ATT 值表示。采用 Logit 模型匹配到的 ATT 值如表 7 所示。从表 7 可以看出，匹配前实施员工持股计划的企业金融化水平和匹配后实施员工持股计划的企业金融化水平的差异均显著。因此，对总体样本而言，实施员工持股计划会显著抑制企业的金融化程度。

表 7 总体样本匹配前后的 ATT 值

样本	状态	实施 Esop	控制组	ATT	标准差	t 值
总样本	匹配前	0.0413	0.0512	-0.0099	0.0019	-5.33***
	匹配后	0.0413	0.0540	-0.0127	0.0025	-5.10***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

对匹配后的控制组和实验组按照模型（1）进行回归，结果如表 8 所示。无论是否控制其余影响企业金融化的变量，Fin 与 Esop 在 1%的显著性水平下负相关，表明员工持股计划的实施能显著抑制企业金融化水平。

表 8 匹配后回归结果

变量	(1) Fin	(2) Fin
Esop	-0.0073*** (-3.29)	-0.0064*** (-2.99)
Size		0.0002 (0.17)
Roa		0.0197 (1.04)
Lev		-0.1031*** (-12.29)
Firmage		0.0080*** (3.45)
Tq		-0.0000 (-0.04)
Soe		-0.0056 (-1.56)
Ind		0.0573** (2.35)
Board		0.0008 (0.77)
Top1		0.0017 (0.23)
Dua		0.0049** (2.05)
常数项	0.0357*** (3.68)	0.0179 (0.56)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	4980	4980
R2	0.099	0.149
adj. R2	0.095	0.143

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

通过倾向得分匹配法得出的结果缓解了员工持股计划与企业金融化之间的样本选择偏差问题，从而支持了基本假设的推断。

其次，工具变量法。参照孟庆斌（2019）、邓健平（2022）的做法，打算选择与企业同省份、同年度但不同行业的公司实施员工持股计划的均值 Esop_mean 作为工具变量，并通过两阶段最小二乘法（2SLS）进行回归。工具变量的选取要同时满足相关性和外生性的要求，一方面，由于同属一个年度并且处于同一省份，在时间和空间上都相近，同省份同年度上市公司应用

某项政策可能会影响其他公司的决策行为，符合相关性要求；另一方面，不同行业间的企业金融化水平存在一定差异，且该指标是通过原有的解释变量综合计算得出的，使得其与随机扰动项是不相关的，符合外生性要求，故该工具变量法成立。

如表 9 所示，列（1）、列（2）分别表示第一阶段和第二阶段的回归结果。从列（1）中可以看出工具变量（Esop_mean）与员工持股计划呈正相关关系，说明同省份同年度但不同行业之间的企业实施员工持股计划会对其他企业是否实施员工持股决策产生正向影响，同时第一阶段的 F 值为 58.42，超过了 10% 偏误水平下的临界值，表明该工具变量不是弱工具变量。第（2）列为第二阶段的回归结果，在考虑可能存在样本选择偏差、互为因果、遗漏变量等问题后，员工持股计划与企业金融化在 1% 的水平下显著负相关，从而验证了本文的基本假设。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/746110130021010031>