

附录

正文未报告部分

1. 变量的定义

表1: 变量定义

变量名称	符号	变量的定义
公司金融化	<i>FINRATIO</i>	(交易性金融资产+衍生金融资产+发放贷款及垫款净额+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+投资性房地产净额)/资产总计
CEO 金融背景	<i>CEOFIN</i>	若 CEO 具有金融背景则记为 1, 否则记为 0
CEO 银行背景	<i>BCEOFIN</i>	若 CEO 只具有银行背景则记为 1, 否则记为 0
CEO 非银行金融背景	<i>NCEOFIN</i>	若只具有非银行金融背景记为 1, 否则记为 0
产权性质	<i>STATE</i>	产权性质为国有记为 1, 否则记为 0
资产负债率	<i>LEV</i>	负债总额/资产总额
高管持股比例	<i>SR</i>	高管持股占总股数的比例
董事会规模	<i>BOARD</i>	Ln(董事会人数)
成长性	<i>GROWTH</i>	以托宾 Q 值作为衡量指标
盈利能力	<i>GP</i>	以营业毛利率作为衡量指标
资产结构	<i>AS</i>	以流动资产比率作为衡量标准
企业规模	<i>SIZE</i>	Ln(资产总额)
性别	<i>SEX</i>	如果 CEO 性别为男则记为 1, 否则记为 0
年龄	<i>AGE</i>	以 CEO 的实际年龄衡量
CEO 海外经历	<i>OVERSEA</i>	若 CEO 具有海外经历则记为 1, 否则记为 0
CEO 政治关联	<i>CEOPC</i>	若 CEO 具有政治关联则记为 1, 否则记为 0
CEO 财务背景	<i>CEOCW</i>	若 CEO 具有财务背景则记为 1, 否则记为 0
行业成长性	<i>Ind_Q</i>	各年度、行业的托宾 Q 的中位数

资料来源: 作者整理。

2. 变量的描述性统计结果

表2: 描述性统计

<i>variable</i>	<i>N</i>	<i>mean</i>	<i>sd</i>	<i>min</i>	<i>p50</i>	<i>max</i>
<i>FINRATIO</i>	15445	0.0248	0.0563	0.0000	0.0018	0.3312
<i>CEOFIN</i>	15445	0.0463	0.2101	0.0000	0.0000	1.0000
<i>BCEOFIN</i>	15445	0.0111	0.1046	0.0000	0.0000	1.0000
<i>NCEOFIN</i>	15445	0.0318	0.1754	0.0000	0.0000	1.0000
<i>STATE</i>	15445	0.3983	0.4896	0.0000	0.0000	1.0000
<i>LEV</i>	15445	0.4205	0.2174	0.0436	0.4107	0.9640
<i>SR</i>	15445	35.4563	14.9264	8.8900	33.6900	74.3000
<i>OBOARD</i>	15445	2.1579	0.1980	1.6094	2.1972	2.7081
<i>GROWTH</i>	15445	2.9018	2.1731	0.9252	2.2059	13.7611
<i>GP</i>	15445	0.2778	0.1741	-0.0158	0.2421	0.8195
<i>AS</i>	15445	0.5655	0.2095	0.0873	0.5838	0.9595
<i>SIZE</i>	15445	21.7911	1.2149	19.2391	21.6384	25.5629
<i>SEX</i>	15445	0.9432	0.2316	0.0000	1.0000	1.0000

<i>AGE</i>	15445	48.5482	6.2707	33.0000	48.0000	65.0000
<i>OVERSEA</i>	15445	0.0618	0.2407	0.0000	0.0000	1.0000
<i>CEOPC</i>	15445	0.1946	0.3959	0.0000	0.0000	1.0000
<i>CEOCW</i>	15445	0.0152	0.1222	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Ind Q</i>	15445	2.4240	0.9343	1.1825	2.2160	9.8248

资料来源: 作者计算。

3. 主要变量的相关性分析

表 3: 主要变量相关性分析

	<i>FINRATIO</i>	<i>CEOFIN</i>	<i>BCEOFIN</i>	<i>NCEOFIN</i>
<i>FINRATIO</i>	1.0000	0.0522*** [0.0000]	-0.0012 [0.8835]	0.0629*** [0.0000]
<i>CEOFIN</i>	0.0716*** [0.0000]	1.0000	0.4803*** [0.0000]	0.8225*** [0.0000]
<i>BCEOFIN</i>	0.0209*** [0.0096]	0.4803*** [0.0000]	1.0000	-0.0192** [0.0172]
<i>NCEOFIN</i>	0.0750*** [0.0000]	0.8225*** [0.0000]	-0.0192** [0.0172]	1.0000

注: 方括号中为p值; 下半部分代表Pearson系数, 上半部分是Spearman系数; *, **, ***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著。

资料来源: 作者计算。

4. 金融背景分类系数差异

表 4: 金融背景分类系数差异

	(1)	(2)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>BCEOFIN</i>	0.0074* (1.7885)	0.0089** (2.1738)
<i>NCEOFIN</i>	0.0184*** (7.4068)	0.0178*** (7.2683)
<i>_cons</i>	0.0216*** (5.9570)	0.1165*** (10.0670)
<i>CVs</i>	是	是
系数差异 (<i>P value</i>)	5.22** (0.0223)	3.52* (0.0605)

注: *, **, ***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著, *CVs*代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

5. 中介效应 Sobel 检验

表 5: 过度自信路径检验结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>FINRATIO</i>	<i>CON</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0141*** (6.8831)	0.1103*** (5.9396)	0.0137*** (6.6685)
<i>CON</i>			0.0039*** (4.4085)
<i>_cons</i>	0.1174*** (10.1324)	2.4173*** (23.0568)	0.1079*** (9.1620)

CVs	是	是	是
<i>Sobel Z</i>			2.4919**
<i>(P value)</i>			(0.0127)

注: *、**、***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著, CVs代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

表 6: 融资约束路径检验结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FC</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0142*** (6.9439)	-0.0188*** (-5.6463)	0.0131*** (6.4255)
<i>FC</i>			-0.0590*** (-11.9498)
<i>_cons</i>	0.1170*** (10.1144)	-4.8290*** (-257.0502)	-0.1680*** (-6.3433)
CVs	是	是	是
<i>Sobel Z</i>			3.6047***
<i>(P value)</i>			(0.0003)

注: *、**、***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著, CVs代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

6. 稳健性检验结果

(1) 滞后变量

表 7: 滞后解释变量检验结果

	(1)	(2)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFINI</i>	0.0185*** (7.5420)	
<i>BCEOFINI</i>		0.0105** (2.2147)
<i>NCEOFINI</i>		0.0233*** (7.8491)
<i>_cons</i>	0.1046*** (6.9001)	0.1034*** (6.8194)
CVs	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是
<i>Year fe</i>	是	是
<i>F</i>	38.5351	37.8358
<i>r2_a</i>	0.1209	0.1215
<i>N</i>	10921	10921

注: *、**、***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著, CVs代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

表 8: 滞后控制变量检验结果

	(1)	(2)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN1</i>	0.0192*** (7.8174)	
<i>BCEOFIN1</i>		0.0117** (2.4414)
<i>NCEOFIN1</i>		0.0239*** (8.0247)
<i>STATE1</i>	0.0051*** (4.0150)	0.0051*** (3.9926)
<i>SRI</i>	-0.0002*** (-4.9672)	-0.0002*** (-4.9189)
<i>LEVI</i>	-0.0130*** (-4.1297)	-0.0125*** (-3.9861)
<i>GROWTH1</i>	-0.0007* (-1.8445)	-0.0006* (-1.7372)
<i>GPI</i>	0.0086** (2.3107)	0.0088** (2.3592)
<i>ASI</i>	-0.0454*** (-15.0845)	-0.0454*** (-15.1004)
<i>SIZE1</i>	-0.0007 (-1.0931)	-0.0007 (-1.1125)
<i>BOARD1</i>	-0.0186*** (-6.5170)	-0.0185*** (-6.4749)
<i>AGE1</i>	0.0000 (0.5334)	0.0000 (0.5471)
<i>SEXI</i>	0.0013 (0.5817)	0.0012 (0.5276)
<i>CEOCWI</i>	-0.0028 (-0.6340)	-0.0028 (-0.6530)
<i>OVERSEAI</i>	0.0025 (1.1116)	0.0024 (1.0961)
<i>CEOPCI</i>	-0.0047*** (-3.6202)	-0.0046*** (-3.5855)
<i>Ind_Q1</i>	0.0046*** (3.2851)	0.0046*** (3.2701)
<i>_cons</i>	0.0978*** (6.4498)	0.0973*** (6.4161)
<i>Industry fe</i>	是	是
<i>Year fe</i>	是	是
<i>F</i>	37.1674	36.4857
<i>r2_a</i>	0.1170	0.1176
<i>N</i>	10921	10921

注: *、**、***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著。

资料来源: 作者计算。

(2) 工具变量

表 9 是以选取企业与距离企业最近的开设金融财务专业“985、211”高校之间的距离作为 CEO 金融背景的工具变量 (*DISTANCE*) 的第二阶段的回归结果。

表 9: 工具变量检验结果

	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.1855** (2.1679)
<i>STATE</i>	0.0116*** (4.2436)
<i>SR</i>	-0.0001*** (-2.9162)
<i>LEV</i>	-0.0169*** (-4.0016)
<i>GROWTH</i>	-0.0013** (-2.1765)
<i>GP</i>	0.0086* (1.9439)
<i>AS</i>	-0.0488*** (-11.8018)
<i>SIZE</i>	-0.0015** (-2.5000)
<i>BOARD</i>	-0.0144*** (-4.4929)
<i>AGE</i>	0.0001 (1.0567)
<i>SEX</i>	0.0035 (1.2742)
<i>OVERSEA</i>	0.0039* (1.6708)
<i>CEOPC</i>	-0.0082*** (-3.5755)
<i>CEOCW</i>	0.0007 (0.1593)
<i>Ind_Q</i>	0.0019 (1.1537)
<i>_cons</i>	0.0950*** (5.3637)
<i>Industry fe</i>	是
<i>Year fe</i>	是
<i>F</i>	19.4127
<i>r2_a</i>	-0.2751
<i>N</i>	15401

注: *、**、***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著。弱工具变量检验的统计量Kleibergen-Paap rk Wald F的值为30.163通

过了检验。

资料来源: 作者计算。

表 10 是采用 CEO 金融背景的行业和年度均值作为工具变量 (*AVERBCEOFIN* 和 *AVERNCEOFIN*) 的第二阶段的回归结果。

表 10: 工具变量检验结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0738* (1.8460)		
<i>BCEOFIN</i>		-0.0606 (-0.8237)	
<i>NCEOFIN</i>			0.1111** (2.2862)
<i>STATE</i>	0.0086*** (3.2776)	0.0059** (2.2939)	0.0081*** (3.2284)
<i>SR</i>	-0.0001** (-2.1653)	-0.0002** (-2.3450)	-0.0001* (-1.8701)
<i>LEV</i>	-0.0135** (-2.1059)	-0.0106 (-1.6347)	-0.0111* (-1.7540)
<i>GROWTH</i>	-0.0008 (-1.2189)	-0.0004 (-0.6415)	-0.0007 (-1.0773)
<i>GP</i>	0.0092 (1.2012)	0.0105 (1.3384)	0.0108 (1.3897)
<i>AS</i>	-0.0517*** (-8.4749)	-0.0541*** (-8.9864)	-0.0517*** (-8.4948)
<i>SIZE</i>	-0.0014 (-1.4682)	-0.0015 (-1.4334)	-0.0016* (-1.6753)
<i>BOARD</i>	-0.0157*** (-2.8271)	-0.0168*** (-3.0717)	-0.0148*** (-2.6568)
<i>AGE</i>	0.0000 (0.1945)	-0.0001 (-0.3965)	0.0000 (0.3379)
<i>SEX</i>	0.0021 (0.5711)	0.0002 (0.0515)	0.0010 (0.2787)
<i>OVERSEA</i>	0.0021 (0.6149)	0.0006 (0.1709)	0.0018 (0.5521)
<i>CEOPC</i>	-0.0057** (-2.4332)	-0.0036* (-1.6794)	-0.0054** (-2.3094)
<i>CEOCW</i>	0.0015 (0.3546)	0.0023 (0.5288)	0.0012 (0.2993)
<i>Ind_Q</i>	0.0013 (0.8729)	0.0012 (0.8619)	0.0012 (0.7692)
<i>_cons</i>	0.1098*** (4.3320)	0.1241*** (4.7458)	0.1092*** (4.3441)
<i>Industry fe</i>	是	是	是

<i>Year fe</i>	是	是	是
<i>F</i>	10.0165	10.5070	9.7128
<i>r2_a</i>	0.0712	0.1010	0.0360
<i>N</i>	15442	15442	15442

注: *、**、***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著。弱工具变量检验的统计量Cragg-Donald Wald F 的值分别为66.706、56.320、83.450均通过了检验。

资料来源: 作者计算。

(3) PSM

表 11 是采用最近邻匹配 (1:1) 进行匹配的结果。由表 11 的 PanelA 可知, 各变量在匹配后处理组和控制组之间均不存在显著的差异, 并且标准偏差 (*standardizedbias*) 的绝对值大部分都小于 5%, PanelB 的结果显示, 在匹配后各变量已无法对 CEOFIN(企业是否聘请了具有金融背景的 CEO)作出显著的解释力 ($LR\chi^2=16.84, p=1.00$), 未报告的核密度函数图显示匹配后处理组和控制组 PS 值分布基本吻合。综合以上结果, 可以认为匹配效果较好。

表 12 是匹配后的样本回归结果。

表 11: 匹配效果的检验

Panel A						
变量	匹配前后	处理组	控制组	%bias	t 值	p 值
<i>STATE</i>	U	0.3035	0.4029	-20.9	-5.30	0.000
	M	0.3035	0.3203	-3.5	-0.68	0.494
<i>ROA</i>	U	0.0436	0.0482	-0.7	-0.14	0.891
	M	0.0436	0.041	0.4	0.33	0.738
<i>GROWTH</i>	U	3.2151	2.8841	13.4	3.98	0.000
	M	3.2151	3.0499	6.7	1.19	0.236
<i>LEV</i>	U	0.4333	0.4199	6.1	1.61	0.108
	M	0.4333	0.4394	-2.8	-0.53	0.598
<i>SIZE</i>	U	21.688	21.798	-8.7	-2.37	0.018
	M	21.688	21.733	-3.5	-0.66	0.007
<i>Age</i>	U	14.509	13.828	12.1	3.34	0.001
	M	14.509	14.582	-1.3	-0.24	0.807
<i>SEX</i>	U	0.9203	0.9443	-9.6	-2.72	0.007
	M	0.9203	0.9091	4.5	0.76	0.449
<i>BOTH</i>	U	0.3790	0.2536	27.2	7.48	0.000
	M	0.3790	0.3441	7.6	1.38	0.169
<i>AGE</i>	U	47.768	48.589	-12.8	-3.42	0.001
	M	47.768	47.483	4.4	0.82	0.411
<i>OVERSEA</i>	U	0.0462	0.0626	-7.3	-1.78	0.075
	M	0.0462	0.0532	-3.1	-0.61	0.543
<i>CEOPC</i>	U	0.2769	0.1907	20.3	5.63	0.000
	M	0.2769	0.2783	20.5	5.69	0.380
<i>CEOCW</i>	U	0.02244	0.01483	-0.3	-0.06	0.000
	M	0.02244	0.02945	-5.2	-0.83	0.953

Panel B								
<i>Sample</i>	<i>Ps R2</i>	<i>LR Chi2</i>	<i>p>chi2</i>	<i>MeanBias</i>	<i>MedBias</i>	<i>B</i>	<i>R</i>	<i>%Var</i>

<i>Unmatched</i>	0.068	396.34	0.000	9.4	7.3	77.7	0.91	67
<i>Matched</i>	0.009	16.84	0.996	3.5	3.2	21.8	0.97	33

资料来源: 作者计算

表 12: 匹配后基本回归结果

	(1)	(2)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0094** (2.5591)	
<i>BCEOFIN</i>		0.0050 (0.8338)
<i>NCEOFIN</i>		0.0136*** (3.3718)
<i>_cons</i>	0.1009** (2.1058)	0.0964** (2.0052)
<i>CVs</i>	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是
<i>Year fe</i>	是	是
<i>F</i>	5.5200	5.5172
<i>r2_a</i>	0.1123	0.1147
<i>N</i>	1430	1430

注: *, **, *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著, *CVs* 代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

表 13 是采用最近邻匹配 (1:2) 以及核匹配的匹配结果。

表 13: 匹配结果检验

Panel A

<i>Sample</i>	<i>Treated</i>	<i>Controls</i>	<i>Difference</i>	<i>S.E.</i>	<i>T-stat</i>
<i>Unmatched</i>	0.0431	0.0238	0.0193	0.0021	9.03
<i>ATT</i>	0.0431	0.0317	0.0114	0.0035	3.28

Panel B

<i>Sample</i>	<i>Treated</i>	<i>Controls</i>	<i>Difference</i>	<i>S.E.</i>	<i>T-stat</i>
<i>Unmatched</i>	0.0431	0.0238	0.0193	0.0021	9.03
<i>ATT</i>	0.0431	0.0262	0.0169	0.0030	5.64

资料来源: 作者计算。

(4) 替换变量

在本部分中, 为了对金融化进行更全面的描述, 本文引入了企业是否购买金融资产 (*finratio*) 这个哑变量作为企业金融化的替代变量, 即企业是否购买了交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产以及是否存在发放贷款及垫款。另外, 本文还参考张成思 (2016) 的做法, 以非金融企业投资收益、公允价值变动损益以及其他综合收益等金融渠道获利加总占营业利润的比例作为指标来衡量企业金融化 (*finratio1*); 同时为了减少负值带来的结果偏差, 本文对金融渠道获利进行标准化, 即公司金融化程度 (*finratio2*) = (金融渠道获利 - 营业利润) / |营业利润| (张成思, 2016)。

表 14 是替换变量后的回归结果。

表 14: 替换被解释变量检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>finratio</i>	<i>finratio1</i>	<i>finratio2</i>	<i>finratio</i>	<i>finratio1</i>	<i>finratio2</i>
<i>CEOFIN</i>	0.3485*** (3.7353)	0.1257*** (3.3740)	0.1906*** (3.7273)			
<i>BCEOFIN</i>				0.2164 (1.2121)	0.0649 (0.8697)	0.0780 (0.7614)
<i>NCEOFIN</i>				0.3707*** (3.2827)	0.1622*** (3.6471)	0.2030*** (3.3243)
<i>_cons</i>	-9.6289*** (-18.1127)	0.4046* (1.9220)	3.1628*** (10.9441)	-9.6215*** (-18.1034)	0.4005* (1.9022)	3.1622*** (10.9368)
<i>CVs</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Year fe</i>	是	是	是	是	是	是
<i>F</i>		7.1229	54.2397		7.0138	52.8799
<i>r2_a</i>		0.0160	0.1238		0.0161	0.1236
<i>N</i>	15430	15445	15445	15430	15445	15445

注: *, **, ***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著, *CVs*代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

(5) 改变计量方法

表 15: 改变计量方法检验结果

	(1)	(2)
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0207*** (7.0484)	
<i>BCEOFIN</i>		0.0142** (2.3656)
<i>NCEOFIN</i>		0.0245*** (7.0565)
<i>_cons</i>	-0.0152 (-0.9008)	-0.0160 (-0.9480)
<i>CVs</i>	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是
<i>Year fe</i>	是	是
<i>N</i>	15445	15445

注: *, **, ***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著, *CVs*代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

7. 拓展分析部分组间差异检验

表 16: 产权性质组间差异检验

	(1)	(2)	(3)
	<i>All sample</i>	<i>STATE =1</i>	<i>STATE =0</i>
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0142*** (6.9439)	0.0236*** (6.0080)	0.0074*** (3.2153)
<i>STATE</i>	0.0069*** (6.5594)		
<i>_cons</i>	0.1170*** (10.1144)	0.1253*** (6.7861)	0.0975*** (6.0821)
<i>CVs</i>	是	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是	是
<i>Year fe</i>	是	是	是
<i>F</i>	53.1151	33.7381	34.1865
<i>r2_a</i>	0.1215	0.1755	0.1250
<i>N</i>	15445	6152	9293
系数差异 (<i>P value</i>)			5.65** (0.0175)

注: *, **, ***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著, *CVs*代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

表 17: 制度环境组间差异检验

	(1)	(2)	(3)
	<i>All sample</i>	<i>MAINDEX =1</i>	<i>MAINDEX =0</i>
	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>	<i>FINRATIO</i>
<i>CEOFIN</i>	0.0145*** (7.0680)	0.0189*** (6.9146)	0.0030 (0.9572)
<i>MAINDEX</i>			
<i>_cons</i>	0.1167*** (10.0845)	0.1143*** (5.8626)	0.1413*** (9.4794)
<i>CVs</i>	是	是	是
<i>Industry fe</i>	是	是	是
<i>Year fe</i>	是	是	是
<i>F</i>	53.0410	44.1005	20.6351
<i>r2_a</i>	0.1215	0.1839	0.0961
<i>N</i>	15422	7845	7577
系数差异 (<i>P value</i>)			8.37*** (0.0038)

注: *, **, ***分别代表在10%、5%和1%的水平上显著, *CVs*代表控制前文所述的一系列控制变量, 下同。

资料来源: 作者计算。

注：该附录是期刊所发表论文的组成部分，同样视为作者公开发表的内容。如研究中使用该附录中的内容，请务必在研究成果上注明引文和下载附件出处。

引用示例：

参考文献引用范例：

[1] 朱军. 技术吸收、政府推动与中国全要素生产率提升[J].中国工业经济.2017,(1):5-24.

如果研究中使用了未在《中国工业经济》纸质版刊发、但在杂志网站上正式公开发表的数字内容（包括数据、程序、附录文件），请务必在研究成果正文中注明：

数据（及程序等附件）来自朱军（2017），参见在《中国工业经济》网站（<http://www.ciejournal.org>）附件下载。