

# 摘要

近年来实体企业普遍存在金融化的倾向，引起众多学者对实体经济“脱实向虚”现象的担忧与讨论。创新作为保持企业核心竞争力的关键因素，已经成为推动企业高质量、可持续发展的根本动力。本文运用 2010-2020 年我国 A 股非金融上市公司数据，对金融化与企业创新的关系展开了探讨，并尝试解读其中的作用传导机制。首先，对国内外有关文献、理论进行简要归纳总结，为实证研究提供理论依据；其次，建立基准模型探索金融化与企业创新的动态化关系，并采用多种稳健性检验增强论证；接着，将金融资产分为长期股权投资和其他金融资产，探讨金融资产投资结构差异对企业创新的影响；再次，引入融资约束和高管薪酬激励为传导渠道，进行作用机制检验；最后，从经营业绩、内部控制质量、机构持股比例、产权异质性四个方面深入考察金融化影响企业创新的差异。

实证结果显示：（1）金融化与企业创新之间呈现显著倒 U 型曲线关系，金融化拐点值为 0.1222。适度金融化在一定程度上发挥了“蓄水池”效应，促进企业创新的提升；随着金融化程度不断深化并跨越拐点值后，过度金融化会产生挤出效应，阻碍企业创新。（2）长期股权投资与企业创新仍呈现倒 U 型关系，拐点值为 0.1677，而持有其他金融资产对企业创新产生显著的消极影响。（3）融资约束与高管薪酬激励在金融化与企业创新之间的中介效应成立。适度金融化通过缓解融资约束、提升高管薪酬激励，促进企业创新；过度金融化通过加剧融资约束、降低高管薪酬激励，抑制企业创新。（4）异质性分析结果表明，经营绩效较好的企业金融化对企业创新具有倒 U 型效果，经营绩效较差的企业金融化显著抑制了企业创新，倒 U 型效果并不明显；内部控制质量高的企业金融化对企业创新呈现先增后减的倒 U 型效应，内部控制质量低的企业金融化对企业创新产生负向作用，倒 U 型效应并不显著；高机构持股企业金融化与企业金融化之间仍存在倒 U 型曲线关系，低机构持股企业金融化阻碍了企业创新，非线性关系不显著；国有企业金融化对企业创新有显著正向影响，非国有企业金融化对企业创新仍呈现倒 U 型作用效果。

本文可能的创新点在于：（1）考察了金融化与企业创新的动态关系，提出两者之间并不是简单的线性关系。（2）以融资约束、高管薪酬激励为传导路径，厘清了金融化影响企业创新的作用机制。（3）从金融资产结构性特征、内部控制、机构投资者持股比例等视角探讨金融化影响企业创新的差异性。

**关键词：**企业金融化；企业创新；融资约束；高管薪酬激励；异质性分析

# ABSTRACT

In recent years, there is a general tendency of financialization in real enterprises, which has caused many scholars to worry and discuss the phenomenon of real economy “turning from real to virtual”. Based on the data of Chinese A-share non-financial companies from 2010 to 2020, this paper discusses and interprets the impact of financialization on corporate innovation, and explains its transmission mechanism. Firstly, domestic and foreign literature and theories are sorted out and summarized briefly. Secondly, establish a benchmark model to explore the dynamic relationship between financialization and corporate innovation. Secondly, the influence of the difference of financial asset investment structure on enterprise innovation is discussed. Thirdly, financing constraints and executive compensation incentives are introduced as transmission channels to test the mechanism of action. Finally, study deeply the influence of financialization on enterprise innovation from different perspectives.

The empirical results show that: (1) There is a significant inverted U-shaped curve relationship between financialization and enterprise innovation, and the inflection point of financialization is 0.1222. (2) An inverted U-shaped relationship between long-term equity investment and corporate innovation is still valid, and the inflection point value is 0.1677, while holding other financial assets has a significant inhibitory effect on enterprise innovation. (3) The mediating effect of financing constraint and executive compensation incentive on financialization and enterprise innovation is established. (4) For enterprises with different operating performance, internal control, shareholding ratio of institutional investors and property right nature, financialization has different impact on enterprise innovation.

The possible innovation points of this paper are as follows: (1) Explore the connection between financialization and enterprise innovation from a dynamic perspective. (2) Taking financing constraints and executive compensation incentives as the transmission path, it clarifies the mechanism of financialization affecting enterprise innovation. (3) From different perspectives to explore the differences of financial impact on enterprise innovation.

**KEY WORDS:** financialization; innovation; Financial constraints; pay incentive

# 目录

<b>1. 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究目的及意义 .....	3
1.2.1 研究目的 .....	3
1.2.2 研究意义 .....	3
1.3 研究思路及方法 .....	4
1.4 论文可能的创新点与不足 .....	7
<b>2. 文献综述</b> .....	9
2.1 关于企业金融化的研究 .....	9
2.1.1 企业金融化的定义 .....	9
2.1.2 企业金融化的动机 .....	11
2.1.3 企业金融化的影响 .....	12
2.2 关于企业创新的研究 .....	14
2.2.1 企业创新的概念 .....	14
2.2.2 企业创新的影响因素 .....	14
2.3 关于金融化影响企业创新的研究 .....	17
2.4 文献评述 .....	19
<b>3. 理论分析与假设</b> .....	21
3.1 理论基础 .....	21
3.1.1 金融化的相关理论 .....	21
3.1.2 企业创新的相关理论 .....	23
3.2 提出假设 .....	24
3.2.1 适度金融化能够促进企业创新 .....	25
3.2.2 过度金融化会抑制企业创新 .....	26
<b>4. 研究设计</b> .....	29
4.1 样本选取与数据来源 .....	29
4.2 变量定义 .....	29
4.3 模型设定 .....	31
<b>5. 实证结果与分析</b> .....	32
5.1 描述性统计和相关性分析 .....	32
5.1.1 描述性统计 .....	32
5.1.2 相关性分析 .....	32

5.2 金融化对企业创新的影响检验 .....	33
5.2.1 基准回归结果 .....	33
5.2.2 金融化对企业创新影响的结构性特征 .....	36
5.3 稳健性检验 .....	38
5.3.1 替代变量法 .....	38
5.3.2 替换计量模型 .....	39
5.3.3 内生性检验 .....	41
5.4 作用机制检验 .....	42
5.4.1 融资约束对金融化与企业创新的影响 .....	43
5.4.2 高管薪酬激励对金融化与企业创新的影响 .....	46
5.5 异质性分析 .....	50
5.5.1 经营业绩异质性分析 .....	51
5.5.2 内部控制异质性分析 .....	53
5.5.3 机构持股比例异质性分析 .....	55
5.5.4 产权异质性分析 .....	58
<b>6. 研究结论与建议 .....</b>	<b>61</b>
6.1 研究结论 .....	61
6.2 对策建议 .....	62
<b>参考文献 .....</b>	<b>66</b>
<b>后记 .....</b>	<b>73</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>74</b>

# 1. 绪论

## 1.1 研究背景

随着中国发展步入关键转型阶段，我国整体经济进入以中高速增长和高质量发展为基本特征的新常态。受经济转型升级、下行压力增大和新冠疫情爆发的叠加影响，传统的生产性企业普遍面临市场消费需求疲软、生产成本过高、有效产能供给不足等困境，利润率不断下滑。国家统计局公布的数据显示，2022 年全国规模以上工业企业实现利润总额同比下跌 4.0%，每百元营业收入中的成本高达 84.72 元，营业收入利润率仅为 6.09%。相反，随着我国各类金融市场不断开放与完善，金融产品和业务创新层出不穷，金融业整体呈现出欣欣向荣的景象，享有高额的投资收益率。根据银保监会的数据，2022 年全年商业银行累计实现净利润同比增长 5.4%，平均资本利润率为 9.33%。从宏观角度来看，行业间收入分配不均产生“虹吸效应”，导致劳动力、资本、技术等生产要素和创新要素从制造业中抽离出来，纷纷进入金融业。从微观角度来看，在逐利心理的诱使下实体企业越来越偏离其主营业务，通过大量配置金融资产涉足金融行业以追求利润最大化。一些学者将该现象称为“实体企业金融化”。WIND 数据库统计显示，截至 2023 年 2 月 16 日，共计 390 家 A 股公司购买了金融理财产品，其中有 238 家公司使用超过 1 亿元进行理财投资，合计认购金额达 968.39 亿元。可见，在主业经营之余开展金融投资是现代企业发展的大趋势，配置金融资产已成为实体企业重要的财

务管理手段，实体企业金融化倾向会直接影响资金使用效率和内部现金流紧张情况，进而影响企业经营绩效和可持续发展能力。

“我国经济要加快从要素驱动、投资规模驱动向以创新驱动转变”。习近平总书记在会议上曾多次强调企业创新的重要性。创新是企业生存发展的重要支撑，是企业增强核心能力和保持长期竞争优势的不竭动力，是国家振兴实体经济和实现高质量发展的必由之路。近年来，中国企业技术创新意识不断增强，创新投入力度不断加大。《2021年全国科技经费投入统计公报》显示，2021年企业 R&D（研究与试验发展）经费 21504.1 亿元，比上年增加 15.2%；占全国 R&D 经费的比重达 76.9%，对全国增长的贡献为 79.4%，分别比上年提升 0.3 和 1.5 个百分点，拉动作用进一步增强。但与美国、日本等发达国家相比，我国企业不论是在三方专利总量还是每千人 R&D 人员专利数量方面仍有一定的差距。企业创新周期长、不确定性大，需要人力、资金的持续大量投入，再加上在实体经济“脱实向虚”的背景下，大量资本脱离实体企业，转而投入金融和房地产市场获取高收益，企业研发投入和技术提升的积极性被大大削弱，在一定程度上制约了创新能力的发展。

金融活，经济活；金融稳，经济稳。党的十九大以来，我国金融体制改革逐步推进，不仅保障了金融市场的稳定运行和可持续发展，还成为国民经济转型升级的重要源泉。2022 年政府工作报告中提到，要继续“加强金融对实体经济的有效支持”、“解决实体经济特别是中小微企业融资难题”。而研发创新作为实体企业保持核心竞争力的关键所在，金融如何提升创新能力，进而推动企业可持续健康发展值得探讨。那么，在“金融化”这一大势所趋之下，实体企业能否通过合理配置金融资产促进企业创新？适度和过度金融

化会对企业创新产生怎样的作用效果？金融化与企业创新之间又有什么样的传导机制？基于此，本文从现有文献出发，详细阐述相关研究，深刻理解企业金融化的定义界定、内在动机和影响机制以及企业创新的影响因素等；通过理论分析和实证研究，探讨金融化与企业创新之间的关系；在此基础上，通过机制作用检验和异质性分析，进一步量化两者关系，打开金融化影响企业创新的“黑匣子”，为企业持有金融资产提供合理建议，为增强金融服务实体经济能力提供可能的方向和发力点。

## 1.2 研究目的及意义

### 1.2.1 研究目的

本文的研究目的在于，以 2010-2020 年中国 A 股非金融类上市企业为研究对象，采用多种计量模型进行实证分析，厘清金融化与企业创新之间的关系，即适度和过度金融化是否会对企业创新产生不同的影响，探索两者之间的作用传导机制，观察金融资产结构差异对创新活动的不同效果，最后分析金融化对不同类型企业的差异化影响，从而根据研究结论为我国企业金融化发展方向和实施新驱动发展战略提供更具针对性的建议和对策。

### 1.2.2 研究意义

#### （1）理论意义

本研究深化了实体企业金融化和创新领域的相关理论。目前学者对于金融化对企业创新的影响还存在分歧，本文通过动态化的考察，试图证明金融

化对企业创新并不是简单的促进或者抑制作用，找出两者之间的一种非线性关系，丰富了企业金融化与企业创新存在倒 U 型关系的理论依据，为企业金融化的经济后果研究提供另一种研究思路。另外，本文经过作用机制检验，明晰了金融化与企业创新之间的作用路径。研究证明，融资约束与高管薪酬激励在金融化影响企业创新中扮演了重要角色，为企业重视内部资金松紧情况、优化公司治理提供理论支撑。

## （2）现实意义

本文对于正确理解实体企业金融化的市场“热潮”和企业创新，如何增强金融服务实体经济效能具有重要的意义。本文基于企业创新和企业金融化具有非线性关系的假设出发，分别探究适度金融化和过度金融化对企业创新的影响，从中摸索影响机制。此外，还展示了在不同金融资产配置结构、经营业绩、内部控制质量、机构持股比例和产权性质情况下，企业金融化对创新的作用差异，多角度、多层次地反映两者之间的关系。本文从微观层面研究虚拟经济与实体经济的内在联系，有助于为实体企业配置金融资产，提高自主创新能力提供决策支持，为中国深化经济体制改革提供可能的着手方向。

## 1.3 研究思路及方法

本文遵循“理论分析→实证研究→提出建议”的整体思路，首先通过对国内外文献的梳理，总结出企业金融化的定义、动机、影响和创新的定义及影响因素这五方面的相关研究，展现当前的研究现状。其次，基于有关金融化与企业创新的理论，系统阐述企业金融化对企业创新带来的影响及其作用机制，并提出适度金融化能够促进企业创新和过度金融化会抑制企业创新这两



方面的假设。再次，利用 2010 年-2020 年中国 A 股上市企业的数据，以金融资产占总资产的份额为关键解释变量，以企业专利申请数为被解释变量构建模型，探究金融化对企业创新的影响。最后，根据实证研究结果，对金融服务实体经济、实施创新驱动发展战略提出精准对策。

本文主要分为六个章节，具体如下：

第一章：绪论。本章主要阐述本文的研究背景和意义、研究思路和方法及研究创新点。

第二章：文献综述。本章主要从实体企业金融化定义、动机、影响以及企业创新的概念和影响因素五个方面总结现有文献，全面展示学者们对于企业金融化现象和企业创新所持有的不同观点，并进行文献评述。

第三章：理论分析与假设。从金融深化与金融抑制理论、委托代理理论、创新理论等理论中提炼出企业金融化对企业创新的影响机制，并提出研究假设。

第四章：研究设计。说明样本选取和数据来源、变量定义以及模型构建。

第五章：实证结果与分析。本章展示了描述性统计、回归分析、稳健性检验、作用机制检验和异质性分析等实证结果，并对结果进行详细解读。

第六章：研究结论与启示。针对实证结果，提出几点对策和建议。

本文的逻辑框架如图 1-1 所示：

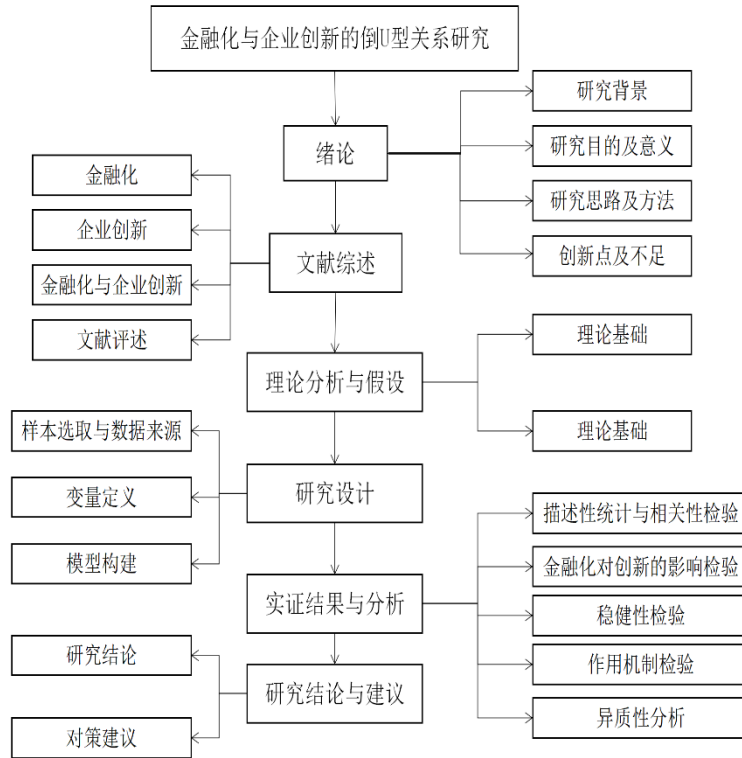


图 1-1 研究框架图

本文主要采用以下研究方法：

(1) 文献分析法和比较分析法。通过对现有文献进行阅读、整理和归纳，比较文章中的各种观点差异，总结分流学术界对于金融化以及金融化与企业创新之间关系的不同派别，并借鉴前人的理论与研究方法以丰富本文的研究内容。

(2) 实证分析法和规范分析法。利用中国上市公司的相关数据，进行描述性统计、多元回归分析、稳健性检验、内生性检验等实证研究，揭示金融化与企业创新之间的关系，打开金融化影响企业创新的“黑箱”。基于实证研究结果，提出具有针对性的政策建议。

(3) 定量分析法和定性分析法。在对金融化影响企业创新及其作用机制进行实证研究时，运用微观数据直观展示两者之间的量化关系，采用了定量分析法；在解读数据结果时，采用定性分析法，详细阐述其中的作用机理，分析导致金融化影响企业创新可能的原因。

## 1.4 论文可能的创新点与不足

(1) 检验了金融化与企业创新之间存在非线性关系。在阅读文献过程中发现，以往大多数研究仅验证了金融化与创新的单一线性关系，本文试图证明金融化的挤出效应和“蓄水池”效应并不是一成不变的，而是会随着金融化程度的加深从促进作用转变为抑制作用，即存在倒 U 型关系。因此，不能机械地认为金融化必然会产生不良影响，抑制实体经济发展，应该正确认识金融化带来的经济后果，了解其作用机制，并适当地利用金融资产来提升企业创新。

(2) 深入探究了金融资产结构性差异对企业创新的不同作用。已有文献大多将金融化当作一个整体，讨论其经济影响并得出研究结论。本文在研究金融化整体的经济后果基础上，根据长期股权投资在金融资产中的特殊性，将金融资产分为长期股权投资和其他金融资产，观察不同种类金融资产对企业创新的影响是否存在差异，得出实体企业金融化时不仅要注意金融资产的总体投资水平，还要注意不同金融资产投资比例的结论，进一步提升本文的研究深度。

(3) 从新的视角考察并探讨了融资约束和高管薪酬激励在金融化与企

业创新之间的中介效应。本文利用中介效应模型检验了“金融化-融资约束-企业创新”和“金融化-高管薪酬激励-企业创新”两种影响机制，具体表现为：适度金融化能够缓解融资约束、提升高管薪酬激励，从而促进企业创新；过度金融化将会加剧融资约束、降低高管薪酬激励，从而抑制企业创新。这一结论为金融化助力企业创新能力提供了可能的思路和途径。

（4）考虑了金融化和企业创新的关系受经营业绩、内部控制质量、机构持股、产权性质等异质性影响。本文通过多种异质性分析，考察了在不同情况下金融化与企业创新关系的差异性，不是单一的线性或者非线性关系。比如，当企业内部控制质量较差时，金融化会抑制企业创新；当企业内部控制质量较高时，金融化对促进企业创新起到了积极作用。因此，这使得不同类型企业可以根据自身发展情况，有针对性地选择利用金融化促进自身创新水平的实现路径。

本文不足之处在于：一是仅在理论上研究实体企业金融化的内在动机，未能对金融化的两种动机进行精确地量化，并将其引入模型中。二是限于时间和个人能力，本文从微观视角探索金融化影响企业创新的作用机制，没有进一步探讨宏观因素将如何影响金融化与企业创新之间的关系。

## 2. 文献综述

### 2.1 关于企业金融化的研究

#### 2.1.1 企业金融化的定义

##### (1) 宏观层面金融化的定义

从宏观层面来看，金融化的定义主要围绕金融资本或资本主义金融化，或者以宏观角度的金融活动来探究金融化现象。外国学者们较早开始了对金融化趋势的探索。希法亭在 1968 年提出了金融资本理论，论述了资本主义经济发展的具体历史事件中的产业与金融之间的关系和金融发展的演化。福斯特(Foster, 2007)指出，金融化是垄断金融资本主义的一种重要渠道。Lapavitsas (2009) 认为宏观金融化表现在金融资本越来越占据主导地位，强化金融掠夺，具体体现在金融部门产值规模占 GDP 的比重增加、金融部门就业人数占比增加、金融企业与非金融企业的产值之比增加等等。

我国的学者也从宏观上对金融化的相关研究进行了深入的探讨。翟连升(1992)强调我国非金融企业金融资产持有比例越来越高，这也是当前我国在经济体制改革中产生的一种正常经济现象。成思危(1999)、李晓西(2000)等学者从虚拟经济视角出发，强调金融化是脱离实体经济、自我增值的部分，是一种经济货币化的过程。王莉娟(2011)提出当金融资本成为主要的资本形态，实体经济丧失了优势地位时，实体产业将不可避免地走向衰落或者被金融资本控制。

##### (2) 微观层面金融化的定义

微观层面的金融化更侧重于研究微观主体的金融行为，即通过描述微观企业的行为特征来展现金融化的内涵。Arrighi (1994)最先开始研究微观企业金融化，他认为企业金融化是指以金融投资为核心进行的企业利润积累。他还将企业金融化水平分为广义金融化和狭义金融化水平。其中，广义金融化水平是指非金融企业投资收益、公允价值变动损益、净汇兑收益以及其他综合收益加总占总营业利润的比例，狭义金融化则是剔除合营与联营企业的投资收益与其他综合收益。Stockhammer (2004) 从非金融企业内部结构变化的角度来看，他认为金融化是指金融在非金融企业中重要性的显著提升和非金融企业纵向深入参与金融市场的行为。Orhangazi (2008) 将金融化定义为非金融企业部门与金融市场之间的关系变化，这种关系变化包括两部分：非金融企业的金融投资增加，以及金融市场对非金融企业管理施加的压力增加。Krippner (2005) 提出企业金融化具体表现为企业愈来愈依赖于金融渠道获取自身的利润。

国内学者也对实体企业金融化有所见解。蔡明荣 (2014) 等通过总结梳理国内外学者对于企业金融化的定义，认为企业金融化可以从行为和结果两个方面阐释：从行为上来说，企业金融化是企业采用偏向资本运作的资源分配模式，也就是把资产投入到金融行业，而不是投向传统的生产经营；从结果上讲，企业金融化是指公司利益更多地源于投资于资本运作，转向追求资本增值而不是生产经营活动的盈利。杜勇等 (2017) 提出实体企业金融化是企业金融资产在总资产中的比重逐步增长的过程，使得企业利润更依赖于金融领域而非生产经营。田梓青等 (2020) 认为实体企业金融化主要表现在三个方面：金融投资利润的产生、公司经营重心偏向金融领域和在金融市场上

的支出增加。刘梦凯等（2021）指出企业金融化现象是非金融类企业投资于金融和房地产领域，拥有大量金融资产获得高额回报，以达到利润最大化。

### 2.1.2 企业金融化的动机

国内外学者认为实体企业持有金融资产的动机主要有两种：资金储备动机和套利动机（谢家智等，2014；胡奕鸣，2017）。资金储备动机是指非金融企业将闲置资金投资于金融领域进行资金储备，既能提高资产流动性又能获取投资回报，在未来投资资金短缺的情况下适时将金融资产变现，缓解融资约束问题。套利动机是指实体企业持有金融资产主要是为了赚取金融业的高收益率，占用了一部分本应投放于主业生产投资的资金。

当企业面临较强的外部融资约束时，企业往往会出于预防性动机持有金融资产（彭俞超，2018）。当企业金融化的动机为资金储备动机时，企业通过适度配置金融资产，在资金不足时出售其中一部分资产从而缓解资金压力，促进实体投资的增加（Smith，1985）。适度金融化能够削弱外部现金流对实体产业造成的负面影响（Duchin，2010），增强企业抗风险能力（黄光明等，2018）。增加对金融资产的投资能够获取高额回报，有利于改善经营业绩，通过收入效应促进企业创新（王红建，2017）。曹伟等（2023）指出，国有企业和民营企业在企业金融化动机上有所差异。与国有企业相比，民营企业的未来发展不确定性更强，因此其预防性储备动机更强。

当企业出于套利动机进行金融化时，在企业资源总额既定的约束下，金融资产投资与开拓主营业务之间存在反向变动关系（Orhangazi，2008），主业投资资金被挤占，阻碍了主营业务的有序开展（张成思，2016）。投资金

融资产获取高额收益的心理使得管理层更容易出现短视行为，从而减少企业研发创新等需要不断投入资金的活动（王红建，2017），长期来看将降低企业价值（戚聿东和张任之，2018）。在资本逐利性的驱使下，大量配置金融资产阻碍产业发展，不利于企业的可持续发展（2021，刘梦凯等）。

### 2.1.3 企业金融化的影响

当前，学者大多从宏观层面研究金融化对经济的影响，而较少地关注其在微观层面上的作用，而大部分探讨金融化对实体企业影响的文献都集中在企业经营业绩、公司价值、主业发展、实体投资、创新活动等方面。根据以往的研究，企业金融化行为产生的经济后果主要分为两种类型：第一种是助推效应，即企业金融化通过提供现金流保障，能够促进实体经济的发展。王芳（2004）指出现代金融体系有利于优化经济管理结构，应对各种风险，从而促进经济结构的调整升级。从微观角度来看，Baud 和 Durand（2012）研究 1990-2007 年间的美国零售业发现，配置交易性金融资产在一定程度上弥补了主营业务利润的亏损。刘梦凯等（2021）以融资约束为中介变量，发现企业金融化的“蓄水池”效应能够缓解企业融资约束问题，有利于提升其可持续发展水平。

第二种是抑制效应，即企业金融化可能导致实体企业偏离主业、脱实向虚，抑制实体经济的发展。张慕濒等（2014）发现经济金融化不仅不能提高金融资源配置效率，而且还会对实体经济的资金融通环境造成一定的影响。谢家智（2014）强调在金融化不断深化的过程中，金融运作方式发生了深刻变革，产业资本与金融资本之间的均衡状态逐渐被破坏。盛明泉等（2018）经



过实证研究表明，企业金融化会导致企业“脱实向虚”而不是“产融相长”，显著抑制全要素生产率。张军等（2022）从企业资源配置角度出发，探讨了企业金融化会削弱产品市场竞争能力，加剧资源错配，降低行业资源配置效率。张悦玫等（2022）研究了制造业企业金融化通过阻碍企业创新和增加经营风险两种渠道，显著抑制了企业的转型升级，对企业的健康长足发展具有消极影响。

此外，还有一部分学者也发现以上两种效果在不同金融化程度下可以相互转化。Palley（2008）指出，过度金融化会降低经济的总体增长速度，导致经济系统自我稳定性下降。Manuel（2008）和 Lazonick（2013）认为过度金融化挤占了产业资本，不利于企业创新的提升。宋军等（2015）讨论了企业非货币性金融资产投资与经营收益率之间的 U 型关系，他们认为持有金融资产对公司经营业绩会产生先抑制后促进的作用，所以不管是高业绩企业还是低业绩企业都更偏向于配置金融资产。谢富胜等（2020）通过分析企业金融化对企业利润率的影响，得出两者之间存在一种动态平衡机制：当实体经济利润率较低时，金融投资会进一步降低利润率；利润率较高时，则会推动利润率向更高水平发展，形成良性循环。董小红等（2022）则提出企业金融化与企业可持续发展能力并不是简单负相关关系，而是存在先助推后抑制的倒 U 型非线性关系。冉芳等（2022）的研究结果表明，企业金融化对企业全要素生产率具有倒 U 型效果，而其中的传导路径包括流动性供给、投融资期限错配、实体资本配置三种效应。

## 2.2 关于企业创新的研究

### 2.2.1 企业创新的概念

企业创新对与提升企业价值具有至关重要的作用（Belenzon 等，2013），也是获取优良企业绩效和竞争优势的关键因素（Artz 等，2010）。熊彼特认为，企业创新的概念是企业家将生产条件和各种要素相结合，进而形成一种新的生产函数，从而获得潜在的超额利润。这是一种新的理念、新的设计构思和将初步产品进行商业化处理的过程。Christensen（1995）认为创新有两种路径：一种是维持性路径，即使得目前是市场上的产品或服务更好、更快或者更便宜；另一种是通过不连续的变化，通过技术能力进行破坏而来。目前学术界对企业创新主要有两种界定：一是以结果为导向的界定，熊彼特于 1912 年提出“创造性破坏”理论，并强调要构建一种新的生产函数；二是过程导向的界定，定义了企业创新是一个过程，是企业规划制定、资金投入等多种行为的产物（Enos，1962）。一般来说，企业创新主要从创新投入、创新产出和创新效率三个方面来衡量。池仁勇(2003)指出有效率的投入产出关系是指较少的创新投入可以带来较高比例的创新产出。

### 2.2.2 企业创新的影响因素

国内外学者针对影响企业创新的因素做了大量的探讨，其中主要从企业规模、融资约束、高管激励、所有制特征等视角进行研究。

#### （1）企业规模

熊彼特在《资本主义、社会主义和民主》(1942)一书中强调,只有大企业才能负担起研发的高额费用,大型企业比小规模企业承担了更多的创新份额。也就是说,与小企业相比,大企业在在规模、风险承受能力、创新投入力度等方面拥有优势,因此其创新产出将处于更高的水平。Scherer

(1995)和 Grabowski (1968)提出企业规模与企业创新之间存在非线性关系,分别以研发人员和研发支出为被解释变量,以销售收入及其平方项为解释变量,研究发现企业规模对创新具有倒 U 型曲线的作用效果。Yasuda 和 Takehiko(2005)根据日本制造业企业数据得出,成长型企业的创新活动会受到企业规模、年龄因素的影响。

## (2) 融资约束

融资约束是影响企业创新的重要因素之一。研发活动不仅需要创新意识,也需要企业长期的资金、人才的投入,对于企业现金流能力的要求高,很容易受到融资约束的制约(郎香香等,2021)。当企业融资约束问题加剧时,资金无法及时投入到创新活动中,从而对企业创新绩效造成负面影响(宫兴国等,2022)。反之,当融资约束问题得到缓解后,企业获取现金流的能力增强,为技术研发提供强大的资金保障,提高企业创新产出。企业的融资渠道可分为内源融资和外部融资。解维敏(2019)认为企业创新需要持续的资金支持,仅靠内部资金很难维持,因此外部融资也应在其中发挥重要作用。在我国,企业外部融资方式仍然以间接融资,即银行贷款为主。相对于国有企业,民营企业信用风险较高、银企信息不对称问题更为严重,银行避险情绪强烈,因此民营企业的融资约束问题对企业创新的抑制作用更加显著(张杰等,2012)。

### （3）高管激励

高级管理层对企业具有控制权，对企业的创新决策具有直接影响。创新活动对于企业保持行业竞争力和可持续健康发展具有关键作用，但是由于技术、产品和服务等研发难度高、不确定性大，高管的避险心理使得其从事创新活动的动机并不强。高管激励通过合理的机制设计，将企业的创新绩效与高管薪酬收入挂钩，有效增强了管理层进行创新研发的积极性和自主性（任广乾等，2022）。最优契约理论认为，高管激励将管理层与股东的利益统一起来，增强高管对于自身业绩的敏感度，提高创新活动的吸引力，有力助推了企业创新的发展。翁辰等（2022）将高管激励分为三种类型：货币薪酬、在职消费和股权激励，合理运用这三种模式都能够在一定程度上促进企业创新。其中，使用货币薪酬激励能够弥补高管放弃从事回收期快、收益高的短期项目带来的损失，具有风险补偿作用，更有助于推动企业创新（Coles 等，2006；周泽将等，2018）。

### （4）所有制特征

企业的所有制特征也会对其创新活动产生重要影响。相较于民营企业，国有企业拥有雄厚的科研基础、丰富的创新资源以及完整的产学研体系，为创新活动提供了强有力的支撑（马红等，2021）。国有企业与政府的天然联系有利于其及时准确把握最新的创新政策动向，更容易获得政策补贴、减税降费等政府支持，缓解融资约束问题，推动创新能力的不断提升（余汉等，2017）。民营企业的生存压力较大，需要通过持续的技术创新和产品更新换代来维持市场竞争力，并且一般来说民营企业管理者的任期要长于国有企业，因此民营企业开展创新活动的自主性和积极性会更高（顾群等，2019）。但

是，由于银行针对民营企业的贷款标准更为严格，外部融资能力较弱，无法完全依赖市场获取创新所需的资金，面临较为严重的融资约束问题，制约研发创新的开展（Cull 等，2005）。高磊等（2023）提出，混合所有制企业通过提高企业风险承担水平，缓解融资约束，能够促进创新活动的高质量发展。

### 2.3 关于金融化影响企业创新的研究

目前学术界对于金融化影响企业创新的研究尚未取得一致的结论。总的来说，可以将现有文献分为三大类：一类观点认为，金融化能够发挥金融资产储备的“蓄水池”效应，更好地服务企业创新。由于具有高投入、高风险和回报的不确定性特点的企业创新活动需要有充足资金来源，高效运转的金融资产带来的收益能够及时弥补企业主营业务上资金短缺的弊端（Hall，2002）。一般来说，成长性强的企业会倾向于持有更多的金融资产，在必要时及时出售流动性较强的金融资产，从而缓解融资困境，解决企业创新投入少的问题（Hans 等，2007）。鞠晓生等（2013）提出了具有强流动性的金融资产可以有效减少外部不确定因素，通过以较低的调整成本及时转向研发投入，从而发挥企业金融化对研究开支的“挤入”作用。杨肇等（2017）提出，民营企业持有交易性金融资产能够减缓对投资现金流的敏感性，减轻企业融资约束压力，有效提升创新支出的持续性。顾群等（2019）经过异质性检验，发现非国有产权、位于金融发展较为滞后地区的高新技术中小企业金融化能够促进企业创新投入。

另一类观点则提出，金融化将使企业缺乏足够的资金进行研发创新，抑制企业创新发展，产生挤出效应。Daniele（2016）提出基于投机动机公司将

会在金融领域投入大量资源，从而挤出了主导产业投资，从而进一步地压缩了企业创新活动的空间。晋盛武、何珊珊（2017）通过研究非货币金融资产持有比例和研发投资，得出两者之间存在负向关系。顾海峰等（2020）提出金融化会导致企业“脱实向虚”，以融资约束为中介作用，降低无形资产研发投入，从而抑制企业创新。饶静等（2020）通过分样本回归得出制造业企业金融化对技术研发的挤出效应相较于非制造业企业来说更为显著。钟华明（2021）运用托宾投资模型和 GMM 等方法研究表明金融化对中国非金融企业的创新投资会产生负面效应，而这种负面效应主要发生在民营企业和中小企业中。饶萍、吴青（2021）认为金融化对企业创新有显著的抑制效果，而 CEO 的学术背景在其中起到负向调节作用，削弱了金融化对企业实质性创新的负面影响。王立平等（2023）提出，企业金融化对创新投入的挤出效应在企业金融渠道获利能力不同时也会产生不同强弱的效果。当金融渠道获利能力较强时，企业金融化的挤出效应较弱；当金融渠道获利能力较弱时，企业金融化的挤出效应较强。

还有一种观点则认为，金融化对企业创新并不是简单的线性作用，两者呈现一种非线性关系。郭丽婷（2017）研究表明由于公司经营绩效的不断提升以及资金紧缺问题的缓解，金融化对研发创新的影响会从抑制作用变成助推效果。王红建等（2017）提出金融化整体上看抑制了企业创新，但经进一步检验分析后得出金融化与企业创新呈 U 型关系，拐点值为 23%。舒鑫和于博（2020）认为适度金融化并不会对研发投资产生挤出效应，但是过度金融化会显著抑制研发投资。王少华等（2020）将金融化划分为过度金融化和未过度金融化，认为未过度金融化可以助力企业创新的提升，而过度金融化

则会阻碍企业创新。董小红和周雅茹（2022）、陈洋林等（2023）研究发现实体企业金融化与创新投入之间存在显著的倒 U 型曲线关系，并且这种倒 U 型关系还受到产权性质、CEO 专业技术背景和行业竞争激烈程度的调节作用。

## 2.4 文献评述

梳理上述文献可以发现以下几点：第一，近年来，我国实体企业金融化趋势不断加深，非金融企业持有金融资产的占比在逐渐升高，对企业的经营绩效、公司价值、生产率、盈余持续性等方面造成了一定的影响，引起学术界对企业“脱实向虚”现象的广泛关注；第二，学术界对于金融化对企业创新的影响还未形成一致的结论，大部分学者研究表明金融化与企业创新呈反向变动关系，认为金融化对公司创新有明显的阻碍作用。第三，已有文献主要以金融化与企业创新之间的线性关系为出发点，要么是单一的“蓄水池”效应，要么是简单的挤出效应，并未动态考察金融化带来的经济后果。而部分文献得出金融化与企业创新之间存在 U 型或倒 U 型的曲线关系，从异质性角度分析了在不同行业类型、企业规模、产权性质的企业中金融化对企业创新影响的差异，但没有进一步挖掘其中具体的作用渠道。第四，当前大部分研究直接从整体上探究金融化对实体企业创新活动的影响，并没有考虑金融资产的结构特征，而其实不同种类的金融资产对企业创新产生的效果也是有所差异的。

本文聚焦日益深化的实体企业金融化趋势，选取 2010-2020 年我国 A 股上市公司相关数据，探讨金融化与企业创新之间的非线性关系。以融资约束和高管薪酬激励为其中的传导路径，讨论这两个中介变量在金融化与企业创

新之间的作用。同时，将金融资产划分为长期股权投资和其他金融资产，检验金融化是否真的是一把“双刃剑”。此外，从经营业绩、内部控制、机构投资者持股比例、产权性质等角度进行异质性分析，发现金融化在不同类型企业中对创新活动有何不同的效果。希望能够为我国实体企业如何以金融化为发力点提升创新水平寻找答案，为丰富相关领域的理论库贡献一份力量。



## 3. 理论分析与假设

### 3.1 理论基础

#### 3.1.1 金融化的相关理论

##### (1) 金融深化与金融抑制理论

20 世纪 70 年代至 80 年代, Shaw (1973) 和 Mckinnon (1981) 分别提出了金融深化和金融抑制理论, 创造性地提出金融发展与经济增长存在密不可分的关系。金融深化理论认为要依靠市场机制提高金融体系的运作效率, 通过规范金融准入和退出机制和完善的保障制度, 优化金融资源配置, 建立起金融与经济良性发展的良性循环。而金融抑制理论认为, 在发展中国家中, 金融业发展落后, 金融体系效率低下, 因而不能有效地为实体经济服务。因此, 学者们提出政府应完善和扩大金融市场, 充分发挥市场“看不见的手”的作用, 提高资源配置效率, 从而促进实体经济的发展。

然而, 金融自由化并不总是能促进经济的发展。例如 2008 年, 美国金融危机爆发, 一些学者认为此次危机的直接原因就是过度金融化。在放纵管制的新自由主义政策下, 越来越多机构受到逐利心理的驱使开始从事投机性业务, 金融产品过度创新和金融市场过度投机使得市场风险攀升, 增加了整个经济的脆弱性。金融过度论提出, 金融化与经济发展存在阈值效应, 在一定范围内, 金融化能够优化企业资源配置, 促进实体企业发展, 而金融化超过某一特定值时, 过度金融化会导致企业偏离主业经营, 长期来看会抑制企业发展。

可见，金融发展应回归金融服务实体经济的本质功能，利用适度金融化促进企业可持续发展，避免过度金融化挤占公司本应投资于主营业务的资金，实现金融长足发展与经济稳定增长之间的良好互动。

### （1）预防性储蓄理论

预防性储蓄理论最早是由凯恩斯于 1963 年在研究流动性偏好理论中货币需求函数时提出的。他认为货币需求由三部分组成：交易性货币需求、预防性货币需求和投机性货币需求。其中预防性货币需求是指企业为了应付意外支出或突然出现的有利时机而持有一部分货币的需求。流动性强、低成本的金融资产在一定程度上可以等价于现金，这使得预防性储蓄理论能够运用到金融投资决策之中。在企业日常经营过程中，由于无法准确预判未来的收入和支出，为避免出现有利的投资项目而资金不足的情况，企业可以通过配置金融资产以缓解融资约束问题，满足企业资金需求，达到为企业储蓄一部分投资资金的效果。

因此，预防性储蓄理论为实体企业合理配置金融资产提供了理论依据。当企业经营面临较大的不确定性时，选择持有一定的金融资产有利于减轻现金流紧张问题和规避未来可能发生的风险，为企业未来投资项目储存资金。此外，相较于持有几乎收益为零的现金资产，配置金融资产既能够保持资产较高的流动性，又能够赚取一定的投资收益，为企业创新研发提供了一笔较为可靠的资金支持。

### （3）委托代理理论

委托代理理论是研究现代企业治理问题的重要组成部分，最先由 Jensen 和 Meckling（1976）展开讨论。这一理论认为，在委托-代理关系中，委托

人追求公司价值的最大化，代理人则追求自身工作报酬、业内声誉、奢侈消费和闲暇时间最大化，从而产生了在信息不对称下代理人逆向选择和道德风险问题。由于存在股东和代理人利益不一致和信息不对称问题，管理层往往会基于自身利益进行投资决策，导致公司发展方向偏离股东期望目标，从而损害股东利益。

具体到企业金融化方面，企业创新具有投入成本大、调整难度大、产出不确定性高等特点，对管理层的绩效帮助并没有那么容易。由于管理层具有短视行为，为在短时间内提升工作绩效以确保自身职位安全，会倾向于拒绝从事创新活动，通过进行大量投机活动获取高额收益。因此，相比之下，管理层更青睐金融投资而非研发创新，从而抑制了企业创新的提升。

### 3.1.2 企业创新的相关理论

#### (1) 创新理论

熊彼特于 1912 年在《经济发展概论》中第一次界定了创新的概念。他指出，创新就是将一种新的生产要素与生产条件相结合并引入生产体系，创新能够有力推动经济的增长与发展。具体来说，熊彼特的创新理论主要包括以下几点：（1）创新是生产过程中内生的，并非从外部强加来的；（2）创新是一种革命性变化；（3）创新意味着创造性毁灭。即经济增长背后的驱动力是拥有关于新产品的主意、生产旧产品的新方法或者企业创新的企业家，但这对现存生产者不利，甚至会被驱逐出市场；（4）创新要创造新的价值；（5）创新是经济发展的本质要求；（6）创新的主体必须是企业家。表 3-1 展示了

企业创新的不同层面及其表现形式。

表 3-1 创新的层面及表现形式

层面	表现形式
产品	产品的更新换代、新产品的研发和投产
技术	生产方式的变化
市场	新市场的开辟、已有市场的深度需求挖掘
资源配置	原材料和货物供应渠道的改变、产业链的整合
组织	企业组织形式发生革命性变化

一般来说，企业创新具有以下特征：第一，研发投入高、回收周期长，调整难度大，且不可逆。第二，风险大、不确定性强。创新活动涉及诸多环节和影响因素，容易陷入资金链断裂、流动性不足、外部融资困难、财务风险攀升等困境，使得创新结果呈现较大的不确定性。第三，高效益性。由于创新活动的投资风险较大，而经济活动中的高风险往往与高回报相伴相生，企业可以通过创新快速扩充公司实力，创造巨大经济效益。

### 3.2 提出假设

通过查阅现有文献发现，大部分研究将金融化对企业创新的影响划分为“蓄水池”效应和挤出效应，但大多并未考虑到企业金融化的动态演进的过程，即随着企业金融化程度的不断加深，金融化对企业创新的作用效果也将发生一定的变化。那么，金融化对企业创新究竟会产生什么样的影响？两者之间是否真的存在非线性关系？下面本文将从金融化适度性的视角探究金融化与企业创新之间的动态关系。

### 3.2.1 适度金融化能够促进企业创新

当实体企业进行金融化时，金融化水平不断提高但并未超过其最优水平，本文将这种状态称为适度金融化。在实体企业发展过程中，金融资产持有比例不断的扩大为企业创新活动提供了有力的资金支持。由于实体企业创新活动具有成本高、回收期长、风险大的特点，往往依赖大量的资金投入，配置金融资产能够获取一定的投资收益，可以通过缓解企业融资压力，从而促进企业创新（Tadesse，2002）。一旦企业面临严重的融资约束问题，往往会将其持有的金融资产变现，及时获取技术创新所需要的部分资金（Borisova，2013）。一方面，随着金融化水平的提升，虽然企业面临的经营风险和财务风险也在增加，但仍然在企业的可控范围之内；另一方面，金融化在增强企业资产流动性的同时还能赚取投资收益，在一定程度上缓解企业的生产经营和主业投资等活动的资金不足。具体来说，适度金融化主要从以下几个途径促进企业创新：

第一，适度金融化可以减少企业融资成本，减轻融资约束压力。由于研发创新的不确定性大，企业通常很难获得足够的外部融资，还需要寻求内源融资的补给（Hall，2010）。现阶段我国实体企业的融资渠道仍以间接融资为主，银行贷款对于满足企业投资需求具有极为重要的作用。由于企业持有的投资性房地产可用于充当抵押物，从而为企业提供信用保证（Gan，2007；Chaney，2012），降低银行贷款利率。同时，企业利用闲置资金投资金融资产，优化企业资源配置，必要时将金融资产快速变现也能在企业资金周转不灵时缓解现金流危机，保障创新活动的持续性。

第二，适度金融化会产生平滑效应。企业在面对外部需求的冲击下，金融资产在调整难度和变现速度方面占据优势地位，能够平滑调整成本过高的固定资产和创新投资的波动，从而降低风险损失，平缓企业整体波动幅度。此外，由于金融领域的高收益特点，金融资产投资有时甚至能带来比实体经济更高的资本回报。尤其是当企业遭遇强劲的竞争对手，或者行业经济不景气导致产品需求减少，经营业绩下滑时，持有金融资产能够弥补主业经营上的利润亏损，改善企业经营业绩（Davis, 2018）。从这个角度来看，适度金融化对企业主营业务投资和创新活动均存在补偿效应。

### 3.2.2 过度金融化会抑制企业创新

随着金融资产投资行为的不断增加，企业金融化水平超过其最优水平，本文把这种状态称为过度金融化。作为不同经济领域资金往来的桥梁，适度金融化有利于优化企业投资结构，改善资产流动性。但在企业金融化过程中，必须理性衡量实体经济与金融投资之间的轻重关系，有效避免本末倒置的现象发生（陈享光等，2016）。过度金融化可能导致企业的商业模式发生根本性转变，企业的资源配置方式也将过多地依靠金融投资，战略重心由实体产业转向金融领域（Epstein, 2005）。在企业资源总量既定的条件下，资源过度向金融领域倾斜必然会挤占原本投入于创新活动的资金，不利于企业创新的提升。因此，企业不断扩张金融投资规模，延长金融工具到期期限，将对企业创新产生挤出效应，抑制企业创新的发展，其具体影响可以分为以下几点：

第一，过度金融化会产生“资源诅咒”效应。企业创新投资的规模一般

较大，需要企业优化流动性管理，承担较高的融资约束水平，而过多地投资长期金融资产更会加剧企业资金短缺，从而加剧企业对于研发创新的谨慎态度。此外，投资金融资产获取额外的收益并不意味着企业会增加创新投资，促进创新水平的进一步提高。相反，企业在尝到金融行业高回报的“甜头”后，会加大金融投资的力度，削弱技术研发和主业投资的动力，甚至放弃一些未来净现值为正的投资项目。在这情况下，处于强烈的套利动机的企业将热衷于追逐金融投资，而不是“板凳要坐十年冷”的高风险技术创新。

第二，过度创新会加剧股东与管理层之间的委托代理问题。股东和管理层的利益不完全一致，股东更加看重股权收益和公司的长远发展，而管理层更在意在任职期间内获得的报酬和业内声誉。当股东存在信息劣势和高额信息核实成本，无法对管理层进行完全监督时，管理层就有可能为了自身利益，做出损害股东利益和企业可持续发展的行为。管理层往往处于短视，将资金投资于金融领域，在短期内改善企业业绩，增强自身工作绩效。随着金融市场的不断扩大和完善，会激励管理层利用更多的资金配置金融资产，获取高额利润实现企业利润增长。这意味着，企业将越来越依赖金融渠道获利，而不重视主业经营和研发投资，从而抑制了企业创新（Sen 和 Dasgupta, 2018）。同时，管理层倾向于将金融投资收益用于粉饰财务报表，当企业经营绩效变差时，管理层为了隐藏对其不利的负面信息而将大量资金投放于金融活动赚取“快钱”，便可以轻松地掩饰其在主业经营管理上的能力欠缺（戴贻，2018）。

由上述分析可见，适度金融化能够缓解企业融资约束问题，通过降低融资成本和产生平滑效应，为创新活动提供持续的资金保障，从而促进了企业

创新水平的提升；过度金融化压缩了创新活动空间，产生“资源诅咒”效应和加剧委托代理问题，抑制企业创新水平的提升。因此，本文提出以下假设：

金融化与企业创新之间存在倒 U 型曲线关系，适度金融化能够促进企业创新，随着金融化水平的提升并逐渐跨越拐点后，过度金融化将抑制企业创新。



## 4. 研究设计

### 4.1 样本选取与数据来源

本文选用我国 2010-2020 年 A 股上市公司作为研究样本，并对数据作以下处理：①删除金融类及房地产行业公司数据；②删除 ST 及 ST\*的企业数据；③删除财务数据异常或重大缺失的企业数据，最终得到 23972 个非平衡面板观测值，数据主要来自于国泰安数据库和 Wind 数据库，部分财务数据经手工搜集、计算并填充。同时，对所有连续变量在 1%和 99%水平上进行 Winsorize 缩尾处理，从而消除极端值对实证研究的影响，使用 Stata14.0 进行数据处理及计量分析。

### 4.2 变量定义

#### （1）被解释变量

被解释变量为企业专利申请数量（lnTotal）。目前大多数学者在研究企业创新时，通常采用企业创新投入和产出两个维度进行测量。企业创新投入指标一般包括研发支出总额、研发人员占比、研发费用等，企业创新产出指标主要有专利申请数量、无形资产、新产品数量、新产品销售收入等。本文参考杜勇等（2017）、顾夏铭等（2018）的做法，采用企业当年发明专利申请量、实用新型专利申请量和外观设计专利申请量之和加 1 再取自然对数来衡量企业创新活动。为了更加全面地衡量企业创新水平，参考黄千员等

(2019)、陈洋林等(2023)相关研究,本文还选用了研发费用占总资产的比值替代原被解释变量进行稳健性检验。

### (2) 解释变量

解释变量为企业金融化(Fin)。现有研究主要采用三种方法衡量企业金融化程度:金融资产持有、利润回报和投资流量。借鉴王红建等(2017)的做法,本文选用企业金融资产占比,即金融资产在资产总额中的比重衡量企业金融化程度。金融资产具体包括七种类型:交易性金融资产、可供出售金融资产净值、持有至到期投资净额、长期股权投资净额、衍生金融资产、投资性房地产和发放贷款及垫款净额。需要特别说明的是,虽然货币资金也属于金融资产,但企业本身的生产经营活动也会影响货币资金的数量,因此本文并未将货币资金纳入金融资产范畴。

### (3) 控制变量

本研究参考刘贯春(2017)等的研究设计,选取企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、总资产收益率(Roa)、第一大股东持股比例(OC)、企业现金流量(CF)、成长能力(Growth)、产权性质(State)、行业虚拟变量(Ind)以及年度虚拟变量(Year)作为控制变量。

表 4-1 变量说明表

变量类型	变量名称	变量符号	计算方法
被解释变量	企业创新	lnTotal	In(发明专利+实用性专利+外观设计专利+1)
解释变量	企业金融化	Fin	(交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+衍生金融资产+投资性房地产+发放贷款及垫款)/总资产
控制变量	企业规模	Size	期末总资产的自然对数

资产负债率	Lev	期末总负债与总资产的比值
总资产收益率	Roa	年度净利润与总资产的比值
股权集中度	OC	第一大股东的持股比例
现金流量	CF	经营活动产生的现金流量净额/总资产
成长能力	Growth	营业收入同比增长率
企业年龄	lnAge	ln(当年年度-企业成立年度)
公司属性	State	国有企业取值为 1，否则为 0
行业类型	Ind	行业虚拟变量，属于该行业则取值为 1，否则为 0
年度	Year	年度虚拟变量，属于该年度则取值为 1，否则为 0

### 4.3 模型设定

通过梳理相关理论讨论了金融化影响企业创新的内在原理，并提出研究假设。为对上述研究假设进行实证检验分析，本文参照董小红（2022）、王军生（2022）等研究方法建立计量模型，模型如下：

$$\ln Total = \alpha_0 + \alpha_1 Fin + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Roa + \alpha_5 OC + \alpha_6 CF + \alpha_7 Growth + \alpha_8 \ln Age + \alpha_9 State + \sum year + \sum Ind + \varepsilon \quad (4-1)$$

$$\ln Total = \alpha_0 + \alpha_1 Fin + \alpha_2 Fin^2 + \alpha_3 Size + \alpha_4 Lev + \alpha_5 Roa + \alpha_6 OC + \alpha_7 CF + \alpha_8 Growth + \alpha_9 \ln Age + \alpha_{10} State + \sum year + \sum Ind + \varepsilon \quad (4-2)$$

式中： $\alpha_0$ 为截距项； $\alpha_1$ - $\alpha_{10}$ 为回归系数； $\varepsilon$ 为残差项。

式（4-1）为检验金融化与企业创新的线性关系。在式（4-1）的基础上加入  $Fin$  的平方项构建式（4-2），检验企业金融化对企业创新的影响是否存在拐点。根据假设，我们预期式（4-2）中 $\alpha_1$ 显著为正， $\alpha_2$ 显著为负。

## 5. 实证结果与分析

### 5.1 描述性统计和相关性分析

#### 5.1.1 描述性统计

表 5-1 展示了主要变量的描述性统计结果。首先，企业创新产出（lnTotal）的平均值为 2.669，标准差为 1.737，最大值、最小值分别为 0 和 6.946，表明样本企业的创新水平有较大的差异性。其次，企业金融化程度（Fin）的均值为 7.0%，表明金融资产在资产负债表中占据越来越重要的作用。企业金融化程度（Fin）最小值为 0，最大值为 0.528，说明有部分企业未进行金融资产的配置，而一部分企业的金融化程度较高，整体上样本企业金融化程度有较大的差异。

表 5-1 变量描述性统计

Variable	N	mean	sd	min	p50	max
lnTotal	23972	2.669	1.737	0	2.833	6.946
Fin	23972	0.070	0.101	0	0.030	0.528
Size	23972	22.129	1.270	19.872	21.948	26.098
Lev	23972	0.400	0.199	0.047	0.391	0.855
Roa	23972	0.052	0.040	0.002	0.044	0.200
OC	23972	0.350	0.149	0.088	0.330	0.748
CF	23972	0.052	0.066	-0.142	0.050	0.239
Growth	23972	0.202	0.425	-0.433	0.122	2.918
lnAge	23972	2.763	0.388	1.386	2.833	3.434
State	23972	0.395	0.489	0	0	1

#### 5.1.2 相关性分析

表 5-2 反映了主要变量之间的 Pearson 相关系数。从多重共线性检验结果来看，皮尔逊系数均低于 0.7，方差膨胀因子均值为 1.96，远远低于经验

临界值 10，说明上述变量间并不存在严重的多重共线性问题。我们关注的核心解释变量企业金融化程度与企业创新产出水平呈负相关，且在 1% 的显著性水平下显著。但由于上述观测结果并未考虑公司行业、年度等其他可能影响两者关系的因素影响，因此还需通过回归分析进一步检验和探究。

表 5-2 相关性分析

variable	lnTotal	Fin	Size	Lev	Roa	OC	CF	Growth	lnAge	State
lnTotal	1									
Fin	0.082***	1								
Size	0.376***	0.041***	1							
Lev	0.123***	0.082***	0.516***	1						
Roa	0.028***	0.037***	0.112***	0.397***	1					
OC	0.019***	0.041***	0.190***	0.055***	0.077***	1				
CF	0.028***	0.011*	0.095***	0.127***	0.431***	0.098***	1			
Growth	0.005	0.073***	0.011*	0.068***	0.132***	0.016**	0.021***	1		
lnAge	0.005	0.186***	0.174***	0.180***	0.084***	0.120***	0.069***	0.056***	1	
State	0.020***	0.030***	0.350***	0.299***	0.174***	0.194***	0.017**	0.039***	0.145***	1

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著相关。

## 5.2 金融化对企业创新的影响检验

### 5.2.1 基准回归结果

表 5-3 为企业金融化与企业创新水平的基准回归结果。其中列（1）、（3）为核心解释变量企业金融化程度与创新产出水平的回归结果。列（2）、（4）、（5）、（6）进一步加入了一系列影响企业创新的控制变量，还控制了时间效应和行业效应。

首先，企业金融化对企业创新水平造成了显著的影响。如表列（1）所示，Fin 系数为-0.470，在 1% 的水平上显著。列（2）再加入控制变量之后，显著性水平不变，企业金融化系数变小，且方程拟合度提高，初步验证了回

归结果的稳健性。因此，这说明企业金融化整体上抑制了企业创新，验证了目前已有的研究结论。

其次，企业金融化与企业创新水平之间存在一种倒 U 型的非线性关系。表 5-3 列 (3) 显示企业金融化的一次项 ( $\text{Fin}$ ) 和二次项 ( $\text{Fin}^2$ ) 系数分别为 1.703、-5.624，均在 1% 的显著性水平上显著，与预期一致。列 (4) 显示金融化程度系数有所变小，符号显著性水平仍不变， $R^2$  明显提高，方程的拟合优度增加。为了增强回归结果的可靠性，采用 Lind 和 Mehlum (2010) 提出的检验倒 U 型关系方法：第一，企业金融化一次项系数 ( $\text{Fin}$ ) 显著为正，二次项系数 ( $\text{Fin}^2$ ) 显著为负。从列 (4) 可知，企业金融化与创新水平的一次项系数为 0.633，二次项系数为 -2.590，均在 1% 的水平上显著，符合第一个条件。第二，曲线端点明显陡峭，即在企业金融化取最小值和最大值时的斜率异号。通过 Utest 检验结果我们可以发现，当金融化程度取最小值 0 时斜率为 0.633，取最大值 0.528 时斜率为 -2.104，满足第二个条件。第三，曲线拐点位于企业金融化的取值范围内。经计算，可得金融化拐点为 12.22%，在  $\text{Fin}$  的取值范围 [0, 0.528] 之内，符合第三个条件。并且，Utest 检验后得到的 P 值为 0.004，通过 1% 的显著性检验，至此可以判定企业金融化与企业创新之间存在倒 U 型关系。以拐点 12.22% 为界进行分组回归，结果见列 (5) 和 (6)。当金融化程度小于 12.22% 时，企业金融化回归系数为 1.669，在 1% 的水平上显著，表明金融化与企业创新之间呈显著正相关关系；当金融化程度大于 12.22% 时，金融化回归系数为 -0.513，在 1% 的水平上显著，表明金融化与企业创新之间呈显著负相关关系。上述结果说明，适度的金融化（即小于拐点值）能够发挥“蓄水池”效应，促进企业创新水平的提升。但随着

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/328143005001006025>