

# 适宜度视角下企业金融化对创新投入的影响

董 亮<sup>1</sup> 陈相甫<sup>2</sup>

(1.辽宁社会科学院,沈阳 110031;2.国家开发银行辽宁分行,沈阳 110000)

**内容提要:**创新是国家结构优化、产业升级和经济发展的关键。已有研究表明企业金融化对创新投入存在单调的助推效应或挤出效应,且两种效应之间可以动态性转换,但动态性转换的发生条件和结果尚不明晰。文章使用 2009 年—2019 年间 21800 个非金融上市公司样本,在探析企业金融化对创新效率的若干核心影响要素的基础上,构建了金融化适宜度判别模型分组进行实证分析。研究结果表明:企业的金融化程度对创新投入存在挤出效应;金融化适宜度对创新投入的影响呈动态性转换的倒“U”形;偏离最优金融化程度对企业创新投入呈显著负向影响。最后,企业应结合宏观环境与自身状况,优化金融资产配置推动创新;投资人应结合技术市场发展前景与企业金融化现状进行理性投资;政府应调整经济政策,引导企业金融化合理适度开展。

**关键词:**金融化适宜度 判别模型 创新能力 分组研究

**中图分类号:**F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2021)07-0077-12

## 一、引言

受 2020 年新冠疫情席卷全球的持续性影响,国际层面的贸易、创新等合作大幅削减,导致全球创新价值链发展产生更多不确定性。对中国企业而言,这是一次实现技术赶超而必须要抓住的机会。唯有通过提高自身创新能力实现高质量发展,中国实体企业才能突破全球创新价值链结构锁定,实现价值链位置攀升。2019 年是中国科技创新的重要时间节点,当年共申请国际级专利 58990 件,首次实现对美国的赶超,跃居世界第一。回顾过往,中国的

专利申请数量,分别于 2010 年、2013 年和 2017 年超越了韩、德、日三个创新强国,这意味着中国在科技创新领域的国际地位实现了稳步提升。根据《2020 年全球创新指数》报告显示,2020 年我国科技研发投入强度(R&D 投入占国民收入总额比重)为 2.23%,比上一年增长 0.09%,但也仅达到欧盟 15 国的平均水平,与美国、日本仍存在不小差距。近几年,我国企业的创新发展固然离不开政府出台的各种补贴政策,然而对于微观企业而言,普遍存在的金融化改革也对创新活动产生了重要影响。从宏观视角来看,金融与实体相伴相生,没有金融对实体

[收稿日期]2021-04-29

[作者简介]董亮,金融学博士,副研究员,研究方向为财政性金融;陈相甫,客户二处,研究方向为金融管理。

经济创新活动的助推效应,很难实现高质量发展<sup>[1]</sup>。从微观视角来看,过度倾向于增持金融资产会形成对企业创新的挤出效应<sup>[2]</sup>。企业金融化是一种具有“双刃剑”特点的转型行为,需要寻找恰当的、稳定的阈值点<sup>[3]</sup>。

引导资金流向创新领域,需要寻求企业金融化的一个适宜度,即探寻企业金融化的最优解。在此视角下,已有研究成果提供了丰富经验,但仍有一些问题尚未明晰:如何寻找金融化最为适宜的阈值点?在“不足”与“过度”两种非适宜的情境下,企业金融化适宜度对创新水平的影响有何不同?企业、投资人以及政府这些经济社会中的主体在应对金融化时,需要聚焦的问题有何不同?在这种影响关系中又应该充当什么角色?

针对上述研究缺口,本文主要展开三部分工作:第一,构建企业金融化适宜度判别模型,对样本金融化现状进行分析;第二,建立企业金融化与创新投入之间的回归模型,探析金融化与创新投入之间的复杂影响关系;第三,剖析企业、投资人以及政府三个角色在金融化助推创新的传导机制中发挥的作用,为引导企业金融化、推动企业创新提供全新政策视角。本文研究的创新点有二:其一,借助 Richardson 模型将全体样本进行分类处理,这种分类研究的结论丰富了金融化与创新之间复杂影响关系的动态转换理论;其二,从企业、投资人和政府三个视角提供建议,有利于形成宏观调控与微观调节之间的互动关联政策机制。

## 二、文献回顾

### (一)企业金融化及其测度

企业金融化的概念最早提出于 20 世纪 90 年代,国内外学者先后基于不同的视角进行了界定。早期学者认为金融化是一个描述大型经济体系的宏观概念,多从国家层面、区域层面和产业层面分析。在经济运行过程中,金融领域的人员、机构以及市场对经济体系发展的影响越来越大,高效率的盈

利越来越多地依赖于金融部分,此时来自金融部门的营收效率远高于其他部门,这种现象被学者称为是经济发展的金融化<sup>[4-5]</sup>。在随后的研究中,另外一些学者从微观企业的视角定义了金融化,他们认为如果某个企业的营收来源主要依赖的是证券回购、获取利息及股息等,并持续将现金流涌入金融市场,那么这种金融渠道替代生产及服务渠道成为企业主要盈利来源的转型即为企业金融化<sup>[6]</sup>。在国外研究基础上,国内学者基于中国经济发展特色对企业金融化进行了界定,强调了实体经济与虚拟经济之间的“分水岭”,将企业金融化定义为企业在发展过程中脱离实体经济、独立实现的货币化增值部分<sup>[7]</sup>。

关于企业金融化测度的研究,主要从金融资产以及股东收益两个视角展开。国外学者基于金融资产角度的指标主要有金融产品收入占总营收的比重、信贷市场债务占总资产的比重、金融部门支出占毛利润的比重、利息及股利营收占总营收的比重等<sup>[8-9]</sup>。国内关于金融领域的研究起步较晚,多数学者都是基于国外研究的进一步拓展,但由于对金融化概念的认识不同而构建了差异化的测度指标。基于金融资产角度的指标主要从金融资产占总资产比例、金融渠道营收占总营收比例、金融支出占总支出比例等方面进行选取<sup>[10-11]</sup>。基于股东收益最大化的视角,一般选择反映金融收益的股息支付、股票回购以及表示金融支付的利息收入、股息收入等指标进行测度<sup>[12]</sup>。从企业的金融资产构成和收益比例来测度金融化,是一个偏向于金融化结果的尝试,而从股东收益或价值来测度则是一个偏向于金融化根源的探索,即金融化战略的唯一目的是实现股东的利益最大化。因此,从测度的内容和功能来看,两者之间不仅不相互矛盾而且存在相互整合的可能。

### (二)企业金融化与创新投入

企业金融化与创新投入之间具有较为复杂的关系,现有研究结果之间也存在明显差异。部分研

究认为,企业金融化程度越高反而越不利于企业创新投入的增加,两者之间是负相关关系。一方面,实体投资是创新活动得以持续的重要来源,而资源的有限性导致金融投资势必会挤出实体创新投资<sup>[13]</sup>。另一方面,金融投资的高利润回报、短运营周期的优势通过管理层激励挤占了本应投入到技术和产品研发的资金,从而导致企业金融化程度对创新投入的挤出效应<sup>[14]</sup>。另有部分研究认为,两者之间是呈现正相关关系的,即企业金融化程度越高越有利于企业创新投入的提升。企业在金融领域的投资增加了企业的总收益,从而提供了更多研发的资金,并且根据内生增长理论,金融投资作为一种短期投资可以拓宽融资渠道、提高融资效率、提升融资能力,有利于突破资金约束增加实体经济领域的投资<sup>[15]</sup>。因此,企业进行金融化对创新投入存在助推效应。有文献针对金融化与创新投入之间差异化结论的原因展开探索,发现归属于不同产业、区域和生命周期的企业,一般在金融资产配置结构方面存在显著特征,或偏重于长期金融资产、或偏重于短期金融资产,从而对创新活动产生不同的影响后果。在最新的研究中,一些学者试图综合两种观点,认为企业的金融化对创新投入的影响是动态变化的,即助推和挤出两种效应之间可以进行相互转换<sup>[16]</sup>。当研究金融资产结构视角下金融化程度与创新投入之间关系时,两者之间的影响关系是正向的,而在股东收益最大化视角下时,影响关系变为负向。学者们通过检验这种复杂动态的非线性影响关系,发现了企业金融化程度存在阈值,即当金融化程度大于或小于18%时,两组样本中金融化程度对创新投入的影响完全不同<sup>[17]</sup>。

通过以上梳理可以发现,金融化程度的测度研究较为丰富,这些经典理论和方法为本文实证模型构建提供了可借鉴的研究基础。抛开金融资产配置结构的影响,企业金融化与创新投入之间也受动态化因素的影响,即金融化从转型“不足”到转型“过度”的改变。金融化适宜度问题的存在,将会导致企

业在具体实施金融化时无法确定最佳的转型力度。现有研究,尚缺乏基于企业微观数据展开对不同情境下企业金融化适宜度与创新投入之间关系的深度探讨。基于此,本文在现有理论基础上对制造业上市企业数据进行分析,进行进一步探讨金融化和创新投入之间关系。

### 三、理论分析及假设

金融可持续发展理论最早阐述了何为金融化的适宜度问题,可作为企业金融化适宜度研究的基本参考。早在1994年,著名金融学家白钦先教授就开始关注金融可持续发展的问题,认为金融可持续化发展的根本是对金融资源的合理利用,其合理化利用的标准是金融与实体经济之间是否协调。而现实状况往往不尽如人意,金融与实体经济之间摩擦不断:第一种情况,金融资源的滥用导致金融发展超越了实体经济的需求;第二种情况,金融体系过于落后使金融资源的利用效率低下而难以有效满足实体经济的发展需求。这种逻辑同样适合微观经济单元群组——企业。企业金融化是企业对周边金融资源的利用和开发,而企业金融化适宜与否的本质是能否实现企业股东收益最大化。通俗来说,当企业对金融资源的利用伤害了股东利益,表现为对金融领域的过度投资,则称之为企业过度金融化;当企业对金融资源的利用未实现股东利益最大化,则意味着金融化尚未达到阈值,表现为对金融领域的投资不足。

企业运营的过程非常复杂,在分析一个企业金融化是否达到最优阈值时,需要综合考虑诸如规模体量、投资战略、融资来源、企业发展水平等多个因素。当金融化不足时,企业进行金融化会抑制创新投入的增加,形成挤出效应;而当金融化程度过度时,可观的营收效率会缓解金融约束,对金融领域的投资反而成为企业未来投资实业的“蓄水池”,形成助推效应<sup>[18]</sup>。所以,企业金融化长期且稳定地处在最优阈值是不符合实际情况的,大多数企业是处在

一个不足或过度的金融化程度。当企业金融化接近最优阈值时,金融投资的运营周期较短、变现能力较强且金融风险处于可控范围,能够减轻实体经济发展面临的融资约束难题。而当企业金融化程度远离最优阈值时,金融投资周期过长、风险过大将不利于企业的可持续发展,导致企业在未来产业布局中失去占领技术高地的机会。因此,企业实际金融化程度与理想金融化之间程度的差距越小,则企业金融化适宜度越好;企业实际的金融化程度与理想金融化程度的差距越大,则企业金融化适宜度越差。

根据上述企业金融化与创新等相关理论分析,本文做出如下假设:

H1: 金融化程度对企业创新投入存在挤出效应。

H2: 金融化适宜度对企业创新投入存在倒“U”型的非线性影响。

H3: 实际金融化程度越偏离理想值,越容易抑制企业创新投入。

## 四、研究设计

### (一)研究方法及数据来源

本文使用面板数据进行回归分析,对数据进行平稳性检验后,建立金融化适宜度判别模型将所有样本分为两组,提取不足型金融化样本和过度型金融化样本。为了检验这种分组方式是否合理,采用了精确断点回归进行合理性检验。实证检验采用短面板数据进行回归分析,选定了公司金融、财务管理等微观领域研究中广泛采用的离群数值处理方法(winsorize 处理法)<sup>[9]</sup>,将超出变量特定百分位范围的数值进行处理,将所有连续性变量调整到 1%-99%。面板数据来源于《国泰安数据库》《中国金融统计年鉴》《中国区域金融运行报告》。因为《企业会计准则》(2007-2008)的内容发生了重大调整,本文涉及到的多个变量统计口径也随之发生了改变,所以

最终选取 2009 年-2019 年沪深 A 股的制造业上市企业作为样本,并展开实证分析。经过初步筛选,将经营主业分布在金融领域的企业以及重要变量缺失的企业进行剔除,最终得到 11 个年度的 21800 个面板观测数据样本。

### (二)变量设计及定义

本文的实证研究分为适宜度判别模型和实证检验模型两部分,变量选择对应了两部分模型的构建需求。为重点分析金融化和企业创新投入关系,采用创新投入指标,借鉴李姝等<sup>[20]</sup>的做法,将创新活动的投入额占年终总资产额的比值作为企业创新投入指标。创新投入在实证检验模型组中充当了因变量,而金融化水平增量在金融化适宜度判别模型中同时充当了自变量和因变量。自变量中金融化程度参考陈孝明和张可欣<sup>[21]</sup>的结论,金融化适宜度以及偏离最优金融化程度按照理论分析结论进行计算。考虑到其他因素对研发创新投资的影响,借鉴杜勇等<sup>[2]</sup>、胡奕明等<sup>[23]</sup>的文献,选择资产体量、资产负债率、库存现金量、资产回报率、技术投资水平、托宾 Q 比率、董事会规模、运营监管能力、核心人员待遇、运营控制能力、代理权渗透程度作为控制变量。模型中变量选取、说明及计算方法详见表 1。

### (三)模型构建

由于实证研究分为两部分进行设计,因而将模型构建也分为“两步走”进行展开。首先,构建金融化适宜度判别模型对样本进行分组。其次,构建实证检验模型组对企业金融化相关变量与创新能力之间的影响进行研究。

1.适宜度判别模型。企业金融化对企业创新活动的挤出效应和助推效应兼而有之,而且会随着企业经营状况变化而在两种效应之间进行转换。通过前文对相关文献分析,发现这种效应间转换与企业金融化适宜度有关,即在不足与过度两种情况下金融化对创新活动的影响是不同的。基于此,有必要对样本进行金融化程度不足与过度两种情况的分

表 1 变量选择及说明

变量类别	变量称谓	变量代码	变量说明
因变量	创新投入	Incy	企业当年用于创新活动的投入额占年终总资产额的比重
	金融化程度增量	Ilof	当年金融化程度相较于去年的增长量
自变量	金融化程度	Fl	广义视角下企业金融资产占企业总资产的比重
	金融化适宜度	Flsy	金融化程度目标值与金融化程度实际值之间的差值
	偏离最优金融化程度	Dfofn	对金融化适宜度进行绝对值处理
控制变量	资产体量	Av	对当年年末资产总额进行自然对数化处理
	资产负债率	Aal	当年年末的负债额与资产总额的比重
	库存现金量	Cis	对当年货币资金总额进行自然对数化处理
	金融投资回报率	Roa	当年金融投资收入的税后净利润额占年末资产总额的比重
	技术投资水平	Til	当年用于技术研发、改进及引进的投资额占年末资产总额的比重
	托宾 Q 比率	Tbqr	当年资产估值与年末资产总额的比值
	董事会规模	Bs	董事会的人数
	运营监管能力	Osc	董事会中独立董事占所有董事人数的比重
	核心人员待遇	Et	对董事会、监事会及高管中前五薪资总额进行自然对数化处理
	运营控制能力	Occ	排名前三股东持股比重总和
	代理权渗透程度	Ap	资本运作权和资本所有权所占比例之间的差值

组研究,构建金融化适宜度判别模型。本文参考理查德森在 2006 年提出的判断企业是否过度投资的残差度量模型<sup>[24]</sup>,构建了金融化适宜度判别模型,并利用该模型判断企业是否过度金融化。具体模型为:

$$Ilof_{it} = \chi_0 + \chi_1 Ilof_{it-1} + \chi_2 Av_{it} + \chi_3 Roa_{it} + \chi_4 Tbqr_{it} + \chi_5 Cis_{it} + \chi_6 Aal_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $Ilof$  代表金融化程度增量, $Av$  代表资产体量, $Roa$  代表资产回报率, $Tbqr$  代表托宾 Q 比率, $Cis$  代表库存现金量, $Aal$  代表资产负债率, $\chi$  为变量系数, $\varepsilon$  为残差, $i$  为企业, $t$  为年度。在模型(1)中,等号左边是实际金融化程度增量,等式的右边由解释变量和残差构成。当测度理想金融化程度增量时,等式右边的解释变量即为测度指标,拟合数据结果为

理想金融化水平增量。在该环节,残差也被赋予了新的含义,用来表示实际金融化程度增量与理想金融化程度增量之间的差额,如果某样本的差额大于零则表示该样本的金融化程度为过度,如果差额小于零则表示该样本的金融化程度为不足。

2.实证检验模型。实证检验部分构建了被解释变量相同(企业创新投入)而解释变量存在差异的模型组,探讨企业金融化适宜度对创新投入的影响。模型(2)使用企业金融化程度作为解释变量,主要用以分析企业金融化对企业创新投入是挤出效应还是助推效应,是本文进行后续分组的基础检验。模型(3)将使用企业金融化适宜度作为解释变量,是分组研究的主要模型。模型(4)引入了企业金融化适宜度的平方项,用以观察解释变量与被解释

变量之间是否存在非线性影响,这也是判断是否有必要进行分组研究的依据。模型(5)存在的作用与模型(4)大致相同,均为进一步印证实证检验结论的正确性并分析分组研究的必要性。具体模型如下:

$$Incy_{it} = \eta_0 + \eta_1 Fl_{it} + \begin{bmatrix} \eta_2 \\ \vdots \\ \eta_{12} \end{bmatrix}^T \times \begin{bmatrix} Av_{it} \\ \vdots \\ Ap_{it} \end{bmatrix} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Incy_{it} = \kappa_0 + \kappa_1 Flsy_{it} + \begin{bmatrix} \kappa_2 \\ \vdots \\ \kappa_{12} \end{bmatrix}^T \times \begin{bmatrix} Av_{it} \\ \vdots \\ Ap_{it} \end{bmatrix} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Incy_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Flsy_{it}^2 + \gamma_2 Flsy_{it} + \begin{bmatrix} \gamma_3 \\ \vdots \\ \gamma_{13} \end{bmatrix}^T \times \begin{bmatrix} Av_{it} \\ \vdots \\ Ap_{it} \end{bmatrix} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Incy_{it} = v_0 + v_1 Dfofn_{it} + \begin{bmatrix} v_2 \\ \vdots \\ v_{12} \end{bmatrix}^T \times \begin{bmatrix} Av_{it} \\ \vdots \\ Ap_{it} \end{bmatrix} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中,  $Incy$  代表创新投入,  $Fl$  代表金融化程度,  $Flsy$  代表金融化适宜度,  $Dfofn$  代表偏离最优金融化程度,  $\eta$ 、 $\kappa$ 、 $\gamma$  及  $v$  为变量系数,  $\varepsilon$  为残差,  $i$  为企业,  $t$  为年度。模型组中省略的控制变量见表 1, 此处不再赘述。

## 五、实证结果

### (一) 适宜度判别结果及合理性检验

为了分析不同金融化程度对创新的影响, 根据模型(1)对样本进行金融适宜度分类。由于企业金融化程度增量的计算需要进行滞后化处理, 将会导致 2009 年部分变量数据的缺失, 因此金融化适宜度判别模型涵盖了从 2010 年至 2019 年共 10 个年度的 19818 个样本。本文利用适宜度判别模型判断企业是否过度金融化, 具体思路为: 第一步, 计算样本各年度的实际金融化程度增量; 第二步, 通过模型拟合出理想的金融化程度增量; 第三步, 计算出实际金融化程度增量与理想增量之间的差额; 第四步, 根据计算得出的差额判断企业金融化过度与

否。数据分析及处理使用 SPSS20 和 stata14.0 软件。

根据上述分析思路, 首先, 对 19818 个样本的数据进行了拟合, 求出了适宜度判别模型中各个指标的回归系数。然后, 将所有样本的各个指标数据带入适宜度判别模型获得企业理想金融化程度, 并计算出实际金融化程度与理想金融化程度之间的差值, 即企业的金融化适宜度。最后, 根据金融化适宜度的计算结果, 判断企业是过度型金融化还是不足型金融化。数据分析结果显示, 在 19818 个企业样本中, 有 8928 个是过度型金融化, 占比为 45%; 有 10890 个是不足型金融化, 占比为 55%。这说明, 我国已经有相当比例的企业存在金融化过度的问题, 结果如图 1 所示。

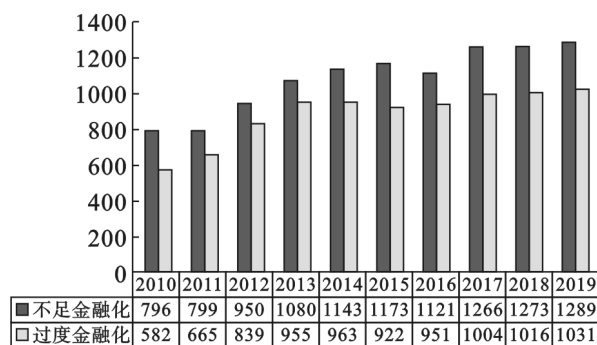


图 1 企业金融化适宜度判别结果

从图 1 的时间维度来看, 2010 年到 2013 年过度金融化样本占总数的比例逐年增高, 随后下降。究其原因, 主要考虑到受 2008 年全球金融危机的影响, 实体经济利润下跌使得相当一部分企业为了生存将发展战略聚焦于包括金融投资在内的其他盈利渠道, 这造成了很多企业的过度金融化。随后, 中国政府的“4 万亿计划”逐步发挥了扩大内需、促进经济平稳较快增长的作用, 使得一部分企业开始重新将重点转移到实体经济当中。

由此, 使用模型(1)将所有样本分为不足型金融化和过度型金融化两组, 为了检验这种分组方式的合理性, 本文进一步引入了虚拟变量— $V_{flsy}$ , 采用了精确断点回归进行合理性检验。当企业属于过

度型金融化样本时,Vvflsy 赋值为“1”,而当企业属于不足型金融化样本时,Vvflsy 赋值为“0”。具体回归结果如表 2 所示。

从表 2 可以看出,模型整体通过性较好,但 Flsy 和交叉项(Flsy×Vvflsy)两个变量对创新投入的回归系数有着方向上的显著差异。这表明,在金融化适宜度阈值点两侧的企业创新投入存在微小的跳跃。然而,这也反映出一个不容忽视的信息:即便企业金融化适宜度从“小于 0”到“大于 0”发生了极其微小的变化,过度型金融化样本的创新投入也会显著低于不足型金融化样本。所以,精确断点回归模型为讨论金融化适宜度以“0”为界进行分组的合理性提供了实证层面的经验证据,即将样本分为不足型金融化样本和过度型金融化样本是科学合理的。

表 2 金融化适宜度分组合理性检验

精确断点回归模型	Incy	T 值
Flsy	0.018***	4.32
Vvflsy	0.0001	-1.01
Flsy × Vvflsy	-0.044***	-7.82
Av	-0.002***	-10.32
Aal	0.0001	0.10
Cis	0.07***	3.58
Roa	0.041***	9.89
Til	0.005	1.12
Tbqr	0.001***	6.41
Bs	0.0003**	1.97
Osc	0.008***	2.71
Et	0.005***	17.14
Occ	-0.002*	-1.7
Ap	0.0002***	3.43
Constant	-0.01**	-2.07

注:\*,\*\*,\*\*\* 分别表示在 10%,5%和 1%水平上显著,下同。

①由于篇幅限制,本文将模型 I—模型 VI 的表达式略去,如有兴趣可向作者索取。

## (二)实证检验模型结果及分析

实证分析在已有文献的基础上进一步完善和丰富控制变量体系,旨在控制除了核心要素指标以外的可以引发被解释变量变动的无关变量,并且在已有文献的结论基础上,通过比对这些控制变量与被解释变量之间的影响关系,进一步检验样本质量。本文根据模型(2)–(5),建立计量模型 I—模型 VI<sup>①</sup>,对总体样本和分组样本进行短面板数据回归分析。具体为:模型 I 解释变量为企业金融化程度,用于验证其与企业创新投入的相关关系;在模型 II 和模型 III 中,引入金融化适宜度变量,以确定金融化适宜度对创新投入影响的线性或非线性特征;在模型 IV 中引入偏离最优金融化程度,用以验证存在企业金融化适宜度的最优阈值点;建立模型 V 和模型 VI,按照前文分组分别进行过度型金融化和不足型金融化的回归分析,进一步探析企业金融化适宜度对企业创新投入的动态性影响。具体分析结果如表 3 所示:

表 3 数据结果显示:模型 I 中企业金融化程度以极高的显著性负向影响企业创新投入;模型 II 中 Flsy(金融化适宜度)对 Incy(创新能力)是显著负向影响,但影响程度较小;模型 III 中 Flsy 的二次项系数较模型 II 更为显著而且影响程度也更大,同时回归模型从线性到非线性的调整(模型 II—模型 IV)后,拟合度指标(调整后的 R<sup>2</sup>)从 0.385 提升到 0.389,反映出 Flsy 对 Incy 的影响更具备非线性特征;模型 IV 中偏离最优金融化程度的回归系数显著为负;模型 V 中,Flsy 对 Incy 发挥着显著的负向影响,即抑制企业创新投入的提升;模型 VI 中,Flsy 对 Incy 发挥着显著的正向影响,即促进企业创新投入的提升。整体控制变量参数系数表现出较强的一致性,系数略有差异,但相关性基本稳定。资产体量显著负向影响企业创新投入;库存现金量和资产回报率均显著正向影响企业创新投入,且影响程度较大;托宾 Q 系数显著正向影响企业创新投入;董事

表 3 企业金融化适宜度回归结果

变量	全体样本				过度型金融 化样本	不足型金融 化样本
	模型 I	模型 II	模型 III	模型 IV	模型 V	模型 VI
Fl	-0.017*** (-10.61)					
Flsy2			-0.066*** (-5.53)			
Dfofn				-0.022*** (-7.73)		
Flsy		-0.005** (-2.37)	-0.005** (-2.24)		-0.025*** (-6.09)	0.019*** (4.26)
Av	-0.002*** (-9.19)	-0.002*** (-10.23)	-0.002*** (-10.23)	-0.002*** (-10.45)	-0.002*** (-6.53)	-0.002*** (-7.83)
Aal	-0.001 (-1.11)	0.001(0.55)	0.0004 (0.22)	0.0004 (-0.04)	0.001 (0.43)	-0.001 (-0.38)
Cis	0.017*** (8.54)	0.004** (2.36)	0.006*** (3.07)	0.004*** (2.72)	0.006** (2.56)	0.008*** (2.59)
Roa	0.039*** (9.60)	0.041*** (9.92)	0.040*** (9.84)	0.041*** (10)	0.041*** (6.53)	0.041*** (7.46)
Til	0.002 (0.38)	0.005 (1.18)	0.004 (1.11)	0.005 (1.17)	0.002 (-0.05)	0.008 (1.39)
Tbqr	0.001*** (6.28)	0.001*** (6.05)	0.001*** (6.35)	0.001*** (6.48)	0.001*** (5.18)	0.001*** (3.93)
Bs	0.0003*** (2)	0.0003*** (2.15)	0.0003*** (2.01)	0.0003*** (1.98)	0.0001*** (1.02)	0.0003*** (1.65)
Osc	0.008*** (2.63)	0.008*** (2.73)	0.008*** (2.68)	0.008*** (2.7)	0.011** (2.38)	0.006 (1.42)
Et	0.005*** (17.70)	0.005*** (17.29)	0.005*** (17.14)	0.005*** 17.15)	0.005*** 11.51)	0.005*** (12.7)
Occ	-0.003*** (-3.11)	-0.002* (-1.83)	-0.002* (-1.71)	-0.001 (-1.5)	-0.002 (-1.05)	-0.002 (-1.52)
Ap	0.0003*** (3.49)	0.0002*** (3.23)	0.0002*** (3.39)	0.0002*** (3.42)	0.0002*** (3.38)	0.0002* (1.74)
常量	-0.014*** (-2.82)	-0.013*** (-2.60)	-0.012** (-2.38)	-0.010* (-1.95)	-0.017** (-2.24)	-0.006 (-0.91)
R <sup>2</sup>	0.396	0.390	0.393	0.394	0.406	0.391
调整后 R <sup>2</sup>	0.391	0.385	0.388	0.389	0.394	0.380
样本数量	19818	19818	19818	19818	8928	10890



会人数和代理权渗透程度对创新投入的回归,虽然在统计意义上显著,但是实际影响微乎其微;运营监管能力和核心人员待遇显著正向影响企业创新投入;运营控制能力负向影响企业创新投入。

对比数据分析结果可以发现,总数据和分类数据分析结果具有明显差异。

从整体数据看,在不考虑企业金融化程度是否适宜的情况下,企业金融化是不利于企业提升创新投入的。该实证结果与前文提出的“金融化程度对企业创新投入存在挤出效应”假设相一致。这也反映出本文实证选取的变量和数据是较为可信的,支持进一步研究金融化适宜度与创新投入之间的关系。模型Ⅲ在模型Ⅱ基础上的调整,使得模型与数据之间的拟合程度更好,说明金融化适宜度对创新投入的影响更倾向于非线性形式,根据模型Ⅲ中二次项的回归系数显著为负,判断这种非线性影响为倒“U”型,即当金融化适宜度较低时(金融化不足),随着该变量的提升将会促进企业创新投入的提升,但当金融化适宜度超过固定阈值点时(金融化过度),将随着该变量的提升而抑制企业创新投入。该实证结果与前文提出的“金融化适宜度对企业创新投入存在倒U型的非线性影响”假设相一致。模型Ⅳ的回归结果不仅印证了模型Ⅲ得出的倒“U”型影响结论,而且进一步发现金融化适宜度在“0”处存在明显的阈值特征,即金融化适宜度在“大于0”(过度)和“小于0”(不足)两种情境下对创新投入的作用存在着显著差异。这从另一个角度说明,金融化程度越不足或越过度,越容易抑制创新投入,形成挤出效应,反之,金融化程度越接近理想阈值点,越容易促进创新投入的提升,形成助推效应。该实证结果与前文提出的“实际金融化程度越偏离理想值,越容易抑制企业创新投入”假设相一致。

从分组数据看:过度型金融化样本会随着金融化适宜度的提升挤出企业对创新活动的投入,从而抑制创新投入的增加;而不足型金融化样本会随着

金融化程度的提升助推企业创新活动的投入,从而促进企业创新投入的增加。

从控制变量系数看:资产总额越大的企业,越不倾向于高创新投入占比;现金存量的多少是直接决定创新投入比例高低的资金因素;税后净利润的提升将有助于企业将资金回流到创新环节;董事会中独立董事数量占比越高、高管薪资额越高,越能避免企业将资金集中于短视化盈利的股东分红和金融化投资,而注重有利于企业可持续发展的创新活动投入;企业股权过分集中,意味着企业战略更多代表的是当前少数人的利益,从而忽视为企业未来带来发展机会的技术创新。

### (三)稳健性检验

为进一步加强上述结论的普适性,本文采用替换解释变量和被解释变量的测度方法进行稳健性检验。对解释变量进行替换,将原本金融化广义统计口径调整为狭义统计口径测量企业金融化程度,而狭义视角下的金融化不包括诸如上市公司对联营、合营公司投资在内的长期股权投资。调整解释变量并未影响主要结论,进一步讨论调整被解释变量的测度方法。参考已有研究的做法,选择可以描述创新投入的另一个指标R&D人员全时当量,作为反映创新投入的替代变量。不论是调整解释变量还是被解释变量,主要的研究结论并未发生改变。因此,本文构建的实证检验模型得出的结论通过了稳健性检验。稳健性分析回归具体结果详见表4。

## 六、结论、启示与展望

### (一)研究结论

本文基于适度判别视角,引入了金融化适宜度概念,针对金融化对创新投入影响效应,完善金融化程度的测度指标体系,构建适宜度判别模型及实证检验模型,划分不足型金融化、过度型金融化样本,并利用2009年到2019年的沪深A股制造业上市企业数据,分析企业金融化过程中对企业创新投

表 4 替换解释变量和被解释变量的稳健性检验

常量	狭义口径测量金融化水平的稳健性检验					
	全体样本				过度型金融化样本	不足型金融化样本
Fl	-0.014*** (-5.57)					
Flsy <sup>2</sup>			-0.071*** (-6.77)			
Dfofn				-0.002*** (-7.60)		
Flsy		-0.007*** (-2.66)	-0.005** (-2.11)		-0.025*** (-5.87)	0.018*** (3.98)
变量	R&D 人员全时当量作为创新投入测度指标的稳健性检验					
	全体样本				过度型金融化样本	不足型金融化样本
Fl	-0.008*** (-6.37)					
Flsy <sup>2</sup>			-0.055*** (-4.69)			
Dfofn				-0.019*** (-6.86)		
Flsy		-0.007*** (-3.71)	-0.006*** (-3.08)		-0.023*** (-6.26)	0.015*** (3.52)

注：因文章篇幅问题，且考虑到稳健性检验对控制变量的解释不作为本部分核心内容，因而不对控制变量和常量的相关数据进行列示。

入的动态化影响。

研究发现：第一，由于资源存在有限性，企业将资源聚焦于金融化势必将会抑制创新投入，即为理论分析中的挤出效应。第二，这种挤出效应是从整体静态的角度来看的，如果动态观察金融化适宜度的变化，可以发现金融化对创新投入的影响呈动态转换的倒“U”型，即金融化应当保持在适当的区间，不足或者过度时都将会抑制创新投入的增加，将金融化程度保持在一定的适度区间内时，对增加企业创新投入最为有利。第三，偏离最优金融化程度对企业创新投入具有负向影响，实际金融化程度越接近理想阈值对创新投入的挤出效应越小、助推效应越大。

(二) 启示及建议

金融是经济发展的重要组成部分，主旨是服务

实体经济，为实体经济高质量发展发挥“血液”输送给养的重要作用。因此，应综合考虑经济发展的不同层面，探讨如何科学合理利用金融市场的配置作用来激发金融对创新的助推效应，从而加速微观企业和宏观经济的发展。

1. 企业应结合宏观环境与自身状况，优化金融资产配置推动创新。部分企业盲目追逐资本套利是金融化的主要动因，这也是经济发展中虚拟经济过度泛滥，致使“实体—虚拟”发展失衡的重要原因。因此，企业应该理性认识过度金融化对资产配置带来的不利影响，在配置金融资产时，兼顾自身风险承受能力和资源禀赋，并结合外部相关财政补贴和货币政策带来的金融适宜度动态性变化，进行金融化策略的相机抉择，从而通过接近金融化最优阈值实现股东利益最大化。当企业处在过度金融化发展

阶段时,要避免因管理层追逐短期投资回报而过度投资金融项目的短视性行为,谨防过多占据本应属于创新投入的企业资源,减缓金融化对创新活动的挤出效应;当企业处在不足金融化发展阶段时,要适度增加金融项目投资力度,扩宽金融渠道减缓财务压力,保证足够的现金流量维持企业顺利发展,从而强化金融化对创新活动的助推效应。

2.投资人应结合技术市场发展前景与企业金融化现状进行理性投资。金融化程度影响企业创新活动,关乎企业的长期发展前景,投资人应充分评估企业当期金融化状况,根据预期规划适当配置在企业金融和创新领域的资金,合理做出投资决策。影响企业资金配置的因素主要有企业性质、主营业务增长水平以及企业生命周期等。当企业为国有企业、主营业务增长水平低迷且处于稳定增长的成熟期或持续走低的衰退期时,企业金融化意愿多出于主动。但是,这类企业的创新活动多以国家技术需求为导向,不论是受金融化不足带来的助推效应影响,还是金融化过度带来的挤出效应影响,其敏感程度都处于一个比较低的水平上,因而对企业金融化是否处于相对适宜的程度无需过多关注。当企业为非国有企业、主营业务增长水平强劲且处于快速增长的成长期时,创新投入的金融渠道相对匮乏、贷款成本相对较高且程序繁琐,加之企业盈利和未来发展与技术研发息息相关,因而这类企业对金融化适宜程度的敏感度特别高。处在阈值点处的金融化水平将最大化激发对创新活动的助推效应,而当金融化不足或过度时,又将放大对创新的挤出效应。对于这类企业,投资人应该综合评价金融化适宜度的相关指标构成,合理进行金融化投资决策。

3.政府应调整经济政策,引导企业金融化合理适度开展。政府需要发挥“局外人”作用。企业和投资人关注金融化,其动机一般是为了追逐投资的超

额回报,因而很容易陷入“短视”的管理困境而放弃“长远”的可持续收益。这也导致了在多数情况下,企业金融化是一种过度的状态。而政府作为“局外人”可以通过法规制度、财政补贴、货币政策等宏观政策,对企业短视性金融化进行纠偏。具体做法如下:制定相关行业涉足金融领域的准入细则,主要是调整相关实体行业进行金融投资的回报率,从而制约企业过度金融化对创新带来的挤出效应;视企业金融化适宜程度的不同对应差异化政策,对于不足型金融化企业(创新资源充足)应该降低创新补贴,对于过度型金融化企业(创新资源匮乏)应该提升创新补贴;视企业性质、生命周期阶段以及主营业务状况等方面的不同,制定差异化、定制化信贷政策,营造人性化货币政策环境。

### (三)研究展望

在研究方法上,本文构建了金融化适宜度判别模型,为研究企业金融化提供了一种分组的新视角。从样本和变量选择来看,研究结论与已有的研究结论可以相互印证,但本文构建的实证检验模型组更为全面,可以很好地反映复杂因素集对企业创新投入的影响。适宜度判别模型通过将全部样本进行拟合,划分为不足型金融化样本和过度型金融化样本,为后续分组研究提供了数据支撑。采用此模型,可以对不足型金融化样本和过度型金融化样本分别进行回归,进一步丰富金融化与创新之间复杂影响关系的动态转换理论。基于这种分组讨论,为深入展开政府视角的宏观经济政策研究提供了理论基础;将金融化策略作为企业主动应对金融化与创新投入之间调整机制的工具,有利于为后续研究宏观调控与微观调节之间的互动关联机制提供抓手。

在研究内容上,首先,本文控制了资产负债率、董事会规模、现金存量等反映企业运营状况的因素,而其他宏观经济政策比如货币政策、政府财政

补贴等因素也会作为中介变量或调节变量对金融化与创新投入之间的关系发挥作用,因此在今后的研究中需要考虑加入货币政策宽松度、政府补助等;其次,适宜度判别模型和回归模型仅研究了企业金融化与创新投入之间的影响关系,对经济现象的解释存在一定局限性,在以后的研究中应结合案例分析利用“理论推演+实证检验”强化研究的因果关联;最后,本文在研究金融化与创新关系的基础上,应该结合实际问题的归纳和总结出金融化对创新的影响机理,这也是今后工作的重点。

## 参考文献:

- [1] 胡大立,金晨远,李致远.服务业开放低端锁定程度与制造业技术创新能力[J].企业经济,2019(12):39-44.
- [2] 肖磊.信用创造、虚拟资本与现代经济运行——兼论我国实体经济与虚拟经济的关系[J].当代经济研究,2019(12):9-14.
- [3] 李瑞红,鲍阳.制造业脱实向虚、资源依赖与股价崩盘风险[J].财会通讯,2019(36):51-67.
- [4] 李真,陈天明.金融偏向性与制造业创新分化:基于信贷配置视角[J].上海财经大学学报,2021,23(04):107-120.
- [5] 刘素荣,刘梦雨,霍江林.高新技术企业金融化与研发投入——基于融资约束调节效应的异质性研究[J].工业技术经济,2021,40(07):141-149.
- [6] 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(03):1-13.
- [7] 张璇.经济政策不确定性、金融化与企业投资[J].湖北社会科学,2021(05):100-106.
- [8] 史学智,阳镇.企业金融化与企业创新——基于产业政策视角的重新审视[J].科研管理,2021,42(04):147-157.
- [9] 饶萍,吴青.企业金融化、CEO学术背景与企业异质性创新[J].统计与决策,2021,37(07):174-177.
- [10] 吴伟伟,张天一.非研发补贴与研发补贴对初创企业创新产出的非对称影响研究[J].管理世界,2021,37(03):137-160+10.
- [11] 肖忠意,林琳,陈志英,徐定宝.企业金融化与上市公司创新研发投入——基于董事会治理与创新文化的调节作用的实证分析[J].南开经济研究,2021(01):143-163.
- [12] 钟华明.企业金融化对创新投资的影响[J].经济学家,2021(02):92-101.
- [13] 段军山,庄旭东.金融投资行为与企业技术创新——动机分析与经验证据[J].中国工业经济,2021(01):155-173.
- [14] 左志刚.金融结构与国家创新能力提升:影响机理与经验证据[J].财经研究,2012(06):27-32.
- [15] 吴金燕,滕建州.中国经济金融化测度及其对实体经济发展的影响研究[J].经济问题探索,2019(09):27-32.
- [16] 田梓青,李胜楠,杜洋洋.制造业金融化与企业创新——基于宏观经济政策不确定性与产权性质视角[J].宏观经济研究,2020(03):44-47.
- [17] 白钦先.经济金融理论传承与创新的心路历程[J].辽宁大学学报(哲学社会科学版),2012(05):26-32.
- [18] 王少华,上官泽明.货币政策宽松度、过度金融化与企业创新[J].财经科学,2019(10):94-99.
- [19] 徐珊,刘笃池.企业金融化对技术创新影响的实证研究[J].科研管理,2019(10):45-56.
- [20] 李姝,翟士运,古朴.非控股股东参与决策的积极性与企业技术创新[J].中国工业经济,2018(07):94-99.
- [21] 陈孝明,张可欣.企业金融资产配置与创新投资:蓄水池效应还是挤出效应[J].现代财经(天津财经大学学报),2020(06):105-112.
- [22] 杜勇,张欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017(12):62-72.
- [23] 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(01):19-24.
- [24] Richardson S A. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2):159-189.

【责任编辑 陆成林】