

高质量发展背景下实体企业金融化 如何助力企业创新

——基于金融化适度性的视角

王少华, 上官泽明, 吴秋生

(山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006)

摘要: 创新是高质量发展的动力源泉,从金融化适度性的视角研究实体企业金融化与企业创新之间的动态关系,能够为助推经济高质量发展提供理论依据。文章在对企业金融化适度性进行测量的基础上,研究了企业金融化与企业创新之间的动态关系。结果显示,企业未过度金融化可以缓解企业现金流约束,促进企业创新;而过度金融化则会增加企业对金融渠道获利的依赖,阻碍企业创新。进一步分析发现,这种动态关系源于不同的金融化动机,会受到金融化主动性的调节影响,且最终传导至企业全要素生产率。因此,企业应结合自身情况提高金融化适度性,并考虑企业性质、发展阶段及主业发展水平等因素来充分发挥其助力功能,以推动我国经济高质量发展。

关键词: 金融化适度性; 企业创新; 金融化动机; 金融化主动性; 全要素生产率

中图分类号: F275.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2020)03-0019-16

一、引言

中共十九大报告指出,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。习近平总书记多次在重要场合强调,要把高质量发展着力点放在实体经济上,任何时候都不能“脱实向虚”,要实现创新驱动实体经济发展。可见,实体经济的“脱实向虚”和创新驱动是事关经济高质量发展的重要话题。实体经济的“脱实向虚”在微观上表现为企业的金融化行为,创新驱动则表现为企业创新。因此,在经济高质量发展背景下,企业金融化行为与创新之间的关系研究引起了学者们的广泛关注。已有研究发现,企业金融化行为会增加企业的财务风险(黄贤环等, 2019),抑制实体投资(Orhangazi, 2008; 张成思和张步昙, 2016),从而阻碍企业的创新发展(谢家智等, 2014; 王红建等, 2017)。

那么,在实体企业中金融化与创新是否真的无法共同发展?现有的研究表明,虽然诸多学者发现了企业金融化对企业创新的挤出效应,但也有研究在深入分析后发现,企业金融化对企

收稿日期: 2019-10-05

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“国家审计、协同监督与国企资产保值增值”(71872105); 山西省软科学研究计划项目“基于供应链关系视角的山西实体企业金融资产适度配置与创新”(2019041015-5); 山西省“1331工程”重点创新团队建设计划(晋教科(2017)12号)。

作者简介: 王少华(1992—),女,山西临汾人,山西财经大学会计学院讲师、博士;

上官泽明(1989—),男,山西乡宁人,山西财经大学会计学院讲师、博士;

吴秋生(1962—),男,江苏东台人,山西财经大学会计学院教授、博士生导师。

业创新的挤出效应会随着金融化的动机、方式和环境等变化而发生逆转,表现为助推效应(王红建等,2017;郭丽婷,2017)。可见,关于实体企业金融化与企业创新的一般规律,理论界仍未得出一致性结论。本研究发现,企业金融化适度性是企业金融化能否助力企业创新的关键^①,提高企业金融化适度性有利于企业创新,从而推动新时期中国经济高质量发展。本文的研究价值在于:第一,解析企业金融化与企业创新之间的动态关系,即企业未过度金融化会促进企业创新,而过度金融化则会阻碍企业创新,表明二者之间并非单一的线性关系,而是随着企业金融化的不断加深逐渐由助推效应到挤出效应的非线性关系,这为准确把握二者之间的关系提供了合理解释。第二,理清了企业金融化影响企业创新的传导机制,即企业未过度金融化能够缓解现金流约束,从而促进企业创新;而过度金融化则使企业依赖金融渠道获利,从而阻碍企业创新,这为企业金融化助力企业创新打通了实现路径。第三,剖析企业金融化与企业创新之间动态关系的根源,即未过度金融化主要源于资金储备动机,能够促进企业创新;而过度金融化则主要源于资本套利动机,会阻碍企业创新,揭示了企业金融化的真实动机。

二、理论分析与研究假设

对企业而言,通过金融投资持有金融资产是金融化最直观的表现形式,因此已有文献多以金融资产占比作为企业金融化水平的测量指标,对企业金融化与企业创新之间的关系进行研究。研究显示,一方面,企业金融化会阻碍企业创新;另一方面,随着金融化的动机、方式和环境等因素的变化二者之间的关系发生转变,然而如何转变以及为何转变却未得出一致性的结论。郭丽婷(2017)发现企业金融化对企业创新的挤出效应会随着融资约束的降低而转变为助推效应,但王红建等(2017)则认为在融资约束不同的企业间二者的关系并无明显差异。造成已有研究结论相悖的原因可能在于,已有文献在选择金融化指标时并未充分考虑到“度”的问题。事实上,尽管金融化的动机不同,但企业都会或多或少地持有金融资产。而由于企业配置金融资产与配置其他资产的种类和数量以及企业自身特征等因素密切相关,导致不综合考虑其他因素而简单地用金融资产占比指标来分析不同企业间的金融化行为,并不具有可比性。因此,在进行企业金融化的相关研究之前,有必要先对企业金融化的适度性进行理论解读,并在此基础上对企业的金融化行为和企业创新之间的动态关系进行研究。

根据金融可持续发展理论,金融资源应当在长期范围内进行合理的开发和利用。在宏观层面,实体经济与金融发展之间的协调程度是确定金融资源是否合理开发和利用的重要标准(白钦先,2000)。对微观企业而言,金融资源的开发和利用主要表现为企业的金融化行为,即企业通过金融投资持有或转让金融资产的过程。企业的金融资源是否合理开发和利用即企业金融化的适度性,主要通过实体企业发展与金融投资之间的协调程度来判断,能够最好地实现企业发展的金融投资水平即为最优金融化水平,也即适度金融化。随着金融化的日益加深,适度金融化仅仅是一个理想状态,企业往往很难将自身的金融化水平恰好维持在最优水平,从而导致企业金融化适度性通常表现为两种状态:第一,当企业金融化水平尚未达到最优水平时,实体企业的资源投入并不会受到影响,企业还可以通过金融投资进行资金储备,实现超额利润,

^①本文中的企业金融化适度性包括未过度金融化、适度金融化和过度金融化。其中,未过度金融化是指企业的金融化水平不断提高但尚未达到最优金融化水平的状态;适度金融化是指企业的金融化水平恰好维持在最优金融化水平的状态;过度金融化是指企业的金融化水平超过最优金融化水平的状态。金融化适度性的提高指未过度金融化企业提高金融化水平或过度金融化企业降低金融化水平以逐渐靠近或回归到最优金融化水平的过程。

为企业发展提供资金支持,本文称之为未过度金融化。此时,企业通过增加金融投资,使金融化水平向最优水平靠近,能够使企业金融化更大限度地促进企业发展。第二,当企业金融化水平超过最优水平时,则会过度占用企业资源,阻碍企业发展,本文称之为过度金融化。此时企业应当减少金融投资,使金融化水平向最优水平回归。可见,分析企业金融化对企业创新发展的影响时,应当充分考虑企业金融化的适度性。此外,只有当企业处于未过度金融化或过度金融化的状态时,才能通过优化企业金融化行为来最大限度地拓展企业创新的空间。因此,本文主要探讨这两种状态下企业金融化与企业创新之间的关系,并对其中的传导机制进行分析。

(一) 企业未过度金融化的助推效应

在实体经济发展进程中,不断扩大的金融活动为技术创新提供了重要的资金支持。尤其是很多重要的技术创新,往往依赖巨额资金,发达的金融体系可以通过满足其融资需求促进长期、稳定和持续的技术创新(Tadesse, 2002)。良好的金融发展通过打破行业融资约束瓶颈,为企业优质的投资项目提供资金支持(Arizala等, 2013),提高企业投资水平(Davis, 2018)。当企业初始进行金融化时,金融化水平不断增加但尚未达到最优金融化水平,表现为未过度金融化。此时,一方面,企业所面临的金融风险虽然不断增大,但仍在企业的可控制范围内;另一方面,持有的金融资产在变现时具有较强的资金流动性,可以为其他方面的投资活动提供融资保障。尤其是在企业进行创新的过程中,其根据自身经营情况和所处的市场环境,在保障包括创新活动在内的企业发展所必需的投资项目所需资金的前提下配置相应的金融资产,并对其进行管理,既能够将金融风险控制在可接受的范围内,也能够及时变现,为企业创新活动提供相应的资金支持,从而促进企业创新。据此提出以下假设:

H1: 企业未过度金融化能够促进企业创新,表现为助推效应。

当企业的金融化尚未过度时,能够从静态价值和增量价值两方面促进企业创新。第一,企业未过度的金融化行为,会有效提高企业的资本流通速率,拓宽企业筹资渠道,增强即时融资能力(Bonfiglioli, 2008)。当外部融资渠道有限或者外部融资成本过高时,企业必须增强资金的自给能力。有学者研究发现,一旦企业面临较强的融资约束,往往会变现部分金融资产来获取企业创新所需的高额资金(Borisova和Brown, 2013)。相对于权益融资和债务融资程序复杂、要求高等特点,持有变现能力强的金融资产,可以为企业的创新活动提供更加便捷的内部现金流,帮助企业不断提高创新能力。第二,相对于货币资金的时间价值,金融投资往往会为企业带来更高的资本回报,甚至可能带来比主业利润更高的资本回报。特别是当主业发展遇到竞争激烈的对手,或者行业经济不景气导致需求锐减时,持有金融资产就可以发挥未雨绸缪的作用,不仅可以大大降低企业对外部融资的依赖、改善经营业绩(Davis, 2018),还可以为企业提供更比最初持有金融资产更多的内源资金,缓解企业的现金流约束。这不仅可以为企业的传统投资活动提供更多的资金,也可以为企业的创新投资项目提供资金支持。据此提出以下假设:

H2: 企业未过度金融化能够通过缓解现金流约束而促进企业创新。

(二) 企业过度金融化的挤出效应

作为不同经济部门之间资金联系的桥梁,金融能够提高资本配置效率,为实体经济配置更多资源;但是在金融服务实体经济的过程中,要明确实体经济与金融发展之间的主次关系,防止出现本末倒置的现象(陈享光和郭祎, 2016)。20世纪80年代,欧美发达国家在实现工业化与金融化的相互融合后,出现了实体经济利润下滑、实体资本持续加速流入金融市场的现象,呈现出过度金融化和去工业化的显著特征(蔡万焕, 2011),最终导致了金融危机的爆发,严重影

响了经济的健康发展。在企业中,随着金融投资行为的不断增加,金融化水平一旦超过企业的最优水平,便会过度金融化。这将诱发企业的商业模式发生根本性改变,企业的资源配置方式也将过度依赖金融投资,使其经营重心从实体部门转向金融部门(Epstein, 2005),此时企业不再满足已有的金融投资带来的那一部分超额收益,而会通过不断增加金融投资为企业带来更多的超额收益,尤其是当主业投资需求饱和、技术研发风险过大时,企业管理层更倾向于认为金融化行为是一项操作便捷且收益颇高的投资活动。企业会不断扩大金融投资规模,延长金融投资期限,从而挤占企业对技术研发活动等项目的资源,阻碍企业创新。据此提出以下假设:

H3: 企业过度金融化会阻碍企业创新,表现为挤出效应。

企业出现过度金融化的主要原因是金融行业的迅速发展提供了大量的通过金融投资进行资本套利的机会,使企业认为金融化可以轻松地“躺着”赚钱,而不愿意花费更多精力、冒更大风险去投资实业,主动压缩了实体投资空间。因此,当企业过度金融化之后,企业受益于资本市场暂时繁荣所带来的短期的、不具有持久性的高收益,使企业经营越来越依赖于金融渠道获利,从而阻碍企业的长远发展(Seo等, 2012)。第一,当企业过度金融化时,为了获得更多的超额收益,企业配置的金融资产结构愈加复杂且期限相对固化,其短期变现能力会受到严重影响,使企业金融化对现金流约束的缓解作用大打折扣。当遇到创新投资机会时,由于金融资产难以及时变现,或者部分金融资产虽然可以变现但难以满足企业的创新资金需求,弱化了企业金融化对企业创新的助推效应。第二,随着金融体系的不断发展和繁荣,为了追求高额利润,企业高管会被激励去投资更多的金融项目以实现企业利润的增长(Sen和Dasgupta, 2018),导致企业越来越依赖金融渠道获利,而忽视企业长期发展,形成“减少创新投资——增加金融投资——获取金融收益”的恶性循环,不断挤占企业的创新资源,恶化创新环境,削弱创新能力。第三,由于金融投资在资本市场上会受到多方因素的影响,导致金融项目的获利能力并不稳定。通常投资项目的收益与风险成正比,过度金融化的企业依赖金融渠道获利,而一旦金融项目投资失败造成损失,便会引发经营风险,甚至威胁企业的持续经营,此时企业为了生存将进一步减少对创新活动的投资。据此提出以下假设:

H4: 企业过度金融化会使企业依赖金融渠道获利而阻碍企业创新。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文以2007年至2017年间的沪深A股上市公司为样本,先后剔除了金融类上市公司样本、无研发投入或未披露研发投入的上市公司样本以及缺失观测值和存在异常值的样本,并对连续型变量进行了上下1%的Winsorize处理,以减少离群值的影响。研究数据来自CSMAR数据库,主要使用EXCEL2010与STATA15.0软件对数据进行处理。

(二) 模型与变量设计

本文构建模型(1)对企业金融化适度性进行测量^①。我们以实际金融化水平与最优金融化水平的适配情况来对其进行衡量。其中,以企业本年度的金融投资量来衡量企业的实际金融化

^①本文关于金融化适度性甄别模型的构建思想主要借鉴Richardson(2006)的残差度量模型思想,该模型主要用实际投资率偏离最优投资率的程度来识别企业过度投资,这里的投资既包括企业的固定资产投资、创新投资,也包括企业的金融投资及其他类型投资。郝盼盼和张信东(2017)通过延伸该模型来衡量企业的固定资产投资扭曲程度及创新投资扭曲程度;王少华和上官泽明(2019)通过延伸用来衡量实体企业是否过度金融化。

水平^①，并通过对模型(1)的拟合来测算企业的最优金融化水平，两者之差即为金融化适度性。当两者之差为正时为过度金融化，反之为未过度金融化。同时，以两者之差的绝对值来衡量企业金融化的适度水平，绝对值越大，说明适度水平越低；绝对值越小，说明适度水平越高；绝对值为0，说明正好适度金融化，当然这一情况几乎很少出现。

本文构建模型(2)至模型(5)，层层递进，检验金融化适度性对企业创新的动态影响。模型(2)用来验证企业金融化水平与企业创新之间的线性关系，若 α_1 显著为负，则验证了现有研究关于企业金融化会阻碍企业创新的常见结论；该模型使用现有研究的常用方法对既有结论再证实，为本文基于适度性视角研究二者动态关系提供实证基础，并侧面反映出本文样本数据的可靠性。模型(3)则是用来验证金融化适度性与企业创新之间的非线性关系，若 β_1 显著为负，则验证了非线性关系的存在，说明有必要基于适度性视角研究二者之间的动态关系。模型(4)用来验证金融化适度水平(即企业金融化的实际水平与最优水平之差的绝对值)与企业创新之间的关系，若 γ_1 显著为负，则说明金融化适度水平的提高会促进企业创新，印证了模型(3)的结论，进一步增强了基于适度性视角研究二者之间动态关系的必要性。模型(5)是分组检验金融化适度性与企业创新二者之间的动态关系，在未过度金融化的企业中，若 δ_1 显著为正，则验证了假设1，即未过度金融化促进企业创新；在过度金融化的企业中，若 δ_1 显著为负，则验证了假设3，即过度金融化阻碍企业创新。

本文构建模型(6)至模型(7)，检验金融化适度性对企业创新影响的传导机制。本文采用温忠麟等(2004)检验中介效应的方法，对“金融化适度性——现金流约束——企业创新”和“金融化适度性——金融渠道获利——企业创新”的传导机制进行检验。在未过度金融化的现金流约束机制检验中，若 λ_1 显著为正，且 ρ_2 显著为正，则验证了假设2，即企业未过度金融化能够通过缓解现金流约束而促进企业创新；在过度金融化的金融渠道获利机制检验中，若 λ_1 显著为正，且 ρ_2 显著为负，则验证了假设4，即企业过度金融化使企业依赖金融渠道获利而阻碍企业创新。

$$Fini_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Fini_{it-1} + \lambda_2 Size_{it-1} + \lambda_3 Age_{it-1} + \lambda_4 Roa_{it-1} + \lambda_5 T bq_{it-1} + \lambda_6 Cash_{it-1} + \lambda_7 Lev_{it-1} + \lambda_8 Capint_{it-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Rd_{size_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 Fina_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Rd_size_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cofin_{it}^2 + \beta_2 Cofin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Rd_size_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 A_Cofin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Rd_size_{it} = \delta_0 + \delta_1 Cofin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Med_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Cofin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$Rd_{size_{it}} = \rho_0 + \rho_1 Cofin_{it} + \rho_2 Med_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中， $Fini$ 表示投资角度的企业金融化水平， Rd_size 表示企业创新， $Fina$ 表示资产角度的企业金融化水平。 $Cofin$ 表示企业过度金融化； A_Cofin 是 $Cofin$ 的绝对值，表示金融化适度水平； $Cofin$ 和

^①已有研究多从资产的角度以金融资产占比这一存量指标对金融化进行衡量，而本文选择从投资的角度以金融投资水平这一增量指标来估计企业金融化适度性，主要原因是：(1)在本文的界定之下，金融化适度性可以理解为企业通过金融投资保持与企业发展之间的动态平衡状态，因此选择金融投资水平更贴合本文相关界定。(2)Richardson(2006)的残差度量模型中投资水平以现金流量表中用于投资的现金净支出来表示。而本文中由于金融投资水平难以通过现金流量表直接获得，故以本年度金融资产占比的净变动额来测算企业本年度的金融投资，这样的设计更加吻合原始模型的设计思想。(3)企业金融化的资金储备功能只有通过“增持金融资产(储备流动性)——减持金融资产(释放流动性)”才能得以发挥，选择增量指标更能够体现其功能属性。

A_Cofin 均从模型(1)的拟合结果中获得。 Med 表示中介变量,包括 Cfo 和 Fcp 。 $Controls$ 表示相关控制变量,各变量定义见表1。

表1 主要变量定义

	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	企业创新	Rd_size	创新投资与年末总资产之比
自变量	金融化水平	$Fina$	即金融资产占比,年末金融资产占总资产的比重 ^①
	资产角度投资角度	$Fini$	即金融投资水平,金融资产占比的本年度与上年度之差
	金融化适度性	$Cofin$	金融化的实际水平与最优水平之差,为正时,即过度金融化;为负时,即未过度金融化
	(未)过度金融化适度水平	A_Cofin	金融化的实际水平与最优水平之差的绝对值,值越小说明适度水平越高
中介变量	现金流约束	Cfo	经营活动中的现金净流量与年末总资产之比
	金融渠道获利	Fcp	金融获利减去营业利润除以营业利润的绝对值。其中,金融获利是投资收益、公允价值变动损益以及其他综合收益的总和
控制变量	企业规模	$Size$	公司年末总资产的自然对数
	负债情况	Lev	年末总负债与总资产之比
	现金存量	$Cash$	年末货币资金占总资产的比重
	盈利水平	Roa	净利润与年末总资产之比
	资本密集程度	$Capint$	年末固定资产占总资产的比重
	技术水平	$Intint$	年末无形资产占总资产的比重
	市值情况	Tbq	市值与年末总资产之比
	董事整体特征	$Board$	公司董事会人数
	独立董事特征	$Imdir$	公司独立董事占董事会的比重
	高管薪酬	$Pay3$	公司董事、监事及高管前三名薪酬总额的自然对数
	股东持股比例	$Top5$	公司前5位大股东持股比例之和
	企业年龄	Age	样本所在年度减去注册年度再加1的自然对数
	行业	Ind	虚拟变量
年度	$Year$	虚拟变量	

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表2列示了各变量的相关统计量。其中,企业创新(Rd_size)的均值为0.0207,标准差为0.0175,最小值和最大值分别为0.0001和0.0926,说明企业创新投资与总资产之比平均为2%,最高不到10%,意味着中国的企业创新投资水平整体较低;资产角度的金融化水平($Fina$)的均值为0.2390,标准差为0.1469,最小值和最大值分别为0.0075和0.8860,说明企业金融化现象比较普遍,个别企业的金融资产占总资产比重甚至接近90%;投资角度的金融化水平($Fini$)的均值为-0.0124,标准差为0.0884,最小值和最大值分别为-0.6572和0.6292,说明企业金融化的波动性较高,有的企业一年便增持金融资产60%以上,同时也有有的企业减持金融资产60%以上;过度金融化($Cofin$)的均值为-0.0001,标准差为0.0779,最小值和最大值分别为-0.6035和0.5779,说明未过度金融化的企业有一半以上,过度金融化的企业则接近一半。金融化适度水平(A_Cofin)的均值为0.0553,标准差为0.0549,最小值接近于0,最大值为0.6035,说明企业金融化的实际水平平均偏离最优水平约5%,个别企业金融化的实际水平非常接近最优水平,也有个别企业金融化的实际水平偏离最优水平约60%。

中介变量中,现金流约束(Cfo)的均值为0.0449,最小值和最大值分别为-0.1372和0.2305,

^①金融资产的定义范围参照Demir(2009)和Davis(2018)等学者以及中国的会计定义,金融资产包括货币资金、持有至到期投资、交易性金融资产、投资性房地产、可供出售的金融资产、长期股权投资以及应收股利和应收利息。其中,由于货币资金是观测金融化资金储备功能的重要组成部分,本文将其纳入研究范围。

说明企业的内部现金流水平整体为正;但部分企业的内部现金流水平则为负,面临现金流约束的困境。金融渠道获利(Fcp)的均值为 -0.4250 ,标准差为 1.2922 ,最小值和最大值分别为 -1.9755 和 7.3558 ,表明整体上企业的金融获利没有超过营业利润,但有个别企业的金融项目亏损甚至将营业利润全部亏空,也有个别企业的金融获利极高甚至达到营业利润的八倍。同时,样本公司的资产、负债、盈利、资金配置和治理结构等情况与实际相符。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
Rd_size	10 320	0.020 7	0.017 5	0.000 1	0.008 3	0.017 4	0.028 2	0.092 6
$Fina$	10 320	0.239 0	0.146 9	0.007 5	0.130 3	0.204 9	0.314 3	0.886 0
$Fini$	10 320	-0.012 4	0.088 4	-0.657 2	-0.053 0	-0.007 8	0.030 4	0.629 2
$Cofin$	10 320	-0.000 1	0.077 9	-0.603 5	-0.041 0	-0.005 7	0.037 8	0.577 9
A_Cofin	10 320	0.055 3	0.054 9	0.000 0	0.018 0	0.039 6	0.073 7	0.603 5
Fcp	10 320	-0.425 0	1.292 2	-1.975 5	-0.999 9	-0.941 9	-0.532 0	7.355 8
Cfo	10 320	0.044 9	0.065 9	-0.137 2	0.006 4	0.042 1	0.083 9	0.230 5
$Size$	10 320	22.133 1	1.233 0	19.942 5	21.244 1	21.948 1	22.815 7	25.971 1
Lev	10 320	0.414 0	0.198 3	0.051 8	0.255 2	0.405 4	0.566 3	0.863 1
$Cash$	10 320	0.181 8	0.123 2	0.020 9	0.093 8	0.149 1	0.236 7	0.615 4
Roa	10 320	0.040 8	0.049 5	-0.136 7	0.014 1	0.035 5	0.065 1	0.191 8
$Capint$	10 320	0.224 7	0.146 9	0.006 9	0.112 3	0.197 2	0.313 2	0.655 8
$Intint$	10 320	0.047 9	0.043 0	0.000 4	0.020 9	0.037 3	0.059 9	0.255 4
Tbq	10 320	2.285 9	1.839 1	0.216 6	1.033 7	1.775 7	2.949 3	9.921 0
$Board$	10 320	8.689 2	1.693 8	5	7	9	9	15
$Indir$	10 320	0.373 5	0.053 2	0.333 3	0.333 3	0.333 3	0.428 6	0.571 4
$Pay3$	10 320	14.355 2	0.654 8	12.873 9	13.919 9	14.323 1	14.743 4	16.249 7
$Top5$	10 320	0.524 6	0.147 3	0.199 3	0.418 9	0.524 2	0.631 3	0.869 8

注: P25、P50和P75分别表示1/4、1/2和3/4分位数。

(二) 回归结果

1. 金融化适度性对企业创新的动态影响的检验结果

表3为金融化适度性对企业创新的动态影响的检验结果。其中,第2列为模型(2)的回归结果, $Fina$ 的回归系数显著为负,说明企业的金融化水平在整体上阻碍创新,这验证了已有研究的结论。第3列为模型(3)的回归结果, $Cofin^2$ 的回归系数显著为负,说明企业的金融化适度性与创新之间的关系呈倒U形,即在企业金融化由未过度向过度转变的过程中,其对创新的助推效应转变为挤出效应。第4列为模型(4)的回归结果, A_Cofin 的回归系数显著为负,说明 A_Cofin 越小,即金融化的实际水平越接近最优水平,企业的创新投资越高;而 A_Cofin 越大,即金融化的实际水平越偏离最优水平,企业的创新投资越低。第5列和第6列为模型(5)的回归结果,是将全样本分为未过度金融化和过度金融化两组样本进行研究。第5列中,未过度金融化企业中 $Cofin$ 的回归系数显著为正,表明企业未过度金融化能够促进企业创新,即表现为助推效应,假设1得到验证。第6列中,过度金融化企业中 $Cofin$ 的回归系数显著为负,表明企业过度金融化阻碍企业创新,即表现为挤出效应,假设3得到验证。在控制变量上, $Size$ 、 $Capint$ 的回归系数分别显著为负,而 $Intint$ 的回归系数不显著,表明在资产规模越大的企业中创新投资相对降低^①,企

①企业规模($size$)的回归系数显著为负,可能是由于成熟企业在市场上的地位相对比较稳定,更倾向于从事稳健性的投资活动,而小企业为了抢占市场,在研发活动中往往表现得更为积极。

业的固定资产投资会挤出创新,而技术水平对企业创新投资未产生显著影响^①; *Cash*、*Roa*与*Tbq*的回归系数分别显著为正,而*Lev*的回归系数不显著,表明企业的创新投资可能更依赖于内部资金,且在盈利能力越高或者预期发展越好的企业中,创新投资也越高,这些与已有文献基本相符。

表3 金融化适度性对企业创新的动态影响检验结果

	不考虑适度性的检验	考虑适度性的全样本检验		不同适度性的分组检验	
				未过度金融化企业	过度金融化企业
<i>Fina</i>	-0.018 1***(-11.175 7)				
<i>Cofin</i> ²		-0.067 8***(-5.819 2)			
<i>A_Cofin</i>			-0.022 6***(-8.071 8)		
<i>Cofin</i>		-0.005 7**(-2.453 1)		0.019 2*** (4.463 9)	-0.026 5***(-6.483 4)
<i>Size</i>	-0.001 9***(-9.579 5)	-0.002 1***(-10.591 9)	-0.002 2***(-10.829 2)	-0.002 3***(-8.139 6)	-0.002 0***(-6.807 8)
<i>Lev</i>	-0.001 4(-1.390 1)	0.000 1(0.052 4)	-0.000 2(-0.230 9)	-0.000 7(-0.516 2)	0.000 6(0.388 6)
<i>Cash</i>	0.017 5*** (8.873 0)	0.005 9*** (3.181 2)	0.004 3*** (2.749 3)	0.007 6*** (2.483 2)	0.007 1*** (2.888 5)
<i>Roa</i>	0.038 1*** (9.359 5)	0.039 2*** (9.625 8)	0.039 8*** (9.783 1)	0.041 7*** (7.748 9)	0.036 8*** (5.899 8)
<i>Capint</i>	-0.004 2***(-3.423 3)	-0.001 3(-1.118 0)	-0.001 7(-1.454 0)	-0.003 2**(-2.131 3)	0.000 5(0.256 3)
<i>Intint</i>	0.001 7(0.427 8)	0.004 9(1.234 7)	0.005 2(1.315 8)	0.007 8(1.417 6)	0.000 4(0.066 2)
<i>Tbq</i>	0.000 9*** (6.285 4)	0.000 9*** (6.386 7)	0.000 9*** (6.530 7)	0.000 8*** (3.860 4)	0.001 1*** (5.311 7)
<i>Board</i>	0.000 2*(1.900 4)	0.000 2*(1.886 4)	0.000 2*(1.849 1)	0.000 2*(1.714 8)	0.000 1(0.733 7)
<i>Indir</i>	0.007 1** (2.357 2)	0.007 3** (2.415 6)	0.007 4** (2.447 0)	0.004 8(1.171 1)	0.010 1** (2.222 5)
<i>Pay3</i>	0.004 8*** (17.900 5)	0.004 6*** (17.301 9)	0.004 6*** (17.343 4)	0.004 6*** (12.980 4)	0.004 7*** (11.510 2)
<i>Top5</i>	-0.002 5***(-2.677 8)	-0.001 1(-1.210 3)	-0.000 9(-0.991 4)	-0.001 8(-1.375 0)	-0.000 6(-0.426 0)
常数项	-0.012 5**(-2.527 4)	-0.010 5**(-2.120 0)	-0.008 3*(-1.679 9)	-0.005 1(-0.743 8)	-0.014 6**(-1.990 8)
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	10 320	10 320	10 320	5587	4733
R ²	0.396 5	0.393 4	0.394 2	0.393 9	0.402 6
调整后R ²	0.391 1	0.387 9	0.388 8	0.383 9	0.390 9

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

以上回归结果反映出金融化适度性是企业金融化能否助力企业创新的关键。因此,企业应当辩证地看待金融化与创新之间的关系,不能因为以往的金融投资实现了短期超额收益而利令智昏,盲目增加金融投资、减少创新投资,从而切断了企业发展的动力之源。当然,企业更不能全盘否定金融化,不能看到一些同行由于投资金融项目引发了经营风险而因噎废食,宁愿保留现金流而不敢购买任何金融资产,这样虽然可以为企业创新投资提供一定的资金,但也会由于失去货币时间价值或者通胀引起贬值等因素造成资金的闲置浪费,最终影响企业的创新和发展。总之,企业应当拥有长远眼光并进行战略布局,合理判断适合自身的最优金融化水平,通过调整对金融项目的投资不断接近最优水平,这样既可以为企业的研发创新活动提供必要的资金投入,减少货币资金等闲置造成的资源浪费;也可以规避企业盲目套利等非理性投机行为,减少过度金融化造成的企业研发创新资源紧张。

^①技术水平(*Intint*)回归系数并不显著,可能是由于企业的无形资产通常具有弱排他性,如果缺少排他性的知识产权保护,则易被他人模仿从而掠取无形资产带来的收益,若企业意识到这一情况,将会失去研发投资的动机,致使技术水平与研发投资之间的关系不再显著。

2. 金融化适度性对企业创新的影响机制检验结果

表4为金融化适度性对企业创新的影响机制检验结果。其中, Panel A为现金流约束的传导机制检验结果。第4列和第5列为未过度金融化企业的回归结果, 第5列中 A_Cofin 的回归系数显著为正, 第5列中 Cfo 的回归系数显著为正, 说明企业未过度金融化能够通过缓解现金流约束促进企业创新, 假设2得到验证。Panel B为金融渠道获利的传导机制检验结果。第6列和第7列为过度金融化企业的回归结果, 第6列中 A_Cofin 的回归系数显著为正, 第7列中 Fcp 的回归系数显著为负, 说明企业过度金融化会使企业依赖金融渠道获利, 从而阻碍企业创新, 假设4得到验证。此外, 表4的全样本检验结果表明, 现金流约束和金融渠道获利均能够在金融化适度水平对企业创新的影响中起传导作用。过度金融化企业的检验结果还发现, 现金流约束能够在过度金融化对企业创新的影响中起到传导作用, 主要表现为遮掩效应。综上, 金融化适度性会通过相关传导机制影响企业创新, 且不同金融化适度性的传导机制有所不同, 未过度金融化的助推效应通过现金流约束进行传导, 过度金融化的挤出效应通过金融渠道获利进行传导。

表4 金融化适度性对企业创新的影响机制检验结果

Panel A: 现金流约束的传导机制检验结果						
	全样本		未过度金融化企业		过度金融化企业	
	Cfo	Rd_size	Cfo	Rd_size	Cfo	Rd_size
A_Cofin	-0.044 7*** (-3.672 4)	-0.022 0*** (-7.834 8)	0.159 4*** (9.330 0)	0.017 2*** (3.983 9)	0.060 0*** (3.076 2)	-0.027 9*** (-6.937 9)
Cfo		0.015 0*** (5.373 4)		0.012 1*** (3.126 0)		0.023 7*** (5.572 3)
常数项	-0.144 5*** (-7.514 5)	-0.006 1 (-1.244 2)	-0.182 5*** (-7.160 5)	-0.002 9 (-0.420 3)	-0.065 4** (-2.319 2)	-0.013 0* (-1.788 7)
样本量	10 320	10 320	5 587	5 587	4 733	4 733
R^2	0.359 4	0.396 3	0.387 1	0.395 1	0.363 6	0.407 4
调整后 R^2	0.353 7	0.390 8	0.377 0	0.385 1	0.351 1	0.395 7
Panel B: 金融渠道获利的传导机制检验结果						
	全样本		未过度金融化样本		过度金融化样本	
	Fcp	Rd_size	Fcp	Rd_size	Fcp	Rd_size
A_Cofin	1.069 7*** (4.280 0)	-0.022 3*** (-7.930 1)	-0.006 8 (-0.022 5)	0.019 2*** (4.460 2)	2.861 0*** (6.726 5)	-0.025 7*** (-6.268 1)
Fcp		-0.000 4*** (-3.040 3)		-0.000 4** (-2.248 7)		-0.000 3* (-1.683 0)
常数项	-1.241 4*** (-2.821 8)	-0.008 7* (-1.770 9)	-0.939 5* (-1.689 8)	-0.005 4 (-0.795 0)	-1.052 9 (-1.515 8)	-0.014 9** (-2.032 0)
样本量	10 320	10 320	5 587	5 587	4 733	4 733
R^2	0.181 0	0.394 8	0.201 5	0.394 4	0.198 4	0.403 0
调整后 R^2	0.173 7	0.389 3	0.188 4	0.384 3	0.182 7	0.391 2
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

因此, 一方面, 未过度金融化的企业应当在合理范围内增加金融投资, 最大限度地利用缓解现金流约束的机制来发挥金融化对企业创新的助推作用。同时, 政府应制定相应政策支持企业在合理范围内通过参与金融投资来缓解企业的现金流约束问题, 在微观层面实现金融服务于实体经济。另一方面, 过度金融化的企业应当减少金融投资, 降低企业对金融渠道获利的依赖, 从而不断缓解金融化对企业创新的挤出效应。同时, 政府应出台相关政策缓解行业间利润差, 并严格审查和规范实体企业投资金融的准入资质和资金渠道, 减少过度金融化企业的资本套利机会。检验结果为企业金融化助力创新找到了具体的实现路径。

(三) 稳健性检验

1. 重新测算相关变量。首先,考虑到上市公司对其联营、合营企业进行投资这一特殊情形,从狭义的角度看,长期股权投资一般不纳入金融资产的定义范围(张成思和张步昙,2016),因此,本文按照狭义口径对金融化水平重新进行测算,并带入前述模型中进行回归,结果基本保持不变。其次,采用专利申请数以及发明专利申请数替换企业创新投资指标重新进行检验。结果显示,显著性水平虽有所降低,但仍然与本文研究结论相符。最后,替换盈利水平、现金存量、高管薪酬和股东持股比例等控制变量进行检验,结果仍然保持不变。

2. 模型设定的稳健性检验。首先,本文对样本分组的合理性进行检验。关于对未过度金融化与过度金融化的分组,本文是在金融化适度性测量的基础上以零为界进行分析的。为了验证分组方式的合理性,本文分别进行了结构突变检验和虚拟变量法的检验。结果表明,在零的临界点两侧,企业金融化和企业创新的关系存在显著差异,且恰好未过度金融化的企业中创新投资要显著高于恰好过度金融化的企业创新投资,说明本文的分组方式具有较强的合理性。其次,本文按照金融化适度性的分位数进行了分组检验。结果显示,在1/4分位数以下的样本中*Cofin*的系数显著为正,在3/4分位数以上的样本中*Cofin*的系数显著为负,说明本文的研究结论具有较强的稳健性。再次,为了控制个体效应,分别采用固定效应模型与随机效应模型重新进行检验。最后,考虑到企业创新投资的滞后期影响,分别采用基于托宾Q方程的动态投资模型和基于欧拉方程的凸性调整成本动态模型进行估计,结果基本保持不变。

3. 考虑内生性问题的稳健性检验。为了缓解内生性问题,本文将是否过度金融化(*Cofin_01*)作为计量依据,使用倾向得分匹配法(PSM)进行检验。结果显示,ATT值在1%的显著性水平上小于0,表明过度金融化企业的创新投资要显著低于未过度金融化企业。同时,考虑到金融化水平与企业创新投资之间可能存在一定的反向因果关系,从而产生内生性问题,因此本文采用近似外生工具变量进行检验。具体地,考虑到整个行业的金融化水平一般不会受到某个企业创新投资的影响,本文选取同年度同行业的企业金融化适度性的均值作为工具变量进行稳健性检验。进一步考虑到行业中龙头企业的投资决策可能带来一定的羊群效应,因此,本文作出工具变量近似外生的假设进行稳健性检验。结果显示,在工具变量并不完全外生的前提下,未过度金融化企业中*Cofin*的影响系数仍然在零点的右侧,即未过度金融化能促进企业创新;而过度金融化企业中*Cofin*的影响系数仍然在零点的左侧,即过度金融化会阻碍企业创新。检验结果再次增强了本文结论的稳健性。

4. 基于行业识别的检验。制造业企业经常面临生产能力扩张和边际投资收益下降的现实困境(Harman, 2010),为了缓解经营危机,制造业企业往往不愿意继续增加研发投入,反而将多余资金投入金融市场中获得超额回报以平滑总利润。同时,与房地产企业投资房产的性质不同,越来越多的非房地产企业将投资房产作为金融化的方式之一进行投资,等待升值,以备业绩不佳时通过出售房产来美化业绩。因此,企业金融化与企业创新的关系可能在这两大行业中存在行业识别现象。本文将全体样本分为制造业与非制造业两组样本以及房地产业与非房地产业两组样本继续进行检验。结果显示,不管是制造业还是非制造业,过度金融化企业中*Cofin*的回归系数都显著为负,未过度金融化企业中*Cofin*的回归系数都显著为正。进一步进行组间差异检验发现,过度金融化对企业创新的挤出效应在制造业中确实存在显著的行业识别现象。同时,在房地产业中,*Cofin*的回归系数不显著;而在非房地产业中,未过度金融化企业中*Cofin*的回归系数显著为正,过度金融化企业中*Cofin*的回归系数显著为负,说明金融化适度性对企业创新的助推(或挤出)效应在非房地产业中也确实存在行业识别现象。

5. 考虑金融危机的检验。企业金融化与企业创新的关系,也可能受到金融危机的冲击。本文进一步剔除2008年与2009年的样本重新进行检验,结论基本保持不变。

五、进一步分析

(一) 不同适度性的金融化动机甄别

企业金融化作为企业的一种投资行为,在适度范围内进行具有其合理性和必要性。但企业为何会过度金融化呢?通常企业金融化具有两种动机:资金储备动机和资本套利动机(王红建等,2017)。一方面,当企业上年度面临严重的外部融资约束时,企业将会通过变现金融资产来补充内部现金流,保障企业的正常运营,导致企业金融化有所减少;而当企业融资约束较轻时,企业为了预防不利情况的发生,将出于资金储备动机增加金融化。另一方面,当企业上年度金融渠道获利增加时,金融获利相比营业利润的比重增高致使企业更加依赖金融渠道获利,从而不断加深金融化。因此,本文进一步检验了不同适度性的企业金融化动机,以探究过度金融化的企业出于何种动机进行金融化甚至不惜挤出创新,未过度金融化的企业其动机是否不同,检验结果见表5。结果显示,在未过度金融化企业的动机甄别结果中,上年度的金融化适度性与融资约束交乘项($L_Cofin \times L_Sa$)的回归系数显著为负^①,说明未过度金融化企业中本年度的金融化适度性会受到上年度金融化适度性和融资约束的共同影响,当企业上年度面临较高的外部融资约束时,企业将会变现部分金融资产来补充内部现金流,使本年度的金融化适度性降低,反映出企业为了缓解上年度的融资约束而进行金融化的资金储备动机,这能够改善企业本年度的创新融资环境,促进企业创新。在过度金融化企业的动机甄别结果中,上年度的金融化适度性与金融渠道获利交乘项($L_Cofin \times L_Fcp$)的回归系数显著为正,说明过度金融化企业中本年度的金融化适度性受到上年度金融化适度性和金融渠道获利的共同影响,反映出企业由于深陷资本市场“投资——获利——再投资”的恶性循环而不断加深金融化的资本套利动机,这将削弱企业进行创新的动力,恶化企业的创新环境,最终阻碍企业创新。综上,未过度金融化与过度金融化的企业进行金融化的动机有所不同,前者进行金融化主要出于资金储备动机,而后者则主要出于资本套利动机。

因此,在创新驱动发展的过程中,一方面,企业应以资金储备为目的选择金融项目进行投资;另一方面,投资者应根据企业之前的财务状况识别企业金融化动机,合理进行投资决策。检验结果为“未过度金融化促进企业创新、过度金融化阻碍企业创新”的结论找到了根源。

(二) 基于企业金融化主动性差异的分析

当融资环境恶劣或供需关系紧张时,企业存在为了获得银行贷款、维系客户或供应商关系等而被动金融化的现象,如在向银行贷款时按其要求购买一定的金融理财产品,为了以稳定的价格获取原材料而对供应商企业进行长期股权投资,等等。此时企业的创新行为受到金融化适度性的影响会更加敏感。因此,本文进一步检验了由于企业金融化主动性差异所带来的两者关系的异质性。

1. 基于企业性质角度的分析。国有企业往往能够享受到“母爱光环”,依靠政治资源获得融资便利性,更倾向于主动金融化;而非国有企业大多是中小型企业,经常面临融资难的问题,而且为了实现企业业绩更愿意维系供需关系,从而更容易被动金融化。因此,本文按照产权性

^①参考Hadlock和Pierce(2010)的方法,融资约束(Sa)选用Sa指数来衡量,计算公式为: $-0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$,该指数越大,表明企业面临的融资约束越严重。

表5 企业金融化的动机检验结果

	未过度金融化企业的动机检验结果		过度金融化企业的动机检验结果	
	资金储备动机检验	资本套利动机检验	资金储备动机检验	资本套利动机检验
	<i>Cofin</i>	<i>Cofin</i>	<i>Cofin</i>	<i>Cofin</i>
<i>L_Cofin</i>	-1.413 0***(-2.762 2)	-0.170 5***(-11.595 3)	-0.592 9(-1.232 4)	-0.165 7***(-10.334 1)
<i>L_Sa</i>	-0.027 0***(-3.187 4)		-0.019 6**(-2.046 9)	
<i>L_Cofin</i> × <i>L_Sa</i>	-0.389 3**(-2.429 7)		-0.133 7(-0.887 4)	
<i>L_Fcp</i>		0.000 1(0.097 7)		0.002 4*** (2.971 2)
<i>L_Cofin</i> × <i>L_Fcp</i>		0.009 5(1.113 8)		0.015 7*(1.804 4)
常数项	-0.245 9***(-5.524 0)	-0.147 5***(-6.029 3)	-0.032 8(-0.634 8)	0.044 2(1.611 9)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	4 222	4 222	3 590	3 590
R ²	0.197 5	0.194 2	0.303 2	0.305 4
调整后R ²	0.180 1	0.176 7	0.285 3	0.287 5

质,将全样本分为国有企业和非国有企业两组样本分别进行回归(见表6的Panel A),并进行了组间差异检验。结果显示,在非国有企业中,创新更容易受到金融化适度性的影响。这说明与国有企业相比,非国有企业出于融资和维持供需关系的需求而被动金融化,企业创新受到金融化适度性的影响将更加敏感。

2. 基于企业生命周期角度的分析。在企业不同生命周期,其金融资产配置决策会呈现出不同的特征。处在成长期的企业,内源资金有限,往往亟需外部资金,同时刚刚起步的企业更亟需稳定的供应商和客户资源,从而更容易被动配置金融资产;处于成熟期的企业,往往具有稳定的供需关系和稳定的现金流,融资约束较小,倾向于主动配置金融资产;处于衰退期的企业,无论是主动或被动金融化,都会主动减少投资。因此,本文借鉴已有做法,采用现金流组合法将全样本企业分为成长期、成熟期和衰退期三组样本分别进行回归(见表6的Panel B)。结果表明,随着企业生命周期的演进(从被动金融化到主动金融化),金融化适度性对企业创新的影响不断减弱。这说明随着企业生命周期的演进,企业由被动金融化逐渐转变为主动金融化,企业创新受到金融化适度性的影响将逐渐减弱。

3. 基于企业主业发展角度的分析。企业关于金融项目与创新项目的投资决策可能受到自身主业发展状况的影响。企业的主业发展水平不同,金融化的主动性也可能不同,当企业主业发展水平较低时,其倾向于主动通过配置金融资产等新的投资行为维持企业业绩;而当企业主业发展水平稳定或较高时,一方面主业的发展需要更多的客户和供应商资源的支持,另一方面为了继续通过融资来加强对主业的投资,而不得不被动购买一些金融资产。本文按照主业发展水平的分位数,将其分为低主业发展水平(1/4分位数以下)、中主业发展水平(1/4分位数到3/4分位数之间)和高主业发展水平(3/4分位数以上)三组样本分别进行回归(见表6的Panel C)。结果显示,在中、高主业发展水平(被动金融化)的样本中,金融化适度性对企业创新的影响更为显著。这说明随着企业主业发展水平的提高,企业出于保障和发展主业的需求而被动金融化,企业创新受到金融化适度性的影响将更加敏感。

因此,在创新驱动发展的过程中,政府部门应当通过改善非国有企业、中小企业以及正在快速发展企业的营商环境来缓解由产权歧视、规模歧视引起的被动金融化现象,引导金融机构

表6 基于企业金融化主动性的分组检验结果

Panel A: 基于企业性质的检验结果						
	国有企业(主动金融化)		非国有企业(被动金融化)			
	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业
<i>Cofin</i>	0.018 3 ^{**} (2.042 8)	-0.013 3 [*] (-1.751 0)	0.020 5 ^{***} (4.084 5)	-0.030 5 ^{***} (-6.217 6)		
常数项	0.020 8 ^{**} (2.111 8)	-0.002 2(-0.228 6)	-0.016 0(-1.480 1)	-0.018 9(-1.573 3)		
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes		
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes		
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes		
样本量	2 040	1 666	3 547	3 067		
R ²	0.458 2	0.457 6	0.370 2	0.394 5		
调整后R ²	0.435 8	0.430 2	0.355 1	0.376 8		
Panel B: 基于企业生命周期的检验结果						
	成长期企业(被动金融化)		成熟期企业(主动金融化)		衰退期企业(主动金融化)	
	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业
<i>Cofin</i>	0.020 7 ^{***} (3.165 0)	-0.033 8 ^{***} (-6.690 1)	0.018 6 ^{**} (2.507 0)	-0.016 3(-1.413 8)	0.020 2 [*] (1.764 3)	-0.012 2(-1.144 7)
常数项	0.001 2(0.101 0)	-0.009 4(-0.944 2)	0.008 9(0.862 2)	-0.003 3(-0.238 8)	-0.035 3 ^{**} (-2.058 8)	-0.036 0 [*] (-1.837 4)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	2 635	2 346	2 121	1 572	821	804
R ²	0.375 8	0.431 2	0.441 0	0.422 4	0.450 9	0.412 7
调整后R ²	0.354 0	0.408 7	0.417 6	0.389 8	0.397 3	0.351 3
Panel C: 基于企业主业发展水平的检验结果						
	低主业发展水平企业(主动金融化)		中主业发展水平企业(被动金融化)		高主业发展水平企业(被动金融化)	
	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业
<i>Cofin</i>	0.014 6(1.359 8)	-0.013 1(-0.956 3)	0.028 0 ^{***} (2.831 9)	-0.033 0 ^{***} (-4.133 7)	0.019 1 ^{***} (3.194 6)	-0.031 4 ^{***} (-5.494 6)
常数项	-0.009 1(-0.572 2)	-0.018 8(-0.864 8)	0.019 9(0.874 5)	-0.009 2(-0.584 2)	-0.019 1 [*] (-1.800 9)	-0.002 2(-0.196 6)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	1 043	860	1 022	880	2 487	2 123
R ²	0.438 4	0.398 1	0.418 3	0.470 8	0.395 0	0.424 0
调整后R ²	0.394 8	0.338 0	0.368 9	0.421 4	0.373 0	0.398 8

为此类企业提供适当的资金支持,保障其经营发展。

(三)“金融化适度性——企业创新——全要素生产率”的拓展分析

创新作为提升全要素生产率的根本途径,能够通过改善资源配置提升全要素生产率推动高质量发展。金融化适度性在对企业创新产生影响的同时,必然将这种影响机制传导至企业的全要素生产率,即未过度金融化将通过促进企业创新而显著提升企业的全要素生产率,过度金融化将通过阻碍企业创新而显著降低企业的全要素生产率。因此,本文选用LP方法对样本企

业的全要素生产率(Tfp)进行测算,具体以营业收入的自然对数作为产出变量,并分别选用企业员工人数、“购建固定资产、无形资产支付的现金”以及“购买商品、接受劳务支付的现金”的自然对数作为劳动、资本和中间投入变量。检验结果见表7。

表7 “金融化适度性——企业创新——全要素生产率”的影响机制检验结果

	全样本企业		未过度金融化企业		过度金融化企业	
	Tfp	Tfp	Tfp	Tfp	Tfp	Tfp
A_Cofin	-1.001 2*** (-9.712 4)	-0.859 5*** (-8.592 9)				
$Cofin$			1.315 6*** (8.509 2)	1.172 2*** (7.919 0)	-0.821 6*** (-5.293 4)	-0.688 3*** (-4.542 1)
Rd_size		6.257 3*** (18.166 6)		7.478 7*** (15.554 1)		5.036 4*** (10.129 0)
常数项	2.050 2*** (13.565 9)	2.102 0*** (14.078 5)	1.969 4*** (9.095 6)	2.007 3*** (9.427 8)	2.261 5*** (10.677 1)	2.334 9*** (11.112 8)
$Controls$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	10 320	10 320	5 587	5 587	4 733	4 733
R^2	0.826 4	0.832 4	0.817 2	0.825 9	0.841 6	0.845 5
调整后 R^2	0.824 8	0.830 9	0.814 2	0.823 1	0.838 5	0.842 4

全样本检验结果显示,根据相关系数的显著性,企业创新在金融化适度性对全要素生产率的影响中起到了显著的传导作用。不同适度性的分组检验结果中,“未过度金融化——企业创新——全要素生产率”和“过度金融化——企业创新——全要素生产率”分组检验的回归系数也均显著。结果表明,未过度金融化促进企业创新,从而提升企业的全要素生产率;而过度金融化则阻碍企业创新,从而降低企业的全要素生产率。综上,企业创新确实能够显著地将金融化适度性的影响传导至企业的全要素生产率,影响其高质量发展。

因此,企业应对金融化的适度性引起足够重视,通过适度金融化来最大化地发挥助力功能,促进企业创新以推动高质量发展。检验结果为企业金融化助力创新从而推动高质量发展提供了可能。

六、研究结论与政策建议

创新是引领经济高质量发展的第一动力,实现经济高质量发展要防止“脱实向虚”。本研究发现:(1)企业未过度金融化能够缓解现金流约束,促进企业创新;而过度金融化则会增加企业对金融渠道获利的依赖,阻碍企业创新。(2)未过度金融化企业主要出于资金储备动机进行金融化,能够促进创新;而过度金融化企业则出于资本套利动机不断加深金融化,则阻碍创新。(3)与主动金融化的企业相比,在非国有企业、成长期企业以及中、高主业发展水平的被动金融化企业中创新受到金融化适度性的影响更加敏感。(4)企业金融化适度性与创新的动态关系会传导至企业的全要素生产率。本文通过系统、深入的分析,最终找到“资金储备动机——未过度金融化——缓解现金流约束——促进企业创新——提升全要素生产率”和“资本套利动机——过度金融化——依赖金融渠道获利——阻碍企业创新——抑制全要素生产率”的完整链条,能够为企业金融化助力创新从而推动高质量发展提供理论依据。

本文由此提出如下政策建议:(1)企业应当拥有长远眼光并进行战略布局,判断和调整对金融项目的投资,不断提高金融化适度性。这一方面有利于未过度金融化的企业充分发挥企业

金融化对现金流约束的缓解作用,为研发创新活动提供必要的资金投入;另一方面,有利于过度金融化的企业及时遏制为了资本套利而进行的盲目投机行为,避免因此造成企业的创新资源紧张。(2)政府部门要多措并举,为企业金融化助力创新提供政策保障。一方面,针对非国有企业、成长期企业以及主业发展水平较高的企业中所出现的被动金融化现象,政府部门应通过改善企业的营商环境来缓解产权歧视、规模歧视等融资问题,引导金融机构为非国有企业、中小企业以及正在快速发展的企业提供适当的资金支持,保障其经营发展;另一方面,由于依赖金融渠道获利是企业金融化阻碍企业创新的重要机制,政府部门应出台相关政策缓解行业间利润差,并严格审查和规范实体企业投资金融的准入资质和资金渠道,减少过度金融化企业的资本套利机会。(3)投资者应当理性看待企业的金融化行为,并结合之前的财务状况识别企业金融化的动机和适度水平,据此对企业的创新发展进行判断,作出合理的投资决策。此外,由于非国有企业、成长期企业以及主业发展水平较高的企业创新对金融化行为的影响更加敏感,投资者应当更加关注此类企业中金融化适度性指标的信息含量来预测企业的未来发展前景。

主要参考文献:

- [1] 白钦先. 再论以金融资源论为基础的金融可持续发展理论——范式转换、理论创新和方法变革[J]. 国际金融研究, 2000, (2).
- [2] 蔡万焕. 现代“金融资本”概念辨析[J]. 教学与研究, 2011, (4).
- [3] 陈享光, 郭伟. 中国金融化发展对实体经济的影响[J]. 学习与探索, 2016, (12).
- [4] 郭丽婷. 制造业金融化对创新投资的影响:“挤出效应”or“蓄水池效应”?[J]. 现代经济探讨, 2017, (12).
- [5] 郝盼盼, 张信东. 融资约束下CEO过度自信是否会导致企业R&D投资扭曲[J]. 科技进步与对策, 2017, (2).
- [6] 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, (1).
- [7] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013, (1).
- [8] 康志勇. 融资约束、政府支持与中国本土企业研发投入[J]. 南开管理评论, 2013, (5).
- [9] 刘贵春. 金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”?[J]. 统计研究, 2017, (7).
- [10] 陆正飞, 何捷, 窦欢. 谁更过度负债:国有还是非国有企业?[J]. 经济研究, 2015, (12).
- [11] 王红军, 曹瑜强, 杨庆, 等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, (1).
- [12] 温志麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, (5).
- [13] 谢家智, 王文涛, 江源. 制造业金融化、政府控制与技术创新[J]. 经济学动态, 2014, (11).
- [14] 张成思, 张步云. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016, (12).
- [15] Arizala F, Cavallo E, Galindo A. Financial development and TFP growth: Cross-country and industry-level evidence[J]. Applied Financial Economics, 2013, 23(4-6): 433-448.
- [16] Bonfiglioli A. Financial integration, productivity and capital accumulation[J]. Journal of International Economics, 2008, 76(2): 337-355.
- [17] Borisova G, Brown J R. R&D sensitivity to asset sale proceeds: New evidence on financing constraints and intangible investment[J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(1): 159-173.
- [18] Davis L E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States[J]. Metroeconomica, 2018, 69(1): 270-307.
- [19] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of Development Economics, 2009, 88(2): 314-324.
- [20] Epstein G A. Introduction: Financialization and the world economy[A]. Epstein G A. Financialization and the world economy[M]. Cheltenham, U.K., Northampton, MA: Elgar, 2005.
- [21] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J].

- [The Review of Financial Studies](#), 2010, 23(5): 1909–1940.
- [22] Harman C. *Zombie capitalism: Global crisis and the relevance of Marx*[M]. Chicago: Haymarket Books, 2010.
- [23] Orhangazi Ö. Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003[J]. [Cambridge Journal of Economics](#), 2008, 32(6): 863–886.
- [24] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. [Review of Accounting Studies](#), 2006, 11(2–3): 159–189.
- [25] Sen S, Dasgupta Z. Financialisation and corporate investments: The Indian case[J]. [Review of Keynesian Economics](#), 2018, 6(1): 96–113.
- [26] Seo H J, Kim H S, Kim Y C. Financialization and the slowdown in Korean Firms' R&D investment[J]. [Asian Economic Papers](#), 2012, 11(3): 35–49.
- [27] Tadesse S. Financial architecture and economic performance: International evidence[J]. [Journal of Financial Intermediation](#), 2002, 11(4): 429–454.

How does Enterprise Financialization Support Innovation? From the Perspective of Financial Moderation

Wang Shaohua, Shangguan Zeming, Wu Qiusheng

(*School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Shanxi Taiyuan 030006, China*)

Summary: Innovation is the engine of high-quality development. Studying the dynamic relationship between enterprise financialization and innovation from the perspective of moderation screening, can guide enterprises to coordinate financialization behavior and innovation, and promote the high-quality development of real economy. Using a model to measure the moderation of enterprise financialization, this paper finds that, over-financialization inhibits innovation and under-financialization promotes innovation, so that the relationship has been dynamically adjusted with moderation. The dynamic relationship originates from different motives, has different transmission mechanisms, is affected by the financial initiative, and is eventually transmitted to the total factor productivity of enterprises. The results show that under-financialization can help innovation by easing the constraints of cash flow in which factors should be considered, such as the nature of enterprises, development stage and core business development. Meanwhile, optimizing the industry environment can support financialization to play a supporting role, so as to achieve high-quality development.

The possible contributions of this paper are as follows: It finds the reason of the dynamic relationship between the financialization and innovation in non-financial enterprises from the perspective of moderation, and resolves the academic disputes that the relationship is either inhibition or promotion. It reveals the general law of dynamic relationship between the financialization and innovation in non-financial enterprises, and brings new understanding to the relationship in the theory and practice circle. It finds out the route of how financialization helps innovation, and provides theoretical guidance for the realization of high quality development of real economy.

(下转第63页)

responsiveness to the “Belt and Road” initiative, and the above results are still robust after using propensity score matching to overcome sample selection errors and endogenous problems. This is because executives with military experience have a strong sense of patriotism and responsibility, regardless of self-interest and integrity. Influenced by political ideas for a long time, they have strong policy perception and can better realize the significance of the “Belt and Road” initiative and the major strategic opportunities it brings to enterprises, so they are more likely to respond positively to the government’s call. After distinguishing the nature of property rights, the study finds that compared with state-owned enterprises, the positive relationship between non-state-owned enterprises is more significant. After classifying the degree of implicit corruption in enterprises, the empirical test shows that in enterprises with low implicit corruption, the positive relationship between the military experience of executives and the response degree of the “Belt and Road” initiative is more significant, and the implicit corruption of executives plays a moderating role. Further research shows that in listed companies located in key provinces along the “Belt and Road”, the military experience of executives is significantly positively correlated with the response degree of the “Belt and Road” initiative, while it is not significant in non-key provinces. In addition, compared with the key provinces along the “21st Century Maritime Silk Road”, the positive relationship between executives’ military experience and initiative responsiveness is more significant in the listed companies located in the key provinces along the “Silk Road Economic Belt”. Through the empirical test, this paper proves the influence of executives’ military experience on the policy response to the “Belt and Road” initiative, which enriches the relevant research on the characteristics of executives joining the army in theory, and provides practical enlightenment for the response to the “Belt and Road” initiative in practice.

Key words: executives’ military experience; “Belt and Road”; initiative responsiveness; implicit corruption

(责任编辑: 倪建文)

(上接第34页)

The enlightenment of this paper is that: Enterprises should strive to achieve moderate financialization in order to serve innovation and achieve high-quality development. The government should take multiple measures to encourage under-financialized enterprises to make full use of cash flow and limit the excessive arbitrage behavior of over-financialized enterprises, promote the positive impact of enterprise financialization on innovation, and achieve high-quality development of real economy. Investors should take a rational view of the financialization behavior of enterprises, and make reasonable investment decisions by considering the financial investment and innovation investment level and investment environment.

Key words: financial moderation; innovation; financial motivation; financial initiative; total factor productivity

(责任编辑: 王西民)