

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 企业金融化对其创新的影响研究  
——以创业板为例

研究生姓名: 栾晓宇

指导教师姓名、职称: 杨世峰 教授

学科、专业名称: 金融硕士

研究方向: 金融理财与投资实务

提交日期: 2022年6月5日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 来晓宇 签字日期： 2022年6月5日

导师签名： 杨峰 签字日期： 2022年6月5日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 来晓宇 签字日期： 2022年6月5日

导师签名： 杨峰 签字日期： 2022年6月5日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

# **Research on the influence of enterprise financialization on its innovation**

**Candidate : Luan xiaoyu**

**Supervisor: Yang shifeng**

## 摘 要

从二十世纪七十年代金融业发展深化至今,世界经济金融化已成常态。从微观层次上分析,则体现为企业金融化,即非金融类企业通过采取配置金融资产的方法,进入金融领域获取利润。企业金融化的程度越深,就代表着它所占有的社会金融资产比例也愈高。随着中国的经济社会发展由以往的较高速度发展转为相对平稳发展,中国经济结构也迎来了全新的转变阶段。实体经济结构也陷入了转型阵痛期。实体企业的市场逐渐萧条、生产利润没有显著提升能力等问题逐渐出现。与此同时,中国金融市场的发展却蒸蒸日上,市场结构日益国际化、标准化,金融服务产品种类也不断创新。正是在此背景下,金融投资的高收益的特点吸引了众多企业,因此企业配置金融资产的比例也逐渐增多,这意味着金融化程度越来越深,因此形成了实体经济朝着虚拟经济倾斜的现象,这和十九大提倡的以实体经济为主体,虚拟经济为辅助的要求不相符。对于这一现象,一部分学者认为,相较于投资实体经济而言,资金流向金融领域能在更短的时间带来更高的收益,从而满足企业的资金需求,在一定程度上降低企业在融资方面的难度,即发挥企业金融化的“蓄水池效应”,从而能更好的促进企业创新,领导企业发展;同时也有另一部分学者认为,企业金融化并不能发挥所谓的“蓄水池”的作用。当企业的资金总数一定的情况下,投入金融领域的资金增多,必然会减少流向研发投入的资金,从而会对企业创新产生挤出效应。

目前,我国的经济发展的要求不再是追求快速的发展,而是要求保证高质量的发展,而这其中的关键就是企业能否进行持续的创新。企业是创新的主体,当其进行大规模的金融化活动时,对其创新到底是产生的是积极的促进作用还是消极的抑制作用值得我们深究。本文通过实证与案例相结合的方式,综合分析企业金融化对其创新产生的影响。在实证方面,选取我国创新频发的创业板企业 2009 年—2020 年数据,通过最小二乘法构建模型进行分析,以融资约束理论、委托代理理论、挤出效应与蓄水池效应理论、金融深化与金融抑制理论为基础,并且区分资产类型、区分企业性质分组回归,从不同角度分析企业金融化对其创新的影响程度。

本文通过实证与案例相结合的方式得出以下结论:(1)企业为寻求高收益、缓解外部融资约束持有金融资产,有限的资金池中更多的资金流向金融领域,由

此挤占研发创新投入资金，从而对企业创新产生挤出效应。（2）长期金融资产与短期金融资产相比，它的缺点是周转的时间长、流动性差、面临的风险较高，所以配置长期金融资产对企业创新的抑制作用大于短期金融资产。与此同时将房地产投资单独列出来，发现配置房地产投资资金对创新的抑制作用也大于短期金融资产。（3）与国有企业相比，非国有企业融资困难的问题只会更加的严重，融资约束也只会更大，因此更加依赖企业内部资金。因此与国有企业相比而言，非国有企业配置金融资产对创新的抑制效应更强。在案例方面，以网宿科技企业为研究对象，分析企业金融化程度以及进行金融化的结果，并且通过具体的数据，分析企业创新水平的程度，进而分析网宿科技金融化对创新产生的抑制的效应机制。最后综合实证与案例的分析结果提出相关的建议。

**关键词：**企业金融化 企业创新 企业异质性 挤出效应

## Abstract

Since the 1970s, the development of the financial industry has become a normal in the world economy. From the micro level, it is reflected in the finalization of enterprises, that is, non-financial entity enterprises directly enter the field of financial capital to obtain capital profits by adopting the method of allocating financial assets. The deeper the financialization of smes, the higher the proportion of social financial assets it occupies. In recent years, the investment behavior of entering the capital field of enterprise financial institutions to obtain the profits of enterprise financial institutions. The deeper the degree of corporate financial institutionalization is, the higher the proportion of corporate financial assets it occupies. In recent years, as China's economic and social development has changed from a relatively high speed to a relatively stable development, China's economic structure has also ushered in a new stage of transformation, while the same real economy structure has also fallen into a transitional period. The market of real enterprises is gradually depressed, and the production profit is not significantly improved. However, at the same time, The development of China's financial market is booming, the market structure is increasingly internationalized and standardized, and the types of financial service products are constantly innovating. It is in this context that the high yield of financial investment attracts many enterprises, so the proportion of

financial assets allocated by enterprises is gradually increasing, which means the degree of financialization is getting deeper and deeper. As a result, the real economy is tilting toward the virtual economy, which is inconsistent with the requirement of the 19th National Congress that the real economy should be the main body and the virtual economy should be the auxiliary. For this phenomenon, some scholars believe that, compared with investment in terms of the real economy, flows into the financial sector can bring higher yields, shorter time to meet the demand of enterprise funds, to a certain extent, reduce the enterprise in the financing difficulties, namely enterprise financialization "reservoir effect" into full play, so as to better promote the enterprise innovation, leading enterprise development. At the same time, some other scholars believe that corporate financialization cannot play the role of the so-called "reservoir". When the total amount of capital of an enterprise is constant, the increase of capital invested in the financial field will inevitably reduce the capital flowing to R&D investment, thus crowding out the enterprise innovation.

At present, the requirement of China's economic development is no longer to pursue rapid development, but to ensure high-quality development, and the key is whether enterprises can carry out continuous innovation. Enterprises are the main body of innovation. When they carry out large-scale financialization activities, it is worth studying deeply whether they have positive promoting effect or negative inhibiting effect

on innovation. This paper analyzes the influence of enterprise financialization on its innovation by combining empirical and case studies. In empirical aspect, select the innovation of the gem companies in 2009-2020 data, build the model by the least squares method is analyzed, with financing constraints theory, principal-agent theory, the extrusion effect and reservoir effect theory and the theory of financial deepening and financial repression, and to distinguish the asset types, to distinguish the enterprise group to return to nature, This paper analyzes the influence of enterprise financialization on its innovation from different angles.

This paper draws the following conclusions through the combination of empirical and case studies : (1) in order to seek high returns and alleviate external financing constraints, enterprises hold financial assets, and more capital from the limited capital pool flows to the financial field, thus crowding out the investment capital of r&d and innovation, thus causing crowding out effect on enterprise innovation. (2) Compared with short-term financial assets, long-term financial assets have the disadvantages of long turnaround time, poor liquidity and higher risks. Therefore, allocation of long-term financial assets has a greater restraining effect on enterprise innovation than short-term financial assets. At the same time, when real estate investment is separately listed, it is found that the allocation of real estate investment capital has a greater



effect on innovation than short-term financial assets. (3) Compared with state-owned enterprises, non-state-owned enterprises will only have more serious financing difficulties and greater financing constraints, so they are more dependent on internal funds of enterprises. Therefore, compared with state-owned enterprises, allocation of financial assets in non-state-owned enterprises has a stronger inhibition effect on innovation. In terms of the case, the financial degree of the enterprise and the results of the financialization are analyzed, and the degree of the innovation level of the enterprise is analyzed through specific data, and then the mechanism of the restraining effect of the financialization of the technology on innovation is analyzed. Finally, some suggestions are put forward based on the empirical results and case studies.

**Key words:** Firm financialization; Firm innovation; Firm heterogeneity; Crowding out effect

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景与意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	2
1.2 企业金融化与企业创新相关文献综述 .....	3
1.2.1 企业金融化内涵 .....	3
1.2.2 企业金融化动因 .....	4
1.2.3 企业创新的影响因素 .....	5
1.2.4 企业金融化产生的后果 .....	7
1.2.5 文献评述 .....	11
1.3 研究内容与方法 .....	12
1.3.1 研究内容 .....	12
1.3.2 研究方法 .....	13
1.3.3 技术路线图 .....	14
1.4 创新与不足 .....	14
1.4.1 可能的创新 .....	14
1.4.2 不足之处 .....	15
<b>2 理论基础与机理分析</b> .....	16
2.1 理论基础 .....	16
2.1.1 融资优序理论 .....	16
2.1.2 蓄水池效应理论与挤出效应理论 .....	16
2.1.3 委托代理理论 .....	18
2.1.4 融资约束理论 .....	19
2.1.5 金融深化理论与金融抑制理论 .....	20
2.2 机理分析与研究假设 .....	21
2.2.1 企业金融化对企业创新的“挤出”效应 .....	21
2.2.2 不同类型的金融资产对企业创新的“挤出”效应 .....	22

2.2.3 企业异质性的作用下，企业金融化对创新的影响 .....	23
<b>3 研究设计与实证分析 .....</b>	<b>25</b>
3.1 研究设计 .....	25
3.1.1 样本选取及数据来源 .....	25
3.1.2 变量设计 .....	25
3.1.3 估计方法选择 .....	27
3.1.4 模型构建 .....	27
3.2 实证结果分析 .....	28
3.2.1 描述性统计分析 .....	28
3.2.2 相关性统计分析 .....	29
3.2.3 回归结果分析 .....	30
3.3 稳健性检验 .....	35
<b>4 案例分析 .....</b>	<b>40</b>
4.1 网宿科技企业简介 .....	40
4.1.1 企业简介 .....	40
4.1.2 企业从事的主要业务 .....	40
4.2 网宿科技企业现状 .....	41
4.2.1 企业业绩 .....	41
4.2.2 企业收入 .....	42
4.3 企业金融化状况 .....	43
4.3.1 企业金融化程度 .....	43
4.3.2 企业金融化方式 .....	44
4.4 企业金融化动因分析 .....	45
4.4.1 金融行业发展迅速 .....	45
4.4.2 预防性储备动机，缓解融资约束 .....	46
4.4.3 实行多元化战略，开辟新利润增长点 .....	46
4.4.4 金融资产具有高额收益 .....	47
4.5 企业金融化对企业创新产生的影响 .....	47
4.5.1 影响表现及程度 .....	47

4.5.2 金融化影响创新机理分析 .....	51
4.6 案例分析总结 .....	54
<b>5 结论与政策建议 .....</b>	<b>55</b>
5.1 结论 .....	55
5.2 建议 .....	55
<b>参考文献 .....</b>	<b>58</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>62</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 研究背景

二十世纪七八十年代，特别是在进入新世纪以来，不管是经济发达的国家还是处于经济快速发展中的国家都把目光投向金融领域，开始注重金融资产的投资，而如今经济金融化已经逐渐成为全球的新态势。在这样的全球环境中，金融化也不可避免的出现在了我国。

近年来，国内市场需求日益下降，产品市场日趋疲态，导致的就是实体企业获利越来越困难。面对国内宏观经济的日渐不景气，企业在传统的实体业务得不到期待的利润率于是寻找另外的获利途径，开始关注到金融资金。金融投资具有周转期限短、回报率高的特点驱动实体企业投向金融领域的资产越来越多。

经济金融化会增强实体经济和虚拟经济的粘性，同时会带来更强的金融风险，这不利于宏观经济的调控。同时虚拟经济的过度发展带来不可避免的金融风险，历次金融危机发生都归结与虚拟经济的过度膨胀。经济金融化在微观层面的表现主要是企业方面，金融化有利于缓解企业在融资方面面临的困难，促进企业主营业务投资；同时有利也有弊，当企业资产往金融资产倾斜会减少实业的投资，致使实业投资下降，从而“脱实向虚”的现象出现。这样的结果显然和十九大提出的把实体经济放在首要位置上的中心思想背离。

中国经济进入了一个新的发展阶段，我国的十九大提出我们现在要做的不是让经济飞速发展，而是要提升经济发展的质量。首先要做的就是加强我国的经济创新能力，只有这样才能增强我国的竞争力，才能在提高经济发展速度的基础上提高经济发展的质量。创新水平增高才能真正的做到提高供给侧改革的质量，企业是创新的载体，想要中国经济高质量发展就要在企业身上下工夫，引导企业积极进行创新活动，提高创新水平，这样才能为国家增加国际竞争力，中国才能在国际的创新平台上站住脚跟。

普遍的金融化使得资金流向金融领域而非投向创新领域,这对我国企业创新是否会有影响,以及会产生怎样的影响值得深究。

### 1.1.2 研究意义

理论意义:国内外学者关于金融化的研究主要体现在宏观层面,包括金融化的成因,金融化对经济增长、社会发展、金融危机、产业发展等影响,很少有学者在探究金融化带来的细致微观方面的变化。但是随着金融化席卷整个世界以来,众多的企业也增加了自己的金融资产,实体企业越来越向虚拟经济偏离,因此学者们开始关注金融化在对企业的微观上带来什么影响。金融化的微观方面主要表现在企业金融化,相关的研究主要体现在金融化对企业生产绩效、经营规模、企业价值等方面的影响,极少有文献研究金融化对企业创新的影响。本文通过选择创业板数据,实证研究金融化对企业创新的影响,同时结合相应的案例,具体探究实体企业金融化对企业创新的影响,有利于增加企业金融化的细微方面影响的理论。

现实意义:本文以实证模型结果为基础,同时结合相关的案例具体分析金融化对企业创新的影响,提出建议,不论是在整体的宏观方面还是细微的微观方面都有参考的价值。从整体宏观方面来看,我国是经济增长方式的全面转变时期,经济增长的速度匹配不上发展的质量,实体企业的投资回报率下跌,在经济增长的核心方面已经转向创新,而现实情况中,众多企业还在为了谋求更多的利益金融金融投机。十九大报告提出我们应该将发展实体经济为主体,把金融发展作为一种辅助手段,不可本末倒置。本研究为上述重大理论观点提供了经验支持。对于建立怎样的规定来规范企业,如何在既能满足企业的融资需求的前提下建立鼓励企业创新的制度,本文具有一定的借鉴意义。从具体的方面来看,对于如何让企业把眼光放在未来更远的角度,配置适合的金融资产,增加企业创新活动,增大企业的竞争力,本文也提供了切实可行的参考价值。

## 1.2 企业金融化与企业创新相关文献综述

### 1.2.1 企业金融化内涵

翟连升（1992）提出当企业的资产慢慢转化为储存在银行体系中的时候，就是企业金融化的开端。E Stockhammer（2004）认为企业金融化并没有复杂的含义，就从简单的市场表现中可以看出，金融企业越来越多、企业获得的金融收益越来越多的现象。Orhangazi（2008）基于金融重要性这一基础，认为金融全球化依然成为经济发展的趋势，金融化不仅仅是金融资产占比增多、金融机构规模增加、金融交易增多，而且金融将会融入到人们日常生活中，成为最普遍且重要的一部分。Benfine（2010）在《定位金融化》中认为金融化最显著的表现金融体现在各个生产关系中，实体经济的发展也离不开金融的存在与发展。王红建（2017）最先提出想要具体话企业的金融化就要关注企业的财务报表，并且他把金融资产占总资产的比例定为企业金融化，当这个比例越来越高的时候，表示企业的金融化程度越深。Epstein（2005）认为金融化就是在金融投资中获得的利益，例如资本利得、利息收入。Krippner（2008）在《美国经济金融化》中认为企业主要的收益来源于金融投资而不是传统的生产经营活动，他认为金融资本的地位将会越来越重要，并且会超过传统的实体产业资本。张慕频、诸葛恒中（2013）认为企业金融化就是企业的主要经营活动带来的收益，他们将证券带来的收益占总收入的比重不断升高的过程称为企业金融化，并且这个比例大于企业主营业务带来的收入占总收入的比例。赵文（2018）认为企业金融化的表现是非金融企业把自身的资产分配的重点由主营业务领域转移到金融领域，企业的利润更多的来自于金融产品。Suh Hanseok（2018）非金融企业金融化最明显的表现就是企业的收益增长愈加依赖金融资产。蔡明荣、任世驰（2014）认为企业金融化主要表现在企业的投资以及相应的利润都来自金融资产，传统的主营业务占据了少部分的资产；由于企业资产向投资领域转移，企业收益的主要来源也开始由企业的主营业务转向投资活动转移。杜勇（2019）认为企业转向金融化首先从企业的行为得以看出，企业在行为上的表现就是较多的资产不再投入到主营业务的生产经营上去，而是投向金融领域，从而产生的结果就是企业的大部分的利润也来源于金融资产而不是主营业务。

## 1.2.2 企业金融化动因

Bessembinder (1991) 认为企业的交易有时候并不是即时的交易, 这时候企业会选择持有金融远期合约等衍生金融工具来对冲企业必须的交易风险。Bodnar 等 (1995) 对非金融企业金融化的原因进行大规模的问卷调查发现, 有些企业配置金融资产是为了预防企业现金流不足和降低企业的营运风险。张瑾、胡奕明 (2018) 分析非金融上市企业数据发现, 实体企业竞争降低其利润, 企业将金融资产作为一项独立的投资, 企业配置金融资产是为了在经营活动遇到资金瓶颈时起到辅助的作用。并且和规模小的企业相比, 如果一个企业的规模较大的话, 那么这个企业就不会配置更多的金融资产; 如果一个企业的经营状况较好, 那么它也不需要配置较多的金融资产。张曾莲、穆林 (2018) 从企业持有现金入手, 他们认为企业内部是否有足够的资金决定了这个企业是否配置金融资产以及配置多少金融资产, 即企业配置金融资产可以改变企业的现金数量。企业持有现金主要是为了进行投机活动, 当企业将用来进行投机活动的现金用来投资金融资产的时候, 就可以获得较高的利润, 从而保持企业资金充裕, 即可以起到“蓄水池”的作用。黄贤环 (2018) 认为企业持有短期金融资产的原因就是看重其可以在较短的时间内变现, 保证企业随时需要资金的需求, 从而缓解融资压力, 即为预防性储备动机。

江春、李巍 (2013) 分析了非金融企业配置金融资产的原因, 他认为在经济快速发展的背景下, 企业配置金融资产的主要原因是为了进行投机活动。蔡明荣、任世驰 (2014) 认为企业进行金融化的主要原因是企业在获取利益时觉察到了危机, 金融化时代获取利润的“急躁”性诱惑需要长期等待才能获取利润的传统行业从而转向金融化。Aalbers (2016) 研究发现相比于非金融行业, 金融行业的利润增长率更加的高, 正是金融行业的高额利润的因素吸引更多的非金融企业纷纷转身投资金融资产, 从而获取更高的利润率。王红建、曹瑜强 (2017) 分析研究我国金融资本超额回报率的现象, 认为非金融企业配置回报收益高的金融资产本质上是一种投机行为。Cardella et.al (2018) 分析美国企业金融资产的结构发现, 企业持有较多的现金储备, 这些现金留存的目地是为了投资那些流动性较差但是利润回报率较高的金融产品。亚琨、罗福凯 (2018) 从金融资产独特的投资收益高、可逆行等特征考虑分析企业配置金融资产的原因, 他认为企业金融化是为了



追求在较短的时间内获取收益。彭余超、韩珣（2018）从中国的具体国情考虑，国内的中小企业很难融到资金来缓解自己的资金短期问题，由此提出国内企业金融化的主要原因是想要由此获得利润，并且又基于国内金融市场不如国外金融市场发达的事实，认为国内金融资产还不能够从逐利性转向储备性。

Lazonick 和 O' Sullivan（2000）提出企业的股权占有比例较大的并不是个人，而是一些机构，他们的利益来自企业的分红和股利，同时股东价值观念开始出现，在此基础上他们势必希望企业的盈利周期越短越好，因此通过资产金融化来实现股东收益最大化。Holmstrom 和 Kaplan（2001）认为美国在二十世纪八九十年兴起股东利益最大化理论，因此企业的治理模式也发生了改变，股票期权在企业治理中起到重要作用。股东具有表决权，对企业的日常经营活动具有决定权，与此同时，股东对于自己拥有的股权可以买卖，通过这个权力也可以作为金融市场的主体之一。一方面，企业管理者通过金融市场操作提升企业的股价，实现企业股东利益最大化；另一方面，金融工具、金融产品的快速发展也使金融投资获得高收益，企业股权和企业管理者工资息息相关的政策，更加促进企业管理者进入金融市场。

### 1.2.3 企业创新的影响因素

Lin et al（2011）认为企业实行科学的经理人激励制度有助于促进管理者更好的工作，从而提高企业绩效，促进企业创新活动。庄子银（2007）从企业家精神为切入点，认为企业家的活动与薪酬激励挂钩，企业若想提高创新水平就需提高薪酬激励。冯根福、温军（2012）认为企业个人持股和机构持股对于企业创新水平的影响是不同的。机构持股的具体表现为在民营企业中是促进作用，但是在国有企业中是却是相反的抑制作用。吴延兵（2012）通过对比不同性质企业的创新能力与创新效率发现，创新能力排在第一的是混合所有制企业，排在最后的是国有控股企业。杨慧军（2015）从企业领导的风格为切入点，认为不同风格的领导会导致企业做出不同的决策，并且实证证实了股权集中度过高会显著抑制企业创新投资。彭镇、陈修德、许慧（2020）认为企业实行薪酬激励将会促进企业创新效率，相比于高管，这种激励效应对于普通员工更为显著；进一步研究发现，当在非金融企业中员工薪酬较低的情况下，这种薪酬激励越高的话，相应的对企

业创新的促进效果更加的强。

Frenkel (2005) 通过研究以色列工业企业的财务报表发现, 企业创新活动受地域环境与企业规模影响, 处于大城市的、规模大的企业创新活动更多。朱恒鹏 (2006) 进行实地调查发现, 企业的规模在一定的程度内越来越大对企业的创新是积极的促进作用, 但是超过一定的范围, 企业规模再扩大的话, 积极效应将会减弱甚至会对企业创新起到相反的消极效应。聂辉华、谭松涛、王宇锋 (2008) 研究了企业的规模的大小是否对其创新产生影响, 发现随着企业规模的增大其创新水平是先下降后上升的趋势, 说明企业规模并不是越大越好, 而是在某个特定的区间内才会对企业创新产生积极的促进效果; 国有企业的创新能力高于非国有企业, 并且在一定区间内, 创新能力随着企业规模的扩大而增强。

顾群、翟淑萍 (2012) 通过构建融资约束指数, 并且结合代理理论, 实证研究发现, 企业面临越大的外部融资压力将会对企业的创新起到促进的作用。卢馨、郑阳飞 (2013) 从企业融资渠道入手研究发现, 在我国现实的情况下, 高新技术企业面临的外部融资压力较大, 企业融资问题的解决办法就是足够的资金, 同时企业创新也需要充足的资金, 实证研究融资约束与企业创新显著正相关。喻坤等 (2014) 基于国有企业创新效率低迷这一现象, 提出了相反的说法, 他提出国有企业的创新水平并不是像大多数学者认为的低于非国有企业, 反而是高于非国有企业, 因为非国有企业过度依靠外部的资金, 因此带来的问题也就是外部融资的困难问题, 从而会抑制企业创新投资。张璇、刘贝贝 (2017) 认为企业面临的外部融资压力越大的话, 将会对企业的创新水平起到消极的抑制作用, 同时这种消极的抑制作用让非国有企业融资更加的困难, 形成不良的循环。甄建斌、赵选民、翟丽 (2017) 提出企业保留盈余的资金可以保证企业在需要资金时可以使用内部资金, 因此会对企业的创新起到促进作用, 并且这种促进效果在较为严重的融资约束的作用下更加明显。李晓龙、冉光和、郑威 (2017) 基于企业内部融资不足外部融资成本过高这一现象, 即金融要素扭曲, 当企业在此时筹集不到资金的话就会导致企业的创新效率下降, 并且这一现象在金融要素扭曲程度高的地区更为明显。

Nick (2002) 通过研究 9 个不同国家的相关法律发现, 实行税收优惠的国家的创新水平明显高于不实行税收优惠的国家。Brown (2013) 认为相关法律的制

定用以保护投资者利益和保护创新的成果以期促进企业创新活动。Hu (2014) 认为企业配置金融资产产生的一个较好的结果就是企业将会拥有较高的收益率, 当企业拥有充裕资金的时候对企业创新活动是起到促进作用的。谢家智等(2014) 认为企业金融化对企业创新的作用是消极的, 并且在政府控制这一条件下, 会更加减弱企业创新意图。李凤羽、杨墨竹(2015) 认为国家政府的调控经济的政策不具有可预知性, 企业无法提前预知政府的政策方向, 因此没有办法做出相应的对策。发现政府经济不确定的提高会对企业创新活动产生消极影响, 并且过高的股权集中度更会加大这种消极影响。顾夏铭、陈勇民、潘士远(2018) 认为政府经济政策的不可预知性对其创新是起到一定的促进作用的, 主要体现在企业的专利申请数量上; 并且发现经济政策的不确定对创新的影响并不是固定的, 而是对不同的对象有不同的影响, 具体表现在国有企业和非国有企业。王健、袁瀚坤(2019) 以信号传递理论为基础, 认为政府补贴的信号对于投资者来说是一种鼓励, 即给予企业一定的优惠和补贴, 又促使企业得到更多的外部投资, 从而促进企业创新活动。

#### 1.2.4 企业金融化产生的后果

##### (1) 企业金融化对创新产生的影响

Tadesse (2002) 认为想要在较短时间内提高企业的经营业绩, 企业会遇到资金短缺的问题, 这时候利用金融资产的流动性强和变现性容易特点为企业提供充足的资金; 当企业资金充裕的时候, 就会分配给创新活动更多的资金支持, 从而促进企业创新活动。Demir (2009) 和 Ang (2010) 认为企业配置金融资产从而得到较高的利润, 因此企业不用再面临较大的外部融资的压力。企业保留充裕的资金, 因此支持企业创新活动的资金也有了保障, 从而对企业创新产生促进效应。Bonfiglioli (2008) 和 Gehringer (2013) 认为企业金融化通过提高企业经营业绩从而为企业带来充足的收益, 目光长远的企业管理者为了企业的长远发展会增加企业创新活动的投资, 从而提高企业创新能力。Arizala 和 Galindo (2013) 认为充足的资金储备是企业创新的内在动力, 反过来这些充足的资金也满足了企业金融投资的资金需求, 因此金融化带来的利益又为企业创新活动提供资金支持, 形成一个良性循环。鞠晓生(2013) 认为企业在遇到内部资金短缺的

情况时,会根据外部投资的调整成本的高低做出决策,减少调整成本较低的外部投资,有限的内部资金将会被用来进行必须的外部投资,从而促进企业创新。胡奕明(2017)提出企业金融化的动因不是投机而是预备性储蓄,并且发现企业金融化与企业创新的关系是积极的促进关系,这一促进效应在企业持有现金方面更为显著。企业通过持有现金流应对企业的流动性需求,同时为企业创新提供资金支持。

Orhangazi(2008)以资源占有角度为切入点,认为企业的资源是有限制的,当分配到金融投资方面的资金增多,那么此时剩余的资金就会减少,再从剩余的资金分配到创新投资方面的资金就会变得更少,企业的金融化和创新是一个此起彼伏的关系。Lazonick(2010)通过研究美国非金融企业发现,非金融企业金融化使得企业更加重视金融投资而非实业投资,从而降低企业技术创新的基础,同时也会抑制企业创新能力。Lazonick(2012)认为企业创新活动的长期性和不确定性使得创新资金需要长期投入,然而在激烈的市场竞争环境下,企业主营业务业绩不断下降,使得企业不得不寻找新的利润增长点从而转向金融投资。金融投资收益比实业投资收益回报周期短的多,企业更加倾向于投资金融资产,从而减弱创新投资的意向。Teece(2012)研究了美国的非金融企业发现,非金融企业配置过多的金融资产将会对其主要业务产生消极的作用,与此同时企业的创新活动也会受到抑制。Seo(2012)以韩国非金融企业数据为基础,分析了韩国非金融企业配置金融资产的原因,认为企业基于高利润从而进行金融化,随着金融投资活动的增加,长此以往,企业分配到创新活动方面的资金就会减少,从而抑制企业创新活动。许罡,朱卫东(2017)认为研究企业金融化对其创新影响时应该加入异质性动机因素,因此发现企业进行金融化对其创新产生的是负向的作用,并且考虑到金融资产的流动性,发现长期金融资产比短期金融资产对其创新的抑制作用更加的强烈。在此基础上,他们还将外部市场竞争纳入考虑范围内,发现外部市场竞争可以缓解企业金融化对企业创新的抑制程度。郭丽婷(2018)研究了我国制造业进行金融化的过程,研究的结果显示非金融企业配置金融资产对其创新产生的是消极的抑制效应;并且考虑到内生性的因素,同时把融资约束作为调节变量,发现与融资约束较大的企业相比,融资约束小的企业,金融化对企业创新的抑制效应比较小。谢家智(2018)通过我国制造业过度金融化的现象,研究发

现制造业企业金融化对企业创新产生消极影响；并且基于中国的国情，将政府控制考虑进去，发现政府控制强的企业金融化对企业创新的抑制效应更加强烈。倪志良、张开志（2019）以博弈理论模型为基础研究发现实体企业金融化显著抑制企业创新，同时，实体企业金融化也对企业的主营业务产生消极的影响，对企业的成长性产生不利影响。Davis（2018）通过研究美国非金融企业金融化发现，基于股东利益最大化目的，企业管理者将投资方向从固定资产和创新投资转向金融投资，从而获得更多的收益，并且这种现象在营业业绩好的大企业中更加显著。

王红建（2017）探究企业为什么要配置金融资产的原因发现，企业配置金融资产产生的后果对企业创新的水平并不是简单的影响，这种影响不是一味的促进或者抑制，而是呈现出一个“U”型曲线，企业金融化的程度在 23%之前，企业金融化显著抑制企业创新，当企业金融化超过 23%之后，企业再持有金融资产不仅不会降低创新水平反而会对创新起到积极的促进作用；并且根据企业投机动机的强弱进行分组研究，发现投机动机强的企业比投机动机弱的抑制创新作用更加明显。郭丽婷（2017）通过进一步的研究发现金融化对企业创新投资的影响整体上是抑制的效果，进一步研究发现这种抑制程度随着企业经营业绩的提高和融资约束的减少改变。

## （2）企业金融化对其他方面产生的影响

彭俞超（2018）以信息不对成理论为基础，将企业、经理人、金融市场三方构成一个整体框架进行分析，发现企业先于其他两者提前拥有信息，从而隐匿其配置金融资产的消息或者利用配置金融资产来掩饰企业不好的消息，从而增加企业未来的股价崩盘风险。闫海洲、陈百助（2018）考虑企业为什么纷纷持有金融资产，他们的动机是什么。探究企业持有金融资产对企业来说到底是一个好消息还是坏消息，结果发现企业进行金融投资对企业来说是一个坏消息，这会降低股票的价格从而降低股票的回报率；进一步发现企业进行金融投资活动降低股票的价格还与企业的盈利能力相关，盈利能力较好的企业不会进行过多的金融投资，反而那些经营情况不好的企业，由于主营业务收入较低而想要获得较高的利润转而投资金融资产的情况更多。李志骞（2018）以 CAPM 模型为基础进行实证检验，发现上市公司持有资金资产不仅对其创新产生影响，对企业的股票价格也会产生影响。上市企业配置金融资产会增加其系统性风险和非系统性风险，对其股票价

格呈现负向作用；并且深入研究发现，与非国有企业相比，上市企业资产金融化与其企业股票价格风险正相关性更为显著；杠杆较高的企业持有金融资产的话，对其股票价格是个好消息，即这两者是正向的关系。黄贤环（2018）将企业金融资产分为短期资产和长期资产，研究发现只有企业配置长期金融资产才会给企业带来较大的财务风险，而配置短期金融资产并不会会有这个效果。

TI Palley（2007）认为企业金融化是一把双刃剑，它在提高企业利润的同时，也会增加企业工人的收入不平等性。Foster（2010）认为在经济还不够成熟的情况下，快速发展的金融化只会加剧金融危机，造成经济衰退和较高失业率的出现。Lin et.al（2013）认为企业愈加重视金融领域的投资，从而减少实业投资，实体企业工人因为营业收入下降导致收入减少，引起收入不平等现象。I Gonzalez 和 Sala（2014）将资本结构和劳动力供给和需求纳入一个整体框架进行考虑发现，由于金融化的崛起，二十世纪八十年代美国的失业率显著增加。

宋军、陆旸（2015）提出企业配置进入资产对其主要业务的收益率既不是一味的促进作用，也不是一味的抑制作用，而是表现出先产生抑制效果，之后又表现出促进效果。虽然企业都希望通过配置金融资产获得高收益，但是经营情况不同的企业，其配置金融资产对主营业务的影响是不同的。经营情况叫很好的企业持有金融资产对其主业务是促进效用，而低业绩企业金融化对其主业务是抑制效果。肖明、崔超（2016）研究发现我国非国有企业金融化程度高于国有企业，但是金融化与两者的企业绩效都呈现出倒“U”型的关系，表明企业金融化程度应该适度，不应过度金融化和杜绝金融化。刘笃池、贺玉平（2016）认为企业为了高收益配置金融资产将会分散企业的注意力，从而对企业主要经营业务产生消极的影响，但是相比于非国有企业，国有企业配置金融资产会对其经营性业务的生效率产生更多大的消极影响。杜勇（2017）认为企业持有金融资产是暂时的获利，这种短浅的目光不利于企业未来长远的发展，也会对企业主要经营业务产生消极的影响，并且这种抑制效应与外部货币政策相关，外部货币政策越是宽松，企业配置金融资产对企业未来主营业务业绩产生的抑制效应就会越明显；并且在不同性质的企业中，这种抑制效应是不同的。与非国有企业相比，国有企业中这种抑制效应更加的强。倪志良（2019）以博弈理论为基础，提出实体企业配置金融资产会对其创新水平产生负向作用，与此同时，企业金融化会降低企业主营

业绩，企业配置更多的金融资产不仅不会有利于企业的主营业绩的提高，反而会降低企业主营业绩，长期以来不利于企业的成长性。

Crotty (2005) 认为企业过度金融化会使企业只重视金融投资而忽略实业投资，使得实体经济没有足够的资金支持以至于发展缓慢。Manuel B. Aalbers (2008) 认为实体经济和金融部门两者之间并不是矛盾的存在而是相互制衡的存在，金融投资带来的收益会给实体投资提供资金支持，但是过度金融化将会威胁实体经济的地位。Orhangazi (2008) 提出企业配置金融资产对企业的抑制效应主要体现在两个方面，一方面是企业管理者寻求股东利益最大化从而改变企业经营决策，投资金融产品；另一方面，企业金融化投资会占据实业投资的资金，从而抑制实业投资。Theurillat (2010) 认为企业配置金融资产可以通过获利从而解决企业外部融资问题，并且也保证了企业的流动资金需求，进而促进了企业的投资。张成思、张步昙 (2016) 认为当今中国企业金融化获利越来越多的原因就是金融资产的风险与收益并不匹配，当金融资产有较高的收益和较低的风险时，企业纷纷转向金融投资而放弃实业投资，例如固定资产的投资，这个现象也解释了为什么货币政策的实施并没有起到对实业投资应有的促进效果。Duchin et. al (2017) 认为非金融企业通过持有金融资产获得收益，可以为企业其他方面投资提供资金供给，有利于防范企业财务风险。Tori 和 Onaran (2017) 通过研究非金融企业资产负债表发现，非金融资产大量持有金融资产对其传统的经营业务产生消极的影响，尤其对固定资产的抑制效过明显，并且随着金融化程度的增加，抑制效过越突出。张昭、朱俊萱等 (2018) 认为企业金融化是一把双刃剑，它既可以在一定程度上促进企业的实业投资率，也可以抑制企业的实业投资率，关键在于把握合适的金融化程度；企业金融化约束过度金融化投资的企业，提高企业实业投资率，金融化不足的企业实行金融化将进一步抑制企业实业投资率。

### 1.2.5 文献评述

综上所述，企业金融化并没有一个统一的说法，总结来看有三种观点：一是把重点放在企业的行为上，把企业配置金融资产的行为看作企业金融化的表现，并且从企业金融资产占总资产的比重的大小，来判断企业企业金融化的程度；二是把重点放在企业的收入上，认为企业的利润主要来自金融资产的投资活动而非

传统的生产经营，把这个现象定义为企业金融化。三是结合这两种观点，综合考虑企业金融化行为和企业金融化产生的结果。

关于企业为什么要持有金融资产有以下三个原因：一是资金储备动机，企业配置金融资产，企业金融化是为了在企业遇到资金短缺时能够将金融资产变卖从而解决资金流动性不足的问题；二是为了提高利润，金融投资的较高的收益的特点使企业在考虑资产流向时首先考虑金融投资。三是由于企业治理结构的改变，出现股东利益最大化理论，股东们以期寻求周转期限最短的金融资产获取收益。

国内外关于影响企业创新的因素主要分为以下几个方面：企业治理、企业规模、融资约束、政府政策。

目前国内学者认为企业持有金融资产对创新产生的影响分为三种不同的观点：一种观点认为企业持有金融资产将会产生较高的利润，从而满足企业创新资金的需求，促进企业创新水平；第二种观点认为企业的资金总额是固定，企业将较多的资产投向金融领域就会减少投入创新领域的资金，从而会对企业的创新起到消极的抑制作用；第三种观点认为企业持有金融资产对创新产生的影响既不是简单的促进作用，也不是单一的抑制作用，而是先促进，然后在某个区间达到促进作用的最大值，此时再进行金融资产的配置便会对企业的创新产生抑制作用，即“U”型曲线。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

第一章：绪论。介绍本文的研究背景及意义，并对相关文献进行梳理与分析；提出本文的研究方法及内容，并对本文的创新与不足进行总结。

第二章：理论基础与研究假设。本文以融资优序理论、蓄水池效应理论与挤出效应理论、委托代理理论、融资约束理论以及金融深化与金融抑制理论为基础，分析金融化对其企业创新的影响机制。

第三章：研究设计与实证结果分析。基于创业板数据，利用最小二乘法回归模型研究金融化与企业创新之间的线性关系，同时探究金融资产类型以及企业异质性的不同是否影响企业金融化与其创新之间的关系。



第四章：案例概述与分析。本文首先对网宿科技企业进行介绍，包括对网宿科技金融化程度进行描述性分析，对其为什么想要进行金融化的原因进行详细分析。其次分析其财务数据，对其企业创新现状进行分析。

第五章：结论与建议。通过实证研究的结果，即我国实体企业金融化对其创新产生挤出效应，从整体宏观方面对我国如何制定相关的规定规范企业的行为；通过案例分析，从微观角度，对我国实体企业配置金融资产提出建议。

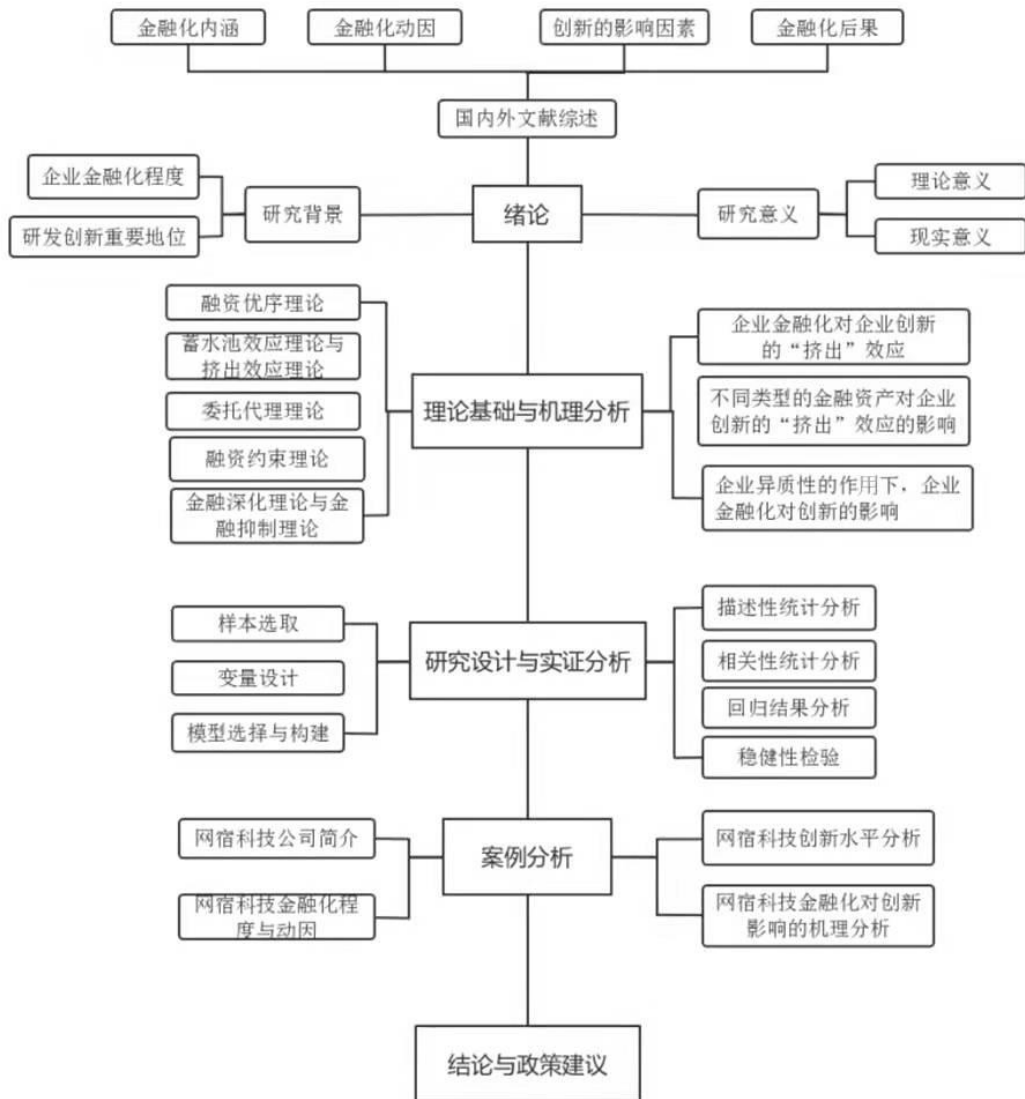
### 1.3.2 研究方法

文献分析法：在本文的研究过程中，查阅金融化相关的文献，全面了解我国实体企业金融化程度以及我国实体企业创新的现状，综合参考文献，提出本文的研究基础与研究思路。

实证分析法：本文通过国泰安和 wind 等多个数据库搜集整理企业金融化以及其创新数据，对研究样本先进行描述性分析，相关性分析，接着采用最小二乘法回归模型研究企业金融化对其创新的影响，通过将金融资产分类别研究不同金融资产对其创新的影响，将企业进行异质性研究，分析国企与非国企在金融化对其创新关系中是否有不同影响，最后验证理论部分所得假设是否成立。

案例分析法：本文以网宿科技企业为研究对象，分析其金融化程度以及其金融化动因，具体分析企业财务状况，综合分析金融化对创新能力的影响。

### 1.3.3 技术路线图



## 1.4 创新与不足

### 1.4.1 可能的创新

第一，现有的文献资料大多是在关注金融化对宏观经济产生了什么样的影响，较少的一些学者关注企业配置金融资产的原因。本文处于微观的角度，重点探究了企业配置金融资产对其创新会产生什么影响。

第二，和以往学者考虑的对象不同，本文以创业板数据为考虑的对象，综合研究并分析了我国创业板企业配置金融资产的情况以及其对创新水平产生的影响，补充了以往文献资料稀少的样本数据以及相关的经验证据。

第三，本文将具体分析在不同的金融资产以及不同的企业性质的前提下，企业配置金融资产对创新产生的影响是否会有不同以及这种不同的具体原因，并且根据我国具体的现实情况给与相应的建议。

第四，本文通过实证模型分析了企业金融化对企业创新产生的抑制效应，并且选取其中较有代表性的企业进行具体的案例分析，从微观角度再次验证了实证的结果。

#### 1.4.2 不足之处

第一，对于企业金融化的定义，学术界并没有一个统一的标准，本文借鉴大多数学者的意见，较为完善的衡量标准有待商榷。

第二，由于本文选取的是创业板企业数据，但是由于创业板企业较少，虽然满足模型所需的数据，但是总体上还是较少，可能会使模型结果存在误差。

第三，案例的部分，虽然选取了一家企业成立时间长、相关数据信息较为齐全的民营企业，但是所有数据分析皆由其披露的年报所得，并没有进行实地调研考察。

## 2 理论基础与机理分析

### 2.1 理论基础

#### 2.1.1 融资优序理论

优序融资理论也称“啄食顺序理论”。它的使用是有条件的，首先信息并不是对称的，并且交易是存在费用的。当企业遇到一个可投资的项目时，首先是使用企业内部的自有资金，然后采用发行证券进行筹集资金，最后才会进行股权的筹资。当企业为了一个新项目进行融通资金的时候，企业内部的知情人与企业外部的投资者面临的情况是不一样的，即他们双方所知道的信息是不同的。外部的投资者对企业的实际经营情况与企业未来的规划并不了解，对企业的认识也只是按照对其的期待来判定其价值。所以，一旦企业面对外部进行筹资，这将会给外部投资者一个消极的信号，外部投资者认为企业可能会存在缺少资金的情况，这会导致企业的价值下跌，所以企业增加在外的股票数额对企业来说并不是一个好消息。这时候假如企业内部有充裕的资金，企业不会选择外部筹资的方法，而是首先考虑企业内部充足的资金。假如企业到了一定要筹集外部资金的时候，也不会进行增发在外的股票数额，而是采用增发一些不与对称信息相关的债券来筹集资金，这样外部投资者并不会得到所谓的坏消息，企业的价值相应的也不会下降。

企业进行生产经营活动需要源源不断的资金作为支持，在考虑到优序融资的基础下，为了将企业的融资成本降到最低，企业进行生产经营活动首先考虑的是自有资金。这个时候进行金融资产的投资也是一种增加其内部资金的手段，金融资产不似传统的资产，它的变现性很强、调整周期较短并且调整费用较低，而且其具有传统投资没有的高收益。如果企业想要进行一些风险大、不确定性强的创新投资活动时，可以将变现能力强的金融资产变现，用来支持创新活动，从而不需要再进行外部融资。

#### 2.1.2 蓄水池效应理论与挤出效应理论

凯恩斯分析人们为什么持有货币时提出了预防性储蓄动机。凯恩斯认为人们

持有货币的原因有三点：一是人们面对好的投资机会需要进行投资，二是人们在现实生活中是需要进行交易的，三是人们总是为了以后不确定发生的意外进行一些资金储备。企业为什么会有这种预防性储蓄动机？是因为企业不能确保在以后的经营中是否需要资金，从而会需要一定的资金来帮助其度过难关，因此企业会选择拿出一部分资产用现金的方式保存，从而来抵抗未来的这些风险。虽然这里的储蓄是说的现金，但是金融资产流动性强的特点也使得企业选择持有金融资产进行储蓄。企业的经营活动的指支出、收益、现金流都有很大的不确定性，因此为了保证在以后的经营活动面临资金短缺的时候有充足的资金保证，企业将会配置一定的金融资产，用来减少未来企业由于资金短缺而对企业的生产经营活动造成的损失。在某种方面来说，企业配置金融资产可以满足企业未来资金的需求。企业在未来生产经营中存在的 uncertainty 越高，企业进行预防性储蓄的动机就会越强，这时候企业适度的配置金融资产就会更大程度的降低企业未来面临的 uncertainty 风险，减少这种风险给企业带来的负面负面影响。

企业持有预防储蓄动机一方面是减少未来的风险，其次还可以减少较高的外部融资成本。企业从外部融通资金困难的主要原因是信息不对称。在这样的现实中，企业想要从外部进行资金的融通就需要给与投资者一定的报酬，那么此时企业融通资金的成本就变高了。所以企业更加倾向于使用自有资金而不是进行外部融资。当企业面临需要资金的情况时，或多或少也会持有资金进行储蓄。传统的资产例如固定资产、无形资产的流动性较弱，相比之下金融资产的流动性较强，最重要的是金融资产的投资收益率之高是传统资产不能比拟的。当未来在不确定的时期企业面临需要资金的情况时，金融资产的流动性可以使其以较快的速度转变成现金满足企业的需求，用来解决企业面临的融资的压力问题。金融资产在一定程度上相当于现金，因此企业进行金融资产投资相当于增加企业的现金，也保证了企业未来的资金需求。

综上所述，企业基于储蓄的动机从而配置金融资产，为了满足企业未来的资金需求，在企业不需要资金的时候可以作为资产储存，在需要资金的时候作为现金变现使用。从“蓄水池”效应理论的角度出发，企业持有金融资产并不是为了投机取巧，而是确保其正常的生产经营资金和未来不确定的资金需求，缓解企业面临的外部融资压力，从而保证企业创新资金的源源不断。

然而，“蓄水池”效应理论所解释的企业金融化过程并不能解释我国的企业配置金融资产的实际情况。根据这个理论所说，企业投资越多的话，它在未来面临资金需求的风险越大，需要的资金流动性也会越多，那么它需要的资金储备需求就多，结果就是企业创新投资应该与金融资产的配置呈现出一致的走向关系。但是在具体的数据表现上，我国的实际情况与这个理论是截然不同的。故“蓄水池”效应并非是我国企业金融化的主要原因。

为了获得高额的利益才是企业配置金融资产的根本原因。现实情况是实体企业的发展越来越不好，企业的管理者面临的不仅是要把企业的业绩做好的压力，还要面对企业外部融资的压力、内卷不断的内部晋升压力。目光短浅的管理者会选择配置更多的资金让资产来在较短的时间内获得较高的收益，在短期内做出傲人的成绩。想要以较小的成本撬动较大的利润是企业进行金融投资的最大目的，但是企业资金的总数是有限的，在增加金融资产的同时就势必会减少创新资产的投入，不利于企业的未来长期发展。“挤出效应”理论认为企业可以使用的资源总体是有限的，如果增加企业的金融资产，那么在总的资金池不变的情况下，创新投资就会相应的减少，创新投资与金融投资是一种显著的负向关系。

### 2.1.3 委托代理理论

委托代理理论认为企业在经营过程中存在着两权分离的矛盾，即经营权和所有权不能集中到一个人身上，企业在拥有所有权的前提下，应该将经营管理权授权他人。

委托代理理论的出现是社会进步的产物，是经济社会规模化、系统化的结果。社会的快速发展使得人们的分工更加的明确细致，企业的所有者拥有庞大的资本，但是他们在企业的管理能力、精力与时间方面并不是顶尖的，或者说有更加专业与顶尖的人才，他们有充足的时间、专业的能力来管理好企业，所以他们成为了被委托人，也就是企业的经营管理者。但委托人与代理人追求的最大利益不一致，委托人追求的是使自己拥有的利益最大化，而被委托人追求的是丰厚的工资待遇、舒适的办公地点、尽可能多的休闲时间，两者截然不同的目标使得两者必然会产生矛盾。不管是在生产经营管理中还是现实的社会生活中，委托代理问题常常见到，并不陌生。

委托代理在企业配置金融资产的决策中也产生重要的影响。两权分离使得股东与企业管理者之间得到的消息是不一样的,并且两者之间的激励方式是截然不同的,所以管理者会在配置企业资产的时候以自己的利益最大化为前提,从而导致虽然管理者的利益得到了最大的满足,但是股东的利益并不能得到最大的满足。想要实现股东也得到最大的利益保障,企业应该考虑投资 NPV 是正的投资活动,在此之后再企业剩余的现金进行分配。但是由于存在委托代理成本,管理者也想要自己的利益得到最大化的保障,会使用在职权力增大企业的品牌影响力,得到强大的资源,获得丰厚的享受。同时,当企业遇到较好的项目时,如果想要从外部市场得到资金的支持,管理者便会面临外界的压力与限制。但是当企业拥有充足的资金时,管理者可以随意支配资金,并且还会为了让自己的权力得到更大的发挥而不管股东的利益投资净现值为负的项目。比如当企业是为了谋求更大的利润而配置金融资产的时候,管理者在选择是否配置金融资产、配置何种金融资产拥有较大的权力,这时管理者就会配置金融资产满足自己私利。集中反映在:当金融投资活动获得较大的收益而实业生产持续低迷的情况下,管理者在面临较大的业绩压力、升职压力的双重压力下,就会选择进行金融资产实现套利,获得即时的、高额的回报。相对的,企业在长期资产像创新投入资产这种周期长,风险大的资产上投入较少,这将会大大的损害企业长期的资产配置规划,使企业的金融资产不断壮大而创新资产逐渐缩小,抑制企业长期的发展以及企业的创新活动。

#### 2.1.4 融资约束理论

融资约束理论是基于不完美市场 MM 定理产生的。在完美市场中,企业配置何种资产、配置多少都不会对企业的价值产生影响,企业内部知情者和外部人员之间对企业的信息了解是一样的,企业的信息相当于是透明的,每一个相关人员都能清楚的知道想要知道企业的信息,所以企业的内部资金与外部资金是没有区别的,即企业是不存在所有的融资压力的额,这就是著名的 MM 定理。

但是在现实生活中,完美市场是不存在的,外部的利益相关者对企业的了解完全不及企业内部人员,这就使得外部利益相关者在投资时要面临更大的不确定性,因此他们对于投资的成本有着更高的要求,所以外部融资显然和内部融资不

一样。当外部利益相关者不了解企业的时候，他们在投资时考察的时间变长，要求变多。他们想要企业披露其具体的经营情况、是否会有相应的经营能力以及其在未来的长期的发展规划，并且他们要求掌握企业资金的使用情况，这就使得企业外部融资更加的难以进行。相反的是在企业内部筹集资金成本低、速度快，因为内部人员熟悉公司内部运营情况，所以还能根据企业的实际生产经营的情况进行融资调整。当信息的不流通程度越深，企业面临的外部融资的成本就越高，那么企业就要寻求内源资金的支持，而金融资产是企业内源资金的重要来源，当企业面临内源资金不足的情况，金融资产变现快、变现成本低的特点及时满足企业的资金需求。当企业拥有足够的资金时，才会考虑进行长远发展，投入创新资本，满足企业长期发展规划。

### 2.1.5 金融深化理论与金融抑制理论

金融深化理论也被称为“金融自由化理论”。该理论认为发展中的国家想要发展经济，就需要发挥金融的作用，不应该压制金融，而是应该深化金融的作用。例如国家政府应该给与金融市场一定的自由权，让其有规律的发展，在对利率的管制方面适度放松，而在通货膨胀方面加大管理力度，让金融促进经济与经济促进金融形成一个良性的循环。

在当前的国情中，我国的金融市场并不是充分的自由，金融市场在银行的带领下发展，银行的发展是国家政府重点关注的对象，非银行金融企业并没有受到足够的重视，这就使得金融市场发展是畸形的，不完整的。金融的发展是我国经济发展不可或缺的一部分，它会促进经济的发展。当我国的经济繁荣时，金融的发展在这个良好的大环境下也会蒸蒸日上；当我国的经济萧条时期，金融在这个不景气的大环境下势必不会发展的很好。因此金融与经济的关系是金融促进经济发展，主要表现在以下四个方面：第一是收入方面，当国家的经济不景气时，政府想要让经济继续繁荣的发展就不会对金融有严格的控制，会实行宽松的政策；二是储蓄方面，当利率处在一个比较高的时候，人们认为将来的利率不会再有增高的可能，将来只会下降，因此会增加储蓄；三是投资方面，当国民的储蓄增高而使国家整体储蓄增高时，政府想要居民消费增多必然不会让银行的存款利率增高，反而会降低银行存款利率，此时居民消费增加，企业在政府的扩张性的政策



下也会增加投资，不再把资金较多的储蓄起来，形成更加优质的资本结构；四是就业方面，当企业面临较高的投资费用时，企业就会选择使用规模效应来降低生产成本，从而会雇佣更多的人，这也就提升了生产的效率。从企业的角度出发，高收益会为企业带来充足的内部资金，那么企业在未来面临资金短期的风险时就会有保障。足够的储蓄也会降低企业的融资成本，那么企业在进行一些周期长、不确定性大的创新投资时也会有足够的资金支持。积极的投资活动为企业提升投资的回报率，也提升企业的生产经营效率。较高的就业率使得人们能充分就业，保持社会的稳定。所以在经济良好发展的大环境下，金融的发展才能够正常的进行，因此企业获得了充裕的资金时就会分配更多的资金进入到创新领域，从而提高企业的创新水平。

与金融深化理论想对的是金融抑制，即在政府的完全掌控下，金融市场的发展不由市场做主，而是由政府实行的金融政策管控。由于政府的过度管控，通货膨胀严重，金融市场的发展畸形。如果政府在某种程度上完全掌握资本市场的发展，利率和汇率并不能充当资本市场的晴雨表，那么经济就被管控与抑制了。金融抑制理论认为在金融的发展中，政府是一个双刃剑，当政府制定的一系列金融管控规则都能够促进经济与金融的良性循环促进发展，那么在小的方面，企业金融化也能够促进企业发展；当企业过度金融化，挤占创新资产，抑制创新活动，那么就会引来金融抑制。所以，金融深化到一定程度势必会带来相反的结果，即金融抑制。而金融抑制过度则需要金融深化与自由化。

## 2.2 机理分析与研究假设

### 2.2.1 企业金融化对企业创新的“挤出”效应

企业想要实现长期的、可持续的发展，其重要的内在动力就是创新。创新也是目前国内企业想要实现技术创新的主要动力。企业通过引入创新人才和创新的经营理念，使用先进的技术与器材，在提高产品生产效率的同时也提升产品的质量，从而能在市场中站住脚跟，获得市场的认可与客户粘度。有利就有弊，创新的缺点也显而易见，从创新投入到创新产出的时间较长，并且在投入的时候资金数额较大，因此企业大部分不愿意进行创新投资，而是将这部分资金投入到金融

领域，从而获得即时的收益。比如吉林敖东这个制药企业，制药企业应该注重研发创新，但是在其 2017 年的年报中显示其金融化比例达到 70% 以上，重要的是其研发支出比例连 0.5% 都达不到，可见企业金融化程度过高的化确实对其创新水平有一定的抑制。

当企业面临固定数额资金的情况下，由于想要追求更大的利益，或者想要在利益不变的情况下把企业面临的风险降到最小而配置资金。目前的国情就是实体企业的收益回报率不断降低，与此同时金融资产的收益高、收益快的特定使得大部分企业将目光投向金融领域。他们将原本应该投入生产经营或者创新投资的资产投入到金融领域，以期获得高回报。进行创新活动不仅需要大量的、长期的资金支持，而且创新的失败率很高，即使最后创新成功，由于其周期长，不能在企业需要时为企业带来较大的市场优势，所以一些企业在金融资产与创新资产的选择上不约而同的选择了前者。

综上，无论企业持有金融资产是为了进行投机行为还是为了获得利润以便解决未来的融资压力，当企业的资金总额是一定的情况下，企业分配到金融领域过多的资金就会挤占分配到创新领域的资金，从而对企业创新产生抑制作用。

基于此，本文提出假设 H1：企业金融化会抑制其创新水平，表现为“挤出”效应。

## 2.2.2 不同类型的金融资产对企业创新的“挤出”效应

企业金融资产包括交易性金融资产、持有至到期投资净额、投资性房地产净额、长期金融股权投资、可供出售金融资产净额、发放贷款及垫款净额。按照其流动性的不同，将其分为短期金融资产、长期金融资产与投资性房地产。

短期金融资产包括交易性金融资产，比较容易变现、流动性强，且违约的风险较低。企业为了在以后面临资金短缺的风险会在资金充裕的时候储蓄起来，企业会购买一些短期的比较容易变现的金融资产，那么在这样的情况下，金融资产就发挥了“蓄水池”的作用。与此同时，企业的短期金融资产还可以充当内部储备资金，在以后的生产经营过程中面临的资金短期风险时，或者企业在面临一些优质的投资项目需要投资资金时，这些短期金融资产可以以较短的时间转换成资金，满足企业的资金需求，避免企业面临高额的外部融资成本和融资困难的压力。

企业需要的创新投入资金都是长期且稳定的，那么这种用来以备不时之需的金融资产影响不到创新投入资金的使用。

长期金融资产的特质与短期金融资产恰恰相反，它既不能在较短的时间内转换成企业需要的资金，也不能当作储备资金使用。企业要想发展，就要跟上市场的发展，满足客户的需求。这就需要创新新技术、新产品。假如企业将内部的资金大部分配置成这种难以变现的长期金融资产，会增加企业的生产经营风险，从而使企业内部面临随时资金短缺的风险，因此无法为企业的创新投入持续、稳定的资金，因此企业的创新必然会受到影响，甚至被迫停止，那么不仅没有产生创新成果，还要面临前期的巨额沉没成本。

房地产的投资同样是投入的时间较长，投入的资金较多。当企业将资金投入到房地产上去，企业的创新活动同样面临着资金短缺的风险，相比于长期金融资产更甚。荣昭（2014）研究了2001年到2008年的房地产上市公司数据发现，当房地产的投资回报率走高的情况下，更多非房地产公司将资金投入到炒房中。王文春（2014）以1999年到2007年间的数据为基础进行研究，发现当一个地方的房价一路高走不跌的时候，当地企业的创新意愿将会降低。

基于此，本文提出假设H2：相比于短期金融资产，长期金融资产对于创新的“挤出”效应更大，且投资性房地产对于研发创新也有着明显的“挤出”效应。

### 2.2.3 企业异质性的作用下，企业金融化对创新的影响

前文理论分析了企业配置金融资产对其创新投入产生挤出效果，从而在一定的程度上抑制企业创新水平。这种抑制效果究其原因不外乎是企业的资金问题，而我国的产权性质不同的企业面临的融资问题截然不同，这样的不同是否会对企业创新的影响不同？一方面，在当前的中国的具体实际国情下，国有企业和非国有企业在融通资金的问题上的待遇并不相同。国有企业由于有政府作为强有力的后盾，其在面临资金短缺的问题时，更加容易从银行得到资金的支持。而非国有企业由于没有政府这个有保障的后盾，并且银行考虑到其想要为创新这个需要长时间、长期投入、回报不确定的投资贷入资金，就更增加了企业的融资困难。因此，在这样一个现实的大环境下，非国有企业自己内部的资金如果充沛的话就能

支持其进行创新活动，从而提升其创新水平，如果其内部资金不充足，或者将其内部资金投入金融领域，那么其创新投入资金势必会受到挤占，其创新水平也必然会受到抑制。由于非国有企业从外部筹集资金更加的困难，所以其配置金融资产对创新的抑制效应更加的大。

从另一个方面考虑，国有企业在高管的激励方面与非国有企业也有所不同。由于国企不同于非国企的制度，国企的管理者的激励并不是简单的物质上的，更多的是一些非物质的回报。而与之相对的非国有企业的管理者激励，他们在乎的是高额的回报率，以此来证明自己的价值，从而获得更高的地位或者奖励。所以非国有企业更加倾向于配置金融资产从而获得他们想要的激励。因此，由于企业产权性质的不同，国有企业与非国有企业金融化的程度不同，那么对其创新的抑制效应也不同。

基于此，本文提出假设 H3：相较于国有企业，非国有企业金融化对企业创新的“挤出”效应更为明显。

### 3 研究设计与实证分析

#### 3.1 研究设计

##### 3.1.1 样本选取及数据来源

本文选取 2009-2020 年中国创业板企业数据作为研究样本,并对选取样本按照以下原则进行筛选和处理:(1)剔除 ST 的企业;(2)剔除数据缺失的样本企业;(3)为避免异常值对回归结果的稳健性产生影响,对变量进行 1%与 99%的 Winsorize 处理。本文的财务数据均来自 CSMAR 数据库,数据的处理与分析在 Excel 和 Stata16 软件中进行。

##### 3.1.2 变量设计

###### (1) 被解释变量

本文的被解释变量为企业创新水平。现有关于企业创新的研究中,多数学者以企业的申请专利数以及 R&D 投入来衡量企业创新水平。然而现实情况是我国的专利审核并不严谨,专利申请程序存在问题,各个企业主营业务的不同也导致企业的专利申请数量不能真实的反应其创新水平;R&D 投入也只反应了企业创新投入的一部分,企业创新投入到企业创新产出还有很长的时间,且企业创新投入与企业创新产出并不成比例,有甚至有些企业有创新投入却没有相应的创新产出。和专利以及 R&D 投入相比,无形资产增加值占总资产的比例来衡量企业创新水平更加合适。无形资产包括专利权、非专利权,土地使用权等,较为全面的反应出企业创新水平。借鉴谢家智(2014 年)的做法,本文将企业创新水平定义为:无形资产增量/总资产。

###### (2) 解释变量

本文的解释变量为企业金融化水平。目前我国学者对企业金融化的衡量标准较为统一,即企业金融化程度=(交易性金融资产+持有至到期投资净额+投资性房地产净额+长期金融股权投资+可供出售金融资产净额+发放贷款及垫款净额)/资产总额。在此基础上,按照资产的流动性进行划分,将金融资产分为短期金融

资产、长期金融资产以及投资性房地产。短期金融资产占比=交易性金融资产/总资产、长期金融资产占比=(可供出售金融资产净额+发放贷款及垫款净额+持有至到期投资净额+投资性房地产净额+长期股权投资)/总资产、投资性房地产占比=投资性房地产净额/总资产。

### (3) 控制变量

本文的控制变量主要包括以下因素。(1) 企业规模(size): 用期末资产总额的对数表示;(2) 企业年龄(age): 将当年年份减去成立年数加一之后取对数表示;(3) 财务杠杆(debt): 用资产负债率来表示;(4) 企业的盈利能力(roe): 用资产收益率进行表示;(5) 股权集中度(shr3): 用前三大股东持股比例之和表示;(6) 经营净现金流(cashflow): 经营活动中产生的净现金流占总资产的比例表示;(7) 企业的成长性(growth): 用主营业务收入增长率的表示;(8) 产权性质(soe): 若企业为国有企业, 设置为1, 反之设置为0。此外, 还引入年度控制变量。对变量的具体说明如表 3.1 所示。

表 3.1 变量定义汇总表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义与计算方法
被解释变量	企业创新	inno	无形资产增量/总资产
解释变量	企业金融化	fin	金融资产/总资产
	短期金融占比	fin1	交易性金融资产/总资产
	长期金融资产占比	fin2	(可供出售金融资产净额+发放贷款及垫款净额+持有至到期投资净额+衍生金融资产+长期股权投资+投资性房地产净额)/总资产
	投资性房地产占比	fin3	投资性房地产净额/总资产
控制变量	企业规模	size	期末资产取自然对数
	企业年龄	age	(当年年份-成立年数+1)后取对数
	财务杠杆	debt	期末总负债/期末总资产
	企业的盈利能力	roe	净利润/期末总资产
	股权集中度	shr3	前三大股东持股之和/总流通股数
	经营净现金流	cashflow	经营活动中产生的净现金流/期末总资产
	企业的成长性	growth	(当期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	产权性质	soe	国企为1, 反之为0
时间虚拟变量	year	当年取1, 反之取0	

### 3.1.3 估计方法选择

通过对样本数据进行处理，本文所得到的样本  $T=12$ ， $n=999$ ，观测值的数量为 5694，很显然  $T$  大于  $n$ ，所以这是一个短面板数据集，因此要进行相关检验才能确定选择哪种估计模型。本文采用 Hausman 检验判断是采用随机效应模型还是固定效应模型。Hausman 检验结果表 3.2 所示， $\text{Prob}>\chi^2=0.0000$ ，因此拒绝原假设，所以选择固定效应模型。

表 3.2 Hausman 检验结果

	fe	re	difference	s. e
fin	-0.0120265	-0.0151613	0.0031349	0.0032333
size	0.0037576	0.0016273	0.0021303	0.0005996
age	-.0107847	-0.0018375	-0.0089472	0.0025059
debt	0.0011388	-0.0008159	0.0019548	0.0022255
roa	0.0131393	0.0171854	-0.0040462	0.0022675
shr3	0.0085819	0.0006879	0.007894	0.0043501
cashflow	0.000293	-0.0041672	0.0044602	0.0028312
growth	0.0046016	0.0053736	-0.000772	0.0002996
Prob>chi2=0.0000 (V-b-v-b is not positive definite)				

### 3.1.4 模型构建

为验证假设 H1，即企业金融化是否会抑制其企业创新。将企业创新水平 ( $\text{inno}$ ) 作为被解释变量，将企业金融化 ( $\text{fin}$ ) 作为解释变量从而构建以下模型 (1)：

$$\text{Inno}_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Fin}_{it} + \beta_2 * \text{Size}_{it} + \beta_3 * \text{Age}_{it} + \beta_4 * \text{Debt}_{it} + \beta_5 * \text{Roa}_{it} + \beta_6 * \text{Shr3}_{it} + \beta_7 * \text{Cashflow}_{it} + \beta_8 * \text{Growth}_{it} + \beta_9 * \text{Soe}_{it} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it}$$

为验证假设 H2，即企业持有金融资产类型的不同对其技术创新产生不同的影响。本文在模型 (1) 的基础上，用短期金融资产占比 ( $\text{fin1}$ ) 代替金融资产持有比例 ( $\text{fin}$ ) 构建出模型 (2-1)；用长期金融资产占比 ( $\text{fin2}$ ) 代替金融资产持有比例 ( $\text{fin}$ ) 构建出模型 (2-2)。用投资性房地产占比 ( $\text{fin3}$ ) 代替金融资产持有比例 ( $\text{fin}$ ) 构建出模型 (2-3)。

模型（2-1）：

$$Inno_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Fin1_{it} + \beta_2 * Size_{it} + \beta_3 * Age_{it} + \beta_4 * Debt_{it} + \beta_5 * Roa_{it} + \beta_6 * Shr3_{it} + \beta_7 * Cashflow_{it} + \beta_8 * Growth_{it} + \beta_9 * Soe_{it} + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

模型（2-2）：

$$Inno_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Fin2_{it} + \beta_2 * Size_{it} + \beta_3 * Age_{it} + \beta_4 * Debt_{it} + \beta_5 * Roa_{it} + \beta_6 * Shr3_{it} + \beta_7 * Cashflow_{it} + \beta_8 * Growth_{it} + \beta_9 * Soe_{it} + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

模型（2-3）：

$$Inno_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Fin3_{it} + \beta_2 * Size_{it} + \beta_3 * Age_{it} + \beta_4 * Debt_{it} + \beta_5 * Roa_{it} + \beta_6 * Shr3_{it} + \beta_7 * Cashflow_{it} + \beta_8 * Growth_{it} + \beta_9 * Soe_{it} + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

为验证假设 H3, 即在企业异质性的作用下, 企业金融化对创新的影响程度不同。在模型（1）的基础上分组进行回归。

## 3.2 实证结果分析

### 3.2.1 描述性统计分析

表 3.3 为本文变量的描述性统计结果。从创业板企业创新程度来看, 创业板企业创新水平平均值为 0.6%, 我国创业板企业大部分是高新技术企业, 这样的数字说明我国的创业板企业整体缺乏创新动力, 创新水平较低; 标准差为 1.7%, 这说明创业板各个企业的创新水平波动很小。从代表企业金融化的三个指标来看, 我国创业板企业的金融资产持有比例的平均值为 4.6%, 标准差为 7.6%, 经过缩尾处理后的最大值达到了 39.5%, 表明创业板企业整体金融化水平较高。从金融资产的类别来看, 短期金融资产占比的均值为 1.5%, 小于长期金融资产占比均值 3.1%, 表明创业板企业相比于短期金融资产, 更加希望持有更多的长期金融资产。

此外, 创业板企业规模的标准差为 83%, 表明在创业板企业中, 其规模程度相差较大。



表 3.3 主要变量描述性统计分析

Variable	Observations	Mean	Std.Dev	Min	Max
inno	5694	0.00600	0.0170	0.0280	0.0940
fin	5694	0.0460	0.0760	0	0.395
fin1	5694	0.0150	0.0210	0	0.340
fin2	5694	0.0310	0.0510	0	0.267
fin3	5694	0.00500	0.0150	0	0.0950
size	5694	21.25	0.830	19.59	23.59
age	5694	2.750	0.307	1.946	3.367
debt	5694	0.300	0.172	0.0350	0.753
shr3	5694	0.484	0.138	0.187	0.848
roa	5694	0.0460	0.0760	-0.357	0.207
soe	5694	0.109	0.312	0	1
cashflow	5694	0.0420	0.0650	-0.137	0.234
growth	5694	0.213	0.351	-0.488	1.751

### 3.2.2 相关性统计分析

本文主要变量的相关性分析结果如表 3.4。从表中可以得到，创业板企业金融化指标（fin）与企业创新水平（inno）呈现出显著的负相关性关系，表明整体上创业板企业金融化对企业创新产生显著的抑制效应，可以验证假设 H1。企业短期金融资产持有比例（fin1）、企业长期金融资产持有比例（fin2）与企业创新之间都呈现出显著的负向关系，且长期金融资产占比与短期金融资产占比对企业创新的负向关系不同，长期金融资产占比对企业创新的抑制效应更加的明显。同时也可以看出投资性房地产对于企业创新也产生显著的抑制效应，验证假设 H2。

企业的规模、企业的年龄、企业资产收益率、企业的成长性、企业的现金流与企业创新水平呈现显著的正相关，表明规模越大、成立时间越长、盈利性越好、企业现金流越多、成长性越好的企业，其创新水平越高；企业的资产负债率与企业创新呈现负相关关系，不过并没有表现出强烈的相关关系，这说明企业的负债对公司而言是一个坏消息，将会降低企业的创新水平。企业的股权集中度与企业创新水平呈现正相关关系，但是正相关关系并不显著，表明企业的股权其中有利于企业的创新水平的提高。

各个变量之间的相关系数的绝对值都远远小于 0.5，表示各变量之间相关性不强，即模型不存在多重共线性的问题。

表 3.4 各变量的相关系数矩阵

	inno	fin	fin1	fin2	fin3	size	age	debt	shr3	roa	soe	cashflow	growth
inno	1												
fin	-0.073***	1											
fin1	-0.044***	0.691***	1										
fin2	-0.058***	0.690***	-0.032**	1									
fin3	-0.050***	0.307***	0.044***	0.041***	1								
size	0.056***	0.155***	0.022*	0.191***	-0.00600	1							
age	0.049***	0.138***	0.115***	0.085***	0.081***	0.238***	1						
debt	-0.00900	-0.045***	-0.106***	0.045***	0.033***	0.432***	0.176***	1					
shr3	0.0160	-0.108***	0.022*	-0.190***	-0.172***	-0.324***	-0.220***	-0.152***	1				
roa	0.102***	-0.045***	0.064***	-0.135***	-0.109***	-0.146***	-0.142***	-0.324***	0.276***	1			
soe	0.023*	-0.048***	-0.051***	-0.0130	-0.00400	0.091***	0.026**	0.086***	0.031**	-0.036***	1		
cashflow	0.012**	0.110***	0.138***	0.0130	0.00700	-0.00600	0.067***	-0.165***	0.112***	0.315***	-0.07***	1	
growth	0.148***	-0.071***	-0.048***	-0.050***	-0.060***	0.103***	-0.111***	0.076***	0.0170	0.275***	-0.00400	-0.00400	1

注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示参数值在 1%、5%和 10%的水平上显著。

### 3.2.3 回归结果分析

#### (1) 企业金融化对企业创新的影响

可以由模型一看出企业进入化与其创新存在着显著的负向相关关系。结果如表 3.5，从回归结果上可以看到，企业金融化变量的回归系数为-0.01 在 1%的水平上显著，表明整体上企业金融化对企业创新起到抑制作用。这时企业增加其金融资产的数额，其创新水平就会相应的下降。创业板企业在其资源有限的情况下，如果这时增加金融资产的投入，那么投入到创新活动的资金必然会减少。创新投入不仅具有投入数额大、资金使用周期长的缺点，而且在未来并不一定会转化成创新产出，具有较强的不确定性，所以相比于创新投入，企业对金融资产的投入更加的青睐，这就使得企业创新水平的降低。

从控制变量来看，企业的资产收益率系数为 0.017，说明其与创新产生的是正向的关系，表明企业的盈利能力越好，企业的盈余资金就越多，那么分配给创新活动的资金相应的也会增加，从而有利于企业创新水平的提高；企业的成长性

系数为 0.005，其与企业创新存在显著的正相关关系，说明越是注重企业长期发展与成长的企业越是将创新放在重要的位置上，从而促进企业创新水平的提高；企业的规模的系数为 0.002，其与企业创新呈现出显著的正相关关系，表明企业的规模越大，其创新研发部门越完善，好的研发体系更有利于企业创新水平的提高；企业的现金流系数为 0.062，其与企业创新呈现显著的正相关关系，说明企业留存较多的现金对企业创新是起到促进作用的，留存的盈余资金越多，那么将来企业需要资金时将会首先考虑内部资金的使用，不会受到外部融资的压力，表明企业的内部资金对于促进企业创新水平的重要性地位。企业的资产负债率以及股权集中度系数分别为-0.001 与-0.038，都与企业创新呈现显著性负相关，表明企业资产负债率和股权集中度对企业创新产生了抑制效应。

表 3.5 企业金融化对企业创新回归结果

变量	inno
fin	-0.010***
	(-3.32)
size	0.002***
	(5.67)
age	0.001
	(0.48)
debt	-0.001*
	(-0.93)
shr3	-0.038*
	(-0.28)
roa	0.017***
	(4.95)
soe	0.001
	(0.73)
cashflow	0.062**
	(0.05)
growth	0.005***
	(6.29)
Constant	-0.034***
	(-4.31)
Obs	5,694
R-squared	0.047
R <sup>2</sup>	0.0438
F	12.90

注：括号内为 t 值；\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1 (下同)

## (2) 不同金融资产类型对企业创新的影响

从模型(2)的回归结果来看,即表3.6所示,企业短期、长期金融资产和投资性房地产比例分别为-0.004、-0.015与0.046,都在在1%的水平上与企业创新呈现出显著的负向关系,表明企业持有短期、长期金融资产以及投资性房地产都会对其创新产生显著抑制效应,并且长期金融资产和投资性房地产对企业创新的抑制效应比短期金融资产强。

表 3.6 不同类型资产金融化对创新的回归结果

变量	inno	inno	inno
fin1	-0.004***		
	(-1.03)		
fin2		-0.015***	
		(-3.32)	
fin3			-0.046***
			(-3.06)
size	0.002***	0.002***	0.001***
	(5.35)	(5.77)	(3.98)
age	0.000	0.000	-0.002***
	(0.58)	(0.49)	(-2.82)
debt	-0.002*	-0.002*	-0.001*
	(-1.32)	(-1.25)	(-0.02)
shr3	-0.000	-0.001	0.001
	(-0.17)	(-0.56)	(0.36)
roa	0.018***	0.016***	0.017***
	(5.11)	(4.75)	(5.05)
soe	0.001	0.001	0.001
	(0.80)	(0.77)	(0.79)
cashflow	0.001***	0.001***	0.006***
	(0.16)	(0.03)	(1.55)
growth	0.005***	0.005***	0.006***
	(6.33)	(6.20)	(6.80)
Constant	-0.032***	-0.034***	-0.018**
	(-4.10)	(-4.35)	(-2.49)
Obs	5,694	5,694	5,695
R-squared	0.046	0.047	0.032
R <sup>2</sup>	0.0424	0.0441	0.0311
F	12.19	13	20.73

### (3) 企业异质性对企业创新的影响

从模型 3 的回归结果来看, 即表 3.7, 国有企业与非国有企业金融化的系数分别为为-0.006 与-0.01, 都在 1%的水平上与企业创新呈现出显著的负相关, 表明无论是国有企业还是非国有企业金融化对企业创新都产生挤出效应, 且挤出效应在非国有企业中更加的明显。这是由于在我国现实的国情中, 非国有企业没有国有企业强大的后盾, 难以从银行筹到资金, 所以非国有企业内部的自有资金对企业非常的重要, 当其自有资金充裕的时候就可以满足企业创新投资的需要, 因此非国有企业的内部资金是否充足对其创新活动的开展至关重要, 如若非国有企业将其资金投入到金融领域, 将会导致减少创新投入, 从而抑制企业创新。

从控制变量来看, 非国有企业成长性系数为为 0.005, 其与企业创新存在着正向的关系, 表明未来更有发展前景的企业将创新放在更加重要的地位; 国有企业与非国有企业的资产收益率系数分别为 0.027 与 0.016, 表明企业的盈利能力强有利于促进企业创新水平的提高; 国有企业与非国有企业的规模系数分别为 0.006 与 0.001, 都与企业创新呈现出显著的正相关, 表明规模大的企业的创新水平更加的高; 国有企业与非国有企业的营业现金流系数分别为 0.002 与 0.001, 都与企业创新呈现出显著的正相关, 表明企业留存的经营现金越多, 那么留给企业金融创新活动的资金就会越多, 对企业的创新水平起到促进作用; 国有企业与非国有企业的资产负债率系数分别为-0.001 与-0.002, 都与企业创新呈现显著的负向效应, 表明企业欠下的外债越多, 企业内部自有可用的资金就越少, 那么对企业创新的抑制效应就会更加的明显。国有与非国有企业股权集中度系数分别为 0.002 与-0.001, 国有企业与企业创新呈现出显著正相关, 而非国有企业与企业创新呈现出显著的负相关, 说明国有企业股权越集中对企业创新水平的提高越有利, 在非国有企业中相反。这与前文的结果一致, 总体而言, 基于产权的回归结果支持假设 H1。

表 3.7 不同产权性质企业金融化对创新回归结果

	国有企业	非国有企业
变量	inno	inno
fin	-0.006***	-0.010***
	(-0.41)	(-3.23)

续表 3.7

	国有企业	非国有企业
变量	inno	inno
size	0.006***	0.001***
	(4.77)	(4.33)
age	0.001	0.000
	(0.49)	(0.38)
debt	-0.001***	-0.002***
	(-0.05)	(-0.73)
shr3	0.002***	-0.001***
	(0.34)	(-0.22)
roa	0.027*	0.016***
	(1.89)	(4.32)
cashflow	0.002*	0.001*
	(0.03)	(0.01)
growth	0.003	0.005***
	(1.39)	(7.49)
Constant	-0.121***	-0.024***
	(-4.47)	(-3.10)
Obs	621	5,073
R-squared	0.102	0.044
R <sup>2</sup>	0.0732	0.0404
F	3.578	12.23

从模型 3 回归结果来看, 即表 3.8, 国有企业与非国有企业短期金融资产占比系数分别为-0.003 与-0.005, 国有与非国有企业长期金融资产占比系数分别为-0.012 与-0.016, 都在 1%的水平上与企业创新呈现出显著的负相关, 表明所有企业持有金融资产都对企业创新产生挤出效应, 并且挤出效应在非国有企业中更加明显。从控制变量来看, 不论企业性质与资产类型, 其资产规模系数与资产收益率都为正, 且与企业创新呈现出显著的正相关, 表明企业的规模越大、资产收益率越高, 其对企业创新水平的提高起到促进作用。

表 3.8 不同资产类型分企业性质金融化对企业创新的回归分析

	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
变量	inno	inno	inno	inno	inno	inno
fin1	-0.003***	-0.005***				
	(-0.12)	(-0.96)				
fin2			-0.012**	-0.016***		
			(-0.65)	(-3.40)		
fin3					-0.026	-0.034**
					(-0.43)	(-2.17)
size	0.005***	0.001***	0.005***	0.001***	0.005***	0.001***
	(4.69)	(3.96)	(4.74)	(4.40)	(4.65)	(3.89)
age	0.001	0.000	0.002	0.000	0.001	0.000
	(0.45)	(0.46)	(0.54)	(0.40)	(0.46)	(0.47)
debt	-0.001	-0.002	-0.000	-0.002	-0.001	-0.002
	(-0.10)	(-1.15)	(-0.05)	(-1.09)	(-0.14)	(-1.26)
shr3	0.002	-0.000	0.003	-0.001	0.002	-0.001
	(0.29)	(-0.12)	(0.36)	(-0.54)	(0.30)	(-0.33)
roa	0.025*	0.016***	0.027*	0.015***	0.025*	0.015***
	(1.82)	(4.45)	(1.93)	(4.10)	(1.80)	(4.23)
cashflow	0.001	-0.000	-0.000	0.000	0.001	-0.000
	(0.05)	(-0.09)	(-0.01)	(0.02)	(0.06)	(-0.08)
growth	0.003	0.005***	0.003	0.005***	0.003	0.005***
	(1.43)	(7.56)	(1.43)	(7.41)	(1.43)	(7.54)
Constant	-0.119***	-0.021***	-0.120***	-0.024***	-0.118** *	-0.020***
	(-4.39)	(-2.82)	(-4.48)	(-3.12)	(-4.35)	(-2.60)
Obs	621	5,073	621	5,073	621	5,073
R-squared	0.101	0.042	0.102	0.044	0.102	0.043
R <sup>2</sup>	0.0730	0.0386	0.0736	0.0406	0.0733	0.0395
F	3.569	11.71	3.594	12.30	3.580	11.98

### 3.3 稳健性检验

#### (1) 替换被解释变量的稳健性检验

为保证研究结果的可靠性，本文替换被解释变量进行稳健性检验。使用研发创新投入占营业收入的比例代替创新指标，同时对模型（1）和模型（2）进行回归，检验结果如表 3.9。

表 3.9 全样本检验

变量	inno	inno	inno	inno
fin	-0.013***			
	(-2.75)			
fin1		-0.004***		
		(-1.03)		
fin2			-0.019***	
			(-3.13)	
fin3				-0.041*
				(-1.77)
size	-0.006***	0.002***	-0.006***	-0.006***
	(-15.35)	(5.35)	(-15.33)	(-15.13)
age	0.001	0.000	0.001	0.000
	(0.59)	(0.58)	(0.57)	(0.43)
debt	-0.001	-0.002	-0.001	-0.002
	(-0.43)	(-1.32)	(-0.77)	(-0.96)
shr3	-0.020***	-0.000	-0.019***	-0.019***
	(-9.17)	(-0.17)	(-8.89)	(-9.04)
roa	0.028***	0.018***	0.028***	0.028***
	(5.71)	(5.11)	(5.84)	(5.70)
soe	-0.003***	0.001	-0.003***	-0.003***
	(-4.74)	(0.80)	(-4.80)	(-4.88)
cashflow	0.035***	-0.001	0.035***	0.036***
	(7.36)	(-0.16)	(7.32)	(7.40)
growth	0.001	0.005***	0.001	0.001
	(1.51)	(6.33)	(1.61)	(1.50)
Constant	0.158***	-0.032***	0.158***	0.154***
	(16.80)	(-4.10)	(16.80)	(16.59)
Obs	5,695	5,694	5,694	5,694
R-squared	0.104	0.046	0.104	0.103
R <sup>2</sup>	0.101	0.0424	0.101	0.0999
F	33.61	12.19	33.60	33.64

结果表明了企业金融化对其创新确实产生抑制效应,并且长期金融资产对创新的抑制效应更强,验证了上文结果。

为进一步保证研究结果的可靠性,本文继续在模型(2)上替换变量,分组进行稳健性检验。由表 3.10 可以看出,国有企业与非国有企业金融化系数在 1%的水平上对企业创新产生显著的抑制效应,表明在替换变量后,企业金融化对企业创新仍然产生负向作用。并且相比于国有企业,非国有企业持有金融资产对企



业创新的抑制效应更加的明显。这与前文结论一致，表明实证结果具有稳健性。

表 3.10 产权异质性检验

	国有	非国有
变量	inno	inno
fin	-0.004***	-0.015***
	(-0.39)	(-3.46)
size	-0.005***	-0.006***
	(-6.17)	(-14.52)
age	0.001	0.000
	(0.38)	(0.37)
debt	-0.003	-0.000
	(-0.70)	(-0.20)
shr3	0.005	-0.022***
	(0.97)	(-9.32)
roa	0.033***	0.027***
	(3.12)	(5.68)
cashflow	0.039***	0.035***
	(3.86)	(6.88)
growth	0.001	0.001
	(0.52)	(1.36)
Constant	0.121***	0.161***
	(5.85)	(16.26)
Obs	621	5,074
R-squared	0.194	0.094
R <sup>2</sup>	0.169	0.0910
F	7.634	27.72

## (2) 基于内生性问题的稳健性检验

上文实证结果显示，企业金融化对企业创新产生抑制效应，但可能是内生性的原因。为了排除内生性问题，本文采将金融化滞后一期进行检验。检验结果为表 3.11 所示，滞后一期的企业金融化 Lfin 系数为 -0.028，在 1%的水平上对企业创新产生显著的抑制效应。同时，企业短期金融资产 Lfin2 系数与长期金融子财产系数分别为为-0.001 与-0.009，表明在 1%的水平上对企业创新都产生显著的抑制作用，并且长期金融资产对企业创新的抑制效应更加的强。经过检验，本文的实证结果仍然具有稳健性。

表 3.11 滞后一期全样本以及不同资产类型

变量	inno	inno	inno
L.fin	-0.028***		
	(-0.9)		
L.fin1		-0.001***	
		(-0.18)	
L.fin2			-0.009***
			(-0.2)
size	0.002***	0.002***	0.002***
	(4.46)	(4.44)	(4.45)
age	0.000	0.000	0.000
	(0.32)	(0.33)	(0.32)
debt	0.002	0.002	0.002
	(1.36)	(1.39)	(1.36)
shr3	0.001	0.001	0.001
	(0.37)	(0.36)	(0.38)
roa	0.019***	0.019***	0.019***
	(5.29)	(5.23)	(5.26)
soe	0.001	0.001	0.001
	(0.63)	(0.63)	(0.63)
cashflow	-0.001	-0.001	-0.002
	(-0.36)	(-0.36)	(-0.36)
growth	0.005***	0.005***	0.005***
	(5.91)	(5.92)	(5.91)
Constant	-0.030***	-0.030***	-0.030***
	(-3.50)	(-3.49)	(-3.50)
Obs	4,778	4,778	4,778
R-squared	0.054	0.054	0.054
R <sup>2</sup>	0.0505	0.0505	0.0505
F	13.57	13.58	13.58

为了进一步验证文章实证结果的稳健性,将企业金融化滞后一期并且进行分组回归,继续检验文章是否存在内生性问题。结果如表 3.12,显示滞后一期后,国有企业金融化与非国有企业金融化系数分别为-0.002 与-0.019,都在 1%的水平上对企业创新产生显著的抑制效应,表明无论是国有企业还是非国有企业金融化对企业创新都产生挤出效应,并且非国有企业金融化对企业创新的挤出效果更加的明显。

表 3.12 滞后一期分企业性质检验

	国有	非国有
变量	inno	inno
L.fin	-0.002***	-0.019***
	(-0.18)	(-0.31)
size	0.005***	0.001***
	(4.15)	(3.12)
age	0.004	0.000
	(1.06)	(0.04)
debt	0.004	0.002
	(0.55)	(0.97)
shr3	0.005	0.001
	(0.64)	(0.34)
roa	0.030**	0.017***
	(1.98)	(4.45)
cashflow	-0.005	-0.001
	(-0.32)	(-0.18)
growth	0.003	0.006***
	(1.34)	(7.08)
Constant	-0.105***	-0.021**
	(-3.47)	(-2.41)
Obs	537	4,241
R-squared	0.115	0.051
R <sup>2</sup>	0.0840	0.0469
F	3.732	12.60

## 4 案例分析

前文通过实证验证了创业板企业金融化会对企业创新产生挤出效应,并且相比于国有企业,非国有企业的挤出效应更加的明显。在创业板企业中,选取网宿科技这一非国有企业作为案例进行研究分析。

### 4.1 网宿科技企业简介

#### 4.1.1 企业简介

网宿科技股份优先公司是一家提供互联网平台服务的公司,它建立于 2000 年。该企业主要是向用户提供信息的服务,其拥有的 CDN、IDC 业务在我国是最高端的。网宿科技在成立不到十年的时间里在深交所挂牌上市,也是我国最先的登陆的创业板的企业。该企业提供 CDN 服务业务已有十五年之久,不仅拥有大量且固定的用户,并且其客户的广泛覆盖了电商、游戏、通信等领域。企业对其创新能力的提高非常重视,在其稳定的市场地位之上,还积极扩展海外的业务,了解客户的需求,满足客户的要求。在 2018 年就已经在欧美、亚太、非洲、大洋洲地区总共超过 30 个国家和地区铺设了 80 余个海外节点,可见其进军海外的决心强烈。同年企业还加入全球云安全联盟(CSA),不仅如此,企业更是获得了中国 IT 风云榜年度优秀产品奖、“国家技术创新示范企业”、“2016 年度中国 CDN 产业最具影响力企业奖”等荣誉。

#### 4.1.2 企业从事的主要业务

网宿科技企业的主要产品包括 CDN、云安全、云计算、SD-WAN 以及 IDC,图 4.1 对具体的业务进行介绍。

CDN	内容分发加速网络业务 (Content·Delivery·Network)，指通过在现有的互联网中增加一层新的网络架构，将网站的内容发布到最接近用户的网络边缘，使用户可以就近取得所需的内容，改善网络的传输速度，解决互联网络拥挤的状况，从技术上解决由于网络带宽小、用户访问量、网分布不均等原因所造成的用户访问网站响应速度慢的问题。
云安全	企业云安全平台与 CDN 加速平台无缝融合，提供 DDoS 防护、Web 应用防护、业务安全防护、态势感知、安全评估等全方位的安全产品及解决方案，帮助客户构筑新一代智能安全防护体系。另外，提供优质的安全加速一体化融合方案，在保障网站高性能访问的同时，极大提高网站的安全防护能力，给用户提供更安全、稳定、高效的访问体验。
云计算	网宿云计算是企业自主研发的新一代云计算平台，覆盖计算、网络、存储三大 IT 基础设施。针对不同行业个性化需求，企业推出了金融、制造、视频、教育等行业解决方案。跟随行业发展及客户需求，不断开放并强化计算能力，将计算、存储、安全、应用处理等能力推到边缘，开发边缘计算服务能力，在战略层面做好长期的技术积累，为产业成长提供基于边缘的基础设施能力、应用服务，以及行业解决方案。
SD-WAN	针对企业数字化变革中多场景下的网络互联需求，网宿连接组网服务可以为企业提供高性价比网络传输方案，提升应用体验、便捷化部署运维、保障企业数据传输安全。另外，应用优化产品融合了路由优化、协议优化、链路优化以及数据优化等多种广域网优化技术，帮助客户对应用软件/服务进行整体加速和实时优化。
IDC	提供托管空间租用、托管带宽租用、数据中心托管服务及企业级互联网通信整体解决方案等服务。企业子企业绿色云图自主研发的液冷技术，能够为企业提供更节能、高效的液冷数据中心建设及改造方案。

图 4.1 网宿科技企业主要产品介绍

## 4.2 网宿科技企业现状

### 4.2.1 企业业绩

净利润和利润总额可以准确的看出企业整体的经营情况，具体的反应出企业的经营业绩，如图 4.2 所示，从 2012 年开始企业的生产经营情况一直良好，这可以从企业净利润和利润总额曲线一直处于上升的趋势看到。2016 年之前都是上升的态势，之后一直到 2019 年整体上都处于下降的趋势，2020 年又显出上升趋势。

2016 年是网宿科技高速发展的一年，在互联网这个黄金时代中，企业紧跟互联网发展浪潮，将创新提到首要的地位，将市场的反应作为参考的基线，并且在国家重视互联网发展的这个大环境中，以及短视频、游戏这些基于互联网要求所带来的流量与关注，努力将专注力放在企业的主营业务上，争取做到行业领先，保持企业的 CDN 在国内的领先地位。从 2017 年开始，国内的互联网的发展速度逐渐减缓，最先的红利也在减弱，整体的利润也在下降，这就导致 CDN

行业整体的发展速度减慢；并且国内的 CDN 并不再属于稀缺行业，众多企业都在做同质化的东西导致市场的价格开始走下坡路，所以企业的利润也会受到影响。2019 年，企业实现利润总额 2,166.52 万元，比去年同期下降 97.45%；净利润 3723.99 万元，比去年同期下降 95.33%。

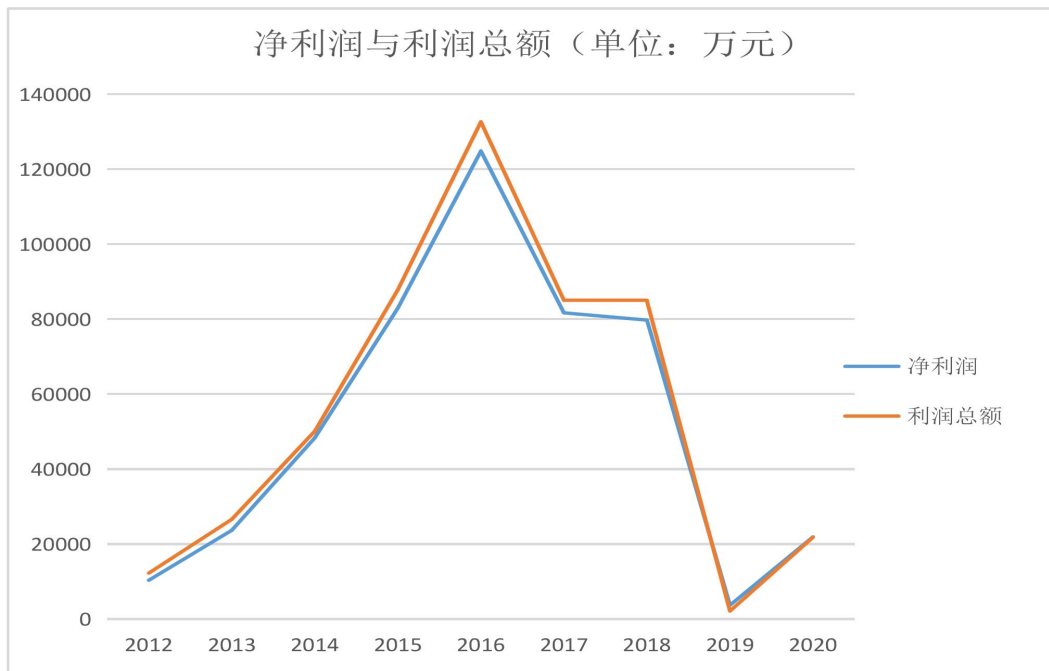


图 4.2 2012 年—2020 年网宿科技企业净利润与利润总额

## 4.2.2 企业收入

网宿科技致力于互联网和云计算基础设施等方面的关键技术研究，自上市以来，其主要的营业收入是 CDN，尽管企业还有一些其他的互联网服务，例如 IDC、云安全、云计算，但是这些加起来也不值得和 CDN 相提并论。图 4.3 为网宿科技主要的营业收入情况，网宿科技企业来源于 CDN 的营业收入平均都在 70% 以上，并且逐年增加，是企业营业收入的最大来源。另一方面，从营业收入的占比组成来看，CDN 的占比从 2017 年开始就处于下降的趋势，这也是企业利润总额 2017 年开始下降的原因。

表 4.1 企业主要业务营业收入以及占比

年份	IDC (万元)	CDN (万元)	营业收入 (万元)	IDC 占比	CDN 占比
2012	20451.79141	60346.1391	81479.94856	25.1%	74.06%
2013	22443.82123	96604.69642	120499.098	18.63%	80.17%
2014	26689.14865	163254.2353	191076.7116	13.97%	85.44%
2015	371103399.2	254088.1757	293166.1538	12.66%	86.67%
2016	38570.15022	403813.7974	4444652.725	08.67%	90.82%
2017	39486.34674	490170.2202	537267.1118	07.35%	91.23%
2018	57095.30353	574829.8169	633746.0593	9.01%	90.7%
2019	51411.19955	543714.4699	600749.7816	8.56%	90.51%
2020	27590.47447	537096.0814	568664.1003	4.85%	94.45%

资料来源：网宿科技企业 2012—2020 年度财务报表整理

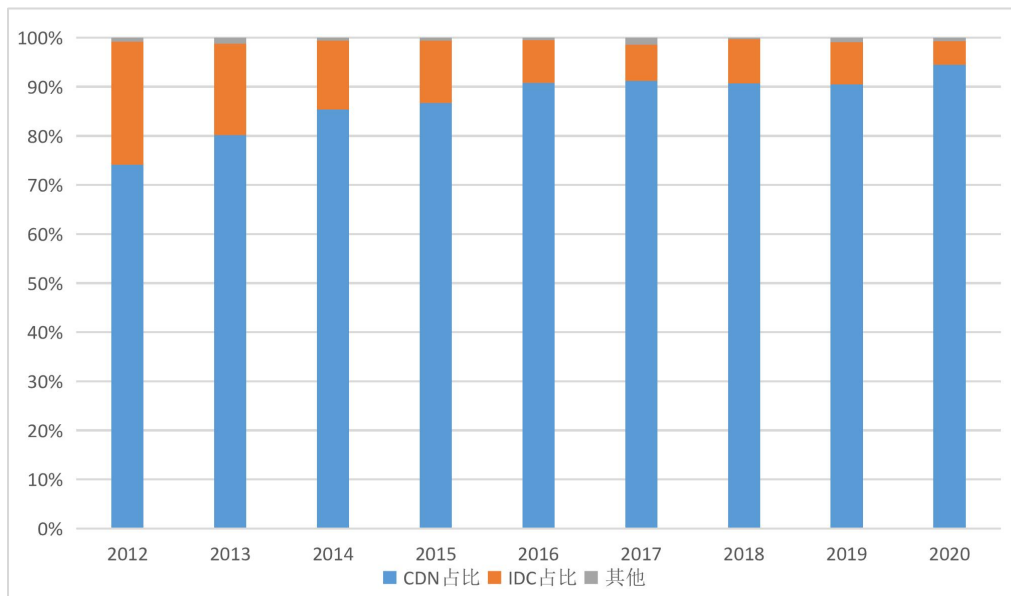


图 4.3 2012 年—2020 年网宿科技企业 CDN 与 IDC 营业收入占比

## 4.3 企业金融化状况

### 4.3.1 企业金融化程度

根据本文对金融化的定义，通过公式计算出网宿科技的金融化程度，金融化即金融资产占总资产的比例。图 4.4 为近年来网宿科技金融化情况。

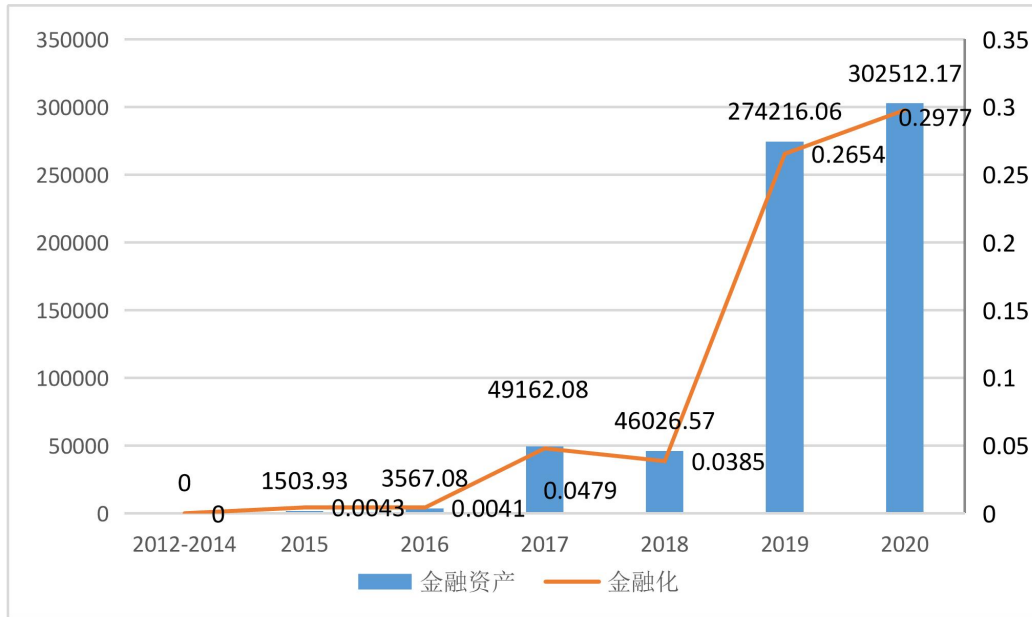


图 4.4 2012 年—2020 年网宿科技金融资产以及金融化程度 单位：万元

由图 4.4 可以看出，自网宿科技 2015 年开始实行金融化以来，持有的金融资产越来越多，金融化程度也越来越高。尤其是 2019 年、2020 年，这两年的金融资产占总资产的比重接近百分之三十。2019 年的金融资产图像突增，相较于 2018 年增加了 543%，主要原因是除了可供出售金融资产与长期股权投资，网宿科技开始增加了交易性金融资产与投资性房地产。

### 4.3.2 企业金融化方式

表 4.2 网宿科技的主要金融资产构成表 (单位：万元)

时间	交易性金融资产	可供出售金融资产	长期股权投资	投资性房地产
2012-2014	0	0	0	0
2015	0	1500	3.939657	0
2016	0	3012	555.078722	0
2017	0	44734.867138	4427.208039	0
2018	0	36508.845695	9517.726066	0
2019	242067.18885	0	13476.848511	18672.023103
2020	262674.519926	0	2166.0970021	18176.681958

资料来源：网宿科技企业 2012—2020 年度财务报表整理



### （1）可供出售金融资产

网宿科技从 2015 年开始进行金融化，其主要的可供出售金融资产为 1500 万，其主要是投资宁波晨晖盛景股权投资合伙企业（有限合伙）所致。2016 年继续增持宁波晨晖盛景股权投资合伙企业股份，持有可供出售金融资产 3012 万，较 2015 年翻了一倍。2017 年网宿科技参与认购中国联合网络通信股份有限公司非公开发行 A 股股票所致。

### （2）长期股权投资

网宿科技持有长期股权投资是在 2015 年刚刚开始金融化的时候，但是仅仅拥有 3 万左右的资产。其持有大额长期股权是在 2016 年，为 555.08 万元，主要是对北京网宿快线科技有限工资的股权投资。2017 年较上年约增加 697.58%，主要是企业投资杭州飞致云信息科技有限公司所致。2018 年与 2019 年连续两年对合营企业云际智慧投资，约为 15000 万元。2020 年的长期股权投资为 2166 万元，主要是对对子企业的投资、对联营企业的投资和对合营企业的投资。

### （3）交易性金融资产

网宿科技直到 2020 年刚刚持有交易性金融资产两年，在 2019 年刚刚持有交易性金融资产 242067.19 万元，2020 年 262674.52 万元，主要都是一些理财产品。

### （4）投资性房地产

网宿科技对于房地产的投资一直都处于观望的态度，直到 2019 年开始才持有投资性房地产 18672.02 万元，并且主要的是将一部分自有房产用于对外出租所致的。

## 4.4 企业金融化动因分析

### 4.4.1 金融行业发展迅速

早在九十年代初期的时候我国就出现了金融市场，在二十一世纪的初期，我国的金融市场在全球金融化的大环境中也蓬勃发展。金融市场促使我国的经济快速发展，也是我国经济发展不可或缺的一大动力。早在 2016 年的时候，政府就提出了要把金融体制的改革工作提上日程，并且在发展金融市场的同时也要注重实业发展，要切实落实将金融发展作为辅助实业发展的理念。与此同时也应该在

资本市场的建设上投放重点，促进金融化多样化发展。这些政策的提出显示出我国政府对金融市场的重视程度，从而使得金融市场在我国迅速站稳脚跟并且快速发展壮大。在中国四万亿计划的前提情况下，大量货币进入市场，大量的投资促进经济发展，经济发展也为进入发展提供了条件，将中国的进入化推到了一定的深度。中国证监会也在 2012 年发布了关于企业筹集资金的使用方法，该指导方法提倡上市公司可以使用暂时不用的资金购买一些风险较小，收益较稳定的进入资产，政府的政策出台后也使得中国的进入化再次到达了一个深度。总之，国际金融化趋势已经席卷到国内金融化，尤其是网宿科技这样的实力雄厚的企业，为了跟上时代的脚步，实行金融化也是不可阻挡的趋势。

#### **4.4.2 预防性储备动机，缓解融资约束**

在国内外经济环境不确定性大情况下，我国的经济也进入了又一个阶段，国内企业想要站在市场中站稳脚跟就要面临更大的挑战。网宿科技这样的以科技技术为主的企业，在经营过程中需要稳定的、大量的资金的支持，包括需要定时的更新一些机器设备，引进外来的先进的技术，并且在遇到一些净现值为正的好投资项目时进行投资。进行投资必然需要强大的资金作为支持，所以企业为了减少外部融资的压力就会考虑其内部的资金，但是企业还要投资更多的项目时就要面临外部融资的压力问题。目前将资金投入金融领域不仅是为了获得高回报，更是为了能在以后资金短缺的时候用以储备，以满足企业未来不定时的资金需求。当企业需要即时的资金进行投资时，那些流动性较强的金融资产可以以较小的成本变现，因此企业不用再向外界筹集资金，不用遭受外部融资的压力，从而可以满足企业的资金需求。而网宿科技企业作为一个软件信息服务业，可见其主要的业务核心就是通过不断地研发投入发展，而研发创新是一个周期长、风险大、需要资金多的工作，网宿科技企业更加需要资金以备未来不确定的资金需求，由此可见，网宿科技配置金融资产也是为了预防以后需要现金的风险。

#### **4.4.3 实行多元化战略，开辟新利润增长点**

国内的经济不断发展，与此同时企业面临的压力和挑战也在上升，每个企业不再是单纯的传统的经营模式，各种各样的经营方式可以被选择。每个行业的成

本与收益的比例大不相同，甚至是天差地别，特别是金融行业，这就使得许多企业开始寻找新的经营领域，不再局限于单一的投资区域，而是在多个方面进行投资。以互联网为基础的信息行业也加入了这个潮流，企业的主营业务是提供信息相关的服务，将金融产业与信息服务业结合在一起将会是一个新的领域。因此信息服务业增加金融活动体现了企业想要打破传统单一固定的投资模式，尝试新的多元的投资模式，以此来寻找新的利润的增加模式，从而增加企业整体的利益。最近几年，金融行业的回报率之高是有目共睹，金融行业的回报率是中国项目投资回报率最高之一。因此，由于金融行业如此高额回报率的的前提下，信息服务业也朝着金融领域走去也是势不可挡的趋势。

#### 4.4.4 金融资产具有高额收益

金融资产拥有传统资产没有的一个特点，即可以用较低的成本变现，从而满足企业的资金需求，同时金融资产的收益率也是传统资产不可比拟的。企业的目标就是想要追求最大的利润，近些年来，金融风席卷全球，各行各业都不可避免的涉及到金融。实体企业的利润远远比不上金融行业的利润，企业为了追求这高额的回报率，将以往或者准备投资于创新领域的资金转投到金融领域，这也是我国企业金融化越来越深的一大原因。由图 4.4 看到，从网宿科技 2015 年实行金融化以来，其金融资产的收益率一直处于上升的趋势，2019 年的金融资产收益 17510106.57 元，占利润总额的比例即金融资产收益率高达 80.8%，可见金融资产的高额收益是网宿科技进行金融化的一大原因。

### 4.5 企业金融化对企业创新产生的影响

#### 4.5.1 影响表现及程度

本文的案例结合前文实证模型对衡量企业创新指标的标准，用无形资产的增量占总资产的比例来衡量企业创新，同时考虑到检验模型时候用到的研发投入占营业收入的比例来衡量企业创新，这两个指标是众多学者用来衡量企业创新的指标。另外，对于一个创新为动力的企业来说，其研发人员在很大程度上代表一家企业对创新的重视程度，案例中将结合网宿科技企业年报中披露财务报表中的研

发人员对其企业创新水平进行衡量。

### (1) 研发人员数量以及占比

由图 4.4 可见，2012 年到 2018 年之间，网宿科技的研发人员数量和研发人员数量占比总体上都是呈现出上升的趋势，网宿科技企业作为一个以研发创新为主要支撑业务的企业是很正常的，这说明网宿科技对其创新研发的重视。而 2019 年、2020 年这两年的研发人员数量和研发人员数量占比都有明显的下降，主要是由于 2019 年开始的疫情的原因，导致很多企业工作难以继续，工作人员减少，相应的研发人员也有减少的而原因。

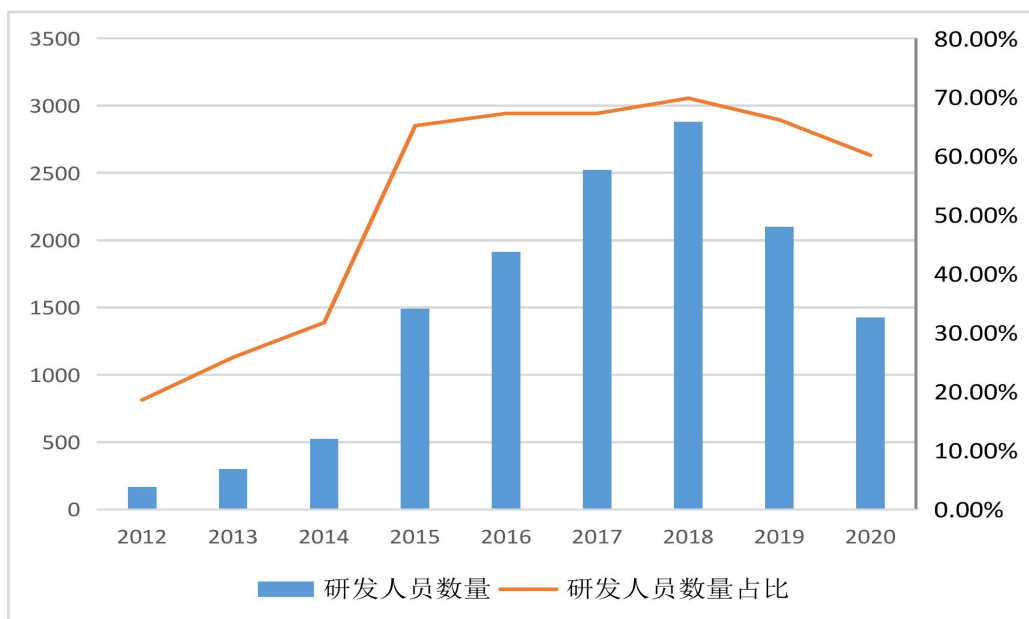


图 4.5 2012 年—2020 年网宿科技企业研发人员数量以及研发人员数量占比

由于网宿科技企业是个高科技企业，其主要投入就是研发创新，研发是必不可少的。所以仅仅看其研发人员的数量、研发人员数量占比的增长趋势不能代表其创新水平。下面我们观察研发人员数量的增长率以及研发人员数量占比增长率，从而能更好的看出其企业创新水平是否提升。如图 4.6 与图 4.7 所示，不管是研发人员数量增长率还是研发人员数量占比增长率，从 2015 年开始整体都处于下降的趋势，说明从 2015 年网宿科技企业金融化开始，企业的创新水平仍在提高，但是提升的速度一直是一个下降的趋势，所以网宿科技企业的创新水平实质上是处于一个表面的升高反而降低的现象。结合上文网宿科技企业的金融化程度的图来看，企业金融化的上升程度与企业创新水平的增长速度是处于一个相反

的趋势。



图 4.6 2013 年—2020 年网宿科技企业研发人员数量增长率

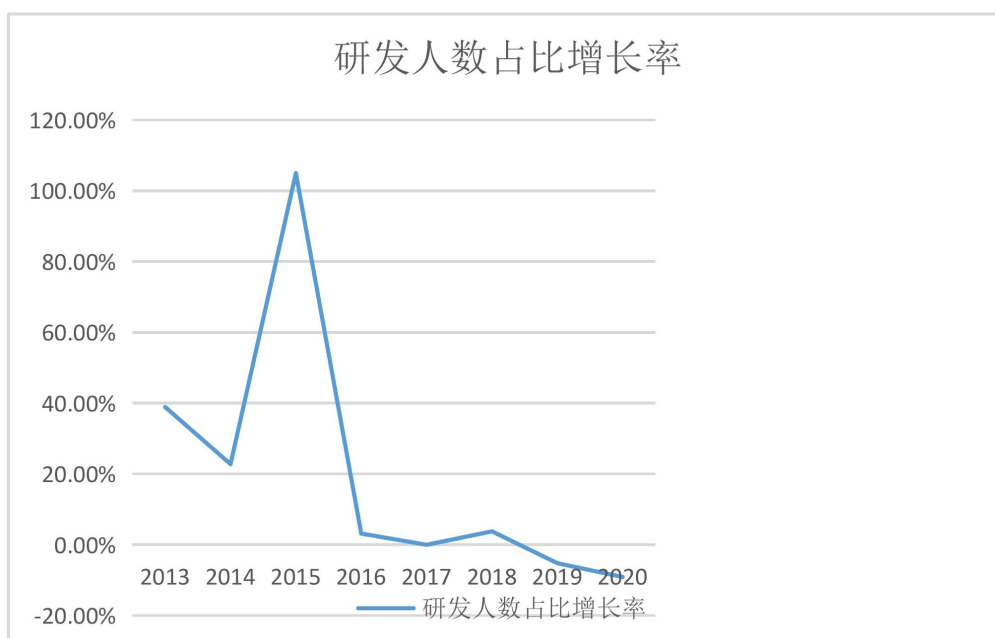


图 4.7 2013 年—2020 年网宿科技企业研发人数占比增长率

## (2) 研发投入占营业收入比例

由图 4.8 可以看出，自从 2012 年开始，网宿科技的研发投入占营业收入的比例一直处于上升的趋势，说明网宿科技对其企业的研发是非常重要的。但是这仅仅是一个表面的现象，我们再看研发投入占营业收入比例的增长率，从 2015 年开始就处于下降的趋势，说明从 2015 年开始研发投入占营业收入的比例就没有再增长过，即企业创新水平是处于下降的状态。2016 年到 2019 年几乎处于持平的趋势，说明企业创新水平虽然不再下降，但是同样没有提高。而 2020 年，增长率不升反降，说明企业创新水平是处于下降的状态。

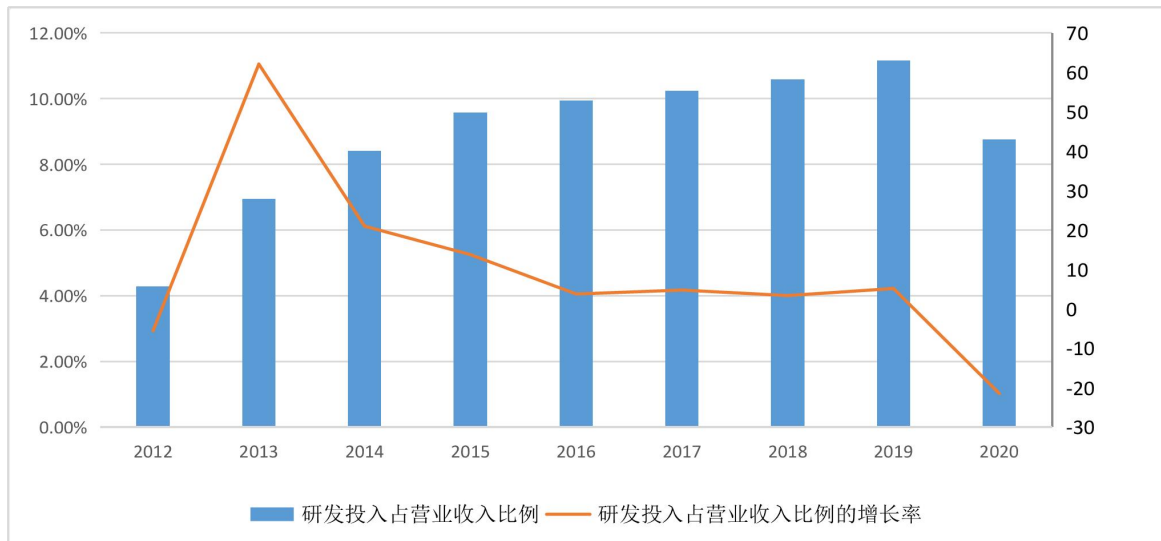


图 4.8 2012 年—2020 年网宿科技研发投入占营业收入比例及其增长率

## (3) 无形资产增量占总资产比例

上文实证部分用来衡量企业创新的标准为无形资产的增量占总资产的比例，图 4.9 为网宿科技企业创新的示意图。可以看到从 2015 年开始，企业创新整体上处于下降的趋势，2017 年突然增高是由于无形资产较 2016 年余额增加约 456.94%，主要是网宿科技将韩国 CDNetworks Co. Ltd. 企业纳入合并报表范围所致。这属于额外的因素，假如没有把收购的企业合并到财务报表中去的话，2015 年到 2019 年的企业创新指标整体上呈现出下降的趋势。并且 2018 年企业创新的指标变成了负数，且到 2019 年还在处于下降的趋势。2020 年虽然企业创新的指标有回缓的趋势，但是还是处于负数的状态。可见，从 2015 年企业金融化以来，企业创新整体上一一直处于下降的状态，同样可以看出企业金融化趋势与企业创新

的趋势呈现出相反的状态。

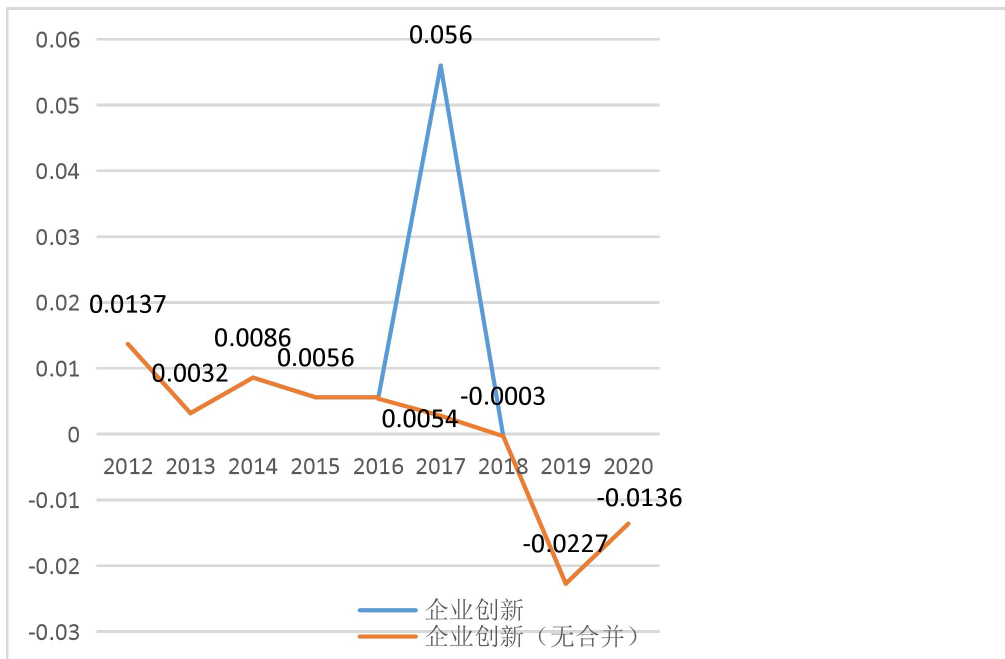


图 4.9 2012 年—2020 年网宿科技企业创新

## 4.5.2 金融化影响创新机理分析

### (1) 挤占创新投入资金

前文提及网宿科技的金融化近年来程度不断加大，由图 4.10 看出网宿科技企业的金融投资资金从上市以来到 2020 年一直高于购置固定资产和其他长期资产支付的现金，即网宿科技企业实体投资一直低于金融投资，可以比较网宿科技企业投入金融投资资金与投入实体投资的资金比例，2015 年到 2018 年期间，金融投资资金一直是实体投资资金八倍左右，2020 年甚至高达到 25 倍。且金融投资和实体投资的比例在整体上处于上升的趋势，说明企业资金源源不断流入金融投资，从而证明近年来网宿心思并非放在实体投资上，而是放在金融投资上，对实体发展实际上造成了挤出效应。

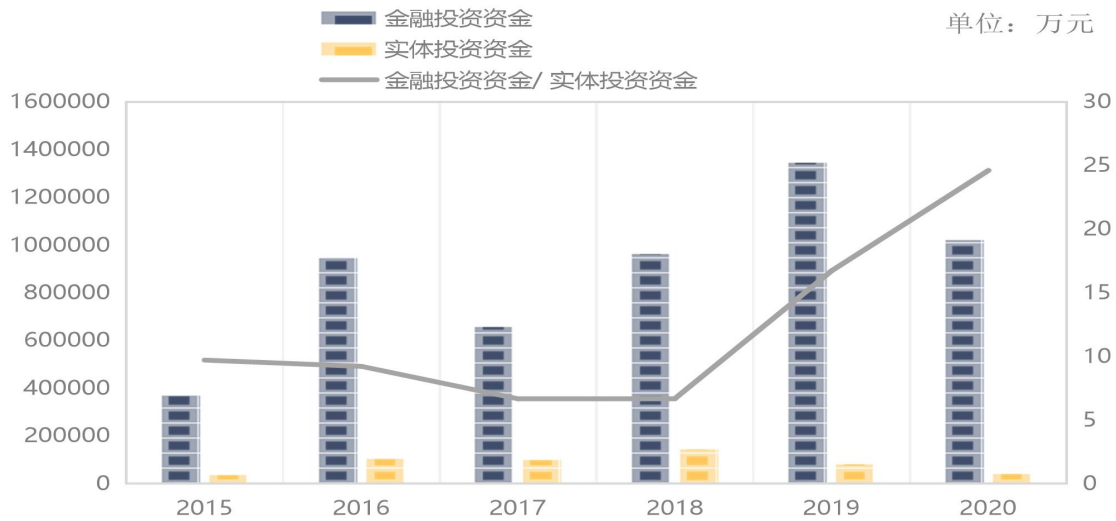


图 4.10 2015 年—2020 年网宿科技金融投资、实体投资，金融投资占实体投资比例

由图 4.11 再看 2015 年网宿科技实行金融化以来，企业的研发投入资金也是远远少于其金融投资，金融投资一直是研发投入的 10 倍以上。2017 年金融投资与研发投入的比例突然下降，主要是网宿科技将韩国 CDNetworks Co.Ltd. 企业纳入合并报表范围所致。但是从 2015 年金融化以来，金融投资与研发投入资金的比例整体上处于上升的趋势，这表明企业对金融投资越来越重视，当资金有限时，这就会挤占研发投入的资金，从而会对企业创新产生挤出效应。

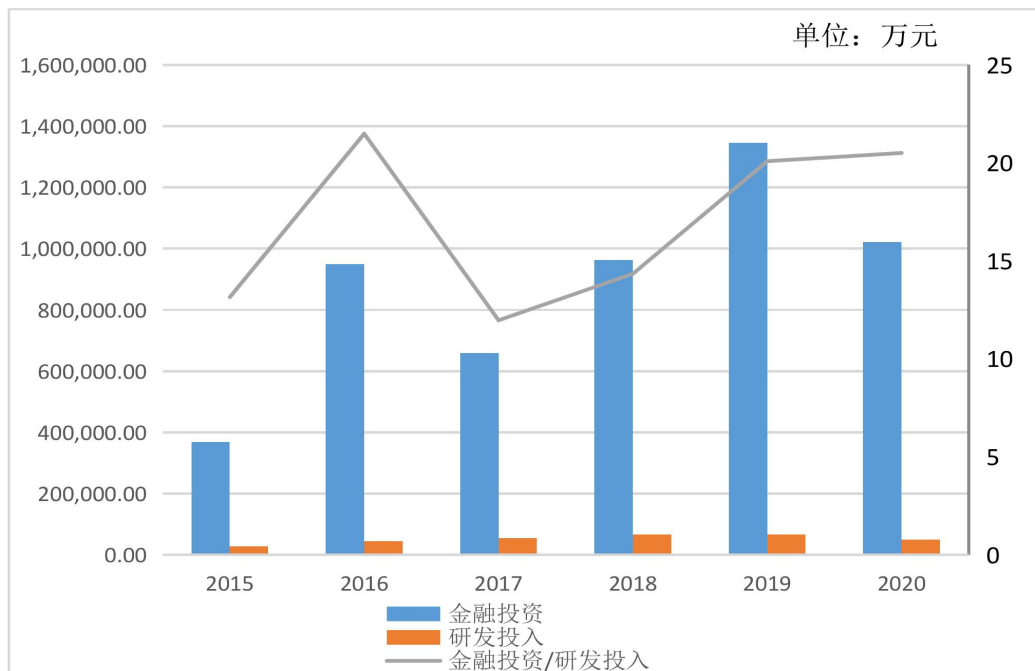


图 4.11 2015 年—2020 年网宿科技金融投资、研发投入，金融投资占研发投入比例



## (2) 缓解融资约束

非金融企业配置金融资产的原因往往是为了得到更高的收益,在中国这个现实的情况下,企业这样做的结果也确实会使企业得到高回报,企业因为金融化拥有了充足的资金,就会减少其在面临资金短缺的时候的压力与困境,从而可以使得企业保证其眼下正常的生产经营。但是拿什么来衡量企业面临的融资压力呢?目前并没有一个确定的说法。本文采用的是被人们普遍熟知并接受的 SA 指数来衡量企业的融资压力。该指数以两个外在变量为基础,分别是企业的规模和年龄。SA 指数的数值越小,绝对值越大,表明该企业所受的融资约束程度越小。SA 指标的具体计算公式如下:  $SA=0.043 \times Size^2 - 0.737 \times Size - 0.04 \times Age$ 。其中,Size 的取值为企业总资产规模(单位:百万元)的自然对数, Age 取值为目标年度与企业注册年度之差。从图 4.12 可以看到,从 2012 年开始,企业的 SA 指数总体呈现出下降的趋势,SA 指数的绝对值不断上升,表明企业所受的融资约束越来越小。但是也可看出 2012 年到 2015 年 SA 指数下降速度明显快于 2015 年到 2020 年,通过计算,2012 年到 2015 年之间 SA 下降的平均速度为 0.078,而 2015 年到 2020 年 SA 下降的速度为 0.038,由此可得,网宿科技实行金融化以来,其受到的融资约束虽然还在减少,但是减少的速度明显降低,所以企业金融化对融资约束的缓解和改善只是短时期的,甚至是加重的。由此可知,企业想通过资金金融化获得收益从而来缓解面临的融资约束的做法不可行的,这并不能真正的缓解融资约束,最终也不能达到促进企业创新的目的。

综上,企业金融化通过挤占研发投入资金从而对其创新产生抑制效应,从另一方面来说,企业通过配置金融资产获得高收益,从而为企业提供内部资金的目标并不能实现,所以企业金融化最终会挤出创新。

表 4.3 网宿科技 2012 年—2020 年融资约束情况

时间	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
SA	-3.516	-3.601	-3.676	-3.750	-3.787	-3.818	-3.849	-3.898	-3.939
	624148	697571	653878	814986	337542	857423	194541	475717	425526

资料来源:网宿科技企业 2012—2020 年度财务报表整理

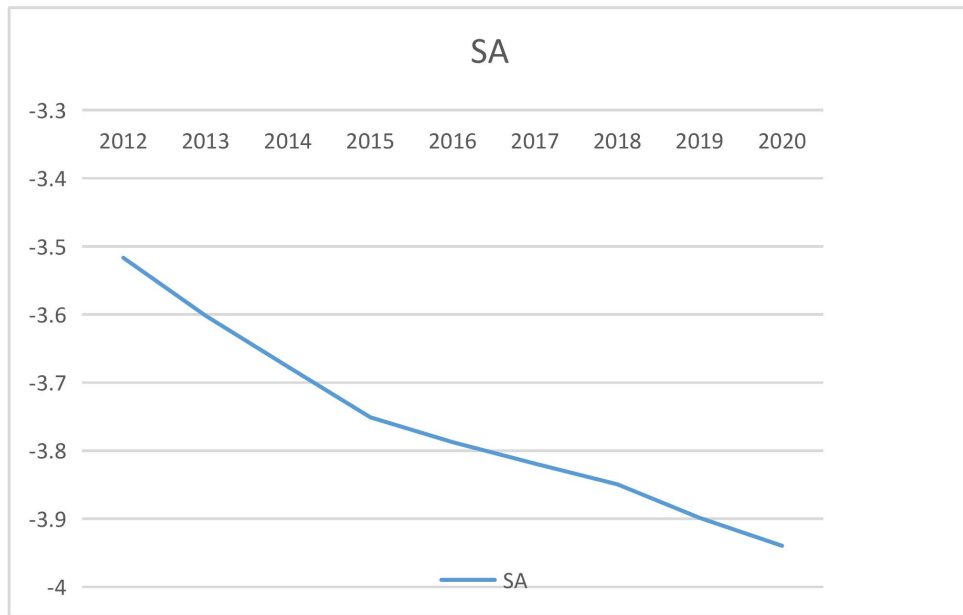


图 4.12 2012 年—2020 年网宿科技融资约束情况

## 4.6 案例分析总结

本章从微观的角度以网宿科技企业为研究对象，通过分析其金融化的原因、金融化行为对企业创新产生的影响，可以为其他创业板企业尤其是非国有企业提供借鉴参考。通过案例分析可以得到：网宿科技的金融化程度越来越高，尤其在 2019 年、2020 年，金融资产占总资产的比重达到了三分之一，这对于一个以科技创新为主要动力的企业是高的；网宿科技进行金融化的原因分为外部因素，即全球金融化的趋势，企业内部原因缓解融资约束、追求高收益；通过三个衡量企业创新的指标：无形资产增量占总资产比重、研发投入占营业收入比重、研发人员数量占比，定量分析金融化后企业创新水平的程度，即企业创新水平在降低；通过企业金融化与企业创新的走势情况分析，得出网宿科技实行金融化后，企业创新水平确实在下降，可见金融化对企业创新产生挤出效应；最后结合金融化动因进行分析，得出企业金融化挤占创新的内在原因，即挤占研发投入资金且并不能缓解融资约束。

## 5 结论与政策建议

### 5.1 结论

本文建立的模型基于2009年到2020年之间去除金融企业的所有创业板企业的数据上，提出的三个假设分别得到了验证，最后得出相应的结论分别是：（1）企业金融化会对企业创新产生挤出效应。企业想要得到较高的收益，所以将原本可以用来金融创新投资的资金放在金融领域用于谋求利润，这就使得创新活动得不到资金的支持，从而抑制企业创新水平的提高。（2）相比于短期金融资产，投资长期金融资产对于研发的“挤出”效应更加明显。长期金融资产既没有办法在短时间内变现，也不能像短期金融资产一样当作储备资金使用，所以当企业想要为创新活动投入持续稳定的资金时，长期金融资产不能变卖换取资金支持创新活动。而投资性房地产也是相当于一项长期金融资产，甚至比长期金融资产更加的难以变现，因此投资性房地产对企业创新的抑制效应也比短期金融资产强烈。（3）对于不同性质的企业来说，非国有企业实行金融化比国有企业对其创新的挤出效果更加的明显。由于非国有企业存在较大的融资约束，所以更加依赖企业内部的资金，因此，假如内部资金更多的流入金融领域则会减少创新投入的资金，因而对企业创新的挤出效果更加明显。

### 5.2 建议

本文发现企业金融化对于创新产生显著的“挤出”效应。企业在金融投资中得到高额利益时，就会陷入“企业金融化——获取金融收益——企业金融化”的循环当中。当企业资金池的资金更多的流向金融领域，就会减少创新投资资金，长此以往，将会带来国家实体经济的“空心化”。而且我国金融市场并不发达，过多的配置金融资产也会引起金融风险。企业是经济的主体，更是国家进行研发创新的重要阵地，企业创新投入资金减少会降低创新水平，从而会降低整个国家的创新水平。尤其我国处于经济发展的新阶段，我国已经不再把高速发展放在首位，而是要把发展的质量提高。这就要求我国积极提高创新水平，增加创新能力才能提高经济高质量发展的动力，因此创新是一个国家发展重要的核心也是动

力。政府和监管者应该发挥应有的作用，引导企业合理配置金融资产、鼓励企业重视研发创新，这对国家长久的发展意义重大。

创新是国家经济发展的战略核心，企业是国家经济发展的主体。因此创新更是企业发展的动力，企业想要生存发展，就必须把创新摆在重要的地位。从上文中可以看到，近年来我国创业板企业金融化程度越来越高，企业想要通过金融资产高额的收益来谋取更多的利润。由此占用了创新投入资金，从而对企业创新产生抑制作用。对此，企业应该重视这一现象，不要因小失大，要进行持续持久的研发创新，这样才能在激烈竞争的市场中站住脚跟，稳住地位。

因此结合上文的结论，提出如下的建议：

(1) 由上文结论得知，企业配置金融资产会对其创新产生抑制效应，因此企业应该结合自己的实际情况，避免过多盲目的投资金融领域，配置合适的金融资产。深究企业配置金融资产的原因大部分是追求金融资产的高收益。因此，我国政府应当完善金融市场的制度，适当降低进入金融行业的要求，引进更多的行业，避免金融行业里形成垄断，促进金融行业进行良性的竞争发展，减少金融行业相较于其他行业过高的投资收益。由此减少金融投资挤占创新投资资金，积极引导企业配置合理的金融资产。与此同时，政府应引导企业积极进行创新活动，营造良好的创新环境。建立相应的创新制度，完善在知识产权保护方面的法律法规；搭建创新平台，给企业创新提供便捷通道；给与创新企业优惠政策，增加企业创新活动的补贴、较少企业创新活动的税收，从而促进企业创新活动向创新产出转化，整体提高企业创新水平。

(2) 在企业配置金融资产会对其创新产生抑制效应的前提下，企业配置长期资产对其创新的抑制效应明显大于短期金融资产。长期金融资产周转周期较长、风险较大，与长期金融资产不同的是短期金融资产流动性更好、风险更小、周转周期较小，当企业需要资金进行创新投资时，短期金融资产可以以较快的速度变现从而满足对企业创新资金支持，因此企业应该更加倾向于配置短期金融资产，避免长期金融资产对其创新产生的较大的抑制效应。与此同时，投资性房地产作为一种长期金融资产，其对企业创新的抑制效应也较为明显，并且在中国的“炒房热”的情况下，众多的企业将资金投入到了房地产市场上，导致房价一度居高不下。由此，我国政府应指定相应的法律法规，引导企业适度合理的进行房

地产投资。监管者业应监督企业的行为，号召企业相应国家政策，抑制炒房热现象，降低房地产投资热给经济带来的影响。

(3) 不同性质企业配置金融资产对其创新的抑制效应明显不同，非国有企业配置金融资产对其创新的抑制效应显著大于国有企业。这是因为在融资约束的现实情况下，中国的非国有融资难问题一直难以得到妥善的解决。由于非国有企业受到的信贷歧视，其较国企更加难以得到银行的信贷支持，并且创新活动本身就是一件风险大、周期长、收益回报不确定的投资，因此非国有企业从银行的贷款更加困难。在这种情况下，非国有企业内部的自有资金就非常重要，假如用企业内部资金来进行金融投资，那么其创新资金势必会受到挤占，从而其创新水平必然会受到影晌。所以，我国政府应该对非国有企业的融资助力，给与非国有企业特定的融资优惠政策，比如降低贷款利率等，减少非国有企业面临的外部融资约束。与此同时，非国有企业自身也应该合理配置金融资产，减少金融资产对投资创新资产的挤占，从而减少其对创新的抑制。

## 参考文献

- [1] William Lazonick, Mary O'Sullivan. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance[J]. *Economy and Society*, 2000, 29(1).
- [2] Hendrik Bessembinder. Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1991, 26(4).
- [3] Epstein G A, Epstein G A. Financialization and the World Economy[J]. 2005.
- [4] Crotty J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era[J]. *Research Briefs*, 2005, 35(3):271-279.
- [5] Krippner G R. The financialization of the American economy[J]. *Socio-Economic Review*, 2005, 3(2):173-208.
- [6] Holmstrom B, Kaplan S N. Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2001, 15(2):121-144.
- [7] Palley T I. Financialization: What it is and Why it Matters[J]. *Working Papers*, 2007, 26(9):9-15.
- [8] González I, Sala H. Investment Crowding-Out and Labor Market Effects of Financialization in the US[J]. *Scottish Journal of Political Economy*, 2014, 61(5):589-613.
- [9] Lazonick, W., D.J. Teece, Management Innovation: Essays in the Spirit of Alfred D. Chandler[M]. Oxford University Press, 2012:363-382.
- [10] Orhangazi. Financialisation and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy[J]. *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(6):863-886.
- [11] 蔡宗朝, 吴非, 李华民. 金融资产配置激励与企业创新[J]. *金融理论与实践*, 2018(11):1-6.
- [12] 彭俞超, 黄志刚. 经济“脱实向虚”的成因与治理: 理解十九大金融体制改革[J].

- 世界经济,2018,41(09):3-25.
- [13] 解维敏.“脱虚向实”与建设创新型国家:践行十九大报告精神[J].世界经济,2018,41(08):3-25.
- [14] 郭丽婷.制造型企业金融化抑制了技术创新吗?——基于我国制造业上市企业的经验研究[J].金融理论与实践,2018(04):36-41.
- [15] 顾夏铭,陈勇民,潘士远.经济政策不确定性与创新——基于我国上市企业的实证分析[J].经济研究,2018,53(02):109-123.
- [16] 彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018(01):137-155.
- [17] 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):113-131.
- [18] 孟庆斌,师倩.宏观经济政策不确定性对企业研发的影响:理论与经验研究[J].世界经济,2017,40(09):75-98.
- [19] 刘贯春.金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”[J].统计研究,2017,34(07):49-61.
- [20] 王红建,曹瑜强,杨庆,杨箐.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企业的经验研究[J].南开管理评论,2017,20(01):155-166.
- [21] 王兰芳,胡悦.创业投资促进了创新绩效吗?——基于中国企业面板数据的实证检验[J].金融研究,2017(01):177-190.
- [22] 胡奕明,王雪婷,张瑾.金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市企业的证据[J].经济研究,2017,52(01):181-194.
- [23] 张成思,张步昙.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].经济研究,2016,51(12):32-46.
- [24] 张成思,张步昙.再论金融与实体经济:经济金融化视角[J].经济学动态,2015(06):56-66.
- [25] 李凤羽,杨墨竹.经济政策不确定性会抑制企业投资吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].金融研究,2015(04):115-129.
- [26] 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):78-88.

- [27] 张杰,郑文平,翟福昕.竞争如何影响创新:中国情景的新检验[J].中国工业经济,2014(11):56-68.
- [28] 喻坤,李治国,张晓蓉,徐剑刚.企业投资效率之谜:融资约束假说与货币政策冲击[J].经济研究,2014,49(05):106-120.
- [29] 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,2013,48(01):4-16.
- [30] 解维敏,方红星.金融发展、融资约束与企业研发投入[J].金融研究,2011(05):171-183.
- [31] 王晋斌.金融控制政策下的金融发展与经济增长[J].经济研究,2007,42(10):95-104.
- [32] 王芳.经济金融化与经济结构调整[J].金融研究,2004(08):120-128.
- [33] 彭镇,陈修德,许慧.外部薪酬差距对企业创新效率的影响研究[J].证券市场导报,2020(12):20-28.
- [34] 叶显,曹直,向海凌.企业金融资产配置如何影响股价崩盘风险?——基于期限结构异质性视角下的机制检验[J].金融评论,2020,12(04):67-83+125.
- [35] 余明桂,钟慧洁,范蕊.民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据[J].金融研究,2019(04):75-91.
- [36] 李志骞.资产配置金融化上市企业股票价格风险研究[J].价格理论与实践,2018(10):97-100.
- [37] 彭俞超,倪骁然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018,53(10):50-66.
- [38] 韩林静.金融市场化与资本配置效率之谜:基于创新型制造企业融资约束视角[J].金融理论与实践,2018(08):46-50.
- [39] 闫海洲,陈百助.产业上市企业的金融资产:市场效应与持有动机[J].经济研究,2018,53(07):152-166.
- [40] 李晓龙,冉光和,郑威.金融要素扭曲如何影响企业创新投资——基于融资约束的视角[J].国际金融研究,2017(12):25-35.
- [41] 钟凯,程小可,肖翔,郑立东.宏观经济政策影响企业创新投资吗——基于融资约束与融资来源视角的分析[J].南开管理评论,2017,20(06):4-14+63.



- [42] 娜仁,曹凤娟.融资约束与企业创新的关系研究:基于股权结构的调节效应[J].金融理论与实践,2017(08):47-52.
- [43] 周开国,卢允之,杨海生.融资约束、创新能力与企业协同创新[J].经济研究,2017,52(07):94-108.
- [44] 甄建斌,赵选民,翟丽.非沉淀性冗余资源能够平滑企业创新投资吗?——基于融资约束视角的实证研究[J].金融论坛,2017,22(07):53-66.
- [45] 张璇,刘贝贝,汪婷,李春涛.信贷寻租、融资约束与企业创新[J].经济研究,2017,52(05):161-174.
- [46] 宋军,陆旸.非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融企业的金融化证据[J].金融研究,2015(06):111-127.
- [47] 杨慧军,杨建君.股权集中度、经理人激励与技术创新选择[J].科研管理,2015,36(04):48-55.
- [48] 鲁桐,党印.中国中小上市企业治理与绩效关系研究[J].金融评论,2014,6(04):1-17+123.
- [48] 温军,冯根福.异质机构、企业性质与自主创新[J].经济研究,2012,47(03):53-64.
- [50] 聂辉华,谭松涛,王宇锋.创新、企业规模和市场竞争:基于中国企业层面的面板数据分析[J].世界经济,2008(07):57-66.
- [51] 庄子银.创新、企业家活动配置与长期经济增长[J].经济研究,2007(08):82-94.
- [52] 朱恒鹏.企业规模、市场力量与民营企业创新行为[J].世界经济,2006(12):41-52+96.

## 后 记

时光如炬，岁月如梭，转眼间研究生的生活已经结束。在这短短的三年里，我学到了很多也成长了很多。

首先我要感谢我的导师，谢谢导师从我们刚刚步入研一的时候就要求我们做好这三年的学习规划，在研一期间我就在导师的要求下研读了大量的文献，这也为我的毕业论文的撰写打下了良好的基础。也非常感谢老师在我选择考取证书还是专注提升学术能力的迷茫时期给予了珍贵的建议。并且在疫情期间，导师也是时时刻刻关心我的健康以及论文的进度，让我能完成一篇较为规范的论文。

其次我要感谢我的同学和朋友，和我一起研究课题，完成老师布置的作业；一起参加实习，体会工作的乐趣；一起去图书馆学习，一起参加抗疫的工作。是你们让我体会到了学生生涯的纯真和简单，也是你们教会了我坚强与乐观。

最后我要感谢的是我的家人，谢谢我的家人对我永远的支持与鼓励。你们永远是最坚强的后盾。研究生生涯就像这篇论文，有始有终。这只是人生的一个阶段，但是在这个阶段中我做到了自己应该做到的和最能做到的，所以我也感谢自己，青春无悔。