

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 财务宽裕度对企业研发投入的影响研究

研究生姓名: 修泽鑫

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授

学科、专业名称: 工商管理 会计学

研究方向: 财务管理理论与方法

提交日期: 2022年6月1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论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 何泽鑫 签字日期： 2022年6月6日

导师签名： 何凯 签字日期： 2022年6月7日

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： 何泽鑫 签字日期： 2022年6月6日

导师签名： 何凯 签字日期： 2022年6月7日

Research on the Impact of Financial Margin on Enterprise R&D Investment

Candidate : Xiu ZeXin

Supervisor : Hu Kai

摘 要

创新是企业持久发展和国家经济进步的关键。之前,我国企业在发展过程中由于购买成品的花费比自己研发的投入少得多,并且研发也具有很大的风险,所以大多奉行的是拿来主义。现如今随着互联网时代的快速发展以及 5G 时代的来临,很多核心技术被西方国际“卡脖子”的现象凸显出来。现如今国际经济压力下行,我国面临国际市场环境的巨大压力情况,提出了一系列惠企政策,尤其是创新方面,国家大力支持企业创新,提高创新能力,期许企业能够自强不息,在产品和服务方面增强差异度、附加值。并且我国结构性改革依然需要不断深入,新旧动能转换也进入攻坚期,这都要求企业提高创新研发能力,跟上时代的潮流。所以研究如何增强企业的创新依然是一个热点。由于只有在研发上投入大量资金才会有创新产出,所以在研究过程中,普遍认为企业在研发方面的投入数额的多少一定程度上能够代表企业的创新研发强度。

本文主要是以企业财务宽裕状况为出发点来探究研发投入,财务宽裕作为影响研发投入的一个内部因素,能够直接对企业研发投入起到影响。在我们现今的市场中,不同企业之间以及不同产权性质的企业在筹集资金方面总会遇到一定的困难,且即使能够通过举债的方式筹集到资金也依然会受到债权人的一些限制和约束,从而致使企业会倾向于使用内部自由资金来保障研发项目的开展。财务宽裕度作为一个新出现财务概念,研究其经济后果的文献目前还较少,所以从财务宽裕度这一新的财务概念入手,研究其对研发投入的经济后果是有必要的。

本文选用 2010—2020 年深沪 A 股上市公司为样本,运用多元分析法探究财务宽裕度与研发投入的关系。由于研发的决策大多是由高管决定,所以在研究中国上市公司财务宽裕度对企业研发投入的作用的基础上,加入了高管货币薪酬激励这一中介变量,从高管受激励后的行为角度探究该作用机制。并在进一步研究中对不同产权性质的企业以及家族企业来分别研究在不同类别企业中财务宽裕度对企业研发投入的作用,同时检验中介变量能否起作用。研究显示:财务宽裕度能正向推动研发投入。高管货币薪酬激励在二者的关系中能够起到部分中介作

用。研究成果对优化企业资本结构、合理构建薪酬激励制度、如何利用财务宽裕状况获取长期收益具有借鉴价值。

关键词：财务宽裕度 研发投入 高管货币薪酬激励 中介作用

Abstract

Innovation is the key to the sustainable development of companies and the progress of the country's economy. In recent years, in the process of development of Chinese companies, the cost of purchasing finished products was much less than the investment in their own research and development, and research and development also had great risks, so most of them pursued the doctrine of borrowing. Nowadays, The rapid progress of 5G technology has brought higher requirements to enterprises, many core technologies are highlighted by the phenomenon of "stuck neck" in the Western world. Now that the international economic pressure is declining, In order to boost the economy, my country proposes a series of preferential policies, international and domestic dual cycle, which also requires us to improve our innovation capabilities, Improve products and services, differentiate from competitors, increase own market share. In addition, my country's structural reform has entered a deep-water area, and the transformation of old and new kinetic energy has entered a critical period, which requires enterprises to improve their innovation and research and development capabilities and keep up with the times. Therefore, it is still a hot topic to study how to enhance the innovation of enterprises. To get innovative results, money must be invested in R&D

projects. During research , it is generally believed that the amount of investment in R&D by an enterprise can represent the innovation and R&D intensity of the enterprise to a certain extent.

This paper mainly starts from a novel financial concept to study its impact on R&D investment. As an internal factor affecting R&D investment, the financial well-off studied in this paper can play a direct role in enterprise R&D investment. In our current market, different companies and companies with different property rights will always encounter certain difficulties in raising funds, and even if they can raise funds by borrowing, they will still be subject to some restrictions and constraints from creditors. As a result, companies tend to use internal free funds to ensure the development of R&D projects. Financial allowance is a new financial concept, and there are few articles on this type of research, so it is necessary to start from the new financial concept of financial allowance to study the economic consequences of R&D investment.

This paper selects A-share listed companies in Shenzhen and Shanghai from 2010 to 2020 as a sample, and uses multivariate analysis to explore the relationship between financial margins and R&D investment. Since executives are the main body of R&D decisions, the impact of financial margins on R&D investment is being studied, Adding the mediating factor of monetary compensation incentives, from the perspective of executives being motivated, the The mechanism of action

was analyzed. In further research, we will study the effect of financial leeway on R&D investment in different types of enterprises for enterprises with different property rights and family enterprises, and verify the mediating effect of executive compensation incentives. Research shows that financial leeway has a positive effect on R&D investment. Monetary incentives for executives can play an intermediary role. This research is of great significance because companies can learn from this research to optimize their capital structure, reasonably constructing the salary incentive system, and how to use the financial surplus to obtain long-term benefits.

Keywords: Financial leeway; R&D investment; Executive monetary compensation incentive; Intermediary effect

目 录

1 导论	1
1.1 目的意义.....	3
1.1.1 研究目的.....	3
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 研究综述.....	5
1.2.1 财务宽裕度的相关研究.....	5
1.2.2 企业开展研发投入的相关研究.....	6
1.2.3 高管薪酬激励相关研究.....	8
1.2.4 研究述评.....	9
1.3 研究思路与方法.....	10
1.3.1 研究思路.....	10
1.3.2 研究内容.....	10
1.3.3 研究方法.....	12
1.3.4 技术路线图.....	13
1.4 创新之处.....	13
2 概念界定与理论基础	15
2.1 概念界定.....	15
2.1.1 高管薪酬激励.....	15
2.1.2 研发投入.....	16
2.2 理论基础.....	16
2.2.1 技术创新理论.....	16
2.2.2 优序融资理论.....	17
2.2.3 委托代理理论.....	18
2.2.4 激励理论.....	19
3 理论分析与研究假设	20

3.1 研究假设	20
3.1.1 财务宽裕度与企业创新研发投入的关系	20
3.1.2 财务宽裕度与高管货币薪酬激励的关系	22
3.1.3 高管货币薪酬激励的中介效应	23
3.2 样本选取与数据来源	24
3.3 变量选取	24
3.3.1 被解释变量	24
3.3.2 解释变量	25
3.3.3 中介变量	25
3.3.4 控制变量	25
3.4 模型设计	26
4 实证检验与结果分析	28
4.1 描述性统计	28
4.2 相关性分析	29
4.3 多元回归分析	30
4.3.1 财务宽裕度与企业创新研发投入的关系	30
4.3.2 财务宽裕度与高管货币薪酬激励的关系	31
4.3.3 高管货币薪酬激励的中介效应	32
4.4 稳健性检验	33
4.5 进一步研究	36
5 结语	42
5.1 研究结论	42
5.2 政策建议	43
5.3 研究不足与展望	45
参考文献	46
后记	52

1. 导论

自《中国制造 2025》纲要颁布后，创新成为各市场主体关注的重点。现如今，创新已成为推动企业持久发展和国家不断进步的主要动力。并且目前我国正处于结构性改革攻坚深水区，新旧动能转换的攻坚期，这要求企业不论是在产品、治理结构还是在企业生产线更新换代上都要提高研发能力。技术创新理论认为，企业若想市场中始终保持持久生命力，必须要具有抵御市场竞争的核心竞争力，核心竞争力的获取方式目前依然靠着研发活动。过去，企业在经济发展的大潮中主要追求短平快的发展模式，很多企业习惯于“拿来主义”，直接购买西方发达国家企业的技术使用权或者与其形成合资企业进行经营。但是目前随着互联网时代崛起，脱离了技术攻关、产品脱离了新意就无法在如今的激烈市场环境下生存。所以企业进行研发活动很有必要。研发活动的正常运作以及保证研发的成果转化为经济利益需要平稳持续的投入大量资金，故研发活动的开启要考虑自身资金是否充裕以及是否有能力在缺乏资金时通过外部筹集资金的方式进行补充，与资本结构及举债能力和信用等息息相关。

研发活动作为一项企业内部至关重要的活动，需要大量的资金给予支持，并且研发项目的中断也会导致高额的成本，会给企业带来严重的负面影响。那么如何保证企业稳定的开展研发项目，确保研发成果能够形成收益就成为了重要研究方向。由于研发活动需求的资金巨大，经营状况不健康、财务状况不好以及风险承担巨大的企业会很谨慎的进行研发甚至不在研发活动上投入资金。正是由于研发活动需求资金数额巨大，同时成果的获取也依赖稳定的资金投入，所以理论上研发活动的资金大多来源于内部自有资金和外部筹集资金。但现实当中由于外部筹集资金始终存在不同程度的融资约束，并且在信息不对称条件下，外部筹集的资金还会被加以条件限定。所以在此种情况下，企业会首先利用内部资金来维持研发项目的稳定运行。与其他类型的投资项目相比，研发活动的风险更高、周期更长、容错度也较差，企业更易受到融资约束和代理成本的影响，使得企业更愿意利用自由资金开展研发活动。本文所研究的财务宽裕度作为一个新出现的财务概念，涉及到企业的资本结构以及偿债举债能力，所以本文将采用前人构建的财务宽裕度指标来进行研究。

现今上市公司所有权与经营权高度分离，高管成为了创新研发项目的规划者

和决策者，他们作为决策中最直接、最重要的力量，可以决定研发项目的大小与数额的多少。然而，由于研发项目具有高投入、高风险、回收期长特点，高管作为“经济人”，通常被认为是缺乏创新意识的自利者。在这种情况下，如何激励高管摆脱自利行为就尤为重要。尤其是在本文所研究的较为特殊的企业当中，如何提高高管资金利用效率，借用资金优势来为企业创造更大的市场优势就非常重要。

日本学者伊藤邦雄（2014）在研究了日本的上市企业后发现，市场上出现了一批囤积现金的数额超过了有息负债的企业。并将其定义为“实际无负债”。干胜道通过研究提出财务宽裕度概念并定义了度量方式；在研究中他发现，我国上市公司中有较多都是“实际无负债”类型公司，研究后，他提出一个新的财务概念：“财务宽裕”。市场中的这类公司财务行为产生必然有其存在的原因，干胜道也认为其必然会产生一系列经济后果。

财务宽裕是资本结构的一种形式，它考虑了企业内部现金与和负债的匹配状况。财务宽裕的情况的出现意味着，公司“不缺钱”，并且企业对资金的使用具有很强的自主性，会很少受到有息负债债权人的条件约束。因而，可以看出此时企业运用的是一种保守的财务战略，财务宽裕是资本结构理论的极端运用。这种财务状况的出现会导致企业有较好的举债能力，可以获得较高的对外信用，企业经营过程中承担的财务风险也较低，在经营过程中出现的投资机会可以尽快把握，但是这种财务状况或者说这种财务战略，会使企业具有较高的现金持有成本，现金的积累，举债的减少在一定程度上可能影响企业的投资、经营效率。企业采用这种保守的财务战略必然有其经营的道理。干胜道在研究中认为财务宽裕的现象必然会导致一系列经济后果，企业需要将自己的这种保守战略获得的财务优势转化成自己的在市场中的竞争优势。

鉴于目前社会环境下创新对企业的重要性，因此本文研究财务宽裕这一新的财务状况对研发投入的作用。并且考虑企业高管在受到激励后对研发投入产生的效果，引入高管货币薪酬激励中介变量，探讨作用机制。

1.1 目的意义

1.1.1 研究目的

本文主要是想研究目前上企业出现财务宽裕的情况对于研发投入具体的影响是怎样的，作用路径又是如何进行的。所以本文从财务宽裕度的角度探讨对企业研发投入的影响；在其中加入高管货币薪酬激励这一中介变量，并且运用固定效应回归模型检验其中介影响，进而构建“财务宽裕度—高管货币薪酬激励—企业研发投入”研究框架。并且进一步研究中将企业类型分别分为国企和非国企、家族企业来进行验证财务宽裕度对企业研发投入的影响。目的是通过数据的结果能够针对财务宽裕这一新的财务概念如何来影响企业研发投入提供理论基础，为企业如何提高创新提供一种新的思路。期许我的研究能为企业自主创新之路提供一点公司治理的理论借鉴。

1.1.2 研究意义

财务宽裕作为一种财务状况在企业中大量出现，定然是有能让其茁壮成长的的经济沃土，并且它会带来怎样的经济后果一定是值得研究的。所以本文从财务宽裕这一经济行为带来的经济后果——研发投入进行研究。并且，在我国大多企业缺乏创新，在核心技术方面被其他国家卡脖子、亟需强化创新成果的大环境下，讨论财务宽裕度对研发投入的影响是极为必要的。在企业经营权与所有权高度分离的现今社会，高管是企业研发决策的决定者和做出者，那么激励在解决信息不对称性的作用就凸显出来。并且，财务宽裕度作为一个新提出的概念，理论界关于财务宽裕度是如何影响企业研发的文献尚欠。通过对财务宽裕度与企业研发投入的深入探讨，研究财务宽裕度—高管货币薪酬激励—企业研发投入的作用路径，对于企业根据自己的情况合理的选择一种财务宽裕策略；设计合理、有效的管理层薪酬激励制度具有重要的意义。以下本选题的几点贡献：

(1) 理论意义

第一，丰富、完善研发投入的影响因素。财务宽裕度是最近两年才被发现并提出的一个新颖概念。目前研究这一概念的文献较少。尤其是在研发投入影响因素上还未有学者较为深刻的研究财务宽裕度对其的作用机理。关于企业创新研发

投入的影响因素，国内外学者在微观因素方面大多是从内外部环境、企业自身的特征、高管性格特质等方面进行了深刻的探讨。本文将在前人对公司研发投入的影响因素研究中总结经验，补充分析财务宽裕度对公司研发投入的影响。

第二，丰富财务宽裕度、高管薪酬激励与企业研发投入三者间的关系研究。高管作为企业研发投入决策做出的本质决定者，激励作用在其中能够起到至关重要的作用，所以财务宽裕度可以对高管薪酬激励产生作用进而影响高管做出研发投入的决定。所以本文创新性的引入高管货币薪酬激励这一中介变量，探究构建“财务宽裕度—高管货币薪酬激励—企业创新研发”的中介作用路径。研究结果将会对财务宽裕度如何影响公司创新研发投入的作用机理给予数据支持。

(2) 现实意义

第一，为我国企业根据自身财务状况具体将多少资金用于研发提供一些依据。并且为想要进行研发的企业提供一种财务战略上的决策，促进企业研发投入。企业想要获得研发成果必然要先投入，投入的多少一定程度上代表了企业的研发意愿，决定了研发是否能成功且能否转化成为收益。本文研究财务宽裕的企业导致的研发投入这一经济后果，以新颖的财务概念作为出发点研究企业的研发意愿，找寻对研发投入发挥作用的新因素，帮助企业根据战略选择规范企业资金配置形成合适的财务状况以此来提高研发行为。

第二，为企业薪酬激励制度的设计提供参考。合适的薪酬激励可以减弱高管的利己动机，促使高管以股东利益最大化的标准来进行各类活动。显然，在这种财务宽裕的情况下企业如何涉及高管激励契约制度，来使得研发投入提升，是公司治理和研发投入研究中函需解决的问题。激励制度的合理、科学的运用，可以激励高管为增加企业收入、股东权益而奋斗，促使其以长远眼光进行经营，避免短期行为。还可以提高运营的效率，提升企业的研发投入，增加收益。通过该研究，可以避免所有者与经营者二者分离后的财务冲突，减少代理问题中的成本剩余损失。

第三，为我国企业的治理提供一些科学性建议。本文探究形成了“财务宽裕度-高管货币薪酬激励-研发投入”的作用路径。企业在治理公司时，为其选择财务策略，设置薪酬激励内容提供一种新的借鉴途径。

1.2 研究综述

1.2.1 财务宽裕度的相关研究

(1) 财务宽裕度的概念界定

根据现有文献显示,最早出现“财务宽裕”一词是干胜道等在2019年发表于《会计之友》的《财务宽裕:概念创立与研究话题》,这篇文章首先对“财务宽裕”进行了解读,认为这是一种企业账面上速动资产大于有息负债的一种财务状况。为便于不同企业之间对该财务概念和状况进行比较,进一步对“财务宽裕度”如何进行测度进行了界定,确定了度量方式为:(货币资金+交易性金融资产-有息负债)÷总资产。

此后,研究者从不同的角度对“财务宽裕”的概念进行了解读。比如,孙宋芝、徐涵认为财务宽裕是指公司广义现金大于有息负债的程度。

综上所述,当前广为接受的观点是将“财务宽裕度”看作是衡量企业现金持有量和负债情况,是一种企业财务状况的指标。

(2) 财务宽裕度的经济效果

当前,根据干胜道在研究中的统计结果显示,我国股票市场存在大量“财务宽裕”的上市公司。这种财务宽裕出现的背后必然有其独特的原因也必然会引起一系列经济后果。

从企业自身而言,一方面,财务宽裕度较高的企业保有大量利息收益率极低的闲置资金,企业的资金使用率不够优化,可以对股东的净资产收益率产生较大影响。另一方面,企业财务宽裕的情况将对研发投入产生促进作用。

就企业的外部关系而言,干胜道(2021)的研究结果表明,并购行为并不会增加企业价值,财务宽裕会抑制企业的并购行为。越是高财务宽裕度,用于并购的资金反而越少,并且频率也降低。其中,大股东的力量在二者的作用结果起到了明显作用。

1.2.2 企业开展研发投入的相关研究

(1) 企业研发投入的界定及测量

1997年, Hitt 首先提出研发投入的概念, 指出研发投入在一定程度上增加了企业的创新产出。此后, 在互联网时代迅速发展的时期, 如何加大研发投入的相关研究成为热门。

由于研发投入的资源不同, 学者在研究中大多将其细区分为人力投入与经费投入。由于人力资源再投入过程中考量数据的不易得性、差异性及连续性, 在过往的研究中大多通过研发经费的投入来考量一个企业的研发投入情况。其中, 刘运国(2007)指出通过将研发总投入作为分子, 总资产作为分母, 来衡量企业的研发投入。相似的, 张兆国(2014)也提倡利用这一指标来进行研发投入的相关关系研究。但学术界也有一些不同的意见, 比如 Serua(2014)和苗淑娟(2018)在研究中采用研发投入在当期收入中的占比情况来测量研发投入。基于此, 为进一步明确研发投入的相关测量, 学者细化构建了研发投入的不同评价指标体系, 如史修松(2009)提出研发投入中最关键的要素是科技人员数量, 科技人员数量是研发投入的重要指标, 科技人员数量的多少在一定程度上可以决定研发的强度以及研发能否成功; 罗彦如(2010)等认为为科技活动而筹集的经费金额应看作研发投入的重要指标, 将在科技项目上的花费纳入了研发投入的计算标准中, 丰富了研发投入的表现形式; 钟田丽等(2014)充实研发投入的相关要素, 将人力资源纳入经费规划, 并将专有技术、设备规划为研发投入不可或缺的要素, 在指标构建在着重表现了上述要素; 牡丹丽(2017)将研发投入细分成能力与资源两方面的投入, 其中, 能力子目又细分为开发和生产两种能力, 资源投入则由财力和人力构成。梳理文献我们发现, 大部分学者认同从人力和资金两个角度进行研发投入的衡量, 通过这一绝对值指标 RD, 或投入数额与收入或总资产的比率这一相对指标来表示研发投入水平。

(2) 企业研发投入影响因素研究现状

对当前研究企业研发投入影响因素的文献阅读整理, 能够得到, 基本上是以两个重要的方向、层面来进行研究的。一是从宏观层面来说, 如整个市场大环境、制度政策体系等。玄兆辉等(2013)在研究中发现, 当前中国企业的研发强度依然处于较低水平, 主要由于市场环境上, 我国企业较少关注核心技术的研发, 更

多的依赖于现有科技成果的利用,通过购买成品或者借用别人现有技术来达到自己的目的,并且在制度并没有充足的激励引起企业进行科学研发的必要。在这种依赖别人的技术,看重短平快的发展模式导致了目前我们很多企业在技术方面依然受制于人。加大研发投入,提高创新能力在加速新旧动能转换、提高企业国内国际竞争力至关重要。

就宏观角度而言,Arrow(1972)在研究中发现,当市场环境中竞争强度趋于增大时,为降低被市场淘汰的风险,企业对于研发将增大投入,通过研发来降低成本,提高自身的附加值,以维持现有的市场地位。这一结论在Blundell(1995)和张杰等(2014)的探究中也进行了印证。张济建等(2017)则在研究中发现,由于各企业相互竞争压力的存在,企业管理者及投资者为了使自身获益,将会提高研发投入的首位度。货币政策方面的研究也有学者进行了探讨,Keynes(1936)和罗正英、贺妍(2014)等都指出,货币政策将通过利率渠道对企业的研发投入产生影响。相似的,Roosa and Robert(1951)和肖虹、肖明芳(2014)等则发现,当信贷渠道的相关政策发生变化时,企业对研发投入的态度也会随之变化。Bernanke and Gertler(1989)指出,企业资产负债表的资产和负债的存在状况也会对企业研发投入行为产生影响。在政府补贴方面,现有研究仍存在争议。一方面,Lach(2002)指出,政府可以通过给企业发放创新补贴来使企业的创新成本降低,不仅可以弥补企业资金不足的状况,也可以增加企业在创新方面的容错度,最终使得企业的创新研发能力有所提高。但David(2000)也发现,政府补贴一定程度上会产生“挤出效应”,会抑制研发投入。

从微观层面而言,现如今的研究多是从管理层的特质、企业的内部结构特点等角度出发,研究企业层面的相关要素能够对研发投入产生的影响,比如资产规模、治理结构、内部治理等方面展开。

在企业财务状况的研究中,刘笑霞(2005)等指出企业盈利程度可以扩大企业研发投入规模。相似的,杨青(2015)发现在企业的研发投入中,若资产负债率高,会对研发投入产生抑制作用。在企业资产规模的相关研究中,吴延兵(2009)在研究中发现,企业资产规模与企业的研发投入呈正相关。但是有学者不这样认为,例如,邹国平(2015)认为,随着企业规模的扩大,相关研发投入反而会减少。在内部控制方面,张娟(2016)指出内部控制系统的建设将助推企业的

研发投入。此外，学者们也发现，企业治理结构对于研发投入产生了相当的影响。如刘鑫等（2016）指出高管特质成为了影响企业研发投入的重要因素。杨风等（2016）指出，股权结构也会影响研发投入的数额。

1.2.3 高管薪酬激励相关研究

（1）高管薪酬激励与财务宽裕

干胜道（2020）在研究发现，处于财务宽裕的公司将对管理层的内容会影响一些列经济后果，将会对管理者产生作用，指出管理层观念对于企业采取的财务策略具有重大影响，经营者评价与激励机制亟待优化。

（2）高管薪酬激励与企业研发投入

高管薪酬激励是一种企业惯于采用的显性激励方式，薪酬激励可以缓解高管自利行为，让其按照利于股东方向进行经营。高管薪酬激励与研发投入关系的研究也是国内外在企业治理机制中的一大热点。

大部分学者的研究结果显示，一个适宜的薪酬激励制度对高管和公司都是有益的，适当的对高管进行薪酬激励可以提升高管的研发意愿，从而加大研发投入。例如，Caranikas 和 Goel (2008) 研究认为，当在一定范围内，高管获得的薪酬激励数额越多，其对创新的关注度和进行研发的意愿也会随之提高。相似的，Bulan 和 Sanval (2011) 也指出，高管薪酬激励在促进研发投入方面发挥了显著的推动作用。Lin 等 (2011) 也认为高管薪酬激励的运用，使得高管和股东间的代理问题以及冲突得到舒缓，使得研发投入的数额增多。王敏等 (2015) 通过实证归纳指出高层次管理人员的薪酬激励提高，是可以推动企业提高研发投入的。郭淑娟等 (2017) 将高科技企业筛选出来单独进行研究，最终发现，高管薪酬激励在高科技行业中作用显著，对于促进企业技术创新投入具有显著正向作用，并且作用效果比普通类型的企业强。梁牛明等 (2019) 指出高管的薪酬激励能够有效减少代理成本，助力研发投入的提升，进而使得企业竞争力有所提升。霍晓萍等 (2019) 圈定我国混合所有制企业，发现这类企业中高管薪酬激励和研发投入关系显著为正。

但是,也有学者研究不同企业样本认为以上二者之间是负相关甚至是不相关的关系。例如,Cheng(2004)研究结果为当企业财务困难时,若依然发放较多薪酬进行激励,会对企业不利,且会对研发投入产生负面抑制作用。甚至最终会有影响企业的生存,研究认为在激励方面可以跟高管签订协议以此进行激励。Tien等(2012)选择高新技术企业作为研究样本,发现高管薪酬激励和研发投入并没有显著的正相关性。吴育辉等(2010)认为,我国上市公司中,提高高管薪酬竟使得代理成本不降反增,对于研发投入也没有起到正向引导作用。而且过高的薪酬激励对企业的资金也会产生影响。黄淙淙(2012)指出,高管的货币薪酬激励与企业的研发投入并不具备显著正向关系。赵国宇(2015)指出,企业给予高管薪酬激励并不具备长期性的作用,并不能对企业研发投入产生推动作用。

还有研究发现研发投入与高管薪酬激励为非线性关系。例如,徐宁等(2015)通过研究发现,企业研发投入的选择倾向性与高管薪酬激励强度呈现倒U型的关系。苗淑娟等(2018)也指出,针对医药制造业进行研究,发现研发投入会随着高管薪酬激励的提高先升后降。

1.2.4 研究述评

国内外学术界在企业研发投入理论基础、影响因素方面取得了诸多具有建设性的研究成果,对本论文选题提供了直接的启发和借鉴。经过对现有文献的回顾,影响企业研发投入的宏观方面多从经济政策、市场竞争状况等角度切入,微观方面多从企业管理层特质等切入。将高管薪酬激励作为中介机制加入其中,研究财务宽裕度与企业研发投入三者纳入统一框架。

基于学术界新发现的财务宽裕这一现象,很有必要对三者的关系进行深层次研究。所以,本文旨在探究财务宽裕度、高管薪酬激励与创新研发投入三者之间的内在关系,从而理清财务宽裕度在创新研发传导过程中的机制。以期对提升企业研发投入意愿、完善企业财务结构以及更好的完善与实施高管薪酬激励制度提供参考建议。

1.3 研究思路与方法

1.3.1 研究思路

本文梳理研究背景和相关研究后,对所研究的财务宽裕度、高管薪酬激励与研发投入之间的内在关系以及他们两两之间和综合之间的影响结果进行细致分析,依据分析提出假设。学术界针对企业研发投入的影响因素上普遍认为是来源于企业的内部和外部两方面。外部主要从宏观因素上进行研究,如政府政策、税收制度、市场大环境等。内部主要从微观方面进行研究,多选择管理层特质、企业的结构特点等因素,如内部财务结构、内部治理等。同时国权性质的不同也会对创新研发产生影响。所以研发投入一方面会受外部环境影响,这部分影响是系统性的,无法通过自身的处理进行分散。另一方面由于不同企业自身内部财务状况及管理者的特质具有差异,研发投入的多少也会有所不同,该类型的影响是非系统性的可以通过改变自身进行干预改变。研究发现大多能够持续平稳进行的研发项目是由于企业持有较多的资金保证了供给。并且企业要让研发成果转化市场大众接受的产品,最终转化为效益也离不开资金的支撑。其次通过内在的剖析提出假设。并选用沪深A股上市公司数据作为检验基础。在对前人文献的阅读后,选择合适的模型作为本文验证结果的根本。采用系统回归法先对第一个假设——财务宽裕度对企业研发投入的正向影响作用进行验证,然后依次验证了第二、三个假设,即验证高管货币薪酬激励在财务宽裕度与企业研发投入二者之间的中介作用。在进一步研究中,按产权性质以及单独选用家族企业进行分组,验证不同产权性质企业中财务宽裕度对研发投入的影响作用是否存在差异。同时验证高管货币薪酬激励起到的中介作用是否有差别。为不同企业的治理提供细致的参考。最后指出本文局限性。

1.3.2 研究内容

本文梳理总结相关文献后,基于技术创新理论、优序融资理论、委托代理理论、激励理论,对本文的结构内容及逻辑框架进行了详细的构思。对企业研发投入多少的影响及作用机理展开了叙述,实证检验财务宽裕度正向加大了企业研发

投入，高管货币薪酬激励在其中起到了部分中介作用。并且进一步研究中，在财务宽裕度对企业研发投入的主回归模型中增添不同产业和是否为家族企业两种不同类型进行分类讨论。选用我国上市公司有效经验数据对上述关系进行处理分析，所获取的研究成果，将作为理论经验，为提升企业研发投入意愿和指定与企业投资相匹配的薪酬管理制度给予相关的建议。

本文共分为五章，具体安排如下：

第一章：导论。介绍本文研究问题的现实背景，确定将要研究的方向。从理论和实际的两个角度剖析选题意义。梳理相关文献资料，最终结合自己的理解形成文献述评，不仅为研究提供参考，也明晰接下来研究将要着重关注的重点。合理安排行文结构，理清所要研究的内容、思路以及方法。最后指出文章所具有的创新点。

第二章：概念界定与理论基础。此章节主要是对运用到的基础理论进行叙述。本文将对给予本文支撑的理论与所研究主题进行综合分析，这些理论将为文章的逻辑结构提供坚实的支撑。

第三章：理论分析与研究假设。基于相关理论，分析财务宽裕度对企业研发投入可能出现的影响；以及高管货币薪酬激励在二者中所起的部分中介作用；分析财务宽裕度与企业研发投入之间呈现何种状态，具有什么样的作用路径，据此提出假设。

H1：在其他条件不变的前提下，财务宽裕度与企业研发投入显著正相关。

H2：在其他条件不变的前提下，财务宽裕度与高管货币薪酬激励显著正相关。

H3：在其他条件不变的前提下，高管货币薪酬激励在财务宽裕度与企业研发投入之间承担中介效应。

第四章：实证检验与结果分析。主要介绍本文所使用的研究样本、选取的主要变量和控制变量以及所使用的模型。充分运用描述性统计、相关系数检验、回归分析等方法检验所提出的假设，并对结果进行分析。再进一步研究中主要列示未来的一个研究方向。

第五章：研究结论与政策建议。主要是归纳和总结文章的研究结论，并针对性的提出相关的政策建议。

参考文献。

1.3.3 研究方法

本文运用了以下两种研究方法：

(1) 文献研究法

本文采用了传统的文献研究法，一方面对相关文献进行整理总结，将与财务宽裕度、高管薪酬激励和研发投入有关的理论进行论述，搞清三者关系，据此提出本文的框架基础。在此基础上，进行一步步演绎推导，为本文的假设分析、结果检验奠定基础；另一方面对中介作用内在影响机理进行彻底的疏导，明晰本文研究的三个变量之间的作用传导路径，把企业受到三者的总体影响一并考虑，逻辑推理行成贯穿本文思路。最后借鉴前人对产权性质和是否为家族企业划分的标准，指导本文的未来可能的研究方向。

(2) 实证研究法

文章选用的模型是为实证检验服务的，运用多元回归法对数据进行处理进而得到检验结果。多元回归模型的选用主要是套用前人提出的成熟模型。依据假设模型进行回归查验，最终形成一系列规范性分析。依次采用描述性统计、相关性分析、多元线性回归分析等方式对财务宽裕度与企业研发投入之间的关系进行阐述，以此确保数据整体特征正确有效。在获取到检验结果后，对其进行细致的分析，进行讨论给出相应的治理管理建议。

1.3.4 技术路线图

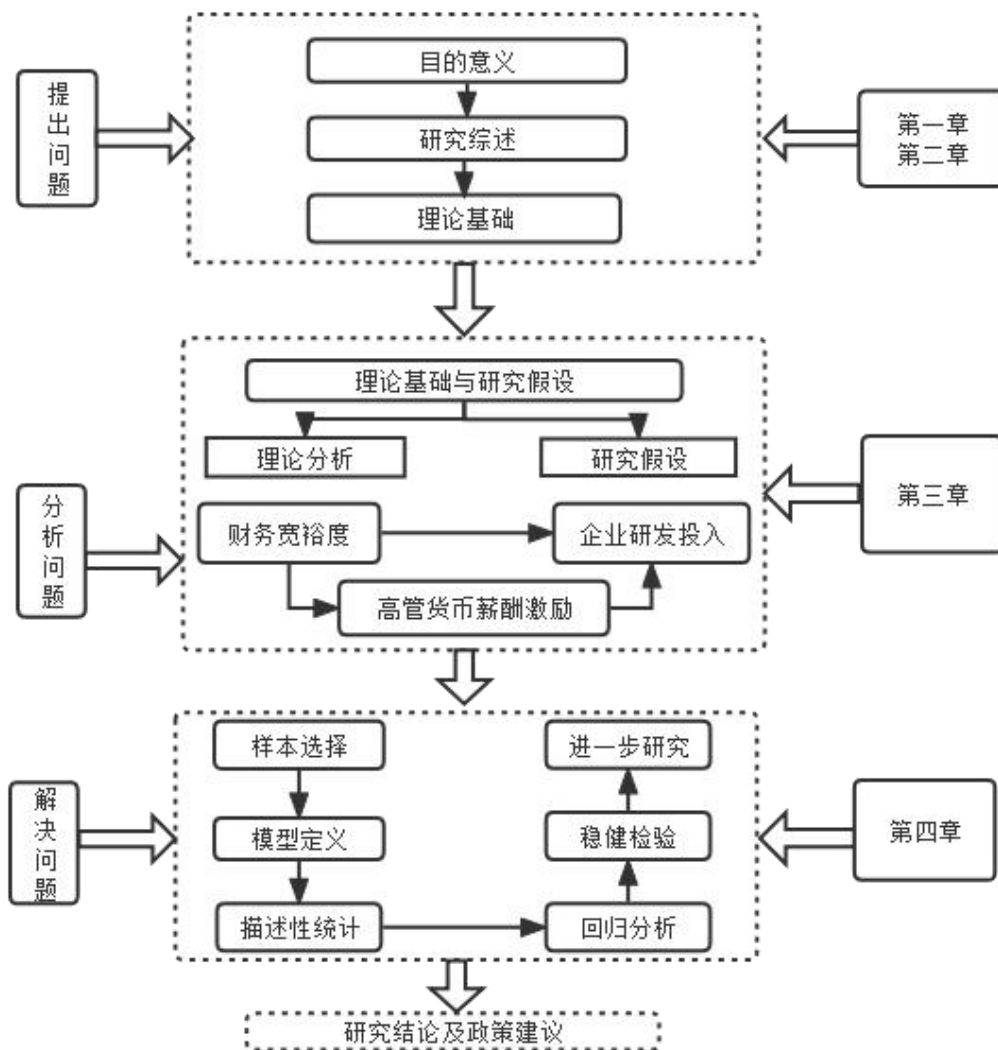


图 1.1 技术路线图

1.4 创新之处

(1) 从一个新颖的财务概念入手，先从理论层面论证财务宽裕度对企业研发投入的影响及作用机理，再通过实证检验的方法验证财务宽裕度对企业创新研发投入的正向影响，然后引入高管货币薪酬激励这一中介变量，结合面板数据固定效应以及逐步检验回归模型，实证检验高管货币薪酬激励的中介作用，形成“财务宽裕度-高管货币薪酬激励-企业创新研发投入”的作用路径。为财务宽裕度的研究增添理论贡献；为企业研发投入的确定增添新的对策。

(2) 基于面板数据结果和研究结论, 为企业如何选择一种适宜的财务政策, 并进一步为企业完善薪酬激励制度、加强公司内部治理来促进实体经济增强研发投入意愿提供新的政策建议。

2. 概念界定与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 高管薪酬激励

(1) 高管股权激励

公司高管通常是指包括总裁、副总裁、总经理、副总经理、董秘、CEO 等在内的管理人员。在公司的多种治理方式之中，高管股权激励是比较常见的一种。一个完善的治理结构是其发挥作用的前提和基础，股权激励同时也有利于公司治理能力的提高，具有重要的战略意义。推行高管股权激励能够对高级管理人才形成有效的吸引力，能够减少代理冲突，使股东和利益相关者的合法权益得到更好的保障。长期股权激励从根本上来说是赋予高管人员公司的部分股权，让他们在一定程度上成为所有者，在进行管理工作的过程中会考虑自身利益，以股东的层面出发制定经营决策，这种做法能够有效约束管理测的利己行为，减少高管利用信息不对称而损害高管利益为自己谋取权益。

(2) 高管货币薪酬激励

对于企业而言，中高层管理者可以简称为高管，制定企业的重大决策和总体部署以及对经营管理全面负责是这一高层次人才的职责和权利。《公司法》中对于高级管理人员的内容和范围有着明确规定，本文根据这一基础，参照其他文献，认为高管的定义应该是企业中在内位于执行层面中的决策者。明确了高管的定义之后，本文将高管显性薪酬这一被广泛关注和研究的内容作为主要为研究对象。如果分离控制权和所有权，高管货币薪酬可以说是使所有者和管理之间形成直接联系的关键因素。薪酬契约的目的是令高管对企业付出全身心的努力和服务，实现股东利益的最大化，有些时候，它也有利于委托代理矛盾的化解。高管货币薪酬分为直接和间接两种类型，前者包括股权激励薪酬和经济薪酬，后者主要指企业环境、文化、氛围等非货币薪酬。本文的主要研究方向是高管货币薪酬，也就是能够直接被获取的显性薪酬，选取的衡量标准为公开报告内薪酬最高的三位高管薪酬之和。

2.1.2 研发投入

当前对于企业“研发投入”，于国际上普遍认同的界定而言是以经合组织、国际会计的准则为标准，主要是指基于某个基础进行创造性发明，利用这项发明来创造更多的价值。比照我国国家统计局及科技部的定义，我国将“研发投入”界定在一个会计年度内，企业用于研发方面的经费投入。

研发活动具有研究与开发两个阶段。前一阶段中，公司储备开发技术和相应的知识，对现有的结果进行分析，为公司的下一次实验活动做准备。后一阶段尤其是指在公司学习了新的科学技术和工艺后，使用这种持续的知识来改进公司现有的商品和服务，以增加其竞争优势。企业投入大量的资金参与研究、开发和创新，最终不仅满足买方的需求，而且最大限度地利用自身资源，使收益最大化。通过认真阅读学者们的相关研究，笔者借鉴大部分学者对于“研发投入”的定义，将本文的“研发投入”定义为对旨在提高公司核心竞争力而展开的科学研究和开发活动的投资。

2.2 理论基础

2.2.1 技术创新理论

熊彼特是创新理论开创者，他认为企业是创新的主体，保证能够持续不断地获取创新成果是企业家的一项重要任务，有众多企业家不断进行创新，从而推动了世界经济的进步。他提出创新一定要形成全新的经济价值。之后有了更多的学者进行更加深入的研究，技术创新不再被认为是单纯的技术概念，是依托于创新生态这个整体，尤其不可缺少的是财务资源，另外一项重要因素是环境的变化。

出版于1912年的《经济发展理论》第一次对技术创新的理论进行了系统的阐述，也在经济学中首次引入了这一概念，提出推动经济提升的动力就是技术进步，它能够使新的生产力产生，从而推动社会和企业的发展进步。

“创新”在熊彼得的学说中得到了非常广泛的界定，囊括了产品、技术、工艺、组织制度和市场等多领域的内容。熊彼特认为企业采用R&D投入获得了新技术，在生产环节作用新技术，使工艺得到改进、生产效率得到提升、生产成本有

效降低, 提供给市场更具技术含量的优秀产品, 最终使企业拥有更强的核心竞争力。因为不断的研发、形成和推广应用新技术是高新技术企业获得长期生存发展的基础, 通过这一途径形成全新的利益增长点, 在市场上占据更有利的地位, 获得更多的回报。而企业获得了更多收益之后, 又能够在新的技术研发周期中投入更多资金, 形成良性循环, 通过强化研发创新的路子实现发展壮大的目标。所以, 对于高新技术企业而言, 针对技术的研发是其生存发展的关键。

影响创新的重要因素有以下三个: 第一企业资源。涵盖了技术、人才、资金、设备、信息、经验等。它们对研发进程起着直接的制约作用, 对创新成果的价值有着重要的影响。其中资金在科技创新活动起到了必要保障作用, 是研发活动的重要基础。第二企业管理。技术创新过程中存在多种风险因素, 创新决策的制定和执行会受到决策者在开拓创新、风险承担和经营理念等方面意识的不同程度的影响。若是对于风险有着更强的承担意识, 企业在创新活动方面则会秉持更加积极的态度。第三市场环境。时代科学的进步和发展是技术创新必须考虑的宏观因素, 对国家社会经济起着重要的影响作用。从中央到地方政府都可能会制定税收优惠或资金补贴等政策对企业科技创新行为予以激励。市场竞争对企业制定和落实技术创新决策有着催化和推动的直接影响作用, 对于企业进行的创新活动而言, 产品市场竞争是必不可少的外部治理机制。

2.2.2 优序融资理论

优序融资理论认为, 一般情况下, 内部资金是企业优先考虑的, 这是因为使用这项资金不需要资本成本, 只需考虑好回报率即可, 但是使用外部融资, 在信息不对称情况下, 增发股票会将消极消息传递给资本市场, 降低企业的市场价值; 举借债务获取的资金也会受到债权人的限制。所以企业通常会采取内部资金, 再选择外部筹集资金的方式。而这种理论是创新投资于融资过程中也经常遵循的, 由于创新活动自身具有的特性, 财务宽裕度在非常重要的程度上影响着企业的创新投入, 若是有一定的财务宽裕, 代表企业财务状况良好。即使后续需要获取债务融资时, 也可以以低成本的方式完成, 一旦有创新投资机遇, 就能够把机会牢牢把握住。

2.2.3 委托代理理论

在现代企业中，企业经营权和所有权分离程度高，能够对企业的发展起到促进作用，但也由此产生了代理问题。作为委托人的股东和作为代理人的高管之间存在利益的差异，并且二者之间的信息获取也存在不对称的情况，存在高管层可能为维护自身利益而在经营管理过程中损害股东利益的隐患，股东难以进行紧密的监督而及时发现问题。委托代理机制是指股东根据双方一致通过的委托代理契约向高管层转让自身的所有权，股东对于资本保留的权利只有剩余索取权。经营者就能够在约定范围之内，在日常经营过程中作出各项决策。

委托代理理论最早在美国提出，由于当时美国学者认为有所有者兼职管理者的行为有着明显的弊端，例如企业规模持续扩大，所有者的知识技能和精力体力都是有限的，在管理企业时会逐渐力不从心，这时候就可以考虑委托精力和能力充足的专业职业经纪人代替自己来经营管理企业。不过在这个契约被履行时，能够察觉出企业的股东和高管层之间可能存在效用函数不一致的问题，而且对于风险隐患问题双方也有着不同的态度。从经济学角度详细来说，每个人拥有理性，每项经济活动的推行目的是利己。对于企业高管来说，提高工资福利待遇水平、直达成都实现奢侈消费和增加休闲时间是他们所追求的目标，而且他们使用的这些资金是属于股东的，并不是出于自身资产，所以，要求他们对待所有权属于别人的企业像对待自己的企业是不太现实的，其中总会存在某些疏漏或者浪费的问题。如果一些本来有意义的活动无关于他们的自身利益，管理者通常不愿意承担风险和责任去从事这些活动。相反，企业所有者也就是股东追求自身利益的最大化，因此期待高管承担责任和风险去尝试。这就使股东和高管两个层级之间存在不可避免的利益冲突。

如果没有形成完善的制度或政策，企业高管有可能做出损害所有者利益一些决策。而契约理论中的委托代理理论作为一项关键内容，目的是在双方存在利益冲突、信息不对称以及代理支出成本高等情况下，通过科学合理的制度手段，使两个层级之间的利益不再存在突出矛盾，使问题得到妥善解决，将道德风险和逆向选择引发的隐患降到最低，保证股东和高管层都可以获取最大化的利益。

2.2.4 激励理论

激励在管理学领域中是指通过合理的奖惩制度、科学的行为规范以及理想的工作环境，来正面引导和影响管理者及员工的行为，促进个人与企业目标可以同步达成。如果激励手段足够有效，可以将管理者和员工的积极主动性充分调动起来，从而为企业的发展贡献出更多价值。期望值乘以效价会得到激励力，期望值是指理想目标能达成的概率，效价是指人们实现目标后感到满足的程度。所以能够使员工在获得满足感的同时，还能够凭借付出的努力实现目标才是真正意义的有效激励。

1943年，心理学家马斯洛首次提出了需求层次理论。他认为人类的需求大致可以分为五个层次，每个层次需求有着不同的满足条件。这五种需求低到高按序排列，如表 2.1 所示。通常来说它们是根据这个顺序逐层递增的，不过也有特殊情况出现，所以这种顺序并不是一成不变的。人们可能在某个时段有着多种需求，而其中最需要被满足的一项需求占据主体地位。满足了这一层次需求之后，会发展向更高的层次，人的行为左右的之前层次需求的影响明显减弱。需求理论通常也作为一种参考来制定企业的激励机制。研究普遍认为通过激励手段可以有效缓解代理问题。这时激励理论就凸显作用了，促使管理者减少自利行为，按照所有者利益行事。

表 2.1 马斯洛需求内容

需求层次	具体内容	企业激励措施
生理需求	呼吸、水、睡眠	改善环境、休息时间增多
安全需求	安全、健康	规范劳动合同、保险、职业保障
归属感需求	亲情、友情、爱情	集体聚会、团队建设
尊重需求	自我尊重、成就、被尊重	文化、价值观
自我实现需求	创造力、公正道德	新挑战、职位进阶

资料来源：动机与人格，A·H·马斯洛（1987.11）

3. 理论分析与研究假设

3.1 研究假设

3.1.1 财务宽裕度与企业创新研发投入的关系

资金是进行研发项目的必要条件也是最基础资源, 资金是否充裕决定了企业的创新研发活动能否顺利进行, 也决定了企业创新项目的大小以及先进程度。当研发获得成果时, 将企业的研发成果转变成市场上大众接受的产品形成直接效益依然离不开资金的支撑。MM 理论认为, 理想市场条件下, 企业内部资金与外部资金没有实质性区别, 可无差别替代。所以, 企业进行投资时并不考虑持有资金的多少, 因为外部资金也跟内部资金一样, 可以补充进来为项目提供支撑。最终导致企业在进行投资决策时主要看项目能获利的多少以及前景如何。然而, 完美市场只是一种愿景、假想。现实中的市场资金的使用以及获取是受到各种条件限制的, 比如说交易成本、机会成本、信息不对称等一些列问题, 使得我们的市场是不完美的, 利益各方都是以利己为主的利益主导者。导致我们的企业进行投资活动尤其是进行创新研发项目时更倾向于使用内部资金。因为进行投资时必然会有经营风险存在, 且研发活动的经营风险较普通经营业务更大, 如果较早使用举债等外部资金, 也同样会导致财务风险居高不下, 所以在进行较高风险的研发项目时, 企业最倾向于使用内部资金, 保持企业总体风险的平衡。当研发项目进展顺利时或者资金不充裕时会举借负债等其他方式筹集外部资金确保项目的完成, 而筹集外部资金也需要企业有较好的信用以及具有较好的偿债能力。以上的这些条件, 财务宽裕状况都可以较好的为企业提供。而且研发项目作为企业的一种较为特殊的活动安排, 其必然在未获得成果之前要进行保密, 必然涉及企业的战略、商业秘密以及新思路、新技术, 如果在刚开始进行时既向外界透露自身的安排和思路, 可能给竞争对手准备和机会, 不利于自身的发展, 在这种信息封锁下, 必然使得企业与投资者、债权人之间产生信息壁垒, 引发严重的信息不对称问题, 外界投资者和潜在的债权人不明晰情况, 必然不能轻易地让企业获取到大额资金, 即使企业可以拿到外界较高额度的资金, 也会被对方加入较多条件进行

限制，这也迫使企业的研发项目与普通经营活动更加依赖于账面上现有资金。所以内部资金匮乏会制约企业的研发活动。财务宽裕度作为一个较新颖的财务概念在一定程度上可以代表企业的自由资金充裕程度，在一定程度上也能代表企业的偿债能力和举债能力。所以，财务宽裕现象是企业财务绩效较好，拥有较多自由现金流量的情况，这为企业进行研发投资活动提供了财务和资金支持。也为经营者做出研发决策提供了底气和信心。

企业资源论认为企业实质上是一个各种资源组合的一个关系网络，在这个资源关系网中独一无二的异质资源是企业能够获得持久收益、具有持久竞争力的基础。这种特殊的资源相较于竞争对手能够为自身带来巨大优势，成为企业生存的基础和扩大规模的依赖，同时也是竞争优势的核心。资金在资源关系网络中起到了连接作用，是这个网络的基础，为其他资源的建立提供了坚实的支撑。为了将资金转化为独特的优势资源，可以进行研发投资项目将财务宽裕的优势转化为某种独特的具有竞争力的资源。这个异质资源将给企业带来在所在行业中领先其他竞争对手的能力，将帮助企业在行业中长期处于龙头位置。

根据优序融资理论，企业进行新的项目时，会优先考虑运用内部自有现金流作为项目的启动资金，其次在后续资金不充裕时采用外部融资进行补充。即先内后外的原则。由于外部投资人与内部管理层之间存在信息障碍，信息不互通，且研发项目大多要对外界保密，所以投资者在一定程度上并不是很明确公司研发投资的实际种类和未来的潜力，对公司只能按照价值的期望来进行评价，因此如果一开始即采用外部筹资的形式来启动项目，会向外界传达一个缺少资金的坏消息。所以，企业为了避免其管理以及资金的使用被限制以及避免引起资本市场中投资者对企业前景的误解，在进行新的投资项目时会尽量将吸收外部投资者的资金限制在一定程度上，导致企业更多依靠内部资源开展研发项目，待后续内部资金不充裕时才会举借负债进行填充。因此，财务宽裕的状况是研发活动顺利进行的、确保产出的重要保障。在企业财务宽裕时，企业对创新、绩效、特质资源的急切需求会引导其将未充分利用的资金投入到创新研发活动中去。所以财务宽裕度的强弱会影响企业研发投入的强度。

基于此，提出如下假设：

H1：在其他条件不变的前提下，财务宽裕度与企业研发投入显著正相关。

3.1.2 财务宽裕度与高管货币薪酬激励的关系

现今市场中的企业，高管成为了企业经营者的主体，是企业市场中立足发展的关键。高管在正常经营过程中也成为了研发投入决策的决定者。所以对高管进行适当的激励，通过激励作用来促使高管注重企业长远利益，以股东财富最大化的目标进行经营。

高管货币薪酬激励作为一种基础的激励手段在公司治理中发挥着举足轻重的作用。能够发挥激励高管的最直接作用。最优契约理论认为，薪酬激励制度的制定目的是解决高管与股东内部的代理冲突，期望高管能够真诚、踏实的经营，股东期望高管能够减少自利行为，所作所为都是按照以实现股东财富最大化进行。并且随着股份公司股权的高程度分散、信息不对称性也突出显现，导致代理冲突加剧，当基于目前的内部系统自身的协调不能有效解决代理问题时，股东就会选择薪酬激励的方式来进行治理来缓解代理冲突。给予高管薪酬激励的花费要与高管通过信息不对称经营谋求自身的利益数量相匹配，只有这样才能得到具有效果的激励水平。

大多情况下，企业的薪酬制度依然还是倾向于与企业业绩挂钩，业绩越好，薪酬激励水平越高。当高管通过付出使得企业业绩良好，财务状况较好时，如果不对其进行激励，很有可能使得代理冲突增加。而企业的财务宽裕现象正是企业财务状况良好、拥有大量充裕现金、企业信用状况良好以及经营风险低的表现。这种财务宽裕情况的发生离不开高管的长期经营和高管的战略选择。所以在企业财务宽裕、经营情况良好的情况下，管理者会期望更多的薪酬。并且企业财务宽裕现象是企业账上速动资产大于有息负债，甚至是没有有息负债，也就是说企业可支配的现金或者冗余的现金较多、并且目前企业的状况也证明了企业拥有较好的举债能力。企业拥有可以进行其他投资发展壮大的本金。所以给高管进行激励是可以促使高管进一步地在未来合理利用好现今的财务宽裕状况，让企业在所在行业进一步发展。管理者作为一种经纪人，相较于有限制的股权激励来说更喜欢实实在在的货币薪酬激励，而且企业目前有较多的现今和较好的财务状况，在这种较好财务的状况下也更倾向与给高管货币薪酬激励。

基于此，提出如下假设：

H2: 在其他条件不变的前提下，财务宽裕度与高管货币薪酬激励显著正相关。

3.1.3 高管货币薪酬激励的中介效应

高管货币薪酬激励能够激励高管合理运用企业目前的财务宽裕状况，高管在受到激励作用后，会想办法提高企业资金的利用效率和投资效率，而进行创新研发项目是可以将资金最好的转化为企业的生存竞争能力，所以最终会促使高管积极的做出创新决策。并且设计良好的薪酬激励制度和合理的货币薪酬激励水平会对高管形成保护提升容错机制并激励企业做出以长远目标利益为重的决策。使高管能够考虑企业的长期利益，增强对研发的关注，为企业创造核心技术、打造竞争产品。

根据企业资源论，一个企业要想在所在行业经久不衰，必须要与时俱进，必须要让高管处于一种敏锐、兴奋有活力的状态。要达到这种情况，离不开企业各方资源的协调配合。配合所起到的效果，不仅在于企业的资源的多少，更在于所拥有、能支配的资源的异质性。财务宽裕是速动资产超过企业负债的财务资源，在资源网络中起到结构框架、链接其他资源的基础性作用，离开资金尤其是流动性高资金的支撑，企业的发展必然要受到巨大打击。宽裕的资金能够作为研发项目支撑，保障研发项目的完成。较好财务状况也为企业研发项目带来较高的容错度，经营管理者看待研发项目这种高风险项目时，也会有胆识去进行投资，失败或者项目熔断的后顾之忧最终得到了极大的缓解，高管的“涉险”欲望得到了加强，再加上企业高管受到良好业绩带来的货币薪酬激励的刺激，因此财务宽裕的状况提高了企业对高管的货币薪酬激励水平，从而促进企业研发投入。

与西方发达国家的企业结构形式和大众思维观念不同，因此现如今对我国的对高管来说短期的货币薪酬激励尤为重要。刘婷婷等（2018）从“薪酬-合同”构建体系中研究发现，高管们会为了获得更高的薪酬而付出，因此他们会倾向于投资风险和收益成正比的项目，如投资创新项目。综上，在企业财务宽裕情况下，管理者们会因为企业财务状况良好而期待更多的货币薪酬激励，而企业也会更乐意的将自身充裕的、冗余的现金当作一种激励手段支付给高管；最终高管会从货币薪酬激励制度中协调高管个人利益与企业的长期利益，使高管基于长远眼光采取研发投入行动。其次，管理者成为是否进行创新研发项目决策的决定者。因此，财务宽裕现象与研发投入之间可能并非简单的直接联系，会通过高管货币薪酬对高管起到激励作用间接影响研发投入。因此，经过分析，高管货币薪酬激励在财

务宽裕度对研发投入的影响中能够起到中介作用。

基于此，提出如下假设：

H3：在其他条件不变的前提下，高管货币薪酬激励在财务宽裕度与企业创新研发投入之间承担中介效应。

3.2 样本选取与数据来源

本文选择 2010—2020 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本。样本经以下步骤筛选：（1）剔除 ST、ST*、PT 公司；（2）剔除计算各变量指标中主要数据缺失的数据；（4）剔除金融、保险业公司；（5）对样本中的连续变量进行上下 1% 缩尾处理。数据主要来自 CSMAR 数据库，使用 STATA14 进行统计处理。

3.3 变量选取

3.3.1 被解释变量

研发投入（RD）。本文研究对象是企业研发投入，所以研发投入指标的选取对研究结果至关重要。目前普遍被研究者认同的研发投入的衡量是从人力和资金两个角度进行。但由于人力资源再投入过程中考量数据的不易得性、差异性及其连续性，在过往的研究中大多是通过研发经费的投入来考量一个企业的研发投入情况。企业研发投入主流度量方式有以下几种：第一是将用于研发的财政支出取自然对数获得；第二是研发投入与当期企业营业收入或者总资产的比值。

因为解释变量财务宽裕的指标度量形式是比率式，因此使用自然对数的方式来代表被解释变量与解释变量的度量方式不匹配，为保持各变量计算方式口径类似，本文采用研发投入数量与当期总资产的比值作为投入的多少。

研发投入在实际企业的决策中有一定的滞后性，为了科学验证财务宽裕度对研发投入的影响，研发投入变量的选取与计量采用了滞后一期的数据来进行回归检验。

3.3.2 解释变量

财务宽裕度 (Fex)。采用干胜道 (2020) 提出的“财务宽裕度”衡量标准, 其认为财务宽裕是业绩良好、自由现金流充足的财务状况。度量标准主要是速动资产超过有息负债的量占总资产的比例, 具体如下:“(货币资金+交易性金融资产-有息负债)/总资产”。

3.3.3 中介变量

高管货币薪酬 (Pay)。本文选取高管货币薪酬作为中介变量。高管货币薪酬指高管的显性货币薪酬。对于高管货币薪酬的常用表示方法是以披露的高管前三名的薪酬总额的自然对数来衡量高管的货币薪酬激励程度。

3.3.4 控制变量

通过多元线性回归检验时, 要将对被解释变量有影响一些因素进行控制将其排除在外, 因此控制变量选择对研究结果的准确性也至关重要。借鉴前人研究, 本文采用公司规模、现金流占比、第 1 大股东持股比例、高管持股占比、独立董事人数比例、资产收益率、主营业务增长率、董事人数、资产负债率、企业风险承担、行业作为控制变量, 既能控制其对主要回归结果的影响, 又能了解其对被解释变量的影响情况。

本文应用到的变量的具体名称及定义如下表所示。

表 3.2 相关变量定义

变量类型	变量符号	变量定义	变量度量
被解释变量	RD	研发投入	研发支出/当年总资产
解释变量	Fex	财务宽裕度	货币资金+交易性金融资产-有息负债/总资产
中介变量	Pay	高管货币薪酬	Ln(前三位高管薪酬之和)
控制变量	Size	公司规模	Ln(总资产)
	Xjlzc	现金流占比	现金流量/总资产
	Hold	高管持股比率	高管持股数/总股数
	Top1	第 1 大股东持股比 例	第一大股东持股/总股数
	Ratio	独立董事人数比例	独立董事/董事总人数

Roa	资产收益率	净利润/总资产
Growth	主营业务增长率	(年末主营业务收入-上年主营业务收入)/上年主营业务收入
Soe	企业股权性质	国企取值为1, 否则为0
Dong	董事人数	董事会总人数
Lev	资产负债率	负债/总资产
Risk	企业风险承担	股票收益率的波动程度来衡量
Ind	行业	行业虚拟变量
Year	年份	年份虚拟变量

3.4 模型设计

对于中介效应的检验是依照三步检验法, 具体为以下三步:

第一步:若财务宽裕度能够显著促进研发投入, 则继续; 否则二者之间不会存在中介效应。

第二步:若财务宽裕度显著的正向促进高管货币薪酬激励, 则继续第三步; 否则高管货币薪酬激励在解释变量和被解释变量之间不存在中介效应。

第三步:将高管货币薪酬激励加入财务宽裕度对研发投入的回归方程中进行回归, 若此时高管货币薪酬激励依然能够显著促进研发投入, 则中介效应得以验证。至此, 中介效应检验结束。

为检验本文提出的假设 H1, 建立回归模型 (1):

$$RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fex_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Xjz_{i,t} + \beta_4 Hold_{i,t} + \beta_5 Ratio_{i,t} + \beta_6 Roa_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Dong_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Risk_{i,t} + \beta_{11} Top_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}$$

为验证本文提出的假设 H2, 建立回归模型 (2):

$$pay_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fex_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Xjz_{i,t} + \beta_4 Hold_{i,t} + \beta_5 Ratio_{i,t} + \beta_6 Roa_{i,t} + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Dong_{i,t} + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Risk_{i,t} + \beta_{11} Top_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}$$

为验证本文提出的假设 H3, 建立回归模型 (3):

$$RD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fex_{i,t} + \beta_2 Pay_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Xjz_{i,t} + \beta_5 Hold_{i,t} + \beta_6 Ratio_{i,t} + \beta_7 Roa_{i,t} + \beta_8 Growth_{i,t} + \beta_9 Dong_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \beta_{11} Risk_{i,t} + \beta_{12} Top_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t}$$

在模型(1)中,系数 β_1 反映了财务宽裕度对 RD 研发投入的总效应,模型(3)中,系数 β_1 反映了财务宽裕度的直接效应,而 β_2 代表高管薪酬激励的中介效应。

4. 实证检验与结果分析

在对财务宽裕度、高管货币薪酬和企业研发投入进行了理论分析后，第三章提出了研究假设，本章是对样本进行处理，运用处理结果验证假设，并进行细致分析。通过各种方式对数据处理结果进行相关描述分析。并在此基础上进行进一步研究和稳健性检验。

4.1 描述性统计

表 4.1 列示了各变量的描述性统计结果。结果显示，企业之间的研发投入 (RD) 情况差异是较大的，最小值为 0.0056，最大值为 8.9009，均值为 2.5687。说明有的企业缺乏创新研发意识和行为，在研发上投入较少或者说几乎没有研发支出，研发投入较高的企业一年的研发投入快接近企业总资产的十分之一，这种情况下的研发强度还是较高的。从平均值可以推测，均值更靠近最小值一侧，说明研发强度较高的企业还是占少数。这点我们从中位值为 1.835 也可以看出，一半以上的企业研发投入情况在均值以下。这也可以看出我国企业整体研发投入强度较弱，我们还是需要通过各方面的措施来刺激企业进行研发。在财务宽裕度方面 (Fex)，从总体看，最大的财务裕度与最小的财务宽裕度之间有明显差距，财务宽裕度的平均值为 0.1888，中位数为 0.1561，财务宽裕的最大值能达到 0.6839。说明我国财务宽裕的企业的平均财务宽裕度大多也维持在速动资产略微超过有息负债的水平，总体数据上可以显示具有不错的资金状况，良好的财务状况可以用来追求有利的投资机会。在货币薪酬激励方面 (Pay)，最小 19.8745，最大 26.0476，不同企业间的高管货币薪酬激励水平也存在一定的差异，但从均值来看，这种差异从个题方面来看只是个别企业导致的。能够从表中数据看出，具有财务宽裕的企业普遍具有较高的高管货币薪酬激励。从财务宽裕企业的这些数据中可以发现企业的主营业务增长率 (Growth) 平均较高，从最小值、中位值、最高值可以看出财务宽裕的企业大多正处于企业的上升期，业务增长率也较高，经营状况良好也促使了财务良好状况的形成。经营状况良好也能够为企业研发投资项目提供了助力。从企业内部承担的经营风险数据来看 (Risk) 企业多少都承担了一定程度的风险，但是从平均值以及中位值来看，财务宽裕的企业承担的风

险较小。由于承担太多风险不利于企业的持续经营，企业的这种情况也为企业进行高风险的研发项目提供了条件。

表 4.1 描述性统计

变量名称	N	mean	sd	min	P50	max
RD	1632	2.5687	1.8885	0.0056	2.1001	8.9009
Fex	1632	0.1888	0.1519	0.0032	0.1561	0.6839
Pay	1632	14.29	0.629	12.1238	14.2650	17.0031
Size	1632	21.729	1.0727	19.8745	21.5596	26.0476
Xjlzc	1632	0.0527	0.0606	-0.1693	0.0493	0.2417
Hold	1632	0.1253	0.1723	0	0.0057	0.552
Top1	1632	34.2534	14.5757	8.26	32.065	74.82
Ratio	1632	0.3729	0.0533	0.3333	0.3333	0.5715
Roa	1632	0.0482	0.0429	-0.2157	0.0449	0.1689
Growth	1632	0.3442	0.8911	-0.6889	0.1423	10.1626
Dong	1632	8.5417	1.5904	5	9	15
Lev	1632	0.2998	0.1692	0.0593	0.2709	0.8857
Risk	1632	0.0444	0.0463	0.0002	0.0301	0.4199

4.2 相关性分析

表 4.2 列示了各变量间的 Pearson 相关系数，从表中可以看到，财务宽裕度与研发投入在 1% 的水平下显著正相关，对财务宽裕度促进研发投入的假设进行了初步支持。在未考虑控制变量影响的情况下，财务宽裕度与研发投入、财务宽裕度与高管货币薪酬激励均为正相关关系。但该表并不能显现高管货币薪酬激励的中介作用，后续需要详细的验证。

此外，该表并没有进行变量控制，未排除其他因素的影响。控制变量方面，企业规模、股权集中度、风险承担等与企业研发投入显著相关的关系明显，因此在后续检验过程中将此类变量控制。

表中各解释变量间的显著相关关系明显，但并没有过高的相关系数。因此，可以排除存在严重多重共线性的可能。

表 4.2 相关性分析表

	RD	Fex	Pay	Size	Xjlzc	Hold	Top1	Ratio	Dong	Roa	Lev	Growth	Risk
RD	1												
Fex	0.187***	1											
Pay	0.193***	0.026*	1										
Size	-0.070***	-0.231***	0.513***	1									
Xjlzc	0.096***	0.090***	0.190***	0.080***	1								
Hold	0.098***	0.185***	-0.201***	-0.321***	-0.037	1							
Top1	-0.094***	-0.003	0.035	0.189***	0.048*	-0.156***	1						
Roa	0.095**	-0.145***	0.243***	0.112***	0.438***	0.047*	0.072***	1					
Ratio	0.009	-0.023	-0.013	-0.04	0.025	0.103***	-0.049**	-0.015	1				
Dong	0.026	-0.053**	0.155***	0.249***	0.016	-0.169***	-0.049**	0.023	-0.537***	1			
Lev	-0.038	-0.425***	0.219***	0.498***	0.003	-0.315***	0.097***	-0.172***	-0.010	0.133***	1		
Growth	0.119***	0.077***	-0.010	-0.029	-0.083***	0.009	-0.045*	-0.063**	0.009	-0.024	0.034	1	
Risk	-0.076***	0.004	0.016	-0.056**	0.034	-0.093***	-0.035	0.020**	0.014	-0.010	-0.054**	0.066***	1

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%显著水平

4.3 多元回归分析

4.3.1 财务宽裕度与企业创新研发投入的关系

如表 4.3 第一列所示，财务宽裕度与企业研发投入之间回归系数为 1.194，表现了二者具有正相关关系，且在 5%下显著，验证了假设 1。说明企业财务宽裕度越高，越能够推动公司进行研发，增加研发投入。可以解释财务宽裕度高，企业财务较为充裕，企业偿债能力高，为了提高企业的竞争优势和提高企业内的资金利用率、投资效率。企业更愿意以长远目标为基准进行研发项目。且对研发项目进行投资时，也能够及时满足项目的资金需求，提供更多的资金支持，确保按期完成。为保障绩效，研发的必要性体现出来。再者企业需要提高自身的经营效率，为改变目前的经营情状或转换经营方向提高资金利用率，期待谋求更高的收益时，也会进行研发投入。财务宽裕的情况也是企业资源充沛的情况，企业会利用现有资源网络。调动其他资源进行创新研发攻坚。在财务宽裕状况下，首先是

能给研发项目提供充裕的资金支撑,能保证项目的平稳运行。其次是研发项目本身经营风险较高,在实际经营中企业会尽量对经营和财务两方面风险达到一个动态平衡状态,运用企业内部自有资金启动研发项目能够维持将企业承担的总体风险维持在一个状态,减缓项目及经营的不确定性,企业在财务宽裕提供的高信用度和高偿债能力的支撑下,也能够为进一步的后续的资金稳定投入提供了隐性支持,最大程度上保障了研发资金按期转化为成果并最终形成收益。

主营业务增长率(Growth)与被解释变量也正相关,这表明发展状况良好、处于上升期的企业更加注重研发,更注重产品的改进优化,期许能保持营收的增长,在市场中能够更进一步,发展壮大,将经营及财务上的优势扩展成为独特的优势。企业风险承担(Risk)和企业规模(Size)系数为负。从数据可以推测可能大型企业在发展过程中其创新成果已足够,其产生的规模效应以及对成本的控制可能在市场中已居于领先地位,对于现状的满足及对风险的考虑,可能使得经营者和股东倾向于采取稳中求进的保守经营方式,研发投入被抑制。如果企业因内外各方面原因,导致自身承担的风险本身就居于高水平或者之前的研发项目较多,那么企业也会考虑未来适当减少研发投入以保持风险水平,或者即使在财务宽裕的情况下依然会保留资金应对其他风险项目。这也能解释企业风险承担系数为负。

4.3.2 财务宽裕度与高管货币薪酬激励的关系

表 4.3 第二列显示,财务宽裕度与高管货币薪酬正向相关,回归系数为 0.300,在 5%下显著,验证了假设 2。三步检验法的第二步已经证实,可以继续验证假设三来验证中介作用。数据说明财务宽裕度越高,高管获得的货币薪酬激励越多。现如今,高管已然成为企业各项决策的制定者和决定者,企业的战略选择与高管具有直接联系。为了使高管以增加股东财富为目的行事,需要对高管进行激励。财务宽裕度高,账上资金多、财务状况良好,不管是现金比率还是速动比率都较高。高管为企业达到这种良好稳定的财务状况、以及为企业的经营耗费心力,高管期许能够获得奖励以此提高自己的积极性。账上财务宽裕、拥有稳定的现金流及举债能力,通过给予高管更多货币薪酬来激励高管按照股东意愿经营。再加上管理者更喜欢实实在在的货币薪酬激励,所以企业在获得这种较好财务的状况下会给高管货币薪酬激励。数据结果也验证了分析。

4.3.3 高管货币薪酬激励的中介效应

本文通过模型（3）进一步探讨了高管货币薪酬激励在财务宽裕度和企业研发投入之间承担的中介作用，将样本按照既定步骤进行中介效应检验，回归结果如下表 4.3 第三列所示。表 4.3 第一列验证了财务宽裕度能够促进企业研发投入，财务达到财务宽裕的状态会为了提高资金利用效率进行研发投入。且对控制变量的选择以及回归结果，也都验证了分析。

根据中介效应检验程序，模型（1）中财务宽裕度与企业研发投入显著正相关，回归系数为 1.194；模型（2）中财务宽裕度与高管货币薪酬激励具有显著的正相关关系，回归系数为 0.300；模型（3）中财务宽裕度的系数为 0.975，高管货币薪酬激励的系数为 0.733，且都显著。中介效应的三步检验法都成立，从数据表现上证明了假设三成立。

综合分析数据结果，模型（1）的结果财务宽裕度对研发投入的影响系数较于模型（3）更高。合理的货币薪酬激励水平，对管理者把控、利用企业资源的代理冲突可以起到舒缓作用。激励高管用心经营，以股东财富最大化经营，提高资产利用率，也提高现金的投资效率。通过激励来促使高管做出研发决策，以这种作用路径使研发投入增强，进而提高企业创新能力。模型（2）中财务宽裕度对高管货币薪酬激励虽然能够起到正向促进作用，但是其系数较低，即：财务宽裕的上涨幅度低于货币薪酬激励的上涨幅度。可能是因为其在激励企业研发投入的作用更强烈，大块资金用于研发投入了，在对高管激励后需要留有大量资金用于项目。模型（3）中财务宽裕度对企业研发投入的效应系数达到 0.975，高管薪酬激励的效应系数为 0.733，因此高管货币薪酬激励在其中起到部分中介的作用。研发项目缺少了基础性资源也就是资金的支撑，是必然不能取得成果的。企业在获得了财务宽裕的情形后，一方面在促进研发投入的同时，另一方面也提高了高管的货币薪酬。高管在货币薪酬的刺激下，愿意用“脑”经营，会着重考虑研发项目，提高了其对创新的积极性，最终提高公司研发投入。因此高管货币薪酬激励的中介效应随之体现。观测控制变量，其显著性与系数方向与基本一致，也同样支持了相关假设及分析。

表 4.3 财务宽裕度与企业创新研发投入

	RD	Pay	RD
Fex	1.194** (2.32)	0.300** (2.36)	0.975** (1.99)
Pay			0.733*** (6.39)
Size	-0.029 (-0.39)	0.304*** (12.36)	-0.252*** (-3.57)
Xjlzc	2.664*** (2.59)	0.696** (2.52)	2.153** (2.20)
Hold	0.172 (0.42)	-0.217* (-1.96)	0.331 (0.84)
Top1	-0.005 (-1.11)	-0.002 (-1.15)	-0.003 (-0.82)
Ratio	1.087 (0.75)	0.644 (1.60)	0.615 (0.45)
Dong	0.109** (2.08)	0.028* (1.87)	0.088* (1.73)
Roa	3.498** (2.58)	2.471*** (5.29)	1.686 (1.25)
Lev	0.550 (1.19)	0.082 (0.52)	0.490 (1.08)
Growth	0.084* (1.49)	-0.018 (-1.11)	0.098* (1.76)
Risk	-2.108** (-2.17)	0.452 (1.15)	-2.439*** (-2.61)
Cons	1.228 (0.65)	6.949*** (12.92)	-3.868* (-1.85)
Year	yes	yes	yes
Ind	yes	yes	yes
N	1632	1632	1632
Adj_R ²	0.323	0.398	0.359

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%显著水平

4.4 稳健性检验

(1) 改变企业研发投入的计算形式

为检验上述结果的可靠性，规避数据结果的偶然性，本节通过改变数据表现形式进行稳健性检验。

被解释变量 RD 的衡量改换研发投入与上一期营业收入的比重，用 RD*表示，下表给出了稳健性检验的回归结果。检验结果第一列显示，财务宽裕度对企业研

发投入的系数为 4.231,且在 1%水平下显著,即在更换了被解释变量的计算形式后,依然可以证明越高的财务宽裕度,创新研发的投入越高。第二列所示为中介效应的稳健性检验,数据显示,财务宽裕度对研发投入的影响系数为 3.957,且显著相关,高管货币薪酬与研发投入也是如此。依然能够证明中介作用显现。通过稳健性检验。

表 4.4 稳健性检验

	RD*	RD*
Fex	4.231*** (3.30)	3.957*** (3.14)
Pay		0.865*** (3.61)
Size	0.153 (1.01)	-0.110 (-0.69)
Xjlc	2.059 (0.83)	1.483 (0.61)
Hold	1.207 (1.10)	1.407 (1.29)
Top1	-0.017 (-1.59)	-0.015 (-1.47)
Ratio	4.808 (1.44)	4.250 (1.29)
Dong	0.080 (0.73)	0.058 (0.53)
Roa	-4.969* (-1.70)	-7.196** (-2.35)
Lev	-5.956*** (-5.47)	-6.044*** (-5.55)
Growth	0.382** (2.15)	0.396** (2.24)
Risk	-4.231* (-1.81)	-4.597* (-1.91)
Cons	1.944 (0.43)	-4.077 (-0.83)
Year	yes	yes
Ind	yes	yes
N	1621	1621
Adj_R ²	0.409	0.416

注: *、**、***分别表示 10%、5%、1%显著水平

(2) 财务宽裕度变量剔除成立时间少于 3 年的样本

一般而言,成立时间较短的公司都是处于初创期的公司,产品市场份额较低。但是,如果公司成立时间较短就成为财务宽裕上市公司,那么这些公司很可能是由集团公司向其注入优质资产,或通过关联交易等方式向其输送利益,因此本文剔除成立时间少于3年的样本进行稳健性检验。剔除成立时间少于3年的样本后财务宽裕度用 Fex^* 表示。并且被解释变量研发投入运用上一步被替换计算方式的形式。最终结果显示如表 4.5, 回归结果与之前结果基本一致。

表 4.5 稳健性检验

	RD*	Pay	RD*
Fex*	4.600*** (3.48)	0.324** (2.38)	4.362*** (3.37)
Pay			0.736*** (3.24)
Size	0.164 (1.02)	0.310*** (11.36)	-0.065 (-0.37)
Xjlzc	0.418 (0.19)	0.690** (2.30)	-0.089 (-0.04)
Hold	1.850 (1.64)	-0.266** (-2.30)	2.046* (1.83)
Top1	-0.016 (-1.45)	-0.002 (-1.55)	-0.014 (-1.30)
Ratio	3.127 (1.01)	0.249 (0.62)	2.944 (0.96)
Dong	0.036 (0.34)	0.021 (1.24)	0.021 (0.20)
Roa	-6.843*** (-2.25)	2.361*** (4.71)	-8.579*** (-2.68)
Lev	-6.297*** (-5.72)	0.033 (0.20)	-6.321*** (-5.74)
Growth	0.352* (1.85)	-0.017 (-0.95)	0.364* (1.93)
Risk	-2.803 (-1.12)	0.316 (0.72)	-3.036 (-1.19)
Cons	3.923 (0.87)	6.922*** (11.82)	-1.169 (-0.25)
Year	yes	yes	yes
Ind	yes	yes	yes
N	1438	1438	1438
Adj_R ²	0.419	0.394	0.424

注: *、**、***分别表示 10%、5%、1%显著水平

4.5 进一步研究

不同股权性质的企业财务宽裕现象对研发投入的影响有所不同,不同产权性质中由于高管的任命方式以及评价机制不同,高管薪酬激励在其中能否起到中介作用也会有所差别。研究不同产权制度下的财务宽裕度会引起何种经济后果可以作为未来的一个研究方向。由于目前针对财务宽裕度的研究相对较少,针对国企非国企进行分组研究财务宽裕度、高管货币薪酬激励与研发投入的关系,能够更加清晰不同产权性质中财务宽裕度所引起的不同经济后果。所以进一步研究中将不同股权性质的企业进行分组,验证各自财务宽裕度对研发投入的影响以及检验高管货币薪酬激励的中介作用,为未来的学者研究财务宽裕度提供一个方向基础。

在国家政策及国家战略的引导下,国企在创新研发方面也在逐步提高,很多行业上的国企在创新研发方面也积极的发挥带头作用。很多国企拥有雄厚的资金,他们厚积薄发,响应国家号召。近些年来国企在创新领域以及高科技行业展现出前所未有的发展势头。尤其是我国目前处于新旧动能转换的攻坚期,很多国企第一时间积极响应国家号召,去多余产能,推动环保生产。这些做法都促使着国企进行创新研发,以此提高自身竞争力并且响应国家政策。目前大部分国有企业都是属于保障民生及涉及国家命脉的基础性企业。这些国企在经营过程中不仅要确保自己能够持续经营,同时在我国逐步从高速度发展转变成高质量发展的过程中也要履行并完成其社会中的社会责任,带动市场中其他企业加大研发力度。并且国企在市场中具有独特的地位,其筹集资金的形式具有多样性的特点,并且国企也有国家的财政支持,尤其是在现今国家高度强调创新的大环境下,国家给予国企在创新方面的政策是非常可观的,所以国企在资金的融资约束方面受限制较小。并且由于其筹集资金的难度较小,筹集资金的数额相较非国企来说也很巨大,所以在创新研发项目上国企承担的风险较小。当国企内部财务状况财务宽裕时,国企会非常乐意进行研发项目,所以在数据验证表现上,国企中财务宽裕对研发投入的影响系数为 3.008,非国企中财务宽裕对研发投入的影响系数为 1.944,所以国企中财务宽裕度对研发投入的正向影响效果更大。

国企中的董事会成员及高管大多都是国家直接任命的,这种任命形式以及激励机制较非国企有巨大不同。很多国企高管还带有一些行政级别,他们在一定程

度上依然属于政府人员，他们的晋升、激励机制与非国企的晋升、激励机制有着本质区别。在国企高管任期内，企业是否有了实质性的进步、创新研发是否取得巨大成果、成果能否被人民享受都会影响国企高管的政治晋升。所以财务宽裕情况的出现，为国企高管施展拳脚提供了空间，所以高管也愿意在当今的大环境下进行研发以此提高企业竞争力。为自己争取更高的政治晋升机会。表 4.5 第一列中的数据也对上述分析进行了验证。

但是由于国企高管任命方式以及晋升机制的不同，国企高管的薪酬是由国家制度规定的，并不能随意更改，要受到国资委的监督。即使出现财务宽裕的状况也不能更高的给予高管更多的激励。并且国企高管职位很多带有行政级别，他们相对于薪酬来说更看重于政治地位的晋升，所以对国企高管进行货币薪酬激励相较于非国企高管来说激励效果更弱一些。表 4.5 第二列中的数据也显示了国企中财务宽裕度对高管的货币薪酬激励作用并不显著，所以在国企中货币薪酬激励的中介作用没有通过检验。高管货币薪酬激励在国企中财务宽裕度对研发投入的作用中不具有中介作用。

表 4.5 国企财务宽裕度对研发投入检验及中介检验

	RD	Pay
Fex	3.008*** (3.79)	0.149 (0.72)
Size	-0.204** (-2.32)	0.250*** (10.86)
Xjlzc	3.544** (2.16)	1.061** (2.46)
Hold	14.774** (2.55)	3.188** (2.10)
Top1	-0.008 (-1.40)	-0.007*** (-4.45)
Ratio	-1.759 (-0.91)	-0.106 (-0.21)
Dong	0.129** (2.26)	0.004 (0.27)
Roa	-0.748 (-0.32)	2.239*** (3.68)
Lev	1.215** (2.08)	-0.002 (-0.01)
Growth	0.253**	0.001

	(2.33)	(0.02)
Risk	-6.870***	-0.659
	(-3.68)	(-1.35)
Cons	5.963***	9.021***
	(3.10)	(17.88)
N	478	478
Adj_R ²	0.365	0.342

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%显著水平

非国企想要获得持久收益并要在市场竞争中获得持久的发展条件，产品、经营模式就要有不同之处。差异化可以帮助企业取胜。所以这也促使着非国企愿意将财务宽裕的状况转化为自身具有竞争优势的无形资产。并且非国有企业在融资方面比国有企业苦难。在研发所用资金上，因为国有企业在资金融通上可以取得政策、财政支持，国企在资金使用上可以不必过于担心。但非国企不同，其取得外界资金的困难程度较高，即使财务宽裕的情况出现进行研发时也会小心谨慎的使用资金。所以非国企中财务宽裕度对研发投入的影响系数小于非国企中的系数。

但是非国企中的高管跟容易受到薪酬激励的影响，尤其是货币薪酬激励的影响。并且非国企中对高管进行薪酬激励有较大的自主性，所以从财务宽裕的状况会增加高管的货币薪酬激励。高管受此激励会以股东和企业的长远利益出发，进而促进研发投入。所以非国企中，高管货币薪酬激励可以调节高管行为，在财务宽裕度对研发投入的影响中起到了中介作用。

基于以上分析，对以上进一步分析进行回归检验。结果显示如 4.6 所示非国企中，高管货币薪酬激励通过了中介作用检验。

表 4.6 非国企财务宽裕度对研发投入检验及中介检验

	RD	Pay	RD
Fex	1.944***	0.406***	1.613***
	(5.16)	(3.63)	(4.38)
Pay			0.816***
			(8.45)
Size	-0.143**	0.319***	-0.403***
	(-2.05)	(15.4)	(-5.42)
Xj1zc	1.846*	0.642**	1.323
	(1.90)	(2.23)	(1.40)

Hold	0.853*** (2.82)	-0.135 (-1.51)	0.963*** (3.28)
Top1	-0.013*** (-3.25)	-0.002 (-1.35)	-0.011*** (-3.01)
Ratio	2.697** (2.21)	0.752** (2.08)	2.083* (1.76)
Dong	0.05 (1.08)	0.019 (1.40)	0.034 (0.77)
Roa	4.445*** (3.11)	2.308*** (5.43)	2.561* (1.82)
Lev	0.792* (1.80)	0.157 (1.20)	0.664 (1.55)
Growth	0.221*** (3.82)	0.006 (0.34)	0.216*** (3.85)
Risk	-1.375 (-1.19)	0.979*** (2.85)	-2.174* (-1.918)
Cons	3.532** (2.26)	6.675*** (14.35)	-1.918 (-1.16)
N	1154	1154	1154
Adj_R ²	0.087	0.288	0.140

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%显著水平

与市场中的其他企业相比，家族式企业发展历程较短，目前市场中的大多家族企业发展的的问题还较多。他们融资方式单一，不易从外部获取资金。而且家族企业也更加注重控制权，因此家族式企业还是较为保守。研发对资金的需求较高，需要持续性的资金投入，越到后续越需要大量资金的投入，还需要企业承担巨大的风险。很可能在后续阶段要引入外部资金进行补充，家族企业为了防止控制权被稀释，会保持自身财务充裕的状态，避免引入外部投资者，最终导致家族企业即使在财务宽裕的情况下，也谨慎的使用资金。社会情感财富论认为，家族企业更倾向于以自身为圆点的非经济利益，喜欢短期的经济后果，社会情感财富是他们极大关注且需要的，因此创新的决策会内部的独特目标和行为冲淡。家族式的绝对控制权意愿深受中国防御性文化背景的影响。即使进行研发也会很谨慎的进行决策。

Jonhnsion(2000)，将股东为谋求自身利益而转出企业资产的行为定义为“掏空”。《财经》曾指出运用资金占用、非法关联的形式掏空企业的行为比较多见。家族企业中也容易出现“掏空”现象。家族企业管理者目前多是以家族成员为主，

其产生的代理问题与普通的上市公司具有较大的差别，会引发更严重的代理问题。家族企业中的管理者作为整个家族的代理人对企业进行管理，会严重影响企业的治理结构。并且这种管理层结构会导致缺乏监督，中小股东的利益可能会受到侵占。代文（2021）认为大股东会为了家族利益通过各类形式侵占公司资产，致使企业内部现金流缺失，影响企业研发投资项目上的支出，使得对投资机会的敏感性减弱。家族企业会为了自身利益而侵占企业资产，即使而财务宽裕情况的出现，家族高管也会保留资金。所以，家族式企业即使在财务宽裕的情况下，也不会太过激发对创新研发的意愿。实证检验发现财务宽裕度在家族式企业中对研发投入的影响不显著，所以高管薪酬激励也不会在其中起中介作用，验证了上述分析。

表 4.7 家族式企业检验

	家族 RD
Fex	0.008 (0.84)
Size	-0.004** (-2.26)
Xjlzc	0.058** (2.23)
Hold	-0.001 (-0.18)
Top1	-0.001* (-1.83)
Ratio	0.036 (1.50)
Dong	0.001 (1.12)
Roa	0.092*** (3.45)
Lev	0.007 (0.69)
Growth	0.001 (0.95)
Risk	0.008 (0.36)
Cons	0.129*** (3.68)
N	668

Adj_ R^2 0.230

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%显著水平

5. 结语

5.1 研究结论

创新研发要与国家发展战略紧密联系在一起,我国的创新研发不应当主要靠科研院所以及高校,而应当发挥市场中众多企业主体的力量。尤其是目前在双碳目标指引下,企业需要去产能、新旧动能转换等一系列操作,这都需要创新研发来推动。经济全球化的今天,面对全球经济下行压力的环境,企业要想更好发展必须加强研发投入、提高创新能力以此提高自身竞争力。

总理本文,笔者在梳理研读国内外研究成果的基础上,经过分析提出假设基础,为验证假设构建回归模型,通过实证数据检验了财务宽裕度与企业研发投入的关系。进一步地,在二者的作用框架中引入高管货币薪酬中介变量。基于此,本文得出如下结论:

第一,财务宽裕度越高,企业研发投入越多。资金成为了进行研发项目及科技活动的基础性资源。研发作为企业的一项重要活动,其对资金的需求量较大且具有较高的不确定性。因为会运用到大量资金,这在一定程度上会迫使企业引入外部投资者尤其是举债来维持企业的研发,但是外部投资者将钱给企业最终目的也是获取收益,那么必然会进行限制防止企业利用二者信息不对称损害外部投资者权益,在将资金进行一定程度的限制后,投资者对于资金的运用、企业金融管理、投资决策等活动的监督力度将大幅提升,一定程度上削弱经营者在企业及企业资金方面的自主权。与此同时,因财务宽裕程度的提高,企业对于内外环境变化的敏感性降低,企业得到相对的缓冲和保护,抗风险能力增强。一定程度上能够激发管理层的冒险精神,从而提高研发投入的意愿,对企业研发投入起到正面引导作用。

第二,笔者通过依次验证法对于高管货币薪酬激励的中介作用进行了检验,研究发现,当企业财务宽裕度提高时,不仅可以通过直接路径对企业研发投入起到正面导向作用,也可以通过影响高管货币薪酬激励来影响内部高管行为,进而间接增加了企业研发投入。其作用机制是通过宽裕的财务状况对高管提供资金支持,为高管提供更有吸引力的薪酬激励手段,从而提高管理层对于研发投入的投

资意愿，增强其投资的信心，从而对企业研发投入起到积极作用。

第三，笔者在对财务宽裕度与企业研发投入关系进行研究的基础上，将样本按企业产权性质的不同进行了分组，分别回归检验，以此发现不同产权性质企业中二者关系的区别。研究发现，企业财务宽裕度对于企业研发投入的促进作用中，国企业的反应强度要比非国企业的企业强，但是由于国企激励机制的特殊性以及高管任命方式的不同，国企中高管货币薪酬激励在财务宽裕度对研发投入的促进作用中并不能起到中介作用。非国企中，在两权分离的情况下，高管货币薪酬激励能够对股东与高管的信息不对称性起到缓解作用，促进高管以公司和股东利益行事。在财务宽裕度对研发投入的作用中起到部分中介作用。针对家族性企业进行针对性研究后发现，家族式企业中财务宽裕对企业研发投入的影响并不显著，分析可能是因为家族式企业注重传承以及保证自身家族资产，大多追求经济目标是以家族为中心的各类收益，对社会情感财富损失风险具有较低的容忍性，启动研发项目的决策会被规避。家族式的绝对控制权意愿深受中国防御性文化背景的影响，大多采取保守的战略，冒风险的意愿降低。而且家族式企业内部管理上也存在较为严重的代理问题，大股东会为了自身利益侵占小股东权益，所以即使企业具有财务宽裕的状况企业也不太愿意进行研发。

5.2 政策建议

依据财务宽裕度与企业研发投入之间关系的研究，本文拟从以下方面针对上市公司提出建议：

第一，针对企业财务宽裕度能加强企业研发投入这一结果，企业需强化财务运用意识，科学储备提高财务宽裕度。在企业进行创新研发部分的投资时，往往对其的高风险望而却步，也因其风险较高的特点，针对创新研发活动的外部融资往往面临着巨大的困难。这就要求企业必须重视内部资金的财务宽裕度，保证资金流通的流畅性。较高的财务宽裕度不仅可以提高企业利用闲置资金的能力，提高企业的抗风险性，又能够通过对其的有效利用，迅速掌握有利投资机会。因此，上市公司树立提高财务宽裕度的意识是十分有必要的，在认识财务宽裕度重要性后，进一步加强对财务宽裕度的动态监管意识，从而建立起增强财务宽裕度的企业制度和机制，科学设定执行适当的财务宽裕度，为企业创新活动提供充足的资

金保障，为高质量发展奠定基础。

第二，针对企业对研发投入的反应后果，企业需提高创新研发意识，加强对企业创新成果转化的关注。企业中，高管的权利范围往往由其领导下公司的业绩成果决定，而创新研发后能否将研究成果转化为企业业绩是影响其评定的重要内容。因此，只有加强管理层对于企业创新研发投入及其业绩成果转换的重视和能力，才能引导管理层树立正确的企业创新研发意识，形成企业发展的正向循环。为此，我们可以采取以下措施，例如，在研发活动开始前对其投资进行前瞻性的合理研判，对其可能创造的成果进行价值评估，从而确定该投资的可行性；在研发活动进行时，要加强对参与研发员工的创新培训，并进行适当的精神或物质激励，通过预设图景提高员工对创新成果的期待，提高研发攻关成功率，尽量避免产生无效创新投资；在创新成果研发成功后，需进行专利等相关知识产权保护申请，以保护创新研发成果，推动成果为本企业业绩发展做出贡献；在创新成果转化上，通过线上线下多种方式使创新研发过程及成果充分曝光，对于研发远景进行宣传，引导其他公司了解、认可这项成果，聚集一批共同发展的优质企业，进行企业群的良好合作，实现从创新成果到业绩的转化过程。

第三，针对高管货币薪酬激励的中介作用，企业需完善高管薪酬激励机制，优化研发投入结构。首先，由于高管货币薪酬激励在财务宽裕度对研发投入的正向作用中起到了部分中介作用，所以为了更好的促进企业的研发投入，可以制定与财务宽裕度相匹配的薪酬激励机制，利用动态的科学的考核机制来对高管进行激励，以此达到提高研发投入，提高企业自身竞争力和长久的获利能力。企业应以高管的切身利益为出发点，在了解其需求状况后进行个性化的薪酬激励方式。其次，目前而言，我国企业整体上仍依据短期财务指标的考核完成对企业业绩的认定。与之相关的，我国企业创新研发投入往往在短期内无法看到成效，也就造成了投资人及管理层的相对短视。显然，出于企业长远发展的考虑，为高管设立更为完备的考核评价体系十分有必要。在国家积极推动企业转型的当下，唯有转变观念，改变短视观念，重新规划企业的发展方向，聚焦企业核心竞争力的提升与塑造，方能在残酷的市场竞争、时代洪流中长久立足。因此，笔者认为，在进行考核评定制度中应选择合适的长期业绩核定目标，完成企业短期与长期考核指标的优化结合，形成全方位、各方面平衡的科学业绩考察体系。这一问题也需要

根据不同企业的不同状况因地制宜地开展。由于经过验证，国企高管由于晋升机制以及任命机制不同，高管薪酬激励并不能起到中介作用，所以国企内部的激励考核制度需要更加多方面考虑且需要接受国资委的监督实施。对于国企高管来说应当制定多元化的考核机制来对高管任期内的经营成果进行评价，制度合理的薪酬激励制度，促使国企高管合理经营。对于家族式企业财务宽裕度并不能很好的促进研发投入，可能一方面跟家族式企业的保守特点有一定关系，另一方面治理结构上的问题也会产生作用，所以要想促进家族式企业的创新投入，需要着重改变其保守观念。同时，要促使家族企业进行内部治理的改革，增加监督效能。家族式企业作为我国市场中一类特殊主体，很多为我国经济发展做出了重要贡献，国家也应当给予家族企业一些针对性的优惠政策，促使提高家族创新能力，提高竞争优势，保证家族式企业稳步发展。

5.3 研究不足与展望

本文主要存在以下局限性：

(1) 本文财务宽裕度指标的计量指标截取的都是期末时点数据，导致研究局限于每年期末，没有每个季度的数据支持，不能对于财务宽裕度一年的不同进行相应的表现，从而使结果具有一定的时滞性。

(2) 本文在对财务宽裕度与研发投入的关系进行探究时，对控制变量的控制只是停留在企业内部的一些因素上，但实际上，外部影响因素也有巨大的作用，入竞争性程度、对手战略影响、供应链关系等。因此未来可以将此类外界因素衡量出来进行控制或进行研究。

(3) 在研究财务宽裕度与研发投入的关系时，只是研究的对当期研发投入的影响，未进行多期影响研究。未来可以将多期研发投入的多少进行表示，分析财务宽裕度对多期研发投入的影响。

参考文献

- [1] Keynes, John Maynard. The General Theory of Employment, Interest and Money [M].Brace and Company, 1936.
- [2] Roosa, Robert V. Interest Rates and the Central Bank in Money, Trade, and Economic Growth: In Honor of John Henry Williams[M]. New York: The McMillan Company,1951.
- [3] Arrow K.J. Economic Welfare and The Allocation of Resources for Invention[M]. UK: Macmillan Education. 1972.
- [4] Bhattacharya,Sudipto,Ritter,Jay R..Innovation and Communication: Signaling with Partial Disclosure[J].The Review of Economic Studies,1983,50(2):331-346.
- [5] Baron R M, Kenny D A. The moderator –mediator variable distinction in social psychological research : conceptual strategic, and statistical consideration [J].Journal of personality and social psychology,1986,51(6): 1173-1182
- [6] Bernanke, Ben S. and Mark Gertler. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations[J]. American Economic Review, 1989, 79(1):14-31.
- [7] Lach, Saul, 2002,"Do R&D Subsidies Stimulate or Displace Private R & D ? Evidence from Israel,"[M] The Journal of Industrial Economics,50(4) : 369-390
- [8] David, Paul A. ,Bronwyn H. Hall, and Andrew A. Toole, 2000,"Is Public R&D A Complement or Substitute for Private R&D? A Review of the Econometric Evidence,[J] Research Policy, 29(4) : 497-529
- [9] Saul Lach.Do R&D Subsidies Stimulate or Displace Private R&D? Evidence from Israel[J].The Journal of Industrial Economics,2002,50(4):369-390.
- [10] Holmes S, Smart P. Exploring open innovation practice in firm-nonprofit engagements: a corporate social responsibility perspective[J]. R & D Management, 2009, 39(4):394–409.
- [11] Padgett R C, Galan J I. The Effect of R&D Intensity on Corporate Social Responsibility[J]. Working Papers "New Trends on Business Administration". Documentos de Trabajo "Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas". 2009,

- 93(3):407-418.
- [12] Kang J. The Influence of CEO Decision-making and Corporate Strategy on Corporate Social Performance [J]. 2010.
- [13] Beyer, Mila. Managerial ownership, entrenchment and innovation [J]. *Economics of Innovation and New Technology*, 2012, 21(7):679-699.
- [14] Huang S K. The Impact of CEO Characteristics on Corporate Sustainable Development [J]. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 2013, 20(4):234-244.
- [15] Fabrizi M, Mallin C, Michelon G. The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility [J]. *Journal of Business Ethics*, 2014, 124(2):311-326.
- [16] Serua. Firm Boundaries Matter: Evidence from Conglomerates and R&D Activity [J]. *Journal of Financial Economics*, 2014. 111(2): 381-405.
- [17] Yizhong Wang, Yueling Wei, Frank M. Song. Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firms [J]. *International Review of Economics and Finance*, 2017, 47(3):420-458.
- [18] Stefan Schmid, Frederic Altfeld, Tobias Dauth. Americanization as a driver of CEO pay in Europe: The moderating role of CEO power [J]. *Journal of World Business*, 2018, 53(4).
- [19] Wei-Ling Song, Kam-Ming Wan. Does CEO compensation reflect managerial ability or managerial power? Evidence from the compensation of powerful CEOs [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 56.
- [20] Furong Guo, Guo Furong, Yang Wei, Gan Shengdao, Liu Xinyun. Charitable donation, managerial power, and sustainable development of enterprises—based on data analysis of Chinese listed companies [J]. *Journal of physics. Conference series*, 2020, 1629(1).
- [21] Zhu Jiajun, Gao Jing, Tan Hongping. How the CEO power and age dissimilarity shape the chair-CEO pay gap: Empirical evidence from China [J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2020.

- [22] 杜兴强, 王丽华. 高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究[J]. 会计研究, 2007(01): 58-65+93
- [23] 范红忠. 有效需求规模假说、研发投入与国家自主创新能力[J]. 经济研究, 2007(03): 33-44.
- [24] 刘运国, 刘雯. 我国上市公司的高管任期与 R&D 支出. 管理世界, 2007(1): 128-136.
- [25] 陶长琪, 齐亚伟. R&D 投入的影响因素与知识生产函数的应用研究——基于中国区域的面板数据分析[J]. 科技管理研究, 2008(07): 155-158.
- [26] 吕长江, 赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于“最优契约论”与“管理权力论”的比较分析[A]. 中国注册会计师学会管理会计与应用专业委员会. 管理会计与改革开放 30 年研讨会暨余绪缨教授诞辰 86 周年纪念会论文集[C]. 中国注册会计师学会管理会计与应用专业委员会: 厦门大学会计发展研究中心, 2008: 16.
- [27] 刘笑霞, 李明辉. 企业研发投入的影响因素——基于我国制造企业调查数据的研究[J]. 科学学与科学技术管理, 2009, 30(03): 17-23.
- [28] 吴延兵. 中国工业 R&D 投入的影响因素 [J]. 产业经济研究, 2009(06): 13-21
- [29] 罗彦如, 冉茂盛, 黄凌云. 中国区域技术创新效率实证研究——三阶段 DEA 模型的应用[J]. 科技进步与对策. 2010(14): 20-24
- [30] 曾爱民. 融资约束、财务柔性与企业投资-现金流敏感性——理论分析及来自中国上市公司的经验证据 [C]//. 中国会计学会 2011 学术年会论文集., 2011: 2167-2182.
- [31] 方军雄. 高管超额薪酬与公司治理决策[J]. 管理世界, 2012(11): 144-155.
- [32] 汪丽, 茅宁, 龙静. 管理者决策偏好、环境不确定性与创新强度——基于中国企业的实证研究[J]. 科学学研究, 2012, 30(07): 1101-1109+1118.
- [33] 解维敏, 唐清泉. 高管持股与企业创新——来自中国上市公司的经验证据[J]. 现代管理科学, 2013. 22(03): 6-8.
- [34] 玄兆辉, 吕永波. 中国企业研发投入现状与问题研究[J]. 中国科技论坛. 2013(06): 5-10
- [35] 曾爱民, 魏志华. 融资约束、财务柔性与企业投资——现金流敏感性——理论分

- 析及来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经研究, 2013, 39(11):48-58.
- [36] 薛庆根. 高技术产业创新、空间依赖与研发投入渠道——基于空间面板数据的估计[J]. 管理世界, 2014(12):182-183.
- [37] 朱乃平, 朱丽, 孔玉生, 沈阳. 技术创新投入、社会责任承担对财务绩效的协同影响研究[J]. 会计研究, 2014(02):57-63+95.
- [38] 钟田丽, 马娜, 胡彦斌. 企业创新投入要素与融资结构选择——基于创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究, 2014(04):66-73+96.
- [3] 张兆国, 杨清香. 管理者任期, 晋升激励与研发投入研究. 会计研究, 2014(9):81-88.
- [40] 钟田丽, 马娜, 胡彦斌. 企业创新投入要素与融资结构选择——基于创业板上市公司的实证检验[J]. 会计研究. 2014(04):66-73+96
- [41] 曾爱民, 张纯, 朱朝晖. 西方财务柔性理论最新研究进展[J]. 商业经济与管理, 2014(10):43-54.
- [42] 何玉润, 林慧婷, 王茂林. 产品市场竞争、高管激励与企业创新——基于中国上市公司的经验证据 [J]. 财贸经济, 2015(02):125-135.
- [43] 刘鑫, 薛有志. CEO 继任、业绩偏离度和公司研发投入——基于战略变革方向的视角 [J] 南开管理评论. 2015. 18(03):34-47.
- [44] 张娟, 黄志忠. 内部控制、技术创新和公司业绩——基于我国制造业上市公司的实证分析 [J] 经济管理. 2016. 38(09):120-134.
- [45] 朱沆, Eric Kushins, 周影辉. 社会情感财富抑制了中国家族企业的创新投入吗?[J]. 管理世界, 2016(03):99-114.
- [46] 江轩宇. 政府放权与国有企业创新——基于地方国企金字塔结构视角的研究 [J]. 管理世界, 2016(09):120-135.
- [47] 周铭山, 张倩倩. “面子工程”还是“真才实干”?——基于政治晋升激励下的国有企业创新研究[J]. 管理世界, 2016(12):116-132+187-188.
- [48] 张杰, 郑文平, 翟福昕. 竞争如何影响创新:产品市场竞争、机构投资者持股与企业 R&D 投入关系研究 [J]. 管理评论. 2017. 29(11):89-97.
- [49] 张济建, 苏蕊, 王培. 产品市场竞争、机构投资者持股与企业 R&D 投入关系研究 [J]. 管理评论. 2017. 29(11):89-97.

- [50]姜英兵,于雅萍.谁是更直接的创新者?——核心员工股权激励与企业创新[J].经济管理,2017,39(03):109-127.
- [51]胡华夏,洪蕊,李真真,肖露璐.成本粘性刺激了公司研发创新投入吗?[J].科学学研究,2017,35(04):633-640.
- [52]翟淑萍,黄宏斌,何琼枝.投资者情绪、研发投入及创新效率——基于理性迎合渠道的研究[J].华东经济管理,2017,31(12):44-52.
- [53]刘波,李志生,王泓力,杨金强.现金流不确定性与企业创新[J].经济研究,2017,52(03):166-180.
- [54]田祥宇,杜洋洋,李佩瑶.高管任期交错会影响企业创新投入吗?[J].会计研究,2018(12):56-61.
- [55]郭玥.政府创新补助的信号传递机制与企业创新[J].中国工业经济,2018(09):98-116.
- [56]柳光强,孔高文.高管海外经历是否提升了薪酬差距[J].管理世界,2018,34(08):130-142.
- [57]张云,李春玲,王寅.股票期权风险承担激励、管理者权力与企业研发创新[J].科技进步与对策,2018,35(12):131-138.
- [58]苗淑娟,夏朦,孟庆顺.高管激励对研发投入影响研究——终极控制权的调节作用.工业技术经济,2018,37(1):41-48.
- [59]曾爱民,曾慧宇.财务柔性与企业价值——基于资本市场与产品市场路径的研究[J].财会学习,2019(14):24-25.
- [60]李新春,贺小刚,邹立凯.家族企业研究:理论进展与未来展望[J].管理世界,2020,36(11):207-229.
- [61]干胜道.财务宽裕成本:度量与控制[J].财会月刊,2020(21):9-12.
- [62]干胜道,陈冉,仙场胡丹.财务宽裕:概念创立与研究话题[J].会计之友,2020(01):10-13.
- [63]刘柏,徐小欢.信息透明度影响企业研发创新吗?[J].外国经济与管理,2020,42(02):30-42.
- [64]姚维瀚,姚战琪.数字经济、研发投入强度对产业结构升级的影响[J/OL].西安交通大学学报(社会科学版):1-16[2021-06-24].

- [65] 干胜道, 刘佳敏. 财务宽裕会助推并购吗[J]. 财经科学, 2021(02):15-29.
- [66] 王文寅, 刘佳. 家族企业股权制衡度与研发投入的门槛效应分析[J]. 统计与决策, 2021, 37(07):185-188.

后记

行文至此，已是道不尽万千感慨。伴随着日落东升、月阴晴缺，离鲁入兰的春秋三载悄然而逝。回首过去，万般不舍，幸得良师益友，引我进益学业、伴我成长，不负三年好时光。

在这里首先感谢我的导师胡凯。胡老师对于治学的严谨态度、在于专业的广博学识、俯身拾取的谦虚品格、永葆热情的奋斗姿态深深地感染着我。生活中，老师的关心照顾更是事无巨细，与我们分享风景美食、生活好物，冲散了我异地求学的孤独。不敢忘老师的谆谆教诲、关怀照顾。才疏学浅，笔短情长，师长恩情，终身难忘。

温暖如亲，熙熙融融。感谢兰州财经大学各位坚守岗位的老师。尤其是我的大师兄朱泽钢，他对学术精益求精，对学生孜孜不倦，对我的时常叨扰却不厌其烦，对我学习和生活提供尽可能多的帮助，作为大师兄，为师弟师妹们做好了榜样。还要感谢两位研秘老师，他们在背后默默付出，不管是生活学习始终为我指引方向。三年以来，兰财各位知识渊博而且认真负责的各位老师们在讲台上挥洒汗水，感谢各位老师的倾囊相助。

三生有幸，山水一程。感谢同门的兄弟姐妹，我的舍友和朋友们，三年的时光里，我们从陌生到熟悉，在学业上共同探索求知，于生活中彼此鼓励安慰，与我同看美景、吃美食。知己难遇，愿此去繁华相送，归来仍少年！

寸草春晖，煦伏之恩。感谢我的父母，给予我无私、无限的爱，无条件支持我的任何决定，让我成为了一个积极向上、心怀阳光、努力奋进的人。养育之恩，无以为报，唯有不断进取，有朝一日也成为家人的依靠。

六载携手，琴瑟和鸣。在此，我要特别感谢我的女朋友。在我面临困境，是她对我的关心呵护让我能够始终心怀阳光，时刻保持奋发向上的状态。我们携手六年，经历过风雨，也看到过彩虹。从考研到考CPA，奋斗的时光，有她的陪伴，总是幸福而温暖。异地求学的三年，距离隔不断情谊，赤子之心日益深刻，愿心心相印，白首同归。

感谢百忙之中抽出时间对我的论文进行审阅的老师们！

感恩所有的遇见！