

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

论文题目 企业金融化对企业创新的影响研究——  
基于融资约束的中介效应

研究生姓名: 肖苓

指导教师姓名、职称: 狄瑞鸿 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融理财与投资实务

提交日期: 2024年6月3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： 肖苓 签字日期： 2020年6月3日

导师签名： 张锦鸿 签字日期： 2020年6月3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： 肖苓 签字日期： 2020年6月3日

导师签名： 张锦鸿 签字日期： 2020年6月3日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

# **Research on Corporate Governance of Southeast Asian Corporations**

**Candidate : Xiao Ling**

**Supervisor : Di Ruihong**

## 摘 要

我国经济正处于高质量发展的转型期，创新是实现高质量发展的第一动力。企业创新活动存在周期长、结果不稳定、资金需求量大等高风险性特征，仅依赖于企业内源融资很难完全满足，更多需要借助于外源融资。中小企业长期面临的融资约束困境在一定程度上制约了其创新能力。随着金融市场建设的不断完善，企业金融化现象凸显，对企业的创新影响存在不确定性。一方面，基于金融资产的收益性和流动性，企业可以获得超额收益，有助于企业开展创新活动。另一方面，在资源有限的情况下，企业将资金运用于配置金融资产，可能减少创新资金的投入。企业金融化是否会抑制企业创新，企业金融化、融资约束和企业创新之间有无关联，对这些问题展开深入研究具有重要价值。

本文以 2012—2022 年 A 股上市非金融类上市企业为样本，采用实证分析方法，探究以下三方面问题：（1）探究企业金融化与创新的关系；（2）研究融资约束在企业金融化影响企业创新的中介作用；（3）按照企业属性、行业和区域划分等不同，探究企业金融化对企业创新的影响。为了探究以上问题，本文内容安排如下：首先通过研究背景和现实状况提出问题，梳理有关文献引出本文研究主题；其次界定关键变量概念并提出研究假设；再次选取样本数据和设定检验模型；最后根据实证分析的结果得出结论，并提出相应政策建议。

本文依据以上研究得出以下结论：（1）非金融企业金融化会抑制企业创新；（2）融资约束在企业金融化对企业创新的影响中充当部分中介作用，即上市非金融企业金融化通过融资约束影响企业创新；（3）国有企业与非国有企业相比，国有企业金融化对企业创新的抑制作用更加明显；相较于全样本回归，制造业企业金融化对企业创新的抑制效果更明显；东部和中部地区企业金融化对企业创新有显著抑制作用，而西部和东北地区回归结果不显著。

基于以上研究结论，本文提出几点建议：政府一方面要进一步完善金融制度，提高金融服务效率，加快纾解中小企业融资困境，另一方面要强化对企业创新成果的保护。企业必须正确认识金融化，严格控制金融化风险，同时，要增强创新意识，谋划企业的长远高质量发展。

**关键词：**企业创新；企业金融化；融资约束

## Abstract

China's economy is in the transition period of high-quality development, and the state has issued various policies to encourage enterprises to innovate and provide new growth points for economic growth. If enterprises want to innovate, they cannot do without the support of long-term funds, but the characteristics of long cycle, unstable results, large demand for capital, and high risk, making it difficult for enterprises to obtain the support of external financing, so enterprise innovation depends more on the support of internal funds. Enterprises allocate financial assets based on the profitability and liquidity of financial assets, so that enterprises can obtain excess returns and help enterprises to carry out innovative activities. At the same time, in the case of limited resources, enterprises will use the funds to allocate financial assets, then it is possible to reduce the investment of enterprise innovation funds. In order to explore how enterprise financialization affects enterprise innovation, the following paper explores this problem through empirical methods. Taking A-share listed non-financial enterprises from 2012 to 2022, this paper adopts A two-way fixed effect model to control individual and time differences and explore the following problems. First of all, explore whether the enterprise financialization promotes enterprise innovation through the reservoir effect or the speculative arbitrage effect inhibits enterprise innovation. Secondly, the intermediary role of financing constraint in enterprise financialization affects enterprise innovation. Finally, according

to the nature of the enterprise, industry and region, explore the influence of enterprise financialization on enterprise innovation. The study conclusions are summarized as follows: The financialization of non-financial enterprises will inhibit corporate innovation.(2) Financing constraints play a part of the intermediary role in the impact of enterprise financialization on enterprise innovation, and non-financial enterprises aggravate the enterprise financing constraints and thus inhibit enterprise innovation.(3) Compared with non-state-owned enterprises, the financialization of state-owned enterprises suppresses enterprise innovation; as an important pillar of economic growth, the results show that manufacturing finance also suppresses enterprise innovation; the financing in the eastern and central regions has obvious inhibitory effect on enterprise innovation, without significant results in the western and northeast regions.

**Keywords:**Enterprise innovation;Enterprise financial;Financing constraints

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	4
1.3 研究内容与研究方法 .....	4
1.3.1 研究内容 .....	4
1.3.2 研究方法 .....	6
1.4 创新点与不足 .....	7
1.4.1 创新点 .....	7
1.4.2 不足 .....	7
<b>2 文献综述</b> .....	8
2.1 企业金融化与企业创新 .....	8
2.1.1 企业金融化的影响因素 .....	8
2.1.2 企业金融化的概念 .....	8
2.1.3 企业创新的衡量指标 .....	9
2.1.4 企业金融化对企业创新的影响 .....	10
2.2 融资约束的度量与中介效应 .....	13
2.2.1 融资约束的度量方法 .....	13
2.2.2 企业金融化通过融资约束影响企业创新 .....	13
2.3 文献评述 .....	14
<b>3 理论分析</b> .....	15
3.1 概念界定 .....	15
3.1.1 企业金融化 .....	15
3.1.2 融资约束 .....	15
3.2 基础理论 .....	16

3.2.1 预防性储蓄理论 .....	16
3.2.2 投资替代理论 .....	16
3.2.3 融资约束理论 .....	16
3.3 理论分析 .....	17
3.1.1 企业金融化对企业创新的影响 .....	17
3.1.2 融资约束的中介效应 .....	18
<b>4 研究设计 .....</b>	<b>20</b>
4.1 样本选取与数据来源 .....	20
4.2 变量定义 .....	20
4.3 模型设定 .....	23
<b>5 实证检验和结果分析 .....</b>	<b>25</b>
5.1 描述性统计 .....	25
5.2 相关性分析 .....	26
5.3 基准回归分析 .....	27
5.4 融资约束的中介效应回归分析 .....	29
5.4.1 中介效应逐步回归法检验 .....	29
5.4.2 Soble 检验融资约束的中介效应 .....	31
5.4.3 “Bootstrap” 重复抽样检验融资约束的中介效应 .....	32
5.5 进一步研究分析 .....	32
5.5.1 按照企业性质不同回归分析 .....	33
5.5.2 细分行业回归分析 .....	34
5.5.3 按照地区不同进行回归分析 .....	36
<b>6 稳健性检验 .....</b>	<b>37</b>
6.1 替换解释变量法 .....	38
6.2 替换被解释变量 .....	39
6.3 子样本回归 .....	40

---

6.4 工具变量法 .....	42
6.5 改变固定效应 .....	43
<b>7 研究结论与政策建议 .....</b>	<b>44</b>
7.1 研究结论 .....	45
7.2 政策建议 .....	45
7.2.1 国家层面 .....	44
7.2.2 企业层面 .....	45
<b>参考文献 .....</b>	<b>48</b>
<b>致谢 .....</b>	<b>52</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

我国经济正处在转变发展方式、优化结构、转换增长动能的攻关期，创新是我国经济高质量发展的重要支撑。党的十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，要加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系”。党的二十大强调“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，其中必须坚持科技是第一生产力、创新是第一动力”。同时，根据国家统计局发布的全国投入研究与试验发展（R&D）报告，关于我国创新研发经费在政府、高校、企业的分布，企业的经费支出远高于高校和政府，可见企业是创新的主体。鉴于我国经济发展模式正处于转型期，高质量经济发展对企业创新提出了更高要求。

我国企业创新虽然取得了一定程度的进步，但是仍存在创新能力不足和创新投入不够的问题。根据世界知识产权组织（WIPO）发布的《2022 全球创新指数报告》显示，中国在世界经济体创新能力及产出年度排名上升 1 位升至 11 位，我国在创新投入、国内市场规模、提供正规培训的公司占比等方面的指标表现良好。但是，我国核心技术领域的创新实力和能力相对于欧美国家依然处于劣势，在“卡脖子”技术方面与欧美等科技强国差距仍较大。企业在创新过程中，将面临资金需求量大、创新时间周期长、创新结果的不确定性、创新主体信息不对称等问题，预示企业创新是一项高风险活动。企业通过自有资金满足企业创新，往往面临自有资金不够充裕的困境。在大多数情况下，企业创新需要借助外部融资来满足企业对创新的资金需求。但是，资金供给者会因为创新项目风险性、盈利性和资金安全性等不确定因素对企业创新提供资金支持抱谨慎态度。融资约束与企业创新之间存在关联性，本文通过研究融资约束与企业创新的关系，尝试解决企业创新过程中面临的融资约束，进而助推企业创新。

我国企业金融化程度正在逐渐加深。金融化程度可以从非金融企业金融化与总资产的比重和拥有金融资产企业数量两方面进行判断。图 1-1 所示<sup>1</sup>，是关于我国非金融企业金融资产占总资产的比例，Fin 表示非金融企业金融化与总资产的比重。整体来看，随着时间的推移，我国企业金融资产的占比呈现上升趋势，从 2012 年的 2.5% 上升至 2022

<sup>1</sup> 资料来源：国泰安数据库

年 6.7%，表示我国非金融企业金融程度日趋明显。图 1-2 所示<sup>1</sup>，表示拥有金融资产企业数量变化图表。由图可知，我国从 2012 年到 2022 年拥有金融资产的企业数量从 1626 家上升到 4091 家，增长速度为 152%。截止 2022 年末，我国上市企业为 4917 家，拥有金融资产的企业数占总上市企业数量为 83%，表明我国企业金融化正逐渐显现。

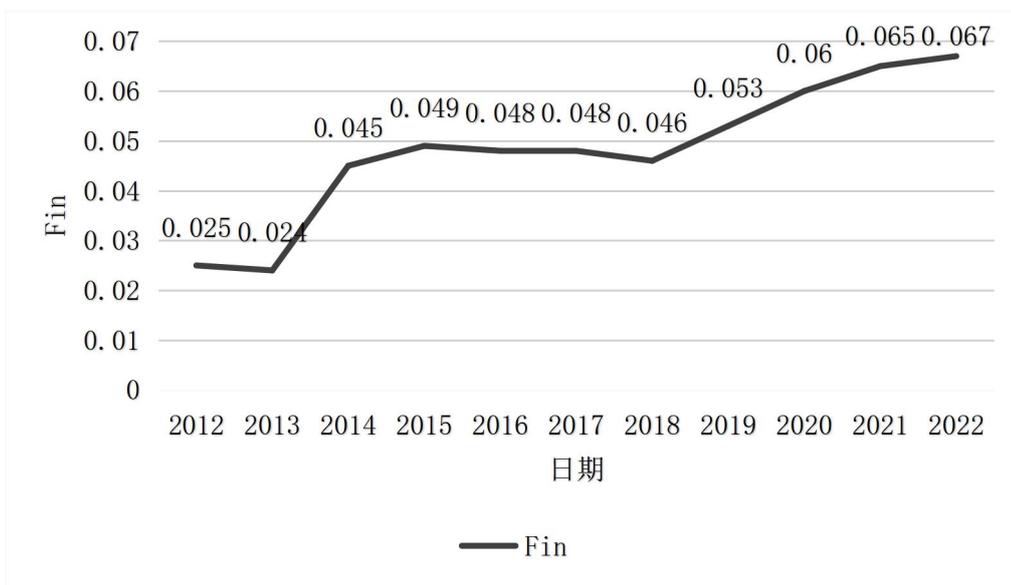


图 1-1 2012-2022 年企业金融化程度趋势图

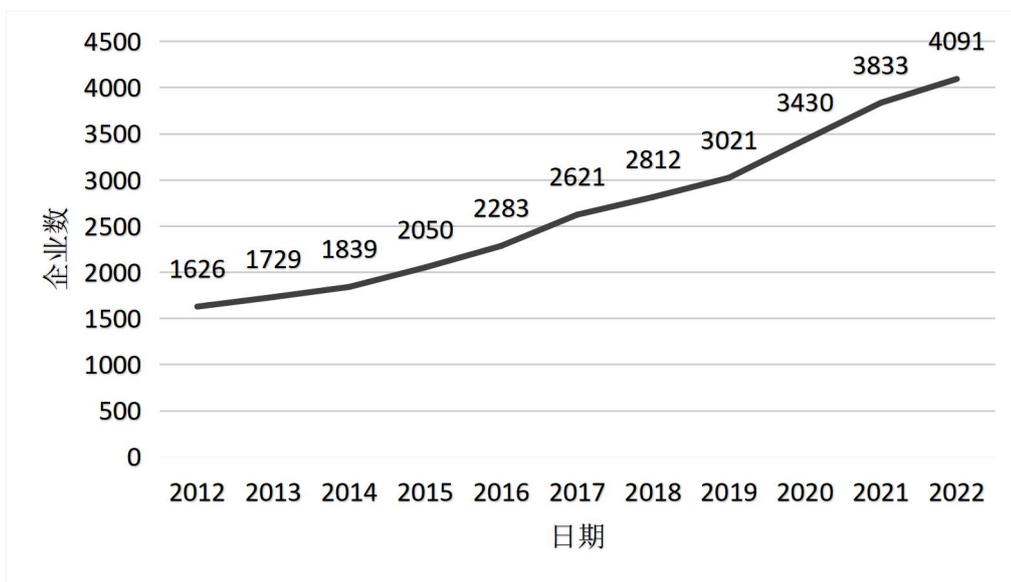


图 1-2 2012-2022 年拥有金融资产企业数量趋势图

随着金融化程度不断加深，企业金融化对企业创新的影响研究也成为了研究热点。

<sup>1</sup> 资料来源：国泰安数据库

金融化宏观上表现为金融业和房地产行业在整个国民经济总量的占比中逐渐增大，这一现象表明实体经济“脱实向虚”，呈现金融化趋势。金融化微观上表现为非金融企业持有的金融资产总额占整个企业资产的比例不断增大，对主营业务的投资规模减少，使得营业利润的来源由主营业务收入向金融资产收入转变。无论是微观视角还是宏观视角，我国金融化趋势都逐步显现。什么原因导致企业向金融化方向发展呢？一方面企业金融产品投资的收益率明显高于实体企业投资，为了实现收益最大化的目标，企业将更多的资金配置到金融资产上，企业的这种动机被称为“投机套利”。另一方面，金融资产相较于固定资产流动性更强，金融资产有利于企业快速变现，以应对临时资金的需求。因而，我国非金融部门企业不断增加金融资产的配置。虽然非金融企业将资金从低效率部门向高效率部门转移，减少资源错配现象，优化资源配置，同时在经济发展衰退期，非金融企业多元化的资产配置，有助于降低企业经营风险。但是，随着金融化程度的加深，金融化会使得企业追逐金融资产投资，减少实体投资，进而可能会削弱企业创新的能力。因而，在企业金融化日益凸显的背景下，研究企业金融化对企业的影响，对于企业的生产经营具有重要意义。然而，企业想要持续发展壮大、扩大市场份额、保持竞争优势，创新是企业前进的不竭动力。本文对企业金融化与创新之间的关系展开研究，对企业创新发展及提升竞争力，具有重要意义。

本文基于投机套利和资金储蓄两方面动机解释企业金融化通过融资约束影响企业创新活动。基于投机套利动机，企业资金大量配置到金融资产，挤占实体企业投入的资金，使得企业融资约束增加，进而抑制企业创新活动。基于资金储蓄动机，企业将资金配置于金融资产，金融资产形成的收益作为企业留存收益，从而降低企业融资约束，促进企业创新活动的开展。因此，本文进一步研究融资约束在企业金融化和企业创新之间的传导路径。

企业金融化会对企业的创新产生有利还是不利的影 响？目前没有统一的定论。本文通过研究企业金融化与企业创新的关系，剖析企业金融化给企业创新带来的影响，有助于企业充分认识企业金融化，为合理配置金融资产提供借鉴。通过实证研究可以得出企业金融化与创新关系的结论，但是企业金融化又是以什么路径影响创新呢？在已有有关企业创新的文献研究中，提到融资约束对企业创新产生影响。意味着融资约束有可能在企业金融化与企业创新之间发挥作用。本文为了探究该问题，利用非金融上市企业数据，运用中介效应三步法来探究三者之间的关系。

## 1.2 研究意义

理论意义：企业金融化的发展趋势日趋明显，关于企业金融化和企业创新研究文献十分丰富，但是目前两者的关系仍然没有一致结论，因此，对于企业金融化和企业创新关系的研究依然有意义。本文利用 A 股上市非金融企业为样本，研究企业金融化对企业创新的影响，同时探究融资约束在企业金融化和企业创新之间的中介效应，有利于丰富企业金融化理论体系。企业金融化与创新的研究视角分为宏观和微观视角，学者选取的角度多样、文献研究方法成熟、文献内容多样，但是选取融资约束作为中介变量的文献相对匮乏，因而，本文的研究属于新视角，是对企业金融化与创新关系研究的进一步深化。

实际意义：习近平总书记多次强调，要把高质量发展着力点放在实体经济上，任何时候都不能“脱实向虚”，要实现创新驱动实体经济发展。通过对企业金融化的研究，不仅有利于企业正确认识企业金融化现象，而且有利于我国经济高质量健康、稳定、可持续发展。对企业而言，通过对企业金融化的研究，企业能正确认识到企业金融化为企业带来的影响。一方面企业会充分利用闲置资金，从而增加企业收入来源和渠道，同时，本文依据不同的企业特征和经营状况确定与自身匹配的金融资产规模，有效利用金融市场和金融工具，充分发挥蓄水池作用，降低过度金融化带来的不利影响。另一方面，企业过度金融化可能会使企业主营业务偏离，加大金融资产配置比例，从而增加企业经营风险，不利于企业健康、可持续发展。对整个国民经济而言，企业金融化是经济金融化的微观表现形式，并且企业作为整个经济发展的主体，研究企业金融化对企业创新的影响，有利于以创新为驱动的经济高质量发展。最后，希望本文的研究能为企业在制定战略规划、创新投入等方面提供一些参考。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

本文分为七个章节，主要围绕三方面的内容进行研究，包括企业金融化与创新的关系、融资约束与企业创新的关系以及融资约束在企业金融化与企业创新之间的中介效应。具体的安排如下：

第一章绪论部分。本章介绍研究背景、研究意义、研究内容、研究框架与研究方法以及本文的创新点和不足之处。

第二章文献综述。本章主要按照企业金融化和融资约束两方面的文献进行梳理和归纳。首先从企业金融化的定义进行梳理和整理创新的有关文献。其次，重点剖析企业金融化与创新关系的相关文献，发现目前存在三种不同的观点，本文希望通过实证的方式，弄清创新与企业金融化的关系。最后，融资约束的定义和度量方法，以及融资约束与企业金融化和创新之间的关系，探究融资约束在企业金融化与创新之间的传导机制。

第三章理论分析。本章界定了基本概念、理论基础以及理论分析，涉及的理论包括预防性储蓄理论、投资替代理论以及融资约束理论。

第四章研究设计。明确了本文的样本筛选方式，对各相关变量进行了构建，并设定了基准回归模型、中介效应检验模型。

第五章为实证检验和结果分析。首先，该章节通过描述性统计、相关性分析、多元回归分析方法对企业金融化对创新的影响进行研究，再通过三阶段实证分析法，检验融资约束的中介效应。最后，进一步研究不同异质性企业之间的差异。

第六章稳健性检验。本章节运用替换变量法和工具变量法对回归结果进行稳健性检验，以确保实证结果的可靠性，以及实验的完整性。

第七章为研究结论和政策建议。该章对实验结果进行分析总结，在此基础上，针对各相关方提出相应的对策建议。

本文的技术路线图如图 1-3

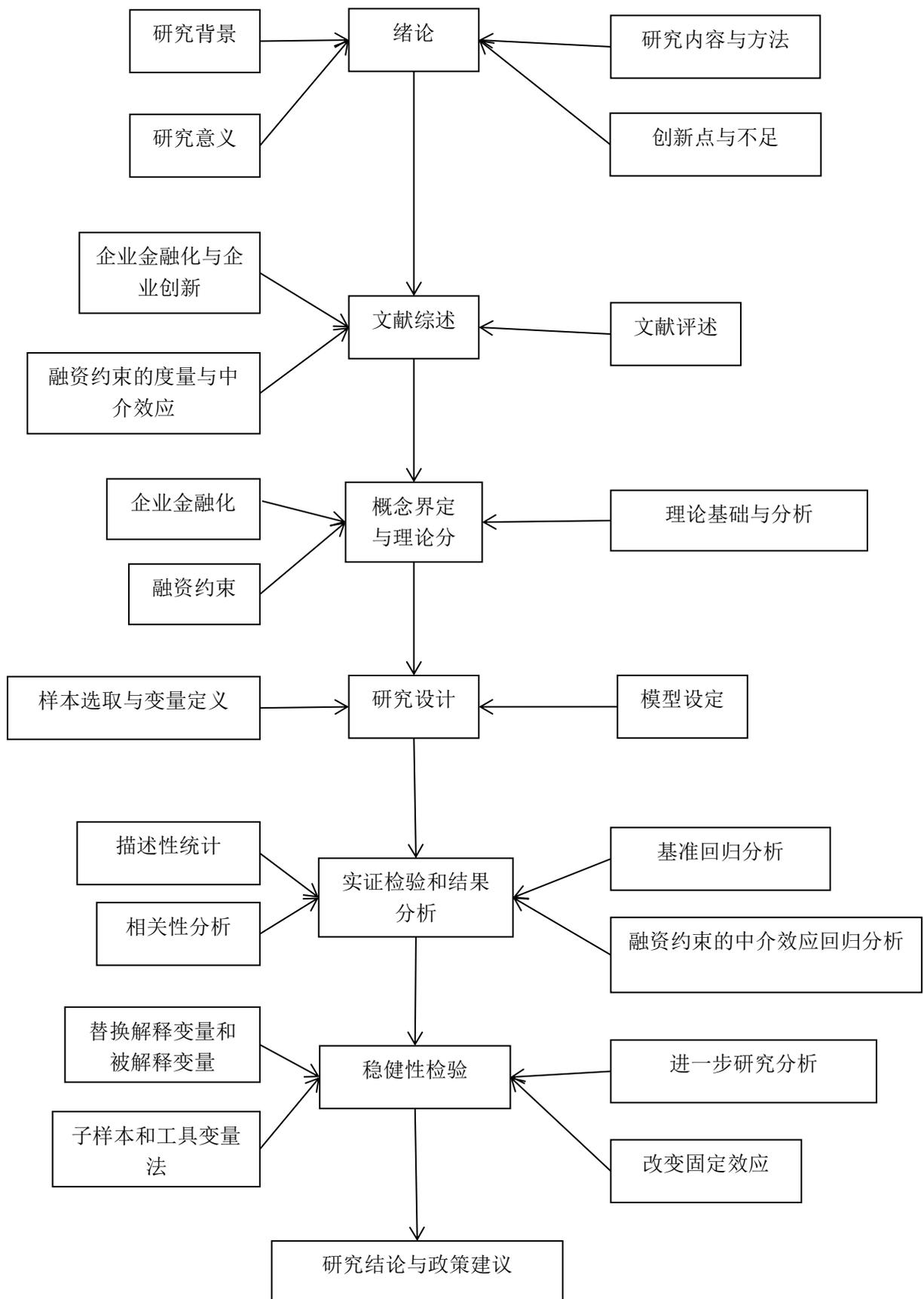


图 1-3 技术路线图

### 1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法。本文以 A 股非金融企业为研究对象，梳理国内外相关文献，对国内外相关学者观点进行归纳总结，从中发现现有的研究中还有进一步拓展的空间，以此来找到本文的研究方向和创新点，同时也为本文提供研究依据和参考。

(2) 理论分析法。本文所涉及的理论主要有：投机套利理论和预防性资金储蓄理论。在此基础上，针对本文所探讨的问题提出相应的研究假设，并在实证分析中利用理论分析法对研究结果进行深入分析。

(3) 实证分析法。本文针对企业金融化与企业创新的关系，利用非金融上市企业为样本，在提出研究假设之后运用实证研究法，以固定效应模型估计回归结果，然后再通过替换变量法和工具变量法进行稳健性检验，从而得出研究结论，最后提出相关的建议与措施。

## 1.4 创新点与不足

### 1.4.1 创新点

第一，已有相关文献关于企业金融化对企业创新的影响研究主要集中在宏观视角，如以市场套利分析框架、产业政策、宏观视角经济政策不确定性、不同生命周期和行业特征等宏观视角，以微观视角研究企业金融化对创新的影响的文献相对匮乏，本文以微观视角开展研究，有益于补充企业金融化对创新影响的分析框架。

第二，多数学者以融资约束为调节变量，研究企业金融化和企业创新的关系，但是关于企业金融化对企业创新影响路径研究很少涉及。本文以融资约束为中介变量，研究企业金融化对企业创新影响的传导路径，是本文的创新点之一。

第三，本文将会考虑企业异质性，包括企业性质、企业规模等方面，研究不同企业性质金融资产配置对企业创新的影响以及产生的原因，然后根据各企业的不同情况，提出相关的建议和措施。

### 1.4.2 不足

企业金融化定义包含两个方面的内容，一方面从行为角度衡量企业金融化，另一方面从积累角度定义企业金融化。本文单从行为角度出发衡量企业金融化，以（持有到期投资+交易型金融资产+投资性房地产+可供出售的金融资产+应收股利和应收利息）/总资产量化金融化，研究角度单一。

## 2 文献综述

### 2.1 企业金融化与企业创新

#### 2.1.1 企业金融化的影响因素

影响企业金融化的因素可分为宏观和微观两方面，其中多数学者都提出传统行业利润率下降，金融和房地产行业利润的增加，使得企业增加金融产品投资。

影响企业金融化的宏观因素主要集中在两方面。第一，不同宏观经济政策变动会对企业金融化有不同影响。林钟高（2022）经济政策的不确定性加剧外部市场变动和金融市场风险，缩小金融套利空间，进而影响企业进行金融投资。姜春艳（2023）研究货币政策会通过企业金融化影响政策调控效果，且具有时效性。第二，随着大数据、人工智能、区块链等技术的发展，促进数字金融的快速发展，进而影响企业持有金融资产。目前数字金融对企业金融化的影响研究结论并不统一。贾凯威（2024）研究表明数字金融加剧能源企业金融化。温毓敏（2023）数字金融化会促进企业持有更多的非流动资产，减少流动资产的配置。

微观角度影响企业金融化的因素大致分有三类。第一，企业获利能力危机，是企业金融化的主要因素。张成思（2015）传统生产性行业的利润率下降，房地产和金融市场的利润率远大于实体企业利润，企业为了获得更高的利润，会将资产投入到房地产和金融市场。第二，企业积累资本对金融产品的需求与融资约束导致企业有金融需求。张文中（2004）企业通过实体投资积累利润，银行存款利率较低，企业为了获取相对高的利润率并且通过资产配置分散风险，从而产生对金融产品的需求。第三，CEO 管理能力、薪酬和心理等。杜勇（2018）CEO 金融背景对企业金融化具有显著的正向影响，非金融背景正向影响更加显著。张怡阁（2023）高管内部薪酬差距越大，企业的金融化水平便越高，高管过度自信和企业代理成本在其中发挥了中介效用。刘强（2023）高管薪酬差距会提高金融化水平，且通过高管的过度自信增加企业金融资产比例。

#### 2.1.2 企业金融化的概念

蔡明荣（2014）阐述金融化与企业金融化定义时，认为“企业金融化”一词源自金融化概念，是金融化概念的一种延伸。

金融化是 20 世纪 80 年代以来发达国家经济发展的重要趋势，也是当时的研究热点话题。国内外学者对金融化的定义存在区别，但国内外学者的定义皆是从金融化行为和

积累两方面出发。戈拉德·A·爱泼斯坦认为“金融化”是指金融动机、金融市场、金融参与者和金融机构在国内及国际金融市场、金融参与者和金融机构在国内及国际经济运行中的地位不断提升。吉奥瓦尼·阿瑞吉将金融化理解为金融资本而不是商品生产和贸易支配的资本主义系统性积累周期。任重道（2009）金融化即经济活动的重心从产业部门转向金融部门②集中到金融资产的管理、流动和增值上来金融资产的增长速度超过甚至远远高于实体经济的发展速度。王广谦（1996）一国国民经济中货币与非货币性金融工具总值与经济总量产出值比值提高过程及趋势。成思危、陈准等人用虚拟经济一词来表示金融化概念。成思危（1999）所谓虚拟经济是指虚拟资本以金融系统为主要依托的经济活动。陈准（2000）首先，虚拟经济是和资本运动相联系的经济。其二，虚拟经济是和资本价值形态的独立运动相联系的经济。

企业金融化有两类不同的定义，区别在是否包含金融企业。蔡明荣（2014）认为企业金融化可以从行为和结果两个方面进行认识和界定：第一，从行为角度看，企业金融化是企业采取的一种偏重资本运作的资源配置方式，表现为企业资产更多地运用于投资而非传统的生产经营活动；第二，从结果的角度看，企业金融化就是企业利润更多地来源于非生产经营业务的投资和资本运作，追求资本增值而非经营利润。该定义中的企业包括金融和实体企业。张文中（2004）随着国有资本的战略退出和国有股减持产权交易又成为另一个金融亮点企业第一次认识到了资本市场的巨大魔力也导致了大量不规范的所谓“资本运作”②这是直接金融带来的企业金融化现象。王倩（2009）当前我国产融结合的内涵主要指实体企业资本通过多种方式参与金融企业运作的行为趋势。王红建（2017）随着日益饱和的市场需求，实体企业利润逐渐下滑，在资本的逐利驱使下，致使大量产业资本开始不断涌入利润丰厚的金融与房地产行业，其中在资产负债表中配置金融资产成为一种非常重要的形式，致使实体企业越来越偏离其主营业务，逐渐形成了制造业趋于空心化的现象，这种现象也被称之为“实体企业金融化”。大多学者界定企业金融化中的“企业”为实体企业，与本文研究的企业金融化中的企业范围一致。

### 2.1.3 企业创新的衡量指标

经济学上的创新是由美籍经济学家熊彼特在 1912 年出版的《经济发展概论》中提出，他认为创新包括非技术性组织创新和技术性创新。到 20 世纪 60 年，美国经济学家华尔特·罗斯托把“技术创新”提高为“创新”的主导地位。21 世纪的创新可以分为科技创新、文化创新、艺术创新、商业创新等，本文研究的创新主要是指企业创新。董晓芳和袁燕（2014）认为企业创新是指技术创新、商业创新或管理方法的变革。那么企业

创新的衡量指标有哪些呢？就当前的文献来看，创新的衡量主要分为三大类指标，包括创新投入、创新产出、创新绩效。

关于创新投入的衡量指标包括研发资金投入和研发人员投入两大类。徐珊（2019）、王红建（2017）、陈洋林（2023）、王少华（2020）、安昀亚（2022）、董亮（2021）等人在研究创新投入时以研发投入作为衡量指标。王红建（2017）和安昀亚（2022）均采用研发投入与主营业务收入之比作为创新投入的指标；王少华（2020）和董亮（2021）则采用创新投资与年末总资产之比来衡量创新投入；陈洋林（2023）采用创新投入、创新投入/总资产、研发费用/总资产三个指标衡量创新投入。曾军（2020）、姜毅（2022）采用研发费用自然对数衡量创新投入。在文献的研究中关于研发人员作为创新投入的指标人数相对较少，比如彭龙（2022）、李楠博（2023）。彭龙（2022）认为创新投入不仅包括创新研发投入还应该以研发人员数量占总员工数量比重作为衡量指标。李楠博（2023）用研发人员数量衡量创新投入。

创新产出多以创新专利数为衡量指标，创新专利包括发明、实用新型和外观设计三部分。万良勇（2020）以企业当年申请的专利数加 1 取自然对数为创新产出指标；倪志良（2019）以企业申请专利数量对数、企业外观设计创新专利数量对数、企业发明专利数量对数这三个指标作为衡量指标；张秋实（2021）研究创新产出时，以企业当年的专利申请总数为创新产出指标。与此同时，国内学者以无形资产与总资产的比重为创新产出的衡量指标，例如肖忠意（2021）、段俊（2023）等人。

企业创新绩效，不是单纯地以创新产出为创新指标，也不是只用创新投入为创新指标，而是结合创新投入和产出两者来衡量企业创新的效果。由于衡量创新投入和产出的指标都不是唯一变量，因此，研究创新绩效的指标就有多种组合。例如彭龙（2022）、潘海英（2020）等人分别以研发支出占总资产比重、研发费用的自然对数为创新投入指标，以上市公司年度发明专利申请数量加 1 的自然对数、专利申请的自然对数和无形资产的自然对数为创新产出的指标。秦晓静（2022）在研究企业金融化与创新投入和绩效之间的关系时，创新的衡量指标为技术人员和投入资金、发明专利数量和相关业务收入分别作为创新投入和产出指标。同时，在文献的整理过程中，有学者研究企业创新以创新质量为衡量指标。李江（2023）研究创新质量用企业专利被引次数来作为企业创新质量衡量指标，即所有专利被引总次数加 1 并取对数。

#### 2.1.4 企业金融化对企业创新的影响

企业金融化和企业创新之间关系的相关文献来看，主要有三种观点：企业金融化有

利于企业创新、企业金融化对企业创新有挤出效应、企业金融化和企业创新之间并非线性关系。

企业金融化有利于企业创新，该观点是基于金融资产配置的“储蓄效应”。非金融企业出于预防动机，在资金盈余时将流动资金配置到金融资产，当企业临时需要资金时将金融资产变现。由于金融资产的变现能力较强、收益相对银行存款更高的性质，使得企业可以快速变现以补充企业经营所需要的资金，有利于企业平稳持续的发展。此时的企业金融化就具有“蓄水池”作用。该观点的支持者有王少华（2020）、徐珊（2019）等人。王少华（2020）基于实体企业金融化适度性角度，研究得出企业未过度金融化可以缓解企业现金流约束，促进企业创新；而过度金融化则会增加企业对融资渠道依赖，阻碍企业创新；进一步研究发现这样的状况是由不同的金融化动机决定的，会受到金融主动性调节的影响，最终传导至企业全要素生产率。徐珊（2019）基于2008年—2014年A股上市公司为样本，运用三阶段组合效率法，研究表明现阶段的金融化对企业创新投入和创新质量表现为促进作用；企业主营业务盈利较弱时，企业金融化对创新投入表现为挤出效应；进一步研究发现，对于国有企业而言，金融化对于非国有企业的技术创新促进作用更明显。

企业基于投机套利的动机配置金融资产，企业在有限的内源资金情况下，企业会将资金配置到金融资产，从而减少实体资产的配置，导致企业资金研发投入的减少，进而影响创新产出，创新是企业长足发展的动力源泉，长期看不利于企业主营业务的持续发展，最终影响整个社会经济发展。从该动机出发企业金融化与创新的关系体现为“挤出效应”。很多学者从不同的角度进行研究，主要分为宏观和微观两个视角。（1）以产业政策、宏观经济政策、不同生命周期和行业特征等宏观视角研究企业金融化与创新之间的关系，代表性作者有史学智（2021）、潘海英（2020）、赵芮（2021）、肖忠意（2019）等。史学智（2021）基于2009—2017年非金融企业数据，研究得出以下三个方面的结论：首先，企业配置金融资产的目的是投机套利，且金融化对企业创新投入和产出具有挤出效应；其次，产业政策显著弱化企业金融化对创新投入的挤出效应，主要通过政府补贴和行政管制两个路径发挥作用；最后，产业政策显著改善金融化背景下非国有产权和高新技术产业创新活动。潘海英（2020）、赵芮（2021）两位学者是以经济不确定性为研究视角，研究企业金融化与企业创新的关系，认为经济不确定性越高，企业金融化对企业创新抑制作用更明显。（2）以管理层的学术背景、高管股权激励、融资约束等微观视角研究企业金融化对企业创新的影响。饶萍（2021）运用PSM法和GMM法，

研究发现企业金融化对企业创新具有明显的抑制作用，有学术背景的 CEO 减弱企业金融化对创新的抑制作用。万良勇（2020）基于 A 股制造业上市企业为样本，研究得出企业金融化通过挤出企业研发投入，从而抑制创新产出；对于国有企业，企业金融化对研发投入的挤出作用在非国有企业更加显著；企业对高管股权激励强度大，企业金融化对创新投入挤出效应减弱；企业在面对激烈的市场竞争和宽松货币政策时，企业金融化对创新投入的挤出作用更加明显。肖忠意（2019）基于 2007—2017 年 A 股上市非金融企业数据，考虑不同生命周期和行业特征的影响下，研究得出企业金融化对企业的持续性创新具有抑制作用，依据企业生命周期的发展历程，这种抑制作用降低；进一步研究发现，在不同行业中，不同生命周期的企业挤出效应存在差异。祝伟展（2023）基于 2005—2020 年 A 股上市企业样本，进行实证分析，结果表明实体企业金融化对创新质量具有抑制作用，在技术市场发展较快的地区，实体企业金融化对创新质量的负向影响显著，融资约束和全要素生产率影响实体企业金融化对创新质量的有效机制。

还有学者得出企业金融化与创新之间并非线性关系，主要分为两类，表现为门槛效应和倒 U 型关系。张秋实（2021）运用 2011-2020 面板数据，通过面板门槛模型进行分析，得出企业金融化与企业创新存在门槛效应，在金融水平达到 62.44%之前企业金融化对创新是抑制作用，之后为促进作用；进一步得出内部控制有效性使得此拐点提前为 46.43%。张辽（2022）基于 2007—2019 年 A 股上市制造业企业数据，研究实体企业金融化与创新质量之间的关系以及融资约束下两者之间的调节机制，研究表明企业资产配置金融资产比重提高一个百分点将会导致创新质量下降 0.497%；在预防储备动机或者资本套利动机下企业配置金融资产对创新质量的边际效应呈现差异；进一步研究得出融资约束程度越高企业金融化对创新质量的抑制作用会越高，反之融资约束越低企业金融化对创新质量抑制作用降低。陈洋林（2023）以 2007—2020 年非金融类上市企业为样本，研究发现实体企业金融化与创新投入呈现倒 U 型关系；在金融化较低阶段，基于预防性动机增持金融资产，企业金融化有利于企业创新；金融化程度提高，基于投机动机持有金融资产，企业金融化抑制了企业的创新；实体企业金融化与创新投入的倒 U 型关系受到企业 CEO 专业技术背景、产权属性等的影响。安昀亚（2022）基于 2010—2020 年 A 股上市公司财务数据，运用 GMM 模型进行实证研究，研究表明企业金融化与创新投入之间呈现倒 U 型关系；对于融资约束较小的企业，企业金融化与创新呈现倒 U 型，对于融资约束较大的企业，企业金融化对创新表现为促进作用；融资约束对于国有企业金融化与创新投入的倒 U 型关系具有调节效应。

综上所述，目前国内外学者关于企业金融化与创新的关系没有统一的定论，那么本文研究企业金融化与创新的关系，有利于丰富这一领域的理论研究。

## 2.2 融资约束的度量与中介效应

### 2.2.1 融资约束的度量方法

企业融资渠道分为外源融资和内源融资。罗党论（2008）认为融资约束主要表现为信贷融资约束，在不完全竞争市场中，由于信息不对称问题，导致信息成本、交易成本等产生，融资成本增加，企业外部融资受到约束，进而影响民营企业的发展。

融资约束的衡量主要有两种方式。早期冯巍（1999）、沈红波（2010）等人采用投资—现金流敏感性作为衡量指标。随着技术进步和研究深化，融资约束指标采用多个变量构造为一个指数来衡量，目前多指标衡量有三个指数 KZ 指数、WW 指数及 SA 指数。Lamont, Polk&Saa-Requejo（2001）利用企业的经营利润、现金持有量、资产负债率和托宾 Q 来构建一个指数 KZ，由于 KZ 指数的内生性问题，存在研究结论会与假设不一致的情况。Whited&Wu（2006）通过非线性 GMM 模型构建了 WW 指数，主要依据美国的市场情况产生的，在中国市场是否适用有待检验。Hadlock&Pierce（2010）采用 SA 来表示融资约束的高低，优点在于不包含具有内生性特征的融资变量，克服了 KZ 指数内生性问题。该指数被国内学者广泛使用，比如顾海峰（2020）、张辽（2022）、余芬（2021）、倪志良（2019）等人。

### 2.2.2 企业金融化通过融资约束影响企业创新

融资约束、企业金融化和企业创新的研究文献较少，该种关系研究主要集中在融资约束的调节效应和中介效应。中介效应表示企业金融化对企业创新的促进或者抑制是通过融资约束这一路径。顾海峰（2020）认为企业金融化对企业创新具有抑制作用，通过降低无形资产研发创新投入，从而抑制企业创新；进一步研究表明融资约束是企业金融化抑制企业创新的部分中介因子，意味着企业金融化通过融资约束抑制企业创新。李惠蓉（2021）基于 2015—2019 年制造业上市企业数据，研究证实了融资约束在企业金融化和创新中的中介作用。范百灵（2023）研究得出金融适度性对于跨境电商企业服务创新绩效具有促进作用；融资约束在金融适度性与跨境电商企业服务创新绩效间发挥中介作用。

融资约束在企业金融化和创新之间的调节效应研究，张辽（2022）研究得出融资约

束程度越高，企业金融化对创新质量的抑制作用会越高；反之融资约束越低，企业金融化对创新质量抑制作用降低。余芬（2021）基于 2009—2016 年上市非金融企业动态面板数据，采用 GMM 方法实证，得出与张辽（2022）相同的结论。倪志良（2019）基于 A 股非金融类上市公司数据，运用固定效应模型和 IV-GMM 方法进行实证也得出相同的结论。与前面观点相同的学者还有郭丽婷（2018）、章雁（2020）、曾玲玲（2019）等人。但有学者得出不同的结论，王红建（2017）基于超额回报率的事实，在市场套利分析框架下验证了企业金融化整体上挤出企业创新，对于融资约束不同企业，两者无差异。在数据样本、选取时间、实证方法等不同的情况下多数学者能够得出相似的结论，表明融资约束越高，企业金融化对创新的影响越大。

## 2.3 文献评述

通过文献的梳理，发现企业金融化定义没有统一界定、企业金融化对企业创新的影响存在分歧，融资约束在企业金融化的企业创新之间的中介作用有待验证。其中企业金融化对企业创新的影响分歧点较为突出，探明两者之间的关系，是本文研究的重点内容。

首先，企业金融化的定义还没有统一的界定，按照企业范围和视角不同分为两大类。从企业范围来看，企业金融化定义有的包含金融企业有的不包括金融企业，不包含金融企业的定义居多。按照企业视角不同，从行为角度和积累角度分别对企业金融化进行定义。根据文献的总结和归纳，企业金融化的衡量指标（金融资产/总资产）是众多文献中广泛采用的指标，该指标主要是站在企业行为角度。结合现实情况和基本资料，本文企业金融化定义将会以非金融企业行为角度出发进行研究。

其次，关于企业金融化和企业创新关系的研究结论并不明确，两者关系有三种结论，包括促进、抑制、非线性关系。为了探究企业金融化与企业创新的关系，本文以 2015—2022 年非金融上市企业为样本，采用理论和实证分析方法，探究两者关系并分析内在的原因和作用机理。

最后，融资约束是影响企业创新的关键因素，在梳理融资约束、企业金融化和企业创新三者之间关系的有关文献时，发现融资约束在企业金融化和企业创新之间发挥调节作用：即融资约束程度越高，企业金融化对企业创新的促进或抑制作用会越明显；反之，企业金融化对企业创新的促进或抑制作用降低。同时，发现融资约束在企业金融化和企业创新之间的调节效应研究文献相对丰富，关于融资约束的中介效应文献较少。因此本文以融资约束为中介效应，研究企业金融化影响企业创新的作用机制。

## 3 理论分析

### 3.1 概念界定

#### 3.1.1 企业金融化

根据文献整理,发现目前企业金融化没有确切的定义。企业金融化的界定分歧点有两点,企业范围和角度。蔡明荣(2014)界定企业金融化中的企业包括“金融和非金融企业”,但王倩(2009)王红建(2017)等认为金融化中的企业只包含“实体企业”。本文的企业范围为实体企业,不包括金融企业。学者分别从积累角度、行为角度和两者结合三种方式界定企业金融化。积累角度研究企业利润积累的方式,行为角度研究从事活动的变迁。企业金融化最早研究者 Krippner(2005)、Arrighi(1994),关于企业金融化的定义就从利润导向性出发,生产部门的利润来源从生产部门不断向金融部门转移。王红建(2017)、张文中(2004)等认为由于房地产和金融市场的超额收益高于实体企业投资,企业以利益最大化为原则,将更多的资金配置到金融市场的行为被称作是企业金融化。蔡明荣(2014)、张成思(2015)等定义企业金融化时综合考虑行为和积累角度对企业金融化进行定义。本文从企业金融化行为角度出发,借鉴戴贻(2018)对企业金融化的定义,非金融企业减少实体经济投资而增加金融资产(包括房地产等具有投资属性的商品)投资的趋势。

#### 3.1.2 融资约束

纪琼骁(2003)英国的麦克米带领委员会调查了英国的金融业和工商业,该委员会认为中小企业普遍存在着资金短缺的现象,这种资金缺口金融市场无法满足,该种资金缺口被称为麦克米伦缺口。早期融资约束问题由此产生。每个阶段的企业都会面临不同程度的融资约束问题。由此,学者一直对解决企业融资约束问题开展探究。

融资约束的定义有广义与狭义之分,本文采用的是广义融资约束。雷淳(2021)认为广义融资约束是指企业从外部获得融资的难易程度,反映了企业内部融资成本与外部融资成本之间的差距,差距越大,表明企业的融资约束情况越严重。狭义融资约束为企业外源融资成本高于内源融资成本,或是不能按要求及时满足融资需要的情况。滕磊(2021)根据企业自身的融资行为是否发生,将融资约束划分为主观融资约束和客观融资约束。主观融资约束指中小企业缺乏融资意识、对金融市场认知不足或担心无法偿还本金利息等因素企业主动放弃在正规金融市场融资,从而导致企业发展所需资金无法获

取的现象。客观融资约束则是特指金融市场上正规金融机构对中小企业的信贷配给行为，分为完全和部分融资约束。金融机构完全拒绝为企业提供资金称为完全融资约束，金融机构为企业提供部分资金需求，称为部分融资约束。

## 3.2 基础理论

### 3.2.1 预防性储蓄理论

预防性储蓄理论最早可追溯到 Fisher 和 Friedman 的研究，是指风险厌恶的消费者为预防未来不确定性导致的消费水平的下降而进行的储蓄。这一理论同样可以应用到企业货币资金的管理上，该理论是著名的经济学家凯恩斯提出来的，认为为了防止现金流冲击带来的资金短缺对企业经营带来的不利影响，企业会持有较高流动性资产，以预防未来短期资金需求。这一理念的主要思想是，当企业对未来经营存在不确定性时，企业将会储备一定的资金用于未来的投资和经营活动，并且未来经济状况越不稳定，企业储蓄的资金会越多。凯恩斯在研究该理论时，企业在经营过程中持有的资金动机不同，分为投机、储蓄、交易动机。储蓄动机是企业面对未来经济不确定性而持有的资金，以备未来投资的资金需要。

### 3.2.2 投资替代理论

投资替代理论源于金融资产的投机性假说。张成思（2016）认为，在现阶段实体经济低迷、虚拟经济繁荣发展的大背景下，现代企业基于利润最大化的经营目标会优先将资金投向收益率高的金融领域，形成对实物投资的替代。当企业大量资金脱离实体领域转而流向金融产品时，就会出现金融资本对实物资本的挤占，使企业出现不利于主业发展的资产配置后果，对企业长期稳定经营造成不利影响。从理论机制上看，金融资产配置对实物投资造成替代效应主要存在以下两种方式：首先，金融资产配置会直接挤占企业经营资产的投资数额，导致企业缺乏足够的资金用于主营业务发展，例如生产设备的更新改造或研发创新活动的开展，不利于企业主业的持续经营。其次，金融领域投资规模的扩大会促使企业进行股票回购，进而抑制企业实物投资。

### 3.2.3 融资约束理论

融资约束理论是在 MM 理论的基础上发展而来。MM 理论基于交易成本、企业的增长率为零、企业经营风险可衡量等完美基本假设，认为企业资本结构与企业价值无关。

现实生活中的金融市场资金供需双方存在严重的信息不对称并且这种信息不对称普遍存在。在金融市场上，资金需求方为了获取较低成本的资金，会通过夸大自身的经营优势，隐瞒经营过程的风险，从而以较低的成本获取信贷资金。但是资金供给方对资金需求方企业的信用评估只能以公开的信息为基础，会高估或者低估资金需求方的信用状况，从而影响资金的真实价格。这种资金供求双方的信息不对称，导致资金需求企业形成融资约束。

### 3.3 理论分析

#### 3.1.1 企业金融化对企业创新的影响

“预防性储蓄理论”（the precautionary saving theory），相对固定资产，金融资产流动性更高，在企业需要资金支持时，能够迅速变现以弥补企业短期资金流动性不足。另一方面，如果未来经济发展存在较大的不确定性，当经济发生反转时，企业能将金融资产迅速变现并进行投资，获取更高的投资收益。预防性储蓄理论下形成的企业金融化对企业创新的影响表现为以下三方面：基于金融业超额回报率的资金储蓄动机来看，这种超额回报率的驱使下对企业创新有以下两方面影响：第一，相对于货币资金和银行活期存款，资产以金融资产的形式存在于金融市场可能会获取资本增值、股息或者利息收益，从而降低外部融资产生的成本，当企业需要资金支持的时候，可以将金融资产迅速变现，以补充企业创新资金。第二，企业资金以金融资产的形式存在时，如果产生超额收益，企业管理层鉴于企业收入的增加，创新意识会有所提升，有利于企业创新活动的开展。第三，当经济发展存在较高不确定性时，企业倾向于保留一定的金融资产，当经济发展恢复时，企业才能够将金融资产变现进行实体投资，以寻求更高的收益，增加企业的经营收益，有利于企业进行创新投入，促进企业创新活动的开展。

假设 H1a：基于“预防性储蓄”理论下形成的企业金融化有助于企业创新。

Orhangazi（2008）阐述“投资替代理论”，认为企业金融化的目的是为追求利润最大化，故当金融投资收益率较实体经济投资收益率更高时，企业则会以金融资产投资替代实体经济投资，反之，则将以实体经济投资替代金融资产投资。也就是说，企业在资金有限的情况下，如果金融资产的收益率高于生产性经营投资，企业的资金会增加金融资产的配置，减少企业生产经营的资金。替代性理论下形成的企业金融化对企业创新的影响表现为以下三个方面：第一，在融资约束条件下企业的可用资金有限，如果企业将

资金配置于金融资产上,那么必然会减少实体企业资金的投入,从而抑制企业创新活动。第二,金融资产的超额回报率会促使企业加大金融资产的配置,从而会进一步驱使企业更多地占用原本用于创新的资金,形成恶性循环,从而降低企业创新投入影响企业创新。第三,过度金融化使得企业资产泡沫化,企业倾向于注重企业的短期收益,放弃长期创新的想法。因此,在投资替代理论下形成的实体企业金融化会降低企业创新投入,表现为挤出创新投入。

假设 H1b: 基于“投资替代”理论下形成的企业金融化抑制企业创新。

### 3.1.2 融资约束的中介效应

由于创新活动存在长周期性、创新结果的不确定性、投入资金量大等特点,企业创新活动面临融资约束的困境,目前中国市场资金的获取主要还是以银行主导的间接融资为主,银行出借资金时考虑创新活动的风险性而减少资金的供给,使得企业创新面临外部融资约束。企业金融化以融资约束为中介变量影响企业创新投入,具体影响路径如下图 3-1:

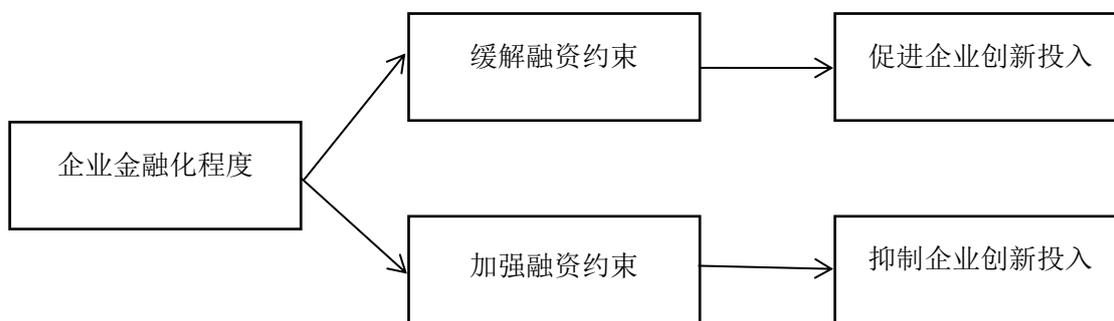


图 3-1 企业金融化通过融资约束影响企业创新的传递路径

第一种传导路径为: 适宜的金融化程度——缓解融资约束——促进企业创新。企业金融化通过缓解融资约束影响企业创新投入主要表现为以下几点: 1、提供充足的内源融资。实体企业融资来源分为内源和外源融资,内源融资即为自有资金,在融资成本、融资效率等方面明显优于外源融资。一方面,企业配置金融资产可以获得超额收益,部分收益可以为企业创新投入提供资金的支持。另一方面,自有资金以金融资产的方式存在,在企业需要资金时能够快速变现,缓解企业流动性困境,减少企业创新资金被挤占的可能,从而保障企业持续创新。2、降低信息不对称。研发活动难以获得外源融资的因素除了研发活动的高风险性以外,还因为投资方难以获取企业的创新和发展战略信息。

如果企业持股金融机构股份，可以加强与金融机构联系，展示企业的创新优势，加强双方沟通，从而降低信息不对称问题，减少创新活动的融资压力。3、树立良好的企业形象。实体企业通过金融资产获得收益，收益会增加企业绩效，为外部投资者树立良好的企业形象，有利于扩宽外部融资的渠道和优化融资结构，从而为创新活动提供相对低成本的资金。

第二种传导路径为：适宜金融化程度——加强融资约束——抑制企业创新投入。企业通过融资约束抑制企业创新投入主要表现为以下几点：1、政策限制。2017年证监会发布《上市公司非公开发行股票实施细则》中规定，再融资发行上市公司在最近一期末已持有和拟持有的财务性投资金额不超过公司合并报表归属于母公司净资产的30%。即如果上市公司在当期末的财务性投资比例高于上市公司净资产的30%，则上市公司应当将财务性投资比例降到30%以内才可申请再融资。该细则表明非金融类企业持有较高比例的金融资产，外部融资将会受到政策限制，不利于企业发展，进而影响企业创新活动。2、银行融资渠道限制。虽然资本市场制度逐渐完善，但是我国企业融资依然依赖以商业银行为主体的间接融资，银行在进行贷款决策时会对企业进行各方面的考量，更倾向于以可估价的实物资产为抵押品。随着金融化程度的加深，企业的实物资产抵押品减少，从而影响企业的银行融资渠道，不利于企业创新活动开展。3、机构融资受限。研发活动作为企业提升竞争力的关键所在，一般不轻易对外披露具体信息，若企业通过外部机构为研发活动融资，将会存在较大的信息不对称问题。另外这些机构通常采用抵押贷款的方式投资，尤其是实物抵押，而研发产出的更多的是知识产权属于无形资产，难以进行估值和抵押，这增加了获取贷款难度和外部融资成本。

假设 H2a：企业金融化程度加深——缓解企业融资——促进企业创新

假设 H2b：企业金融化程度加深——限制企业融资——抑制企业创新

## 4 研究设计

### 4.1 样本选取与数据来源

本文以 2012—2022 年上市非金融企业为样本，数据来源为国泰安数据库（CSMAR）和万得数据库（wind），为了保证样本数据的准确性和代表性，对数据进行以下处理：

（1）由于本文研究样本为上市非金融企业，因此剔除金融企业和房地产企业数据；（2）剔除 ST 和 \*ST 类企业；（3）剔除关键变量缺失的企业；（4）剔除资不抵债的企业；（5）剔除创新投入一直为零的企业。为降低异常数据对实验结果的影响，增强数据的稳健性，对数据进行 1%和 99%的缩尾处理。最终获得 21507 个样本数据，文章将通过深入分析这些数据进一步探究非金融企业金融化对企业创新的影响，以及融资约束对两者的影响。

### 4.2 变量定义

**解释变量：**本文以企业金融化作为解释变量，从企业金融化的定义出发，可以从资产和利润两个角度度量企业金融化。现有关于企业金融化文献的研究中，多数学者站在资产角度衡量企业金融化：企业金融化=金融资产/总资产。戴贇（2018）依照中国会计科目中金融资产类别的不同，认为金融资产有狭义和广义之分。狭义的金融资产包括持有到期投资、交易型金融资产、投资性房地产、可供出售的金融资产、应收股利和应收利息；广义金融资产包括狭义金融资产加货币资金和长期股权投资。在广义金融资产的货币资金和长期股权投资是否计入金融资产存在很大争议。祝伟展（2023）认为货币资金的存在是为了满足企业生产经营必需的金融资产，而在资产角度企业金融化指非金融企业将产业资本放置到房地产和金融行业中，并不包括企业正常的生产经营活动的资金。因此本文研究不包括货币资金。长期股权投资也不计入金融资产计算，因为企业对其他单位的长期股权投资，通常是为了通过股权投资达到控制被投资单位，或对被投资单位实施重大影响，或者为了与被投资单位建立密切关系。由此，本文以狭义金融资产来衡量企业金融化。

**被解释变量：**企业创新的度量有创新投入、创新产出和创新绩效三种方式，而企业创新直接表现为创新投入的资金量大小，因此选择创新投入为企业创新的衡量指标。创新投入的衡量方式包括：研发费用与销售额的比值、研发投入占企业经营性资产比、研发费用的自然对数、研发支出/总资产等。倪志良等（2019）认为研发投入对企业创

新绩效发挥决定性作用，并且企业对创新重视直接表现在企业的创新投入上，故而本文选择创新研发投入比占总资产比重和企业创新投入的自然对数两者共同作为衡量企业创新的指标。为了更准确衡量企业创新和检验结果的稳定性，文章选用企业无形资产的对数作为稳健性检验的指标。

中介变量：融资约束的衡量指标包括三种 KZ 指数、WW 指数和 SA 指数。KZ 指数由五项财务指标经回归分析后构建，但在实际应用中常出现与现实相悖的情况并且非上市公司数据不能计算；WW 指数通过非线性 GMM 估计构建，但该指数是根据美国市场数据构建，在中国市场是否适用有待验证；SA 指数则是由企业成立年限和资产规模两个强外生变量构造而来，与其他两个指数相比，SA 指数数据易得且方便计算且不含有内生性变量，目前在研究中被广泛采用。因此，本文采用目前常用的 SA 指标。

SA 指数构造公式见（4-1），因 SA 指数均为负值，为了让回归结果更加简洁和直观，本文采用 SA 指数的绝对值 FC 刻画融资约束程度，FC 越大，企业的融资约束越大，FC 越小，融资约束越小。

$$SA = -0.737 * Size + 0.043 * Size * Size - 0.04 * Age \quad (4-1)$$

控制变量：通过对有关文献的梳理，参照王红建等（2017）研究结论并依照陈研村关于《企业金融化专题研究——以我国制造业企业为例》书中的研究变量，在企业层面挑选影响企业创新的控制变量，具体表示如表 4-1：

①企业规模（Size）：企业规模越大，所处行业市场份额更高、资源相对丰富，企业创新活动的开展更具可能性。

②库存现金量（Cash）：反映企业配置金融资产的内源融资约束程度。

③股权集中度（Share）：反映企业股权分布状况和治理结构。

④资本密集度（PEF）：由于金融投资和实体投资是一种替代关系，加入资本密集度以控制实体投资替代效应王少华（2017）。

⑤企业经营净利润率（Roa）：反映企业的盈利水平，盈利水平高，企业创新活动的可能性才会更高。

⑥公司资本结构（Lev）：反映企业配置金融资产的外源融资约束程度。

⑦董事会规模（Board）：陈研村等制作的书籍《企业金融化专题研究》指出，企业高管的决策，是影响企业进行资产配置的间接原因。因此董事会规模的大小可能影响企业金融资产配置的决策。

⑧薪酬激励（Ip）：如果管理层的薪资水平高，管理层会为了企业长远发展，提高

创新能力，从而提升企业的市场竞争力，促进实体企业持续高质量发展。

表 4-1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
解释变量	企业金融化	Fin	(持有到期投资+交易型金融资产+投资性房地产+可供出售的金融资产+应收股利和应收利息)/总资产
		Rd1	期末研发支出/总资产
被解释变量	企业创新	Rd2	期末研发支出的自然对数
		FC	SA 指数的绝对值
中介变量	融资约束	FC	SA 指数的绝对值
	企业规模	Size	期末总资产的自然对数
控制变量	股权集中度	Share	第一大股东持股数占比企业总股数
	资本密集度	PEF	期末固定资产/总资产
	企业经营净利润率	Roa	净利润与期末总资产之比
	公司资本结构	Lev	期末总负债与总资产之比
	库存现金量	Cash	期末货币资金/总资产
	董事会规模	Board	当董事会人数的自然对数
	薪酬激励	Ip	董事、监事及高管前三名薪酬总额的自然对数

### 4.3 模型设定

#### (一) 基准回归模型

为检验假设 H1，本文构造基准回归模型（4-2）以验证企业金融化对企业创新的影响，其中  $Rd$  表示因变量企业创新， $Fin$  表示自变量企业金融化， $Control$  表示所有控制变量， $id$ 、 $year$  分别代表个体和时间固定效应。下标  $i$  和  $t$  代表不同的企业和年份， $\varepsilon_{it}$  为残差项。若  $\beta > 0$  则假设 H1a 成立，若  $\beta < 0$  则假设 H1b 成立。

$$Rd_{i,t} = \alpha + \beta Fin_{i,t} + \gamma control_{i,t} + id_i + year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4-2)$$

#### (二) 中介效应模型检验

为检验假设 H2，本文借鉴温忠麟和叶宝娟（2014）的中介效应检验方法，采用逐步回归法、Soble 检验和 Bootstrap 检验融资约束的中介效应。逐步回归法是最基本的中介效应检验方法，检验原理如下：假设所有的变量都已经中心化（即均值为零）， $X$ 、 $Y$ 、 $M$  分别代表自变量、因变量和中介变量。图 4-1 中  $c$  表示  $X$  对  $Y$  影响路径，并且只涉及  $X$  和  $Y$  两个变量，因此  $c$  代表  $X$  对  $Y$  的总效应。图 4-2 中加中介效应  $M$ ， $X$  对  $Y$  的影响路径有两条，分别是直接效应  $c1$  和间接效应  $ab$ ，因此自变量  $X$  对因变量  $Y$  的作用效果为  $c=c1+ab$ 。中介效应需要验证  $ab$  效应是否存在，以及它在总效应中的占比，以此体现中介效应的作用程度。

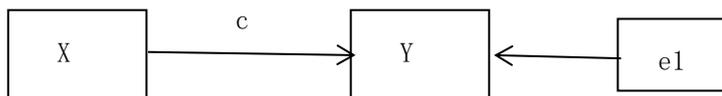


图 4-1 逐步回归法解释

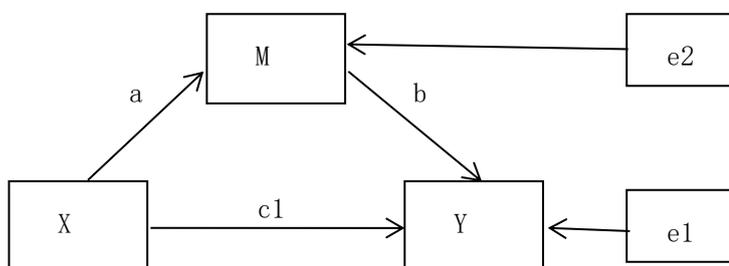


图 4-2 逐步回归法解释

为了验证融资约束在企业金融化对企业创新的影响中发挥中介作用，构造如下三步

法模型检验融资约束的中介效应。

$$Rd_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \alpha_2 Control_{i,t} + id_{i,t} + year_t + e_{i,t} \quad (4-3)$$

$$Fc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + id_{i,t} + year_t + e_{i,t} \quad (4-4)$$

$$Rd_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Fin_{i,t} + \gamma_2 Fc_{i,t} + \gamma_3 Control_{i,t} + id_{i,t} + year_t + e_{i,t} \quad (4-5)$$

第一步：检验方程（4-3）的回归系数  $\alpha_1$ ，也就是 X 对 Y 的总效应图 4-1 中 c；

第二步：检验方程（4-4）的回归系数  $\beta_1$ ，检验自变量 X 与中介变量 M 的关系，也就是检验图 4-2 中 a 效应的强度；

第三步：检验方程（4-5）的回归系数  $\gamma_1$  和  $\gamma_2$ ， $\gamma_1$  是自变量对因变量中的 c1 效应， $\gamma_2$  表示图 4-2 中的 b 效应。

如果基准回归模型中系数  $\alpha_1$ 、 $\beta_1$ 、 $\gamma_2$  均显著，则融资约束在企业金融化与企业创新之间存在中介效应。根据  $\gamma_1$  结果是否显著，又可分为部分中介效应和完全中介效应。如果  $\gamma_1$  不显著，那么回归模型存在完全中介效应；如果  $\gamma_1$  显著，那么回归模型中存在部分中介效应。

## 5 实证检验和结果分析

### 5.1 描述性统计

表 5-1 为描述性统计分析结果，样本数据总数为 21507。Fin 为实体金融资产与总资产的比重为 5%、标准差为 0.0940，说明实体企业金融化程度逐渐凸显；Fin 最小值为 0，最大值为 1.182，可以看出企业最大和最小值区别较大，企业金融化程度存在明显差异。Rd1 为企业创新投入与总资产的占比，最大值和最小值分别为：0、0.164，表明非金融企业创新投入存在较大差异，年平均值为 0.031，意味着企业资产为 100 元只有 3 元钱投入到创新中，表示企业资产与企业创新投入之间的比值较小，企业的创新投入还需进一步提高加强。Rd2 表示企业创新投入的自然对数，最大值与最小值之间相差 20，表示企业创新投入差距较大。

表 5-1 描述性统计

变量	N	mean	p50	sd	min	max
Rd1	21507	0.0340	0.0270	0.0340	0	1.479
Rd2	21507	18.06	18.00	1.430	5.094	25.02
Fin	21507	0.0500	0.0100	0.0940	0	1.182
FC	21507	3.822	3.821	0.249	2.633	5.690
Size	21507	21.80	21.67	1.076	17.94	26.73
Cash	21507	0.142	0.103	0.126	0	0.949
PEF	21507	0.114	0.0830	0.111	0	0.803
Lev	21507	0.318	0.296	0.192	0	0.999
Roa	21507	0.0400	0.0360	0.104	-5.985	1.722
Share	21507	33.51	31.26	14.38	1.840	96.50
Board	21507	2.732	2.708	0.207	1.099	3.584
Ip	21507	14.52	14.49	0.716	11.13	18.58

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*表示  $p < 0.05$ ，\*\*\*表示  $p < 0.01$

表 5-2 展示了 2012 年至 2022 年企业金融资产的均值与各分位之间的描述性统计结

果,由表可知企业金融资产的均值从 2012 年的 0.0245 增长到 2022 年的 0.0517,增长率为 111%,表明实体企业随着时间推移企业资产金融化的程度逐渐显现。2019 年 25 百分位数为负值,由图中得知以 2019 年为时间节点,2012—2019 年和 2019 年—2022 年两阶段的企业金融化程度都是在不断加强;50 和 75 百分位可以明显看到,2012—2022 年企业金融化趋势日益增强。

表 5-2 2012—2022 年 Fin 均值和百分位数

year	mean	p25	p50	p75
2012	0.0245	0	0.00193	0.0132
2013	0.0244	0	0.00178	0.0142
2014	0.0445	0.000572	0.00894	0.0409
2015	0.0485	0.000748	0.0119	0.0470
2016	0.0480	0.000899	0.0133	0.0520
2017	0.0483	0.00107	0.0147	0.0536
2018	0.0460	0.00116	0.0145	0.0554
2019	0.0528	3.91e-05	0.0107	0.0581
2020	0.0596	0.000254	0.0151	0.0709
2021	0.0646	0.000797	0.0199	0.0829
2022	0.0673	0.00113	0.0203	0.0865
Total	0.0517	0.000429	0.0117	0.0564

注: \*表示  $p < 0.1$ , \*\*表示  $p < 0.05$ , \*\*\*表示  $p < 0.01$

## 5.2 相关性分析

表 5-3 报告了各变量之间的相关性结果,由图知所有的变量与创新之间基本存在相关性,其中企业金融化指标与企业创新投入 Rd1 相关系数为-0.030,表明企业金融化与创新投入之间关系为负相关。除个别变量存在异常,其余的变量与创新投入之间的关系基本符合预期,并且相关性系数均小于 0.5,表明变量之间不存在多重共线性。

表 5-3 变量相关性

Rd1	Rd2	Fin	Size	Cash	PEF	Lev
-----	-----	-----	------	------	-----	-----

Rd1	1						
Rd2	0.490***	1					
Fin	-0.030***	-0.036***	1				
Size	-0.094***	0.543***	-0.046***	1			
Cash	0.034***	-0.060***	-0.033***	-0.186***	1		
PEF	-0.120***	-0.106***	-0.125***	-0.038***	-0.053***	1	
Lev	-0.110***	0.111***	-0.151***	0.351***	-0.207***	0.110***	1
Roa	0.021***	0.054***	0.066***	0.020***	0.152***	0.00800	-0.192***
Share	-0.074***	0.00900	-0.00900	0.152***	0.063***	0.076***	0.018***
Board	-0.022***	0.222***	-0.059***	0.434***	-0.068***	0.088***	0.223***
Ip	0.193***	0.421***	0.082***	0.403***	0.013**	-0.196***	0.027***

续表 5-3 变量相关性

	Roa	Share	Board	Ip
Roa	1			
Share	0.112***	1		
Board	0.00600	0.045***	1	
Ip	0.118***	-0.025***	0.171***	1

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*表示  $p < 0.05$ ，\*\*\*表示  $p < 0.01$

### 5.3 基准回归分析

面板数据在进行回归分析之前要进行 F 检验，表 5-4 为检验结果，结果显示：个体效应和时间效应的 P 值均小于 0.01，表明该面板数据应采用双向固定效应模型进行回归分析。

表 5-5 为企业金融化与企业创新投入的基准模型回归结果。第（1）、（2）列为当期实体企业金融化水平对 Rd1、Rd2 的回归结果，Fin 对 Rd1、Rd2 的回归系数分别为-0.012、-0.321 且在 1%水平上显著，说明随着企业金融化程度的提高，显著降低了企业创新投入的相对数和绝对数，从而影响企业的创新活动。第（2）、（4）为当期的 Fin 对滞后一期创新投入的实证研究结论，Fin 对 Rd1、Rd2 的回归系数分别为-0.003、-0.23，表明

企业金融化对企业创新有显著的负向影响。假设 H1b 得到验证，实体企业金融化会抑制企业创新投入，金融资产投资活动影响企业创新是通过“挤出效应”，而非“蓄水池效应”。

控制变量对企业创新的影响如下：（1）企业规模（Size）对 Rd2 的影响在 1%显著性水平下为 0.733，表示企业规模越大，企业创新投入的资金量也就越多。然而企业规模对 Rd1 的回归系数为-0.009，表明企业规模与企业创新投入/总资产呈负相关，这是因为企业规模越大，虽然企业创新投入越大，但总资产也越大，创新投入/总资产的相对数就变小。（2）资产负债率 Lev、Cash 均为负值，表示企业的高负债率会抑制企业的创新投入意愿和内源融资抑制企业创新投入。（3）Roa 与创新 Rd1 的相关系数为 0.005，企业持续稳定的净利润，有助于企业创新活动的投入。（4）股权集中度与企业创新呈现显著的正相关关系，在管理决策有绝对优势的情况下股东为了企业长期可持续发展，会更加重视企业创新以增强企业自身的市场竞争力。（5）董事会规模与 Rd1 和 Rd2 在 1%显著性水平下回归系数分别为 0.003、0.203，管理层的规模越大，管理层之间相互制约，有利于企业创新投入实现企业长期战略。较高的管理薪酬（IP）缓解委托代理矛盾，职业经理人会更加注重长期企业长期收益，而不是只关注企业短期效应，以增强企业创新活动能力，为企业长期发展提供新的动力。

表 5-4 基准回归分析 F 检验

	检验	F 值	P 值	结果
F 检验	时间效应	136.64	0.0000	双固定效应
	个体效应	15.96	0.0000	模型

表 5-5 基准回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Rd1	Rd2	Rd1	Rd2
Fin	-0.012*** (0.002)	-0.321*** (0.052)		
L. Fin			-0.003 (0.002)	-0.234*** (0.053)
Size	-0.009***	0.733***	-0.008***	0.740***

	(0.000)	(0.011)	(0.000)	(0.012)
Cash	-0.018***	-0.343***	-0.014***	-0.259***
	(0.001)	(0.041)	(0.002)	(0.047)
PEF	-0.001	0.151*	-0.001	0.062
	(0.002)	(0.072)	(0.003)	(0.079)
Lev	-0.002	-0.224***	-0.004**	-0.213***
	(0.001)	(0.036)	(0.001)	(0.038)
Roa	0.005***	0.009	-0.008***	-0.027
	(0.001)	(0.034)	(0.001)	(0.038)
Share	0.000**	0.002**	0.000	0.000
	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.001)
Board	0.003*	0.203***	0.002	0.214***
	(0.001)	(0.036)	(0.001)	(0.037)
Ip	0.006***	0.158***	0.006***	0.149***
	(0.000)	(0.011)	(0.000)	(0.012)
year	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
id	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
_cons	0.124***	-1.215***	0.124***	-1.138***
	(0.009)	(0.265)	(0.010)	(0.290)
N	29335.000	29327.000	24752.000	24745.000
r2	0.071	0.452	0.069	0.438

注： \*表示  $p < 0.1$ ， \*\*表示  $p < 0.05$ ， \*\*\*表示  $p < 0.01$

## 5.4 融资约束的中介效应回归分析

根据中介效应的理论基础，本文采用逐步回归、Soble 和 Bootstrap 三种方法检验中介效应。

### 5.4.1 中介效应逐步回归法检验

表 5-6 为中介效应逐步回归法的回归结果。（1）为检验 4-2 中的  $\beta_1$  的值，（2）（3）为检验 4-3。表 5-5 中的（1）为逐步回归法的第一步，Fin 对和 Rd2、Rd2 在 1% 显著水平下呈现负相关。表 5-6 中第（1）列为验证 Fin 与 FC 之间的关系，Fin 对 FC 在 1%

显著性水平下回归系数为 **0.088**，说明金融化的发展加大了企业面临的融资压力，金融资产持有规模的上升加剧了企业的融资困境。(2)(3)是中介效应三步法的最后一步，当 **Rd1** 作为被解释变量时，**Fin** 的系数和 **FC** 的系数均显著，且满足  $\gamma_1$  也显著，说明融资约束起到了部分中介效应。结合逐步回归法检验结果，可以证实本文假设 **H2b** 成立。

表 5-6 逐步回归法检验融资约束的中介效应

	(1)	(2)	(3)
	FC	Rd1	Rd2
Fin	0.088*** (0.016)	-0.005* (0.002)	-0.714*** (0.076)
FC		-0.010*** (0.001)	-0.420*** (0.028)
Size	-0.017*** (0.002)	-0.006*** (0.000)	0.633*** (0.008)
Cash	-0.284*** (0.012)	-0.007*** (0.002)	0.035 (0.059)
PEF	-0.118*** (0.014)	-0.025*** (0.002)	-0.559*** (0.067)
Lev	0.063*** (0.009)	-0.009*** (0.001)	-0.442*** (0.041)
Roa	-0.012 (0.014)	-0.003 (0.002)	0.190** (0.065)
Share	-0.002*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.007*** (0.001)
Board	0.007 (0.008)	0.006*** (0.001)	-0.070 (0.038)
Ip	0.046*** (0.002)	0.013*** (0.000)	0.504*** (0.012)
_cons	3.601*** (0.038)	0.002 (0.006)	-0.990*** (0.208)
N	29320.000	29320.000	29312.000
r2	0.058	0.088	0.358

注： \*表示  $p < 0.1$ ， \*\*表示  $p < 0.05$ ， \*\*\*表示  $p < 0.01$

### 5.4.2 Sobel 检验融资约束的中介效应

目前最常用的就是 Sobel (1982) 检验中介效应，检验统计量为  $z = a^{\wedge}b^{\wedge}/s_{ab}$ ，其中  $a^{\wedge}$  和  $b^{\wedge}$  分别是  $a$  和  $b$  的估计值， $a^{\wedge}b^{\wedge}$  的标准误为： $se_{ab}^2 = a^{\wedge 2}se_b^2 + b^{\wedge 2}se_a^2$

$se_b$ 、 $se_a$  分别是  $a^{\wedge}$  和  $b^{\wedge}$  的标准误。通过检验假设  $H_0: z$  等于 0，如果结果不显著就拒绝原假设，即  $P$  值大于 0.05，那么就存在中介效应。进行 Sobel 检验的假设前提是  $a^{\wedge}$  和  $b^{\wedge}$  服从标准正态分布，就算能保证  $a^{\wedge}$  和  $b^{\wedge}$  服从标准正态分布，但是不能保证  $a^{\wedge}b^{\wedge}$  服从正态分布，因此本文接下来还会运用 Bootstrap 检验融资约束的中介效应。

表 5-7-1 为融资约束在企业金融化对 Rd1 的 Sobel 检验结果：（1）结果显示企业金融化对企业创新投入占总资产的总效应-0.00585，总效应为直接效应为-0.00500 加上间接效应为-0.000849；（2）中介效应的 Sobel 检验  $P$  值明显小于 0.05，说明中介效应成立；（3）中介效应占总效应的比例为 14.5%，表示该模型存在部分中介效应。表 5-7-2 为融资约束在企业金融化对 Rd2 的 Sobel 检验结果，部分中介效应占总效应的比例为 4.9%，表示企业金融化的增强会通过企业融资约束从而影响企业创新。证明了文章 H2b 假设：企业金融化——限制企业融资约束——抑制企业创新。

表 5-7-1 Sobel 检验中介效应

Rd1	Coef	Std Err	Z	P> Z
Indirect effect	-0.000849	0.000168	-5.054	4.30e-07
Direct effect	-0.00500	0.00210	-2.379	0.0174
Total effect	-0.00585	0.00211	-2.777	0.00549
Sobel	-0.000849	0.000168	-5.054	4.32e-07
Goodman-1	-0.000849	-0.000849	0.000168	-5.041
Goodman-2	-0.000849	0.000168	-5.068	4.03e-07

Percent of total effect that is mediated:14.5%

注： \*表示  $p < 0.1$ ， \*\*表示  $p < 0.05$ ， \*\*\*表示  $p < 0.01$

表 5-7-2 Sobel 检验中介效应

Rd2	Coef	Std Err	Z	P> Z
-----	------	---------	---	------

Indirect effect	-0.0371	0.00714	-5.194	2.10e-07
Direct effect	-0.714	0.0761	-9.389	0
Total effect	-0.752	0.0763	-9.844	0
Sobel	-0.0371	0.00714	-5.194	2.06e-07
Goodman-1	-0.0371	-0.0371	0.00716	-5.184
Goodman-2	-0.0371	0.00713	-5.204	1.95e-07
Percent of total effect that is mediated:4.9%				

注： \*表示  $p < 0.1$ ， \*\*表示  $p < 0.05$ ， \*\*\*表示  $p < 0.01$

### 5.4.3 “Bootstrap” 重复抽样检验融资约束的中介效应

Bootstrap 检验的也是检验  $ab$  是否等于 0， 它根据标准误的理论概念， 将样本容量当作总体， 进行有放回抽样， 从而得到更为准确的标准误。 由于 stata 软件的版本较低以及 Bootstrap 检验命令的不稳定性， 本文设定 100 次有放回的随机抽样。

表 5-8-1 和表 5-8-2 别是关于企业金融化对  $Rd1$  和  $Rd2$  的“Bootstrap” 检验结果， 在 95% 区间内不包含 0， 表明融资约束在企业金融化与企业创新的影响中充当中介变量且企业金融化对  $Rd1$  和  $Rd2$  的总效应分别为 -0.006、 -0.752。“Bootstrap” 检验结果证明假设 H2b， 企业金融化通过限制企业融资约束抑制企业创新。

表 5-8-1 Bootstrap 重复抽样检验

Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95%Conf. Interval]	
_bs_1	-0.001***	0.000	-5.53	-0.001	-0.001
_bs_2	-0.005*	0.002	-2.33	-0.009	-0.001

表 5-8-2 Bootstrap 重复抽样检验

Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95%Conf. Interval]	
_bs_1	-0.037***	0.008	0.000	-0.053	-0.022
_bs_2	-0.714***	0.071	-10.05	-0.854	-0.575

注： \*表示  $p < 0.1$ ， \*\*表示  $p < 0.05$ ， \*\*\*表示  $p < 0.01$

## 5.5 进一步研究分析

企业异质性是指企业规模、建立年份、资本密集度、所有权、人力资本、组织方式、技术选择等方面的差异，综合体现为企业生产率的差异。本文按照企业性质、行业特征、市场化程度等差异研究企业金融化对企业创新的影响。

### 5.5.1 按照企业性质不同回归分析

由于国有企业在融资渠道、政策扶持、市场地位、成本等方面比民营企业更有优势，本文按照是否为国有企业进行划分然后进行分组回归，探究企业金融化对企业创新在两者之间的差异。表 5-9 为异质性分析的结果，（1）—（3）和（4）—（6）分别是国有和非国有企业的回归结果。（1）（4）结果显示在 1%显著性水平下企业创新的 Fin 系数均为负值，表明国有企业和非国有企业金融化对企业创新均为抑制作用；国有企业中 Fin 的系数-0.020 大于非国有企业 Fin 的系数-0.007，表示企业金融化对国有企业创新的抑制效果更显著，金融化更加不利于国有企业创新活动的开展。（1）—（3）为企业进行融资约束的中介效应三步法检验，（1）检验企业金融化与企业创新的系数显著为负，（2）为检验企业金融化与融资约束的显著性，结果表明两者存在显著的正相关关系，（3）融资约束加入后企业金融化与企业创新在 1%水平下显著为负值。根据中介效应的逐步检验法可知，融资约束在企业金融化对企业创新的影响中充当部分中介作用。同理（4）—（6）为检验非国有企业融资约束的中介作用，结果同样为融资约束在企业金融化对企业创新抑制。

表 5-9 企业性质回归分析

	国有企业			非国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Rd1	FC	Rd1	Rd1	FC	Rd1
Fin	-0.020***	0.028***	-0.020***	-0.007***	0.026***	-0.007***
	(0.004)	(0.008)	(0.004)	(0.002)	(0.005)	(0.002)
FC			-0.031***			-0.024***
			(0.006)			(0.003)

Size	-0.008*** (0.001)	-0.036*** (0.002)	-0.010*** (0.001)	-0.009*** (0.000)	0.037*** (0.001)	-0.008*** (0.000)
Cash	-0.026*** (0.004)	-0.020** (0.007)	-0.027*** (0.004)	-0.014*** (0.001)	-0.077*** (0.004)	-0.016*** (0.001)
PEF	0.003 (0.005)	-0.029** (0.010)	0.002 (0.005)	-0.003 (0.002)	-0.056*** (0.007)	-0.005 (0.002)
Lev	-0.010*** (0.003)	0.011* (0.005)	-0.009** (0.003)	0.003* (0.001)	0.013*** (0.003)	0.003* (0.001)
Roa	0.000 (0.003)	0.047*** (0.006)	0.001 (0.003)	-0.006*** (0.001)	0.001 (0.003)	-0.006*** (0.001)
Share	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001*** (0.000)	0.000 (0.000)
Board	-0.001 (0.003)	0.012* (0.006)	-0.001 (0.003)	0.004** (0.001)	0.003 (0.003)	0.004** (0.001)
Ip	0.006*** (0.001)	0.001 (0.002)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.000)	-0.008*** (0.001)	0.006*** (0.000)
id	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
year	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
_cons	0.137*** (0.025)	4.406*** (0.046)	0.273*** (0.037)	0.114*** (0.008)	2.907*** (0.023)	0.184*** (0.011)
N	8509.000	8509.000	8509.000	20144.000	20129.000	20129.000
r2	0.053	0.837	0.056	0.102	0.898	0.107

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*表示  $p < 0.05$ ，\*\*\*表示  $p < 0.01$

### 5.5.2 细分行业回归分析

制造业已经成为我国经济发展的重要支柱，是资本技术、技术更新和社会就业率增长的核心推动者，是社会财富的最主要源泉。但是目前面临经济下行、全球竞争加剧、人力成本的增加等因素，使得我国制造业在国际市场中的优势在削弱，然而创新是制造业突破困境的必由之路。因此，本文选取制造业企业数据研究企业金融化对制造企业创新的影响，显得尤为重要。依据证监会上市公司行业分类标准，行业代码为 C 即表示制造业企业，得到 21507 个样本数据，占全样本数据的 72%，从数量上看，制造业是整个 A 股市场的重要组成部分。表 5-10 为制造业企业样本数据的基本回归结果，第（1）结果显示，Rd1 与 Fin 的回归系数在 1%显著性水平下为-0.013，表明制造业企业的企业金融化对企业创新具有明显抑制作用。同时，第（4）是全样本的回归结果，与制造业样本的回归系数基本一致，表明制造业可以模拟整个 A 股市场上企业金融化对企业创新的影响。（1）-（3）为检验企业金融化对企业创新的影响融资约束的中介作用，结果表明融资约束充当部分中介作用。制造业作为 A 股市场的部分样本，该样本结果证明假设 H1b 和 H2b 检验结果具有稳健性。

表 5-10 细分行业回归分析

	制造业		全样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Rd1	FC	Rd1	Rd1
Fin	-0.013*** (0.002)	0.034*** (0.005)	-0.012*** (0.002)	-0.012*** (0.002)
FC			-0.024*** (0.003)	
Size	-0.007*** (0.000)	0.021*** (0.001)	-0.007*** (0.000)	-0.009*** (0.000)
Cash	-0.019*** (0.002)	-0.072*** (0.004)	-0.020*** (0.002)	-0.018*** (0.001)
PEF	-0.003 (0.003)	-0.062*** (0.006)	-0.004 (0.003)	-0.001 (0.002)

Lev	-0.000 (0.002)	0.031*** (0.003)	0.001 (0.002)	-0.002 (0.001)
Roa	-0.008*** (0.002)	0.009* (0.003)	-0.007*** (0.002)	0.005*** (0.001)
Share	0.000*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000** (0.000)
Board	0.003 (0.002)	0.011** (0.003)	0.003 (0.002)	0.003* (0.001)
Ip	0.006*** (0.000)	-0.003** (0.001)	0.006*** (0.000)	0.006*** (0.000)
id	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
year	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
_cons	0.092*** (0.011)	3.191*** (0.024)	0.170*** (0.016)	0.124*** (0.009)
N	21507.000	21493.000	21493.000	29335.000
r2	0.066	0.891	0.068	0.071

注： \*表示  $p < 0.1$ ， \*\*表示  $p < 0.05$ ， \*\*\*表示  $p < 0.01$

### 5.5.3 按照地区不同进行回归分析

当前我国经济发展存在发展不平衡的问题，通过研究各地区之间金融化现象，希望能为缩小地区发展不平衡提供一些解决办法。按照中国各地区经济发展状况，将所涉及的地区进行东部、中部、西部和东北地区的划分，具体划分标准如下：东部 10 省（市）包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南；中部 6 省包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南；西部 12 省（区、市）包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆；东北 3 省包括辽宁、吉林和黑龙江。

表 5-11（1）（2）（3）（4）分别是东、中、西、东北部的回归研究结论。从样本数据数量来看，东部地区的总数据为 20891，占数据总数的 69%，表示东部地区在量上有显著的优势。第（1）和（2）的回归结果与假设 H1b 基本符合，表示企业金融化会抑制企业创新投入。第（3）和（4）研究结果显示 Rd1 与 Fin 呈现正相关，企业结果不显著。综上所述，企业金融化对东部和中部地区有显著的影响，但是企业金融化对东北和

西部地区创新投入没有显著影响。

表 5-11 按地区行业回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Rd1	Rd1	Rd1	Rd1
Fin	-0.015*** (0.002)	-0.011*** (0.003)	0.007 (0.009)	0.008 (0.007)
Size	-0.010*** (0.000)	-0.008*** (0.001)	-0.007*** (0.002)	-0.007*** (0.001)
Cash	-0.017*** (0.002)	-0.019*** (0.003)	-0.023*** (0.006)	-0.016*** (0.005)
PEF	0.002 (0.003)	-0.013*** (0.004)	0.006 (0.009)	-0.020** (0.008)
Lev	-0.001 (0.001)	0.002 (0.002)	-0.009* (0.005)	-0.009* (0.004)
Roa	-0.008*** (0.001)	0.002 (0.003)	-0.002 (0.004)	0.001 (0.004)
Share	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)
Board	0.003 (0.001)	-0.001 (0.002)	0.008 (0.005)	-0.002 (0.003)
Ip	0.007*** (0.000)	0.003*** (0.001)	0.004** (0.001)	0.002** (0.001)
Id	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
year	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
_cons	0.135*** (0.011)	0.150*** (0.016)	0.068 (0.037)	0.142*** (0.025)
N	20891.000	3966.000	3433.000	1045.000
r2	0.082	0.127	0.052	0.144

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*表示  $p < 0.05$ ，\*\*\*表示  $p < 0.01$

## 6 稳健性检验

### 6.1 替换解释变量法

替换解释变量检验模型的稳健性是实证检验中常见的方法，本文参考张成思和郑宁（2019）的研究，将货币资金、交易性金融资产、可供出售金融资产、投资性房地产、持有至到期投资、应收股利和应收股息七个部分纳入金融资产范畴，将这部分金融资产除以总资产从而得到 Fin1。将 Fin1 作为自变量与企业创新进行基准回归分析。

表 6-1（1）、（2）检验结果显示 Rd1、Rd2 的 Fin1 系数分别为-0.017、-0.458，表明企业金融化与企业创新负相关，企业金融化将会抑制企业创新。（3）（4）和（5）是对融资约束中介效应进行逐步回归法进行检验，结果显示融资约束在企业金融化抑制企业创新有部分中介作用。以上结果证实了 H1b 和 H2b 的假设成立。

表 6-1 替换解释变量稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Rd1	Rd2	FC	Rd1	Rd1
Fin1	-0.017*** (0.002)	-0.458*** (0.065)	0.045*** (0.005)	-0.016*** (0.002)	-0.016*** (0.002)
FC				-0.023*** (0.003)	-0.023*** (0.003)
Size	-0.009*** (0.000)	0.733*** (0.011)	0.022*** (0.001)	-0.008*** (0.000)	-0.008*** (0.000)
Cash	-0.001 (0.002)	0.104 (0.070)	-0.128*** (0.006)	-0.004 (0.002)	-0.004 (0.002)
PEF	-0.001 (0.002)	0.149* (0.072)	-0.049*** (0.006)	-0.003 (0.002)	-0.003 (0.002)
Lev	-0.002 (0.001)	-0.228*** (0.036)	0.018*** (0.003)	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)
Roa	-0.005***	0.011	0.000	-0.005***	-0.005***

	(0.001)	(0.034)	(0.003)	(0.001)	(0.001)
Share	0.000**	0.002**	-0.001***	0.000*	0.000*
	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Board	0.003*	0.203***	0.001	0.003*	0.003*
	(0.001)	(0.036)	(0.003)	(0.001)	(0.001)
Ip	0.006***	0.158***	-0.002*	0.006***	0.006***
	(0.000)	(0.011)	(0.001)	(0.000)	(0.000)
id	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
year	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
_cons	0.124***	-1.211***	3.185***	0.198***	0.198***
	(0.009)	(0.265)	(0.021)	(0.012)	(0.012)
N	29335	29327	29320	29320	29320
r2	0.072	0.452	0.873	0.075	0.075

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*表示  $p < 0.05$ ，\*\*\*表示  $p < 0.01$

## 6.2 替换被解释变量

创新绩效除了以创新产出作为指标以外，创新成果也应纳入考量范围，这样才能更全面衡量创新绩效。依据创新成果可以以专利数、无形资产等进行量化，本文参考郭丽婷（2018）的稳健性检验指标“无形资产”，以 Rd3 无形资产的自然对数为被解释变量。表 6-2 为检验结果，（1）结果显示 Rd3 的 Fin 系数为-0.232 且在 1%水平下显著，证明企业金融化会抑制企业创新。（2）（3）是检验融资约束的中介效应，根据逐步回归法的检验法，可知  $\alpha_1$ 、 $\beta_1$ 、 $\gamma_2$  在 1%显著性水平下系数分别为-0.232、0.036、-0.248，表明融资约束存在部分中介效应作用，同时证实了企业金融化是通过融资约束抑制企业创新。

表 6-2 替换被解释变量稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
	Rd3	FC	Rd3
Fin	-0.232**	0.036***	-0.222**

	(0.081)	(0.004)	(0.081)
FC			-0.248*
			(0.123)
Size	0.608***	0.022***	0.614***
	(0.018)	(0.001)	(0.018)
Cash	-0.088	-0.083***	-0.109
	(0.062)	(0.003)	(0.063)
PEF	3.607***	-0.049***	3.596***
	(0.111)	(0.006)	(0.111)
Lev	0.565***	0.018***	0.570***
	(0.056)	(0.003)	(0.056)
Roa	0.121*	0.001	0.121*
	(0.055)	(0.003)	(0.055)
Share	-0.002*	-0.001***	-0.002*
	(0.001)	(0.000)	(0.001)
Board	0.323***	0.001	0.324***
	(0.055)	(0.003)	(0.055)
Ip	-0.081***	-0.002*	-0.081***
	(0.017)	(0.001)	(0.017)
id	固定效应	固定效应	固定效应
year	固定效应	固定效应	固定效应
_cons	3.626***	3.185***	4.401***
	(0.422)	(0.021)	(0.571)
N	27875.000	29320.000	27860.000
r2	0.095	0.873	0.095

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*表示  $p < 0.05$ ，\*\*\*表示  $p < 0.01$

### 6.3 子样本回归

依照年份检验企业金融化趋势时，发现在 2019 年和 2020 年间的数据存在异常。据此推断应该是 2019 年末暴发的新冠肺炎疫情，引发企业的停工停产，致使企业的金融

资产缩减。因此，文章删除 2019—2020 年数据进行稳健性检验，表 6-3 为检验结果，（1）和（2）回归结果显示 Fin 与 Rd1 和 Rd2 均为负相关，证明假设 H1b 结果具有稳定性。表 6-3 中（3）、（4）和（5）以融资约束为中介变量的回归结果，检验结果显示  $\alpha_1$ 、 $\beta_1$ 、 $\gamma_2$  回归系数均在 1% 水平下显著，且  $\gamma_1$  也显著，表示融资约束在企业金融化对企业创新的影响中充当部分中介作用，证明假设 H2b 成立。

表 6-3 子样本回归稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Rd1	Rd2	FC	Rd1	Rd2
Fin	-0.010*** (0.002)	-0.301*** (0.066)	0.049*** (0.005)	-0.009*** (0.002)	-0.256*** (0.066)
FC				-0.024*** (0.003)	-0.899*** (0.089)
Size	-0.008*** (0.000)	0.736*** (0.013)	0.021*** (0.001)	-0.008*** (0.000)	0.755*** (0.013)
Cash	-0.016*** (0.002)	-0.306*** (0.049)	-0.097*** (0.004)	-0.019*** (0.002)	-0.393*** (0.049)
PEF	-0.002 (0.003)	0.238** (0.083)	-0.061*** (0.007)	-0.003 (0.003)	0.184* (0.083)
Lev	-0.003* (0.001)	-0.254*** (0.042)	0.017*** (0.003)	-0.003 (0.001)	-0.239*** (0.042)
Roa	-0.004** (0.002)	0.077 (0.047)	0.004 (0.004)	-0.004** (0.002)	0.080 (0.047)
Share	0.000* (0.000)	0.002* (0.001)	-0.001*** (0.000)	0.000 (0.000)	0.001 (0.001)
Board	0.002 (0.001)	0.189*** (0.043)	-0.000 (0.004)	0.002 (0.001)	0.188*** (0.043)
Ip	0.006*** (0.000)	0.166*** (0.013)	-0.002* (0.001)	0.006*** (0.000)	0.163*** (0.013)
id	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应
Year	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应	固定效应

_cons	0.114***	-1.363***	3.232***	0.191***	1.541***
	(0.011)	(0.306)	(0.025)	(0.015)	(0.420)
N	22884	22879	22869	22869	22864
r2	0.069	0.468	0.876	0.072	0.471

注：\*表示  $p < 0.1$ ，\*\*表示  $p < 0.05$ ，\*\*\*表示  $p < 0.01$

## 6.4 工具变量法

OLS 能够成立的前提假设为当解释变量和随机扰动项之间不相关，如果两者相关，那么模型设定就会存在内生性问题。为了解决内生性问题，本文参考万良勇（2020）文章，选取将企业金融化指标分别滞后一期（Fint1）、两期（Fint2）作为工具变量对基准回归结果进行稳健性检验。内生性的检验程序大致可以分为两步：1、如果模型存在内生性，那么要选取有效的工具变量来进行校验回归结果。取有效的工具变量应满足相关性、排他性、过度识别的要求。2sls 两阶段回归的第一阶段 F 值作为参考，经验表示 F 值大于 10，则说明工具变量与自变量的相关性高。排他性表示工具变量与模型中的残差值不相关，通过 stata 检验出结果后，再进行进一步检验，如果 P 值大于 0.5，则说明该工具变量有效。2、判断该模型是否具有内生性？根据文献的阅读，多数学者采用 hausman 检验进行判定，如果检验结果  $P < 0.05$ ，那么该模型存在内生性，反之，不存在内生性问题。

表 6-4-2 是模型检验是否存在内生性的结果。2sls 回归模型中，第一阶段回归结果显示，Fint1 与 Fin 的系数在 1%水平下显著为 0.694，表示 Fint1 与 Fin 相关性较好，并且 Fint1 的排他性检验 P 值大于 0.05，然而 Fint2 检验结果并不显著，因此 Fint1 是有效的工具变量。第二阶段回归表示 Rd2 的 Fint1 系数为-1.032，表明 Rd2 与 Fint1 负相关，证明假设 H1b 的检验结果稳定。表 6-4-1 是对企业金融化与 Rd1 进行豪斯曼检验，结果表明该模型不存在内生性。

表 6-4-1 Rd1 豪斯曼检验

Durbin (score)	1.5854	P=(0.2080)
chi2(1)		
Wu-Hausman	1.58479	P=(0.2081)

表 6-4-2 Rd2 工具变量法稳健性检验

	第一阶段	第二阶段
	Fin	Rd2
Fint1	0.694*** (0.004)	-1.032***
Fint2	0.000	
控制变量	√	√
_cons	0.072*** (0.010)	-2.783*** (0.195)
N	24752.000	24745.000
r2	0.527	0.375

注： \*表示 p<0.1, \*\*表示 p<0.05, \*\*\*表示 p<0.01

### 6.5 改变固定效应

本文在进行双向固定效应基准回归时，通过固定年份和企业进行实证检验，为了检验文章结论的稳健性，接下来将企业固定效应改为行业固定效应，测试假设 H1b 和 H2b 研究结论的稳健性。表 6-5 为行业和年份固定效应的回归结果，第（1）结果显示 Rd1 与 Fin 呈负相关。第（1）—（3）为检验融资约束在企业金融化对企业创新影响中的融资约束作用，根据逐步回归法来看， $\alpha_1$ 、 $\beta_1$ 、 $\gamma_2$  分别是-0.012、0.036、-0.023 且在 1% 水平下显著，表示“企业金融化程度加深——增加企业融资约束——抑制企业创新”这一传导路径成立。

表 6-5 改变固定效应稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
	Rd1	FC	Rd1
Fin	-0.012*** (0.002)	0.036*** (0.004)	-0.011*** (0.002)
FC			-0.023*** (0.003)

Size	-0.008*** (0.000)	0.022*** (0.001)	-0.008*** (0.000)
Cash	-0.018*** (0.001)	-0.083*** (0.003)	-0.020*** (0.001)
PEF	-0.002 (0.002)	-0.048*** (0.006)	-0.003 (0.002)
Lev	-0.002 (0.001)	0.017*** (0.003)	-0.001 (0.001)
Roa	-0.005*** (0.001)	0.002 (0.003)	-0.005*** (0.001)
Share	0.000** (0.000)	-0.001*** (0.000)	0.000* (0.000)
Board	0.003* (0.001)	0.001 (0.003)	0.003* (0.001)
Ip	0.006*** (0.000)	-0.002* (0.001)	0.006*** (0.000)
Industry	固定效应	固定效应	固定效应
Year	固定效应	固定效应 (0.015)	固定效应 (0.006)
_cons	0.124*** (0.010)	3.180*** (0.025)	0.198*** (0.013)
N	29335.000	29320.000	29320.000
r2	0.075	0.873	0.078

注： \*表示 p<0.1, \*\*表示 p<0.05, \*\*\*表示 p<0.01

## 7 研究结论与政策建议

### 7.1 研究结论

本文以 2012—2022 年 A 股上市企业为样本，探索非金融企业与企业创新之间的关系以及融资约束在两者之间的中介效应。首先，文章先对样本数据进行个体效应和时间效应进行检验，结果显示该模型应采用双向固定效应模型。通过双向固定效应模型探究企业金融化对企业创新的影响。其次，构建逐步回归法检验融资约束的中介效应，并能通过 Bootstrap 重复检验法和 Sobel 法进行补充检验。最后，从产权性质、地区所在市场、行业类型等方面进行异质性分析。本文研究结论如下：

以 Rd1 和 Rd2 作为企业创新投入的相对和绝对指标，探究企业金融资产 Fin 与创新之间的关系，研究结果显示，企业配置金融资产规模越大、金融化程度越高，在资源有限的前提下，企业用于创新活动的资金会减少，从而减少企业创新活动，抑制企业技术创新。

融资约束在企业金融化对企业创新的影响中起到部分中介作用。通过中介效应逐步回归法、Bootstrap 重复检验法和 Sobel 法三种方法进行融资约束的终结效应进行检验，结果表明企业金融化会通过融资约束的中介效应抑制企业创新，即“企业金融化程度加深——加剧企业融资约束——挤压企业创新的投入”传递路径基本形成。

从企业异质性角度来看，国有企业金融化程度的加深对企业创新投入的抑制作用比非国有企业更加明显。制造企业在整个 A 股市场中数量上占绝对优势，研究发现制造业与整个市场的回归结果基本一致，即随着金融化程度加深会抑制企业创新，并且融资约束在两者之间充当部分中介作用。东、中、西和东北各地区之间进行回归基准回归分析，发现市场化程度较高的地区，随着金融化程度加深会抑制企业创新投入，从而影响企业创新活动。在市场化程度较低的地方，非金融企业金融化对企业创新的影响结果不显著。

### 7.2 政策建议

本文根据以上结论并阅读有关文献，从国家层面和企业层面，分别提出几点建议。

#### 7.2.1 国家层面

(1) 完善金融制度，为实体经济服务。经营收益率的降低，金融资产收益率增加，是企业配置金融资产的的决定性因素和根本原因。企业配置金融资产产生的超额收益明显

高于实体投资，使得市场的利润分配不均，实体企业对金融资产高收益的追逐，不利于实体企业的发展。证券监督委员会，应制定相关金融市场准入机制，规范企业的金融投资行为，抑制企业过度持有金融资产，有利于企业持续稳定的运行。中国银行和国家金融管理当局，可以完善银行业的信贷制度，督促银行部门对企业的信贷进行监督和管理，严厉打击企业将贷款资金用于金融市场投机套利行为，保障金融对实体经济服务。通过完善金融制度，使得金融市场的收益处于一个合理、稳定的收益水平，那么企业在配置金融资产时会综合考虑金融市场的收益与风险，进而减少实体企业资金占用，增加实体资金投入，才能促进企业持续发展。

(2) 完善市场监督体制，加强创新成果保护。一方面，企业创新存在高风险性、资金投入量大、周期长等特点。另一方面，创新成果在转化过程中也面临较大不确定性，并且企业创新成果存在严重搭便车的现象。基于这两方面企业从创新初期到转化为收益的风险性增加，将严重阻碍企业开展创新活动。国家正处于经济高质量发展的转型期，创新成为推动整个社会经济发展的重要力量，政府应加强企业创新的支持力度，为企业创新提供适当的经济补贴，有利于激发企业创新的活力和动力，并且政府应完善创新专利的保护制度，严厉打击侵犯创新专利的行为，为被侵犯创新成果的企业提供有效的、便捷的解决途径。企业也应当对全体员工加强法制教育，对于侵害企业的创新专利成果的法律后果告知各位员工，时刻提醒全体员工遵纪守法，保障企业创新的利益。

(3) 提高金融服务效率，降低中小企业融资困境。由本文研究结论可知，当前日益深化的金融化正在不断加剧企业的融资约束，这将制约我国企业创新发展。因此，要优化我国融资结构，扩宽实体企业融资渠道，加大实体企业贷款力度，消除中小企业信贷歧视，努力改善企业的融资难题。政府应该为企业创新提供补贴、税收减免、股权投资等，降低企业创新的融资约束困境，保障企业创新活动资源的充裕，助力企业开展创新活动。企业实现创新，离不开信贷部门的大力支持，信贷部门应该按照企业开展项目不同，实现差异化信贷模式，降低企业创新过程中的资金成本，从而推动企业持续的资金投入，促进企业持续性发展。企业应该更应该遵守我国基本法律制度，按照合同约定办理基本事务，优化自身的管理措施，提高企业的收益，为自身的发展提供资金保障。综上所述，我们需要在政策层面、金融层面、企业层面等多方共同努力，才能有效地解决中小企业融资难题，推动企业创新，实现经济的持续发力。

## 7.2.2 企业层面

(1) 正确认识企业金融化，严格控制金融化风险。企业进行金融化投资可能存在

以下几方面的不利因素：1、虽然企业经营者对企业的主营业务有足够的管理经验，但是要想投资于自己不熟悉的金融市场，不仅会增加企业审计的相关费用，而且由于企业管理者也会因为对该领域知识的欠缺，将增加学习知识的费用、时间等成本，在衡量金融资产收益的同时要考虑持有的成本。2、如果是企业利用市场上专业的投资理财规划，会产生额外的咨询费用，不仅如此，金融市场的不确定性和风险性也可能使企业金融资产遭受损失。3、管理者将有限的时间和精力运用与金融投资，可能疏忽主营业务的基本管理事务，进而影响企业主营业务收入，不利于企业稳定可持续发展。基于以上几点，企业管理者应该正确认识金融化带来的风险，适度地进行金融投资。

（2）增强创新意识，为实体企业助力。企业要想获得超额的收益，应提升创新意识，为主营业务的开展提供有利的保障。现目前我国的住房存量已经超过我国的住房需求，房地产收益率下降趋势明显，并且金融市场正面临完善和改革的重要时期，市场变化莫测。在这样的经济条件下，企业发展还是应当依靠主营业务的开展。对内建立创新文化和奖励机制，提升全体员工的创新意识并激发其创造力。企业应建立创新为导向的企业文化，激发全体员工的创造力和想象力，营造全体员工创新的气氛，提升个人的创新意识。对自主创新的优秀员工，建立创新奖励机制，为获得创新专利的优秀人才科研费用支持并给予适当的奖励。对外要引进专业创新人才，提升企业整体的创新实力和创新能力。为企业长期的发展，企业应建立专门的研发部门，提供创新基本要素，保障企业创新活动顺利持续开展。

## 参考文献

- [1] 许志勇,韩炳,彭芸等.企业金融化、技术创新与企业高质量发展[J].科研管理,2023(06):74-84.
- [2] 金健.实体企业金融化、风险承担能力与企业价值[J].经济经纬,2023(03):128-138.
- [3] 李江,吴玉鸣.政府补助与制造业企业创新:基于“量”与“质”的视角[J].现代经济探讨,2023(04):88-98.
- [4] 李楠博,徐喆,李书.企业金融化抑制了低碳技术创新吗?——来自“动机背景”视角的观察与诠释[J].中国人口·资源与环境,2023(03):34-46.
- [5] 范百灵.金融化适度性对跨境电商企业服务创新绩效的作用机制——基于融资约束与金融获利的中介作用[J].商业经济研究,2023(05):150-154.
- [6] 陈洋林,蒋旭航,张长全.实体企业金融化与创新投入的非线性效应研究[J].中央财经大学学报,2023(01):69-80.
- [7] 段俊,刘婷婷,张保帅.数字普惠金融、企业金融化与技术创新[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2023(01):18-32.
- [8] 祝伟展,王雪标.技术市场发展、实体企业金融化与创新质量[J].科技进步与对策,2023(02):80-89.
- [9] 秦晓静.治理能力视角下企业金融化、创新投入与创新效率的关系——以上市电商企业为例[J].商业经济研究,2022(18):120-123.
- [10] 张辽,林鑫涛.企业金融化行为对创新质量的影响研究[J].华东经济管理,2022(09):33-44.
- [11] 姜毅.资产金融化视角下高管金融背景对企业创新的影响[J].经济与管理,2022(05):85-92.
- [12] 安昀亚,徐云松.企业金融化与创新投入的非线性关系研究[J].财务研究,2022(04):81-91.
- [13] 彭龙,詹惠蓉,文文.实体企业金融化与企业技术创新——来自非金融上市公司的经验证据[J].经济学家,2022(04):58-69.
- [14] 俞鸿琳.实体企业金融化:管理者短视角度的新解释[J].经济管理,2022(03):55-71
- [15] 刘梦凯,谢香兵.企业金融化、融资约束与可持续增长[J].南方金融,2021(11):38-50.
- [16] 李惠蓉,赵小克.企业金融化、融资约束与企业创新[J].财会通讯,2021(23):57-60.

- [17]张秋实,张莉芳.战略性新兴产业企业金融化与企业创新:内部控制有效性的调节作用[J].科学学与科学技术管理,2021(12):19-34.
- [18]赵芮,曹廷贵.实体企业金融化对技术创新的影响研究[J].经济与管理研究,2021(09):62-76.
- [19]董亮,陈相甫.适宜度视角下企业金融化对创新投入的影响[J].地方财政研究,2021(07):77-88.
- [20]余芬,樊霞,李芷珊.企业金融化提升创新持续性了吗?——兼论制度环境的影响[J].研究与发展管理,2021(03):1-13.
- [21]陈曦明,黄伟,孙燕.金融市场风险、企业金融化与企业固定资产投资效率[J].商业研究,2021(03):65-72.
- [22]史学智,阳镇.企业金融化与企业创新——基于产业政策视角的重新审视[J].科研管理,2021(04):147-157.
- [23]饶萍,吴青.企业金融化、CEO学术背景与企业异质性创新[J].统计与决策,2021(07):174-177.
- [24]肖忠意,林琳,陈志英等.企业金融化与上市公司创新研发投入——基于董事会治理与创新文化的调节作用的实证分析[J].南开经济研究,2021(01):143-163.
- [25]万良勇,查媛媛,饶静.实体企业金融化与企业创新产出——有调节的中介效应[J].会计研究,2020(11):98-111.
- [26]王少华,上官泽明,吴秋生.高质量发展背景下实体企业金融化如何助力创新——基于金融化适度性的视角[J].社会科学文摘,2020(06):45-47.
- [27]顾海峰,张欢欢.企业金融化、融资约束与企业创新——货币政策的调节作用[J].当代经济科学,2020(05):74-89.
- [28]潘海英,王春风.实体企业金融化抑制了企业创新吗?——基于高质量发展背景下企业创新双元视角[J].南京审计大学学报,2020(02):49-58.
- [29]章雁,王芳露.融资约束、企业金融化与创新投资关系研究——来自制造业的经验证据[J].商业会计,2020(03):57-62+100.
- [30]曾军,董博,陈红.高管强制变更、分析师跟踪与企业创新投入[J].会计与经济研究,2020(01):38-51.
- [31]倪志良,张开志,宗亚辉.实体企业金融化与企业创新能力[J].商业研究,2019(10):31-42.
- [32]徐珊.金融资产持有对非金融企业经营绩效的影响[J].山西财经大学学

- 报,2019(11):27-39.
- [33]曾玲玲,徐学仕,韩梦琼等.融资约束、金融化与制造业上市企业创新投入[J].财会通讯,2019(12):93-97.
- [34]戴曦,彭俞超,马思超.从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评[J].外国经济与管理,2018(11):31-43.
- [35]郭丽婷.企业金融化、融资约束与创新投资——基于中国制造业上市公司的经验研究[J].金融与经济,2018(05):57-62.
- [36]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.
- [37]王红建,曹瑜强,杨庆等.实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J].南开管理评论,2017(01):155-166.
- [38]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.
- [39]蔡明荣,任世驰.企业金融化:一项研究综述[J].财经科学,2014(07):41-51.
- [40]董晓芳,袁燕.企业创新、生命周期与聚集经济[J].经济学(季刊),2014(02):767-792.
- [41]沈红波,寇宏,张川.金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J].中国工业经济,2010(06):55-64.
- [42]罗党论,甄丽明.民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J].金融研究,2008(12):164-178.
- [43]雷宏.金融发展的测度理论研究[J].中国农业银行武汉培训学院学报,2006(01):6-11.
- [44]冯巍.内部现金流量和企业投资——来自我国股票市场上市公司财务报告的证据[J].经济科学,1999(01):52-58.
- [45]Foster,J.B. The Financialization of Capitalism[J]. Monthly Review: An Independent Socialist Magazine, 2007(11):1-12.
- [46]Palley,T.I. Financialization: What it is and Why it Matters[J]. Social Science Electronic Publishing, 2007(9):9-15.
- [47]Krippner,G.R. The Financialization of the American Economy[J]. Socio-Economic Review, 2005(2):173-208.
- [48]Demir,F. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets[J]. Journal of Development Economics, 2009(2):314-324.

- 
- [49]Lamont,O., Polk,C. & Saa-Requejo,J. Financial Constraints and Stock Returns[J].Review of Financial Studies.2001,14(2) :529-554.
- [50]Whited,T. & Wu,G. Financial Constraints Risk[J]. Review of Financial Studies.2006,19(2) :531 -559 .
- [51]Hadlock,C. & Pierce,J. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index[J]. Review of Financial Studies.2010,23 ( 5 ) :1909 -1940 .

## 致谢

一晃眼兰州财经大学三年研究生生活即将结束，让我感受深刻的是分明的四季，感触最深的是我身边的良师益友。春日来临，让我印象深刻的是黄沙漫天和风日和丽。夏天到来，没有四川炎炎的夏日，有的是黄河边上舒适的河风。秋天，小草不再长青，尽是遍地凄凉。冬日里，最爱雪花飘飘的世界和温暖的图书室。虽然这三年里遭受新冠肺炎疫情的困苦，但是幸好生命中有人在这里和我度过校园生活。在这里有一些重要的人需要感谢。

首先，感谢学校这个平台，让我遇见我的导师狄瑞鸿。缘分所致，让我来到兰州财经大学，为我提供继续学习和教育的基本条件，让我在机缘巧合下选择狄老师作为自己学业上的导师。在写论文的过程中，我定下这个题目比较晚，当时我很慌，害怕在开题之前写不出来，写的文章也毫无逻辑。狄老师还是不厌其烦地给我指导内容的表达逻辑、基本的格式，甚至一个标点符号，老师都给我给出修改建议，真的很感激老师给我的详细指导，让我在写作中有大步提升，顺利地完成本文的撰写。同时，在生活中狄老师教会我的东西不比专业少，尤其是生活的态度。狄老师热爱运动、旅游、做蛋糕、养花，每日都将自己的生活安排满满当当，建设自己的生活，让我们真正学习生活的哲学和做人的道理。在此，非常感谢三年来狄老师的陪伴与教导，同时祝愿您一直幸福快乐。

其次，感谢生我养我的父母。我的父母不识字，没有文化，吃了太多文化的苦，因此，他们希望我多读书，尽自己的能力读书学习。我的妈妈是一个有远见的农村妇女，在村里面其他的女孩子学习不好的大多初中就毕业了，但我家庭条件不是很优渥的情况下，我妈依然支持我在外面读书，很幸运遇见这样的父母。感谢我的父母生我养我，对我学习的支持。

最后，感谢我的同门和朋友们。在这个小团体里面，当遇到专业问题我们会及时地在小团体里面探讨，分享自己的观点，以求解决之道。当然，我们私下里也会一起出去游玩和聚餐，讲讲我们各自的打算和计划。我们不仅是一个师门，我们更是朋友。也感谢我身边的朋友们，在我独自踏上求学之路的时候，时常对我嘘寒问暖，在我找工作的路上，为我提供宝贵的建议和意见。

青春韶华，不负遇见！