

【企业经济】

实体企业金融化、内外部环境与创新投入

王三兴 李 雅 黄楚雲

摘 要：在当今经济形势下，实体企业金融化现象日益凸显，其对企业创新投入的影响备受关注。本文以2010—2022年中国沪深A股上市企业为样本，研究实体企业金融化对创新投入的影响和作用机制，并进一步结合企业内外部环境视角展开分析。结果表明：实体企业金融化对创新投入有显著的挤出效应，其作用机制为企业金融化通过降低企业信息披露质量与风险承担水平，进而抑制企业创新投入。调节效应检验结果表明，外部环境不确定性与内部高管过度自信均会加重实体企业金融化对创新投入的挤出效应；异质性检验发现，实体企业金融化对创新投入的挤出效应在国有、大规模、高融资约束企业中更加显著。本文研究结论为从内外部环境视角理解和治理企业金融化提供了理论借鉴和实践建议。

关键词：实体企业金融化；创新投入；外部环境不确定性；高管过度自信

作者简介：王三兴，经济学博士，安徽大学经济学院教授、博士生导师（合肥 230601）；李雅，安徽大学经济学院硕士研究生（合肥 230601）；黄楚雲，安徽大学经济学院硕士研究生（合肥 230601）

DOI 编码：10.19941/j.cnki.CN31-1957/F.2025.03.004

“推进中国式现代化，科技要打头阵”^①，习近平总书记多次强调科技创新这个关键命题，推动以科技创新助力中国式现代化建设，凸显了科技创新在国家发展战略中的重要地位。在当今经济格局下，实体企业作为科技创新的重要主体，承载着推动技术进步与产业升级的重要使命。然而，现实中实体企业却面临着诸多困境，一方面是前期技术创新成果的不确定性，技术创新本身就充满风险，研发过程中可能面临技术难题无法突破、创新成果达不到预期效果等问题。另一方面，即使技术创新取得成功，市场对新产品或新服务的接受程度也难以准确预测，这使得企业在创新投入上存在顾虑。与之相对的是金融领域投资的高回报率与高流动性，这对实体企业产生了巨大的吸引力。同时，金融市场的短期获利机会会使企业看到了快速获取收益的可能，相比之下，创新活动则需要更多的时间与资金成本。因此，实体企业更愿意将资金投入金融领域而非创新活动。近年来，我国实体企业“脱实向虚”的金融化趋势日益明显，Wind 数据显示，2010—2019 年间，

① 《习近平：推进中国式现代化，科技要打头阵》，中国政府网 2024 年 10 月 18 日，https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202410/content_6981227.htm。

我国非金融企业金融资产持有量不断增加,已从 72 万亿元增至 97.27 万亿元,非金融企业成为金融投资的重要力量。实体企业金融化的效应取决于金融化的程度,适度地金融化能带来正面效应,而当金融化程度超过适度水平时则会加剧经济风险、扭曲资源分配甚至抑制经济增长,这与我国高质量发展目标不符。

总结以往研究,金融化对企业创新发展影响分为以下两方面:一方面,企业通过参与金融投资可以提高对市场变化的敏感度,从而能够迅速地捕捉到市场中的新趋势、新机遇,及时调整经营策略和创新方向。^①当企业主营业务面临市场波动时,金融投资可以在一定程度上弥补主营业务损失,分散经营风险。^②同时,金融化还有助于缓解企业在创新过程中面临的资金压力。另一方面,将过多的资源投入金融市场,会使企业偏离原本的发展目标和战略规划,并挤占原本用于创新活动的资源,长此以往会削弱企业的核心竞争力。^③此外,由于金融市场的高波动性和不确定性,参与金融投资会使企业面临更大的市场风险和信用风险,加剧了企业的经营风险。

企业内外部环境对企业发展至关重要,内部环境决定了企业的管理效率、创新能力和资源利用,而外部环境则影响着市场需求、竞争格局和政策导向。^④本文从外部不确定性来考虑外部环境,从高管性格特点来分析内部环境,故分别选择环境不确定性和高管过度自信作为外部环境和内部环境的代理变量。在企业“脱实向虚”的背景下,了解内外部环境如何影响企业的创新投入,对于优化企业治理结构、促进高质量发展具有重要的理论和现实意义。

基于此,本文采用 2010—2022 年沪深 A 股非金融上市企业为样本,结合企业发展内外部环境,研究实体企业金融化对企业创新投入的影响及其调节与机制等问题。本文边际贡献在于:首先,创新性地企业内外部环境纳入研究框架,分析企业金融化影响企业创新投入过程中,企业外部环境不确定性和内部高管过度自信在其中的调节作用,为优化公司治理结构,缓解金融化对创新的负面效应提供了理论与实践依据。其次,构建了两条影响路径以揭示金融化对企业创新投入的作用机制:一是企业金融化导致企业信息披露质量下降,进而创新投入减少;二是企业金融化引起企业风险承担水平下降,进而创新投入减少。

一、理论分析与研究假设

(一) 企业金融化与创新投入

在金融化的过程中,企业将资源分配的重点逐渐由实体业务转移至金融领域,金融

-
- ① 朱映惠:《实体企业金融投资与宏观经济波动——基于金融投资收益持续上升的视角》,《金融论坛》2017 年第 5 期,第 12—23 页。
- ② 戴贻、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》,《外国经济与管理》2018 年第 11 期,第 31—43 页。
- ③ 王满四、徐朝辉、陈熙:《政府补助、内部期望绩效压力与实体企业脱实向虚》,《中国软科学》2024 年第 6 期,第 131—141 页。
- ④ 罗利华、王玥、钱龙:《入驻国家高新区提升了科技型企业发展质量吗?》,《宏观质量研究》2024 年第 4 期,第 72—85 页。

资产投资收益逐渐成为企业获取利润的重要来源。目前主要用企业持有金融资产比例来对金融化进行衡量,比重越大表示实体企业金融化水平越高。^①根据现有研究,企业金融化的驱动因素可归纳为两大类:一是投机套利动机,二是预防性储蓄动机。^②就投机套利动机而言,随着金融市场广化和深化,金融与准金融资产的收益率往往高于实体产业的投资回报率。特别是在经济下行期或实体产业面临困境时,金融资产收益溢价更加凸显,这种高收益性吸引了大量企业涌入金融市场,寻求资本增值的机会。实体企业管理层会根据自身的风险偏好与价值目标,调整资产结构,将资产从实体产业转向金融市场,通过投资股票、债券、基金等金融资产来获取超额回报以实现短期收益最大化。^③对于预防性储蓄动机而言,企业持有金融资产更多地是出于风险管理的考虑。由于金融资产具有较强的变现能力和较低的调整成本,企业通过持有一定比例的金融资产,能够增强自身的流动性,有效地降低经营风险,在面临流动性风险时能及时变现,盘活资金,防止现金流冲击带来的资金链断裂风险。此外,持有金融资产还可以为企业主动应对经营风险和宏观经济环境变动导致的融资约束提供有力支持。^④

创新是企业提升竞争力的重要方式,而创新活动因其固有的长周期、高风险和不可逆性,导致企业在寻求资金支持时容易遭遇较强的融资约束。^⑤基于投机套利动机,实业利润的下降与金融资产收益的相对稳定是导致企业进行金融投资的重要原因,企业提高对金融与准金融如房地产行业的投资比重,以捕捉市场机会,获取超额利润,在企业资源受到限制的情况下,金融资产占比的提高,虽然在短期内可能为企业带来显著的财务回报,但相应地也会削减实业投资,抑制企业的研发创新投入,长远来看可能会削弱企业的核心竞争力和市场地位。而从预防性储蓄动机来看,金融资产具有良好的变现能力、相对稳定的收益以及较低的流动成本,因此企业可以通过配置金融资产来应对经营过程中遭遇的冲击,以保持创新活动的持续进行。同时,投资金融资产获得的超额收益不仅可以作为企业利润的重要补充,增强企业的财务实力,还有助于增加企业当前及未来一段时期的研发创新投入,为企业的长期发展提供动力。^⑥并且对于主营业务盈利能力越弱的企业,这种促进效应就越显著。^⑦综上,本文提出以下假设:

① Demir F, "The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries", in *Review of Radical Political Economics*, 2007, Vol.39, No.3, pp.351—359.

② 张成思、张步昙:《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》2016年第12期,第32—46页。

③ 何青、庄朋涛、琚望静:《企业数字化转型与金融资产投资——基于避险和逐利动机的检验》,《商业研究》2024年第5期,第49—58页。

④ 刘旭原、王惠、张世兴:《变中“求新”还是“求稳”:战略变化幅度对企业创新的影响——基于金融资产配置视角的分析》,《商业研究》2024年第2期,第114—122页。

⑤ 万佳彧、周勤、肖义:《数字金融、融资约束与企业创新》,《经济评论》2020年第1期,第71—83页。

⑥ 杨亭亭、刘孝敏、汪亚楠:《实体企业金融化、高管背景与企业创新投资》,《宏观经济研究》2024年第1期,第33—47页。

⑦ 侯羽迪、张玉臣、廖凯诚:《数字金融对初创企业创新模式选择的影响机制》,《北京理工大学学报(社会科学版)》2024年第3期,第175—188页。

假设 1: 实体企业金融化对创新投入存在抑制作用。

假设 2: 实体企业金融化对创新投入存在促进作用。

(二) 企业内外部环境的调节作用

1. 外部环境不确定性的调节作用

根据资源依赖理论, 外部环境不确定性不仅影响着企业获取创新资源的能力和研发创新决策, 还深刻地塑造了企业的战略导向和风险偏好。研究表明, 外部环境不确定性对公司研发创新具有负面影响。一方面, 环境不确定性导致企业对关键环境资源的控制能力减弱, 加剧了信息不对称, 使得外部交易成本提高、融资约束增加, 限制了企业的创新投入。^①企业内部控制有效性也可能因环境的不确定性而降低, 使得企业管理和推进创新活动的难度增加。^②此外, 企业管理者在进行创新决策时, 其决策结果依赖于环境的不确定性程度, 当企业面临的环境不确定性在可承受范围内, 一定的生存压力会激发管理者的创新精神, 促使其通过技术创新来积极寻求应对外部环境冲击的有效策略, 而当外部环境不确定性较大时, 企业管理者通常会将重心放在企业短期绩效和期权价值的提升上, 而不敢增加跨期长且风险高的创新活动, 以免给企业带来不可预测的风险和损失。^③研究发现, 环境不确定性迫使企业调整其资产配置方式, 以期在动荡的市场环境中寻求经营质量的改善和稳定。当面临不确定的经营环境时, 企业原先制定的各项经营策略遭到冲击, 经营风险增加, 企业固定资产投资收益率下滑、经营性现金流稳定性受到挑战, 会计信息质量也可能出现波动, 这些现象均不利于企业的持续健康发展。^④相较之下, 金融资产投资的期限风险相对可控、收益预期更为明确, 因此更容易为投资者所接受。为了有效降低风险并减少财务波动, 企业可能优先将其资源配置于金融资产, 以寻求更为稳健的回报。外部环境不确定性又会引发投资者对企业经营业绩的担忧, 出于审慎心理, 投资者会减少投入并且要求更高的风险溢价作为补偿, 这会导致企业的融资成本增加。此时企业可能利用金融资产的蓄水池效应, 通过持有部分金融资产来缓解融资约束和投资不足。^⑤在不确定的环境中, 企业倾向于采取保守的经营策略, 削减或放弃那些成本高、周期长、风险大的技术创新投资, 将有限的资金布局于资本成本相对较低、流动性更好的金融资产, 以减少企业经营风险, 确保企业在复杂多变的市场环境中保持稳健的财务状况, 实现企业的可持续发展。基于此, 本文提出以下假设:

① 乔金杰、唐霞:《环境不确定性、盈余管理与创新投入》,《统计与决策》2023 年第 10 期,第 177—182 页。

② 马勇、石甘霖、刘云涛:《环境不确定性对企业创新的影响研究》,《财经理论与实践》2022 年第 1 期,第 2—8 页。

③ 徐飞、康兴瑞、张娇:《环境不确定性、差异化竞争与企业创新绩效》,《统计与决策》2024 年第 24 期,第 164—168 页。

④ 花冯涛、徐飞:《环境不确定性如何影响公司特质风险——基于现金流波动和会计信息质量的中介效应检验》,《南开管理评论》2018 年第 4 期,第 122—133 页。

⑤ 李天宇、齐亚东:《企业“脱实向虚”:未雨绸缪还是投机逐利——基于宏观视角的实证研究》,《西安交通大学学报(社会科学版)》2024 年第 5 期,第 63—76 页。

假设 3：环境不确定性会强化实体企业金融化对创新投入的抑制作用。

2. 内部高管过度自信的调节作用

管理者扮演着企业战略制定者的角色，其决策直接影响着企业经营状况。过度自信是一种个人主观非理性因素，势必会对管理者的决策产生影响，特别是有关创新投资的决策。^①一方面，创新需要资金投入，向外部融资是企业创新过程中的常见选择。研究表明，过度自信的管理者倾向于认为市场未能充分认可其所在公司的价值，从而抵触外部融资手段，以免稀释现有股东权益。因此，与理性管理者相比，过度自信的管理者在企业融资方面所受限制更为显著，创新投资意愿较前者也更低。^②而当企业进行外部融资时，过度自信的管理者往往又会偏好短期债务融资，而非长期债务或权益融资。这种偏好可能导致企业资金结构短期化，增加了再融资压力，从而限制了企业用于创新投入的长期资金。同时，短期债务融资可能要求企业频繁地还本付息，减少了可用于创新活动的自由现金流。另一方面，过度自信的高管往往对自身缺乏准确的认知，他们更容易高估自己对企业的贡献，同时又期望获得与其自我认知相匹配的回报，因此过度自信的高管在有关自身利益方面的诉求会更多，这在一定程度上阻碍了企业各项激励政策发挥利益趋同效应，不利于创新活动的持续有效进行。^③

在面对高风险投资时，过度自信的高管常显得更为活跃。随着政府出台各项创新支持政策，企业创新风险大幅降低，导致过度自信的管理者对创新投资兴趣下降，转而将资金投向高风险、高回报的金融资产。^④特别是近十年来，金融和房地产这类准金融资产投资回报远超其他行业，其吸引力明显增加，进一步助长了企业金融化行为。^⑤此外，过度自信的高管常对自我能力有过高的评价，倾向于高估金融投资收益、低估金融投资风险，并认为自己能在金融市场获取高额回报。以上各种因素都会导致企业盲目地扩张金融资产配置，提高了企业陷入财务困境的可能性，不利于企业创新投入。^⑥

最后，根据委托代理理论，企业高管更关注企业短期利益的实现，期望通过迅速提升企业财务数据，来彰显自身管理成果。而鉴于创新成功转化为实际回报的较长周期和不确定性，过度自信的高管更愿意将投资重心转移至虽然蕴含高风险但周期更短、回报

① 李天宇、齐亚东：《企业“脱实向虚”：未雨绸缪还是投机逐利——基于宏观视角的实证研究》，《西安交通大学学报（社会科学版）》2024年第5期，第63—76页。

② 叶建华、吴云蕊、刁梦欣：《资本市场强监管能提高企业投资效率吗——基于新〈证券法〉实施的检验》，《财会月刊》2023年第15期，第39—46页。

③ 李丛：《纵向兼任高管影响企业的会计稳健性吗？》，《财会通讯》2024年第21期，第34—37页。

④ 郝晶、何枫、王博文：《高管过度自信与上市公司技术创新——基于企业金融化视角》，《系统工程理论与实践》2023年第3期，第725—739页。

⑤ 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》，《中国工业经济》2017年第12期，第113—131页。

⑥ 马海燕、黎玉杰、周天怡：《企业数字邻近对创新绩效的影响——高管特质的调节作用》，《科技进步与对策》2024年第24期，第1—11页。

率更高的金融资产等项目。^① 基于以上分析, 本文提出以下假设:

假设 4: 高管过度自信会强化实体企业金融化对创新投入的抑制作用。

二、研究设计

(一) 样本选取与数据处理

本研究以 2010—2022 年我国沪深 A 股上市企业为研究样本, 并对样本数据进行如下处理: 先剔除金融类和房地产行业上市企业, 再剔除 ST 类、*ST 类以及资产负债率大于 1 和数据缺失的样本, 最终得到 13 026 个观测值。本研究所用数据均来自国泰安 (CSMAR) 数据库, 为了克服离群效应, 对模型中所有连续变量实施 1% 分位上下缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

本研究选择企业研发投入作为上市企业创新投入的代理变量。借鉴甘小武和曹国庆的做法^②, 采用上市企业研发投入的自然对数 ($\ln RD$) 来衡量企业创新投入程度。

2. 解释变量

借鉴杜勇等的研究方法^③, 本研究使用金融资产与总资产的比值衡量企业金融化水平 (Fin)。其中, 金融资产包含交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额和投资性房地产净额六大类别。该比值增加, 标志着企业金融化程度加深, 即企业更多地依赖金融市场来实现资本增值。

3. 调节变量

(1) 外部环境不确定性, 本研究借鉴申慧慧等的做法^④, 采用过去五年非正常收入经行业调整后的变异系数来衡量企业所面临的环境不确定性, 具体公式如下:

$$Revenue = \beta + \gamma Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $Revenue$ 表示收入, $Year$ 是年份变量。 $Year$ 以观测年份当年为起点, 从过去第四年至当年分别赋值为 1—5。

(2) 内部高管过度自信, 本研究借鉴姜付秀等的做法^⑤, 用薪酬最高的前三名高管薪酬之和与所有高管薪酬之比来计算相对薪酬, 如果该比例大于其中位数, 则取值为 1, 表明高管存在过度自信, 否则为 0。

① 郝晶、何枫、王博文:《高管过度自信与上市公司技术创新——基于企业金融化视角》,《系统工程理论与实践》2023 年第 3 期, 第 725—739 页。

② 甘小武、曹国庆:《研发费用加计扣除政策对高新技术企业研发投入的影响分析》,《税务研究》2020 年第 10 期, 第 100—106 页。

③ 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》,《中国工业经济》2017 年第 12 期, 第 113—131 页。

④ 申慧慧、于鹏、吴联生:《国有股权、环境不确定性与投资效率》,《经济研究》2012 年第 7 期, 第 113—126 页。

⑤ 姜付秀、张敏、陆正飞等:《管理者过度自信、企业扩张与财务困境》,《经济研究》2009 年第 1 期, 第 131—143 页。

4. 控制变量

参考现有文献的做法，设置以下控制变量：财务杠杆（*Lev*）、企业规模（*Size*）、总资产净利润率（*ROA*）、现金流比率（*Cashflow*）、有形资产占比（*Tang*）、企业年龄（*FirmAge*）、管理层持股比例（*Mshare*）、账面市值比（*BM*）、托宾 *Q* 值（*TobinQ*）、两职合一（*Dual*）和第一大股东持股比例（*Top1*），同时控制了年份固定效应和行业固定效应。变量的具体定义和度量方式见表 1。

表 1 变量定义与说明

变量类别	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	创新投入	<i>lnRD</i>	企业研发投入的自然对数
解释变量	企业金融化水平	<i>Fin</i>	金融资产 / 总资产, 计算方法见变量定义部分
调节变量	环境不确定性	<i>EU</i>	营业收入的变异系数
	高管过度自信	<i>Over</i>	高管过度自信哑变量
控制变量	财务杠杆	<i>Lev</i>	年末总负债 / 年末总资产
	企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	总资产净利润率	<i>ROA</i>	净利润 / 总资产平均余额
	现金流比率	<i>Cashflow</i>	经营活动现金流净额 / 总资产
	有形资产占比	<i>Tang</i>	(资产总额 - 无形资产净值 - 商誉净值) / 总资产
	企业年龄	<i>FirmAge</i>	$\ln(\text{当年年份} - \text{公司成立年份} + 1)$
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	董监高持股数量 / 总股本数量
	账面市值比	<i>BM</i>	账面价值 / 总市值
	托宾 <i>Q</i> 值	<i>TobinQ</i>	(流通股市值 + 非流通股股份数 × 每股净资产 + 负债账面值) / 总资产
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理是同一个人 1, 否则为 0
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量 / 总股数
	行业	<i>Ind</i>	控制行业固定效应
	年份	<i>Year</i>	控制年份固定效应

(三) 模型设定

1. 基本模型

为了检验企业金融化与创新投入的关系，即验证假设 1 和假设 2，构建如下模型：

$$\ln RD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{it} + \alpha_k Controls_{it} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， Fin_{it} 代表企业 i 在 t 年的金融化水平； $\ln RD_{it}$ 代表企业 i 在 t 年进行的创新投入； $Controls$ 代表上述所有控制变量； $Year$ 、 Ind 分别代表年份虚拟变量和行业虚拟变量， ε_{it} 为随机误差项。若回归系数 α_1 显著为负，则能验证假设 1，即实体企业金融化水平对创新投入存在抑制作用。

2. 调节效应

为了验证企业内外部环境的调节效应，即假设 3 和假设 4，在基本回归模型 (2) 的基础上增加了企业内外部环境变量以及与企业金融化的交互项构建了模型 (3)、(4)，

可以根据交互项系数 b_3 、 c_3 的符号正负以及显著性，来判断企业内外部环境对实体企业金融化影响创新投入的调节作用。

$$\ln RD_{it} = b_0 + b_1 Fin_{it} + b_2 EU_{it} + b_3 Fin_{it} \times EU_{it} + b_k Controls_{it} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\ln RD_{it} = c_0 + c_1 Fin_{it} + c_2 Over_{it} + c_3 Fin_{it} \times Over_{it} + c_k Controls_{it} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

三、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。被解释变量创新投入 $\ln RD$ 值分布于 [14.03, 21.80] 区间，均值为 18.000，标准差为 1.390，表明 A 股上市非金融企业研发创新行为具有普遍性，但创新投入参差不齐，差距较大，整体水平有待提升。解释变量企业金融化水平 Fin 分布于 [0,0.325] 区间，均值为 0.033，中位数为 0.007，标准差为 0.060，表明多数企业金融化程度不高，且企业间金融化水平差距大，这与杜勇等的研究一致。^① 调节变量方面，外部环境不确定性 (EU) 值分布于 [0.156,5.967] 区间，均值为 1.306，标准差为 1.010，表明研究期间企业所面临的外部环境不确定性不仅程度较高，而且呈现出较大的波动性；高管过度自信 ($Over$) 的均值为 0.470，表明有近半数的企业存在管理者过度自信的现象。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Fin</i>	13 026	0.033	0.007	0.060	0.000	0.325
<i>lnRD</i>	13 026	18.000	17.980	1.390	14.030	21.800
<i>EU</i>	13 026	1.306	1.023	1.010	0.156	5.967
<i>Over</i>	13 026	0.470	0.000	0.499	0.000	1.000
<i>Lev</i>	13 026	0.394	0.389	0.189	0.048	0.820
<i>Size</i>	13 026	22.120	21.930	1.176	20.12	25.970
<i>ROA</i>	13 026	0.043	0.042	0.064	-0.218	0.231
<i>Cashflow</i>	13 026	0.047	0.045	0.062	-0.121	0.230
<i>Tang</i>	13 026	0.906	0.941	0.095	0.523	0.997
<i>FirmAge</i>	13 026	2.819	2.833	0.359	1.609	3.497
<i>Mshare</i>	13 026	17.930	8.548	20.330	0.000	67.760
<i>BM</i>	13 026	0.594	0.589	0.236	0.130	1.130
<i>TobinQ</i>	13 026	2.089	1.699	1.218	0.885	7.669
<i>Dual</i>	13 026	0.316	0.000	0.465	0.000	1.000
<i>Top1</i>	13 026	32.160	29.990	13.890	8.630	70.420

① 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》，《中国工业经济》2017 年第 12 期，第 113—131 页。

(二) 基准回归结果

1. 主回归分析

基本回归结果如表3所示。其中,列(1)主回归控制了年份与行业固定效应,但未添加控制变量,企业金融化水平(*Fin*)的回归系数为-1.220,在1%水平下显著;列(2)主回归添加了控制变量,但未控制年份与行业固定效应,企业金融化水平(*Fin*)的回归系数为-0.557,在1%水平下显著;列(3)主回归加入控制变量,同时控制了年份与行业固定效应,企业金融化水平(*Fin*)的回归系数为-1.225,依旧为在1%水平下显著。列(1)一(3)的回归结果显示,实体企业金融化对企业创新投入存在显著的抑制作用,假设1得到验证,表明当实体企业将更多的资源和注意力投入金融活动时,其在研发创新方面的投入往往会受到挤压。

表3 企业金融化对创新投入的基本回归结果

变量	(1) lnRD	(2) lnRD	(3) lnRD
<i>Fin</i>	-1.220*** (0.192)	-0.557*** (0.191)	-1.225*** (0.153)
<i>Lev</i>	—	-0.747*** (0.070)	-0.380*** (0.057)
<i>Size</i>	—	0.908*** (0.013)	0.884*** (0.010)
<i>ROA</i>	—	0.330* (0.176)	1.027*** (0.153)
<i>Cashflow</i>	—	0.255 (0.176)	0.756*** (0.152)
<i>Tang</i>	—	0.318*** (0.099)	0.496*** (0.082)
<i>FirmAge</i>	—	0.114*** (0.028)	-0.179*** (0.026)
<i>Mshare</i>	—	0.006*** (0.000)	0.002*** (0.000)
<i>BM</i>	—	-1.276*** (0.087)	-0.839*** (0.073)
<i>TobinQ</i>	—	-0.048*** (0.014)	-0.015 (0.012)
<i>Dual</i>	—	0.156*** (0.019)	0.028* (0.015)
<i>Top1</i>	—	-0.008*** (0.001)	-0.001* (0.001)
常数项	18.043*** (0.012)	-1.463*** (0.296)	-0.861*** (0.247)
年份固定效应	控制	不控制	控制
行业固定效应	控制	不控制	控制
样本量	13 026	13 026	13 026

(续表 3)

变量	(1) lnRD	(2) lnRD	(3) lnRD
R^2	0.279	0.403	0.624
调整的 R^2	0.276	0.402	0.622

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著，括号内为标准误，下表同。

2. 调节效应分析

为检验企业内外部环境在企业金融化影响创新投入过程中的调节作用,根据模型(3)、(4)引入企业内外部环境变量以及与企业金融化的交互项进行回归分析,结果如表 4 所示。列(1)显示,交互项 $Fin \times EU$ 的回归系数为负,且在 10% 水平下显著,表明环境不确定性具有反向调节作用,随着环境不确定性程度的提高,企业金融化对创新投入的抑制作用显著增强,即环境不确定性会进一步强化企业金融化对创新投入的抑制作用,由此验证了假设 3。列(2)显示,交互项 $Fin \times Over$ 的回归系数在 1% 水平下显著为负,表明高管过度自信具有反向调节作用,当高管过度自信程度提高时,企业金融化对创新投入的抑制作用也是显著增强的,即高管过度自信会进一步强化企业金融化对创新投入的抑制作用,由此验证了假设 4。对上述结论可能的解释是,环境不确定性增加了企业对未来市场趋势的预测难度,促使企业减少风险较高的创新投入以规避潜在损失。同时,高管过度自信可能导致过度乐观地评估金融投资回报,从而加大对金融领域的投资,进一步挤占了原本用于创新的资源。

表 4 内外部环境调节效应回归结果

变量	(1) lnRD	(2) lnRD
Fin	-1.190*** (0.153)	-1.104*** (0.152)
EU	-0.062*** (0.008)	—
$Fin \times EU$	-0.209* (0.124)	—
$Over$	—	-0.086*** (0.015)
$Fin \times Over$	—	-0.993*** (0.278)
控制变量	控制	控制
常数项	-0.699*** (0.248)	-0.639*** (0.250)
年份固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
样本量	13 026	13 026
R^2	0.626	0.625
调整的 R^2	0.624	0.623

（三）稳健性检验

1. 替换解释变量

参考张成思和张步层的做法^①，从利润角度来衡量金融化，以非金融企业投资收益、公允价值变动损益以及其他综合收益等金融渠道获利加总占营业利润的比例（*FinI*）作为企业金融化的替代变量进行稳健性检验。表5列（1）为替换变量后的回归结果，回归系数的显著性与正负性和原结论保持一致，证明了原结论的稳健性。

2. 替换被解释变量

参考黎文靖和郑曼妮的研究^②，由于创新投入直接决定创新产出，所以以企业专利申请数量代替创新投入进行稳健性检验，具体使用“1+企业专利申请量”的对数（*lnPatent*）来测度企业创新投入。表5列（2）为替换变量后的回归结果，得到的估计结果与原模型基本一致，证明了原模型估计结果的稳健性。

3. 个体固定效应

“行业+时间”固定效应模型可能会忽略不同企业在某些特征（如管理模式、企业文化、技术水平等）方面的差异，进而对模型的准确性造成影响。采用个体固定效应来进行代替，可以将与企业相关的遗漏变量纳入模型中，减少其对估计结果的干扰，从而使估计更加准确与可靠。回归结果如表5列（3）所示，所得结果与前文回归估计结果保持一致，再次证明了前文回归估计结果的稳健性。

表5 稳健性检验回归结果

变量	替换解释变量 (1) <i>lnRD</i>	替换被解释变量 (2) <i>lnPatent</i>	个体固定效应 (3) <i>lnRD</i>
<i>FinI</i>	-0.038*** (0.014)	—	—
<i>Fin</i>	—	-0.688*** (0.204)	-0.643*** (0.134)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-0.774*** (0.248)	-11.492*** (0.335)	1.680*** (0.535)
年份固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	不控制
个体固定效应	不控制	不控制	控制
样本量	13 026	13 026	13 026
R^2	0.622	0.411	0.896
调整的 R^2	0.620	0.408	0.877

① 张成思、张步层：《中国实业投资率下降之谜：经济金融化视角》，《经济研究》2016年第12期，第32—46页。

② 黎文靖、郑曼妮：《实质性创新还是策略性创新？——宏观产业政策对微观企业创新的影响》，《经济研究》2016年第4期，第60—73页。

(四) 内生性检验

1. 工具变量法

为缓解反向因果引致的潜在内生性问题,本研究采用两阶段工具变量法(IV-2SLS)估计企业金融化对创新投入的影响。参考杜勇等^①、史学智和阳镇的做法^②,采用企业金融化水平(*Fin*)的滞后一期(*L.Fin*)和滞后两期(*L2.Fin*)作为工具变量(*IV*),回归结果见表6。列(1)和列(3)为第一阶段回归结果,企业金融化与两个工具变量的回归系数均显著为正,且相应的LM统计量、Wald统计量都表明这两个工具变量通过了不可识别检验和弱工具变量检验,说明这两个工具变量是满足相关性条件的强工具变量;列(2)和列(4)显示了第二阶段回归结果,使用工具变量后企业金融化与创新投入的回归系数均显著为负,与基准回归结果一致。上述各项回归结果表明本研究选取的工具变量是合适的,引入工具变量后的回归结果与基准回归结果保持一致,本研究的原结论未发生变化。

2. 倾向得分匹配法

为了缓解企业特征差异对企业金融化与创新投入之间关系的影响,本研究采用倾向得分匹配法(PSM)选择研究样本。先将企业金融化水平(*Fin*)按照中位数设置为虚拟变量,大于中位数的作为处理组取值为1,否则作为对照组取值为0。而后将财务杠杆(*Lev*)、企业规模(*Size*)、总资产净利润率(*ROA*)、现金流比率(*Cashflow*)、有形资产占比(*Tang*)、企业年龄(*FirmAge*)、管理层持股比例(*Mshare*)、账面市值比(*BM*)、托宾Q值(*TobinQ*)、两职合一(*Dual*)和第一大股东持股比例(*Top1*)作为协变量进行1:1最近邻匹配,共获得13 018个观测值,匹配检验通过后再进行回归分析。结果见表6列(5),回归结果与基准回归保持一致,表明在消除选择偏误后,原结论依旧成立。

表 6 内生性检验回归结果

变量	IV-2SLS				PSM
	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>lnRD</i>	(3) <i>Fin</i>	(4) <i>lnRD</i>	(5) <i>LnRD</i>
<i>L.Fin</i>	0.750*** (0.015)	—	—	—	—
<i>L2.Fin</i>	—	—	0.621*** (0.020)	—	—
<i>Fin</i>	—	-1.331*** (0.268)	—	-1.510*** (0.382)	-1.715*** (0.158)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制

① 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》，《中国工业经济》2017年第12期，第113—131页。

② 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》，《科研管理》2021年第4期，第147—157页。

(续表 6)

变量	IV-2SLS				PSM
	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>lnRD</i>	(3) <i>Fin</i>	(4) <i>lnRD</i>	(5) <i>lnRD</i>
LM 统计量	626.270***		393.260***		—
Wald 统计量	2 541.27[16.380]		1 012.76[16.380]		—
样本量	9 523	9 523	7 893	7 893	6 395

(五) 影响机制分析

1. 信息披露质量

上文分析表明企业金融化会挤出创新投入，下面对其影响机制进行分析：首先是信息披露质量路径，企业管理层为了掩盖企业金融化产生的不稳定信息，可能会选择降低信息披露质量，导致企业创新投入减少。一方面，信息披露质量的降低会导致投资者无法准确地评估企业创新项目的未来收益，进而对项目的投资信心下降，加大了企业获取外部资本的代价，加剧了企业受到的融资约束。另一方面，内部管理者在信息不对称的环境下，更可能出于个人利益考虑，将资源投向短期见效快的金融项目，而非风险较高但长期效益显著的创新活动。为了实证检验企业金融化通过促使企业信息披露质量下降进而影响创新投入的作用机制，借鉴黎来芳和陈占燎的做法^①，采用深交所对上市企业信息披露考核评级来衡量信息披露质量（*KV*），并参考江艇的两步法进行机制检验。^②表 7 列（2）列示了检验结果，企业金融化与信息披露质量的回归系数显著为负，说明实体企业金融化通过降低企业信息披露质量（*KV*）而挤出了研发创新投资。

2. 风险承担水平

企业金融化会导致企业风险承担水平下降，进而抑制企业创新投入。一方面，企业投资决策与企业风险息息相关，企业大量配置金融资产会导致对主业的投资减少，从而降低了企业的风险承担水平，考虑到研发创新活动的高风险性，为了避免多重风险叠加对企业经营造成冲击，管理层会选择搁置或削减研发创新活动。另一方面，由于金融资产投资可以带来稳定收益，降低了企业对创新风险的容忍度，企业的创新意愿可能会下降。管理层和股东可能更倾向于维持现有的业务模式和市场地位，而不愿意承担创新带来的不确定性和风险。为了实证检验企业金融化通过促使企业风险承担水平降低进而影响创新投入的作用机制，借鉴苏坤的研究^③，使用年化日收益率标准差的对数来衡量企业风险承担水平（*CRT*）。检验结果如表 7 列（3）所示，企业金融化与风险承担水平的系数也显著为负，这说明，实体企业金融化通过降低企业风险承担水平（*CRT*）而挤出了研发创新投资。

① 黎来芳、陈占燎：《控股股东股权质押降低信息披露质量吗？》，《科学决策》2018 年第 8 期，第 1—20 页。
② 江艇：《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》，《中国工业经济》2022 年第 5 期，第 100—120 页。
③ 苏坤：《管理层股权激励、风险承担与资本配置效率》，《管理科学》2015 年第 3 期，第 14—25 页。

表 7 机制检验回归结果

变量	(1) $\ln RD$	(2) KV	(3) CRT
Fin	-1.225*** (0.153)	-0.299*** (0.095)	-0.091*** (0.035)
控制变量	控制	控制	控制
常数项	-0.861*** (0.247)	-0.381** (0.158)	-2.216*** (0.058)
年份固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
样本量	13 026	11 533	13 026
R^2	0.624	0.172	0.540
调整的 R^2	0.622	0.167	0.537

注：信息披露质量（ KV ）和风险承担水平（ CRT ）剔除缺失值后参与回归的样本量分别为 11 533 和 13 026。

四、异质性检验

（一）产权性质

为考察企业所有权性质对实体企业金融化与创新投入关系的影响，区分国有企业和非国有企业进行异质性检验，结果见表 8。通过表 8 列（1）、（2）可知，企业配置金融资产对创新投入的“挤出效应”在所有权性质不同的企业中都有体现，但明显国有企业中的“挤出效应”更加显著。这可能是因为：国有企业在获取外部资金时成本较低、约束较小，故其创新意愿也较低，且由于激励机制和经营效率问题，更可能将资金投入金融市场以获取短期收益；而非国有企业，尤其是民营企业，为了在竞争激烈的市场中立足并获取更大的市场份额，通常具有更强的创新动机。它们更倾向于通过技术创新来提升产品竞争力和生产效率。

（二）企业规模

为检验不同规模企业在金融化影响创新投入方面的差异，本研究以企业规模中位数为标准，将样本划分为大规模企业和小规模企业，进行企业规模异质性检验，结果如表 8 所示。通过表 8 列（3）、（4）可以看出，企业配置金融资产对创新投入的“挤出效应”在不同规模的企业中都有体现，但明显大规模企业中这种“挤出效应”更加显著。这可能是因为：大规模企业在金融化过程中，由于其庞大的资产规模和复杂的业务结构，更容易将大量资源投入金融领域，从而挤占了原本用于创新活动的资源；相比之下，小规模企业的资源相对有限，金融化对其创新资源的“挤占效应”可能不那么显著。

（三）融资约束

融资约束不同的企业，其金融化对创新投入的抑制效应可能会存在差异，本研究选择使用 SA 指数表示企业融资约束水平，并据中位数将样本按照融资约束程度分为高融

资约束组与低融资约束组，进行企业融资约束异质性检验，结果如表 8 所示。通过表 8 列（5）、（6）可以看出，在两种融资约束水平下，企业配置金融资产都对创新投入产生了“挤出效应”，但明显高融资约束企业中这种“挤出效应”更加显著。这可能是因为：对于高融资约束的企业来说，由于外部融资条件和规模的限制，往往面临更严重的资金短缺问题，这些企业在金融化过程中，可能会基于逐利动机，将有限的资金更多地投入金融资产中，以求短期回报；而低融资约束企业，因拥有更多的可支配资金和更为宽松的融资环境，故金融化对创新投入的抑制作用相对较弱。

表 8 异质性检验回归结果

变量	国有企业	非国有企业	大规模企业	小规模企业	高融资约束企业	低融资约束企业
	(1) lnRD	(2) lnRD	(3) lnRD	(4) lnRD	(5) lnRD	(6) lnRD
<i>Fin</i>	-2.167*** (0.388)	-0.888*** (0.165)	-1.512*** (0.240)	-0.848*** (0.183)	-1.307*** (0.207)	-1.006*** (0.280)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.272 (0.620)	-1.513*** (0.287)	-0.621 (0.415)	-2.872*** (0.483)	-0.700* (0.415)	-1.094*** (0.340)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	3 127	9 899	6 513	6 513	6 511	6 515
R^2	0.663	0.632	0.580	0.473	0.582	0.668
调整的 R^2	0.656	0.629	0.576	0.468	0.578	0.664

五、研究结论与政策建议

本文依据 2010—2022 年我国沪深上市 A 股非金融企业的数据，实证研究了实体企业金融化对创新投入的影响、作用机制以及外部环境不确定性和内部高管过度自信对两者关系的调节作用。结果表明：（1）实体企业金融化对创新投入有显著的挤出效应，其作用机制为企业金融化通过降低企业信息披露质量与风险承担水平，进而抑制企业创新投入；（2）调节效应检验结果表明，外部环境不确定性与内部高管过度自信均会加重实体企业金融化对创新投入的挤出效应；（3）异质性分析结果表明，在国有企业、大规模企业和高融资约束企业中，实体企业金融化对创新投入的挤出效应较其他类型企业更加显著。本文的研究结论为增加创新投入、实现高质量发展得出以下几点启示：

第一，政府要加强对企业金融化的监管和引导，防止金融资本过度涌入非金融领域，挤压实业创新投入。同时，出台相关的政策予以支持，提供合适的技术创新环境，为企业加大创新投入提供良性背景。

第二，改善营商环境，降低外部环境不确定性对企业创新投入的影响。通过建立健全法律法规体系并强化市场监管机制，提升市场运作效率，构建一个有利于企业创新发

展的外部环境。

第三，企业应采取积极措施增强自身适应性和韧性，提高企业面临环境不确定性的应对能力，并通过持续的研发投入、优化融资结构、提升企业治理等多方面努力，在不断变化的环境中保持竞争优势和创新能力。

第四，高管团队应持谨慎而理性的态度，审慎评估企业金融化策略与创新战略的平衡，明确认识到金融市场的波动性与不确定性，以及过度金融化可能带来的系统性风险，避免盲目追求短期财务回报而忽视长期创新价值，注意推动企业实现可持续发展。

第五，企业要提高信息披露质量，增加透明度，减少信息不对称，建立科学、完善的风险管理机制，对高管决策进行科学合理的评估和监督，防止高管过度自信而导致盲目投资行为。

Financialization of Entity Enterprises, Internal and External Environment , and Innovation Input

WANG Sanxing, LI Ya, Huang Chuyun

Abstract: In today's economic situation, the phenomenon of financialization of entity enterprises has become increasingly prominent, and its impact on enterprise innovation investment has attracted much attention. Based on the sample of China's Shanghai-Shenzhen A-share listed companies from 2010 to 2022, this paper studies the impact and mechanism of financialization of entity enterprises on innovation input, and further analyzes it from the perspective of internal and external environment of enterprises. The results show that the financialization of entity enterprises has a significant crowding out effect on innovation input, and the mechanism is that the financialization of entity enterprises reduces the quality of information disclosure and the level of risk taking, and then inhibits the innovation input of enterprises. The results show that both the uncertainty of external environment and the overconfidence of internal executives will increase the crowding out effect of financialization of entity enterprises on innovation input. Heterogeneity test shows that the crowding out effect of financialization of entity enterprises on innovation input is more significant in state-owned, large-scale and high-financing constrained enterprises. The conclusions of this paper provide theoretical reference and practical suggestions for understanding and managing corporate financialization from the perspective of internal and external environment.

Keywords: financialization of entity enterprises; innovation input; external environment uncertainty; executive overconfidence

(责任编辑：陈 彬)