

# 长三角制造企业金融化对创新投入的影响研究<sup>1</sup>

常州大学商学院 季小立 金洁

**【摘要】**金融赋能推动制造业企业升级的机制之一是通过增加创新投入提升企业研发能力。文章以 2013—2018 年长三角制造业 A 股上市公司为样本, 研究制造企业金融化对创新投入的影响, 并基于外部视角考察政府补助和市场竞争对企业金融化与创新投入关系的调节作用。研究结果表明: 长三角制造企业金融化的挤出效应显著, 抑制企业的创新投入; 政府补助与市场竞争削弱了企业金融化对创新投入的挤出效应。进一步研究发现政府补助的弱化效应在高新技术企业中表现得较为显著, 而市场竞争的抑制效应无论在高新技术企业还是非高新技术中均较为明显。本研究为长三角制造业企业以制造与金融等服务功能叠加来加快产业升级, 在促进企业金融投资和创新投资协调发展的同时防范金融风险提供实证参考。

**【关键词】**企业金融化; 长三角制造业; 创新投入; 政府补助; 市场竞争

**【中图分类号】**F273.1   **【文献标识码】**A   **【文章编号】**1004-5937 (2021) 04-0100-08

## 一、引言

随着我国进入经济增长动力由“要素驱动”向“创新驱动”转变的新时期, 如何引导企业关注技术创新, 促进实体经济发展是我国重点关注的问题。然而近年来制造业作为实体经济的代表面临着主业利润疲软、产能过剩、技术创新能力不足等困境; 在短期内通过风险大、周期长、收益迟缓的技术创新很难扭转局面。在实体制造业面临投资回报率下滑的高风险下, 企业为使金融服务于制造业, 纷纷改变资金流向将大量资金从产业资本中抽离投入到收益高、周期短、流动性强、交易成本低的金融市场获取高额收益。制造业转向虚拟经济, 并逐渐增加金融资产的配置, 使得以房地产为主导的金融市场呈现逆周期上扬的趋势, 加速了制造企业金融化的形成。

但是企业金融化的产生容易给实体经济的发展带来很大的不确定因素, 大量资金流入金融市场, 将使企业投资偏离主营业务, 导致企业创新投资的意愿低迷; 实体经济疲软、虚拟经济膨胀不利于我国经济和金融的协调发展。党的十九大报告指出: “要深化金融风险体制改革, 增强金融服务实体经济的能力”, 为使经济保持高质量发展, 要健全和完善金融体系, 促进具有创新动力的企业健康发展。政府补助作为产业政策的重要手段之一是否能够激励企业的创新投入, 市场环境作为企业生存和发展的外部力量是否会影响企业金融化与创新投入的关系, 是大多学者较为关注的问题。鉴于此, 本文考虑到经济发展动能必须要有牵头企业的引领, 选择了发展较快的长三角地区, 以 2013—2018 年长三角制造业 A 股上市公司为样本, 结合实证探讨以下三个问题: (1) 长三角制造企业的金融化行为将如何影响企业对于创新的投入。(2) 政府补助和市场竞争是否会影响企业金融化与创新投入的关系。(3) 行业技术差异会对企业金融化与创新投入产生怎样的影响。

## 二、文献综述

**基金项目:** 国家社会科学基金一般项目“城市群演化视角的长三角制造业企业功能升级与空间互适研究”(18BJL080)“教育部人文社科重点研究基地重大项目”“长江三角洲全面建成小康社会中的创新发展研究”(19JJD790002); 国家社科基金重大项目“我国就业量质协调发展的动态监测与保障体系研究”(20&ZD128); 常州大学“现代服务业发展与治理研究基地”项目; 江苏高校“青蓝工程-中青年学术带头人”项目

**作者简介:** 季小立(1972—), 男, 江苏靖江人, 博士, 常州大学商学院教授, 研究方向: 区域经济与金融、产业经济学、创新管理; 金洁(1995—), 女, 河南平顶山人, 常州大学商学院硕士研究生, 研究方向: 区域经济与创新

创新是企业发展的内部驱动力，历来受到学者们的广泛关注。目前学者们已从产业政策、融资约束、企业规模、市场环境、企业的内部治理等方面探究其对企业创新的影响。但在制造业市场需求日益饱和、产能过剩矛盾突出、投资利润空间日趋狭窄的形势下，金融业呈现良好的发展态势。学者们逐渐对企业资源配置倾向金融投资这一趋势产生兴趣。杨笋等<sup>[1]</sup>的研究表明企业配置交易性金融资产的动因是为缓解外部融资约束，减弱企业投资现金的敏感度，继而增强研发投入的可持续性。谢家智等<sup>[2]</sup>认为，驱使制造业进行金融化的原因在于：（1）制造业发展环境恶化，创新能力与创新意愿不足；（2）金融投资活动扩大导致投资收益虚高；（3）机构投资者的短视行为，许罡等<sup>[3]</sup>认为，金融行业的超额利润远高于企业自身经营利润是促使企业进行金融投资的重要原因。

当前文献对企业金融化的研究大多从微观层面出发。刘贯春<sup>[4]</sup>的研究表明，企业金融资产的配置可以应对现金流风险、缓解融资约束带来的高昂成本，而金融资产获得的高额收益可以反哺企业的创新活动。亚琨等<sup>[5]</sup>的研究表明，企业配置金融资产主要通过增加企业承担的风险及盈余管理程度而负向挤出创新投资，而且经济政策不确定性在市场竞争程度低和非高新技术企业中对二者之间的抑制作用更为显著。蔡宗朝等<sup>[6]</sup>认为，企业金融化主要通过降低企业研发投入强度和扰动财务稳定进而抑制企业的技术创新活动。赵立伟等<sup>[7]</sup>以高新技术企业为样本，研究发现金融化对技术创新的抑制作用在非国有、高盈利、高成长性企业中更显著。但也有学者指出，实体企业金融化的挤出效应存在拐点，当金融化程度超过 23%时，表现为促进效应<sup>[8]</sup>。

综上所述，学者们对企业金融化产生的经济后果尚未得出一致结论，并且企业金融化的创新投入效应是否会受政府补助以及市场竞争的干预鲜有学者涉及。本文可能的贡献在于：（1）从制造企业金融化的现象阐述其对企业创新投入的影响，为长三角制造业完善投资结构，提高研发创新水平，防范金融风险提供参考。（2）基于外部视角试图拓展以往研究，将政府补助与市场竞争纳入企业金融化与创新投入的相关研究，探讨其调节效应以及在行业技术差异中的影响。

### 三、理论分析与研究假设

#### （一）企业金融化的创新投入效应

既有理论和研究表明，企业金融化对创新投入的影响主要表现为两种：一是蓄水池效应，二是挤出效应。创新是使企业保持竞争优势、实现可持续发展的动力，但是由于其具有高风险、周期长、成本高和投资收益滞后的特点，使得企业的创新活动常面临着融资约束的困境。刘贯春<sup>[4]</sup>认为，企业可凭借金融资产变现能力强和交易成本低的特点进行预防性储蓄分散资金链断裂带来的风险，缓解企业融资约束的困境。短期金融资产可作为现金资产的替代品，必要时可将其出售弥补资金短缺的压力，提高资金利用率，为创新活动提供资金支持；长期金融资产可以反哺企业的创新活动。因此市场低迷和主业利润日益下降的形势下，企业投资金融可以增加短期盈利，发挥金融资产的蓄水池效应。

金融资产配置在发挥蓄水池效应的同时也会存在挤出效应。近年来实体制造业在原材料价格、人工成本方面的优势已不复存在，面临着投资回报率下滑的风险，而以房地产为主导的金融业却呈现良好的发展趋势。当企业在商品市场的投资回报无法获得预期收益时，在逐利动机的驱使下将会加强投资金融的意愿，选择收益高、交易成本低、发展势头好的金融业获取可观收益。由资源配置理论可知，企业将过多精力和资源投入资本市场，将会弱化对主营业务的投入，侵占原本用于创新的资源，挤压企业的创新投资。而且现代企业管理实行高管薪酬激励机制，使得管理者薪酬与企业短期股票价格表现挂钩，而管理者本身又对企业投资具有很大的自由裁量权。这种情况下，管理者更多的是考虑自身利益，企业金融化可增加管理者的收益。此外股东与管理者之间存在代理问题，二者的利益冲突使得企业必须在短期金融资产收益与长期发展中做出选择。鉴于创新风险大、周期长、成本高和投资收益滞后的特点，若投资失败将直接影响管理者的收益<sup>[5]</sup>。杜勇等<sup>[6]</sup>认为，企业对金融资产投资失败的容忍度高于创新投资，金融投资一旦失败可将原因归咎于市场风险等外部因素。因此金融资产较高的回报率和较强的适用性会激发管理者的短视行为，降低企业的危机感和竞争性，忽视对企业长期发展有利的研发投资活动，削弱创新的动力。基于以上分析本文提出假设 1。

H1: 企业金融化的挤出效应占主导作用, 即金融化将抑制企业的创新投入。

## (二) 政府补助对企业金融化与创新投入的影响

当前我国经济正处于下行期, 制造业投资金融渠道的比例大幅度上升而投资实体经济的意愿低迷, 虚拟经济的“热”与实体经济的“冷”成为当前最为突出的结构性问题<sup>[10]</sup>, 为适应我国经济发展, 政府会对企业创新给予资助, 抑制金融市场膨胀, 减缓经济“脱实向虚”的趋势。本文认为政府补助会削弱企业金融化对创新投资的负面影响。首先, 政府补助可以缓解企业创新资金不足的困境。企业创新所需资金源于内部和外部的融资, 但是创新所具备的特性导致其内部融资往往受到众多不可控因素的影响, 此时企业更希望通过外部资金的支持来开展创新活动。但是创新活动所涉及的信息属于商业机密, 无法向大众披露创新活动项目的细节。外部投资者因缺乏专业知识而又与企业之间存在信息不对称, 无法及时有效地了解创新活动的细节, 因此其很难评估创新项目的预期回报。政府为企业创新提供资助, 可以给企业带来直接或间接的收益, 缓解企业创新过程中的外部融资约束问题。其次, 政府补助代表一定程度的政策扶持导向, 不仅可以向外界表达政府对企业的认可, 还能提高企业的知名度与美誉度。政府补助作为企业创新的重要支持力量, 还可向企业传递其投资是有价值的信号; 降低企业研发的商业风险以及未来需求市场的不稳定性, 提高预期收益率。再次, 政府通过财税政策、创新资助的方式给予企业创新支出补贴可以缩小企业创新收益与社会投资收益的差距, 弥补技术创新市场失灵的现象。然而还有一些学者对政府补助与企业创新的关系持有不同的观点。黎文靖等<sup>[11]</sup>认为, 企业为了缓解自身的资金压力, 获得政府持续性的产业支持, 可能会进行策略式的创新, 一味追求创新的“数量”和“速度”。企业为了迎合政府的政策而申请研发补贴的行为, 获得补助后可能并不会进行实质性的创新, 反而将资金投入到其他生产经营领域, 从而间接挤出了企业的创新投入。但是结合我国的具体环境, 本文认为政府补助对企业创新的正向影响占主导作用。基于以上分析, 本文提出假设 2。

H2: 政府补助对企业金融化与创新投入的关系起调节作用, 减弱企业金融化对创新投入的负面影响。

## (三) 市场竞争对企业金融化与创新投入的影响

创新是以竞争为核心的市场经济制度的基本特征<sup>[12]</sup>, 企业金融资产配置与创新投入的关系受其所面临外部市场竞争程度的影响。企业如何凭借技术和创新优势成为行业的领跑者, 取决于前期对创新的投入。创新虽能为企业长远发展带来巨大的经济收益, 但其所具有周期冗长、高风险以及研发结果不确定的特征会使管理者在创新决策时考虑多方面的因素; 市场环境作为企业生存和发展的外部力量, 是管理者在进行创新决策时需要考虑的重要因素之一。简泽等<sup>[13]</sup>的研究表明, 市场竞争的破坏性会推动市场份额由低技术企业向高技术企业转移。夏清华等<sup>[14]</sup>认为, 高新技术企业所面临的市场竞争对创新投入的影响是非线性关系, 在形态上呈现倒 U 型, 目前学术界关于市场竞争对企业创新的影响并未得出一致的结论, 但随着我国专利保护制度的健全, 创新仍然是驱动企业保持核心竞争力的重要力量。因此, 本文认为市场竞争能够缓解企业金融化对创新投入的挤出效应。

首先, 市场竞争的破坏性会引发企业的“优胜劣汰”效应, 市场竞争愈激烈, 企业面临淘汰的风险越大。随着消费者需求的日益多样化和个性化, 创新较少、盈利能力恶化的企业会逐渐丧失市场竞争力。企业为避免被淘汰的风险, 将会加大研发投入以占据市场优势, 创造更具差异化的产品适应市场的变化<sup>[15]</sup>。其次, 外部市场竞争的压力可以缓解信息不对称和委托代理关系导致的冲突, 促使企业进行技术更新, 努力在竞争中得以生存<sup>[16]</sup>。再次, 市场竞争激烈的环境市场透明度高可迫使企业披露更多信息, 替代股东对管理者的监督职能并可对其投资行为进行约束, 在一定程度上弱化管理者偏好金融投资的短视行为。管理者为规避由于自身经营不善而使企业丧失竞争力所带来的破产和被免职的风险, 将会从长远的角度制定企业的发展战略。管理者将会在金融投资与实体投资之间做出理性的选择, 凭借研发更具差异化的产品以及成本领先优势给企业带来丰厚收益, 削弱金融化对企业创新投资的负面影响。最后, 市场竞争可以抑制管理者通过持有高收益的金融资产牟取私利而实现利润转移的动机, 迫使其专注于主营业务的经营, 通过提升企业业绩提高自身收益<sup>[17]</sup>。基于以上分析, 本文提出假设 3。

H3: 市场竞争促进企业创新, 并会减弱企业金融化的挤出效应。

## 四、模型设定与研究设计

### (一) 样本选择与数据来源

本文以 2013—2018 年长三角制造业 A 股上市公司为样本, 为保证数据的有效性, 对其做如下处理: (1) 剔除 2013—2018 年 ST、\*ST 的上市企业。(2) 剔除未披露研发数据的企业。(3) 剔除企业基础数据缺失的观测值。(4) 剔除在 2013—2018 年上市的企业。样本数据来源于 CSMAR 数据库, 采用 Stata12.0 软件对数据进行处理。

### (二) 变量定义

1. 因变量: 创新投入。本文采用刘靖等<sup>[18]</sup>的方法衡量企业的研发投入水平—企业当年研发投入的自然对数。

2. 自变量: 企业金融化。本文借鉴 Orhangazi<sup>[19]</sup>、Demir<sup>[20]</sup>的方法, 采用非货币金融资产与总资产之比衡量企业金融化程度。非货币金融资产包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资、投资性房地产。

3. 调节变量: 政府补助、市场竞争。本文参考杨国超等<sup>[21]</sup>的做法衡量政府补助的程度—企业年报披露的营业外收入中政府补助的自然对数。借鉴夏清华等网的方法使用企业销售费用与营业收入的比值作为衡量市场竞争的代理变量, 该指标越大代表企业所面临的市场竞争越激烈。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	创新投入	R&D	研发投入总额取自然对数
自变量	企业金融化	Fin	非货币金融资产/总资产×100
调节变量	政府补助	Sub	企业年报披露的营业外收入中政府补助的自然对数
	市场竞争	Com	销售费用/营业收入×100
控制变量	企业规模	Size	企业总资产的自然对数
	经营业绩	Roa	净利润/总资产
	企业资本结构	Lev	总负债/总资产
	资本密集度	Fixed	固定资产/总资产
	企业年龄	Age	观测年份减去企业上市年份

4. 控制变量: 通过现有研究发现企业规模、经营业绩、企业资本结构、资本密集度以及企业年龄会对企业的创新投入产生影响, 为了排除其对研究对象的干扰, 本文将其作为控制变量。

各变量定义见表 1。

### (三) 计量模型设定

为检验制造企业金融化的创新投入效应, 本文使用面板数据固定效应进行回归分析。具体模型如下:

$$R \& D = \alpha + \beta_1 \text{Fin} + \beta_2 \text{Contr} + \text{Year} + \varepsilon \quad (1)$$

$$R \& D = \alpha + \beta_1 \text{Fin} + \beta_2 \text{Sub} + \beta_3 \text{Fin} \times \text{Sub} + \beta_4 \text{Contr} + \text{Year} + \varepsilon \quad (2)$$

$$R \& D = \alpha + \beta_1 \text{Fin} + \beta_2 \text{Com} + \beta_3 \text{Fin} \times \text{Com} + \beta_4 \text{Contr} + \text{Year} + \varepsilon \quad (3)$$

其中，R&D 为企业的创新投入，Fin 代表企业金融化，Sub 代表政府补助，Com 代表市场竞争，Contr 代表控制变量， $\varepsilon$  代表随机误差项。模型 1 用来检验制造企业金融化对创新投入的影响，模型 2 和模型 3 用来检验 H2、H3，若模型 2 与模型 3 的估计值显著为正或负，则代表政府补助或市场竞争对企业金融化与企业创新投入的关系起调节作用。模型 2 与模型 3 中若与 S 的符号一致，则说明调节变量加重了企业金融化对创新的影响，如果符号相反，则说明调节变量削弱了企业金融化对企业创新的影响。

## 五、实证结果及分析

### (一) 变量的描述性统计

由表 2 的描述性统计显示，企业研发投入的均值为 17.910，最小值为 11.313，最大值为 21.391，表明不同企业对创新的投入存在一定差异。企业金融化的均值为 5.386，最小值为 0，最大值为 57.701，最小值和最大值相差较大，表明长三角制造企业金融化的水平存在较大的差异。政府补助的变化范围为 7.824 到 19.877，均值为 16.311，表明长三角制造业获得政府对创新的补助表现出差异性。市场竞争的最小值为 0.173，最大值为 55.626，可看出企业面临着不同程度的市场竞争。

表 2 描述性统计

	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
R&D	2022	17.910	1.117	11.313	21.391
Fin	2022	5.386	7.593	0	57.701
Sub	2022	16.311	1.238	7.824	19.877
Com	2022	7.106	7.598	0.173	55.626
Size	2022	21.938	0.851	19.199	24.317
Roa	2022	0.041	0.057	-0.801	0.275
Lev	2022	0.374	0.178	0.020	0.979
Fixed	2022	0.236	0.122	0.003	0.672
Age	2022	9.147	6.023	1	28

### (二) 回归结果分析

为了排除内生性问题，本文采用面板数据固定效应估计金融化对企业创新投入的影响，以及政府补助和市场竞争对二者关系的调节效应。表 3 中的回归 (1) 主要检验企业规模、经营业绩、企业资本结构、资本密集度和企业年龄是否会对企业创新产生

影响, 结果表明: 企业规模 ( $\beta = 0.839, p < 0.001$ )、企业经营业绩 ( $\beta = 0.764, p < 0.001$ )、资本密集度 ( $\beta = 0.340, p < 0.1$ )、企业年龄 ( $\beta = 0.0416, p < 0.001$ ) 对企业的创新投入产生显著的正向影响, 这表明企业规模越大、经营业绩越好、资本越密集以及成立年限越久的企业对创新投入的力度越大。而企业的资本结构 ( $\beta = -0.305, p < 0.05$ ) 对创新产生了抑制效应, 阻碍了企业对创新的投入。此外, 这五个控制变量的回归结果较稳健, 无论是显著性还是其符号, 回归(2)一回归(6)都与回归(1)的结果一致。

表 3 中的回归(2)用来检验制造企业金融化的创新投入效应, 由回归结果可知, Fin 的系数显著为负 ( $\beta = -0.0108, p < 0.001$ ), 说明长三角制造企业金融化的挤出效应占主导作用。在经济增长速度放缓、新旧动能转换、宏观经济波动的背景下, 企业都在敏锐地捕捉市场的动态。大量产业资本涌入金融和房地产带来高额收益, 致使企业投资决策者出现短视行为, 在金融资本市场中迷失自我, 意识不到科技创新对自身发展的积极影响, 在短期内寻求利益最大化, 减少对于创新的投资。因此企业的金融化行为抑制了企业对于创新的投入, 本文的 H1 成立。回归(3)与回归(4)的结果表明政府补助 ( $\beta = 0.054, p < 0.001$ ) 和市场竞争 ( $\beta = 0.0118, p < 0.001$ ) 均能促进企业的创新投资, 验证了本文的假设。回归(5)和回归(6)表示加入政府补助和市场竞争后, 二者对企业金融化与创新投入的调节效应。回归(5)的结果显示企业金融化与政府补助交乘项的系数在 1%的水平显著为正 ( $\beta = 0.0077, p = 0.001$ ), 这表明政府补助减弱了企业金融化对创新投入的挤出效应, 因此本文的 H2 成立。从回归(5)中可以看出企业金融化与市场竞争交乘项的系数在 1%的水平显著为正 ( $\beta = 0.0012, p = 0.001$ ), 表明市场竞争对企业金融化与企业创新投资具有调节作用, 削弱了企业金融化对创新投资的抑制作用, 本文的 H3 成立。

表 3 企业金融化对创新投入影响的面板回归

	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)	回归(5)	回归(6)
Fin		-0.0108*** (-3.95)			-0.0072** (-2.55)	-0.0118*** (-4.30)
Sub			0.0540*** (3.65)		0.0546*** (3.73)	
Com				0.0118*** (2.98)		0.0132*** (3.34)
Fin×Sub					0.0077*** (4.66)	
Fin×Com						0.0012*** (3.65)
Size	0.8390*** (21.33)	0.8220*** (20.84)	0.7960*** (19.46)	0.8430*** (21.47)	0.7810*** (19.19)	0.8290*** (21.13)
Roa	0.7640*** (3.39)	0.7090*** (3.16)	0.7570*** (3.38)	0.8160*** (3.62)	0.6560*** (2.94)	0.7790*** (3.48)
Lev	-0.3050** (-2.26)	-0.3280** (-2.44)	-0.2990** (-2.22)	-0.3190** (-2.37)	-0.3240** (-2.43)	-0.3550*** (-2.65)
Fixed	0.3400* (1.91)	0.2870 (1.61)	0.2880 (1.62)	0.3750*** (2.11)	0.2550 (1.45)	0.3200* (1.80)
Age	0.0416*** (5.04)	0.0490*** (5.82)	0.0409*** (4.97)	0.0391*** (4.72)	0.0488*** (5.84)	0.0457*** (5.43)
常数项	-0.8430 (-1.03)	-0.4440 (-0.54)	-0.7680 (-0.95)	-0.9970 (-1.22)	0.3900 (0.46)	-0.6350 (-0.78)
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 统计值	16.98***	15.32***	15.47***	17.08***	13.97***	15.56***

R <sup>2</sup>	0.434	0.439	0.438	0.437	0.450	0.446
观测值	2022	2022	2022	2022	2022	2022

注:括号中的数值为回归系数的 t 统计量,本文对交乘项中的各项进行了中心化处理,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 1() %、5%、1% 的水平上显著,下同。

### (三)稳健性检验

为了使研究结果更具稳健性和可靠性,本文借鉴晋盛武等<sup>[22]</sup>的研究方法将研发支出占营业收入的比重作为创新投入的替代变量。由表 4 的回归(1)可看出企业金融化对创新投入的影响仍然显著为负,回归结果仍然支持 H1。为了进一步验证政府补助与市场竞争的调节作用,本文更换了变量的测量方式,借鉴夏清华等<sup>[14]</sup>将企业所获得的政府补助总额与营业收入的比重替代政府补助的程度,孙瑞等<sup>[23]</sup>将市场占有率(企业主营业务收入占行业主营业务收入的比重)作为市场竞争的替代变量,按照上述方法重新进行回归,结果仍然支持 H2、H3,说明本文的研究结果具有稳健性。

## 六、进一步研究

为了进一步检验行业技术差异是否会对企业金融化与创新投资产生影响,本文参考周雪峰等国的做法将通用设备、专用设备、交通运输设备、电气机械及器材、计算机及其他电子设备、通信设备、仪器仪表及文化办公机械行业界定为高新技术产业,将长三角制造业 A 股上市公司分为高新技术企业和非高新技术企业。由表 5 的回归结果可看出非高新技术企业中,Fin 的系数为 -0.0136 并在 1% 的水平显著,Fin×Sub 的系数为 0.0023,但不显著。高新技术企业中,Fin 的系数为 -0.0067 但不显著,Fin×Sub 的系数为 0.0148,在 1% 的水平显著;而 Fin×Com 的系数无论在高新技术企业还是非高新技术企业都显著为正。

表 4 稳健性检验

	回归(1)	回归(2)	回归(3)	回归(4)	回归(5)
Fin	-0.0006** (-3.19)		-0.0137** (-4.25)		-0.0144** (-4.08)
Sub		0.0765** (3.08)	0.0476* (1.67)		
Com				0.765** (2.89)	0.558* (1.95)
Fin×Sub			0.0065* (1.83)		
Fin×Com					0.0485* (1.67)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.105* (1.81)	-1.030 (-1.26)	-0.529 (-0.65)	0.355 (0.39)	0.708 (0.77)
年份	控制	控制	控制	控制	控制
F 统计值	4.10***	16.12***	14.45***	16.47***	14.93***

R <sup>2</sup>	0.014	0.437	0.443	0.437	0.443
观测值	2022	2022	2022	2022	2022

表 5 行业技术差异的影响

	创新投入		政府补助的调节效应		市场竞争的调节效应	
	高新技术企业	非高新技术企业	高新技术企业	非高新技术企业	高新技术企业	非高新技术企业
Fin	-0.0067 (-1.63)	-0.0136*** (-3.66)	-0.0009 (-0.22)	-0.0122*** (-3.13)	-0.0079* (-1.94)	-0.0470*** (-3.94)
Sub			0.0805*** (3.86)	0.0398** (1.97)		
Com					0.0119 (1.35)	0.0138*** (2.87)
Fin×Sub			0.0148*** (6.71)	0.0023 (0.98)		
Fin×Com					0.0018*** (3.22)	0.0009*** (3.65)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.0486 (0.04)	-1.0870 (-0.90)	1.6080 (1.42)	-0.5470 (-0.44)	-0.3220 (-0.29)	-1.0810 (-0.90)
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 统计值	16.980***	15.450***	11.470***	14.480***	12.860***	15.610***
R <sup>2</sup>	0.490	0.413	0.527	0.416	0.499	0.420
观测值	913	1109	913	1109	913	1109

由此可看出行业技术差异影响企业金融化的创新投入效应。出现此结果的原因可能在于：高新技术企业属于技术密集型行业，技术更新换代快，对创新的需求相对来说较大，再加上其本身就拥有技术、员工等优势条件，有利于企业创新活动的开展。即使在虚拟经济繁荣的情况下，也不会轻易减少企业对于技术创新的投入而把大量资金投入金融与房地产上。对于高新技术企业来讲，跨行套利的机会成本大，配置金融资产只是盈余管理，研发投入才是硬性要求<sup>[6]</sup>。政府出台对企业研发创新补贴的政策，高新技术企业相对于非高新技术企业更能响应政府的政策，其生存和发展依赖于技术创新，因此在高新技术企业中政府补助削弱企业金融化的挤出效应会更明显。而市场竞争作为企业生存和发展的外部力量，是威胁企业生存迫使其进行创新的推动力。无论是高新技术企业还是非高新技术企业，为了生存和发展都会进行技术革新获得市场优势，因此市场竞争会减弱企业金融化对创新投入的负面影响。

## 七、研究结论与启示

本文选择 2013—2018 年长三角制造业 A 股上市公司作为研究样本，并引入政府补助与市场竞争作为调节变量，分析了长三

角制造企业金融化对研发投入的影响。经检验后,本文得出的主要结论如下:(1)企业金融化的挤出效应占主导,说明长三角区域内制造企业的金融化行为在一定程度上抑制了企业的创新投入。(2)政府补助与市场竞争抑制了企业金融化对创新投入的挤出效应。(3)企业金融化的挤出效应存在行业技术差异,企业金融化的挤出效应在非高新技术企业中的表现较为显著。政府补助的弱化效应在高新技术企业中的表现较为显著,而市场竞争无论在高新技术企业还是非高新技术中,均会弱化企业金融化对创新投入的负面影响。

虽然目前我国制造业还未出现过度金融化的现象,但是随着企业配置金融资产的增加会抑制企业对于研发的投入甚至会削弱主营业务的投资,过度金融化的风险会越来越大,为了防止我国经济出现空心化,本文提出的政策建议如下:(1)国家要完善金融体系,强化金融监管。防止企业将研发资金过度流向金融市场,引导金融回归本真,促使金融资源服务实体经济而不是替代实体经济。(2)政府除了通过财税政策刺激企业加大研发投入,还应加强对非高新技术企业创新投资的政策引导,充分释放补助对创新的积极效应,有针对性地刺激企业创新。(3)完善市场竞争机制、构建公平竞争体系、实施产权保护政策,确保企业外部环境更加有助于创新型企业维持竞争优势,促进非创新型企业为维持市场份额而加大创新力度,实现转型升级。

### 【参考文献】

- [1]杨箐,刘放,王红建.企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为?[J].管理评论,2017,29(2):13-25,34.
- [2]谢家智,王文涛,江源.制造业金融化、政府控制与技术创新[J].经济学动态,2014(11):78-88.
- [3]许罡,伍文中.公司金融化投资之谜:盈余管理抑或金融套利?[J].证参市场导报,2018(8):20-28.
- [4]刘贯春.金融资产配置与企业研发创新:“挤出”还是“挤入”[J].统计研究,2017,34(7):49-61,
- [5]亚琨,罗福凯,李启佳.经济政策不确定性、金融资产配置与创新投资[J].财贸经济,2018,39(12):95-110.
- [6]蔡宗朝,吴非,李华民.金融资产配置激励与企业创新[J].金融理论与实践,2018(11):1-6,
- [7]赵立伟,干胜道.金融化对高新技术企业技术创新的影响[J].财会月刊,2018(10):37-41.
- [8]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,2017,20(1):155-166.
- [9]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.
- [10]刘贯春,张军,刘媛媛.金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J].世界经济,2018,41(1):148-173.
- [11]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[J].经济研究,2016,51(4):60-73.
- [12]NEE V,KANG J,OPPER S.A Theory of innovation: market transition, property rights, and innovative activity [J] Journal of Institutional and Theoretical Economics, 2010,166(3):397-425.
- [13]简泽,谭利萍,吕大国,等.市场竞争的创造性、破坏性与技术升级[J].中国工业经济,2017(5):16-34.

- 
- [14]夏清华, 黄剑. 市场竞争、政府资源配置方式与企业创新投入——中国高新技术企业的证据[J]. 经济管理, 2019, 41(8): 5—20.
- [15]许罡, 朱卫东. 金融化方式、市场竞争与研发投资挤占——来自非金融上市公司的经验证据[J]. 科学学研究, 2017, 35(5): 709-719, 728.
- [16]解维敏, 魏化倩. 市场竞争、组织冗余与企业研发投入[J]. 中国软科学, 2016(8): 102-111.
- [17]张春鹏, 徐璋勇. 市场竞争助推中国经济“脱实向虚”了吗[J]. 财贸研究, 2019, 30(4)83.
- [18]刘靖, 罗福凯, 王京. 环境不确定性与企业创新投入——政府补助与产融结合的调节作用[J]. 经济管理, 2019, 41(8): 21-39.
- [19]ORHANGAZI. Financialisation and capital accumulation in the non—financial corporate sector; a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973—2003[J]. Cambridge Journal of Economics, 2008, 32(6): 863-886.
- [20]FIRA DEMIR. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets [J]Journal of Development Economics, 2008, 88(2): 314-324.
- [21]杨国超, 刘静, 廉鹏, 等. 减税激励、研发操纵与研发绩效[J]. 经济研究, 2017, 52(8): 110-124.
- [22]晋盛武, 何珊珊. 企业金融化、高管股权激励与研发投入[J]. 科技进步与对策, 2017, 34(22): 78-84.
- [23]孙瑞, 台航. 财政分权与市场竞争 基于工业库数据的分析[J]. 财贸研究, 2019, 30(10): 39-51.
- [24]周雪峰, 左静静. 实体企业金融化对民企创新投资的影响[J]. 财会月刊, 2018(12): 167-176.