

高质量发展背景下实体企业金融化 如何助力企业创新

王少华, 上官泽明, 吴秋生

030006

摘要: 创新是高质量发展的动力源泉,从金融化适度性的视角研究实体企业金融化与企业创新之间的动态关系,能够为助推经济高质量发展提供理论依据。文章在对企业金融化适度性进行测量的基础上,研究了企业金融化与企业创新之间的动态关系。结果显示,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金融渠道获利的依赖,阻碍企业创新。进一步分析发现,这种动态关系源于不同的金融化动机,会受到金融化主动性的调节影响,且最终传导至企业全要素生产率。因此,企业应结合自身情况提高金融化适度性,并考虑企业性质、发展阶段及主业发展水平等因素来充分发挥其助力功能,以推动我国经济高质量发展。

关键词: 金融化适度性; 企业创新; 金融化动机; 金融化主动性; 全要素生产率

中图分类号: F275.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2020)03-0019-16

一、引言

“ ”
“ ”
“ ”
2019
Orhangazi 2008 2016
2014 2017
?

收稿日期: 2019-10-05

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“国家审计、协同监督与国企资产保值增值”(71872105); 山西省软科学研究计划项目“基于供应链关系视角的山西实体企业金融资产适度配置与创新”(2019041015-5); 山西省“1331工程”重点创新团队建设计划(晋教科〔2017〕12号)。

作者简介: 王少华(1992—),女,山西临汾人,山西财经大学会计学院讲师、博士;
上官泽明(1989—),男,山西乡宁人,山西财经大学会计学院讲师、博士;
吴秋生(1962—),男,江苏东台人,山西财经大学会计学院教授、博士生导师。

2017 2017

二、理论分析与研究假设

2017
2017

“ ”

2000

①本文中的企业金融化适度性包括未过度金融化、适度金融化和过度金融化。其中，未过度金融化是指企业的金融化水平不断提高但尚未达到最优金融化水平的状态；适度金融化是指企业的金融化水平恰好维持在最优金融化水平的状态；过度金融化是指企业的金融化水平超过最优金融化水平的状态。金融化适度性的提高指未过度金融化企业提高金融化水平或过度金融化企业降低金融化水平以逐渐靠近或回归到最优金融化水平的过程。

(一) 企业未过度金融化的助推效应

Tadesse 2002

Arizala 2013

Davis 2018

H1

Bonfiglioli 2008

Borisova Brown 2013

Davis 2018

H2

(二) 企业过度金融化的挤出效应

2016 20 80

2011

Epstein 2005

H3

“ ”

Seo 2012

Sen Dasgupta 2018

“ ”

H4

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

2007 2017 A

1% Winsorize

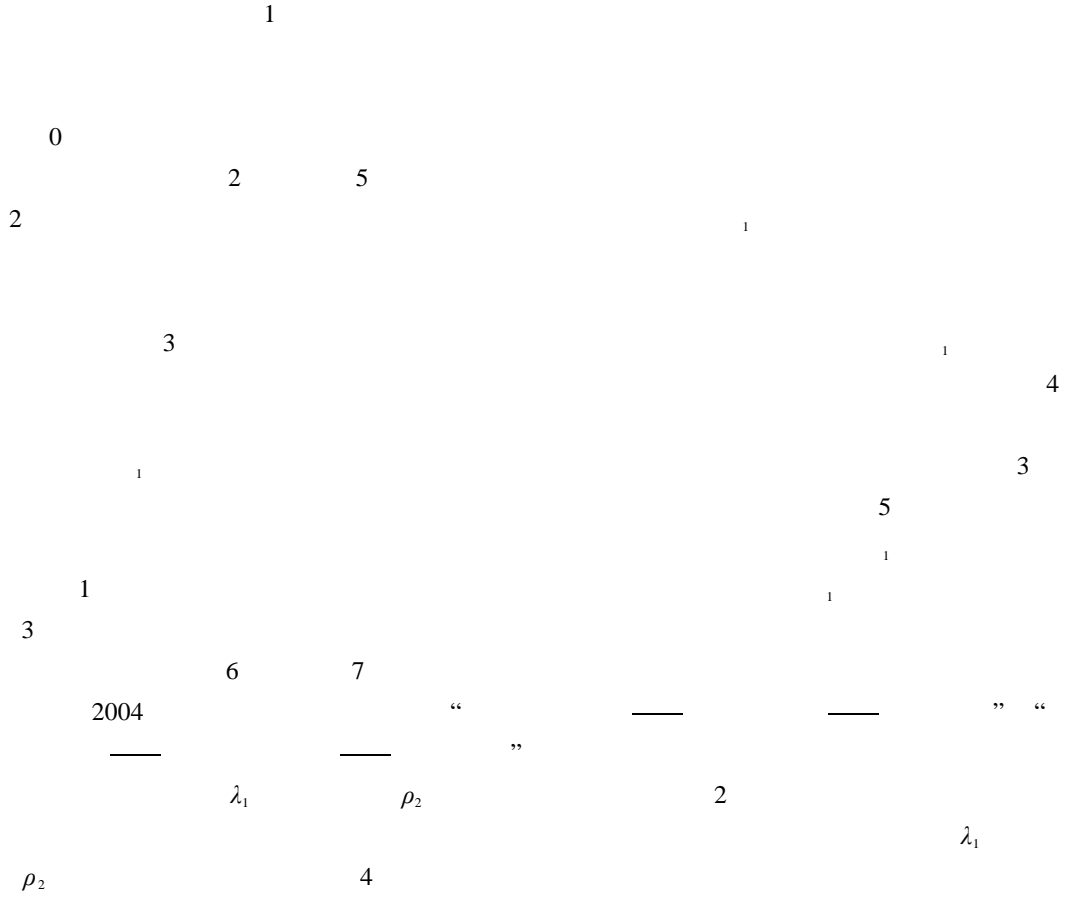
CSMAR

EXCEL2010 STATA15.0

(二) 模型与变量设计

1

①本文关于金融化适度性甄别模型的构建思想主要借鉴Richardson(2006)的残差度量模型思想,该模型主要用实际投资率偏离最优投资率的程度来识别企业过度投资,这里的投资既包括企业的固定资产投资、创新投资,也包括企业的金融投资及其他类型投资。郝盼盼和张信东(2017)通过延伸该模型来衡量企业的固定资产投资扭曲程度及创新投资扭曲程度;王少华和上官泽明(2019)通过延伸用来衡量实体企业是否过度金融化。



$$Fini_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Fini_{it-1} + \lambda_2 Size_{it-1} + \lambda_3 Age_{it-1} + \lambda_4 Roa_{it-1} + \lambda_5 Tbq_{it-1} + \lambda_6 Cash_{it-1} + \lambda_7 Lev_{it-1} + \lambda_8 Capint_{it-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Rd_{size_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 Fina_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Rd_size_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cofin_{it}^2 + \beta_2 Cofin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Rd_size_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 A_Cofin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Rd_size_{it} = \delta_0 + \delta_1 Cofin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Med_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Cofin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$Rd_{size_{it}} = \rho_0 + \rho_1 Cofin_{it} + \rho_2 Med_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Fini

Rd_size

Fina

Cofin

A_Cofin Cofin

Cofin

①已有研究多从资产的角度以金融资产占比这一存量指标对金融化进行衡量,而本文选择从投资的角度以金融投资水平这一增量指标来估计企业金融化适度性,主要原因是:(1)在本文的界定之下,金融化适度性可以理解为企业通过金融投资保持与企业发展之间的动态平衡状态,因此选择金融投资水平更贴合本文相关界定。(2)Richardson(2006)的残差度量模型中投资水平以现金流量表中用于投资的现金净支出来表示。而本文中由于金融投资水平难以通过现金流量表直接获得,故以本年度金融资产占比的净变动额来测算企业本年度的金融投资,这样的设计更加吻合原始模型的设计思想。(3)企业金融化的资金储备功能只有通过“增持金融资产(储备流动性)——减持金融资产(释放流动性)”才能得以发挥,选择增量指标更能够体现其功能属性。

A_Cofin 1 *Med* *Cfo Fcp Controls*
1

表 1 主要变量定义

	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	企业创新	<i>Rd_size</i>	创新投资与年末总资产之比
自变量	金融化水平	<i>Fina</i>	即金融资产占比,年末金融资产占总资产的比重 ^①
	资产角度 投资角度	<i>Fini</i>	即金融投资水平,金融资产占比的本年度与上年度之差
	金融化 适度性	<i>Cofin</i>	金融化的实际水平与最优水平之差,为正时,即过度金融化;为负时,即未过度金融化
中介 变量	(未)过度 金融化 金融化 适度水平	<i>A_Cofin</i>	金融化的实际水平与最优水平之差的绝对值,值越小说明适度水平越高
	现金流约束 金融渠道获利	<i>Cfo</i> <i>Fcp</i>	经营活动中的现金净流量与年末总资产之比 金融获利减去营业利润除以营业利润的绝对值。其中,金融获利是投资收益、公允价值变动损益以及其他综合收益的总和
控制 变量	企业规模	<i>Size</i>	公司年末总资产的自然对数
	负债情况	<i>Lev</i>	年末总负债与总资产之比
	现金存量	<i>Cash</i>	年末货币资金占总资产的比重
	盈利水平	<i>Roa</i>	净利润与年末总资产之比
	资本密集程度	<i>Capint</i>	年末固定资产占总资产的比重
	技术水平	<i>Intint</i>	年末无形资产占总资产的比重
	市值情况	<i>Tbq</i>	市值与年末总资产之比
	董事整体特征	<i>Board</i>	公司董事会人数
	独立董事特征	<i>Inder</i>	公司独立董事占董事会的比重
	高管薪酬	<i>Pay3</i>	公司董事、监事及高管前三名薪酬总额的自然对数
	股东持股比例	<i>Top5</i>	公司前5位大股东持股比例之和
	企业年龄	<i>Age</i>	样本所在年度减去注册年度再加1的自然对数
	行业	<i>Ind</i>	虚拟变量
年度	<i>Year</i>	虚拟变量	

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

2			<i>Rd_size</i>	0.0207	
0.0175		0.0001	0.0926		2%
10%				<i>Fina</i>	
0.2390	0.1469		0.0075	0.8860	
			90%		<i>Fini</i>
-0.0124	0.0884		-0.6572	0.6292	
		60%		60%	
<i>Cofin</i>	-0.0001	0.0779		-0.6035	0.5779
				<i>A_Cofin</i>	
0.0553	0.0549	0	0.6035		
	5%				
		60%			
		<i>Cfo</i>	0.0449	-0.1372	0.2305

①金融资产的定义范围参照Demir(2009)和Davis(2018)等学者以及中国的会计定义,金融资产包括货币资金、持有至到期投资、交易性金融资产、投资性房地产、可供出售的金融资产、长期股权投资以及应收股利和应收利息。其中,由于货币资金是观测金融化资金储备功能的重要组成部分,本文将纳入研究范围。

Fcp -0.4250 1.2922

-1.9755 7.3558

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	P25	P50	P75	最大值
<i>Rd_size</i>	10 320	0.020 7	0.017 5	0.000 1	0.008 3	0.017 4	0.028 2	0.092 6
<i>Fina</i>	10 320	0.239 0	0.146 9	0.007 5	0.130 3	0.204 9	0.314 3	0.886 0
<i>Fini</i>	10 320	-0.012 4	0.088 4	-0.657 2	-0.053 0	-0.007 8	0.030 4	0.629 2
<i>Cofin</i>	10 320	-0.000 1	0.077 9	-0.603 5	-0.041 0	-0.005 7	0.037 8	0.577 9
<i>A_Cofin</i>	10 320	0.055 3	0.054 9	0.000 0	0.018 0	0.039 6	0.073 7	0.603 5
<i>Fcp</i>	10 320	-0.425 0	1.292 2	-1.975 5	-0.999 9	-0.941 9	-0.532 0	7.355 8
<i>Cfo</i>	10 320	0.044 9	0.065 9	-0.137 2	0.006 4	0.042 1	0.083 9	0.230 5
<i>Size</i>	10 320	22.133 1	1.233 0	19.942 5	21.244 1	21.948 1	22.815 7	25.971 1
<i>Lev</i>	10 320	0.414 0	0.198 3	0.051 8	0.255 2	0.405 4	0.566 3	0.863 1
<i>Cash</i>	10 320	0.181 8	0.123 2	0.020 9	0.093 8	0.149 1	0.236 7	0.615 4
<i>Roa</i>	10 320	0.040 8	0.049 5	-0.136 7	0.014 1	0.035 5	0.065 1	0.191 8
<i>Capint</i>	10 320	0.224 7	0.146 9	0.006 9	0.112 3	0.197 2	0.313 2	0.655 8
<i>Intint</i>	10 320	0.047 9	0.043 0	0.000 4	0.020 9	0.037 3	0.059 9	0.255 4
<i>Tbq</i>	10 320	2.285 9	1.839 1	0.216 6	1.033 7	1.775 7	2.949 3	9.921 0
<i>Board</i>	10 320	8.689 2	1.693 8	5	7	9	9	15
<i>Indir</i>	10 320	0.373 5	0.053 2	0.333 3	0.333 3	0.333 3	0.428 6	0.571 4
<i>Pay3</i>	10 320	14.355 2	0.654 8	12.873 9	13.919 9	14.323 1	14.743 4	16.249 7
<i>Top5</i>	10 320	0.524 6	0.147 3	0.199 3	0.418 9	0.524 2	0.631 3	0.869 8

注：P25、P50和P75分别表示1/4、1/2和3/4分位数。

(二) 回归结果

1.

3

2

2

Fina

3

3

*Cofin*²

U

4

4

A_Cofin

A_Cofin

A_Cofin

5

6

5

5

Cofin

1

6

Cofin

3

Size Capint

Intint

①企业规模(*size*)的回归系数显著为负,可能是由于成熟企业在市场上的地位相对比较稳定,更倾向于从事稳健性的投资活动,而小企业为了抢占市场,在研发活动中往往表现得更为积极。

Cash Roa

Tbq *Lev*

表 3 金融化适度性对企业创新的动态影响检验结果

	不考虑适度性的检验	考虑适度性的全样本检验		不同适度性的分组检验	
				未过度金融化企业	过度金融化企业
<i>Fina</i>	-0.018 1***(-11.175 7)				
<i>Cofin</i> ²		-0.067 8***(-5.819 2)			
<i>A_Cofin</i>			-0.022 6***(-8.071 8)		
<i>Cofin</i>		-0.005 7**(-2.453 1)		0.019 2***(4.463 9)	-0.026 5***(-6.483 4)
<i>Size</i>	-0.001 9***(-9.579 5)	-0.002 1***(-10.591 9)	-0.002 2***(-10.829 2)	-0.002 3***(-8.139 6)	-0.002 0***(-6.807 8)
<i>Lev</i>	-0.001 4(-1.390 1)	0.000 1(0.052 4)	-0.000 2(-0.230 9)	-0.000 7(-0.516 2)	0.000 6(0.388 6)
<i>Cash</i>	0.017 5*** (8.873 0)	0.005 9*** (3.181 2)	0.004 3*** (2.749 3)	0.007 6*** (2.483 2)	0.007 1*** (2.888 5)
<i>Roa</i>	0.038 1*** (9.359 5)	0.039 2*** (9.625 8)	0.039 8*** (9.783 1)	0.041 7*** (7.748 9)	0.036 8*** (5.899 8)
<i>Capint</i>	-0.004 2***(-3.423 3)	-0.001 3(-1.118 0)	-0.001 7(-1.454 0)	-0.003 2**(-2.131 3)	0.000 5(0.256 3)
<i>Intint</i>	0.001 7(0.427 8)	0.004 9(1.234 7)	0.005 2(1.315 8)	0.007 8(1.417 6)	0.000 4(0.066 2)
<i>Tbq</i>	0.000 9*** (6.285 4)	0.000 9*** (6.386 7)	0.000 9*** (6.530 7)	0.000 8*** (3.860 4)	0.001 1*** (5.311 7)
<i>Board</i>	0.000 2*(1.900 4)	0.000 2*(1.886 4)	0.000 2*(1.849 1)	0.000 2*(1.714 8)	0.000 1(0.733 7)
<i>Indir</i>	0.007 1** (2.357 2)	0.007 3** (2.415 6)	0.007 4** (2.447 0)	0.004 8(1.171 1)	0.010 1** (2.222 5)
<i>Pay3</i>	0.004 8*** (17.900 5)	0.004 6*** (17.301 9)	0.004 6*** (17.343 4)	0.004 6*** (12.980 4)	0.004 7*** (11.510 2)
<i>Top5</i>	-0.002 5***(-2.677 8)	-0.001 1(-1.210 3)	-0.000 9(-0.991 4)	-0.001 8(-1.375 0)	-0.000 6(-0.426 0)
常数项	-0.012 5**(-2.527 4)	-0.010 5**(-2.120 0)	-0.008 3*(-1.679 9)	-0.005 1(-0.743 8)	-0.014 6**(-1.990 8)
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	10 320	10 320	10 320	5587	4733
R ²	0.396 5	0.393 4	0.394 2	0.393 9	0.402 6
调整后R ²	0.391 1	0.387 9	0.388 8	0.383 9	0.390 9

注：括号内为t值，*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。下同。

①技术水平(*Intint*)回归系数并不显著,可能是由于企业的无形资产通常具有弱排他性,如果缺少排他性的知识产权保护,则易被他人模仿从而掠夺无形资产带来的收益,若企业意识到这一情况,将会失去研发投资的动机,致使技术水平与研发投资之间的关系不再显著。

2.

4

4 5
5 *Cfo*
2

Panel B
6 *A_Cofin*

Panel A

5 *A_Cofin*

6 7
7 *Fcp*

4

4

表 4 金融化适度性对企业创新的影响机制检验结果

Panel A: 现金流约束的传导机制检验结果						
	全样本		未过度金融化企业		过度金融化企业	
	<i>Cfo</i>	<i>Rd_size</i>	<i>Cfo</i>	<i>Rd_size</i>	<i>Cfo</i>	<i>Rd_size</i>
<i>A_Cofin</i>	-0.044 7*** (-3.672 4)	-0.022 0*** (-7.834 8)	0.159 4*** (9.330 0)	0.017 2*** (3.983 9)	0.060 0*** (3.076 2)	-0.027 9*** (-6.937 9)
<i>Cfo</i>		0.015 0*** (5.373 4)		0.012 1*** (3.126 0)		0.023 7*** (5.572 3)
常数项	-0.144 5*** (-7.514 5)	-0.006 1 (-1.244 2)	-0.182 5*** (-7.160 5)	-0.002 9 (-0.420 3)	-0.065 4** (-2.319 2)	-0.013 0* (-1.788 7)
样本量	10 320	10 320	5 587	5 587	4 733	4 733
R ²	0.359 4	0.396 3	0.387 1	0.395 1	0.363 6	0.407 4
调整后R ²	0.353 7	0.390 8	0.377 0	0.385 1	0.351 1	0.395 7
Panel B: 金融渠道获利的传导机制检验结果						
	全样本		未过度金融化样本		过度金融化样本	
	<i>Fcp</i>	<i>Rd_size</i>	<i>Fcp</i>	<i>Rd_size</i>	<i>Fcp</i>	<i>Rd_size</i>
<i>A_Cofin</i>	1.069 7*** (4.280 0)	-0.022 3*** (-7.930 1)	-0.006 8 (-0.022 5)	0.019 2*** (4.460 2)	2.861 0*** (6.726 5)	-0.025 7*** (-6.268 1)
<i>Fcp</i>		-0.000 4*** (-3.040 3)		-0.000 4** (-2.248 7)		-0.000 3* (-1.683 0)
常数项	-1.241 4*** (-2.821 8)	-0.008 7* (-1.770 9)	-0.939 5* (-1.689 8)	-0.005 4 (-0.795 0)	-1.052 9 (-1.515 8)	-0.014 9** (-2.032 0)
样本量	10 320	10 320	5 587	5 587	4 733	4 733
R ²	0.181 0	0.394 8	0.201 5	0.394 4	0.198 4	0.403 0
调整后R ²	0.173 7	0.389 3	0.188 4	0.384 3	0.182 7	0.391 2
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(三) 稳健性检验

1.

2016

2.

Cofin

3/4

Cofin

1/4

Q

3.

Cofin_01

0

PSM

ATT

1%

Cofin

Cofin

4.

Harman 2010

Cofin

Cofin

Cofin

Cofin

Cofin

5.

2008 2009

五、进一步分析

(一)不同适度性的金融化动机甄别

?

2017

5

 $L_Cofin \times L_Sa$
 $L_Cofin \times L_Fcp$

“ ——— ”

“ ”

(二)基于企业金融化主动性差异的分析

1.

“ ”

①参考Hadlock和Pierce(2010)的方法,融资约束(Sa)选用Sa指数来衡量,计算公式为: $-0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$,该指数越大,表明企业面临的融资约束越严重。

表 5 企业金融化的动机检验结果

	未过度金融化企业的动机检验结果		过度金融化企业的动机检验结果	
	资金储备动机检验	资本套利动机检验	资金储备动机检验	资本套利动机检验
	<i>Cofin</i>	<i>Cofin</i>	<i>Cofin</i>	<i>Cofin</i>
<i>L_Cofin</i>	-1.413 0***(-2.762 2)	-0.170 5***(-11.595 3)	-0.592 9(-1.232 4)	-0.165 7***(-10.334 1)
<i>L_Sa</i>	-0.027 0***(-3.187 4)		-0.019 6**(-2.046 9)	
<i>L_Cofin</i> × <i>L_Sa</i>	-0.389 3**(-2.429 7)		-0.133 7(-0.887 4)	
<i>L_Fcp</i>		0.000 1(0.097 7)		0.002 4*** (2.971 2)
<i>L_Cofin</i> × <i>L_Fcp</i>		0.009 5(1.113 8)		0.015 7*(1.804 4)
常数项	-0.245 9***(-5.524 0)	-0.147 5***(-6.029 3)	-0.032 8(-0.634 8)	0.044 2(1.611 9)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	4 222	4 222	3 590	3 590
R ²	0.197 5	0.194 2	0.303 2	0.305 4
调整后R ²	0.180 1	0.176 7	0.285 3	0.287 5

6 Panel A

2.

6 Panel B

3.

1/4

1/4

3/4

3/4

6 Panel C

表 6 基于企业金融化主动性的分组检验结果

Panel A: 基于企业性质的检验结果						
	国有企业(主动金融化)		非国有企业(被动金融化)			
	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业
<i>Cofin</i>	0.018 3 ^{**} (2.042 8)	-0.013 3 [*] (-1.751 0)	0.020 5 ^{***} (4.084 5)	-0.030 5 ^{***} (-6.217 6)		
常数项	0.020 8 ^{**} (2.111 8)	-0.002 2(-0.228 6)	-0.016 0(-1.480 1)	-0.018 9(-1.573 3)		
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes		
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes		
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes		
样本量	2 040	1 666	3 547	3 067		
R ²	0.458 2	0.457 6	0.370 2	0.394 5		
调整后R ²	0.435 8	0.430 2	0.355 1	0.376 8		
Panel B: 基于企业生命周期的检验结果						
	成长期企业(被动金融化)		成熟期企业(主动金融化)		衰退期企业(主动金融化)	
	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业
<i>Cofin</i>	0.020 7 ^{***} (3.165 0)	-0.033 8 ^{***} (-6.690 1)	0.018 6 ^{**} (2.507 0)	-0.016 3(-1.413 8)	0.020 2 [*] (1.764 3)	-0.012 2(-1.144 7)
常数项	0.001 2(0.101 0)	-0.009 4(-0.944 2)	0.008 9(0.862 2)	-0.003 3(-0.238 8)	-0.035 3 ^{**} (-2.058 8)	-0.036 0 [*] (-1.837 4)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	2 635	2 346	2 121	1 572	821	804
R ²	0.375 8	0.431 2	0.441 0	0.422 4	0.450 9	0.412 7
调整后R ²	0.354 0	0.408 7	0.417 6	0.389 8	0.397 3	0.351 3
Panel C: 基于企业主业发展水平的检验结果						
	低主业发展水平企业(主动金融化)		中主业发展水平企业(被动金融化)		高主业发展水平企业(被动金融化)	
	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业	未过度金融化企业	过度金融化企业
<i>Cofin</i>	0.014 6(1.359 8)	-0.013 1(-0.956 3)	0.028 0 ^{***} (2.831 9)	-0.033 0 ^{***} (-4.133 7)	0.019 1 ^{***} (3.194 6)	-0.031 4 ^{***} (-5.494 6)
常数项	-0.009 1(-0.572 2)	-0.018 8(-0.864 8)	0.019 9(0.874 5)	-0.009 2(-0.584 2)	-0.019 1 [*] (-1.800 9)	-0.002 2(-0.196 6)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	1 043	860	1 022	880	2 487	2 123
R ²	0.438 4	0.398 1	0.418 3	0.470 8	0.395 0	0.424 0
调整后R ²	0.394 8	0.338 0	0.368 9	0.421 4	0.373 0	0.398 8

(三)“金融化适度性——企业创新——全要素生产率”的拓展分析

“ *Tfp* ” “ ”

7

表 7 “金融化适度性——企业创新——全要素生产率”的影响机制检验结果

	全样本企业		未过度金融化企业		过度金融化企业	
	<i>Tfp</i>	<i>Tfp</i>	<i>Tfp</i>	<i>Tfp</i>	<i>Tfp</i>	<i>Tfp</i>
<i>A_Cofin</i>	-1.001 2*** (-9.712 4)	-0.859 5*** (-8.592 9)				
<i>Cofin</i>			1.315 6*** (8.509 2)	1.172 2*** (7.919 0)	-0.821 6*** (-5.293 4)	-0.688 3*** (-4.542 1)
<i>Rd_size</i>		6.257 3*** (18.166 6)		7.478 7*** (15.554 1)		5.036 4*** (10.129 0)
常数项	2.050 2*** (13.565 9)	2.102 0*** (14.078 5)	1.969 4*** (9.095 6)	2.007 3*** (9.427 8)	2.261 5*** (10.677 1)	2.334 9*** (11.112 8)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Ind</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	10 320	10 320	5 587	5 587	4 733	4 733
R ²	0.826 4	0.832 4	0.817 2	0.825 9	0.841 6	0.845 5
调整后R ²	0.824 8	0.830 9	0.814 2	0.823 1	0.838 5	0.842 4

“ ” “ ”

六、研究结论与政策建议

1 “ ”

2

3

4 “ ” “ ”

“ ” “ ”

2

3

主要参考文献:

- [1] 白钦先. 再论以金融资源论为基础的金融可持续发展理论——范式转换、理论创新和方法变革[J]. 国际金融研究, 2000, (2).
- [2] 蔡万焕. 现代“金融资本”概念辨析[J]. 教学与研究, 2011, (4).
- [3] 陈享光, 郭祎. 中国金融化发展对实体经济的影响[J]. 学习与探索, 2016, (12).
- [4] 郭丽婷. 制造业金融化对创新投资的影响: “挤出效应”or“蓄水池效应”?[J]. 现代经济探讨, 2017, (12).
- [5] 郝盼盼, 张信东. 融资约束下CEO过度自信是否会导致企业R&D投资扭曲[J]. 科技进步与对策, 2017, (2).
- [6] 黄贤环, 王瑶, 王少华. 谁更过度金融化: 业绩上升企业还是业绩下滑企业?[J]. 上海财经大学学报, 2019, (1).
- [7] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013, (1).
- [8] 康志勇. 融资约束、政府支持与中国本土企业研发投入[J]. 南开管理评论, 2013, (5).
- [9] 刘贵春. 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, (7).
- [10] 陆正飞, 何捷, 窦欢. 谁更过度负债: 国有还是非国有企业?[J]. 经济研究, 2015, (12).
- [11] 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, (1).
- [12] 温志麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, (5).
- [13] 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).
- [14] 张成思, 张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016, (12).
- [15] Arizala F, Cavallo E, Galindo A. Financial development and TFP growth: Cross-country and industry-level evidence[J]. Applied Financial Economics, 2013, 23(4-6): 433-448.
- [16] Bonfiglioli A. Financial integration, productivity and capital accumulation[J]. Journal of International Economics, 2008, 76(2): 337-355.
- [17] Borisova G, Brown J R. R&D sensitivity to asset sale proceeds: New evidence on financing constraints and intangible investment[J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(1): 159-173.
- [18] Davis L E. Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States[J]. Metroeconomica, 2018, 69(1): 270-307.
- [19] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of Development Economics, 2009, 88(2): 314-324.
- [20] Epstein G A. Introduction: Financialization and the world economy[A]. Epstein G A. Financialization and the world economy[M]. Cheltenham, U.K., Northampton, MA: Elgar, 2005.
- [21] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J].

- [The Review of Financial Studies](#), 2010, 23(5): 1909–1940.
- [22] Harman C. *Zombie capitalism: Global crisis and the relevance of Marx*[M]. Chicago: Haymarket Books, 2010.
- [23] Orhangazi Ö. 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.
- [24] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. [Review of Accounting Studies](#), 2006, 11(2–3): 159–189.
- [25] Sen S, Dasgupta Z. Financialisation and corporate investments: The Indian case[J]. [Review of Keynesian Economics](#), 2018, 6(1): 96–113.
- [26] Seo H J, Kim H S, Kim Y C. Financialization and the slowdown in Korean Firms' R&D investment[J]. [Asian Economic Papers](#), 2012, 11(3): 35–49.
- [27] Tadesse S. Financial architecture and economic performance: International evidence[J]. [Journal of Financial Intermediation](#), 2002, 11(4): 429–454.

How does Enterprise Financialization Support Innovation? From the Perspective of Financial Moderation

Wang Shaohua, Shangguan Zeming, Wu Qiusheng

(School of Accounting Shanxi University of Finance and Economics Shanxi Taiyuan 030006 China)

Summary: Innovation is the engine of high-quality development. Studying the dynamic relationship between enterprise financialization and innovation from the perspective of moderation screening, can guide enterprises to coordinate financialization behavior and innovation, and promote the high-quality development of real economy. Using a model to measure the moderation of enterprise financialization, this paper finds that, over-financialization inhibits innovation and under-financialization promotes innovation, so that the relationship has been dynamically adjusted with moderation. The dynamic relationship originates from different motives, has different transmission mechanisms, is affected by the financial initiative, and is eventually transmitted to the total factor productivity of enterprises. The results show that under-financialization can help innovation by easing the constraints of cash flow in which factors should be considered, such as the nature of enterprises, development stage and core business development. Meanwhile, optimizing the industry environment can support financialization to play a supporting role, so as to achieve high-quality development.

The possible contributions of this paper are as follows: It finds the reason of the dynamic relationship between the financialization and innovation in non-financial enterprises from the perspective of moderation, and resolves the academic disputes that the relationship is either inhibition or promotion. It reveals the general law of dynamic relationship between the financialization and innovation in non-financial enterprises, and brings new understanding to the relationship in the theory and practice circle. It finds out the route of how financialization helps innovation, and provides theoretical guidance for the realization of high quality development of real economy.

responsiveness to the Belt and Road initiative, and the above results are still robust after using propensity score matching to overcome sample selection errors and endogenous problems. This is because executives with military experience have a strong sense of patriotism and responsibility, regardless of self-interest and integrity. Influenced by political ideas for a long time, they have strong policy perception and can better realize the significance of the Belt and Road initiative and the major strategic opportunities it brings to enterprises, so they are more likely to respond positively to the government's call. After distinguishing the nature of property rights, the study finds that compared with state-owned enterprises, the positive relationship between non/state-owned enterprises is more significant. After classifying the degree of implicit corruption in enterprises, the empirical test shows that in enterprises with low implicit corruption, the positive relationship between the military experience of executives and the response degree of the Belt and Road initiative is more significant, and the implicit corruption of executives plays a moderating role. Further research shows that in listed companies located in key provinces along the Belt and Road, the military experience of executives is significantly positively correlated with the response degree of the Belt and Road initiative, while it is not significant in non/key provinces. In addition, compared with the key provinces along the 21st Century Maritime Silk Road, the positive relationship between executives' military experience and initiative responsiveness is more significant in the listed companies located in the key provinces along the Silk Road Economic Belt. Through the empirical test, this paper proves the influence of executives' military experience on the policy response to the Belt and Road initiative, which enriches the relevant research on the characteristics of executives joining the army in theory, and provides practical enlightenment for the response to the Belt and Road initiative in practice.

Key words < executives' military experience; Belt and Road; initiative responsiveness; implicit corruption

"

* 56 +

The enlightenment of this paper is that: Enterprises should strive to achieve moderate financialization in order to serve innovation and achieve high/quality development. The government should take multiple measures to encourage under/financialized enterprises to make full use of cash flow and limit the excessive arbitrage behavior of over/financialized enterprises, promote the positive impact of enterprise financialization on innovation, and achieve high/quality development of real economy. Investors should take a rational view of the financialization behavior of enterprises, and make reasonable investment decisions by considering the financial investment and innovation investment level and investment environment.

Key words < financial moderation; innovation; financial motivation; financial initiative; total factor productivity