

高新技术企业金融化与研发投入

——基于融资约束调节效应的异质性研究

刘素荣 刘梦雨 霍江林

(中国石油大学(华东)经济管理学院, 青岛 266580)

〔摘要〕 本文以2009~2019年沪深A股高新技术企业为样本,从产权异质角度实证研究高新技术企业金融化行为对研发投入的影响及融资约束的调节效应。结果表明:金融化行为对高新技术企业研发投入具有显著的抑制效应,融资约束会强化这种抑制效应;异质性研究显示,金融化对研发投入的抑制效应在非国有企业中表现更加显著,融资约束所呈现的正向调节作用却在国有企业中更加显著。

〔关键词〕 研发投入 金融化行为 融资约束 去金融化 企业异质性 高新技术企业

DOI:10.3969/j.issn.1004-910X.2021.07.018

〔中图分类号〕 F276.44; F272.3 〔文献标识码〕 A

引言

一直以来,国家重视实体经济的发展,坚持创新驱动战略,大力扶持高新技术企业发展。当前,实体经济发展面临严峻挑战,经济下行压力巨大,实体经济投资收益下降,与此同时,金融业蓬勃发展,金融业的高投资回报率吸引了众多投资者,企业纷纷把目光投向金融领域。在资本逐利的驱使下,企业盲目金融化,追求短期效益,将企业日常经营活动的大量资金投入金融与房地产行业,导致企业财务报表上的金融资产的增加,实质却是企业日渐偏离其主营业务。金融化行为使高新技术企业研发投入动力不足、积极性下降等问题日益凸显,企业研发创新能力明显下降。研发创新能力的下降可能使企业达不到国家规定的高新技术企业认定标准,失去国家给予的优惠政策,影响企业的长远发展。此外,企业金融化行为也必将加速经济“脱实向虚”,严重制约国民经济的发展。然而,也有学者研究发现企业从金融领域获得的收益可以在一定程度上缓解企业的融资压力,满足企业现金流的需求,为企业的研发投资提供必要资金,保障研发活动的顺利

进行。那么,高新技术企业的金融化行为是否能促进企业研发创新能力的提高,并且增强企业的核心竞争力的问题亟待解决。

1 文献回顾

学者们从宏观和微观两个层面研究金融化。宏观层面的经济金融化表现为金融部门如银行等在整体经济发展中所占的比例越来越大,经济中心从实体产业发展到金融领域^[1]。金融化的出现也在一定程度上表明资本主义经济形式上升为金融垄断^[2]。当意识到企业是国民经济发展的基础后,学者们对宏观经济金融化的研究也逐渐开始转向企业金融化的研究。企业的主要活动和日常资金逐渐转向金融领域,利润渠道从实体经营转向金融产品^[3]。当前虚拟经济与实体经济结构失衡,虚拟经济尤其是金融业发展迅速,实体经济却停滞不前^[4],实体企业的投资回报率和整体利润率明显下降,大量的实体企业都将资本投入到金融、房地产等领域来获得高额收益。

企业的金融化行为具有双刃性。企业资本的金融化可以为企业开辟更多的融资渠道,增强企业现金流能力^[5],为企业提供研发创新投资所

收稿日期:2020-12-25

基金项目:青岛市社会科学规划研究项目“青岛市促进民营科创企业研发创新的精准补助政策研究”(项目编号:QDSKL2001044);教育部人文社会科学研究青年基金项目“融资约束下科技型初创企业持续成长驱动因素研究”(项目编号:16YJC630043)。

作者简介:刘素荣,中国石油大学(华东)经济管理学院副教授,硕士生导师。研究方向:资源配置与研发投入、公司财务管理。刘梦雨,中国石油大学(华东)经济管理学院硕士研究生。研究方向:公司财务管理。霍江林,中国石油大学(华东)经济管理学院副教授,硕士生导师。研究方向:区域金融发展与企业成长、科技创新发展。

需要的资金,保障研发投资活动稳定、持续地进行。对于投资不足的企业来说,金融化行为通过实业投资和技术进步两个途径提高企业的投资效率^[6]。当企业为了缓解自身融资压力而配置金融资产时,金融化对企业价值具有提升作用^[7]。如果企业保留更多的现金流,能够缓解自身的融资约束,而较低的融资约束可以让企业更多地进行研发投入^[8]。在良好的制度环境下,短期金融资产配置可以在一定程度上预防主业资金短缺情况,缓解财务困境,减少企业持有的过量资金,保证企业主业发展^[9]。对于非金融企业来说,非金融企业的金融化可以增加企业收益、调节资本结构、降低企业财务杠杆^[10]。然而,金融化行为会影响企业自身正常经营,恶化企业未来的财务状况,增加企业的财务风险^[11]。当企业的资本过多地流向金融领域时,企业固定资产等生产领域投资逐渐减少^[12,13],高回报的金融资产会吸引企业不断向金融领域投资,降低企业自身对研发创新的投入或实体投资。金融化行为对研发创新活动具有挤出效应,长期的为了投资的金融化行为对企业研发投入活动的挤出效应比短期的以投机为目的的金融化更明显^[14]。企业配置金融资产会受到企业套利动机的影响,套利动机越强的企业,金融化对研发投入的挤出效应越显著^[15,16]。

综上所述,学者们多从金融化与经济发展等宏观视角来研究,少数从企业角度分析研究金融化对研发投入影响的文献中,主要从政府干预、宏观货币政策视角来解释作用机制,关于企业配置金融资产对研发投入的影响尚未得出一致结论,并且学者们多基于非金融类企业或者制造业上市公司研究,几乎很少对高新技术企业进行研究。同一所有权性质下的企业,所受到的融资限制都有很大差别,而融资约束作为调节企业金融化影响研发投入的因素之一却很少被重视。本文在考虑融资约束的基础上,从微观层面的企业角度出发,研究高新技术企业的金融化行为对研发投入的作用机制。

2 理论分析与假设提出

金融业高速发展,金融资产带来的高收益很

容易吸引企业管理者和股东,为了追求短期的高回报,企业会主动提高金融化水平,这种追逐短期高收益的行为会影响企业研发活动。金融化行为降低企业生产领域的资金投入,减少企业对高风险研发活动的资金投入^[12],金融资产的高收益会蒙蔽企业的管理者,管理者和股东会因企业获得的高回报和完美适应金融领域的表象而认为企业正在稳步上升期或是稳定发展中,但其实企业的发展重心已慢慢向金融领域转移。随着金融化程度的提高,企业经营性业务的生产效率降低^[17],企业资源被分散,技术研发等经营性投资减少,企业的经营发展受到限制。研究表明企业在追求高收益而配置金融资产时,忽视企业技术创新投入^[18],金融化行为对企业创新的抑制作用在发明专利和实用新型专利上更加明显^[19]。与此同时,产权性质会影响企业的研发投入,不同产权性质企业的研发投入存在明显差异^[20]。国家对国有企业和非国有企业的各项政策规定都存在显著差异,相对国有企业来说,非国有企业的资金支持和优惠政策少、融资限制多、企业资金筹集难度大,非国有企业金融套利的动机更强,非国有企业将资金投入金融市场以获取高额回报的同时必将挤出研发所需资金。据此,提出假设 H₁:

H₁: 金融化行为对企业研发投入产生挤出效应,在非国有企业中尤为显著。

由于企业与金融机构之间信息的不对称,企业的外部融资成本高于内部融资成本,内外部融资成本的差异使企业陷入融资困境。当企业面临的融资约束过强时,企业融资受限太大,没有足够的资金来支持企业自身的研发创新^[21,22]。研发活动是一个持续性资金投入过程,收益具有不确定性,如果某一阶段的资金投入中断,企业研发活动被迫中止,前期投入会付诸东流,给企业造成严重损失^[23]。融资约束程度越高,企业的外部融资难度加大,相较于高风险、耗时长研发投入活动,流动性强、收益高的金融资产更能吸引企业,企业就会加大对短期金融资产购买来保证日常经营现金流^[24]。当企业缺乏自有资金又面临融资约束时,企业外部获取的资金有限,企业会

增加对金融领域的投资,虽然金融资产能带来部分收益,但若融资约束超过了金融收益的缓冲能力,金融收益也无法补足研发创新所需的资金,企业就会减少对企业研发活动的资金投入。此外,由于银行信贷政策存在差异,国有企业在融资上更具优势,当融资约束增强时,国有企业往往难以适应趋紧的融资环境,国有企业倾向于通过配置金融资产获取高收益满足企业经营活动所需资金,当企业以超额回报的投机动机进行金融资产配置时,资金会在金融投资和研发投资上产生替代效应,在企业资金总量一定的条件下,配置金融资产的同时会挤占企业研发投资的资金。融资约束影响企业日常经营活动现金流,企业面临资金短缺风险,管理层出于企业经营发展的考虑会将资金投入金融领域,从而挤出研发投资活动资金。据此,提出假设 H₂:

H₂: 融资约束下,金融化行为对企业研发投资的挤出效应在国有企业中尤为显著。

3 研究设计

3.1 样本选取与数据来源

根据《高新技术企业认定管理办法》,选取2009~2019年沪深A股高新技术企业为研究样本,剔除ST、上市不足1年的高新技术企业以及含有缺失值的样本。为避免异常值对研究的影响,对所有变量进行缩尾处理,最终获得了1901家高

新技术企业的9279个观测值。所有数据都来源于国泰安CSMAR数据库以及高新技术企业认定管理工作网,使用的研究分析工具为Stata15.0。

3.2 变量设计

3.2.1 被解释变量

借鉴王红建等学者的研究^[25],选取研发投资密度(IRD)来衡量企业研发投资在资产规模中所占比重。

3.2.2 解释变量

借鉴宋军和陆旸^[26]、杜勇等^[27]学者的做法,并在此基础上做出改进,选取非货币金融资产在总资产中所占比重进行衡量,计算公式为:金融资产率=期末非货币金融总资产/期末总资产。

3.2.3 调节变量

采用Hadlock和Pierce^[28]构建的SA指数作为代表融资约束的调节变量,SA指数将企业规模和成立年限两个外生变量考虑在内,得到的结果更稳健。

3.2.4 控制变量

学者们研究发现资产负债率(LEV)、股权集中度(CR5)、企业盈利能力(ROA)、企业规模(Size)以及企业的成长性(Grow)对企业研发投资有重要影响作用,因此选取这些变量作为模型控制变量,将企业的年度(Year)和企业性质(State)作为虚拟变量考虑在内。变量的定义如表1所示。

表1 变量定义及取值方式

变量类型	变量名称	符号	变量定义
被解释变量	研发投资密度	IRD	当期研发费用支出/期末总资产
解释变量	金融资产率	FAR	期末非货币金融总资产/期末总资产
调节变量	融资约束	SA	$SA = 0.043Size^2 - 0.737Size - 0.04Age$, $Size = \ln(\text{总资产}/1000000)$, Age为企业的成立年限。SA指数越小,企业面临的融资约束越强
	企业资产负债率	LEV	期末总负债/期末总资产
	企业股权集中度	CR5	企业前五大股东持股比例之和
	企业盈利能力	ROA	税后净利润/总资产
控制变量	企业成长性	Grow	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	企业规模	Size	期末总资产的自然对数
	企业性质	State	若为国有企业,取值为1,反之则为0
	年度	Year	当企业处于该年度,取值为1,反之则为0

3.3 模型设计

设计模型(1),研究金融化行为对研发投资的挤出效应:

$$IRD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FAR_{i,t} + \beta_2 SA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CR5_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Grow_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 State_{i,t} + Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

设计模型(2),在研究金融化对研发投资挤出效应的模型基础上,引入融资约束这一调节变量,构建融资约束变量SA指数和金融资产率FAR的交乘项SA×FAR,研究高新技术企业融资约束程度是否会调节金融化对研发投资的影响作用:

$$IRD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FAR_{i,t} + \beta_2 SA_{i,t} + \beta_3 SA_{i,t} FAR_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 CR5_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Grow_{i,t} + \beta_8 Size_{i,t} + \beta_9 State_{i,t} + Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)中, β_1 是金融化的主效应, β_2 表示融资约束的直接效应,而 β_3 表示融资约束对金融化的调节效应。

4 实证分析

4.1 描述性统计分析

对主要变量进行描述性统计,描述性统计结果如表2所示。

表2 全样本数据的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
IRD	9279	0.03	0.02	0.02	0.00	0.10
FAR	9279	0.05	0.03	0.07	0.00	0.35
SA	9279	-4.01	-3.84	1.24	-7.83	1.78
LEV	9279	0.39	0.38	0.19	0.05	0.86
CR5	9279	0.52	0.52	0.14	0.21	0.84
ROA	9279	0.04	0.04	0.06	-0.22	0.21
Grow	9279	0.19	0.13	0.36	-0.44	2.07
Size	9279	21.99	21.86	1.07	19.90	25.05

根据表2的描述性统计结果,高新技术企业研发投资密度的均值为0.03,最小值为0,最大值也仅为0.10,研发投资密度均值略大于0,可见,以研发创新为重点的高新技术企业整体的研发创新投入不高,还有较大的提升空间。研发投资水平标准差仅为0.02,说明高新技术企业的研发投资发展过程缓慢。同时,金融资产率的均值为0.05,最大值为0.35,最小值为0,表明企业之间的金融化水平存在很大差距。金融资产率的标准差为0.07,大于研发投资密度标准差,企业

金融化逐年增加的程度高于企业投资研发创新项目,部分企业过于重视金融化而忽视了研发投资。SA指数的最大、最小值差异较大,说明尽管都为高新技术企业,但它们的融资约束差别也很大。此外,LEV、CR5、ROA、Grow以及Size这5个控制变量的均值与中位数无明显差距。

4.2 相关性分析

对变量进行相关性分析,计算各个变量之间的相关系数,结果如表3所示。

表3 变量的相关性分析

	IRD	FAR	SA	LEV	CR5	ROA	Grow	Size	Year	State
IRD	1.000									
FAR	-0.034***	1.000								
SA	-0.145***	0.018*	1.000							
LEV	-0.166***	-0.046***	0.501***	1.000						
CR5	-0.022**	-0.126***	0.039***	-0.085***	1.000					

续 表

	<i>IRD</i>	<i>FAR</i>	<i>SA</i>	<i>LEV</i>	<i>CR5</i>	<i>ROA</i>	<i>Grow</i>	<i>Size</i>	<i>Year</i>	<i>State</i>
<i>ROA</i>	0.180***	-0.051***	-0.009	-0.363***	0.212***	1.000				
<i>Grow</i>	0.011	-0.072***	0.069***	0.013	0.071***	0.265***	1.000			
<i>Size</i>	-0.154***	0.005	0.984***	0.517***	0.015	-0.019*	0.061***	1.000		
<i>Year</i>	-0.019*	-0.104***	-0.112***	-0.010	0.059***	0.086***	-0.048***	-0.178***	1.000	
<i>State</i>	-0.039***	0.030***	0.260***	0.281***	-0.015	-0.106***	-0.108***	0.285***	0.108***	1.000

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

通过表3可以看出, *FAR*、*LEV*、*SA*、*Size*和*State*与*IRD*在1%的水平上负相关, *IRD*与*FAR*的负相关关系表明金融化对企业研发投资支出具有抑制作用, 企业金融化的行为并没有使企业更好的配置资金, 没有形成“蓄水池效应”, 企业的金融资产配置会减少企业研发投资, 支持假设H₁。*ROA*与*IRD*呈现显著的正相关, 表明企业盈利能力的提高对企业的研发投资支出有明显促进作用, 企业盈利能力越强, 越有助于企业进行研发活动。*ROA*与*FAR*相关系数为-0.051, 呈现负相关关系, 说明金融化程度越高, 企业会忽视自身的主要业务, 企业盈利能力下降。*Grow*与*IRD*相关系数为0.011, 相关关系不显著, 说明企业研发投

资会受到企业的发展水平的影响, 企业发展的越快, 研发投入越多, 但企业发展水平对研发投入的影响并不明显。*SA*与*IRD*呈负相关关系, 与*FAR*呈正相关关系, 说明融资约束越高, 企业金融化程度越高, 而融资约束越高, 企业因融资受限而降低研发支出, 融资约束对金融化程度有促进作用而对企业的研发支出具有抑制作用, 支持假设H₂。由表中数据可以看出, 企业规模与金融化无显著相关关系。

4.3 回归分析

进行全样本回归和以实际控制人性质分组回归, 模型(1)与模型(2)的回归结果如表4所示。

表4 高新技术企业金融化对研发投资的影响回归分析

变量	模型(1)			模型(2)		
	全样本	国有企业	非国有企业	全样本	国有企业	非国有企业
<i>FAR</i>	-0.010*** (-3.24)	-0.005 (-1.25)	-0.023*** (-4.70)	-0.011*** (-3.52)	-0.007* (-1.82)	-0.022*** (-4.12)
<i>SA</i>	-0.006*** (-6.60)	-0.006*** (-5.16)	-0.006*** (-3.29)	-0.006*** (-6.65)	-0.006*** (-5.22)	-0.006*** (-3.31)
<i>SA×FAR</i>				-0.008*** (-3.30)	-0.009** (-2.41)	-0.004 (-1.18)
<i>LEV</i>	-0.003** (-2.34)	-0.003* (-1.95)	-0.002 (-0.83)	-0.003** (-2.43)	-0.003* (-1.93)	-0.002 (-0.93)
<i>CR5</i>	-0.010*** (-6.94)	-0.012*** (-7.15)	-0.003 (-1.31)	-0.010*** (-6.86)	-0.012*** (-7.11)	-0.003 (-1.27)
<i>ROA</i>	0.061*** (13.32)	0.060*** (11.30)	0.072*** (8.68)	0.061*** (13.41)	0.061*** (11.39)	0.072*** (8.68)
<i>Grow</i>	-0.002*** (-3.04)	-0.002*** (-3.19)	-0.001 (-0.23)	-0.002*** (-3.11)	-0.002*** (-3.28)	-0.001 (-0.24)

续 表

变量	模型 (1)			模型 (2)		
	全样本	国有企业	非国有企业	全样本	国有企业	非国有企业
<i>Size</i>	-0.010*** (-8.70)	-0.009*** (-7.28)	-0.010*** (-4.28)	-0.010*** (-8.75)	-0.009*** (-7.33)	-0.010*** (-4.29)
<i>State</i>	0.002*** (4.80)	—	—	0.002*** (4.67)	—	—
常数项	0.222*** (10.50)	0.216*** (8.95)	0.221*** (5.08)	0.223*** (10.55)	0.218*** (9.01)	0.221*** (5.09)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.074	0.071	0.089	0.075	0.073	0.090
N	9279	6931	2348	9279	6931	2348
F	50.924	37.772	19.024	47.779	35.080	17.602

注：***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著，括号内的数值为t值。

模型(1)中,全样本回归模型中 *FAR* 系数为-0.01,在1%的水平上显著,说明随着企业金融化程度的增加,企业将资金投入金融与房地产行业,高新技术企业对产品的研发创新和实业投资会逐渐减少,高新技术企业在金融领域投资会挤出其自身的研发投资,回归结果验证了假设 H_1 。*ROA* 与 *IRD* 在1%水平上显著正相关,说明企业盈利能力会促进企业的研发投资支出。调节变量 *SA* 指数系数为-0.006,并在1%水平上显著,说明企业的融资约束越低,融资限制越小,现金流周转速度加快,越有利于企业进行研发投资活动。模型(2)中,加入融资约束和金融化的交互项 $SA \times FAR$,交互项系数为-0.008并在1%水平下显著,说明企业的金融化行为在对企业研发投资水平有负效应的主效应下,企业融资约束还能对其产生明显的调节作用,企业融资受到的限制越多,现金流越不充足,融资渠道越不稳定,则高新技术企业金融化行为对企业本身的研发投资的挤出效应越严重,从而验证了假设 H_2 。模型(1)与模型(2)全样本回归中,高新技术企业的资产负债率和研发投资比是显著负相关的,说明负债越多,企业的资金压力越大,企业会降低研发投入的投入来规避研发投资的不确定性风险。前五大股东股权集中度回归系数在1%水平下显著,而高新技术企业五大股东的股权集中度非常高,

控股股东大多都是自然人,控股股东为了自身利益,会规避企业风险较大的研发创新活动,忽视企业的长远发展。企业资产规模与企业的研发投入是显著负相关的,越是大规模的高新技术企业,反而可能将更多的资金分散到其他领域,相反,资产规模小的企业可能会更重视自己的研发投入从而提高企业的核心竞争力。

无论是国有企业组还是非国有企业组,*FAR* 系数均为负值,说明金融化行为对企业的研发投入都存在抑制作用。但在非国有企业中,*FAR* 的系数在1%水平上显著,而国有企业的 *FAR* 系数没有通过显著性检验,说明金融化对国有企业的抑制作用明显低于非国有企业,金融化行为对企业研发投入的挤出效应在非国有企业中更加明显,验证了假设 H_1 。模型(2)中,国有企业的 $SA \times FAR$ 的交互项的系数在5%的水平上显著,而非国有企业 $SA \times FAR$ 没有通过显著性检验,国有企业比非国有企业更显著,说明国有企业的融资约束对金融化抑制研发投入的调节作用更明显,验证了假设 H_2 。可能是因为国有企业相对于非国有企业而言,具有更优势的先天条件,面临的融资限制比非国有企业少,因此当国有企业从融资约束较低变为融资约束较高时,对企业行为的影响是很明显的,而非国有企业因为自身的融资约束本来就较高,所以融资约束的变化对非国有企业

的影响并不显著。模型(1)与模型(2)中,国有企业的 *LEV*、*CR5*、*Grow* 系数均通过显著性检验,说明负债水平、企业股权集中度以及企业的营业收入增长均对国有企业的研发投资有显著影响。

4.4 稳健性检验

将解释变量企业金融资产率 (*FAR*) 替换为金融收益率 (*FIR*),进行稳健性检验。其中,金融收益率为企业金融资产收益与息税前利润的比值,结果如表5所示。

表5 全样本下模型稳健性检验回归分析

变量	模型(3)			模型(4)		
	全样本	国有企业	非国有企业	全样本	国有企业	非国有企业
<i>FIR</i>	-0.002*** (-4.06)	-0.002** (-2.29)	-0.002*** (-3.42)	-0.002*** (-4.03)	-0.002** (-2.09)	-0.002*** (-3.50)
<i>SA</i>	-0.006*** (-6.31)	-0.007*** (-3.85)	-0.006*** (-5.17)	-0.006*** (-6.26)	-0.007*** (-3.84)	-0.006*** (-5.24)
<i>SA×FIR</i>				-0.007*** (-2.91)	-0.007** (-2.15)	-0.008** (-2.11)
<i>LEV</i>	-0.003** (-2.24)	-0.001 (-0.34)	-0.003** (-2.04)	-0.003** (-2.30)	-0.001 (-0.55)	-0.003** (-1.98)
<i>CR5</i>	-0.009*** (-6.76)	-0.003 (-1.06)	-0.012*** (-7.18)	-0.009*** (-6.66)	-0.003 (-1.02)	-0.012*** (-7.09)
<i>ROA</i>	0.061*** (13.50)	0.072*** (8.73)	0.060*** (11.40)	0.062*** (13.59)	0.072*** (8.71)	0.061*** (11.51)
<i>Grow</i>	-0.002*** (-3.06)	0.000 (0.06)	-0.002*** (-3.40)	-0.002*** (-3.11)	0.000 (0.02)	-0.002*** (-3.45)
<i>Size</i>	-0.010*** (-8.93)	-0.011*** (-4.82)	-0.009*** (-7.31)	-0.010*** (-8.98)	-0.011*** (-4.80)	-0.009*** (-7.37)
<i>State</i>	0.002*** (4.90)	—	—	0.002*** (4.78)	—	—
常数项	0.226*** (10.70)	0.242*** (5.56)	0.216*** (8.98)	0.227*** (10.74)	0.240*** (5.54)	0.219*** (9.03)
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.074	0.083	0.073	0.075	0.084	0.074
<i>N</i>	9279	2348	6931	9279	2348	6931
<i>F</i>	51.795	17.579	39.279	48.045	16.078	36.243

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号内的数值为t值。

将解释变量金融资产率 (*FAR*) 替换为金融收益率 (*FIR*) 后进行稳健性检验的结果仍然符合预期,被解释变量研发投资水平和解释变量金融收益率依旧在1%的水平上呈现显著负相关关系,说明高新技术企业金融投资行为对企业研发投资的挤出效应是稳定的。同时,在对全样本根

据实际控制人性质分类后的回归结果也与预期一致,金融化对企业研发投资的抑制作用在非国有企业中更明显。模型(4)中,*SA*指数与金融收益率的交乘项 *SA×FIR* 系数为负,通过了显著性检验,表示企业的融资约束水平会强化金融化对研发投资的抑制作用。与前文所得出的结论一致,

说明构建的模型是稳健的。

5 结论与政策建议

本文实证结果显示, A股上市高新技术企业的金融化水平与研发投资投入呈现明显的负相关关系, 高新技术企业的金融投资会挤占企业研发投入的资金, 企业金融化程度越高, 这种挤出效应越显著; 引入融资约束这一调节变量, 研究得出企业的融资约束高低不仅能直接影响企业的研发投入行为, 还能间接作用于金融化对研发投入的影响, 融资约束越高, 金融化对企业研发投入的挤出效应越明显, 融资约束的降低可以有效缓解金融化对研发投入的挤出作用; 按照高新技术企业实际控制人性质划分为国有企业和非国有企业进行分组回归, 结果显示金融化对研发投入的抑制效应在非国有企业中表现更加显著, 融资约束所呈现的正向调节作用却在国有企业中更加显著。

基于以上实证研究结果, 本文提出以下政策建议:

(1) 去金融化, “回归” 主业。金融化行为会使高新技术企业忽视自身的主业发展, 高新技术企业要理性看待金融资产高收益, 针对企业金融资产需求, 合理配置金融资产, 注重自身长远发展。企业面临的融资限制越多, 金融资产配置动机越强, 企业要开辟多元化融资渠道, 缓解融资压力。同时, 结合高新技术企业自身的研发现状, 健全研发体系, 加大知识产权保护力度, 建立研发创新的激励制度, 加大对关键技术的资金投入, 扭转关键技术“受制于人”的局面, 提升自主研发能力, 增强企业竞争力。

(2) 优化企业资本结构, 完善内部治理体系建设。过高的财务杠杆会使股东和管理者厌恶风险, 规避研发投入这类高风险投资活动, 企业要树立风险意识, 制定有效的融资策略, 适度利用债务融资, 维持合理的财务杠杆水平, 降低企业财务风险。此外, 适度引入战略投资, 改善企业股权结构, 避免股权过于集中。同时, 将管理者薪酬与企业长期发展挂钩, 加强董事会对企业决策行为的监管, 实施有效的激励机制, 鼓励股东增加对高风险的研发项目资金投入。

(3) 加强政府引导, 营造良好金融市场环境。政府要制定企业投资管理办法, 规范企业金融投资行为, 提高主营业务绩效考核在企业业绩考核中所占比重, 通过减税降费、政府补助等措施大力扶持高新技术企业发展, 积极引导高新技术企业“回归” 研发创新。同时, 加快经济转型升级步伐, 大力发展实体经济, 提高实体经济回报率, 引导金融优势资源向实体经济集聚, 缩小实体投资与金融投资收益差距, 增加企业对实体经济向好发展的信心, 提高企业研发投入的热情和积极性。此外, 积极推进金融供给侧改革, 完善金融监管体系建设, 严厉打击追求短期利益金融投资行为, 营造良好的金融市场环境, 使金融业更好的促进实体经济发展。

参 考 文 献

- [1] Foster, John Bellamy, McChesney, Robert W. Listen Keynesians, It's the System! [J]. Monthly Review, 2010, 61 (11): 44~56.
- [2] 安晓旭. 再论金融与实体经济: 经济金融化视角 [J]. 中国外资, 2017, (23): 94~95.
- [3] Krippner, Greta R. The Financialization of the American Economy [J]. Socio-economic Review, 2005, 3 (2): 173~208.
- [4] 黄群慧. 论新时期中国实体经济的发展 [J]. 中国工业经济, 2017, (9): 5~24.
- [5] Agnieszka Gehring. Growth, Productivity and Capital Accumulation: The Effects of Financial Liberalization in the Case of European Integration [J]. International Review of Economics and Finance, 2013, 25: 291~309.
- [6] 张昭, 朱峻莹, 李安渝. 企业金融化是否降低了投资效率 [J]. 金融经济研究, 2018, 33 (1): 104~116.
- [7] 李明玉. 金融化必然抑制企业价值增长吗?——基于中国 A 股非金融上市公司的实证分析 [J]. 企业经济, 2020, 39 (10): 146~156.
- [8] Varouj A. Aivazian, Ge Y, Qiu J P. The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence [J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11 (1): 277~291.
- [9] 张曾莲, 穆林. 金融化与非金融上市公司现金持有 [J]. 金融经济研究, 2018, 33 (4): 55~64, 76.
- [10] 吴军, 陈丽萍. 非金融企业金融化程度与杠杆率变动的关系——来自 A 股上市公司和发债非上市公司的证据 [J]. 金融论坛, 2018, 23 (1): 3~15, 51.
- [11] 周剑南, 王志涛. 金融化对企业未来财务状况的影响研究 [J]. 财会通讯, 2020, (19): 81~85.
- [12] Özgür Orhangazi. Financialisation and Capital Accumulation in

- the Non-financial Corporate Sector [J]. Cambridge Journal of Economics, 2008, 32 (6): 863~886.
- [13] 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, 51 (12): 32~46.
- [14] 许罡, 朱卫东. 金融化方式、市场竞争与研发投入挤占——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.
- [15] 戚聿东, 张任之. 金融资产配置对企业价值影响的实证研究 [J]. 财贸经济, 2018, 39 (5): 38~52.
- [16] 王红建, 李茫茫, 汤泰劼. 实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响 [J]. 中国工业经济, 2016, (11): 73~89.
- [17] 刘笃池, 贺玉平, 王曦. 企业金融化对实体企业生产效率的影响研究 [J]. 上海经济研究, 2016, (8): 74~83.
- [18] 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.
- [19] 解维敏. “脱虚向实”与建设创新型国家: 践行十九大报告精神 [J]. 世界经济, 2018, 41 (8): 3~25.
- [20] 张西征. 中国企业所有权结构对研发投入影响的研究 [J]. 管理学报, 2013, 10 (10): 1492~1501.
- [21] 卢馨, 郑阳飞, 李建明. 融资约束对企业 R&D 投资的影响研究——来自中国高新技术上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2013, (5): 51~58, 96.
- [22] 刘胜强, 林志军, 孙芳城, 等. 融资约束、代理成本对企业 R&D 投资的影响——基于我国上市公司的经验证据 [J]. 会计研究, 2015, (11): 62~68, 97.
- [23] 杜晓荣, 付晓月. 研发投入、企业风险与高管薪酬——业绩敏感性 [J]. 工业技术经济, 2016, 35 (11): 129~136.
- [24] 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, (5): 57~62.
- [25] 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.
- [26] 宋军, 陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据 [J]. 金融研究, 2015, (6): 111~127.
- [27] 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.
- [28] Charles J. Hadlock, Joshua R. Pierce. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index [J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23 (5): 1909~1940.

The Research on the Financialization Behavior and R&D Investment of High-tech Enterprises

——Moderating Effect of Financing Constraint From the Perspective of the Ownership Heterogeneity

Liu Surong Liu Mengyu Huo Jianglin

(School of Economy and Management, China University of Petroleum(East China), Qingdao 266580, China)

[Abstract] From the perspective of ownership heterogeneity, this paper empirically tests the impact of financialization behaviors of high-tech enterprises on R&D investment and the moderating effect of financing constraints by using the data of A-share high-tech enterprises from 2009 to 2019. It is found that financialization has the significant inhibitory effect on R&D investment and Financing constraints can strengthen the effect in high-tech enterprises. Heterogeneity analysis shows that the inhibitory effect is more significant in non-state-owned enterprises, but the positive adjustment effect is more significant in state-owned enterprises.

[Key words] R&D investment; financialization; financing constraints; definancialization; firm heterogeneity; high-tech enterprise

[Jel classification] G32; M19

(责任编辑: 张舒逸)