
“脱虚向实”与建设创新型国家： 践行十九大报告精神

解维敏*

内容提要 党的十九大报告提出“加快建设创新型国家”和“创新是引领发展的第一动力,是建设现代化经济体系的战略支撑”。目前中国大量非金融类企业参股金融业,企业加速金融化与技术创新的关系需进一步深入探讨。本文基于2007-2014年中国A股上市公司数据,考察了非金融类企业参股金融业对企业创新的影响。研究发现参股金融业抑制了企业创新,而且这种抑制作用对发明专利申请和实用新型专利申请更为显著。上述抑制作用对面临融资约束、管理层业绩压力较大的企业更明显。因此,要加快建设创新型国家,就必须抑制实体企业金融化,鼓励实体企业提高实业投资,实现“脱虚向实”。

关键词 十九大报告 金融化 参股金融业 企业创新

一 引言

党的十九大报告明确提出“加快建设创新型国家”,指出“创新是引领发展的第一动力,是建设现代化经济体系的战略支撑”^①。中国经济发展进入新常态,党中央关于

* 解维敏(通讯作者):东北财经大学会计学院 中国内部控制研究中心 辽宁省大连市沙河口区尖山街217号 116025 电子信箱:wmxie@dufe.edu.cn。

作者感谢国家自然科学基金项目(71302055)、中国博士后科学基金项目(2017M621020)的资助。感谢两位匿名审稿人的建设性意见。当然,文责自负。

① 来自习近平总书记在2017年中国共产党第十九次全国代表大会上的报告:《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利》,网址为http://www.xinhuanet.com/politics/19cpcnc/2017-10/27/c_1121867529.htm。

创新战略意义的重大理论论点,为中国经济向高质量发展阶段转变提供了明确的思想指导和行动指南。当前中国经济面临诸多挑战,粗放型经济增长模式难以持续、转变经济增长方式迫在眉睫、传统产业产能过剩、外部需求不足、企业利润率下降、实体企业关键核心技术水平不高以及参与国际竞争优势不足等。

为解决经济进入新常态后出现的上述挑战,党的十九大报告中明确提出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期,建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。必须坚持质量第一、效益优先,以供给侧结构性改革为主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革,提高全要素生产率,着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系,着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制,不断增强我国经济创新力和竞争力”。

供给侧结构性改革是当前转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的主线,其核心是通过提升技术创新水平来促进经济增长方式转型,提高经济增长质量、效益以及全要素生产率。创新水平较低是提高供给体系质量的关键制约因素。企业是创新的主体,提升供给体系质量,深化和推进供给侧结构性改革需要鼓励企业大力创新,提高创新能力。只有大批企业拥有自主研发的关键核心技术,具备强大的国际竞争力,中国才能成为创新型国家。已有相关文献认为技术创新是企业获取竞争优势、支持企业发展、保持经济持续健康增长的关键驱动力之一(Schumpeter, 1934; Solow, 1957; Romer, 1990; Porter, 1992)。特别是在当前经济全球化日益加深、竞争日趋激烈的国际环境下,创新已成为企业在激烈市场竞争中生存的关键要素,也是推动产业升级和技术进步的重要动力(林毅夫, 2002)。

随着中国特色社会主义进入新时代,当前的社会主要矛盾也随之发生变化。十九大报告中指出“新时代我国社会主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。为有效解决这一矛盾,需要以供给侧结构性改革为主线,激发企业创新动力和能力,大力提升发展质量和效益,更好满足人民在经济、政治、文化、社会、生态等方面日益增长的需要,更好推动人的全面发展和社会全面进步。

然而,中国企业对形成企业长期竞争优势的创新项目投资不足,但却有大量非金融企业将资金投向虚拟经济。当前,实体经济投资回报率低于社会平均利润水平,金融业却有较高的投资回报率。这导致实体企业为获取高利润,热衷参股金融部门,造成“脱实向虚”,这也是当前金融部门未能有效服务实体经济的重要表现之一(李扬, 2014)。参股金融部门的典型方式之一是非金融企业通过参股银行、保险公司、基金公司、证券公司

等金融机构进入金融体系。目前,宝钢、东方集团、海尔、新希望、华茂集团、佛山照明、雅戈尔集团、联想等诸多实体企业都陆续不同程度地参股金融机构。本文搜集的数据显示,2007—2014年,每年平均有19.93%的非金融类上市公司参股银行、证券、保险、基金等各类金融机构,企业的这种行为变化可以称为金融化。但关于金融化的准确定义,学术界没有一致答案。Stockhammer(2004)将金融化定义为非金融类企业参与金融市场。Epstein(2005)则认为金融化指金融活动、金融市场、金融从业人员和金融机构在经济体系中发挥重要的作用。鲁春义和丁晓钦(2016)从政治经济学的角度提出金融化的本质在于,资本通过金融系统实现增值和积累,脱离剩余价值的生产与交换。综合已有学者的观点,Orhangazi(2008)认为金融化指金融体系和金融机构在经济体中重要性日益突出,金融化意味着非金融类企业增加对金融领域的投资,且投资金融领域获得显著回报。

在非金融企业热衷通过参股金融机构进入金融领域的背景下,非金融企业金融化和实体经济脱实向虚问题已引起中央的高度重视。2017年4月,习近平总书记在广西调研时曾提出“我国是个大国,必须发展实体经济,不断推进工业现代化、提高制造业水平,不能脱实向虚”^①。2017年12月,他在江苏调研时也强调“必须始终高度重视发展壮大实体经济,不能走单一发展、脱实向虚的路子”^②。李克强总理在2017年政府工作报告中也强调要抓好金融体制改革,“增强服务实体经济能力,防止脱实向虚”^③。从中国目前整体资产结构看,已存在经济金融化的趋势,非金融类企业的金融化趋势较明显。2008年全球金融危机之前,中国的金融化水平和速度都低于美国,但之后,中国金融化的水平和速度提升较快(赵峰和田佳禾,2015)。

学者们对金融化问题进行了相关研究。Foster(2010)认为,长期以来经济主体对金融部门过于强调和重视,而对生产部门却关注不足。2007年在全球经济和金融最为发达的美国爆发金融危机,其影响的严重性和广泛性使监管方、学术界和实务界对危机爆发原因进行了深入的研究与讨论。虽然爆发原因是多方面的,但经济过度金融化与虚拟化,是导致美国金融体系风险增大进而引发金融危机的关键原因(刘诗白,2010)。非金融企业参与金融市场,进行一定程度的金融化有利于拓宽企业盈利渠道、增加融资来源、提升经营效率(Khanna和Yafeh,2007),但过度金融化降低了资本

① 来源于新华网“习近平在广西考察时强调:扎实推动经济社会持续健康发展”,网址为 http://www.xinhuanet.com/politics/2017-04/21/c_1120853744.htm。

② 来源于新华网“十九大后首调研,习近平强调发展实体经济”,网址为 http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2017-12/12/c_1122100812.htm。

③ 来自李克强总理在2017年第十二届全国人民代表大会第五次会议上的政府工作报告,网址为 http://www.xinhuanet.com/politics/2017lh/2017-03/16/c_1120638890.htm。

积累(Aglietta 和 Régis, 2001; Stockhammer, 2004), 挤占了企业现有资源, 导致企业生产性投资不足, 限制了实体经济的发展(Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008; Demir, 2009; Milberg 和 Shapiro, 2013)。目前, 国内学者也对金融化的经济后果进行了相关研究。Lu 等(2012)发现中国民营企业参股银行业有助于缓解融资约束, 帮助企业获取更多的银行贷款。但张成思和张步昙(2016)考察了金融化和实业投资率的关系, 发现金融化挤出了实业投资。张庆亮和孙景同(2007)、蔺元(2010)以及 Xu 和 Xin(2017)发现非金融企业参股金融业会导致经营业绩恶化。李维安和马超(2014)发现非金融企业参股金融业虽然缓解了企业投资不足, 但也加剧了过度投资问题。黄泽清(2017)发现金融化会扩大收入差距。从现有研究看, 关于金融化的经济后果结论不一, 特别是目前关于金融化对企业创新的影响, 仍缺乏深入系统的研究。

本文利用 2007-2014 年中国非金融类 A 股上市公司数据, 理论分析和经验检验了中国非金融类企业金融化对企业创新的影响。结果显示, 非金融企业金融化显著抑制了企业创新, 且这种抑制作用对发明专利和实用新型专利的影响更为显著, 对融资约束较严重的企业、管理层面临业绩压力的企业更明显。本文的主要创新在于: (1) 已有研究主要关注宏观层面的金融化影响, 而本文基于微观视角, 考察非金融企业的金融化问题, 丰富了金融化的研究; (2) 本文从企业创新角度考察金融化的后果, 根据专利类别详细论述金融化对不同类型创新的影响, 为理解中国非金融类企业金融化的经济后果提供了新的经验证据; (3) 本文结论为理解企业创新的影响因素提供了一个新视角, 不仅有助于加深对中国非金融企业创新动力不足的理解, 也进一步丰富了企业创新驱动因素的研究成果; (4) 本文结论还具有明显的实践价值。十九大报告中指出“建设现代化经济体系, 必须把发展经济的着力点放在实体经济上, 把提高供给体系质量作为主攻方向, 显著增强我国经济质量优势”, 要“加快建设创新型国家”“深化金融体制改革, 增强金融服务实体经济能力”、强调“健全金融监管体系, 守住不发生系统性金融风险的底线”。本研究为上述重大理论观点提供了经验支持, 也为如何推进供给侧改革、协调实体经济和金融部门关系、建设创新型国家的政策制定提供了政策启示, 具有现实意义。研究表明, 应采取切实有效的政策来监管实体经济的金融化问题, 降低金融化对实体企业投资短期化倾向的影响, 促进实体企业的实业投资, 进而提升企业竞争力, 推动经济增长模式转型, 保持中国经济继续快速稳健增长。

本文余下部分安排为: 第二部分对金融化和企业创新的关系进行了理论分析, 提出研究假设; 第三部分是经验研究设计, 包括样本来源、模型设计与变量定义; 第四部分报告经验分析结果; 第五部分是稳健性检验; 最后是结论和政策启示。

二 理论分析与研究假设

(一)非金融企业的金融化与企业创新:抑制作用

首先,实体企业更多地参股金融领域会挤占企业投资创新项目,导致实体企业创新不足。当前中国经济中一个需要引起高度重视的问题是,以房地产业和金融业为代表的虚拟经济严重挤压了以制造业为代表的实体经济的生存和发展空间(刘志彪和凌永辉,2018),特别是金融业集中了社会主要资源,提高了市场利率,增加了制造业成本,成为影响实体经济健康发展的关键因素。实体企业在高成本的压力下,投资回报率往往低于社会平均回报水平,而金融部门回报率往往高于实体经济部门。为改善企业经营状况,获取金融市场的高回报,实体企业将财力和人力资源投入到资本运作和金融领域,增加对金融行业的投资,导致实体经济的资金脱离生产活动,流向金融部门,形成脱实向虚现象。金融部门由原本支持服务实体经济发展的角色演变成与实体经济争夺资金的竞争关系。这一关系其实早被 Tobin (1965) 论证,Tobin 提出企业会根据项目回报率和风险水平做投资决策。如果金融部门能比实体经济提供更高的投资收益,那么金融部门的高利润率将吸引更多的实体资金投资金融领域,金融和实体投资可能互相替代。当金融资产回报率高于实体投资回报率时,非金融企业会将更多的资金配置于金融领域,导致实体经济投资下降,特别是高风险的创新投资。这是因为在存在融资约束的前提下,企业外部融资既定,向金融领域投资更多的资金必然挤占对实体经济的投资(张成思和张步昙,2016)。Orhangazi (2008) 将金融化对实体投资的负向作用称为挤出效应,作者利用美国 1973-2003 年的数据,研究发现,金融化和企业层面的实业投资之间呈负相关关系,金融化显著降低了企业实业投资率,即企业从金融渠道获得的高收益驱使管理层改变经营中的投资顺序,增加对金融领域的投资,降低对实业的投资。特别是给定发展中国家的不确定环境,非金融企业更偏好投资金融部门更具流动性的资产,而且投资金融部门的资产获得了较高的回报率,因此非金融企业增加金融资产配置会对实业投资产生抑制效应(Tornell,1990)。鲁春义和丁晓钦(2016)提出金融化的本质在于资本积累演变为资本脱离剩余价值的生产与交换,通过金融系统达到增值,经济主体间的动态关系演化为非金融企业倾向通过金融活动获取利润。经济主体的金融化能够促进其在短期实现高额的资本积累,但是非金融主体的生产行为与金融化时常呈对立关系。对中国整体经济而言,非金融企业降低生产性投资,将资金投向金融领域,将导致实体产业衰弱,进而引发实体经济“空心

化”问题。张成思和张步昙(2016)基于非金融企业通过金融渠道获利占比等作为金融化特征,发现经济金融化显著降低了实业投资率,弱化了货币政策对实体经济的振兴效果,错配金融资产的风险收益抑制了实业投资。

其次,现代企业日益强调股东价值导向,为满足股东对企业业绩的要求,非金融企业管理层更有动机选择短期性的投资方案,将资金配置于回报期较短的金融资产,挤出了企业创新投资。金融体系对企业业绩的影响,超过了企业主营生产业务对企业业绩的影响,这为企业的生产性活动带来了负面影响(Boyer, 2000; Milberg 和 Shapiro, 2013)。为达到股东期望的业绩目标,推动股价上涨,保证自身工作的稳定性和获取薪酬奖金,管理层不得不维持一个最低的业绩水平。与较长的实业投资收益回报期相比,投资金融领域的收益回报更快。因为企业技术创新失败率较高、收益高度不确定、回报期较长(Holmstrom, 1989),所以管理层为满足股东对业绩的要求,会利用控制权影响企业的战略选择,选择短期内能为企业带来收益的项目(如金融领域项目),而放弃风险高、回报期长、收益高度不确定的企业创新项目。

最后,由于企业管理层面临短期业绩考核的压力,这将迫使管理层更倾向于将资金投向金融领域,而非回报期较长的创新项目。十九大报告中强调要“激发和保护企业家精神,鼓励更多社会主体投身创新创业。建设知识型、技能型、创新型劳动者大军,弘扬劳模精神和工匠精神”,激发企业家创新精神需要向企业家提供合适的激励。如果企业管理层的报酬主要来自工资和奖金等短期性激励,这将导致管理层目标短期化(Tosi 等, 2000)。虽然近几年来,股票期权激励在中国企业中得到了较为广泛的应用,但是上市企业股票期权激励是业绩型激励,即业绩指标是股票期权合约中关键的考核指标。管理层为了获得股票期权激励,会选择有助于短期内提升业绩的项目,以达到业绩考核要求。Alchian 和 Demsetz(1972)也提出,由于管理层职位稳定性、任期延长以及个人财富,都与其所在企业的经营业绩挂钩,风险较高的创新项目意味着较高的雇佣风险,所以经营业绩考核将诱导管理层选择短期内能够获利的项目。一方面,金融领域的投资收益率较高,而且能够在短期内取得回报,有助于管理层在短期内提升业绩。而另一方面,创新在短期内难以取得回报,收益高度不确定,这更促使管理层将资金投向金融产品而非创新。特别是在当前产能过剩、外部需求不足的环境下,企业管理层为了短期内改善经营业绩,会将重心转移到金融部门。管理层将资金投向金融业,减少了企业留存收益,将降低企业对生产性活动的资源配置,这种为获取短期回报的金融化导致企业忽视了有助于促进企业长期发展的生产性活动(Demir, 2009; Seo, 2012),削弱企业研发动力,抑制企业技术水平提升,最终制约企业竞争力的提升

和经济的长期增长。基于上述分析,本文提出以下假设。

假设 1: 非金融企业金融化抑制了企业创新。

(二)非金融企业的金融化与企业创新:促进作用

传统的金融经济学文献将金融体系视为经济增长的前提,非金融部门提供商品和劳务,而金融部门为生产性行为提供资金支持(King 和 Levine, 1993; Levine, 2001)。因此,服务实体经济是金融体系的基本功能,十九大报告也明确强调要“增强金融服务实体经济能力”。对企业创新而言,金融体系的作用更为关键,这是因为融资约束是制约企业创新的关键因素之一。企业创新需要大量持续性资金的投入,资金供给不足可能导致企业创新活动难以实施或者半途而废(解维敏和方红星,2011)。企业内部融资是企业创新的一个主要资金来源,内部融资具有不需要抵押、不会形成逆向选择问题(Brown 等,2009)等优势。但是经济周期带来的利润波动使内部融资变得相当不稳定,而且内部融资募集的资金规模有限,这对需要稳定的、投入较大规模的创新项目是特别突出的问题。所以外部金融体系对企业创新尤其重要。

当市场中不存在信息不对称和交易成本时,具有正的净现值项目能够获得融资,融资来源不会影响企业投资性质和投资规模。但 Stiglitz 和 Weiss(1981)提出,金融市场普遍存在信息不对称问题。与债权人相比,借款人拥有更多的自身信息,债权人拥有的借款人信息往往有限,难以判断借款人的资质和还款能力。借款人和债权人之间的信息不对称导致金融市场存在逆向选择和道德风险问题。债权人为保护自身利益免受损失,要么提高借款成本,要么利用信贷配给政策,这给企业融资带来了负面影响。信息不对称和市场不完善引起的摩擦,导致资源配置效率低下,很多需要融资的企业不能获得资金支持,而这种现象对创新融资更为突出。与传统的投资如资本支出和并购相比,创新具有许多独有的特征。正如 Holmstrom(1989)指出的,创新过程时间长、具有异质性、结果不可预测以及失败率高。创新企业的信息不透明、只有较少的可供抵押的有形资产以及创新的风险性,使大多数具有创新潜力的企业受到信贷配给的约束,其创新融资面临诸多障碍。

非金融企业的金融化对企业创新也具有促进作用。首先,非金融类企业参股金融业,与金融机构建立股权联系,这种基于股权的关系有助于降低企业与金融机构之间的信息不对称(Allen 等,2005)。企业通过参股金融业,会大大降低信息不对称引发的道德风险和逆向选择问题。Allen 和 Gale(1995)研究发现企业和银行之间的紧密关系,便于企业向银行提供大量的关于企业资质的信息,从而有助于银行利用这些信息为企业具有前景的项目提供资金支持。随着企业和金融中介长期关系的建立,双方间

的信息不对称程度下降,有助于提高资源配置效率,缓解企业外部融资约束。

其次,非金融企业和金融机构间的紧密联系降低了借款企业对公开信息披露的要求,规避了企业特质信息披露对竞争对手产生的外溢效应。在向金融中介传递创新项目的科学和技术信息时,创新企业面临一个权衡(Leland 和 Pyle,1977;Bhattacharya 和 Ritter,1980)。一方面,信息的充分传递会降低信息不对称,降低企业的融资成本。但另一方面,信息的充分披露可能导致专有性信息泄漏,由于知识产品具有非排他性,这提高了项目被替代的概率,降低了未来预期收益。Boot 和 Thakor(2000)提出借款企业和金融机构之间建立关系,使企业和金融中介之间的信息交流更便利。金融中介能够直接从企业获取专有信息,规避了企业向金融市场公开披露信息导致特质信息泄露问题。Yosha(1995)比较了多边和双边融资形式下的信息披露差异,在双边融资形式下,债权人和借款人之间关系的紧密降低了债权人对硬性证实性信息的需求。而在多边融资形式下,为获得外部融资,借款人需要对外披露有关项目的详细信息。

最后,企业参股金融业有助于降低获取融资的交易成本。交易成本理论认为,当市场交易成本大于企业内部交易成本时,市场交易就可能被企业内部交易取代。Goto(1982)认为在产业资本与金融资本相互独立的情况下,市场交易成本较高,抑制了企业资源获取。当市场交易成本大于企业内部交易成本时,企业便尝试寻求产业资本与金融资本的融合,来降低交易成本,帮助企业发展获取更多的资源。参股金融业可以将金融功能内部化(Williamson,1985),降低融资交易成本。Khanna 和 Yafeh(2007)指出,产业资本通过控股或参股金融机构,能够降低产业资本和金融机构之间的信息不对称和交易成本,缓解融资约束。同时有助于降低完成融资之后的事后交易成本。与普通投资者相比,金融中介在信息搜集和整理方面具有规模经济和专业优势(Diamond,1984)。金融中介获取信息和监督借款企业交易成本的降低,可以促进金融中介向更有前景的企业和项目提供资金。基于上述分析可以推断,参股金融业能够有助于企业获取融资,提升企业创新水平。由此,本文提出如下研究假设。

假设 2:非金融企业金融化促进了企业创新。

三 经验研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文采用 2007-2014 年中国所有在上海和深圳证券交易所交易的非金融类 A 股上市公司数据作为样本。数据包括企业参股金融业、企业专利、研发投入、企业财务特

征和公司治理数据。其中,上市公司参股金融业数据来自万德(wind)金融研究数据库;企业专利数据来自国泰安(CSMAR)数据库;企业研发投入数据来自CSMAR数据库和对上市公司公开披露的年度财务报告的手工收集和整理;企业年度财务报告来自中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)指定披露信息的巨潮资讯网;地区市场环境数据采用王小鲁等(2017)的《中国分省份市场化指数报告(2016)》,本文以地区市场化指数(*Marindex*)作为地区市场环境的替代变量;其他数据来自CSMAR数据库。

(二)模型设计与变量定义

为了检验本文假设即金融化与企业创新的关系,我们建立如下模型:

$$\begin{aligned} Innovation_i = & \alpha_0 + \alpha_1 Corfin_i + \alpha_2 Size_i + \alpha_3 Lev_i + \alpha_4 Age_i + \alpha_5 Cfo_i \\ & + \alpha_6 Roa_i + \alpha_7 Lash_i + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

其中,*Innovation*代表企业技术创新。借鉴Wong等(2005)、李宏彬等(2009)以及倪晓然和朱玉杰(2016)的研究,本文以企业专利申请数量衡量企业技术创新。*Corfin*为企业金融化变量。如何衡量非金融企业金融化是一个经验分析上的关键问题。张成思和张步昙(2016)采用系统风险调整后的固定资产与金融资产的利差、金融资产相对固定资产的风险程度、企业金融渠道利润占营业利润的比值来衡量企业金融化。但正如作者在文中所述,现行会计准则没有对固定资产收益率给出明确具体的计算标准,因此很难分辨多大比例的企业主营业务收入来自固定资产的贡献。其他指标的计算,也难以从上市公司报表中给出准确的定义和计算标准。王红建等(2017)采用了企业金融资产占比来衡量金融化,但是根据现行会计准则,金融资产在初始确认时被划分为:货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、持有至到期投资、贷款和应收款项、可供出售金融资产以及长期股权投资。因此采用金融资产占比衡量金融化,噪音较大。综合而言,上述对金融化指标的衡量难以反映金融行业对非金融企业的影响,以及实体企业金融化的意愿和程度。

本文基于Stockhammer(2004)与Orhangazi(2008)对金融化的定义,利用非金融企业参股金融行业来衡量非金融企业的金融化行为。以金融行业为代表的虚拟经济,能够与实体经济形成对比,非金融企业参股金融业更能反映实体企业脱实向虚现象。而且与上述指标相比,参股金融行业可以从行为角度反映企业金融化。具体地,本文从3个角度来测度非金融企业金融化:(1)是否参股金融业哑变量(*D_Corfin*);(2)投资比例(*CorfinInv_Ratio*),反映企业参股金融行业的程度;(3)参股比例(*CorfinShare_Ratio*),反映企业对被参股金融机构的影响程度。

借鉴Hirshleifer等(2012)、Tian和Wang(2014)、鲁桐和党印(2014)及黎文靖和

郑曼妮(2016)的研究, 本文还控制了公司财务和治理特征对企业创新的影响。如企业规模(*Size*)、企业资产负债率(*Lev*)、企业年龄(*Age*)、企业现金流(*Cfo*)、企业资产回报率(*Roa*)、股权集中度(*Lash*)、行业变量(*Industry*)以及年份变量(*Year*)。主要变量的具体定义见表1。

表 1 主要变量定义表

变量	定义说明
<i>Innovation</i>	企业专利申请数量
<i>D_Corfin</i>	企业是否参股金融业, 若企业参股金融机构, 则取值为 1, 否则取值为 0
<i>CorfinInv_Ratio</i>	投资比例, 等于企业参股金融机构金额与企业总资产的比值
<i>CorfinShare_Ratio</i>	参股比例, 等于企业参股占金融机构股份的持股比例
<i>Size</i>	企业规模, 等于总资产的自然对数
<i>Lev</i>	企业资产负债率, 等于总负债与总资产的比值
<i>Age</i>	企业年龄, 用企业样本所在年份减去上市年份
<i>Cfo</i>	企业现金流, 等于企业经营活动现金流量净额与总资产的比值
<i>Roa</i>	企业资产回报率, 等于净利润除以总资产
<i>Lash</i>	股权集中度, 为第一大股东持股比例
<i>Marindex</i>	地区市场化指数, 该指数越大, 表明地区市场化进程越快, 市场竞争程度越高
<i>Industry</i>	行业哑变量, 根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》对行业进行分类
<i>Year</i>	年度哑变量

四 回归结果与分析

(一) 描述性统计

表2 报告了中国非金融类 A 股上市公司参股金融业的描述性统计分析结果。在样本期内, 平均有 19.93% 的非金融类上市公司参股了金融业。其中, 参股银行业的非金融类上市企业数量最多, 此外, 非金融类企业也参股了保险、财务、基金、期货、信托和证券公司。

表 2 非金融类上市公司参股金融业的描述性统计

年度	保险 公司	财务 公司	基金 公司	期货 公司	信托 公司	银行	证券 公司	合计	非金融上市 公司总数	比例
2007	15	38	7	15	17	109	89	290	1502	0.1931
2008	19	43	8	18	18	131	94	331	1581	0.2094
2009	20	47	8	18	17	158	84	352	1842	0.1911
2010	21	55	8	19	20	197	73	393	2017	0.1948
2011	23	61	10	20	23	217	67	421	2503	0.1682
2012	20	83	12	23	23	272	69	502	2451	0.2048
2013	25	92	15	23	25	285	67	532	2450	0.2171
2014	25	103	19	23	23	299	56	548	2555	0.2145
合计	168	522	87	159	166	1668	599	3369	16 901	0.1993

表 3 报告了模型回归变量的描述性统计结果。为消除异常值的影响,本文利用缩尾(winsorize)方法对所有连续变量在 1% 水平上进行极端值处理。从表 3 可知,样本企业平均专利申请数为 13.5772,但不同企业差异较大,最小值为 0,最大值为 291。样本企业发明专利申请数量(*Invention_app*)的平均值为 5.1982,实用新型专利申请数量(*Utilitymodel_app*)的平均值为 5.9696,外观设计专利申请数量(*Design_app*)的平均值为 1.8027。平均有 19.93% 的样本企业参股金融业,企业参股金融机构的金额占企业资产的均值为 0.32%,持有被参股金融机构的股权比例均值为 1.69%。

表 3 变量的描述性统计分析

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Innovation</i>	13.5772	0	38.9678	0	291
<i>Invention_app</i>	5.1982	0	15.4286	0	115
<i>Utilitymodel_app</i>	5.9696	0	18.1240	0	134
<i>Design_app</i>	1.8027	0	7.6701	0	58
<i>D_Corfin</i>	0.1993	0	0.3995	0	1
<i>CorfinInv_Ratio</i>	0.0032	0	0.0118	0	0.0848
<i>CorfinShare_Ratio</i>	0.0169	0	0.0602	0	0.40
<i>Size</i>	21.7480	21.6087	1.2989	18.7655	25.6214
<i>Lev</i>	0.4673	0.4618	0.2504	0.0437	1.4806
<i>Age</i>	8.7646	9	6.0102	0	21
<i>Cfo</i>	0.0388	0.0382	0.0808	-0.2233	0.2644
<i>Roa</i>	0.0386	0.0374	0.0618	-0.2493	0.2214
<i>Lash</i>	36.2583	34.3770	15.4576	8.7869	75.1042

(二) 金融化对企业创新影响的回归结果

表4 报告了参股金融机构对企业创新影响的负二项 (negative binomial) 回归结果。从表4 可知, 衡量参股金融机构的3 个指标 (D_Corfin 、 $CorfinInv_Ratio$ 、 $CorfinShare_Ratio$) 的回归系数均显著为负, 且显著水平都低于或等于5%。这验证了假设1, 即参股金融机构抑制了企业创新, 非金融类企业金融化会对企业创新产生抑制效应。非金融企业参股金融机构, 这种为获取短期回报的金融化将导致企业忽视影响长期发展的生产性活动, 降低对生产性活动的资金投入, 限制企业技术水平的提升, 最终制约企业竞争力的提升和经济长期增长。基于上述发现, 当前决策层应高度重视以金融业为代表的虚拟经济, 由于其依赖管制和垄断等因素赚取了远超实体经济的回报率, 直接后果是吸引实体企业有限的资金投入向金融领域, 造成所谓的脱实向虚问题, 同时也造成大量资金在金融体系内部空转, 容易形成经济泡沫。十九大报告提出的“深化商事制度改革, 打破行政性垄断, 防止市场垄断, 加快要素价格市场化改革, 放宽服务业准入限制, 完善市场监管体制”和“深化金融体制改革”正是抑制实体企业脱实向虚和经济泡沫的实质性举措。

此外, 从回归结果可以发现, 企业规模与企业创新显著正相关, 这说明规模越大的企业创

表4 金融化对企业创新的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
D_Corfin	-0.1085 ** (-2.39)		
$CorfinInv_Ratio$		-8.2835 *** (-5.05)	
$CorfinShare_Ratio$			-0.0090 *** (-2.90)
$Size$	0.7670 *** (42.33)	0.7583 *** (42.86)	0.7709 *** (42.12)
Lev	-0.8257 *** (-8.69)	-0.8400 *** (-8.84)	-0.8144 *** (-8.58)
Age	-0.0897 *** (-24.76)	-0.0887 *** (-24.51)	-0.0903 *** (-25.07)
Cfo	1.5744 *** (6.13)	1.5649 *** (6.10)	1.5817 *** (6.17)
Roa	1.0999 *** (3.31)	1.1530 *** (3.47)	1.1023 *** (3.32)
$Lash$	-0.0074 *** (-5.85)	-0.0075 *** (-5.94)	-0.0072 *** (-5.67)
常数项	-14.5949 *** (-38.52)	-14.3826 *** (-38.82)	-14.6749 *** (-38.35)
行业和年份效应	控制	控制	控制
样本数	16 901	16 901	16 901
伪 R^2	0.0695	0.0697	0.0695

说明: 括号内的数值为 Z 值; *、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。下表同。

新水平越高。企业资产负债率与企业创新显著负相关。企业年龄与企业创新显著负相关,这意味着年轻的企业更有动力创新。企业现金流与企业创新显著正相关,这说明内源融资是企业创新的重要资金来源。企业资产回报率也与企业创新显著正相关,因为创新需要大量资金,业绩越好的企业越有资金投入创新。第一大股东持股比例与企业创新显著负相关,说明上市公司存在第二类代理问题,即大股东为了自身利益最大化,不愿进行高风险的创新活动。本文所有回归模型均控制了行业效应和年度效应,限于篇幅没有报告回归结果。

(三)金融化对企业创新影响的进一步分析

1. 不同类型的创新比较。在中国,专利包括了发明专利、实用新型专利和外观设计专利,这3类专利反映了企业不同层次的创新能力,代表企业不同的竞争战略,需要的创新投入也不同。发明专利在一定程度上更能体现企业的自主创新能力,所以需要的创新投入最多(张杰,2015),实用新型专利次之,最后是外观设计专利。

企业参股金融业导致企业无法积累足够的资金投入创新,而且企业研发创新的前期投入巨大,短期难以取得显著的市场回报与补偿,因此参股金融业会严重抑制企业从事风险高、前期需要大量资金投入、短期难以获得收益的研发创新和专利活动。企业发明专利和实用新型专利的技术含量相对较高,前期需要的投入更多,而且收益不确定性也更高,因此当企业将资金投向金融领域后,可用于发明和实用新型创新的资金便减少,从而参股金融业降低了企业发明专利和实用新型专利的申请数量。表5第(1)-(3)列报告了参股金融业对企业发明专利申请的影响,结果显示两者的回归系数显著为负。这说明企业将资金投向金融领域抑制了企业发明型创新。

表5第(4)-(6)列报告了参股金融业对企业实用新型专利申请数量的回归结果。从中可知,衡量参股金融业的3个变量与实用新型专利申请数量的回归系数都显著为负,这表明非金融企业参股金融业同样显著抑制了企业实用新型创新。

与企业发明专利和实用新型专利体现的技术创新能力不同,一方面,企业外观设计专利一定程度上体现的创新能力是改变企业产品外观的能力,因此,其对应的企业自主创新能力要弱于其他两种专利(张杰,2015)。相应地,与发明和实用新型专利的投入相比,企业为外观设计专利的创新投入也相对较低,参股金融业对挤出企业外观设计投入的影响较弱。另一方面,管理层在面临业绩考核压力下,倾向降低对长期需要大量投入的发明创新和实用新型创新的投入;而外观设计改进和创新会在短期内产生效果,从而管理层可能会利用参股金融部门获取的收益来进行回报期短、风险较低、前期投入较少的外观设计型创新。因此预期参股金融业可能会增加企业外观设计专利的投入。

表 5 金融化对企业创新的影响: 基于发明专利和实用新型专利申请数量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	发明专利申请数量			实用新型专利申请数量		
<i>D_Corfin</i>	-0.1315 *** (-2.85)			-0.1585 *** (-3.09)		
<i>CorfinInv_Ratio</i>		-8.8753 *** (-5.09)			-6.8445 *** (-3.74)	
<i>CorfinShare_Ratio</i>			-0.0092 *** (-2.96)			-0.0098 *** (-2.93)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	16 901	16 901	16 901	16 901	16 901	16 901
伪 R ²	0.0886	0.0889	0.0886	0.0913	0.0913	0.0913

说明: 控制变量同表 4, 限于篇幅未报告, 备索。下表同。

表 6 报告了参股金融业对企业外观设计专利申请数量的影响。在控制了其他可能影响外观设计专利申请的变量后, 金融化对企业外观设计专利的影响仅在第(1)列显著为正, 且仅有 10% 的显著性水平, 而第(2)和(3)列的回归系数不显著。综合来看, 金融化对企业外观设计专利的影响不明显。

表 6 金融化对企业创新的影响: 基于外观设计专利申请数量

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>D_Corfin</i>	0.1810 * (1.86)	
<i>CorfinInv_Raito</i>		0.4807 (0.12)	
<i>CorfinShare_Ratio</i>			0.0102 (1.30)
控制变量	控制	控制	控制
行业和年份效应	控制	控制	控制
样本数	16 901	16 901	16 901
伪 R ²	0.0497	0.0496	0.0496

2. 融资约束的影响。如前文所述, 在企业使用资金既定的前提下, 企业将资金投向金融机构相应减少了可用于创新的资金投入, 这一挤出效应对那些融资约束程度高、自身资金有限、更依赖外部融资的企业更为显著。受财务限制较少的企业, 更容易在实业和金融投资之间配置资源。从融资约束角度看, 自身现金流较多的企业, 相应融资约束程度较轻, 因此这类企业参股金融机构对企业创新的影响

表7 金融化与企业创新:融资约束的影响

变量	(1)	(2)	(3)
<i>D_Corfin</i>	-0.1769 ^{***} (-3.39)		
<i>D_Corfin</i> × <i>Cfo</i>	1.5686 ^{**} (2.53)		
<i>CorfinInv_Ratio</i>		-9.1202 ^{***} (-4.81)	
<i>CorfinInv_Ratio</i> × <i>Cfo</i>		20.4510 (0.84)	
<i>CorfinShare_Ratio</i>			-0.0127 ^{***} (-3.69)
<i>CorfinShare_Ratio</i> × <i>Cfo</i>			0.0720 ^{**} (2.15)
控制变量	控制	控制	控制
行业和年份效应	控制	控制	控制
样本数	16 901	16 901	16 901
伪 R ²	0.0696	0.0697	0.0696

相对较弱。表7的估计结果对此进行了验证,在控制相关变量后,企业现金流与参股金融业的交互项系数显著为正。这说明当企业现金流较低、融资约束问题更严重时,参股金融业对企业创新的挤出效应更为明显。

3. 管理层业绩压力的影响。如上文所述,由于管理层面面临资本市场和股东考核的双重业绩压力,促使其可能将企业资金投入金融而非回报期较长的创新投资,这既挤出了企业创新,也使管理层的精力和重心转移到金融投资运作,抑制了企业未来的创新。本文预计在市场化程度较高的地区,市场竞争机制相对发达,企业管理层面面临的竞争压力较大,为了在竞争中取胜,企业管理层会选择参股金融业获取短期回报,忽视创新对企业长期发展的重要性,参股金融业对企业创新的影响更为明显。而在市场化程度较低的地区,地方政府对辖区经济干预较为普遍,地方政府干预行为破坏了市场竞争机制对企业经营决策的影响(夏立军和陈信元,2007)。企业通过创新获取竞争优势的机制被破坏,扭曲了企业的增长机制,企业会更努力获取政策性

表8 金融化与企业创新:管理层业绩压力的影响

变量	(1)	(2)	(3)
<i>D_Corfin</i>	1.1624 ^{***} (5.65)		
<i>D_Corfin</i> × <i>Marindex</i>	-0.1401 ^{***} (-6.16)		
<i>CorfinInv_Ratio</i>		4.1229 (0.59)	
<i>CorfinInv_Ratio</i> × <i>Marindex</i>		-1.3420 [*] (-1.74)	
<i>CorfinShare_Ratio</i>			0.0079 (0.60)
<i>CorfinShare_Ratio</i> × <i>Marindex</i>			-0.0018 (-1.20)
<i>Marindex</i>	0.1427 ^{***} (13.05)	0.1174 ^{***} (11.50)	0.1168 ^{***} (11.42)
控制变量	控制	控制	控制
行业和年份效应	控制	控制	控制
样本数	16 901	16 901	16 901
伪 R ²	0.0713	0.0712	0.0710

机会来获取利润回报。因此参股金融业对这类企业创新的影响相对较弱。

表 8 报告了市场竞争带给管理层业绩压力对参股金融业和企业创新关系的影响, 市场化指数和企业参股金融业的交互项系数整体上显著为负。这说明市场化程度较高的地区, 市场竞争越激烈, 管理层面临的业绩压力越大, 参股金融业对企业创新的抑制作用越强。

五 稳健性检验

(一) 自选择问题的控制

鉴于参股金融业与企业创新之间的关系可能存在自选择问题, 本文采用 Heckman 两阶段方法来控制该问题。(2) 式为第一阶段的参股金融业模型, 采用 probit 方法估计(见表 9), 将估计结果求得的 inverse Mill's ratio 用 Lambda 表示, 作为第二阶段参股金融业对企业创新影响模型的控制变量。

$$D_Corfin_i = \beta_0 + \beta_1 Size_i + \beta_2 Lev_i + \beta_3 Roe_i + \beta_4 Duality_i + \beta_5 State_i + \sum Industry + \sum Year + \delta_i \quad (2)$$

$$Innovation_i = \alpha_0 + \alpha_1 Corfin_i + \alpha_2 Size_i + \alpha_3 Lev_i + \alpha_4 Age_i + \alpha_5 Cfo_i + \alpha_6 Roa_i + \alpha_7 Lash_i + \alpha_8 Lambda_i + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_i \quad (3)$$

其中, *Duality* 表示董事长与总经理是否两职合一, 若两职合一取值为 1; 否则为 0。*State* 为企业所有权性质变量, 若企业为政府控股, 则取值为 1; 否则为 0。

表 9 Heckman 两阶段模型第一阶段估计结果

<i>D_Corfin</i>	系数	标准误	z 值	P > z
<i>Size</i>	0.2620	0.0105	24.90	0.000
<i>Lev</i>	0.1011	0.0556	1.82	0.069
<i>Roe</i>	-0.2800	0.0797	-3.51	0.000
<i>Duality</i>	0.0435	0.0292	1.49	0.136
<i>State</i>	0.0350	0.0253	1.38	0.167
常数项	-6.5625	0.2328	-28.19	0.000

说明: 估计控制了行业和年份效应, 样本数为 16 901, 伪 R² 为 0.0888。

表 10 第(1)-(3)列是控制了自选择问题后参股金融业对企业创新的回归结果, 从中可知, 参股金融业对企业创新的影响仍然显著为负, 说明本文之前的结论较为稳

健。表 10 第(4)–(6)列是控制自选择问题后参股金融业对企业发明专利的回归结果,从中可知,参股金融业对企业发明专利的影响仍然显著为负,再次验证了假说 1。

表 11 第(1)–(3)列是控制自选择问题后参股金融业对企业实用新型专利的回归结果,从中可知,参股金融业对企业实用新型专利的影响显著为负,再次表明本文结论稳健。第(4)–(6)列是控制自选择问题后参股金融业对企业外观设计专利的回归结果。

表 10 控制自选择后金融化对企业创新和发明专利的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	企业创新			发明专利申请数量		
<i>D_Corfin</i>	-2.9420 ^{***} (-5.94)			-2.1755 ^{***} (-4.40)		
<i>CorfinInv_Ratio</i>		-9.4804 ^{***} (-4.75)			-9.3470 ^{***} (-4.39)	
<i>CorfinShare_Ratio</i>			-0.0081 ^{**} (-2.25)			-0.0072 ^{**} (-1.97)
<i>Lambda</i>	1.6249 ^{***} (5.72)	0.0327 (1.03)	-0.0143 (-0.47)	1.1681 ^{***} (4.14)	0.0123 (0.38)	-0.0349 (-1.15)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	16 901	16 901	16 901	16 901	16 901	16 901
伪 R ²	0.0699	0.0697	0.0695	0.0889	0.0889	0.0887

表 11 控制自选择后金融化对企业实用新型专利和外观设计专利的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	实用新型专利申请数量			外观设计专利申请数量		
<i>D_Corfin</i>	-2.1101 ^{***} (-3.94)			-2.7146 ^{**} (-2.40)		
<i>CorfinInv_Ratio</i>		-5.7621 ^{***} (-2.61)			-6.9166 (-1.42)	
<i>CorfinShare_Ratio</i>			-0.0069 [*] (-1.79)			0.0023 (0.25)
<i>Lambda</i>	1.1110 ^{***} (3.65)	-0.0310 (-0.89)	-0.0503 (-1.50)	1.6589 ^{**} (2.56)	0.1718 ^{**} (2.46)	0.1061 [*] (1.61)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业和年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	16 901	16 901	16 901	16 901	16 901	16 901
伪 R ²	0.0915	0.0914	0.0913	0.0499	0.0498	0.0497

从中可知,参股金融业对企业外观设计专利的影响仅在第(4)列显著为负,在第(5)和(6)列的系数不显著,总体上金融化对企业外观设计专利的影响不明显。

(二)以研发投入作为创新

变量

本文还检验了企业参股金融业对企业研发投入强度的影响(见表12)。为避免因研发投入值缺失导致的样本选择性偏差问题,本文借鉴了Hirshleifer等(2013)、Faleye等(2014)、Seru(2014)以及倪晓然和朱玉杰(2016)的处理方法,将研发投入缺失值替换为0。表12显示,参股金融业对企业研发投入

表12 金融化对企业研发投入的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
<i>D_Corfin</i>	-0.0007** (-2.29)		
<i>CorfinInv_Ratio</i>		-0.0155* (-1.64)	
<i>CorfinShare_Ratio</i>			-0.00003* (-1.84)
控制变量	控制	控制	控制
行业和年份效应	控制	控制	控制
样本数	16 901	16 901	16 901
调整后的 R ²	0.1311	0.1310	0.1310

说明:括号内的值为t值。

强度的影响显著为负。这说明在企业融资渠道既定的情况下,企业参股金融业降低了可用于研发投入的资源。

(三)内生性问题的控制

为控制金融化和企业创新之间可能存在的内生性问题,本文采用解释变量滞后1期的方法对之前的回归结果进行稳健性检验^①。回归结果发现,滞后1期的金融化变量对企业创新的回归系数仍显著为负,即金融化显著降低了企业专利申请数量,特别是降低了发明专利申请和实用新型专利申请数量。这与之前的研究发现保持一致,说明本文回归结果稳健。

六 结论与政策启示

十九大报告高度重视创新对中国的战略意义,强调“创新是引领发展的第一动力,是建设现代化经济体系的关键支撑”。特别是当前中国经济已进入新常态,创新是转变经济增长方式和推动产业升级的关键动因,也是实现十九大报告提出的“以供给侧结构性改革为主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革,提高全要素生

① 限于篇幅,未报告具体回归结果,备案。

产率”的前提和动力基础。创新需要金融体系支持,金融体系的重要任务之一就是为创新提供融资服务。但是,中国金融部门的高回报率吸引着非金融企业转变投资战略和经营决策。为获取盈利机会,非金融企业显著增加了对金融领域的关注和投资,实体企业参股金融业,进行金融化是挤出还是促进企业创新,便是一个需要学术界回答的重要问题。本文论证了非金融企业金融化对企业创新的影响机制,并利用中国非金融 A 股上市公司 2007-2014 年的数据,检验了金融化对企业创新的影响。研究结果显示:首先,非金融企业参股金融业会对企业创新产生抑制效应,其中对发明专利申请和实用新型专利申请的抑制作用更为明显。这表明非金融类企业的金融化程度越深,越不利于企业进行创新。其次,金融化对企业研发投入的影响显著为负,这表明企业参股金融领域降低了创新研发投资强度。最后,对管理层面面临融资约束和业绩压力的企业,金融化对企业创新的抑制作用更为明显。本研究基于微观视角,为了解金融化的经济后果增添了新证据,丰富了企业创新影响因素的相关研究。

本文结论也具有重要的政策启示:首先,监管层应完善和强化对金融体系的监管。虽然非金融企业参股金融领域,对个体企业而言,可以通过多元化投资分散风险,获取金融领域的高收益。但非金融企业对金融领域的投资,抑制了生产性投资,可能引发实体经济空心化,导致资产价格虚高形成泡沫。这是非常令人担忧的问题,这种脱实向虚的金融化带来的个体企业金融投资收益,是以国家经济增长为代价,将降低中国经济的可持续增长。也正因此,十九大报告强调“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”。特别是在当前强调转变经济增长方式、促进企业创新、寻求新的经济增长动力源泉、保持经济持续健康发展的背景下,我们更要关注金融化对非金融企业经营行为和战略决策的影响。监管层在制定金融监管政策时要充分考虑非金融企业对金融领域的投资,要特别关注金融体系与实体经济的关系,既要保持金融体系的健康发展,充分发挥金融体系为实体经济提供资本的中介作用。同时,监管层也要强化和完善金融监管措施,防范实体经济脱离主业,盲目向金融业扩张,影响实体经济长期发展,动摇经济长期增长的根基。

其次,十九大报告提出要“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力”。为实体经济服务是金融体系的基本职能,在建设创新型国家的战略目标下,为创新服务便是金融体系的首要任务。当前由政府主导的金融体系难以适应新形势下建设创新型国家和进行供给侧改革对金融体系的功能要求,深化金融体制改革则是完善金融体系功能和服务创新的必然路径。提高金融体系的市场化程度,降低政府对金融体系的干预和主导,是进行金融体系改革的关键。

再次,当前实体经济投资收益率较低、金融业投资回报率较高,使投资从实体经济

转向金融业。这其中的深层原因与目前严重的金融业垄断相关, 金融业垄断也是造成实体经济困境的主要原因之一。金融业市场化程度较低导致金融业未能与实体经济的市场化同步, 限制了金融体系更好地服务实体经济。十九大报告明确提出“清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法”“加快要素价格市场化改革, 放宽服务业准入限制”。因此, 提升金融业市场化水平、降低垄断程度, 推动和深化金融体制改革, 是推动企业脱虚向实和防范系统性金融风险的重要对策。

最后, 转变目前以间接融资为主的融资体系, 发展直接融资体系, 提升金融体系资源配置效率。发展直接融资体系有助于创新企业根据自身情况融资, 降低融资时的交易成本。实现由间接融资向直接融资的转变, 关键是按照十九大报告提出的“提高直接融资比重, 促进多层次资本市场健康发展”, 最终实现增强资本市场服务实体企业能力的目标。

参考文献:

- 黄泽清(2017):《金融化对收入分配影响的理论分析》,《政治经济学评论》第1期。
- 黎文靖、郑曼妮(2016):《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》第4期。
- 李宏彬、李杏、姚先国、张海峰、张俊森(2009):《企业家的创业与创新精神对中国经济增长的影响》,《经济研究》第10期。
- 李维安、马超(2014):《“实业+金融”的产融结合模式与企业投资效率——基于中国上市公司控股金融机构的研究》,《金融研究》第11期。
- 李扬(2014):《最大问题是金融未能有效服务实体经济》,《中国中小企业》第7期。
- 蔺元(2010):《我国上市公司产融结合效果分析——基于参股非上市金融机构视角的实证研究》,《南开管理评论》第5期。
- 林毅夫(2002):《发展战略、自生能力和经济收敛》,《经济学(季刊)》第1期。
- 刘诗白(2010):《论过度金融化与美国的金融危机》,《经济学动态》第4期。
- 刘志彪、凌永辉(2018):《对商业银行反垄断有利于更好地服务实体经济》,《南京审计大学学报》第1期。
- 鲁春义、丁晓钦(2016):《经济金融化行为的政治经济学分析——一个演化博弈框架》,《财经研究》第7期。
- 鲁桐、党印(2014):《公司治理与技术创新:分行业比较》,《经济研究》第6期。
- 倪晓然、朱玉杰(2016):《劳动保护、劳动密集度与企业创新——来自2008年〈劳动合同法〉实施的证据》,《管理世界》第7期。
- 王红军、曹瑜强、杨扬、杨肇(2017):《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》,《南开管理评论》第1期。
- 王小鲁、樊纲、余静文(2017):《中国分省份市场化指数报告(2016)》,北京:社会科学文献出版社。
- 夏立军、陈信元(2007):《市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定》,《经济研究》第7期。
- 解维敏、方红星(2011):《金融发展、融资约束与企业研发投入》,《金融研究》第5期。

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

张杰(2015):《进口对中国制造业企业专利活动的抑制效应研究》,《中国工业经济》第7期。

张庆亮、孙景同(2007):《我国产融结合有效性的企业绩效分析》,《中国工业经济》第7期。

赵峰、田佳禾(2015):《当前中国经济金融化的水平和趋势——一个结构的和比较的分析》,《政治经济学评论》第3期。

Aglietta, M. and Régis, B. “Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation.” *Economy and Society*, 2001, 30(4), pp. 433–466.

Alchian, A. A. and Demsetz, H. “Production, Information Costs and Economic Organization.” *The American Economic Review*, 1972, 62(5), pp. 777–795.

Allen, F. and Gale, D. “A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US.” *European Economic Review*, 1995, 39(2), pp. 179–209.

Allen, F.; Qian, J. and Qian, M. “Law, Finance, and Economic Growth in China.” *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), pp. 57–116.

Bhattacharya, S. and Ritter, J. “Innovation and Communication: Signaling with Partial Disclosure.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1980, 50(4), pp. 331–346.

Boot, A. and Thakor, A. “Can Relationship Banking Survive Competition?” *Journal of Finance*, 2000, 55(2), pp. 679–713.

Boyer, R. “Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis.” *Economy and Society*, 2000, 29(1), pp. 111–145.

Brown, J. R.; Fazzari, S. M. and Petersen, B. C. “Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity and the 1990s R&D Boom.” *Journal of Finance*, 2009, 64(1), pp. 151–185.

Demir, F. “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets.” *Journal of Development Economics*, 2009, 88(2), pp. 314–324.

Diamond, D. “Financial Intermediation and Delegated Monitoring.” *Review of Economic Studies*, 1984, 51(3), pp. 393–414.

Epstein, G. A. *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

Faleye, O.; Kovacs, T. and Venkateswaran, A. “Do Better-Connected CEOs Innovate More?” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(5–6), pp. 1201–1225.

Foster, J. B. “The Financialization of Accumulation.” *Monthly Review*, 2010, 62(5), pp. 1–17.

Goto, A. “Business Groups in A Market Economy.” *European Economic Review*, 1982, 19(1), pp. 53–70.

Hirshleifer, D.; Low, A. and Teoh, S. H. “Are Overconfident CEOs Better Innovators?” *Journal of Finance*, 2012, 67(4), pp. 1457–1498.

Hirshleifer, D.; Hsu, P. H. and Li, D. “Innovative Efficiency and Stock Returns.” *Journal of Financial Economics*, 2013, 107(3), pp. 632–654.

Holmstrom, B. “Agency Costs and Innovation.” *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1989, 12(3), pp. 305–327.

- Khanna, T. and Yafeh, Y. “Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?” *Journal of Economic Literature*, 2007, 45(2), pp. 331–372.
- King, R. G. and Levine, R. “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right.” *The Quarterly Journal of Economics*, 1993, 108(3), pp. 717–737.
- Leland, H. and Pyle, D. “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation.” *The Journal of Finance*, 1977, 32(2), pp. 371–387.
- Levine, R. “International Financial Liberalization and Economic Growth.” *Review of International Economics*, 2001, 9(4), pp. 688–702.
- Lu, Z. F.; Zhu, J. G. and Zhang, W. N. “Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China.” *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(2), pp. 341–354.
- Milberg, W. and Shapiro, N. “Implications of the Recent Financial Crisis for Firm Innovation.” *Journal of Post Keynesian Economics*, 2013, 36(2), pp. 207–230.
- Orhangazi, Ö. “Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U. S. Economy: 1973–2003.” *Cambridge Journal of Economics*, 2008, 32(6), pp. 863–886.
- Porter, M. E. “Capital Disadvantages: America’s Failing Capital Investment System.” *Harvard Business Review*, 1992, 70(5), pp. 65–82.
- Romer, P. M. “Endogenous Technological Change.” *Journal of Political Economy*, 1990, 98(5), pp. 71–102.
- Schumpeter, J. *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press, 1934.
- Seo, H. J.; Han, S. K. and Kim, Y. C. “Financialization and the Slowdown in Korean Firms’ R&D Investment.” *Asian Economic Papers*, 2012, 11(3), pp. 35–49.
- Seru, A. “Firm Boundaries Matter: Evidence from Conglomerates and R&D Activity.” *Journal of Financial Economics*, 2014, 111(2), pp. 381–405.
- Solow, R. M. “Technical Change and the Aggregate Production Function.” *The Review of Economics and Statistics*, 1957, 39(3), pp. 312–320.
- Stiglitz, J. and Weiss, A. “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information.” *The American Economic Review*, 1981, 71(3), pp. 393–411.
- Stockhammer, E. “Financialization and the Slowdown of Accumulation.” *Cambridge Journal of Economics*, 2004, 28(5), pp. 719–741.
- Tian, X. and Wang, T. “Tolerance for Failure and Corporate Innovation.” *Review of Financial Studies*, 2014, 27(1), pp. 211–255.
- Tobin, J. “Money and Economic Growth.” *Econometrica*, 1965, 33(4), pp. 671–684.
- Tosi, H. L.; Werner, S.; Katz, J. P. and Gomez-Mejia, L. R. “How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies.” *Journal of Management*, 2000, 26(2), pp. 301–339.
- Tornell, A. “Real vs. Financial Investment: Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distortion?” *Journal of Development Economics*, 1990, 32(2), pp. 419–444.

Williamson, O. *The Economic Institutions of Capitalism*, New York: Free Press, 1985.

Wong, P. K.; Ho, Y. P. and Autio, E. "Entrepreneurship, Innovation and Economic Growth: Evidence from GEM data." *Small Business Economics*, 2005, 24(3), pp. 335-350.

Xu, L. P. and Xin, Y. "Thorny Roses: The Motivations and Economic Consequences of Holding Equity Stakes in Financial Institutions for China's Listed Nonfinancial Firms." *China Journal of Accounting Research*, 2017, 10(2), pp. 105-125.

Yosha, O. "Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source", *Journal of Financial Intermediation*, 1995, 4(1), pp. 3-20.

Transformation from the Fictitious Economy into a Real Economy and Construction of an Innovative Country: Understanding the Spirit of the 19th CPC National Congress Report

Xie Weimin

Abstract: "Speeding up the construction of an innovative country" and "Innovation is the primary driving force behind development; it is the strategic underpinning for building a modernized economy" are part of what has been advanced in the report of the 19th CPC National Congress. However, a large number of Chinese non-financial enterprises currently hold equity shares in financial institutions, which promotes corporate financialisation. Whether financialisation fosters or inhibits corporate technological innovation is a highly relevant academic issue that has not yet been discussed in depth. Based on the data of Chinese non-financial A-share listed companies from 2007 to 2014, this paper conducts theoretical analysis and empirical testing of the impact of non-financial enterprises holding equity shares in financial institutions on their innovation. The empirical results show that financialisation inhibits business innovation and the impacts of this inhibition are more significant in invention and utility model patent applications. Furthermore, the inhibition effects of financialisation on corporate innovation are more significant for enterprises facing financial constraints and those that bear greater pressure in the performance of their management. Therefore, in order to speed up the construction of an innovative country, the government must inhibit non-financial enterprises financialisation, encourage enterprises to increase their industrial investment, and promote the transformation from the fictitious economy into a real economy.

Key words: the 19th CPC National Congress Report, corporate financialisation, holding equity shares of financial institutions, corporate innovation

JEL codes: D21, G28, G31

(截稿:2018年4月 责任编辑:吴海英)