

# 企业金融化、管理层股权激励与二元创新

许典

湖南农业大学商学院, 中国·湖南 长沙 410128

**【摘要】**本文以2015-2021年沪深A股上市公司为样本, 研究管理层股权激励在企业金融化与二元创新之间的调节效应。研究显示: 管理层股权激励能缓解企业金融化对探索式创新和利用式创新的抑制作用, 尤其是缓解企业金融化对探索式创新的抑制作用。因此, 为缓解企业二元创新的金融化困境, 提高企业二元创新效率, 从企业与政府两个层面提出相关建议。

**【关键词】**金融化; 股权激励; 探索式创新; 利用式创新

## 1 引言与文献综述

自党的十八大报告中首次提出创新驱动发展战略以来, 创新在我国发展中的地位日益凸显。党的十九大报告中进一步强调创新作为引领发展的第一动力, 而党的二十大报告则明确指出, 创新是我国现代化建设全局中的核心地位。这一系列报告不仅体现了国家对创新的高度重视, 而且深刻揭示了创新在推动我国社会经济发展中的关键作用。企业作为我国经济活动的主要参与者以及技术进步的主要推动者, 在高质量发展中更需要持续注入创新动力, 不断提升自身的核心竞争能力。此外, 在企业发展中不同类型的创新活动在风险和回报率方面存在差异。探索式创新致力于开发全新的技术和产品, 以开拓新的市场和满足新兴客户群体的需求; 而利用性创新侧重于对现有技术和知识的改进和优化, 旨在提升现有产品的性能以及增强服务的质量和效率, 从而更好地满足现有顾客的期望和需求 (王凤彬等, 2012)。

在坚持深化供给侧结构性改革和着力扩大有效需求的背景下, 近些年来我国实体经济与虚拟经济结构性失衡问题在不断调整解决, 但仍有不少企业倾向于回报率高的金融性投资、忽视技术性创新投资, 这导致企业内部创新驱动力不足。在现代公司治理结构中, 管理层在企业的投资决策过程中发挥着关键性作用, 其短视行为会明显削弱企业在实物资本和研发领域的投资力度, 转而增加对金融资产的配置, 进而加速企业的金融化进程 (喻彪和杨刚, 2022)。金融化是指金融工具或金融资产在实体经济中所占的比重 (王红建等, 2017), 比重逐渐增加的趋势在一定程度上反映了金融市场的活跃度和金融创新的推进, 然而, 随着金融化的深入, 股东和管理者之间的委托

代理问题也日益凸显。这种代理问题通常表现为管理者可能更倾向于追求短期的金融收益, 而非长期投资于企业的核心竞争力和创新能力, 从而加剧了实体企业“脱实转虚”的现象。为解决所有权和经营权分离下产生的委托——代理问题, 股权激励机制应运而生。通过股权激励来降低管理层和股东之间的代理冲突, 减少管理层进行金融投资而忽视主业经营的行为, 防止企业过度金融化。股权激励制度也鼓励管理层进行长期的战略规划和创新活动, 尤其是探索式创新 (李扬子, 2022)。鉴于此, 本文结合二元创新理论、信息不对称理论、委托代理理论与激励, 研究管理层股权激励在企业金融化和二元创新两者中发挥的调节效应。

## 2 理论分析与研究假设

在现代企业普遍实行两权分离运营模式的背景下, 根据信息不对称理论和委托代理理论, 所有者 (股东) 作为委托人, 有着企业能实现利润最大化以及所有者财富最大化的期望 (辛琳, 2001; 刘有贵和蒋年云, 2006)。而管理者作为代理人, 在与委托人利益不一致和双方信息不对称的情况下, 管理者会在实现自身利益最大化的诱惑驱动下, 做出损害股东以及不利于企业健康发展的行为。在企业的二元创新活动中, 管理者是最主要的参与者, 管理层短视是指管理层为了短期利益而牺牲企业的长期利益, 会导致对企业的创新活动投入不足。根据激励理论, 对管理层实行股权激励时, 能够正确引导管理层的行为, 有效地将管理层利益与股东利益对齐, 减少双方目标之间的冲突, 从而降低代理成本。当管理层持有公司的股份比例增加时, 他们对公司的承诺以及对长期价值的重视程度往往会随之提高, 管理层会更加

注重企业的研发和创新活动。因为这些活动是推动企业长期增长和提升市场竞争力的关键因素。因此,对管理层实行股权激励有利于缓解管理层的短视行为。在股权激励的作用下,管理层会倾向于将更多的资源和资金投入研发和创新项目中,更加关注于企业的长远发展,而不是仅仅追求短期的财务表现或将资金投资于金融资产以获得快速回报,从而抑制企业的金融资产投资。在企业的双元创新活动中,不论是探索式创新还是利用式创新,都需要合理的投入,并且探索式创新更强调对长期利益的追求。基于上述分析,本文提出以下假设:

H1: 管理层股权激励可以缓解企业金融化对探索式创新和利用式创新的抑制作用。

H2: 管理层股权激励对探索式创新所受的抑制作用的缓解效果更佳。

### 3 研究设计

#### 3.1 数据来源与数据处理

本文选取2015-2021年沪深A股上市公司的数据作为初始研究样本,为了使样本数据更具有代表性,本文对样本数据进行如下处理:①剔除研究期间内的ST、\*ST样本企业;②剔除银行、证券、保险等金融类上市公司的样本;③剔除主要变量存在数据缺失的样本。④为了消除异常值的影响,对文中涉及的连续变量进行上下1%缩尾处理。经过上述处理,最终获得13482个观测值。上市公司的数据来源于国泰安(CSMAR)数据库,同时使用Stata17软件进行数据分析与处理。

#### 3.2 关键变量界定

3.2.1 被解释变量:探索式创新(Patent1)和利用式创新(Patent2)

目前对双元创新的界定主要从理论角度和创新动机角度出发,以研发投入或专利数量对其进行定义。本文以“企业发明专利总申请量加1的自然对数”来衡量探索式创新,以“企业实用新型和外观设计专利的总申请量加1的自然对数”来衡量利用式创新。

#### 3.2.2 解释变量:金融化(Fin)

本文借鉴杜勇等(2017)的做法,以金融资产与企业总资产的比值来衡量金融化。

#### 3.2.3 调节变量:管理层股权激励(Ei)

本文借鉴汤业国和徐向艺(2012)的研究,以企业年末经营者持股数与总股数的比值来衡量管理层股权激励。

#### 3.2.4 控制变量

考虑到影响企业双元创新的因素,本文从企业特征、经营成果及治理结构等方面选取控制变量。变量的详细定义见表1。

表1: 变量定义

类型	变量符号	变量名	变量注释
被解释变量	Patent1	探索式创新	ln(年度企业发明专利总申请量+1)
	Patent2	利用式创新	ln(年度企业实用新型和外观设计专利的总申请量+1)
解释变量	Fin	金融化	(交易性金融资产+衍生金融资产+可供出售金融资产+发放贷款及垫款净额+持有至到期投资净额+投资性房地产净额)/企业总资产
调节变量	Ei	管理层股权激励	企业年末经营者持股数/总股数
控制变量	Lev	资产负债率	企业总负债/总资产
	Size	企业规模	企业总资产的自然对数
	Dual	两职合一	董事长、总经理为一人取1,否则取2
	Roa	总资产收益率	企业净利润/总资产
	Shrcr1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数占公司总股数的百分比
	Cash	企业现金持有量	企业货币资金总额/总资产
	Ppe	资本密集度	企业固定资产净额/总资产
	Growth	企业成长性	企业总资产增长率
	Board	董事会规模	董事会人数加1取自然对数
	Pay	管理层薪酬	管理层前三名的薪酬取对数

## 4 实证分析

### 4.1 主要变量描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计情况。

表2: 主要变量的基本统计特征

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
Patent1	13482	1.9960	1.6566	0.0000	1.9459	6.6241
Patent2	13482	2.3019	1.7529	0.0000	2.3979	6.5751
Fin	13482	0.0502	0.0881	0.0000	0.0134	0.4692
Ei	13482	0.0377	0.0966	0.0000	0.0001	0.5184
Lev	13482	0.4519	0.2001	0.0684	0.4461	0.9287

### 4.2 回归分析

表3: 调节作用

VARIABLES	(1) Patent1	(2) Patent1	(3) Patent2	(4) Patent2
Fin	-4.3787*** (-29.1416)	-4.5947*** (-29.4309)	-4.6977*** (-29.0296)	-4.8937*** (-29.0966)
Ei	0.5068*** (3.5637)	0.1272 (0.7909)	0.5842*** (3.8141)	0.2399 (1.3846)
Fin x Ei		7.9537*** (5.0401)		7.2139*** (4.2433)
Constant	-10.9992*** (-32.0264)	-11.0123*** (-32.0929)	-8.2776*** (-22.3790)	-8.2896*** (-22.4248)
时间	YES	YES	YES	YES
地区	YES	YES	YES	YES
Observations	13,482	13,482	13,482	13,482
r <sup>2</sup> <sub>a</sub>	0.271	0.272	0.244	0.245

注: \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01分别表示10%, 5%和1%水平上显著。

表3是考察管理层股权激励(Ei)作为调节变量的调节作用。结果表明在控制变量的情况下,管理层股权激励在企业金融化对探索式创新和利用式创新的影响中起到了正向调节作用,能够缓解企业金融化对探索式创新和利用式创新的抑制作用,假设1得到验证。并且对于探索式创新的缓解效果更佳,假设2得到验证。

### 5 研究结论与政策建议

本文以2015-2021年沪深1926家A股上市公司为样本,研究了企业金融化对二元创新活动的影响,考察了管理层股权激励在两者之间的调节效应,得到的主要结论为:(1)企业金融化对探索式创新和利用式创新均有显著的抑制作用;(2)管理层股权激励能缓解企业金融化对探索式创新和利用式创新的抑制作用,尤其是探索式创新。根据以上结论,本文提出如下建议:(1)强化二元创新,驱动企业核心竞争力。(2)避免金融短视,强化可持续发展。(3)灵活施策促创新,风险共担推发展。

### 参考文献:

[1]王凤彬,陈建勋,杨阳.探索式与利用式技术创新及其平衡的效应分析[J].管理世界,2012(03):96~112+188.

[2]喻彪,杨刚.管理者短视与企业金融化[J].金融与经济,2022,(10):37~48.

[3]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(01):155~166.

[4]李扬子.管理层能力、高管激励与企业创新战略选择[J].中南财经政法大学学报,2022,(02):41~51.

[5]刘有贵,蒋年云.委托代理理论述评[J].学术界,2006(01):69~78.

[6]辛琳.信息不对称理论研究[J].嘉兴学院学报,2001(03):38~42.

[7]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.

[8]汤业国,徐向艺.中小上市公司股权激励与技术创新投入的关联性——基于不同终极产权性质的实证研究[J].财贸研究,2012,23(02):127~133.

### 作者简介:

许典(2002-),女,汉族,湖南邵阳人,硕士研究生在读,研究方向:公司治理与创新绩效。