

DOI: 10.19361/j.er.2025.03.06

知识产权保护能否抑制企业“脱实向虚”？

林 春 王子绮 孙英杰*

摘要：为破除当前企业“脱实向虚”的困境，有效提振实体经济发展信心，本文以 2008—2022 年沪深 A 股上市公司为样本，探讨知识产权保护对企业金融化行为的影响。研究发现，知识产权保护能够显著抑制企业金融化行为，并表现出明显的异质性特征。具体而言，无论是逐利动机还是“蓄水池”动机，知识产权保护均对企业金融化行为具有显著的抑制作用，且该抑制作用在市场化水平较高和行业竞争较为激烈的环境下更为突出。进一步分析表明，知识产权保护能够通过提高企业创新意识、创新价值及创新信息披露意愿，有效制约企业金融化行为，同时，企业风险承担水平可以强化知识产权保护对企业金融化行为的抑制效应。本文为提升知识产权保护经济效应以及推动实体经济高质量发展提供了参考。

关键词：知识产权保护；企业金融化行为；实体经济；创新效益

中图分类号：F121.23

一、引言及文献综述

实体经济作为保障经济平稳运行的“压舱石”，承载着提高国内生产总值、改善就业环境和引领现代化产业体系建设的重任。但不可否认的是，近年来我国正面临着实体经济和虚拟经济结构失衡的问题。这种失衡从产业角度表现为实体经济增速逐渐放缓，对经济总量的贡献呈下降态势，而房地产、金融行业规模则快速膨胀；从微观角度表现为企业将自有资金投向资本市场，以期获得高额投资回报，从而导致企业资源分散化，无法围绕核心业务进行创新和发展，企业经营存在“脱实向虚”隐患。此外，大量资本涌入虚拟领域引发了过度投机现象，由此形成经济泡沫，引致风险积聚，进而对经济稳定运行构成潜在威胁（魏后凯、王颂吉，2019）。因此，在风险尚未暴露的情况下，研究如何实现由“去工业化”向“再工业化”转型，引导企业将发展重心转回至主营业务，扭转“虚实背离”现状，成为目前中国式现代化亟需破解的关键议题。

*林春，辽宁大学金融与贸易学院，邮政编码：110036，电子信箱：253422833@qq.com；王子绮，辽宁大学金融与贸易学院，邮政编码：110036，电子信箱：1325122829@qq.com；孙英杰（通信作者），辽宁大学金融与贸易学院，邮政编码：110036，电子信箱：1162290669@qq.com。

本文获得辽宁省属本科高校基本科研业务费专项资金“中国城市金融韧性识别及其数智驱动因素研究”（LDJBKYSK2024006）、辽宁大学研究阐释党的二十大精神研究专项项目“智慧城市建设对城市金融韧性影响研究”（2024LDZX013）的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见，当然文责自负。

明确企业金融化动因是探究如何抑制实体企业“脱实向虚”的前提。从客观层面来说,企业是否投资金融产品、将多少资源用于投资金融产品,关键在于企业成本投入和预期收益的综合考量。对于实体经营而言,研发创新是一项充满不确定性的实践,受企业间恶性竞争、资金链创新链不匹配,以及产权保护体系存在薄弱环节等因素的影响,创新研发项目面临较高的失败风险,且潜在的侵权问题导致创新成果难以转化为可持续的利润。加之现阶段消费者价格敏感等因素,使得我国实体企业盈利空间被逐步缩减(景鹏等,2020)。对于虚拟投资而言,随着资本市场的快速扩容以及房地产行业与其他行业较大利差的形成,投资周期短和收益率高的特点为投资者提供了更大的获利空间。据此,资本固有的逐利属性驱使资金在不同的回报率中做出比较,最终流向可以获得更高收益的金融市场中,从而加剧企业金融化现象,增加金融风险并降低金融韧性(林春等,2024)。从主观层面来说,面对激烈的市场竞争压力,在规模效益优势难以为继的情况下,企业唯有突破性提升产品质量才能形成显著优势(刘长庚等,2022),这意味着企业必须积极从事实际的生产、研发和创新活动,投入大量的资源和精力来开发和提供有形的产品和服务。然而,在当前形势下部分企业存在的自主创新意愿不强、高质量人才短缺、企业家精神匮乏等问题,导致其忽视实体经济的可持续发展,从而致使实体企业发展陷入困境。2021 年国务院印发《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》,指出要提高知识产权转移转化成效,支撑实体经济创新发展。由此可知,强化知识产权保护力度,为实体企业营造良好的创新氛围,提振企业家发展实业的信心,进而舒缓实体企业金融化趋势是至关重要的。

尽管目前关于知识产权保护对企业金融化行为影响的研究尚不充分,但根据已有研究可初步推断二者之间存在潜在关联。就创新激励效应而言,部分学者指出知识产权保护通过维护企业合法权益,确保其原创性成果免受剽窃、盗用,除了能形成企业创新驱动机制,唤起企业提升产品和服务比较优势的内生动力外(洪银兴等,2023),还将促进企业整合优质资源,加大基础研发经费投入力度,攻克重大技术难题,激励企业创新发展(郭丰等,2022);另有学者提出知识产权保护与创新之间并非单一的线性相关(杨轶波,2018),特别是在高度垄断行业中,过度严格的知识产权保护会限制创新的自由度,进而削弱企业创新积极性(李香菊、刘硕,2024)。就融资激励效应而言,在获得知识产权保护之后,企业能够向潜在投资者与合作商展示其技术硬实力,在拓宽多元化资金来源渠道的同时,增加获得融资的可能性(郭丰等,2022)。当知识产权与政策制度的结合愈加紧密时,创新信息壁垒被打破会吸引更多资金转移到实体经济领域(高洪利等,2017),其生产能力得到深层次挖掘。就业绩激励效应而言,知识产权保护对企业绩效和价值具有积极影响(吴超鹏、唐菂,2016),当企业更倾向于针对消费者的选择做出反应并采取行动时,企业绩效受知识产权保护的推动较大;而当企业主动地提前预测消费者的需求时,知识产权保护对绩效的影响则会被削弱(王永贵,2020)。

综上,不难发现知识产权保护与企业金融化行为之间存在密切的联系。基于此,本文尝试评估知识产权保护工作的推进对企业金融化行为的影响,并试图厘清在知识产权保护机制下企业回归实体经济的可行路径。本文潜在的边际贡献在于:(1)在企业金融化研究领域

中,以知识产权保护作为研究视点,发现知识产权保护能够抑制企业金融化行为的特征事实。(2)围绕企业金融化动机、市场化水平及行业竞争程度,剖析不同样本类型下知识产权保护对企业金融化行为影响的异质性特征。(3)深入理解知识产权保护、企业创新效益和企业金融化行为三者之间的内在关系,并且充分挖掘企业风险承担在知识产权保护抑制企业金融化行为过程中发挥的调节作用。

二、理论分析与研究假说

(一) 知识产权保护对企业金融化行为的直接影响

伴随着知识经济时代的到来,与人才、技能、创造力等密切相关的知识型产出对国民经济建设的助推器作用日益彰显,依靠劳动与资本增长带来的经济效益不再具备持续性,积极探索具备尖端科技和卓越效能等特征的新质生产力成为经济蓬勃发展的取胜之道。加强知识产权保护不仅有利于提升企业创新能力和竞争力,同时还通过资源有效配置进一步实现生产效率的优化(范龙飞等,2023)。

所谓企业“脱实向虚”,指的是在实体经济增速放缓和虚拟经济过度“繁荣”的背景下,企业通过权衡流动性、风险和收益,更倾向于增加金融资产持有份额的现象。此时,实体部门资源逐渐流失,其扩张动能受到制约。在内生经济增长理论框架中,生产过程中的研发投入以及由此带来的技术进步对保障经济持续稳定增长具有重要影响。换言之,技术进步并非如新古典经济增长理论而言是外生因素,更多是在企业资本支持与研发活动共同驱动下形成的内生动力。知识产权保护作为以激励企业取得颠覆性技术革新为目标的制度模式,一方面,可以通过构建知识产权监督与管理体系,保证专利申请批准过程的透明性,缓释企业核心竞争力遭到泄露的风险与成本,增强企业在生产研发与成果披露环节中的信心与安全感;另一方面,还可以通过加大对优质原创知识产权侵权盗版行为的打击力度,强化市场自我净化和优胜劣汰功能,将落后企业排除在市场之外,保护先进企业的竞争优势。在此情境下,实体企业资源将被引导至高性能产品制造和高技能流程优化领域,而非参与到资本市场中获取短期收益。不仅如此,从产权理论出发,知识产权作为一种无形资产,对知识产权采取有效保护措施便是对知识创造的开拓性成果所有权进行明确及排他性的界定(Coase, 1937),从而推进资源的有效分配,形成知识产权保护对企业发展实体经济的激励效应。具体而言,知识产权明晰鼓励勇于探索技术边界的企业不断尝试新想法,支持其打破现有的技术封锁,以适应日新月异的市场需求,并将创新成果向社会公开,带动行业结构转型与产业链迭代升级,进而创造出显著的经济效益。除增加企业利润外,知识产权还是彰显企业实力的信号,为企业的高质量发展注入新鲜血液。从企业自身角度来看,知识产权保护策略的扎实推进意味着企业可以将专利作为担保品,开辟融资新途径,实现无形资产的价值转化,为企业资金补给提供有力保障。从投资者角度来看,随着产权保护意识的提升,知识产权价值越高的企业越容易获得投资者的认可,并能够支撑企业获得高市场估值和资金支持,推动企业主营业务的稳健发展,使企业注意力重新回归到实体生产领域。依托这一规范体系,知识产权保护将企业的长效发展战略与前沿技术改良深度绑定,鼓励企业形成以实业经营为坚实内核的成长模式,帮助企业“减脂增肌”。由此本文提出:

假说1:知识产权保护能够显著抑制企业金融化行为。

(二) 企业创新效益的作用机制

根据产业组织理论,企业追求的创新效益取决于其规模和垄断地位(Schumpeter,1942)。首先,相对于小规模企业,大型企业通常拥有充裕的资金来负担高昂的研发投入费用,同时,在规模效应的作用下,能够通过生产规模的扩张降低边际成本,这有助于企业在激烈的市场竞争中提高营业利润。其次,熊彼特的观点认为,激发企业进行技术革新的内部动力在于通过把控优势资源,获取并维持垄断地位所产生的高额利润。随着行业中竞争者的加入,企业将投入更多精力到产品、服务和品牌价值的提升中,以期实现对市场份额的集中占有和产值收益的增长,进而超越资本市场投资所能带来的套利收入。这一过程中,知识产权保护制度发挥着助推作用,通过法律和行政手段保护企业独家使用特有技术的权利,赋予专利排他性,规避同质企业未经过前期研发过程便能够轻易获取创意和技术的可能性(程惠芳等,2023)。因此,知识产权保护制度通过赋予企业在特定领域的技术垄断权利,进一步巩固了企业的行业主导地位,激励企业提升创新效益。创新效益通过两种途径抑制实体企业潜在的“脱实向虚”倾向,一是“资源替代效应”途径。创新不仅是企业实现长期效益最大化的强劲推动力,更是企业从出色的财务状况虚象渗透到深层次实体经济繁荣的有效实践,以此成为破解“脱实向虚”困境的砒码。当企业面对有限的资金、人才、信息等关键资源时,知识产权保护政策的出台便可以引导资源被配置于更能体现企业价值的项目,同时制止企业单纯追求眼前利益而忽视长远后果的金融化投机行为。尽管研发初期资源的战略性管理会给企业带来较大沉没成本(陈丽珊、傅元海,2019),但这一成本会随着创新型成果的收益被冲抵,进而实现企业资本增值和盈利模式的转变。二是“路径依赖”途径。如果企业管理层为了自身利益过分关注短期财务指标,并将企业重心向资本市场操作和非实质性项目运营倾斜,久而久之,企业会形成对这种资金分配策略的“锁定”现象,由此所产生的“惯性”会使企业在金融化选择中不断深陷,逐步侵蚀掉企业自我提升能力,给企业长期生存和发展造成难以挽回的伤害(阳琰等,2021)。但是,知识产权保护进程的推进为企业构筑了良好的氛围,使之在原创性保护下维持创新活跃度。通过形成对技术创新的路径依赖,企业的可持续发展逐渐与创新行为产生良性互动,进一步激励企业向实体经济高质量增长和转型升级目标努力。

上述分析表明,知识产权保护可以通过增强企业创新效益抑制企业金融化行为。而对于企业创新效益的考量,并非单一地表现为企业家创新意识的提高。诚然,创新意识是推动企业发展的重要支撑,但若要在市场竞争中满足不断升级的消费需求,企业就必须重视“量质并举”,聚焦于优化产品的创新价值。此外,创新活动作为一种开放性行为,激发创新信息披露意愿是释放创新潜力和效益、有效统筹内外部资源必不可少的一环。因此,本文进一步从企业家创新意识、创新价值、创新信息披露意愿三个维度进行分析。对于企业家创新意识而言,知识产权保护赋予企业对创新成果的排他性使用权,减少技术被模仿或侵权的风险。这能够提升企业家对创新投资回报的预期,有效增强企业家创新意识,形成“以创新谋长远”的发展理念。当企业家更重视创新时,资源会被优先投向技术突破、设备升级等实体领域。通过持续的研发投入构建技术壁垒,企业会获得更高的技术话语权和市场定价权,现金流稳

定性得以增强,进而减少为维持流动性进行的金融投资行为。对于创新价值而言,完善的知识产权保护制度通过加大对技术模仿者的处罚力度,减少技术模仿等负外部性问题,鼓励企业积极扩散创新成果,提升创新成果的市场认可度。创新成果的外部引用越多,代表技术具有较高的前沿性和实用性,促使金融市场给予企业更高的估值,有利于企业获得融资以谋求发展。创新价值由此转化为实体收益,降低了企业对金融套利的依赖。对于创新信息披露意愿而言,知识产权保护对创新成果的产权归属进行了明确界定,有效缓解企业因披露信息可能面临的竞争优势流失风险,使得企业更愿意公开研发投入与创新产出等信息,向市场以及投资者展示自身的强大实力。创新信息披露意愿的提高意味着企业经营环境更加透明,外界将对企业资金配置行为进行监督与约束,当企业选择将资金投放于金融领域时,可能引发投资者的不满,督促企业管理者调整战略,回归实体经营领域。由此本文提出:

假说 2:知识产权保护能够通过改善企业创新效益,即提高企业家创新意识、创新价值、创新信息披露意愿,抑制企业金融化行为。

(三) 企业风险承担水平的调节效应

抑制企业创新活力的一大障碍是企业对创新失败风险的承受能力较弱,即风险承担水平越高,意味着企业在周密理智决策下对风险波动的容忍边界越广,愿意为了长远利益接受更高层次的试错过程(郑馨等,2019)。当企业有能力将过往经验转化为促进未来发展的动力时,其对未来市场前景的判断和认知更加成熟,能够灵活调整企业战略布局,通过全面整合优势资源,以先进成果保持市场竞争优势。相较于风险承担水平较低的企业,风险承担水平较高的企业往往表现出对产品开发和升级的强烈投资意愿,这种需求驱使其更加依赖知识产权保护屏障形成的风险缓释机制。因此,对风险偏好的市场参与者而言,通过营造外部知识产权保护的优越环境可以增强其利用无形资产向现实生产力转化的能力,提升实体企业的行业话语权和市场适应性,降低研发决策时的踌躇不决和对金融资产的敏感性。除此之外,随着实体投资成为企业可持续发展的关键驱动力,企业更加重视风险管理和长期发展战略的战略规划。考虑到其他未知因素对研发创新的潜在影响,特别是极具传染性的金融市场波动可能带来的非稳定局面,企业将会缩减虚拟经济领域的参与比例,构筑更为合理的资产结构。由此本文提出:

假说 3:企业风险承担水平在知识产权保护与企业金融化行为的关系中发挥正向调节作用。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取沪深 A 股上市公司作为研究对象,以 2008—2022 年度数据为依据进行分析。其中上市公司数据主要来源于 Wind 数据库,地级市层面的知识产权结案数通过“北大法宝”法律数据库^①手动检索汇总得出,宏观层面数据来源于各地区统计年鉴和《中国城市统计年鉴》。此外,本文参考已有文献对原始数据进行如下处理:(1)剔除金融类上市公司;

^①“北大法宝”法律数据库网址:<https://www.pkulaw.com/>。

(2)剔除 ST、* ST 和 PT 上市公司;(3)剔除注册地所在城市为中国香港、境外和县级市的上市公司;(4)剔除主要变量缺失严重的上市公司样本。最终得到 53535 个有效观测值的企业-年份面板数据。

(二) 实证模型构建

1. 基准回归模型

为检验知识产权保护对企业金融化行为的影响,本文构建如下基准回归模型:

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IPP_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(1)式中:被解释变量为 Fin ,即企业金融化水平;核心解释变量为 IPP ,即知识产权保护;控制变量为 $Controls$ 。 η_i 和 μ_t 分别为企业和年份固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

2. 作用机制模型

借鉴江艇(2022)关于机制检验的方法,构建如下作用机制模型:

$$Med_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IPP_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(2)式中:中介变量为 Med ,具体包括企业家创新意识、创新价值、创新信息披露意愿三个方面,其他变量含义与模型(1)相同。

3. 调节效应模型

为进一步探索企业风险承担水平的调节作用,构建如下调节效应模型:

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IPP_{i,t} + \alpha_2 Risk_{i,t} + \alpha_3 IPP_{i,t} \times Risk_{i,t} + \alpha_4 Controls_{i,t} + \eta_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(3)式中:调节变量为 $Risk$,即企业风险承担水平,其他变量含义与模型(1)相同。

(三) 变量定义与测度

1. 被解释变量:企业金融化(Fin)

参考既有文献,本文使用资产负债表中金融资产与总资产之比衡量企业金融化水平(Demir, 2009; 杜勇等, 2017)。其中,金融资产范畴界定为在交易性金融资产、衍生金融资产和可供出售金融资产净额三大类的基础上,加入发放贷款及垫款净额、持有至到期投资净额和投资性房地产净额。

2. 核心解释变量:知识产权保护(IPP)

借鉴沈国兵和黄钰珩(2019)的方法,使用各地级市人民法院知识产权结案数与地区生产总值之比除以全国知识产权结案数与国内生产总值之比衡量知识产权保护水平。

3. 控制变量

参考周泽将等(2022)、刘长庚等(2022)的做法,选择以下控制变量。微观层面的控制变量包括:(1)企业规模($Size$),使用上市公司年末总资产的自然对数来衡量;(2)资产负债率(Lev),使用上市公司年末总负债与年末总资产之比来衡量;(3)总资产净利率(ROA),使用上市公司年末净利润 $\times 2 /$ (期初总资产+期末总资产)来衡量;(4)营业收入增长率($Growth$),使用本年度营业收入与上年度营业收入之比减 1 来衡量;(5)是否亏损($Loss$),净利润小于 0 取值为 1,否则取值为 0;(6)董事会规模($Board$),使用董事会人数的自然对数来衡量;(7)股权集中度($Top1$),使用第一大股东持股数与上市公司总股数之比来衡量。宏观层面的控制变量包括:(1)经济发展水平(GDP),使用人均地区生产总值的自然对数来衡量;

(2)人才储备(*Hr*),使用中高等学校在校学生数量与地区常住人口年末存量之比来衡量;
(3)产业形态布局(*Ind*),使用工业和服务业产值之和与地区生产总值之比来衡量;(4)城市规模(*Pop*),使用地区年末常住人口的自然对数来衡量。

4. 中介变量

本文分别从企业家创新意识(*Inno_cons*)、创新价值(*Inno_value*)、创新信息披露意愿(*Inno_disclo*)三个维度刻画企业创新效益。其中,使用上市公司专利申请总量的自然对数来衡量企业家创新意识;使用上市公司剔除自引用之后的专利被引用数量的自然对数来衡量创新价值(曹虹剑等,2022);参考李岩琼和姚颐(2020)的做法,通过构建创新词库,使用企业年报中披露的创新词频数与全文总字数之比乘以100来衡量创新信息披露意愿。

5. 调节变量

对于企业风险承担水平(*Risk*),使用被广泛接受的盈余波动率,即经行业年度平均值调整后的ROA在五年观测期内的滚动标准差来衡量,数值越大说明企业抗风险能力越强。

(四) 描述性统计

为规避异常值对实证结果的影响,对所有连续变量进行上下1%缩尾处理。表1展示了主要变量描述性统计,分布特征与现有文献基本保持一致^①。

表 1 主要变量描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Fin</i>	53535	0.0295	0.0653	0.0000	0.3797
<i>IPP</i>	53535	0.1322	0.1462	0.0000	0.6707
<i>Size</i>	53535	12.2042	1.7769	1.6318	19.4261
<i>Lev</i>	53535	0.3949	0.2330	0.0000	0.9305
<i>ROA</i>	53535	0.0006	0.0033	-0.6482	0.2079
<i>Growth</i>	53535	0.1400	0.3049	-0.5233	1.5873
<i>Loss</i>	53535	0.0850	0.2789	0	1
<i>Board</i>	53535	2.1384	0.2215	0.0000	4.7993
<i>Top1</i>	53535	0.2822	0.2031	0.0001	0.9992
<i>GDP</i>	53535	11.2708	0.5503	9.6774	12.1548
<i>Hr</i>	53535	0.0127	0.0156	0.0032	0.0723
<i>Ind</i>	53535	0.9564	0.0487	0.5219	0.9996
<i>Pop</i>	53535	8.7853	0.8235	4.9635	10.3777
<i>Inno_cons</i>	53535	1.2174	1.6167	0.0000	9.5772
<i>Inno_value</i>	53535	1.2776	1.5783	0.0000	9.8032
<i>Inno_disclo</i>	53535	0.1756	0.1684	0.0000	0.9395
<i>Risk</i>	53535	0.0504	0.0541	0.0038	0.3238

四、实证结果分析

(一) 基准回归分析

表2展示了知识产权保护影响企业金融化行为的基准估计结果。结果显示,无论是否

^①为使核心解释变量与被解释变量处于同一数量级,将知识产权保护指数除以10。

加入控制变量,知识产权保护的回归系数均在 1%水平上显著为负,说明知识产权保护的积极性和实效性在影响企业投资决策、鼓励企业回归实业经营方面取得了良好的效果,有助于改善我国实体经济中存在的“脱实向虚”问题。由此,假说 1 得证。

表 2 基准回归结果

变量	Fin			
	(1)	(2)	(3)	(4)
IPP	-0.0095 *** (-3.0713)	-0.0091 *** (-2.9791)	-0.0123 *** (-3.8043)	-0.0121 *** (-3.7729)
Size		0.0040 *** (4.8439)		0.0039 *** (4.7102)
Lev		-0.0250 *** (-9.9627)		-0.0254 *** (-10.1125)
ROA		-0.0642 ** (-2.0794)		-0.0667 ** (-2.1680)
Growth		-0.0019 * (-1.9123)		-0.0018 * (-1.7890)
Loss		0.0027 ** (2.3656)		0.0027 ** (2.3715)
Board		-0.0059 * (-1.7969)		-0.0058 * (-1.7523)
Top1		0.0069 *** (2.9269)		0.0066 *** (2.8313)
GDP			0.0147 *** (3.4929)	0.0140 *** (3.3716)
Hr			0.3855 * (1.9178)	0.4181 ** (2.1029)
Ind			-0.0376 (-1.0799)	-0.0372 (-1.0836)
Pop			0.0231 *** (4.0004)	0.0230 *** (4.0096)
Cons	0.0137 *** (18.2081)	-0.0091 (-0.8565)	-0.3120 *** (-4.0932)	-0.3276 *** (-4.3253)
Company	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	53535	53535	53535	53535
Within R ²	0.1006	0.1076	0.1022	0.1091

注：*** 表示 $P<0.01$, ** 表示 $P<0.05$, * 表示 $P<0.1$, 括号内为 t 值, 下表同。

(二) 稳健性检验

为进一步提高基准回归结果的说服力,本文尝试从以下四个方面进行验证:一是替换核心解释变量。参考周泽将等(2022)的做法,使用国家知识产权局在《中国知识产权保护发展状况报告》中发布的省级层面知识产权保护指数(IPP2)替换核心解释变量,回归结果参见表 3 第(1)列。二是替换被解释变量。在原有金融资产的基础上进一步加入长期股权投资、

买入返售金融资产和其他非流动资产,重新刻画企业金融化程度(*Fin2*),回归结果参见表3第(2)列。三是更换模型。加入企业金融化滞后一期(*L.Fin*),使用差分GMM动态面板模型,重新估计知识产权保护和企业金融化行为之间的关系,回归结果参见表3第(3)列,扰动项差分自相关检验以及工具变量有效性检验均通过。四是多维固定效应。构建行业-城市-时间的多维固定效应模型,以更全面地控制不可观测变量对回归结果的影响。回归结果参见表3第(4)列。稳健性检验结果再次证实了基准结论的准确性。

表 3 稳健性检验结果				
变量	<i>Fin</i>	<i>Fin2</i>	<i>Fin</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.Fin</i>			0.4591 *** (8.7809)	
<i>IPP</i>		-0.0077 * (-1.8691)	-0.0160 *** (-5.0872)	-0.0121 *** (-3.7614)
<i>IPP2</i>	-0.0310 *** (-4.1130)			
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Company</i>	YES	YES	YES	NO
<i>Year</i>	YES	YES	YES	NO
<i>Industry & City & Year</i>	NO	NO	NO	YES
N	53535	53535	46397	53535
<i>Within R²</i>	0.1092	0.1194		0.0180
AR(1)			0.000	
AR(2)			0.340	
Hansen			0.117	

五、异质性分析

(一) 基于企业金融化动机的异质性分析

企业金融化行为主要受到两方面因素的驱使,一是基于资金链稳定和流动性储备的考虑,通过持有变现能力强的金融资产预防潜在风险,即“蓄水池”动机;二是出于对超额利润的渴望和利益最大化目标的追求,选择用收益率更高的金融资产代替传统生产经营,即逐利动机。不同动机下的金融化行为对知识产权保护的依赖程度有所差异,为此,本文参考王海芳和张笑愚(2021)的做法,使用交易性金融资产与总资产之比度量“蓄水池”动机,其他金融资产与总资产之比度量逐利动机。表4第(1)列和第(2)列展示了不同金融化动机的回归结果,知识产权保护对两种金融化动机均具有显著的抑制作用。可能的原因在于,对于“蓄水池”动机的企业金融化趋势而言,赋予企业专利、智力创造以及品牌价值等核心竞争优势强有力的保护,能够有效降低企业债务杠杆并吸引多元化的资金来源,通过提升企业筹资能力和灵活性满足生产经营和规模扩张的需要,从而减少因担忧未来资金紧张而进行的预防性金融化行为。对于逐利动机的企业金融化趋势而言,知识产权保护通过保障企业对创新成果的专有权不被侵犯,在规避研发过程中的不确定性因素的同时,增强企业对自身实力和品牌价值的信心,不再是盲目地谋求金融领域的投机收益。

(二) 基于市场化水平的异质性分析

成熟完善的现代化市场体系是市场经济良性成长的必备条件之一。市场机制凭借其高效运行和调节能力,为企业发展提供了稳步向好的市场秩序和公平的竞争机会,激发企业创新和创业活力。此外,市场化水平的提高有助于优化资源配置,促进企业生产活动所需的各项资源加速集聚,使企业更加专注于产品与服务的转型升级,继而将资本从金融领域抽离,转向非金融领域的实体经济。为检验上述分析的准确性,本文引入王小鲁等(2021)编制的市场化指数衡量市场化水平,并根据各地区市场化指数平均值的中位数将样本划分为高低两组,进行分组回归。由表 4 第(3)列和第(4)列可知,知识产权保护对市场化水平较高地区的企业金融化行为抑制效应更为显著。可能的原因在于,在优质的市场化环境中,知识产权保护体系发展更为完善,对于享有相对高水平的知识产权保护权益的企业而言,更倾向于以自有知识产权为基础,进行概念性技术的产品化和商业化。另外,高水平市场化还意味着政府与市场之间的协调共进,以及产品市场和要素市场较为发达,故企业更容易与合作伙伴、投资者建立互惠互利的合作关系,降低对虚拟经济的依赖程度。

(三) 基于行业竞争程度的异质性分析

行业竞争程度通常反映了在特定的行业中,各生产主体之间的市场占有率、产品差异化程度和利润水平分布情形。不同的行业竞争程度决定了企业的投资策略有所差异,进而影响知识产权保护对企业金融化行为的作用效果。为验证这一观点,本文使用赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)衡量行业竞争程度,并根据 HHI 指数平均值的中位数划分样本,进行分组回归。由表 4 第(5)列和第(6)列可知,相对于低竞争程度行业,在高竞争程度行业中,企业金融化行为受到来自知识产权保护的抑制作用更明显。可能的原因在于,当行业竞争程度较高时,企业往往依赖高频次的创新活动把握市场先机,这意味着企业不仅需要承担研发投入和试错成本,还可能面临同行模仿导致的竞争优势流失。此时,有效的知识产权保护手段可以帮助企业实现对创新成果的排他性占有,降低创新中的沉没成本,获得创新行为的长期经济效益,高效抑制企业向金融领域投资的倾向。相较之下,当行业竞争程度较低时,寡头企业占据行业垄断地位,创新成果被模仿的可能性较小。在这种竞争压力缺失的市场环境下,无论是寡头企业还是其他企业,均缺乏技术革新的外部驱动力,更倾向于维持现有的技术水平,导致行业整体创新动力不足。这种状态使得知识产权保护的模仿壁垒功能被弱化,创新激励效应也由于需求不足受限,导致其对企业金融化的抑制效果有所削减。

表 4 异质性检验结果

变量	逐利动机	“蓄水池”动机	高市场化水平	低市场化水平	高竞争度行业	低竞争度行业
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IPP	-0.0092 *** (-2.6258)	-0.0052 ** (-2.3747)	-0.0112 *** (-2.8977)	-0.0077 (-1.1775)	-0.0148 *** (-3.7993)	-0.0103 ** (-1.9836)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Company	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	53535	53535	28710	24825	27015	26520
Within R ²	0.0416	0.1603	0.1277	0.0886	0.1316	0.0929
Chow Test	13.95 ***				7.42 ***	

六、进一步分析：作用机制及调节效应

(一)作用机制分析

理论分析表明,知识产权保护可以通过增强企业创新效益限制企业金融化行为。为了有效验证创新效益的传导渠道,本文进一步从企业家创新意识、创新价值、创新信息披露意愿三个维度进行考量。

表5第(1)列展示了知识产权保护对企业家创新意识的估计结果,即随着知识产权保护体系的完善,企业家将有更大的空间选择拓展创新活动的广度和深度,进而为社会带来更多的创新成果和经济增长。原因在于,知识产权保护较弱时可能滋生“搭便车”行为,进而削弱创新企业的垄断优势,造成市场失灵(叶祥松、刘敬,2018)。而良好的知识产权保护环境通过为企业提供强有力的制度保障,能够转变企业技术研发投入决策,即倾向于将资源配置于更具长期竞争优势的核心技术领域,企业家创新意识由此得以提升。表5第(2)列展示了知识产权保护对创新价值的估计结果,即知识产权保护能够有效提升创新行为所带来的经济和社会效益。一方面,在畅通投入产出渠道、强化企业研发信心的前提下,企业将重新评估自身的实力和市场定位,进一步发挥人才、资本、时间等要素的协同效应,致力于输出更高附加值的产品和服务。另一方面,合法权益的有效维护可以鼓励企业积极共享资源和经验(姜南等,2021),这不仅有利于下游企业利用已有专利探索高质量技术边界,而且能够建立紧密的合作网络,从而打造具有高韧性的创新系统。表5第(3)列展示了知识产权保护对创新信息披露意愿的估计结果,即知识产权保护有利于提高企业在创新信息披露过程中的积极性和主动性。随着知识产权保护力度逐步加大,创新导向型企业将享受信息披露成本降低和市场表现高涨的双重红利。一方面,知识产权保护制度的建立和执行能够平衡信息透明度和保密性之间的关系,协助企业承担起防止潜在侵权行为的责任,并使企业将这部分信息披露成本用于投资创新项目(赵云辉等,2019)。另一方面,主动披露创新信息的企业可以有效改善信息不对称问题,通过向潜在客户、合作伙伴以及投资者展示其创新成果,释放正向信号以吸引投资者的关注,进一步增加企业获取外部资金支持的可能性。由此,假说2得证。

(二)调节效应分析

鉴于非金融企业更加关注实际的生产和经营活动,即使存在的运营风险无法规避,但依据风险收益对等原则,企业在承担风险的同时也有机会获得相应的回报。相对于利用金融化行为实现短期套利而言,企业发展实体部门业务所获得的经济效益更为稳定。因此,当企业具备更高的风险承受能力时,会更倾向于发展实体部门业务。

表5第(4)列展示了企业风险承担水平调节效应的估计结果,表明企业风险承担水平的提高增强了知识产权保护对企业金融化行为的抑制作用。这一结果印证了本文的观点,即企业风险承担水平和知识产权保护两者对企业金融化行为的影响在一定程度上存在明显的协同关系。企业在高水平的危机管理能力下会更加愿意并且付出更多努力去主动探索新的创新项目和商业机会,加之在知识产权保护得到有效执行、加强和维护的外部

环境下,通过内外双方的共同努力,加速了企业资产由虚拟部门向实体部门转移的进程。由此,假说 3 得证。

表 5 作用机制及调节效应检验结果

变量	<i>Inno_cons</i>	<i>Inno_value</i>	<i>Inno_disclo</i>	<i>Fin</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>IPP</i>	0.1292 ** (2.2798)	0.1863 *** (3.5609)	0.0136 ** (2.1888)	-0.0114 *** (-3.5308)
<i>Risk</i>				-0.0075 (-0.7573)
<i>IPP×Risk</i>				-0.0841 * (-1.9176)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Company</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
N	53535	53535	53535	53535
<i>Within R</i> ²	0.2972	0.4866	0.4833	0.1093

七、结论与政策启示

知识产权保护是推进企业高质量发展的重要支柱。本文基于 2008—2022 年沪深 A 股上市企业,考察知识产权保护对企业金融化行为的影响。研究发现:加快知识产权保护进程有助于抑制企业金融化行为,并且这一结果通过了稳健性检验。异质性分析表明,知识产权保护能够显著抑制逐利动机和“蓄水池”动机的企业金融化行为,此外,在市场化程度较高和行业竞争较为激烈的情况下,知识产权保护对企业金融化行为的抑制作用会更加明显。作用机制分析表明,知识产权保护通过增强企业家创新意识、创新价值、创新信息披露意愿,提高企业创新效益,从而降低企业金融化程度。调节效应分析表明,企业风险承担水平发挥正向调节作用,并以此强化知识产权保护对企业金融化行为的抑制效果。

基于上述结论得出如下政策启示:第一,健全我国知识产权保护体系,加大知识产权侵权打击力度,形成对企业金融化行为的有效约束。知识产权保护通过创造透明、公平的制度环境,促使企业重新审视实体经济的定位和主要功能,鼓励企业主动采取措施推动产品升级,将企业注意力从谋求高额回报转向企业投资研发、创新等经营活动。因而,在现有的知识产权保护政策框架下,主管部门应该继续规范对侵权行为的界定以及相应的惩罚举措,提高执法质量和效率。同时,企业方面要主动增强知识产权保护意识,做好知识产权价值实现和技术落地工作,提升自身综合竞争实力。第二,差异化实施靶向策略,抑制企业金融化行为。加快高水平市场化建设,在为培育企业高附加值创造肥沃土壤的同时,维护市场有序运行,防止不正当竞争行为,保护企业合法权益;通过培养富有创新精神的企业家,储备高技能人才,调动企业参与行业竞争的主观能动性,提高行业内部的创新活跃度。第三,疏通知识产权保护的创新效益提升机制。多渠道、多平台开展知识产权保护宣传培训工作,倡导企业在实体经营创新环节进行广泛而深入的布局与规划,引导企业

回归实体经济本源;依靠知识产权这一创新生态的“护城河”,充分发挥知识产权质押融资功能,提高科技成果转化效率,最大限度激发创新升级潜能;将知识产权信息纳入企业重点战略资源,并在优化管理和充分披露方面加以重视,塑造优质企业形象。第四,确保企业风险承担的正向调节机制有效发挥。企业应当积极应对实体经营风险,在主动调研市场动向与需求的基础上把握机遇,以高效的组织模式和规范的财务管理流程增强企业抵抗实体经济不确定性的能力。

参考文献:

- 1.曹虹剑、张帅、欧阳晓、李科,2022:《创新政策与“专精特新”中小企业创新质量》,《中国工业经济》第 11 期。
- 2.陈丽珊、傅元海,2019:《融资约束条件下技术创新影响企业高质量发展的动态特征》,《中国软科学》第 12 期。
- 3.程惠芳、俞萍、洪晨翔,2023:《人力资本质量提升区域创新绩效了吗?——基于知识产权保护视角》,《技术经济》第 8 期。
- 4.杜勇、张欢、陈建英,2017:《金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制》,《中国工业经济》第 12 期。
- 5.范龙飞、佟家栋、逯洋,2023:《知识产权保护能否促进中外价值链关联?:基于中国制造业行业数据的实证分析》,《世界经济研究》第 5 期。
- 6.高洪利、李莉、陈靖涵、解立,2017:《政府研发支持行为影响高科技企业外部融资吗——基于组织合法性理论的解释》,《南开管理评论》第 6 期。
- 7.郭丰、杨上广、柴泽阳,2022:《知识产权示范城市、知识产权保护与企业创新——基于中国工业企业的微观证据》,《审计与经济研究》第 5 期。
- 8.洪银兴、王慧颖、王宇,2023:《完善市场经济基础制度研究》,《经济学家》第 11 期。
- 9.江艇,2022:《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》,《中国工业经济》第 5 期。
- 10.姜南、李鹏媛、欧忠辉,2021:《知识产权保护、数字经济与区域创业活跃度》,《中国软科学》第 10 期。
- 11.景鹏、周佩、胡秋明,2020:《养老保险缴费率、经济增长与养老金替代率——兼论政策缴费率与实际缴费率的关系》,《经济科学》第 6 期。
- 12.李香菊、刘硕,2024:《知识产权保护对企业全要素生产率的影响机制研究》,《经济管理》第 2 期。
- 13.李岩琼、姚颐,2020:《研发文本信息:真的多说无益吗?——基于分析师预测的文本分析》,《会计研究》第 2 期。
- 14.林春、张鑫、孙英杰,2024:《中国城市金融韧性测度、区域差异及动态演进》,《国际金融研究》第 4 期。
- 15.刘长庚、李琪辉、张松彪、王宇航,2022:《金融科技如何影响企业创新?——来自中国上市公司的证据》,《经济评论》第 1 期。
- 16.沈国兵、黄钰珺,2019:《城市层面知识产权保护对中国企业引进外资的影响》,《财贸经济》第 12 期。
- 17.王海芳、张笑愚,2021:《控股股东股权质押、投资者情绪与实体企业“脱实向虚”——基于迎合理论视角》,《经济管理》第 8 期。
- 18.王小鲁、胡李鹏、樊纲,2021:《中国分省份市场化指数报告(2021)》,社会科学文献出版社。
- 19.王永贵,2020:《知识产权保护影响企业绩效的机理和边界——对市场环境和营销导向调节效应的实证分析》,《深圳大学学报(人文社会科学版)》第 1 期。
- 20.魏后凯、王颂吉,2019:《中国“过度去工业化”现象剖析与理论反思》,《中国工业经济》第 1 期。

21. 吴超鹏、唐菂, 2016:《知识产权保护执法力度、技术创新与企业绩效——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》第 11 期。
22. 阳旸、刘姝雯、徐照宜、王青松, 2021:《企业金融化对企业业绩的影响研究——基于期限结构异质性视角》,《会计研究》第 9 期。
23. 杨轶波, 2018:《增强知识产权保护总能促进创新吗?: 纳入“干中学”效应的南北框架分析》,《世界经济研究》第 12 期。
24. 叶祥松、刘敬, 2018:《异质性研发、政府支持与中国科技创新困境》,《经济研究》第 9 期。
25. 赵云辉、张哲、冯泰文、陶克涛, 2019:《大数据发展、制度环境与政府治理效率》,《管理世界》第 11 期。
26. 郑馨、周先波、陈宏辉、杨甜, 2019:《东山再起: 怎样的国家制度设计能够促进失败再创业? ——基于 56 个国家 7 年混合数据的证据》,《管理世界》第 7 期。
27. 周泽将、汪顺、张悦, 2022:《知识产权保护与企业创新信息困境》,《中国工业经济》第 6 期。
28. Coase, R. H. 1937. “The Nature of the Firm.” *Economica* 4(16): 386–405.
29. Demir, F. 2009. “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets.” *Journal of Development Economics* 88(2): 314–324.
30. Schumpeter, J. A. 1942. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper and Row.

Can Intellectual Property Rights Protection Restrain the Financialization of Enterprises?

Lin Chun, Wang Ziqi and Sun Yingjie

(School of Finance and Trade, Liaoning University)

Abstract: To break the current dilemma of enterprises being distracted from the real economy and boost confidence in real economy development effectively, this paper takes Chinese A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2022 as samples and explores the impact of intellectual property Rights (IPR) protection on the financialization behavior of enterprises. The study finds that IPR protection can significantly restrain the financialization behavior of enterprises, and shows significant heterogeneity characteristics. Specifically, whether profit-seeking motives or “reservoir” motives, IPR protection has a significant restraining effect on the financialization behavior of enterprises, and this restraining effect is more prominent in an environment with a higher level of marketization and more intense industry competition. Further analysis shows that IPR protection can effectively restrain the financialization behavior of enterprises by increasing entrepreneurs’ awareness of innovation, the value of innovation, and their willingness to disclose information about innovation, while the level of enterprise risk-taking can strengthen the restraining effect of IPR protection on the financialization behavior of enterprises. This paper provides useful guidance and reference for enhancing the economic effect of IPR protection and promoting the high-quality development of the real economy.

Keywords: IPR Protection, Financialization Behavior of Enterprises, Real Economy, Innovation Benefit

JEL Classification: O34, D21, G32

(责任编辑: 彭爽)