

员工持股计划、企业金融化与企业创新关系的实证研究

孙洪哲¹, 常真真²

(1. 河北工程大学 财务处, 河北 邯郸 056038;
2. 河北工程大学 管理工程与商学院, 河北 邯郸 056038)

[摘要]在我国加快推进社会主义现代化的背景下,企业创新是推进我国经济发展转型的关键变量。员工持股计划对企业创新具有明显的促进作用,但由于实体投资见效慢、回报率低,导致企业管理者将闲置资金过度投放至金融行业,从而挤占创新资源,使得企业脱实向虚现象严重。金融资产投资作为公司内部资金管理的一部分,其在员工持股计划与企业创新的关系中所发挥的作用值得探讨。文章选取2014—2021年A股上市公司为研究样本,实证研究了员工持股计划与企业创新的影响机制。研究结果显示,实施员工持股计划对企业创新具有显著促进作用;实施员工持股计划能够抑制企业金融化从而促进企业创新;员工持股计划在非国有企业的创新激励效应更显著。

[关键词]员工持股计划;企业创新;企业金融化;中介效应

doi:10.3969/j.issn.1673-9477.2023.04.002

[中图分类号]F230;F275

[文献标识码]A

[文章编号]1673-9477(2023)04-0008-08

创新是促进国家经济发展转型和推动国民经济持续增长的内生驱动力。党的十九大以来,我国大力实施创新驱动发展战略,加快建设创新型国家。党的二十大报告仍然强调创新在我国社会主义现代化建设中的核心地位。创新作为当前新一轮科技革命和经济发展转型的关键变量,对企业的可持续发展起着至关重要的作用。企业的创新活动离不开各种资源的持续投入,而员工作为企业创新的关键资源和有效抓手,对企业可持续发展起到一定的推动作用。因此,企业要提高其创新水平,应在创新主体方面持续发力,选择并实施有效的员工激励措施。

在我国,员工持股计划开始于1992年,起初受到学界和业界的广泛关注,但因制度漏洞、监管不到位等问题被多次叫停,只得草草落下帷幕。直到2014年证监会对员工持股计划作出专门规定,这一制度才得以规范,并成为企业增强创新水平和实现可持续发展的重要推动力。本文基于2014—2021年A股上市公司相关数据,运用回归分析实证考察了员工持股计划与企业创新的关系,并沿着“员工持股计划—企业金融化—企业创新”这一路径研究企业金融化在二者之间的作用机理。

一、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

关于员工持股计划与企业创新的相关探讨已逐渐成熟,学界就员工持股计划对企业创新具有促进作用这一结论基本达成一致^[1-3]。其影响因素可以从两个方面加以深入探讨。一是以员工持股计划与企业创新的机制检验为切入点,得出:内部控制^[3]、代理成本^[4]、融资约束^[5]和管理层创新意愿^[6]等在二者间起着中介作用;媒体关注度和市场化程度^[7]、代理成本和风险承担^[8]、信息透明度^[9]等在二者之间起着调节作用等结论。二是以员工持股计划的制度设计和员工特征为切入点,发现核心员工持股对企业创新的促进作用优于高管持股。具有非杠杆型、购买折价高、资金规模大、锁定期长等特征的员工持股对企业创新的促进作用更显著^[10]。此外,关于企业的差异性,研究结果显著不同。李韵和丁林峰(2020)^[11]指出员工持股计划对创新的激励效应在国有企业和高新技术企业较为显著,而杜永奎和刘瑞泽(2022)^[5]认为在非国有企业更为显著,钟凤英和冷冰洁(2022)^[3]认为在非高新技术企业更显著。

随着企业金融化问题的持续关注和深入探讨,

[投稿日期]2023-10-24

[基金项目]河北省社会科学基金项目(编号:HB21GL049)

[作者简介]孙洪哲(1974-),男,河北邢台人,硕士,教授,研究方向:财务管理。

国内外学者开始讨论企业金融化对企业创新的影响,但就此问题尚未达成一致结论。主流观点分为促进论和抑制论两个方向。促进论认为基于资金储备动机,企业金融化对企业创新具有积极作用。根据预防性储蓄理论,利用闲置资金参与金融市场的交易来盘活资金^[12],使得资本保值甚至升值^[13],不仅可以发挥资本成本效应,而且获取的超额利润有利于企业留存收益的积累。因此,通过发挥收入效应的作用保障研发资金的到位^[14],对企业的创新发展能够起到一定的反哺作用^[15]。抑制论认为基于资本逐利动机,过度的企业金融化对企业的创新发展具有消极作用。根据金融要素拥挤理论,金融资产的过度投资会促使企业的创新活动缺乏主动性,挤占企业原本用于创新投入的研发资金,从而使得资金退出企业的主营业务,造成企业资产泡沫化,这对管理层创新积极性和资源的合理配置产生消极的负面影响。

综上所述,已有研究不仅从员工持股计划的创新效应方面得出一致结论,而且对企业金融化对企业创新影响的主流观点进行讨论。但现有研究还未将企业金融化与员工持股计划的创新效应相联系进行探讨。鉴于此,本文以企业金融化为中介变量,实证研究员工持股计划对企业创新的影响机制。

(二) 研究假设

1. 员工持股计划与企业创新

人力资源是企业进行创新活动的关键要素。企业创新发展离不开员工的努力和团队的协作,故激发员工的创新积极性从而促进企业创新水平的提升是企业向好发展的关键一招。在“股东—管理层—员工”的链条中,虽然员工位于链条末尾,但其对企业创新活动的作用是不容忽视的。企业创新活动所取得的成功不单单是少数关键人员的决策和行动,更需要链条底层的员工进行高度的配合和协作。然而,员工这一身份的属性使得他们在有限的收入下完成与其收入不相配比甚至不等的劳动,引起道德风险和逆向选择行为,这无论是对企业创新的发展还是价值的实现都是十分不利的。根据双因素理论和分享经济理论,员工持股计划的集中管理、较长锁定期限和自负盈亏等制度设计使员工的身份由“打工人”转变为“掌舵者”,与企业股东共同享有公司剩余收益的分配权。这一制度能够使员工获得劳动和资本双重收入,在“保健”的同时予以“激励”,不仅可以减少员工消极怠工、上班“摸鱼”的现象,还可

以增强员工的心理所有权和“主人翁”意识,以使企业与员工建立一种团结协作、荣辱与共的劳资共生关系,对员工起到一定的“金手铐”作用^[8]。当员工与企业形成“同呼吸共命运”的绑定关系时,管理层就会减少短期逐利行为而将更多的资金投入企业的研发项目上,从而提高企业创新水平。

综上所述,本文提出假设:

H1:实施员工持股计划对企业创新具有显著促进作用。

2. 企业金融化与企业创新

企业金融化是由于管理层出于资本逐利动机和委托代理问题过度投资金融资产,使得金融资产占总资产比重过高所致。一方面,管理层利用金融投资“短平快”的特征将闲置资金投资于具有高投资回报率的金融资产上,过多的金融资产投资使得原本用于研发创新的资金被挤出,违背了企业追求长期股东财富最大化的价值导向,从而使得研发资金投入减少,创新发展受到阻碍。另一方面,受市场多方面因素的影响,金融资产的获利能力存在诸多不确定性。一旦投资失败,就会引发经营风险,甚至可能导致企业破产。此时,企业为了生存将减少对长期研发项目的投资,阻碍企业创新发展。

基于以上推论,本文提出假设:

H2:企业金融化对企业创新起到抑制作用。

3. 企业金融化的中介效应

在委托代理问题下,管理层通过投资金融资产来实现短期盈利^[16],而这一决策将为企业带来诸多不确定性。高质量的公司治理能够形成对管理层的有效监督,降低管理层过度投资金融资产的可能性,提高企业投资实体经济的效率,进而提升企业创新水平。员工持股计划通过与企业股东建立利益共同体的形式来优化企业的资金配置效率和内部控制体系,能够对企业金融资产的不合理投资行为产生一定的积极治理效应。当管理层出于自身利益的考虑,进行金融资产投资时,持股员工可以及时将相关信息反馈给管理委员会,并由管理委员会代表股东行使权利,增加董事会决议中的反对意见^[17],从而对金融资产配置行为进行约束。而金融投资与实体投资二者之间具有替代效应,员工持股计划的实施抑制管理层的金融资产投资行为,使得用于短期投机目的的金融资产投资减少,同时企业将有更多的闲置资金投资到能够创造企业长期价值的创新项目上,从而加大企业研发资金的投入,促进企业创新。

基于以上推论,本文提出假设:

H3:员工持股计划的实施能够抑制企业金融化,从而促进企业的创新水平。

二、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

为考察员工持股计划的创新效应,以及企业金融化在其中发挥的作用,本文选取2014—2021年A股上市公司的相关数据进行实证研究。为提高实证结果的可信度和准确性,对原始数据进行以下处理:(1)剔除ST、*ST等处于非正常交易状态的样本;(2)剔除金融类公司样本;(3)剔除股东大会未通过及预案后停止实施的公司样本;(4)剔除变量中的缺失值;(5)对连续变量进行上下1%的缩尾处理。经过上述处理,共得到20529条公司年度数据。员工持股计划相关数据来自Wind数据库,其余变量均来自CSMAR数据库。

(二) 变量选择与定义

1. 被解释变量。企业创新投入能够直观地体现企业进行创新的意愿,同时能够更好地反映企业未来的创新能力。故借鉴刘婧等(2019)^[18]的研究,本文用研发投入取自然对数来衡量企业创新(Innovation或Innov)。考虑到企业创新包括投入和产出,而研发金额仅能代表企业的创新投入,故选取能够衡量企业创新产出的专利申请量进行稳健性检验。

2. 解释变量。企业是否公告实施员工持股计划(ESOP)。本文借鉴已有学者研究,采用虚拟变量的形式,以员工持股计划的实施年份为准,若公司在当年及以后年度实施了员工持股计划,则取值为1,否则取值为0。

3. 中介变量。借鉴谢家智等(2014)^[19]、杜勇等(2017)^[15]学者的研究方法,采用金融资产与资产总额的比例对企业金融化(Fin)进行衡量。其中,金融资产包括交易性金融资产、投资性房地产、长期股权投资、买入返售金融资产等。

4. 控制变量。参照已有文献Chang et al. (2015)^[1]、孟庆斌等(2019)^[10]、周冬华等(2019)^[8],本文在模型中对以下变量进行控制。(1)企业规模(Size),以企业期末总资产的自然对数表示。一般而言,大型企业有能力运用其充足的资源投资研发活动,有利于增强企业的研发能力和研发效率^[20],而小型企业的研发活动受到多种因素的限制。(2)资产负债率(Lev),以负债总额与资产总额之比表示。资产负债率越高,企业所面临的偿债压力越大,投资于企业研发活动的资金就越少^[21]。也有学者认为负债水平与企业研发投入呈正相关关系^[22]。(3)总资产收益

率(ROA),反映企业的盈利能力。企业的盈利能力越强,越有充足的资金保障创新活动的持续开展^[23]。(4)管理层持股(MngHold),以管理层持股数量占总股数比重表示。管理层持有公司股权会更加注重长期价值的实现,将更多的资源投入到创新活动中^[24]。第一大股东持股比例(Top1),以第一大股东持股数量占总股数比重表示。较高的股权集中度能够加强对高管的监督力度,减少高管出于逐利动机进行短期投资、挤占研发投入的行为,从而将更多的研发补贴用于企业创新^[25]。(5)两职合一(Dual),若董事长与总经理为同一人则取1,否则取0。两职合一对企业的经营决策影响重大。与两职分离相比,两职合一的CEO背负的期望更大,也就更有动力通过创新获取超额收益。同时,两职合一的CEO更愿意承担风险,使得创新决策通过的可能性增大,从而加大创新投入^[26]。也有研究认为两职合一可能无法保证董事长的独立性,削弱其监督作用,并降低企业的风险偏好^[27],从而减少对企业创新投入。(6)管理层薪酬(Pay),以高级管理人员前三名薪酬总额取自然对数表示。通过给予高管较高的货币薪酬待遇能够激励他们减少短期行为并且更加关注公司的长期发展。因此,高管薪酬激励对企业研发投入和研发产出具有积极影响^[28]。(7)产权性质(SOE),国有企业取1,否则取0。国有企业在资源获取方面有明显优势,并可以通过自身或政府干预弥补市场失灵等问题。相比非国有企业,由于其强大的政治关联关系,国有企业更容易获得研发资源,创新能力更强^[29]。

(三) 模型构建

为了检验H1,本文构建以下模型:

$$Innovation_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESOP_{i,t} + \alpha_2 \sum Control + Year_{i,t} + Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为了检验H2,本文构建以下模型:

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 \sum Control + Year_{i,t} + Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Innovation_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESOP_{i,t} + \gamma_2 Fin_{i,t} + \gamma_3 \sum Control + Year_{i,t} + Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

三、实证结果与分析

(一) 描述性统计

各变量的描述性统计分析如表1所示。由表1可知,企业创新(Innovation)的最大值为21.961,最小值为13.713,标准差为1.476,说明各企业之间的创新投入动力不足,且存在较大的差异性。从ESOP的平均值来看,实施ESOP的企业占总样本量的16.5%,表

现出员工持股计划在我国尚未普及,只有少部分企业实施,这主要是因为员工持股计划自重启以来未达10年,相关制度还处于摸索阶段。企业金融化程度(Fin)的均值为0.063,最大值为0.478,标准差为0.093,表明存在小部分企业在样本期间投入了较大比

例的金融资产。控制变量中资产负债率(Lev)的平均值为40.2%,说明大部分企业融资水平都稳定在安全范围之内。管理层持股(MngHold)的均值为16.13%,说明股权激励已成为上市公司常用的一种激励方式。其余控制变量的分布均在合理范围之内。

表1 描述性统计分析

变量名称	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Innovation	20529	17.982	1.476	13.713	17.957	21.961
ESOP	20529	0.165	0.371	0	0	1
Fin	20529	0.063	0.093	0	0.025	0.478
Size	20529	22.210	1.282	20.015	22.021	26.296
Lev	20529	0.402	0.198	0.059	0.389	0.904
ROA	20529	0.038	0.073	-0.341	0.041	0.205
MngHold	20529	16.130	20.252	0	4.155	68.751
Top1	20529	33.213	14.348	8.413	30.985	72.115
Dual	20529	0.326	0.469	0	0	1
Pay	20529	14.604	0.671	13.076	14.568	16.547
SOE	20529	0.280	0.449	0	0	1

(二) 相关性分析

表2列出了主要变量间的Pearson相关系数。从表2可以看出,员工持股计划(ESOP)与企业创新(Innovation)显著正相关,初步验证了H1。企业金融化(Fin)与企业创新(Innovation)显著负相关,说明企业金融化与企业创新的关系之间更多发挥了资本逐利动机,对企业创新产生了抑制作用,初步验证了H2。员工持股计划(ESOP)与企业金融化(Fin)显著负相关,说明员工持股计划对企业金融化具有抑制作用。由变量间的相关关系可得出员工持股计划抑制了企业金融化,从而促进企业创新的结论,初步验证了H3。控制变量中,企业规模(Size)与企业创新存在正相关关系,表明企业规模越大,企业的创新动力越足,研发投入越高。资产负债率(Lev)与企业创新呈正相关关系,表明负债水平越高,越有利于企业创新投入。总资产收益率(ROA)与企业创新呈正

相关关系,表明企业的盈利水平与研发投入显著正相关。管理层持股比例(MngHold)与企业创新显著负相关,表明管理层持股比例越高,越有可能出于自利动机投资短期项目而放弃投资具有长期价值的创新项目,从而越不利于企业创新。第一大股东持股比例(Top1)与企业创新在10%水平上显著为正,表明较高的股权集中度能够加强对高管的监督力度,减少高管风险规避对研发投入的挤出效应,从而将更多的研发资源用于企业创新。两职合一(Dual)与企业创新显著负相关,表明两职合一会使董事会缺乏独立性,降低企业风险偏好,从而减少研发投入。管理层薪酬(Pay)与企业创新显著正相关,表明较高的薪酬水平会对管理层产生激励作用,对企业创新的投入和产出产生积极影响。此外,各变量之间的相关系数均小于0.6,表示不存在严重的多重共线性问题。

表2 Pearson相关性分析

	Innov	ESOP	Fin	Size	Lev	ROA	MngHold	Top1	Dual	Pay	SOE
Innov	1										
ESOP	0.135***	1									
Fin	-0.039***	-0.018**	1								
Size	0.546***	0.096***	0.017**	1							
Lev	0.193***	0.040***	-0.166***	0.510***	1						
ROA	0.089***	-0.021***	0.041***	-0.010	-0.373***	1					
MngHold	-0.107***	0.009	-0.007	-0.385***	-0.298***	0.169***	1				
Top1	0.013*	-0.107***	-0.014**	0.167***	0.025***	0.150***	-0.053***	1			
Dual	-0.053***	0.007	0.020***	-0.209***	-0.147***	0.048***	0.245***	-0.029***	1		
Pay	0.410***	0.065***	0.136***	0.408***	0.093***	0.154***	-0.111***	-0.009	0.006	1	
SOE	0.101***	-0.143***	-0.018**	0.400***	0.285***	-0.083***	-0.463***	0.212***	-0.307***	0.025***	1

(三) 实证结果分析

本文通过控制行业和年度效应,检验员工持股计划对企业创新的影响关系,并进一步检验企业金融化在二者间的作用机制,回归结果如表3所示。

表3 回归结果分析

变量	(1) Innovation(不含中介)	(2) Fin	(3) Innovation(含中介)
ESOP	0.153*** (4.368)	-0.009*** (-3.878)	0.144*** (4.106)
Fin			-1.028*** (-4.477)
Controls	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES
Constant	-5.369*** (-7.816)	-0.135*** (-4.886)	-5.508*** (-8.135)
Observations	20529	20529	20529
R-squared	0.632	0.157	0.636
Adj_R ²	0.630	0.153	0.634

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

1. 员工持股计划与企业创新

从表3的第(1)列可以看出,ESOP在1%水平上显著为正,其系数为0.153,说明实施员工持股计划能够有效提升15.3%的创新水平,H1得以验证。员工持股计划通过授予员工一定数量的股份,使得员工的身份发生转变,即表示企业认可了员工的所有者身份,有利于刺激员工发挥主观能动性,建立主动创新以实现企业长期价值的意愿,达到持续高效的创新水平。此外,员工持股计划可以提高员工对创新风险的承受能力和对创新失败的容忍度。创新是一个具有高投入、长周期和不确定性等特征的企业活动,员工持股计划通过构建与企业股东的利益共同体关系使创新产出与员工个人财富挂钩,再加上员工持股计划锁定期较长这一特点,使员工不再拘泥于短期回报,更注重创新所带来的长期价值,也就可以容忍创新活动前期的失败,用更大的热情和动力去促进企业创新发展。

2. 企业金融化的部分中介效应

表3的第(1)列用来验证模型(1),检验结果表明员工持股计划的系数为0.153且 $p < 0.01$,说明可能存在中介效应。其次,表3的第(2)列用来验证模型(2)。结果表明ESOP的系数为负且在1%的水平上显著,表明员工持股计划与企业金融化呈反向作用。第(3)列验证模型(3),结果显示企业金融化的系数为-1.028且在1%水平显著。这表明企业金融

化程度越高,企业的创新水平越低,即企业金融化会抑制企业的创新发展,H2得以验证。第(3)列员工持股计划在1%水平上显著为正,系数为0.144,且与 β_1 、 γ_2 同号,表明企业金融化在员工持股计划与企业创新之间发挥部分中介效应,H3得到验证。员工持股计划将劳动要素与资本要素结合在一起,缓解了分配不公的局面,营造了一种多劳多得、少劳少得的良好氛围,从而在企业、管理层和员工之间建立一种信任机制。当这种信任机制被建立起来时,员工会为自身价值的实现致力于企业创新发展。同样,管理层为自身长期价值的实现也会减少短期投机行为,从而有效抑制企业过度金融化,减少金融资产的不合理配置。由于替代效应的存在,当金融资产投资减少时,更多的闲置资金就会流向实体投资,对企业的创新具有积极的促进作用。

(四) 稳健性检验

1. 替换变量度量方式。考虑到企业创新不仅包括创新投入,还包括创新产出,而企业财务报告中对外披露的研发投入金额只能衡量企业的创新投入。既有研究多通过专利申请数量体现企业创新的产出情况,故将企业创新的代理变量更换为专利申请数量重新进行回归,又因为很多企业的专利申请数量为0,故分别采用基准回归和Tobit回归进行检验,回归结果依然成立。

2. 加入控制变量。考虑到遗漏变量可能会带来结果偏差,故参考已有研究,加入企业成长性、托宾Q值、独立董事比例等控制变量进行稳健性检验,回归结果依然成立。

3. 将员工持股计划滞后一期进行回归。企业创新是一个长周期、多阶段的实践活动,考虑到员工持股计划的实施效果并不一定体现在当年的创新投入中,可能存在一定的滞后性,故将员工持股计划这一变量滞后一期进行回归,得到的回归结果与上述一致。

4. 倾向得分匹配法。为解决可能存在的内生性问题,本文采取倾向得分匹配法(PSM)对数据进行筛选。参考孟庆斌等(2019)^[10]、丁诚(2021)^[2]的处理方法,按照是否实施员工持股计划将样本分为实验组和对照组,并以表1中列示的一些控制变量作为协变量对样本进行“一比一、无放回”的最近邻匹配。利用得到的匹配样本进行回归分析,表5列示了基于PSM的OLS回归结果,得到的研究结论依然成立。

5. 平衡性检验。本文通过计算倾向值对实验组和对照组进行匹配后,只能保证实验组和对照组的

企业在最终的倾向值上是相近的,但不能保证实验组样本和对照组样本在每个匹配变量上面都没有差异。故匹配完成后,将所有匹配协变量综合起来进行平衡性检验,匹配后的 R^2 为 0.001, LR chi2 在匹配后变小,且匹配后对应 p 值不显著,说明实验组与匹配后得到的对照组之间,在匹配变量上不存在显著差异,因此通过了平衡性检验,详细结果如表 6 所示。

表 4 稳健性检验

变量	替换度量方式		加入控制变量	将自变量滞后一期
	OLS	Tobit	Innovation	Innovation
ESOP	0.131 *** (3.178)	0.234 *** (3.381)	0.146 *** (4.050)	0.128 *** (3.968)
Controls	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Constant	-6.465 *** (-6.962)	-10.348 *** (-12.096)	-5.854 *** (-8.219)	-5.494 *** (-8.690)
Observations	20529	20529	20529	16072
Adj_R ²	0.206	-	0.632	0.645

6. 共同支撑检验。图 1 和图 2 分别为匹配前和匹配后的核密度分布图。横轴表示根据协变量计算出来的实施员工持股计划的倾向得分;纵轴表示核密度。实验组的核密度曲线用实线绘制,对照组的核密度曲线用虚线绘制。从两图可以直观地看出,匹配后实验组和对照组的拟合度变高,说明匹配的结果通过了共同支撑检验。

表 5 基于 PSM 的回归结果分析

变量	(1) Innovation	(2) Patent
ESOP	0.151 *** (4.067)	0.074 * (1.745)
Controls	YES	YES
Industry FE	YES	YES
Year FE	YES	YES
Constant	-5.010 *** (-6.557)	-7.878 *** (-6.996)
Observations	5686	5686
R-squared	0.643	0.225
Adj_R ²	0.637	0.213

表 6 总体平衡性检验结果

样本	Ps R ²	LR chi2	P>chi2	MeanBias	MedBias	B	R	% Var
匹配前	0.065	1075.60	0.000	16.4	10.5	66.7 *	0.73	83
匹配后	0.001	6.83	0.555	1.7	1.6	6.6	1.05	83

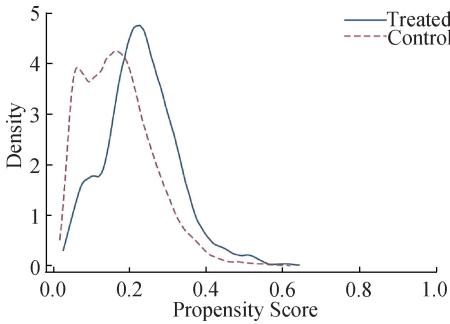


图 1 匹配前的核密度分布图

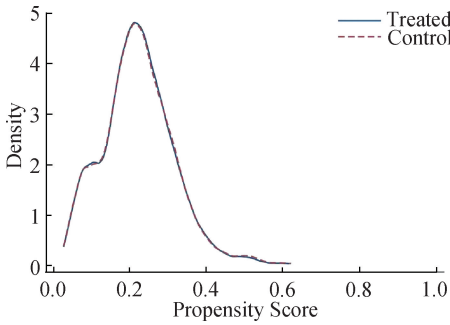


图 2 匹配后的核密度分布图

(五) 进一步分析

产权的异质性会引起企业内部治理和相关制度设计的异质性,从而影响到员工持股计划对企业创新的激励动机。为了检验不同产权性质下员工持股计划的创新激励效应,本文将样本分为国有企业和非国有企业分组进行回归,回归结果由表 7 所示。

表 7 基于产权异质性的回归分析结果

变量	国有企业		非国有企业	
	(1) Innovation	(2) Patent	(3) Innovation	(4) Patent
ESOP	0.201 * (1.882)	0.048 (0.347)	0.153 *** (4.628)	0.140 *** (3.449)
Controls	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
Constant	-6.894 *** (-6.348)	-7.066 *** (-4.500)	-4.303 *** (-5.770)	-5.975 *** (-8.018)
Observations	5755	5755	14774	14774
R-squared	0.676	0.308	0.621	0.179
Adj_R ²	0.671	0.297	0.619	0.174

在国有企业,ESOP 的系数显著性较弱甚至没有,

通过显著性检验;在非国有企业,ESOP的系数在1%水平上显著为正。当研究员工持股计划与企业创新产出的关系时,在国有企业,ESOP的系数不显著,在非国有企业,ESOP的系数在1%水平上显著为正。这表明非国有企业实施员工持股计划对企业创新的促进作用比国有企业强。这主要是因为非国有企业是以企业利益最大化为主,而创新是企业消除竞争壁垒和在市场上立于不败之地的关键,通过员工持股计划对创新的激励作用可以营造良好的创新氛围,促进创新的可持续发展,从而实现企业价值最大化。相反,国有企业是以国家利益最大化为主,其主要目的是维护社会正常秩序,保证社会安全运行,为人民的生存发展提供物质保障,再加上在国企工作被百姓们称之为“铁饭碗”,员工的福利待遇本就优厚,因此通过实施员工持股计划的方式激励企业创新的效果并不明显。

四、结论和政策建议

本文选取2014—2021年A股上市公司为研究样本,实证检验了员工持股计划与企业创新的关系,沿着“员工持股计划—企业金融化—企业创新”这一路径研究企业金融化在二者之间的作用机理,并基于产权异质性视角进一步研究员工持股计划的创新激励作用。研究发现:(1)实施员工持股计划对企业创新具有促进作用;(2)企业金融化对企业创新具有抑制作用;(3)企业金融化在员工持股计划与企业创新间起着部分中介作用。(4)与国有企业相比,员工持股在非国有企业创新中的促进作用更为显著。上述研究结论有利于深刻理解员工持股计划的创新激励效应,从而为公司制定合理的激励制度以促进创新发展提供经验证据。

根据研究结果,本文提出以下建议:(1)随着经济的高速发展,企业创新成为亟须重视的问题。员工作为企业创新的关键主体,对企业创新的发展起着不容忽视的作用。为此,企业应该根据自身情况循序渐进地推进员工持股计划的实施,科学合理地设计员工持股制度,形成有效的长期激励机制,激发企业创新活力,提升企业创新水平,加速企业创新发展。(2)由于员工持股计划重新启动不到10年,相关政策法规还处于待成熟阶段,因此监管部门应建立、健全相关法律制度,吸取以前被多次叫停的教训,多借鉴国外的优秀案例,为企业创新发展保驾护航。(3)为避免企业将闲置资金用于金融资产的投资导致企业“重虚轻实”而阻碍企业的创新发展,相关部门应该对资本逐利动机下的金融化行为加以约

束,对金融环境加以整治,提倡企业通过员工持股计划引导企业将资金流向创新研发,减少短期投机行为,避免金融化集聚效应,营造一种健康的金融生态环境。(4)由于国有企业掌握着丰富的资源,且股权结构不像非国有企业那么灵活,故员工持股计划对企业创新的激励效应不够明显,导致企业创新动力不足。因此,国家应加大对国有企业创新激励的政策支持,适当放宽对员工持股计划这一激励制度的政策约束,结合自身属性制定与之相符的激励制度,鼓励通过ESOP推进国有企业混合所有制改革。

参考文献

- [1] CHANG X, FU K, LOW A, et al. Non-Executive Employee Stock Options and Corporate Innovation[J]. Journal of Financial Economics, 2015(115):168-188.
- [2] 丁诚.上市公司员工持股计划与企业创新绩效关系的实证研究——基于产权性质和产业性质的差异[J]. 预测, 2021,40(5):76-82.
- [3] 钟凤英,冷冰洁.员工持股计划、内部控制与创新绩效[J]. 经济问题,2022(8):120-128.
- [4] 刘丽辉,孙丹,刘睿.员工持股计划、代理成本与企业创新绩效研究[J]. 宏观经济研究,2021(6):161-175.
- [5] 杜永奎,刘瑞泽.员工持股计划、融资约束与企业自主创新能力[J]. 财会通讯,2022(18):73-78.
- [6] 黄萍萍,焦跃华.员工持股、信息透明度与企业创新——基于员工持股计划的准自然实验[J]. 科技进步与对策, 2019,36(22):102-111.
- [7] 江悦萌.员工持股计划对企业创新的影响研究[D]. 上海:东华大学,2022.
- [8] 周冬华,黄佳,赵玉洁.员工持股计划与企业创新[J]. 会计研究,2019(3):63-70.
- [9] 秦远建,杨捷.上市公司员工持股与企业创新[J]. 财会月刊,2020(16):96-104.
- [10] 孟庆斌,李昕宇,张鹏.员工持股计划能够促进企业创新吗?——基于企业员工视角的经验证据[J]. 管理世界, 2019,35(11):209-228.
- [11] 李韵,丁林峰.员工持股计划、集体激励与企业创新[J]. 财经研究,2020,46(7):35-48.
- [12] 黎文靖,李茫茫.“实体+金融”:融资约束、政策迎合还是市场竞争?——基于不同产权性质视角的经验研究[J]. 金融研究,2017(8):100-116.
- [13] 杨松令,牛登云,刘亭立,等.实体企业金融化、分析师关注与内部创新驱动[J]. 管理科学,2019,32(2):3-18.
- [14] 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.
- [15] 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.
- [16] NOE T H. Investor Activism and Financial Market Structure[J]. The Review of Financial Studies, 2002, 15(1): 289-318.
- [17] 任灿灿, 郭泽光, 田智文. 员工持股计划能抑制企业脱实向虚吗? [J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2021, 41(5): 47-67.
- [18] 刘婧, 罗福凯, 王京. 环境不确定性与企业创新投入——政府补助与产融结合的调节作用[J]. 经济管理, 2019, 41(8): 21-39.
- [19] 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.
- [20] 余江, 徐梓峰, 叶林. 企业规模、市场结构与技术创新: 对两个熊彼特假说的再考察[J]. 贵州财经大学学报, 2023(3): 60-70.
- [21] 竺李乐, 李雪, 毛毅翀. 员工持股计划、融资约束与国有企业双元创新产出[J]. 技术经济, 2023, 42(2): 90-99.
- [22] 钱燕, 段姝, 张林郁. 科技型企业的融资结构与创新效率关系——来自创业板的经验证据[J]. 科技管理研究, 2019, 39(21): 53-60.
- [23] 孙晓华, 翟钰. 盈利能力影响企业研发决策吗? ——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2021, 33(7): 68-80.
- [24] 李秉祥, 雷怡瑾. 股权激励影响经理人对研发创新投资的决策吗? ——基于管理防御的视角[J]. 科技管理研究, 2021, 41(20): 114-123.
- [25] 沈毅, 张清正. 研发补贴、股权集中度与企业研发投入[J]. 预测, 2020, 39(3): 42-49.
- [26] 黄庆华, 陈习定, 张芳芳, 等. CEO 两职合一对企业技术创新的影响研究[J]. 科研管理, 2017, 38(3): 69-76.
- [27] 顾海峰, 卞雨晨. 内部控制、董事联结与企业创新——基于中国创业板上市公司的证据[J]. 管理学报, 2020, 33(6): 48-60.
- [28] 翁辰, 马良泽. 高管薪酬激励与企业创新——基于中国上市公司的经验证据[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2022, 28(3): 67-81.
- [29] 胡磊, 李震林, 张强. 混改背景下国有企业股权性质变化对企业创新效率的影响[J]. 财经理论与实践, 2022, 43(2): 106-113.

[责任编辑 李瑞萍]

An Empirical Study on the Impact of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Financialization and Corporate Innovation

SUN Hongzhe¹, CHANG Zhenzhen²

(1. Finance Office, Hebei University of Engineering, Handan, Hebei 056038, China;

2. School of Management Engineering and Business, Hebei University of Engineering, Handan, Hebei 056038, China)

Abstract: Against the backdrop of accelerating the socialist modernization in China, innovation in enterprises is a key variable in promoting the transformation of China's economic development. Employee stock ownership plans have a significant role in promoting enterprise innovation. However, due to the slow return on real investment and low return rate, enterprise managers have over-invested idle funds in the financial industry, which has crowded out innovation resources and caused the phenomenon of enterprises moving from the real to the virtual. As a part of internal fund management, the role of financial asset allocation in the innovation effect of employee stock ownership plans deserves further exploration. This article selects A-share listed companies from the year of 2014 to the year of 2021 as the research sample, and empirically studies the relationship between employee stock ownership plans, corporate financialization, and enterprise innovation, using corporate financialization as the mediating variable. The research results showed that the implementation of employee stock ownership plans can promote enterprise innovation; the implementation of employee stock ownership plans can inhibit corporate financialization and thus promote enterprise innovation. Further research found that the innovation incentive effect of employee stock ownership plans is more significant in non-state-owned enterprises.

Key Words: employee stock ownership plan; enterprise innovation; financialization of enterprises; mediating effect