

财政政策扩张与智力资本价值创造效率

——来自我国上市公司的微观证据

傅传锐¹ 陈雅茹¹ 王燕武²

(1.福州大学,福建 350108;2.厦门大学,福建 361005)

内容提要: 扩张性的财政政策能否以及如何影响企业智力资本价值创造效率是宏观政策调控微观效应研究的新议题。本文以我国 A 股上市公司为样本,实证检验了财政政策与上市公司智力资本价值创造效率的关系以及产权性质、内部控制质量对两者关系的调节效应。研究发现:(1)扩张性财政政策能够显著促进上市公司的智力资本价值创造效率。(2)产权性质和内部控制质量在财政政策与智力资本价值创造效率的关系中发挥调节效应。相对于国有控股、内控质量较低的企业,扩张性财政政策对非国有控股企业、内控质量高的企业智力资本价值创造效率的提升幅度更大。拓展性研究表明,尽管扩张性财政政策能同时有效提升人力资本与结构资本的效率,但主要依靠人力资本渠道提高整体智力资本的价值创造效率。多维度的研究结论为我国实施可持续的积极财政政策,引导企业提质增效提供了有益的政策启示。

关键词: 财政政策扩张 智力资本 价值创造 产权性质 内部控制质量

中图分类号:F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2022)02-0084-11

一、引言

在知识经济时代,以无形性、知识密集为典型特征,包括由员工知识、技能、经验凝结而成的人力资本与企业文化、流程制度、研发创新、品牌声誉、客户关系等结构资本要素在内的智力资本凭借其价值性、稀缺性、难以替代与模仿等异质性特征,成

为企业可持续增长与价值创造的源泉。如何开发运营作为战略性资源的智力资本要素并有效增进智力资本的价值创造效率,已经成为企业能否实现长期价值最大化的核心命题。从智力资本的视角看,宏观财税政策调控的效果能否“落地”,关键在于其能否有效刺激、引导微观企业主体积极投资、培育与运作各类智力资本要素,推动智力资本价值创造

[收稿日期]2021-11-01

[作者简介]傅传锐,经济与管理学院财政金融系党支部书记,副教授,经济学博士,硕士生导师,研究方向为资本市场;陈雅茹,经济与管理学院硕士研究生,研究方向为资本市场;王燕武,经济学院副教授,经济学博士,博士生导师,研究方向为宏观经济预测、财政政策和经济增长。

[基金项目]国家社会科学基金项目“我国上市公司智力资本自愿信息披露及其影响因素、经济后果研究”(项目编号:15CGL019);福建省自然科学基金面上项目“我国财税政策对企业智力资本价值创造效率的传导机制研究”(项目编号:2019J01214);2021年度福建省以马克思主义为指导的哲学社会科学学科基础理论研究基地重大项目“福建发展碳汇金融的体制机制与对策研究”(项目编号:FJ2021MJDZ012)。

效率进而企业价值的提高。最终,通过众多微观企业个体的长期价值增值的“聚少成多”,实现整体国民经济的可持续发展。由此可见,扩张性财政政策能否促进微观企业的智力资本价值创造是这一系列政策效应传导机制的重要环节。

近年来,我国政府一直实施旨在保民生、稳增长,以基础设施建设、重大项目投资以及增值税转型与“营改增”等减税降费为代表的扩张性财政政策。但遗憾的是,目前尚未有国内外文献就财政政策与智力资本价值创造效率间的关系进行直接研究,相关文献分别来自财政政策效应与智力资本价值创造效率影响因素两个方面。

在财政政策方面,国内外学者围绕财政政策调控在企业绩效维度的微观效应进行了探索性研究,但尚未形成一致的结论。Tzelepis 和 Skuras(2004)考察了希腊政府对企业财政补贴的政策效果,发现财政补贴能够显著提高企业的成长性^[1]。张帆等(2018)发现税收优惠和财政补贴能促进企业的总收入增长率和总资产净利润率,并且税收优惠的政策效应要强于财政补贴效应^[2]。邹彩芬等(2006)认为税收优惠政策对农业上市公司的产出缺乏明显的效果^[3]。魏志华等(2015)认为,财政补贴无法提高新能源类企业的成长性^[4]。吕敏康(2017)发现扩张性财政政策能够增加企业价值^[5]。

在智力资本方面,新近文献开始探索智力资本价值创造效率的各类微观、宏观影响因素。在治理层面上,Ho 和 Williams(2003)以英国、瑞典与南非企业为样本,实证发现对于个别国家(如瑞典),企业内部董事持股比例与智力资本价值创造效率存在显著的正向关联^[6]。傅传锐(2014,2016)首次以我国 A 股上市公司为研究对象,发现:包括大股东持股、股权制衡在内的股权治理安排对智力资本价值创造效率的正向影响最强,高管激励次之,而董事会机制的影响较为有限^[7];国有控股的产权性质不仅会直接拉低智力资本的价值创造效率,而且还会弱化上述治理机制与智力资本价值创造效率间的

正相关关系^[8]。在货币政策方面,傅传锐(2016)发现宽松的货币政策缺乏对智力资本价值创造效率的推动作用^[9]。

显然,财政政策微观效应分析中对企业绩效的度量仍束缚于资产收益率、现金流量与收入增长率等传统财务类指标,并未关注智力资本的价值创造效率。学者虽然尝试遵循从微观到宏观的分析路径探寻可能影响智力资本价值创造效率的各类因素,但尚未将研究触角延伸至财政政策。已有文献关于财政政策与智力资本价值创造效率间关系的研究匮乏无疑为本文研究提供了突破性的契机。此外,过往研究常常选择从财政补贴、税收优惠这些具体政策工具的视角,探索财政政策的微观效应。但是,扩张性导向的财政政策通常是包括基建、投资、补贴、优惠等一揽子政策工具的综合运用,通过多种措施的彼此搭配弥补单一工具的短板,进而产生对企业主体要素配置、经营决策的刺激引导。因此,从财政政策总体松紧度的视角出发,能够更全面的考量财政政策调控对微观企业的传导效力。

基于上述分析,本文尝试以我国 A 股上市公司为样本,以财政赤字率刻画财政政策总体扩张程度,实证检验了财政政策调控对上市公司智力资本价值创造效率的传导机制以及产权性质、内部控制质量在这一机制中的调节效应。本文可能的创新包括两个方面。一方面,首次探讨了财政政策调控与智力资本价值创造效率间的关系,弥补了过往财政政策效应研究主要聚焦于传统绩效的不足,拓展了财政政策对企业主体行为的微观传导机制研究,同时也从财政政策维度丰富了智力资本价值创造效率影响因素文献。另一方面,揭示了在我国新兴加转轨的经济制度背景下,上市公司产权性质、内部控制质量在财政政策与智力资本价值创造效率的关系中发挥的调节作用,以及扩张性财政政策主要经由人力资本渠道提高智力资本价值创造效率的传导路径。研究结论为全球经济遭遇新冠疫情冲击下,我国实施可持续的积极财政政策,引导微观主

体提质增效,深化供给侧结构性改革,构建新发展格局提供了政策依据。

二、研究假设

在财政经济学的理论框架下,扩张性财政政策主要从需求管理、融资竞争与要素供给三个渠道影响企业的智力资本要素配置与增值效率。在需求管理维度上,扩张性财政政策能够通过转移支付、减税降费、政府投资与消费等政策工具刺激社会总需求,增加微观市场上对相关产品与服务的需求^[9],进而引导企业通过雇佣更多的劳动力^[10]、研发投入^[11]等多种方式增加智力资本要素投资,有利于提高智力资本价值创造效率。在融资竞争维度上,政府通过发行债券对其投资与消费进行融资,在资本市场中形成与私有部门的资金竞争关系。这可能降低企业信贷资源的可获得性,并抬高融资成本,进而加剧企业的融资约束压力^[12]。融资的困难可能迫使企业收缩投资,尤其是减少不确定性高的智力资本投资项目,从而对智力资本价值创造产生消极影响。在要素供给维度上,扩张性政策下政府部门加大对教育、医疗、科学技术、公共设施与秩序的投资,能够为企业提供更多高素质的劳动者与基础性研究成果,营造良好和谐的社会关系环境,有利于企业对人力资源、研发投入、政企关系等智力资本要素的优化配置,提高智力资本价值创造效率。

显然,扩张性财政政策能够通过产品需求与要素供给渠道对企业智力资本价值创造效率产生积极的拉动效应,而在融资维度施加负面的挤出效应。最终财政政策与智力资本价值创造效率间的关系取决于拉动效应与挤出效应的对比。结合我国宏观政策调控的现实情境来看,近20年来,我国一直实施宽松导向的货币政策,广义货币供应量M2的年均增速保持在15%以上。^①宽松的货币政策在相当程度上抵消了扩张性财政政策下政府融资可能

引致的企业融资约束紧张、投资减少等负效应。换言之,现阶段我国扩张性财政政策在融资维度对企业智力资本价值创造效率的挤出效应较为有限,并主要表现为产品需求、要素供给维度的拉动效应。因此,本文提出如下假设:

H1:扩张性的财政政策能有效拉动企业智力资本价值创造效率的提高。

尽管扩张性的财政政策能够引导社会需求,为企业提供更多的市场机会,但不同特质的企业可能对这些政策性机遇有着不尽相同的动机与应对策略,进而呈现出异质性的价值创造效应。最终控制人的国有产权性质赋予国有企业不同于非国有企业的行为特征。财政政策扩张激发了更多的铁路、机场、能源等基建项目投资需求,而国有企业与政府部门间的“天然”关系纽带,使国有企业不仅愿意也较非国有企业更容易承接到这类政府订单。但是,基建项目往往属于资金密集型,并非知识密集型,对国企在智力资本要素培育开发方面的引导力度有限^[13]。相较而言,非国有企业以利润最大化作为目标,倾向于以市场化运作的方式,通过技术创新、优质品牌、科学流程、忠诚客户等智力资本要素培育以尽可能捕捉到扩张性财政政策释放的市场机会,获得更多的市场份额与收入,进而提高智力资本价值创造效率。因此,本文提出如下假设:

H2:与国有控股企业相比,扩张性财政政策对非国有控股企业智力资本价值创造效率的提升作用更为显著。

虽然智力资本能帮助企业获取竞争优势,然而其形成过程的因果模糊性^[14]、社会复杂性以及对特定历史条件与环境的依赖性等特点导致其投入产出存在高度不确定性^[15-17]。智力资本投资可能令管理者遭遇项目失败进而企业利润下滑或未达预期而被降职、减薪甚至解聘等职业风险。即便最终开发成功,智力资本漫长的培育周期也常常使管理者垫付大量个人时间,甚至是为继任者作嫁衣裳。因此,减少或延迟智力资本投资是作为管理者的理

^①2001年-2020年,我国M2年增速波动范围在8.08%-28.4%,平均增速达到15.05%。

性选择。即便面对扩张性财政政策创造的更多市场需求,管理者也有可能忌惮于智力资本投资的高风险与长周期而不愿进行相应的资源配置,实施“轻智力资本”的机会主义行为。这无疑会使企业难以及时有效地对政策机遇予以积极响应。高质量的内部控制能够通过不同层级间的权责划分、彼此制衡以及科学规范的决策流程缓解内部代理冲突,抑制管理者追逐私利的机会主义动机^[18]。智力资本培育开发是关系到企业长期可持续发展的关键议题,也是内部控制系统监督管辖的重要范畴。内部控制越有效,越能约束管理者在智力资本开发环节的败德行为^[19],从而使该类企业能够更加充分利用扩张性财政政策下的市场机会,积极地培育运作各类智力资本要素,进而更有力地提高智力资本价值创造效率。因此,本文提出如下假设:

H3:与内部控制质量低的企业相比,扩张性财政政策对内控质量高的企业智力资本价值创造效率的提升作用更为显著。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

为应对美国次贷危机引发的全球金融危机,2008年我国政府出台“四万亿”计划,自此开启了新一轮扩张性财政政策周期。因此,本文以2008年作为研究时间起点,选取我国2008年-2018年沪深两市的A股上市公司为初始样本,并剔除了以下公司:(1)金融类公司;(2)ST、*ST类公司;(3)退市公司;(4)回归中所需变量缺失的样本。最终得到26317个公司年度观察值。上市公司的财务、治理数据来源于国泰安数据库,财政收支数据取自国家统计局网站,内部控制指数来自迪博企业风险管理技术有限公司。为减少极端值的干扰,本文对实证中所使用到的连续型变量进行1%和99%分位点上的缩尾(Winsorize)处理。

(二)变量定义

1.被解释变量:智力资本价值创造效率(ICE)

本文使用Pulic(2000)提出的VAIC模型度量各类智力资本要素价值创造效率^[20]。VAIC模型中,各类要素的价值创造效率计算公式如下:

$$HCE=VA/HC \quad (1)$$

$$SCE=SC/VA \quad (2)$$

$$ICE=HCE+SCE \quad (3)$$

公式中,HCE、SCE、ICE分别为人力资本、结构资本、智力资本的价值创造效率。VA为企业所有要素投入的价值增值总和,借鉴已有研究的做法^[21],以税前利润、工资与利息费用和表示VA。HC为智力资本要素投入,以支付给职工以及为职工支付的现金表示,SC为结构资本要素投入,SC=VA-HC。

2.解释变量:财政赤字率(Defct)

参考已有研究^[10],本文采用财政赤字率(Defct)来衡量财政政策的扩张程度,以较为全面地刻画财政政策的经济影响,具体计算公式为:

$$\text{财政赤字率}=(\text{一般公共预算支出}-\text{一般公共预算收入})/\text{GDP} \quad (4)$$

其中,GDP为国内生产总值,各指标均使用省级年度数据,这样能较全国口径的财政赤字率更细致反映不同省份不同年度的财政扩张水平。

3.分组变量

(1)产权性质(State)

根据上市公司实际控制人产权性质的不同,将上市公司划分为国有控股公司和非国有控股公司,其中:实际控制人为政府部门、国资监管机关、事业单位的公司归入国有控股组,实际控制人为民营企业、外资企业、中外合资企业和自然人的归入非国有控股组。

(2)内部控制指数(KZ)

借鉴杨德明等(2018)^[22]、耿云江等(2019)^[23]的做法,使用“迪博中国上市公司内部控制指数”作为评价内部控制质量的指标。该指数从内控目标实现的角度出发,辅以内控重大缺陷评价来考察内控质量,已被广泛用于内部控制相关实证研究中。内控指数数值越大,表明内控质量越高。本文以内控指

数的中位数为划分依据,将大于等于中位数的公司作为高内控质量样本,低于中位数的公司作为低内控质量样本。

4.控制变量

为控制其他因素对智力资本价值创造效率的可能影响,本文在回归中放入了现金比率(Cash)、财务杠杆(Lev)、盈利能力(Roa)、公司规模

(Size)、成长性(Growth)、股权集中度(Shrt)、董事会规模(Bsize)、独立董事比例(Bind)作为控制变量。此外,为控制行业、年份以及行业层面随时间变化的不可观测因素对智力资本价值创造效率的影响,本文还放入了行业、年份虚拟变量以及行业与年份交乘项的虚拟变量。具体变量定义如表1所示。

表1 控制变量定义表

控制变量	符号	计算方法
现金比率	Cash	现金及现金等价物 / 流动负债
财务杠杆	Lev	总负债 / 总资产
盈利能力	Roa	净利润 / 总资产
公司规模	Size	总资产的自然对数
成长性	Growth	(股权市值 + 净债务市值) / 总资产
股权集中度	Shrt	第一大股东持股比例
董事会规模	Bsize	董事会人数的自然对数
独立董事比例	Bind	独立董事人数 / 董事会所有人数
行业	Ind	虚拟变量
年份	Year	虚拟变量
行业 × 年份	Ind × Year	虚拟变量

(三)模型设计

为检验前文研究假设 H1, 本文构建如下回归方程:

$$ICE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Defct_{i,t-1} + \beta_{i2} control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, i, t 表示公司、年份; ICE_{it} 表示 i 公司 t 年的智力资本价值创造效率, $Defct_{i,t-1}$ 表示 $t-1$ 年 i 公司注册地所在省份的财政赤字率。考虑到财政政策调控对企业主体行为的传导效应可能存在一定的时滞, 我们在回归中使用 t 年的智力资本价值创造效率作为被解释变量, 而使用 $t-1$ 年的财政赤字率作为解释变量。 β_0 为常数项, $\beta_i (i=1, \dots, 9)$ 为估计参数, ε 为随机扰动项。根据假设 H1, 我们预期 β_1 的估计系数值显著为正。为检验假设 H2 和假设 H3,

本文分别以产权性质和内部控制质量作为分组变量, 将总样本划分为国有控股组和非国有控股组, 低内部控制质量组和高内部控制质量组, 使用连玉君等(2010)^[24]提出的组间差异 Bootstrap 方法检验 β_1 的系数估计值在不同组间的差异是否在统计上显著。我们预期, 非国有控股组与内控质量高组中的 β_1 不仅显著为正, 而且估计值显著大于各自对应的国有控股组、内控质量低组中的 β_1 值。

四、实证分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计特征如表2所示。ICE的均值为3.097, 最小值为-5.430, 最大值为16.828,

说明样本上市公司每向智力资本要素投入 1 元,平均获得约 3.1 元的回报,但不同企业间的智力资本产出效率存在较大差异,单位回报率最高的企业能获得约 16.8 元的收益,而回报率最低的企业不仅无法实现正收益,反而亏损 5.43 元,这也说明智力资本投资是一项高风险高回报的业务。财政赤字率(Defct)的均值为 0.069,标准差为 0.064,最小值为 0.011,最大值为 0.328,这与吕敏康(2017)、林芳等(2019)的计算结果相近,说明研究期间我国各省各

年份的财政支出都大于预算收入,我国政府已经将扩张性财政政策作为刺激经济的常态化工具^[5,12]。此外,财务杠杆、盈利能力、第一大股东持股比例、董事会规模、独立董事比例的均值分别为 0.432、0.039、35.256、2.145、0.373,表明样本公司的平均负债率将近 45%,总资产净利润率约 3.9%,第一大股东平均持有约 35%的股本,董事会成员大约 8-9 人且其中将近 38%为独立董事。

表 3 进一步对产权性质、内部控制质量分组下

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ICE	26317	3.097	2.781	-5.430	2.534	16.828
Defct	26317	0.069	0.064	0.011	0.041	0.328
Cash	26317	0.981	1.792	0.018	0.390	11.933
Lev	26317	0.432	0.213	0.048	0.426	0.902
Roa	26317	0.039	0.057	-0.216	0.037	0.193
Size	26317	21.998	1.292	19.511	21.823	25.971
Growth	26317	2.074	1.373	0.902	1.626	9.159
Shrt	26317	35.256	15.056	8.770	33.340	74.980
Bsize	26317	2.145	0.201	1.609	2.197	2.708
Bind	26317	0.373	0.053	0.313	0.333	0.571

的分样本进行描述性统计分析。可以发现,各主要变量在不同分样本间的均值 T 统计量都在 1%或 5%水平上统计显著,表明这些变量在不同产权性质、不同内控质量的企业中存在显著差异。其中,非国有控股、内控质量高的企业中 ICE 均值分别为 3.153 和 3.584,显著高于国有控股、内控质量低企业的 ICE 均值 3.013 和 2.537。前两类企业的 Defct 均值分别为 0.061 和 0.064,显著低于后两类企业的 Defct 均值 0.080 和 0.077。这意味着,产权性质、内控质量是可能影响财政政策调控与企业智力资

本价值创造效率(ICE)间关系的重要因素,将其作为调节变量纳入我们的分析框架能够更为细致地考察财政扩张对智力资本价值创造效率的传导效应。

(二)回归结果

表 4 报告了方程(5)的估计结果。其中,列(1)为全样本回归结果,列(2)和列(3)分别为国有控股和非国有控股组的回归结果,列(4)和列(5)分别为低内控质量和高内控质量组的回归结果。表 4 显示,Defct 在列(1)的估计系数值为 1.519,在 1%水平上

表 3 分组描述性统计

产权性质分组					
变量	国有控股		非国有控股		组间差异检验 均值 T 统计量
	样本数	均值	样本数	均值	
ICE	10425	3.013	15883	3.153	-4.001***
Defct	10425	0.080	15883	0.061	23.526***
Cash	10425	0.612	15883	1.224	-27.469***
Lev	10425	0.514	15883	0.378	53.561***
Roa	10425	0.031	15883	0.044	-18.953***
Size	10425	22.532	15883	21.647	57.653***
Growth	10425	1.844	15883	2.225	-22.220***
Shrt	10425	39.228	15883	32.642	35.530***
Bsize	10425	2.212	15883	2.101	45.624***
Bind	10425	0.369	15883	0.376	-10.266***
内部控制质量分组					
变量	低内控质量		高内控质量		组间差异检验 均值 T 统计量
	样本数	均值	样本数	均值	
ICE	12138	2.537	12142	3.584	-29.305***
Defct	12138	0.077	12142	0.064	15.983***
Cash	12138	0.772	12142	0.893	-6.215***
Lev	12138	0.450	12142	0.441	3.354***
Roa	12138	0.017	12142	0.055	-54.234***
Size	12138	21.889	12142	22.254	-22.249***
Growth	12138	2.229	12142	1.977	13.981***
Shrt	12138	33.218	12142	36.808	-18.703***
Bsize	12138	2.132	12142	2.163	-12.209***
Bind	12138	0.374	12142	0.372	2.193**

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%与 10%水平上显著(双尾)。

表 4 财政政策对智力资本价值创造效率的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	国有控股	非国有控股	低内控质量	高内控质量
Defct	1.519*** (0.231)	1.634*** (0.333)	2.492*** (0.338)	1.229*** (0.338)	2.287*** (0.345)
Cash	0.075*** (0.010)	0.072** (0.033)	0.063*** (0.010)	0.010 (0.017)	0.065*** (0.017)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	国有控股	非国有控股	低内控质量	高内控质量
Lev	0.757*** (0.120)	0.764*** (0.186)	0.976*** (0.166)	0.894*** (0.170)	0.670*** (0.176)
Roa	23.093*** (0.454)	21.739*** (0.838)	22.908*** (0.536)	22.515*** (0.604)	25.811*** (0.804)
Size	0.258*** (0.016)	0.291*** (0.025)	0.339*** (0.024)	0.189*** (0.028)	0.276*** (0.023)
Growth	-0.011 (0.015)	0.085*** (0.030)	-0.026 (0.017)	0.013 (0.020)	-0.079*** (0.026)
Shrt	-0.006*** (0.001)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.001)	-0.006*** (0.002)	-0.006*** (0.001)
Bsize	-0.993*** (0.091)	-0.452*** (0.121)	-0.970*** (0.134)	-0.666*** (0.143)	-1.282*** (0.124)
Bind	-0.663** (0.310)	0.359 (0.449)	-1.146** (0.442)	0.247 (0.489)	-1.039** (0.427)
截距	-1.368*** (0.371)	-3.994*** (0.589)	-3.212*** (0.573)	-0.995 (0.650)	-0.940* (0.505)
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制
行业×年份	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	26317	10425	15883	12138	12142
R ²	0.358	0.376	0.382	0.317	0.405
Bootstrap 经验 P 值		0.001***		0.000***	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%与 10%水平上显著,括号内为稳健标准误。

显著,意味着扩张性财政政策存在对企业智力资本价值创造效率显著为正的作用。因此,支持假设 H1。

在产权性质分组中,Defct 在列(2)中的估计系数值为 1.634,在 1%水平上显著,而在列(3)的估计值为 2.492,也在 1%水平上显著。显然,无论是国有控股与否,扩张性财政政策都存在对企业智力资本价值创造效率显著的促进作用。在分组回归的基础上,我们进一步使用 Bootstrap 方法检验组间差异,结果显示,经验 P 值为 0.001,说明非国有控股组的 Defct 估计值在 1%水平上显著大于国有控股组的对应估计值,这说明,财政政策扩张对非国有控股企业智力资本价值创造效率有着较国有控股企业更明显的提升作用。因此,假设 H2 得到支持。

从内控质量分组回归来看,Defct 在列(4)、(5)中的系数估计值都在 1%水平上显著为正。并且,组间系数差异的 Bootstrap 经验 P 值也在 1%水平上高度显著。表明无论内控质量高低,扩张性财政政策都能显著拉动企业智力资本价值创造效率,但这一拉动效果在内控质量高的企业中更为有效。因此,假设 H3 得到证实。

(三)稳健性检验

本文从四个方面进行稳健性检验。一是利用各省年度财政赤字占比($FR=(\text{一般公共预算支出}-\text{一般公共预算收入})/\text{一般公共预算收入}$)度量财政政策扩张水平;二是将各级政府性基金收支纳入到财政收支的统计口径中($Defect2=(\text{一般公共预算支$

出=一般公共预算收入+政府性基金支出-政府性基金收入)/GDP),重新估计各省财政赤字率;三是利用改进的VAIC模型重新计算智力资本价值创造效率^[25]。具体公式如下:

$$VA^{IC}=VA \times (1-\delta) \quad (6)$$

$$HCE^{\sigma}=VA^{IC}/HC \quad (7)$$

$$SCE^{\sigma}=SC^{\sigma}/VA^{IC} \quad (8)$$

$$ICE^{\sigma}=HCE^{\sigma}+SCE^{\sigma} \quad (9)$$

其中, δ 表示企业资产账面价值与市场价值的比率, VA^{IC} 表示归属于智力资本的价值增值量, HCE^{σ} 、 SCE^{σ} 和 ICE^{σ} 分别表示对应于Pulic(2000)的标准VAIC模型框架下的人力资本、结构资本与智力资本在修正后的价值创造效率^[26]。

四是采用倾向得分匹配(PSM)控制潜在的内生性问题。考虑到各省财政收支可能与当地经济发展

水平有关,而在经济发达程度不同的省份,上市公司对智力资本要素的培育开发能力也有所不同。因此,财政赤字、企业智力资本价值创造效率可能会同时受经济发展水平这一外部第三方因素的影响而产生机械性的关联。出于这种考虑,本文使用倾向得分匹配(PSM)方法控制这一潜在的内生性问题。我们以财政赤字率的中位数为分组依据,将高于该中位数的样本作为处理组,其余样本作为对照组,构建Logit回归,估计样本公司倾向得分,并利用核匹配方法进行处理组与对照组间的配对,使用匹配后的样本重复前文回归。

上述稳健性结果如表5所示。从表中可以看到,重新回归的结果与前文回归结果无实质性差异。因此,前文结论是可靠的。

(四)拓展性分析

表5 稳健性检验结果

稳健性检验策略		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
		全样本	国有控股	非国有控股	低内控质量	高内控质量
以财政赤字占比度量财政政策扩张程度	FR	0.173*** (0.022)	0.163*** (0.032)	0.283*** (0.032)	0.149*** (0.034)	0.245*** (0.032)
	样本数	26317	10425	15883	12138	12142
	R ²	0.359	0.376	0.383	0.317	0.406
	Bootstrap 经验 P 值	-	0.000***		0.000***	
以财政赤字率度量财政政策扩张程度	Defct2	1.549*** (0.265)	1.144*** (0.350)	2.951*** (0.407)	1.001*** (0.363)	2.455*** (0.424)
	样本数	19701	7131	12541	9129	9128
	R ²	0.369	0.402	0.385	0.348	0.398
	Bootstrap 经验 P 值	-	0.000***		0.000***	
改进VAIC模型度量智力资本价值创造效率	Defct	0.919** (0.422)	0.562 (0.697)	1.934*** (0.528)	0.428 (0.669)	1.447** (0.579)
	样本数	19739	8114	11609	8993	9005
	R ²	0.157	0.106	0.236	0.123	0.218
	Bootstrap 经验 P 值	-	0.005***		0.021**	
PSM 匹配后样本回归	Defct	1.426*** (0.253)	1.593*** (0.354)	2.389*** (0.377)	1.261*** (0.358)	1.828*** (0.364)
	样本数	21639	8573	13046	10662	10663
	R ²	0.360	0.381	0.383	0.328	0.395
	Bootstrap 经验 P 值	-	0.006***		0.012**	

注:限于篇幅,表中仅报告关键解释变量的估计系数,控制变量估计结果未列示。***、**、* 分别表示在 1%、5%与 10%水平上显著,括号内为稳健标准误。

智力资本作为一揽子知识型要素的聚合体,财政政策究竟是通过刺激哪些具体智力资本要素进而拉动智力资本的效率提升呢?我们参考傅传锐(2016)的做法,分别构建以 HCE、SCE 为因变量的回归方程^[27]。通过比较这两个方程中财政政策(Defct)的系数方向与估计值大小进而判断财政政策调控对企业具体智力资本要素的价值传导路径。各方程的具体形式如下:

$$HCE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Defct_{i,t-1} + \beta_2 Cash_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Shrt_{it} + \beta_8 Bsize_{it} + \beta_9 Bind_{it} + \sum Ind + \sum Year + \sum Ind \times Year + \varepsilon \quad (10)$$

$$SCE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Defct_{i,t-1} + \beta_2 Cash_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Shrt_{it} + \beta_8 Bsize_{it} + \beta_9 Bind_{it} + \sum Ind + \sum Year + \sum Ind \times Year + \varepsilon \quad (11)$$

表 6 财政政策对具体智力资本要素价值创造效率的回归结果

变量	因变量:HCE	因变量:SCE
Defct	1.310*** (0.185)	0.130** (0.056)
样本数	26317	26317
R ²	0.449	0.042

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%与 10%水平上显著,括号内为稳健标准误。

五、结论与启示

本文实证考察了财政政策对上市公司智力资本价值创造效率的传导机制,结果表明:(1)扩张性财政政策能够显著促进上市公司的智力资本价值创造效率。(2)产权性质和内部控制质量在财政政策与智力资本价值创造效率的关系中发挥调节效应。相对于国有控股、内控质量较低的企业,扩张性财政政策对非国有企业、内控质量高的企业智力资本价值创造效率的提升幅度更大。此外,尽管扩张性财政政策能同时有效增进人力资本与结构资本效率,但主要通过人力资本渠道实现整体智力资本价值创造效率的提升。

多维度的研究结论为我国实施可持续的积极

表 6 报告了上述回归结果。表 6 显示,Defct 在以 HCE 为因变量的回归方程中的系数估计值为 1.310,且在 1%水平上统计显著;而在 SCE 为因变量的回归中的估计系数为 0.130,仅在 5%水平上统计显著。显然,Defct 在 HCE 为因变量的回归中的估计系数值明显大于在 SCE 回归中系数值,且显著性也强于后者。这表明,虽然扩张性财政政策都能够有效促进人力资本与结构资本要素的价值增值效率提升,然而这一提升作用在人力资本要素方面更加明显且有效。换言之,扩张性财政政策主要通过拉动力资本效率进而提高整体智力资本的价值创造效率。

财政政策,引导企业提质增效提供了有益的政策启示。首先,相关部门在运用财政政策刺激经济增长的同时,注重对智力资本要素配置过程中投资力度大、存在资金困难的企业给予财政补贴、减税降费、政府采购等方面的政策倾斜,帮助其进一步降低投资成本,加速资金回流,增强智力资本投资能力。其次,尽快建立国有控股企业的智力资本价值创造业绩考核制度。将智力资本价值创造效率纳入国企高管的业绩考核评价体系,引导高管转变经营理念,重视智力资本要素培育开发。其三,引导企业健全完善内部控制制度。加强内控制度对智力资本投资决策与效果跟踪评价等经营活动的管控力度,明确各方在智力资本方面的权责分工,建立相应的问责追责程序,防范智力资本“不投资”“慢投资”的道德

风险。其四,国资管理部门应继续推进混合所有制改革,为国有企业减负,引导其按照市场化方式优化资源配置,实现长期价值增值。

参考文献:

- [1] Tzelepis D,Skuras D. The Effects of Regional Capital Subsidies on Firm Performance:an Empirical Study[J]. Journal of Small Business & Enterprise Development, 2004,11(1):121-129.
- [2] 张帆,张友斗.竞争性领域财政补贴、税收优惠政策对企业经营绩效的影响[J].财贸研究,2018(3):80-89.
- [3] 邹彩芬,许家林,王雅鹏.政府财税补贴政策对农业上市公司绩效影响实证分析[J].产业经济研究,2006(3):53-59.
- [4] 魏志华,吴育辉,曾爱民.寻租、财政补贴与公司成长性——来自新能源概念类上市公司的实证证据[J].经济管理,2015(1):1-11.
- [5] 吕敏康.财政政策、经营异质性与企业价值[J].中南财经政法大学学报,2017(1):94-105+114+159-160.
- [6] Ho C A,Williams S M. International Comparative Analysis of the Association Between Board Structure and the Efficiency of Value Added by a Firm from Its Physical Capital and Intellectual Capital Resources[J]. International Journal of Accounting,2003,38(4):465-491.
- [7] 傅传锐.产品市场竞争、内部治理与智力资本价值创造效率——来自2002-2012年中国A股上市公司的经验证据[J].北京社会科学,2014(11):68-79.
- [8] 傅传锐.大股东治理对智力资本价值创造效率的影响——来自我国A股上市公司2007-2013年的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2016(3):106-116.
- [9] 傅传锐.货币政策如何影响企业价值创造效率?——基于智力资本视角的实证研究[J].中国社会科学院研究生院学报,2016(2):31-39.
- [10] 王百强,杨雅宁,伍利娜,蒋佳峻.财政政策与企业劳动力决策[J].中国软科学,2020(9):111-131.
- [11] 崔也光,鹿瑶,王肇.财政补贴对企业无形资产投资策略的影响——基于自主研发与外购视角的实证检验[J].财政研究,2020(12):49-61.
- [12] 林芳,杨海燕.扩张性财政政策、公司治理与企业价值[J].会计论坛,2019(1):116-136.
- [13] 傅传锐.智力资本价值创造研究[M].北京:经济科学出版社,2016.
- [14] Lipman S. Uncertain Imitability:an Analysis of Interfirm Differences in Efficiency under Cooperation[J]. Bell Journal of Economics,1982,13:418-438.
- [15] Dierickx I,Cool K. Asset Stock Accumulation and Competitive Advantage [J]. Management Science, 1989,35(12):1504-1511.
- [16] Barney J B. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage[J]. Advances in Strategic Management,1991,17(1):3-10.
- [17] 傅传锐.公司治理改进了智力资本的价值创造效率吗?——基于我国A股上市公司的分位数回归估计[J].中大管理研究,2014(3):25-55.
- [18] 卢锐,柳建华,许宁.内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J].会计研究,2011(10):42-48+96.
- [19] 傅传锐,吴文师,李万福.内部控制与智力资本信息披露——来自我国高科技上市公司的经验证据[J].珞珈管理评论,2020(04):71-89.
- [20] Pulic A. VAIC—an Accounting Tool for IC Management[J]. International Journal of Technology Management,2000.
- [21] 傅传锐.增值税转型对企业智力资本价值创造效率的影响——基于我国上市公司2007-2012年的面板双重差分估计[J].经济管理,2015(1):98-108.
- [22] 杨德明,史亚雅.内部控制质量会影响企业战略行为么?——基于互联网商业模式视角的研究[J].会计研究,2018(2):69-75.
- [23] 耿云江,王丽琼.成本粘性、内部控制质量与企业风险——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 会计研究,2019(5):75-81.
- [24] 连玉君,彭方平,苏治.融资约束与流动性管理行为[J].金融研究,2010(10):158-171.
- [25] 傅传锐.企业资源与并购绩效——一个非线性分析视角[J].中南财经政法大学学报,2012(3):99-106+144.
- [26] 傅传锐.公司治理、产权性质与智力资本价值创造效率——来自我国A股上市公司的经验证据[J].山西财经大学学报,2016(8):65-76.
- [27] 傅传锐.货币政策如何影响企业价值创造效率?——基于智力资本视角的实证研究[J].中国社会科学院研究生院学报,2016(2):31-39.

【责任编辑 郭艳娇】