

城市金融生态环境、政治联系与企业研发支出

——来自 2011—2015 年创业板上市公司的经验证据

洪 震, 金 莉

(阳光学院财会金融系, 阳光学院人文社科系, 福建福州 350015)

[摘 要] 以 2011—2015 年创业板上市公司为研究对象, 检验了城市金融生态环境、政治联系与企业研发支出的关系。实证研究结果显示: 城市金融生态环境中经济基础、金融发展、制度与诚信文化和信贷资产质量四个维度将促进创业板公司增加研发支出, 政治联系中是否存在政府官员、代表委员政治联系、政府官员政治联系级别、代表委员政治联系级别与创业板公司研发强度显著负相关。

[关键词] 城市金融生态环境; 政治联系; 研发支出

[中图分类号] F832

[文献标识码] A

[文章编号] 1671-6973(2017)03-0097-09

近年来, 伴随着我国土地、劳动力等要素价格上升, 依赖劳动力低成本、高资源投入的传统经济增长方式越来越难以为继。我国经济现正处于经济增长新旧动能转换, 经济增长速度从高速向中高速转变, 产业结构从中低端向中高端升级的“三期”叠加时期。为了实现宏观经济持续健康发展, 我国提出并落实供给侧结构性改革、中国制造 2025、利用互联网+改造传统产业、培育战略性新兴产业等一系列举措。但这些都离不开企业开展自主创新的激情, 持续增加研究开发投入, 提高产品和服务附加值, 从而增强竞争能力。

最近几年, 我国企业进入世界研发排行榜前 1000 名的数量快速增加, 从 2010 年 18 家增加到 2014 年 80 家。上榜企业平均研发强度从 1.16% 提高到 1.79%, 但从总体上看研发投入总水平还比较低, 远低于欧美日等发达国家, 具体见表 1。因此, 本文选择战略性新兴产业公司占主体的创业板上市公司作为研究对象, 从公司总部所在地城市的金融生态环境和公司政治联系特征分析制约研发投入的因素具有重要意义^[1]。

表 1 2010—2014 年中国与美日德名列世界研发投入 1000 强企业平均研发强度对比

Tab. 1 Average R&D strength contrast of ranked top 1000 enterprises in China, America, Japan and Germany from 2010 to 2014

国家和地区	2010	2011	2012	2013	2014
中国	1.16%	1.36%	1.39%	1.36%	1.79%
美国	4.85%	4.58%	5.00%	5.24%	5.48%
日本	4.11%	4.07%	4.03%	4.30%	3.85%
德国	3.34%	3.57%	3.54%	3.99%	4.61%

一、理论综述与研究假设

(一) 城市金融生态环境与创业板公司研发强度

自从央行行长周小川提出金融生态概念以来, 金融生态环境已经得到理论界广泛关注, 纷纷开展金融生态环境与企业的财务行为关系研究。良好的金融生态环境能够降低上市公司再融资风险, 提供更丰富的可选择的信贷资源(睢华蕾, 2016)^[2], 更有效地缓解融资约束, 增进金融资源配置效率

[收稿日期] 2016-10-03

[基金项目] 福建省社会科学规划青年项目: 市场化进程, 政治关联与中小企业技术创新关系的实证研究(项目编号: 2014C124)。

[作者简介] 洪震(1979—), 男, 福建福清人, 阳光学院财会金融系副教授, 注册会计师, 研究方向: 公司财务; 金莉(1980—), 女, 辽宁昌图人, 阳光学院人文社科系讲师, 研究方向: 商业伦理。

(魏志华等,2014)^[3],降低融资成本,增强负债治理效应(郭志仪和吴桢,2015)^[4],促进股价对市场、行业和企业信息的吸收(孙刚,2011)^[5],提高公司盈余质量,增加企业价值(罗劲博,2013)^[6]。良好的金融生态环境能够调节公司治理和现金流断流概率的负相关关系,使良好的公司治理降低现金流断流风险(陈志斌和孔令伊,2015)^[7],增强债权人治理水平及关系型债务对技术创新投资的支持,伴随着金融生态环境改善,科技类企业、成立时间较短的公司均能够利用市场关系型债务扩大技术创新投资(王贞洁和沈维涛,2013)^[8];有利于融资性负债对研发投资的治理效应(蒲文燕和兰茹婷,2013)^[9],区域金融生态环境改善提高了企业创新能力(李冲等,2016)^[10]。中国社科院金融研究所在中国人民银行相关司局协助下系统性开展了全国31个省份和247个城市的金融生态环境系统性评估,经过多年的整合和修改,将金融生态环境归纳为经济基础、金融发展和制度与诚信文化、信贷资产质量四个维度^[11]。在现有研究中,不仅发现金融生态环境优化会增强债务治理效应,缓解企业融资约束,而且下属各维度也将在各自方面降低企业投资——自有资金的敏感性(赵美云和田丽娜,2015)^[12]。

与西方国家相比,我国存在技术进步对经济增长贡献度不足、金融体系不够发达、知识产权保护力度不足等问题,其中不完善的金融体系对我国企业的技术创新的负面影响最大(徐冠华,2006)^[13]。我国现有金融生态环境评价包括省级和地区级两个级别的区域评价指标。由于我国幅员辽阔,区域间金融生态环境极其不平衡,这些差异不仅省域间存在,而且省内不同城市间同样存在。不仅省内中心城市和其他城市间存在差异,而且同一省份的中心省份、大城市之间也存在差异,如广东省深圳市和广州市,江苏省南京市和苏州市,福建省厦门市和福州市等。现有研究区域间金融发展差异基本都采用樊纲(2011)的全国市场化进程指数,^[14]该指数仅有全国省域间金融发展指数,未提供区域城市间金融发展水平,且该指数编制时调查时间为五年前。近年来我国经济出现了新常态,省域间社会经济发展出现新趋势:处于西部的重庆市的GDP增长速度稳居全国前列,而处于东部的辽宁省却处于全国落后地位,甚至出现了负增长。因此,为了更加准确反映区域间金融生态环境对企业微观主体的研发活动,应使用各城市最新的金融生态环境指数。

最新的城市金融生态环境指数(2013—2014)

包括经济基础、金融发展、制度与诚信文化、信贷资产质量四个维度。城市经济基础为企业研发活动的新产品提供了广阔市场,确定地区经济的发展方向、速度、质量和潜力,决定了该地区的投资机会以及吸引外来资本能力;金融发展为企业研发活动以及研发出的新产品和服务推广提供了广泛资金支持,伴随着互联网金融中P2P、众筹等各类金融产品创新,将为大众创业、万众创新提供更多金融支持;制度与诚信文化包括法制环境、政府诚信、诚信文化等要素,其中区域制度创新为企业研发活动提供良好制度保障,政府、企业和个人诚信将降低区域间经济活动的交易成本,增强知识产权保护效果;信贷资产质量决定商业金融机构的可持续发展以及金融效率,高质量信贷资产将决定金融机构流动性,从而决定其服务实体经济尤其是小微企业、初创企业的能力和水平。

鉴于此笔者提出如下假设:

1a,城市金融生态环境中经济基础维度变量与创业板公司研发强度正相关。

1b,城市金融生态环境中金融发展维度变量与创业板公司研发强度正相关。

1c,城市金融生态环境中制度与诚信文化维度变量与创业板公司研发强度正相关。

1d,城市金融生态环境中信贷资产质量维度变量与创业板公司研发强度正相关。

(二)政治联系与创业板公司研发强度

企业为了获取在市场竞争中无法获得的资源,将建立各种政治联系寻求特殊利益(Faccio,2006)^[15]。政治联系在全球范围内是一种普遍现象,只是在市场化程度低、政府对经济管制程度高、产权保护程度低的国家或行业更为严重(Bartels and Brady,2003)^[16]。现有研究成果发现,政治联系经济后果存在扶持之手和掠夺之手两种截然不同的观点。

扶持之手说主要体现在具有政治联系的企业将获得更多补贴,享受到更多的低税率优惠,更容易获得大宗政府采购合同,获得更多贷款,降低了企业融资成本。例如在苏哈托执政期间,其儿子经营的企业享受了免关税等待遇,其税收负担比同类企业降低50%(Fisman,2001)^[17];马来西亚企业实际税收负担与政治联系具有负相关关系(Adhikari,2006)^[18];我国具有政治联系的民营企业将获得更低的实际税收负担和更高比例的税收返还(代川和谢靖屿,2013)^[19]等。通过政治联系,企业可以获得政府管制行业垄断经营权,从而获得超额利润

(Helland and Sykuta, 2000)^[20],我国民营企业中有政治联系关键高管或独立董事将提高进入管制行业的概率(杜兴强等, 2011)^[21];具有政治联系的企业能够在经济困境时优先得到政府补助或更多的政府扶持措施(Faccio, 2006)^[22],我国民营企业通过政治联系获得了更多的政府财政补贴(余明桂等, 2010)^[23]。

掠夺之手说主要体现在具有政治联系的企业将承担更多非经营性负担,更多捐赠支出,较差经营绩效或低质量信息披露。例如逯东、林高和杨丹(2011)发现具有政治联系的国有企业高管将更多资源用于非生产性支出,从而降低企业经营业绩^[24]。具有政治联系的企业参与捐赠的可能性更高,捐赠金额更大,获得政府补贴的民营亏损企业却具有更高的捐赠亿元和捐赠支出(李四海等, 2012)^[25]。具有官员政治联系的民营上市公司对经营业绩具有显著负面影响(杜兴强等, 2009)^[26],民营企业的盈余管理水平与关键高管的官员政治联系显著负相关(杜兴强等, 2012)^[27]。

国内现有的政治联系度量方法有虚拟变量法(罗党论和唐清泉, 2009; 余明桂和潘洪波, 2008)^[28-29]、赋值法(杜兴强等, 2009)^[30]。虚拟变量将政治联系直接区分有和无,以0和1进行赋值,无法体现政治联系不同层级的经济后果。现有的赋值法未对政治联系进行分类,未体现出我国政治制度的特点,仅有杜兴强等对此进行科学划分,分成了政府官员类和代表委员类政治联系,并研究不同类别的经济后果,但其未对副省级城市、省会城市和其他地级市的代表委员进行区分赋值。在政治联系的范围的研究中,大量研究(李诗田和邱伟年, 2015)仅局限于董事长、总经理或实际控制人的背景,而忽略了其他董监高的具有政治联系身份特征的经济后果。^[31]

企业研发支出具有高风险、高投入、高收益和高调整成本特征,需要持续性投资(徐欣和唐清泉, 2010)^[32]。因此,企业在进行研发投资时需要综合企业内外部条件和环境进行权衡。创业企业由于自身资源缺乏,再加上与政府维持良好关系需要大量资源消耗(杨其静, 2011)^[33],大量财务资源消耗挤压了研究开发支出,企业家的精神消耗将大量消耗企业核心能力建设激情,且维持越高层级政治联系将耗费更多资源。越高层级的政治联系能够得到越多低成本政府扶持,例如政府补贴,获得垄断性高利润业务,大额税收优惠,低成本收购标的等。因此,将企业更多资源配置到这些相对低成本、快

速收益、低风险领域,创业企业将随着政治联系层级增加降低企业研发支出。

鉴于此,笔者提出如下假设:

2a,与无政府官员政治联系公司相比,具有政府官员类政治联系创业板公司研发强度更低。

2b,与无代表委员政治联系公司相比,具有代表委员政治联系创业板公司研发强度更低。

2c,创业板公司政府官员政治联系级别越高,研发强度越低。

2d,创业板公司代表委员政治联系级别越高,研发强度越低。

二、研究设计

(一)主要变量定义

1. 研发强度

借鉴已有研究文献,采用两项指标来衡量。第一种是研发支出占当年营业收入比例,第二种是研发支出占当年期末总资产比例。为了更准确显示研发强度与其他指标关系,笔者将该指标乘以100。第二种方法只使用于稳健性分析,其他方面分析均采用第一种。

2. 城市金融生态环境

本文使用了由中国社科院金融研究所2015年提供的全国247个城市金融生态环境的经济基础、金融发展、制度与诚信文化、信贷资产质量四个维度的指标。

3. 政治联系

笔者查阅创业板上市公司2010—2014年年度报告或招股说明书中董事(不含独立董事)、高级管理人员和监事会成员简历,确定董监高中是否曾经在任政府官员、人大代表、政协委员、党代表以及担任这些职务的级别,并将其划分成两类。首先,使用虚拟变量法,分别赋值,将有政府官员背景的赋值1,否则取0;具有代表委员背景的赋值1,否则为0。其次,使用赋值法,政府官员背景按照级别从乡科级、县处级、地厅级、省部级从1到4赋值,代表委员类按照乡镇、区县、地级城市、省会城市和副省级城市、省级、国家级的人大代表、政协委员或党代表从1到6进行赋值。

4. 控制变量

参考已有的研究文献和研究目的,选取公司成长性、盈利能力、公司规模、资产负债情况、现金流量状况、股权结构、公司年龄以及年度和行业,具体见表2。

(二)数据来源、回归方法和模型设定

本文选择2011~2015年均提供年度报告的创

业板公司,剔除未披露研发支出以及各年度间数据存在矛盾的样本(例如万福生科)。研发支出数据均来自年度报告中的董事会报告;政治联系数据均来自年报中的董事(不含独立董事)、监事和高级管理人员的简历;城市金融生态环境各维度数据来自中科院金融所提供的中国地区金融生态环境评价(2013~2014);控制变量数据来自于国泰安(CS-MAR)数据库,经整理共获得 1405 个样本,为了消

除奇异值对研究结果的影响,对大部分连续变量(如 Rdi, Grow, Roe 等)进行 1%与 99%分位 Winsorize 中心化处理。由于文中使用混合截面数据,可能样本间截面差异较大,为了避免异方差,本文以样本当年研发支出金额作为权重,使用加权最小二乘法进行回归分析。具体回归模型如下:

$$Rdi=\alpha+\beta\times Fins+\gamma Cons+\epsilon \tag{1}$$

$$Rdi=\alpha+\theta\times Pols+\gamma Cons+\epsilon \tag{2}$$

表 2 研究变量定义

Tab. 2 Research variable definition

变量性质	变量代码	变量名称	变量说明
被解释变量	Rdi	研发强度 1	100×研发支出总额/营业收入
	Rda	研发强度 2	100×研发支出总额/期末总资产
解释变量	Eco	经济基础	中科院金融所城市金融生态环境评价中的经济基础评分
	Fin	金融发展	中科院金融所城市金融生态环境评价中的金融发展评分
	Ins	制度与诚信文化	中科院金融所城市金融生态环境评价中的制度与诚信文化评分
	Cre	信贷资产质量	中科院金融所城市金融生态环境评价中的信贷资产质量评分
	Isoff	是否存在政府官员类政治联系	如果董监高(不含独立董事)曾今或现在担任政府官员赋值为 1,否则为 0
	Isdel	是否存在代表委员类政治联系	如果董监高(不含独立董事)曾今或现在担任各级人大代表、政协委员或党代表赋值为 1,否则为 0
	Offnum	政府官员类政治联系级别	按照董监高曾今或现在担任政府官员的级别赋值,从乡科级、县处级、地厅级、省部级分别以 1,2,3,4 赋值,若多位成员曾今或现在担任政府官员,则取其最大值
	Delnum	代表委员类政治联系级别	按照董监高曾今或现在担任代表委员的级别赋值,乡镇、区县、地级城市、省会城市和副省级城市、省级、国家级的人大代表、政协委员或党代表从 1 到 6 进行赋值。若多位成员曾今或现在担任代表委员,则取其最大值
	Grow	公司成长性	(当年营业总收入-上年营业总收入)/上年营业总收入
	Roe	盈利能力	当年营业利润/期初期末净资产平均值
控制变量	Size	公司规模	总资产的自然对数
	Debt	资产负债情况	期末资产负债率
	Cash	现金流量状况	当年经营活动现金净流量/当年营业总收入
	Share	股权结构	期末前三大股东的持股比例
	Old	公司年龄	公司从成立到财务数据年份的时间
	Year	年度	以 2011 年为准,设置哑变量
	Ind	行业	制造业为 1,非制造业为 0

模型(1)、(2)分别检验城市金融生态环境各维度变量、政治关联因素与研发强度的关系。其中,Rdi 为研发强度指标;Fins 为城市金融生态环境各维度变量;Pols 为政治联系各变量;Cons 为控制变量; α 为常数项; β 、 θ 分别为城市金融生态环境和政治联系因素的回归系数,如果城市金融生态环境和

政治联系因素中某些变量系数在统计上显著,说明这些因素对研发强度产生了显著影响; ϵ 为残差项;数据分析使用 SPSS16 软件。

三、实证研究结果

从表 3、表 4、表 5 中的描述性统计分析结果发

现,创业板公司 2011—2015 年平均研发强度为当年营业收入 7.12%,高于主板的 1.12%(文芳,2008)^[34]和中小板 4%(刘圻等,2012)^[35],但样本间差异巨大,最大值竟然高达 46.43%,最小值仅有 0.241%,50%的样本研发强度为 3.5%—8.03%之间。城市金融生态环境各维度的变量为 0~1 之间的小数,城市间各项指标存在巨大差异,说明我国城市间发展极其不平衡,经济基础维度最大值为广州市的 0.837,最小值为乌兰察布市的 0.205;金融发展维度最大值为深圳市的 0.709,最小值为岳阳市的 0.238;制度与诚信文化维度最大值为苏州市的 0.940,最小值为沈阳市的 0.437;信贷资产质量维度最大值为重庆市的 0.983,最小值为潮州市的 0.453。32.38%的样本存在政府官员类政治联系,33.74%的样本存在代表委员类政治联系。由于某些样本既存在政府官员类政治联系又存在代表委员类政治联系,经整合 768 个样本存在政治联系,

占总数 54.66%,说明创业板公司较为普遍存在政治联系现象。从成长性分析来看,营业收入平均增长率为 40.23%,但样本间差异巨大,最大值高达 296.56%,最小值竟然为-48.72%,50%的样本增长率在 5.46%~40.23%之间。样本公司的净资产营业利润率平均值为 7.94%,50%的样本分布于 3.64%~12.19%之间,说明其盈利能力尚且不足。样本规模普遍不大,均值为 21.01,即总资产为 13.32亿元,50%的样本总资产在 8.41 亿~19.67 亿之间。从财务状况看,样本公司的资产负债率较低,财务状况较健康,最大值为 67.98%,均值不超过 25%,50%的样本在 12.50%~34.73%之间。前三大股东持股比例平均值在 41.34%~59.78%之间,平均值为 50.22%,说明由于创业板大部分为民营企业,股权较为集中。从公司年龄看,平均值为 11 年,75%的样本在 1~14 年之间,说明大多数样本公司尚处于成长期。

表 3 非政治联系各变量描述性统计结果

Tab. 3 Descriptive statistics of variables of non-political affiliation

变量	样本数量	最大值	最小值	均值	1/4 分位	3/4 分位	标准差
Rdi	1405	46.43	0.241	7.12	3.50	8.03	6.78
Rda	1405	10.69	0.10	2.65	1.46	3.36	1.85
Eco	1405	0.837	0.205	0.615	0.492	0.778	0.18
Fin	1405	0.709	0.238	0.572	0.540	0.589	0.08
Ins	1405	0.940	0.437	0.690	0.555	0.892	0.16
Cre	1405	0.983	0.453	0.946	0.980	0.939	0.07
Grow	1405	296.56%	-48.72%	27.71%	5.46%	40.23%	0.42
Roe	1405	37.00%	-25.30%	7.94%	3.64%	12.19%	0.08
Size	1405	23.08	19.39	21.01	20.55	21.40	0.66
Debt	1405	67.98%	2.09%	24.84%	12.50%	34.73%	0.15
Cash	1405	1.64	0.35	0.95	0.85	1.06	0.19
Share	1405	75.18%	19.79%	50.22%	41.34%	59.78%	0.13
Old	1405	28	1	11.02	8	14	4.53

表 4 样本公司政府官员类政治联系方式分布

Tab. 4 Distribution of political connections among government officials of sample firms

官员级别	乡科级	县处级	地厅级	省部级	合计
样本数量	178	200	62	15	455
所占比例	12.67%	14.23%	4.41%	1.07%	32.38%

表 5 样本公司代表委员类政治联系方式分布

Tab. 5 Distribution of political contact patterns of members of sample firms

代表委员级别	区、县级 代表委员	地、市级 代表委员	省会城市、副 省级城市代表、委员	省、直辖市、 自治区代表、委员	全国人大代表、 政协委员	合计
样本数量	140	93	61	119	61	474
所占比例	9.96%	6.62%	4.34%	8.47%	4.34%	33.74%

四、回归分析结果

表 6、表 7 为分别单独引入城市金融生态环境、政治关联变量的回归结果。表 6(1)－(4)列是单独引入城市金融生态环境各维度变量的回归分析结果，四个维度的指标均与创业板公司研发强度在 1%显著性水平上正相关，证明了假设 1a,1b,1c,1d。说明各城市的金融生态环境对创业板公司研发强度产生重大影响，城市经济基础决定了本地区市场需求、产业结构、未来发展方向，决定地区发展机会和新产品成功机会。当地经济基础越好，公司越会加大研发支出，从而提高产品或市场的竞争能力。金

融发展水平越高，金融机构效率越高，越充分发挥金融资源优化配置作用，从而增强其服务实体经济能力，促发当地企业创新创业激情。制度和诚信文化为当地企业创新行为提供了制度保障。良好的制度和诚信文化为有效地保护企业知识产权，为企业公平竞争创造优质市场环境，从而激发企业创新创业激情。信贷资产质量是决定银行等金融机构生存发展前提，决定了配置给实体经济的金融资源数量和质量。金融机构的信贷资产质量越优质，其服务实体经济积极性越高，开展创新创业活动的企业越能得到优质金融服务。

表 6 城市金融生态环境各维度变量回归分析结果
Tab. 6 Regression analysis results of urban financial ecological environment

变量代码	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	0.427 (0.056)	－6.617 (－0.863)	－2.693 (－0.352)	15.635 (－1.895)
Eco	6.392*** (4.781)			
Fin		15.615*** (5.753)		
Ins			5.817*** (4.405)	
Cre				17.727*** (5.149)
Grow	0.010** (2.011)	0.010** (2.108)	0.011** (2.207)	0.009* (1.892)
Roe	－0.319*** (－12.670)	－0.321*** (－12.820)	－0.321*** (－12.681)	－0.307*** (－12.316)
Size	0.706** (2.042)	0.829** (2.420)	0.890** (2.584)	0.854** (2.487)
Debt	－0.179*** (－12.449)	－0.181*** (－12.629)	－0.186*** (－12.990)	－0.180*** (－12.540)
Cash	7.066*** (6.508)	6.573*** (6.037)	6.883*** (6.310)	7.495*** (6.924)
Share	－0.092*** (－5.559)	－0.090*** (－5.439)	－0.094*** (－5.667)	－0.089*** (－5.361)
Old	－0.118** (－2.573)	－0.108** (－2.351)	－0.116** (－2.525)	－0.136** (－2.980)
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制

变量代码	(1)	(2)	(3)	(4)
N	1505	1505	1505	1505
Adj-R ²	0.352	0.357	0.351	0.354
D.W	2.031	1.998	2.013	2.018

注：括号中的数据为 t 检验结果，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平

表 7 第(1)一(4)列是单独引入政治联系各变量回归分析结果。四个维度指标均与创业板公司研发强度至少在 10% 显著性水平上负相关，证明了假设 2a,2b,2c,2d。是否存在政府官员类政治联系虚拟变量与研发强度回归分析系数为-1.336，并在 1% 显著性水平上负相关；而是否存在代表委员类政治联系虚拟变量与研发强度回归分析系数为-0.859，该系数明显低于政府官员类政治联系系数，且仅在 10% 显著性水平上负相关。从两种政治联系类别的级别与研发强度关系的回归结果发现：政府官员政治联系级别每上升一个级别，研发强度将降低 0.826 个百分点，且在 1% 显著性水平上负相关；而代表委员政治联系级别每上升一个级别，企业的研发强度只降低 0.187 个百分点，但仅在 10% 显著性水平上负相关。这说明创业企业家不管是获得政府官员类还是代表委员类政治联系，都将降低研发强度，减少自主创新方面的资源配置，忽视企业自身能力建设，将更多的时间、精力、资源用于维护政治关联，获取公平的市场竞争外所不能获得的超额利益；但两类政治联系在降低企业研发强度上存在明显差异，由于中国经济处于“转轨”期的特征，维护政府官员类政治联系将比代表委员获得更多的超额收益，更可能进入管制行业，因而更可能压抑企业创新激情，降低企业研发投入。

从表 6、表 7 的控制变量回归结果可以发现，企业成长性与研发强度显著正相关，说明随着企业营业收入的增加，企业产品或服务获得更多的市场认可，需要加强研发支出巩固自身市场地位；而盈利水平却与研发强度显著负相关，说明盈利能力强的企业缺乏了开拓创新激情或由于存在政治联系致使企业进入了管制型高利润行业。企业规模与研发强度显著正相关，说明企业资产是创业板公司开展研发等创新活动的基本条件，创业企业只有掌握了一定规模资产才能为开展研发以及新产品推广提供财务支持，从而促进企业开展创新活动。资产负债水平与研发强度显著负相关，销售收现率与研发强度显著正相关说明了企业创新活动的资金来源主体是自有资金，负债水平过高将带来破产风险，为了避免陷入财务困境将减少研发等创新支出。销售收现率越高说明财务状况越健康，对自主创新的投入越大。股权集中度与研发强度显著负相关，说明创业板公司可能存在严重的公司治理问题，大股东利用自身支配地位将资源配置于自身能力建设以外的其他领域，从而侵害中小投资者利益。公司年龄与研发强度显著负相关，说明随着公司年龄增加，企业在市场竞争中已经获得了较为稳固地位，企业将减少忧患意识，缺乏创新创业激情。

表 7 政治联系各变量回归分析结果

Tab. 7 Regression analysis results of variables of political affiliation

变量代码	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	-3.095 (-0.400)	-0.077 (-0.010)	-5.917 (-0.759)	-0.551 (-0.072)
Isoff	-1.336 *** (-3.115)			
Isdel		-0.859 * (-1.917)		
Offnum			-0.826 *** (-4.056)	
Delnum				-0.187 * (-1.878)

变量代码	(1)	(2)	(3)	(4)
Grow	0.008 * (1.687)	0.010 ** (2.055)	0.007 (1.495)	0.010 *** (2.028)
Roe	-0.307 *** (-12.229)	-0.311 *** (-12.223)	-0.307 *** (-12.254)	-0.310 *** (-12.228)
Size	1.115 *** (3.157)	0.962 *** (2.754)	1.248 *** (3.506)	0.982 *** (2.806)
Debt	-0.190 *** (-13.231)	-0.185 *** (-12.725)	-0.194 *** (-13.428)	-0.185 *** (-12.756)
Cash	7.490 *** (6.877)	7.210 *** (6.567)	7.538 *** (6.936)	7.277 *** (6.661)
Share	-0.092 *** (-5.539)	-0.093 *** (-5.521)	-0.088 *** (-5.240)	-0.092 *** (-5.456)
Old	-0.130 ** (-2.831)	-0.126 ** (-2.734)	-0.132 ** (-2.869)	-0.132 ** (-2.861)
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
N	1505	1505	1505	1505
Adj-R ²	0.346	0.343	0.349	0.343
D.W	2.003	2.010	2.007	2.010

注：括号中的数据为 t 检验结果，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平。

五、稳健性分析

本文为了验证研究结果的可靠性，首先使用另一种研发强度衡量方法，即以 100×研发支出总额/期末总资产来衡量，然后按照前述模型重新进行回归分析，结果与前述相符。另外，由于创业板公司以民营企业为主体，可能存在共同控制现象，因此，将股权集中度替换成前五大股东比例之和进行分析，结果不变，限于篇幅，稳健性分析结果未列示，有兴趣者可以向作者索取。

六、结论

本文利用 2011~2015 年我国创业板公司作为研究对象，从总部所在城市金融生态环境、企业政治联系角度对影响创业板上市公司研发强度的因素进行了描述性统计和回归分析，研究发现：(1)良好的城市金融生态环境为创业板公司开展研发活动提供了良好的物质基础、金融支持和制度环境，总部所在城市的金融生态环境越好，公司研发强度越高。(2)维系政治联系将耗费企业家精神和大量财务资源，从而严重压抑创业板公司开展研发活动

激情，且政治联系级别越高，开展研发活动的积极性越低，研发强度越低。

〔参 考 文 献〕

- [1] 曾振,沈维涛.创业板上市公司估值特征及影响因素研究[J]. 证券市场导报,2016(03):32-39.
- [2] 唯华蕾.基于金融生态环境的债务融资期限决策——来自物流上市公司的经验数据[J]. 技术经济与管理研究,2016(04):72-76.
- [3] 魏志华,曾爱民和李博.金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2015(05):75-82.
- [4] 郭志仪,吴桢.金融生态环境、银行融资与民企投资[J]. 兰州大学学报:社会科学版,2015(02):118-125.
- [5] 孙刚.金融生态环境、股价波动同步性与上市企业融资约束[J]. 证券市场导报,2011(01):51-57.
- [6] 罗劲博.公司金融生态环境、盈余质量与现金持有——来自中国 A 股市场的经验数据[J]. 山西财经大学学报,2013(11):37-47.
- [7] 陈志斌,孔令伊.公司治理、金融生态环境与企业现金流断流[J]. 东南大学学报:哲学社会科学版,2015

- (05):92—97.
- [8] 王贞洁,沈维涛.金融生态环境、异质性债务与技术创新投资——基于我国制造业上市公司的实证研究[J].经济管理,2013(12):141—150.
- [9] 蒲文燕,兰茹婷.金融生态环境、债务治理与研发投入[J].会计论坛,2014(03):97—108.
- [10] 李冲,钟昌标,郭经纬,陈嘉欣.区域金融生态环境与企业技术创新能力:理论假说及空间计量检验[J].经济与管理,2016(04):19—27.
- [11] 王国刚,冯光华.中国地区金融生态环境评价(2013—2014)[M].北京:社会科学文献出版社,2015:56—269.
- [12] 赵美云,田丽娜.金融生态环境、内部资本市场与企业融资约束[J].中国市场,2015(12):49—52.
- [13] 徐冠华.关于建设创新型国家的几个重要问题[J].中国软科学,2006(04):1—14.
- [14] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告[M].北京:经济科学出版社,2011:15—426.
- [15] Faccio. Politically Connected Firms[J]. American Economic Review, 2006, 96: 369—386.
- [16] Bartels L., H. Brady. Economic Behavior in Political Context[J]. American Economic Review, 2003(09): 156—161.
- [17] Fisman, Raymond. Estimating the Value of Political Connections [J]. American Economic Review, 2001(04): 1095—1102.
- [18] Adhikari A., Derashhid C., Zhang H. Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2006(05): 574—595.
- [19] 代川,谢靖屿.政治联系的税收歧视效应:“少征”还是“多返”——基于民营上市企业的实证研究[A]. 第八届(2013)中国管理学年会——公司治理分会场论文集[C]. 上海:中国管理现代化研究会,2013.
- [20] Helland E. A., Sykuta M. Regulation and the Evolution of Corporate Boards: Monitoring, Advising or Window Dressing? [J] Journal of Law and Economics, 2004(01): 167—193.
- [21] 杜兴强,曾泉,杜颖洁.关键高管的政治联系能否有助于民营上市公司打破行业壁垒? [J]. 经济与管理研究, 2011(01): 93—103.
- [22] Faccio M., Masulis Ronald W, Mcconell John J. Political Connections and Coporate Bailouts[J] Journal of Finance, 2006, 61: 2597—2635.
- [23] 余明桂,回雅甫,潘红波.政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. 经济研究, 2010(03): 67—79.
- [24] 逯东,林高,杨丹.“官员型”高管、公司业绩和非生产性支出——基于国有上市公司的经验证据[G]. 中国金融评论, 2011.
- [25] 李四海,陆琪睿,宋献中.亏损企业慷慨捐赠的背后[J]. 中国工业经济, 2012(08): 150—162.
- [26] 杜兴强,郭剑花,雷宇.政治联系方式与民营上市公司业绩:“政府干预”抑或“关系”? [J]. 金融研究, 2009(12): 162—177.
- [27] 杜兴强,周泽将,杜颖洁.政府官员类政治联系、参政议政与盈余管理[J]. 会计与经济研究, 2012(01): 17—25.
- [28] 罗党论,唐清泉.政治关系、社会资本与政策资源获取:来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 世界经济, 2009(07): 86—98.
- [29] 余明桂,潘洪波.政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(08): 15—27.
- [30] 杜兴强,周泽将,修宗峰.政治联系与会计稳健性.基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2009(07): 115—121.
- [31] 李诗田,邱伟年.政治关联、制度环境与企业研发支出[J]. 科研管理, 2015(04): 56—64.
- [32] 徐欣,唐清泉. R&D活动、创新专利对企业价值的影响[J]. 研究与发展管理, 2015(08): 20—29.
- [33] 杨其静.企业成长:政治关联还是能力建设? [J]. 经济研究, 2011(10): 86—98.
- [34] 文芳.中国上市公司 R&D投资影响因素及其经济后果研究——基于中国资本市场的理论与经验研究[D]. 广州:暨南大学, 2008: 86—98.
- [35] 刘圻,何钰,杨德伟.研发支出加计扣除的实施效果——基于深市中小板上市公司的实证研究[J]. 宏观经济研究, 2012(09): 89—94.

(责任编辑:蒋萍)

(下转第 112 页)