

财税政策、研发投资与 公司价值

CAISHUIZHENGCE YANFATOUZI YU
GONGSIJIAZHI

刘振◎著

财税政策

研发投资

公司价值

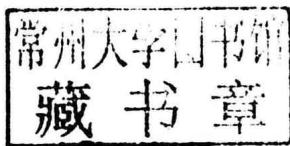


中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

本书由 2014 年度河南省高校科技创新人才（人文社科类）计划项目资助

财税政策、研发投资与公司价值

刘振 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

财税政策、研发投资与公司价值 / 刘振著.

北京: 中国经济出版社, 2018.3

ISBN 978 - 7 - 5136 - 2349 - 0

I. ①财… II. ①刘… III. ①财税—金融政策—影响—上市公司—技术开发—投资—研究—中国 ②财税—金融政策—影响—上市公司—价值—研究—中国 IV. ①F279.246
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 022822 号

责任编辑 严 莉

责任印制 马小宾

封面设计 任燕飞设计室

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京建宏印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 28.5

字 数 408 千字

版 次 2018 年 3 月第 1 版

印 次 2018 年 3 月第 1 次

定 价 68.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390) 服务热线: 010 - 88386794

内容摘要

当前中国通过“供给侧改革”促进“创新驱动”和“去产能”，重塑经济增长的新动力，加快由“制造大国”向“创新强国”的战略转型。作为承担国家战略转型重要主体，企业研发投资的多寡，不仅影响着国家战略的有效实施，而且影响企业创新能力、竞争能力、可持续发展能力和公司价值创造。但是由于市场失灵，研发投资具有很强的溢出效应，导致企业研发投资动力不足和“搭便车”行为，进而导致整个社会创新不足。为了缓解企业研发投资的溢出效应，作为“供给侧改革”重要政策工具的财税政策是世界各国普遍采取的制度安排。但是，财税政策是否有效？这一直是政府干预学派和自由市场学派争论的焦点问题。政府干预学派认为政府制度安排能够有效克服“市场失灵”和缓解研发投资的正外部性难题，但是自由市场竞争学派认为政府干预容易产生“政府失灵”，诱导企业“寻租”行为，导致创新资源配置扭曲。除了学派纷争和理论分歧之外，国内外学者对财税政策的后效进行了大量的实证检验，但至今仍未达成一致性结论，难以有效指导实践。

基于此，本书以中国上市公司为样本，运用多元回归分析方法，实证检验了财税政策对企业研发投资和公司价值的影响关系。实证结果显示：（1）财税政策对企业研发投资的影响关系存在行业差异和产权性质差异，研发投资对公司价值具有显著的正向影响，财税政策通过研发

投资中介变量对公司价值的间接影响关系存在行业差异和产权性质差异；(2) 股权治理对财税政策与研发投资之间的关系、财税政策与公司价值之间的关系具有调节效应；(3) 董事会治理对财税政策与研发投资之间的关系、财税政策与公司价值之间的关系具有调节效应；(4) 高管薪酬治理对财税政策与研发投资之间的关系、财税政策与公司价值之间的关系具有调节效应；(5) 政治关联对财税政策与研发投资之间的关系、财税政策与公司价值之间的关系具有调节效应。

在理论分析和实证检验的基础上，本书结合中国制度背景，为激励企业增加研发投资和提升公司价值，从优化财税政策及其组合、加强财税政策的监管力度、优化公司治理结构等方面，提出对策建议，为政府财税政策安排和公司治理结构设计，提供经验证据和理论参考。

Contents ■ 目录

第一章 引言 / 1

- 一、研究背景与意义 / 1
- 二、研究思路与研究方法 / 4
- 三、研究内容与创新之处 / 5
- 四、概念界定 / 7

第二章 理论基础与文献述评 / 9

- 一、理论基础 / 9
- 二、文献述评 / 19

第三章 财税政策对研发投资的影响关系 / 31

- 一、理论分析与研究假设 / 31
- 二、实证研究设计 / 41
- 三、实证检验与结果分析 / 45
- 四、稳健性检验 / 52
- 五、本章研究小结 / 55

第四章 财税政策对公司价值的影响关系 / 57

- 一、理论分析与研究假设 / 57

财税政策、研发投资与公司价值 >>>

- 二、实证研究设计 / 63
- 三、实证检验与结果分析 / 67
- 四、稳健性检验 / 73
- 五、本章研究小结 / 77

第五章 政府补贴、研发投资与公司价值 / 78

- 一、理论分析与研究假设 / 78
- 二、实证研究设计 / 94
- 三、实证检验与结果分析 / 105
- 四、稳健性检验 / 118
- 五、本章研究小结 / 127

第六章 税费返还、研发投资与公司价值 / 129

- 一、理论分析与研究假设 / 129
- 二、实证研究设计 / 145
- 三、实证检验与结果分析 / 156
- 四、稳健性检验 / 170
- 五、本章研究小结 / 179

第七章 所得税优惠、研发投资与公司价值 / 181

- 一、理论分析与研究假设 / 181
- 二、实证研究设计 / 197
- 三、实证检验与结果分析 / 210
- 四、稳健性检验 / 223
- 五、本章研究小结 / 231

第八章 财税政策组合、研发投资与公司价值 / 233

- 一、理论分析与研究假设 / 233
- 二、实证研究设计 / 251

三、实证检验与结果分析 / 265

四、稳健性检验 / 345

五、本章研究小结 / 406

第九章 研究结论与对策建议 / 408

一、研究结论 / 408

二、政策建议 / 413

主要参考文献 / 422

| 第一章 引言 |

一、研究背景与意义

(一) 研究背景

当前中国通过“供给侧改革”促进“创新驱动”和“去产能”，重塑经济增长的新动力，加快由“制造大国”向“创新强国”的战略转型。作为承担国家战略转型重要主体，企业研发投资的多寡，不仅影响着国家战略的有效实施，而且影响企业创新能力、竞争能力、可持续发展能力和公司价值创造。但是由于“市场失灵”，技术创新溢出效应（或经济正外部性）可能导致企业持续研发投入不足。新古典经济学认为，在完美的市场条件下，市场机制能够自发地实现社会资源的最优配置。但是，对于企业研发投入来说，支撑新古典经济学理论的前提假设并不存在，主要因为企业研发投资成果大部分是以文字编码或非文字编码的形式存在，这些成果很容易被竞争对手低成本模仿，并且技术创新产权的多维属性，导致研发投入成果产权界定不清，部分产权被滞留在公共领域。企业研发投资成果的“准公共品”特征，导致企业研发投入的私人收益远远低于社会收益，甚至低于研发投入成本，企业研发投入动力不足，存在“搭便车”行为，企业研发投入溢出效应不仅导致企业持续研发投入不足，而且导致整个社会研发资源配置不当。巴泽尔（1996）认为，“人们对资产的权利不是永久

不变的，它们是他们自己直接努力加以保护、他人企图夺取和政府予以保护程度的函数”。“市场失灵”引起的正外部性问题是企业研发投资不足的重要根源之一，技术创新的正外部性意味着仅仅依靠市场机制无法实现技术资源的最优配置（Nelson, 1959; Arrow, 1962），新制度经济学认为，政府规制的科学安排，能够有效地解决“正外部性”难题（North, 1994）。

“市场失灵”既为“政府干预”提供了前提基础，也为政府资源配置权力提供了依据。政府干预理论强调为实现经济稳定增长与充分就业，政府对经济进行干预是必要的（Keynes, 1936）。但是政府“看得见的手”可能发挥着“扶持之手”和“掠夺之手”的两种功能：①“扶持之手”的观点认为政府“看得见的手”能够有效地克服“市场失灵”，实现资源优化配置和社会福利达到最大化。②“掠夺之手”的观点认为政府在发挥“看得见的手”作用的同时，为了实现自身的目标和利益，可能从社会和企业攫取资源和财富，扮演“掠夺之手”的角色（Shleifer & Vishny, 1994），并且政治家不是以社会福利最大化，而是以个人私利最大化作为目标（Shleifer & Vishny, 1998）。政府失灵会导致企业寻租行为，寻租行为降低了经济的生产能力（Romer, 1987），增加经济运行的成本，降低社会福利（Torvik, 2002），造成市场扭曲，加大了利益集团对改革的顽固阻力（Lee & Orr, 1980），阻碍其他厂商加入自由竞争（Fung, 1987），寻求直接非生产性活动（Bhagwati, 1982）和非创利活动（Baumol & Spinesi），甚至降低社会资源分配的公平性与效率（Krueger），诱发各种权钱交易、权物交易、权色交易和权权交易等寻租交易（洪必纲，2010），严重伤害政府的公信力（洪必纲，2010），甚至危及政权的稳定^①。戴尔斯认为，外部性的存在导致了市场机制的失败，单独依靠政府干预，或单独依靠市场机制，都不能收到令人满意的效果，而只有将二者结合起来才能恢复市场机制。

① 詹姆斯·哈林顿认为一个政府的腐败将意味着另一个政府的诞生。

给予企业财税政策激励能够真正促进企业的研发投资吗？如果政府财税政策不能带来企业研发投资的提高，反而因政策寻租、政治关联等行为导致补贴政策不利于调动企业研发投资的积极性，那么无疑适得其反，不仅浪费国家资源，而且抑制了企业研发投资，所以，在企业技术创新过程中，如何克服“市场失灵”和“政府失灵”，充分发挥“看得见的手”和“看不见的手”的作用，优化财税政策供给，规避企业寻租行为，促进企业增加研发投资，提升企业创新能力，是当前亟待解决的重要课题。

（二）研究意义

1. 理论意义

现有文献主要研究财税政策、研发投资和公司价值两者之间的关系，现有研究主要存在三个方面的不足：①对财税政策、研发投资和公司价值三者之间的影响关系研究较少；②较少分析公司治理对财税政策与研发投资之间关系的调节效应，以及公司治理对财税政策与公司价值之间关系的调节效应；③财税政策组合对研发投资和公司价值影响的协同效应。本书以中国上市的计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业企业为样本，运用多元回归分析方法，分别实证检验财税政策对企业研发投资和公司价值的直接影响关系，财税政策组合对企业研发投资和公司价值影响的协同效应关系；通过企业研发投资的中介变量，财税政策（或组合）对公司价值的间接影响关系。本研究进一步丰富和深化了现有相关文献的研究内容。

2. 现实意义

当前中国正在通过“创新驱动”，实现产业结构调整 and 升级，实现由“制造大国”向“创新强国”战略转型。但是由于研发投资具有溢出效应，企业创新动力不足，存在“搭便车”行为。本书通过对财税政策（或组合）对企业研发投资和公司价值的内在规律揭示，为激励企业增加研发投资和提升公司价值，从优化财税政策及其组合，加强财税政策的监管力

度，优化公司治理结构等方面，提出对策建议，为政府财税政策安排和公司治理结构设计，提供经验证据和理论参考。

二、研究思路与研究方法

(一) 研究思路

本书的研究思路如图 1-1 所示：

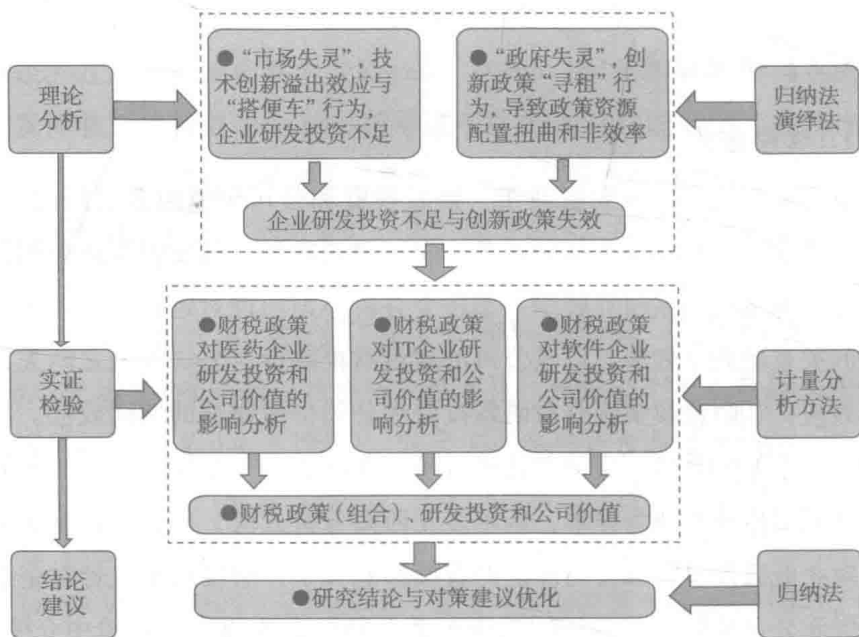


图 1-1 技术路线

(二) 研究方法

1. 规范研究法

在本书的理论基础和文献述评部分，对本书涉及的相关理论和相关文献，进行梳理归纳，主要采用归纳方法；对文献的评价部分和实证假设的构建部分，进行演绎推理，主要采用演绎法。

2. 实证分析法

本书的第三章至第八章，在理论建构的基础上，通过建模、指标选择、数据处理和统计方法的运用，对样本数据进行描述性统计分析以及实证检验，主要采用实证分析方法。

三、研究内容与创新之处

（一）研究内容

全文主要分为九个部分，内容框架如下：

第一章是引言。该部分首先详细介绍了文章的研究背景及研究意义；其次梳理了研究的内容，给出了本书的研究方法及技术路线；接着提出了本书的主要创新点；最后对本研究的相关内容进行了概念界定。

第二章是理论基础与文献述评。首先阐述了与本书拟要研究内容相关的理论基础，包括技术创新理论、外部性理论、政府干预理论、协同理论、政治关联理论和寻租理论。其次，对财税政策（政府补贴、税收优惠）与研发投资、研发投资与公司价值、财税政策（政府补贴、税收优惠）与公司价值之间的关系进行文献梳理和评价。为本书的后续研究提供理论支撑和经验借鉴。

第三章分别以计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业企业为样本，运用多元回归分析模型和普通最小二乘法，实证检验了财税政策（政府补贴、税费返还和税收优惠）对企业研发投资的影响关系。揭示了不同类型企业，财税政策与企业研发投资之间的关系，及其内在联系和规律。

第四章分别以计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业企业为样本，运用多元回归分析模型和普通最小二乘法，实证检验了财税政策（政府补贴、税费返还和税收优惠）对公司价值的影响关系。揭示了不同类型企业，财税政策与公司价值之间的关系，及

其内在联系和规律。

第五章是以计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业企业为样本，运用联立方程组模型和三阶段最小二乘法，实证检验了政府补贴、研发投资和公司价值之间的中介效应，以及公司治理和政治关联的调节效应。揭示了不同控制权性质条件下，政府补贴、研发投资和公司价值之间的关系，及其内在联系和规律。

第六章是以计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业企业为样本，运用联立方程组模型和三阶段最小二乘法，实证检验了税费返还、研发投资和公司价值之间的中介效应，以及公司治理和政治关联的调节效应。揭示了不同控制权性质条件下，税费返还、研发投资和公司价值之间的关系，及其内在联系和规律。

第七章是以计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业企业为样本，运用联立方程组模型和三阶段最小二乘法，实证检验了所得税优惠、研发投资和公司价值之间的中介效应，以及公司治理和政治关联的调节效应。揭示了不同控制权性质条件下，所得税优惠、研发投资和公司价值之间的关系，及其内在联系和规律。

第八章以计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业企业为样本，运用联立方程组模型和三阶段最小二乘法，实证检验了财税政策组合、研发投资和公司价值之间的中介效应，以及公司治理和政治关联的调节效应。揭示了财税政策组合、研发投资和公司价值之间的关系，及其内在联系和规律。

第九章是研究结论与政策建议。首先，对本书研究结论进行归纳概括；然后在理论分析和实证检验的基础上，结合中国制度背景，为激励企业增加研发投资和提升公司价值，从优化财税政策及其组合、加强财税政策的监管力度、优化公司治理结构等方面，提出对策建议。

（二）创新之处

本书的创新之处，主要体现在以下两个方面。

1. 在研究内容方面

在研究内容方面，将财税政策（政府补贴、税收优惠）、公司治理、政治关联、研发投资、公司价值纳入同一分析框架，理论分析和实证检验了财税政策对企业研发投资和公司价值的直接影响关系，财税政策组合对企业研发投资和公司价值影响的协同效应关系；通过企业研发投资的中介变量，财税政策（或组合）对公司价值的间接影响关系。本书进一步丰富和深化了现有相关文献的研究内容。

2. 在分析方法方面

现有研究财税政策对研发投资和公司价值的影响关系，主要采用单方程模型，忽视了变量的内生性问题，导致研究结论的偏误，本书利用联立方程组模型分析政府补贴（或税收优惠）、研发投资与公司价值三者之间的关系，能够有效地解决内生性问题。

四、概念界定

（一）政府补贴

政府补贴是政府干预经济的重要手段之一。政府补贴作为一种直接补贴方式，是指国家根据一定时期内的政治经济形势，为实现特定的政治经济和社会目标，采取财政补助和津贴方式以鼓励特定的产业或企业发展。政府行为、财政行为、被补贴方获得利益和补贴专向性是政府补贴的四大特征。政府补贴属于事前激励，激励对象是政府选定的资助项目，具有迅速、直接和明显的特点，但是在执行过程中由于企业寻租现象的产生可能会扭曲公平。本书所指的政府补贴包括政府对企业的补贴，相关数据资料来源于公司年报的“营业外收入”明细科目“政府补助”。

（二）税收优惠

税收优惠是政府干预经济的重要手段之一。税收优惠又称为“税式支

出”，是一种间接补贴形式，是政府为达到特定目的，通过税收手段给某些征税对象、纳税人义务人的税收激励和照顾措施，免除或减轻纳税义务人的税收负担的一种形式。与财政补贴不同的是税收优惠属于事后补贴，更倾向于利用市场和企业自身的力量，具有普惠性、覆盖面广、透明、公平等优点，但是也存在反应速度相对较慢、执行成本相对较高等不足。本书采取税费返还和所得税优惠来描述税收优惠政策的实施状况。

（三）研发投资

研发（Research and Development, R&D）即研究与开发。联合国教科文组织认为研发是指在科学技术领域中，为增加知识和运用这些知识去创造新的应用，进行系统性的和创造性的活动，并认为研发活动主要包括基础研究、应用研究和试验发展三个部分；中国科技部认为，研发活动是指为增加知识总量，以及运用这些知识去创造新的应用而进行的系统的和创造性的活动。经济合作与发展组织（OECD）认为研发的目的在于丰富有关人类、文化和社会的知识库，并利用这一知识进行新的发明。从企业财务管理视角来看，主要指企业进行研究与开发的资金投入。并且企业研发投入具有高风险性、信息不对称性、收益滞后性、正外部性和高收益性等5大特征（刘振，2011，2016）。本书研发投入的变量设计主要借鉴学术界普遍使用的研发支出占营业收入的比例，或研发支出占公司期末资产总额的比例。

| 第二章 理论基础与文献述评 |

一、理论基础

(一) 技术创新理论

在《经济发展理论》一书中，Schumpeter（1912）首次提出并阐述了创新理论，认为创新是建立新生产函数，是企业对生产要素的重新组合。首次强调企业家在创新中的重要地位，并且认为“新组合”主要包括制造新产品、采用新的生产方法、开辟新的市场、获得新的供应商和形成新的组织形式等，其创新形式包括产品创新和过程创新的技术创新。在实践中，研发投入常常被作为创新的代名词（柳卸林等，2014）。

从技术创新理论的发展来看，技术创新理论发展经历了四大学派的变迁：新古典学派→新熊彼特学派→制度创新学派→国家创新系统学派。以Solow等为代表的新古典学派认为，经济增长率取决于资本和劳动的增长率，以及随时间变化的技术创新。以曼斯菲尔德、卡曼、施瓦茨、列文和海纳等为代表的新熊彼特学派强调技术创新和进步对经济增长的核心作用；以戴维斯和诺斯（1971）等为代表的制度创新学派认为，制度创新是经济组织形式或经营管理方式的革新，制度创新对技术创新起决定性作用；以弗里曼、纳尔逊等为代表的国家创新系统学派认为，技术创新不仅仅是企业家的功劳，也不是企业的孤立行为，而是由国家创新系统推动的。