

# 政府补助对上市公司 财务绩效影响的门限效应

刘靖宇(博士)

**【摘要】**在信息不对称环境中,政企双方会围绕补助多寡展开博弈,并将凭借各自的博弈优势最大限度地侵占对方剩余,剩余侵占结果无疑会对补助多寡产生影响。已有研究表明,政府补助对上市公司财务绩效具有显著影响,所以政企双方的剩余侵占行为势必会通过影响补助决定而对上市公司财务绩效产生间接效应。本文将基于门限面板模型对此进行检验,实证结果表明:政府剩余侵占能力越弱或上市公司剩余侵占能力越强时,政府补助对上市公司财务绩效的影响越显著。

**【关键词】**政府补助; 财务绩效; 门限效应; 门限面板模型

**【中图分类号】**F812.0

**【文献标识码】**A

**【文章编号】**1004-0994(2016)11-0071-6

## 一、引言

自1978年以来,中国财政体制和官员政绩考核制度均发生了重大变革。一方面,中央政府稳步推进财政分权体制改革,将财政收支权在中央政府和地方政府间进行了重新划分,财权开始更大幅度、更广范围地由中央政府下放至地方政府,这最终强化了地方政府的经济干预基础,鼓励地方政府在经济发展中扮演更为重要的角色。另一方面,上级政府对下级政府官员的政绩考评制度亦发生了根本性变革,即官员升迁标准由过去的政治表现导向渐渐转变为经济绩效导向(邵敏和包群,2011),意味着官员能否获得晋升更多取决于其对辖区经济社会发展的贡献。上述变革驱使地方政府对辖区经济干预变得日益积极主动,干预方式也更加直接,甚至开始直接涉入企业的筹资决策、投资决策和其他日常经营管理活动的相关决策中(王珺,2004)。在干预手段的选择方面,由于政府补助最具直接性和立竿见影的功效,所以补助已经成为最受政府青睐的干预手段之一。

由于上市公司在实现政府经济社会发展目标和促进官员经济绩效提升方面发挥着相对更大的作用,故其势必会成为政府干预的重点对象。根据国泰安数据库中关于政府补助的原始数据测算,在2007~2012年间,政府对上市公司补助的覆盖率由60.19%上升至71.36%,补助总额由163.48亿元增加到902.59亿元,这一期间政府对上市公司的补助总额累计高达3000多亿元。可见,政府对上市公司补助的覆盖面和力度正呈逐年增大的趋势。

长期以来,业界一直关心政府补助能否进一步改善上市公司的财务绩效,理论界与实务界对此进行了有益探索,其

中具有代表性的实证检验结果均显示政府补助对上市公司财务绩效具有显著正向影响(吕久琴和范镜澄,2015;Harris R.和Trainor M.,2005;周霞,2014)。但这些研究显然都忽视了信息不对称问题对政府补助经济效果的影响。在政府补助决定过程中,政府和上市公司间存在着严重的信息不对称问题(余明桂、回雅甫和潘红波,2010),为此政企双方会围绕补助多寡展开讨价还价,并将依据各自的博弈优势最大限度地侵占对方预期剩余,双方最终的剩余侵占结果无疑会对补助大小产生影响,所以政企双方的剩余侵占能力会通过影响补助多寡而对上市公司财务绩效产生间接影响。国内外学术界对这一问题鲜有研究,本文接下来拟围绕这一问题展开深入讨论。

## 二、理论分析与研究假设

政府往往基于既定的经济社会目标对上市公司实施补助,通过补助等经济手段干预上市公司的日常生产经营活动,以驱使上市公司的发展目标迎合政府经济社会发展目标的实现,所以政府补助势必会对上市公司财务绩效产生影响。具体而言,政府补助主要是通过作用于上市公司的投资决策、出口决策和技术革新决策等对其财务绩效产生影响。

1. 政府补助对上市公司投资决策的影响。为实现促进经济增长、增加就业机会和稳定税收等目标,地方政府会通过补助等手段激励辖区上市公司增加投资,所以政府补助会对上市公司投资决策产生影响。一方面,我国上市公司普遍面临融资约束,而政府补助能一定程度上缓解上市公司的融资难问题,有助于促进上市公司扩大投资规模;另一方面,上市公司常通过增发和配售股票方式筹措资金,然而这一融资方

式只有在上市公司符合规定的发行条件时方能付诸实施,此时政府往往会通过补助方式协助上市公司进行盈余管理,以帮助其获得增发和配售股票的资格,并可将筹措到的资金用于扩大投资规模。关于政府补助对上市公司投资的影响问题,学者们的相关实证研究结果表明,政府补助对上市公司投资具有显著正向影响(刘振,2009;刘志伟、王大鹏和刘澄,2007;肖兴志和王伊攀,2014)。

2. 政府补助对上市公司出口决策的影响。出口一直是拉动我国经济快速增长的“三驾马车”之一,所以当国内消费市场有效需求相对不足时,地方政府便会通过补助等方式刺激辖区上市公司扩大出口,以实现通过出口拉动辖区经济快速增长的目标。同西方发达国家大企业相比,我国上市公司出口竞争力还普遍较弱,各级政府常通过补助等方式激励上市公司进行创新,从而提升上市公司出口竞争实力,以促进辖区上市公司扩大出口规模(Bernard A. B. 和 Jensen J. B., 2004; Chen X., Lee C. 和 Li J., 2008; Görg H., Henry M. 和 Strobl E., 2008; 盛敏, 2005)。同时,国际市场中的信息不对称问题使出口企业需负担额外的交易成本,政府补助能有效帮助上市公司缓解其面临的这一信息不对称问题,即政府补助能部分或全部地弥补由于信息不对称引致的交易成本,这最终会激励上市公司扩大出口。学术界的相关实证检验结果表明,政府补助对上市公司出口行为具有显著正向影响(康志勇, 2014; 施炳展, 2012; 苏振东、洪玉娟、刘璐瑶, 2012)。

3. 政府补助对上市公司技术革新决策的影响。我国正处于经济转型的关键时期,地方政府的重要工作内容之一是帮扶或引导辖区企业更快地实现升级或转型,以促进其尽快适应我国新时期特色社会主义市场经济的发展规律。在实现升级或转型的过程中,企业亟待解决的重要问题是设备改造和技术革新问题,而这都需要巨额的资金投入,且其后续回报均存在着较高的不确定性,这最终无疑会抑制企业进行技术革新的积极性,政府此时会利用补助等方式对企业创新行为进行补偿或奖励,这能对企业创新行为产生显著的激励效应。关于政府补助对上市公司创新行为的影响,我国学者的实证检验结果表明,政府补助对上市公司创新行为具有显著的激励效应(安同良、周绍东、皮建才, 2009; 戴小勇、成力为, 2014; 王俊, 2010)。

政府补助对上市公司投资、出口和创新决策都具有显著正向影响,而投资、出口和创新行为又是上市公司成长的原动力,所以政府补助最终势必会对上市公司财务绩效产生显著影响。更为重要的是,在政府对上市公司实施补助的过程中,存在着较为突出的信息不对称问题,促使政企双方围绕补助多寡展开讨价还价。政企双方谈判能力的强弱无疑会对补助多寡产生影响,并最终通过影响补助多寡而对上市公司财务绩效产生间接影响,但其究竟会对上市公司财务绩效产生何等性质和程度的影响,这正是本文的核心研究内容。

在信息不对称环境中,政府讨价还价能力越弱,其于补助决定过程中侵占的剩余规模越小,即上市公司相同条件下有机会获得更高水平的政府补助,从而意味着政府补助此时会对上市公司财务绩效产生更为显著的正向影响。同理,上市公司讨价还价能力越强,它于政府补助决定过程中侵占的剩余规模亦越大,意味着上市公司相同条件下能获得更高水平的政府补助,此时政府补助对上市公司财务绩效的正向影响亦更为显著。如果将政府同上市公司间的剩余侵占规模做差,用以衡量政企双方讨价还价结果的综合效应,则该差值越小意味着上市公司同等条件下有机会获取更高水平的政府补助,即政府补助此时对上市公司财务绩效的正向影响也更加显著。基于上述信息不对称问题对上市公司财务绩效影响的机制分析,本文提出如下有待检验的研究假设:

H1: 政府剩余侵占规模越小,政府补助对上市公司财务绩效的影响越显著。

H2: 上市公司剩余侵占规模越大,政府补助对上市公司财务绩效的影响越显著。

H3: 政企双方综合剩余规模越小,政府补助对上市公司财务绩效的影响越显著。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源与样本选取

本文分析用指标的原始数据均来自国泰安(CSMAR)数据库,同时依据如下原则对研究样本进行了筛选:①由于金融类上市公司信息披露的特殊性,笔者选择剔除金融类上市公司;②为克服上市公司重组行为对本研究的不利影响,将营业收入增长率大于150%的样本予以剔除;③为克服离群值的不利影响,在1%和99%两个百分位上对各指标原始数据进行缩尾处理。本文并未像一些研究那样剔除少量的ST类、PT类或负债率偏高的样本公司,因为考察此类型样本公司政府补助对其财务绩效影响的门限效应亦为本文的重要研究内容。

#### (二)门限面板模型设定

在正式设定门限面板模型之前,首先定义一组平行结构的面板数据,其数学表达形式为: $\{y_{it}, q_{it}, x_{it}, z_{it}; 1 \leq i \leq n, 1 \leq t \leq T\}$ ,其中: $i$ 表示面板数据横截面上的独立个体; $t$ 表示时间序列; $y_{it}$ 为被解释变量; $q_{it}$ 为门限变量; $x_{it}$ 为核心解释变量; $z_{it}$ 为控制变量。基于上述平行结构面板数据的定义,将门限面板模型定义为如下形式:

$$y_{it} = \mu_i + \beta_1' x_{it} I(q_{it} \leq \gamma) + \beta_2' x_{it} I(q_{it} > \gamma) + z_{it} + e_{it} \quad (1)$$

式(1)中的 $I(\cdot)$ 代表示性函数。门限面板模型的突出优势在于,其依据门限变量 $q_{it}$ 和门限值 $\gamma$ 的关系,外生地全部样本划分为不同组别,并据此考察其中的门限效应。具体来说,就是针对不同样本组别设定相异的斜率参数 $\beta_1'$ 和 $\beta_2'$ ,若在保证参数 $\beta_1'$ 和 $\beta_2'$ 均是可识别的,就需要其中的门限变量属于时变结构类型(Rosenbaum P. R. 和 Rubin D. B., 1983),

为此指定其中的门限变量  $q_{it}$  属于时变结构。误差项  $\varepsilon_{it}$  为独立同分布的随机变量,且服从标准正态分布  $N(0, \sigma^2)$ 。

### (三) 研究变量设定

1. 被解释变量和核心解释变量。本文的核心内容是研究政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应,为此将被解释变量设定为上市公司财务绩效,这里选用净资产收益率(ROE)衡量上市公司的财务绩效。将核心解释变量设定为上市公司获取的政府补助水平(SUB),为剔除规模因素影响,这里依据固定资产净额指标对其进行了相应缩减。

2. 门限变量。本文基于信息不对称下上市公司财务绩效影响的机制分析结果,依次将门限变量设定为政府剩余侵占规模(GOVS)、企业剩余侵占规模(ENTS)和政企双方综合剩余规模(NETS)。最终,本文基于双边随机边界模型对政府剩余侵占规模、企业剩余侵占规模和政企双方综合剩余规模实施估算,其中双边随机边界模型的设定形式如下所示:

$$SUB_{it} = x_{it}\beta + \varepsilon_{it}, \varepsilon_{it} = v_{it} - u_{it} + w_{it} \quad (2)$$

式(2)中:  $SUB_{it}$  代表上市公司获取的政府补助水平;  $x_{it}$  为对上市公司政府补助多寡有显著影响的变量,具体包括企业纳税能力、就业容纳能力、资产负债比率、亏损与否、增发配股行为、技术进步率、出口与否、最终控制人类型、企业国别属性、行业特征、区域特征和时间特征(邵敏、包群, 2011; 余明桂、回雅甫、潘红波, 2010; Shleifer A. 和 Vishny R. W., 1997; 罗党论、刘晓龙, 2009; 唐清泉、罗党论, 2007);  $\beta$  为待估计参数向量。双边随机边界模型的特色在于其随机干扰项中包含三个部分,其中  $v_{it}$  为常规意义上的随机干扰项,且服从标准正态分布,  $u_{it}$  和  $w_{it}$  分别衡量政府和上市公司的剩余侵占规模,且假设这二者均服从指数分布。由于上述模型具有非线性结构,所以本文采用极大似然估计法对双边随机边界模型实施估计,  $u_{it}$  和  $w_{it}$  的估计量分别如式(3)和式(4)所示:

$$GOVS = E(1 - e^{-u_i} | \varepsilon_i) = 1 - \frac{\lambda}{1 + \lambda} \frac{[\Phi(h_i) + \exp(a_i - b_i)\exp(\sigma_v^2/2 - \sigma_v c_i)\Phi(c_i - \sigma_v)]}{\Phi(h_i) + \exp(a_i - b_i)\Phi(c_i)} \quad (3)$$

$$ENTS = E(1 - e^{-w_i} | \varepsilon_i) = 1 - \frac{\lambda}{1 + \lambda} \frac{[\Phi(c_i) + \exp(b_i - a_i)\exp(\sigma_v^2/2 - \sigma_v h_i)\Phi(h_i - \sigma_v)]}{\exp(b_i - a_i)[\Phi(h_i) + \exp(a_i - b_i)\Phi(c_i)]} \quad (4)$$

本文此处将政企双方综合剩余规模(NETS)定义为政府剩余侵占规模同上市公司剩余侵占规模间的差,其数学表达式如下所示:

$$NETS = GOVS - ENTS = E(1 - e^{-u_i} | \varepsilon_i) - E(1 - e^{-w_i} | \varepsilon_i) = E(e^{-w_i} - e^{-u_i} | \varepsilon_i) \quad (5)$$

3. 控制变量。通过全面梳理前期上市公司财务绩效影响因素的相关研究文献可知,影响上市公司财务绩效的指标大体可分为三类,分别为上市公司的财务特征指标、公司治理

指标和其他反映企业异质性的指标。本文最终将反映上市公司财务特征的指标设定为公司规模(SIZE)、资产负债比(LEV)、资产结构(TANG)、营业收入增长率(GROWTH)、资产周转率(OPABL),将反映公司治理特征的指标设定为最终控制人属性(STATE)、高管薪酬激励(MNSALARY)、高管股权激励(MNSTK)、股权集中度(HHI5)、股权制衡度(ZDEX)和两职合一(HEYI),同时将反映公司其他异质性的指标设定为行业虚拟变量、区域虚拟变量和时间虚拟变量。

文中涉及的主要研究变量的详细信息如表1所示:

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	计算方法
被解释变量	ROE	净资产收益率	净利润/股东权益余额
核心解释变量	SUB	政府补助水平	政府补助额/固定资产净额
门限变量	GOVS	政府剩余侵占规模	基于双边随机边界模型估计的结果
	ENTS	企业剩余侵占规模	基于双边随机边界模型估计的结果
	NETS	政企双方综合剩余规模	基于双边随机边界模型估计的结果
控制变量	SIZE	公司规模	资产总额的自然对数
	LEV	资产负债比	总负债/总资产
	TANG	资产结构	(固定资产+存货)/总资产
	GROWTH	营业收入增长率	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	OPABL	资产周转率	营业收入/总资产
	STATE	最终控制人属性	国有企业为1,非国有企业为0
	MNSALARY	高管薪酬激励	高管前三名薪酬总额的自然对数
	MNSTK	高管股权激励	管理层持股数量/总股数
	HHI5	股权集中度	前五大股东持股比例的平方和
ZDEX	股权制衡度	第一大股东与第二大股东持股比例的比值	
HEYI	两职合一	董事长与总经理兼任为1,反之为0	

### 四、实证结果与分析

1. 政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应检验。在分析政府补助对上市公司绩效影响的门限效应时,首先要对门限效应的显著性进行检验,并由此确定门限效应存在的重数。观察下页表2中的检验结果可知,当将门限变量设定为政府剩余侵占规模(GOVS)时,一重门限效应和二重门限效应均在1%的水平上显著,三重门限效应在5%的水平上显著,

所以后续基于政府剩余侵占规模考察政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应时,采信三重门限效应检验结果,即认定其中存在三个门限值。当将上市公司剩余侵占规模(ENTS)设定为门限变量时,一重门限效应、二重门限效应和三重门限效应均在5%的水平上显著,所以后续基于上市公司剩余侵占规模分析政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应时,亦采信三重门限效应检验结果,即认定其中存在三个门限值。当将政企双方综合剩余规模(NETS)设定为门限变量时可以发现,一重门限效应和二重门限效应均在1%的水平上显著,三重门限效应亦在5%的水平上显著,故后续基于政企双方综合剩余规模分析政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应时,同样采信三重门限效应的检验结果,即认定其中存在三个门限值。上述门限效应检验结果的详细信息如表2所示。

**表2 政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应检验**

模型	门限数	F值	P值	临界值		
				1%	5%	10%
门限变量为GOVS [模型(3)]	一重门限	18.79***	0.00	8.23	4.30	3.08
	二重门限	19.41***	0.00	12.09	5.04	3.22
	三重门限	8.98**	0.02	13.49	4.86	3.27
门限变量为ENTS [模型(4)]	一重门限	11.07**	0.01	11.23	5.41	3.47
	二重门限	8.24**	0.02	8.93	5.07	3.56
	三重门限	5.14**	0.05	9.15	4.94	3.21
门限变量为NETS [模型(5)]	一重门限	18.82***	0.00	8.36	4.50	3.21
	二重门限	18.81***	0.00	12.28	5.62	3.63
	三重门限	5.31**	0.02	7.57	4.04	2.71

注:关于表中P值和1%、5%和10%显著性水平下的临界值,均是利用自助法(bootstrap)并通过自抽样1000次获取的;\*\*\*、\*\*、\*分别代表1%、5%、10%的显著性水平。

2. 政府补助对上市公司财务绩效影响的门限值估计。在完成门限效应显著性检验之后,还需进一步对门限值大小进行估算,详细的估算结果如表3所示。

**表3 政府补助对上市公司财务绩效影响的门限值估计结果**

模型	门限值	估计结果	95%置信区间
门限变量为GOVS [模型(3)]	$\gamma_1$	65.83	[65.66 71.83]
	$\gamma_2$	93.86	[91.02 94.21]
	$\gamma_3$	44.63	[38.60 96.95]
门限变量为ENTS [模型(4)]	$\gamma_1$	13.29	[13.17 13.96]
	$\gamma_2$	24.77	[12.34 38.33]
	$\gamma_3$	12.63	[12.34 38.33]
门限变量为NETS [模型(5)]	$\gamma_1$	45.62	[44.73 53.17]
	$\gamma_2$	75.43	[74.94 75.43]
	$\gamma_3$	46.42	[46.42 46.42]

观察表3可知,当将政府剩余侵占规模(GOVS)设定为门限变量时,三重门限值将政府剩余侵占规模划分为四个区间,由于这里拟基于政府剩余侵占规模分析政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应,所以选择重点分析GOVS≤44.63和GOVS>93.86这两个区间参数β估计结果的差异。当将上市公司剩余侵占规模(ENTS)设定为门限变量时,三重门限值将上市公司剩余侵占规模划分为四个区间,因为这里重点是基于上市公司剩余侵占规模分析政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应,所以选择重点分析ENTS≤12.63和ENTS>24.77这两个区间参数β估计结果的差异。当将政企双方综合剩余规模(NETS)设定为门限变量时,三重门限值将政企双方综合剩余规模划分为四个区间,因为这里拟重点基于政企双方综合剩余规模考察政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应,所以选择着重分析NETS≤45.62和NETS>75.43这两个区间参数β估计结果的差异。

3. 政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应分析。下页表4中分别列示了不同设定形式下面板模型的估计结果,模型(1)使用的是非平行结构的全样本面板数据,而模型(2)~(5)使用的是平行结构面板数据。其中,模型(1)和模型(2)为不存在门限效应时的估计结果,模型(3)~(5)为存在门限效应时的估计结果——模型(3)是以政府剩余侵占规模(GOVS)为门限变量的门限面板模型估计结果,模型(4)是以上市公司剩余侵占规模(ENTS)为门限变量的门限面板模型估计结果,模型(5)则是以政企双方综合剩余规模(NETS)为门限变量的门限面板模型估计结果。模型(1)~(5)的详细设定与估计结果见下页表4。

观察表4中模型(1)~(5)的估计结果信息可知,控制变量公司规模(SIZE)、营业收入增长率(GROWTH)、资产周转率(OPABL)、高管薪酬激励(MNSALARY)、高管股权激励(MNSTK)和股权集中度(HHI5)均对上市公司财务绩效具有显著正向影响。资产负债比(LEV)、资产结构(TANG)、最终控制人属性(STATE)和股权制衡度(ZDEX)对上市公司财务绩效的影响均显著为负。两职合一指标(HEYI)对上市公司财务绩效没有显著影响。另外,行业虚拟变量、区域虚拟变量和时间虚拟变量的各自联合作用效果均显著,因篇幅限制而未予呈现。

表4中模型(1)和模型(2)的估计结果显示,政府补助对上市公司财务绩效具有显著正向影响。要分析政府补助对上市公司财务绩效影响的门限效应,就要重点关注表4中模型(3)~(5)的估计结果。观察模型(3)的估计结果可知,在政府剩余侵占规模处于数值较小的区间时,政府补助对上市公司财务绩效的影响显著为正;而在政府剩余侵占规模较大的区间,政府补助对上市公司财务绩效的影响并不显著,由此H1得以证明。模型(4)的估计结果显示,在上市公司剩余侵占规模较小的区间,政府补助对上市公司财务绩效不具有显著影

表 4 政府补助对上市公司财务绩效影响的回归分析结果

变量名称	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
SUB	0.06*** (5.50)	0.13*** (7.33)	-	-	-
SUB <sub>a</sub>	-	-	0.12*** (7.31)	-0.41 (-0.39)	0.12*** (6.77)
SUB <sub>b</sub>	-	-	-27.54 (-1.24)	0.11*** (4.65)	-0.78 (-1.54)
SIZE	0.02*** (7.48)	0.01*** (5.44)	0.01*** (5.43)	0.01*** (5.17)	0.01*** (5.35)
LEV	-0.19*** (-11.82)	-0.14*** (-8.00)	-0.14*** (-7.78)	-0.13*** (-7.40)	-0.13*** (-7.71)
TANG	-0.05*** (-4.73)	-0.05*** (-4.43)	-0.05*** (-4.44)	-0.05*** (-4.65)	-0.05*** (-4.35)
GROWTH	0.01*** (6.34)	0.01*** (5.31)	0.01*** (5.10)	0.01*** (5.48)	0.01*** (4.97)
OPABL	0.04*** (11.93)	0.03*** (8.44)	0.03*** (8.80)	0.03*** (8.58)	0.03*** (8.73)
STATE	-0.03*** (-7.86)	-0.02*** (-6.08)	-0.02*** (-5.84)	-0.02*** (-5.98)	-0.02*** (-6.00)
MNSALARY	0.04*** (18.87)	0.04*** (17.33)	0.04*** (16.54)	0.04*** (17.47)	0.04*** (16.87)
MNSTK	0.00 (0.09)	0.03** (2.35)	0.03** (2.27)	0.02** (2.07)	0.03** (2.26)
HHI5	0.08*** (5.66)	0.11*** (6.65)	0.11*** (6.83)	0.11*** (6.84)	0.11*** (6.77)
ZDEX	-0.00*** (-4.14)	-0.00*** (-6.44)	-0.00*** (-6.57)	-0.00*** (-6.33)	-0.00*** (-6.29)
HEYI	0.00 (1.23)	0.00 (1.20)	0.00 (1.15)	0.00 (1.09)	0.01 (1.25)
CONS	-0.77*** (-17.49)	-0.67*** (-15.27)	-0.66*** (-14.46)	-0.67*** (-14.05)	-0.66*** (-14.69)
行业效应	✓	✓	✓	✓	✓
区域效应	✓	✓	✓	✓	✓
时间效应	✓	✓	✓	✓	✓
VIF	1.35	1.28	1.26	1.26	1.27
Adj-R <sup>2</sup>	0.21	0.24	0.24	0.23	0.24
OBS	6809	3860	3860	3860	3860

注：①SUB<sub>a</sub>代表政府剩余侵占规模较小、上市公司剩余侵占规模较小或政企双方综合剩余规模较小时的政府补助水平，而SUB<sub>b</sub>代表政府剩余侵占规模较大、上市公司剩余侵占规模较大或政企双方综合剩余规模较大时的政府补助水平。②\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。③括号中数字为T值。④为克服异方差问题导致的统计推断不可靠问题，本文利用自助法(bootstrap)获取参数估计值的标准误，并通过自抽样1000次获取参数估计值的稳健性标准误。⑤VIF为解释变量的方差膨胀因子均值。

响；而在上市公司剩余侵占规模较大的区间，政府补助对上市公司财务绩效的影响显著为正，由此H2得以证明。模型(5)的估计结果表明，在政企双方综合剩余规模处于数值较小的区间时，政府补助对上市公司财务绩效具有显著正向影响；而当政企双方综合剩余规模处于数值较大的区间时，政府补助对上市公司财务绩效的影响变得不再显著，由此H3得以证明。

### 五、研究结论和政策启示

#### (一)研究结论

在信息不对称的环境下，政企双方会围绕补助多寡展开讨价还价，双方讨价还价能力的强弱无疑会对政府补助的多寡产生影响，而补助多寡又会对上市公司的财务绩效产生不同的影响，所以信息不对称问题会通过影响补助决定进而对上市公司财务绩效产生间接影响，本文对此进行了实证检验。最终，本文形成以下主要实证研究结论：

1. 政府剩余侵占行为削弱了政府补助对上市公司财务绩效的影响。本文实证检验结果表明，在政企双方围绕补助多寡进行讨价还价的过程中，当政府谈判能力较强即政府剩余侵占规模较大时，政府补助对上市公司财务绩效的影响并不显著；而当政府谈判能力较弱即政府剩余侵占规模较小时，政府补助对上市公司财务绩效具有显著正向影响。可见，当政企双方围绕补助多寡展开博弈时，如果政府在谈判中处于明显的优势地位，政府剩余侵占行为则会显著削弱政府补助对上市公司财务绩效的影响。

2. 上市公司剩余侵占行为强化了政府补助对上市公司财务绩效的影响。在政企双方围绕补助多寡讨价还价的过程中，若上市公司谈判能力较强即企业方剩余侵占规模较大时，政府补助对上市公司财务绩效具有显著正向影响；反之，当上市公司谈判能力较弱即当上市公司剩余侵占规模较小时，政府补助对上市公司财务绩效不再具有显著影响。可见，在政企双方围绕补助多寡进行博弈的过程中，当上市公司具有比较明显的博弈优势时，上市公司的剩余侵占行为显著地强化了政府补助对上市公司财务绩效的影响。

3. 政企双方综合剩余侵占效应最终弱化了政府补助对上市公司财务绩效的影响。在政企双方围绕补助多寡进行博弈的过程中，当政府谈判能力显著强于上市公司即政企双方综合剩余规模较大时，政府补助对上市公司财务绩效不具有显著影响；而当政府谈判能力明显弱于上市公司即政企双方综合剩余规模较小时，政府补助对上市公司财务绩效具有显著正向影响。可见，在政企双方围绕补助多少进行讨价还价的过程中，如果政府还价能力明显强于上市公司，那么政企双方综合剩余侵占效应弱化了政府补助对上市公司财务绩效的影响。

综合上述分析可知，政府补助对上市公司财务绩效具有显著正向影响，但这一影响并非线性结构，而是表现出显著

## □ 财政·税务

的非线性特征,即在信息不对称环境中,如果政府在补助决策中的剩余侵占能力越强或企业在其中的剩余侵占能力较弱,那么企业同等条件下获得补助的水平便会越低,这无疑会削弱政府补助对企业财务绩效的影响,最终致使政府补助对企业财务绩效不再具有显著影响。若政府在补助决策中的剩余侵占能力越弱或企业在其中的剩余侵占能力越强,那么企业同等条件下获得政府补助的力度必然会增加,这最终无疑会强化政府补助对企业财务绩效的影响,此时政府补助对上市公司财务绩效具有显著正向影响。

### (二)政策启示

在实践中,当政府拟通过补助手段促进企业改善其绩效时,相关部门事后会对补助的经济效果进行评估,从而为后续补助政策的制定和实施提供现实依据。政府部门在对补助政策经济效果进行评估的过程中,不仅要考虑补助绝对值对企业绩效提升产生的影响,同时要充分考虑信息不对称问题通过影响补助决定对企业绩效产生的间接效应。唯有如此,才能对政府补助政策的经济效果做出更为客观的评价,才能为后续补助政策制定和实施提供更为可靠的现实依据,避免补助政策严重偏离预期目标。

如果政府和企业已就补助政策目标达成一致,即政府通过补助促进企业绩效提升,那么在补助政策的制定和实施中,企业要避免在信息不对称背景下陷入同政府无休止的博弈中。因为当企业为增强自身博弈优势而有意向政府隐瞒部分真实信息时,政府在捕捉到这一信息后便会持续压低给予企业的补助水平,这无疑会使补助政策的经济效果大打折扣。所以,在补助政策实施阶段,企业要积极主动地配合政府工作,如实向政府提供其所需信息,避免因陷入动态博弈而使所获补助被过度压低,以防止因此使补助政策无法发挥其应有的效应。

当然,本文相关实证结论并不能视为补助政策合理性的经验证据。当前理论界与实务界的相关研究已经表明,政府对企业的过度干预行为会导致资源配置效率低下等问题,所以政府通过补助手段促进企业提升绩效,就长远而言并非最优策略。但在现实中,政府常常会基于帮助企业渡过经济低迷期或困难期,或鼓励本土企业“走出去”,或引导企业创新升级等目的对企业实施补助。因此,本文的实证研究目标是为这一背景下的补助政策效果评价和目标实现提供一些参考信息。

### 主要参考文献:

邵敏,包群.地方政府补贴企业行为分析:扶持强者还是保护弱者?[J].世界经济文汇,2011(1).

王珺.增长取向的适应性调整:对地方政府行为演变的一种理论解释[J].管理世界,2004(8).

吕久琴,范镜澄.资产化补助与收益化补助的绩效差异

[J].财会月刊,2015(24).

Harris R., Trainor M.. Capital Subsidies and their Impact on Total Factor Productivity: Firm-Level Evidence from Northern Ireland[J]. Journal of Regional Science, 2005(1).

周霞.我国上市公司的政府补助绩效评价——基于企业生命周期的视角[J].当代财经,2014(2).

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(3).

刘振.补贴政策与投资激励实证研究——基于中国上市高新技术企业的面板数据[J].中国科技论坛,2009(12).

刘志伟,王大鹏,刘澄.政府的公共补贴对风险投资的促进作用[J].管理学报,2007(6).

肖兴志,王伊攀.政府补贴与企业社会资本投资决策——来自战略性新兴产业的经验证据[J].中国工业经济,2014(9).

Chen X., Lee C., Li J.. Government assisted earnings management in China[J]. General Information, 2008(3).

Görg H., Henry M., Strobl E.. Grant support and exporting activity[J]. Review of Economics and Statistics, 2008(1).

盛敏.\*ST公司财政补贴“救急不救穷”[N].证券时报,2005-01-07.

康志勇.政府补贴与中国本土企业出口行为研究[J].世界经济研究,2014(12).

施炳展.补贴对中国企业出口行为的影响——基于配对倍差法的经验分析[J].财经研究,2012(5).

苏振东,洪玉娟,刘璐瑶.政府生产性补贴是否促进了中国企业出口?——基于制造业企业面板数据的微观计量分析[J].管理世界,2012(5).

戴小勇,成力为.财政补贴政策对企业研发投入的门槛效应[J].科研管理,2014(6).

王俊.R&D补贴对企业R&D投入及创新产出影响的实证研究[J].科学学研究,2010(9).

Rosenbaum P. R., Rubin D. B.. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects[J]. Biometrika, 1983(1).

Shleifer A., Vishny R. W.. A Survey of Corporate Governance.[J]. Journal of Finance, 1997(2).

罗党论,刘晓龙.政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据[J].管理世界,2009(5).

唐清泉,罗党论.政府补贴动机及其效果的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2007(6).

安同良,周绍东,皮建才.R&D补贴对中国企业自主创新的激励效应[J].科研管理,2014(6).

作者单位:江西财经职业学院科研管理处,江西九江332000