

财务柔性对数字创意企业创新投资的影响研究

熊正德 顾晓青

(湖南大学工商管理学院, 湖南长沙, 410082)

摘要: 本文选取 2012–2018 年数字创意企业为研究样本, 深入探究财务柔性对创新投资的影响。进一步地, 考虑到企业的产权异质性和外部融资环境的差异, 探析财务柔性在不同产权性质、不同金融发展水平下的作用价值差异。实证结果表明: 财务柔性对数字创意企业创新投资有显著正向影响; 在民营企业和金融发展水平较低地区的企业中财务柔性对创新投资的影响效果更明显。研究结论不仅丰富了财务柔性的后效变量, 也为数字创意产业提升创新投资水平、实现高质量发展提供了新的视角和思路。

关键词: 数字创意产业; 财务柔性; 创新投资; 倾向得分匹配

中图分类号: F275 **文献标识码:** A

1. 引言

COVID-19 疫情期间, 数字技术和数字产业获得了群体扩容的契机, 在防疫和抗疫过程中发挥了重要作用。数字创意产业作为数字技术和创意内容的集中体现, 是发展创新型经济、获取未来竞争新优势的强大动力, 也是后疫情时代稳定经济增长、实现高质量发展的“新基建”。聚焦到微观层面, 如何实现数字创意企业的创新发展、提高创新能力成为推动产业转型升级、实现中国经济“弯道超车”的关键。然而, 由于企业发展所面临的外部宏观环境存在严重的金融错配且企业自身具有极高的不确定性, 抗风险能力较差, 导致数字创意企业普遍面临融资约束问题, 严重阻碍了其创新活动的开展。数字创意企业作为一类高度依赖技术和创意的新兴企业, 需要充足的资金保障其发展。因此在无法改变外部融资环境的情况下, 企业个体如何提高自身应变能力, 通过选择合适的财务政策为其创新活动及时提供资金, 对于实现数字创意产业高质量发展、加快形成数字经济新风口至关重要。

财务柔性本质上是企业自身提前储备的一种融资能力, 可以帮助企业摆脱资金匮乏的困境并开展有利于企业的创新活动, 成为新兴企业突破融资桎梏、应对不确定环境的新途径。关于财务柔性的经济效应, 现有研究多集中在投融资决策、股利分配以及企业价值上, 较少关注对企业创新的影响。本文以 2012–2018 年数字创意企业为研究样本, 尝试揭示财务柔性对数字创意企业创新投资的影响, 不仅丰富了财务柔性的后效变量, 也为数字创意企业缓解融资约束、提升创新投资水平提供了新的思路。

2. 理论分析与研究假设

财务柔性主要通过超额现金持有和低负债比例获得^[1], 能够帮助企业在高度动态的环境下快速、低成本地调整和配置财务资源, 提高其对环境的适应能力。从创新活动的特征来看, 不仅前期投入大、投资周期长, 而且投资收益不确定、风险较大, 与银行的金融风险分担机制不匹配, 因此很难从银行筹得资金^[2], 面临着融资过程中难以逾越的“麦克米伦缺口”。财务柔性能提升数字创意企业的创新投资水平。一方面, 现金具有创新投资的平滑效应。创新投资的资金来源主要有内部融资和外部融资两种方式, 由信息不对称理论和融资约束理论可知, 当企业在进行外部融资时, 投资者为了弥补信息不对称可能带来的风险损失通常会要求企业给予较高的回报率, 因此, 外源性融资成本会高于内源融资成本。为了避免外源融资时面临较高的风险溢价, 内源融资成为企业在进行创新投资时的主要融资渠道^[3]。现金作为企业在进行内部融资时的首要选择, 能够对企业的创新投资水平产生平滑效应。另一方面, 较低的财务杠杆有利于创新活动的开展。负债融资具有固定期限的还本付息压力, 债权人为了保持收益的持续性, 往往会限制资金的使用范围, 阻碍了具有技术不确定性和市场需求不

确定性的创新活动的开展。然而，财务柔性企业往往倾向于低杠杆甚至是零杠杆，能够削弱债权人的制约作用，提升创新投资水平。因此，本文提出假设 1：

H1：财务柔性对数字创意企业创新投资具有显著正向影响。

企业的产权性质会影响到外部资金的可得性，一般来说，国有企业相较于民营企业更具有融资上的便利性。一方面，国有企业会比民营企业获得更多的政府支持，如为企业从事创新活动提供相应的补贴等，解决企业创新所需部分资金^[4]。另一方面，国有企业一般规模较大，发展较为成熟，信用级别较高，且因为有政府的支持故存在“预算软约束”^[5]，能够在有资金需求时更容易从银行等金融机构取得信贷支持。而民营企业大多以中小企业为主，经营风险较高，导致较难从外部取得融资。所以对于民营企业来说，通过超额现金持有和较低负债比率获得的财务柔性能够解决企业创新投资过程中存在的融资约束问题，边际价值更高。因此，本文提出假设 2：

H2：与国有企业相比，财务柔性影响数字创意企业创新投资的作用效果在民营企业中更为明显。

微观企业的决策行为与外部宏观环境密切相关，财务柔性储备的目的是缓解融资约束问题。融资约束可分为内部融资约束和外部融资约束^[6]，企业储备财务柔性正是想通过降低内部融资约束程度以应对所面临的外部融资约束问题。由金融发展理论可知，金融市场的改善能够降低信息不对称性，提高资金配置效率，扩大企业的融资渠道，进而提高企业的融资规模和投资效率，因此企业所处地区的金融发展水平会影响财务柔性的持有价值。钟腾和汪昌云（2017）的研究发现股票市场能够缓解高科技企业受到的外部融资约束，促进其创新产出，提高公司未来的市场价值^[7]。Baum 等（2008）认为当企业所处的金融环境较为宽松时，较容易从外部获得融资进行周转，影响了企业的现金持有量—现金流敏感性^[8]。杨兴全等（2015）指出随着金融体制改革的逐渐深化以及金融体系的日臻完善，企业可供选择的融资来源变多，从而弱化了企业自身持有现金的竞争效应^[9]。因此企业储备的财务柔性与外部金融市场具有替代效应。在金融发展水平低的区域，信息不对称程度更为严重，数字创意企业从事创新活动时受到的外部融资约束更高，储备财务柔性的价值更为凸显。因此，本文提出假设 3：

H3：与金融发展水平较高地区相比，财务柔性影响数字创意企业创新投资的作用效果在金融发展水平较低地区会更为明显。

3. 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

2018 年国家统计局发布的《战略性新兴产业分类（2018）》，明确将数字创意产业分为“数字创意技术设备制造、数字文化创意活动、设计服务、数字创意与融合服务”四大类，共涵盖电影机械制造、广播电视节目制作及发射设备制造、应用软件开发、动漫、游戏数字内容服务、工程设计活动、规划设计管理、互联网广告服务、其他广告服务等 42 个国民经济行业分类小类。本文依据该行业分类标准，通过对比主营业务收入，基于万得数据库中提供的证监会行业分类（新）选取数字创意企业样本，并依次剔除新三板企业、研究期间有 ST 和*ST 的企业、各类指标数据大量缺失的企业。经过筛选得到 2012-2018 年间 361 家数字创意企业样本。为了避免异常值的干扰，本文对连续变量采取了上下各 1% 的 Winsorize 处理。公司指标数据均来源于万得和国泰安数据库，金融发展数据来源于王小鲁等的《中国分省份市场化指数报告（2018）》。数据处理主要使用 Excel2019 和 Stata15.0 SE。

3.2 变量度量

（1）财务柔性。现有文献对财务柔性的度量主要根据其来源细分成现金柔性、负债柔性、权益柔性三种，采用单指标测量法、双指标测量法或多指标测量法。通过比较可知单指

标法对财务柔性的测量较为单一，精确度较低；多指标测量法中各指标选取具有一定的主观性，且反映的信息有大量重复，因此本文采用双指标测量法。借鉴曾爱民等（2013）^[10]的做法，本文用现金柔性和负债柔性的和来度量财务柔性，其中现金柔性=企业现金持有率-行业平均现金持有率，负债柔性=Max（0，行业平均负债比率-企业负债比率）。

（2）创新投资。现有文献主要采用 R&D 支出来衡量企业的创新投资水平。由于在数字创意企业中，创新投资主要包括人才的引进和培养、创意 IP 的开发和运营、数字技术的应用等，而 R&D 并没有将这些创新支出包括在内。此外，大部分数字创意企业在报表中并未披露 R&D 支出值，数据缺失严重。因此，本文在借鉴鞠晓生等（2013）^[11]研究的基础上，采用无形资产增量来反映企业的创新投资水平。

（3）控制变量。影响企业创新投资的因素还有很多，为了控制其他因素的影响，本文借鉴何瑛和张大伟（2015）^[12]的研究，并结合数字创意企业价值的特征，在模型中加入了企业规模、上市年龄、成长性、资产负债率、总资产净利率、独立董事比例、管理层持股比例等控制变量。同时，还引入了行业和年份虚拟变量。具体变量的衡量方法见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	代表符号	定义
被解释变量	创新投资	<i>Innov</i>	无形资产增量/总资产
解释变量	财务柔性	<i>FF</i>	现金柔性+负债柔性
	企业规模	<i>Size</i>	期末总资产取自然对数
	上市年龄	<i>Age</i>	(报告年度-上市年度)取自然对数
控制变量	成长性	<i>Growth</i>	营业收入增长率
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	总资产净利率	<i>Roa</i>	净利润/平均资产总额
	独立董事比例	<i>Inde</i>	独立董事人数/董事会总人数
	管理层持股比例	<i>MP</i>	管理层持股数量/公司总股数
分组变量	行业	<i>Industry</i>	属于该行业为 1，否则为 0
	年份	<i>Year</i>	属于年份 t 时为 1，否则为 0
	金融发展水平	<i>FD</i>	属于金融发展水平较高地区，FD=1，否则取 0
	产权性质	<i>State</i>	若属于国有企业，State=1，否则取 0

3.3 模型设计

为了检验财务柔性对数字创意企业创新投资的影响，即为了验证 H1，设置模型为：

$$Innov_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FF_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Age_{i,t-1} + \beta_4 Growth_{i,t-1} + \beta_5 Lev_{i,t-1} + \beta_6 Roa_{i,t-1} + \beta_7 Inde_{i,t-1} + \beta_8 MP_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

由于财务柔性对数字创意企业创新投资的作用效果具有滞后性，因此模型中 *FF* 取滞后一期。同时，为了避免模型中可能存在的内生性问题，参照张悦玫和张芳（2019）^[13]的做法，本文对所有的控制变量也进行滞后一期处理。

4. 实证结果及分析

4.1 描述性统计

表 2 报告了各主要变量的描述性统计结果。*Innov* 的均值为 0.005，标准差为 0.016，说明我国数字创意企业整体创新投资水平较低，外部融资约束的存在严重阻碍了企业创新活动的开展，因此通过财务柔性储备来促进创新投资水平的提升具有必要性。*FF* 的均值为 0.066，说明目前我国数字创意企业储备的财务柔性水平普遍不高。控制变量方面，*Size* 的均值为 21.894，3/4 分位数为 22.534，说明数字创意企业的规模整体较小。*Age* 的标准差为 0.728，

说明数字创意企业间上市年龄的差异较小。*Growth*的1/4分位数为0.001,说明大部分数字创意企业都处于成长期。*Lev*的均值为0.353,标准差为0.188,说明数字创意企业之间的负债比率存在显著差异。*Roa*的均值为0.039,3/4分位数为0.072,说明目前数字创意企业的整体盈利能力还不是很强。*Inde*的均值为0.383,最小值为0.333,说明数字创意企业的独立董事比例均达到了1/3以上。*MP*的均值为0.199,中位数为0.131,说明数字创意企业中管理层持股比例并不是很高。

表2 变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	1/4分位数	中位数	3/4分位数	最大值
<i>Innov</i>	2166	0.005	0.016	-0.041	-0.001	0.001	0.006	0.088
<i>FF</i>	2166	0.066	0.194	-0.224	-0.080	0.026	0.169	0.694
<i>Size</i>	2166	21.894	1.040	19.858	21.134	21.842	22.534	25.255
<i>Age</i>	2166	1.952	0.728	0.000	1.386	1.946	2.565	3.219
<i>Growth</i>	2166	0.274	0.615	-0.559	0.001	0.156	0.356	4.330
<i>Lev</i>	2166	0.353	0.188	0.041	0.205	0.327	0.479	0.842
<i>Roa</i>	2166	0.039	0.072	-0.303	0.016	0.042	0.072	0.230
<i>Inde</i>	2166	0.383	0.060	0.333	0.333	0.364	0.429	0.600
<i>MP</i>	2166	0.199	0.207	0.000	0.001	0.131	0.364	0.672

4.2 相关性分析

为了探究财务柔性 with 数字创意企业创新投资之间的初步关系,同时避免多重共线性问题,本文先利用 Pearson 相关系数对各变量进行相关性分析,结果见表3。可以看出除了*Lev*与*FF*,*MP*与*Age*之间的相关系数较高外,其余变量间的相关系数的绝对值均小于0.5。此外,本文还进行了多重共线性检验,限于篇幅未报告的检验结果显示 VIF 值远小于10,说明本文所选变量没有严重的多重共线性问题。进一步分析可知,财务柔性与创新投资在1%水平上显著正相关,因此财务柔性对数字创意企业创新投资的作用效果初步得到验证。

表3 各变量的相关系数

变量	<i>Innov</i>	<i>FF</i>	<i>Size</i>	<i>Age</i>	<i>Growth</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Inde</i>	<i>MP</i>
<i>Innov</i>	1.000								
<i>FF</i>	0.0265***	1.000							
<i>Size</i>	0.0462**	0.2676***	1.000						
<i>Age</i>	-0.1116***	0.2368***	0.4089***	1.000					
<i>Growth</i>	0.0967**	0.0763***	0.1009***	-0.0128	1.000				
<i>Lev</i>	-0.0078	0.6169***	0.3962***	0.3449***	0.0488**	1.000			
<i>Roa</i>	0.1288***	-0.2006***	0.1061***	-0.1514***	0.2074***	-0.2365***	1.000		
<i>Inde</i>	-0.0359*	-0.0196	-0.1019***	-0.0083	-0.0221	-0.0514**	-0.0300	1.000	
<i>MP</i>	0.0957***	-0.1770***	-0.3399***	-0.5844***	0.0329	-0.3100***	0.1034***	0.0373*	1.000

4.3 倾向得分匹配法配对样本

为了避免样本选择的自偏误以及可能存在的内生性问题,本文利用倾向得分匹配(PSM)配对样本。将企业按照财务柔性中位数分为处理组(高财务柔性组)和控制组(低财务柔性组),选取企业规模、上市年龄、成长性、资产负债率、总资产净利率、独立董事比例、管理层持股比例作为协变量,采用一对一的最近邻匹配方法。匹配之后,所有协变量均通过了平衡性检验(平衡性检验结果如表4所示),说明除财务柔性外,匹配之后处理组和控制组的各项特征变量不存在明显差异。

表 4 倾向得分匹配均衡性检验结果

变量	样本	均值		标准误 (%)	t 检验	
		处理组	控制组		t 值	p 值
Size	匹配前	22.156	21.733	39.3	8.99	0.000
	匹配后	22.102	22.126	-2.2	-0.35	0.724
Age	匹配前	9.854	8.520	21.3	4.82	0.000
	匹配后	9.681	9.738	-0.90	-0.15	0.880
Growth	匹配前	0.467	0.480	-0.30	-0.07	0.947
	匹配后	0.535	0.388	3.50	0.84	0.403
Lev	匹配前	0.482	0.273	128.7	29.15	0.000
	匹配后	0.437	0.437	-0.20	-0.03	0.978
Roa	匹配前	0.020	0.049	-32.9	-7.62	0.000
	匹配后	0.031	0.037	-6.4	-1.17	0.243
Inde	匹配前	0.381	0.385	-7.50	-1.69	0.091
	匹配后	0.382	0.383	-1.40	-0.24	0.809
MP	匹配前	0.180	0.212	-15.60	-3.48	0.001
	匹配后	0.178	0.184	-3.10	-0.53	0.594

4.4 回归分析

用匹配后的样本数据验证模型 (1)，结果如表 5 所示。可以看出，不管在全样本还是在分样本回归中，模型的调整 R 方均在 0.35 以上，说明模型拟合效果较好，能够较为合理地反应变量之间的关系。在全样本回归中， FF_{t-1} 的系数为 0.007，在 1% 水平上显著，说明财务柔性能够正向促进数字创意企业创新投资水平的提升，假设 1 成立。在控制变量方面， $Size_{t-1}$ 的系数在 1% 水平上显著为正，说明企业规模越大，越有资金和实力去从事创新活动。 Age_{t-1} 的系数在 1% 水平上显著为负，可能是因为上市年龄越长，越容易保守经营，缺乏灵活性和创新性。 $Growth_{t-1}$ 的系数在 5% 水平上显著为正，说明数字创意企业的成长能力越好，未来发展潜力越大，越重视创新活动的开展。 Lev_{t-1} 的系数为负但不显著，说明当数字创意企业的负债水平较高时，可能会限制企业从事高风险的创新活动。 Roa_{t-1} 的系数在 1% 水平上显著为正，说明企业的总资产净利率越高时，企业的盈利能力越强，越能够开展创新活动。 $Inde_{t-1}$ 的系数不显著，可能是因为独立董事所起的正面监督效应和负面抑制效应使得整体对创新投资的作用效果不明显。 MP_{t-1} 的系数在 5% 水平上显著为正，说明管理层持股带来的“利益趋同”效应能够提升企业的创新投资水平。进一步分析可知，在国有企业和金融发展水平较高地区中， FF_{t-1} 的系数不显著；而在民营企业和金融发展水平较低地区中， FF_{t-1} 的系数均在 1% 水平上显著为正。说明财务柔性对数字创意企业创新投资的促进作用在国有企业和金融发展水平较高地区中并不显著，而在民营企业和金融发展水平较低地区中会更明显，假设 2 和假设 3 得到验证。

表 5 财务柔性 with 数字创意企业创新投资

变量	全样本	国有企业	民营企业	金融发展水平 较高地区	金融发展水平 较低地区
FF_{t-1}	0.007*** (2.79)	0.004 (1.51)	0.015*** (2.89)	0.006 (0.72)	0.009*** (2.89)
$Size_{t-1}$	0.002*** (4.28)	0.002*** (3.66)	0.002** (2.16)	0.005*** (3.30)	0.001** (1.99)
Age_{t-1}	-0.002*** (-2.75)	-0.002** (-2.48)	-0.001 (-0.34)	-0.001 (-0.25)	-0.002** (-2.11)
$Growth_{t-1}$	0.001** (2.48)	0.001 (1.48)	0.003** (2.41)	0.001 (0.62)	0.001 (1.08)
Lev_{t-1}	-0.003 (-1.00)	0.001 (0.06)	-0.014** (-2.54)	-0.022** (-2.01)	-0.001 (-0.24)
Roa_{t-1}	0.021*** (3.95)	0.021*** (3.53)	0.017 (1.37)	-0.018 (-0.80)	0.023*** (3.67)
$Inde_{t-1}$	-0.006 (-1.12)	-0.007 (-1.05)	0.001 (0.12)	0.006 (0.29)	-0.020*** (-3.26)
MP_{t-1}	0.005** (2.42)	0.004* (1.65)	0.025*** (2.92)	0.022** (2.22)	0.006*** (2.57)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	-0.037*** (-3.11)	-0.040*** (-2.85)	-0.031*** (-3.13)	-0.097*** (-2.91)	0.004*** (2.45)
<i>Adj-squared</i>	0.448	0.366	0.373	0.456	0.475
<i>F-Value</i>	46.30***	22.34***	33.67***	34.49***	15.56***

4.5 稳健性检验

考虑到企业创新活动的延续性,本文引入滞后一期的创新投资作为解释变量,扩展得到动态面板模型,采用系统 GMM 估计方法重新进行回归,结果如表 6 所示。可以看出,主要研究变量的系数方向和显著性基本与前文一致,全样本中 FF_{t-1} 的系数在 5% 水平上显著为正;在国有企业和金融发展水平较高地区, FF_{t-1} 的系数不显著;在民营企业和金融发展水平较低地区, FF_{t-1} 的系数显著为正。因此本文的结论具有一定的稳健性。

表 6 稳健性检验结果

变量	全样本	国有企业	民营企业	金融发展水平 较高地区	金融发展水平 较低地区
$Innov_{t-1}$	0.018 (0.63)	0.204 (3.07)	0.008 (0.24)	0.022 (0.24)	0.039 (1.10)
FF_{t-1}	0.007** (2.14)	0.003 (0.51)	0.009*** (2.70)	0.016 (1.31)	0.008** (2.12)
$Size_{t-1}$	0.001* (1.49)	0.001* (1.43)	0.001* (1.51)	0.001* (1.80)	0.001* (1.75)
Age_{t-1}	-0.001 (-0.69)	-0.001 (-0.84)	-0.001 (-0.59)	-0.002 (-0.58)	-0.001 (-0.35)
$Growth_{t-1}$	0.001* (1.25)	0.001* (1.66)	0.001* (1.49)	0.001* (1.68)	0.001* (1.73)
Lev_{t-1}	-0.004 (-1.07)	-0.002 (-0.40)	-0.004 (-0.97)	-0.018 (-1.39)	-0.004 (-0.86)
Roa_{t-1}	0.024*** (2.79)	0.022** (2.28)	0.019** (1.98)	0.028* (2.84)	0.023** (2.35)

<i>Inde</i> _{<i>t</i>-1}	-0.004 (-0.55)	-0.003 (-0.28)	-0.006 (-0.65)	-0.008 (-0.29)	-0.007 (-0.79)
<i>MP</i> _{<i>t</i>-1}	0.005* (1.90)	0.031*** (3.46)	0.004* (2.12)	0.027** (2.20)	0.004* (1.65)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>_cons</i>	0.012*** (2.34)	-0.770* (-4.83)	0.420* (3.52)	-1.52* (-5.67)	0.883* (4.94)
<i>AR (1)</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>AR (2)</i>	0.169	0.463	0.201	0.847	0.473
<i>Sargan Test</i>	0.354	0.162	0.443	0.166	0.387

5. 结论与建议

本文以 2012-2018 年数字创意企业为研究样本, 采用倾向得分匹配法 (PSM) 配对样本之后, 实证研究财务柔性对数字创意企业创新投资的影响。进一步考虑到企业的产权异质性和外部融资环境的差异, 探究财务柔性在不同产权性质、不同金融发展水平下的作用价值差异。研究结果显示: 财务柔性能够提升数字创意企业的创新投资水平, 且在民营企业 and 金融发展水平较低地区的企业中财务柔性对创新投资的作用效果更明显。

本文的研究厘清了财务柔性对数字创意企业创新投资的影响, 丰富了财务柔性的后效变量, 也为数字创意产业缓解融资约束困境、提升创新水平和竞争能力提供了新的思路。为了更好地推动数字创意产业的高质量发展, 带动中国经济的转型升级, 结合研究结果, 本文提出如下建议:

(1) 增强财务柔性储备意识, 注重财务柔性的预防功能。《礼记·中庸》中提到“凡事预则立, 不预则废”, 企业管理尤其需要对未来可能出现的风险和机会进行预判, 提前做好计划和准备。根据本文的研究结果可以发现, 财务柔性能够促进数字创意企业创新投资水平的提升, 是新兴企业突破融资困境、增强创新能力的新途径。关于财务柔性的获取, 应灵活拓展其来源。一方面, 企业在平时的经营管理中要注重资金的流动性管理, 除了经营所必须的资金外要额外留存以备不时之需。这也并不是要求企业将大量资金闲置, 带来机会成本, 而是需要平衡资金的现有使用收益和未来使用收益之间的关系, 也可以进行一些短期的流动性较强的金融资产投资来获得额外收益。另一方面, 企业需要根据自身实际情况以及外部金融市场环境确定合适的资本结构, 合理安排债务融资比例, 使得既能充分发挥税盾效应和治理效应, 又不至于带来高额融资成本, 产生财务风险。此外, 数字创意产业还可以通过保持优质的资产质量、提高自身信用评级和信用额度、利用商业信用等来获得剩余举债能力, 实现财务柔性获取方式的多元化。

(2) 根据企业特性和所处的外部融资环境确定合适的财务柔性水平。本文的研究结果显示财务柔性对创新投资的作用在民营企业 and 金融发展水平较低地区会更显著, 而在国有企业和金融发展水平较高地区并未发挥明显作用。因此数字创意企业应根据产权性质和所处的外部融资环境确定合适的财务柔性水平。民营企业 and 金融发展水平较低地区的企业要更加注重财务柔性的储备, 通过持有超额现金、降低负债融资比例、提高自身信用评级、利用商业信用等方式保持一定水平的财务柔性, 以为企业开展创新活动及时提供资金。而国有企业和金融发展水平较高地区的企业由于具有外部融资的便利性, 可以降低财务柔性储备水平, 以免带来代理成本和机会成本。

(3) 提高区域金融发展水平, 完善数字创意产业的外部融资环境。本文的研究结果显

示外部金融发展水平的改善可以降低企业对内源融资的依赖。然而,由于目前金融结构与数字创意产业的主体特征不匹配,导致金融资源投向错位,严重阻碍了产业的健康发展。为了更好地推动数字创意产业发展壮大,带动传统产业进行数字化转型,要扎实推进金融供给侧结构性改革,提升区域金融发展水平。从政府的角度而言,要充分发挥政府投资的引导作用。结合政府财政性资金、社会资金和银行贷款的合力,通过贷款贴息、担保风险补偿等方式对银行支持数字创意产业发展的资金予以跟进支持。从金融机构的角度而言,要积极探索各级金融机构服务数字创意产业的新模式,激发央行、开发性、商业性等各类金融机构服务数字创意产业的积极性。从企业的角度而言,要创新自身的融资形式,基于业务链的上下游建立自身投融资生态。一方面通过开展融资租赁、知识产权抵押融资、商标专利权质押贷款、开发性融资、企业间资产置换、交叉重组等创新型融资模式来拓宽外部融资渠道;另一方面要加快落实大数据、人工智能、5G、区块链等技术的运用,降低企业的融资成本。

参考文献

- [1] Gamba A, Triantis A. The value of financial flexibility[J]. *Journal of Finance*, 2008,63(5):2263-2296.
- [2] Cornaggia J, Mao Y, Tian X, et al. Does banking competition affect innovation? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015,115(1):189-209.
- [3] 鞠晓生.中国上市企业创新投资的融资来源与平滑机制[J]. *世界经济*, 2013,36(4):138-159.
- [4] 王艳, 贺新闻, 梁莱歆. 不同产权性质下企业组织冗余与自主创新投入关系研究——来自中国上市公司的经验数据[J]. *科学学与科学技术管理*, 2011(7):140-147.
- [5] 林毅夫, 李志赞. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. *经济研究*, 2004(2):17-27.
- [6] 杨秀云, 李忠平, 李敏,等. 融资约束对文化创意企业技术效率及其稳定性的影响[J]. *当代经济科学*, 2019,41(4):48-61.
- [7] Bauma C F, Dorothea S B, Talaverac O. The impact of financial structure on firms' financial constraints: A cross-country analysis[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2008(3):5-11.
- [8] 杨兴全, 齐云飞, 曾义. 融资约束、资本投资与公司现金持有竞争效应[J]. *审计与经济研究*, 2015, 30(3):30-38.
- [9] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京:社会科学出版社, 2019: 86-318.
- [10] 曾爱民, 张纯, 魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2013 (4):107-120.
- [11] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. *经济研究*, 2013,48(1):4-16.
- [12] 何瑛, 张大伟. 管理者特质、负债融资与企业价值[J]. *会计研究*, 2015(8):65-72,97.
- [13] 张悦玫, 张芳. 会计稳健性、投资效率与外部融资方式的实证研究[J]. *管理评论*, 2019,31(4): 175-186.

Research on the Impact of Financial Flexibility on Innovation Investment in Digital Creative Enterprises

Xiong Zhengde, Gu Xiaoqing

(School of Business Administration, Hunan University, Changsha, 410082, China)

Abstract: This paper selects the digital creative enterprises from 2012 to 2018 as research samples to deeply explore the impact of financial flexibility on innovative investment. Further, considering the heterogeneity of property rights of enterprises and the difference of external financing environment, this paper explores the difference in value of financial flexibility under different property rights and different levels of financial development. The empirical results show that: financial flexibility has a significant positive effect on innovation investment of digital creative enterprises; In private enterprises and enterprises in areas with low financial development level, financial flexibility has a more obvious effect on innovation investment. The research conclusion not only enriches the aftereffect variables of financial flexibility, but also provides new perspectives and ideas for the digital creative industries to improve the level of innovation investment and achieve high-quality development.

Keywords: Digital Creative Industries; Financial Flexibility; Innovative Investment; PSM

作者简介: 熊正德, 男, 湖南大学工商管理学院教授, 博士生导师, 研究方向为金融企业管理、产业创新管理; 顾晓青 (通讯作者), 女, 湖南大学工商管理学院硕士研究生, 研究方向为金融企业管理, E-mail: 15856907342@163.com。

本研究受到国家社会科学基金一般项目 (17BJY002) 和湖南省哲学社会科学基金重大项目 (16JCA003) 资助。