



政府干预下的企业投资行为研究

张功富 著



清华大学出版社



政府干预下的企业投资行为研究

张功富 著

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

中国转型经济的独特制度背景之一是政府对经济的干预。对于处于政府干预下的企业是如何进行投资的,目前尚缺乏深入系统的研究。本书通过梳理政府干预的经济后果与企业投资影响因素的相关研究文献,运用政府干预理论、市场竞争理论和企业投资理论对政府干预企业投资行为的机制进行深入分析,在实证度量中国上市公司非效率投资程度的基础上,综合利用宏观数据对政府干预下的企业固定资产投资、跨省投资、环境投资和研发投资行为分别进行了理论分析和实证检验。研究发现,中国上市公司非效率投资程度较为严重,既存在过度投资,也存在投资不足;政府干预一方面加剧了有自由现金流量上市公司的过度投资,另一方面也缓解了融资约束公司的投资不足,而政治关联则可以抑制企业过度投资;地方保护导致企业更严重的过度投资,还抑制了企业的跨省投资;政府干预对企业环境投资的影响不显著,但会恶化地区环境质量;政府干预不利于企业研发投资,市场竞争是企业开展研发投资的最大驱动力,经理层的激励次之。

本书适用于会计与财务专业高年级本科生、研究生,会计与财务领域的研究人员、从业人员以及其他对企业投资感兴趣的读者。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

政府干预下的企业投资行为研究/张功富著. --北京:清华大学出版社,2015

(清华汇智文库)

ISBN 978-7-302-41389-9

I. ①政… II. ①张… III. ①行政干预—企业—投资行为—研究—中国 IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 209177 号

责任编辑:杜 星

封面设计:汉风唐韵

责任校对:宋玉莲

责任印制:宋 林

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印装者:三河市少明印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×230mm 印 张:11 插页:1 字 数:189 千字

版 次:2015 年 7 月第 1 版 印 次:2015 年 7 月第 1 次印刷

印 数:1~2000

定 价:48.00 元

产品编号:058136-01

本书由教育部人文社会科学研究一般项目“政府干预下的
企业非效率投资行为研究(项目编号:10YJA630203)”资助

本书通过梳理政府干预的经济后果与企业投资影响因素的相关研究文献,运用政府干预理论、市场竞争理论、企业投资理论对政府干预影响企业投资行为的机制进行了深入分析,在对中国上市公司非效率投资程度进行实证度量的基础上,利用中国上市公司的数据对政府干预下的企业固定资产投资、跨省投资、环境投资和研发投资行为分别进行了理论分析和实证检验,主要有以下几个方面的发现:

一、中国上市公司非效率投资程度较为严重,既存在过度投资,也存在投资不足。金融危机前二者样本观测值个数在各年的比例基本上维持在 4 : 6 左右,而在危机后二者比例变更为 3 : 7,但过度投资幅度均较大,远远超出投资不足的幅度。这表明,中国上市公司过度投资的覆盖面并不广,程度却较为严重。

二、政府干预对企业固定资产投资产生了显著的影响。对于有自由现金流量的上市公司,政府干预加剧了其过度投资;而对于受融资约束的上市公司,政府干预则缓解了其投资不足。对于有自由现金流量的非国有企业和中央企业,政治关联可以抑制其过度投资;对于受融资约束的非国有企业,政治关联可以缓解其投资不足。但是,本书没有发现,地方国有企业的政治关联对于企业非效率投资有显著的影响。

三、政府干预对企业跨省投资产生了消极的影响。以地方保护作为政府干预的替代变量的研究表明,地方保护导致企业更严重的过度投资,相比非国有企业,国有企业的过度投资受到地方保护更为显著的影响;地方保护使得本地企业更少开展跨省投资,这种现象在竞争力相对较弱的非国有企业中更加明显;过度投资不利于企业竞争优势的提升,地方保护严重削弱了企业竞争优势;国有企业的跨省投资有助于增强企业竞争优势,但非国有企业跨省投资的作用则相反。



四、政府干预对企业环境投资的影响不显著,但会恶化地区环境质量。政府对企业的干预越严重,地区环境质量就越恶劣;地区环境污染状况并未成为企业环境投资决策时考虑的重要因素;国有上市公司的环境投资显著多于民营上市公司。

五、政府干预不利于企业研发投资。市场竞争是企业开展研发投资的最大驱动力,它与政府干预的交互作用,可以在一定程度上抵消政府干预对研发投资的负面作用。一般而言,经理层激励有助于企业加大研发投资力度,但在政府干预严重的地区,与企业绩效挂钩的经理层薪酬机制不利于企业加大研发力度。

概括而言,本书发现,中国上市公司存在较为严重的非效率投资行为,政府干预是主要原因之一,它不仅加剧了固定资产投资方面的过度投资,还对企业的跨省投资、研发投资产生消极影响。

多,但那是当时我获得的资助金额最高的一个项目,它给了我极大的信心和鼓励。在项目研究接近尾声时,我申报多年的国家级项目终于获准立项,应该说教育部项目的研究对于我申报国家级项目的获批有很大帮助。第二,我想特别感谢的还有我的工作单位郑州航空工业管理学院的各位领导和同事。感谢学校和会计学院同事为课题组开展课题研究提供的大力支持和帮助,感谢课题组成员为课题研究和结项所付出的艰辛努力。本课题组成员大多数来自郑州航空工业管理学院,他们是:叶忠明教授、雷淑琴副教授、杨录强副教授、李丰团副教授、贾璐副教授、董红星博士。第三,我需要感谢我的家人。由于课题研究占用了我大量的业余时间,使得我分担家务以及和家人在一起的时间少了,我的爱人白静女士无怨无悔、默默地承担着繁重的家务和孩子的教育。懂事的儿子张澈在本课题申请时还在读小学,现在已经进入紧张的初中阶段学习了,儿子学习非常积极主动,从来没有让我们担心过。真希望课题结项后能有更多的时间陪陪我的家人。最后,我还要感谢清华大学出版社的责任编辑们,是他们认真细致的工作使得本书以尽可能少的错误呈现在读者面前。

尽管本书尽可能完整地列出了所参考的文献,但仍有可能存在遗漏,书中观点亦有待进一步完善,不妥和疏漏之处恳请各位同人和广大读者批评指正。

张功富

2015年5月20日

写于 The University of Texas Pan American



损失。

中国企业投资效率低下一直令国人忧心忡忡。许多学者将之归因于公司治理和经理人私利,对于中国企业所处的特殊制度背景却考虑不多。因此,我一直在思考,政府干预是企业投资效率低下的“罪魁祸首”吗?若是,则我们不应只是一味地责备企业不应该如何如何,而应从改善政府治理的角度去考虑企业投资效率提升的对策。

课题立项后,开始着手研究才发现困难不小。第一,企业投资模型中投资机会变量的数据获取工作量非常大。现有研究中使用的投资机会大多以托宾 Q 替代,然而这一替代在中国制度背景下会使度量结果可能存在较大的偏差。为解决这一问题,我们借鉴了连玉君(2007)利用向量自回归的方法构建了投资机会的替代变量——基准 Q。然而使用该方法需要做大量的数据运算,利用连玉君博士编写的长达1 600多行的 Stata 程序运算了数小时方得到基准 Q 的数据。第二,政治关联、环境投资数据的收集花费了课题组大量的时间和精力。政治关联的数据是课题组成员通过对 4 206 份董事长和总经理的简历逐份阅读获得的,环境投资的数据是课题组成员从数百份“社会责任报告”中逐份阅读后从中搜集到的。第三,跨省投资的计量遇到了难题。原本打算以“长期投资”作为替代变量,但课题组成员讨论后认为,“长期投资”并不一定是跨省投资,这样的替代会使研究结果存在偏差。为使所选取的替代变量能更好地反映跨省投资,课题组成员搜集整理了 425 家样本公司在 2001—2010 年这 10 年间在全国各地设立的 39 493 家子公司的资料,通过逐一对比子公司所在地与上市公司所在地来确定是否为跨省投资。记得数据收集工作结束后,有一位课题组成员曾跟我说,他有好长一段时间一打开计算机就会恶心想吐。

“宝剑锋自磨砺出,梅花香自苦寒来”。经过课题组成员大量的调研、数据收集、文献阅读和不断的讨论,课题研究取得了一系列的成果,发表了多篇 CSSCI 期刊论文,基于所取得的成果又申报获得了多项课题。本想于 2014 年年底申请结项,但对于形成的书稿初稿尚不十分满意。正好我因获得国家留学基金委的资助到美国访学一年,利用这难得的机会,我认真真地对初稿进行了全面的修改和完善,历经半年的反复修改和完善,目前终于定稿。

写此前言时已是美国中部夏令时凌晨 2 点,窗外咆哮了半夜的雷声也渐渐平息下来。掩卷而思,回想做课题的这些年,有许多人和事我真心地想要感谢。第一,要特别感谢教育部人文社会科学研究项目的资助。9 万元科研经费虽然不算

多,但那是当时我获得的资助金额最高的一个项目,它给了我极大的信心和鼓励。在项目研究接近尾声时,我申报多年的国家级项目终于获准立项,应该说教育部项目的研究对于我申报国家级项目的获批有很大帮助。第二,我想特别感谢的还有我的工作单位郑州航空工业管理学院的各位领导和同事。感谢学校和会计学院同事为课题组开展课题研究提供的大力支持和帮助,感谢课题组成员为课题研究和结项所付出的艰辛努力。本课题组成员大多数来自郑州航空工业管理学院,他们是:叶忠明教授、雷淑琴副教授、杨录强副教授、李丰团副教授、贾璐副教授、董红星博士。第三,我需要感谢我的家人。由于课题研究占用了我大量的业余时间,使得我分担家务以及和家人在一起的时间少了,我的爱人白静女士无怨无悔、默默地承担着繁重的家务和孩子的教育。懂事的儿子张澈在本课题申请时还在读小学,现在已经进入紧张的初中阶段学习了,儿子学习非常积极主动,从来没有让我们担心过。真希望课题结项后能有更多的时间陪陪我的家人。最后,我还要感谢清华大学出版社的责任编辑们,是他们认真细致的工作使得本书以尽可能少的错误呈现在读者面前。

尽管本书尽可能完整地列出了所参考的文献,但仍有可能存在遗漏,书中观点亦有待进一步完善,不妥和疏漏之处恳请各位同人和广大读者批评指正。

张功富

2015年5月20日

写于 The University of Texas Pan American

第一章 绪论	1
一、研究背景与意义	1
二、研究思路与研究方法	3
三、相关概念界定	4
四、主要研究内容与创新之处	7
第二章 文献综述	11
一、政府干预企业的动机与经济后果研究	11
二、企业投资效率的度量及企业投资的影响因素研究	21
三、政府干预对企业投资的影响研究	34
四、研究评述	38
第三章 制度背景	40
一、中国地方政府干预的制度特征	40
二、中国企业投资的制度特征	51
三、本章研究结论	62
第四章 中国上市公司非效率投资的实证度量研究	63
一、非效率投资度量的研究设计	64
二、金融危机前中国上市公司非效率投资的实证度量	67
三、金融危机后中国上市公司非效率投资的实证度量	73
四、本章研究结论	76



第五章	政府干预下的企业固定资产投资行为研究	77
一、理论分析与研究假设		78
二、实证研究设计		81
三、实证检验与结果分析		85
四、本章研究结论		93
第六章	政府干预下的企业跨省投资行为研究	94
一、理论分析与研究假设		95
二、实证研究设计		99
三、实证检验与结果分析		102
四、本章研究结论		110
第七章	政府干预下的企业环境投资行为研究	111
一、理论分析与研究假设		112
二、实证研究设计		114
三、实证检验与结果分析		116
四、本章研究结论		118
第八章	政府干预下的企业研发投资行为研究	121
一、理论分析与研究假设		122
二、实证研究设计		124
三、实证检验与结果分析		127
四、本章研究结论		131
第九章	研究结论与政策建议	134
一、研究结论		134
二、政策建议		135
参考文献		137
附录	部分工业企业 2009—2013 年非效率投资计量结果	152

T 图表目录

the chart directory

图 1-1	本书研究技术路线图	(4)
图 1-2	本书内容框架	(8)
图 3-1	各地区政府干预程度降低幅度	(47)
图 3-2	全国及各经济区政府减少对企业干预程度均值趋势图	(48)
图 3-3	中国上市公司 1994—2013 年息税前利润率与债务资本成本 比较图	(57)
图 3-4	中国企业研发经费支出总额及世界排名(2000—2011 年)	(59)
图 3-5	主要国家工业企业研发投入强度(%)	(60)
图 4-1	金融危机后中国上市公司非效率投资程度及分布	(75)
表 3-1	减少政府对企业的干预指数一览表	(45)
表 3-2	企业与有关部门打交道天数	(48)
表 3-3	中国与新加坡经商容易度分指标的对比	(49)
表 3-4	全国各地区地方保护程度	(50)
表 3-5	全国各地区区域性行政垄断	(51)
表 3-6	中国上市公司董事会战略委员会设立情况统计	(56)
表 3-7	各城市被调查企业研发投资情况	(60)
表 4-1	变量的基本描述性统计量	(68)
表 4-2	托宾 Q 与基准 Q	(69)
表 4-3	金融危机前中国上市公司实际投资、最优投资与非效率投资的描述性 统计量	(70)
表 4-4	投资—现金流敏感性的动因检验结果	(72)
表 4-5	年报约束组与其他组融资约束变量差异检验	(73)



表 4-6	最优投资模型回归结果	(74)
表 4-7	金融危机后实际投资、最优投资与非效率投资的描述性统计	(74)
表 4-8	金融危机前后中国上市公司非效率投资的比较	(76)
表 5-1	主要变量定义	(84)
表 5-2	主要变量的描述性统计	(86)
表 5-3	主要变量皮尔森相关系数表	(87)
表 5-4	非效率投资的均值差异检验结果	(88)
表 5-5	政府干预、政府控制与企业非效率投资回归结果	(89)
表 5-6	政府干预、政治关联与企业过度投资回归结果	(91)
表 6-1	主要变量定义	(101)
表 6-2	主要变量的描述性统计	(103)
表 6-3	各省市市区上市公司跨省投资情况	(104)
表 6-4	各省市市区吸引省外上市公司投资设立公司情况	(105)
表 6-5	相关变量非参数检验结果	(106)
表 6-6	地方保护影响企业投资的回归结果	(107)
表 6-7	地方保护、企业投资影响企业竞争优势的回归结果	(108)
表 7-1	主要变量设计一览表	(114)
表 7-2	重污染行业上市公司社会责任报告及环境投资披露情况	(116)
表 7-3	政府干预与地区污染模型回归结果	(117)
表 7-4	地区污染与企业环境投资模型回归结果	(118)
表 8-1	样本企业的行业分布	(124)
表 8-2	描述性统计分析	(127)
表 8-3	企业研发投资的非参数检验结果	(128)
表 8-4	回归结果	(129)
表 8-5	主要变量 Pearson 相关系数表	(132)

第一章

绪论

一、研究背景与意义

投资是驱动中国经济发展的“三驾马车”之一,投资速度的快慢决定着中国经济增长速度的快慢,而投资效率的高低则决定着中国经济增长质量的好坏。近年来,中央明确提出要加快中国经济增长方式的转变,即由重视增长速度转向重视增长质量。尽管与改革开放初期相比,中国经济增长质量有了较大的改善,但作为经济增长主要驱动力之一的企业投资依然存在着许多问题。

第一,中国企业整体投资效率低下。辛清泉等(2007b)的研究显示,1999—2004年,中国上市公司的资本投资回报率仅为2.6%,并且资本投资回报率低于资本成本;钟经樊和连玉君(2006)的实证度量结果表明,融资限制的存在可能导致上市公司的投资支出较最优投资水平低48.3%,代理成本将导致上市公司的投资超出最优水平20.8%,二者的净影响使得上市公司整体上表现为投资不足,不足率27.5%;韩立岩等(2002)发现,中国的资本配置效率不仅远低于发达国家,而且低于其他发展中国家;古格勒等(Gugler et al., 2004)的研究则为这一发现提供了更具体的证据,中国企业投资效率在61个样本国家中排名倒数第5位;戴维(David, 2011)的研究发现,在2005—2009年,破坏价值的中国公司比例由27%上升至39%,这些公司在投资时不是创造价值,而是在破坏价值。

第二,企业投资尚未实现在全国范围内的有效配置。地区间的无序竞争以及



地方保护导致投资领域出现“潮涌”现象,各省低水平重复投资,使得钢铁、水泥、煤化工、多晶硅、电解铝乃至风电设备等一系列主要行业均出现严重的产能过剩^①,以至于一些人士惊呼“国内已难寻非产能过剩的行业了”^②。

第三,企业环境投资的主动性不足。中国的环境质量问题越来越严重。尽管国家有关部门不断加大立法和执法力度,敦促企业重视社会责任投资,减少污染排放,但是,从“腾格里沙漠排污”、“昆明东川‘牛奶’河事件”、“紫金矿业铜酸水渗漏事故”等不断曝出的触目惊心的企业环境污染事件可以清晰地看出,一些企业仅出于应付的目的进行环境投资,而另一些企业则干脆不应付,千方百计偷排废水废气,大肆污染环境。

第四,研发投资强度不足。尽管国家创新战略实施以来,中国企业研发投资总规模跃居世界前列,仅次于美国和日本,但研发投资强度仍在低水平上徘徊不前。当前中国大中型工业企业研发经费投入强度仅为 0.93%,而美国、日本、德国等发达国家则普遍在 2% 以上,其中日本达到了 3.57%(玄兆辉和吕永波,2013)。

企业投资存在的上述问题受到了政府部门、实务界和理论界高度关注。“低效投资是中国经济最大水分”已成为 2013 年许多两会代表的共识^③。学者们则纷纷从不同角度对于可能的原因进行分析。古格勒等(2004)认为导致中国企业非效率投资程度如此严重的一个重要原因是,中国的公司治理制度未能很好地协调经理与股东的利益。然而,我们不禁要问:中国公司治理结构的现行立法模式是集英美、德日两种主要模式之大成,理应趋利避害、更胜一筹,为何实际运行结果不令人乐观呢?也有人认为,投资效率低的原因,还是在于相关体制改革不到位^④。我们认为,相关体制改革不到位的实质就是政府干预,也即转型经济中存在的较为严重的政府干预可能是导致企业投资问题的主要原因,因此本书拟对政府干预下的企业投资行为展开研究。

本研究的理论价值在于:现有相关研究大多只以固定资产为研究对象,较少研

① 国务院 2009 年 9 月 29 日报告数据显示:2008 年中国粗钢产能 6.6 亿吨,需求仅 5 亿吨;水泥产能 18.7 亿吨,产量 14 亿吨;煤化工开工率不足 70%,2009 上半年甲醇装置开工率不足 40%;多晶硅产能 2 万吨,产量仅 4 000 吨;电解铝产能 1 800 万吨,产能利用率约七成。

② 杨凯生. 国内已难寻非产能过剩行业. <http://finance.sina.com.cn/zt/bank/20140912/092720275486.shtml>.

③ 周小苑. 低效投资是中国经济最大水分. 人民日报海外版,2013-03-16.

④ 刘俏. 金融改革有利于提高投资效率. 人民日报,2015-04-23.

究政府干预对不同类型投资的影响,本书将企业投资细分为固定资产投资、跨省投资、环境投资和研发投资四种类型,然后分别研究政府干预对这四种投资行为的影响。一方面,可以拓展企业投资研究的视角,丰富政府干预与企业投资关系的研究文献;另一方面,对中国企业的非效率投资行为提出一些有别于传统的、更加符合实际的认识,为规范政府行为提供切实的理论依据,为企业建立高效率的投资决策机制、优化投资行为提供理论指导。

本研究的应用价值体现在以下三个方面:首先,通过研究,可以确定政府干预在企业不同类型投资行为中的作用,从而为有关部门制定与政府治理有关的法律、法规和制度提供理论和经验依据;其次,参考本研究成果有助于政策制定者在有关政府行为、竞争、公司治理和投资体制改革等方面的法律法规的修订和完善中统筹兼顾,形成一个能规范政府行为、促进充分竞争、提高信息透明度、保护投资者利益、调动企业投资积极性的法律法规体系;最后,通过研究,挖掘出存在于企业内外部的、能有效抑制政府干预的机制,从而可以有针对性地加强这些机制的培育,最终实现优化企业投资行为、提高企业投资效率的目的。

二、研究思路与研究方法

(一) 研究思路

本研究的总体思路如下:

(1) 对政府干预的动机及经济后果、企业投资效率度量及影响因素等相关文献进行深入分析,以政府干预的经济后果为主线构建可以解释转型经济时期中国企业非效率投资行为的理论框架;

(2) 运用第一步构建的理论框架分析政府干预对企业不同类型投资行为的作用机制,并提出影响路径的实证研究假设;

(3) 基于宏观经济数据和上市公司财务数据分别对政府干预和企业固定资产投资、跨省投资、环境投资以及研发投资等相关变量进行实证度量;

(4) 逐一对所提出的路径假设进行实证检验;

(5) 基于理论分析和实证检验的结果提出治理和完善的对策。

本书的技术路线如图 1-1 所示:

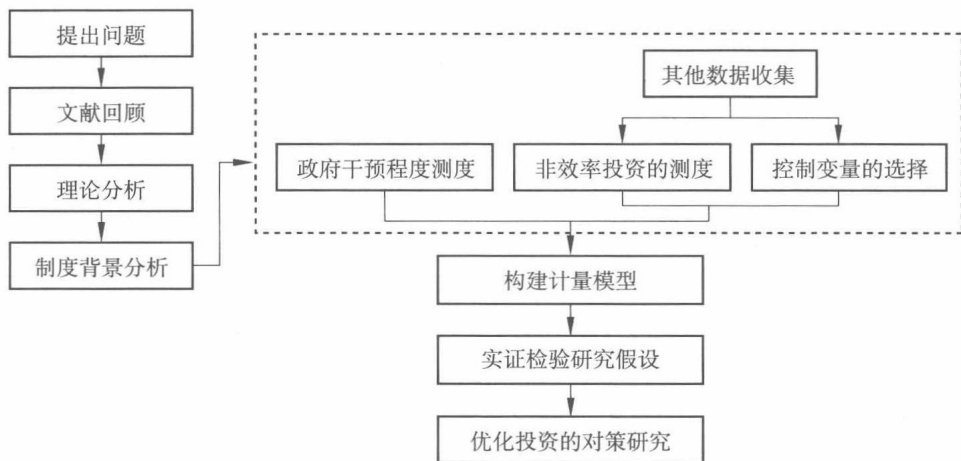


图 1-1 本书研究技术路线图

(二) 研究方法

采用规范分析与实证分析相结合的方法,具体如下:

(1) 通过理论演绎,整合经济学、管理学等多学科的相关理论,揭示政府干预对企业投资行为的作用机制;

(2) 基于相关研究成果、宏观经济数据、上市公司的公开资料等,实证度量政府干预和企业非效率投资,并运用均值比较法和卡方分析法,对企业非效率投资按政府干预程度等进行描述性统计分析和非参数检验;

(3) 将政府干预及企业投资的其他影响因素纳入回归模型中进行数据分析,寻找各个变量之间的内在结构关系,实证检验政府干预影响企业不同投资行为的路径。

三、相关概念界定

(一) 政府干预

亚当·斯密在《国富论》中指出,在市场中每个参与者追求其私利的过程中,市场体系会给所有参与者带来利益,就好像有一只看不见的手在指导着整个经济过程。他认为,国家经济的发展不应由政府干预,而应由这个看不见的手即整个社会