

教育部人文社会科学研究青年基金项目（11YJC630009）资助

政府控制、法律环境与 公司投资效率研究



ZHENGFU KONGZHI FALV HUANJING YU
GONGSI TOUZI XIAOLV YANJIU

蔡吉甫/著



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学研究青年基金项目（11YJC630009）资助

政府控制、法律环境与 公司投资效率研究

蔡吉甫 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

政府控制、法律环境与公司投资效率研究 / 蔡吉甫著.
—北京: 经济科学出版社, 2014. 8
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4925 - 8

I. ①政… II. ①蔡… III. ①行政干预 - 关系 - 上市公司 - 投资效率 - 研究 - 中国②法律 - 关系 - 上市公司 - 投资效率 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 191412 号

责任编辑: 王东岗
责任校对: 王肖楠
版式设计: 齐杰
责任印制: 邱天

政府控制、法律环境与公司投资效率研究

蔡吉甫 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

固安华明印业有限公司印装

880 × 1230 32 开 10 印张 260000 字

2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4925 - 8 定价: 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

自 1978 年我国政府启动以市场化为取向的经济体制改革以来，借助投资，我国经济长期保持了一个较快的增长速度。然而，在经济高速增长的背后，我国企业的投资效率却呈现出不断下降的趋势，企业的投资质量令人堪忧。究其根源，固然与我国资本市场成立时间较短，信息不对称和交易成本过高，以及现代企业制度建设滞后，公司代理问题较为严重有关。但是，在我国经济转轨过程中，中央政府为提高地方政府发展经济的积极性采取的中国式分权模式导致的地方政府激励结构的扭曲亦是造成我国企业投资效率低下的一个不可忽视的原因。中国式分权模式体制下基于相对经济绩效的地方官员考核方式和晋升模式使得地方政府逐渐演变为“干预之手”角色。考虑到任何企业的投资活动都是在特定的制度环境中进行的，受到特定的制度安排的制约。在现代社会中，政府作为最重要的制度安排之一，地方政府官员的行为模式和动机及其变迁同样会对企业的投资活动产生深刻影响。而这些影响往往是与企业投资价值最大化目标相悖的，不可避免地造成辖区内企业投资行为的扭曲和异化，出现低效率。

本书以企业投资效率为中心议题，以政府干预和法治规制为立论点，结合我国经济转型期的特点，系统地对下列问题进行了研究：（1）作为政府干预和影响企业投资活动最常用的两种方式，政府控制（国家所有制）和政府“干预之手”是否是导致我国企业投资普遍缺乏效率的重要原因？且此两种干预经济的方式对企业投资效率的影响有何不同？（2）受政府行为动机和政府“干预之

手”的影响，中央政府控制的公司、地方政府（省、市和县）控制的公司和非政府控制的公司非效率投资程度和模式存在何种差异？反映到公司经营绩效上，又会产生何种经济后果？（3）法治能否遏制政府“干预之手”对企业投资决策的影响，减少地方官员不当诉求对企业投资效率的侵蚀？（4）与传统的规制企业非效率投资的机制相比（如银行负债和会计信息），法治是否是一个更为根本和有效地降低企业投资行为异化和扭曲的手段？（5）法治提升企业投资效率的效果如何？即如果法治能够显著抑制政府“干预之手”对企业投资活动的影响，降低企业实际投资支出偏离预期投资的程度，则这种对企业投资效率的改进能否最终反映到企业盈利能力的增加上。上述问题的研究对于认识和厘清政府与企业，政府与法治的关系，理解建立法治社会和转变政府职能的必要性并使市场在资源配置中发挥决定性作用具有重要的理论价值和现实意义。

研究结果显示：（1）在融资约束、代理冲突与公司投资效率方面，若根据投资—现金流量敏感性形成的机理并以其作为判断企业投资行为是否有效的标准时，则我国上市公司的投资亦出现了不同程度的扭曲和低效率，且这种投资扭曲和低效率不受公司终极控制人的产权性质的影响。而利用投资价值效应的一般原理进行的动因检验则揭示出，在中央政府控制的公司、市县政府控制的公司和非政府控制的公司中，既有部分公司的投资出现了不足，也有部分公司的投资产生了过度。而省级政府控制的公司投资的目的并不是为了获取收益，有可能追求的是政治目标，因而是一种严重的滥用公司资金的行为。（2）在政府控制、政府“干预之手”与公司投资效率方面，非政府控制的公司所表现出的较高的投资行为异化和扭曲很大程度上是政府“干预之手”导致的结果，而非控股股东有意所为。而省级政府控制的公司过度投资的产生则是控股股东施加的结果，较少受到政府“干预之手”的影响。且在政府“干预之手”严重的地区，省级政府控制的公司和市县政府控制的公司投资较低的可能出现不足。相反，中央政府控制的公司非效率投

资很少受到地方政府“干预之手”的影响。此外，政府“干预之手”还对非政府控制的过度投资公司的盈利能力带来了一定负面效应。投资不足则对省级政府控制的公司的盈利能力形成了不利影响，且这种不利影响在政府“干预之手”严重的地区表现得更强烈。而中央政府控制的公司、市县级政府控制的公司和非政府控制的公司投资不足与公司经营业绩则不相关。(3) 在双重软预算约束、银行负债和公司投资效率方面，由于受双重软预算约束的影响，银行负债的过度投资控制功能基本上是不存在的，尤其是对于省级政府控制的公司，银行借款非但未能有效抑制公司的过度投资，而且还进一步为公司的过度投资提供了资金支持，扩大了公司过度投资的程度。若深入到银行负债的具体构成，银行短期借款的过度投资控制功能是弱化的，长期借款的过度投资控制功能则是恶化的。而在投资不足方面，银行短期借款虽然加重了非政府控制的公司的投资不足，但却能够有效缓解政府控制的公司的投资不足。长期借款对公司投资不足的影响则是复杂的，其可以降低省级政府控制的公司的投资不足，但对中央政府控制的公司和非政府控制的公司投资不足没有影响，而对市县级政府控制的公司的投资不足则非但没有减轻作用，还抑制了市县级政府控制的公司的投资支出，进一步加重了公司的投资不足。与此同时，控股股东持股比例的增加削弱了短期借款在市县级政府控制的公司中具有过度投资控制功能，加重了长期借款在非政府控制的公司中的过度投资控制功能失效问题，但却减轻了短期借款和长期借款对非政府控制的公司和市县级政府控制的公司投资不足的抑制作用。(4) 在终极控制人性质、会计信息质量与公司投资效率方面，高质量的会计信息不仅能够有效抑制公司的过度投资，同时还可以缓解公司的投资不足。且从作用效果来看，会计信息在抑制公司过度投资中发挥的作用要大于其在降低公司投资不足中发挥的作用，显示出会计信息的治理功能要优于其定价功能。而且，高质量的会计信息对政府控制的公司和非政府控制的公司投资效率的影响并不存在实质性差异，但是按照新制定的

会计准则披露的会计信息其在缓解公司投资不足方面的效用相较于依据旧会计准则提供的会计信息则呈现出弱化的趋势。(5) 在法治、政府控制、政府“干预之手”与公司投资效率方面,法治水平的提高能够显著缓解非政府控制的公司的过度投资和投资不足,并抑制政府“干预之手”给非政府控制的公司的过度投资和市县各级政府控制的公司的投资不足造成的负面影响,但是其在减少省级政府控制的公司的非效率投资上则是无效的。而且,法治难以遏制地方政府对银行信贷决策的不当干预,消除双重软预算约束造成的银行负债的过度投资控制功能失效问题,使得长期借款在法治水平高的地区和法治水平低的地区都表现出了类似的促进公司过度投资的效应。

综上所述,除资本市场的不完美和公司代理问题外,隐藏在国家所有制与地方政府“干预之手”背后的政府官员的政绩和私利动机亦是导致我国企业投资效率低下的一个重要原因,而制度的缺失和政府部门的过于强势导致法治在提高我国公司投资效率中能够发挥的作用还是很有限的。此种结果意味着,政府控制下的国有产权的非效率问题及由此带来的代理冲突问题并不必然会随着国有企业的产权改革而自动消除。在政府权力不受约束和法律对私有产权缺乏保护从而易受政府侵犯的背景下,非政府控制的公司的投资活动同样也会受到政府“干预之手”的影响。在转轨经济中,产权的不安全性往往比资本市场的缺陷对企业发展的阻滞更大。所以,与民营化将会缓解国有企业非效率投资问题的理论预期截然相反,在政府部门过于强势乃至权力所受约束相对软化的环境下,政府官员都有动机和能力去干预任何一种产权类型的公司的经营活动。因此,要想解决我国企业的非效率投资问题,并从本源上消除政府“干预之手”给企业乃至投资者带来的负面影响,除了进一步完善公司治理机制,规范公司的投资行为,提高公司的会计信息披露水平和证券市场的运行效率外,还要更多地从公司外部寻找原因,对我国经济转型期不合理的法律制度进行根本性的变革,并在建立真正的法治社会和转变政府职能上下功夫。

目 录

1 导论	1
1.1 研究背景与选题意义	1
1.2 研究的基本约定	4
1.3 研究目标与方法	6
1.4 研究内容与可能的贡献	10
2 文献综述	15
2.1 企业投资理论发展演变的简要回顾	15
2.2 信息、代理与企业投资效率	23
2.3 政府控制与公司投资效率	57
2.4 制度环境与公司投资效率	60
2.5 对既有研究成果的现实思考	64
3 理论基础与制度背景	69
3.1 相关概念界定	69
3.2 企业非效率投资的理论基础分析	71
3.3 我国转型经济条件下的企业投资的制度背景分析	88
3.4 企业非效率投资的衡量	94
3.5 本章小结	101

4	融资约束、代理冲突与公司投资效率	103
4.1	引言	103
4.2	问题的提出	103
4.3	研究设计	111
4.4	实证结果与分析	124
4.5	本章小结	145
5	政府控制、政府“干预之手”与公司投资效率	147
5.1	引言	147
5.2	制度背景、理论分析与研究假设	148
5.3	研究设计	157
5.4	实证结果与分析	164
5.5	本章小结	183
6	双重软预算约束、银行负债与公司投资效率	185
6.1	引言	185
6.2	问题的提出	185
6.3	制度背景、理论分析与研究假设	188
6.4	研究设计	198
6.5	实证结果与分析	202
6.6	本章小结	218
7	终极控制人性质、会计信息质量与公司投资效率	220
7.1	引言	220
7.2	制度背景、理论分析与研究假设	222
7.3	研究设计	227
7.4	实证结果与分析	234
7.5	本章小结	245

8 法治、政府控制与公司投资效率	247
8.1 引言	247
8.2 制度背景、理论分析与研究假设	248
8.3 研究设计	256
8.4 实证结果与分析	259
8.5 本章小结	286
9 研究结论、政策建议与未来研究展望	288
9.1 研究结论	288
9.2 政策建议	292
9.3 研究不足和未来研究展望	295
参考文献	297



导 论

1.1 研究背景与选题意义

1.1.1 研究背景

企业投资及其行为是否理性近年来一直是众多学者探讨的热点问题，它对企业成长乃至一国经济发展有着决定性的影响。在微观层面，投资不仅是企业创造价值、实现财务目标的重要手段，同时其实际支出是否有效也直接关系到企业的经营风险、盈利能力和资本市场上的投资者对其经营业绩和未来发展前景的评价。在宏观层面，投资亦是一国经济活动的主要组成部分，因其发生的支出不但构成了当期国民生产总值，成为拉动经济增长的重要引擎之一，而且对促进社会就业、加快经济结构调整和增加国民财富也具有重要的作用。凯恩斯（1936）认为，投资的重要性不仅在于对资本存量增长具有的长期效应，还在于投资是总需求的直接决定因素和经济短期波动的基本驱动力，并且通过生产要素的配置间接影响总供给。自1978年我国政府启动以市场化为取向的经济体制改革以来，我国经济长期保持了高速增长的态势，很多学者认为，一个重要的原因是30多年来维持了较高的固定资产投资比率，使得资本得以迅速积累、生产能够快速发展（何青，2006）。然而，在高投入、高增长的宏观经济格局背后，我们很容易忽视从微观层面上对企业

投资行为是否理性的考察，以及对影响企业投资效率的因素的深入分析（何青，2006）。易纲和林明（2003）指出，尽管借助固定资产投资我国经济长期保持了较快的增长速度，但是与这种经济高速增长相伴随的却是“高投资—低效率”和“宏观好—微观不好”等问题。在这一过程中我国企业的投资效率不断下降，储蓄转化为投资的效率不高，经济增长的质量和可持续性令人担忧（沈坤荣和孙文杰，2004）。导致此种结果的原因既有技术上的也有体制上的。当前，我国经济正处于转型过程中，一方面，计划经济体制的惯性和路径依赖，资本市场的功能错位，投资者权益法律保护的缺失与公司治理结构的不完善，无论是从技术还是体制上都可能造成我国企业投资的非市场化动机和背离理性预期的行为（何青，2006）。另一方面，虽然随着社会主义市场经济体制的逐步确立和企业所有权结构的多元化，企业投资逐渐摆脱了政府投资的特征，更多地显示出了作为微观经济主体的动机和效果，成为一个追逐利润的能动主体（秦峰，2006）。然而，转型期我国政府主导下的经济发展路径、社会管理方式及其政治治理结构（田国强、夏纪军和陈旭东，2010）和基于相对经济绩效的政府官员晋升考核制度，导致各级政府为实现其政治和社会目标对企业投资活动的过多干预，从而使得政府的行为和动机也成为影响和决定企业投资模式和效率一个因素。而微观层面上存在的大量背离经济理性原则的企业投资行为的累积，不是导致了社会总投资的不足，就是导致了社会总投资的过度（何青，2006）。从微观上看，投资低效乃至无效会侵蚀企业的经营业绩，降低企业的价值，不利于企业的长远发展；从宏观上看，投资低效或者无效会带来重复建设，导致产能过剩和经济过热，非但无益于国民经济的持续稳定发展，更是形成了巨大的资源浪费和经济结构的扭曲。因而，无论是投资不足还是投资过度，都说明企业在稀缺资源配置和使用上的低效率（何青，2006）。投资缺乏效率不仅造成大量的资本闲置或沉淀在生产能力过剩的领域，使得我国的资本生产率呈现出持续下降趋势，而且也

增大了经济运行的潜在风险，削弱了经济增长吸收劳动力的能力，不利于经济社会的协调发展（李鑫，2008）。与此同时，我国正在大力推动经济发展模式的转变和经济结构的战略性调整，而要成功实现经济发展模式根本转变和经济结构战略性调整显然很大程度上取决于企业投资行为是否理性和有效率。企业投资效率缺失已经成为目前制约我国企业质量提升和经济长期平稳较快发展的最大障碍。给定企业投资在一国经济和社会发展中的重要性，所以，有必要结合我国经济转型期特殊的制度背景对企业投资效率问题做一研究。源于诺思的开创性贡献，经济学家逐渐认识到制度及其所界定的社会激励结构在经济增长中的核心地位，资本积累和技术进步则被认为是经济增长的结果而不是原因（陈刚、李树和余劲松，2009）。作为一个典型的政府主导型经济，政府的激励结构及其背后的制度安排同样是理解我国经济转轨和企业投资行为理性与否的关键因素（陈刚、李树和余劲松，2009）。基于此，本书拟利用信息经济学、投资学、会计学、政治学、法与金融学的基本原理，在综合考虑各级政府行为动机和不同地区法律环境差异的基础上，就我国企业投资效率普遍缺失的制度性根源、表现形式、经济后果、规制等问题展开深入研究。具体而言，本书予以研究的问题主要有以下几个：一是政府干预对企业投资效率有何影响？换言之，政府干预是否是导致我国企业投资普遍缺乏效率的一个重要原因。二是作为政府干预企业投资活动最常用的两种方式，政府控制（国家所有制）和政府“干预之手”对企业投资效率的影响有何不同？三是受政府行为动机和政府“干预之手”的影响，中央政府控制的公司、地方政府（省、市和县）控制的公司和非政府控制公司的非效率投资程度和模式存在何种差异？反映到公司经营绩效上，又会产生何种经济后果？四是法治能否遏制政府“干预之手”对企业投资决策的影响，减少地方官员不当诉求对企业投资效率的侵蚀？换言之，法治规制企业非效率投资的作用如何？五是与传统的规制企业非效率投资的机制（如银行负债和会计信息）相比，

法治是否是一个更为根本和有效的治理企业投资行为异化和扭曲的手段？六是法治提升企业投资效率的效果如何？即如果法治能够显著抑制政府“干预之手”对企业投资活动的影响，降低企业实际投资支出偏离预期投资的程度，则这种对企业投资效率的改进能否最终反映到企业盈利能力的增加上。通过对上述问题的研究，旨在为优化我国企业的投资行为，提高资金使用效率，促进经济发展方式根本转变和经济结构成功转型提供理论依据和政策建议。

1.1.2 选题意义

本书研究的理论价值和现实意义在于：在理论方面，通过构建适用于研究转型经济体企业投资效率问题的理论框架、模型和方法，本书不仅深化和拓展了投资理论的内涵，而且也为进一步深入探寻我国企业投资决策扭曲的制度性成因，规范特有治理结构下的公司投资决策模式，改善资本市场对公司财务决策的传导机制，以及有效解决企业投资效率低下问题提供了一个法律视角的规制思路，丰富了已有的企业非效率投资的研究成果和视野。在实践方面，通过考察和分析经济转型期各级政府的行为和动机对企业投资效率、投资后果，以及法治提升企业投资效率的微观机理和效果的影响，一方面为完善公司治理，督促企业建立科学合理的投融资决策制度和规范透明的决策程序提供实践指南；另一方面为规范政府行为，加快政府职能转型，推动法律改革和建立真正的法治社会的必要性提供经验支持，同时本书的研究对于厘清政府与企业，政府与市场的关系，认清政府在经济发展中的角色准确定位对于企业投资活动的影响亦具有非常重要的理论价值和现实意义。

1.2 研究的基本约定

为使本书的研究主题清晰突出，同时出于研究方便的考虑，特对本书的研究做出以下几点约定：

第一，研究内容方面的约定。限于篇幅，本书只是利用信息不对称理论、代理理论、政府“干预之手”理论、软预算约束理论和法与金融理论对企业非效率投资产生的制度性原因、表现形式、经济后果，以及银行负债（含债务期限结构和来源）、会计信息和法治提升企业投资效率的机理和效果进行了研究，基本上不涉及宏观层面的总投资的效率问题。而我国宏观层面的投资效率及其影响和后果国内一些学者对此已做了不少研究，具体请参阅这些学者的研究，如秦朵和宋海岩（2003），易纲和林明（2003）等。

第二，研究环境方面的约定。本书主要针对的是现代市场经济环境中的企业主体，这个主体主要是指建立了现代企业制度的公司制企业，其典型特征表现为“由一组支薪的中、高层经理人员管理的多单位企业”（钱德勒，1977）。它的所有（现金流量）权与控制权相互分离，是一个依靠科层组织来实现分工协作关系的团队生产组织，企业内部通常形成一种多层级的委托代理链。

第三，对非政府控制的企业的约定。本书所界定的非政府控制的企业即为“民营企业”，主要是指私有企业和个体经济，以及由私有企业发展而来的公司制企业，不包括由国有企业或集体企业通过产权转让演变而来的民营化企业。此外，还需要说明的是，本书的管理者特指现代企业中拥有决策经营权的企业高层，也是钱德勒（1977）所指的现代企业中的一组“支薪的高层经理人员”，与企业一般管理人员有着本质的区别。

第四，人的行为方面的假定。这需要突破新古典经济学关于人的行为的“经济人”假定，取而代之以威廉姆森的“契约人”假定。这包括两方面的内容：一是关于人的认识上的假定，也就是西蒙所说的“主观上追求理性，但客观上只能有限地做到这一点”的有限理性行为特征，该假定将所有完备的缔约活动归入到不可能实现的一类；二是有关人的行为假定，即人的动因天然机会主义，它是指人们具有借助于欺骗、偷懒等不正当手段谋取自身利益的行为倾向，典型特征是“损人利己”。这是人们为实现目标而寻

求自我利益的深层次条件 [威廉姆森 (Williamson, 1998)]。换言之,从事经济活动的人都是理性人或由理性人控制的组织,他们在一切经济活动中的行为都是以利己为动机,试图以最小的经济代价追逐和获得最大的经济利益。

第五,有关本书理论方面的约定。即交易费用存在且为正假定,资源稀缺性假定,环境复杂性与不确定性假定,以及信息不完美假定。这是为了便于运用制度经济学、信息经济学和法与金融学的基本理论对与我国企业非效率投资产生的制度性根源和经济后果展开分析,并在此基础上有针对性地提出相应的治理思路。这些假定都非常重要,若无它们,则政府官员、股东、债权人和管理者之间就不会出现所谓的信息不对称和利益冲突,一切行动和结果均处于相关主体的预期之中,所谓企业非效率投资及由此产生的治理问题也就无从谈起。

1.3 研究目标与方法

1.3.1 研究目标

本书的研究目标有具体目标和一般目标之分。与研究内容相对应,本书的具体研究目标可概括为:

① 探析政府控制(国家所有制)和政府“干预之手”对企业投资效率的影响,揭示经济转型期我国企业投资普遍缺乏效率的深层次的制度原因,以期为我国经济高速增长背后存在的“高投资—低效率”和“宏观好—微观不好”等异常现象提供解释和相应的经验证据。

② 研究法治规制企业非效率投资的微观机理及其在政府控制的公司和非政府控制的公司中的规制效率差异及其原因,并通过其对传统的规制企业非效率投资(如银行负债和会计信息)的机制的作用效果影响的分析,考察法治是否是一个更为根本和有效的治

理企业投资行为异化和扭曲的途径和手段。

③ 检验法治规制企业非效率投资的效果，即若法治能够显著抑制政府“干预之手”给企业投资效率造成的负面影响，则这种对投资效率的改进效应能否最终反映到企业盈利能力的提升上。

本书的一般研究目标是通过对上述内容的系统研究，为企业选择有效率的投资行为，优化资源配置，完善投资者权益法律保护水平，加快政府职能转变和建立有限且有效政府的必要性提供一个新的决策视角。

1.3.2 研究方法

任何一门学问，都离不开研究方法，甚至可以说，学问就是方法。方法的枯竭便是学问的停滞，方法的繁荣则是学术的发展（许家林，2005）。在科学研究中，研究方法是指研究主体为取得理论研究成果而作用于研究客体（特定的实践活动对象）所凭借的途径、方式或手段的总称。不同的研究方法既体现了研究主体不同的理论思维模式，也体现了最终所得到的理论研究成果上的差异（劳秦汉，2002），所以，经济理论的研究离不开研究方法的选择。不同研究方法的运用，往往会对同一经济问题做出不同的逻辑证明，或得出不同的研究结论。因而，理论研究方法的选取、采用异常重要。而作为经济学研究方法论中所涉及的方法体系虽然多种多样，但概括起来，不外乎发现和证实两方面 [埃塞德吉 (Etheidge), 1988]。根据本书研究问题的类型，可把研究方法论的这两个方面具体化为三个“相结合”方法综合加以运用，即规范研究与实证研究相结合、历史分析和逻辑分析相统一，以及比较和归纳相协调方法。这三个“相结合”的研究方法，分别适用于本书的不同部分，但又交相融合、贯穿于全书研究的始终。

(1) 规范分析和实证分析相结合的研究方法

理论研究的方法尽管有很多种，然而目前在理论研究中占据主导地位，则只有规范研究方法和实证研究方法。规范研究方法涉