

国有上市公司非效率投资问题研究 ——基于地方政府治理视角

黄良杰 著



清华大学出版社

国有上市公司非效率投资问题研究

——基于地方政府治理视角

黄良杰 著



清华大学出版社
北京

内 容 简 介

提高投资效率是公司治理的一个重要研究课题。本书从公司外部治理着手,基于地方政府治理视角,以代理理论、契约理论、信息不对称理论及地方政府竞争等理论为指导,分析地方政府治理行为对地方国有上市公司非效率投资的影响,通过地方政府治理与地方国有企业非效率投资理论分析和实证模型构建,并以 2005—2008 年间的地方国有上市公司数据进行检验,得出相应结论。

本书可作为高等院校管理学、会计学相关专业学生的阅读、研究资料,也可作为业内人士对相关问题进行研究的参考读物。

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

国有上市公司非效率投资问题研究:基于地方政府治理视角/黄良杰著.--北京:清华大学出版社,2013

ISBN 978-7-302-31641-1

I. ①国… II. ①黄… III. ①国有控股公司-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(2013)第 042437 号

责任编辑:刘士平

封面设计:傅瑞学

责任校对:刘 静

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:三河市金元印装有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×240mm 印 张:11 字 数:131 千字

版 次:2013 年 5 月第 1 版 印 次:2013 年 5 月第 1 次印刷

印 数:1~2000

定 价:32.00 元

产品编号:048841-01

序

30 多年的改革开放，使中国经济实现了长期宏观稳定，保持了平均每年 9% 以上的增长速度，成为世界第二大经济体，社会各阶层均发生了翻天覆地的变化，人们的生活日益走向幸福与繁荣。在这历史进程中，地方政府与国有企业所发挥的作用，功不可没。

自新中国成立 60 多年来，国有企业经历了从单位到企业、再到现代化企业的嬗变，其性质与社会作用也随之发生巨大变化，国有企业的经济效率和社会效率在不同时期评价也应有所不同。但是，其多年来人们评价国有企业主要是考核其经济效率，并在某种程度上有意或无意忽视其社会或政治效率及职能，使其在评价上由于采取的标准差异而备受争议。

从现有的文献来看，对国有企业的争议主要表现在对其在某些领域或行业市场垄断地位、其经营业绩表现以及投资效率等方面。无论是某些官员，还是国有企业管理者都不时感慨“国有企业搞坏了挨骂，搞好了还是挨骂”，为什么会这样？许多学者就此展开了诸多有益的研究，并取得了丰富的成果。但这些成果主要是基于产权治理、契约、交易成本等企业内部治理视角进行考察，本书尝试从地方政府治理视角，讨论国有企业效率问题，以期能够为改善国有企业效率提供一个新的解释。

本书主要集中于地方国有企业投资效率讨论，主要论点在于：地方国有企业不是一个单纯的企业组织，在某种程度上它是一个地方政

府准机构。由于与地方政府之间千丝万缕的联系，一方面，地方国有企业首先需要作为企业组织，追求经济效益；另一方面，地方国有企业作为地方政府的准机构，甚至是地方政府行使事权的某个平台，它的投资决策可能又不能仅从单纯追求企业经营效益出发，而是更应考虑社会效益乃至政治效益。所以，从企业角度评价，地方国有企业一些投资行为可能是非效率的。因此，改善地方国有企业的投资效率，不仅要从企业内部治理着手，更重要的是改善地方政府治理，甚至着手于重新反思当前分权体制，给予国有企业真正的自主权，才有可能更好地发挥投资效率。

本书由作者的博士论文改编而成，在攻读博士期间刚入学术门槛，自身学术能力有限，且阅读文献有所不足，书中分析问题难免疏浅，观点难免不够科学合理，逻辑上亦有不够严谨之处，在此向广大读者表示歉意，若有不当论述，敬请原谅，并欢迎相互探讨、商榷。同时，对本书中引用文献资料的作者、帮助过我的导师、朋友、领导以及我的家人表示衷心的感谢！

黄良杰

2013年3月



前

言

提高投资效率是研究公司治理的一个重要课题。本书从公司外部治理着手，基于地方政府治理视角，以代理理论、契约理论、信息不对称理论及地方政府竞争等理论为指导，分析地方政府治理行为对地方国有上市公司非效率投资的影响，通过地方政府治理与地方国有企业非效率投资理论分析和实证模型构建，并以2005—2008年间的地方国有上市公司数据进行检验，得出以下几点结论。

第一，在分权体制下，受地方政府间的标尺竞争和官员晋升激励等因素影响，地方政府治理目标表现为多重性；由于地方政府之间竞争日趋激烈，以及地区间经济禀赋和地方政府利益差异的存在，地方政府治理行为对地方国有企业投资决策产生较大的影响。受地方政府治理目标的影响，地方国有企业行为目标也表现出多重性。其投资决策除了考虑资产保值增值之外，在特定情况下还要考虑地方政府治理的政治绩效实现，这种考虑很可能会对单纯的企业盈利目标产生负面影响，从而导致地方国有企业存在非效率投资行为。

第二，地方政府治理行为影响地方国有上市公司非效率投资的具体路径表现在三个方面：一是通过控制权或股东地位施加影响；二是通过地方政府政策制定与执行来施加影响；三是通过行政手段来施加影响。

第三，实证结果表明，地方国有上市公司普遍存在非效率投资行为，且我国地方国有上市公司在进行投资决策时，较多考虑的是规模

效应，而对投资盈利能力因素的考虑则相对较少。因为企业规模的扩大，可以增加地方国有企业在当地的战略地位，有利于地方经济的增长和就业岗位的增加，有利于地方政府治理目标的实现；同时，企业规模扩大也有利于地方国有企业管理层晋升。

第四，在我国地方国有上市公司的投资中，现金流量对决策具有敏感性，可能是由于地方国有企业普遍面临预算软约束，所以对负债率的高低并不敏感。另外，本期投资支出与上期投资支出显著正相关，说明我国地方国有企业投资具有持续性。由于地方国有企业改制后，规模越大的企业与地方政府讨价还价的能力越强，其管理者为了提升自身利益和对政治激励的追求，投资追求政治绩效的可能性更大，因此这也是导致地方国有企业非效率投资的动因。

第五，实证表明，由于地方政府为了实现政治绩效而采取不适当的行政手段，我国地方国有上市公司的非效率投资与地方政府治理行为正相关，地方政府治理影响与地方国有企业投资不足显著相关，而地方国有上市公司投资过度行为与地方政府治理相关性不显著。

第六，由于地区间经济禀赋差异和地方政府利益差异的存在，地方政府治理影响地方国有企业非效率投资也出现区域差异。这种差异主要表现为地方政府治理对地方国有企业投资影响的路径差异：在市场化进程相对落后的地区，地方政府治理的行政手段是影响地方国有上市公司非效率投资的主因；在市场化进程较高的地区，地方政府治理的行政手段和地方国有上市公司治理机制均有可能导致非效率投资。

黄良杰

2013年3月



目

录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景与问题	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究的问题	8
1.2 研究思路与方法	10
1.3 基本框架	13
1.4 研究特色与创新	14
第 2 章 理论基础与文献综述	17
2.1 投资理论与投资行为的选择	18
2.1.1 传统的投资理论回顾	18
2.1.2 信息不对称与企业投资	19
2.1.3 激励(代理)与企业投资	22
2.1.4 不完全合同与企业投资	28
2.1.5 理论基础及其相关文献简要评述	29
2.2 企业非效率投资治理的路径	30
2.2.1 管理层激励与企业非效率投资治理	31
2.2.2 董事会与企业非效率投资治理	32
2.2.3 所有权、市场流动性与企业非效率投资治理	34

2.2.4	债务约束与企业非效率投资治理	36
2.2.5	制度环境与企业非效率投资治理	37
2.2.6	会计信息透明度与企业非效率投资治理	38
2.2.7	企业非效率投资治理路径的文献简要评述	39
2.3	地方政府治理及其对企业行为的影响	39
2.3.1	财政联邦主义与转型中地方政府治理	40
2.3.2	财政分权与地方政府官员激励	43
2.3.3	分权机制下地方政府对地方国有企业 行为的影响	45
2.3.4	相关文献简要评述	49
2.4	本章小结	49
第3章	制度背景分析	51
3.1	改革开放以来的地方分权与财政分权	51
3.1.1	地方分权及其治理特征	52
3.1.2	改革中的财政分权	56
3.2	分权体制下的地方政府与地方国有企业关系演变	59
3.2.1	分权体制下的国有企业改革	59
3.2.2	地方政府职能在行政体制改革中演变	65
3.2.3	分权体制下地方政府与国有企业的关系演变	69
3.3	分权体制下国有企业治理特征及其对投资效率影响	73
3.3.1	分权体制下国有企业治理特征	73
3.3.2	国有企业治理模式对投资效率的影响	77
3.4	国有企业投资行为特征及效率分析	78
3.4.1	分权体制下的投资体制变迁	78

3.4.2	当前投资体制下国有企业投资行为特征 及效率分析	81
3.5	本章小结	85
第4章	国有企业非效率投资与地方政府治理：理论分析 ...	86
4.1	地方政府治理影响国有企业投资行为的动因	86
4.1.1	分权体制下地方政府主体地位的确定	86
4.1.2	分权体制下地方政府治理目标及职能转变	89
4.1.3	分权体制下地方国有企业地位与角色的转变	91
4.1.4	地方政府治理影响国有企业投资行为的动因	94
4.2	地方政府治理行为影响国有企业投资行为的路径	96
4.2.1	政府治理行为影响国有企业行为路径的演变	96
4.2.2	当前地方政府治理行为影响国有企业 投资的路径	98
4.3	地方政府治理行为影响国有企业投资行为 的经济后果	102
4.4	地方政府治理下的地方国有企业投资效率分析	104
4.4.1	地方国有企业投资效率分析	104
4.4.2	基于地方国有企业自身治理的非效率 投资分析	105
4.4.3	基于地方政府治理的地方国有企业 非效率投资分析	106
4.5	本章小结	109
第5章	地方国有企业非效率投资的实证分析	110
5.1	企业非效率投资模型选择	110

5.1.1	FHP 模型	111
5.1.2	FHP 模型中存在的问题及后续研究	111
5.1.3	非效率投资度量模型的确定	117
5.2	地方国有企业非效率投资度量实证检验	118
5.2.1	检验假设	118
5.2.2	样本选择	119
5.2.3	变量定义	120
5.2.4	变量描述性统计及模型结果分析	121
5.3	结论	124
第 6 章 地方政府治理对国有企业非效率投资影响的实证研究		126
6.1	假设的提出	126
6.2	研究设计	129
6.2.1	样本选择与数据来源	129
6.2.2	检验模型及变量定义	130
6.2.3	变量描述统计及检验结果分析	133
6.2.4	地方政府治理行为影响的市场化差异检验	139
6.3	本章小结	142
第 7 章 结论与启示		144
7.1	研究结论	144
7.2	政策建议	146
7.3	研究局限与展望	147
参考文献		149
致谢		164



1.1 研究背景与问题

1.1.1 研究背景

单纯从经济视角来讲,国有企业目标函数应当是利润最大化或企业价值最大化。但是,由其特殊身份决定国有企业并不是一个纯粹的经济组织。从中国的实际情况来看,不少地方国有企业如同一个基层的准行政组织,它承担了政府发包的大量的行政和社会责任^①。由于国有企业这一特殊身份,深深影响了其投资效率和经济效益。

自改革开放以来,伴随着市场化进程不断深入,中国经济不断出现增长奇迹。在这种增长奇迹的背后,地方政府的努力是一个不可忽视的重要因素。30多年的改革开放过程,实际上是中央政府不断地对地方政府进行放权激励的过程。放权激励使地方政府的行政权力、经济管理权力和财权不断增强,导致中央和地方政府的关系从改革前的命令和服从关系,演变成为一种协商、谈判的关系^②。传统上,中国许多事务均是

① 周黎安,转型中的地方政府:官员激励与治理。上海:格致出版社,上海人民出版社,2008:263。

② 周黎安,转型中的地方政府:官员激励与治理。上海:格致出版社,上海人民出版社,2008:263。

由地方政府完成,事权高度集中在地方政府,中央政府主要发挥指导、协调和监督作用。为了充分调动地方政府的积极性,在改革中实施了财政分权和行政分权改革^①。分权式改革形成了我国独有的“中国特色的邦联主义(federalism, Chinese style)”^②(Qian and Weigast 1996, 1997; Qian and Roland 1998; Jin et al. 2005)。这种制度的设计加快了地域经济的发展,充分调动了地方政府促进经济增长以及保护私有产权的积极性,但同时也加剧了地方政府之间的竞争。为了进一步调动地方政府发展经济的积极性,在改革中将地方政府官员晋升与地方经济发展联系起来,让地方政府官员为了政治晋升而在经济上相互竞争,从而形成了“晋升锦标赛模式”(周黎安 2004, 2007)^③。在这种激励模式下,促使了地方政府最大限度地利用其所控制的一切资源,加大投资,以保证当地的 GDP 和财政收入飞速增长。正是这种激励,促使地方政府行为从“援助之手(helping hand)”到“攫取之手(grabbing hand)”转变(陈抗等 2002)。

分权制度设计的后果之一是地方政府有强烈干预微观经济活动冲

① 具体表现是 1985 年财政包干制、1994 年分税制以及打破“条条块块”管理模式。

② 根据钱颖一等经济学家的观点,中国特色的邦联主义第一个特点是行政分权,中央政府在 20 世纪 80 年代初期将很多经济管理权力下放到地方政府,使地方政府拥有相对独立和自主的经济决策权;第二个特点是以财政包干为内容的财政分权改革,中央把大量的财权下放到地方,且实行财政包干制,使地方政府可以与中央政府分享财政收入,地方政府实现财政收入越多,其留成就越多,拥有较多的财政收入,而其中的预算外收入则 100% 留给地方政府。通过行政权力和财政分权,充分调动了地方政府发展经济的积极性,但也加剧了地方政府之间的竞争。

③ 周黎安认为,晋升锦标赛的行政治理模式是指上级政府对多个下级政府部门的行政长官设计一种晋升竞赛,竞赛优胜者将获得晋升,而晋升的标准由上级政府决定,它可以是 GDP 的增长率,也可以是其他可度量的指标。晋升锦标赛的技术前提条件是:第一,上级政府的人事权力必须集中,以决定一定晋升标准,并根据下级官员绩效决定升迁;第二,从一种委托人和代理人的角度看,都是可以衡量的、客观的竞赛指标,如 GDP 增长率、财政收入、出口创汇量;第三,各参赛主体即官员的“竞赛成绩”是相对可分离和可比较的;第四,参赛的政府官员能够在相当程度上控制和影响最终考核的绩效;第五,参与人之间不容易合谋。

动^①(谭劲松等 2007)。虽然分权体制充分调动了地方政府促进经济增长的积极性,但由于分税制的实施,中央在不减少地方财政支出前提下,将财权上收(Shen and Zou 2006),使得地方政府收入与所承担事权不匹配,加重了地方政府财政困难局面。尽管实行了财政分权体制,但在目前中央集权制下,各级地方政府可以动用促进财政收入增长的政策工具非常有限(周业安 2000)。例如,政府经常可以动用的税收政策相关权力主要集中在中央政府层面,而地方政府可以动用的空间较小,在这种事权与财权不对称的局面下,增加了地方政府公共治理难度。另外,由于各地经济资源禀赋、市场化进程的差异及政府治理水平的差异影响,使得各地经济发展不平衡,加剧了地区间竞争激烈程度,从而激励了地方政府积极参与和干预微观经济活动(郑国坚,魏明海 2007)。

我国传统国有企业管理模式始终遵循“条条块块”管理模式。在新中国成立初期,中央政府对各行业均设有行业主管部门,一方面这些行业主管部门形成了计划经济的集权控制网络,即我们通常所说的自上而下的“条条”管理模式;另一方面,企业的生产责任和物资分配是分层级的,这些层级通常隶属于某一层级地方政府,在这个地方区域内进行物资调配,形成区域内自给自足的计划管理倾向,即人们通常所说的“块块”管理模式。在“条条块块”管理模式下,所有的国有企业分属于不同的政府部门,每个国有企业均具有不同的级别,如中央企业是部属企业、省级企业是省属企业等。30多年改革过程中,作为分权改革的一部分,就是打破“条条块块”管理模式,不断将中央部委所属企业下放给地方政府,使其成为地方经济发展的微观基础。30多年来,中央对国有企业放权大致经历了1984年、1986年、1993年和1998年四次撤销主管企业

^① 谭劲松等人认为,我国财政分权的直接后果之一是导致了激励的地方政府间竞争,而干预微观经济活动是实现地区竞争和公共治理的主要途径。

部委放权改革^①(刘小玄 2008)。四次改革过后,传统的“条条”管理模式被打破,国有企业进入了“块块”管理模式时代,随着地方竞争的加剧,国有企业的竞争也日益激烈。在“条条块块”管理模式改革的同时,政府与国有企业关系还经历了“放权让利”、“承包经营责任制”、“拨改贷”、“利改税”等多次改革,直到 20 世纪 90 年代末期逐步通过国有企业资本结构、治理结构和监管制度改革,建立了现代企业制度和以国有资产管理委员会为代表的出资人制度,从而形成了新型的政府与国有企业关系。通过这些系列改革,我国的国有企业逐步走向市场化。但在地区间竞争和“政治晋升锦标赛”的压力下,地方政府参与和干预微观经济势头不减。在这种背景下,地方国有企业始终面临来自两方面的激励和约束:一方面是地方国有企业在进入市场时,必然受到来自市场的激励和约束;另一方面地方国有企业同时又要受到来自地方政府控制的激励和约束。当来自两方面的激励和约束机制出现偏差时,地方国有企业就会面临无所适从的境地,因而会影响地方国有企业的投资效率。此外,分权化改革在扩大地方权力的同时,也不断强化了地方政府的企业性质(张曙光 2005)。地方政府作为地方国有企业的所有者或控制者,其资金很大一部分来自地方国有企业的收入,而地方政府财政支出的安排也有很大一部分是用于地方国有企业的投资,而这种投资反过来又成为扩大地方政府财政收入的源泉和主要途径。基于此种关系,地方政府一些政绩目标也主要是通过地方国有企业这个平台实现。地方政府还可以通过一些政治手段要求地方国有企业为了满足 GDP 增长率或

① 1984 年,中央以机械部为试点,率先下放了 62 家由部里直接管理的企业,其隶属关系直接转为企业所在城市,同时各省机械厅直属的 332 家企业,有 274 家下放到市级,隶属于其他部委的机械企业也陆续下放;1986 年,在电子工业部实施了类似的改革;1993 年,撤销了纺织部、轻工业部和航空航天部,同时对这三个部委隶属的国有企业进行了改革;而 1998 年改革力度最大,撤销了 15 个部委,致使绝大多数企业下放到地方,彻底打破了“条条”管理,使企业逐步走向“块块”管理,加剧了企业竞争态势。

税收增长等政绩目标进行一些非效率投资。这些投资当然也可以给地方国有企业带来补贴乃至其管理人员的政治晋升等好处。四川长虹2003年爆出美国公司的巨额欠债案就是典型事例之一^①。

从上述地方政府与地方国有企业关系论述中,可以看出地方政府治理的一些行政手段会影响到地方国有企业的投资效率,这一点可以从近些年来国有企业税收增长情况得到证明,根据刘小玄2008年的论证,近些年来,国有企业的增值税和所得税增长率明显不一致,其增值税的增长率显著高于所得税的增长率,在2004年之前,所得税一直处于较为平缓的增长态势,而在此后,所得税则有小幅加速增长,然而增值税的增长一直明显地快于所得税的增长,特别是在2002年后,这种增长差异更加明显。企业所得税通常是与企业利润同比例增长,可以反映企业创造价值的增长,而增值税通常是与企业销售收入挂钩,反映企业产值的增长。从这两种税收增长差异可以判断,近些年来国有企业产值增长较快,而企业效益增长较慢,进一步可以推断,近些年来国有企业投资主要拉动了产值增长,而对企业价值增长的贡献并不明显,因而说明了目前国有企业存在较多的非效率投资。而这种非效率投资一方面可能来自国有企业自身的内部治理,但更有可能是来自近些年来地方政府经济增长竞争等治理目标影响。

从当前现有文献来看,研究政府与公司行为、公司绩效和公司治理

^① 根据《中国工商时报》2004年7月22日《解读长虹应收巨额欠款:地方政府片面追求GDP》文章分析,截至2003年年末,长虹公司应收账款余额49.85亿元,而其中对美国APEX公司的应收账款就高达44.46亿元,这一事实让外界质疑当时的掌门人倪润峰为什么冒着这么大的风险去美国投资。据业内人士表示,这一投资失败全部归咎于倪润峰并不公允。早在倪润峰第一次退出后,其继任者赵大勇大刀阔斧地压缩库存,取得了较好的业绩,但长虹的销售收入却不断下降,从而拖累了四川省的GDP指标,这也是倪润峰“重出江湖”的关键因素。在倪润峰重出之后,四川省不止一位主要领导前往长虹,希望其在四川经济发展中发挥重要作用,在此背景下,倪润峰冒险开发美国市场,从而留下巨额欠款,陷自己于两难境地。

的文献比较多,大致可以分为以下几个方面。

1. 政府控制对上市公司的业绩与价值的影响

刘苟佳等人 2003 年研究发现,政府直接控股带来的代理效率损失要高于政府间接控股。在此基础上,夏立军和方轶强 2005 年研究发现,县级和市级政府控制对公司价值产生了负面影响。李涛 2005 年研究表明,在经营表现较差的上市公司,国有股东监督内部人的积极作用超过了行政或政治干预公司经营的消极作用;而在经营表现较好的上市公司,以上作用没有显著差异。同时,源自国有股权并受经营风险影响的上市公司的预算软约束预期,损害了所有公司的业绩。与经营表现较好的公司相比,经营表现最差的公司,国有股东监督内部人的积极作用以及国有股权导致的预算软约束预期的消极作用,都更为显著。虽然国有股权对公司业绩影响的净效果在所有上市公司中都为负,但在业绩最差的上市公司里负面作用最为突出。陈信元和黄俊 2007 年研究发现,政府直接控股的上市公司更易实行多元化经营,而且在政府干预经济越严重的地区,这种现象越为明显。政府干预下的公司多元化经营,由于更多地出于政治目标和社会职能的考虑,降低了企业的绩效。

2. 政府控制对公司行为的影响

政府控制对公司行为的影响主要表现为影响公司的投资、并购等行为。例如,方军雄 2008 年研究发现,地方政府直接控制的企业更易实施本地并购、更多地实施无关的多元化并购,而中央政府控制的企业则可以突破地方政府设置的障碍,实现跨地区并购。该研究结果表明,地方政府干预的确对企业的并购决策产生了影响。潘红波等人 2008 年研究发现,地方政府干预对盈利样本公司的并购绩效有负面影响,而对亏损样本公司的并购绩效有正面影响。程仲鸣等人 2008 年研究发现,地方国有上市公司存在着因政府干预而导致的过度投资现象,仅有微弱的证

