

# 政府补助与公司投资行为

——基于中国上市公司的数据

许 昱

(安徽财经大学 会计学院, 安徽 蚌埠 233030)

**[摘要]** 基于公司投资视角,以2007—2012年我国资本市场上A股上市公司为样本,研究政府补助对公司投资行为的影响,结果显示:政府补助越多,公司投资支出水平越高;政府补助对非国有公司的投资激励作用比国有公司更有效;公司产权性质差异会影响政府补助的投资激励效应;市场化程度越低、经济增长越缓慢的地区,政府补助对公司投资支出的影响越敏感;上市公司的非效率投资问题比较突出,政府补助加剧了上市公司的过度投资行为。因此,政府应根据微观企业主体的差异性来制定和实施相应的补助政策,以实现预期效果。

**[关键词]** 政府补助;投资效率;过度投资;市场化程度;现金持有量;代理成本;融资渠道;公司投资行为

**[中图分类号]** F272   **[文献标识码]** A   **[文章编号]** 1672-8750(2014)06-0011-09

## 一、问题的提出

宏观经济政策对微观企业行为到底会产生怎样的影响?有研究表明政府政策通过一定的传导机制影响企业预期,进而改变企业行为。为应对2007年爆发的国际金融危机,我国政府实施了激进的财政政策,4万亿经济刺激计划由此启动。在此背景下,政府对上市公司补助的力度和广度均呈现快速扩张态势,众多上市公司迎来了补贴的免费盛宴。然而,在岁末年初发布公告后,众多上市公司收到高额政府补助总会引发公众一片质疑。2013年6月,审计署发布公告披露了部分企业骗取政府补助的行为,这导致舆论哗然。那么,政府补助究竟会对公司行为产生什么影响呢?对这一问题的解答将有助于我们正确看待政府补助的政策效用,并对政府补助政策的制定和完善具有重要的参考价值。

投资是企业的一项重大决策,在理想的资本市场中,公司只会选择投资净现值为正的项目。然而在现实环境中,由于受到信息不对称、代理冲突以及政府政策等因素的影响,偏离最优点的非效率投资行为普遍存在。由于中国的分权化制度改革和市场经济规则等制度本身不够完善,因此政府干预现象普遍存在<sup>[1]</sup>。Wong等指出政府干预上市公司的方式有三种:一是国有股东利用控股股东身份进行产权干预;二是政府部门通过重要资源的配置干预公司运营;三是基层党组织通过参与公司治理来影响公司的重大经营决策<sup>[2]</sup>。在我国经济转型阶段,政治制度环境决定了政府干预经济行为存在普遍性,政府补助就是典型的政府干预手段,它属于通过资源配置方式来干预公司经营决策的行为。本文拟从公司这一微观视角出发来研究我国政府补助对公司投资行为的影响,以考察政府补助的政策效应。

**[收稿日期]** 2014-04-28

**[基金项目]** 国家自然科学基金面上项目(71172190/G0206);国家社会科学基金项目(13BJY013);安徽省高校人文社会科学研究项目(SK2012B010)

**[作者简介]** 许昱(1974—),男,安徽池州人,安徽财经大学会计学院副教授,博士,主要研究方向为公司治理。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 政府补助与公司投资

目前,关于政府补助对公司投资行为影响的研究相对较少。何源等建立了一个公司投资行为模型,研究政府补助和税收对公司投资行为产生的影响,结果显示:当政府补助小于长期负债时,政府补助能够抑制公司的过度投资行为,但同时投资不足的趋势会增强,而减税能够抑制公司投资不足行为;当政府补助大于长期负债时,政府补助和减税都能影响公司的投资不足行为<sup>[3]</sup>。Bernini 和 Pellegrini 就意大利政府补助对企业发展的影响进行研究发现,获得补贴的企业在产出、就业和固定资产方面能够获得较快增长,但在全要素生产率增长上却低于没有获得补贴的企业<sup>[4]</sup>。换言之,补贴对于企业长期增长的负面效应抵销了补贴对企业的短期、暂时增长效应。另外,很多学者研究了政府补贴对公司研发投资的作用,并一直存在着激励效应和挤出效应的争论。

在我国资本市场上,各级政府是很多上市公司的终极控制人,基于政治、经济等利益方面的原因,各级政府及其官员会对公司进行干预。Shleifer 等认为政府官员会利用权力对国有公司资源进行有目的的低效率投资或转移<sup>[5]</sup>。贾俊雪和郭庆旺指出,经济分权给各级政府提供了去干预经济发展的制度动力,地方政府有充足的动机鼓励企业投资,在财政收支不平衡、经济发展相对落后的地区这一投资激励动机更加强烈<sup>[6]</sup>。Shleifer 等的研究表明,政治家除了追求社会目标外,也会追求政治目标,这体现了地方政府官员对自身政治利益的追逐常常导致低水平的重复建设和过度投资问题<sup>[5]</sup>。周黎安对我国地方官员的政治锦标赛行为进行了定义,认为地方政府官员的政治晋升机会会刺激其对公司进行投资<sup>[7]</sup>。以上研究结果表明,出于自身经济利益和政治目标的考虑,地方政府具有干预公司投资活动的强烈动机。由此可以预见,在其他条件不变的情况下,地方政府对当地公司的支持力度越强,国有公司过度投资行为也就越突出。

从公共选择理论角度来看,官员是理性的、追求个人效用最大化的市场个体,他们总是从增进自身的效用角度来制定政策。经济增长是考核地方政府官员政绩的最关键指标,这决定了地方政府官员肩负着推动经济发展的重任。层级制的行政机制使得地方政府“一把手”权力过于集中,常常能左右政府决策,为了达到谋取自己的政治晋升的目标,政府“一把手”倾向于鼓励当地企业扩大投资以拉动经济增长。因此,我国经济建设中屡禁不止的政绩工程等就成了地方政府追求政绩的必然产物。另外,唯经济增长的官员晋升考核机制促使地方政府采取各种措施刺激公司扩大投资规模,以达到提高地区经济增长、增加财政收入、提供就业等目的,然而这些投资项目未必是公司实际投资所需的,有可能是多余的、不合适的,进而造成了经济生活中的盲目建设、重复建设等投资过度现象。

从公司内部治理角度来看,地方政府对投资规模胜于投资效率的偏好也迎合了国有上市公司高管的建造商业帝国意图,即高管通常偏好投资金额大的项目,因为投资越多,控制的公司资源可能就越多,也就有可能享受更多的在职消费以及其他私人利益。高管建造帝国的偏好越大,代理成本就越高,对企业的损害也越大。目前,虽然我国国有上市公司的显性激励机制在改善投资决策方面的作用不大,难以激励高管配合政府目标来扩大投资,但政府可以通过提供政府补助的方式来诱使公司扩张投资规模。也就是说,在中国现在的市场环境下,投资不仅取决于公司高管的决策偏好,而且也受制于政府的经济干预。

基于上述分析,本文提出以下研究假设 1 和假设 2。

假设 1:在其他条件不变的情况下,政府补助力度越大,上市公司投资支出水平就越高。

假设 2:政府补助与公司投资非效率正相关,即政府补助加剧了投资的非效率问题。

### (二) 政府补助与公司性质

按照实际控制人性质,我国上市公司分为国有与非国有两类。政府是国有上市公司的终极股东,

政府干预国有上市公司是我国经济转型阶段的基本特征。国有上市公司与政府之间的天然关联使得国有上市公司可以更便利地获取银行贷款和投资机会。为追求财政收入和经济增长,地方政府常常会鼓励其所属上市公司扩大投资(包括增加净现值小于零的项目),国有上市公司能够凭借其天然的政治背景获得更多的资源,投资扩张动机更加明显。分权化改革赋予各级地方政府经济发展的重任,再加上政府的行政干预成本较低,这些因素强化了政府干预的动机。地方政府可以凭借其股东身份直接参与国有上市公司的投资决策,而且还能通过投资审批、优惠贷款以及其他资源分配等方式对国有上市公司进行干预。在追求政绩动力的驱使下,地方政府干预公司投资已是经常化和普遍化现象。然而,政府干预目标与公司目标并非完全一致,国有上市公司的投资常常不是以价值最大化为首要目标,而是服务于地方政府经济发展的目标,这极容易引发过度投资问题。辛清泉等研究发现,相对于民营上市公司,政府控制在提高国有上市公司投资效率方面的作用并不显著,反而损害了国有上市公司价值<sup>[8]</sup>。

另外,对企业提供补偿的政策性负担也是各级政府补助国有上市公司的一个重要原因。Eckaus认为中国政府对亏损国有企业的补贴可以避免企业倒闭和大规模失业<sup>[9]</sup>。Girma等认为,出于稳定地方就业的考虑,中国政府大多选择国有企业特别是亏损国有企业进行补助,近一半的政府补助都是用来弥补企业亏损的<sup>[10]</sup>。Lin Yifu等认为所有国有企业都或多或少地承担着政策性负担,因此政府对其亏损负有责任,政府补助成为一种补偿形式,而在民营企业中则几乎不存在此类问题。与民营企业相比,国有公司更有可能将获得的政府补助用于投资以外的用途,这削弱了投资刺激效应。虽然民营企业的政策性负担明显低于国有企业,但民营公司获得的政府补助对投资的影响反而会大于国有企业<sup>[11]</sup>。另外,预算软约束的存在使得政府对国有公司的补贴已成常态化。周春梅认为,作为国有公司终极控制股东的各级政府存有通过隧道挖掘行为转移公司资源的强烈动机,这会使得公司的可用投资资源相应减少,进而造成投资机会的丧失<sup>[12]</sup>。蒋艳和田昆儒研究发现,作为政府宏观调控、干预市场的直接手段,政府补助对国有控股上市公司会计政策的选择有着重大影响,债务软约束、政府“隐形担保人”角色的存在降低了国有控股上市公司的会计稳健性。政府参与市场的行为不利于国有控股上市公司选择谨慎的会计政策,尤其是对负债率较高、成长性较好的国有控股上市公司的不利影响更强。也就是说,我国国有控股上市公司的会计稳健性水平既是宏观调控与微观组织相互博弈的结果,也是国有控股上市公司根据政府的“扶持之手”与“掠夺之手”来权衡的结果<sup>[13]</sup>。因此,政府补助对国有公司的投资激励作用可能在减弱。

与国有公司相比,虽然民营公司在融资渠道、投资机会等方面受到制约和歧视,但很多地区的民营经济还是得到了空前发展,民营企业规模的迅速壮大成为所在地区生产力发展的重要力量和国民经济的重要组成部分。基于政府干预和扶持企业的某种惯性,地方政府也会采取相应措施直接扶持民营企业的发展,得到政府补助的民营企业能够降低投资成本,提高企业的盈利预期,使投资在一定程度上突破自有资金的限制,从而出现投资扩张。例如,重庆市最近几年连续提供了几十亿元的民营公司专项资金补贴,这种投资行为发挥了投资杠杆作用,撬动了民营企业的投资积极性,帮助民营公司扩大投资规模,但这种投资行为反过来成为民营公司争取更多政府补助和扶持的信号和手段。因此,相对于国有企业,民营企业的投资支出对政府补助的敏感性更强。基于上述分析,本文认为政府补助对公司投资行为的影响相对复杂,政府补助的投资激励作用存在不确定性,因此本文提出以下对立的假设3a和假设3b。

假设3a:公司性质显著影响政府补助对投资支出的激励程度,与非国有公司相比,国有公司获得的政府补助对投资支出的影响更加敏感。

假设3b:公司性质显著影响政府补助对投资支出的激励程度,与国有公司相比,非国有公司获得的政府补助对投资支出的影响更加敏感。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择和数据来源

本文以 2007—2012 年的 A 股上市公司为研究样本。之所以选择从 2007 年开始,原因在于 2007 年实施的新准则对政府补助的处理和披露要求更加规范。根据研究所需,本文对不符合要求的以下样本进行了剔除:(1)金融行业的上市公司;(2)同时发行 B 股、H 股的公司及 ST、\*ST 公司;(3)无法判断上市公司实际控制人性质的样本(参照夏立军和方轶强的研究<sup>[14]</sup>,根据实际控制人性质来判定公司产权);(4)有关年度数据缺失的公司;(5)部分数据明显不符合研究要求的公司。上市公司的财务数据来自 CSMAR 数据库和巨潮资讯网,GDP 统计数据来自《中国统计年鉴》,政治关联数据根据 CSMAR 公司治理数据库中高管动态中的个人简历逐一判断识别,行业分类按照中国证监会公布的《上市公司行业分类指引》(2001)标准来进行划分。本文最终确定的样本公司共分为 22 个行业,得到的样本公司年度观察值为 7650 个。同时,为了消除极端值的影响,本文对主要连续变量均进行了 winsorize 缩尾处理。

#### (二) 模型设定和变量定义

公司的投资水平和非效率投资判别是本文研究的主题。借鉴有关研究成果,本文采用 Richardson 预期投资模型的残差<sup>[15]</sup>来度量上市公司非效率投资,样本为资本市场上所有 A 股上市公司(剔除数据缺失的样本),预期投资模型设定如下:

$$INVT_t = \alpha_0 + \alpha_1 GROW_{t-1} + \alpha_2 LEV_{t-1} + \alpha_3 RET_{t-1} + \alpha_4 CASH_{t-1} + \alpha_5 INVT_{t-1} + \alpha_6 AGF_{t-1} + \alpha_7 LNSIZE_{t-1} + \sum INDUSTREY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $INVT_t$  为被解释变量,表示公司当年的投资水平。借鉴已有学者的研究成果,当年投资水平以公司构建固定资产、无形资产及其他长期资产而支出的现金减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金,再除以总资产来计算得到,所需数据来自于现金流量表。

模型中的解释变量都做了滞后一期的处理,即解释变量都比被解释变量滞后一期。 $GROW_{t-1}$  表示公司的成长机会,本文选择托宾  $Q$  作为度量公司成长机会的变量。 $LEV_{t-1}$  表示资产负债比率,用总负债与总资产之比来表示。 $RET_{t-1}$  表示公司的股票回报,用年度股票回报率表示。 $CASH_{t-1}$  表示公司的现金持有量,用货币资金与短期投资之和除以总资产来度量。 $AGE_{t-1}$  表示公司上市年限。 $LNSIZE_{t-1}$  表示公司规模,用总资产的自然对数表示。 $INVT_{t-1}$  表示上一期的新增投资支出。与此同时,本文在模型中引入行业  $INDUSTREY$  和年度  $YEAR$  两个哑变量。具体的变量定义如下页表 1 所示。

对投资模型(1)进行回归得到的残差为实际投资额与理想投资额之间的差额,即为非效率投资部分。本文用  $OI$  表示投资过度,残差大于零表示投资过度( $OI$ )。同时,参考 Richardson、姜付秀、唐雪松等的相关研究<sup>[15-17]</sup>,本文建立假设检验模型如下:

$$INVT_t = \alpha_0 + \alpha_1 SUB_{t-1} + \alpha_2 LEV_{t-1} + \alpha_3 ROA_{t-1} + \alpha_4 CASH_{t-1} + \alpha_5 GROW_{t-1} + \alpha_6 LNSIZE_{t-1} + \alpha_7 INDEX_{t-1} + \sum INDUSTREY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

$$OI_t = \beta_0 + \beta_1 SUB_{t-1} + \beta_2 LEV_{t-1} + \beta_3 ROA_{t-1} + \beta_4 CASH_{t-1} + \beta_5 GROW_{t-1} + \beta_6 LNSIZE_{t-1} + \beta_7 AC_{t-1} + \sum INDUSTREY + \sum YEAR + \varepsilon \quad (3)$$

模型(2)为公司投资支出模型,模型(3)为投资效率模型。其中,模型(3)中的被解释变量  $OI$  为预期投资模型(1)回归得到的大于 0 的残差,关键解释变量为  $SUB$ ,其他控制变量均做了滞后一期的处理。模型(2)中的解释变量也做了滞后一期的处理, $SUB$  表示公司获得的政府补助,用两个变量来刻画, $SUB1$  表示上市公司是否收到政府补助, $SUB2$  表示政府补助力度。由于相同数量的政府补助对不同规模的公司产生的效果完全不同,因此本文对公司总资产进行了标准化处理,以消除资产规模

对政府补助的影响。本文对样本按性质进行分组, *SOE* 表示公司产权属性, 国有控股取值为 1, 非国有控股取值为 0。根据有关研究, 自由现金流假说和代理理论假说是影响公司非效率投资的主要因素, 因此本文选择的控制变量还包括经理与股东之间的代理冲突, 主要用公司管理费用率 (*AC*) 和自由现金流 (*CASH*) 来衡量。

表 1 变量定义表

名称	代码	定义
投资水平	<i>INVT</i>	(当期构建固定资产、无形资产和其他资产支付的现金 - 处置固定资产等收到的现金)/公司总资产
过度投资	<i>OI</i>	模型(1)回归得到的大于零的残差
是否获得政府补助	<i>SUB1</i>	获得政府补助取值为 1, 否则取值为 0
政府补助力度	<i>SUB2</i>	当期政府补助/公司总资产
资产负债率	<i>LEV</i>	总负债/总资产
成长机会	<i>GROW</i>	托宾 $Q = (\text{流通股股数} \times \text{每股价格} + \text{非流通股股数} \times \text{每股净资产} + \text{负债账面价值}) / \text{公司总资产}$
自由现金流	<i>CASH</i>	经济活动产生的现金流/公司总资产
上市年限	<i>AGE</i>	样本公司取值年度 - 上市年度
公司规模	<i>SIZE</i>	公司总资产的自然对数
盈利能力	<i>ROA</i>	总资产净利率
市场化程度	<i>INDEX</i>	市场化指数
投资报酬	<i>RET</i>	股票年投资回报率
控制人性性质	<i>SOE</i>	国有控股取值为 1, 否则取值为 0
代理成本	<i>AC</i>	管理费用与营业收入之比

#### 四、实证分析

##### (一) 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。由表 2 可知, *SUB1* 的均值为 0.82, 说明我国政府对上市公司提供补助的行为相当频繁, 从数据统计情况来看, 从未收到政府补助的上市公司极少。*SUB2* 的标准差为 0.004, 表明政府补助力度相当稳定。以上两个结果说明政府补助覆盖广泛, 政策的连续性强且一直保持稳定。从投资支出 (*INVT*) 来看, 上市公司的平均投资支出约占总资产的 8%, 但标准差 0.11 较大, 表明不同上市公司之间的投资支出水平差异显著。

表 2 主要变量的描述统计量

变量	样本数	极小值	极大值	均值	标准差
<i>INVT</i>	7650	0.0003	0.23	0.08	0.11
<i>SUB1</i>	7650	0	1	0.82	0.3884
<i>SUB2</i>	7650	0	0.45	0.0038	0.00
<i>SIZE</i>	7650	14.10822	28.28	21.608	1.264
<i>GROW</i>	7650	-0.40885	2.15496	0.2594884	0.596
<i>AC</i>	7650	0.018254	0.221666	0.08144848	0.053
<i>LEV</i>	7650	0.092534	0.791552	0.45361943	0.204
<i>CASH</i>	7650	-0.125156	0.244317	0.05590567	0.092
<i>ROA</i>	7650	-0.030301	0.142953	0.04882828	0.042
<i>Q</i>	7650	0.944271	4.180293	1.84047151	0.864

##### (二) 投资支出模型的回归结果

本文首先检验政府补贴对企业投资支出的影响, 为防止产生异方差问题, 采用 robust 稳健回归方法进行处理, 回归结果如下页表 3 所示。全样本(1)和全样本(2)的回归结果是在单独引入解释变量 *SUB1* 和 *SUB2*、不加任何控制变量的情况下得到的, 结果显示公司是否收到政府补助 (*SUB1*) 显著影



响了公司下年度的投资支出,显著性水平为 1%,说明相比于没有获得政府补助的公司,获得政府补助的公司更有可能增加投资支出。*SUB2* 的系数为 0.024,且在 10% 水平上显著,说明政府补助强度越大,公司投资支出水平越高。全样本(3)的回归结果是在加入控制变量后得到的,*SUB2* 的系数仍然在 10% 水平上显著,说明政府补助对公司的投资支出存在显著影响。总的来说,政府补助强度越大,公司的投资支出水平越高,假设 1 得到验证。政府干预指数(*INDEX*)的回归系数显著为负,原因在于政府干预指数越大,政府干预程度越小,说明政府干预程度越大,公司投资支出水平越高,这与辛清泉等、程仲鸣和余明桂等的研究结果<sup>[8,18]</sup>一致。

表 3 政府补助与投资支出的回归结果

变量	(1)全样本	(2)全样本	(3)全样本	(4)国有公司	(5)非国有公司
	<i>INVT</i>	<i>INVT</i>	<i>INVT</i>	<i>INVT</i>	<i>INVT</i>
<i>SUB1</i>	0.0169*** (5.46)				
<i>SUB2</i>		0.240* (2.43)	0.198* (2.02)	0.336 (1.22)	0.540** (3.02)
<i>LEV</i>			-0.00488*** (-3.73)	-0.0378*** (-6.12)	-0.0264*** (-5.99)
<i>CASH</i>			0.109*** (12.26)	0.118*** (11.78)	0.0767*** (5.24)
<i>SIZE</i>			-0.00123 (-1.30)	0.00852*** (8.57)	-0.00666** (-3.29)
<i>RET</i>			0.00590** (3.28)	-0.00806*** (-3.61)	0.0597*** (5.77)
<i>INDEX</i>			-0.00274*** (-4.77)	-0.00573*** (-8.85)	-0.00260** (-2.72)
<i>Indus</i>			控制	控制	控制
<i>year</i>		控制	控制	控制	
<i>cons</i>	0.0617*** (22.06)	0.0743*** (57.35)	0.122*** (5.75)	-0.0585** (-2.69)	0.251*** (5.78)

注: \*表示  $p < 0.05$ , \*\*表示  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p$  表示  $< 0.001$ ; 括号内为 T 值。限于篇幅, 本表只列示主要变量的回归结果。下同。

为分析政府补助对产权性质不同的公司投资支出的影响, 本文进一步将样本分成国有公司和非国有公司两个子样本分别进行回归, 回归结果如表 3 所示。结果显示: 民营公司的政府补助对投资支出的影响程度在 5% 水平上显著为正, 而国有公司的政府补助对投资支出的影响系数虽然为正, 但并不显著, 这说明相比国有公司, 民营公司的投资支出对政府补助的敏感性更强, 假设 3b 得到验证。由此可以看出, 政府补助对国有公司投资的激励作用并不明显, 国有公司获得了大量政府补助, 却并没有相应地大幅度增加投资支出, 这说明在产权性质不同的公司里, 政府补助对投资支出的激励效用有所不同, 原因在于政府可以通过其他干预方式来实现对国有上市公司的投资激励意图, 如银行信贷和政府采购等, 而非国有公司则可能无法获得这些资源, 因此政府补助对非国有公司发挥投资支出的激励效用更强。

### (三) 对投资支出模型的进一步测试

企业的成长发展与所处地区的经济发展程度和市场环境密切相关, 市场环境可能影响公司的投资支出, 因此各地区的市场化程度和经济发展质量在公司投资支出这一过程中可能发挥着重要作用。为解决这个问题, 本文以有关变量中位数为标准将总样本划分为政府干预程度高、政府干

预程度低和 GDP 增速高、GDP 增速低四组子样本,分别考察政府补助对企业投资支出的影响,检验结果如表 4 所示。

表 4 投资支出模型的分组回归结果

变量	(1) 干预程度低的样本	(2) 干预程度高的样本	(3) GDP 增速高的样本	(4) GDP 增速低的样本
	reg1	reg2	reg3	reg4
<i>SUB2</i>	0.6714* (1.82)	0.7724** (2.79)	0.2928 (0.86)	1.0016** (3.00)
<i>LEV</i>	-0.0002 (-0.27)	-0.0258*** (-3.60)	-0.0011 (-1.22)	-0.0188** (-3.08)
<i>CASH</i>	0.0190*** (4.25)	0.0016 (0.80)	0.0049* (2.35)	0.0113* (2.19)
<i>SIZE</i>	0.0053*** (3.61)	0.0015 (1.22)	-0.0043** (-2.67)	0.0067*** (6.12)
<i>RET</i>	-0.0309*** (-6.20)	-0.0228*** (-5.38)	-0.0353*** (-6.44)	-0.0219*** (-5.32)
<i>IND</i>	控制	控制	控制	控制
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制
<i>cons</i>	-0.0359 (-1.10)	0.0559* (2.11)	0.1741*** (4.88)	-0.0616* (-2.56)
$R^2$	0.0229	0.0515	0.0371	0.0346
F	17.4043	30.4302	24.9258	20.0129
p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注: \* 表示  $p < 0.05$ , \*\* 表示  $p < 0.01$ , \*\*\* 表示  $p < 0.001$ ; 括号内为 T 值。

#### (四) 预期投资模型的回归结果

表 4 中的第(1)列和第(2)列为政府干预程度不同的两个子样本的回归结果,解释变量 *SUB1* 和 *SUB2* 的回归系数都在统计上显著,说明不论是政府干预程度高还是政府干预程度低,政府补助对公司投资支出都会产生影响,政府补助确实能够鼓励公司扩大投资,这印证了程仲鸣等的研究结论<sup>[18]</sup>。在两组子样本中,政府干预程度高的样本组解释变量 *SUB2* 的系数更大,说明政府补助越多,公司的投资支出越高,政府补助这只直接“干预之手”的作用越明显。

表 4 中的第(3)列和第(4)列为经济增速不同的两组样本的回归结果,GDP 低增速子样本中解释变量 *SUB2* 的系数显著为正,而 GDP 高增速子样本中 *SUB2* 的系数在统计上不显著,这表明经济增长速度越低的地区,地方政府越倾向于通过补助方式来干预当地上市公司的投资支出,以拉动地方 GDP 的增长。换言之,在经济增长业绩表现相对不佳的地区,地方政府的干预动机更强烈。

表 5 列示了预期投资模型的回归结果,表 5 中的第(1)列和第(2)列分别表示采用销售增长率和托宾 *Q* 值来度量投资机会的回归结果。公司负债率与投资支出显著负相关,这证实了债务的投资约束功能;*AGE* 和投资支出显著负相关,说明公司上市时间越长,其投资支出越低,原因在于上市时间越长的公司,其发展阶段处于成熟期或衰退期的概率高,投资支出自然会越少。公司规模

表 5 预期投资模型的回归结果

VAR	(1)	(2)
<i>AGE</i>	-0.00193*** (-8.82)	-0.00184*** (-7.70)
<i>LEV</i>	-0.0109*** (-4.06)	-0.00764* (-2.11)
<i>CASH</i>	0.0150 (1.76)	0.0241** (2.64)
<i>GROW</i>	0.00225*** (4.12)	-0.00002 (-1.29)
<i>SIZE</i>	0.00119 (1.20)	0.0003 (0.31)
<i>RET</i>	0.00613*** (3.30)	-0.00009 (-0.05)
<i>INVT</i>	0.318*** (31.88)	0.306*** (29.13)
<i>cons</i>	0.0326 (1.48)	0.0561** (2.62)

注: \* 表示  $p < 0.05$ , \*\* 表示  $p < 0.01$ , \*\*\* 表示  $p < 0.001$ ; 括号内为 T 值。

模、现金持有量和投资回报等的回归系数均显著为正,预期投资的回归结果与张洪辉、唐雪松等人的研究结论<sup>[17,19]</sup>相一致。

(五) 非效率投资与政府补助的回归结果

考虑到代理问题是影响公司投资效率的重要因素,本文在投资效率模型中增加了管理费用率(*AC*)这一控制变量,被解释变量为预期投资模型的正残差 *OI*。非效率投资与政府补助的回归结果如表 6 所示,由表 6 可知,不论是以 *SUB2* 还是以 *SUB3* 来表示政府补助,投资过度(*OI*)都与政府补助(*SUB*)之间呈显著的正相关关系,假设 2 得到验证。也就是说,政府补助刺激了公司投资支出,从而容易引发投资过度问题。

(六) 稳健性检验

Richardson 模型<sup>[15]</sup>采用残差来衡量投资过度和投资不足,投资支出符合预期投资的样本公司较少,这表明模型估计可能存在系统性偏差。为了克服这种局限性,本文采用辛清泉等的做法<sup>[8]</sup>,将残差按大小等分三组,取残差最大的一组 and 残差最小的一组分别作为投资过度组和投资不足组,然后对投资效率模型进行回归分析,所得结果与前文结论没有实质性差异,这证明了本文所得结论的稳健性。

五、结论

众多研究文献表明,在转型市场中,政府干预对企业经营活动具有重要影响,按照这一逻辑,政府补助应该对公司投资行为具有显著影响。本文从投资激励以及投资效率角度出发,以 2007 年至 2012 年资本市场中 A 股上市公司为样本,研究政府补助对公司投资支出及其效率的影响,结果显示:(1)政府补助激励了上市公司投资的积极性,政府补助越多,公司投资支出越高,政府补助对非国有公司的投资激励作用比国有公司更有效,公司产权性质的差异影响政府补助的投资激励效应;(2)各地区市场化程度和经济增长业绩水平对政府补助的投资激励效应有着显著影响,市场化程度越低、经济增长越缓慢的地区,地方政府补助对公司投资支出的影响越敏感;(3)上市公司的非效率投资问题比较突出,对于投资支出较大的公司来说,政府补助加剧了其过度投资行为。

本文研究结论的政策含义是:政府补助扭曲了企业的投资行为,诱使公司扩大投资支出,这可能导致低效率和不公平的市场竞争;虽然政府补助作为上市公司的政策红利仍在发挥刺激投资作用,但这容易导致公司的过度投资行为,进而影响公司的价值,说明政策资源错配问题比较突出。因此,政府应根据微观企业主体的差异性来制定和实施相应的补助政策,否则会影响到政策的实施效果。

参考文献:

[1] 林毅夫,李志. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. 经济研究,2004(2):17-27.  
 [2] Wong S M L, Hu R. Shareholding structure, depoliticization and firm performance: lessons from China, 5 listed firms[J]. Economics of Transition, 2004, 12: 29-66.  
 [3] 何源,白莹,文翹. 财政补贴、税收与公司投资行为[J]. 财经问题研究,2006(6):54-58.  
 [4] Bernini C, Pellegrini G. How are growth and productivity in private firms affected by public subsidy? Evidence from a re-

表 6 投资效率模型的回归结果

VAR	reg1	reg2
<i>SUB2</i>	0.2949* (1.82)	
<i>SUB3</i>		0.0003** (2.57)
<i>LEV</i>	-0.0158*** (-3.20)	-0.0156*** (-3.15)
<i>AC</i>	0.0527*** (3.25)	-0.0574*** (3.56)
<i>ROA</i>	0.0049 (0.21)	-0.0029 (0.13)
<i>GROW</i>	0.0054*** (5.34)	0.0052*** (5.19)
<i>AGE</i>	-0.0008*** (-5.08)	-0.0008*** (-5.03)
<i>cons</i>	0.0652*** (15.52)	0.0686*** (15.26)
N	2949	2949
r <sup>2</sup>	0.0435	0.0446
F	19.0985	19.5906
p	0.0000	0.0000

注: \*表示  $p < 0.05$ , \*\*表示  $p < 0.01$ , \*\*\*表示  $p < 0.001$ ; 括号内数值是稳健的标准差(robusts. e)。



- gional policy[J]. *Regional Science and Urban Economics*,2011,41:253-265.
- [5] Shleifer A, Vishny R. Politicians and firms[J]. *Quarterly Journal of Economics*,1994,109:995-1025.
- [6] 贾俊雪,郭庆旺. 资本性支出分权、公共资本投资构成与经济增长[J]. *经济研究*,2006(12):47-58.
- [7] 周黎安. 晋升博弈中政府领导干部的激励与合作[J]. *经济研究*,2004(6):33-40.
- [8] 辛清泉,林斌,王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. *经济研究*,2007(8):110-123.
- [9] Eckaus R. China's exports, subsidies to state-owned enterprises and the WTO[J]. *China Economic Review*,2006,17:1-13.
- [10] Girma S, Cong Y, Grg H, et al. Can production subsidies foster export activity? Evidence from Chinese firm level data[R]. CEPR Discussion Paper,2007.
- [11] Lin Yifu, Cai Fang, Li Zhou. Competition, policy burdens, and state-owned enterprise reform[J]. *American Economic Review*,1998,5:422-427.
- [12] 周春梅. 国有上市公司投资行为异化:投资过度抑或投资不足——基于政府干预角度的实证研究[J]. *宏观经济研究*,2011(11):57-64.
- [13] 蒋艳,田昆儒. 国有控股上市公司内部特征、政府补助与会计稳健性[J]. *审计与经济研究*,2013(1):77-86.
- [14] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. *经济研究*,2005(5):40-52.
- [15] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting studies*,2006,11:159-189.
- [16] 姜付秀,伊志宏,苏飞,等. 管理者特征与企业过度投资行为研究[J]. *管理世界*,2009(1):130-140.
- [17] 唐雪松,周晓苏,马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. *会计研究*,2007(7):44-54.
- [18] 程仲鸣,夏新平,余明桂. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J]. *管理世界*,2008(9):37-48.
- [19] 张洪辉,王宗军. 政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资[J]. *南开管理评论*,2010(3):102-109.

[责任编辑:王丽爱,黄燕]

## A Research of Incentive Effect of Government Subsidies on Firm Investment: Based on the Data from the Listed Companies in China

XU Gang

**Abstract:** Taking Chinese A-Share listed companies from 2007 to 2012 as a sample, this paper makes a research on the effect of government subsidies on firm investment. The result shows that more government subsidies will lead to high firm investment expenditure. Government subsidies have more effective effect on non-state-owned company investment than that of state-owned company. Differences in corporate property rights will affect the incentive effect of government subsidized investment. The government subsidies are more subject to the influence of firm investment expenditure in low marketization and slow economic growth areas. The study also shows that the non-efficiency investment of listed companies is more prominent and the government subsidies exacerbate the overinvestment of listed companies. Therefore, the government should establish and implement the corresponding subsidy policy according to the differences of micro enterprises, in order to achieve the desired effect of policy.

**Key Words:** government subsidies; investment efficiency; overinvestment; degree of marketization; cash holdings; agency cost; financing channel; investment behavior of company