

# 地方国企非效率投资来源选择： 债权资金优先还是股权资金优先？

曹春方,吴澄澄,周大伟

(西南财经大学 会计学院,四川 成都 611130)

**[摘要]**以2001—2009年地方国有上市公司为样本对地方国企非效率投资来源选择进行研究,结果显示:地方国企非效率投资来源选择首先是债权资金,其次才是股权资金;当拥有较多长期贷款时,企业会更倾向使用债权资金代替股权资金,并且这种选择是理性和不可逆的;在产权保护较强和信贷配置市场化程度较低的地区,企业选择债权资金替代股权资金的动机更强;随着政府干预的增强,债权资金对股权资金的替代作用减弱。

**[关键词]**政府干预;融资优序;长期贷款;募资变更;投资者保护;投资效率;非效率投资;股权融资;债权融资

**[中图分类号]**F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)04-0045-12

## 一、引言

近年来,国有企业以新上项目、并购重组及海外收购等多种形式进行投资扩张,随之而来的投资不规范现象越来越多,并且已有一部分的投资甚至造成了国有资产的损失。国家“十二五”规划明确提出“规范国有企业投资行为”,进一步加强对国有企业投资的管理。相较于民营企业,国有企业过度投资更为严重,并且随着政府干预的增强,地方国企的过度投资也会加重。融资优序理论认为,企业优先选择内部融资,其次是债权融资,最后才是股权融资<sup>[1]</sup>。由于股权融资成本偏低等原因,中国上市公司存在股权融资偏好,在进行投资决策时,股权融资优先于债权融资。但由于运用股权融资来进行非效率投资需要通过募资变更才能实现,企业需要承担监管成本并考虑中小股东的反应,这大大增加了原本较低的股权融资成本,并且募资变更对市场反应、公司短期绩效和长期盈利能力均有负面影响。同时,国有企业较为容易获得银行贷款投放受到的,融资约束较小。股权资金和债权资金是地方国企非效率投资的重要来源,已有文献并未关注地方国企非效率投资来源的选择。理清股权资金和债权资金在非效率投资来源选择中的顺序具有重要的理论意义和实践价值。

本文以2001—2009年我国地方国有上市公司为样本,将长期贷款和募资变更分别视为非效率投资中债权资金和股权资金的代理变量,试图对地方国企非效率投资来源选择进行研究,目的在于检验债权资金对股权资金非效率利用的替代作用及顺序,检验“融资优序理论”在中国是否成立。

## 二、文献回顾

地方政府会利用政府权力追求其政治目标<sup>[2]</sup>,这使得地方国企需要承担政府的多重任务<sup>[3]</sup>。一方面,分权改革之后,大量经济管理权力划归地方所有;另一方面,自20世纪80年代开始,以经济绩

**[收稿日期]**2015-01-29

**[基金项目]**国家自然科学基金青年基金项目(71302181);教育部人文社会科学青年基金项目(13XJC630001)

**[作者简介]**曹春方(1985—),男,安徽安庆人,西南财经大学会计学院副教授,博士,主要研究方向为制度与公司治理;吴澄澄(1988—),女,四川成都人,西南财经大学会计学院博士生,主要研究方向为公司财务;周大伟(1991—),男,安徽滁州人,西南财经大学会计学院博士生,主要研究方向为财务会计理论与实务。

效为主的官员考核以“晋升锦标赛”的形式将关心仕途的地方政府官员置于强力的激励之下,部分地区甚至不惜以地方产业和企业的经济预算为代价参与地区竞争<sup>[4]</sup>。由于地方国企大量股权和人事任命归属于地方政府,地方国企便成为地方政府干预的重点。Shirley 和 Walsh 曾讨论过这种情况:“如果公司像政府部门的下属单位一样运行,其管理层直接由部门领导任命,政治干涉将会非常容易并且很频繁。”<sup>[5]</sup>地方经济增长主要依靠投资推动,如 2009 年上半年投资对经济增长贡献率为 87.6%,2011 年投资对经济增长贡献率为 54.2%<sup>①</sup>。徐晓东、张天西发现国企较民企过度投资更严重,而随着政府干预的增强,地方国企的过度投资也会加重<sup>[6]</sup>,程仲鸣等对此也提供了证据<sup>[7]</sup>。通过对现有文献的归纳和总结,我们发现已有文献探讨了政府干预地方国企投资,但尚没有文献对地方国企非效率投资资金来源进行研究。

在国企普遍存在政府干预的非效率投资情况下,我们进一步讨论非效率资金的投资来源。以固定资产投资为例,我国 2001—2008 年固定资产投资来源构成为国内贷款 17.65%、自筹资金 56.60%。上市公司的投资来源也同样可以划分为银行贷款和自有资金,而自有资金中又以股权资金为主。股权融资募得资金以后,存在大量不按照募资说明书中所承诺的投资项目进行投资的现象,即募集资金投向发生变更(简称募资变更)。众多证据显示募资变更对市场反应、公司短期绩效、公司长期盈利能力均有负面影响<sup>[8-10]</sup>。马连福、曹春方指出,民企募资变更的动机主要是掏空,较差的公司治理是导致民企募资变更的重要因素;而地方国企募资变更的动机主要是提供政府需要的投资来源,政府干预是导致地方国企募资变更的主要原因<sup>[11]</sup>。众多文献发现国企由于受到政府干预,其投资往往是非效率的<sup>[7]</sup>。而投资需要大量资金支持,曹春方发现政府干预下地方国企募资变更后投向固定投资,以满足政府干预动机,并且由此降低了公司价值<sup>[12]</sup>。因此,募资变更能在一定程度上反映上市公司非效率投资的股权资金来源。

而债权融资方面,银行贷款同样是地方国企非效率重要投资来源。银行贷款会过多地投放给国有企业<sup>[13]</sup>,但卢峰、姚洋的研究显示我国的金融中介和经济增长并不存在显著的关系<sup>[14]</sup>,张军、金煜构建用非国有部门贷款比重衡量的金融深化指标,发现金融深化对生产率有显著的正向影响<sup>[15]</sup>,从而反向论证了银行贷款大量投向国企的配置是无效率的。林毅夫和李志赞认为国有企业无法有效率地利用银行贷款的根源在于国企因承担政府干预下的政策性负担而丧失了“自生能力”<sup>[16]</sup>。田利辉也通过上市公司数据证实了这一点,他发现债权融资并没有实现有效率的使用,反而降低了公司价值<sup>[17]</sup>。因此,长期贷款在一定程度上可以反映公司非效率投资的债权资金来源。

已有的研究显示股权资金和债务资金两者都是地方国企非效率投资的重要来源。基于以上分析,我们将长期贷款和募资变更分别视为非效率投资债权资金和股权资金的代理变量,对地方国企非效率投资来源选择进行研究,检验债权资金对股权资金非效率利用的替代作用及顺序,并进一步探讨在不同产权保护水平和不同信贷配置市场化程度的地区,以及在不同程度的政府干预下企业选择债权资金替代股权资金的动机是否存在差异。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一) 企业投资来源选择

MM 理论认为,在完美的资本市场中,企业的外部资本和内部资本是可以完全替代的。但现实中没有完美市场,企业选择不同的投资来源会付出不同的成本。融资优序理论认为内部人和外部投资者存在着信息不对称问题,公司合理的融资顺序应当为内部融资、债权融资、股权融资。众多文献显

<sup>①</sup>国家统计局在国新办新闻发布会上公布,2009 年上半年投资对经济增长贡献率为 87.6%,拉动 GDP 增长 6.2 个百分点(资料来源:国务院新闻办公室网站)。2011 年投资对中国经济增长的贡献率是 54.2%(资料来源:新华网 [http://news.xinhuanet.com/fortune/2012-01/17/c\\_111444349.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2012-01/17/c_111444349.htm))。

示,地方国企更易受到地方政府干预而进行非效率投资<sup>[7]</sup>。虽然所有地方国企均会受到政府干预进行过度投资,但由于信息不对称,政府不大可能直接干预企业以何种配置资源完成干预目标,而更可能的是以类似于经营指标的形式将干预目标下放到企业。这就使得企业有一定的自主权选择以何种资源配置实现政府需要的投资。在面对政府干预的任务时,企业可以通过从银行获得的长期贷款来完成,也可以通过从募资变更的股权资金完成,而这两种投资来源的选择存在不同的成本。由于银行对国企的贷款标准较低<sup>[18]</sup>,并且政府隐性担保的因素,还贷压力较小<sup>[16]</sup>,地方国企选择银行贷款作为投资来源成本较低。而募资变更却会带来不良的市场反应,对公司短期绩效和长期盈利能力也有负面影响<sup>[8-10]</sup>,并且可能影响企业在资本市场上的后续融资,地方国企选择募资变更作为投资来源的成本相对较高。因此,地方国企更可能优先使用长期贷款来完成政府干预的投资。如果企业长期贷款越多,企业可以通过长期贷款完成政府干预任务的比例较大,那么需要募集资金来完成政府干预任务的动机越小,募资变更概率越小;反之,如果企业长期贷款较少,企业通过长期贷款完成政府干预任务的比例较少,则需要募集资金来完成政府干预任务的动机越大,募资变更概率越大。因此,我们提出假设1。

H<sub>1</sub>:地方国企长期贷款(非效率投资债权资金)越多,募资变更(非效率投资股权资金)概率越小。

### (二) 产权保护与企业投资来源选择

如果假设1得到验证,则说明地方国企的长期贷款和募资变更是可以替代的。但我们并不能因此判断地方国企是优先使用长期贷款还是优先使用募资变更。政府股东主导下的募资变更必然损害中小股东利益,而在投资者保护程度不同的地区募资变更的成本是不同的。地方国企在非效率投资来源上不同的选择会带来不同的结果,我们对此进行分析并提出相应假设。

对产权的弱保护直接影响契约的签订和市场交易的成本<sup>[19]</sup>,马连福、曹春方也认为良好的投资者保护能增加募资变更的成本,他们发现以产权保护等指标构建的制度环境能在一定程度上抑制民企的募资变更,也能减弱地方国企中由政府干预导致的募资变更<sup>[11]</sup>。

如果企业优先选择债权融资作为非效率投资来源,在投资者保护较强的地区,由于募资变更成本更高,变更难度更大,企业会理性减少募资变更的比例,越会倾向于选择债权资金替代募资变更作为投资来源;相反,在投资者保护弱的地区,募资变更成本较低,变更相对更容易,企业选择债权资金作为投资来源的动机则较弱。因此,我们提出假设2。

H<sub>2</sub>:产权保护程度越强,地方国企越倾向用长期贷款(非效率投资债权资金)代替募资变更(非效率投资股权资金)。

### (三) 信贷市场配置与企业投资来源选择

募资变更在投资者保护程度不同的地区成本不同,与此类似,地方国企在金融市场化程度不同的地区获得贷款的成本也存在差异。这同样为我们提供了一个可以检验地方国企在非效率投资来源优选方面的逻辑,我们对此进行分析并提出相应假设。

由于国企与政府之间存在着天生的政治联系,地方国企在政府对银行的影响下会更容易获得贷款,但在不同的地区,信贷受政府影响的程度不同,大量文献表明这种“政治性”贷款会随着制度环境的改善而减少。方军雄发现,银行发放给国有工业企业的贷款更多、期限较长的贷款比重更高,但是随着政府干预的减少、市场化程度的提高,非国有企业的贷款份额与国有企业贷款份额之间的差异显著缩小,贷款期限结构之间的差异也随之缩小<sup>[20]</sup>。江伟、李斌的证据也显示,虽然国企相比于民企能获得更多的长期债务融资,但在政府干预程度较低的地区和金融发展水平较高的地区,国有银行对不同性质公司的差别贷款行为有所减弱<sup>[21]</sup>。余明桂、潘红波也认为,法治和金融发展可以减少地方政府干预,能够减少给国有企业带来的贷款支持效应<sup>[22]</sup>。

与信贷受政府控制对立的是信贷配置的市场化,地区信贷配置市场化程度越高,政府对银行的影

响越弱,地方国企通过政府影响获得“政治性”贷款的难度越大,成本越高。而在信贷配置市场化程度越低的地区,地方国企通过政府影响获得“政治性”贷款越容易,成本越低。

如果企业优先选择债权融资作为非效率投资来源,在信贷配置市场化程度较高的地区,由于政府对银行的影响较弱,地方国企获得“政治性”贷款较难,地方国企选择债权资金代替募资变更作为投资来源的动机减弱,企业会更倾向于选择募资变更代替长期贷款;相反,在信贷配置市场化程度较低的地区,地方国企可以轻易通过政府影响获得较多的“政治性”贷款,地方国企选择债权资金代替募资变更作为投资来源的动机更强。因此,我们提出假设3。

H<sub>3</sub>:信贷配置市场化程度越高,地方国企用长期贷款(非效率投资债权资金)代替募资变更(非效率投资股权资金)的倾向越弱。

#### (四)政府干预与企业投资来源选择

如假设1得到验证,则说明企业可以选择投资来源,并倾向于以成本较低的银行贷款替代成本较高的募资变更。但这是建立在企业拥有自主选择投资来源空间的基础上的。随着政府干预的增强,企业面对政府的投资任务加重,企业需要更多的投资来源来完成投资,这使得企业自主选择投资来源的空间缩小。如果政府干预较强,企业虽然能从银行获得一定的长期贷款,但一方面银行可供贷款的数量有限,另一方面企业负债太高会导致破产风险加大,这使得企业所能获得的长期贷款可能完成不了政府要求的所有的投资任务。此时企业仍然需要利用其他的投资来源,如募资变更来提供投资所需的资金。因此,政府干预较强时,虽然企业拥有较多的长期贷款,但由于企业自主选择投资来源的空间缩小,长期贷款对募资变更的替代效应会减弱。因此,我们提出假设4。

H<sub>4</sub>:政府干预越强,地方国企长期贷款(非效率投资债权资金)对募资变更(非效率投资股权资金)的替代作用越弱。

## 四、研究设计

### (一)样本选取

本文旨在考察企业非效率投资来源的选择。马连福、曹春方指出民企募资变更的影响因素主要是公司治理,而地方国企募资变更的影响因素主要是政府干预<sup>[11]</sup>。民企募资变更之后资金更可能被掏空,这种情况下,企业投资来源选择空间有限;而地方国企募资变更之后会投向政府需要的投资项目,曹春方发现政府干预下地方国企募资变更后会投向固定投资,以满足政府动机<sup>[12]</sup>。另外,由于央企大多属于垄断行业,我们无法准确把握其募资变更的原因,因此我们仅选择地方国企上市公司为样本。

我们以2001—2009年<sup>①</sup>A股地方国企上市公司为初选样本,并进一步剔除以下样本:(1)无法在年报和CSMAR数据库里面找到的最终控制人资料的公司;(2)在CCER数据库中数据不全的上市公司;(3)证监会行业划分为金融类的上市公司;(4)最终控制人所在省份和上市公司所在省份不同的上市公司<sup>②</sup>。最终本文获得地方国有上市公司样本为5400个。

### (二)模型设计

我们构建如下模型检验本文四个假设。

$$p(\text{change} = 1 | x) = \beta_0 + \beta_1 \text{longrate} + \beta_2 \text{longrate} \times Y + \sum \text{control} + \mu$$

其中,募资变更(change)以出具募资变更公告为准,若该年出具募资变更公告则取1,否则取0。如

<sup>①</sup>我国正式施行股票发行“核准制”开始于2000年3月17日,标志性文件是《中国证券监督管理委员会股票发行核准程序》(简称《程序》)。但《程序》规定主承销商在报送申请文件前应对发行人辅导一年并出具承诺函,因此证监会实际上2001年开始才正式大批受理“核准制”的申请。为了避免跨IPO管理制度研究,我们的样本从2001年开始收集。此外,由于检验产权保护和信贷配置市场化程度的影响时采用了樊纲文献中的相关指标<sup>[27]</sup>,故本文以2001—2009年A股地方国企上市公司为初选样本。

<sup>②</sup>如上海三毛(600689)2008年最终控制人为重庆市国资委,而该企业的实际地址在上海,其实现的GDP增长归属于上海市,因此我们认为在本文的分析中其不是一个有效的样本。

果公司在多个年份发生变更则在多个年份都取 1。部分公司在一年内变更多次,我们视同为一次变更。募资变更之后资金未必能在当年用完,因而我们考察募资变更后三年内的情况。我们相应构建募资变更后三年(*changed*)变量,如某公司在 2003 年发生募资变更,则对该公司 2003 年、2004 年、2005 年均赋值为 1,其余为 0;如公司 2003 年、2004 年均发生变更,我们将 2004 年视同为一次变更,即公司 2003—2006 年均赋值为 1,其余为 0。长期贷款(*longrate*)由企业长期借款比上期末总资产来衡量。

*control* 为控制变量,根据已有相关文献<sup>[11,23-24]</sup>,我们控制了企业资产规模(*size*)、公司运营情况(*cash*)、经营规模(*sale*)和企业成长机会(*tq*)。资产规模(*size*)取总资产对数;运营情况(*cash*)用现金持有量反映,取年末现金与短期投资之和再除以总资产来衡量;经营规模(*sale*)取营业收入对数;成长机会(*tq*)取托宾 Q。此外,我们还控制募资变更被掏空的影响,相应控制大股东占款(*occupy*)、控制权和现金流权分离程度(*fenli*)。参考姜国华、岳衡的研究<sup>[25]</sup>,大股东占款为其他应收款占总资产的比例;参考 Claessens 等的研究<sup>[24]</sup>,控制权和现金流权分离程度为控制权减去现金流权。另外,马连福、曹春方指出公司治理也是影响募资变更的重要因素<sup>[11]</sup>,夏立军、方轶强指出国企股权性质对其绩效有较大影响<sup>[19]</sup>,我们进一步控制独立董事比例(*outrat*)和第一大股东持股比例(*top1*)。行业控制参考 Fan 等的研究<sup>[26]</sup>,采用行业管制虚拟变量(*ind*),判断标准为行业是否处于 GICS 行业分类中能源、电力、金融、公共事业等行业,是则取 1,否则取 0。另外,在模型中还设置 8 个虚拟变量控制 2001—2009 年的年份差异。

为检验地方国企非效率投资来源是否存在替代效应,即假设 1,我们将  $Y$  取为 0。按照我们的理论分析,我们预期  $\beta_1$  的符号显著为负。

接着,为检验产权保护对投资来源替代效应的影响,我们将样本按产权保护程度分组进行检验。我们选取产权保护(*protect*)指标作为  $Y$ ,用樊纲等人研究中对生产者合法权益的保护分指标衡量<sup>[27]</sup>。我们关注的是系数  $\beta_2$ ,如显著为负,则说明随着产权保护的增强,募资变更成本增加,长期贷款替代募资变更的概率会增加,企业存在优先使用长期贷款作为投资来源的偏好;如显著为正,则说明随着投资者保护的增强,募资变更成本增加,长期贷款替代募资变更的概率会降低,企业存在优先使用募资变更作为投资来源的偏好。

我们进一步从地方国企获得贷款的角度出发,检验信贷配置市场化对投资来源替代效应的影响,并将样本按信贷配置的市场化程度分组进行检验。我们选取信贷配置市场化程度(*loanmark*)指标作为  $Y$ ,选用樊纲等人研究中信贷资金配置的市场化分指标衡量<sup>[27]</sup>。我们同样关注的是系数  $\beta_2$ ,如显著为正,则说明随着信贷配置市场化程度的提高,地方国企获得贷款的难度增加,地方国企选用长期贷款替代募资变更的概率会减少,企业存在优先使用长期贷款作为投资来源的偏好;如显著为负,则说明随着信贷配置的市场化程度的提高,地方国企获得贷款的难度增加,地方国企选用募资变更替代长期贷款的概率会上升,企业存在优先使用募资变更作为投资来源的偏好。

为检验政府干预是否会影响到地方国企投资来源选择的空間,我们选取政府干预指标(*incent*)作为  $Y$ 。政府干预指标从政府激励中较为重要的晋升激励、财政激励和社会稳定三个方面构建,分别用官员任期内的移动平均 GDP 增幅、财政压力、失业率度量三种激励,并以主成分分析拟合成政府干预指数。我国的官员考核一般在一届任期内完成,地方官员追求任期内平均经济增长。Li Hongbin 等人<sup>[28]</sup>和周黎安等人<sup>[29]</sup>均用到官员任期内的移动平均 GDP 增幅来衡量晋升激励,我们沿用该方法<sup>[30]</sup>,具体指标为当地省委书记处于任期第  $n$  年时,从其任期第一年开始到第  $n$  年为止的年平均 GDP 增长率<sup>①</sup>。财政压力直接影响到当地政府的切身利益,采用财政收入与财政支出的比值。失业率关系到当地的社

①移动平均 GDP 涉及官员任期的确认,我们参考 Li Hongbin 等的处理<sup>[28]</sup>,对于在一年中的 1 月至 6 月上任的,我们将该年记为任期的第一年,并依次计算任期内的移动平均 GDP;对于在一年中的 7 月至 12 月上任的,我们将该年的下一年记为任期的第一年,并依次计算任期内的移动平均 GDP。

会稳定和经济发展,且陆续有文件把控制失业率纳入政绩考核,本文采用公开披露的城镇登记失业率。我们在回归中将政府干预变量置后一期以降低模型的内生性。三个指标经过主成分分析后,拟合结果为单一主元。初次拟合时,失业率为负,其余两项为正,这样拟合出来的数字越大,表明政府干预越弱,不便于解释交叉项。我们对拟合方向进行了调整,由于拟合结果是标准化处理,我们直接取其相反数,拟合的贡献率为 55.262%,移动平均 GDP 的载荷系数为 -0.705,财政激励的载荷系数为 -0.848,地方失业率的载荷系数为 0.665。*Incent* 值越大,政府干预越强。按照我们的理论分析,我们预期  $\beta_2$  的系数显著为正。

变量定义见表 1。

表 1 变量定义

类别	变量名称	符号	变量含义及说明
被解释变量	募资变更	<i>change</i>	若该年出具募资变更公告则取 1,否则为 0;如果公司在多个年份发生变更则在多个年份取 1
解释变量	长期贷款	<i>longrate</i>	企业长期借款与上期末总资产的比值
	产权保护	<i>protect</i>	樊纲等人的研究中 <sup>[27]</sup> 对生产者合法权益的保护分指标
	信贷配置的市场化程度	<i>loanmark</i>	樊纲等人的研究中 <sup>[27]</sup> 信贷资金配置的市场化分指标
	政府干预指标	<i>incent</i>	参见前文说明
控制变量	资产规模	<i>size</i>	总资产对数
	公司运营情况	<i>cash</i>	用现金持有量反映,年末现金与短期投资之和除以总资产
	经营规模	<i>sale</i>	营业收入对数
	企业成长机会	<i>tq</i>	托宾 Q
	大股东占款	<i>occupy</i>	其他应收款占总资产的比例
	控制权和现金流权分离程度	<i>fenli</i>	控制权减去现金流权
	独立董事比例	<i>outrat</i>	独立董事人数除以董事会人数
	第一大股东持股比例	<i>top1</i>	第一大股东持股比例
	行业管制	<i>ind</i>	处于 GICS 行业分类中能源、电力、金融、公共事业等行业取 1,否则取 0

## 五、实证结果与分析

### (一)描述性统计

样本分布如表 2 所示。2001—2009 年共发生募资变更 326 次,变更后三年为 756 次,分别占总样本的 6.04%、14%,其中 2004 年 65 家公司发生募资变更,占总样本的 9.95%。变更后三年样本最多的是 2006 年,占总样本的 19.62%。募资变更样本所占的比重虽然较小,但我们认为对该样本下的募资变更研究是可以进行的。

主要自变量的描述性统计结果见

表 2 募资变更样本年度分布

	募资变更	变更占比	变更后三年	变更后占比	总样本
2001	17	3.20%	22	4.14%	532
2002	25	3.93%	49	7.70%	636
2003	30	4.34%	73	10.55%	692
2004	65	9.95%	107	16.39%	653
2005	39	7.29%	100	18.69%	535
2006	30	5.12%	115	19.62%	586
2007	41	7.02%	96	16.44%	584
2008	45	7.50%	94	15.67%	600
2009	34	5.84%	100	17.18%	582
Total	326	6.04%	756	14.00%	5400

表 3。在总样本中,长期贷款(*longrate*)的均值为 0.065,表明长期借款占上期末总资产的比例平均为

6.5%。未发生募资变更样本的长期贷款(*longrate*)的均值为0.066,明显高于发生募资变更样本的对应值0.046,表明未发生变更的企业长期借款占上期总资产的比例更高。与之类似,不属于变更后三年样本的长期贷款(*longrate*)的均值略高于变更后三年样本的对应值。这说明长期借款与募资变更可能存在一定的替代性。

表3 描述性统计结果

样本分类	统计量	<i>longrate</i>	<i>ind</i>	<i>size</i>	<i>cash</i>	<i>sale</i>	<i>tq</i>	<i>occupy</i>	<i>fenli</i>	<i>outrat</i>	<i>top1</i>
未变更样本	均值	0.066	0.147	21.348	0.147	20.703	1.463	0.051	2.898	0.305	0.421
	中值	0.028	0.000	21.264	0.125	20.703	1.237	0.022	0.000	0.333	0.410
	方差	0.092	0.354	0.950	0.103	1.720	0.723	0.080	6.587	0.122	0.169
变更样本	均值	0.046	0.138	21.254	0.198	20.814	1.525	0.031	1.993	0.318	0.443
	中值	0.013	0.000	21.105	0.171	20.677	1.172	0.015	0.000	0.333	0.454
	方差	0.068	0.345	0.908	0.119	1.212	0.997	0.050	5.443	0.096	0.160
不属于变更后三年样本	均值	0.068	0.150	21.350	0.145	20.688	1.453	0.052	2.873	0.302	0.420
	中值	0.029	0.000	21.269	0.122	20.708	1.235	0.023	0.000	0.333	0.408
	方差	0.093	0.357	0.957	0.103	1.759	0.704	0.082	6.545	0.125	0.170
变更后三年样本	均值	0.051	0.126	21.294	0.183	20.841	1.550	0.033	2.659	0.330	0.435
	中值	0.014	0.000	21.177	0.155	20.682	1.213	0.016	0.000	0.333	0.449
	方差	0.075	0.332	0.887	0.113	1.213	0.942	0.051	6.414	0.088	0.160
总样本	均值	0.065	0.146	21.342	0.150	20.709	1.467	0.050	2.843	0.306	0.422
	中值	0.027	0.000	21.246	0.127	20.703	1.233	0.021	0.000	0.333	0.413
	方差	0.091	0.353	0.948	0.105	1.694	0.743	0.078	6.527	0.121	0.168

(二) 多元回归结果

1. 企业投资来源选择

我们对模型进行回归,结果如表4所示。*Longrate*与*change*和*changed*显著负相关,表明地方国企较多的长期贷款可以降低募资变更的概率,而较少的长期贷款会增加募资变更概率,存在投资来源的替代效应,并且长期贷款替代募资变更的作用在变更后三年仍有效。

控制变量中,*size*与募资变更显著负相关,表明公司规模越大,公司募资变更概率越低。*cash*与募资变更显著正相关,这与张为国、翟春燕的研究结果一致<sup>[23]</sup>。募资变更的掏空动机方面,*occupy*、*fenli*均与*change*和*changed*显著负相关,表明大股东占款越多、控制权与现金流权分离越严重,公司募资变更概率越低。其原因可能是,大股东占款越多则需要募资变更掏空公司的动机越弱;而控制权与现金流权分离越严重,则公司的金字塔层级相对越多,政府干预公司募资变更越难,Fan等也发现金字塔层级能有效降低

表4 企业投资来源选择

	募资变更		募资变更后三年	
	<i>change</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>	<i>changed</i>
<i>longrate</i>	-3.446*** (-4.51)	-1.735** (-2.34)	-2.531*** (-5.24)	-1.286** (-2.56)
<i>ind</i>		0.125 (0.71)		-0.0901 (-0.72)
<i>size</i>		-0.270*** (-2.88)		-0.255*** (-3.99)
<i>cash</i>		3.181*** (7.18)		2.808*** (7.98)
<i>sale</i>		0.105 (1.63)		0.0628 (1.55)
<i>tq</i>		0.132 (1.47)		0.00652 (0.10)
<i>occupy</i>		-4.358*** (-2.99)		-3.150*** (-3.86)
<i>fenli</i>		-0.0362*** (-3.44)		-0.0188*** (-2.89)
<i>outrat</i>		-1.567** (-2.19)		-0.889* (-1.69)
<i>top1</i>		0.921*** (2.83)		1.037*** (4.01)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes
<i>_cons</i>	-2.595*** (-14.56)	0.483 (0.31)	-1.416*** (-12.84)	2.287** (2.08)
N	5400	5400	5400	5400
pseudo R <sup>2</sup>	0.025	0.065	0.035	0.066
chi <sup>2</sup>	60.32	178.8	134.6	288.2

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平。下同。

政府干预<sup>[26]</sup>。公司治理方面, *top1* 显著正向影响募资变更, *outrat* 显著负向影响募资变更, 表明较多的国有股权、较高的独立董事比例均能有效降低募资变更概率, 这与我们的预期一致。

## 2. 企业投资来源选择理性与可逆性检验

### (1) 产权保护与投资来源选择

产权保护与企业投资来源选择的回归结果如表 5 所示。 *Longrate*、*protect* 与 *change* 和 *changed* 显著负相关, 表明地方产权保护较强、地方国企较多的长期贷款, 均能有效降低募资变更概率。其中, 产权保护越强募资变更越少的结论与我们的预期一致, 也在一定程度上与马连福、曹春方的研究结论一致<sup>[11]</sup>。 *Longrate* 和交互项 *longrate × protect* 均与募资变更显著负相关, 表明企业较多的长期贷款, 在地方产权保护越强时能更多地降低募资变更概率。这表明地方产权保护越强, 募资变更越难, 地方国企越倾向选择长期贷款代替募资变更作为非效率投资的来源, 长期贷款越多, 则企业募资变更概率降低越多。

该结论证明了地方国企存在优先使用长期贷款的偏好, 在募资变更成本较大时, 企业使用长期贷款代替募资变更的动机更强。产权保护按中值分组后的结果也支持了这一点, *longrate* 仅在产权保护强的地区与募资变更显著负相关。而如果地方国企偏好优先使用募资变更作为投资来源, 则长期贷款与募资变更的替代效应在产权保护越弱的地区更强, 这与我们的结论相反。由此, 假设 2 得到证实。

表 5 产权保护与企业投资来源选择

	募资变更		募资变更后三年		投资者保护强		投资者保护弱	
	<i>change</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>	<i>changed</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>
<i>longrate</i>	-1.996 *** (-2.59)	-2.358 *** (-2.68)	-1.607 *** (-3.11)	-2.096 *** (-3.50)	-2.807 ** (-2.10)	-2.308 *** (-2.71)	-1.160 (-1.30)	-0.693 (-1.08)
<i>protect</i>	-0.0674 ** (-2.50)		-0.0819 *** (-4.30)					
<i>Protect × longrate</i>		-0.604 * (-1.85)		-0.700 *** (-3.11)				
<i>ind</i>	0.148 (0.84)	0.133 (0.75)	-0.0640 (-0.51)	-0.0767 (-0.61)	0.0102 (0.04)	-0.164 (-0.91)	0.145 (0.56)	-0.108 (-0.60)
<i>size</i>	-0.259 *** (-2.72)	-0.258 *** (-2.76)	-0.238 *** (-3.66)	-0.240 *** (-3.78)	-0.0354 (-0.29)	-0.0298 (-0.33)	-0.471 *** (-3.40)	-0.450 *** (-4.63)
<i>cash</i>	3.212 *** (7.24)	3.175 *** (7.16)	2.862 *** (8.12)	2.798 *** (7.95)	3.383 *** (5.46)	2.584 *** (5.22)	3.187 *** (4.89)	3.198 *** (6.33)
<i>sale</i>	0.116 * (1.78)	0.102 (1.61)	0.0740 * (1.78)	0.0600 (1.51)	-0.0164 (-0.20)	-0.0187 (-0.30)	0.178 ** (2.03)	0.108 * (1.81)
<i>tq</i>	0.131 (1.47)	0.132 (1.47)	0.00698 (0.11)	0.00586 (0.09)	0.0372 (0.24)	-0.110 (-0.90)	0.173 (1.52)	0.0538 (0.70)
<i>occuppy</i>	-4.317 *** (-2.95)	-4.343 *** (-2.97)	-3.170 *** (-3.85)	-3.136 *** (-3.84)	-1.896 (-1.17)	-1.306 (-1.30)	-9.031 *** (-3.79)	-5.445 *** (-4.23)
<i>fenli</i>	-0.0368 *** (-3.49)	-0.0368 *** (-3.47)	-0.0195 *** (-2.99)	-0.0195 *** (-2.96)	-0.0342 ** (-2.17)	-0.0203 ** (-1.99)	-0.0399 *** (-2.72)	-0.0191 ** (-2.19)
<i>outrat</i>	-1.428 ** (-1.99)	-1.553 ** (-2.18)	-0.766 (-1.46)	-0.870 * (-1.67)	-2.519 ** (-2.57)	-1.259 (-1.55)	-0.462 (-0.44)	-0.412 (-0.60)
<i>top1</i>	0.852 *** (2.60)	0.911 *** (2.78)	0.973 *** (3.77)	1.026 *** (3.95)	0.800 * (1.90)	0.802 ** (2.37)	0.976 * (1.75)	1.264 *** (3.27)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>_cons</i>	0.276 (0.18)	0.289 (0.19)	2.040 * (1.85)	2.040 * (1.85)	-1.733 (-0.76)	-0.479 (-0.29)	2.962 (1.39)	5.209 *** (3.38)
N	5400	5400	5400	5400	2686	2686	2714	2714
pseudo R <sup>2</sup>	0.068	0.067	0.070	0.068	0.067	0.063	0.078	0.080
chi <sup>2</sup>	188.5	179.5	302.2	291.9	100.3	141.6	96.35	179.6

## (2) 信贷配置的市场化与投资来源选择

信贷市场化配置与企业投资来源选择的回归结果如表 6 所示。*loanmark* 与募资变更显著负相关,这可能是由于信贷配置市场化程度较高的地区市场化程度也较高,从而降低了政府对地方国企的干预。*Longrate* 与募资变更显著负相关,但交互项 *longrate* × *loanmark* 与募资变更显著正相关,表明企业较多的长期贷款能降低募资变更概率,但在地方信贷配置市场化程度较高的地区长期贷款降低募资变更概率的程度降低。这表明信贷配置市场化程度越高,地方国企获得长期贷款越困难,地方国企选择长期贷款代替募资变更作为非效率投资来源的动机越弱。

而按信贷配置市场化按中值分组的回归结果也表明,企业长期贷款与募资变更显著负相关仅在信贷配置市场化程度低的地区出现。这表明地方国企存在优先使用长期贷款的偏好,在信贷配置市场化程度较高的地区,由于获得长期贷款较困难,企业会谨慎选择长期贷款替代募资变更;而在信贷配置市场化程度较低的地区,地方国企获得长期贷款较容易,企业选择长期贷款替代募资变更的动机更强。而如果地方国企偏好优先使用募资变更作为投资来源,则长期贷款与募资变更的替代效应在信贷配置市场化程度高的地区更强,这与结论相反。由此,交互项与分组回归的结果证实了假设 3。

表 6 信贷市场化配置与企业投资来源选择

	募资变更		募资变更后三年		信贷配置市场化高		信贷配置市场化低	
	<i>change</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>	<i>changed</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>
<i>longrate</i>	-1.854 ** (-2.47)	-6.158 ** (-2.21)	-1.409 *** (-2.78)	-4.900 ** (-2.50)	-1.131 (-1.05)	-0.670 (-0.94)	-2.584 ** (-2.45)	-2.310 *** (-3.19)
<i>loanmark</i>	-0.0496 * (-1.90)		-0.0635 *** (-3.45)					
<i>Loanmark</i> × <i>longrate</i>		0.526 * (1.71)		0.416 * (1.95)				
<i>ind</i>	0.132 (0.75)	0.168 (0.92)	-0.0860 (-0.69)	-0.0990 (-0.79)	0.0926 (0.36)	-0.0421 (-0.24)	0.181 (0.72)	-0.117 (-0.63)
<i>size</i>	-0.274 *** (-2.90)	-0.266 *** (-2.83)	-0.260 *** (-4.00)	-0.262 *** (-4.06)	-0.359 *** (-2.99)	-0.338 *** (-3.80)	-0.177 (-1.13)	-0.174 * (-1.82)
<i>cash</i>	3.220 *** (7.29)	3.240 *** (7.31)	2.861 *** (8.17)	2.814 *** (8.03)	2.410 *** (4.00)	2.149 *** (4.55)	4.140 *** (6.21)	3.602 *** (6.99)
<i>sale</i>	0.115 * (1.77)	0.107 * (1.67)	0.0752 * (1.78)	0.0664 (1.62)	0.149 * (1.76)	0.120 * (1.91)	0.0929 (0.87)	0.0473 (0.90)
<i>tq</i>	0.127 (1.42)	0.120 (1.33)	0.000447 (0.01)	0.00882 (0.14)	0.124 (1.08)	-0.0362 (-0.41)	0.152 (1.09)	0.0548 (0.60)
<i>occuppy</i>	-4.383 *** (-2.99)	-4.224 *** (-3.00)	-3.218 *** (-3.89)	-3.181 *** (-3.89)	-3.086 (-1.59)	-1.557 (-1.46)	-4.885 ** (-2.27)	-4.280 *** (-3.38)
<i>fenli</i>	-0.0362 *** (-3.43)	-0.0370 *** (-3.49)	-0.0188 *** (-2.88)	-0.0192 *** (-2.96)	-0.0304 ** (-2.27)	-0.0150 * (-1.77)	-0.0440 ** (-2.53)	-0.0229 ** (-2.19)
<i>outrat</i>	-1.459 ** (-2.03)	-1.402 ** (-1.97)	-0.772 (-1.48)	-0.876 * (-1.67)	-3.536 *** (-3.48)	-2.673 *** (-3.60)	0.276 (0.31)	0.741 (1.10)
<i>top1</i>	0.896 *** (2.74)	0.865 *** (2.65)	1.008 *** (3.93)	1.039 *** (4.03)	0.509 (1.15)	0.596 * (1.85)	1.350 ** (2.50)	1.509 *** (3.92)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>_cons</i>	0.822 (0.52)	0.823 (0.52)	2.754 ** (2.47)	2.575 ** (2.30)	2.611 (1.21)	3.747 ** (2.46)	-3.047 (-1.24)	0.160 (0.10)
N	5400	5400	5400	5400	2601	2706	2694	2694
pseudo R <sup>2</sup>	0.067	0.065	0.068	0.066	0.048	0.052	0.099	0.103
chi <sup>2</sup>	182.4	179.7	294.0	284.6	57.69	85.70	149.9	232.8

## 3. 企业投资来源选择空间检验

政府干预与企业投资来源选择的回归结果如表 7 所示。*incent* 与募资变更显著正相关,表明政府

干预越强募资变更概率越大,这与马连福、曹春方的结论<sup>[11-12]</sup>一致。加入交互项之后,*longrate*与募资变更显著负相关,但*longrate*×*incent*与募资变更显著正相关,这表明企业较多的长期贷款能代替募资变更提供投资来源,但在政府干预强的地区,这种替代作用会减弱。按政府干预中值分组的结果也表明,长期贷款对募资变更的替代效应在政府干预弱的地区更强。这些结论说明随着政府干预的增强,地方国企需要调用更多的资源来完成投资任务,企业选择长期贷款替代募资变更的空间缩小,这证实了假设4。

表7 政府干预与企业投资来源选择

	募资变更		募资变更后三年		政府干预强		政府干预弱	
	<i>change</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>	<i>changed</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>	<i>change</i>	<i>changed</i>
<i>longrate</i>	-1.974 *** (-2.65)	-2.153 ** (-2.38)	-1.487 *** (-2.96)	-1.648 *** (-3.06)	-1.169 (-1.41)	-0.721 (-1.14)	-3.749 ** (-2.39)	-2.634 *** (-3.05)
<i>incent</i>	0.180 *** (2.72)		0.163 *** (3.50)					
<i>Incent</i> × <i>longrate</i>		1.509 * (1.80)		1.144 ** (2.41)				
<i>ind</i>	0.187 (1.05)	0.174 (0.96)	-0.0378 (-0.30)	-0.0452 (-0.35)	0.215 (0.87)	0.0155 (0.08)	0.129 (0.49)	-0.110 (-0.62)
<i>size</i>	-0.247 *** (-2.62)	-0.253 *** (-2.70)	-0.234 *** (-3.64)	-0.240 *** (-3.75)	-0.217 * (-1.89)	-0.271 *** (-3.40)	-0.197 (-1.46)	-0.171 * (-1.76)
<i>cash</i>	3.275 *** (7.35)	3.196 *** (7.21)	2.890 *** (8.21)	2.829 *** (8.02)	3.930 *** (6.21)	3.978 *** (7.85)	2.527 *** (3.96)	1.821 *** (3.69)
<i>sale</i>	0.111 * (1.71)	0.102 (1.60)	0.0664 (1.64)	0.0607 (1.52)	0.0349 (0.60)	0.0276 (0.78)	0.167 * (1.72)	0.0992 (1.41)
<i>tq</i>	0.132 (1.47)	0.124 (1.38)	0.00610 (0.10)	-0.000571 (-0.01)	0.0581 (0.45)	0.0167 (0.19)	0.190 (1.54)	-0.0283 (-0.29)
<i>occupy</i>	-4.416 *** (-2.99)	-4.407 *** (-3.02)	-3.212 *** (-3.87)	-3.187 *** (-3.89)	-7.005 *** (-3.50)	-5.654 *** (-4.96)	-1.776 (-0.98)	-0.590 (-0.59)
<i>fenli</i>	-0.0367 *** (-3.47)	-0.0364 *** (-3.44)	-0.0193 *** (-2.95)	-0.0189 *** (-2.89)	-0.0461 *** (-2.89)	-0.0196 ** (-2.10)	-0.0275 * (-1.93)	-0.0195 ** (-2.06)
<i>outrat</i>	-1.395 ** (-1.96)	-1.528 ** (-2.15)	-0.764 (-1.46)	-0.857 (-1.64)	-0.837 (-0.83)	-0.353 (-0.52)	-2.078 ** (-2.10)	-1.132 (-1.38)
<i>top1</i>	0.873 *** (2.65)	0.885 *** (2.69)	1.011 *** (3.90)	1.009 *** (3.88)	1.316 ** (2.43)	1.472 *** (3.77)	0.535 (1.20)	0.620 * (1.89)
<i>Year</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>_cons</i>	-0.172 (-0.11)	0.347 (0.22)	1.730 (1.57)	2.042 * (1.85)	0.828 (0.40)	3.098 ** (2.05)	-2.258 (-0.97)	0.0766 (0.05)
N	5400	5400	5400	5400	2716	2716	2684	2684
pseudo R <sup>2</sup>	0.069	0.067	0.069	0.067	0.090	0.098	0.058	0.052
chi <sup>2</sup>	182.6	180.8	297.2	292.4	133.5	230.1	70.60	104.8

#### 4. 稳健性检验

本文采用以下方法进行稳健性检验<sup>①</sup>:

(1)不同的分组回归。前文中汇报了产权保护和信贷配置市场化的中值分组回归结果,我们以均值进行重新回归,结果一致,说明本文结论稳健。

(2)信贷配置市场化的反向检验。我们将民企样本按信贷配置市场化中值分组回归,结果显示民企长期贷款对募资变更的替代效应在信贷配置市场化程度高的地区更强,这与地方国企样本的分组回归结果相反,从而验证了我们理论分析是正确的。

①囿于篇幅,这部分稳健性结果未汇报,如有兴趣可向作者索取。

(3)募资变更程度。马连福、曹春方认为募资变更并非是同质的<sup>[11]</sup>,本文按变更程度分为重要变更与次要变更。重要变更包括募资金额、募资投向、项目取消,次要变更包括实施地点、实施方式、实施进度、投资方式、投资进度等变更,其他无法归入以上两类的部分我们按照实际变更情况进行划分。由于次要变更样本太少,剔除之后重新进行检验,回归结果无实质性改变。

(4)控制变量。我们在回归模型中剔除显著的控制变量 *top1* 以及不显著的控制变量 *tq* 之后重新进行检验,回归结果一致。

## 六、结论

本文以2001—2009年地方国有上市公司为样本,实证检验了地方国企对非效率投资来源的选择,通过研究发现,企业在拥有较多长期贷款时,会更倾向使用长期贷款代替募资变更,并且这种选择是理性和不可逆的。我们还发现,在产权保护较强和信贷配置市场化程度较低的地区,企业更愿意选择长期贷款替代募资变更,这说明企业存在优先使用债权融资进行非效率投资的偏好;随着政府干预的增强,地方国企选择投资来源的空间减少,长期贷款对募资变更的替代效应减弱。

本文的主要贡献在于:第一,已有文献研究了政府干预地方国企投资,但并未关注企业投资来源的选择。本文从长期贷款和募资变更角度分析了地方国企投资来源,发现二者存在替代效应,即在长期贷款较多时,地方国企使用募资变更的概率较低。本文的研究结果对国企投资领域的研究进行了延伸。第二,现有文献认为,中国国情下企业的融资顺序不同于融资优序理论,企业的融资选择中股权融资优于债权融资。而本文通过研究资金使用中企业投资来源的选择发现,在非效率投资的来源上,企业会更倾向选择债权融资的资金,其次才是股权融资的资金。这与众多文献从融资角度发现的中国特有的“股权融资优先于债权融资”的结论相反,而与融资优序理论一致。本文的结论进一步丰富了我国融资金使用的相关研究,也从非效率投资来源的选择角度提供了“融资优序理论”在中国成立的新证据。

本文的不足之处是以募资变更和长期贷款作为股权资金和债权资金非效率利用的代理变量,尤其是长期贷款,在无法获得具体项目贷款非效率使用的前提下,这仅仅是一种次优选择,在以后的研究中,本文将进一步探讨更合适的度量指标。

### 参考文献:

- [1] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. *Journal of financial economics*, 1984,13:187-221.
- [2] Shleifer A. State versus private ownership[J]. *Journal of Economic Perspective*, 1998,12:33-150.
- [3] Lin J Y, Cai Fang, Li Zhou. Competition, policy burdens and state-owned enterprise reform[J]. *American Economic Review*, 1998,88:422-427.
- [4] 周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作[J]. *经济研究*, 2004(6): 33-40.
- [5] Shirley M M, Walsh P. Public vs. private ownership: the current state of the debate[R]. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2001, No. 2420.
- [6] 徐晓东, 张天西. 公司治理, 自由现金流与非效率投资[J]. *财经研究*, 2009(10): 47-58.
- [7] 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): 37-47.
- [8] 王茂斌, 刘莎莎, 孔东民. 募集资金投向变更, 公司治理与公司绩效[J]. *国际金融研究*, 2011(11): 75-86.
- [9] 刘少波, 戴文慧. 我国上市公司募集资金投向变更研究[J]. *经济研究*, 2004(5): 88-97.
- [10] 陈文斌, 陈超. 新股上市后盈利能力下滑及募集资金使用分析[J]. *管理科学学报*, 2007(4): 49-55.
- [11] 马连福, 曹春方. 制度环境, 地方政府干预, 公司治理与 IPO 募集资金投向变更[J]. *管理世界*, 2011(5): 127-139.

- [12]曹春方. 政府干预,地方国有企业募资变更后投向与公司价值[J]. 经济管理, 2012(4): 1-10.
- [13]Cull R, Xu L C. Institutions, ownership, and finance: the determinants of profit reinvestment among Chinese firms[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77: 117-146.
- [14]卢峰,姚洋. 金融压抑下的法治,金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学, 2004(1): 42-55.
- [15]张军,金煜. 中国的金融深化和生产率关系的再检测:1987—2001[J]. 经济研究, 2005(11): 34-44.
- [16]林毅夫,李志赞. 中国的国有企业与金融体制改革[J]. 经济学(季刊), 2005(4): 913-936.
- [17]田利辉. 国有产权,预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J]. 管理世界, 2005(4): 26-37.
- [18]何贤杰,朱红军,陈信元. 政府的多重利益驱动与银行的信贷行为[J]. 金融研究, 2008(6): 1-20.
- [19]夏立军,方轶强. 政府控制,治理环境与公司价值[J]. 经济研究, 2005(5): 40-51.
- [20]方军雄. 所有制,制度环境与信贷资金配置[J]. 经济研究, 2007(12): 82-92.
- [21]江伟,李斌. 制度环境,国有产权与银行差别贷款[J]. 金融研究, 2006(11): 116-126.
- [22]余明桂,潘红波. 政府干预,法治,金融发展与国有企业银行贷款[J]. 金融研究, 2008(9): 1-22.
- [23]张为国,翟春燕. 上市公司变更募集资金投向动因研究[J]. 会计研究, 2005(7): 19-24.
- [24]Claessens S, Demirgüç-Kunt A, Huizinga H. How does foreign entry affect domestic banking markets? [J]. Journal of Banking & Finance, 2001, 25:891-911.
- [25]姜国华,岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J]. 管理世界, 2006(9): 119-126.
- [26]Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Institutions and organizational structure: the case of state-owned corporate pyramids [J]. Journal of Law, Economics, and Organization, 2013, 29: 1217-1252.
- [27]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数[M]. 北京:经济科学出版社, 2010.
- [28]Li Hongbin, Zhou Li'an. Political turnover and economic performance: the incentive role of personnel control in China [J]. Journal of Public Economics, 2005, 89:1743-1762.
- [29]周黎安,李宏彬,陈焯. 相对绩效考核:中国地方官员晋升机制的一项经验研究[J]. 经济学报, 2005(1): 83-96.
- [30]曹春方,周大伟,王元芳. 晋升压力、资源配置与地方国企募资变更[J]. 审计与经济研究, 2015(1): 93-104.

[责任编辑:杨凤春]

## The Sources of Non-efficient Investment Funds in Local State-owned Enterprises: Debt Capital or Equity Capital in Priority?

CAO Chunfang, WU Chengcheng, ZHOU Dawei

(School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

**Abstract:** With the sample of A-shared local state-owned listed companies in China from 2001 to 2009, this paper makes a research on the sources of non-efficient investment funds in local state-owned enterprises. We find that non-efficient investment funds in the local state-owned companies first comes from debt capital, followed by equity capital; and the equity capital is more inclined to be replaced by debt capital in the companies with more long-term loans, which is rational and irreversible. Further, companies have stronger motivation to replace equity capital by debt capital in the area with a higher level of investor protection and a lower level of marketization of credit allocation. And in the area where there exists stronger local governments intervention, the role of debt capital replacing equity capital is weakening.

**Key Words:** government intervention; pecking order; long-term loans; alteration of raised funds; protection of investors; investment efficiency; non-efficient investment; equity financing; debt financing