

政府干预、管理层自利与国企过度投资

佟爱琴,李雨佳,杨 柳

(同济大学 经济与管理学院,上海 200092)

[摘要]利用我国上市企业2009—2014年数据,从企业外部和内部探寻引起国企过度投资的原因,并探讨最终控制人对国企过度投资的影响,结果表明:现阶段国有企业依然存在过度投资的现象;政府干预是导致国企过度投资的外部因素,管理层自利是引起国企过度投资的内部因素,二者与国企过度投资均呈显著正相关关系;与政府机构控制的国有企业相比,国有公司控制的国有企业过度投资更为严重。

[关键词]政府干预;管理层自利;国有企业过度投资;最终控制人;企业投资效率;非效率投资;公司治理;公司投资行为

[中图分类号]F20;F275 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2016)01-0077-09

投资、消费和出口是拉动经济增长的“三驾马车”。其中投资作为推动我国经济增长的主要动力,不仅在整体宏观经济中占有举足轻重的地位,也是关乎企业成长的关键因素。国有企业对我国国民经济的发展至关重要,其投资行为不仅会影响企业本身的价值创造,也会直接影响到宏观经济的发展。在转轨经济的背景下,市场环境仍然充满着不确定性,国有企业的投资既会受到内部微观因素的影响,也会受到外部宏观因素的制约。因此,有必要针对我国特殊的制度背景和公司治理结构来研究国有企业的投资效率问题。

已有的一系列研究表明,当前我国国有企业存在着非效率投资的现象,其中过度投资更为严重。一方面,政府干预是我国国有企业的一个重要外部特征,政府干预可能会使企业经营偏离效率目标,从而引起投资决策上的失误;另一方面,若企业内部管理层权力过大,管理层可能会为了维护个人利益或获取私有收益,做出与效率目标相反的投资决策。鉴于此,本文尝试从政府干预和管理层自利两个方面来研究国有企业的过度投资问题,并将国有企业按照最终控制人的不同划分为政府机构控制和国有公司控制两组,进一步探究最终控制人对国企过度投资的影响,以期能为政府正确引导国企投资以及国企有效提高投资效率提供启示性建议。

一、文献回顾

企业投资是公司治理领域关注的热点之一。随着产权理论、委托代理理论、契约理论、信息不对称理论的逐步完善,这些理论被广泛地应用到企业的投资学中,夯实了企业投资效率的理论基础。国内外学者在企业投资方面也进行了一系列相关研究。

关于政府干预与企业投资的关系,一方面,有部分学者认为政府干预会降低企业投资效率,影响企业的价值。如 Acemoglu 和 Johnson 的研究表明,政府官员对经济活动的干预若不受法律的有效约

[收稿日期]2015-09-28

[基金项目]国家自然科学基金资助项目(71402120)

[作者简介]佟爱琴(1968—),女,河北秦皇岛人,同济大学经济与管理学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司财务与会计、公司治理与资本市场;李雨佳(1990—),女,安徽芜湖人,同济大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为财务管理;杨柳(1969—),河北石家庄人,同济大学经济与管理学院讲师,博士,主要研究方向为会计与财务管理。

束,极易导致地区投资效率的降低,地区经济发展水平也会受到负面影响^[1]。Mara、Masulis 和 McConnell 的研究发现,企业资源的配置会受到政府干预的制约,过多的政治干预会降低资源的配置效率^[2]。另一方面,也有部分学者指出政府能引导企业进行投资。如 Johnson 和 Mitton 分析了与马来西亚政府有政治关联的企业在金融危机中受到政府补贴这一事件,发现这些企业的政治关系为其带来了 1/3 的价值增长^[3]。所以,Shleifer 和 Vishny 认为,政府这只“看得见的手”既可能是“帮助之手”,也可能是“掠夺之手”^[4]。

现代企业中管理层权力不断提升,管理层权力主要表现为董事长与总经理两职合一、管理层任期时间长、董事会独立性不强等,这会导致管理层追求帝国构建、过度自信等现象的产生,极易造成企业的非效率投资。Stulz 发现在股权高度分散的企业中,经理时常会违反企业的效率目标,投资于净现值为负却有利于其获取个人私利的项目,导致企业出现过度投资^[5]。而 Aggarwal 和 Samwick 认为企业产生投资不足的一大原因是经理的个人私欲。他们认为企业投资新项目意味着企业的经理需要投入一定的工作精力和工作时间,在新投资项目中也肩负着较大的责任。因此当经理认为这种私人成本过高时,即使项目的净现值为正,经理也很有可能放弃这些投资项目,进而导致企业的投资不足^[6]。

与国外相比,国内对于投资方面的研究起步较晚,但近些年来随着国内学者对企业投资问题的关注,我国对投资效率的研究也正逐渐升温。在政府行政干预与企业投资方面,部分学者探究政府干预是否导致企业非效率投资。杨华明、罗党伦的研究发现,当企业受到地方政府的干预和控制时,可能会获取更多的现金流,由此导致企业产生过度投资的现象^[7]。张洪辉和王宗军的研究表明国企过度投资是政府将公共目标内部化到企业的结果,过度投资对现金流的敏感性不高^[8]。另外,还有部分学者研究政府干预的动因。唐雪松、周晓苏和马如静通过对我国上市企业的财务数据进行实证分析,发现地方政府承担着提高当地 GDP 增长率等经济任务,为了满足此类目标,政府常常干预企业的投资,由此导致国企投资过度^[9]。向杨讨论了地方政府目标、经济贡献度、生命周期、资源分配权力、官员更替与任职时间对企业过度投资的影响,发现在各方面都存在对当地企业的干涉,这些与企业过度投资活动均存在紧密关系^[10]。

管理层治理与企业投资方面,支晓强、童盼从管理层业绩的角度分析企业现金流与投资之间的关系,发现企业内部的代理冲突会影响现金流对投资行为的敏感程度,并且这种影响在民营企业中表现得更为突出^[11]。赵纯祥、张敦力的实证研究验证了管理者权力与企业投资规模正相关^[12]。卢馨、吴婷、张小芬从管理层权力强度与权力的持续性两方面研究管理层权力与企业投资之间的关系,发现前者与企业的投资水平显著正相关,且这种正相关关系在非国有企业表现得更为明显,而后者与企业投资水平的关系并不显著^[13]。

从以上文献回顾可以发现,企业投资已经成为国内外研究的一个热点,然而虽然已有大量学者分别从政府治理和管理层治理的角度对企业投资行为进行探析,但是这些研究大部分是针对所有上市企业整体而言,探讨国企过度投资内在机理的文献较少。近年来我国国有企业存在着“投资饥渴症”的现象,过度投资尤为严重,这背离了传统的效率投资原则^[14]。在我国转轨经济的制度背景下,国有企业作为国民经济的支柱,其投资上的过度会造成生产要素浪费、金融风险加大等一系列问题,对企业成长乃至整个宏观经济的发展都会产生不利影响,因而对国企过度投资现象的研究具有十分重要的现实意义。同时,政府干预与管理层自利两种行为总会不可避免地共存于国有企业之中,其存在是否会对国企过度投资行为产生影响是值得研究的问题。因此,本文将以国企的过度投资作为主要研究对象,将政府干预与管理层自利结合起来,作为影响国企过度投资的内外部原因,检验其相关关系。值得注意的是,当国有企业的最终控制人不同时,外部的政府干预和内部的管理层自利引起的过度投资问题可能会表现出差异,为了探究这种差异,本文将根据最终控制人的不同将国有企业划分为政府机构控制和国有公司控制两组样本,从国企分类的新视角进一步审视国企过度投资问题,为国有企业

完善治理机制、提高投资效率提供一些理论依据。

二、理论分析与研究假设

自20世纪70年代以来,中国财政体制经历了一系列改革,中央政府逐渐将财政权下放到地方各级政府。在此过程中,地方政府一方面成为独立的财政主体,逐渐获取了对地方财政收入的掌控权,但另一方面也必然需要承担一定的经济和政治职责,既要致力于提高地方的经济发展水平,增加财政收入,又要加强完善社会保障体系,保持社会稳定^[15]。一般而言,企业投资新项目无论对其自身是否有效益,从短期来看均有利于增加财政收入以及促进就业,进而有利于地方经济的发展以及社会稳定的维持。因此,政府有动机利用其对国有企业的控制权干预企业投资,促使企业扩大投资,以实现其政治上的目标。

为了与经济改革相适应,我国在政府官员考核与晋升模式上也进行了改革,以往以政治指标来考核政府官员的机制逐渐转变为以经济指标为主的考核机制,GDP和财政收入成为政府政绩考核的重要指标,同一行政级别的政府官员都面临着政治晋升的竞争压力。在此背景下,地方政府官员为在激烈的晋升博弈中胜出,极有可能通过扩大所辖企业的投资来增加地方GDP和财政收入。由此看来,扩大企业投资对于政府实现其政治目标以及政府官员满足其个人私利都是有利的。同时,在我国渐进式改革过程中,政府对国有企业仍然存在着行政上较强的索取权和控制权,因此除了政治上的动机之外,政府也有行政上的能力干预所辖国有企业的投资决策,导致国有企业的过度投资。

因此,可以预期,政府干预下的国有企业有较强的过度投资倾向,即使对于资金紧张的企业,政府也可以通过增加财政补贴、提供优惠银行贷款等措施帮助企业获取充足的资金^[16],以满足其扩大投资的需求。基于此,我们提出假设1。

H₁: 政府干预与国企过度投资正相关。

企业的管理层是企业契约关系中重要的一方,直接负责整个企业的日常经营管理。在现代企业管理体制以及职业经理人发展的背景下,企业开始雇佣具有专业管理才能的职业经理人担任管理者,造成了企业所有权和经营权的分离,进而导致了委托代理问题。随着我国市场化进程的推进,企业管理层逐渐获得投资上的自主权,管理层的权力不断增大。企业管理层的权力越大,其与股东、债权人等利益相关者发生利益冲突时的博弈能力越强。在这一体制下,若管理层权力缺乏适当的约束,则他们可能为了获取个人私利而将企业的资金投入部分非盈利项目,引发企业的过度投资现象。关于管理层权力与企业过度投资之间的关系,已有学者尝试从不同角度来进行探究,主要形成了自由现金流代理假说、构建帝国假说、壕沟防御假说与过度自信假说^[17]。

国有企业在经历了扩大企业自主经营权、企业承包制的放权让利等一系列改革后,开始向现代企业方向转变,逐渐以现代企业治理模式为标准,进行了一系列的股权制改革。国有企业管理者的权力也在放权让利和分散股权改革的过程中不断形成和提升,这种权力上的膨胀使管理层有能力投资更多项目来实现个人利益。一方面,国有企业的管理者为了谋求更高的在职消费,有过度投资的倾向。扩大企业投资能够使管理者控制更多资源,享受大型公司高管的在职消费^[12]。管理者在职消费内生于高昂的信息成本,当监督在职消费的成本过高导致监督收益不足以弥补监督成本时,股东只好默许管理者在职消费。因此,管理者有动机借助扩大投资来扩张企业规模,提高股东获取信息的成本,增加股东与管理者之间的信息不对称,隐藏自身在职消费行为。另一方面,若企业规模不断扩大,扩张速度不断加快,管理者获得升迁的机会也会越多,自己的职位也能更加牢固,而且在规模较大的企业,管理者无论是收入,还是行政级别和社会地位,均会远远高于中小企业。因此,管理者有动机通过投资更多的新项目来增加其所控制的资源或减少被替换的可能性——即使这些项目的盈利状况不佳——从而实现个人利益,由此导致国企过度投资。一般来说,管理层权力越大,管理层自利的现象

也会越突出,企业越有可能过度投资。综上,我们提出假设 2。

H₂: 管理层自利与国企过度投资正相关。

由以上分析可知,为实现政治目标并提高治理绩效,政府可能会通过干预手段促使国有企业扩大投资,引致国企的过度投资;与此同时,国有企业管理层为获取个人私利也会导致投资决策上的激进,同样引起国企的过度投资。当政府干预行为与管理层自利行为共存于国有企业中时,便会同时出现政府统治者问题和企业管理层代理问题。在二者的相互作用下,一方面企业受到的政府干预限制了管理层在投资决策上的机会主义行为,另一方面为了维护自身的利益,管理层也会采取相关措施制约政府的控制行为^[18]。由此,企业的投资决策最终取决于政府干预的控制作用与管理层自利的诱导作用的博弈结果。

由政府机构直接控制的国有企业和由国有公司控制的国有企业的行政干预程度显然是不同的。政府机构控制意味着身为主要股东的政府具有更强的行政控制力,而国有公司控制意味着其控股股东是市场化程度较高的企业,其必然会更加追求经济效益,所受行政干预程度相对较小。与此同时,由政府机构直接控制的国有企业和由国有公司控制的国有企业的管理层自利行为亦会表现出不同。对于政府机构控制的企业而言,更强的行政干预能够对管理层行为施加约束,抑制管理层自利带来的过度投资现象。相比之下,国有公司控制的企业面临着较少的政府干预,对于管理层行为的监督和制约就会减少,管理层更倾向于出于自利原则肆意进行投资。由此可见,国有企业最终控制人不同,企业面临的政府干预与管理层自利也会表现出差异,这种差异性又可能会引起不同企业做出不同的投资决策^[19]。

政府干预与管理层自利问题都会引发国有企业的过度投资,然而政府机构控制与国有公司控制的企业二者谁的过度投资倾向更为严重,这完全取决于政府干预与管理层自利的最后的博弈结果,这一结果有待实证检验。如果政府干预对企业过度投资的推动作用大于管理层自利的诱导作用,则政府机构控制的企业更倾向于发生过度投资,反之,则国有公司控制的企业更倾向于过度投资。由此我们提出假设 3 和假设 4。

H₃: 与国有公司控制的企业相比,政府机构控制的企业过度投资更为严重。

H₄: 与政府机构控制的企业相比,国有公司控制的企业过度投资更为严重。

三、研究设计

(一) 样本选取

本文选取 2009 年到 2014 年我国沪深两市 A 股上市公司为样本,根据以下原则对样本进行处理:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除 ST 和 *ST 企业,因为该类企业的财务状况存在异常;(3)剔除相关财务数据缺失的企业;(4)对相关连续变量在 1% 和 99% 分位进行极端值的 winsorize 处理。最终本文共获得 7829 个样本数据,其中国有企业 4526 个。本文样本数据来自 CSMAR 数据库,政府干预数据根据樊纲等编著的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》中“政府与市场的关系”计算而得^[20]。本文主要使用 Excel2007 和 SAS 9.0 进行数据的处理和分析。

(二) 变量定义与研究模型

1. 被解释变量

过度投资(*Ovin*):本文借鉴 Richardson 计量非效率投资的方法^[21],采用模型(1)来衡量企业的投资,将企业实际投资与最优投资水平进行对比,用模型的残差来解释企业的非效率投资取向,界定残差大于零为过度投资,残差小于零为投资不足。

$$Inv_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Ret_{t-1} + \alpha_7 Inv_{t-1} + \Sigma Industry + \Sigma Year + \varepsilon \quad (1)$$

2. 解释变量

(1) 政府干预(*Gov*):本文借鉴樊纲等编著的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》^[20],用 10 减去报告中“政府与市场的关系”指数,数值越大,表明政府干预越多。

(2) 管理层自利(*Power*):根据已有文献^[22-24],本文将董事长和总经理是否两职合一(*PowerA*)、管理层持股比例(*PowerB*)和股权制衡度(*PowerC*)三个衡量管理层权力的单维度变量进行标准化处理后加总形成综合指标(*Power*)来反映管理层权力的大小。

3. 控制变量

本文将自由现金流量比率(*Fcf*)、管理费用率(*Mfee*)、关联占款(*Orecta*)、高管薪酬水平(*Comp*)和独立董事比例(*Indep*)等作为控制变量。

各变量的具体定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量代码	变量描述
被解释变量	资本投资	<i>Inv</i>	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 - 处理固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金额)/年初资产总额
	过度投资	<i>Ovin</i>	模型(1)中的正残差
解释变量	政府干预	<i>Gov</i>	10 - “政府与市场的关系”指数
	两职合一	<i>PowerA</i>	总经理不兼任董事长时取 1,兼任董事长时取 2
	管理层持股比例	<i>PowerB</i>	管理层持股数量占总股份数的比例
	股权制衡度	<i>PowerC</i>	第二至第十大股东持股比例与第一大股东持股比例的比值
	管理层权力	<i>Power</i>	<i>PowerA</i> , <i>PowerB</i> 与 <i>PowerC</i> 进行标准化处理后之和
控制变量	自由现金流量比率	<i>Fcf</i>	经营现金净流量占资产总额的比例
	管理费用率	<i>Mfee</i>	管理费用占营业收入的比例
	关联占款	<i>Orec</i>	其他应收款占资产总额的比例
	高管薪酬水平	<i>Comp</i>	薪酬最高的前三位高管薪酬的自然对数
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数占董事会总人数的比例
	成长性	<i>Growth</i>	销售收入增长率
	资产负债率	<i>Lev</i>	负债总额占资产总额的比例
	现金持有量	<i>Cash</i>	货币资金占资产总额的比例
	上市年限	<i>Age</i>	公司的上市年限
	公司规模	<i>Size</i>	资产总额的自然对数
	股票收益率	<i>Ret</i>	股票年度回报率
	行业	<i>Industry</i>	虚拟变量
	年度	<i>Year</i>	虚拟变量

4. 回归模型

为检验政府干预、管理层权力与企业过度投资的关系,本文建立模型(2):

$$Ovin = \beta_0 + \beta_1 Gov + \beta_2 Power + \beta_3 Fcf + \beta_4 Mfee + \beta_5 Orec + \beta_6 Comp + \beta_7 Indep + \sum Industry + \sum Year + \mu \quad (2)$$

系数 β_1 和 β_2 分别表示政府干预(*Gov*)和管理层自利(*Power*)与过度投资(*Ovin*)的相关性。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

根据模型(1)的回归结果,我们得到主要变量的描述性统计,具体见表 2。从表 2 中可以看出,我们获得 3874 个过度投资观测值,其中国有企业 2452 个,非国有企业 1422 个。国有企业的过度投资均值(0.031)与中值(0.020)均高于非国有企业过度投资的均值(0.029)与中值(0.018)。国有企业

样本组的政府干预也高于非国有样本组,但管理层权力低于非国有样本组。另外,国有样本组的自由现金流量比率高于非国有样本组;管理费用率与关联占款却低于非国有样本组。说明国有企业可能通过政府的一系列扶持政策获取更多资金,同时政府的干预与监督也有利于减少管理层代理成本,从而降低管理费用率与关联占款。表3是国有企业与非国有企业的过度投资的差异性检验,从表3我们可以更明显地看出两组样本均值与中值的差异均在10%的水平上显著,说明与非国有企业相比,国有企业进行了更多投资扩张,过度投资更为严重。

表2 描述性统计

变量	全样本(N=3874)			国有样本(N=2452)			非国有样本(N=1422)		
	均值	中值	标准差	均值	中值	标准差	均值	中值	标准差
<i>Ovin</i>	0.030	0.019	0.031	0.031	0.020	0.033	0.029	0.018	0.026
<i>Gov</i>	1.137	0.930	1.107	1.345	1.050	1.166	0.939	0.610	1.006
<i>Power</i>	-0.239	-0.954	1.863	-1.183	-1.603	1.062	0.601	0.495	2.021
<i>Fcf</i>	0.046	0.046	0.073	0.047	0.046	0.071	0.045	0.044	0.067
<i>Mfee</i>	0.096	0.076	0.086	0.082	0.065	0.073	0.109	0.087	0.092
<i>Orec</i>	0.016	0.008	0.023	0.015	0.007	0.023	0.016	0.009	0.023
<i>Comp</i>	14.116	14.093	0.702	14.171	14.150	0.688	14.073	14.061	0.684
<i>Indep</i>	0.369	0.333	0.052	0.365	0.333	0.051	0.371	0.333	0.051

进一步地,我们根据企业最终控制人的性质将国有企业样本划分为政府直接控制的企业样本组和国有公司控制的企业样本组,并对不同样本组之间的过度投资进行差异性检验,具体见表4。

从表4中可以看出,与政府直接控制的企业样本组相比,国有公司控制的企业样本组的政府干预均值与中值较低,但管理层自利的均值与中值较高。在投资效率上,国有公司控制的企业样本组过度投资的均值和中值均在1%的水平上显著高于政府直接控制的企业样本组,说明在国有企业中,国有公司控制的企业的过度投资比政府机构控制的企业更为严重。

事实上,虽然政府机构控制的企业由于较强的政府干预导致其在投资决策上存在追求非效率的弊端,但国有公司控制的企业在控制权下放前也受到与政府机构控制的企业类似的政府干预,在政府下放控制权后,国有公司控制的企业还会产生更严重的管理层自利问题,企业的过度投资也可能更为严重。由此,证实假设4,否定假设3。

(二) 相关性分析

为了检验变量之间的相关关系,本文进行了相关性分析,具体结果见表5。从表5的Spearman系数和Pearson系数中皆可以看出,国有企业的政府干预与过度投资、管理层权力与过度投资均显著正相关,说明国有企业的政府干预与管理层自利是导致过度投资的两大因素。此外,管理层权力与管理费用率正相关,与高管薪酬同样呈正相关关系,表明管理层权力越大,其机会主义倾向越严重;与此相反,政府干预与管理费用率和高管薪酬均负相关,由此说明政府干预可以制约管理层的机会主义行为。另一方面,政府干预与自由现金流比率正相关,说明政府干预可以通过各种经济或行政手段帮助企业获取更充足的现金。

表3 国有样本与非国有样本过度投资的比较

变量	国有样本		非国有样本		国有、非国有样本比较	
	均值	中值	均值	中值	均值检验	中值检验
<i>Ovin</i>	0.031	0.020	0.029	0.018	0.003*	0.001*
N	2452	2452	1422	1422		

注:采用t-statistic检验方法检验均值,Wilcoxon检验方法检验中值;***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。下同。

表4 国有样本中不同最终控制人样本组间过度投资差异性检验

变量	政府直接控制的企业		国有公司控制的企业		不同控制人样本组比较	
	均值	中值	均值	中值	均值检验	中值检验
<i>Ovin</i>	0.030	0.019	0.032	0.021	0.029***	0.0032***
<i>Gov</i>	1.399	1.054	1.327	1.052	0.082*	0.036*
<i>Power</i>	-1.198	-1.502	-1.140	-1.642	0.071**	0.092**
N	1768	1768	684	684		

表5 主要变量的相关关系

变量	<i>Ovin</i>	<i>Gov</i>	<i>Power</i>	<i>Fcf</i>	<i>Mfee</i>	<i>Orec</i>	<i>Comp</i>	<i>Indep</i>
<i>Ovin</i>	1	0.064 ***	0.055 **	0.104 ***	0.055 **	-0.054 **	-0.032	-0.011
<i>Gov</i>	0.071 ***	1	-0.023	0.023	-0.103 ***	-0.032	-0.277 ***	0.040 *
<i>Power</i>	0.051 **	-0.004	1	-0.018	0.075 ***	0.094 ***	0.127 ***	0.031
<i>Fcf</i>	0.128 ***	0.028	-0.029	1	-0.131 ***	-0.155 ***	0.104 ***	-0.022
<i>Mfee</i>	0.046 **	-0.081 ***	0.073 **	-0.063 ***	1	0.163 ***	-0.145 ***	0.023
<i>Orec</i>	-0.127 ***	-0.008	0.083 **	-0.153 ***	0.107 ***	1	0.014	0.025
<i>Comp</i>	-0.037 *	-0.304 ***	0.121 ***	0.123 ***	-0.130 ***	0.059 ***	1	0.018
<i>Indep</i>	-0.004	0.024	-0.011	-0.008	-0.036 *	0.041 *	0.043 **	1

注:表格上三角为 pearson 相关系数,下三角为 spearman 相关系数;***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

(三) 回归分析

为研究我国国有企业政府干预、管理层自利与过度投资行为之间的关系,我们用模型(2)来检验假设1和假设2的真伪性,具体回归结果见表6。

从回归结果可以看出,国有样本中政府干预在1%的显著水平上和过度投资正相关,而非国有样本中政府干预与过度投资的关系却不显著。可见,政府干预对过度投资的作用主要存在于国有企业。在国有企业,政府官员为了实现政治目标和满足政治诉求,会干预企业的投资,向其施加压力促使企业过度扩张,从而导致企业的过度投资。由此,假设1得到证实。从表6中,我们同样可以看出国有企业的管理层权力也在1%的水平上与过度投资显著正相关,而非国有企业管理层权力与过度投资的关系未通过显著性检验,再次验证国有企业的管理层自利会导致企业的过度投资,符合假设2的预期,当国企管理层权力过大时,出于满足个人私利的动机管理层可能会投资一些非盈利项目,造成企业的过度投资。

另外,在国有企业中,自由现金流量比率与过度投资正相关,且在1%的水平上显著,说明企业自由现金流量的增加会为企业盲目扩大投资提供可能性,导致企业过度投资;管理费用率与过度投资显著正相关,表明管理费用率越高,国企过度投资可能越严重;关联占款与过度投资负相关且通过了显著性水平检验,说明企业关联占款会减少过度投资发生的可能性。

(四) 稳健性检验

为了提高研究结论的可信性,本文进行了如下稳健性检验:第一,鉴于托宾Q是企业成长性更为常用的代理变量,我们用托宾Q代替销售收入增长率,作为企业成长性的代理变量。第二,本文采用Richardson的投资模型衡量企业过度投资,但该模型的一个假定是上市公司整体资本投资行为正常,不存在系统性投资过度与投资不足现象。为了防止可能出现的系统性偏误对结果的影响,我们借鉴

表6 政府干预、管理层自利与过度投资的回归结果

变量	国有企业			非国有企业		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	-0.001 *** (0.017)	0.028 *** (0.018)	0.014 *** (0.018)	0.044 *** (0.014)	0.048 *** (0.014)	0.047 *** (0.015)
<i>Gov</i>	0.002 *** (0.001)		0.002 *** (0.001)	0.000 (0.002)		0.000 (0.002)
<i>Power</i>		0.002 *** (0.001)	0.002 *** (0.001)		0.0091 (0.000)	0.001 (0.000)
<i>Fcf</i>	0.034 *** (0.010)	0.035 *** (0.011)	0.035 *** (0.011)	0.020 ** (0.009)	0.019 ** (0.010)	0.019 * (0.010)
<i>Mfee</i>	0.043 *** (0.010)	0.035 *** (0.011)	0.033 *** (0.011)	0.003 (0.007)	0.000 (0.007)	0.000 (0.007)
<i>Orec</i>	-0.066 ** (0.032)	-0.094 *** (0.033)	-0.010 *** (0.033)	-0.073 *** (0.027)	-0.072 *** (0.028)	-0.073 *** (0.028)
<i>Comp</i>	0.002 * (0.001)		0.0000.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
<i>Indep</i>	-0.001 (0.014)	0.002 (0.014)	0.001 (0.014)	-0.001 (0.012)	-0.001 (0.012)	-0.001 (0.012)
<i>Industry</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control
<i>Year</i>	Control	Control	Control	Control	Control	Control
Adj R ²	0.071	0.071	0.075	0.067	0.066	0.068
N	2452	2452	2452	1422	1422	1422

注:过度投资(*Ovin*)为因变量,表中数据为各自变量的回归系数,括号内为标准差,***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

辛清泉等人的研究^[25],将模型(1)的残差按大小分成三组,将残差最大组作为过度投资组进行分析。第三,在政府干预的衡量上,用樊纲等编著的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》^[20]的各省、自治区、直辖市的“市场化指数”替代“政府与市场的关系”来衡量政府干预。经过上述改变后的分析结果与前文研究结论基本一致。基于稳健性检验,本文认为,结论具有一定的可靠性。

五、研究结论和建议

在我国现阶段经济转型的背景下,国有企业内部既存在政府对企业的超强控制,又可能出现管理层权力过大诱发的机会主义行为,二者均会对国企的过度投资产生显著影响。基于此,本文以2009—2014年国有控股上市企业为样本,实证检验政府干预这一外部因素和管理层自利这一内部因素与国企过度投资之间的相关关系。特别地,根据最终控制人的不同,将国企进一步划分为政府机构控制和国有公司控制两类,从国企分类的新视角探究在不同政府干预和不同管理层自利水平下国企过度投资的差异。结果表明:(1)总体上来看,国有企业过度投资比非国有企业更为严重。国有企业受到了较强的政府干预,政府干预与过度投资显著正相关。(2)管理层权力与国有企业过度投资呈显著正相关关系。管理层权力越大越容易导致严重的股东与管理层的代理冲突,管理层出于自利原则投资非盈利项目,导致企业的过度投资。(3)国有公司控制的企业受到的政府干预低于政府机构直接控制的企业,但相对来说也更容易发生管理层自利行为,因此国有公司控制的企业过度投资的程度比政府直接控制的企业更为严重。

基于上述研究结论,本文提出以下建议:国有企业投资体制的一大弊病是投资受到政府干预的制约,导致企业整体投资效率低下,因此,一方面,要减少政府对企业的行政干预,推动国企市场化改革,制约政府的控制行为,另一方面,要根据我国市场发育的程度来控制减少政府干预的进程。当前我国市场经济市场的发展还不够成熟,市场经济制度有待完善,单靠企业的内外部机制很难有效控制代理问题。政府如果不加约束地将控制权完全下放给企业管理层,不仅不会达到预期的效果,反而有可能由于管理层的机会主义倾向出现更为严重的过度投资。因此,在现阶段我们仍需要坚持渐进式的市场化改革策略。当市场化达到一定程度,相应激励与约束机制在市场中能够有效运行时,政府就可以适度下放控制权,让拥有现代企业制度的国有企业良性运行。国有企业的过度投资行为,一定程度上源于企业内部治理制度上的欠缺,因此要想全面规范国有企业的投资行为,提高投资效率,除了要控制政府干预外,监管层还应当要求国有企业加强公司内部治理,完善其他能有效制约管理层自利行为的公司治理机制,加强对管理层权力的监督和制约,从治理层面真正规范国有企业自身的投资行为,提高国有企业的投资效率。

参考文献:

- [1] ACEMOGLU D, JOHNSON S. Unbundling institutions[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 113: 949 - 995.
- [2] MARA F, MASULIS R W, MCCONNELL J J. Political connections and corporate bailouts[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61: 2597 - 2635.
- [3] JONSON S, MITTON T. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 67: 351 - 382.
- [4] SHLEIFER A, VISHNY W R. Managerial entrenchment: the case of manager-specific investment[J]. *Journal of Financial Economics*, 1994, 25: 123 - 140.
- [5] STULZ R. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26: 3 - 27.
- [6] AGGARWAL R, SAMWICK A. Empire builders and shirkers: investment, firm performance and managerial incentives

- [J]. Journal of Corporate Finance, 2006, 12: 489 - 515.
- [7] LIN J Y, LI Z. Policy burden, privatization and soft budget constraint [J]. Journal of Comparative Economics, 2008, 36: 90 - 102.
- [8] 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): 101 - 108.
- [9] 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 - 52.
- [10] 向杨. 政府干预下企业过度投资形成机理研究[D]. 成都: 西南财经大学, 2010: 32 - 39.
- [11] 童盼, 陆正飞. 负债融资对企业投资行为影响研究[J]. 会计研究, 2005(12): 71 - 76.
- [12] 赵纯祥, 张敦力. 市场竞争视角下的管理者权力和企业投资关系研究[J]. 会计研究, 2013(10): 67 - 74.
- [13] 卢馨, 吴婷, 张小芬. 管理层权力对企业投资的影响[J]. 管理评论, 2014(8): 168 - 180.
- [14] 佟爱琴, 洪棉棉. 产权性质、负债治理与公司投资行为[J]. 南京审计学院学报, 2015(2): 73 - 79.
- [15] 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): 43 - 53.
- [16] 杨华明, 罗党伦. 政府补贴动机及其效果的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2007(6): 149 - 167.
- [17] 白俊, 连立帅. 国企过度投资溯源: 政府干预抑或管理层自利? [J]. 会计研究, 2014(2): 41 - 48.
- [18] 佟爱琴, 马星洁. 宏观环境、产权性质与企业非效率投资[J]. 管理评论, 2013(9): 12 - 20.
- [19] 钟海燕. 中国国有控股上市公司投资行为及效率研究[D]. 重庆: 重庆大学, 2013.
- [20] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- [21] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11: 159 - 189.
- [22] GRINSTEIN Y, HRIBAR P L. CEO compensation and incentives: evidence from M&A bonuses [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73: 119 - 143.
- [23] 卢锐. 管理层权力、薪酬差距与绩效[J]. 南方经济, 2008(7): 60 - 69.
- [24] 权小锋, 吴世农. CEO 权力强度、信息披露质量与公司业绩的波动性[J]. 南开管理评论, 2010(4): 142 - 153.
- [25] 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 - 122.

[责任编辑: 杨凤春]

Government Intervention, Managerial Entrenchment and Over-investment of State-owned Enterprises

TONG Aiqin, LI Yujia, YANG Liu

(School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 200093, China)

Abstract: Using the sample data of listed companies from 2009 to 2014, this paper not only studies the reason of over-investment in state-owned enterprises from internal and external aspects, but also studies how ultimate controller influences the over-investment of state-owned enterprises. The results indicate that in the state-owned enterprises, over-investment still exists. Government intervention is the external factor which may lead to the over-investment of state-owned enterprises and managerial entrenchment is the internal factor. Both of the two factors show a significantly positive correlation with over-investment. And the enterprises subject to the state-owned enterprises are inclined to over-investment, compared to the enterprises subject to government institution.

Key Words: government intervention; managerial entrenchment; over-investment of state-owned enterprises; ultimate controller; efficiency of investment in enterprise; inefficient investment; corporate governance; corporate investment behavior