

国有资本经营预算能够提高地方国有企业投资效率吗?

曾昌礼

(中国人民大学 商学院,北京 100872)

[摘要]以 A 股地方国有上市公司为研究对象,从投资效率的角度考察国有资本经营预算制度的实施效果,并进一步检验其对企业价值的影响。研究发现,国有资本经营预算能够显著抑制地方国有企业的非效率投资,尤其是抑制过度投资行为,并且这种影响对处于市场化程度较低地区的地方国有企业更加显著。进一步研究发现,国有资本经营预算能够通过抑制非效率投资来促进地方国有企业价值的提升。

[关键词]国企改革;国有资本经营预算;投资效率;企业价值;市场化进程;薪酬激励

[中图分类号]F276.1 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)06-0073-08

一、引言

长期以来,如何通过合理的收益分配来改善国有企业经营效益,进而促进国有资本保值增值,成为国有企业全面深化改革的重要内容。国有资本经营预算制度正产生于这一背景,它反映了国有资本所有者与经营者之间的收益分配关系,是经营性国有资产营运与管理模式变革的现实选择,其目标是提高国有资本经营效率,促进国有资本保值增值^[1],它的产生对国有资产管理体制改革和政府预算管理体制改革具有重要影响。国有资本经营预算自提出以来一直受到学界的广泛关注,且学者们的研究成果比较丰富。但是,现有的绝大多数文献主要是从理论层面对国有资本经营预算展开的研究,包括国有资本经营预算内涵界定^[2-3]、国有资本经营预算的目标^[4-5]、国有资本经营预算的范围^[7-9]、国有资本经营预算与公共预算之间的关系^[10]、国有资本经营预算利润上缴比例等。

自 2007 年 9 月国务院发布《关于试行国有资本经营预算的意见》(以下简称《意见》)以来,有学者就国有资本经营预算制度的实施效果进行了检验。张建华和王君彩以央企为样本研究发现,《意见》的出台使得我国国有企业分红对过度投资的抑制作用得到一定程度的提高^[11]。朱珍和陈少晖以央企为样本研究发现,国有资本经营预算收入的增加使得企业可支配的自由现金流减少,对负净现值项目的投资减少,从而利润增加,说明国有资本经营预算制度的实施是合理的^[12]。王佳杰等通过测算 2004—2012 年国有上市公司的过度投资水平发现,提高分红比例有助于抑制国企的非效率投资,但现有的预算制度因实施范围有限而无助于提升国企资金的配置水平^[13]。陈艳利和迟怡君以 2003—2014 年我国沪深 A 股工业类央企控股上市公司为研究样本,基于非效率投资的视角实证考察了国有资本经营预算制度的实施效果,发现我国工业类央企控股上市公司普遍存在过度投资行为,国有资本经营预算制度的实施以及国有资本收益收取比例的增加有助于抑制央企的过度投资行为^[14]。

[收稿日期]2018-02-22

[作者简介]曾昌礼(1990—),男,四川宜宾人,中国人民大学商学院博士生,主要研究方向为公司治理与审计,邮箱为 1272216556@qq.com。

陈艳利等以央企为对象研究发现,国有资本经营预算与国有企业经营绩效显著正相关,说明在我国现有制度下,国有资本经营预算制度的实施能够提高国有企业经营绩效^[15]。在国有资本经营预算能否促进企业价值提升方面,陈艳利等以2003—2015年中央企业控股上市公司的年度面板数据为样本研究发现,国有资本经营预算能够促进企业进行价值创造,但在过度负债的情况下,国有资本经营预算对企业价值创造能力的促进作用难以实现^[1]。

综上所述,已有关于国有资本经营预算方面的文献为国有资本经营预算理论体系的构建奠定了基础,但学者们往往以中央控股国有企业为研究对象,忽略了数量众多的地方国有企业。实际上,许多地方国有企业实施国有资本经营预算的时间也很早,那么国有资本经营预算制度在地方国有企业中的实施效果究竟如何呢?鲜见文献对此展开研究,这为本文提供了研究空间。基于此,本文拟以A股上市的地方国有企业为研究样本,基于投资效率的视角,考察国有资本经营预算制度的实施效果,并进一步检验其对企业价值的影响。本文的可能贡献在于:第一,区别于已有文献仅以央企上市公司为研究对象,本文以地方国有企业为研究对象考察国有资本经营预算制度实施对国有企业经营效率的影响,可以从投资效率的角度提供现阶段国有资本经营预算制度在地方国有企业中实施效果的经验证据;第二,可以提供国有资本经营预算促进国有资本保值增值的经验证据。

二、理论分析与研究假设

根据代理理论,在现代公司治理模式下,由于所有权和经营权的分离,公司股东和管理者之间存在着严重的代理问题,公司管理者可能会出于私利目的而进行非效率投资^[16-17],我国上市公司尤其是国有上市公司中广泛存在着非效率投资行为^[18-19]。一方面,我国国有企业中普遍存在“所有者虚位”现象,且在监督和控制力度不足的情况下国有企业内部人控制问题严重^[20]。同时,由于我国对国有企业高管实行薪酬管制制度,货币薪酬等显性激励明显不足,从而导致国有企业高管不仅会通过在职消费等隐性激励来弥补显性激励的不足,还可能选择放弃那些风险高但净现值为正的投资项目。另一方面,由于体制改革不彻底,国有企业高管的任免权掌握在各级政府手里,从而导致许多国有企业高管出于政治晋升动机而承担许多政策性责任,如增加就业岗位、稳定社会环境、投资新兴产业等,尤其是在政治锦标赛模式下,地方政府为了实现政绩目标,往往会干预当地国有企业的投资行为,而国有企业高管为了政治晋升可能也会迎合上级政府来增加投资规模。事实上,通过追加投资扩张规模还有利于国有企业高管获取更多的隐性激励,所以国有企业高管会热衷于扩大企业规模,不过他们更在意的是投资的规模私利而非规模经济^[20],从而导致严重的非效率投资。

根据自由现金流量理论,当管理者手中掌握的自有现金流量越多时,管理者进行过度投资的可能性就越大。Jensen指出,由于代理问题的存在,企业管理者具有滥用自由现金流进行过度投资的动机,并由此导致非效率投资^[21]。Chose基于美国石油行业的经验证据发现,当经理人手中掌握的现金越多时,其越有动机进行过度投资^[22]。Richardson研究发现,企业拥有的现金流越丰富,过度投资问题就越严重^[23]。我国有学者也研究发现,大量自由现金流的存在确实会给过度投资提供动机和条件^[24]。在缴税留利的背景下,国有企业管理者更有可能利用留存在企业内部的资金进行过度投资,以谋求个人私利最大化。

国有资本经营预算制度实施后,国有企业会按照既定收益比例上缴利润,在国有企业内部留存的自由现金流量将减少,从而可以在一定程度上抑制由大量自由现金流引起的非效率投资行为。由此,本文提出假设1。

H₁:国有资本经营预算有助于抑制地方国有企业的非效率投资行为。

目前,我国正处于转型经济时期,不同地区之间的市场化进程存在较大差异,这会对地方国有企业的投资效率产生重要影响。有学者研究发现,在GDP考核机制和税收最大化的激励下,地方政府具有干预地区企业投资活动的经济动机^[25]。此外,在公共服务和社会稳定等目标的推动下,地方政

府干预地方国有企业投资行为的动机愈加强烈。然而,在市场化进程不同的地区,政府对地方国有企业投资行为的干预程度却存在着较大差异,进而对地方国有企业投资效率的影响不同。在市场化程度较高的地区,非国有经济对经济增长做出的贡献越大,国有企业面临的竞争越激烈,法律制度、政府审计、公众和媒体等外部监督约束机制越强,政府干预地方国有企业投资的动机和程度越小,所以,地方国有企业非效率投资程度越低;而在市场化程度较低的地区,国有经济对经济增长做出的贡献越大,国有企业面临的竞争越小,法律制度、政府审计、公众和媒体等外部监督约束机制越弱,政府干预地方国有企业投资的动机和程度越大,所以,地方国有企业非投资效率现象越严重。考虑到国有资本经营预算是对国有资本管理和运营进行评价与监督的重要手段,有利于约束与控制国有资本授权或委托经营者的行为,评价国有资本投资方向的正确性^[14],而且国有资本经营预算编制后,除了接受事前的严格审核与监督外,还会接受定期的追踪检查,同时还要接受事后的审计监督,所以国有资本经营预算的约束力和监督力较大,受到地方政府的行政干预相对较小,能够有效提高地方国有企业投资效率。因此,我们预计在市场化程度高的地区,国有资本经营预算对地方国有企业投资效率的影响不大;而在市场化程度低的地区,国有资本经营预算能够显著抑制地方国有企业的非效率投资行为。由此,本文提出假设2。

H₂:在其他条件一定的情况下,国有资本经营预算对市场化程度较低地区地方国有企业非效率投资行为的抑制作用更明显。

三、研究设计

(一) 变量选取

1. 投资效率。现有文献普遍采用投资支出对投资机会的敏感性程度来判断和评价企业的投资是否有效^[13],而由 Richardson 提出的残差模型^[23]能够量化单个公司的非投资效率程度,在国内文献中得到广泛的认可和运用。因此,本文借鉴 Richardson 的模型来估计投资效率,具体模型如下:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{i,t-1} + \beta_2 LEV_{i,t-1} + \beta_3 CASH_{i,t-1} + \beta_4 AGE_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 RETURN_{i,t-1} + \beta_7 Invest_{i,t-1} + \beta_8 \sum Year + \beta_9 \sum Industry + \sigma \quad (1)$$

其中, $Invest = (\text{资本支出} + \text{并购支出} - \text{出售长期资产收入} - \text{折旧}) / \text{总资产}$, 资本支出为现金流量表(直接法)中的“购建固定资产、无形资产及其他长期资产的支出”项目,并购支出为现金流量表(直接法)中的“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”项目,出售长期资产收入为现金流量表(直接法)中的“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额”项目,折旧为现金流量表(间接法)中的“当期折旧费用”; $GROWTH$ 表示投资机会,用营业收入增长率来衡量; LEV 表示公司的资产负债率; $CASH$ 表示现金持有量,它等于现金及现金等价物除以总资产; AGE 表示公司的上市年龄,它等于公司上市年龄的自然对数; $SIZE$ 表示公司规模,它等于公司期末资产的自然对数; $RETURN$ 表示公司股票年度回报,采用考虑现金红利再投资的年个股回报率来衡量; $Year$ 和 $Industry$ 为年度虚拟变量和行业虚拟变量。模型(1)估计出的残差的绝对值($AbXinv$)即为投资效率的指标,其值越大,说明非效率投资程度越高。此外,本文还进一步考虑过度投资($OverInv$)和投资不足($UnderInv$)两种情况。

2. 企业价值。我们采用托宾 Q 值(TQ)来衡量,它等于流通股市值、非流通股账面价值和负债账面价值之和除以总资产。

3. 国有资本经营预算。已有文献采用国有企业是否实施或者试行国有资本经营预算来衡量,如果实施取值为 1,否则取值为 0^[13-14]。考虑到时间越长国有资本经营预算实施效果越有可能受到其他因素的影响,本文选取国有企业实施国有资本经营预算前后四年作为比较期间。具体来讲,实施国有资本经营预算当年以及后三年赋值为 1,前四年赋值为 0。地方国有企业实施国有资本经营预算的时间根据对应的地方国资委实施国有资本经营预算的年份来确定。

4. 市场化进程。本文采用樊纲等编制的市场化进程指数^[26]总得分来衡量市场化进程,2001—2009年的市场化进程采用樊纲等2011年编制的市场化进程指数来度量,2010—2016年^①的市场化进程采用樊纲等最新编制的市场化进程指数来衡量。

5. 控制变量。*SIZE*表示资产规模,它等于期末资产总额的自然对数;*LEV*表示资产负债率,它等于企业期末负债总额与资产总额之比;*ROA*表示总资产收益率,它等于利润总额与期末资产总额之比;*MB*表示成长性,它等于企业账面价值与市值之比;*CASH*表示现金持有量,它等于现金及现金等价物除以总资产;*TUNNEL*表示大股东占款,它等于其他应收款与期末资产总额之比;*ADR*表示管理费用率,它等于管理费用与营业收入之比;*MSR*表示高管持股,如果企业高管持股,则取值为1,否则取值为0;*TOP1*表示股权集中度,为第一大股东持股比例;*INDD*表示独立董事比例,它等于独立董事数量与董事会规模之比;*BOARD*表示董事会规模,为董事会总人数;*BIG4*表示是否国际“四大”,如果是取值为1,否则取值为0;*Industry*表示行业,虚拟变量。

(二) 模型设定

为了检验国有资本经营预算对投资效率的影响,本文构建如下模型:

$$AbXinv = \beta_0 + \beta_1 Budget + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 MB + \beta_6 CASH + \beta_7 INDD + \beta_8 TUNNEL + \beta_9 ADR + \beta_{10} MSR + \beta_{11} TOP1 + \beta_{12} BOARD + \beta_{13} BIG4 + \beta_{14} \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

(三) 数据来源与样本选择

本文主要考察国有资本经营预算对地方国有企业投资效率以及价值的影响,所以不同于以往的研究,我们仅以省国资委和市国资委控制的地方上市国有企业为研究对象,并按照下列方法收集和确定地方国资委实施国有企业经营预算的时间:(1)直接通过百度搜索“XX省或者XX市人民政府关于试行市级国有资本经营预算的实施意见”;(2)如果不能搜索到相关信息(主要针对市级),直接到该市财政局网站以“国有资本经营预算”为关键字进行搜索确认;(3)如果上述途径还不能确认,那么根据该省颁布的省级国有资本经营预算制度试行或实施意见的时间,搜索相关年份的财政预算执行报告,获得披露国有资本经营预算的编制情况。关于省国资委或市国资委控制的地方国有企业,本文根据WIND数据库2015年提供的最终控制人为地方国有企业的数据库进行手工整理,将省国资委或者市国资委实施或试行国有资本经营预算的时间和其控制的地方国有企业进行一一匹配。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表1是本文主要变量的描述性统计结果。由投资效率(*AbXinv*)、过度投资(*OverInv*)、投资不足(*UnderInv*)的均值和中位数可知,国有企业非效率投资现象普遍存在,但过度投资比投资不足更加严重,且不同公司之间差异较大,这与我国地方国有企业投资行为的实际情况比较契合。托宾*Q*值(*TQ*)的均值和中位数分别是1.521、1.113,

表1 描述性统计结果

变量	样本量	均值	最小值	中位数	<i>p</i> 75	标准差	最大值
<i>AbXinv</i>	3656	0.040	0.000	0.027	0.052	0.045	0.364
<i>OverInv</i>	1379	0.053	0.000	0.032	0.070	0.061	0.364
<i>UnderInv</i>	2267	-0.033	-0.226	-0.025	-0.012	0.029	0.000
<i>Budget</i>	3656	0.495	0.000	0.000	1.000	0.500	1.000
<i>TQ</i>	3656	1.521	0.199	1.113	1.886	1.391	8.453
<i>SIZE</i>	3656	22.140	19.470	22.000	22.910	1.183	25.350
<i>LEV</i>	3656	0.517	0.079	0.527	0.666	0.195	0.985
<i>ROA</i>	3656	0.032	-0.337	0.030	0.058	0.060	0.194
<i>GROWTH</i>	3656	0.186	-0.603	0.110	0.274	0.454	3.038
<i>MB</i>	3656	1.194	0.118	0.898	1.564	0.943	5.014
<i>RET</i>	3656	0.331	-0.728	0.068	0.627	0.865	3.329
<i>CASH</i>	3656	0.139	0.000	0.115	0.185	0.104	0.501
<i>LOSS</i>	3656	0.101	0.000	0.000	0.000	0.302	1.000
<i>AGE</i>	3656	2.249	0.693	2.398	2.708	0.602	3.296
<i>DUAL</i>	3656	0.180	0.000	0.000	0.000	0.384	1.000
<i>INDD</i>	3656	0.362	0.000	0.333	0.375	0.057	0.667
<i>BOARD</i>	3656	9.462	5.000	9.000	11.000	1.942	18.000
<i>TUNNEL</i>	3656	0.024	0.000	0.009	0.023	0.043	0.322
<i>ADR</i>	3656	0.082	0.007	0.065	0.100	0.077	0.652
<i>MSR</i>	3656	0.677	0.000	1.000	1.000	0.468	1.000
<i>TOP1</i>	3656	39.960	11.200	39.530	51.590	15.590	77.880
<i>BIG4</i>	3656	0.071	0.000	0.000	0.000	0.258	1.000

①由于最新的市场化进程指数只到2014年,因此2015年和2016年的数据本文采用2014年的市场化进程指数替代。

说明平均来讲公司市场价值大约是账面价值的 1.5 倍,但不同公司之间的托宾 Q 值存在较大差异。

(二) 单变量检验

表 2 报告了国有资本预算实施前后投资效率的单变量检验结果。可以看出,无论是均值检验还是中位数秩检验,地方国有企业的非效率投资 (*AbXinv*) 和投资不足 (*UnderInv*) 在国有资本

表 2 国有资本预算实施前后投资效率的单变量检验

变量	均值检验			中位数秩检验		
	Budget = 0	Budget = 1	Mean - Diff	Budget = 0	Budget = 1	Chi2
<i>AbXinv</i>	0.042	0.039	0.004 **	0.028	0.025	5.842 **
<i>OverInv</i>	0.057	0.049	0.007 **	0.034	0.029	2.629
<i>UnderInv</i>	-0.034	-0.031	-0.002 *	-0.023	-0.026	-3.934 **

注: *、**、*** 分别在 10%、5%、1% 水平上统计显著。下同。

经营预算制度实施后都得到了显著抑制;从均值检验结果来看,地方国有企业的过度投资 (*OverInv*) 行为在国有资本经营预算制度实施后也得到了显著抑制。这说明国有资本经营预算能够在一定程度上抑制国有企业的非效率投资行为,初步支持了本文的 H₁。

(三) 多元回归分析

表 3 报告了国有资本经营预算与投资效率的 OLS 回归结果,表 4 是国有资本经营预算、市场化程度与投资效率的回归结果。

表 3 国有资本经营预算与投资效率的 OLS 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>AbXinv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>
<i>Budget</i>	-0.005 *** (-3.044)	-0.012 *** (-3.172)	0.002 (1.487)
<i>SIZE</i>	0.003 *** (3.006)	0.006 *** (2.650)	0.000 (0.030)
<i>LEV</i>	0.005 (1.042)	0.006 (0.470)	0.008 ** (2.149)
<i>ROA</i>	0.019 *** (3.239)	0.051 *** (3.114)	0.002 (0.560)
<i>MB</i>	-0.003 *** (-2.839)	-0.004 (-1.543)	0.001 * (1.676)
<i>CASH</i>	0.003 (0.318)	-0.006 (-0.269)	-0.015 ** (-2.510)
<i>TUNNEL</i>	-0.075 *** (-3.256)	-0.204 *** (-3.764)	0.010 (0.620)
<i>ADR</i>	0.046 *** (3.631)	0.124 *** (3.780)	-0.027 *** (-3.064)
<i>MSR</i>	-0.003 (-1.572)	-0.005 (-1.221)	0.001 (0.503)
<i>TOP1</i>	0.000 (0.646)	0.000 (0.230)	-0.000 ** (-2.354)
<i>INDD</i>	0.009 (0.555)	0.032 (0.913)	-0.007 (-0.587)
<i>BOARD</i>	0.000 (1.021)	0.000 (0.316)	-0.000 (-0.475)
<i>BIG4</i>	-0.005 (-1.552)	-0.017 ** (-2.369)	-0.000 (-0.182)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制
Constant	-0.027 (-1.296)	-0.087 * (-1.765)	-0.031 ** (-2.036)
N	3656	1379	2267
Adj. R ²	0.0466	0.0512	0.0895

注:括号内为经过异方差标准误修正后的 T 值。

下同。

表 4 国有资本经营预算、市场化程度与投资效率的 OLS 回归结果

变量	市场化程度较高地区			市场化程度较低地区		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>AbXinv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>	<i>AbXinv</i>	<i>OverInv</i>	<i>UnderInv</i>
<i>Budget</i>	-0.000 (-0.109)	-0.001 (-0.158)	0.001 (0.684)	-0.010 *** (-4.162)	-0.018 *** (-3.371)	0.004 * (1.881)
<i>SIZE</i>	0.001 (0.786)	0.001 (0.339)	0.001 (0.999)	0.001 (0.699)	0.001 (0.174)	0.001 (0.715)
<i>LEV</i>	0.007 (0.992)	0.020 (1.114)	0.010 * (1.764)	0.010 (1.128)	0.023 (1.180)	0.006 (0.920)
<i>ROA</i>	0.004 (0.463)	0.022 (0.866)	0.007 (1.015)	0.029 *** (3.555)	0.073 *** (3.207)	-0.005 (-0.858)
<i>MB</i>	-0.003 * (-1.909)	-0.001 (-0.171)	0.001 (1.108)	-0.003 * (-1.798)	-0.003 (-0.876)	0.001 (0.668)
<i>CASH</i>	0.009 (0.810)	-0.003 (-0.100)	-0.025 *** (-2.853)	0.014 (0.978)	0.015 (0.490)	-0.020 * (-1.713)
<i>TUNNEL</i>	-0.044 (-1.496)	-0.167 ** (-2.094)	-0.004 (-0.176)	-0.059 * (-1.745)	-0.185 ** (-2.578)	-0.013 (-0.432)
<i>ADR</i>	0.034 ** (2.054)	0.073 (1.522)	-0.034 *** (-2.639)	0.023 (1.398)	0.077 ** (2.043)	-0.006 (-0.418)
<i>MSR</i>	0.005 ** (2.182)	0.005 (0.946)	-0.006 *** (-2.903)	-0.008 *** (-2.857)	-0.009 (-1.584)	0.005 ** (1.986)
<i>TOP1</i>	-0.000 (-0.002)	-0.000 (-1.490)	-0.000 ** (-2.547)	0.000 (0.758)	0.000 (0.483)	-0.000 (-1.359)
<i>INDD</i>	-0.043 * (-1.910)	-0.077 (-1.522)	0.026 (1.403)	0.035 (1.616)	0.104 ** (2.035)	-0.017 (-0.965)
<i>BOARD</i>	0.000 (0.289)	0.000 (0.061)	0.000 (0.214)	-0.000 (-0.509)	-0.001 (-0.908)	0.000 (0.125)
<i>BIG4</i>	0.001 (0.356)	-0.002 (-0.298)	-0.003 (-0.980)	-0.021 *** (-2.816)	-0.040 *** (-2.851)	0.006 (0.926)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	0.042 (1.505)	0.073 (1.121)	-0.068 *** (-2.988)	0.002 (0.049)	-0.007 (-0.088)	-0.047 * (-1.798)
N	1647	581	1057	1511	604	909
Adj. R ²	0.0751	0.0755	0.133	0.0728	0.0853	0.0813

表 3 中列(1)显示,*Budget* 与 *AbXinv* 在 1% 水平上显著负相关,说明国有资本经营预算有助于显著抑制地方国有企业的非效率投资行为。列(2)和列(3)显示,当区分过度投资和投资不足后,*Budget* 与 *OverInv* 在 1% 水平上显著负相关,说明国有资本经营预算有助于显著抑制地方国有企业的过度投资行为;*Budget* 与 *UnderInv* 之间不存在显著的相关关系。上述结果表明,国有资本经营预算有助于

显著抑制地方国有企业的非效率投资行为,尤其是过度投资行为,本文的 H_1 再次得到支持。

由表 4 可知,在市场化程度较高的地区, $Budget$ 与 $AbXinv$ 、 $OverInv$ 和 $UnderInv$ 之间不存在显著的相关关系;而在市场化程度较低的地区, $Budget$ 与 $AbXinv$ 和 $OverInv$ 之间都在 1% 水平上显著负相关,但与 $UnderInv$ 之间在 10% 水平上显著正相关。这说明在其他条件一定的情况下,国有资本经营预算对市场化进程较慢地区地方国有企业非效率投资行为的抑制作用更加明显, H_2 得到支持。

五、进一步研究与稳健性测试

(一) 进一步研究

过度投资和投资不足都是投资决策偏离最优的表现,最终会损害企业的价值,这就意味着合理的投资行为有助于促进企业价值的提升。由前文分析可知,国有资本经营预算能够抑制地方国有企业的非效率投资行为,那么国有资本经营预算能否通过抑制非效率投资而提高地方国有企业的投资效率呢?本部分将对这一问题进行研究。

首先,为了检验国有资本经营预算制度的实施能否影响地方国有企业价值,本文构建模型(3):

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 Budget + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 CFO + \beta_6 RETURN + \beta_7 DUAL + \beta_8 TOP1 + \beta_9 INDD + \beta_{10} BOARD + \beta_{11} MSR + \beta_{12} BIG4 + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

其次,为了检验国有资本经营预算制度的实施能否通过影响投资效率来提升企业价值,本文构建模型(4):

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 AbXinv + \beta_2 Budget + \beta_3 (AbXinv \times Budget) + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \beta_7 CFO + \beta_8 RETURN + \beta_9 DUAL + \beta_{10} TOP1 + \beta_{11} INDD + \beta_{12} BOARD + \beta_{13} MSR + \beta_{14} BIG4 + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

表 5 是国有资本经营预算、投资效率与企业价值的 OLS 回归结果。列(1)显示,在控制其他因素的情况下, $Budget$ 与 TQ 在 1% 水平上显著正相关,说明国有资本经营预算实施能够提高地方国有企业价值。列(2)显示,交互项 $AbXinv \times Budget$ 与 TQ 在 5% 水平上显著正相关,说明国有资本经营预算可以通过抑制地方国有企业的非效率投资行为来促进企业价值的提升。列(3)和列(4)显示,当区分过度投资和投资不足后, $OverInv \times Budget$ 与 TQ 在 10% 水平上显著正相关, $UnderInv \times Budget$ 与 TQ 之间不存在显著的相关关系,说明国有资本经营预算主要是通过抑制地方国有企业的过度投资行为来促进企业价值的提升。

表 5 国有资本经营预算、投资效率与企业价值的 OLS 回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$Budget$	0.440 *** (5.741)	0.263 ** (2.482)	0.190 ** (2.191)	0.212 (1.188)
$AbXinv$		0.716 (0.609)		
$AbXinv \times Budget$		3.499 ** (2.042)		
$OverInv$			-0.225 (-0.312)	
$OverInv \times Budget$			1.771 * (1.683)	
$UnderInv$				-4.290 (-1.558)
$UnderInv \times Budget$				-8.911 (-1.258)
其他变量	控制	控制	控制	控制
Constant	14.847 *** (17.415)	15.260 *** (16.668)	11.266 *** (14.331)	16.045 *** (11.683)
N	3472	3166	1196	1970
Adj. R ²	0.202	0.205	0.466	0.184

(二) 稳健性测试

为了检验上述结果的稳健性,本文进行如下处理:(1)变换投资效率衡量指标,用托宾 Q 值替换营业收入增长率($GROWTH$)来衡量投资机会带入模型(1),计算出模型的残差并生成相应的投资不足和过

度投资指标,再带入模型(2)、模型(3)和模型(4);(2)变换国有资本经营预算指标,将 *Budget* 的窗口变换到 $[-3,3]$ 以及整个样本期间;(3)按照年度市场化均值的高低进行分组检验。稳健性检验结果与原文基本一致,说明本文所得结论具有一定的可靠性。

六、研究结论与启示

(一) 研究结论

本文以 A 股地方国有上市公司为样本,基于投资效率的视角考察国有资本经营预算制度的实施效果。研究发现,国有资本经营预算能够显著抑制地方国有企业的非效率投资行为,尤其是抑制过度投资行为;国有资本经营预算能够显著抑制市场化程度较低地区地方国有企业的非效率投资行为,而对市场化程度较高地区地方国有企业的非效率投资行为则没有显著性作用。进一步研究发现,国有资本经营预算能够通过抑制非效率投资(尤其是过度投资)来促进地方国有企业价值的提升。

(二) 启示

基于所得研究结论,本文提出如下政策建议:(1)适当提高国有独资企业国有资本收益收取比例。随着国有资本经营预算制度在全国范围内的推广实施,国有资本收益收取比例在不断提高,但整体来讲我国国有企业的利润上缴比例仍然相对较低,尤其是不少地方国有企业的利润上缴比例很低。为了提高国有资本的经营效率和优化资源配置,政府相关部门应当适当提高国有独资企业国有资本收益收取比例,以充分发挥国有资本在社会服务以及民生等领域的作用。(2)强化国有资本经营预算的事前审批和事后考核。当前,部分地方国有企业在编制国有资本经营预算时存在敷衍了事的现象,不能充分贯彻落实国有资本经营预算制度。因此,政府相关部门应该强化国有资本经营预算编制环节中的监督作用,同时应该重视地方人大在国有资本经营预算审批环节中的作用,更重要的是要对国有资本经营预算执行情况进行事后的审查与考核,充分发挥政府审计的经济监督作用。(3)优化地方国有企业管理者的监督和激励机制。国有资本经营预算降低了国有企业持有的现金流,在一定程度上抑制了经理人在职消费的空间和削弱了经理人的控制权,降低了国有企业管理者的积极性,进而不利于国有企业绩效的提升^[27]。因此,为了充分调动国有企业管理者的积极性,政府相关部门应该完善和优化国有企业的绩效考评机制,将国有资本经营预算结果与薪酬激励以及职位升迁挂钩,同时加强对在职消费等隐性激励的监督。

参考文献:

- [1]陈艳利,姜艳峰. 国有资本经营预算制度、过度负债与企业价值创造[J]. 财经问题研究,2017(2):43-51.
- [2]陈柱兵. 国有资本经营预算的历史沿革、内涵及意义[J]. 经济研究参考,2008(48):13-14.
- [3]魏建翔. 国有资本经营预算的内涵界定与必要性分析[J]. 福建论坛:人文社会科学版,2010(s1):61-62.
- [4]李燕. 论建立我国国有资本经营预算制度[J]. 中央财经大学学报,2004(2):1-4.
- [5]文宗瑜,刘微. 国有资本预算编制的主体[J]. 经济研究参考,2005(79):16-17.
- [6]赵白羽. 关于建立国有资产经营预算的设想[J]. 财经问题研究[J],1995(12):53-58.
- [7]丛树海. 建立分类管理的国家预算体系[J]. 财经研究,2000(6):23-29.
- [8]吴祥云. 建立国有资本经营预算的若干思考[J]. 当代财经,2005(4):32-37.
- [9]邓子基. 略论国有资本经营预算[J]. 地方财政研究,2006(1):8-12.
- [10]文宗瑜,刘微. 国有资本预算编制的主体[J]. 经济研究参考,2005(79):16-17.
- [11]张建华,王君彩. 国企分红、国企绩效与过度投资:实证检验——基于国有资本金预算新政前后的对比分析[J]. 中央财经大学学报,2011(8):66-69.
- [12]朱珍,陈少晖. 国有资本经营预算的政策演替与实践效果——基于中央企业 PVAR 模型的分析[J]. 经济与管理

- 研究,2013(7):5-12.
- [13] 王佳杰,童锦治,李星. 国企分红、过度投资与国有资本经营预算制度的有效性[J]. 经济学动态,2014(8):70-77.
- [14] 陈艳利,迟怡君. 央企投资效率与资本运营:由国有资本经营预算观察[J]. 改革,2015(10):41-50.
- [15] 陈艳利,徐同伟,弓锐. 国有资本经营预算对国有企业经营绩效的影响研究——来自央企控股上市公司的经验证据[J]. 财务研究,2016(5):57-67.
- [16] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4):305-360.
- [17] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate governance and risk-taking [J]. Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.
- [18] 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.
- [19] 刘凤委,李琦. 市场竞争、EVA 评价与企业过度投资[J]. 会计研究,2013(2):54-62.
- [20] 魏明海,柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资[J]. 管理世界,2007(4):88-95.
- [21] JENSEN M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76(2):323-329.
- [22] CHOSE S. Corporate governance and over-investment by the US Oil Industry [D]. University of Rochester, 2005.
- [23] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3):159-189.
- [24] 刘银国,焦健,张琛. 股利政策、自由现金流与过度投资——基于公司治理机制的考察[J]. 南开管理评论, 2015(4):139-150.
- [25] 赵静,郝颖. 政府干预、产权特征与企业投资效率[J]. 科研管理,2014,35(4):84-92.
- [26] 樊纲,王小鲁,余静文. 中国分省份市场化指数报告 [M]. 北京:社会科学文献出版社,2017.
- [27] 丁永健,王倩,刘培阳. 红利上缴与国有企业经理人激励——基于多任务委托代理的研究 [J]. 中国工业经济, 2013(1):116-127.

[责任编辑:王丽爱]

Can State-owned Capital Budget Improve the Investment Efficiency of Locally Administered State-owned Enterprises?

ZENG Changli

(Business School, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: Taking A-share local state-owned listed companies as the research object, this paper examines the implementation effect of state-owned capital management budget system from the perspective of investment efficiency, and further examines its impact on enterprise value. It is found that the implementation of state-owned capital management budget system can significantly inhibit inefficient investment behavior in local state-owned enterprises, especially the over-investment behavior, and this effect is more significant for the local state-owned enterprises in the less marketized areas. Further research shows that the implementation of state-owned capital management budget can promote the value of local state-owned enterprises by restraining inefficient investment.

Key Words: state-owned enterprise reform; state-owned capital management budget; investment efficiency; enterprise value; marketization process; salary incentive