

# 政治关联、债务重组扭亏与公司投资效率

李传宪

(西南政法大学 管理学院,重庆 401120)

**[摘要]**以2008—2011年沪深A股通过债务重组扭亏的上市公司为样本,对公司政治关联性与选择债务重组扭亏及投资效率的关系进行了分析。研究发现:政治关联促使亏损上市公司选择债务重组方式进行亏损扭转;债务重组利得对利润影响程度与公司是否政治关联显著相关;政治关联使得亏损扭转上市公司的非效率投资增加,但通过债务重组方式扭亏会使非效率投资得到一定程度的抑制。

**[关键词]**政治关联;企业债务重组;亏损扭转;投资效率;公允价值;财务困境

**[中图分类号]**F235.99 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2014)02-0076-09

## 一、引言

企业债务重组,是指债权人在债务人发生财务困难情况下,债权人按照其与债务人达成的协议或者法院的裁定作出让步的事项。债务人发生财务困难是前提条件,债权人让步是必要条件。1998年6月我国首次发布了《债务重组会计准则》,允许采用公允价值计量债务重组中的非货币性资产和债务转为股份的价值。2001年1月该准则进行了一次修订,主要内容是将债务重组的收益计入资本公积,不再计入当期损益。2006年2月颁布的会计准则体系对其进行了再次修订,恢复了以前准则中规定的公允价值计量并且将重组收益计入当期损益。因此对于债务人来讲,通过债务重组可以增加当期利润总额,使得通过债务重组实现扭亏成为可能。统计显示,在2008—2011年亏损扭转的926家上市公司中有274家企业进行了债务重组,其中245家发生债务重组收益,只有29家发生债务重组损失。而发生债务重组的大多数亏损公司均通过债务重组利得实质性影响了当期损益,实现了扭亏为盈。但这些亏损扭转公司在债务重组后其投资规模及投资效率是否发生了变化?变化的趋势如何?这些问题值得进一步探讨。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一) 政治关联与债务重组

国外相关学者认为拥有政治关联的企业在债务融资方面能获得较多的便利,具体表现为企业更容易获取国有银行贷款、更长的贷款期限、更优惠的贷款利率以及在企业陷入困境时更容易获取债务减免和国家的财政补贴<sup>[1-2]</sup>。政治关联作为企业的一项社会资源和一种“保护伞”,它能使企业更加容易跨过银行的融资“门槛”,一定程度上提升了企业的生存前景,使企业更容易获得融资资源,这种现象在需要大量金融资源的资本密集型企业中尤为显著<sup>[3]</sup>。一般而言,具有较强政治关联的企业能以较低的成本从本国的银行获得贷款,他们的银行贷款额度要比没有政治关联的企业高出两倍<sup>[4]</sup>。从债务期限的角度出发,企业的政治背景相当于企业的一项贷款担保物,拥有政治背景的企业能获得

**[收稿日期]**2013-11-13

**[基金项目]**国家自然科学基金项目(71302132);教育部人文社会科学青年基金项目(13YJC630181);重庆市社会科学规划培养项目(2013PYGL04);西南政法大学2012年校级科研项目(2012—XZZD18)

**[作者简介]**李传宪(1972—),男,四川南江人,西南政法大学副教授,博士,从事资本市场财务与会计研究。

更长的银行贷款期限<sup>[1]</sup>。当企业面临财务困境的时候,拥有政治关联的企业更容易获得政府的帮助;如果该企业所在国能够获得国际货币基金组织或世界银行的帮助,那么该国具有政治关联的企业在获得此类援助上有较强优势<sup>[2]</sup>。除此之外,拥有政府背景的企业还可获得诸如税收、政府救援、银行信贷资源等方面的利益<sup>[5,2,6]</sup>。前述研究表明,政治关联对于企业的负债额度和负债水平有较大的影响。

近年来,政治关联作为一种全球现象,引起来自国内外学者的广泛关注。国内学者研究发现,政治关联可以作为民营企业的一种社会资本,帮助企业获得更多的社会资源<sup>[7]</sup>,同时它的存在也促进了企业债务契约的签订<sup>[8-9]</sup>。一些研究还发现,企业产权性质不同带来的政治关联差异,对企业的债务融资存在显著的影响<sup>[10-11]</sup>,较强的政治关联能使企业能够获得更多长期贷款,这种政治关联产生的贷款效应在市场化程度、法制化水平越低和政府侵害产权越严重的地区更为显著<sup>[12-13]</sup>。罗党论、曾丽明通过对2002—2005年我国民营上市公司的研究发现,由于金融市场上存在的信息不对称问题,良好的政治关联是企业向市场和社会公众传递企业质量和还款能力的有利信号,从而降低企业融资约束,提高银行贷款的支持力度<sup>[14]</sup>。关于政治关联与债务重组的关系,吴晓灵、谢平曾指出,拥有政治背景的企业较不具有政治背景的企业而言,在债务重组方面存在更强有力的背景支持,更可能在债务重组过程中获得优惠待遇<sup>[15]</sup>。郝梅端也曾在《论国有企业债务的形成与清理》中表明,可以采用贷款核销法解决国有企业的债务,即政府直接核销企业的不良债务<sup>[16]</sup>。以上文献均表明,企业通过政治关联获得债务豁免和债务重组成为可能。

债务重组的主要动机是上市公司避免摘牌退市或为了达到配股条件,吴玉红等学者采用实证方法得出了相同的结论<sup>[17]</sup>。齐芬霞、马晨佳研究发现债务重组有利于\*ST公司得以“摘星”,公司经营业绩差和资产负债率高均会导致部分\*ST公司债务重组<sup>[18]</sup>。吴玉红研究表明,部分上市公司为了延缓或避免退市,可能通过债务重组收益进行财务造假,而我国2006年再次修订的《债务重组》准则,使得部分上市公司通过债务重组收益进行盈亏调整成为可能,加大了政府部门的监管难度<sup>[17]</sup>。王跃堂研究发现,公司经营业绩和财务状况越差,越有可能进行债务重组<sup>[19]</sup>。由于处于亏损境况的上市公司受到融资约束,更倾向于选择在“降低负债水平的同时增加利得”的债务重组方式进行扭亏;而具有政治关联的上市公司往往通过与政府或政府投资主体达成协议获得债务豁免或债务重组的优惠条件。由此本文提出如下假设。

H1:相对于无政治关联的企业,有政治关联的亏损上市公司更倾向于选择债务重组进行扭亏。

在债务重组偏好方面,王跃堂、谢德仁研究均发现上市公司年限越长久,公司也越有可能进行债务重组;王跃堂同时发现,经营业绩和财务状况越差的公司越有可能进行债务重组<sup>[19-20]</sup>。谢德仁研究发现,存在机构投资者、高管持股比例更高和独立董事比例更高的公司更少可能发生债务重组<sup>[20]</sup>。张鸣、陈全、聂晶研究发现在新会计准则下进行机会主义债务重组的公司是已经连续两年亏损且面临停牌风险的公司<sup>[21]</sup>。现有研究成果从企业业绩、财务状况、公司治理等角度分析了影响公司是否选择债务重组的原因,但对于债务重组后企业盈亏、投资效率的研究较少。

债务重组影响着企业的绩效和未来的发展,同时债务重组的效率也是一个不容小觑的话题。而债务重组损益对于上市公司扭亏的利润贡献程度,通常也可以认为是债务重组强度,它对于企业的经营和财务决策以及未来战略将产生重要影响。亏损企业选择债务重组的主要动机是扭亏为盈,具有政治关联的企业在债务重组过程中获得更多的优待,债务重组效率相对更高,债务重组损益对当期利润的贡献程度更大。具有政治关联的上市公司进行债务重组时通常选择政府部门或与政府有关联的债权人进行重组;这些债权人在政府的直接或间接干预下会对亏损上市公司作出更大幅度的重组优惠。因此本文提出如下假设。

H2:政治关联的上市公司债务重组利得对当期利润的贡献程度大于无政治关联的上市公司。

(二) 政治关联、债务重组扭亏与投资效率

债务重组不仅降低了企业的负债水平,同时对公司的债务期限结构产生了重要的影响,而债务期限结构与企业投资决策密切相关。通过债务重组,公司的负债额度和负债水平发生了变化,债务期限结构也发生了变动,负债额度和程度影响了企业投资规模以及投资方向,最终体现在投资项目的效率和非效率,从而决定了企业的投资效率。具体债务重组影响投资效率的路径如图1所示。

Myers 最早提出债务期限结构会对投资效率产生影响<sup>[22]</sup>,Smith 和 Warner 认为公司债务期限结构能减少源于资产替代和投资不足问题的代理成本<sup>[23]</sup>。Jensen 等人研究指出:长期负债能有效抑制公司的扩张行为,一定程度限制了因代理冲突带来的过度投资<sup>[24]</sup>。Robbins 和 Schatzberg 认为,在存在投资项目信息不对称状况下,发行可赎回债券比发行短期债券更容易作为一种规避风险的信号,能部分抑制非效率投资行为<sup>[25]</sup>。



图1 债务重组影响投资效率路径

国内部分学者研究表明,不同的债务期限会对管理者的过度投资行为起抑制作用。周伟贤发现短期债务能抑制企业的投资不足<sup>[26]</sup>。而张海龙、李秉祥以制造业上市公司为样本,发现管理层持股、发放现金股利有助于制约企业的过度投资行为<sup>[27]</sup>。张跃龙、谭跃、夏芳研究得出类似的结论,发现中国制造业上市公司的投资效率主要取决于企业自身盈利能力,处于亏损边缘的企业发生过度投资现象相对较少<sup>[28]</sup>。

由于亏损上市公司通过现金偿还债务的能力有限,因此借助债务重组能在避免大量现金流出的同时,降低企业负债程度;此外通过债务重组将部分非现金资产予以处置,可以更好解决前期的非效率投资。因此本文提出以下假设。

H3: 亏损上市公司债务重组有利于降低企业非效率投资;  
具体可以分为:  
H3a: 亏损上市公司债务重组有利于减少企业过度投资;  
H3b: 亏损上市公司债务重组有利于降低企业投资不足。

### 三、研究设计

(一) 研究变量选取和数据来源

为了验证本文的研究假设,将公司是否发生债务重组(*Dres*)和债务重组利得(*Idres*)作为被解释变量,主要考虑政治关联与否(*PC*)和不同政治关联方式(*Sowner*)的影响。同时控制公司的规模(*Size*)、股权结构(*Fstahare*)和获利(*ROA*)、现金(*Cash*)能力等因素;由于公司的财务杠杆(*Lev*)和代表短期偿债能力的流动比率(*Rliquid*)与公司是否发生债务重组均属于与公司债务直接相关的指标,因此应纳入控制变量范围。

为了进一步验证债务重组后亏损上市公司的投资水平和投资效率,本文借鉴 Richardson、辛清泉等学者估计企业投资效率的方法<sup>[29-30]</sup>,引入政治关联等变量建立投资水平 *Invt* 模型,再对模型检验后的残差进行分析。残差大于零说明上市公司存在过度投资(*Over\_invt*)行为,残差小于零说明上市公司存在投资不足(*Under\_invt*)行为。由于投资水平受政治关联与否、是否属于所有权政治关联类型影响,故将政治关联(*PC*)、政治关联类型(*Sowner*)作为自变量引入投资效率模型。同时,由于股权集中度高低影响投资决策,不同行业投资效率存在差异,公司存续的时间长短影响公司进行设备更新等投资效率,因此引入第一大股东持股比例(*Fstshare*)、公司成立时间(*Age*)、是否属于制造业(*Industry*)作为模型的控制变量。

上市公司政治关联相关数据通过年度报告附注资料手工收集,其他财务数据主要来源于国泰安(CSMAR)和色诺芬(CCER)数据库。具体各变量及定义如下页表1所示。

表 1 变量定义表

| 变量类型  | 变量名称   | 变量代码              | 变量含义  |
|-------|--------|-------------------|---|
| 被解释变量 | 债务重组   | Dres              | 当年是否债务重组,重组取值 1,未重组取值 0   |
|       | 债务重组利得 | Idres             | 债务重组损益/当期净利润  |
|       | 投资水平   | Invt <sub>t</sub> | 购建固定资产、无形资产以及其他长期资产支付的现金/年初总资产  |
|       | 投资效率   | Einvt             | 投资水平模型的残差绝对值,其值越大代表投资效率越低   |
|       | 过度投资   | Over_invt         | 投资于净现值为负的投资项目,取模型 3 残差大于零的值   |
|       | 投资不足   | Under_invt        | 放弃净现值为正的投资项目,取模型 3 残差小于零的值绝对数   |
| 解释变量  | 政治关联   | PC                | 虚拟变量,所有权为国有控股、国有法人控股取值 1,董事长或总经理曾经或现在政府、人大或政协工作,则认定为有政治关联公司,取值为 1;否则取 0 |
|       | 政治关联方式 | Sowner            | 所有权政治关联取 1,管理层政治关联取 0   |
| 控制变量  | 企业规模   | Size              | 公司期末总资产取对数  |
|       | 财务杠杆   | Lev               | 期末资产负债率   |
|       | 股权结构   | Fstshare          | 第一大股东持股比例   |
|       | 公司现金能力 | Cash              | 公司每股现金净流量   |
|       | 公司成长能力 | Growth            | 主营业务收入增长率   |
|       | 公司获利能力 | ROA               | 当年公司总资产报酬率  |
|       | 短期偿债能力 | Rliquid           | 流动资产/流动负债   |
|       | 公司年龄   | Age               | 上市公司成立的年龄   |
|       | 行业变量   | Industry          | 制造业取 1,其他取 0  |

## (二) 模型建立

为了验证本文假设 1,即分析是否选择债务重组方式扭亏与政治关联的关系,建立选择债务重组扭亏影响因素模型 1。

$$\text{Logit}(Dres) = \text{Prob}(Dres = 1) = \alpha_0 + \alpha_1 Pc + \alpha_2 Growth + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Size + \alpha_5 Fstshare + \alpha_6 Cash + \alpha_7 Rliquid + \alpha_8 ROA + \alpha_9 Age + \alpha_{10} Industry \quad (1)$$

为了验证本文假设 2,建立债务重组利得对损益影响程度模型 2。

$$IDres = \beta_0 + \beta_1 Pc + \beta_2 Sowner + \beta_3 Growth + \beta_4 Lev + \beta_5 Cash + \beta_6 Age + \beta_7 Size + \beta_8 Industry \quad (2)$$

为了验证假设 3,本文参考 Richardson、刘昌国、辛清泉等学者投资模型<sup>[29-30]</sup>;对亏损上市公司债务重组当年投资规模影响因素进行分析,引入是否进行债务重组变量建立模型 3。

$$Invt_t = \beta_0 + \beta_1 Pc_t + \beta_2 Dres_t + \beta_3 Growth_{t-1} + \beta_4 Lev_{t-1} + \beta_5 Cash_{t-1} + \beta_6 Age_{t-1} + \beta_7 Size_{t-1} + \beta_8 Invt_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

为了分别分析债务重组扭亏上市公司对非效率投资、过度投资和投资不足的影响因素,构建以下三个模型。

模型 4 投资效率模型:

$$Einvt = \beta_0 + \beta_1 Pc_t + \beta_2 Sowner + \beta_3 Dres + \beta_4 Idres + \beta_5 Fstshare + \beta_6 Age + \beta_7 Industry + \varepsilon \quad (4)$$

模型 4-1 过度投资模型:

$$Over\_invt = \beta_0 + \beta_1 Pc_t + \beta_2 Sowner + \beta_3 Dres + \beta_4 Idres + \beta_5 Fstshare + \beta_6 Age + \beta_7 Industry + \varepsilon \quad (4-1)$$

模型 4-2 投资不足模型:

$$Under\_invt = \beta_0 + \beta_1 Pc_t + \beta_2 Sowner + \beta_3 Dres + \beta_4 Idres + \beta_5 Fstshare + \beta_6 Age + \beta_7 Industry + \varepsilon \quad (4-2)$$

#### 四、实证检验

##### (一) 政治关联与亏损债务重组关系

##### 1. 样本选取与描述性统计和 ANOVA 方差分析

表2 债务重组与否样本变量描述性统计与比较

| 变量       | 发生债务重组      |             | 未发生债务重组     |             | ANOVA 方差分析  |       |
|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|
|          | 均值          | 标准差         | 均值          | 标准差         | F           | 显著性   |
| PC       | 0.70        | 0.460       | 0.67        | 0.471       | 0.662       | 0.416 |
| Size     | 20.56225837 | 1.233572211 | 21.19072050 | 1.486907916 | 34.845      | 0.000 |
| Growth   | 0.36069153  | 1.672450726 | 0.60081609  | 3.853701593 | 0.876       | 0.350 |
| Lev      | 0.79908457  | 1.406006710 | 0.71413493  | 2.410336880 | 0.269       | 0.604 |
| Fstshare | 0.29413175  | 0.142915010 | 0.33345282  | 0.151986726 | 12.440      | 0.000 |
| Cash     | 0.00526122  | 1.313796346 | 0.08350177  | 0.631583427 | 1.469       | 0.226 |
| Rliquid  | 93.425061   | 112.6358568 | 141.955702  | 170.2777050 | 170.2777050 | 0.000 |
| Sowner   | 0.7020      | 0.45830     | 0.6241      | 0.48471     | 4.795       | 0.029 |
| Invt     | 0.06712076  | 0.404507917 | 0.05913458  | 0.118729702 | 0.214       | 0.644 |
| ROA      | 0.10806122  | 0.301844233 | 0.04217607  | 0.135413137 | 20.748      | 0.000 |

本文选取 2008—2011 年沪深两市实现扭亏的 A 股上市公司为样本,剔除金融类上市公司、政治关联相关信息披露不祥的公司,最后获得有效样本 926 个;其中发生债务重组 274 个,未发生债务重组 652 个。表 2 统计分析结果显示:亏损上市公司是否通过债务重组进行亏损扭转,在公司规模、第一大股东持股比例、公司短期偿债能力、获利能力和政治关联类型是否属于所有权政治关联类型方面存在显著差异。

表3 主要变量 Pearson 相关性分析

| 变量/系数    | Dres      | PC        | Size      | Growth    | Lev       | Fstshare  | Cash    | Age       | Indus     | Rliquid   | Sowner   | ROA       |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|
| Dres     | 1         | 0.147 **  | -0.155 ** | -0.069    | 0.033     | -0.061    | 0.005   | 0.076     | 0.045     | -0.141 ** | 0.121 ** | 0.139 **  |
| PC       | 0.147 **  | 1         | 0.261 **  | -0.020    | -0.099 ** | 0.182 **  | -0.042  | -0.064    | 0.157 **  | -0.179 ** | 0.117 ** | -0.002    |
| Size     | -0.155 ** | 0.261 **  | 1         | -0.134 ** | -0.175 ** | 0.312 **  | 0.048   | -0.145 ** | 0.034     | -0.092 ** | -0.033   | -0.242 ** |
| Growth   | -0.069    | -0.020    | -0.134 ** | 1         | 0.002     | -0.049    | 0.025   | 0.032     | -0.108 ** | 0.037     | 0.003    | 0.013     |
| Lev      | 0.033     | -0.099 ** | -0.175 ** | 0.002     | 1         | 0.018     | 0.004   | 0.167 **  | 0.027     | -0.127 ** | 0.050    | 0.158 **  |
| Fstshare | -0.061    | 0.182 **  | 0.312 **  | -0.049    | 0.018     | 1         | 0.072 * | -0.184 ** | 0.018     | 0.022     | 0.116 ** | -0.053    |
| Cash     | 0.005     | -0.042    | 0.048     | 0.025     | 0.004     | 0.072 *   | 1       | -0.007    | 0.016     | 0.024     | -0.002   | 0.012     |
| Age      | 0.076     | -0.064    | -0.145 ** | 0.032     | 0.167 **  | -0.184 ** | -0.007  | 1         | -0.124 ** | -0.031    | 0.087 ** | 0.074 *   |
| Indus    | 0.045     | 0.157 **  | 0.034     | -0.108 ** | 0.027     | 0.018     | 0.016   | -0.124 ** | 1         | -0.078 *  | -0.033   | -0.053    |
| Rliquid  | -0.141 ** | -0.179 ** | -0.092 ** | 0.037     | -0.127 ** | 0.022     | 0.024   | -0.031    | -0.078 *  | 1         | 0.058    | -0.042    |
| Sowner   | 0.121 **  | 0.117 **  | -0.033    | 0.003     | 0.050     | 0.116 **  | -0.002  | 0.087 **  | -0.033    | 0.058     | 1        | 0.100 **  |
| ROA      | 0.139 **  | -0.002    | -0.242 ** | 0.013     | 0.158 **  | -0.053    | 0.012   | 0.074 *   | -0.053    | -0.042    | 0.100 ** | 1         |

注:\*\*在 0.01 水平(双侧)上显著相关;\*在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

##### 2. 主要变量相关性分析

从表 3 变量之间的相关系数可以简要分析得出,亏损上市公司是否选择债务重组与公司的政治关联性、公司规模、公司流动比率、政治关联的类型、公司获利能力等密切相关。同时,是否选择债务重组方式进行亏损扭转与公司是否政治关联、是否属于所有权关联以及公司获利能力正向相关,而与公司规模大小、流动性比率高低呈负相关关系。

##### 3. 回归分析

表 4 回归结果显示,亏损上市公司是否利用债务重组进行亏损扭转,与其是否

表4 上市公司是否选择债务重组方式扭亏回归结果

|                 | 模型 1 logistic 回归结果 |       |        |         |       |         |
|-----------------|--------------------|-------|--------|---------|-------|---------|
|                 | B                  | S. E. | Wals   | df      | Sig.  | Exp(B)  |
| PC              | 0.666              | 0.203 | 10.757 | 1       | 0.001 | 1.946   |
| Size            | -0.295             | 0.080 | 13.731 | 1       | 0.000 | 0.744   |
| Growth          | -0.089             | 0.042 | 4.407  | 1       | 0.036 | 0.915   |
| Lev             | -0.139             | 0.084 | 2.774  | 1       | 0.096 | 0.870   |
| Fstshare        | -0.328             | 0.653 | 0.253  | 1       | 0.615 | 0.720   |
| Cash            | 0.026              | 0.095 | 0.072  | 1       | 0.788 | 1.026   |
| Age             | 0.007              | 0.018 | 0.169  | 1       | 0.681 | 1.007   |
| Indus           | 0.119              | 0.196 | 0.367  | 1       | 0.544 | 1.126   |
| Rliquid         | -0.002             | 0.001 | 8.107  | 1       | 0.004 | 0.998   |
| Sowner          | 0.359              | 0.190 | 3.581  | 1       | 0.058 | 1.432   |
| ROA             | 3.758              | 1.234 | 9.270  | 1       | 0.002 | 42.868  |
| 常量              | 5.472              | 1.710 | 10.243 | 1       | 0.001 | 237.863 |
| -2 对数似然值        |                    |       |        | 726.034 |       |         |
| Cox & Snell R 方 |                    |       |        | 0.127   |       |         |
| Nagelkerke R 方  |                    |       |        | 0.170   |       |         |

具有政治关联显著正相关,可见相比没有政治关联的亏损上市公司,具有政治关联的亏损上市公司更倾向通过债务重组进行扭亏;获利能力高的扭亏上市公司更倾向于采用债务重组方式进行扭亏。公司规模大小、成长能力高低、资产负债率和流动比率高低与是否选择债务重组扭亏呈显著负相关关系,这说明规模小、短期偿债能力差和负债总体较重的亏损上市公司更倾向于选择债务重组方式扭亏,通过债务重组既可以较快消除债务又可以带来重组利得实现扭亏为盈。

债务重组利得的回归结果如表 5,由表 5 可知通过债务重组利得实现亏损扭转并对亏损上市公司净利润产生实质影响。债务重组利得对利润影响的程度与公司本身是否具有政治关联、公司规模和所处行业有显著关系。前面的实证已经表明具有政治关联的亏损上市公司比无政治关联的上市公司更倾向于选择债务重组路径进行扭亏,而债务重组利得对于扭亏公司净利润的贡献程度在具有政治关联公司比无政治关联公司中更为明显。公司规模相对小的亏损上市公司比规模大的公司更倾向于选择债务重组扭亏路径,并且债务重组利得在小规模的亏损上市公司扭亏过程中作用更为明显,在制造业中比其他行业更为明显。

表 5 债务重组损益 Idres 回归系数

| 模型 2     | 非标准化系数      |            | 标准系数   | T 值    | 显著性 Sig. |
|----------|-------------|------------|--------|--------|----------|
|          | B           | 标准误差       |        |        |          |
| (常量)     | 8.502       | 2.034      |        | 4.180  | 0.000    |
| PC       | 4.209       | 2.497      | 0.118  | 1.685  | 0.093    |
| Size     | -4.381      | 9.968      | -0.332 | -4.395 | 0.000    |
| Growth   | -5.802      | 6.120      | -0.060 | -0.948 | 0.344    |
| Lev      | -1.088      | 8.049      | -0.095 | -1.351 | 0.178    |
| Fstshare | -4.786      | 8.180      | -0.043 | -0.585 | 0.559    |
| Cash     | 5.171       | 7.957      | 0.042  | 0.650  | 0.516    |
| Age      | 236380.203  | 2.155      | 0.001  | 0.011  | 0.991    |
| Indus    | 5.587       | 2.379      | 0.160  | 2.349  | 0.020    |
| Rliquid  | 1048782.345 | 969606.709 | 0.072  | 1.082  | 0.281    |
| Sowner   | 1.796       | 2.287      | 0.050  | 0.785  | 0.433    |

(二) 政治关联、债务重组与投资效率

1. 样本选取与描述性统计

本文选取 2008—2011 年沪深 A 股上市公司实现扭亏的有效样本 926 个,通过投资模型的残差分析发现,有 417 个样本公司出现过度投资,有 509 个样本公司出现投资不足。从表 6 的主要变量描述性统计,可以简要得出:亏损上市公司选择债务重组路径进行亏损扭转的公司数量相对较少(Dres 均值为 0.2646);而如果选择债务重组扭亏,债务重组利得对于公司当年净利润的贡献程度较大(Idres 的均值达到了 48.36%)。

表 6 扭亏上市公司投资效率分析主变量描述性统计

|            | N   | 极小值   | 极大值   | 均值     | 标准差     |
|------------|-----|-------|-------|--------|---------|
| PC         | 926 | 0     | 1     | 0.68   | 0.468   |
| Sowner     | 926 | 0.00  | 1.00  | 0.6447 | 0.47886 |
| Dres       | 926 | 0.00  | 1     | 0.2646 | 0.44135 |
| Idres      | 926 | -0.87 | 18.98 | 0.4836 | 1.75333 |
| Invt       | 926 | 0.00  | 0.48  | 0.0612 | 0.23156 |
| Einvnt     | 926 | 0.00  | 13.51 | 0.2061 | 0.71452 |
| Over_invt  | 417 | 0.00  | 4.54  | 0.0426 | 0.23660 |
| Under_invt | 509 | 0.00  | 13.51 | 0.1635 | 0.68448 |

2. 主要变量相关性分析

表 7 投资效率分析主变量 Pearson 相关分析

|            | PC       | Sowner   | res       | Idres    | Invt     | Einvnt    | Over_invt | Under_invt |
|------------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|------------|
| PC         | 1        | 0.110 ** | 0.027     | -0.024   | 0.091 ** | 0.086 **  | 0.055     | 0.071 *    |
| Sowner     | 0.110 ** | 1        | 0.072 *   | 0.063    | 0.073 *  | 0.018     | 0.045     | 0.003      |
| Dres       | 0.027    | 0.072 *  | 1         | 0.464 ** | 0.015    | -0.126 ** | -0.069 *  | -0.108 **  |
| Idres      | -0.024   | 0.063    | 0.464 **  | 1        | -0.056   | -0.072 *  | -0.044    | -0.060     |
| Invt       | 0.091 ** | 0.073 *  | 0.015     | -0.056   | 1        | 0.141 **  | 0.355 **  | 0.024      |
| Einvnt     | 0.086 ** | 0.018    | -0.126 ** | -0.072 * | 0.141 ** | 1         | 0.290 **  | 0.944 **   |
| Over_invt  | 0.055    | 0.045    | -0.069 *  | -0.044   | 0.355 ** | 0.290 **  | 1         | -0.043     |
| Under_invt | 0.071 *  | 0.003    | -0.108 ** | -0.060   | 0.024    | 0.944 **  | -0.043    | 1          |

注:\*\*在 0.01 水平(双侧)上显著相关;\*在 0.05 水平(双侧)上显著相关。

从表 7 的主变量之间的相关性分析可知,非效率投资高低与政治关联性显著正相关,与是否进行债务重组显著负相关;由此可以简要说明选择进行债务重组对非效率投资有牵制作用。

3. 回归分析

表8关于沪深两市2008—2011年926家扭亏A股公司样本投资水平的回归结果显示,亏损扭转上市公司投资水平的高低与是否选择债务重组进行扭亏成正相关关系,这说明进行债务重组扭亏后公司的营运能力进一步增强,投资规模和水平呈上升趋势,但债务重组利得对净利润贡献程度与投资水平关系不显著。

通过对2008—2011年沪深两市926家扭亏上市公司样本的投资效率检验和417家过度投资公司样本及509家投资不足公司样本的模型检验,表9显示了亏损上市公司的非效率投资、过度投资、投资不足与政治关联、选择债务重组扭亏等变量之间的回归结果。

从回归结果看,第一列数据说明由于政治关联的存在使得亏损扭转上市公司的非效率投资增加,投资效率显著下降。但是亏损上市公司采用债务重组方式进行亏损扭转,会减少其非效率投资。而扭亏上市公司股权高度集中也会在一定程度上减少非效率投资,带来投资效率的升高。

表8 政治关联、债务重组与投资水平回归结果

| 模型3                | 非标准化系数 |       | 标准系数   |        | T值     | 显著性 Sig. |
|--------------------|--------|-------|--------|--------|--------|----------|
|                    | B      | 标准误差  |        |        |        |          |
| (常量)               | -0.742 | 0.130 |        |        | -5.703 | 0.000    |
| PC                 | 0.009  | 0.017 | 0.018  | 0.018  | 0.520  | 0.603    |
| Dres               | 0.045  | 0.020 | 0.085  | 0.085  | 2.262  | 0.024    |
| Growth             | 0.000  | 0.002 | 0.005  | 0.005  | 0.150  | 0.881    |
| Lev                | 0.001  | 0.004 | 0.008  | 0.008  | 0.234  | 0.815    |
| Cash               | 0.004  | 0.009 | 0.016  | 0.016  | 0.483  | 0.629    |
| Age                | 0.001  | 0.002 | 0.016  | 0.016  | 0.481  | 0.631    |
| Size               | 0.037  | 0.006 | 0.223  | 0.223  | 6.096  | 0.000    |
| Inv <sub>t-1</sub> | 0.070  | 0.146 | 0.016  | 0.016  | 0.479  | 0.632    |
| Idres              | -0.007 | 0.006 | -0.047 | -0.047 | -1.243 | 0.214    |

表9 亏损扭转上市公司政治关联、债务重组与投资效率回归结果

| 变量/参数                   | 投资效率 Einv <sub>t</sub> 模型 | 过度投资 Over <sub>inv<sub>t</sub></sub> 模型 | 投资不足 Under <sub>inv<sub>t</sub></sub> 模型 |
|-------------------------|---------------------------|---|--|
| (常量)                    | 0.253<br>(2.017)**        | 0.037<br>(0.880)                        | 0.216<br>(1.791)*                        |
| PC                      | 0.143<br>(2.695)***       | 0.030<br>(1.683)**                      | 0.113<br>(2.217)**                       |
| Sowner                  | 0.044<br>(0.886)          | 0.026<br>(1.556)*                       | 0.018<br>(0.381)                         |
| Dres                    | -0.209<br>(-3.476)***     | -0.038<br>(-1.876)**                    | -0.172<br>(-2.961)***                    |
| Idres                   | -0.007<br>(-0.479)        | -0.002                                  | -0.005<br>(-0.333)                       |
| Fstshare                | -0.278<br>(-1.688)*       | -0.066<br>(-1.211)                      | -0.211<br>(-1.334)                       |
| Cash                    | 0.023<br>(0.841)          | 0.013<br>(1.487)*                       | 0.009<br>(0.359)                         |
| Lev                     | -0.003<br>(-0.286)        | -0.001<br>(-0.300)                      | -0.002<br>(-0.193)                       |
| Age                     | 控制                        | 控制                                      | 控制                                       |
| Indus                   | 控制                        | 控制                                      | 控制                                       |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 0.172                     | 0.120                                   | 0.142                                    |
| N                       | 926                       | 417                                     | 509                                      |

注:括号内为t值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示相关系数在10%、5%、1%水平下显著(双尾)。

回归结果的第二列数据显示扭亏上市公司的过度投资行为与政治关联、债务重组和其他因素的线性关系。结果表明,有政治关联的扭亏上市公司倾向于过度投资,在政治关联中属于所有权关联类型的扭亏上市公司比管理层关联类型的扭亏上市公司更倾向于过度投资,现金持有能力相对较强的上市公司有能力并且更倾向于选择过度投资。而扭亏上市公司选择债务重组进行亏损扭转,与过度投资成显著负相关关系,说明选择债务重组路径进行亏损扭转较为显著地抑制了过度投资。

回归结果的第三列显示扭亏上市公司的投资不足与政治关联、债务重组和其他因素的线性关系。结果表明,具有政治关联的扭亏上市公司比无政治关联的公司更容易发生投资不足。而扭亏上市公司选择债务重组进行亏损扭转,与投资不足成显著负相关关系,这说明选择债务重组路径进行亏损扭转对扭亏上市公司的投资不足有显著抑制作用。

### (三) 稳健性检验

为了考察上述研究结果的可靠性,本文进行了以下稳健性检验:(1)对相关变量两端各1%的观测值进行了 Winsorize 极值处理,消除极端值的影响;(2)计算债务重组利得对损益贡献程度(Idres)采用与公司上期利润绝对值比值重新计入模型;(3)对于投资机会分别采用托宾Q值和营业收入增长率替代进入投资及效率模型;经过上述重新检验的结果与本文前述主要结论无显著差异。

## 五、研究结论

通过2008—2011年沪深A股扭亏上市公司为样本,考察了政治关联性、亏损债务重组与投资效率的关系。研究表明:第一,政治关联的存在影响亏损上市公司是否选择债务重组作为亏损扭转的路径。相比没有政治关联的亏损上市公司,具有政治关联的亏损上市公司更倾向通过债务重组进行扭亏;而规模小、短期偿债能力差和负债总体较重的亏损上市公司更倾向于选择债务重组方式扭亏,通过债务重组既可以较快消除债务又可以带来重组利得实现扭亏为盈。第二,通过债务重组利得实现亏损扭转能对亏损上市公司净利润产生实质影响。债务重组利得对于扭亏公司净利润的贡献程度在具有政治关联公司比无政治关联公司更为明显。而公司规模相对小的亏损上市公司比规模大的公司更倾向于选择债务重组扭亏路径,并且债务重组利得在小规模的亏损上市公司扭亏过程中作用更为明显,亏损上市公司所处行业为制造业更倾向于选择债务重组扭亏。第三,政治关联的存在使得亏损扭转上市公司的非效率投资增加,但通过债务重组方式扭亏会使非效率投资受到一定的抑制。有政治关联的扭亏上市公司更倾向于过度投资,在政治关联中属于所有权关联类型的扭亏上市公司比管理层关联类型的扭亏上市公司更倾向于过度投资,现金持有能力相对较强的上市公司有能力并且更倾向于选择过度投资;债务重组路径进行亏损扭转较为显著地抑制了过度投资。有政治关联的扭亏上市公司比无政治关联的公司更容易发生投资不足;但选择债务重组路径进行亏损扭转对扭亏上市公司的投资不足有显著抑制作用。

### 参考文献:

- [1] Charumilind C, Kali R, Wiwattanakantang Y. Connected lending: Thailand before the financial crisis[J]. *Journal of Business*, 2006, 79(1): 181-218.
- [2] Faccio M. Politically connected firms: can they squeeze the state? [J]. *American Economic Review*, 2006, 96(2): 369-380.
- [3] Li H, Meng L, Wang Q, et al. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms[J]. *Journal of Development Economics*, 2008, 87(2): 283-299.
- [4] Khwaja A, Mian A. Do lenders favor politically connected firms? Rent-seeking in an emerging financial market[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(1): 1371-1411.
- [5] Adhikari A, Derashid C. Public policy, political connections, and effective tax rates: longitudinal evidence from Malaysia[J]. *Journal Accounting and Public Policy*, 2006, 25(7): 574-595.
- [6] Sapienza P. The effect of governance ownership on bank lending[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 72(2): 357-384.
- [7] 罗党论,唐清泉. 中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究[J]. *经济研究*, 2009(2): 106-118.
- [8] 胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例[J]. *管理世界*, 2006(5): 107-113.
- [9] 余明桂,回雅甫,潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. *经济研究*, 2010(3): 65-77.
- [10] 孙铮,李增泉,王景斌. 所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2006(10): 100-107.
- [11] 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.
- [12] 余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. *管理世界*, 2008(8): 9-21.
- [13] 刘永泽,张多蕾,唐大鹏. 市场化程度、政治关联与盈余管理——基于深圳中小板民营上市公司的实证研究[J]. *审计与经济研究*, 2013(2): 49-58.
- [14] 罗党论,甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. *金融研究*, 2008(12): 164-178.
- [15] 吴晓灵,谢平. 中国国有企业——银行债务重组的设想[J]. *财贸经济*, 1994(12): 13-17.
- [16] 郝梅端. 论国有企业债务的形成与清理[J]. *财经理论与实践*, 2002(3): 11-16.

- [17] 吴玉红.《债务重组》准则的变更对上市公司盈余管理行为的影响研究[D]. 苏州大学. 2010.
- [18] 齐芬霞, 马晨佳. 基于新债务重组准则的盈余管理实证研究[J]. 经济问题, 2009(11): 112-115.
- [19] 王跃堂. 会计政策选择的经济动机——基于沪深股市的实证研究[J]. 会计研究, 2000(12): 31-40.
- [20] 谢德仁, 张高菊. 金融生态环境、负债的治理效应与债务重组: 经济证据[J]. 会计研究, 2007(12): 43-50.
- [21] 张鸣, 陈权, 聂晶. 债务重组、退市压力与审计意见[J]. 中国会计评论, 2011(1): 43-54.
- [22] Myers S. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5(2): 147-175.
- [23] Smith C W, Warner J B. On financial contracting: an analysis of bond covenants[J]. Journal of Financial Economics, 1979, 7(2): 117-161.
- [24] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and take-overs[J]. American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [25] Robbins E H, Schatzberg J D. Callable bonds: a risk reducing signaling mechanism[J]. Journal of Finance, 1986, 41(6): 935-950.
- [26] 周伟贤. 投资过度还是投资不足: 基于 A 股上市公司的经验证据[J]. 中国工业经济, 2010, 11(2): 151-160.
- [27] 张海龙, 李秉祥. 公司价值、资本结构与经理管理防御[J]. 软科学, 2012(6): 111-114.
- [28] 张跃龙, 谭跃, 夏芳. 投资效率是被“债务融资”束缚了手脚吗? [J]. 经济管理研究, 2011(2): 46-55.
- [29] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159-189.
- [30] 辛清泉, 郑国坚, 杨德明. 企业集团、政府控制与投资效率[J]. 金融研究, 2007(10): 123-142.

[责任编辑: 高 婷]

## Political Connection, Debt Restructuring for Reversing Losses and Corporate Investment Efficiency

LI Chuanxian

(Southwest University of Political Science and Law, School of Management, Chong Qing 401120, China)

**Abstract:** This paper analyzes the relation among corporate political connection, debt restructuring for reversing losses and investment efficiency based on the data from listed Chinese companies in Shanghai and Shenzhen Market from 2008 to 2011. Our findings including: the losing companies with political connection will choose debt restructuring for reversing losses, the extent of debt restructuring gains influencing profit is significantly affected by whether company itself is political connection, company size and the industry, the existence of political connection makes the inefficient investment improve and significantly decrease the investment efficiency, while the way of debt restructuring to reverse losses will restrain inefficient investment to a certain extent.

**Key Words:** political connection; enterprise debt restructuring; losses reversing; investment efficiency; fair value; financial dilemma

(上接第 75 页)

## Web Location, Supervision Power of Independent Director and Quality of Earnings Information

FU Daiguo, XIA Changyuan

(West School of Business, Southwest University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

**Abstract:** Does an independent director execute his function of supervision? By using the analytic method of social networks, we tested the influence of web location of independent directors on the quality of earnings information of listed companies in an empirical way. We have found that the location of independent directors in the web will increase their supervision power. At the same time this position will decrease the earnings management level of listed companies, but raising the reaction coefficient of earnings. This conclusion enriches the literature of “web and governance” and provides empirical evidence for the study of the efficiency of independent directors.

**Key Words:** independent directors governance; social web analysis; directors network; earnings information quality; earnings quality management; earnings response coefficient; capital market; accounting information