

政府补助与公司投资效率

——基于中国制度背景的实证分析

李 刚¹, 侯青川², 张 瑾²

(1. 新疆财经大学 会计学院, 新疆 乌鲁木齐 830012; 2. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

[摘要] 政府补助作为政府通过资源再分配进行经济干预的方式之一, 在弥补市场缺陷、刺激经济发展、贯彻产业政策等多方面发挥着重要作用。国内现有文献对政府补助的研究主要从资源配置的影响因素以及补助对公司绩效的影响等角度展开。鉴于投资在公司经营和价值创造中的重要意义, 以投资为切入点, 探讨中国制度环境下政府补助与投资效率的关系, 我们的研究发现, 对于市场化程度较高地区的国有企业而言, 政府补助有助于缓解投资不足; 而对于市场化程度较低地区的民营企业而言, 政府补助会加剧投资过度。本文丰富了政府补助与投资效率关系的文献, 也为财政资源分配提供政策启示。

[关键词] 政府补助; 公司投资效率; 市场化进程; 产权性质; 投资不足; 投资过度; 财政资源分配; 政府补贴

[中图分类号] F235.99 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2017)04-0074-09

一、引言

在转型经济中, 补贴是政府扮演“扶持之手”(helping hand)最直接的手段。在我国市场转型的过程中, 各级政府的权力配置经历了由集权到分权的转变, 从而调动了各级政府对发展本地经济的积极性。同时, 由于我国政府的考核体系中不仅包括了经济实力的提升, 而且会涉及就业率、公共服务等社会发展方面的指标, 政府同样面临很大的“社会业绩”压力。因此, 政府具有强烈动机通过各种手段促进地区国民经济发展、提高社会福利水平, 而在此过程中, 政府补助作为一项重要手段被各级政府广泛使用。尤其自2007年国际金融危机爆发以后, 为实现“促投资、保增长”的目标, 中国政府启动一揽子经济刺激政策, 政府提供给企业的补助大幅增长。

Myers 研究发现, 投资是公司价值创造的驱动力, 是利润的主要来源^[1]。鉴于此, 本文尝试从公司投资的角度, 研究政府补助对公司投资效率的影响。本文以2007—2010年A股上市公司为样本, 研究发现: 在市场化程度较高的地区, 政府补助对投资效率的正面影响主要体现在国有企业; 而在市场化程度较低的地区, 政府补助对投资效率的负面影响主要体现在民营企业。

本文基于投资效率的视角对政府补助的经济后果进行研究, 相关结论有助于深入理解中国制度背景下的政府干预经济的影响路径及经济后果。本文的研究结论对于我国政府补助的拨付以及相关政策的制定具有一定启示意义, 并可对政府更加有效地进行补助拨付提供一定参考。对于政府而言, 尤其是市场化程度较低的地区, 一方面应审慎选择补助对象, 将资金分配给具有较好投资机会并且外部与内部监督约束机制较好的公司, 改善投资不足; 另一方面应减少不当或过度的政府干预, 减少企业的政策性负担, 避免企业在政府压力下进行过度投资, 引导正确的投资方向。

[收稿日期] 2016-11-27

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71362031)

[作者简介] 李刚(1972—), 男, 新疆乌鲁木齐人, 新疆财经大学会计学院副教授, 从事实证财务与会计研究; 侯青川(1975—), 男, 天津人, 上海财经大学会计学院副教授, 从事资本市场财务与会计研究; 张瑾(1989—), 女, 山东青岛人, 上海财经大学会计学院硕士研究生, 从事会计准则研究。

二、文献综述

(一) 政府补助和投资效率

王凤翔、陈柳钦认为政府补助是政府根据一定时期的政治、经济环境,按照特定目的,直接或间接向微观经济活动主体提供的一种无偿的转移支付^[2]。一方面,政府对上市公司进行补助时,可能会根据上市公司的成长性以及投资机会进行分配,如申香华发现,成长性好、具有高投资机会的公司更易获得政府补助^[3]。如果政府根据投资机会分配补助,可以较为真实地反映公司的实际资金需求,从而政府补助可以有效缓解上市公司的融资约束,进而改善投资不足,真正发挥雪中送炭、“帮助之手”的作用,对投资效率产生正面影响。但另一方面,由于政府具有财政支出的任意分配权,其完全有能力基于某种特定目的对上市公司进行补助,如王凤翔和陈柳钦发现,受到政治干预、承担了政府经济社会目标的公司更易或者获得了更多的政府补助^[2]。许罡等发现政府补助大多体现地方政府的利益偏好,背离了扶持产业发展等初衷,从而不利于资源的合理、有效配置^[4]。张天舒等指出因承担了较多政策性负担及与政府的特殊关系,国有企业在经营困难时更易获得政府补助^[5]。根据特定目的进行补助,有助于政府提高地区社会效益,但可能会导致资源分配与上市公司实际资金需要不匹配,即并非从投资机会角度配置资源。王红建等和魏志华等研究发现,从公司的角度,以往文献发现,公司有可能通过寻租或盈余管理的方式获取政府补贴,从而导致政府补助的错误配置^[6-7]。政府出于其他目的分配补助资金,或者公司出于特定目的获取补助,都会在一定程度上造成非效率投资。

(二) 市场化程度与政府补助和投资效率

夏立军和方轶强认为,法律保护、政府治理、市场竞争等公司治理环境是比公司的内部和外部治理机制更为基础的层面,因此考虑公司行为,包括非效率投资行为,要将公司外部环境纳入公司投资决策的约束条件^[8]。樊纲等认为中国各个地区之间的市场化进程并不平衡,存在显著差异,这正好为我们研究不同市场化进程的影响提供了条件^[9]。基于此,本文将市场化进程作为中国外部制度环境的切入点,研究不同市场化进程对政府补助与投资效率关系的影响。吴晓暉等发现,一方面,市场化程度的提高,一定程度上反映了各地资源自由流动程度的提高,则政府可自由支配的资源减少;同时,市场对政府的监督更加全面,政府治理水平提高,对企业的干预减少,并可推动资源配置市场化,促使政府补助更倾向于按照投资机会的高低进行分配,提高政府财政资金的配置效率,从而有效改善上市公司投资效率。另一方面,市场化程度的提高,上市公司受到外部及内部治理机制的监督与约束增强,因而促使公司在进行决策时更加注重决策对企业价值的影响^[10]。因为根据企业价值最大化理论,非效率投资会显著降低企业价值,因而在利用政府补助进行投资决策时,企业会考虑投资项目对企业价值的影响,因此导致政府补助的正面影响更加显著或者负面影响受到一定程度的抑制。

(三) 产权性质与政府补助和投资效率

中国经济发展中,另外的重要制度背景是存在较多的国有企业。国有和民营企业产权性质的不同,政府补助的配置动机及使用效率方面存在一定差异,由此可能导致补助对于投资效率的影响有所不同。Chen 等认为,对于国有企业而言,作为国有企业最终控制人的政府,其对国有企业进行干预的能力要远大于民营企业,因此国有企业受政府行为的影响相对更大,会更多地承担政策性负担^[11]。因此随着政府补助的增加,国有企业面临政府目标压力增大,投资过度情况加剧。在考虑政府对国有企业承担因政策性负担所发生成本或造成亏损进行补偿时,应当注意到,直接的政府补助只是政府对上市公司进行财政支持的方式之一,即相对较低成本的股权融资与银行贷款对政府补助具有替代作用。俞乔和赵昌文认为,考虑我国国有银行实际控制人为政府,常常会出于各种政治性需要,为相关公司提供“指令性贷款”,使得政府背景的存在有助于国有企业以较低的成本通过股票市场或银行进

行外部融资^[12]。由此,政府补助对投资效率的负面影响在国有企业中可能并不显著。卢峰等、魏志华等、叶康涛等和祝继高等认为,与国有企业不同的是,民营公司通过股权融资与债权融资渠道获得财政支持的难度较大,即政府补助的被替代作用较小,因此政府补助的增加,会显著加剧民营公司的投资过度^[13-16]。另外,从寻租动机角度考虑,包苏昱发现民营企业为了获得政府政策性倾斜,显著降低其政治依附成本与行业竞争成本,具有持续投资、大规模扩张的内在动力^[17],而魏志华等认为在内在扩张动力的作用下,政府补助带来现金流的增加会导致公司投资过度情况进一步加剧^[7]。

综上,同以往国内学者一般关注研究政府补助的分配动因及其对公司投资或经营绩效的影响不同,由于市场化发展不均衡的外部制度环境是主导因素,而产权性质的差异会影响市场化进程下的政府补助和企业投资效率之间的关系,所以本文从市场化和企业性质两个层面出发,基于投资不足与投资过度两个维度深入分析政府补助与投资效率之间的关系。

三、理论分析与研究假说

结合上文关于外部制度环境即市场化程度的讨论,市场化程度的提高可以降低政府对经济的干预水平,进而减少了上市公司的政策性负担,使其在政府目标压力下进行过度投资的动机减弱。同时,随着市场化程度的提高,法制环境不断完善,监督体制不断健全,促使政府补助更多地按照投资机会的高低进行分配,从而使得具有好的投资机会但资金存在一定缺口,即存在投资不足的企业更多得获得政府补助,政府补助更可能发挥“帮助之手”的作用,其对投资效率的正向影响作用增强。再有,随着市场化程度提高,金融市场不断发展,对风险的预估也更全面,资本市场股权融资成本可更好地反映风险与收益的权衡,同时银行体系的风险控制不断加强,上市公司获得外部融资均需要通过相对严格的审核监督,从而降低了国有上市企业通过与政府关联获得低成本股权融资和债权融资的可能性。推动资金配置更加市场化,一定程度上可以加强对国有上市公司原本过度宽松的融资约束,国有企业获得关系型股权融资与债权融资的可能性降低,即其对政府补助的替代性降低,政府补助对公司资金的补充效果更加明显,从而使得政府补助对投资效率的积极作用更加显著。所以,市场化程度的提高使得政府补助在国有企业范畴内的分配更加有效;同时由于社会资源的整体配置优化,国有企业关系型融资的可能性减少,政府补助对加剧投资过度的负面作用有所减弱,而对缓解投资不足的正向作用更加显著,在一定程度上提高了投资效率。由此,本文提出以下假说。

H₁: 在市场化程度较高的地区,政府补助缓解投资不足的正面效果在国有企业中更为显著。

第一,市场化程度较低的地区,在GDP考核体制和税收最大化的激励之下,地方政府干预地区企业投资活动的经济动机相对较强。而且除了政绩目标和经济目标之外,地方政府还肩负着公共服务、维持就业与社会稳定目标,在市场化程度较低的地区,政府更为关注此类目标。企业所在地区的市场化程度越低,企业面临的政府干预越多,政策性负担越高,非生产性支出也越高。对于民营企业而言,民营企业在承担一定政策性负担的情况下,政府目标的压力会加剧投资过度。由此,民营企业获取政府补助后,可能更多地用于满足政府目标的投资,从而降低投资效率。第二,市场化程度较低的地区,政府对经济资源分配介入的程度较高,企业需要更多地获得政府的支持,更多地依赖政府来获得各种经济资源。而市场化程度较低地区的政府中,政府官员凭借手中权力设租的现象相对普遍或严重,企业进行非生产性寻租活动的动机相对较强。相对而言,企业所处地区政府干预越严重,由于与国有企业相比,民营企业不具有天然的政治联系,为了获取各种资源与保护,寻租动机相对更强。以往研究发现,企业通过寻租获取的政府补助可能会导致非效率投资,而政府干预会进一步扭曲补助与投资效率之间的关系,由此导致市场化程度较低的地区政府补助对于投资过度的负面影响相对更为显著,即降低了投资效率。第三,市场化程度较低的地区,外部治理环境相对较差,尤其是相对较弱的市场竞争以及相对较差的法制环境难以形成对公司非效率投资行为的有效外部监督与约束,也会加剧政府

补助与投资效率之间的负面关系。基于以上政府干预角度、寻租行为角度以及外部监督角度,提出本文第二个研究假说。

H₂: 在市场化程度较低的地区,政府补助加剧投资过度的负面效果在民营企业中更为显著。

四、研究设计

(一) 投资效率的衡量

根据 Richardson 直接度量企业非效率投资的方法,本文将企业新增投资支出分为两部分:一部分为由企业投资机会决定的预期投资支出;另一部分为非正常投资支出,正则代表过度投资,负则代表投资不足^[18]。借鉴辛清泉等、Biddle 等的研究,本文采用销售收入增长率作为投资机会的代理变量^[19-20]。依照公式(1),用 $T-1$ 期投资机会回归 T 期资本投资量,估计出公司正常投资水平,则实际投资水平与正常投资水平之间的偏离(即模型残差)反映了 T 期公司的投资效率。

$$IVT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (1)$$

(二) 研究模型

为检验本文的假说,我们采用 Biddle 等的方法,即每年度分行业按模型(1)回归残差的大小将样本等分为四组,残差最小一组为投资不足(赋值为 -1),残差最大一组为投资过度(赋值为 1),中间两组为适度投资(赋值为 0)^[20]。然后,采用如下模型(2)进行 mlogit 回归(Multinomial Logistic Regression),在全样本内检验政府补助对投资效率的影响。

$$mlogit(rank(1) = overIVT_i; rank(0) = normalIVT_i; rank(-1) = underIVT_i) = \alpha_0 + \alpha_1 Subsidy_{i,t-1} + \alpha_2 Log(TAssets)_{i,t-1} + \alpha_3 Leverage_{i,t-1} + \alpha_4 CFO/TAssets_{i,t-1} + \alpha_5 Loss_{i,t-1} + \alpha_6 Growth_{i,t-1} + \alpha_7 TobinQ_{i,t-1} + \alpha_8 Age_{i,t-1} + \alpha_9 FisrtHolding_{i,t-1} + \alpha_{10} Family_{i,t-1} + \alpha_{11} Mindex_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (2)$$

模型(2)中因变量为公司 T 期的投资效率的类别(分为投资过度、适度投资与投资不足),且本文将适度投资($rank=0$)作为比较的基准类别。 $Subsidy_{i,t-1}$ 为公司 $T-1$ 期收到的政府补助,定义为政府补助除以期初总资产; $Log(TAssets)_{i,t-1}$ 代表公司规模,定义为公司总资产的自然对数; $Leverage_{i,t-1}$ 代表公司的融资约束,即资产负债率; $CFO/TAssets_{i,t-1}$ 定义为经营活动现金流除以总资产; $Loss_{i,t-1}$ 为公司是否亏损哑变量; $Growth_{i,t-1}$ 等于销售收入增长率; $TobinQ_{i,t-1}$ 为托宾 Q 值; $Age_{i,t-1}$ 为公司上市年龄; $FisrtHolding_{i,t-1}$ 为第一大股东持股比例; $Family_{i,t-1}$ 代表公司是否为民营企业($=1$,公司是民营企业; $=0$,公司不是民营企业); $Mindex_{i,t-1}$ 为公司所在地区市场化指数,代表公司所处外在制度环境。

为了检验市场化进程不同地区的政府补助对投资效率的影响是否存在不同,我们将样本公司按照所属地的市场化指数分为高低两组,并分组采用模型(2)分别进行回归分析。由于以市场化指数作为分组变量,故本文从回归模型中剔除该变量。企业性质的不同会对以上不同市场化进程下的政府补助和企业投资效率之间的关系产生影响,为检验这种差异,我们再按照企业性质将样本细分为高市场化-国有企业样本($High-MIndex-SOE$)、低市场化-国有企业样本($Low-MIndex-SOE$)、高市场化-民营企业样本($High-MIndex-Family$)、低市场化-民营企业样本($Low-MIndex-Family$),分别进行检验。

五、实证结果

(一) 描述性统计

本文的研究样本为上海和深圳证券交易所上市的所有 A 股公司,样本期间为 2007—2010 年。另外,选择 2007 年作为起始年份是因为考虑会计准则变更,即从 2007 年开始实施新的会计准则,而 2007 年前旧准则对政府补助的处理口径不统一,数据之间在一定程度上不可比。在剔除金融业公司,并剔除相关变量缺失的样本后,总计有 6594 个样本。相关数据来源于 Wind 和 CSMAR 数据库。本文的行业按照证监会 2001 年发布的《上市公司行业分类指引》所定义的行业进行分类,去除金融

行业公司后,共有十二类一级行业。样本中制造业占比最高,为 58.7%,而传播与文化产业占比最低,仅为 0.9%,符合我国上市公司总体的行业分布。本文在回归分析中对所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上都进行了极值处理(Winsorize),主要变量的描述性统计结果如表 1 所示。

表 1 主要变量描述性统计

变量	样本数量	Q1	均值	中值	标准差	Q3
<i>InvestEffi</i>	6594	-0.046	0	-0.018	0.076	0.024
<i>Subsidy</i> (%)	6594	0.019	0.445	0.168	0.751	0.532
<i>Log</i> (<i>Tassets</i>)	6594	20.702	21.549	21.406	1.243	22.253
<i>Leverage</i>	6594	0.328	0.505	0.495	0.279	0.645
<i>CFO</i> / <i>Tassets</i>	6594	0.004	0.049	0.048	0.085	0.097
<i>Loss</i>	6594	0	0.098	0	0.297	0
<i>Growth</i>	6594	-0.008	0.226	0.147	0.549	0.334
<i>Tobin Q</i>	6594	1.276	2.112	1.691	1.407	2.399
<i>Age</i>	6594	5	9.387	10	5.091	13
<i>FirstHolding</i>	6594	23.780	36.202	34.350	15.276	47.891
<i>Family</i>	6594	0	0.400	0	0.490	1
<i>MIndex</i>	6594	7.560	8.968	9.020	2.107	10.960

由表 1 可以看出,政府补助占期初总资产的均值与中位数分别为 0.445% 与 0.168%。以会计信息衡量的投资机会(*Growth*)第一分位数为 -0.008,第三分位数为 0.334;以市场信息衡量的投资机会(*Tobin Q*)第一分位数为 1.276,第三分位数为 2.399,二者差异均较大,说明不同样本公司面临投资机会存在很大差异,也说明我们在研究设计中控制投资机会的重要性。第一大股东的持股比例第一分位数为 23.78%,第三分位数为 47.89%。*Family* 均值为 0.4,说明大部分上市公司为非家族企业。市场化程度变量(*MIndex*)第一分位数为 7.56,第三分位数为 10.96,说明不同样本公司所处地区市场化指数代表的制度环境存在一定差异,从而为本文检验市场化程度的高低对不同企业性质企业中政府补助与投资效率的影响提供了基础。

(二) 假说检验

为了检验在不同市场化程度下,企业性质对于政府补助与投资效率关系的影响,本文将样本根据国有企业和民营企业进一步区分为高市场化-国有企业样本(*High-MIndex-SOE*)、低市场化-国有企业样本(*Low-MIndex-SOE*)、高市场化-民营企业样本(*High-MIndex-Family*)、低市场化-民营企业样本(*Low-MIndex-Family*),并采用模型(2)分别进行回归分析,结果如表 2。

表 2Panel A 基于 MLogit 的回归结果显示:(1)低市场化进程地区的国有企业,政府补助(*Subsidy*)的系数在投资不足与投资过度情况下均不显著;(2)高市场化进程地区的国有企业,投资不足情况下,政府补助(*Subsidy*)的系数为负,并在 1% 的水平上显著;但投资过度情况下系数不显著。回归结果表明,政府补助在市场化程度较高的地区提高了国有企业的投资效率,表现为在一定程度上缓解了国有企业的投资不足,这一发现支持了本文的 H_1 。

表 2Panel B 基于 MLogit 的回归结果显示:(1)低市场化进程地区的民营企业,投资过度情况下,政府补助(*Subsidy*)的系数为正,并在 5% 的水平上显著,但投资不足情况下系数不显著;(2)高市场化进程下的民营企业,政府补助(*Subsidy*)的系数在投资不足与投资过度情况下均不显著。回归结果表明,政府补助在市场化程度较低的地区显著加剧了民营企业的投资过度,而在市场化程度较高的地区对投资效率的影响不明显,这一发现支持了本文的 H_2 。

表2 企业性质、市场化程度、政府补助与投资效率:分样本检验(MLogit)

变量	SOE			
	Low-MIndex		High-MIndex	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Under-Invest</i>	<i>Over-Invest</i>	<i>Under-Invest</i>	<i>Over-Invest</i>
Constant	4.736 ** (2.43)	-3.280 ** (-2.13)	5.524 *** (3.21)	-1.181 (-0.63)
Subsidy	0.074 (0.80)	0.052 (0.61)	-0.373 *** (-2.84)	0.049 (0.48)
Log(TAssets)	-0.420 *** (-5.33)	0.131 * (1.88)	-0.432 *** (-5.50)	0.024 (0.30)
Leverage	0.280 (0.78)	0.251 (0.72)	0.683 ** (1.97)	-0.085 (-0.22)
CFO/TAssets	-2.623 *** (-3.05)	3.426 *** (4.23)	-1.433 * (-1.76)	2.824 *** (2.88)
Loss	0.611 *** (3.27)	-0.385 * (-1.67)	0.820 *** (3.78)	0.145 (0.49)
Growth	0.209 * (1.88)	-0.089 (-0.68)	0.408 *** (2.70)	0.217 * (1.67)
Tobin Q	-0.117 * (-1.66)	0.091 (1.44)	-0.080 (-1.15)	0.058 (0.67)
Age	0.097 *** (4.83)	-0.036 * (-1.86)	0.056 *** (3.40)	-0.068 *** (-3.60)
FirstHolding	-0.000 (-0.07)	-0.002 (-0.49)	0.002 (0.34)	-0.010 (-1.63)
Year Dummy		Yes		Yes
Industry Dummy		Yes		Yes
Observations		2122		1835
Wald Chi ²		219.03		286.76
Prob > Chi ²		0.000		0.000
Pseudo R ²		0.088		0.130

注:***、**、* 分别表示回归系数在1%、5%和10%的水平上显著,括号内的数值为z值。

Panel B:基于民营企业样本的检验

变量	Family			
	Low-MIndex		High-MIndex	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Under-Invest</i>	<i>Over-Invest</i>	<i>Under-Invest</i>	<i>Over-Invest</i>
Constant	9.101 *** (3.08)	-3.822 (-1.62)	0.087 (0.04)	0.349 (0.15)
Subsidy	-0.140 (-1.14)	0.194 ** (2.11)	0.008 (0.07)	0.113 (1.24)
Log(TAssets)	-0.588 *** (-4.29)	0.167 (1.53)	-0.198 * (-1.86)	-0.046 (-0.41)
Leverage	0.424 * (1.77)	0.328 (1.16)	0.662 ** (2.42)	-0.656 (-1.61)
CFO/TAssets	-1.901 * (-1.87)	2.068 * (1.92)	-3.133 *** (-3.07)	2.989 *** (3.19)
Loss	0.184 (0.76)	-1.117 *** (-3.01)	0.537 * (1.68)	-0.498 (-1.18)
Growth	0.690 *** (3.18)	0.162 (0.87)	0.545 *** (3.38)	0.144 (1.07)
Tobin Q	-0.008 (-0.13)	0.075 (1.22)	-0.014 (-0.19)	0.075 (1.02)
Age	0.111 *** (5.05)	-0.088 *** (-3.83)	0.093 *** (5.25)	-0.110 *** (-5.04)
FirstHolding	-0.016 * (-1.92)	-0.000 (-0.04)	-0.006 (-0.81)	-0.002 (-0.33)
Year Dummy		Yes		Yes
Industry Dummy		Yes		Yes
Observations		1127		1510
Wald Chi ²		379.84		468.21
Prob > Chi ²		0.000		0.000
Pseudo R ²		0.158		0.155

注:***、**、* 分别表示回归系数在1%、5%和10%的水平上显著,括号内的数值为z值。

以上实证结果表明,首先,市场化进程高的时候,政府在国有企业范畴内分配资金的效率以及国有企业使用政府补助的效率均比较高。因为市场化进程高的地区,资源自由流动程度较高,市场对政府监督更加全面,且政府治理水平提高,从而提高了政府财政资金的配置效果,推动了政府补助按照投资机会原则进行分配,政府补助对投资不足的缓解作用得到发挥。其次,公司承担的政策性负担减少,出现非效率投资的概率降低。最后,市场化程度高时,金融市场相对发达,国有企业关系型外部融资的优势相对减弱,使其面临了一定融资约束,从而导致高投资机会的国有企业可能存在资金缺口,政府补助的增加对资金短缺的缓解作用有效改善了企业的投资不足。

对于民营企业而言,市场化程度低时,民营企业需要承担政策性负担,可能会在政府目标的压力下进行过度投资;同时,由于市场化程度低时,关系民营企业发展的关键性资源更有可能掌握在政府手中,导致民营企业希望通过扩大规模降低政府依赖成本与行业竞争成本,内在规模扩大的动机导致投资过度的加剧。

(三) 补充检验——政府补助的分配原则

政府补助的分配原则是我们基于政府层面分析、讨论政府补助对投资效率影响的基础。为完善本文研究的逻辑链条,我们进行了如下补充检验。以 $MIndex_Dum$ 代表公司所处地区市场化程度的高低(=1,高市场化地区;=0,低市场化地区),用 $Growth$ 代表公司投资机会,并添加二者的交乘项以及其他控制变量,对公司政府补助进行多元回归,并将样本公司区分为国有企业与民营企业,验证政府补助分配是否在一定程度上考虑公司的投资机会,并且市场化进程的高低是否会对政府补助的分配产生影响,回归结果如表3所示。

表3 补充检验:市场化进程、投资机会与政府补助(OIS)

变量	(1)	(2)
	$Subsidy(t)$ SOE	$Subsidy(t)$ $Family$
<i>Constant</i>	2.0547 *** (9.04)	4.6796 *** (12.39)
<i>MIndex_Dum</i>	0.0188 (0.76)	0.0893 *** (2.58)
<i>Growth(t-1)</i>	-0.0172 (-0.81)	0.0204 (0.41)
<i>MIndex_DUM × Growth(t-1)</i>	0.0644 ** (2.04)	0.0043 (0.07)
<i>Log(TAssets)(t-1)</i>	-0.0847 *** (-7.77)	-0.1996 *** (-11.38)
<i>Leverage(t-1)</i>	0.1723 ** (2.32)	0.0215 (0.27)
<i>CFO/TA(t-1)</i>	0.0676 (0.48)	1.1190 *** (5.32)
<i>Loss(t-1)</i>	0.0945 *** (2.84)	-0.2162 *** (-5.06)
<i>Year Dummy</i>	Yes	Yes
<i>Industry Dummy</i>	Yes	Yes
<i>Observations</i>	3948	2632
<i>R-squared</i>	0.083	0.164

注:***、**、* 分别表示回归系数在1%、5%和10%的水平上显著,括号内的数值为 t 值。

表3 回归结果显示,国有企业中,投资机会($Growth(t-1)$)的系数不显著,而 $MIndex_Dum \times Growth(t-1)$ 交乘项的系数为正,并在5%的水平上显著。这表明,在市场化程度较低的地区,政府补助在国有企业范畴内的分配与投资机会并无显著关系,但在市场化程度较高的地区,投资机会的增加会显著提高国有企业的政府补助数额。

民营企业中,投资机会($Growth(t-1)$)的系数与 $MIndex_Dum \times Growth(t-1)$ 交乘项的系数均为正,但均在统计意义上不显著。这表明,政府补助在民营企业范畴内的分配与投资机会无显著关系,且市场化进程的提 高并不会对政府补助的分配产生影响。

以上结果表明,在市场化程度较高的地区,政府对国有企业的补助是按照投资机会进行分配,而在其他情况下,政府补助的分配与投资机会无显著关系。正是因为 在市场化程度较高时,政府对国有企业补助分配的有效性,解释了为什么政府补助在这些地区能够缓解国有企业的投资不足。另外,关于民营企业的结果,无论市场化程度高低,政府补助的分配均与投资机会无关,这也可以间接说明为什么政府对民营企业的补助会加剧其投资过度。

本文做了基于 Tobin Q 的稳健性检验,与上述结果基本一致,限于篇幅未报告。

六、结论

由于金融危机的影响,政府提供给企业的补助大幅增长,政府补助因而成为近年来实务界与学术界普遍关心的问题之一。本文尝试从投资效率的角度,分析政府补助的经济后果。一方面,如果政府分配资源时考虑企业的投资机会,则政府补助可在一定程度上弥补资金缺口,进而缓解投资不足,对投资效率的提升产生正面影响。但另一方面,由于政府具有财政支出的任意分配权,其完全有可能会基于某种特定目的对上市公司进行补助。如果政府补助按照企业所承担的政府目标进行资源分配,将其作为政府对 企业承担政策性负担所进行的补偿,将会导致政府目标压力下的过度投资行为,对投资效率产生负面影响。

本文采用 MLogit 的回归方法,将市场化进程纳入到分析框架,研究表明,对于市场化较低地区的企业而言,政府补助加剧了投资过度。而对于市场化较高地区的企业而言,政府补助在一定程度上缓解了投资不足。在考虑外部制度环境的基础上,本文进一步探讨了不同产权性质下,政府补助与投资效率之间的关系,研究发现:对于国有企业而言,在市场化程度较高的地区,由于政府补助分配效率的提高(来自“补充检验——政府补助分配原则”的证据),投资不足能够得到有效缓解;而对于民营企业而言,在市场化程度较低的地区,由于政策性负担以及内在寻租或扩张动机的推动,投资过度会进一步加剧。

政府与企业的关系一直是学术研究关注的热点之一,本文的研究发现有助于深入理解政府干预经济的影响路径及经济后果。此外,本文的研究结论对于我国政府补助的拨付以及相关政策的制定具有一定参考意义,从而提高政府的资金配置效率,更好地发挥“扶持之手”的作用。

参考文献:

- [1] Myers S C. Determinants of corporate borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 1977, (5): 147 - 175.
- [2] 王凤翔,陈柳钦. 地方政府为本地竞争性企业提供财政补贴的理性思考[J]. 经济界, 2005(6): 85 - 91.
- [3] 申香华. 营利性组织财政补贴的成长性倾向及其反哺效应——基于 2003 年 ~ 2006 年河南省上市公司的研究[J]. 经济经纬, 2010(5): 115 - 123.
- [4] 许罡,朱卫东,张子余. 财政分权、企业寻租与地方政府补助——来自中国资本市场的经验证据[J]. 财经研究, 2012(12): 120 - 127.
- [5] 张天舒,黄俊,崔莺. 股权性质、市场化进程与政府补助——基于 ST 公司的经验证据[J]. 投资研究, 2014(1): 35 - 45.
- [6] 王红军,李青原,邢斐. 金融危机、政府补贴与盈余操纵——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2014(7): 157 - 167.
- [7] 魏志华,吴育辉,曾爱民. 寻租、财政补贴与公司成长性——来自新能源概念类上市公司的实证证据[J]. 经济管理, 2015(1): 1 - 11.
- [8] 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 - 51.
- [9] 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.

- [10] 吴晓晖,叶瑛. 市场化进程、资源获取与创业企业绩效——来自中国工业企业的经验证据[J]. 中国工业经济,2009(5):77-86.
- [11] Chen S M, Sun Z, Tang S, et al. Government intervention and investment efficiency: Evidence from China [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(2): 259-271.
- [12] 俞乔,赵昌文. 政治控制、财政补贴与道德风险: 国有银行不良资产的理论模型[J]. 经济研究,2009(6):73-82.
- [13] 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.
- [14] 魏志华,赵悦如,吴育辉. 财政补贴:“馅饼”还是“陷阱”? ——基于融资约束与过度投资视角的实证研究[J]. 财政研究,2015(12):18-29.
- [15] 叶康涛,祝继高. 银根紧缩与信贷资源配置[J]. 管理世界,2009(1):22-28.
- [16] 祝继高,陆正飞. 融资需求、产权性质与股权融资歧视——基于企业上市问题的研究[J]. 南开管理评论,2012(4):141-150.
- [17] 包苏昱. 自由现金流、上市公司过度投资及其负债治理[D]. 厦门:厦门大学,2007.
- [18] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies,2006,11(2-3):159-189.
- [19] 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.
- [20] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics,2009,48(2-3):112-131.

[责任编辑:高婷]

Government Subsidy and Investment Efficiency Relationship: Based on Marketization and Firm Nature

LI Gang¹, HOU Qingchuan², ZHANG Jin²

(1. School of Accounting, Xinjiang University of Finance and Economics, Urumqi 830012, China;

2. Academy of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: As one method of economic intervention by redistributing fiscal resources among entities, government subsidies can help to remedy the market defects, stimulate economic development, and carry out industrial policies. The extant literature focuses on the determinants of the allocation and the impact on firm performance of government subsidies. When classifying the sample based on marketization index, this study finds that for firms located at regions of high marketization index, government subsidies can help to alleviate under-investment; while for firms located at regions of low marketization index, government subsidies aggravate over-investment. When further classifying the sample based on firm types, this study finds that the alleviation of government subsidies on under-investment concentrates on SOEs in regions of high marketization index, while the aggravation of government subsidies on over-investment concentrates on non-SOEs in regions with low marketization index.

Key Words: government subsidy company; investment efficiency; marketization; firm nature; under-investment; over-investment; distribution of financial resources; government subsidy