

财政分权、过度投资与地方国有企业资本结构

唐建新(博士生导师) 罗 祎

(武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)

【摘要】已有研究表明,地方国有企业的投融资行为具有过度投资严重、投资效率低下、资本结构呈现负债率过高的特征。对此,本文以2003~2011年间沪深两市所有地方国有上市公司为样本,研究地方国有企业负债比率偏高的现象是否与其过度投资产生的高融资需求有关,以及财政分权这一制度因素是否会影响投资需求对负债比率的传导效应。研究结果表明,地方国有企业的负债比率与其过度投资程度显著正相关;财政分权程度高的地区,地方国有企业的过度投资对负债比率的影响明显更高。

【关键词】地方国有企业 财政分权 过度投资 资本结构

一、问题的提出

已有研究表明,地方国有企业的资产负债率普遍较高,调整速度明显偏低;投资过度是国有企业投资行为的典型特征。从投融资的初始关系来看,过度投资必将产生高额的融资需求,而地方国有企业融资渠道相对单一,负债融资是其主要资金来源,这种高额的融资需求在资本结构上就会表现为负债比率的提高。那么,地方国有企业居高不下的负债比率,是由地方国有企业的过度投资产生的高额融资需求引起的吗?这是第一个问题。

近年来,财政分权化改革与地方政府的投资效率问题引起了学界的重视,方洪生、张军(2007)以及程贵(2012)的研究表明,财政分权为地方政府提供了财政利益和政治晋升的双重激励,催发了地方政府投资扩张的冲动,已有研究结果也表明,地方国企的投资决策容易受到地方政府扩张性财政政策的干预,而地方国有银行为地方国企提供了融资便利,过度投资产生的高额融资需求很容易转化为高的负债比率。因此,我们研究的第二个问题是,财政分权能否作为地方国企过度投资与负债率偏高两种现象的制度动因呢?

二、理论分析及研究假设

1. 过度投资与地方国企资本结构。地方国有企业的投融资行为兼具投资过度与投资低效的特征。大量甚至过度的投资,必然会导致国有企业对资金的大量需求,且国有企业债权融资摩擦比股权融资摩擦要小得多,负债融资是其主要外部融资渠道。这是因为,一方面,国有企业承担了大量的社会职能,受到政府限制较多,股权融资成本相对较高;另一方面,由于预算软约束的存在,地方国有企业能够相对容易从地方国有银行取得信贷资金。

因此,地方国有企业过度投资问题使得地方国企具有较高的融资需求。在地方国有银行为其提供信贷支持的情况下,地方国企的投资需求很容易转化为负债融资行为,导致地方国企资产负债率较高。因此我们提出本文的假设1:

地方国有企业过度投资越严重,企业的负债率越高。

2. 财政分权与地方国企投融资特征。

(1)财政分权背景下地方国有企业的过度投资。在财政分权的大背景下,地方政府有强烈的推动当地GDP增长的动机,有学者提出的“中国特色的财政联邦主义”假说认为,中国式的分权化改革为地方政府提供相对自主的经济决策权,获得了与中央分享财政收入的权利,由此地方政府有能力也有动力发展地方经济。唐雪松(2010)也认为,在中国,财政激励是地方政府发展经济、推动GDP增长的重要动因。

而以“财政收入权利集中但财政支出责任不变”为主要特点的分税制改革(陶然等,2009),使得财政收入更加向中央政府集中,却没有相应调整中央与地方的财政支出责任,财政支出负担仍然留给了政府,切断了收入与支出的联系(朱恒鹏,2004)。地方政府承担了大量的就业、医疗、养老等社会责任,普遍面临着过高的、难以维持的财政支出责任(黎凯、叶建芳,2007)。为了更好地应对地方事务和公共服务支出,地方政府可能将一部分政策性负担强加于地方政府的地方国有上市公司。已有研究也发现,中国的国有企业普遍承担了战略性政策负担和社会性政策负担(林毅夫、李志赞,2004)。由此可能带来如下后果:地方政府为促进一地经济发展,缓解财政收支压力,将部分政治目标内化于地方国企的投资决策;地方国

有上市公司投资行为受到地方政府干预,而不是根据公司自身的成长机会等情况制定投资决策,就很有可能会偏离公司价值最大化的目标,出现过度投资的情况。

(2)地方国有企业出现过度投资的深层次原因。那么地方国企的投资为什么会“过度”呢?我们将从激励机制和产权约束的角度进行解释。一方面,财政分权使得地方政府有发展当地经济的财政激励,但如果激励只侧重于一个可测量的维度,容易导致代理人努力向这个维度倾斜,造成努力的扭曲配置(Holmstrom和Milgrom,1991)。于地方政府而言,GDP便是这个可测量的维度,地方政府过分关注经济增长,忽视经济增长质量(周黎安等,2004),将这种单一维度的目标内化于企业的投资决策,极易导致地方国有企业过度投资的问题。另一方面,产权约束不力也是地方国企投资效率低的一大原因。对于地方政府而言,地方政府控制的支持投资最重要的两项资源——土地市场和信贷市场,都存在明显的产权缺陷。地方政府能够以较低的价格为地方国企提供这两项生产要素,以要素价格的扭曲为地方国企的投资提供便利,是地方国企过度投资的根源。

笔者认为,地方政府之所以会干预地方国企的融资行为,是因为地方政府具有强烈的投资冲动,并将一部分投资冲动内化于其控制的地方国有企业的经济决策中。而地方政府热衷于投资背后的制度因素便是财政分权化改革为其提供的财政激励。事实上,地方国企的负债融资已经成为一种替代性的地方政府财政收入,因而地方国企过度投资程度对负债比率的传导效应会更加明显,影响程度越大。基于此,我们提出假设2:

财政分权程度高的地区的地方国有企业,过度投资对负债水平的影响程度更大。

三、研究设计及实证检验

1. 样本选择与数据来源。本文企业数据来自深圳国泰君安信息技术有限公司的CSMAR数据库,样本对象为沪深两市所有上市公司中由地方政府控制的国有企业。地方国有企业的判断标准为公司第一大股东的性质。

研究样本剔除了金融保险类上市公司、同时发行B股和H股的公司、证券名称发生变化的上市公司,以及出现极端值(如资产负债率小于0和大于1)的公司。同时我们对所有变量进行了5%的winsorize缩尾处理,最终样本是2003年到2011年间共1064个地方国有企业的公司年度观测值。

2. 模型设定与变量选择。为了检验研究假设1,验证地方国有企业的过度投资程度对杠杆比率的影响,我们建立了以下模型:

$$Lev_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Overinv_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Growth_{i,t-1} + \beta_4 Prof_{i,t-1} + \beta_5 Coll_{i,t-1} + \gamma (other\ control\ variables) \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中 $Lev_{i,t}$ 为企业的资产负债率,我们用年末资产负债率衡量企业静态资本结构, $Overinv_{i,t-1}$ 为企业的过度投资程度,我们用Richardson投资模型估计出的残差衡量过度投资程度。控制变量有 $Size_{i,t-1}$ 、 $Growth_{i,t-1}$ 、 $Prof_{i,t-1}$ 、 $Coll_{i,t-1}$,这些控制变量主要是根据以往研究成果引入,分别表示公司规模、成长性以及盈利能力,公司规模为总资产的自然对数,成长性用企业销售收入的增长率衡量,盈利能力用企业的总资产报酬率ROA表示。other control variables包括行业Ind、年度Year以及以反映个体效应为目的的虚拟变量。如Helwege和Liang(1996)一样,我们将所有解释变量做了滞后一年的处理。 $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

我们将根据Hausman检验结果选择采用固定效应还是随机效应模型进行估计。

为了检验研究假设2,我们以财政分权变量FD的中位数进行分组,把所有样本分为财政分权程度高和财政分权程度低的两组,分组进行模型(1)的回归,检验地方国企在财政分权程度不同的情况下,其过度投资程度对负债比率的影响程度是否具有显著差异。

表1 变量定义

变量分组	变量名称	变量解释
被解释变量	资产负债率(Lev)	资产负债率=年末负债总额/总资产
	银行贷款率(TL)	银行贷款率=(长期借款+短期借款)/总资产
	长期借款率(LL)	长期借款率=长期借款/总资产
	短期借款率(SL)	短期借款率=短期借款/总资产
	其他负债率(OL)	其他负债率=(负债总额-长期借款-短期借款)/总资产
解释变量	财政分权(FD)	财政分权程度=地方政府预算内人均财政支出/全国预算内人均财政总支出的比例
	过度投资程度(Overinv)	Richardson投资效率模型估计出的残差
控制变量	公司规模(Size)	总资产的自然对数
	成长性(Growth)	销售收入增长率
	盈利能力(Prof)	总资产报酬率
	资产担保价值(Coll)	资产担保价值=(存货+固定资产)/总资产
	行业(Ind)	总样本涉及21个行业,引入20个行业虚拟变量
	年度(Year)	以2003年为基组,引入8个虚拟变量

3. 检验结果及分析。

(1)描述性统计和分组检验。我们取财政分权程度这一变量的中位数,将全部样本分为财政分权程度高和财政分权程度低组,首先我们对这两组变量进行不分年份的简单描述性统计。描述性统计结果如表2所示:

表 2 不分年份分组描述性统计

变量	财政分权程度低					财政分权程度高				
	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Lev	0.50	0.52	0.18	0.12	0.79	0.50	0.52	0.18	0.12	0.79
TL	0.21	0.20	0.15	0.00	0.79	0.22	0.21	0.15	0.00	0.86
LL	0.07	0.02	0.10	0.00	0.70	0.07	0.03	0.10	0.00	0.59
SL	0.15	0.13	0.12	0.00	0.67	0.15	0.13	0.12	0.00	0.82
OL	0.29	0.26	0.16	0.01	0.91	0.29	0.27	0.14	0.01	0.99
Overinv	0.00	-0.20	0.11	-0.50	2.56	0.00	-0.31	0.17	-0.67	4.70
Size	21.66	21.59	1.04	19.55	23.56	21.69	21.60	1.05	19.55	23.56
Growth	0.04	0.04	0.15	-0.54	0.45	-0.01	0.03	0.23	-0.54	0.45
Prof	0.04	0.03	0.05	-0.08	0.17	0.03	0.03	0.05	-0.08	0.17
Coll	0.46	0.46	0.17	0.14	0.74	0.47	0.48	0.16	0.14	0.74

从简单描述性统计的结果可以得知,财政分权程度高组地方国企的过度投资程度均值,高于财政分权程度低组。初步证明了我们关于财政分权与地方国企过度投资之间关系的假设,为了进一步验证我们的假设,我们对所有衡量负债比率的变量以及过度投资程度变量进行了分组均值以及中位数检验,检验结果如表3所示。

表 3 分组均值及中位数检验

分组均值			
	财政分权程度低组平均值	财政分权程度高组平均值	P 值
Lev	0.502	0.503	0.778
Overinv	0.002	0.002	0.799
TL	0.213	0.219	0.083*
LL	0.067	0.071	0.078*
SL	0.145	0.147	0.450
中位数检验			
	财政分权程度低组中位数	财政分权程度高组中位数	P 值
Lev	0.517	0.517	0.903
Overinv	-0.200	-0.308	0.000***
TL	0.203	0.210	0.150
LL	0.200	0.027	0.390
SL	0.127	0.128	0.009**

注:均值的差异检验使用双尾t检验,中位数的差异检验采用 Wilcoxon 符号秩检验;*、**、***分别表示 10%、5%和 1% 的显著性水平,下同。

尽管均值检验中,过度投资程度在财政分权低组和财政分权高组的差异不显著,但中位数检验的结果表明,过度投资程度在财政分权程度不同的两组差异非常显著。此外,无论是均值还是中位数检验,负债比率在两组之间都不存在显著差异,只有银行借款率和长期借款率的均值检验结果较为理想。因此要证明本文假设,还需要

进行多变量回归分析。

(2)多变量分析。由于本文采用基于面板数据的计量分析模型,我们采用 Hausman 检验来判断采用固定效应还是随机效应模型进行估计的有效性更高,Hausman 检验量为:

$$H=(b-B)c[Var(b)-Var(B)]^{-1}(b-B) \quad (2)$$

b 表示固定效应模型估计系数,B 表示随机效应模型估计系数。当 H 高

于一定显著水平的临界值时,我们将采用固定效应模型进行估计,否则选用随机效应模型。本文根据 Hausman 检验的结果确定采用固定效应模型,回归结果见表 4。

表 4 分组及全样本回归结果

变量	预期符号	财政分权程度低组	财政分权程度高组	全样本
Overinv	+	0.029**	0.052***	0.038***
		0.024	0.000	0.000
Size	+	0.070***	0.060***	0.066***
		0.000	0.000	0.000
Growth	+	0.019**	0.021**	0.019***
		0.033	0.015	0.000
Profit	-	-0.580***	-0.697***	-0.684***
		0.000	0.000	0.000
Coll	+	-0.011	0.026	0.017
		0.549	0.135	0.148
Ind		控制	控制	控制
Year		控制	控制	控制
R-sq		0.208	0.186	0.190
F		21.29	21.07	42.68
		(0.00)	(0.00)	(0.00)
Observations		2 857	3 883	6 740
分组 t 检验		t=21.43		

注:括号内为 P 值。

表 4 中,三个回归模型的 F 值均在 1%以下的水平显著,R²都在 0.1 以上,说明模型的拟合效果较好。同时由于本文采用基于面板数据的计量分析模型,我们对模型进行了序列相关性和异方差检验,检验表明模型不存在序列相关和异方差性。

全样本回归中,过度投资程度与企业的资产负债率在 1%的水平上显著正相关,验证了本文的假设 1。地方国有企业的过度投资程度越严重,融资需求越大,在地方国

企融资渠道相对单一的情况下,融资需求很容易转化为负债比率的上升,因而地方国企的过度投资越严重,负债比率越高。分组回归分析中,首先,各组回归中,过度投资程度与企业资产负债率分别在5%和1%的水平上显著正相关,进一步支持了假设1。同时,财政分权程度高组的变量Overinv系数为0.052 0,我们记为 β_1 ,财政分权程度低组的变量Overinv回归系数为0.029 3,记为 β_2 。我们对 β_1 和 β_2 的差异进行了t检验,检验结果t值为21.43,说明 β_1 和 β_2 的差异在统计上具有显著性。因而位于财政分权度更高地区的国企,过度投资对资产负债率的影响更大,支持了本文的假设2。

进一步,我们将分析过度投资程度对其他负债变量是否具有显著影响。表5给出了将银行贷款、长期贷款率、短期贷款率以及其他负债率作为被解释变量进行多元回归的结果。我们在模型(1)和模型(4)中检验了地方国企过度投资程度对负债比率的影响,是否严格来自于银行贷款比率的提高。

表5 过度投资程度对其他负债变量的影响

变量	预期符号	银行贷款率	长期贷款率	短期贷款率	其他负债率
		(TL)	(LL)	(SL)	(OL)
		-1	-2	-3	-4
Overinv	+	0.052***	0.053***	-0.002	-0.001
		0	0	0.821	0.938
Size	+	0.060***	0.033***	0.026***	0.006*
		0	0	0	0.058
Growth	+	-0.001	-0.007*	0.006	0.019***
		0.849	0.078	1.24	0.001
Profit	-	-0.451***	-0.100***	-0.349***	-0.260***
		0	0	0	0
Coll	+	0.002	-0.024***	0.0234***	0.023**
		0.874	0.003	0.008	0.046
Ind		控制	控制	控制	控制
Year		控制	控制	控制	控制
R-sq		0.122	0.090	0.106	0.141
F		24.97	17.81	21.61	29.64
		(0)	(0)	(0)	(0)
Observations		6 688	6 688	6 738	6 688

实证结果表明,模型(1)变量Overinv的回归系数在1%的水平上与银行贷款率显著正相关,而模型(4)变量Overinv的回归系数为负数,且不具有统计上的显著性,因而说明对于地方国有企业而言,过度投资程度对资本结构的影响,主要通过银行贷款发挥作用。这也符合我们的理论分析,地方政府通过干预银行的信贷决策,为地方国有企业提供贷款,从而为其投资提供融资支持,因而地

方国企负债比率的变化主要来源于银行贷款的变化。此外,我们在模型(2)和模型(3)的对比中,检验过度投资程度是否对长期和短期借款率都有显著影响。结果表明,对于地方国企而言,过度投资程度对长期借款率具有显著的正向作用,而对短期借款率没有显著影响。这意味着地方国企过度投资程度对负债比率的影响,主要来自于长期贷款。这是因为,长期贷款相对于短期贷款而言,银行的监督难度更大,风险更高,地方国企相对更受地方银行的青睐,且地方银行信贷决策受地方政府干预,银行更愿意将长期贷款配置给地方国有企业。

四、研究结论

1. 地方国有企业的过度投资越严重,企业的资产负债率越高,这是由于地方国有企业投资决策受地方政府干预,容易偏离企业价值最大化目标,过度投资严重,进而衍生出对大规模融资的需求;地方国有企业融资渠道相对单一,负债融资是主要融资途径,因而地方国有企业的过度投资很容易转化为负债比率的上升。

2. 财政分权程度高的地区的地方国企,其投资过度产生的融资需求对负债水平的传导效应更加明显,影响程度更大。地方国企过度投资的制度根源在于财政分权化改革,这是由于财政分权为地方政府提供了财政激励。更重要的是,1994年以来的分税制改革,形成了“财政收入权利集中而财政支出责任不变”局面,地方政府承担了过多的无法维持的财政支出责任,因而有动机也有能力把部分政策性负担转移给地方国有企业,干预地方国有企业的投资和融资行为,财政分权程度越高,地方政府面临的财政收支压力越大,投资过度产生的融资需求对负债水平的传导效应更加明显。

地方国有企业的负债问题,是地方国企以及地方政府投资效率低下在资本结构上的反映。可见,只有合理划分中央与地方的财政收入分配,适当扩大地方税规模,减轻地方政府财政支出压力,才能从根本上减少地方政府对地方国有企业经济决策的干预,从而提高地方国有企业的投资效率。

主要参考文献

- 周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因. 经济研究, 2004; 6
- 黎凯, 叶建芳. 财政分权下政府干预对债务融资的影响: 基于转轨经济制度背景的实证分析. 管理世界, 2007; 8
- 朱恒鹏. 地区间竞争、财政自给率和公有制企业民营化. 经济研究, 2004; 10
- 唐雪松. 政府干预、GDP增长与地方国企过度投资. 金融研究, 2010; 8