政府干预下的企业资本投向及其效率

李丰团（副教授）

【摘要】在我国转型经济背景下，政府存在干预企业投资行为的动机，但是由于不同的资本投资行为对于实现政府不同利益目标所起的作用不同，使得政府对不同的资本投资活动的干预动机产生了异化：政府干预固定资产投资、无形资产投资和长期股权投资的动机较强，而干预研发投资的动机较弱。受此影响，企业在资本投向选择上更热衷于扩大固定资产、无形资产和长期股权投资的投资规模，导致了相关项目投资过度，而对研发投资的削减则导致了投资不足。

【关键词】政府干预；投资；资本投向；投资效率

【中图分类号】F235.1　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)01-0014-3

一、引言

资本投资作为新增价值的创造手段，一直是驱动我国经济高速增长的主要动力。但是，自改革开放以来，我国经济在实现“高投资——高增长”的同时，却也一直伴随着“高投资率——低投资效率”、“重复建设——投资结构异化”、“宏观好——微观不好”等问题（经济增长前沿课题组，2005）。导致我国资本投资效率低下的因素有很多，已有的研究成果表明：企业的自由现金流量（Jensen，1986；M. Kapian 和 Zingales，1997；戴德明和王小鹏，2011；张琛和刘银国，2015）、股权结构（Shleifer 和 Vishny，1997；Bebchuk、Kraukman 和 Triantis，1999；张庆和朱迪星，2013；韦林和石华，2013）、企业的负债水平和结构（Myers，1977；Leland，1998；蒋瑜峰和袁建国，2011；廖义刚，2012；张丽霞和张继勋，2015）、管理者的非理性行为（Hart，1995；许致维，2013；李婉丽和谢桂林，2014）等都是影响企业投资效率的主要因素。

政府干预作为转型经济体的一个主要特征，其对企业投资行为的影响是一个无法回避的现实问题，而国家所有制作为一种政府干预程度最高的经济制度（郝颖和刘星，2011），政府的“帮助之手”和“掠夺之手”在企业投资行为中的体现就更为明显。郝颖和刘星（2011）认为，政府通过对国有产权的控制可以更为有效地干预企业的资本配置。张红辉和王宗军（2010）通过实证研究发现，政府的干预程度与企业的过度投资水平正相关，导致国有上市公司过度投资的主要原因是政府将其公共目标内置于公司目标中。李海凤和史艳萍（2014）研究发现政府干预降低了企业资本配置的效率。章卫东等（2015）研究发现，政府干预程度越高的国有控股上市公司在国有资产注入后绩效越差，金字塔式股权结构可以抑制这种政府干预负效应。此外，张功富（2011）、潘克勤（2013）等则从政治关联的角度验证了政府干预与企业非效率投资的关系。

已有的研究成果普遍认为政府具有强烈的干预企业投资行为的动机，并且政府干预导致了企业的非效率投资（主要是投资过度），这种现象在国有企业中表现得更为严重。但是，现有的研究并没有对企业的资本投向进行细分，而是笼统的研究政府干预和企业投资行为之间的关系。资本投资的过程就是企业资产的形成过程，由于不同资产在资产属性、资产特质和功能等方面存在明显差异，使得不同资产在满足政府利益目标要求方面所做出的贡献程度各不相同。所以，虽然政府对企业的资本投资具有普遍的干预动机，但是出于实现自身利益目标的需求，政府在不同资本投资上的干预欲望、干预方式和干预结果是具有明显差异的，这种差异化的干预影响了企业在资本投向上的选择，进而导致了不同资本的投资效率的差异。

本文以政府干预作为研究基础，重点研究政府干预对企业资本投向选择（固定资产投资、无形资产投资、长期股权投资和研发投资）的影响以及对资本投向效率的影响。本文的主要贡献包括：①为企业投资行为中的政府“掠夺之手”提供进一步的理论证据；②以政府干预企业投资行为的动机为前提，细分研究政府干预下的企业资本投向选择上的差异，丰富政府干预企业投资行为的理论文献；③在政府干预影响企业资本投向问题的理论分析的基础上，阐释了政府干预对企

【基金项目】国家社会科学基金项目“货币政策传导效应中的社会资本作用机理研究”（项目编号：14BGL037）；河南省教育厅人文社会科学重点研究基地资助项目“郑州航空港经济综合实验区融资问题研究”（项目编号：2014-GH-419）

业不同资本投向效率的影响，进一步完善了政府干预对企业投资行为影响结果的研究成果。

二、政府干预企业投资行为的动机

（一）经济利益动机

在我国由传统的计划经济体制向市场经济体制过渡的过程中，财政分权一直是经济体制改革的基本思路。自1978年以来，通过让利放权、财政包干、承包经营、分税制改革和股份制改革等一系列渐进式的改革探索，各级政府获得了更多的财政自主权和经济管理权，确立了政府“剩余占有者”的地位（李丰团，2013）。但是在获得财政分权的同时，政府也承担了发展本地经济、推动GDP快速增长的经济责任，并且随之而来的增加社会福利、创造就业机会、维护社会稳定等社会责任也要求政府必须以经济的快速发展作为实现这些责任目标的载体，而企业投资作为推动经济短期、快速发展的有效工具，正好迎合了政府的经济利益诉求。因此，政府出于自身经济利益的诉求产生了强烈的干预企业投资行为的动机。

（二）官员的政治晋升动机

与财政分权相伴的是我国政治上的集权，政治体制改革落后于经济体制改革，政府在官员的任命、考核和晋升等问题上具有绝对权威，而且政府将经济绩效、GDP增速等经济指标作为官员考核、晋升的核心衡量标准。为了能够在激烈的政治晋升中胜出，政府需要通过干预企业投资活动实现经济的短期快速发展来积累晋升资本。周黎安等（2005）通过对1980～1993年中国大陆28个省份（除去西藏和海南两省）的数据进行研究，实证检验了各省的GDP增长都与地方官员的政治晋升呈高度的正相关关系，周黎安等将这种政府官员通过经济竞赛获得政治晋升的现象称为“政治锦标赛”。

由此可见，无论是从经济利益目标还是政治晋升目标解读政府行为，政府都存在强烈干预企业投资行为的动机。不仅如此，政府所具有的行政权、资源支配权以及投资项目审批权等权力还使得政府的这种干预动机具备了实现的基础条件，政府可以通过行使行政权力，借助于提供便利融资通道、资源倾斜、政策扶持和补贴优惠等具体手段实现对企业投资活动的干预。

三、政府干预下的企业资本投向

当政府通过干预手段将自身的多元化目标内置于企业投资行为中时，将会导致企业的投资决策偏离企业价值最大化这一标尺而去迎合政府的多元化目标，但是由于不同的资本投向所形成的资产对于政府多元化目标的迎合度的差异，使得政府对不同资本投向的干预动机并不相同，不同的干预动机进而影响了企业的资本投向。

（一）政府干预与固定资产投资

固定资产作为企业最重要的资产，是企业盈利和价值创造最重要的工具和载体，固定资产投资也就成为政府干预企业资本投向最常见的选择。固定资产投资与政府干预目标的契合主要体现在以下方面：

1. 固定资产投资规模宏大，见效快，很容易在基础设施建设、区域经济发展等方面彰显政府绩效，对GDP和经济增长的推动作用无论是在规模上还是在速度上都比其他几种投资方式更具优势。

2. 相对于其他资本投资，固定资产投资具有可视性强、价值容易评价和用途易判断等优势，使得政府干预的风险和成本较低。

3. 除了在刺激经济增长方面的优势，增加固定资产投资规模还能够迅速创造大量就业机会、增加地方福利、提升政府形象和维护社会稳定，为政府积累政治资本。

由此可见，固定资产投资高度迎合了政府干预的经济和政治动机，所以一般情况下它是政府干预企业投资行为的首选对象。在政府干预行为的影响下，企业在资本投向上往往优先选择增加固定资产投资规模。Acemogln等（2008）研究发现，在转型经济国家，政府干预使企业普遍具有更高的固定资产投资规模。

虽然政府干预固定资产投资的动机强于其他资本投资方式，但是由于固定资产投资天然具有的有型性特征与政府干预的隐蔽性需求有所冲突，再加上市场经济从注重投资规模向注重投资效率的转变，以及随着监管部门对资金用途、投资决策过程和投资损失等方面监管力度的增强，政府通过干预固定资产投资实现其政治目标的成本和难度逐步增加。所以，当固定资产投资达到一定规模之后，政府对固定资产投资的干预行为会随着干预成本的增加而有所收敛，受此影响，企业固定资产投资规模的增速也会放缓。

（二）政府干预与无形资产投资

无形资产投资是企业为了获得专利技术、商标使用权以及商誉和特许经营权而进行的一系列投资活动。无形资产投资与政府干预目标的契合主要体现在以下方面：

1. 企业对无形资产的投资一方面可以获取稀缺经济资源的使用权，增强自身的市场竞争地位，另一方面可能形成垄断经营权，获取垄断利润，从而实现区域竞争优势，有效推动地区经济发展和GDP的快速增长。

2. 无形资产的垄断特征与政府行政权力的垄断性之间具有高度相关性，使得政府干预变得更为容易。

3. 与固定资产不同，无形资产的“无形性”特征高度迎合了政府干预的隐蔽性需求，降低了政府干预的风险。

因此，在法律保护、市场监管等条件相似的情况下，政府通过干预无形资产投资实现其政治目标的成本相对较低。受到政府干预的影响，企业对无形资产投资规模的扩充也比较热衷。

但是，无形资产的“无形性”使得无形资产的价值难以判定和评估，增加了政府干预的风险，在一定程度上削弱了政府的干预动机。

（三）政府干预与长期股权投资

长期股权投资是为了获取其他企业的股权而进行的一系列投资活动，作为产权联控的纽带，长期股权投资在快速整合资源、扩张企业规模等方面具有显著效果。长期股权投资与政府干预目标的契合主要体现在以下方面：

1. 长期股权投资所形成的并购能迅速扩大企业规模，实现产业整合目标，提升区域经济的竞争优势，在迅速有效提升GDP的同时，还能缓解就业压力，维护区域稳定。

2. 长期股权投资由于增加了控制层级，延长了代理关系的链条，使其具有了隐蔽性和不易观测性的特征，同样迎合了政府干预的隐蔽性需求。

3. 长期股权投资还可以成为政府官员向其政治支持者输送利益的工具，政府可以通过长期股权投资所形成的并购维持地区就业水平。正如Brown等人的研究结论：在多个转型经济国家的私有化并购中，政府干预下的国有企业私有化并购都存在价值折损情况，而这种折损主要是为了获得投票人的支持而稳定企业冗员现状产生的。

所以，长期股权投资在经济和政治方面都与政府干预目标契合，使得政府对长期股权投资同样具有强烈的干预动机，这种强烈的干预动机引发了企业对长期股权投资的偏好。

但是，由于长期股权投资增加了控制层级，使得投资利益向政府输送的层级增加，控制层级的增加使得政府不得不和更多的利益主体共享长期股权投资的收益，这在一定程度上削弱了政府干预的积极性。

（四）政府干预与研发投资

与其他资本投资不同，研发投资的产出具有非排斥性和非专有性特征，虽然持续的研发投资能够使企业获得核心竞争优势，实现绩效的长期稳定增长，但研发投资与政府干预的目标契合度较低，主要表现在：

1. 通过研发投资方式形成资产的周期较长，与见效快的固定资产投资等无法相比，难以满足政府对经济发展的短期要求。同时，研发投资的不确定性较大，增加了政府干预的风险，政治效益不高。

2. 研发投资具有公共物品的特征，再加上我国知识产权保护意识薄弱，大大降低了研发投资的预期收益。

3. 由于我国在研发投资资产化的确认方面有着较为严格的限制，虽然降低了企业利用无效研发投资虚增资产的可能性，但抑制了企业持续进行研发活动的热情，这与政府以GDP为核心的考核制度和官员定期轮岗制度下的政治和经济目标不相符。

基于上述原因，虽然都是资本投资，但与固定资产投资、无形资产投资和长期股权投资不同，研发投资无论是在经济上还是在政治上对政府目标的实现所做的贡献都比较少，政府对研发投资的干预动机相对较弱。而且在资源有限的情况下，政府为了更好地实现其自身的利益目标，会干预企业将资源优先投放于其他投资项目而不是进行研发投资，从而形成对研发投资的资源挤占效应。

四、政府干预下的企业资本投资效率

政府干预是导致企业投资效率低下的一个主要原因，而且这种非效率投资主要表现为投资过度。但是如前所述，政府对不同资本投资干预动机的差异影响了企业的资本投向，因此，政府干预所导致的非效率投资在不同资本投向上的表现并不相同。

1. 从资本投向本身来看，由于固定资产投资、无形资产投资和长期股权投资比研发投资更有利于实现政府干预的目标，政府会通过直接或间接的干预让企业将资源更多地投放于这一类投资项目上。因此，政府干预的结果往往会导致固定资产投资、无形资产投资和长期股权投资的投资过度。而由于不受政府“青睐”的研发投资不但无法通过政府干预获得资源倾斜，甚至有可能发生资源挤占，所以，政府干预的结果往往是研发投资不足。

2. 从企业的产权性质来看，由于国有企业特殊的国有产权背景，使得政府干预其投资行为的成本和难度大大降低。相比非国有企业，政府干预使得国有企业更容易获得融资机会，也更容易争取到政府的基础设施建设项目，且更容易获得特许经营权等垄断资源，也由此产生由政府参与的“拉郎配”式的并购活动。所以，更容易受到政府干预的国有企业在固定资产投资、无形资产投资和长期股权投资上的投资过度程度要高于非国有企业，而在研发投资上的投资不足程度同样高于非国有企业。

3. 从市场化进程角度来看，市场化程度越高，制度环境、法律环境、竞争环境以及监管环境就会越完善，从而增加政府干预企业投资行为的成本和难度，并有效约束政府在企业资本投向选择上的无效干预。同时，市场化进程将会改变单纯的以GDP为核心的官员考核体制和晋升机制，技术创新、环保节能等方面的考核指标将被引入，这势必会减少政府在短期利益与形象工程上的资本投入，增加其在技术研发方面的扶持力度。

主要参考文献：

经济增长前沿课题组. 高投资、宏观成本与经济增长的持续性[J].经济研究，2005(5).

郝颖，刘星. 政府干预、资本投向与结构效率[J].管理科学学报，2011(4).

章卫东，赵琪. 地方政府干预下国有企业过度投资问题研究——基于地方政府公共治理目标视角[J].中国软科学，2014(6).

李丰团.政府干预企业投资行为的制度背景、基础和路径[J].财会通讯，2013(8).

作者单位：郑州航空工业管理学院会计学院，郑州450015