政府干预、债权治理与投资效率

杨继伟(教授)，于永婕

【摘要】本文以2011～2014年间的A股上市公司为研究样本，实证检验了政府干预和债权治理对企业投资效率的影响。结果显示：长期债务的增加会加剧过度投资、抑制投资不足，短期债务的增加会对过度投资和投资不足同时起到抑制作用，而速动比率的增加会抑制过度投资、加剧投资不足。进一步研究后发现：政府干预会部分强化债权治理的上述作用。

【关键词】政府干预；债权治理；过度投资；投资不足

【中图分类号】F272　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)14-0120-4

一、引言

当前，我国经济处于转型的关键时期，虽然市场在经济发展中的作用越来越被重视，但是上市公司仍然无法摆脱市场机制外的其他制度因素对企业投资行为的影响，比如政府干预。Chen等(2011)认为，政府行为成为影响国有企业投资决策的重要因素。20世纪的分税制改革以及政府激励模式的改变，使我国地方政府的财政负担和经济绩效压力不断加重，这使得政府不得不以参与企业经济活动的方式来实现自身的社会目标以及政治目标(李丰团，2013)，通过干预企业的投资行为，使得企业偏离本身的经济利益目标，最终造成了投资的无效性。然而，政府“两手论”假说认为，政府在干预企业投资行为时会表现出“两只手”的效果，即“帮助之手”和“掠夺之手”，也就是说，政府干预带来的并不全是弊端。因此，无论政府是为了政治目的还是个人私利而不断扩大企业的投资，这种行为都会产生两种结果：在加剧部分企业过度投资的同时，会对拥有投资机会却缺乏资金的企业提供帮助，缓解其资金紧缺的困难，扩大企业投资，提高投资效率(张功富、叶忠明、许晓丽，2015；赵静、郝颖，2014)。

债权治理假说最早由Jensen在1986年提出，作为公司内部治理体系的核心，对其有效性国内外并未达成一致意见。国外学者普遍认为债权治理是有效的，比如，Cutillas Gomariz和Sanchez Ballesta(2014)发现，偿债义务减少监督管理下的可支配资金，能够减少过度投资并缓解投资不足。而国内学者对债权治理是否有效则存在争议。张亦春等人(2015)的研究发现，债权治理并不能够显著改善上市公司投资的无效性。但是大部分学者还是承认债权治理对改善投资效率是有效的，比如，黄乾富和沈红波(2009)以及江伟(2011)研究发现，债务比例和企业的过度投资呈显著负相关关系，即债务融资能够抑制企业的过度投资行为。

改革开放以来，中国的经济改革以政府分权和市场化为基本特征稳步推进，创造了令全世界瞩目的中国经济增长奇迹。投资是促进经济增长的主要推动力，但我国上市公司的投资效率并不乐观，它们或表现出过度投资，或表现出投资不足。这两种情形都称之为投资无效率，这会降低公司的价值，也会损害所有者的利益。因此，研究如何提高上市公司的投资效率也就具有了重要的现实意义。

就目前的研究情况看，结合我国政府干预这一制度环境，从债权治理的角度研究投资效率的文献较少，因此本文重点研究如下两个问题：一是良好的债权治理机制能否提高上市公司的投资效率；二是政府干预程度是否会影响债权治理对投资效率的作用。

二、理论分析与研究假设

债权治理主要是债权人用相应的权利对债务人进行监督和控制，以达到影响负债公司治理的效果。Stulz(1990)很早就发现，企业可以通过增加自身的负债来约束管理者的投资行为。尽管前文提到国内对债权治理的作用存在争议，但我们仍然有理由相信其对我国上市公司的投资效率具有一定的影响。

从期限来说，负债可分为长期负债与短期负债两种。长期负债是指期限超过1年的债务，与短期负债相比，具有数额大、还款期限长的特点，这样就保证了企业拥有大量的并且在较长时期内可自由支配的资金，且还款压力小，这必然会对企业的投资行为产生影响。对拥有可支配资金的企业来说，长期负债融资会大大增加它们的自由现金流，这样也必

【基金项目】国家自然科学基金项目“制度环境、公司治理与投资效率”(项目编号：71262018)

然会加剧企业的过度投资程度;同样也因为可支配资金的增多,会在很大程度上减少上市公司的投资不足。

基于以上讨论,本文提出以下研究假设:H1:长期负债与上市公司过度投资正相关,与其投资不足负相关。

短期负债是指必须在1年(含1年)或者超过1年的一个营业周期内偿还的债务,其特点是速度快、金额小、还款期限短,资金自由支配度的降低也会对企业投资行为产生影响:对拥有自由现金流的企业来说,较大的还款压力会限制其过度投资;同时,对于那些资金匮乏的企业来说,虽然短期负债面临较大的还款压力,但是依然会为其快速地带来一定金额的现金,资金的注入会缓解这部分企业的资金紧张,从而减少投资不足。

基于以上讨论,本文提出如下研究假设:H2:短期负债与上市公司投资效率(过度投资和投资不足)正相关。

此外,提到上市公司的债权治理,还应考虑到其偿债能力。速动比率是速动资产对短期负债的比率,反映的是企业的流动资产可立即变现用于偿还债务的能力。我国大部分企业速动比率的较好水平为0.6,水平较高表明公司的偿债能力保障度是乐观的,这对于债权人来说是一个好消息,但对于股东或者管理者来说会有不乐观的一面:速动资产的收益率往往低于固定资产的收益率,如果企业资产过多地以流动资产的形式存在,将会令企业牺牲有利的投资机会。

基于以上讨论,本文提出如下研究假设:H3:速动比率与上市公司过度投资负相关,与其投资不足正相关。

1978年以后,我国的财政体制经历了从中央到地方的下放过程,这给地方政府增加了不少的负担,既包括财政负担也包括社会负担。之后,为了适应经济发展,我国政府官员的考核标准也转变为以经济绩效为主。这样,政府官员就有了发展地方经济的强烈欲望,这既是出于促进地方经济发展和降低失业率的考虑,也是为了实现自身的政治晋升(章卫东等,2014)。所以,地方政府会将权利之手伸向企业,通过投资来拉动GDP增长,增加财政收入和就业机会。政府这样干预企业投资决策会产生两种不同的效应:一种是矫正企业盲目逐利的错误行为从而扶持其发展的帮助效应;一种是为了追求私利去扭曲投资决策目标、损害投资者利益的掠夺效应(白俊、连立帅,2014)。

基于以上讨论,本文提出如下研究假设:H4:在其他条件不变的情况下,政府干预会强化债权治理对投资效率的作用。

三、实证研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选择2011~2014年A股上市公司为初始样本,并按以下原则对样本进行筛选:①剔除金融、保险类公司;②剔除资产负债率超过100%的公司;③剔除上市不足一年的公司;④剔除ST、PT以及数据缺失的公司。最终得到6281个样本作为本文的观测值。

本文所使用的财务数据来自CSMAR和WIND数据库,政府干预指数采用樊纲、王小鲁《中国市场化指数——各地市场化相对进程2011年度报告》提供的2009年度各地区数据。所有数据的处理和统计分析工作均在Excel 2007和SPSS 17.0软件中进行。

(二)检验模型与变量定义

本文对投资效率模型的研究基于Richardson(2006)的投资模型,用上一年度的数据来估计本年度投资,用实际投资与预期投资的差值来衡量投资效率,见模型(1)。

1. 公司投资效率的度量。

$$Inv_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1Q_{i,t-1}+\alpha_2Lev_{i,t-1}+\alpha_3Cash_{i,t-1}+\alpha_4Age_{i,t-1}+\alpha_5Size_{i,t-1}+\alpha_6Ret_{i,t-1}+\alpha_7Inv_{i,t-1}+\sum Industry+\sum Year+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中:被解释变量$Inv_{i,t}$为t年的资本支出;解释变量$Q_{i,t-1}$为i公司第t年年初的托宾Q值,代表公司的成长性,$Lev_{i,t-1}$、$Cash_{i,t-1}$、$Age_{i,t-1}$、$Size_{i,t-1}$、$Ret_{i,t-1}$、$Inv_{i,t-1}$分别代表i公司t-1年的资产负债率、现金持有量、上市年龄、公司规模、股票收益和资本投资;Industry和Year设置为两个虚拟变量,控制投资在年度和行业间的差异。

2. 检验模型及变量定义。$Overinv_{i,t}$/$Underinv_{i,t}$代表企业的非效率投资,以模型(1)的残差$\varepsilon_{i,t}$来计量,并以$\varepsilon_{i,t}$与0的关系来衡量过度投资$Overinv_{i,t}$($\varepsilon_{i,t}>0$)和投资不足$Underinv_{i,t}$($\varepsilon_{i,t}<0$),最终各自的样本量分别为2345个和3934个,此外有2个样本的残差为0,表明这两个公司的投资是有效率的。

$$Overinv_{i,t}/Underinv_{i,t}=\beta_0+\beta_1Gov_{i,t}+\beta_2LongLev_{i,t}+\beta_3ShortLev_{i,t}+\beta_4RQ_{i,t}+\beta_5FCF_{i,t}+\beta_6RMF_{i,t}+\beta_7MSS_{i,t}+\sum Industry+\sum Year+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)中各变量的具体定义与计算见下页表1。

四、实证结果及分析

(一)主要变量的描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。从中可以看出,投资不足的样本量要大于过度投资的样本量,说明近几年我国由粗放型转为集约型的经济增长模式对上市公司的投资效率也产生了影响,导致企业更多地呈现出投资不足的状况;但是过度投资的均值和中位数(0.0481,0.0294)均大于投资不足(0.0286,0.0229),表明相较于投资不足,上市公司过度投资的程度更为严重。从政府干预程度来看,最值(-12.95,10)相差较大且标准差为2.9114,表明我国各地区政府对企业的干预程度呈现出较大差异。从资产负债率来看,短期资产负债率的均值和中位数(0.3635,0.3475)均大于长期资产负债率(0.1602,0.0807),说明上市公司的负债多以短期形式存在。从速动比率的最值(0,90.5148)以及标准差(3.7624)可以看出,上市公司的短期变现能力相差较大,偿债

表 1　　模型(2)中变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	投资效率	$Overinv_{i,t}$/$Underinv_{i,t}$	t年的投资效率，$Overinv_{i,t}$为模型(1)中正的回归残差，$Underinv_{i,t}$为负回归残差的绝对值
解释变量	政府干预	$Gov_{i,t}$	取自樊纲等(2011)报告的“减少政府对企业的干预”得分，得分越多，说明政府对上市公司的干预越少
	长期资产负债率	$LongLev_{i,t}$	长期负债/年末总资产
	短期资产负债率	$ShortLev_{i,t}$	短期负债/年末总资产
	速动比率	$RQ_{i,t}$	(流动资产-存货净额)/流动负债
控制变量	自由现金流	$FCF_{i,t}$	经营活动产生的现金流量净额-预期投资
	管理费用率	$RMF_{i,t}$	管理费用/主营业务收入
	大股东占款	$MSS_{i,t}$	其他应收款/年末总资产
	行业控制变量	Industry	行业虚拟变量，制造业按二级分类，其他行业按一级分类，剔除金融保险业后，共有21个行业，以综合类为基准，共设置20个行业虚拟变量
	年度控制变量	Year	年度虚拟变量，以2014年为基准，设置3个年度虚拟变量

表 2　　描述性统计

Variable	N	Mean	Min	Median	Max	Std
Overinv	2345	0.0481	0.00001	0.0294	0.5433	0.0587
Underinv	3934	0.0286	0.00001	0.0229	0.7034	0.0288
Gov	6279	6.7859	−12.95	7.2	10	2.9114
LongLev	6279	0.1602	−1.1721	0.0807	1.2162	0.1857
ShortLev	6279	0.3635	0.0063	0.3475	1.0716	0.1874
RQ	6279	1.9868	0	1.0618	90.5148	3.7624
FCF	6279	0.0247	−0.5629	0.023	0.922	0.081
RMF	6279	0.0984	0.0017	0.0771	3.8768	0.1106
MSS	6279	0.0169	0	0.0082	0.4742	0.0277

能力参差不齐。从控制变量来看，自由现金流的均值和中位数均为正，表明更多的上市公司拥有可自由支配的现金流。管理费用率和大股东占款的均值、中位数分别为(0.0984，0.0771)、(0.0169，0.0082)。

(二)投资效率模型回归结果

表3报告了政府干预、债权治理对企业投资效率影响的回归结果。本文将过度投资与投资不足分别进行了回归，为节省篇幅，没有对全样本的回归情况进行报告。

从整体来看，政府干预与过度投资的回归系数为负且基本显著，这说明政府干预的增加会显著加剧企业的过度投资；政府干预与投资不足的符号不定，这表明政府干预对企业投资不足的影响并未表现出一致性。

从表3第(1)、(5)列的回归结果可以看出，长期资产负债率与过度投资的回归系数显著为正，与投资不足的回归系数则显著为负，表明长期资产负债率的增加会显著提高上市公司的过度投资水平，同时也会显著减少其投资不足。这是因为长期负债的增多会给企业带来大量的资金，从而增加企业的投资，验证了H1并且作用是显著的。同样，短期资产负债率与过度投资和投资不足的回归系数均显著为负，表明短期资产负债率的增加会令过度投资和投资不足均显著减少。这是因为短期负债的还款压力大，会令过度投资的企业减少投资以保证充足的偿债资金；而对投资不足的企业来说，虽然短期债务的还款压力大，但仍然可以为其带来一定数额的资金，管理者出于提高企业业绩的目的会将这部分资金用于投资，验证了H2并且作用是显著的。而速动比率与过度投资的回归系数为负，与投资不足的回归系数为正，表明速动比率的增加会减少上市公司的过度投资，同时也会增加其投资不足。这是因为较高的速动比率代表企业的速动资产很多，而速动资产并不利于投资，只会令企业失去投资机会，验证了H3，但作用不显著。

表3第(2)列中Gov×LongLev的系数为0.001，表明政府干预程度的增加会削弱长期负债对企业过度投资的促进作用，但不显著；第(6)列中Gov×LongLev的回归系数为−0.002，表明政府干预程度越高，越会强化长期负债对企业投资不足的抑制作用，且作用是显著的。这是因为对于投资不足的企业来说，政府官员需要扩大其投资，这样就可以拉动地方经济的发展，也对官员的晋升起到推动作用；但对于过度投资水平较高的企业来说，政府干预会相应减少其盲目投资，以保证其资金安全，这就表现出政府的保护效应。第(3)、(7)列中Gov×LongLev的回归系数分别为为0.002和−0.042，表明在政府干预程度较高的地区，短期负债越多越会加剧过度投资、减少投资不足。这主要是因为，在竞争性的市场中，尽管企业面临较大的还款压力，但依然会选择增加投资以获得发展。第(4)、(8)列中Gov×RQ的回归系数分别为−0.053和0.009，表明对于速动比率较高的企业来说，政府干预程度的增加会抑制上市公司的过度投资，同时也会减少其投资不足。由此看到，在政府干预作用下，只有长期负债和短期负债对投资不足的抑制作用以及速动比率对过度投资的抑制作用得到了强化，所以H4没有得到完全验证，这可能是因为政府的干预有时是追求自身利益的需求而并不是出于企业效益最大化的考虑，从而使得治理达不到理想的效果。

(三)稳健性检验

为了检验本文结果的稳健性，我们采用了上市公司的股

表 3　　政府干预，债权治理与投资效率的回归结果

变量	过度投资				投资不足			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
常量	0.056*** (6.316)	0.057*** (6.191)	0.061*** (5.720)	0.054*** (6.010)	0.028*** (8.959)	0.026*** (8.101)	0.026*** (7.405)	0.028*** (8.801)
Gov	−0.044** (−2.107)	−0.001* (−1.895)	−0.002* (−1.648)	−0.030 (−1.222)	−0.027* (−1.761)	0.013 (0.678)	−0.002 (−0.076)	−0.029* (−1.666)
LongLev	0.025*** (3.471)	0.018 (1.127)	0.025*** (3.453)	0.026*** (3.504)	−0.011*** (−4.248)	0.003 (0.596)	−0.011*** (−4.305)	−0.011*** (−4.254)
Gov×LongLev		0.001 (0.551)				−0.002*** (−3.332)		
ShortLev	−0.041*** (−4.874)	−0.042*** (−4.901)	−0.055*** (−2.946)	−0.042*** (−4.954)	−0.016*** (−6.120)	−0.016*** (−6.095)	−0.012* (−1.977)	−0.016*** (−6.123)
Gov×ShortLev			0.002 (0.814)				−0.042 (−0.902)	
RQ	−0.016 (−0.644)	−0.016 (−0.657)	−0.015 (−0.620)	0.001 (0.589)	0.015 (0.903)	0.014 (0.837)	0.015 (0.892)	0.007 (0.168)
Gov×RQ				−0.053* (−1.052)				0.009 (0.232)
FCF	0.046*** (2.811)	0.047*** (2.816)	0.046*** (2.772)	0.046*** (2.784)	0.097*** (18.731)	0.097*** (18.727)	0.097*** (18.745)	0.097*** (18.723)
RMF	0.00004 (−0.003)	0.00009 (0.008)	0 (−0.017)	0 (0.012)	0.003 (0.723)	0.003 (0.671)	0.003 (0.709)	0.003 (0.715)
MSS	−0.130** (−2.195)	−0.128** (−2.175)	−0.130** (−2.203)	−0.128** (−2.171)	0.020* (1.370)	0.019* (1.317)	0.020* (1.370)	0.020* (1.371)
Industry and Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R^2	0.042	0.041	0.042	0.042	0.125	0.127	0.124	0.124

注：*、**、***分别表示显著性水平为10%、5%、1%。括号中为t检验值。

权性质来代替“政府干预程度指数”，并将其设置为虚拟变量：如果上市公司为国有企业，记为1，否则为0。回归结果表明上述研究结论是稳健的。

五、研究结果及启示

本文以2011～2014年间的A股上市公司为研究样本，实证检验了政府干预和债权治理对企业投资效率的影响，并得出以下结论：首先，就整体来说，政府干预会加剧上市公司的过度投资，但对投资不足的缓解作用并不对称。其次，在没有政府干预的情况下，长期负债的增加会加剧上市公司的过度投资、抑制投资不足，短期负债的增加会同时抑制过度投资和投资不足，而速动比率的增加会起到抑制过度投资、加剧投资不足的效果。最后，在考虑了政府对企业的干预后发现，此时的债权治理指标（长期负债、短期负债和速动比率）均起到抑制投资不足的作用，其中长期负债和短期负债在原抑制作用下得到强化，同时速动比率对过度投资的抑制作用也在加入政府干预后得到强化；但是长期负债对过度投资的加剧作用被弱化，而且短期负债也由原来的抑制过度投资变为加剧过度投资。

加入政府干预后，上市公司的投资不足完全被抑制，这是因为政府官员既要推动地方经济发展、增加就业，也要追求自身利益，他们提供的各种扶持企业发展的福利政策会在很大程度上帮助投资不足的上市公司扩大投资；同时，长期负债和速动比率的增加在政府干预后呈现出抑制过度投资的状况，这就表现出政府在干预企业投资决策时的保护作用，避免企业在债权结构不合理时进行盲目的逐利投资；但是，短期负债却在政府干预后表现出加剧过度投资的作用，这是政府掠夺本质的一种体现。

本文研究给我们的启示：虽然我们现在主张深化市场在资源配置中的决定作用，但是在完善的市场机制形成之前，对改善企业投资效率来说单纯增加或减少政府干预并不能取得理想的效果，具体强度应当视市场发育程度而定。就目前的情况来看，我国还没有形成一个完全健全的市场机制，政府理应作为替代来保证企业的健康合理发展；待市场发展到一定程度之后，政府就应该减少干预，让市场来优胜劣汰。

主要参考文献：

Chen S., Sun Z., Tang S., Wu D.. Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance，2011(2).

Cutillas Gomariz M. F., Sanchez Ballesta J. P.. Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investmeng Efficiency [J]. Journal of Banking and Fianace，2014(3).

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).

张功富，叶忠明，许晓丽. 政府干预、政治关联与企业非效率投资——基于中国上市公司面板数据的实证研究[J]. 财经理论与实践，2011(3).

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(5).

江伟. 金融发展，银行贷款与公司投资[J]. 金融研究，2011(4).

Scott Richardson. Over-investment of free cash flow[J]. Springer，2006(11).

谭利，杨苗. 不同制度环境下公司治理质量对投资效率的影响[J]. 证券市场导报，2013(12).

作者单位：云南财经大学会计学院，昆明 650221