

地方政府换届与企业募资投向变更的有效性

王少飞¹, 官峰², 高斯达¹, 陈雷雨³

(1.上海财经大学商学院,上海 200083;2.上海立信会计学院立信会计研究院,上海 201620;
3.中芯国际,上海 201203)

摘要:文章以1996—2010年募集资金投向发生变更的观测作为研究样本,实证分析了地方政府换届对企业募集资金后投资行为的影响。结果表明,在地方政府换届年度,面对可能出现的政策调整,并基于与政府建立新关系的需要,企业更有可能变更其所募集资金的投向。进一步研究发现,与其他年度的募集资金投向变更相比,发生这种变更后企业获得更加宽松的信贷融资和相对正面的经济后果:虽然收益下降,但资本市场反应和企业会计业绩较好,投资效率较高,这一结果在民营企业中更加显著。

关键词:政府换届;企业投资行为;经济后果

中图分类号:D630;F272;F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2014)11-0108-13

一、引言

目前,在我国资本市场上,很多企业公开募资后并没有执行承诺的投资项目,而是变更了募集资金的投向。统计数据显示,1996—2010年,在我国资本市场上的3 571次募集资金活动中,623次发生了变更,占比为17.53%。上市公司募集资金投向变更已成为我国资本市场上较为普遍的现象,而且是我国资本市场有别于西方资本市场的独特产物。而截至目前,我们对上市公司募集资金投向变更的原因和经济后果仍缺乏足够的认识。基于此,本文试图从政府治理的角度讨论地方政府换届对上市公司募集资金投向变更的影响。

关于我国资本市场上募集资金投向变更的原因,现有文献主要从外部制度环境的不完善(马连福和曹春方,2011)和公司内部治理的缺失(张为国和翟春燕,2005)等角度进行了分析。同时,相关文献大多发现上市公司募集资金投向的变更并没有对企业业绩产生正向作用(刘少波和戴文慧,2004;原红旗和李海健,2005;陈文斌和陈超,2007;杨全文和薛清梅,2009),而且在市场有效的前提下,募集资金投向的变更还产生了更多的额外成本,如更高的后续融资成本等(薛爽和杨静,2006)。而令人疑惑的是,这一现象为什么会持续存在?公司为什么不担心后续融资成本的提高,甚至是再融资的失败?投资者为什么会持续为企业提供融资?对此,现有文献并没有给出充分的解释,因此我们必须重新寻找中国转型经济中影响募集资金投向变更的制度约束。

在中国,政府行为对企业经营的影响已经得到了广泛的文献支持(Chen等,2011)。近年来,政府公共治理尤其是政府官员治理在经济增长中的作用得到了部分西方学者的高度关注(Bardhan,2006;Djankov等,2010)。Johnson和Mitton(2003)对马来西亚的研究表明,在新总理

收稿日期:2014-06-20

作者简介:王少飞(1977—),男,山东平度人,上海财经大学商学院案例中心副研究员;

官峰(1982—),男,山东青岛人,上海立信会计学院立信会计研究院讲师;

高斯达(1987—),男,江苏徐州人,上海财经大学商学院硕士生;

陈雷雨(1982—),男,浙江乐清人,中芯国际。

Mahathir上台并实施资本控制之后的一个月內,与其有密切关系的公司市值上升了约 50 亿美元,其中约 32%来自对从政府获得资金价值的预期,这为政府官员对经济的影响提供了经验证据。Cohen 等(2011)则发现,美国国会主席的变更会对其家乡企业的经济效率产生影响。Jones 和 Olken(2005)基于跨国样本的研究也表明,国家领导人的变更能够显著影响经济体的政策选择尤其是货币政策的取向,从而实现经济高速增长。现有文献还表明(Fisman, 2001; Jones 和 Olken, 2005),在治理相对缺失的转型经济体中,政府官员治理对经济的影响通常更大。

承袭这一思路,国内学者近几年开始重新探求中国经济增长的动力,认为正是中国地方官员之间围绕 GDP 增长而展开的“晋升锦标赛”(周黎安, 2007)影响了地方官员的作为和中国的经济业绩(张军和高远, 2007)。张军和高远(2007)认为,官员的有限任期对中国的官员治理模式产生了重要影响,官员的任期限制和异地交流制度总体上对经济增长具有重要的影响。王贤彬和徐现祥(2008)进一步从地方官员的来源、去向以及任期等角度比较了不同类型地方官员对经济增长的影响差异。上述文献从宏观角度提供了政府治理影响经济增长的直接证据,钱先航等(2011)则通过分析地方官员的晋升压力和任期对城商行贷款行为的影响,探讨了政府官员治理对经济影响的金融路径。Fan 等(2008)则发现,随着腐败官员的被捕,通过同事、同学或亲属关系与其相联系的上市公司在银行借贷方面的优势消失。

而截至目前,尚没有文献对政府官员治理与微观企业的投资行为进行深入的探讨。基于此,本文以地方政府换届为视角,以 1996—2010 年在沪深两市募集资金的企业(共 3 571 个有效观测)为样本,实证分析了政府官员治理对微观企业投资行为的影响。研究发现,地方政府换届是企业募集资金投向变更的重要影响因素,政府换届会增加企业变更募集资金投向的可能性;此外,与其他变更相比,地方政府换届后企业募集资金投向变更比较有效率,市场反应也较好,而且变更后企业的会计业绩和投资效率较高。^①

本文着眼于政府官员治理对微观企业的作用,从地方政府换届的制度讨论入手,分析了企业变更募集资金投向的经济后果,为企业募集资金投向变更提供了合理的逻辑路径,丰富了有关募集资金投向变更的研究文献。同时,本文关于地方政府换届的研究也具有积极的政策指导意义。近年来,中国政府一直致力于责任型政府的建设,本文对政府官员治理与企业投资行为的讨论无疑可以为此提供有益的增量信息。

二、制度背景与理论分析

(一)地方政府换届、政府行为的不连续性与企业募集资金投向变更

依据产权经济学的分析,制度安排会影响交易成本,从而对交易参与主体的行为产生影响。在不同的经济体中,由于文化、宗教和政治等因素不同,制度对企业的影响程度存在很大差异。大量文献表明,由于转型经济国家中法律制度的缺失以及市场配置资源规则的不成熟甚至相互冲突(Krueger, 1974),行政治理往往成为一种有效的替代机制(陈冬华等, 2008),在一定场合下甚至比正式的法律治理更加有效。而政府是由政府官员组成的,政府行为通常以政府官员的决策为重要基础,并直接受制于政府官员在资源配置中的行政裁量权,政府的政策体现的是处于政府权力中心的领导的政治主张和经济判断。由于经济转型时期市场体系不完善,政府官员对企业行为的影响通常更大,更多的企业谋求与政府建立关

^①地方政府换届所引发的企业募集资金投向变更必然会对企业产生一些负面影响(如更高的后续融资成本等),所以只是相对而言具有较好的经济后果,而不是绝对的。

系,增强寻租能力,进而提升企业价值(Claessens等,2006;Faccio,2006)。Fisman(2001)以印尼前总统苏哈托健康状况的谣言为外生事件,发现其健康状况恶化会对与其有关的企业产生更多的负面影响。同时,政府官员是异质的,他们在经历和经验(Huang,2002;王贤彬等,2009)、权力(Besley和Case,1995)以及政治晋升机会(张军和高远,2007;钱先航等,2011)等方面的差异通常使其面临不同的激励函数,发展辖区经济的偏好和能力也不尽相同,从而政府行为对经济的影响也存在较大差异。Jones和Olken(2005)基于跨国样本的研究就表明,国家领导人的变更能够显著影响经济体的政策选择尤其是货币政策的取向,从而实现经济高速增长。

在中国,政府官员对于经济的重要意义也已经得到了部分文献的支持。现有文献表明,经济上的分权和政治上的集权相结合成为中国经济增长和地方官员发展辖区经济的重要诱因,而这种政治激励的原动力来源于人事考核中地方官员为政治晋升而表现出来的“政治锦标赛”行为(张军和高远,2007;周黎安,2007)。同时,我国上级对下级官员的政绩考核通常在一个任期内完成,^①这就促使理性的政府官员会在新的工作职位上尽快做出新的成绩。因此,当政府换届时,为了完成政府绩效、实现政治晋升,新上任的政府官员通常会更有动机实施差异化策略,调整政府经济政策,因而地方政府核心领导变更往往意味着未来政策会发生变化(王贤彬和徐现祥,2008;王贤彬等,2009)。另外,由于不同政府官员的来源背景和晋升机会等不同(Huang,2002),辖区经济政策常常与以往政策存在较为明显的区别,导致政策具有较强的不连续性(王贤彬和徐现祥,2008)。

而当外部政策环境发生变化时,企业可能会改变原有的投资项目以获得更高的收益。因此,政府政策的变化是企业做出投资决策时考虑的重要因素。首先,一项符合政府政策导向的投资应该更容易得到政府相关资源的支持,地方政府可以通过管制、政府合同以及信贷等方式直接支持企业的投资活动(Dinc,2005;Faccio等,2006;郭庆旺和贾俊雪,2006;钱先航等,2011)。其次,在我国,企业与政府建立良好的关系是一项重要的竞争资源。管制经济学指出,企业可以从政府获得很多利益,但这需要付出资源来支持政府。在我国,当地方政府换届时,企业通过投资活动直接支持政府政策,可以帮助其与政府建立良好的关系,即使不能从此次投资中直接获益,也能在未来获得很多利益。在与政府建立良好关系后,企业能够更加及时地掌握有关政府管制的更多信息,迅速做出相应的决策;同时,随着政商关系的不断增强,企业可以更加容易地寻求有利于自身发展的政府支持,尤其是当投资项目需要再融资时可以更加容易获得信贷支持(钱先航等,2011)。Sapienza(2004)研究发现,与私有银行相比,意大利国有银行向当地企业(通常与政党关系密切)收取了较低的利息,并且政党在选举中获得的席位越多,收取的利息越低,说明有政治关系的企业通过投票支持关系密切的政党获得了较低的融资成本。Claessens等(2006)的研究也得到类似的结果,他们发现在巴西,向政党选举提供支持的公司的银行贷款在选举之后显著增加。因此,他们认为获得银行资金是企业通过政治关系获取收益的一条重要途径。同时,与社会中的正式规则不同,在外部环境并不完善的转轨经济市场中,政商关系活动往往具有“路径依赖”的特点,双方通常有很强的激励共同维持这种关系,从而这种关系具有长期性和稳定性,能够为企业带来更大的利益。综上分析,本文推断当地方政府换届时,应对政策变化是企业募集资金投向变更的重

^①依照2006年中共中央办公厅《党政领导干部职务任期暂行规定》等三个法规文件的规定,党政领导职务每个任期为5年,在同一职位上连续任职达到两个任期,不再推荐、提名或者任命担任同一职务。

要原因。由此,本文提出以下研究假设:

假设 1:当地方政府换届时,当地募集资金的企业更有可能变更募集资金投向。^①

(二)地方政府换届、企业募集资金投向变更与政府信贷支持

为了应对地方政府换届所引起的政策变化,如果企业变更募集资金投向,则通常更容易与换届后政府建立起良好的政商关系,并会因其投资与换届后政府的发展方向更加吻合而获得更多的政策支持。Shleifer 和 Vishny(1994)的理论分析表明,当企业为政府解决更多的就业时,政府会给予企业更多的支持。而在中国,地方政府在保增长、保就业的双重压力下会更多地使用行政力量干预经济活动(Sapienza, 2004;刘凤委等,2007),对支持经济发展政策的企业给予一定的支持是地方政府实现地区发展计划的有效方式。基于假设 1 的分析,我们认为当地方政府换届时,当地募集资金的企业变更募集资金投向更多地是为了适应政府的新政策和新需求,这类变更符合政府政策导向,进而在变更后获得更多的政府支持。

在我国,政府具有影响经济活动的动机和能力,支持企业发展有很多方式,如授予经营牌照、给予特定行业财政补贴以及提供土地、资本等必需资源等。其中,信贷支持是一种重要的支持方式,一方面,资本是企业经营的必要资源,能否以较低的成本获得经营所需的资金是获得竞争优势进而转化为经营收益的重要因素;另一方面,随着市场化程度的不断提高,政府通过行政手段给予企业支持的空间逐渐缩小,但是地方政府仍可以通过影响当地商业银行的信贷决策来支持特定企业发展。钱先航等(2011)就发现,城商行中的政商关系会影响政府官员与银行的关系,当城商行中有官员董事时,市委书记对城商行贷款的干预能力显著增强。即使政府不直接干预银行信贷,由于政府的“隐性担保”作用,银行也会将贷款政策向更加符合地方政府需要的企业倾斜。于是,企业的投资越是符合政府政策导向,越容易获得更多的银行信贷支持,尤其是银行长期贷款(刘凤委等,2007;Fan 等,2008),而长期贷款有利于降低企业的贷款成本(Fan 等,2008)。基于以上分析,本文提出以下研究假设:

假设 2:相对于其他募集资金投向变更,地方政府换届后募集资金投向变更的企业长期借款比例会提高。

(三)地方政府换届、企业募集资金投向变更与经济后果

根据上文的分析,企业为应对地方政府换届所引致的政策变化而变更募集资金投向,通常是企业经营者出于企业整体利益的考虑即效率主义动机而做出的决策,那么企业更容易获得政府支持,此时募集资金投向变更的经济后果应该更加正面,或者说相对于其他的募集资金投向变更,负面结果会被削弱。^② 本文从三个方面考察地方政府换届后企业募集资金投向变更的经济后果:变更公告的资本市场反应、变更后企业会计业绩和投资效率的变化。如果企业募集资金投向变更是为了适应政府换届后的政策变化,那么这类变更的资本市场反应相对于其他原因的变更较好,而且变更后企业的会计业绩和投资效率也较高。然而,上述影响机制会因企业性质的不同而不同。在国有企业中,由于存在第一类代理问题,^③除了

^①在假设 1 中,我们分析的是企业根据政府政策变化改变既定的投资方向。而我们通常认为企业获取政府政策信息的能力是有差异的,如国有企业相对于民营企业具有先天的优势,但是国有企业的经营目标具有多元化特征,它们未必会在意政策变化对投资效率的影响;而民营企业具有更强的动机获取相关信息,同时从募集资金到变更资金投向之间的间隔时间通常为 1 年左右,政府换届所引起的政策变化等信息在此期间一般已经公开。基于此,我们在这里没有区分企业性质。

^②刘少波和戴文慧(2004)、原红旗和李海健(2005)、陈文斌和陈超(2007)以及杨全文和薛清梅(2009)等研究发现资本市场对募资资金投向变更的反应通常是负向的。

^③第一类代理问题是企业所有者与经理人之间的委托代理问题。

利润最大化外, 经理人也追求个人政治升迁等; 而民营企业中通常大股东就是经理人, 代理问题较小。因此, 同样是为了适应政府换届后的政策变化而变更募集资金投向, 民营企业以获得更高的投资回报为最终目的, 而国有企业还会承担一些政策性负担, 这在一定程度上抵消了这类变更的正面效应。

此外, 部分文献还强调了外部制度环境对企业行为的重要影响, 在均衡状态中, 企业根据其所处外部环境的特征做出最优的选择 (Faccio, 2006)。市场和政府是影响企业经营环境的两个重要因素, 两者长期共存而又相互替代。任何一个经济体中都同时存在市场和政府这两个元素, 在市场化程度较低的地区, 产权保护弱、政府干预程度高, 企业对政府的依赖更强 (Faccio, 2006), 此时企业顺应政策的投资和经营活动更有可能获得良好的效果; 而在市场化程度较高的地区, 企业顺应政策的正面效应会被削弱。因此, 我们预期在市场环境较好的地区, 企业可以更多地基于“硬”的市场化原则来获得经营资源; 在市场环境较差的地区, 企业则难以依靠市场化原则来获得稀缺资源, 而只能寻求“软”的政商关系来获得更多的经营优势。基于以上分析, 本文提出以下研究假设:

假设 3a: 相对于其他募集资金投向变更, 当地方政府换届时, 资本市场对企业募集资金投向变更的负向反应较弱, 变更后企业的会计业绩和投资效率较高。

假设 3b: 当地方政府换届时, 相对于国有企业, 民营企业募集资金投向变更的正面效应更加显著。

假设 3c: 当地方政府换届时, 市场化程度和法治水平较低地区的企业募集资金投向变更的正面效应更加显著。

三、研究设计

(一) 样本选取

本文选取了 1996—2010 年所有在沪深两市募集资金的企业,^① 剔除数据缺失的情况后得到 3 571 个有效观测。其中, 样本期间内募集资金投向发生变更的企业有 623 家, 发生变更最多的年份为 2000 年, 有 93 家上市公司改变了原有的募集资金用途, 而发生变更最少的年份为 2005 年, 仅有 11 家上市公司改变了原有的募集资金用途 (见表 1)。政府官员换届等信息通过手工收集加工获得, 上市公司财务数据和资本市场数据来自 CSMAR 和 WIND 数据库。

表 1 募集资金投向变更企业的年度分布情况

| 年份 | 募集资金类型 | | | | 合计 |
|------|--------|----|----|-----|----|
| | 首发 | 增发 | 配股 | 可转债 | |
| 1996 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 1997 | 7 | 0 | 5 | 0 | 12 |
| 1998 | 5 | 2 | 5 | 0 | 12 |
| 1999 | 20 | 2 | 8 | 0 | 30 |
| 2000 | 60 | 5 | 28 | 0 | 93 |
| 2001 | 31 | 7 | 31 | 0 | 69 |

^①我们通过公开渠道收集的有关政府官员变更的数据始于 1994 年, 而募集资金与发生变更的时间间隔平均约为 1 年, 为了保证在投向发生变更所对应的募集资金年份能够观察到政府官员变更的状况, 我们选择 1996 年作为样本期间的起点; 由于检验后续经济后果时需要使用变更后三年的会计与投资数据, 而目前公开的财务报表截至 2013 年, 因此我们选择 2010 年作为样本期间的终点。

续表1 募集资金投向变更企业的年度分布情况

| 年份 | 募集资金类型 | | | | 合计 |
|------|--------|-----|-----|-----|-----|
| | 首发 | 增发 | 配股 | 可转债 | |
| 2002 | 35 | 15 | 5 | 1 | 56 |
| 2003 | 44 | 8 | 11 | 2 | 65 |
| 2004 | 71 | 3 | 7 | 1 | 82 |
| 2005 | 9 | 2 | 0 | 0 | 11 |
| 2006 | 31 | 9 | 2 | 0 | 42 |
| 2007 | 44 | 29 | 3 | 1 | 77 |
| 2008 | 20 | 29 | 0 | 0 | 49 |
| 2009 | 8 | 11 | 0 | 0 | 19 |
| 2010 | 5 | 0 | 0 | 0 | 5 |
| 合计 | 391 | 122 | 105 | 5 | 623 |

(二)变量定义

1. 地方政府换届。本文以各地方政府的省长或省委书记的实质性变更来反映地方政府换届。所谓实质性变更是指省长与省委书记之间职位对调、代转正以及省长(或省委书记)兼任省委书记(或省长)以外的情况,因为在上述情况下,省长、省委书记的管理模式或政策取向通常具有较强的延续性(王贤彬等,2009)。此外,本文以省长或省委书记变更来反映政府官员换届,主要是考虑到相对于其他岗位,他们更容易对当地政策产生影响(张军和高远,2007;王贤彬等,2009)。

2. 经济后果。本文使用变更公告日的资本市场反应、变更后企业的营业利润率(该会计指标不容易被操纵)和投资效率三个指标来衡量募集资金投向变更的经济后果。首先,本文使用事件研究方法,以变更公告日为事件日,观察事件日以及前后5个和10个交易日经CAPM模型调整的市场累计超额收益率(CAR)。^①其次,本文以变更后三年与变更当年企业营业利润率的变化来检验不同类型变更后会计业绩变化的差异。最后,本文通过检验企业变更当年及后三年资本投资支出与企业成长机会之间的敏感程度来考察募集资金投向变更后企业的投资效率(Chen等,2011),其中企业成长机会使用TobinQ来衡量。

3. 控制变量。刘少波和戴文慧(2004)研究发现,规模越小的企业越可能变更募集资金投向。企业负债状况会影响其面临的融资约束而影响投资行为,同时债务融资也可以起到监督管理层、解决代理问题的作用,从而会影响企业募集资金投向变更决策。股权集中度对募集资金投向变更可能具有正向影响,但也可能引发企业代理问题,从而对变更的经济后果造成影响(张为国和翟春燕,2005)。此外,我们还控制了企业的经营活动现金净流量(CFO)、最终控制人性质(SOE)以及所在地区市场化程度(MAR)等因素。主要变量定义见表2。

表2 变量定义

| 变量名称 | 变量定义 |
|-----------------|--|
| Change | 募集资金投向是否发生变更,发生变更为1,否则为0 |
| Leader | 政府官员(省长或省委书记)是否变更,发生变更为1,否则为0 |
| CAR(<i>n</i>) | 募集资金投向变更公告日前后 <i>n</i> 个交易日的市场反应,以事件日及前后5个和10个交易日的累计超额收益率来衡量 |

^①t 检验结果显示,事件日及前后5个和10个交易日的累计超额收益率在5%的水平上显著异于0。

续表2 变量定义

| 变量名称 | 变量定义 |
|------------------|--|
| <i>Inv</i> | 企业资本投资支出/总资产,其中企业的资本投资支出等于购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金减去处理固定资产、无形资产和其他长期资产所收入的现金 |
| <i>TobinQ</i> | 企业 Tobin Q 值 |
| <i>Size</i> | 企业总资产的自然对数 |
| <i>Lev</i> | 企业资产负债率 |
| <i>Herf</i> | 企业第一大股东持股比例的赫芬达尔指数 |
| <i>CFO</i> | 企业经营活动净现金流/总资产 |
| <i>SOE</i> | 企业最终控制人性质,国有企业为 1,否则为 0 |
| <i>Linv</i> | 企业年初长期股权投资净额/年初总资产 |
| <i>Listage</i> | 企业上市年限 |
| <i>LLD</i> | 企业长期借款占借款总额比率的变化额,以募集资金投向变更后三年与当年的比率差额来衡量 |
| <i>ZJ</i> | 企业在建工程的自然对数 |
| <i>Roe</i> | 企业净资产收益率 |
| <i>Operation</i> | 企业营业利润率的变化额,以募集资金变更后三年与当年的差额来衡量 |
| <i>Liquid</i> | 企业固定资产/总资产的自然对数 |
| <i>Type</i> | 募集资金方式虚拟变量,包括首发、增发、配股和可转债四种方式,采用 3 个虚拟变量 |
| <i>Mar</i> | 企业所在地区市场化程度,在市场化程度较低的地区取 1,否则取 0 |
| <i>Year</i> | 年度虚拟变量,控制宏观经济的影响,本文涉及 2001—2005 年共 5 年的上市公司数据,以 2001 年为基准,采用 4 个虚拟变量 |
| <i>Ind</i> | 行业虚拟变量,控制行业因素的影响,按照证监会的分类标准,剔除金融行业后有 12 个行业,采用 11 个虚拟变量 |

(三)研究模型

为了检验本文的研究假设,我们构建了以下模型:

$$Logit(Change) = f(\beta + \beta_1 Leader + \beta_2 Control + \epsilon)$$

其中,地方政府换届变量 *Leader* 的系数 β_1 表示当政府官员换届时,企业募集资金投向变更的可能性。根据上文的分析,我们预期 β_1 为正。

为了控制宏观经济、行业和地区等因素对企业信贷的影响,我们在假设 2 的检验中根据行业、年度、地区以及企业规模为所有募集资金投向变更的样本进行配对。*Leader* × *Change* 的系数 β_3 表示在政府官员换届年度募集资金的企业变更募集资金投向后长期借款比例的变化。根据上文的分析,我们预期 β_3 为正。

$$LLD = f(\beta + \beta_1 Leader + \beta_2 Change + \beta_3 Leader \times Change + \beta_4 Control + \epsilon)$$

在检验资本市场反应(*CAR*)和会计业绩表现(*Operation*)时,地方政府换届变量 *Leader* 的系数 β_1 表示在政府官员换届年度募集资金的企业变更资金投向时的市场反应和会计业绩变化,根据上文的分析,我们预期 β_1 为正。对于企业性质的检验,本文根据最终控制人性质将企业分为国有和民营两组进行检验,根据理论分析,我们预期民营企业样本中的检验结果更加显著;对于地区市场化程度的检验,为了避免变量间的共线性问题,本文根据 *MAR* 的取值将样本分为两组进行检验,根据理论分析,我们预期市场化程度较低组中的结果更加显著。在检验募集资金投向变更后企业的投资效率(*Inv*)时,*TobinQ* × *Leader* 的系数 β_3 表示地方政府换届对企业变更募集资金投向后投资效率的影响,根据上文的分析,我们预期 β_3 为正; $\beta_3 + \beta_4$ 表示地方政府换届对国有企业变更募集资金投向后投资效率的影响,根据上文分析,我们预期 β_4 为负; $\beta_3 + \beta_5$ 表示在市场化程度较低的地区,地方政府换届对企业变更募

集资金投向后投资效率的影响,我们预期 β_5 为正。

$$CAR = f(\beta + \beta_1 Leader + \beta_2 Control + \epsilon)$$

$$Operation = f(\beta + \beta_1 Leader + \beta_2 Control + \epsilon)$$

$$Inv = f(\beta + \beta_1 TobinQ + \beta_2 Leader + \beta_3 TobinQ \times Leader + \beta_4 TobinQ \times Leader \times SOE + \beta_5 Control + \epsilon)$$

$$Inv = f(\beta + \beta_1 TobinQ + \beta_2 Leader + \beta_3 TobinQ \times Leader + \beta_5 TobinQ \times Leader \times Mar + \beta_6 Control + \epsilon)$$

四、实证结果及分析

(一) 地方政府换届与企业募集资金投向变更

表 3 报告了地方政府换届与企业募集资金投向变更的多元回归结果。从中可以发现,在控制了企业规模、股权集中度、最终控制人控股比例、长期股权投资、募集资金类型以及行业因素后,政府官员换届变量 *Leader* 的系数在 5% 或 1% 的水平上显著为正,表明地方政府换届是企业募集资金投向变更的重要影响因素。上述结果支持了本文的假设 1,即地方政府换届会增加企业变更募集资金投向的可能性。

表 3 地方政府换届与企业募集资金投向变更

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|-----------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Constant</i> | -1.617*** (-30.45) | -0.928*** (-5.33) | 2.502*** (2.79) | 3.257*** (3.48) |
| <i>Leader</i> | 0.231** (2.43) | 0.263*** (2.74) | 0.272*** (2.79) | 0.279*** (2.85) |
| <i>Size</i> | | | -0.172*** (-3.93) | -0.218*** (-4.69) |
| <i>Linv</i> | | | | 5.473*** (6.18) |
| <i>Herf</i> | | | | 0.669* (1.92) |
| <i>Type</i> | 未控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Ind</i> | 未控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Year</i> | 未控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>N</i> | 3 571 | 3 571 | 3 512 | 3 512 |

注:括号内为经募集资金类型、行业、年度固定效应以及公司聚类标准差调整的 *t* 值,*、** 和*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。表 5 至表 8 同。

(二) 地方政府换届、募集资金投向变更与政府信贷支持

假设 2 的检验结果见表 4。从中可以看到,除了资产负债率外,对照组与研究组不存在显著差异,*Leader* × *Change* 的系数在 5% 的水平上显著为正,说明在政府换届后,变更募集资金投向的企业在变更后的长期借款比例显著提高,获得了更多的信贷支持。

表 4 地方政府换届、募集资金投向变更与政府信贷支持

| | (5) | 研究组均值 | 对照组均值 | <i>t</i> 值 |
|-----------------|--------------------|-------|-------|------------|
| <i>Constant</i> | 0.056 (0.62) | | | |
| <i>Change</i> | 0.054** (2.43) | | | |
| <i>Leader</i> | -0.057* (-1.86) | | | |

续表4 地方政府换届、募集资金投向变更与政府信贷支持

| | (5) | 研究组均值 | 对照组均值 | <i>t</i> 值 |
|-------------------------------|-------------------|--------|--------|------------|
| <i>Leader</i> × <i>Change</i> | 0.069** (2.14) | | | |
| <i>Lev</i> | 0.066 (1.20) | 0.424 | 0.518 | -5.77 |
| <i>TobinQ</i> | -0.009 (-0.62) | 1.457 | 1.456 | 0.07 |
| <i>Herf</i> | 0.037 (0.53) | 0.209 | 0.204 | 0.83 |
| <i>ZJ</i> | -0.006 (-1.28) | 17.49 | 17.207 | 1.44 |
| <i>Roe</i> | 0.030 (0.41) | -0.084 | 0.024 | -0.79 |
| <i>Liquid</i> | -0.008 (-1.04) | -1.502 | -1.477 | -1.23 |
| <i>N</i> | 1 085 | | | |
| <i>R</i> ² | 0.024 | | | |

注:括号内为经公司聚类标准差调整的 *t* 值,*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平。

(三)地方政府换届、募集资金投向变更与经济后果

1.地方政府换届、募集资金投向变更与市场反应和会计业绩变化

表5中列(6)、列(7)和列(8)分别是以募集资金投向变更的市场反应为因变量的回归结果,列(9)是以企业变更募集资金投向三年后与变更当年的营业利润率差额为因变量的回归结果;表6是区分企业性质后的分组检验结果,表7是区分市场化程度后的分组检验结果。

从表5中可以看到,相对于其他类型变更,地方政府换届时的企业募集资金投向变更具有更加正面的效应,事件日及前后5个和10个交易日的股票累计超额收益率更高,变更后企业营业利润率也更高。表6结果显示,在民营企业中,地方政府换届变量 *Leader* 的系数显著为正;而在国有企业中,*Leader* 的系数仍为正但不显著。这表明地方政府换届时企业募集资金投向变更的市场反应在不同产权性质企业中存在差异,在民营企业中市场反应相对更好,会计业绩相对更高。表7结果表明,无论企业所在地区的市场化程度高低,地方政府换届时的企业募集资金投向变更都具有正面的市场反应,但相对于市场化程度较高的地区,市场化程度较低地区的企业募集资金投向变更的市场反应更好,而且地方政府换届时募集资金投向变更企业的较高会计业绩也主要体现在市场化程度较低的地区。

表5 地方政府换届、募集资金投向变更与市场反应和会计业绩

| | (6) | (7) | (8) | (9) |
|-----------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|
| | <i>CAR</i> (0) | <i>CAR</i> (5) | <i>CAR</i> (10) | <i>Operation</i> |
| <i>Constant</i> | -0.136*** (-3.30) | -0.314*** (-4.37) | -0.457*** (-5.69) | 0.245 (0.99) |
| <i>Leader</i> | 0.005* (1.69) | 0.007 (1.48) | 0.010* (1.66) | 0.036* (1.84) |
| <i>Size</i> | 0.004** (2.10) | 0.013*** (3.70) | 0.017*** (4.21) | -0.025* (-1.84) |
| <i>Lev</i> | -0.017* (-1.78) | -0.031 (-1.54) | -0.039* (-1.78) | 0.187* (1.81) |
| <i>TobinQ</i> | 0.001 (0.16) | 0.007 (0.92) | 0.003 (0.30) | -0.006 (-0.14) |
| <i>Herf</i> | -0.009 (-0.75) | -0.041* (-1.71) | -0.040 (-1.49) | 0.041 (0.31) |

续表5 地方政府换届、募集资金投向变更与市场反应和会计业绩

| | (6) | (7) | (8) | (9) |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------|
| | CAR(0) | CAR(5) | CAR(10) | Operation |
| Roe | -0.014 (-0.98) | -0.008 (-0.29) | -0.026 (-0.89) | |
| Ind | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 608 | 608 | 608 | 622 |
| R ² | 0.049 | 0.058 | 0.071 | 0.123 |

表6 地方政府换届、企业性质、募集资金投向变更与市场反应和会计业绩

| | (10) | (11) | (12) | (13) | (14) | (15) | (16) | (17) |
|----------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------|
| | CAR(0) | CAR(5) | CAR(10) | Operation | CAR(0) | CAR(5) | CAR(10) | Operation |
| | 国有企业 | | | | 民营企业 | | | |
| Constant | -0.203*** (-3.31) | -0.267*** (-2.75) | -0.390*** (-3.47) | 0.279 (1.16) | -0.170*** (-2.76) | -0.359*** (-4.43) | -0.604*** (-4.58) | -0.482 (-0.85) |
| Leader | 0.004 (0.85) | 0.006 (0.70) | 0.006 (0.60) | 0.022 (0.72) | 0.006* (1.82) | 0.012* (1.77) | 0.015* (1.66) | 0.075* (1.71) |
| Size | 0.007** (2.37) | 0.010** (2.02) | 0.012** (2.12) | -0.024** (-2.12) | 0.003 (1.01) | 0.016*** (3.98) | 0.023*** (3.61) | -0.051* (-1.76) |
| Lev | -0.026* (-1.82) | -0.018 (-0.64) | -0.015 (-0.44) | 0.103 (0.84) | -0.005 (-0.41) | -0.049** (-2.28) | -0.064** (-2.12) | 0.318* (1.85) |
| TobinQ | 0.009 (1.47) | 0.017* (1.86) | 0.016 (1.38) | -0.030 (-0.41) | -0.007* (-1.82) | 0.006 (0.69) | -0.014 (-1.02) | 0.017 (0.68) |
| Herf | -0.003 (-0.16) | -0.024 (-0.69) | -0.012 (-0.30) | 0.020 (0.12) | -0.010 (-0.47) | -0.054* (-1.91) | -0.053 (-1.20) | -0.223 (-0.82) |
| Roe | -0.007 (-0.38) | -0.006 (-0.16) | -0.026 (-0.57) | | -0.028 (-1.36) | -0.006 (-0.21) | -0.027 (-0.74) | |
| Ind | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 321 | 321 | 321 | 330 | 286 | 286 | 286 | 291 |
| R ² | 0.062 | 0.055 | 0.052 | 0.040 | 0.085 | 0.081 | 0.132 | 0.210 |

表7 地方政府换届、市场化程度、募集资金投向变更与市场反应和会计业绩

| | (18) | (19) | (20) | (21) | (22) | (23) | (24) | (25) |
|----------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|--------------------|----------------------|----------------------|--------------------|
| | CAR(0) | CAR(5) | CAR(10) | Operation | CAR(0) | CAR(5) | CAR(10) | Operation |
| | 市场化程度低 | | | | 市场化程度高 | | | |
| Constant | -0.135** (-2.19) | -0.477*** (-3.98) | -0.467*** (-3.66) | 0.971* (1.84) | -0.120* (-1.85) | -0.418*** (-3.87) | -0.466*** (-4.03) | -0.115 (-0.46) |
| Leader | 0.007* (1.69) | 0.008* (1.74) | 0.005 (1.62) | 0.086* (1.95) | 0.003 (0.54) | 0.004 (0.48) | 0.016* (1.74) | -0.034 (-1.48) |
| Size | 0.005 (1.51) | 0.018*** (3.05) | 0.017*** (2.64) | -0.060** (-2.24) | 0.005* (1.68) | 0.017*** (3.54) | 0.020*** (3.85) | -0.003 (-0.23) |
| Lev | -0.020 (-1.56) | -0.022 (-0.77) | -0.031 (-0.98) | 0.188 (1.05) | -0.018 (-1.21) | -0.060** (-2.07) | -0.068** (-2.18) | 0.161** (2.17) |
| TobinQ | -0.003 (-0.59) | 0.009 (1.04) | 0.006 (0.56) | -0.045 (-0.54) | 0.003 (0.43) | 0.005 (0.46) | -0.005 (-0.41) | 0.013 (0.79) |
| Herf | -0.011 (-0.62) | -0.054 (-1.61) | -0.048 (-1.30) | 0.134 (0.57) | -0.006 (-0.36) | -0.041 (-1.16) | -0.035 (-0.86) | -0.134* (-1.80) |
| Roe | -0.028 (-1.41) | -0.019 (-0.52) | -0.041 (-1.08) | | -0.007 (-0.31) | -0.011 (-0.28) | -0.005 (-0.11) | |
| Ind | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| Year | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 305 | 305 | 305 | 315 | 303 | 303 | 303 | 307 |
| R ² | 0.051 | 0.092 | 0.060 | 0.084 | 0.077 | 0.103 | 0.120 | 0.427 |

2. 地方政府换届、企业募集资金投向变更与投资效率

本文还检验了募集资金投向变更与企业投资效率的关系,结果见表8。从全样本看, $Leader \times TobinQ$ 的系数在接近10%的水平上显著为正,表明地方政府换届时变更募集资金投向的企业在变更后投资效率更高;在区分企业性质后, $Leader \times TobinQ \times SOE$ 的系数在10%的水平上显著为负,表明相对于国有企业,地方政府换届时民营企业的募集资金投向变更更多地是出于效率动机,变更后的投资效率显著高于国有企业;关于地区市场化程度的影响, $Leader \times TobinQ \times MAR$ 的系数在1%的水平上显著为正,表明在市场化程度较低的地区,地方政府换届时变更募集资金投向的企业在变更后投资效率更高。这说明在市场化程度较低的地区,由于经济活动更多地受到政府行为的影响,地方政府换届时企业变更募集资金投向的效率动机更强。综合表5至表8的检验结果,假设3得到了支持。

表8 地方政府换届、募集资金投向变更与企业投资效率

| | (26) | (27) | (28) |
|------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Constant</i> | -0.162** (-4.05) | -0.059*** (-2.52) | -0.112** (-2.98) |
| <i>TobinQ</i> | 0.003 (1.53) | 0.002 (1.48) | 0.002 (1.63) |
| <i>Leader</i> | -0.005 (-1.06) | -0.005 (-0.93) | -0.008 (-0.99) |
| <i>Leader × TobinQ</i> | 0.003 (1.41) | 0.004** (2.09) | 0.005 (0.57) |
| <i>CFO</i> | 0.114*** (4.84) | 0.086*** (6.35) | 0.087*** (4.72) |
| <i>Lev</i> | -0.029*** (-2.72) | -0.012*** (-2.68) | -0.008*** (-3.12) |
| <i>Size</i> | 0.018*** (3.30) | 0.015*** (3.47) | 0.011*** (3.79) |
| <i>Listage</i> | -0.004*** (-5.89) | -0.007*** (-4.63) | -0.003*** (-8.60) |
| <i>SOE</i> | | -0.021 (-0.85) | |
| <i>Leader × TobinQ × SOE</i> | | -0.008* (-1.69) | |
| <i>Mar</i> | | | 0.006 (1.25) |
| <i>Leader × TobinQ × Mar</i> | | | 0.006*** (2.64) |
| <i>Ind</i> | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>Year</i> | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>N</i> | 2 157 | 2 157 | 2 157 |
| <i>R²</i> | 0.104 | 0.115 | 0.135 |

(四) 稳健性检验

第一,考虑到企业完成资金募集到实施投资通常存在一段时间间隔,在这段时间内的地方政府换届也会对企业募集资金投向变更及其经济后果产生影响,本文在稳健性检验中对地方政府换届(*Leader*)重新定义:如果在企业募集资金当年或随后两年内当地政府换届,则 *Leader* 取1,否则取0。检验结果与上文一致。第二,在定义地方政府换届变量时,将因双规和疾病而导致官员突然离职等样本剔除,所得结果依然支持本文假设。第三,本文还根据市场化程度分组检验了募集资金投向变更后企业的投资效率,得到了与上文一致的结果。

五、结 论

本文以地方政府换届为背景,通过企业募集资金投向变更,考察了我国地方政府换届对

企业投资行为的影响。研究发现,在我国转型经济中,政府官员会对企业投资产生重要的影响,当地方政府换届时,为了应对政策变化,并出于与政府建立新关系的需要,企业通常会调整经营活动,如变更募集资金投向;此时,募集资金投向变更的经济后果(资本市场反应和变更后企业投资效率)通常也更好,而且这一结果在民营企业中更加显著。而在募集资金投向变更后,无论是国有企业还是民营企业,长期借款比例都显著提高。

本文构建了地方政府换届与企业投资行为的研究框架,从政府官员治理角度讨论了影响募集资金投向变更的深层次制度原因,分析了政府行为对微观企业的作用路径,从而为有关募集资金投向变更的研究提供了新的视角。此外,本文关于地方政府换届经济后果的分析也为评价政府官员治理的效果提供了参考,对于干部人事制度改革等政府官员治理措施的制定和实施具有较强的实践指导意义。

参考文献:

- [1]陈冬华,章铁生,李翔.法律环境、政府管制与隐性契约[J].经济研究,2008,(3):60—72.
- [2]陈文斌,陈超.新股上市后盈利能力下滑及募集资金使用分析[J].管理科学学报,2007,(4):49—55.
- [3]郭庆旺,贾俊雪.地方政府行为、投资冲动与宏观经济稳定[J].管理世界,2006,(5):19—25.
- [4]刘凤委,孙铮,李增泉.政府干预、行业竞争与薪酬契约——来自国有上市公司的经验证据[J].管理世界,2007,(9):76—128.
- [5]刘少波,戴文慧.我国上市公司募集资金投向变更研究[J].经济研究,2004,(5):88—97.
- [6]马连福,曹春方.制度环境、地方政府干预、公司治理与 IPO 募集资金投向变更[J].管理世界,2011,(5):127—188.
- [7]钱先航,曹廷求,李维安.晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为[J].经济研究,2011,(12):72—85.
- [8]王贤彬,徐现祥.地方官员来源、去向、任期与经济增长——来自中国省长省委书记的证据[J].管理世界,2008,(3):16—26.
- [9]王贤彬,徐现祥,李郁.地方官员更替与经济增长[J].经济学(季刊),2009,(4):1301—1328.
- [10]薛爽,杨静.上市公司 IPO 募集资金投向、使用效率及其对股权再融资成本的影响[J].中国会计与财务研究,2006,(1):50—98.
- [11]杨全文,薛清梅.IPO 募资投向变更、经营业绩变化和市场反应[J].会计研究,2009,(4):69—77.
- [12]原红旗,李海建.配股资金使用和公司业绩[J].中国会计评论,2005,(3):143—160.
- [13]张军,高远.官员任期、异地交流与经济增长——来自省级经验的证据[J].经济研究,2007,(11):91—103.
- [14]张为国,翟春燕.上市公司变更募集资金投向动因研究[J].会计研究,2005,(7):19—24.
- [15]周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J].经济研究,2007,(7):36—50.
- [16]Bardhan P. Awakening giants, feet of clay: A comparative assessment of the rise of China and India[R]. Paper presented at International Conference on the Dragon and the Elephant: China and India's Economic Reforms, Shanghai, China, 2006.
- [17]Besley T, Case A. Does electoral accountability affect economic policy choices? Evidence from gubernatorial term limits[J]. Quarterly Journal of Economics, 1995, 110(3): 769—98.
- [18]Chen S, Sun Z, Tang S, et al. Government intervention and investment efficiency: Evidence from China [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(2): 259—271.
- [19]Claessens S, Feijen E, Leaven L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions[R]. Working Paper, ECGI, 2006.
- [20]Cohen L, Coval J, Malloy C. Do powerful politicians cause corporate downsizing? [J]. Journal of Political Economy, 2011, 119(6): 1015—1060.

- [21]Dinc I S. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging countries [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(2): 453—479.
- [22]Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Disclosure by politicians[J]. *American Economic Journal*, 2010,2(2): 179—209.
- [23]Faccio M. Politically connected firms[J]. *American Economics Review*, 2006, 96(1): 369—386.
- [24]Faccio M, Masulis R W, McConnell J J. Political connections and corporate bailouts[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(6): 2597—2635.
- [25]Fan J P H, Rui O M, Zhao M. Public governance and corporate finance: Evidence from corruption cases [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2008, 36(3):343—364.
- [26]Fisman R. Estimating the value of political connections[J]. *American Economics Review*, 2001, 91(4): 1095—1102.
- [27]Huang Y. Managing Chinese bureaucrats: An institutional economics perspective[J]. *Political Studies*, 2002, 50(1): 61—79.
- [28]Johnson S, Mitton T. Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 67(2): 351—382.
- [29]Jones B, Olken B. Do leaders matter? National leadership and growth since World War II[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(3): 835—864.
- [30]Krueger A. The political economy of the rent-seeking society[J]. *American Economic Review*, 1974, 64(3):291—303.
- [31]Sapienza P. The effects of government ownership on bank lending[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 72(2): 357—384.
- [32]Shleifer A, Vishny R. Politicians and firms[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 995—1025.

Local Government Transition and Effectiveness of Changes in Firm Raised Capital Purpose

WANG Shao-fei¹, GUAN Feng², GAO Si-da¹, CHEN Lei-yu³

(1.School of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200083, China ;
2.Lixin Accounting Research Institute, Shanghai Lixin University of
Commerce, Shanghai 201620, China ;3. SMIC, Shanghai 201203, China)

Abstract: This paper takes the observation of changes in raised capital purpose from 1996 to 2010 as an example to empirically analyze the effect of local government transition on firm investment after raising capital. It concludes that, in the year of government transition, enterprises are more likely to change the purpose of raised capital when confronting possible policy adjustment and based on the need for new relationship with governments. It further shows that compared with the changes in raised capital purpose in other years, after this change enterprises obtain looser credit financing and relatively positive economic consequences: although yields decline, capital market response and firm accounting performance are better, and investment efficiency is relatively higher. And this result is more remarkable in private companies.

Key words: government transition; firm investment; economic consequence

(责任编辑 康健)