

财务困境、政府干预与管理者自利

邓晓岚¹, 连玉君², 王 婷¹

(1. 福州大学 管理学院, 福建 福州 350108; 2. 中山大学 岭南学院, 广东 广州 510275)

摘要:文章运用处理效应(treatment effect)模型,从财务困境视角研究了政府干预对管理者自利行为的影响。研究发现,当政府干预程度较低时,相对于未发生财务困境的公司,困境公司管理者的自利行为会有所减弱;但当政府干预程度增强时,困境公司管理者自利行为减弱的程度将趋缓。对于政府控制的公司,当金融机构信贷决策受到政府干预的影响较弱时,财务困境期间管理者自利行为会有所减弱;随着政府对金融机构信贷决策干预程度的加强,困境公司管理者自利行为趋于严重。对于非政府控制的公司,困境期间管理者自利行为对金融机构信贷决策的自主性并不敏感。

关键词:政府干预;财务困境;管理者自利;treatment effect 模型

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)12-0039-11

一、引言

预算软约束理论认为,当国有企业面临财务困境时,政府出于父爱主义,或由于担心沉没成本无法收回,有动机对企业进行援救。在有政府援救的预期下,管理者道德风险加大,面临企业经营绩效的恶化,职务消费、超常薪酬等管理者自利行为不能得到有效抑制。

从制度环境的角度看,经济运行中暗藏的“扶持之手”和“掠夺之手”是否会诱发财务困境企业(不仅限于困境的国有企业)的预算松弛?假如公司的治理机制有效,财务困境的压力会迫使管理者缩减费用,提高产出效率,自利行为会有一定的收敛。但在政府干预较强的情况下,各种约束经理人代理行为的内外部公司治理机制则会发生扭曲或受到削弱。首先,当政府行政干预的控制力较强时,易诱发寻租与腐败现象,经理人企图通过贿赂和利益输送获得政府的援救,在政府保护下管理者自利和侵占行为可能更为严重。其次,政府

收稿日期:2011-08-01

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70902071, 71002056);教育部人文社会科学研究基金项目(09YJC790269);福建省软科学项目(2010R0064)

作者简介:邓晓岚(1976—),女,福建福州人,福州大学管理学院副教授,博士;

连玉君(1978—),男,河南淮阳人,中山大学岭南学院副教授,博士,通讯作者;

王 婷(1984—),女,四川夹江人,福州大学管理学院硕士研究生。

干预企业的一种重要形式是将政策性负担强加给企业,承担政策性负担的企业一旦陷入财务困境,就有动机向政府索求援助(林毅夫等,2004)。政府的施救与保护弱化了企业破产或经理层被替换的威胁。最后,政府干预还阻碍了控制权市场的竞争,地方政府及其官员为实现其政治目标,甚至会将并购重组作为挽救困境企业的一种手段(潘红波等,2008)。此外,当政府干预对银行信贷的自主性造成干扰时,在银行与企业双重预算软约束下,债务的治理功能趋于弱化。

本文的研究意义在于:首先,本文从财务困境这一特殊的事件背景下透析管理者自利行为,有利于我们考察政府干预是否对破产与接管威胁、投资者与债权人利益的法律保护等外部治理机制造成干扰,从而加大财务困境中经理人的道德风险。其次,本文分析了金融机构信贷独立性如何影响困境企业经理人的自利行为。研究结果揭示,加强金融机构信贷决策的独立性,对于约束国有困境企业经理人的自利行为、提高国有企业的债务治理效果有积极意义。最后,本文的研究结果有助于我们澄清预算软约束发生作用的机制。预算软约束是国有企业一个固有的问题,政府干预从制度和公共治理环境层面上还为预算软约束提供了外部诱因。

二、理论分析与假设的提出

当公司遭遇财务困境时,一些公司治理机制得以触发或强化,对管理者自利行为起到了一定的抑制作用。例如 Cyert 等(2002)指出,当破产风险加大时,外部大股东易发动接管,董事会被迫加强内部治理,对薪酬的监督更加严厉。然而,政府所营造的制度和公共治理环境会影响企业的公司治理,特别是外部治理的有效性。当政府干预程度较弱时,外部环境对公司治理造成干扰的因素较少。面对财务困境,理性管理者会设法降低不必要的支出,提高管理效率,降低破产概率,自利行为会有所减弱。反之,当政府干预较严重时,公司治理机制受到阻挠,管理者代理成本可能加大。首先,政府的干预使经济运行中处处隐藏“掠夺之手”,其表现包括,设置繁多的审批程序、官商合谋、司法腐败、分利集团和部门利益扩展造成的国家局部被控等(赵奉军,2003)。这些现象驱使经理人主动寻租。特别是当企业陷入困境时,经理人试图通过向官员输送利益获得救助(如税费减免、补贴等),同时也赢得政治保护。其次,当企业承担政策性负担时,管理者有动机和能力通过职务消费等方式最大化个人福利,并将由此造成的损失归咎于社会性负担引发的成本。政府因无法分辨造成企业亏损的原因是管理层经营不善,还是企业承担了过多的政策性负担,而只能对所有承担政策性负担的亏损企业进行补贴(林毅夫等,2004)。由此可以预期这类企业的管理者道德风险更严重。再次,当政府干预程度较低、市场环境较为透明时,控制权市场的活跃度相对较高。然而在一些地区,政府为

实现政策性目标甚至会要求当地盈利企业收购亏损企业(潘红波等,2008),这使得并购威胁演变成了一种对施救的预期。最后,政府干预程度较低时,公司法、证券法、破产法、有关并购接管及行业竞争等方面的法律法规得以更加严格执行,对产权与投资者利益的侵害也较少(夏立军等,2005),这将有利于股权的多元化,并吸引更多的海外投资者,从而对公司治理机制的建设起到推动作用。由此,我们提出假设 1。

假设 1:相对于没有发生财务困境的公司,当政府干预程度较低时,困境公司的管理者自利行为会有所减弱,但随着政府干预程度的增强,困境公司管理者自利行为减弱的程度将趋缓。

在政府强干预的条件下,商业银行放贷决策的独立性往往难以保证,事前放贷和事后监督的自主性常常受到干扰,致使债务治理效应难以有效发挥。田利辉(2005)认为,借款企业和贷款银行同属国家所有产权是银行贷款和企业经理腐败协同关系存在的必要条件。政府控制的困境企业通过政府控制的银行获得间接资金扶持的案例普遍存在。鉴于政府有稳定经济的目标,银行对政府产生了隐性担保的预期,不担心自己会发生破产清算,因此,往往不会拒绝政府的援救计划,向亏损的国有控股公司提供再贷款(辛清泉等,2006)。此外,国有银行本身也存在严重的预算软约束。为了掩饰自己第一期放贷行为的错误,银行可能会对亏损企业实施“借新还旧”而不关心企业的真实经营状况(李双金等,2010)。政府对银行等金融机构信贷决策的干预越强,这种双重预算软约束问题越严重,财务困境企业的管理者越缺乏动机克制自利行为。对于非政府控制的企业,虽然部分高管也具有政治背景或与银行保持着某种特殊关系,且地方政府为保护地方经济也有对非政府控制公司进行援助的可能性,但相对于政府实际控制的公司,这类公司接受政府援助的机会和幅度都要低得多(田利辉,2005),经理人自利行为对金融机构信贷决策自主性的反应也不如政府控制的公司敏感。由此,我们提出假设 2。

假设 2:对于政府控制的公司,当金融机构信贷决策受到政府干预的影响较弱时,财务困境期间管理者自利行为会有所削弱;政府对金融机构信贷决策干预程度越强,财务困境期间管理者自利行为增加的倾向越严重。对于非政府控制的公司,困境期间的管理者自利行为对金融机构信贷决策自主性的变化不敏感。

三、研究设计

(一)样本选取

本文以 2000—2006 年作为财务困境样本选取的时间窗口,将此期间中国沪深两市 A 股中满足以下两个条件之一的上市公司界定为财务困境公司:(1)连续两年 EBITDA 小于利息费用;(2)资不抵债。困境样本的观测期持续

到该公司脱离困境为止,即上述两个条件的指标恢复正常。直至2006年尚未恢复的困境公司,观测期截至2006年。对于样本期间多次陷入困境的公司,本文只考虑第一次发生困境的情形。管理者自利回归的自变量均滞后于因变量一年。

初始样本中剔除了金融行业的上市公司,并将2000—2007年发生控制权转移的公司剔除,最后得到财务困境公司149家。按照1:1的比例逐一找出与困境配对的公司,配对条件优先顺序如下:(1)以中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》所规定的分类原则和方法为标准,找出与财务困境公司同处一个行业的全部公司。制造行业按《上市公司行业分类指引》中行业编码单字母加一位数字的原则查找,其他行业则按单字母相同的原则查找。(2)计算财务困境公司发生困境前三年的总资产平均值,在满足前一个条件的所有正常的公司(除去ST公司及满足本文所定义的财务困境公司)中计算相应年份的公司总资产平均值,并找出与该困境公司最接近的一家正常公司。最后我们的样本为2000—2006年困境公司陷入困境前和困境期间的观测值,以及配对的正常公司在这一期间的全部观测值,包括298家公司,共1829个观测值。对于连续变量我们进行了Winsorize处理。

(二)模型设计与变量定义

财务困境为二分类选择变量,作为管理者自利的解释变量可能造成选择性偏误问题(selectivity bias),因此,本文使用Maddala(1983)的处理效应模型两步估计法控制这一问题。第一步,建立结果回归方程,即式(1),估计财务困境的Probit概率,得出Mills逆转比率;第二步,将Mills逆转比率作为一个自变量引入式(2),建立处理回归方程。

$$\text{Distress}_{it-1}^* = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Lev}_{it-1} + \gamma_2 \text{ATO}_{it-1} + \gamma_3 \text{Liqui}_{it-1} + \gamma_4 \text{ROS}_{it-1} + \gamma_5 \text{Sgrow}_{it-1} + \gamma_6 \text{Board}_{it-1} + \gamma_7 \text{CR}_5_{it-1} + \sum_{t=1}^6 \text{Year}_t + \nu_{it} \quad (1)$$

其中,当 $\text{Distress}=1$ 时, $\text{Distress}^* \geq 0$;当 $\text{Distress}=0$ 时, $\text{Distress}^* < 0$ 。

$$\begin{aligned} \text{Self}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Distress}_{it-1} + \beta_2 \text{Interfer}_{it-1} + \beta_3 \text{Interfer}_{it-1} \times \text{Distress}_{it-1} \\ & + \beta_4 \text{Control}_{it-1} + \beta_5 \text{FCF}_{it-1} + \beta_6 \text{Sgrow}_{it-1} + \beta_7 \text{Board}_{it-1} \\ & + \beta_8 \text{Lev}_{it-1} + \beta_9 \text{CR}_5_{it-1} + \sum_{t=1}^6 \text{Year}_t + \rho \sigma \text{Mills}_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

实证分析使用变量如表1所示。Self是主回归方程的被解释变量,代表管理者自利,分别由两个变量表示:一是借鉴曾亚敏等(2009)的衡量方法,使用管理费用率(Expense)代表职务消费;二是使用经行业平均标准化的薪酬与营业收入之比表示经理人为自己支付的超常薪酬(Extra_compen)。

表 1 变量说明

	变量名称	计算方法
因变量	Expense	管理费用率=管理费用/营业收入×100%
	Extra_compen	超常薪酬=董事、监事和高级管理人员年度报酬总额/营业收入×100%—行业平均的董事、监事和高级管理人员年度报酬总额/行业平均营业收入×100%
	Distress	表示公司是否处于困境,是则取值为 1,否则取值为 0
检验变量	Govern	根据上市公司注册地所处地区的市场化指数中“减少政府对企业的干预”指标(樊纲等,2006)值,若该指标值小于全国平均水平则取值为 1,否则取值为 0
	Overemploy	根据世界银行(2007)编制的地区“平均冗员率”,该指标值明显较小的东南地区和渤海地区取值为 0,其他地区取值为 1
	Credmar	取值于上市公司注册地所处地区的“信贷资金分配的市场化”指标(樊纲等,2006),这一指标先分别计算了金融机构对国有企业信贷资金的分配与国有企业产出之比,及对非国有企业的信贷资金分配与非国有企业产出之比,然后得出二者间的偏离
	Control	表示公司实际控制人的哑变量,若公司实际控制人为政府机构或国有企业的则取值为 1,否则取值为 0
控制变量	FCF	自由现金流量相对额=(折旧和摊销+营业利润—所得税—分配股利、利润或偿付利息支付的现金)/平均总资产×100%
	Sgrow	销售收入增长率=(本期营业收入—上期营业收入)/上期营业收入×100%
	Board	董事会持股比率=董事会成员持有股票总数/总股本×100%
	Lev	资产负债率=总负债/总资产×100%
	CR_5	大股东持股比率=前五大股东持有股票总数/总股本×100%
	Year	表示年度虚拟变量,控制不同年份宏观经济因素的影响,本文共设 6 个年度虚拟变量
	ATO	资产周转率=营业收入/平均总资产
	Liqui	流动比率=流动资产/流动负债×100%
	ROS	销售利润率=主营业务利润/主营业务收入×100%

为检验假设 1,用 Interfer 来代表政府干预程度,以两个变量进行衡量:一是樊纲等(2006)编制的“减少政府对企业的干预”,该指标在对企业进行抽查的基础上计算出企业主要管理者花在与政府部门打交道的的时间占其工作时间的比重,反映了政府工作人员利用职权向企业寻租的程度;二是世界银行(2006)提供的“平均冗员率”,体现了企业所承受的政策性负担。Interfer×Distress 为政府干预与财务困境的交互项,用以检验公司在财务困境期间政府干预对管理者自利的影响。

为检验假设 2,我们使用樊纲等(2006)编制的“信贷资金分配的市场化”指标,即表 1 中的 Credmar 表示金融机构对国有企业和非国有企业在信贷资金分配上的偏差,它反映了政府通过干预金融机构信贷决策,影响信贷资金分配的程度。^①对于假设 2 的检验,第一步同样使用式(1)构造结果回归方程,第二步使用式(3)建立处理回归方程。由于 Credmar 是一个连续变量,为减弱多重共线性的影响,我们对相关的交互项都进行了中心化处理。

$$\begin{aligned} \text{Self}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Distress}_{it-1} + \alpha_2 \text{Credmar}_{it-1} + \alpha_3 \text{Distress}_{it-1} \times \text{Credmar}_{it-1} \\ & + \alpha_4 \text{Distress}_{it-1} \times \text{Control}_{it-1} + \alpha_5 \text{Distress}_{it-1} \times \text{Credmar}_{it-1} \times \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Control}_{it-1} + \alpha_6 \text{Control}_{it-1} + \alpha_7 \text{FCF}_{it-1} + \alpha_8 \text{Sgrow}_{it-1} + \alpha_9 \text{Board}_{it-1} \\ & + \alpha_{10} \text{Lev}_{it-1} + \alpha_{11} \text{CR}_5_{it-1} + \sum_{t=1}^6 \text{Year}_t + \rho \sigma \text{Mills}_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (3) \end{aligned}$$

除政府干预变量以外,其他数据来源于 CCER 数据库和上市公司年报。描述性统计结果如表 2 所示。一些困境公司的营业收入为 0,为方便相关指标计算,对这些公司的营业收入取值 1 元。

表 2 变量的描述性统计分析

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Expense	1 829	13.33	9.16	11.43	3.12	40.77
Extra_compen	1 829	0.07	0.03	0.21	-0.29	0.49
FCF	1 829	0.50	1.30	4.61	-8.50	6.68
Sgrow	1 829	10.92	9.87	28.69	-35.27	59.58
Board	1 829	0.01	0.01	0.02	0.00	0.05
Lev	1 829	50.80	50.49	15.18	28.15	75.98
CR_5	1 829	55.28	56.15	11.73	36.46	71.25
ATO	1 829	0.59	58.52	0.19	0.31	0.88
Liqui	1 829	137.57	126.91	57.05	61.57	246.81
ROS	1 829	20.20	18.40	10.55	5.94	38.60

注:Expense、Extra_compen、FCF、Sgrow、Board、Lev、CR_5、Liqui 和 ROS 使用的是百分值。

四、实证结果与分析

(一)结果方程的回归结果及分析

如表 3 所示,在第一阶段的结果回归方程中,资产负债率(Lev)的系数显著为正,显示负债增加了困境发生的风险。流动比率(Liqui)的系数显著为正,这可能是由于在财务困境中,管理者倾向保持更高的资产流动性,以便在经营上掌握更多的自由裁量权,当出现亏损时可动用流动资产进行弥补。资产周转率(ATO)与财务困境风险呈负相关关系,表明资产运营效率高的企业发生困境的概率小。销售利润率(ROS)和销售收入增长率(Sgrow)与财务困境显著负相关,意味着绩效和成长性良好的公司发生困境的可能性明显减小。董事会持股比例(Board)的回归系数显著为负,说明管理层持股有利于缓解代理问题,从而减少困境发生的可能性。

(二)处理方程的回归结果及分析

表 4 以 Govern 和 Overemploy 作为政府干预的代表变量,报告了式(2)的回归结果,用于检验假设 1。表 5 列出了式(3)的回归结果。表 4 和表 5 的第(1)列和第(3)列为没有加入政府控制变量(Control)交互项时的结果,表 5 的第(2)列和第(4)列为加入政府控制变量(Control)交互项之后的回归结果,

表 3 第一阶段回归：财务困境的 Probit 模型

变量	回归系数	t 值
Constant	-2.091***	-5.36
Lev	0.042***	9.63
ATO	-1.731***	-9.65
Liqui	0.004***	3.10
ROS	-0.029***	-7.42
Sgrow	-0.013***	-5.84
Board	-6.182**	-2.49
CR_5	-0.001	-0.39
Year	控 制	
LR 检验	542.39(0.000)	
Pseudo R ²	0.270	
观测值	1 829	

注：***、**和*分别表示0.01、0.05和0.1的显著性水平，下表同。

用于检验假设 2。表 4 和表 5 除了列出传统的 Wald 检验外，还报告了 Bootstrap 方法估计的 t 值，从中可以看出， $\rho\sigma$ 均显著，说明样本存在自选择偏误。

在表 4 的第(1)列和第(2)列中，Distress 的回归系数都显著为负，表明在政府干预程度较低的条件下，发生财务困境的上市公司的超常薪酬有所收敛。Distress $\times$ Govern 和 Distress $\times$ Overemploy 的回归系数分别为非显著大于 0 与显著大于 0，说明随着政府干预程度的增强，困境公司的超常薪酬有增加的趋势，这一结果支持了假设 1。公司高管往往会将业绩下滑归结为某些不利的外部环境因素，特别是当公司承担较重的政策性负担时，业绩不佳被归咎于“体制”的原因，这样便降低了高管薪酬与不良业绩的敏感性。相反，在政府干预较弱的地区，经理人市场的竞争更加激烈，薪酬计划的制订也更市场化，较差的业绩必然使经理人的的人力资本价值折价。

在表 4 的第(3)和第(4)列中，Distress 的回归系数显著为负，表明在政府干预程度较低的地区，发生财务困境公司的管理者明显节制了职务消费。而 Distress $\times$ Govern 和 Distress $\times$ Overemploy 的回归结果显示，随着政府干预程度的增强，发生困境的公司对职务消费的节制程度放缓，这一结果为假设 1 提供了支持。政府干预程度较低的地区，投资者利益的保护力度和契约的法律效力较强，代理人的行为更为规范。同时，来自产品或资本市场的力量在一定程度上迫使企业降低经营成本，导致了职务消费水平的下降。相反，在政府干预较强的条件下，企业因承担了较重的政策性负担而对政府救助的预期更高，“硬约束”压力难以产生。此外，职务消费还可充当管理者寻租的利益输送通道。

表 5 是式(3)的回归结果，但在第(1)列和(3)列中我们去掉了有关 Control 的交互项，所得结果也与假设 1 的检验一致：Distress 的回归系数显著为负，Distress $\times$ Credmar 的系数显著为正，这说明发生财务困境时，银行的信贷决策受政府干预越强，上市公司管理者自利行为越严重。

表 4 政府干预对管理者自利的影响

变量/参数	Extra_compen		Expense	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.241*** (6.49) [6.15]	0.234*** (6.25) [5.93]	19.635*** (10.40) [10.78]	19.423*** (10.20) [8.28]
Distress	-0.129*** (-2.93) [-2.23]	-0.138*** (-3.14) [-2.02]	-4.127* (-1.83) [-1.29]	-4.704** (-2.10) [-1.63]
Govern	0.013 (1.27) [1.33]		0.227 (0.43) [0.46]	
Distress×Govern	0.021 (1.06) [0.85]		4.430*** (4.28) [2.87]	
Overemploy		0.015 (1.41) [1.76]		0.136 (0.26) [0.30]
Distress×Overemploy		0.032** (1.99) [2.22]		5.235*** (5.13) [4.71]
Control	-0.072*** (-7.13) [-6.95]	-0.072*** (-7.09) [-5.41]	-3.518*** (-6.78) [-6.37]	-3.500*** (-6.76) [-6.62]
FCF	-0.003** (-2.19) [-2.07]	-0.003** (-2.21) [-1.81]	-0.396*** (-5.36) [-5.41]	-0.396*** (-5.37) [-3.91]
Sgrow	-0.002*** (-7.69) [-6.74]	-0.002*** (-7.69) [-5.34]	-0.118*** (-9.98) [-7.37]	-0.118*** (-10.00) [-8.33]
Board	-0.872*** (-2.77) [-3.15]	-0.866*** (-2.75) [-2.87]	-17.608 (-1.10) [-1.04]	-17.772 (-1.11) [-1.17]
Lev	0.0001 (0.04) [0.04]	0.0001 (0.03) [0.02]	0.057** (2.25) [1.85]	0.059** (2.32) [1.76]
CR_5	-0.0008*** (-1.95) [-1.93]	-0.0008* (-1.87) [-2.12]	-0.069*** (-3.21) [-3.39]	-0.067*** (-3.12) [-3.16]
Year	控制	控制	控制	控制
$\rho\sigma$	0.125*** (5.30)	0.126*** (5.37)	6.315*** (5.22)	6.279*** (5.22)
ρ	0.622	0.628	0.611	0.609
Wald χ^2 (P 值)	616.81*** (0.000)	620.19*** (0.000)	668.86*** (0.000)	681.45*** (0.000)

注：***、**和*分别表示 wald 检验下 0.01、0.05 和 0.1 的显著性水平。圆括号中数字为 Wald 检验下的 t 值，方括号中数字为 bootstrap 方法估计的 t 值，下表同。

在表 5 的第(2)列和(4)列中，Distress 的系数显著为负，Distress×Credmar 的系数为正。这表明当财务困境发生时，非政府控制的公司管理者自利行为明显减少，但随着金融机构信贷决策干预程度的增加，管理者自利行为没有明显的变化。相反，Control 和 Distress×Control 的系数显著为负，Distress×Credmar×Control 的系数显著为正，这表明国有控制权的存在有利于加强对经理人的监督。当困境发生时，在银行等金融机构的信贷决策不受政府干预的条件下，政府控制的公司中经理人的代理行为也得到较强的约束，但随着政府对金融机构信贷决策干预的加强，双重预算软约束问题显现，职务消费和超常薪酬出现增加的趋势。表 5 的结果支持了假设 2。

在转轨经济中，政府对国有企业的援助形式通常不是直接拨款，而是通过政府官员和银行发放政策性贷款或干预性贷款。我国大部分商业银行基本上由中央或地方政府直接控股或通过国有企业间接控股(田利辉,2005)。中央政府以国家信用为其控制的商业银行提供了隐性担保，这些银行可以很方

便地将金融风险转嫁给中央政府。中央政府的这种做法使地方政府意识到，对这些银行金融资源的争夺是一种高收益、低成本的理性选择。因此，地方政府将这些银行作为“第二财政”，这些银行与地方国有企业间的债权债务关系也就成为一种典型的关系型融资，同样是软约束的。这样，地方国有企业的融资风险最终转嫁给了中央政府（巴曙松，2005）。虽然民营企业也能通过贿赂等手段获得政府和支持，但民营企业的成败与官员的政治晋升的关联度相对较弱，政府施救的动机较小，银行通常不愿承担贷款风险为其输入资金。因此，非政府控制公司的管理者自利行为对银行信贷的自主性并不敏感。

表 5 金融机构信贷决策独立性对管理者自利行为的影响

变量/参数	Extra_compen		Expense	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.214 *** (5.26) [5.42]	0.193 *** (4.76) [4.46]	19.037 *** (9.27) [9.83]	18.182 *** (8.89) [8.80]
Distress	-0.120 *** (-2.86) [-2.35]	-0.115 *** (-2.54) [-2.26]	-0.518 *** (-2.94) [-2.17]	-0.609 *** (-2.80) [-1.98]
Credmar	0.006 ** (2.06) [1.95]	0.006 ** (2.22) [2.44]	0.102 (0.70) [0.76]	0.120 (0.84) [0.87]
Distress×Credmar	0.003 * (1.75) [1.66]	0.005 (0.63) [0.47]	0.966 *** (3.95) [2.95]	0.240 (0.61) [0.42]
Distress×Control		-0.158 *** (-6.95) [-5.95]		-6.005 *** (-5.08) [-3.78]
Distress×Control ×Credmar		0.003 ** (2.29) [2.23]		1.062 ** (2.35) [1.91]
Control	-0.072 *** (-7.11) [-5.98]	-0.033 *** (-2.80) [-2.80]	-3.509 *** (-6.76) [-6.61]	-1.844 *** (-3.10) [-2.86]
FCF	-0.003 ** (-2.29) [-2.05]	-0.004 *** (-2.63) [-2.55]	-0.387 *** (-5.22) [-4.19]	-0.409 *** (-5.57) [-5.83]
Sgrow	-0.002 *** (-7.69) [-7.21]	-0.002 *** (-7.50) [-6.73]	-0.114 *** (-9.74) [-9.11]	-0.111 *** (-9.56) [-7.20]
Board	-0.904 *** (-2.89) [-3.27]	-0.928 *** (-2.98) [-3.67]	-17.793 (-1.13) [-1.22]	-19.302 (-1.23) [-1.16]
Lev	0.0001 (0.04) [0.04]	0.0001 (0.27) [0.28]	0.049 * (1.95) [1.46]	0.0406 (1.61) [1.24]
CR_5	-0.0008 * (-1.96) [-1.54]	-0.0008 ** (-2.02) [-1.97]	-0.0676 *** (-3.18) [-3.68]	-0.0681 *** (-3.22) [-3.26]
Year	控制	控制	控制	控制
$\rho\sigma$	0.123 *** (5.26)	0.129 *** (5.55)	5.670 *** (4.75)	5.830 *** (4.91)
ρ	0.615	0.646	0.556	0.575
Wald χ^2	616.85 ***	680.82 ***	671.86 ***	722.31 ***
(P 值)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

我们还对上述结论进行了以下方面的稳健性检验：(1)上述实证分析采取的是非随机配对取样方法，为检验困境与正常公司 1：1 的配对方式是否存在明显的取样偏误，我们进一步采取了 1：2 的配对方式。(2)我们使用上市公司注册地所处地区的“其他税费与销售比”指标（世界银行，2006）衡量政府干预，它由企业缴纳的除增值税和所得税之外的其他税收与各种行政费用之和占企业销售收入百分比计算得出。该指标代表了政府是否过多地干预市场资源的分配，通过税负和摊派等手段加重企业负担。(3)对式(1)中的外生性变

量主营业务利润率(ROS)、资产周转率(ATO)和流动比率(Liqui)分别减少一个或两个变量,重新估计处理效应模型,主要结论没有发生实质性变化。

五、结 论

本文选取了2000—2006年发生财务困境的公司及其配对公司作为样本,分析了在财务困境事件的背景下,政府干预对管理者自利行为的影响,探寻政府干预是否弱化了破产威胁与债务治理等外部治理机制,从而使财务困境公司的经理人代理行为难以节制。研究发现,在政府干预较弱的条件下,财务困境公司与非困境公司相比,管理者削减了自利行为。但随着政府干预程度的加强,困境公司管理者削减自利行为的倾向趋缓。对于政府控制的公司,当金融机构信贷决策受政府干预的影响较弱时,财务困境期间管理者自利行为会有所削弱;但随着政府对金融机构信贷决策干预的加强,预算软约束问题显现,管理者自利行为出现加重的趋势。对于非政府控制的公司,困境期间管理者自利行为对金融机构信贷决策的自主性并不敏感,这意味着降低政府的干预程度有助于缓解财务困境公司经理人的代理问题。打击官商合谋及寻租性腐败是约束财务困境公司管理者自利行为的必要条件。加强金融体系的市场化运作、提高商业银行信贷决策的独立性,将有利于抑制国有企业经理人在财务困境中的机会主义行为。

注释:

①在计算该指标值时,樊纲等(2006)采用的公式为:指标得分 = $(V_{\max} - V_i) / (V_{\max} - V_{\min}) \times 10$,即原始数据越高,指标得分越低,市场化程度也越低。本文使用该指标意在衡量政府对信贷决策的干预程度,因此将这一指标进行逆化处理,逆化后的指标得分 = $1 - (V_{\max} - V_i) / (V_{\max} - V_{\min}) \times 10 = (V_i - V_{\min}) / (V_{\max} - V_{\min}) \times 10$,指标数值越大,表示政府干预信贷决策程度越高。

主要参考文献:

- [1]巴曙松,刘孝红,牛播坤.转型时期中国金融体系中的地方治理与银行改革的互动研究[J].金融研究,2005,(5):25—37.
- [2]林毅夫,李志赟.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究,2004,(2):17—27.
- [2]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2006年报告[M].北京:经济科学出版社,2007.
- [4]李双金,郑育家.控制权收益、道德风险与软预算约束[J].财经研究,2010,(5):123—132.
- [5]潘红波,夏新平,余明桂.政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J].经济研究,2008,(4):41—52.
- [6]世界银行.政府治理、投资环境与和谐社会:中国120个城市竞争力的提升[M].北京:中国财经出版社,2007:1—118.
- [7]田利辉.国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J].管理世界,2005,(7):123

—128.

- [8]辛清泉,林斌. 债务杠杆与企业投资:双重预算软约束视角[J]. 财经研究, 2006,(7): 73—83.
- [9]赵奉军. 转轨经济中的“掠夺之手”[J]. 当代经济研究, 2003,(3):19—23.
- [10]曾亚敏,张俊生. 税收征管能够发挥公司治理功用吗? [J]. 管理世界, 2009,(3): 143—151.
- [11]Cyert R M, Kang S-H, Kumar P. Corporate governance, takeover and top-management compensation: Theory and evidence [J]. Management Science, 2002, 48(4):453—469.
- [12]Maddala G S. Limited dependent and qualitative variables in econometrics[M]. Cambridge:Cambridge University Press, 1983.

Financial Dilemma, Government Intervention and Management Self-interest

DENG Xiao-lan¹, LIAN Yu-jun², WANG Ting¹

(1. School of Management, Fuzhou University, Fuzhou 350108, China;
2. Lingnan College, Sun Yat-Sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: This paper employs the treatment effect model to investigate the effect of government intervention on management self-interest behavior from the angle of financial dilemma. The results indicate that under low level of government intervention, management self-interest behavior in companies with financial dilemma is weakening compared to companies without financial dilemma; the stronger the level of government intervention is, the smaller the weakening level of management self-interest behavior is. As for government-controlled companies, management self-interest behavior in companies with financial dilemma is weakening when government intervention weakly affect the credit decision-making of financial institutions; as the government intervention on the credit decision-making of financial institutions strengthens, the management self-interest behavior in companies with financial dilemma becomes more serious. In non-government controlled companies, the management self-interest behavior in companies with financial dilemma is not sensitive to financial institutions' autonomy in credit decision-making.

Key words: government intervention; financial dilemma; management self-interest; treatment effect model

(责任编辑 金 澜)