

学校编码：10384
学号：27820141500154

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

政府补贴与企业投资研究

The Study on Government Subsidies and Corporate
Investment

吴训彬

指导教师姓名：胡金帅 副教授

专 业 名 称：会计学

论文提交日期：2017 年 4 月

论文答辩时间：

学位授予日期：

答辩委员会主席： _____

评 阅 人： _____

2017 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

政府补贴与企业投资研究

摘要

在我国，上市公司享受着规模可观的政府补贴资金。合理及科学地使用政府补贴资金对于企业的长远发展具有重要的意义。目前国内学术界的研究重点主要是政府补贴的动机、效果和政府补贴对企业经营活动及经营业绩的直接影响，但关于政府的补贴行为对上市公司投资效率的影响，以及融资约束对企业使用补贴资金效率的影响等深层次方面的研究甚少。考虑到企业投资质量是决定一个企业的长期盈利能力和公司价值的关键因素，本文对解析政府补贴如何作用于公司代理人行为和企业长期业绩表现将有深远的意义。

本文以 2000-2015 年 A 股上市非金融公司为研究对象，通过采用 Heckman 两阶段模型，建立多元线性回归方程，着重检验政府补贴对上市公司投资效率的影响以及融资约束对企业使用补贴资金效率的影响。本文的研究发现如下：

总体而言，政府补贴将会降低上市公司的投资效率。通过将企业投资效率区分为投资过度和投资不足，笔者发现政府补贴分别加剧了企业投资过度和缓解了企业投资不足的状况。同时，融资约束也确实是影响公司使用补贴资金效率的因素之一，即政府补贴将降低不受融资约束企业的投资效率。在进一步区分了企业的产权性质、所处地区市场化水平以及政府干预程度等因素后，笔者发现民营企业、所处地区市场化水平高的企业以及政府干预程度低的企业使用补贴资金的效率更低。

本研究可能的学术贡献主要体现在以下几个方面：在研究构思方面，本研究具有一定的创新性，系统、深入地对政府补贴行为对中国上市公司投资效率的影响进行分析。在研究方法方面，将 Heckman 两阶段模型应用于所有回归模型中，解决了潜在的样本自选择的问题。在研究结论上，本文有助于进一步揭示政府补贴的经济后果及其作用机制，为更加客观地评价和完善政府补贴政策提供了重要借鉴。

关键词：政府补贴；企业投资；融资约束

Abstract

In China, listed companies receive a considerable amount of government subsidies. For the sake of the long-term development of enterprises, it is of great significance to utilize government subsidies properly. Currently, the domestic academic research is mainly focused on the motivation and effects of the government subsidies and the direct effect of the government subsidies on the business activities and operating performance of the enterprises. However, there are few deep-level studies that concentrate on the effect of the government subsidies on the investment efficiency of the listed companies and that under financial constraints. Since the quality of business investment is a key factor in determining the long-term profitability and corporate value of an enterprise, this thesis will have profound implications for analyzing how government subsidies can act on agent problem and cooperate long-term performance.

The sample of this study is drawn from listed A-share non-financial firms in China from 2000 to 2015. Based on the Heckman two-stage model, I apply multivariate linear regression equations, which focus on the effect of the government subsidies on the investment efficiency of the listed companies and that under financial constraints. The findings of this thesis are as follows:

On the whole, government subsidies will reduce the efficiency of investment in listed companies. By grouping the types of investment efficiency into overinvestment and underinvestment, I find that government subsidies exacerbate overinvestment and relieves underinvestment of the firm respectively. Meanwhile, financial constraints are indeed one of the factors that affect the efficiency of the company's usage of subsidized funds. Government subsidies will lower the efficiency of investment of corporates which are not in financial constraints. After further distinguishing the nature of the property rights of enterprises, the level of marketization and the degree of government intervention in the region, we find that private enterprises, enterprises in the high level of marketization region and the low degree of government intervention enterprises tend to employ government subsidies less efficiently.

This study may have following academic contribution: firstly, the research idea is

rather innovative in which analyzes the impact of government subsidies on the investment efficiency of Chinese listed companies in a systematic and deep manner. Secondly, about the research method the Heckman two-stage model is applied to all regression models, which solves the potential sample self-selection problem. Finally, this thesis will help to further reveal the economic consequences of government subsidies and its mechanism. It will provide a better objective evaluation and subsidy policy for government to draw on.

Key Words: Government Subsidies; Corporate investment; Financial Constraints.

目录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与问题的提出.....	1
第二节 研究思路、主要内容与研究框架.....	2
第三节 研究发现及贡献.....	4
第二章 文献综述	7
第一节 政府补贴的效果、动机及影响因素.....	7
第二节 政府补贴与企业投资.....	9
第三节 融资约束与企业投资.....	10
第三章 理论依据与制度背景	13
第一节 理论依据.....	13
第二节 制度背景.....	16
第四章 研究设计	17
第一节 理论分析与研究假设.....	20
第二节 数据来源及变量定义.....	22
第三节 模型的建立及相关说明.....	23
第五章 实证结果	28
第一节 变量的描述性统计.....	28
第二节 回归结果分析.....	28
第六章 主要结论、政策建议	33
第一节 主要研究结论.....	33
第二节 政策建议.....	34
数据结果	36
【参考文献】	44
致谢.....	48

Contents

Chapter1 Introduction	1
§1 Research Background and Research Questions.....	1
§2 Main Contents and Research Framework.....	2
§3 Research Findings and Contribution	4
Chapter2 Literature Review	7
§1 The Effect,Motivation and Influential Factors of Government Subsidies	7
§2 Government Subsidies and Corporate Investment.....	9
§3 Financial Constraints and Corporate Investment	10
Chapter3 Theoretical Basis and Institutional Background	13
§1 Theoretical Basis	13
§2 Institutional Background	16
Chapter4 Research Design	20
§1 Theoretical Analysis and Hypothesis Development	20
§2 Data Sources and the Definiton of Variables	22
§3 The Establishment and Description of Model.....	23
Chapter5 Empirical Results.....	28
§1 Descriptive Statistical Analysis	28
§2 Empirical Results Analysis.....	28
Chapter6 Conclusions and Policy Suggestion	33
§1 Reseach Conclusions	33
§2 Policy Suggestion.....	34
Data Results	36
Reference	44
Acknowledgements	48

第一章 导论

第一节 研究背景与问题的提出

政府补贴是政府采取的一种经济干预手段，是政府对资源的再一次分配。政府旨在通过政府补贴这种资源配置的方式来影响企业生产经营决策和盈利状况，其目的是为了改善“市场失灵”，以期达到社会福利的最大化。

在我国，企业获得的补贴种类多样，企业间补贴数额大小各异。常见的形式有：对研究开发项目的补贴；对政策性产业引导的补贴，如对购买节能产品和环境保护设备的退税；对提供公共物品的公司进行补偿，如对水电、交通运输企业的亏损补贴等。

研究显示，中国上市公司享受着规模可观的政府补贴资金。根据唐清泉和罗党论（2007）的研究，在2002–2004年间，中国上市公司中平均每年有40%–50%不同程度地享受着地方政府的各类补贴，年补贴总额度高达69亿元，占主营业务收入的近1%。同样，余明桂等（2010）的统计表明，中国民营上市公司在2002–2007年间取得的各类政府补贴收入平均约占其净利润的12%。一方面，政府补贴的规模及数额如此可观，导致一些企业已经从偶尔“吃补”的状况发展到把补贴作为其赖以生存的“主食”。另一方面，政府补贴在实际使用中的经济效率却并不如政府决策者所预想的。现有研究结果显示，政府补贴对公司经营业绩的作用有限，且这种作用在不同公司之间存在显著差异（如潘越等，2009；余明桂等，2010；郭剑花和杜兴强，2011；邵敏和包群，2012；Tzelepis and Skuras, 2004；Bernini and Pellegrini, 2011）。基于以上事实及已有研究，笔者提出如下研究问题：

（1）毫无疑问，公司获得政府补贴将增加其自身当前及未来的现金流，这对公司是有利的一方面。与此同时，已有研究表明，政府补贴可能会降低公司治理的水平（e.g., Rajan et al., 2007），那么公司能否妥善使用其获得的政府补贴？具体到本文的研究目标上，政府补贴将如何影响公司投资的效率？政府补贴会促使企业将获得的现金流用在“刀刃”上，提高公司投资效率，还是被无度挥霍而降低了企业投资效率？从另一个角度来说，政府补贴会增加公司的过度投资还是缓解了公司的投资不足？

(2) 在考虑公司投资效率时，融资约束 (Financial constraints) 是一个不可被遗漏的因素之一。融资约束指的是当企业的内外部融资成本存在差异时，企业外部融资所受到的约束。Fazzari 等 (1988) (FHP) 依据信息不对称理论提出了融资约束假说，证明了企业融资约束程度将影响其投资—现金流敏感性。具体到本文而言，笔者想了解融资约束如何作用于政府补贴资金的使用效率？

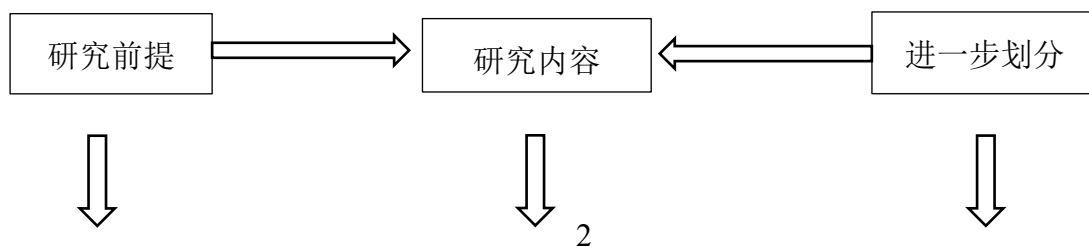
(3) 在中国特殊的公有制背景及转型经济制度下，在讨论政府补贴时往往还需要考虑到公司的产权性质 (如潘越等, 2009; 郭剑花等, 2011; 杨洋等, 2015)。在本文中，笔者想了解企业不同的产权性质是否对政府补贴的使用效率产生影响？是国有企业还是民营企业更可能合理地运用政府补贴资金？

(4) 由于我国各地区之间的资源富庶程度、财政收入水平等方面不尽相同，这导致了地区间的市场化水平，政府干预程度等方面存在着一定的差异。在考虑上述差异后，政府补贴对企业投资效率的影响又是如何？

第二节 研究思路、主要内容与研究框架

一、研究思路

本研究在对国内外学者有关政府补贴的效果、动机及影响，政府补贴与企业投资及融资约束与企业投资的研究文献进行系统整理的基础上，研究我国上市公司的政府补贴对公司投资效率的影响。已有文献的研究成果表明，企业受到不同程度的融资约束将影响其对外投资水平，故在整体考虑政府补贴对企业投资效率的影响之后，笔者继续讨论融资约束对政府补贴使用效率的影响。此外，基于我国特殊的国情，不同产权性质的企业获得政府补贴资金的情况也可能存在着明显的差异。因此，本文还将研究不同产权性质下政府补贴对企业投资效率的影响。最后，由于我国各地区经济发展水平存在着差异，这也将可能会是影响企业使用政府补贴效率的因素之一。故本文还将进一步分析企业所处地区市场化水平以及所处地区政府干预程度的情况下，研究政府补贴对我国上市公司投资效率的影响。本文的研究思路如图 1-1 所示：



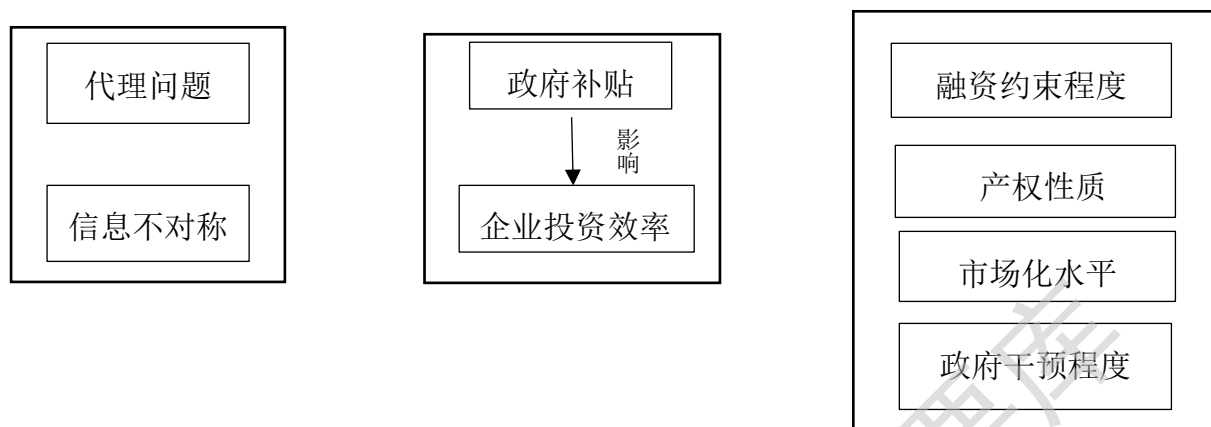


图 1-1 研究思路图

二、研究的主要内容与框架

本文研究的主要内容阐述如下：

第一章为导论，具体包括研究背景及问题的提出、研究思路、研究的主要内容与总体框架、研究发现及研究贡献。

第二章为文献综述，首先对政府补贴相关文献进行整理和总结，具体包括政府补贴的效果、动机及影响因素。其次对政府补贴与企业投资间的关系进行了梳理。最后对融资约束与企业投资之间的相关文献作系统的回顾、整理和归纳。

第三章主要介绍本研究的理论依据和制度背景。首先是分析了政府补贴影响企业投资效率的理论基础，具体包括了代理问题和信息不对称理论的阐述。其次是关于我国资本市场上与政府补贴相关的制度背景介绍。

第四章为研究设计部分。首先根据已有相关的理论以及现有学者的研究成果，提出了本文的研究假设，其次介绍了研究样本和数据来源、变量的定义方法及参考出处，最后建立了本文的检验模型并对模型进行相关说明。

第五章为本文的实证结果部分。首先是相关变量的描述性统计，其次是全方位地对本研究的回归结果进行分析。

第六章是对本文研究成果的总结，包括研究结论与政策建议。全文的框架结构如图 1-2：

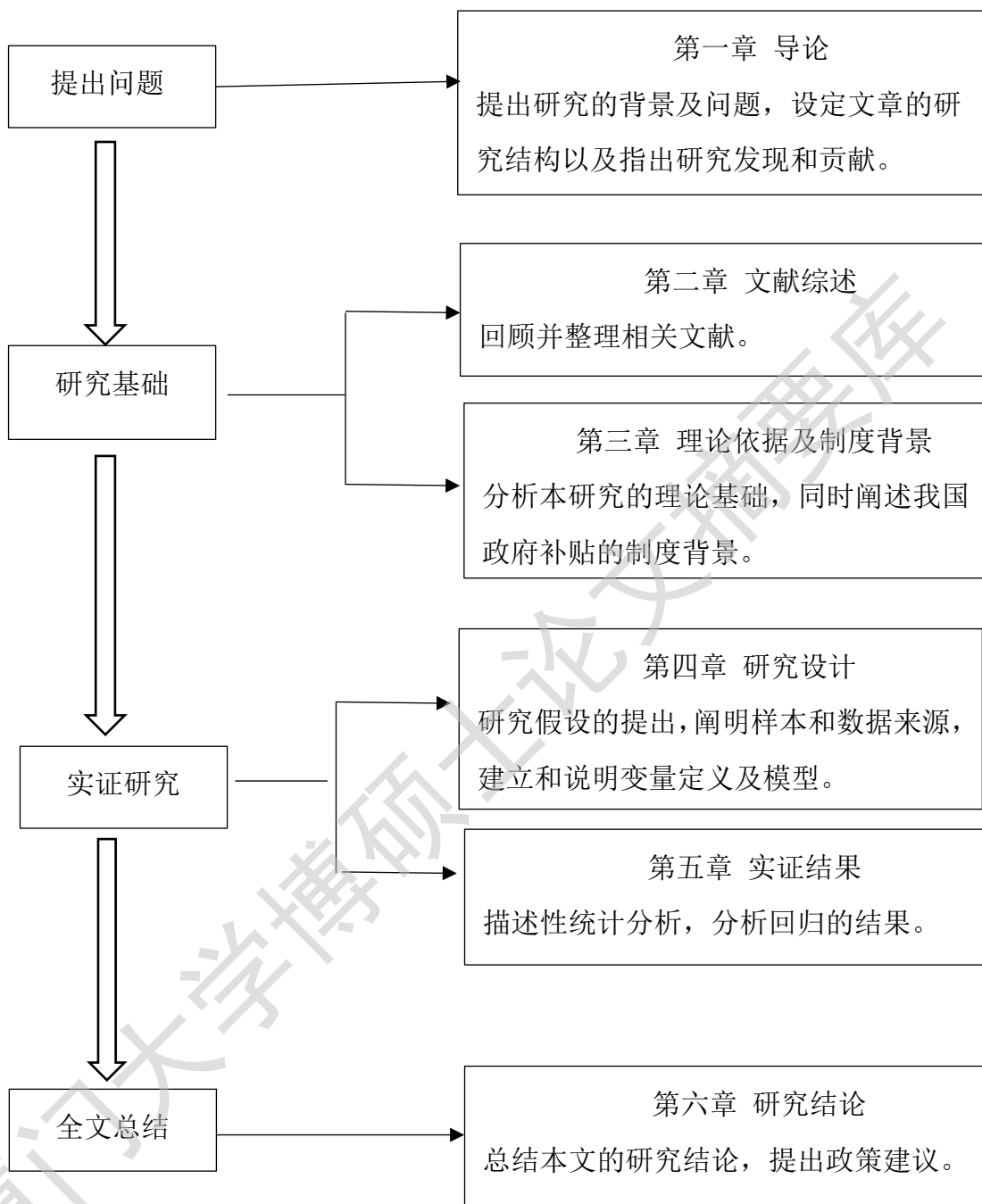


图 1-2 研究框架图

第三节 研究发现及贡献

一、研究发现

本文选取 2000-2015 年中国 A 股市场的非金融业上市公司为数据样本，通

过建立回归计量模型对政府补贴与上市公司投资效率之间的关系进行实证检验。同时深入分析了在不同融资约束程度、产权性质、市场化水平以及政府干预程度下，政府补贴对公司投资效率的影响后，得出如下结论：

总体而言，政府补贴将会降低上市公司的投资效率。通过进一步对企业投资效率的程度的区分，将企业投资效率分为过度投资和投资不足。笔者发现，政府补贴会加剧企业过度投资的程度而缓解企业投资不足的困难。同时，融资约束也确实影响公司使用补贴资金效率的因素之一，即政府补贴将降低不受融资约束企业的投资效率。在进一步区分了企业的产权性质、所处地区市场化水平以及政府干预程度等因素后，笔者发现民营企业、所处地区市场化水平高以及政府干预程度低的企业相较于国有企业、所处地区市场化水平低以及政府干预程度高的企业，其对政府补贴资金的使用效率更低。

二、研究贡献

迄今为止，现有文献研究关注的主要是政府补贴的动机、效果以及政府补贴对企业经营活动及经营业绩的直接影响。同时现有文献在理论分析方面偏重于整个宏观层面，而实证研究则集中在新能源企业等个别行业，以全体上市企业为研究样本的研究甚少。同时，对于不同产权制度、所属地区市场化水平以及政府干预程度对政府补贴使用效率的影响，有进一步分析的必要。本研究的贡献体现在以下三个方面：

第一，在研究构思方面，本文研究的选题具有一定的新颖性。现有类似研究文献关注点主要集中在新能源企业等个别行业，亦有相关文献将政府补贴的作用从可能缓解融资约束或者引起企业过度投资的“双刃剑”的角度进行研究。不同于这些研究，本文深入地分析政府补贴行为对中国上市公司投资效率的影响，以及融资约束对企业使用补贴资金效率的影响。同时结合我国特殊的转轨经济和公有制背景，考虑企业产权、所属地区市场化进程以及政府干预等因素，进一步对政府补贴资金的使用效率进行分析。

第二，在研究方法方面，将 Heckman 两阶段模型应用于所有回归模型中，解决了潜在的样本自选择的问题。同时本文应用了王小鲁等（2016）最新的地区市场化进程评分及政府干预评分，具有很强的时效性。

第三，在研究结论上，考虑到企业投资质量是决定一个企业的长期盈利能力

和公司价值的关键因素, 笔者的研究对解析政府补贴如何作用于公司代理人行为和企业长期业绩表现(包括对公司未来盈利能力、市场竞争力和企业价值的影响)将有深远的意义。本文的研究成果也将为中国各级政府制定与企业补贴相关的政策提供数据支持和有益参考。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 文献综述

第一节 政府补贴的效果、动机及影响因素

一、政府补贴效果

对于政府补贴能否真正地对公司带来积极影响，国内学者目前对此有着不同的观点。

一部分学者的研究结果表明，政府补贴能给企业带来积极的作用。唐清泉，罗党论（2007）认为政府补贴有助于上市公司社会效益的发挥。具体来说，政府补贴在帮助创造就业机会、增加社会公共物品、为当地财政提供稳定税收收入等方面作出了贡献。邵敏，包群（2012）采用广义倾向评分匹配的方法，研究了政府补贴力度大小对企业生产率带来的影响，认为在一定临界水平下，政府补贴可以提高企业生产率水平。王红建，李青原等（2015）研究发现，企业的产权性质影响了政府补贴的效果。具体而言，对国有企业的“救穷行为”（补贴亏损程度较严重的国有企业）以及对非国有企业的“救急行为”（补贴亏损程度较轻的非国有企业）有助于提升补贴价值。

然而有另一部分学者认为政府补贴对企业产生了较大的消极作用。余明桂，回雅甫等（2010）以我国民营上市公司为研究对象，研究了政府补贴的有效性。他们发现民营企业与地方政府的政治关联程度越高，其经营业绩越差。这意味着上述政府补贴会降低社会资源的配置效率。郭剑花、杜兴强（2011）的研究发现，政府补贴对存在政治联系的民营企业的公司绩效产生了积极作用，但这种作用要明显小于无政治联系的民营企业，表明政治联系实际上降低了政府补助资金的配置效率。耿强，江飞涛等（2011）认为地方政策性补贴扭曲了要素市场价格，压低了企业投资成本，进而形成产能过剩，他们建议应当减少地方政府政策性补贴的举动。赵璨，王竹泉等（2015）研究发现，企业为争取政府补贴会采取迎合行为，且该行为不利于实现政府补贴的效用。具体来说，盈利状况较差的企业往往通过负向盈余操纵的方式获得政府补贴，而盈利状况较好的企业倾向于通过寻租的方式获得政府补贴，从而弱化了企业的经营绩效。

二、政府补贴的动机

相较于国内学者对政府补贴效果的结论存在分歧,就政府补贴的动机这一话题而言,国内学者的研究结论则较为统一。政府补贴除了出于对研究开发项目的支持、对政策性产业引导、对提供公共物品的公司进行补偿等名义上原因之外,政府决策者往往通过政府补贴的方式帮助上市公司进行盈余管理。陈晓、李静(2001)的研究认为地方政府对上市公司提供政府补贴的动机十分明确,就是为了帮助上市公司取得配股资格或者保留上市资格。Chen 等(2008)运用 1994-2000 年的补贴数据,使用 Logistic 回归发现处于 ROE 为负数边缘、符合增发监管条件边缘的公司获得政府补贴的可能性显著增大从而证实了地方政府与当地上市公司合谋利用政府补贴进行盈余管理的动机。孔东民、刘莎莎等(2013)利用 2001-2010 年上市公司数据及 2001-2008 年工业企业数据库数据,发现在基于政府补贴的盈余管理动机的前提下,国有企业整体上比民营企业获得更高的政府补贴。

三、政府补贴的影响因素

从影响政府补贴因素方面而言,国内学者们主要从产权性质和政治联系角度进行研究。陈冬华(2003)通过研究地方政府对上市公司补贴收入的影响发现,具有地方政府背景的董事往往在上市公司董事会中扮演重要角色,地方政府的影响力与上市公司获取的补贴收入正相关。潘越,戴亦一等(2009)以 2002-2007 年沪深两市的 ST 公司为研究样本,发现民营企业的政治关联对企业处于财务困境时获取政府补助有显著影响,但对国有企业作用不显著。这主要是因为与国有企业相比,民营企业想通过合法渠道获得政府补贴并不容易。因此,对于想获得高额补贴资金的民营企业,通过公司高管拥有的政治关联来取得补贴收入变成了有效途径之一。作者还发现民营企业高管的政治影响力与获取的政府补贴越显著正相关。郭剑花、杜兴强(2011)以 2004-2008 年上市民营企业为研究样本,发现存在政治联系的民营企业容易受到“政府干预”,由此承担了创造就业机会的任务,因而能得到更多的政府补助。邵敏、包群(2011)利用 2000—2006 年 46,719 家工业企业平衡面板数据,采用 Heckman 选择模型的计量方法研究表明,地方政府补贴程度决定行为更多地体现了“保护弱者”的特点。同时由于国有企业往往承担着维持地方就业水平和其他经济社会职能,地方政府补贴对象的决定和补贴程度的决定均显著地向国有企业倾斜。作者还指出如果国有企业继续承担着这

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库