

财政分权、政府层级与企业过度投资 ——来自地区上市公司面板数据的经验证据

周中胜^{1,2}, 罗正英²

(1. 中国社会科学院 财政与贸易经济研究所, 北京 100836;

2. 苏州大学 商学院, 江苏 苏州 215021)

摘要:文章以我国2001—2007年的上市公司为研究样本,探讨了地区财政分权程度与国有公司所属的政府层级对企业过度投资行为的影响。研究发现,财政分权越不充分的地区,其所控制的国有公司和属地民营公司越有可能存在过度投资行为;相对于中央政府控制的国有公司,地方政府控制的国有公司和属地民营公司更有可能存在过度投资行为;地方政府的层级越低,其所控制的国有公司越有可能存在过度投资行为;GDP增速越慢的地区,其所控制的国有公司和属地民营公司越有可能存在过度投资行为。

关键词:财政分权;政府层级;过度投资

中图分类号:F275;F810.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)11-0004-12

一、问题的提出与文献综述

企业过度投资一般指在现代公司所有权与经营权相分离的情况下,在企业投资决策过程中,由于管理者通常不持有或持有较少公司股份,其有动机从自身利益出发选择有利于自己而非股东价值最大化的项目及损害企业价值的并购活动,从而使企业投资行为产生扭曲而出现过度投资问题。Jensen(1986)研究发现,自由现金流越大的公司越有可能存在过度投资,甚至投资于NPV为负的项目。Hart(1995)也发现经理有建造“经理帝国”的强烈动机。Devereux和Schiantarelli(1990)发现企业规模越大,投资现金流的相关性越强,公司的过度投资问题越严重。Vogt(1994)发现规模较大、股利水平较低企业的过度投资行为越有可能存在。那么,哪些因素可以在一定程度上抑制公司的过度投资行为呢?Jensen(1986)认为派发现金股利或举借债务可

收稿日期:2010-08-16

基金项目:国家自然科学基金项目(70872081);国家社科基金项目(11CJY014)

作者简介:周中胜(1978—),男,安徽池州人,中国社会科学院财政与贸易经济研究所博士后流动站研究人员,苏州大学商学院副教授;

罗正英(1957—),女,四川内江人,苏州大学商学院教授,博士生导师。

以有效制约过度投资行为。Richardson(2002)则发现独立董事和机构投资者等治理机构可以有效缓解企业的过度投资行为。从国内研究看,唐雪松等(2007)研究发现,我国上市公司存在过度投资行为,公司治理的改善可以在一定程度上制约这种行为。李维安和姜涛(2007)进一步研究发现,股东行为治理、董事会治理和利益相关者治理等机制能有效抑制过度投资行为,而监事会、经理层和信息披露机制的作用则不明显。魏明海和柳建华(2007)发现我国国有上市公司低现金股利政策促进了过度投资行为,公司内部治理结构与外部治理环境的改善会制约这种行为。但以上研究往往把公司所处的地区环境、政府背景和政企关系等因素作为外生变量看待而较少考虑其差异对企业过度投资行为的影响。尽管传统的投资理论认为投资与制度环境无关,但公司的投资决策往往离不开制度环境。而中国的企业行为显然更离不开政府行为与政企关系差异的影响。

基于此,本文以上市公司为研究样本,探讨了地区的财政分权程度与政府层级对企业过度投资行为的影响,以期进一步深入辨析影响企业过度投资行为的制度因素及其经济后果。相对于以往研究,我们的探索在于:(1)从我国的分权化背景出发探讨了企业过度投资问题,为理解我国企业的投资行为提供了更加丰富的视角,也为相关监管部门更好地监管公司行为和进行宏观调控提供了思路;(2)从企业投资角度为理解我国地方政府治理的现状及其可能存在的经济后果提供了经验证据,丰富了有关我国分权化改革得失的相关研究;(3)为宏观的公共治理与微观的公司治理构建了一个互相联系、互相影响的平台。

二、制度背景分析与研究假说

关于中国式分权促进中国经济增长的内在根源,钱颖一、Weingast 等提出的“中国特色的财政联邦主义”假说认为,以行政分权与财政包干为主要内容的中国式分权改革使地方政府拥有了相对自主的经济决策权和与中央分享财政收入的权利,^①在这两方面激励下,中国的地方政府有充分的动机去推动地方经济增长(Qian 和 Roland,1998;等等)。此外,近年来很多研究还从地方政府官员的个体激励角度研究中国地方政府的行为,这种观点认为中国式分权在行政分权与财政分成以外还存在政治上的高度集权,中国政府治理的一个重要特点就是将地方官员的政治晋升与地方经济发展联系起来,使地方官员为了政治晋升而在经济上相互竞争,形成了政治锦标赛模式,从而促进了地方经济发展(周黎安,2004、2007;等等)。在行政分权、财政分权激励与政治晋升激励的共同作用下,中国的地方政府拥有充分动力通过招商引资、政府投资与企业投资推动地方经济发展,从而出现了为增长而竞争的情形(张军,2008)。^②

在中国式分权背景下,地方政府与企业之间的关系经历了一个不断演进和发展的过程。20 世纪 90 年代以前,城市地区的政企关系主要体现为各级

政府与国有企业之间的关系;到了 90 年代中期以后,随着国有企业改制和“国退民进”,政企关系逐渐演变为地方政府与各类企业,包括地方政府与国企及地方政府与民企、外企之间的关系。此时,随着分权化改革的推进和国有企业的改制,地方政府和大多数民营企业 and 外资企业已经不存在行政隶属和产权关系。但是由于地方政府仍然掌握着诸如制定地方发展战略和产业政策、项目审批权、土地出让和使用权、财政资金支配权以及地方政府对银行信贷的影响力等权利,其对辖区内企业和市场的影响力不仅没有下降,反而变得更大了。此外,由于地方政府掌握充分的资源,而分权制又给予地方政府较大的自主权,很多企业也希望通过建立更紧密的政治联系(political connection)达到诸如获得财政补贴等寻租(rent seeking)目的。在这种情况下,一个地区内的企业如果想要获得更好的发展或避免被歧视,或为了获得寻租收益,就必须与地方政府建立良好的关系。罗党论和唐清泉(2009)研究发现,地方产权保护水平差、政府干预大、金融发展水平落后的地区,民营上市公司有动机与政府形成政治关系。因此,分权化改革不仅没有削弱政企关系,反而使政企关系更加密切了(周黎安,2008)。而在财政分权激励与政治晋升激励的共同作用下,地方政府也希望整合其所能控制和影响的经济和政治资源,通过与其所控制的国有企业和属地民营企业进行合作提高本地区的经济发展水平。这样企业可以为地方政府和官员提供其所需的政绩(GDP)、利税和就业,而地方政府则可以为企业提供包括行政审批、土地出让、基础设施建设以及融资和税收等在内的支持。因此,地方政府与企业之间建立了一种互联的关系型合约(王永钦,2009),即政府与企业之间的交易会跨越不同的市场和领域,这种交易的互联性和关系性会内生决定政企关系与政府对企业的干预程度。

但是,1994 年进行的分税制改革在突破传统的财政包干体制和扩大中央政府财政收入比重的同时,由于制度变迁的路径依赖,在中央政府财政收入的基数返还上对发达地区有利而对落后地区不利,加上中央一般性的转移支付规模有限,从而导致了地区间财政资源的差异不断扩大,地区经济发展也出现了重大差异(Gustafsson 和 Li,2002;等)。Tsui(2005)利用 1994—2000 年全国 2 000 多个县级行政区的数据研究发现,分税制改革之后全国各地区的财政不平等程度实际上加大了,而政府间的转移支付并没有发挥缩小地区间财政不平等的作用。

因此,在财政分权背景下,尽管各地区都有动机推动其属地公司通过投资为地方政府和官员提供其所需的 GDP 增长、就业和税收,但在财政分权不充分的地区,由于其在财政分成中所占的比例有限,其获得财政转移支付的财力也有限。于是,为更好地应对地方事务和公共服务支出,除了通过“攫取之手”向属地企事业单位和个人获取更多的预算外收入以外,政府通过干预推动其所控制的国有公司和属地民营公司参与地方经济建设,如基础设施投资、地方困难

企业的并购重组等,促进企业扩大投资支出以提高分成的基数也是一个选择。此外,这还可以为地方官员提供更多的政绩如 GDP 和就业等。受地方政府推动的企业投资行为由于投资决策的目标并非单纯的企业价值最大化而还包括其他社会职能目标如 GDP 增长、就业和税收等,因此,投资往往出现过度。

财政分权背景下的地方政府不仅会干预其所控制的国有企业的投资行为,而且其属地的民营企业也有可能存在过度投资行为,因为地方政府可以利用一些投资控制政策如投资项目审批制、土地管理权等威胁企业,强迫企业进行投资。在某些情况下,民营企业甚至比国有企业更会发生过度投资,原因是国有企业可能更少地受到地方政府的威胁。此外,随着市场化的推进,社会对民企的接受程度在提高,而国有企业长期的效益不佳和与地方经济快速发展的矛盾也促使地方政府关注一些大型民营企业,并逐渐把扶持当地民营经济的发展作为促进地方经济发展的一个重要战略,从而使一些民营企业与政府建立了良好的政治关系。这也促使一些民营企业扩大业务规模、拓展业务领域,从而可能出现过度投资。最后,由于银行为了控制信贷风险往往是根据企业名义资产规模发放贷款的,规模越大的企业越容易获取银行的贷款,贷款成本也越低;而且企业规模越大,越有可能引起政府的关注,从而在政府的帮助下通过“公关”获得银行融资并降低融资成本。因此,这也促使一些民营企业千方百计地通过并购、新建项目等方式扩大规模,从而可能出现过度投资问题。

地方政府可以通过不同方式对企业投资进行干预与控制,如对其所控制的国有公司可以通过直接任命或调派政府官员担任国企高管参与企业的投资决策,Wong 等(2004)发现 56% 的上市公司与政府和官员通过人事任免发生了密切联系。对民营企业的干预与控制则可以通过行政审批、融资、土地管理、税收和财政补贴等实现。这方面的案例有曾经轰动全国的“铁本事件”。基于以上分析,我们提出假说 1。

假说 1: 财政分权越不充分的地区,地方政府对企业的干预越强,其所控制的国有公司与属地民营公司越有可能存在过度投资行为。

中国式分权之所以取得成功,除了有“中国特色的财政联邦主义”特征的行政分权与财政分权外,很多研究认为从 80 年代开始的地方官员围绕 GDP 增长而进行的晋升竞争为其所提供的强激励也是中国地方经济取得快速发展的重要原因(周黎安,2004,2007),这也被认为是在投资者法律保护等软制度环境不健全的情况下中国经济快速发展的一个非正式的替代制度安排。在这种以经济增长为基础的“政治锦标赛模式”下(周黎安,2007),各地区、各层级地方官员政治晋升的基础是其辖地的 GDP。当然,由于我国幅员辽阔,各地区的历史地理条件和经济发展条件存在巨大差异,如果不考虑各地区的先发条件差异而直接进行比较显然只会带来负面效果,因此中央政府和各级地方政府进行官员晋升选拔时必须选择相对合适的评价基准,如 GDP 的增速。周

黎安(2005)发现,中央在考察省级领导官员的绩效时不仅看其本省的绝对经济绩效,还会参考多个可比的基准,如省级领导的前任 GDP、同期全国平均 GDP 增长率以及邻近地区的 GDP 增长率。在这种情况下,一个地区的 GDP 增速越低,越有可能影响其行政晋升。因此,我们推断 GDP 增速越慢的地区,地方政府官员为获得行政晋升机会或避免被替换,就越有动机推动其所控制的国有公司或属地民营公司进行投资扩张,以带动当地的 GDP 增长及税收、就业等其他目标的实现。而此时,企业投资行为由于投资决策的目标并非单纯的企业价值最大化而还包括其他社会职能目标如 GDP 增长、就业和税收等,因此有可能出现过度投资。基于此,我们提出假说 2。

假说 2:GDP 增速越慢的地区,地方政府对企业的干预越强,地方政府控制的国有公司和属地民营公司越有可能存在过度投资行为。

改革开放以来,我国的财政管理体制发生了重大变革,由原来的“大锅饭”体制过渡到“分灶吃饭”的新体制,当然,其中针对不同地区又采取了几种不同的模式。在这种财政包干体制下,地方政府财力不断增加,但同时中央政府的财力却一直在下降。为提高中央政府的财力,1994 年我国实行了分税制改革。但分税制改革只是调整了中央和省区政府之间的财政关系,省级以下政府间包括省与市、市与县和县与乡之间实行的仍然是财政包干制度,就具体做法来说在各地可能存在一定的差异。在这种体制下,当上下级地方政府在商定有关收支基数及分成比例时,由于上级政府掌握规则制定权和下级官员的行政晋升权,财政资源在向上一级政府倾斜的同时,压力却层层向下一级政府倾斜,形成所谓的“财权上收、事权下放的压力型财政”(荣敬本、崔之元、王栓正、高新军等,1998)。地方政府的层级越低,其财权与事权越不对等,压力越大。在这种情形下,地方政府层级越低,所面临的财政压力越大,为增加财政收入和实现行政晋升目标,地方政府就越有动机通过支持其所控制的国有公司和属地民营公司扩大投资来达到扩大政绩(GDP)、扩大税收分成基数以及提高就业等目标,从而导致这些企业可能出现过度投资。基于此,我们提出假说 3。

假说 3a:相对于中央政府,地方政府对企业的干预更强,地方政府控制的国有公司和属地民营公司更有可能存在过度投资行为。

假说 3b:政府层级越低,政府对企业的干预越强,其所控制的国有公司越有可能存在过度投资行为。

三、研究设计

(一)样本选择。本文选取 2001—2007 年所有上市公司作为研究的初始样本,在剔除了金融业上市公司样本、ST 和 PT(后改为 * ST)公司样本以及变量缺失的样本后,假说 1 和假说 2 得到研究样本 5 261 个(剔除了中央政府控制的国有公司),假说 3 得到研究样本 6 565 个(假说 3b 剔除了民营公司样

本),具体的样本筛选过程如表 1 所示。

表 1 样本筛选过程

最终控制人类型	数量	比例(%)
本文所选取的样本	6 565	
其中:非国有公司	1 651	25.15
国有公司	4 914	74.85
其中:中央政府控制的国有公司	1 304	26.54
地方政府控制的国有公司	3 610	73.46
其中:省级政府控制的国有公司	1 650	45.71
市级政府控制的国有公司	1 684	46.65
县级及以下政府控制的国有公司	276	7.64

(二)变量定义与研究模型。

1.模型的测试变量定义。(1)财政分权程度的定义:有关财政分权的度量在目前文献中有几种方法。Oates(1985)首先用下级政府的财政收支份额来刻画财政分权程度;另一种是用自有收入的边际增量,如 Lin 和 Liu(2000)。此外,Zhang 和 Zou(1998)在讨论中国财政体制时采用人均地方政府财政支出与人均中央政府财政支出的比值来表示财政分权程度。借鉴 Zhang 和 Zou(1998)的研究,我们主要通过两个指标度量财政分权程度:各地区人均预算内财政支出与中央人均预算内财政支出之比(DC_ne)和各地区人均预算内外财政支出与中央人均预算内外财政支出之比(DC_ni)。此外,为使本文的研究结论更加可靠,在下文的稳健性测试中我们还以各地区人均预算内财政收入与中央人均预算内财政收入之比(DC_ze)和各地区人均预算内外财政收入与中央人均预算内外财政收入之比(DC_zi)作为财政分权的替代指标。(2)地方政府层级的定义:根据终极控制人的政府层级,我们将上市公司划分为中央政府控制、省级政府控制、地市级及以下政府控制和非政府控制四类(非政府控制公司的终极控制人包括自然人、职工持股会、民营企业、集体企业和外资企业),分别用 Central、Province、City 和 Private 四个哑变量来表示。

2.公司过度投资定义。我们借鉴 Richardson(2006)关于过度投资的定义,将其定义为超出企业维持资本和净现值为正的新投资后的投资支出,即企业新增投资支出包括两个部分:一部分是维持资产的正常状态和投资在新的 NPV 为正的项目上的预期支出,这一部分通常与企业的成长机会、规模、负债率、融资约束以及行业和年度因素有关;另一部分则为企业非正常的投资支出。我们根据如下模型计算企业的过度投资:

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_{1i} Variables_{i,t} + \epsilon \tag{1}$$

其中,Investment_{i,t}代表 i 公司 t 年的总投资,用公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金、取得子公司或其他营业单位支付的现金净额以及投资支付的现金的总和来表示(用年初总资产平减)。Variables 表示影响

公司投资的变量,由公司的成长机会(Grow,用销售收入的增长率来表示)、规模(Size)、负债比率(Lev)、盈利情况(Roa)以及年度和行业因素等组成,这些变量都用上年末数据来表示。模型回归的残差即代表公司过度投资水平。

3.控制变量。根据相关研究文献,本文选取公司规模、资产负债率、公司成长性、盈利能力、股权集中度、股权制衡度以及公司领导结构等作为控制变量。

4.研究模型。由上述分析,我们构建如下模型考察本文的研究假说:

$$\text{Overinvest}=\beta_0+\beta_1\text{DC}+\beta_2\text{GDP_Growth}+\beta_3\text{G_Rank}+\beta_4\text{contorl}+\epsilon$$

其中,Overinvest 是根据模型(1)计算得到的企业过度投资。DC 为财政分权程度,分别用各地区人均预算内财政支出与中央人均预算内财政支出之比(DC_ne)和各地区人均预算内外财政支出与中央人均预算内外财政支出之比(DC_ni)来表示。GDP_Growth 代表 GDP 增速。G_Rank 代表政府的层级,分别用 Central、Province、City 和 Private 四个反映政府层级和产权性质的哑变量来表示。控制变量包括公司的规模(Size)、负债比率(Lev)、成长性(Grow)、盈利能力(Roa)、第一大股东持股比例(Top1,反映股权集中度)、股权制衡度(Z_index,用第一大股东持股比例与第二大股东持股比例的比值来表示)以及领导结构(Leader,董事长和总经理是否由一人担任,如董事长兼任总经理为 1,副董事长或董事兼任总经理为 2,董事长与总经理完全分离则为 3)。为了克服行业 and 年度的影响,我们采用面板数据的固定效应模型(Fixed effect model),此外我们还通过混合数据(Pooled data)回归进行了稳健性测试。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计。从表 2 可见,上市公司的过度投资均值大于 0,说明我国上市公司的过度投资问题确实存在,这与唐雪松等(2007)和李维安等(2007)的研究结论一致,而且最大值与最小值之间的差距较大;从财政分权变

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
Overinvest	5 261	0.001	0.120	-0.024	2.076	-0.415
DC_ne	5 261	3.905	3.080	2.865	13.923	1.076
DC_ni	5 261	4.448	3.209	3.367	14.640	1.396
GDP_growth	5 261	0.156	0.044	0.160	0.281	0.055
Private	6 565	0.25	0.434	0	1	0
Central	6 565	0.19	0.395	0	1	0
Province	6 565	0.25	0.434	0	1	0
City	6 565	0.26	0.440	0	1	0
Size	5 261	21.221	0.820	21.160	24.1	18.8
Lev	5 261	0.469	0.170	0.480	0.98	0.01
Roa	5 261	0.009	0.013	0.010	0.07	-0.05
Growth	5 261	0.223	0.471	0.160	6.37	-1.00
Top1	5 261	0.402	0.160	0.390	0.85	0.03
Z_index	5 261	25.995	51.597	5.910	354.23	1.00
Leader	5 261	2.88	0.359	3.00	3	1.00

量看,预算内财政支出分权和预算内外财政支出分权的均值分别为 3.905 和 4.448,标准差分别为 3.080 和 3.209,说明省际差别较大。从 GDP 增速看,其均值为 15.6%,但最大值与最小值之间的差别较大,而标准差则较小。

(二)分组检验。在描述性统计的基础上,针对假说 1 至假说 3,我们分别就财政分权程度、地区经济增速以及政府层级对过度投资行为的影响进行了分组检验,结果见表 3 与表 4。从表 3 的分组检验结果看,无论是以 DC_ne 还是 DC_ni 作为衡量财政分权程度的替代指标,在不同财政分权程度的地区,地方政府所控制的国有公司和属地民营公司的过度投资行为存在显著的差异,财政分权程度越低的地区,其所控制的国有公司和属地民营公司的过度投资行为越严重,与假说 1 一致。另外,从表 4 的分组检验结果看,GDP 增速越慢的地区,地方政府所控制的国有公司和属地民营公司的过度投资行为越严重,与假说 2 一致。相对于中央政府,地方政府控制的国有公司的过度投资行为更严重,与假说 3a 一致。分组检验结果在一定程度上证实了本文的假说。

表 3 财政分权程度对过度投资行为影响的单变量分组检验

	以 DC_ne 度量分权程度		T 统计值	以 DC_ni 度量分权程度		T 统计值
	财政分权程度高的地区	财政分权程度低的地区		财政分权程度高的地区	财政分权程度低的地区	
Overinvest	-0.003	0.007	-2.092**	-0.004	0.010	2.657***
Size	21.403	21.005	-12.738***	21.416	21.007	-12.960***
Lev	0.489	0.440	-7.543***	0.488	0.442	-7.100***
Roa	0.008	0.008	-1.010	0.009	0.008	-1.885 *
Growth	0.221	0.210	-0.565	0.224	0.205	-1.057
Top1	0.399	0.436	5.762***	0.398	0.431	5.200***
Z_index	24.484	33.157	4.080***	24.617	33.010	3.936***
Leader	2.880	2.890	1.088	2.880	2.890	0.936

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。下表同。

表 4 地区经济增速与政府层级对过度投资行为影响的单变量分组检验

	GDP 增速		T 统计值	政府层级		T 统计值
	GDP 增速高	GDP 增速低		中央政府	地方政府	
Overinvest	-0.004	0.006	2.296**	-0.003	0.009	3.567***
Size	21.346	20.999	-11.347***	21.298	21.045	10.673***
Lev	0.483	0.446	-5.740***	0.461	0.473	-2.588**
Roa	0.010	0.008	-4.249***	0.008	0.009	-2.853***
Growth	0.283	0.204	-4.026***	0.219	0.252	-2.444**
Top1	0.395	0.429	5.589***	0.434	0.333	22.700***
Z_index	23.068	35.105	5.532***	30.070	12.653	12.363***
Leader	2.890	2.880	-1.032	2.890	2.880	1.384

(三)回归结果及分析。在表 5 中我们对假说 1 和假说 2 进行了多元回归分析。由于样本数据之间存在自相关性,在 Hausman 检验的基础上,本文采用了面板数据的固定效应模型。在表 5 的模型 I 和模型 II 中,我们分别以各地区人均预算内财政支出与中央人均预算内财政支出之比(DC_ne)和各地区人均预算内外财政支出与中央人均预算内外财政支出之比(DC_ni)来表示财

政分权程度,考察了各地区的财政分权程度对其所控制的国有公司和属地民营企业过度投资行为的影响。DC_ne 和 DC_ni 的系数分别为-0.009 和-0.008,且都在 1%的水平上显著。这表明财政分权与企业过度投资之间存在显著的负相关关系,财政分权越不充分的地区,其所控制的国有公司和属地民营企业越有可能存在过度投资行为,从而证明了本文的假说 1。在模型Ⅲ中,我们以 GDP 的增速(GDP_growth)作为测试变量,考察地方政府官员的行政晋升激励对其所控制的国有公司和属地民营企业过度投资行为的影响。GDP_growth 的系数为-0.113 且在 5%的水平上显著,从而证实了本文的假说 2,这

表 5 财政分权程度与地区 GDP 增速对公司过度投资的影响

变量	预期符号	Overinvest		
		I	Ⅱ	Ⅲ
Constant	?	-0.168 (-1.16)	-0.128 (-0.89)	-0.108 (-0.74)
DC_ne	-	-0.009*** (-4.06)		
DC_ni	-		-0.008*** (-3.46)	
GDP_growth	-			-0.113** (-2.39)
Size	+	0.007 (1.05)	0.006 (0.78)	0.003 (0.47)
Lev	-	0.121*** (4.94)	0.122*** (4.97)	0.125*** (5.09)
Roa	+	1.576*** (8.36)	1.587*** (8.42)	1.569*** (8.32)
Growth	+	0.009** (2.14)	0.009** (2.20)	0.010*** (2.61)
Top1	+	-0.043 (-1.55)	-0.039 (-1.42)	-0.029 (-1.04)
Z_index	+	0.001 (0.54)	0.001 (0.54)	0.001 (0.46)
Leader	-	-0.003 (-0.45)	-0.003 (-0.45)	-0.003 (-0.42)
Fixed Effect		有	有	有
R-square		0.038	0.037	0.035
F 值		15.76***	15.18***	14.38***
Observation		5 261	5 261	5 261

说明在以行政分权、财政分权与行政晋升为特征的中国式分权条件下,地方政府官员的行政晋升激励是影响政企关系和企业行为的重要因素。

在表 6 中,我们考察了公司的产权性质和政府层级对公司过度投资行为的影响。在模型Ⅰ中,我们考察了国有公司和民营公司在过度投资问题上是否存在差异。Private(哑变量,如为民营企业则为 1,否则为 0)的系数为 0.011 且在 1%的水平上显著,表明民营企业较国有公司更有可能存在过度投资行为,具体原因可能如前文所述,在我国财政分权背景下,各地区所属的民营企业也有可能存在过度投资行为,有的甚至比国有企业有过之而无不及。

在模型Ⅱ中,我们通过 Central(哑变量,如为中央政府控制的国有公司则为 1,否则为 0)考察中央政府控制的国有公司和地方政府控制的国有公司和属地民营公司在过度投资问题上的差异。Central 的系数为-0.006 且在 10%的水平上显著,表明相对于中央政府控制的国有公司,地方政府控制的国有公司和属地民营企业更有可能存在过度投资行为。这证明了假说 3a,表明在我国目前财政分权和地方官员行政晋升的背景下,特别是 1994 年分税制改革后,地方政府的财政压力不断增加,为有效实现地方财政收入、行政晋升以及就业和税收等目标,相对于中央政府,地方政府更有动机通过支持其所控制的国有公司和属地民营企业扩大投资。在模型Ⅲ中,我们按政府的层级考察了不同层级政府控制的国有公司在过度投资问题上是否存在差异。Central

表 6 政府层级和产权性质

对公司过度投资的影响				
变量	预期符号	Overinvest		
		I	II	III
Constant	?	-0.220*** (-5.171)	-0.197*** (-4.709)	-0.209*** (-4.944)
Private	—	0.011*** (3.181)		
Central	—		-0.006* (-1.697)	-0.013*** (-2.864)
Province	—			-0.010** (-2.527)
City	—			-0.009** (-2.180)
Size	+	0.008*** (4.046)	0.007*** (3.719)	0.008*** (4.006)
Lev	—	0.071*** (7.077)	0.071*** (7.069)	0.071*** (7.074)
Roa	+	1.365*** (10.773)	1.400*** (11.096)	1.372*** (10.831)
Growth	+	0.018*** (5.543)	0.018*** (5.637)	0.018*** (5.563)
Top1	+	-0.022* (-1.921)	-0.027** (-2.384)	-0.022 (-1.940)*
Z_index	+	0.002 (0.771)	0.002 (0.636)	0.000 (0.735)
Leader	—	0.000 (0.094)	0.000 (0.108)	0.001 (0.133)
年度行业		有有	有有	有有
R-square		0.040	0.039	0.040
F 值		11.577***	11.286***	10.755***
D-W 值		1.998	1.999	1.999
Observation		6 565	6 565	6 565

表 7 财政分权程度与地区 GDP 增速

对公司过度投资的影响 (pooled data)				
变量	预期符号	Overinvest		
		模型 I	模型 II	模型 III
Constant	?	-0.181*** (-3.786)	-0.180*** (-3.758)	-0.149*** (-3.282)
DC_ne	—	-0.008** (2.188)		
DC_ni	—		-0.006** (2.184)	
GDP_growth	—			-0.034*** (2.956)
Size	+	0.006*** (2.646)	0.006*** (2.591)	
Lev	—	0.074*** (6.523)	0.075*** (6.534)	0.069*** (6.297)
Roa	+	1.505*** (10.519)	1.515*** (10.524)	1.423*** (10.141)
Growth	+	0.017*** (4.745)	0.017*** (4.744)	0.017*** (4.745)
Top1	+	-0.027** (-2.148)	-0.025** (-2.161)	-0.015 (-1.207)
Z_index	+	0.005 (0.464)	0.005 (0.470)	0.005 (0.406)
Leader	—	-0.002 (-0.405)	-0.002 (-0.404)	-0.002 (-0.356)
Industry		有	有	有
Year		有	有	有
R-square		0.043	0.039	0.040
F 值		9.470***	9.496***	27.583***
D-W 值		1.598	1.598	2.086
Observation		5 261	5 261	5 261

(哑变量)、Province(哑变量,如为省级政府控制的国有公司则为 1,否则为 0)和 City(哑变量,如为市级及以下政府控制的国有公司则为 1,否则为 0)的系数分别为-0.013、-0.010 和 -0.009,表明政府层级越低,其所控制的国有公司越有可能存在过度投资行为,这与假说 3b 一致。造成这种情况的主要原因可能就是我国目前的“财权上收、事权下放的压力型财政”(荣敬本等,1998)。

(四)稳健性检验。为证实本文研究结论的可靠性,我们还通过混合数据回归对假说 1 和假说 2 进行了稳健性测试,结果见表 7。由表 7 可知,研究结论基本与表 5 结果一致,说明本文的研究结论是比较稳健的。此外,我们又以各地区人均预算内财政收入与中央人均预算内财政收入之比(DC_ze)和各地区人均预算内外财政收入与中央人均预算内外财政收入之比(DC_zi)作为财政分权的替代指标进行了稳健性测试,实证结果基本一致(测试数据略)。

五、研究结论与启示

地方保护、过度投资、重复建设和效率低下等问题一直是我国市场经济发展过程中的突出矛盾。那么,造成企业过度投资的根源是什么? 隐含在企业过度投资背后的深层次原因是什么? 哪些机制可以在一定程度上约束企业的

过度投资行为?我们以上市公司为研究样本,探讨了财政分权程度与政府层级对企业过度投资行为的影响,以期发现影响企业过度投资行为的更深层次的制度原因及其经济后果。研究发现,财政分权越不充分的地区,其所控制的国有公司和属地民营公司越有可能存在过度投资行为;相对于中央政府控制的国有公司,地方政府控制的国有公司和属地民营公司更有可能存在过度投资行为;地方政府层级越低,其所控制的国有公司越有可能存在过度投资行为;GDP增速越慢的地区,其所控制的国有公司和属地民营公司越有可能存在过度投资行为。本文研究表明影响我国企业投资行为的因素不仅包括企业的内部因素,如公司的治理结构、目标及管理层的人口背景与心理特征等,还包括企业的外部制度环境,特别是我国财政分权背景下的政企关系与政府对企业的干预和控制。因此,要理解我国企业行为的动机、制约机制以及经济后果,更好地掌握经济主体的行为规则和特点,规范和调控经济运行,就必须深刻理解与把握我国转轨经济条件下特殊的制度环境背景,特别是以属地管理、行政发包、行政晋升和财政分权为主要特征的中国式分权改革。要避免和减少我国经济发展过程中存在的一些突出问题,如企业过度投资、重复建设和效率低下等,除了要改进和完善企业内部治理结构和健全企业决策机制外,还必须结合我国分权化改革的实践,促进我国政府治理的改革,如完善地方政府官员行政晋升的考核指标体系、建立公共型财政、加大中央财政的转移支付力度以及加大相关职能部门垂直化管理的范围等,从而切实减少政府对企业的干预与控制,使企业成为真正的市场竞争主体。

注释:

①该理论也被表述为市场维护型联邦主义(market-preserving federalism)。

②张军等(2007)认为这也是为什么中国拥有了良好基础设施的重要原因。

主要参考文献:

- [1]陈抗, Hillman A, 顾清扬. 财政集权与地方政府行为变化——从援助之手到攫取之手[J]. 经济学(季刊), 2002, (1): 111—130.
- [2]程仲鸣, 夏新平, 余明桂. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J]. 管理世界, 2008, (9): 37—47.
- [3]郭强, 帅萍. 民企过度投资的经济学分析[J]. 当代经济管理, 2006, (2): 33—35.
- [4]李维安, 姜涛. 公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据[J]. 财贸经济, 2007, (12): 56—61.
- [5]罗党论, 唐清泉. 中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究[J]. 经济研究, 2009, (2): 106—118.
- [6]荣敬本, 崔之元, 王栓正, 高新军等. 从压力型体制向民主合作体制的转变: 县乡两级政治体制改革[M]. 北京: 中央编译出版社, 1998.
- [7]唐雪松, 周晓苏, 马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究, 2007, (7): 44—52.
- [8]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.

- [9]张军,周黎安.为增长而竞争:中国增长的政治经济学[M].上海:上海人民出版社,2008.
- [10]周黎安.晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J].经济研究,2004,(6):33—40.
- [11]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.
- [12]周黎安.转型中的地方政府:官员激励与治理[M].上海:上海人民出版社,2008.
- [13]Qian Y, Roland G. Federalism and the soft budget constraint [J]. American Economic Review, 1998, 88: 1143—1162.
- [14]Tsui K. Local tax system, intergovernmental transfers and China's local fiscal disparities [J]. Journal of Comparative Economics, 2005, 33: 173—196.
- [15]Vogt S. The cash flow/investment relationship: Evidences from U. S. manufacturing firms [J]. Financial Management, 1994, 23: 3—20.
- [16]Wong S M L, Oppen S, Hu R. Shareholding structure, depoliticization and firm performance: Lessons from China's listed firms[J]. Economics of Transition, 2004, 12(1): 29—66.

Fiscal Decentralization, Governmental Levels and Corporate Over-investment: Empirical Evidence from Panel Data of Regional Listed Companies

ZHOU Zhong-sheng^{1,2}, LUO Zheng-ying²

(1. Institute of Finance and Trade Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100836, China; 2. Business School, Soochow University, Suzhou 215021, China)

Abstract: Based on a sample of listed companies from 2001 to 2007, this paper studies the effects of regional fiscal decentralization and the levels of governments which state-owned companies belong to on corporate over-investment. It shows that in the regions with more inadequate fiscal decentralization, the state-owned companies controlled by local governments and local private companies are more likely to over-invest. And compared to state-owned companies controlled by the central government, the state-owned companies controlled by local governments and local private companies are more likely to over-invest. The state-owned companies controlled by local governments with lower levels have the higher possibility of over-investment. In addition, in the region with slower GDP growth, the state-owned companies controlled by local governments and local private companies are also more likely to over-invest.

Key words: fiscal decentralization; governmental level; over-investment
(责任编辑 许 柏)