

地方政府干预与企业投资的同伴效应

石桂峰

(上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200030)

摘要:文章以我国上市公司1999—2012年的数据为样本,研究了我国企业当年新增投资是否会受到同地区不同行业企业平均新增投资的影响,并重点分析了地方政府干预是否会增强上述的企业投资同伴效应。研究发现,同地区不同行业企业间投资的同伴效应是存在的,即企业当年新增投资会随同地区不同行业企业平均新增投资的增加而增加;同时,在地方政府干预较强的地区,在省委书记离任前三年,在每个“五年计划”的最后两年,上述同伴效应更加显著。文章为地方政府干预影响所在地区企业投资的研究提供了新的证据。

关键词:企业投资;同伴效应;地方政府干预

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2015)12-0084-12

DOI:10.16538/j.cnki.jfe.2015.12.008

一、问题的提出

我国地方政府与官员在资源配置和地方经济发展中扮演着重要的角色,地方政府干预与地方官员的激励机制如何影响地方经济发展以及所在地区企业决策,一直是学术研究的重要问题。大量实证研究发现,我国以财政分权与政治晋升为特征的分权治理结构导致地方政府会直接影响所控股企业的绩效(夏立军和方轶强,2005)。地方政府直接干预企业经营活动和投资活动也是普遍存在的现象,如资产注入过程中国有控股上市公司存在“支持”和“掏空”现象(章卫东等,2012)、国有企业更容易获得地方政府补贴(唐清泉和罗党论,2007)。地方政府干预还会导致辖区内民营企业的过度投资(谭燕等,2011;周中胜和罗正英,2011)。国外研究文献表明,不同政治体制下的政治家或官员会直接影响金融市场和微观企业行为(Shleifer 和 Vishny,1994;Bortolotti 和 Faccio,2008)。在我国特有的政治和经济体制下,这种现象更为严重。我国地方官员的“晋升锦标赛机制”是经济奇迹产生的重要根源,这种机制促使地方政府官员使用一些政策手段支持所在地区企业进行投资扩张(周黎安,2007),从而使其在经济竞争中获得有利地位并获得政治晋升的机会。地方政府及官员的直接干预活动往往会带来一些负面的经济后果,导致企业的多元化经营和过度投资(陈信元和黄俊,2007;杨华军和胡奕明,2007;唐雪松等,2010;周中胜和罗正英,2011),进而对宏观经济稳定产生巨大冲击(郭庆旺和贾俊雪,2006)。

上述大量文献已经发现我国地方政府及官员对所在地区企业的投资行为进行直接干预,并产生了一定的经济后果。但现有文献很少涉及地方政府干预的间接效应,即地方政府干预如何影响辖区内不同行业企业投资的同伴效应(*Peer effect*)。企业投融资的同伴效应

收稿日期:2015-03-10

基金项目:国家自然科学基金项目(71002036);上海市浦江人才计划项目(13PJC078)

作者简介:石桂峰(1975—),男,辽宁本溪人,上海交通大学安泰经济与管理学院副教授,博士生导师。

是一个需要深入拓展的新兴领域(Leary 和 Roberts, 2014; Dougal 等, 2015)。国外已有研究发现,企业之间存在投资同伴效应。Dougal 等(2015)研究发现,企业投资对同一地区不同行业企业的平均投资非常敏感。因此,本文的研究问题主要有两个:第一,在我国,同地区不同行业的企业间投资是否存在同伴效应,即企业当年新增投资是否会受到同地区不同行业企业平均新增投资的影响?第二,如果存在上述同伴效应,地方政府干预是否会增强上述关系?第一个问题是第二个问题存在的前提,但本文着重分析我国地方政府干预是否是同地区不同行业的企业之间投资同伴效应的重要推动因素。

本文选用沪深两市 A 股上市公司 1999—2012 年的数据作为研究样本,以巨潮一级行业和省份作为行业和地区的分类标准,实证检验了同地区不同行业的企业间投资同伴效应。结果发现,在控制了地区经济与制度因素、公司治理、公司特征等变量之后,同地区不同行业企业的平均新增投资显著促进了该地区的企业当年投资。进一步的研究结果显示,地方政府干预显著增强了同地区不同行业企业之间的投资同伴效应,在地方政府干预较强的地区,在省委书记离任的前三年,每个“五年计划”的最后两年,这种同伴效应更加明显。

本文的贡献主要表现在:首先, Dougal 等(2015)将同地区不同行业企业之间的投资同伴效应归因于地区活力,即经济增长、劳动力素质提升和信息知识技能等要素在地区间的流动。而我国地方政府及官员掌握着一定的资源,在某种程度上参与重要资源的配置。本文发现,地方政府是上述关系的主要驱动因素,从而拓展了关于投资同伴效应的研究文献。其次,以往的文献大多研究政府及官员干预的直接效应,即对企业投资的直接影响,而本文则发现了一个重要的间接作用机制,即地方政府干预以及地方官员晋升动机可以增强同地区不同行业企业之间的投资同伴效应,进而促进地方经济增长。最后,本文研究的一个前提是企业之间的同伴效应在我国是存在的,这一关系在以往的文献中虽然有所涉及,但是往往局限在行业内部,如同行业企业之间的投资同步性(陈德球和陈运森, 2013),目前还没有同一地区范围内不同行业企业之间投资同伴效应的研究。而本文发现,同地区不同行业企业之间的投资同伴效应虽然弱于同行业不同地区企业之间的投资同伴效应,但是显著存在的。

二、文献回顾与研究假设

行业和地区往往是影响企业财务决策的重要环境因素。调查研究显示,企业高管往往会参考同行业企业的公司价值来编制本企业的资本预算(Graham 和 Harvey, 2001)。在融资决策方面, Leary 和 Roberts(2014)发现,企业融资决策会随同行业公司融资的变化而变化。在投资决策方面, Foucault 和 Frésard(2014)发现,企业高管可以从同行业企业的股价中获得重要的信息,从而企业投资对同行业企业的公司价值比较敏感。在同行业的“同伴效应”逐渐受到关注的同时,关于同地区企业同伴效应的研究也正在兴起。Gao 等(2011)研究了地理位置对企业资本结构决策的影响,结果显示,企业地理区位能够解释跨区域企业资本结构的差异。由于当地共同的文化以及企业高管之间的社会互动等因素,同地区企业表现出相似的财务决策。Dougal 等(2015)进一步从地区经济活力角度分析了同地区不同行业企业之间的投资同伴效应,并将同伴效应的影响因素归结为知识和技术的溢出效应、消费的外部性、基础设施建设、抵押价值、羊群效应等,这些因素可以归纳为地区群聚经济或者地区活力。

在我国,同地区不同行业企业之间也可能存在如 Dougal 等(2015)所分析的投资同伴效应,即当某一个地区 A 企业增加投资时,同地区但不同行业的 B 企业也会增加其投资。比

如,当 A 企业与 B 企业高管在交流互动中进行信息交换、知识转移,或者 A 企业与 B 企业员工之间进行技术知识交流时,两个企业之间的投资互动关系就可能发生。当 A 企业所在行业景气且投资增加时,A 企业员工收入提高并增加对 B 企业产品的需求,进而促进 B 企业增加投资。A 企业投资增加带动基础设施建设,降低了投资成本,B 企业将从中获益。另外,当 A 企业增加对土地和房产的需求时,地价和房价上升,同地区的 B 企业所拥有房地产的价值上升,进而促进其融资和投资活动。因此,本文认为上述解释同地区不同行业企业之间投资互动关系的因素在我国也存在,据此提出以下研究假设:

假设 1:企业当年新增投资与同地区不同行业企业的平均新增投资正相关。

在我国,地方政府干预当地经济以及企业经营的情况非常普遍。由于投资对地方经济发展非常重要,经济增长的很大贡献来自当地企业投资。上市公司是地方企业投资的重要主体,因此直接或者间接干预所在地区企业投资活动,成为地方政府官员发展地方经济以及进行利益侵占的结果。杨华军和胡奕明(2007)发现,地方政府控制和干预显著提高了企业的过度投资水平。为了实现当地 GDP 增长,地方政府往往直接干预所在地区的国有企业并导致企业过度投资,而且不管政府是直接控股还是间接控股,这种干预效应都存在(唐雪松等,2010)。周中胜和罗正英(2011)发现,地方政府控制的国有企业和属地民营企业的过度投资程度大于中央政府控制的国有企业,而且民营企业比国有企业更可能存在过度投资。谭燕等(2011)的研究结果显示,无论是国有企业还是民营企业,企业对辖区经济的重要性影响政企关系以及过度投资。

除了地方政府直接干预所在地区企业的投资活动外,地方政府质量和干预经济的程度也会影响同行业企业间的投资同伴效应。陈德球和陈运森(2013)研究发现,较高的地方政府治理水平能够激励和监督管理者做出基于公司专有信息的投资决策,而不是盲目地模仿行业内其他公司的投资行为,从而降低行业和公司层面的投资同步性。也就是说,地方政府干预促进了同地区同行业企业之间的投资同步性。

在我国,同地区不同行业企业之间的投资互动关系可能受到地方政府的影响,主要表现在以下几个方面:第一,我国特有的地方政府干预除了直接影响本地区企业的投资以及间接影响同地区同行业企业之间的投资同步性外,还会促进同地区不同行业企业之间的投资互动,产生同伴效应。以经济发展为目标的考核机制使得地方政府官员存在干预地方经济及影响企业投资的动机,他们往往会通过地方经济政策和行政手段加快同地区企业之间的知识溢出,促进消费外部性,加大基础设施投资,从而带动周边企业投资,促进地方经济发展,这些措施和手段都可以加快促进同地区企业之间的投资互动。

第二,由于投资是拉动地方经济的重要力量,企业的资本性投资将成为争取地方政府支持和政策资源的重要手段,也是企业与地方政府之间建立“关系”的重要工具。当 A 企业通过投资或者过度投资向地方政府发送一种积极的信号,并期望获得更多的政策优惠和政府补贴时,B 企业也有同样的动机效仿 A 企业,将投资作为与地方政府建立良好关系的重要工具,进而形成攀比效应,促进同地区不同企业之间的投资互动。

第三,同地区企业的投资行为往往反映出一定的地方政府政策信息含量,进而带来羊群效应。同地区企业投资行为往往在一定程度上反映地方政府落实中央政策的裁量权以及自身推行何种政策的信息。周边的企业看到这种信号后进行投资跟进,形成政府主导的羊群效应,促进同地区不同行业企业间的投资互动。

如果存在由政府推动的同地区不同行业企业间的投资同伴效应,本文预期这种效应在

地方政府干预强的地区更加显著。在某些特别的时间段,政府干预的动机也会更加强烈。当地方政府官员预期到未来可能的晋升机会时,这些官员干预经济和企业投资活动的动机随未来晋升机会的临近或增大而增强。当地方政府面临来自中央某种经济计划实现临近的约束时,如在每个“五年计划”的最后一两年,为目标“冲刺”的压力会使地方政府更有动机干预地方经济,从而增强企业间投资同伴效应。据此,本文提出以下研究假设:

假设 2:同地区不同行业企业之间的投资同伴效应在地方政府干预动机强的地区和期间更加显著。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文的研究样本为我国沪深股市的全部 A 股上市公司,企业当年新增资本支出数据来源于现金流量表,数据的起始点为 1998 年,而公司治理数据库的起始点为 1999 年,因此研究区间为 1999—2012 年。本文依据以下标准对原始样本进行了筛选:(1)剔除 B 股公司以及在海外市场交叉上市的公司;(2)剔除金融类上市公司;(3)剔除一些数据缺失的公司。我们最终得到 14 738 个公司一年份观测值,共 1 948 家上市公司。

公司财务数据和公司治理数据主要来源于国泰安公司开发的 CSMAR 数据库。本文采用巨潮行业分类中的所有一级行业作为行业分类标准,因为巨潮一级行业与 Fama-French 的 12 个行业分类更加接近,而且各个行业的样本分布更加均衡。巨潮行业分类标准为四级分类,10 个一级行业包括能源、原材料、工业、可选消费、主要消费、医药卫生、金融地产、信息技术、电信业务和公用事业。同时,本文以“公司总部”所在省、自治区、直辖市作为“同地区”的判断标准。

(二)变量定义

本文的变量定义参考 Dougal 等(2015)的研究。因变量为公司当年新增资本性投资(*Invest_firm*),定义为现金流量表“投资活动产生的现金流量”中当年资本性现金支出(购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金)与上一年年末总资产的比值。自变量定义如下:(1)同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)定义为处于同一省份但属于不同行业的公司当年平均新增资本性投资;(2)不同地区同行业投资(*Invest_opsi*)定义为处于不同省份但属于同一行业的公司当年平均新增资本性投资;(3)同地区同行业投资(*Invest_spsi*)定义为处于同一省份且属于同一行业的公司当年平均新增资本性投资。第一个自变量是本文主要分析的,后两个作为主要的控制变量。我们对上述变量进行了上下 1%的 Winsorize 处理。

本文从三个方面来衡量地方政府干预程度:(1)政府干预指数;(2)省委书记离任前三年的虚拟变量;(3)“五年计划”最后两年的虚拟变量。政府干预指数用地方政府与市场关系指数来衡量,数据来源于樊纲等(2010)提供的市场化数据。本文主要采用两个指数:一个是总的市场化指数;另一个是政府与市场关系指数的一个分项指标——减少政府对企业干预。两个指数越低,地方政府干预程度越高。

地方政府干预变量的另一个测量维度来自地方政府官员。部分文献在分析政府干预时往往会出现只见“政府”不见“官员”的现象。在我国现行的行政管理模式下,领导决策体制强调“一把手负责制”,地方政府权力往往集中于地方党委中的常委会和党委书记(曹春方,2013)。因此,本文将分析对象确定为地方政府官员中影响程度最大的省委书记。根据相关规定,三年是党政领导干部任职很重要的期限。组织部门在考察干部升迁时往往会着重看

其最近三年的表现。^① 王贤彬等(2009)发现,省长、省委书记变更对当年地区经济的影响显著为负,而如果将省长、省委书记变更的虚拟变量后置两年和三年,则对经济的影响为正,前置两年或者三年并没有这个结果。因此,可以推测在变更的前三年,省委书记更有动机和能力干预当地经济与企业投资活动。^② 本文将省委书记离任前三年的虚拟变量作为地方政府官员干预的指标。本文在分析中剔除了任期不足三年的样本。我们通过百度、新华网、人民网等网站查询各省省委书记的变更情况。根据以往文献的处理方式(Li 和 Zhou, 2005; 曹春方, 2013),如果省委书记在 1—6 月离任,则离任当年为更替年份;在 7—12 月离任,则下一年为更替年份。

在国家和地方层面,每五年都编制国民经济与社会发展计划,简称“五年计划”,它对公司投融资活动的影响也受到了学者的关注(Chen 等, 2013)。各级政府往往在“五年计划”完成前一两年采取“冲刺”等临时干预手段,确保每个“五年计划”目标的实现。因此,在“五年计划”的最后两年,地方政府往往更有动机通过地方政策、优惠补贴、窗口指导等方式干预地方经济和企业投资,从而增强同地区不同行业企业之间的投资同伴效应。在本文样本区内,“五年计划”的第一年包括 2001 年、2006 年和 2011 年,以此类推,第五年包括 2000 年、2005 年和 2010 年。本文将我国“五年计划”最后两年的虚拟变量作为另一个地方政府官员干预的指标。

(三)模型建立

参考 Dougal 等(2015)的研究,本文采用 OLS 回归方法,因变量为公司新增资本性投资,主要的研究变量为同地区不同行业的新增投资,并控制不同地区同行业以及同地区同行业的新增投资。考虑到地区经济和制度可能影响企业投资,我们还控制了地区经济和制度因素。另外,公司治理和公司特征也会影响公司新增投资,因此这些因素也作为本文模型中的控制变量。本文建立了如下回归模型:

$$\begin{aligned} Invest_firm_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Invest_spoi + \beta_2 Invest_opsi + \beta_3 Invest_spsi + \beta_4 GDP\ growth\ rate \\ & + \beta_5 Wage\ growth\ rate + \beta_6 Market\ index + \beta_7 Fshare + \beta_8 Cent + \beta_9 Dual \\ & + \beta_{10} DDsize + \beta_{11} Mshare + \beta_{12} Size + \beta_{13} ROA + \beta_{14} Growth \\ & + \beta_{15} Leverage + \beta_{16} Cash + \sum \beta_i Firm_i + \sum \beta_t Year_t + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中, $Invest_firm$ 为企业当年新增资本性投资, $Invest_spoi$ 为同地区不同行业当年平均新增资本性投资, $Invest_opsi$ 为不同地区同行业当年平均新增资本性投资, $Invest_spsi$ 为同地区同行业当年平均新增资本性投资。本文控制了以下地区经济特征和制度因素:(1)各省 GDP 增长率($GDP\ growth\ rate$):控制地区经济总体增长趋势;(2)各省平均职工工资增长率($Wage\ growth\ rate$):该指标从就业市场角度衡量社会各行业的平均投资机会和经济增长,因为工资增长快的地区经济更有活力,投资机会更多,经济增长更快;(3)市场化指数($Market\ index$):法律制度以及政府与市场的关系会影响企业的投资水平,采用樊纲等(2010)提供的市场化数据。^③ 本文还控制了公司治理变量,主要包括第一大股东持股比例

^① 参见中共中央 1995 年颁布的《党政领导干部选拔任用工作暂行条例》第七条、1998 年颁布的《党政领导干部考核工作暂行规定》第五条和第八条以及 2006 年颁布的《党政领导干部职务任期暂行规定》第三条、第四条和第九条。

^② 之所以没有选择新上任后的三年,主要是因为根据以往文献,省委书记变更对辖区经济增长有显著的负面影响,会造成短期的经济波动(王贤彬等, 2009),而且新的官员在上任后往往需要时间来熟悉情况,也需要一段时间与企业建立信任关系。

^③ 该指数数据的时间跨度是 1997—2007 年,对于 2007 年以后的数据,本文以 2007 年的指数来对待。

(*Fshare*)、股权集中度(*Cent*) (第一大股东与第二大股东股权比例的比值)、董事长和总经理是否两职兼任(*Dual*)、董事会中独立董事占比(*DDsize*)和管理层持股比例(*Mshare*)。本文还控制了影响投资的公司特征变量,主要包括:(1)公司规模(*Size*):用总资产的自然对数来衡量;(2)盈利能力(*ROA*):用总资产收益率来衡量;(3)增长机会(*Growth*):用营业收入增长率来衡量;(4)负债率(*Leverage*):用总负债与总资产的比率来衡量;(5)现金(*Cash*):用资产负债表中的现金以及现金等价物与总资产的比率来衡量。除了公司治理变量外,上述控制变量都用 $t-1$ 期的数据。各地区经济数据取自我国各年统计年鉴,公司治理和公司特征数据来源于 CSMAR 数据库。 $Firm_i$ 为公司固定效应, $Year_t$ 为年度固定效应。公司固定效应和年度固定效应用来控制投资在公司间和年度间的差异。公司固定效应可以消除每个公司的共同特征,体现每个公司的时间变化效应,这在一定程度上可以减弱一些无法观测的异质性(*Heterogeneity*)的影响。年度固定效应则可消除不同年份之间的总投资波动。本文最关心的是 *Invest_spoi* 的系数及其显著性。本文在回归中对标准差在行业层面进行群聚(*Cluster*)调整,以控制残差在行业之间的自相关效应。

四、实证分析结果

(一)描述性统计

表 1 给出了全部样本中分行业和分地区的样本公司分布。从中可以看出,工业类的上市公司数量最多,为 455 家,占样本中上市公司总量的 23.4%,其次是原材料类的上市公司,占比为 19.2%,电信业务类的上市公司数量最少,为 53 家,占比为 2.7%。其他各类行业的样本分布相对均衡。按照地区划分,本文样本中上市公司分布于 31 个省份,总部位于广东省的样本公司最多,为 281 家,约占样本中上市公司总量的 14.4%,其次是浙江省,占比为 9.1%。

表 1 样本公司的行业和地区分布

巨潮行业	能源	原材料	工业	可选消费	主要消费	医药卫生	地产	信息技术	电信业务	公用事业	
数量	56	374	455	326	145	130	158	184	53	67	
地区	安徽	北京	重庆	福建	甘肃	广东	广西	贵州	海南	河北	河南
数量	63	147	31	73	21	281	26	17	22	42	51
地区	黑龙江	湖北	湖南	吉林	江苏	江西	辽宁	内蒙古	宁夏	青海	山东
数量	31	72	61	35	162	28	55	20	11	9	119
地区	山西	陕西	上海	四川	天津	西藏	新疆	云南	浙江		
数量	24	31	158	85	31	5	34	26	177		

表 2 给出了本文主要变量的描述性统计。平均而言,公司当年新增资本性投资与上一年年末总资产的比例(*Invest_firm*)为 7%,同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)、不同地区同行业投资(*Invest_opsi*)以及同地区同行业投资(*Invest_spsi*)都保持着相似的水平。

表 2 样本描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数
<i>Invest_firm</i>	14 738	0.070	0.080	0.015	0.043	0.094
<i>Invest_spoi</i>	14 738	0.073	0.020	0.060	0.072	0.084
<i>Invest_opsi</i>	14 738	0.073	0.023	0.061	0.072	0.092
<i>Invest_spsi</i>	14 738	0.073	0.045	0.044	0.068	0.094
<i>GDP growth rate</i>	14 738	0.155	0.054	0.112	0.158	0.200
<i>Wage growth rate</i>	14 738	0.138	0.040	0.112	0.136	0.158

续表2 样本描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数
<i>Market index</i>	14 738	7.675	2.411	5.730	7.420	9.550
<i>Fshare</i>	14 738	0.384	0.162	0.256	0.362	0.507
<i>Cent</i>	14 738	26.724	62.474	2.003	5.617	20.086
<i>Dual</i>	14 738	0.153	0.360	0.000	0.000	0.000
<i>Ddsize</i>	14 738	0.305	0.128	0.333	0.333	0.364
<i>Mshare</i>	14 738	0.027	0.100	0.000	0.0001	0.0004
<i>Size</i>	14 738	9.811	1.113	9.068	9.675	10.443
<i>ROA</i>	14 738	0.030	0.071	0.012	0.034	0.061
<i>Growth</i>	14 738	0.244	0.645	-0.015	0.147	0.339
<i>Leverage</i>	14 738	0.494	0.238	0.337	0.487	0.627
<i>Cash</i>	14 738	0.171	0.128	0.080	0.138	0.226

(二)基本回归结果

本文利用式(1)进行 OLS 回归分析,分别加入同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)、不同地区同行业投资(*Invest_opsi*)、同地区同行业投资(*Invest_spsi*)、地区经济特征和制度因素以及公司治理和公司特征因素。回归结果显示(见表 3 中列(4)),同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)的系数为 0.064,在 5%的水平上显著。这说明公司的当年新增投资显著受到同地区不同行业企业平均新增投资的影响,同地区不同行业间企业投资的同伴效应是存在的,假设 1 得到验证。同时,不同地区同行业投资(*Invest_opsi*)和同地区同行业投资(*Invest_spsi*)的系数也都在至少 5%的水平上显著为正,说明公司的投资水平也受到同行业企业平均投资水平的影响,这与陈德球和陈运森(2013)的实证结果一致。在上述三个层面的影响关系中,不同地区同行业的影响最大,其次是同地区不同行业,最后是同地区同行业。同地区不同行业的同伴效应(0.064)约为不同地区同行业同伴效应(0.279)的 1/4。这一强弱顺序与 Dougal 等(2015)的结果相似。而与 Dougal 等(2015)不同的是,本文中同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)的系数(0.064)大于同地区同行业投资(*Invest_spsi*)的系数(0.042),说明在公司投资的地区效应中,不同行业公司的影响占主导地位。

表 3 结果还显示,两个经济指标的系数都显著为正,说明地区经济增长显著促进了企业投资;市场化指数的系数为正,说明良好的制度因素有利于企业进行投资。在公司治理方面,大股东持股显著正向影响公司投资,股权制衡以及董事长和总经理是否兼任显著负向影响公司投资,独立董事占比和管理层持股的作用不显著。在公司特征方面,大公司的当年新增投资比率较低,盈利公司及负债率较低、自由资金较多的公司当年新增投资较多,说明公司规模、盈利水平以及融资条件都显著影响公司新增投资,增长机会的系数为正,但是不显著。上述结果表明,在加入地区经济和制度特征、公司治理和公司特征变量后,同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)的系数变小,由原来的 0.125 变为 0.064,说明地区经济和制度特征、公司治理以及公司特征能够影响企业投资同伴效应,而在控制了这些因素后,同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)的系数依然显著。

上述分析结果表明,在我国上市公司中,同地区不同行业的企业之间存在投资同伴效应。本文接下来试图从地方政府干预角度解释上述效应存在的动因。很多研究表明,某一地区的市场化进程与政府干预程度负相关。本文使用樊纲等(2010)提供的各省总的市场化

表 3 企业投资同伴效应回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	0.061*** (15.619)	0.041*** (7.118)	0.013 (1.368)	0.139*** (5.276)
<i>Invest_spoi</i>	0.117*** (5.325)	0.125*** (4.779)	0.106*** (3.542)	0.064** (2.871)
<i>Invest_opsi</i>		0.264*** (3.275)	0.269*** (3.500)	0.279** (3.112)
<i>Invest_spsi</i>		0.049*** (5.467)	0.046*** (4.422)	0.042*** (4.015)
<i>GDP growth rate</i>			0.062* (2.052)	0.071** (2.679)
<i>Wage growth rate</i>			0.055** (2.646)	0.060*** (3.290)
<i>Market index</i>			0.003 (1.807)	0.002 (1.340)
<i>Fshare</i>				0.054*** (4.132)
<i>Cent</i>				−0.000*** (−4.598)
<i>Dual</i>				−0.005* (−2.257)
<i>DDsize</i>				0.012 (0.979)
<i>Mshare</i>				0.081 (1.760)
<i>Size</i>				−0.017*** (−6.809)
<i>ROA</i>				0.128*** (5.150)
<i>Growth</i>				0.001 (0.565)
<i>Leverage</i>				−0.014** (−2.336)
<i>Cash</i>				0.076*** (5.513)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	14 738	14 738	14 738	14 738
<i>Adjusted R²</i>	0.299	0.300	0.301	0.339

注:括号内为 *t* 值,标准差在行业层面进行了群聚(*Cluster*)调整,*、**和*** 分别表示在 10%、5%和 1% 水平上显著(双尾检验)。下表同。

指数以及该指数第一项指标(政府与市场的关系)的分项指标“减少政府对企业干预”来衡量地方政府干预程度。表 4 给出了市场化指数与企业投资同伴效应的回归结果。结果显示(见表 4 中列(1)和列(2)),市场化指数(*Market index*)、减少政府对企业干预指数(*Redu_interv index*)与同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)的交互项系数显著为负,说明市场化程度较低的地区,即地方政府干预程度较高的地区,企业投资受到同地区不同行业企业平均新增投资的影响较大。

本文从地方政府官员的视角进一步分析了在省委书记离任前三年,同地区不同行业企业之间的投资同伴效应是否更强。结果显示(见表 4 中列(3)),省委书记离任前三年的虚拟变量与同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)的交互项系数显著为正,说明在省委书记离任的

前三年,同地区不同行业企业之间的投资同伴效应更强。这是因为在官员任职后期,地方政府的政策较为稳定,地方官员与企业之间的信任度较大,官员的晋升动机较强,对企业的干预力度也较大。这在一定程度上说明,地方官员预期到未来要离任时可能会通过一些政策干预手段,促进同地区不同行业的企业间投资互动,进而增强地方经济活力,增加其晋升的概率。本文从“五年计划”冲刺的角度进一步分析了地方政府干预动机对企业投资同伴效应的影响。结果显示(见表 4 中列(4)),五年计划最后两年的虚拟变量与同地区不同行业投资(*Invest_spoi*)的交互项系数显著为正,说明在每个“五年计划”的最后两年,同地区不同行业企业之间的投资同伴效应显著增强。因此,上述三个方面的结果都支持了本文的研究假设 2。

表 4 地方政府干预与企业投资同伴效应回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
调节变量	市场化指数 (<i>Market index</i>)	减少政府对企业干预指数 (<i>Redu_interv index</i>)	省委书记离任前三年 (<i>Prev3_leave</i>)	“五年计划”的后两年 (<i>Last2_fiveyears</i>)
<i>Intercept</i>	0.124*** (4.777)	0.133*** (5.433)	0.151*** (7.539)	0.152*** (7.130)
<i>Invest_spoi</i>	0.344** (3.228)	0.246*** (3.826)	0.071** (2.932)	0.074** (2.966)
<i>Market index</i>	0.005** (2.838)		0.001 (0.869)	0.001 (1.151)
<i>Invest_spoi</i> × <i>Market index</i>	-0.049** (-2.649)			
<i>Redu_interv index</i>		0.004** (3.210)		
<i>Invest_spoi</i> × <i>Redu_interv index</i>		-0.043*** (-3.463)		
<i>Prev3_leave</i>			-0.007 (-1.162)	
<i>Invest_spoi</i> × <i>Prev3_leave</i>			0.117* (1.985)	
<i>Last2_fiveyears</i>				-0.005 (-1.753)
<i>Invest_spoi</i> × <i>Last2_fiveyears</i>				0.067* (2.092)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	未控制	未控制
N	14 738	14 738	13 985	14 738
<i>Adjusted R</i> ²	0.340	0.340	0.343	0.339

(三)内生性与稳健性分析

本文的研究可能存在内生性问题,解决内生性问题的一个办法就是运用工具变量,但是本文研究的对象是同地区不同行业企业的平均新增投资,因此很难找到合适的工具变量。本文试图通过以下几个方面来减少内生性的影响:(1)控制了同地区的经济因素、制度因素、公司治理以及公司特征等可能的相关遗漏变量。(2)控制了公司固定效应,可以减弱一些无法观测的异质性影响。(3)可能存在的另一个问题就是反向因果,可能存在某些“明星”公司或者规模巨大的公司引领或影响同地区其他公司投资活动的情况,即规模巨大公司的新增投资反向影响同地区不同行业公司的平均新增投资。本文剔除了规模巨大的公司(如总资产超过 1 000 亿元、500 亿元、200 亿元等),然后进行表 3 的回归分析,结果是相似的。

本文还做了一些稳健性检验:(1)对于有国外销售收入的公司,投资同伴效应可能会减

弱。因此,我们剔除了年报中披露国外销售收入的公司后,重新进行了表 3 的回归。(2)对于最终控制人为中央政府的企业即“央企”,投资行为往往较少受到地方政府干预的影响,这可能是本文研究中的一个干扰因素。因此,我们剔除了所有“央企”,重新进行了表 3 的回归。(3)以上回归分析中采用巨潮行业分类,而以往研究往往采用证监会的行业分类。我们采用证监会的行业一级分类,以及如以往文献所处理的,制造业用二级分类,其他行业用一级分类,重新进行了表 3 的回归。以上三个方面的回归结果与表 3 都相似(见表 5)。

表 5 公司类别和行业分类的稳健性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	剔除有海外销售收入的企业	剔除中央企业	采用证监会的行业一级分类	制造业采用证监会的行业二级分类,其他行业采用一级分类
<i>Intercept</i>	0.144 *** (6.710)	0.154 *** (6.765)	0.128 *** (4.987)	0.129 *** (5.531)
<i>Invest_spoi</i>	0.149 * (2.148)	0.068 *** (3.838)	0.039 ** (2.979)	0.107 ** (2.243)
<i>Invest_opsi</i>	0.158 (1.667)	0.225 ** (2.459)	0.271 *** (3.366)	0.345 *** (6.548)
<i>Invest_spsi</i>	0.021 (1.263)	0.033 * (2.005)	0.097 *** (3.533)	0.051 ** (2.504)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	8 118	12 785	14 812	14 091
<i>Adjusted R</i> ²	0.296	0.336	0.341	0.346

五、结论与启示

同一地区(省、自治区、直辖市)不同行业的企业不仅会受到共同的外部经济环境和政策的影响,它们之间的投资还可能存在相互促进的同伴效应。本文研究了这种投资同伴效应,并从地方政府干预和地方官员晋升的视角解释了这一同伴效应。本文以 1999—2012 年沪深 A 股上市公司为研究样本,以省、自治区、直辖市来定义同一地区,以巨潮一级行业分类来定义同一行业,结果发现:企业当年新增投资受到同地区不同行业企业当年平均新增投资的显著影响,而且这一同伴效应在地方政府干预较强的地区较为显著,在省委书记离任前三年、每个“五年计划”的最后两年更加明显。

本文研究的主要理论价值在于,提供了同地区不同行业企业之间投资同伴效应新的解释视角。国外研究主要从地区活力角度来解释,而本文研究发现,地方政府是我国企业之间投资互动的主要驱动因素,也是导致企业过度投资的重要力量。本文研究的实践价值体现在:对地方政府而言,应更多地通过提升辖区内劳动力素质和促进信息知识技能在地区内部流动等来促进企业之间的投资互动,而不是更多地依靠其行政干预。如果地方政府官员自身的晋升动机驱动企业间投资互动与地区投资增长,很可能导致本地区投资过度 and 产能过剩,进而限制本地区未来经济发展的动能。对企业而言,同地区不同行业企业的投资可能是一个“信号”,而且投资本身也是争取当地政府政策的手段,但对于是否“跟进投资”,应取决于企业自身发展的需要,避免因盲目跟进而导致投资过度、债务过高、效益下滑等问题。

参考文献:

[1]曹春方.政治权力转移与公司投资:中国的逻辑[J].管理世界,2013,(1):143—155.

- [2]陈德球,陈运森.政府治理、终极产权与公司投资同步性[J].管理评论,2013,(1):139—148.
- [3]陈信元,黄俊.政府干预、多元化经营与公司业绩[J].管理世界,2007,(1):92—97.
- [4]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 2009 年度报告[M].北京:经济科学出版社,2010.
- [5]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.
- [6]谭燕,陈艳艳,谭劲松,等.地方上市公司数量、经济影响力与过度投资[J].会计研究,2011,(4):43—51.
- [7]唐清泉,罗党论.政府补贴动机及其效果的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J].金融研究,2007,(6):149—163.
- [8]唐雪松,周晓苏,马如静.政府干预、GDP 增长与地方国企过度投资[J].金融研究,2010,(8):33—48.
- [9]夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J].经济研究,2005,(5):40—51.
- [10]王贤彬,徐现祥,李郇.地方官员更替与经济增长[J].经济学(季刊),2009,(4):1301—1328.
- [11]杨华军,胡奕明.制度环境与自由现金流的过度投资[J].管理世界,2007,(9):99—106.
- [12]章卫东,张洪辉,邹斌.政府干预、大股东资产注入:支持抑或掏空[J].会计研究,2012,(8):34—40.
- [13]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.
- [14]周中胜,罗正英.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[J].财经研究,2011,(11):4—15.
- [15]Bortolotti B, Faccio M. Government control of privatized firms[J]. Review of Financial Studies, 2008, 22 (8): 2907—2939.
- [16]Chen D, Li O Z, Xin F. Five-year plans, China finance and their consequences[R]. Working Paper,2013.
- [17]Dougal C, Parsons C A, Titman S. Urban vibrancy and corporate growth[J]. Journal of Finance, 2015, 70(1): 163—210.
- [18]Foucault T, Frésard L. Learning from peers' stock prices and corporate investment[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 111(3): 554—577.
- [19]Gao W, Ng L, Wang Q. Does corporate headquarters location matter for firm capital structure? [J]. Financial Management, 2011, 40(1): 113—138.
- [20]Graham J, Harvey C. The theory and practice of corporate finance:Evidence from the field[J]. Journal Financial Economics, 2001, 60(2—3): 187—243.
- [21]Leary M T, Roberts M R. Do peer firms affect corporate financial policy[J]. Journal of Finance, 2014, 69(1): 139—178.
- [22]Li H, Zhou L A. Political turnover and economic performance: The incentive role of personnel control in China[J]. Journal of Public Economics, 2005, 89(9—10): 1743—1762.
- [23]Shleifer A, Vishny R W. Politicians and firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 995—1025.

Local Government Intervention and Peer Effect of Firm Investment

Shi Guifeng

(Antai College of Economics and Management, Shanghai
Jiao Tong University, Shanghai 200030, China)

(下转第 106 页)

of the effect of ethnic Chinese network on Chinese OFDI from the perspectives of institution and culture. It tests the increase effect of ethnic Chinese network on Chinese OFDI based on the ethnic Chinese distribution in global 195 countries or regions and the flow & stock data of Chinese OFDI in global 132 economies. It reaches the conclusions as follows: firstly, ethnic Chinese network promotes the going-out of enterprises and OFDI and Chinese enterprise are inclined to realize OFDI in regions with dense ethnic Chinese distribution; secondly, in the background of more ethnic Chinese with high skill and in OECD countries, high-skilled ethnic Chinese network and ethnic Chinese network of OECD countries have more obvious effects on Chinese OFDI; thirdly, from a perspective of institutional distance, ethnic Chinese network has more significant effects in countries or economies that have longer institutional distance with China, namely ethnic Chinese network can close the institutional distance between China and the host countries and thereby advances the going-out of Chinese enterprises. It has important enlightenment for how to make full use of cultural and informal institutional factors in the process of advancing the going-out strategy in current China.

Key words: ethnic Chinese network; OFDI; going-out; institutional distance; cultural gap

(责任编辑 景 行)

(上接第 94 页)

Abstract: Based on the data of listed companies in China from 1999 to 2012, this paper studies the issue about whether the new investment from a firm is highly sensitive to average new investments of firms which are located in the same area but belong to other industries, and emphasizes whether local government intervention enforces the above-mentioned peer effect of firm investment. The empirical results show that the peer effect of firm investment in different industries in the same region exists, namely the new investment from a firm increases with the rise in average new investments of firms which are located in the same area but belong to other industries; at the same time, in areas with stronger local government intervention, in previous three years of departure of the provincial secretaries of CPC, and in the previous two years of the end of Five-Year Plans, the peer effect is more significant. This paper provides new evidence for the effect of local government intervention on firm investment.

Key words: firm investment; peer effect; local government intervention

(责任编辑 康 健)