

地方政府竞争、企业上市方式与政企间利益输送^{*}

——来自中国家族企业上市公司的经验证据

黎文靖¹, 程敏英², 黄琮宇²

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632;

2. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275)

摘要:中国转轨经济下的财政分权体制和政治晋升锦标赛激励地方政府官员将政策资源向有利于自身政绩的方向倾斜。文章研究发现,与买壳上市家族企业相比,直接上市家族企业获得了更多的银行贷款、政府补贴和税收优惠,但同时通过更高的资产回报、过度投资和负担更多的超额雇员服务于地方经济和社会目标。文章分析了地方政府热衷于推动新企业上市并给予大量政策支持的原因,对于市场化进程中制定相关政策指导地方政府行为具有重要参考价值。

关键词:地方政府竞争;家族企业;上市方式;政企间利益输送

中图分类号:F812.7;F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2012)09-0027-11

一、引言

自我国资本市场建立以来,各级地方政府对推进辖区内公司上市倾注了极大热情。各省、市、州、县人民政府均在各种正式或非正式的场合提出要将加快地区资本市场建设、推进企业上市作为本地政府工作的重要目标。一些文献对地方政府自发地推进业绩较好企业上市的原因进行了分析,如 Du 和 Xu(2009)认为地方政府积极推进企业上市的可能原因在于其在以后可获得更多的股票发行配额。然而,现有研究很少探讨在积极推进企业上市后,地方政府(官员)激励如何影响政府和企业的行为及利益分配,本文希望在这方面做一些工作。

本文从地方政府竞争的角度分析地方政府官员积极推进企业上市对政策资源配置的影响及其对地方政府官员目标实现的促进作用,即政企间双向利益输送。“地方政府竞争”是指在市场经济条件下,为了增强各自竞争优势,各地方政府围绕流动性要素而展开的竞争(周业安等,2004)。为了建立政绩以

收稿日期:2012-04-23

基金项目:国家自然科学基金项目(70802024);教育部人文社科研究规划基金项目(10YJA790127)

作者简介:黎文靖(1979—),男,广东茂名,暨南大学管理学院副教授,博士生导师;

程敏英(1984—),女,广东佛山人,中山大学管理学院博士生,通讯作者;

黄琮宇(1983—),女,广东汕头人,中山大学管理学院博士生。

实现政治晋升,地方政府官员有动机引导政策资源流向,从而促进本地经济增长和社会稳定。推进公司上市便是一条便捷通道,是政府官员政绩的重要组成部分。因此,地方政府可能会将政策资源向直接上市公司倾斜,同时企业可能通过更好的业绩、过度投资和负担更多的超额雇员回馈地方政府。

本文以 2003—2008 年家族企业上市公司为样本,对上述推断进行了实证检验。结果显示,与买壳上市家族企业相比,直接上市家族企业获得了更多的银行贷款、政府补贴和税收优惠,但同时通过更高的资产回报、过度投资和负担更多的超额雇员服务于地方经济和社会目标。研究结果表明,地方政府官员将更多的政策资源向直接上市家族企业倾斜,同时这种倾斜有助于实现地方经济目标和解决政策性负担。

本文的贡献主要体现在:第一,有关地方政府竞争的现有研究大多从宏观角度展开讨论,如对 FDI 引进、经济增长等的影响,而基于微观视角的分析较少,本文则研究了地方政府竞争如何影响资源在企业之间的配置,从而提供了来自微观层面的经验证据。第二,本文以地方政府推进家族企业上市和维持其发展为研究视角,探讨了地方政府对企业上市和经营活动的干预,为政府干预资本市场发展提供了新的经验证据。第三,本文分析了地方政府推进企业上市对政策资源配置的影响,包括银行贷款、政府补贴和税收优惠等,与中小企业融资难、税负高等现实问题密切相关,从而对于市场化进程中制定相关政策指导地方政府行为具有重要参考价值。

二、制度背景与研究假设

(一)制度背景

1. 双重激励下的地方政府竞争。中国地方政府竞争是在特殊的财政制度和官员绩效考评制度下形成的,中国地方官员面对经济和仕途上的双重激励。一方面,中国实行行政性分权和财政包干的财税体制,地方政府有很大的积极性追求地方经济发展(朱恒鹏,2004)。二十世纪八、九十年代的财政承包制改革确定了地方政府的“剩余占有者”地位,额外的税收大部分由地方政府支配,从而地方政府有较强的意愿对地方经济发展伸出“援助之手”。1994 年实施分税制前后,地方财政支出占总财政支出的比重稳定在三分之二以上,地方的实际事权较大(周业安等,2004)。为了开源,各地方有强烈的动机发展本地经济,以最大化财政收入。

另一方面,地方政府官员还面对政治晋升激励(周黎安,2007)。无论是省、市、县还是乡镇一级,同一行政级别的地方官员都处在政治晋升博弈中。在这一博弈中,给定只有有限数目的官员可以晋升,一个人获得提升将直接降低其他人晋升的机会。自 20 世纪 80 年代初以来,地方官员的选拔和晋升标准由过去的纯政治指标变成经济绩效指标,尤其是地方 GDP 增长绩效。地区

间不仅比拼各自经济发展的绝对绩效,还密切关注相对绩效排名。

可见,在我国的财税体制和干部考核选拔制度下,地方政府官员有强烈的动机通过促进本地经济增长获得更多的财政分成和更好的政绩。在资源有限的条件下,地方政府之间必然展开竞争。

2. 企业上市与地方官员政绩。地方企业上市的数量和规模对官员政绩考核具有特殊意义。一方面,证券市场在地方经济增长中扮演着重要角色。中国各地区金融发展与经济增长密切相关,作为金融市场的重要组成部分,股票市场的发展差距可以部分解释各地区经济增长差距。另一方面,当前在总量规模扩张的同时,我国经济发展正面临严峻的结构性调整。随着资本市场规模的日益扩大,资本市场融资对我国产业发展和结构调整具有促进作用,加快上市步伐成为各地政府招商引资、解决就业和调整经济结构的重要手段。因此,在区域经济竞争日益加剧的背景下,利用证券市场愈来愈成为各级地方政府有效提升区域竞争力的重要战略手段。

此外,公司上市本身也是极具形象意义的政绩。受上市额度和上市节奏的限制,一个地区的上市公司数量极为有限。由于 IPO 的要求较严格,程序也较繁杂,等待直接上市机会的公司排起长龙。因此,上市公司不仅是一个地区或城市的经济名片,而且能够体现地方政府的能力。在任期间能够推进一家企业成功上市,可以给一任地方官员戴上引以为傲的光环。同时,相对于买壳上市,推进新企业上市并维持其竞争力是更为明显的增量贡献。“壳”公司通常绩效较差,类似于甩包袱,地方政府倾向于将绩效较差、影响较小的国有企业转让给外地民营企业(孙烨和罗党论,2011)。推进新企业上市则更可能成为官员提升政绩的途径。

(二)研究假设

1. 企业上市方式与政策资源配置。为了扶持上市公司,地方政府有可能干预政策资源配置。为了争夺资本市场资源、推进新企业上市及其再融资,地方政府往往参与到企业上市和后续经营过程中。从企业上市的工作实践看,政府不仅需要挑选、鼓励和引导优质企业参与资本融通和运作,还会真实参与到企业改制和上市准备过程中,如推动企业进行股份制改造或资产整合、研究制定优惠政策、帮助解决历史遗留问题等。在这一过程中,地方资源往往会向拟上市企业和上市公司倾斜。

近年来,各地方政府为鼓励本地企业上市都相继出台了一系列鼓励措施。比如,2006年江西省出台了《关于进一步发展资本市场的实施意见》,从财政、税收、土地、房产等方面提供政策以培育上市资源。2011年扬州市通过《市政府关于加快推进企业上市工作的意见》,提出5年力争新增40家以上上市公司的目标,并要求各级政府及相关部门的各类专项资金优先用于上市后备企业,加大信贷倾斜和融资支持,对企业上市过程进行分环节补贴。此外,为了

弥补企业上市成本而使其获得持续发展的动力,地方政府往往还对成功上市的公司给予奖励。比如,扬州市政府按公司上市募集资金金额一次性奖励200—300万元;东莞市则按上市企业对地方经济的贡献程度给予奖励,年度奖励金额最高可达1 000万元。

本文以家族企业为例分析在公司上市和后续发展过程中,政府对政策资源配置的干预。我们之所以以家族企业为研究对象,主要是因为:第一,相对于国有企业,家族企业的上市方式更为丰富,采用不同方式上市的企业获得支持的差异也更为明显。^①第二,随着资本市场的发展,可包装上市的大型国有企业减少;而家族企业迅猛发展,已成为地方政府推进上市、提升政绩的主要对象。第三,由于社会主义国家的政府对国有企业有天生的“父爱主义”,不同类型国有企业获得资源的差异可能并不明显;而家族企业在政策待遇方面一直受到歧视,如果部分家族企业获得了政府支持,那么不同类型家族企业获得的政策资源会有较大差异。我们认为地方政府竞争会使直接上市家族企业更可能得到政府的帮助和扶持。基于此,本文提出如下假设:

假设1:直接上市家族企业比买壳上市家族企业能够获得更多的地方政策资源。

2. 企业上市方式、政策资源配置与企业回馈。本文从三个方面考察地方官员向直接上市家族企业配置优厚地方政策资源能否促进其政绩。第一是促进经济增长。我国的政绩考核制度以GDP为核心,向直接上市家族企业配置政策资源的首要目的应当是促进地方经济增长,否则,地方政府不会给予其持续的支持。因此,直接上市家族企业的经营绩效应优于买壳上市家族企业,而且对上市方式相同的家族企业而言,享受的政策资源越多,经营绩效越好。

第二是拉动投资。在GDP的三大组成部分中,出口取决于国外需求,消费取决于收入,两者的市场化程度均较高。相比而言,投资的市场化程度最低,并可在短期内迅速反映到GDP中。因此,政府有强烈的动机利用投资来实现GDP增长的目标。政府可能会干预、促进企业投资,从而出现过度投资现象。直接上市家族企业获得优厚政策资源后很可能采取更为激进的投资政策,以服务于拉动地方投资、实现GDP增长的经济目标。

第三是促进就业。我国的就业形势一直比较严峻,促进就业始终是各级政府的重要任务。因此,政府有动机干预企业经营,使其扩大就业、维护稳定。随着民营经济的迅速发展,家族企业已成为吸纳城乡劳动力就业的主要渠道。直接上市家族企业享受了更多的政策资源,地方政府倾向于要求其雇用更多的员工。基于此,本文提出如下假设:

假设2:直接上市家族企业比买壳上市家族企业有更好的经营绩效和更严重的过度投资,并承担更多的超额雇员。

三、研究设计

(一)样本与数据来源

本文选取 2003—2008 年家族企业上市公司作为研究样本。家族企业是指 CSMAR 民营上市公司数据库中实际控制人可以追溯到个人或家族的上市公司(Wei 等,2011)。我们剔除了金融、保险行业公司,最终得到 2 492 个公司年度样本,其中直接上市 1 119 个,买壳上市 1 373 个。买壳上市公司的上市年度为实际控制人真正变更为“家族或个人”的当年。对于家族持股比例,我们从年报和招股说明书中手工收集。财务指标来自 Wind 资讯金融数据库,市场指标来自 CSMAR 股票市场交易数据库。

(二)模型与变量^②

1. 企业上市方式与政策资源配置。我们建立如下模型考察上市方式对家族企业获得地方政策资源的影响:

$$\text{Favor}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Listway}_{i,t} + \sum \alpha_k \text{Control}_{i,t-1}^k + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, Listway 代表家族企业的上市方式,如果家族企业是直接上市的,则 Listway 取 1,否则取 0。Favor 代表家族企业获得的地方政策资源,我们从银行贷款、政府补贴和税收优惠三个方面考察。我们使用银行贷款的增长(LoaG-
ro)来衡量公司的借款渠道,^③预期直接上市家族企业能够获得更多的银行贷款,即 α_1 为正。政府补贴(Subsidy)用公司每百元收入所获得的政府补贴来表示,我们预期直接上市家族企业会获得更多的政府补贴,即 α_1 为正。我们通过公司实际税率($\text{ETR}_{i,t} = (\text{所得税支出}_{i,t} - \text{递延税款净额}_{i,t}) / \text{息税前利润}_{i,t}$)反映税收优惠,预期直接上市家族企业享受更低的税率,即 α_1 为负。

参照 Adhikari 等(2006)、Claessens 等(2008)和 Wu 等(2010),我们还控制了固定资产与总资产之比(FixAsset)、库存商品与总资产之比(Inventory)、资产报酬率(ROA)、收入增长(Growth)、资产负债率(LEV)、资产规模(Size)、上市历史(Age)、资本支出与总资产之比(CAPEX)、市场风险(Beta)、权益市场价值与账面价值之比(MB)、家族持股比例(Famown)及其平方等。

2. 企业上市方式、政策资源配置与企业回馈。根据假设 2,我们建立如下模型,从经营绩效、投资水平和承担的社会就业三个方面检验地方政策资源倾斜能否促进官员政绩:

$$\text{Repayment} = \beta_0 + \beta_1 \text{Listway} + \sum \beta_k \text{Control}_{i,t-1}^k + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,Repayment 包括公司的资产报酬率(ROA)、过度投资水平(OverInv)和承担的超额雇员(Burden)。直接上市家族企业获得更多政策支持,应为地方贡献更多 GDP 和投资并承担更多就业,我们预期 β_1 为正。ROA 反映公司的经营绩效。参照 Richardson(2006),公司的过度投资水平(OverInv)为模型(3)回归后得到的残差:

$$\begin{aligned} \text{Inv}_t = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{Inv}_{t-1} + \gamma_2 \text{Growth}_{t-1} + \gamma_3 \text{ROA}_{t-1} + \gamma_4 \text{LEV}_{t-1} + \gamma_5 \text{Size} \\ & + \gamma_6 \text{CF} + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \epsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

其中,Inv 表示公司的新增投资净额,^④CF 表示经营自由现金流。

参照 Wu 等(2010),我们使用下式来衡量家族企业为地方承担的超额雇员(Burden):Burden=(公司雇员数-行业平均雇员数×公司收入/行业平均收入)/公司雇员数。

除了模型(1)中的部分控制变量外,我们还控制了非家族大股东持股比例(BloOwn)、非家族管理层持股比例(ManOwn)、独立董事比例(IndRat)、管理层薪酬水平(Comp)以及董事长和总经理是否两职合一(Ceocob)等。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计与单变量分析

表 1 给出了直接上市家族企业和买壳上市家族企业获得政策资源和促进地方政绩的描述性统计和单变量对比结果。从中可以看出,与买壳上市家族企业相比,直接上市家族企业获得了更多的银行贷款和政府补贴,并享受更低的实际税率。同时,直接上市家族企业有更好的经营绩效,但过度投资水平更高,并承担更多的超额雇员,说明政策资源向直接上市家族企业倾斜有利于促进地方官员政绩。

表 1 描述性统计与单变量分析

	直接上市家族企业		买壳上市家族企业		均值差异	中值差异
	均值	中值	均值	中值		
LoaGro	70.40	18.00	24.00	-0.80	46.40***	18.80***
Subsidy	0.913	0.238	0.553	0.016	0.359***	0.222***
ETR(%)	19.86	13.92	27.65	14.99	-7.78***	-1.07***
ROA(%)	4.69	5.26	-1.61	1.90	6.30***	3.36***
OverInv(%)	1.67	-0.21	-1.14	-2.14	2.81***	1.93***
Burden(%)	-35.04	12.56	-96.42	17.19	61.38***	-4.63

注:***、**和* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平,下同。

(二)多元回归分析

1. 家族企业上市方式与政策资源配置。表 2 给出了家族企业上市方式与政策资源配置关系的多元回归结果。列(1)报告了对银行贷款的回归结果。上市方式的系数在 1%的水平上显著为正,说明直接上市家族企业比买壳上市家族企业获得了更多的银行贷款。回归系数为 1.13,说明直接上市家族企业平均每年获得的银行贷款比买壳上市家族企业多 113 万元,在经济上也是显著的。从控制变量来看,公司的盈利能力越强、规模越大,获得的银行贷款越多,而资产负债率越高、历史越长的公司获得的银行贷款则越少。

列(2)报告了对政府补贴的回归结果。上市方式的系数在 1%的水平上

显著为正,说明直接上市家族企业比买壳上市家族企业获得了更多的政府补贴。回归系数为 0.322,说明直接上市家族企业平均每百元营业收入所获得的政府补贴比买壳上市家族企业多 0.332 元。从控制变量来看,政府补贴向历史较短、规模较小、盈利能力较弱的公司倾斜。

列(3)报告了对实际税率的回归结果。上市方式的系数在 1%的水平上显著为负,说明直接上市家族企业比买壳上市家族企业承担更低的税负。回归系数为-0.044,说明直接上市家族企业平均每年的实际税率比买壳上市家族企业低 4.4%,在经济上也是显著的。

综上所述,控制其他因素后,直接上市家族企业比买壳上市家族企业获得了更多的政策资源,假设 1 得到了支持。

表 2 家族企业上市方式与政策资源配置(多元回归分析)

	(1)LoaGro		(2)Subsidy		(3)ETR	
	系数	p 值	系数	p 值	系数	p 值
Constant	-5.287**	0.014	2.675**	0.019	-0.235	0.126
Listway	1.130***	0.000	0.322***	0.002	-0.044***	0.002
ROA	4.450***	0.000	-1.015**	0.035	-0.628***	0.000
Size	0.298***	0.003	-0.098*	0.076	0.021***	0.004
LEV	-0.345**	0.032	-0.280	0.209	-0.098***	0.004
FixAsset	0.546	0.377			0.018	0.718
Growth	0.033	0.741				
CAPEX			0.747	0.315		
Beta			-0.009	0.922		
FamOwn			0.407	0.745		
FamOwn ²			-0.459	0.761		
Inventory					0.037	0.513
MB					-0.001	0.566
Age	-0.071**	0.021	-0.027*	0.074	0.002	0.256
Year/Ind	Yes		Yes		Yes	
Adj. R ²	0.097		0.045		0.133	
样本量	2 252		2 100		2 403	

2. 企业上市方式、政策资源配置与家族企业回馈。这里我们考察地方政府对直接上市家族企业的支持能否促进其政绩(见表 3)。列(1)报告了对资产报酬率的回归结果。结果显示,Listway 的系数在 1%的水平上显著为正,说明获得更多地方政策资源的直接上市家族企业有更高的资产报酬率。回归系数为 0.019,说明控制其他因素后,直接上市家族企业的资产报酬率比买壳上市家族企业高 1.9%,具有经济显著性。

列(2)报告了对过度投资的回归结果。结果显示,Listway 的系数在 1%的水平上显著为正,说明直接上市家族企业表现出更强的过度投资倾向。从

经济显著性看,直接上市家族企业的过度投资水平比买壳上市家族企业高2.7%。可见,在获得更多政策资源的同时,直接上市家族企业通过投资拉动地方经济增长,更可能出现过度投资。

列(3)报告了对超额雇员的回归结果。结果显示,Listway的系数在1%的水平上显著为正,说明直接上市家族企业的超额雇员比例显著高于买壳上市家族企业。系数为0.749,说明控制其他因素后,直接上市家族企业的超额雇员比例比买壳上市家族企业高约75%。可见,直接上市家族企业为地方承担了更多的社会就业责任。

表3 企业上市方式、政策资源配置与家族企业回馈(多元回归分析)

	(1)ROA		(2)OverInv		(3)Burden	
	系数	p 值	系数	p 值	系数	p 值
Constant	-0.504***	0.000	-0.218***	0.000	6.295**	0.017
Listway	0.019***	0.009	0.027***	0.000	0.749***	0.004
Size	0.027***	0.000	0.009***	0.000	-0.356***	0.002
LEV	-0.222***	0.000	0.017***	0.000	0.350	0.309
Growth	0.023***	0.000	0.008***	0.007		
CAPEX	0.302***	0.000			2.608**	
Age	-0.002*	0.052			-0.016	0.025
ROA			0.056***	0.000	-2.065***	0.727
Ceocob			-0.002	0.633		0.000
FamOwn	-0.034	0.699	0.032**	0.031	-5.275*	
FamOwn ²	0.089	0.361			5.669*	0.071
BloOwn	0.043*	0.082	0.018	0.290		0.069
ManOwn	0.055*	0.068	0.041	0.223		
IndRat	-0.192***	0.004	-0.009	0.809		
Comp	0.001	0.748	0.001	0.571		
Year/Ind	Yes		Yes		Yes	
Adj. R ²	0.362		0.038		0.034	
样本量	2 425		2 214		2 458	

(三)稳健性分析

为了保证研究结论的可靠性,我们做了以下稳健性分析:(1)剔除上市当年和后一年样本。现有相关研究发现,公司在上市之前为了达到上市要求而往往通过盈余管理手段“美化”报告收益,而上市之后则发生盈余反转(Loughnn和Ritter,1997;Aharony,2000)。为此,我们剔除样本公司上市当年和后一年数据重新进行回归分析,结果与上述较一致。(2)剔除财务困境样本。财务困境企业的市场交易受到一些限制,如日涨跌幅限制、特别转让服务等。为此,我们剔除财务困境样本重新进行回归分析,结果与上述也较一致。(3)中位数回归。为了避免极端值的影响,我们使用中位数回归重新进行检

验,结果没有发生实质变化。(4)行业中位数调整。行业特征对公司决策和经营会产生重要影响,我们在上述 OLS 回归分析中控制了行业固定效应。这里我们对 LoaGro、Subsidy、ETR、ROA 等变量经行业中位数进行调整,重新进行 OLS 回归分析,结果也没有发生实质变化。

五、结论与启示

地方政府在地区经济乃至全国经济发展中扮演着重要角色。本文通过实证检验不同方式上市的家族企业所获得的地方政策资源差异,考察了地方政府竞争对政策资源配置的影响。研究发现,与买壳上市家族企业,直接上市家族企业获得了更多的银行贷款和政府补贴,并享受更低的实际税率。也就是说,地方政府将更多的政策资源向直接上市家族企业倾斜。进一步分析发现,直接上市家族企业有更高的资产报酬率和过度投资水平,并承担更多的社会就业责任。这表明政策资源配置的倾斜有助于促进地方经济增长和解决政策性负担,而使地方政府官员获得政治晋升。

本文的研究结果表明,为了促进经济增长、解决政策性负担并最终使自己获得政治晋升,地方政府官员会将政策资源向有利于自身利益的上市公司倾斜。当然,地方政府对部分上市公司的扶持能够促进企业发展,同时可能会带动其他相关企业并优化地方资源配置和产业结构。但过度的倾斜势必会影响地方经济的健康发展,而且对其他上市公司和非上市企业也是不公平的。因此,地方政府竞争可能产生的不利影响值得我们关注和思考。

* 本文还得到暨南大学科研创新培育基金(12JNQM004)和 2010 年度中山大学笹川优秀青年奖学基金的资助。

注释:

- ①由于我国经济处于转型时期且资本市场尚不成熟,上市资格是由政府配置的稀缺资源(Francis 等,2009),加之政策上对国有企业的倾斜,家族企业直接上市融资十分困难(李增泉等,2008),而往往通过不同途径上市融资。家族企业上市主要有直接和间接两种方式,直接上市是指通过首次公开发行(IPO)上市,间接上市是指通过控股在市公司实现上市。
- ②在单变量和多元回归分析中我们对所有连续型变量都进行了上下 1%的 winsorize 处理,以避免极端值的影响。OLS 回归均控制了行业和年度固定效应(Year 和 Ind),并使用 robust 和 cluster 进行了调整,以消除可能存在的异方差和公司固定效应。
- ③Kwahjia 和 Mian(2005)以贷款总额的对数为因变量考察政治关联的影响。由于“壳”公司大多经营不善、债务沉重,债务总额不能反映公司获得银行贷款的能力,而我们使用银行贷款的增加进行衡量。
- ④ $Inv = (\text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金} + \text{权益性投资和债权性投资支付的现金} - \text{处置固定资产、无形资产和其$

他长期资产收回的现金净额—收回投资收到的现金—处置子公司及其他营业单位收到的现金)/年初总资产。

主要参考文献:

- [1]李增泉,辛显刚,于旭辉.金融发展、债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据[J].管理世界,2008,(1):123—135.
- [2]孙烨,罗党论.政府竞争、资本配置与上市公司“壳资源”转让[J].管理科学,2011,(1):11—20.
- [3]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.
- [4]周业安,冯兴元,赵坚毅.地方政府竞争与市场秩序的重构[J].中国社会科学,2004,(1):56—65.
- [5]朱恒鹏.分权化改革、财政激励和公有制企业改制[J].世界经济,2004,(12):14—24.
- [6]Adhikari A, Derashid C, Zhang H. Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2006, 25: 574—595.
- [7]Claessens S, Feijen E, Laeven L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88: 554—580.
- [8]Francis B, Hasan I, Sun X. Political connections and the process of going public: Evidence from China[J]. Journal of International Money and Finance, 2009, 28: 696—719.
- [9]Khwaja A, Mian A. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market[J]. Quarterly Journal of Economics, 2005, 120: 1371—1411.
- [10]Wei Z, Wu S, Li C, et al. Family control, institutional environment and cash dividend policy: Evidence from China[J]. China Journal of Accounting Research, 2011, 4: 29—46.
- [11]Wu W, Wu C, Rui O. Ownership and the value of political connections[R]. Working Paper, Shanghai Jiao Tong University, 2010.

Local Government Competition, Corporate Listing Approaches, Interest Transfer between Governments and Firms: Evidence from Family Listed Companies in China

LI Wen-jing¹, CHENG Min-ying², HUANG Qiong-yu²

(1. Management School, Jinan University, Guangzhou 510632, China;

2. Sun Yat-Sen Business School, Sun Yat-Sen University, Guangzhou 510275, China)

Abstract: In transitional China, fiscal decentralization system and political

(下转第 47 页)

Government Bonds and Financial Market in Modern China

DU Xun-cheng

*(School of Economics, Shanghai University of
Finance and Economics, Shanghai 200433, China)*

Abstract: In modern China, the issue of government bonds opened up a new era of national savings mobilized by governments and gave an opportunity to develop capital market. Actually, the bonds had been involved in then financial market to a certain extent, and became the issue reserve of bank notes, the security of deposits, the collateral for bank loans, investment chips in financial industry and the chips of maintaining economic stability; the bond transactions also promoted the development of securities market in modern China. However, by econometric analysis, this paper concludes that the interest rate could not provide a sound explanation of bond prices, showing that government bonds had not been completely integrated into financial market and bond prices might be affected or restricted by many non-market factors. Two bond arrangements which occurred in 1921 and 1932 respectively provided great importance for the maintenance of credit and the reduction in yields of bonds was the return to rationality. And the reform of lawful money made governments cast off financial constraints of bonds.

Key words: modern China; government bond; interest rate; financial market
(责任编辑 金 澜)

(上接第 36 页) promotion tournaments encourage local officials to allocate policy-related resources in favor of their administrative achievements. This paper concludes that, compared to family firms that went public via take-over, family firms that went public via IPO gain more bank loans, government subsidies and tax preference, but serve local economic and social objectives through higher return on assets, over-investment and heavier burden on employment. It analyzes why local governments are keen about promoting listing of new firms and giving much policy support, providing important references for policy formulation aiming to guide the behavior of local officials in the process of marketization.

Key words: local government competition; family firm; listing approach; interest transfer between governments and firms
(责任编辑 康 健)