

政府干预、资本投向与结构效率^①

郝颖, 刘星

(重庆大学经济与工商管理学院, 重庆 400030)

摘要: 基于不同投资形态对经济、社会与政治目标的贡献差异, 研究了政府干预下的资本投向选择效应, 及其导致的投资结构异化对总体效率的影响. 研究发现, (1) 地方政府有动机干预国企增加固定资产、股权并购和垄断资产投资, 削减技术资产投资. (2) 在政府干预程度较大的地区, 国资委直属企业的固定资产投资规模和增速最大; 企业集团所属企业的股权投资增长趋势最为强劲; 这与政府干预的动机和方式密切相关. (3) 央企的资本投向选择更容易突破地方政府对垄断资源的管制; 民营资本在垄断资源领域更容易被政府管制挤出. (4) 政府对企业投资取向的干预, 从规模和结构分布两方面损害了投资效率; 而市场化和法治化进程的推进, 可以调整政府与企业在资源配置中的功能与边界. 上述研究发现, 为进一步改进以 GDP 为中心的单极考评体制, 提高政府治理水平提供了理论和经验依据.

关键词: 政府干预; 资本投向; 结构效率; 市场化进程

中图分类号: F275 F830.2 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2011)04-0052-22

0 引言

政府与市场的关系不仅是经济发展的重要命题, 也是企业决策必须面对的制度环境与约束条件. 从中国市场化取向的改革实践看, 在持续与渐进的分权式改革路径下, 资本投资, 尤其是政府主导下的投资, 一直是驱动经济高速增长的核心动力^[1-2]. 经历了近 30 年的高投资—高增长之后, 中国经济发展步入了新的突破阶段, 投资增长模式的微观基础面临着结构与质量的双重难题, “高投资率—低投资效率”、“高固定资产—低技术投资”、“重复建设—投资结构异化”等问题日

益显现^[3-4]. 由此, 立足于转型市场背景下的政府与企业行为关系, 阐释并理解上述微观领域的投资问题与困境, 对于夯实经济增长的微观基础, 推动经济持续、健康发展具有重要意义^②.

作为价值创造和资源配置的微观基础, 企业的资本投资并不能在新古典的完美市场均衡条件下, 自动实现效率的改进与结构的优化. 资本的投向、规模及其形成资产的价值, 不仅受企业所有权控制模式和资产属性的影响^[5-6], 而且因政府行为、法治水平、市场竞争等公司治理环境的差异与演进, 资本投资的效率与结构分布内生于相应的制度环境之中^[7-9]. 正如 Djankov 等^[10] 所指出, 政

① 收稿日期: 2010-02-23; 修订日期: 2010-11-01.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70902030); 教育部人文社会科学研究青年基金资助项目(09YJC630242); 重庆大学中央高校自主科研重大资助项目(CDJK11002).

作者简介: 郝颖(1976-), 男, 山东济南人, 博士, 副教授. E-mail: cquhaoying@163.com

② 据国家发改委披露, 党中央、国务院在应对全球金融危机、扩大内需和关注民生背景下的 4 万亿投资投向路线图框定: 其中, 15 000 亿元将用于铁路、公路、机场等重大基础设施建设和城市电网改造, 4 000 亿元投向保障性住房、农村水电路气房等民生工程和基础设施建设, 3 700 亿元投向自主创新和产业结构调整. 在 4 万亿元投资中, 新增中央投资共 11 800 亿元, 占总投资规模的 29.5%, 主要来自中央预算内投资、中央政府性基金、中央财政其他公共投资, 以及中央财政灾后恢复重建基金; 其他投资 28 200 亿元, 占总投资规模的 70.5%, 主要来自地方财政预算、中央财政代发地方政府债券、政策性贷款、企业债券、银行贷款以及吸引民间投资等. http://news.xinhuanet.com/fortune/2009-06/01/content_11458778.htm

府干预不仅是转型经济体的普遍特征,而且国家所有制是一种政府干预程度最强的经济制度,通过对国有产权的控制与行使,政府可以更为直接地干预企业资本配置。而政府干预企业投资的经济结果,则很大程度上取决于政府动机与不同资本投向所形成资产的功能、用途、经济价值等属性之间的契合。一方面由于固定资产投资、无形资产投资、研发投资与股权投资等不同投资取向所形成的资产属性、特质和功能差异^[11-12],使得不同资产对政府目标和利益诉求的贡献方式、程度各异;另一方面由于经济地理与市场的差异、经济改革路径的差异,以及分权体制下各级政府行为的差异^[13-14],导致了政府干预资本投资投向的动机、能力和经济结果的不同。具体而言,除了企业绩效的经济目标之外,基于社会目标^[15]、政绩目标^[16]和组织目标的综合权衡,政府将利用产权控制人的法定地位,干预或指令企业资本在不同投向上的分布,从而通过“资本”到“资产”的物化过程,力求实现社会稳定、经济增长、公共服务和私有收益等多目标的优化。因此,尽管政府干预下的企业资本投向从经济上是效率损失的,但是从政治过程上看却很可能是有效率的。进一步,由于地区间政府干预与市场化程度的不同,企业资本投向的分布结构与配置效率呈现出多样性与差异性。

基于我国上市公司普遍被各级政府以直接或间接方式控制的现实,目前国内学者从治理绩效^[17]、融资决策^[18]与企业并购^[19-20]等方面,研究了政府干预对企业行为的影响。与上述政府干预影响企业决策的研究视角不同,本文将着重探究政府干预下的投资选择和投向差异,以及资本在不同投向上的分布对投资结构和效率的影响。之所以选择资本投资作为研究的切入点,是基于以下两方面的考虑,1) 资本投资作为价值创造和资源配置的基础,是联接企业微观效率和宏观经济健康增长的桥梁。在转型时期的政府控制特征下,探究影响企业资本投资和投向分布背后的政府动机、干预方式和实现途径,对于理解经济高速

增长背后的微观投资结构异化和效率损失,阐释影响企业投资效率的政治和制度因素,具有重要现实意义。2) 由于资本投资与融资、股利分配之间的密切联系,从资本投资视角的剖析不仅对于丰富和推进政府干预下的企业决策研究具有重要的理论意义,而且进一步拓展了政府行为、市场化进程与企业绩效之间的影响机制研究。

作为世界转型经济体中最大的国家,中国自1978年以来的市场化改革主要沿着分权化的方向进行。在确保政治架构稳定的前提下,中央和地方政府不断地调整它们的财政、税收和国有资产关系^③。中央对地方政府的经济分权不仅调动了各级地方政府发展地方经济的积极性,而且以维护稳定与经济增长为基准的一系列政绩考核体系,直接驱动并强化了政府干预辖区企业投资活动的政治与经济动机^[21-22]。基于固定资产、股权投资、技术型无形资产、垄断型无形资产与地方政府发展经济、维护稳定、服务公共目标之间的理论联系,本文扩展了以往资本投资研究大多集中于固定资产或其他单一投资的范式。首先,分别考察政府干预对不同资本投向的影响及程度差异。然后,从不同类型的产权控制特征出发,比较政府干预方式与政企关系差异对不同资本投向的影响。最后,基于政府干预下的资本投向规模差异,引入非效率投资估算模型,考察不同资本投向的结构关系对总体投资效率的影响。

本研究对已有文献的贡献如下。第一,沿着政府目标—干预动机—资本投向差异—投资结构异化—配置效率损失的理论逻辑,在细分资本投向类型的基础上,提供了政府经济与政治动机影响资本在不同投向上分布的经验证据。第二,基于政府干预的方式与途径差异,从国有产权的不同控制特征出发,丰富了政府干预影响企业投资决策的理论文献。第三,通过政府干预对不同资本投向的影响差异分析,从投资的分布与结构这一更深入的视角,阐释了政府干预影响企业资本配置效率的结构因素,增添了政府行为与企业效率研究的新知识。

③ 从 20 世纪 70 年代的放权让利到 20 世纪 80 年代的财政包干体制,再到 20 世纪 90 年代的分税制改革,以至进入 21 世纪以来的国有资产管理体制改革。

1 理论分析、制度背景与研究假设

1.1 政府干预、资本投向与配置效率的理论分析

本质上,“政府干预理论”与“市场自由理论”不仅都是配置资源的经济法则,而且随着经济周期的反复与演进,两种机制的替代与互补贯穿于漫长的经济发展轨迹^[23].与企业单一的经济目标不同,除了效率和经济价值之外,政府组织还需要实现社会稳定、就业保障、公共服务和集团私利等目标^[24].政府目标不仅是追求经济与政治效率的多元统一,而且政府组织间的竞争标尺也被刻度为多元目标是否得到了更好的优化.因此,政府通过控制国有产权介入企业的决策之后,企业的投资选择将不可避免地偏离经济指标的单一标尺.而政府干预企业投资选择的经济结果,则取决于政府多元目标与不同资本投向所形成资产的功能、用途、经济价值等属性之间的契合.

1.1.1 政府干预与固定资产投资

作为投资领域中最普遍的形态,固定资产不仅对GDP增长具有直接的推动作用,而且资产的可视性强、用途易判断和价值易评估,容易在交通道路、市政设施和城市建筑等领域彰显政府公共服务的业绩.因此,对于资本要素相对稀缺的大多数转型经济国家而言,政府对国有企业固定资产投资的干预动机相当强烈^[25-26].然而,由于宏观统计口径与企业投资绩效评价的系统差异,盈利状况待定的企业固定资产投入也将对当期的GDP具有拉动作用.因此,基于经济增长最大化的角度,政府干预对企业固定资产投资的微观效率影响可能是负面的,而对于增加就业机会、改进公共设施与社会服务功能的影响则可能是正面的^[27].Acemoglu等^[28]在控制了经济总量、消费水平和工业化程度等宏观经济特征之后,发现:转型经济国家的企业普遍具有更高的固定资产投资规模;而总资产中较高的固资比重,很大程度上源于企业扩张动机对公共设施建设和城市发展及地区资源开发等政府目标的迎合.政府通过授予企业公共资源开发权的契约,介入并引导缔约企业在获取适度经济收益的同时,增加其固定资产投资的公共性与社会化程度.

对于中国这个全球最大的转型经济体而言,基于社会目标^[15]、政绩目标^[16]和地方福利目标^[29]的综合权衡,地方政府干预国有企业固定资产投资的经济与政治动机同时存在.在市场化推进程度较慢的地区,地方政府将有更强的主观意愿干预企业的资本投资活动,以弥补民营及其他产权经济力量在驱动经济发展与提供公共服务上的不足.

1.1.2 政府干预与股权投资

作为联接产权的纽带,股权投资对于迅速整合资源,扩张企业的规模具有十分显著的效果^[30].因此,政府会通过股权投资来实现产业整合,增强国有经济的行业地位,进而实现增加就业岗位,维护地区稳定的社会目标^[31].Hee jin K等^[32]的研究表明,政治官员除了利用产权投资达成经济与社会目标外,还会利用国有企业的股权投资向其政治支持者输送利益,保持竞选投票人群的就业与生计稳定.而在转型经济体中,更多的证据则表明了政府干预企业并购的非经济动因. Brown等^[33]对多个转型经济国家的私有化并购研究发现,政府干预下的国有企业私有化并购普遍存在因稳定企业冗员而产生的价值折损效应,而市场化进程与社会保障体系的脆弱,将迫使政府通过财政补贴或担保融资加以弥补. Faccio等^[34-35]的研究则表明,在市场化程度较低的东南亚地区,政治利益的诱惑引发了政府官员频繁的股权投资交易,股权投资很容易成为政治集团整合政治资源,协调公共关系的方式.

对于政府干预下的中国国有企业而言,股权投资主要体现了经济与政治目标的综合权衡.一方面通过股权投资并购做大优势产业规模,实现区域经济竞争的领先;另一方面通过对竞争乏力企业的股权投资与并购改制,有效稳定与缓解地方就业压力、实现社会稳定的政治目标^[36].而Far等^[37]对中国地方国有企业股权投资与金字塔形成动机的研究则发现,在财政赤字越少、失业率越低、市场化进程越快、法治水平越高的地区,地方政府更倾向于通过股权投资增加上市公司的控制层级,通过多元产权的投资介入,提高国有股权的市场化效率.

1.1.3 政府干预与垄断型无形资产投资

企业在资源开采权、特许经营权等无形资产

上的投入,不仅可以获取稀缺的经济资源,有效增强市场竞争地位,而且通过占有垄断性经营权甚至可以影响地区公共事业与社会福利的配置格局。因此,垄断型无形资产的投资与政府管制之间普遍具有天然的政治关联^[38]。Kwok^[39]基于经济周期与所有权关系的研究则发现,在市场化程度较低的国家,垄断与管制行业的国有股权比例更高;而在市场化程度较高的地区,经济的波动与振荡也将导致垄断资源与特许经营权在政府干预下向国有企业的集中,政府将采用国家公权系统的间歇性介入,以弥补经济动荡下市场功能的缺失。Ang^[40]进一步指出,由于市场配置机制的不完全与垄断资源的公益性,作为垄断与专营权中的投入主体,无论是与政治关联的企业组织,还是政府指派的国有企业,只要能实现提升公众福利、完善公共服务体系、扩大社会繁荣的目标,均可视为相对效率的资本配置模式。

然而,如果政治集团的目标并非服务于社会公众福利,那么政府对垄断型资产投资的干预,将形成内幕交易与腐败的根源^[41-42]。Liu^[43]对东南亚国家的研究发现,能源开采权、烟草经营权与医药获准权等无形垄断资源,通常由政治集团的家族企业所控制,不仅资源配置的效率低下,而且企业集团的利益分割将降低垄断资源的公益性、普惠性与共享度,甚至扭曲社会福利的分配体系,导致地区社会秩序的混乱。

在我国人均资源稀缺的市场化转型背景下,采矿权、土地所有权和特许经营权等垄断型无形资产无疑是更具价值的珍贵资源。因此,在市场化程度较高,法规执行效力较好,私有产权经济较为活跃的地区,垄断型无形资产投资的多元化趋势明显,有助于提升资源的配置效率,规范政府与企业在垄断型资源配置中的过度干预行为^[44]。

1.1.4 政府干预与技术型无形资产投资

与垄断型无形资产投资不同,由 R&D 投资、专利技术和专有技术等组成的技术型无形资产投资,具有较高的不确定性与公益性特征。因此,技

术投资客观上需要良好的市场竞争环境、法律保护和国家政策支持,以提高 R&D 投资结果的可预期性,激发企业自愿的持续投入。然而,由于技术型投资的不确定性较高、周期长,不仅很难满足政府组织的短期目标要求,而且在资本积累与市场化程度较低的地区,政府将通过直接与间接的方式迫使企业推迟或削减技术性投入,以集中更多资金用于经济效果快、吸纳就业多、公益可视性好的实物投资、基础设施投资和市政工程建设^[45-46]。Matthew^[47]进一步分析指出,在资本稀缺的国家,资金面临更多的投资选择,既可以借鉴发达地区的经验与项目进行模仿投资,也可以对技术创新进行投资。由于在创新性技术投资中,政府代理人必须花更多的人力、物力与财力去进行调研,不仅需要和企业主体一样承担创新投资的市场风险,而且由于政府组织的公共特征,其代理人还将承担失败的舆论压力与行政风险。

我国企业技术投资规模偏低、持续性较弱^④。从政府与企业关系的层面来看,一方面,在以 GDP 为中心的晋升考核与定期轮岗的组织制度安排下,技术性无形资产投资的政治效率较低;另一方面,在市场化进程缓慢的地区,行业竞争与专利保护意识较弱,政府干预企业进行原创性或应用性投资创新的市场敏感性很大程度上被钝化。

1.2 所有权控制特征与政府干预方式:基于制度背景的分析

我国的渐进式经济改革,并非单极的市场自由化,相反,市场化改革伴随着分权化同步展开,这种分权式改革既包括中央政府与地方政府的经济分权,也包括政府与企业对所有权控制边界的界定。一方面,在我国从计划经济走向市场经济的过程中,在国有产权配置上,经历了从集权到分权的过程,地方政府在此过程中获得了属地国有资源的自主支配、收益获取和治理监督等权力;另一方面,基于为国企改革和解困服务的初衷,我国上市公司大部分由国有企业改制而来,国有性质的产权不仅处于绝对控制地位,而且统一纳入了中

④ 据《国际竞争力分析报告(2008)》的统计,我国研究和开发人员数量是世界之冠,但科技竞争力却排在世界第 28 位,全国人均 R&D 投入为 417 美元,排名第 40 位,人均企业 R&D 投入为 2 117 美元,排名第 39 位。

央和地方分级控制的框架^⑤。地方政府的社会目标、政绩目标和私利目标^[14-16]，将不可避免地干预国有上市公司的投资选择与价值取向。与此同时，随着股票发行市场化程度的日益加深，民营控股的上市公司在中国证券市场的经济体中扮演重要的角色。囿于对上市之初的分拆、捆绑和整体三种改制模式的路径依赖，最终形成了中央企业集团控制、地方企业集团控制、地方国资委（局）直接控制和民营产权控制两类所有权性质和相应的四类产权控制模式。因此，政府干预对企业资本投向与规模的影响，不仅在很大程度上将取决于各级政府与所有权之间的隶属关系，而且国有产权的控制模式将直接影响政府干预企业投资活动的方式与强度。

首先，就中央企业控制的上市公司而言，一方面，由于处于国家利益的全局层面，在提高自主创新能力、推进创新型国家的重大经济社会战略中处于核心地位，国家层面的新型产业投资和监管治理措施不仅将率先在央企所辖的上市公司中实施，并且将被较好地示范性执行^⑥。另一方面，尽管央企散布于全国各地，但与地方政府之间并没有产权与直接的隶属关系，地方政府的目标与干预行为对央企上市公司的决策影响轻微，或者央企上市公司可以凭借其权威性来避免地方政府的干预^[20]。

其次，就地方国资委和地方企业集团控制的两类上市公司而言，一方面，两类上市公司与地方政府大都存在超产权的政治经济联系。在投资驱动型的区域经济发展阶段^[48]，作为地方经济发展的标志和重要投融资平台，地方政府通常会对其给予资源配套和地方性政策支持。然而，基于就业、稳定与政绩目标的综合权衡，地方政府更倾向于利用上市公司的投融资平台完成劳动力吸纳度高、可视性好、见效快的项目，并没有推动上市公司进行长期技术投资的内在动力。另一

方面，相较于地方国资委直接控制的公司而言，尽管国有企业集团控制的上市公司与地方政府之间是间接的产权关系，多层级的控制结构增加了地方政府干预的成本^[49]，但同时也提高了地方政府干预的隐秘性与市场化程度。因此，在政府行政与公共职能不断改革的趋势下，政府间接通过企业集团实施属地企业的并购，可以在实现地方政府经济社会目标的同时，有效规避政策与政治风险。

最后，作为产权界定更为清晰、运营体系相对独立、经济目标更为单纯的民营上市公司，尽管投资决策也会受到政治和政府目标的规制，但资本投资的选择与结构分布受市场机制配置的可能性更大。同时，作为新兴的经济力量，民营上市企业“先天”处于能源开采权、特许经营权等垄断资源的配置体系之外，对垄断资源的介入更多依靠“后天”建立的政治关系。特别是在政府干预较强的地区，民营企业投资垄断资源的动机更容易受到国有企业的挤压。

基于以上理论与制度背景分析，提出如下研究假说。

假设 1 地方政府有动机干预国企增加固定资产、股权并购和垄断资产投资，削减不确定性高、效益周期长、就业吸纳低的技术资产投资。

假设 2 政府干预对资本投向的影响因政企关系和产权类型的不同存在差异。在政府干预程度较大的地区，地方国资委直属企业的固定资产投资规模和增速最大；地方国有企业集团所属企业的股权投资增长趋势最为强劲。

假设 3 央企的资本投向未受所在政府的干预，容易突破地方政府对垄断资源的管制。

假设 4 在政府干预程度较大的地区，民营资本在垄断资源领域更容易被政府管制挤出；市场化和法治化进程的推进，将显著调整政府与企业在资源配置中的功能与边界。

⑤ 从计划经济体制建立到党的十六大之前，国有资产管理体制基本上是“国家统一所有，中央与地方分级管理或分级监管”，各级国有资产管理权限分布于各级政府的相关经济职能部门之中。党的十六大确定了新的国有资产管理体制框架，在坚持“国家统一所有”的原则下，从原来的“分级管理”深化到“分级履行出资人职责”，并将各级财政部门、经贸委和企业工委的相关国有资产管理职能归并于新组建的国资委，并由各级国资委统一履行出资人职责。

⑥ 2005年 1月 13日李荣融在全国国有资产监管会议上的讲话：《积极推进国有资产管理体制和国有企业改革》2005年 6月 2日国务院国资委颁布的《中央企业固定资产投资评价工作指南》

2 研究设计

2.1 政府干预与制度环境的测度

如前理论部分所述, 作为企业治理环境的重要构成部分, 政府干预尽管对企业决策具有独立的影响作用, 但市场力量与法制进程将不断调整政府的干预动机、方式与实现路径, 并与政府作用一起, 构成企业所面临的完整制度环境. 因此, 在研究政府目标对企业行为与效率的影响中, 不能回避企业所在地区的市场力量、法制环境与政府

动机之间的联系与互动, 及其在企业治理环境与效力中的综合反应^[50].

樊纲和王小鲁^[51]基于大量的统计和调查资料, 编制出了中国各地区 2001 年至 2005 年市场化相对进程报告. 其中, 政府干预指数、市场化指数和法制化指数分别代表了各地区的政府干预程度、市场化程度以及法治水平. 市场化指数越大代表市场化进程越快, 政府干预指数越大代表政府干预越少 (反向指标), 法治水平指数越大代表法治水平越高. 这些指数已被国内的大量研究采用并认同^[17-18].

表 1 2001—2005 年各地区政府干预指数、市场化指数和法制指数总体均值 (按政府干预程度排序)
Table 1 Average level of government intervention index, market index and law index in different area from 2001 to 2005

地区分布	政府干预排序	政府干预指数	市场化指数	法制化指数	地区分布	政府干预排序	政府干预指数	市场化指数	法制化指数
江苏	1	8.986	7.98	6.15	河南	16	6.940	5.034	3.214
广东	2	8.912	9.044	8.368	辽宁	17	6.926	6.668	5.068
上海	3	8.890	9.106	11.244	陕西	18	6.912	4.128	2.502
浙江	4	8.676	8.956	7.832	云南	19	6.768	4.362	2.526
福建	5	8.620	7.934	5.156	湖南	20	6.740	5.208	3.072
排序 1—5 的组间 Kruskal-Wallis 检验		25.713** (0.029)	38.750** (0.018)	19.869* (0.072)	排序 16—20 的组间 Kruskal-Wallis 检验		31.794** (0.023)	20.341* (0.055)	23.050** (0.041)
广西	6	8.258	4.984	3.09	江西	21	6.656	5.134	2.92
北京	7	8.168	7.48	7.854	贵州	22	6.198	3.680	2.024
安徽	8	7.986	5.524	2.926	甘肃	23	6.188	3.560	1.734
海南	9	7.836	5.346	3.682	吉林	24	6.044	4.930	3.776
重庆	10	7.766	6.362	3.324	黑龙江	25	5.998	4.516	4.374
排序 6—10 的组间 Kruskal-Wallis 检验		22.541** (0.041)	20.065* (0.059)	23.519** (0.038)	排序 21—25 的组间 Kruskal-Wallis 检验		25.230** (0.031)	24.162** (0.039)	25.390** (0.032)
四川	11	7.684	5.888	3.942	山西	26	5.79	4.470	3.304
河北	12	7.630	5.654	3.596	宁夏	27	5.608	3.918	2.268
山东	13	7.366	6.886	4.658	内蒙古	28	5.558	4.512	3.62
湖北	14	7.062	5.426	3.548	新疆	29	5.384	4.126	4.038
天津	15	7.030	7.310	6.980	青海	30	4.638	2.872	1.512
排序 11—15 的组间 Kruskal-Wallis 检验		25.301** (0.033)	21.280** (0.045)	25.325** (0.034)	排序 26—30 的组间 Kruskal-Wallis 检验		20.267* (0.052)	20.150* (0.060)	22.343** (0.047)

注: **表示在 1% 的水平上显著, * 在 5% 的水平上显著, * 在 10% 的水平上显著.

采用樊纲和王小鲁^[51]对 2001—2005 年 5 个年度各地区的政府干预指数、市场化指数和法制化指数均值进行了计算, 并以政府干预指数为对标, 进行了各地区的排序. 从表 1 可见, 政府干预程度最强和最弱的分别是青海和江苏 (西藏的指数为负, 未列入计算), 江苏 5 年的政府干预均值为 8.986 是青海均值 4.638 的近 2 倍. Kruskal-Wallis 非参数的组间检验结果表明, 在每 5 组政府干预程度相近的地区分类中, 不同地区的市

场化程度和法制化水平存在显著性差异. 因此, 在考察政府干预对所在地区企业决策的影响中, 整体上不会因一致的同向或反向市场化和法制化差异而削弱、扭曲或混淆政府干预的作用. 相反, 在考察政府干预对企业资本投资选择与效率的影响中, 引入了所在地区的市场化和法制化因素, 以便观测这两种力量对政府干预的调整作用.

2.2 样本数据及其分类描述

与樊纲和王小鲁^[51]报告的政府干预期间相

对应,选择2001—2005年沪深两市A股市场的所有公司作为考察对象,剔除了金融类上市公司、最终控制人详和无股权投资记录的样本观测值。我国上市公司2001年开始于年报中披露股权控制关系,终极控制人的类型从上市公司年报中手工整理而得。同时,技术型和垄断型无形资产投资数据亦采用手工方法,分别从样本公司年报附注的“无形资产注释”、“长期待摊费用”、“预提费用”和“与经营活动相关的现金流量”四个项目中进行筛选和记录,并剔除了记录不详的公司。为消除极端值的影响,对于所使用到的主要连续变量,剔除了极端值样本。上市公司的财务数据和其他相关数据来源于国泰安《中国上市公司年报财务数据库》以及《中国上市公司财务指标数据库》。最后得到符合条件的有效观测值3912个。

2.3 研究的步骤、模型与方法

2.3.1 政府干预与资本投向选择

首先,基于不同地区政府干预程度的排序,分别对样本公司总体的固定资产投资、股权投资、无形资产投资和R&D投资进行统计分析。然后,按中央企业集团控制(CEC)、地方企业集团控制(LEC)、地方国资委控制(IGC)和民营控制(PRC)这四种控制权特征的样本分类,对不同政府干预程度下的各资本投向水平进行描述性分析;并运用非参数计量方法,分别检验不同政府干预程度和产权特征下,相同资本投向的规模差异。最后,在对面板数据进行Hausman检验判别的基础上,针对分组面板数据表现出的固定效应(fixed effect)或随机效应(random effect)特征,采用相应的GLS回归方法,考察不同产权特征下的政府干预程度对各资本投向规模的影响程度。其中GLS回归采用Eview8.0完成,方差权重的选取以投向规模的行业差异为依据^⑦。

在回归分析中,分别采用固定资产投资、股权投资、垄断型无形资产投资、技术型无形资产投资与存量之比 $(\Delta FK/FK)_{it}$ 、 $(\Delta MA/MA)_{it}$ 、 $(\Delta TE/TE)_{it}$ 、 $(\Delta MON/MON)_{it}$ 作为表征各资本投向的被解释变量,以政府干预程度(GOV)、市场化程度(MAR)、法制化程度(LAW)、产权控制类

型(TYPE)以及政府干预程度与产权类型的交互项(GOV×TYPE)作为解释变量,TYPE分别代表CEC、LEC、IGC和PRC四种产权特征。交互变量GOV×TYPE用来分析在政府干预程度不同的地区,产权特征对企业资本投向规模与效率的影响是否具有显著差异。我们预期,在政府干预较强的地区,企业受控于地方政府的程度越大,其资本投向将更为直接地体现政府意志。

此外,以影响各资本投向的经济环境、公司特征和公司治理因素,即地区经济总量(GDP)、地区财政收入(FISC)、现金持有量(CF)、负债比例(LEV)、股利分配率(DIV)、企业规模(SIZE)、息税前收益(EBIT)、内部人控制制度(D)和持股比例(OWN)作为控制变量,设立如下回归模型。

模型 1

$$(\Delta FK/FK)_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 GOV_{it} \times CEC + \beta_3 GOV_{it} \times LEC + \beta_4 GOV_{it} \times IGC + \beta_5 GOV_{it} \times PRC + \beta_6 MAR_{it} + \beta_7 LAW_{it} + \beta_8 GDP_{it} + \beta_9 FISC_{it} + \beta_{10} CF_{it} + \beta_{11} LEV_{it} + \beta_{12} DIV_{it} + \beta_{13} SIZE_{it} + \beta_{14} EBIT_{it} + \beta_{15} OWN_{it} + \beta_{16} D_{it} + \sum_{i=17}^{32} \beta_i IND_i + \sum_{i=33}^{37} YEAR_i + \epsilon_{it}$$

模型 2

$$(\Delta MA/MA)_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 GOV_{it} \times CEC + \beta_3 GOV_{it} \times LEC + \beta_4 GOV_{it} \times IGC + \beta_5 GOV_{it} \times PRC + \beta_6 MAR_{it} + \beta_7 LAW_{it} + \beta_8 GDP_{it} + \beta_9 FISC_{it} + \beta_{10} CF_{it} + \beta_{11} LEV_{it} + \beta_{12} DIV_{it} + \beta_{13} SIZE_{it} + \beta_{14} ROA_{it} + \beta_{15} OWN_{it} + \beta_{16} D_{it} + \sum_{i=17}^{32} \beta_i IND_i + \sum_{i=33}^{37} YEAR_i + \epsilon_{it}$$

模型 3

$$(\Delta MON/MON)_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 GOV_{it} \times CEC + \beta_3 GOV_{it} \times LEC + \beta_4 GOV_{it} \times IGC + \beta_5 GOV_{it} \times PRC + \beta_6 MAR_{it} + \beta_7 LAW_{it} + \beta_8 GDP_{it} + \beta_9 FISC_{it} + \beta_{10} CF_{it} + \beta_{11} LEV_{it} + \beta_{12} DIV_{it} + \beta_{13} SIZE_{it} + \beta_{14} TA_{it} + \beta_{15} OWN_{it} + \beta_{16} D_{it} + \sum_{i=17}^{32} \beta_i IND_i + \sum_{i=33}^{37} YEAR_i + \epsilon_{it}$$

⑦ 由于制造业公司在全部上市公司中占到了60%以上,因此本文样本中非制造业和制造业类上市公司的标准差权重分别根据《上市公司分类指引》中行业门类和制造业子类进行计算选取。

模型 4

$$(\Delta TE/TE)_i = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 GOV_{it} \times CEC + \beta_3 GOV_{it} \times LEC + \beta_4 GOV_{it} \times IGC + \beta_5 GOV_{it} \times PRC + \beta_6 MAR_{it} + \beta_7 LAW_{it} +$$

$$\beta_8 GDP_i + \beta_9 FISC_{it} + \beta_{10} CF_{it} + \beta_{11} LEV_i + \beta_{12} DIV_{it} + \beta_{13} SIZE_{it} + \beta_{14} SAL_{it} + \beta_{15} OWN_i + \beta_{16} D_{it} + \sum_{i=17}^32 \beta_i IND_i + \sum_{i=33}^{37} \beta_i YEAR_i + \epsilon_{it}$$

表 2 变量定义

Table 2 Variable description

被解释变量	($\Delta FIX/ FIX$)	固定资产投资规模. ΔFIX 为当年的资本品投资, 具体指资产负债表中固定资产原价、工程物质以及在建工程三项之和的净值改变量; FIX 为期初固定资产存量
	($\Delta MA/ MA$)	股权投资规模. ΔMA 为当年的股权投资额; MA 为期初股权投资存量
	($\Delta MON/ MON$)	垄断型无形资产投资规模. ΔMON 具体指各类使用权(土地使用权、特许使用权等)的净值改变量; MON 为期初垄断型无形资产存量
	($\Delta TE/ TE$)	技术型无形资产投资规模. ΔTE 为当年研究开发费用、技术性资产(专利、软件、专有技术等)的净值改变量, TE 为期初技术型无形资产存量
解释变量	GOV	企业所在地区的政府干预指数. GOV是一个反向指标, 数值越小表示政府干预越强
	GOV \times CEC	政府干预程度与中央企业集团股权控制的交互作用, CEC为哑元变量
	GOV \times LEC	政府干预程度与地方企业集团股权控制的交互作用, LEC为哑元变量
	GOV \times IGC	政府干预程度与地方国资委股权控制的交互作用, IGC为哑元变量
	GOV \times PRC	政府干预程度与民营集团公司股权控制的交互作用, PRC为哑元变量
	MAR	企业所在地区的市场化指数. MAR是正向指标, 其值越大, 表示法治水平越高
控制变量	LAW	企业所在地区的法制化指数. LAW是正向指标, 其值越大, 表示法治水平越高
	GDP	企业所在省(自治区、直辖市)的 GDP与全国 GDP总量之比
	FISC	企业所在省(自治区、直辖市)的财政收入与全国财政收入之比
	CF	期末经营活动现金 CF与期初固定资产总额之比
	LEV	资产负债率. 总负债与总资产的比值
	DIV	股利支付率. 普通股每股股利与每股收益之比
	SIZE	企业总资产的自然对数
	EBIT	为本年度税前利润、利息费用、折旧费之和与期初总资产账面价值之比
	ROA	总资产收益率
	TA	总资产增长率
	SAL	主营业务增长率
	D	内部董事在董事会中所占的比例, 即内部人控制制度
	OWN	终极股东的持股比例
	IND	行业虚拟变量
YEAR	时间虚拟变量	

2.3.2 资本投向的结构分布对总体投资效率的影响

借鉴 Richardson^[2] 的研究模型(5)采用中国 A股上市公司 2001—2005 年的数据对模型(5)进行回归, 估算出企业合理的资本投资水平, 并用模型的回归残差作为非效率投资的代理变量. 模型 5 如下

$$NV_i = \alpha_0 + \alpha_1 GROW_{t+1} + \alpha_2 LEV_{t+1} + \alpha_3 CF_{t+1} +$$

$$\alpha_4 AGE_{t-1} + \alpha_5 SIZE_{t-1} + \alpha_6 RET_{t-1} + \alpha_7 NV_{t-1} + \sum ND + \sum YEAR + \epsilon$$

然后, 分别采用过度投资 ($OVER NV$)_i 和投资不足 ($UNDER NV$)_i 作为被解释变量, 以 ($\Delta FIX/ FIX$) \times GOV、($\Delta MA/ MA$) \times GOV、($\Delta MON/ MON$) \times GOV、($\Delta TE/ TE$) \times GOV 四类资本投向与政府干预的交互效应作为解释变

量, 分别考察政府干预下的不同资本投向及其分布结构对总体投资效率的影响. 上述模型 1—5 的各变量的具体定义和计算见表 2

3 实证结果与分析

3.1 政府干预下的资本投向描述统计与差异检验

基于政府干预程度的分布, 对不同产权类型企业的各资本投向规模进行了统计分析和组间差异检验 (表 3 和表 4). 从固定资产和股权投资的

描述性统计来看 (表 3), 首先, 两类地方政府控制下的上市公司, 其固定资产和股权投资规模均随所在地区政府干预程度的增加而整体攀升, 总体上符合“政府干预与资本投资正相关”的理论预期; 而中央企业集团和民营产权上市公司的固定资产与股权投资规模则未受到政府干预程度变化的影响. 其次, 在地方企业集团 (LEC) 和国资委控制 (IGC) 的两类公司中, 固定资产和股权投资规模随政府干预程度增加而扩大的趋势呈现出不同程度的分化.

表 3 政府干预下的固定资产投资与股权投资统计检验

Table 3 Descriptive statistics of fixed asset investment and equity investment under government intervention

所有权控制类型	FK 统计量	政府干预指数分布值			MA 统计量	政府干预指数分布值		
		10 ~ 8	8 ~ 6	6 ~ 1		10 ~ 8	8 ~ 6	6 ~ 1
样本总体	FK均值	0.261	0.312	0.380	MA均值	0.213	0.258	0.348
	FK标准差	0.258	0.325	0.328	MA标准差	0.186	0.247	0.327
中央企业集团控制 (CEC)	FK均值	0.306	0.334	0.315	MA均值	0.273	0.246	0.289
	FK标准差	0.274	0.212	0.205	MA标准差	0.211	0.227	0.257
地方企业集团控制 (LEC)	FK均值	0.212	0.341	0.424	MA均值	0.192	0.386	0.532
	FK标准差	0.189	0.316	0.409	MA标准差	0.179	0.370	0.473
地方国资委控制 (IGC)	FK均值	0.226	0.376	0.490	MA均值	0.189	0.351	0.421
	FK标准差	0.173	0.364	0.371	MA标准差	0.173	0.344	0.402
民营和私有产权控制 (PRC)	FK均值	0.251	0.265	0.243	MA均值	0.201	0.224	0.218
	FK标准差	0.218	0.235	0.197	MA标准差	0.167	0.287	0.209
Kruskal-Wallis H非参数检验 (组间)		73.10* (0.087)	141.82*** (0.000)	215.65*** (0.000)		43.02** (0.048)	123.12*** (0.000)	190.15*** (0.000)
Mann-Whitney U非参数检验 (两两比较)		CEC-LEC	CEC-IGC	CEC-PRC		CEC-LEC	CEC-IGC	CEC-PRC
		0.000***	0.000***	0.039**		0.000***	0.000***	0.043**
		LEC-IGC	LEC-PRC	LGC-PRC		LEC-IGC	LEC-PRC	LGC-PRC
		0.082*	0.000***	0.000***		0.075*	0.000***	0.000***

注: *** 表示在 1% 的水平上显著, ** 在 5% 的水平上显著, * 在 10% 的水平上显著.

地方国资委 (IGC) 和地方企业集团 (LEC) 上市公司在固定资产和股权投资中的交替最大化, 与政府干预的动机和方式密切相关. 就国资委控制的企业而言, 由于国有产权直接隶属于地方政府, 政府干预过程中的决策、协调和执行成本最

低. 一方面, 通过固定资产投资推动区域 GDP 增长的目标和使命, 自然会更多由国资委控制的上市公司去完成; 另一方面, 基于政治可靠性与经济可控性的综合考虑, 地方政府所争取到的中央基础设施配套项目, 也会优先指派给国资委的直属

企业。因此,在政府干预较强的地区,地方国资委直属上市公司的固定资产投资规模较高。相对于固定资产投资而言,地方政府从做大地方产业规模、稳定、缓解与吸纳地方就业人员考虑,同样具有干预地方企业股权投资和并购投资的积极性,但基于股权投资的专业复杂性和政治风险两方面考虑,地方政府对股权投资将更多采取间接干预的方式。一方面,由于地方政府并不具有直接运营企业的经验,而股权投资与并购往往涉及到产权置换、资产整合、财务合并和生产调整等一系列较为复杂的专业技术,地方政府直接干预的成本较

大、难度较高。另一方面,与单纯的固定资产投资不同,股权与并购投资将导致相关企业之间人力资源、生产单元与运营模式的重塑。随着政府行政与服务职能转变的持续推进,地方政府直接插手属地企业之间并购过程的政治与政策风险不断提高。通过规范的企业载体和市场方式,不仅依然可以实现企业股权与并购投资的社会服务功能,而且有效防范了政治风险的发生。因此,在政府干预较强的地区,地方政府对企业股权投资的干预将更多依赖国有企业集团的间接方式进行。

表 4 政府干预下的垄断型与技术型无形资产投资统计检验

Table 4 Descriptive statistics of monopolized asset investment and technology investment under government intervention

所有权控制类型	MON 统计量	政府干预指数分布值			TE 统计量	政府干预指数分布值		
		10 ~ 8	8 ~ 6	6 ~ 1		10 ~ 8	8 ~ 6	6 ~ 1
样本总体	MON均值	0.240	0.252	0.219	TE均值	0.234	0.187	0.152
	MON标准差	0.238	0.279	0.193	TE标准差	0.213	0.181	0.135
中央企业集团控制 (CEC)	MON均值	0.332	0.350	0.345	TE均值	0.263	0.255	0.246
	MON标准差	0.304	0.302	0.312	TE标准差	0.256	0.231	0.223
地方企业集团控制 (LEC)	MON均值	0.135	0.270	0.323	TE均值	0.283	0.168	0.106
	MON标准差	0.117	0.258	0.310	TE标准差	0.295	0.145	0.105
地方国资委控制 (LAC)	MON均值	0.156	0.291	0.379	TE均值	0.251	0.156	0.098
	MON标准差	0.104	0.239	0.311	TE标准差	0.206	0.126	0.095
民营和私有产权控制 (PRC)	MON均值	0.102	0.083	0.031	TE均值	0.164	0.153	0.137
	MON标准差	0.093	0.071	0.022	TE标准差	0.159	0.146	0.119
Kruskal-Wallis H 非参数检验 (Chi-Square 组间)		27.23* (0.087)	56.14*** (0.000)	83.20*** (0.000)		39.02** (0.032)	40.38*** (0.000)	72.01*** (0.000)
Mann-Whitney U 非参数检验 (两两比较)		CEC-LEC	CEC-LGC	CEC-PRC		CEC-LEC	CEC-LGC	CEC-PRC
		0.000***	0.000***	0.028**		0.000***	0.000***	0.045**
		LEC-LGC	LEC-PRC	LGC-PRC		LEC-LGC	LEC-PRC	LGC-PRC
	0.076*	0.000***	0.000***		0.040**	0.000***	0.000***	

注:***表示在 1% 的水平上显著,**在 5% 的水平上显著,*在 10% 的水平上显著。

表 4 则基于政府干预程度的分布,对不同产权类型企业的垄断型 (MON) 和技术型 (TE) 无形资产投资进行了描述性统计。就技术型 (TE) 无形资产投资而言,一方面,地方政府所控两类上市公司 (LGC 和 LEC) 的技术资产投资规模与政府干预程度呈负向关系,即在政府干预程度较大的地区,地方上市企业表现出削减 R&D 和技术资产

等投资的动机;另一方面,随着政府干预程度的增加,尽管中央企业 (CEC) 和民营企业 (PRC) 的技术型无形资产投资规模也有降低趋势,但减少的程度轻微。可见,由于技术型资产投资效益的长期性和不确定性,很难满足地方政府的短期 GDP 增长和扩大就业岗位目标。因此,在政府干预较强的地区,不仅政府意志将导致所属企业技术投资的

直接缩减,而且技术投资配套地方政策和创新风险保障机制的缺失,也会对中央企业和民营企业的技术投资动机产生消极作用。就垄断型(MON)无形资产投资而言,表4统计结果的差异化特征体现为两个方面。一方面,随着政府干预程度的上升,地方政府所属两类上市公司(LGC和IEC)的垄断资产投资规模迅速攀升,而民营企业(PRC)的垄断资产投资规模则相应降低。另一方面,中央企业(CEC)的垄断资产投资规模不仅未随政府干预程度的增加而变化,而且在不同政府干预的地区分组中,均高于地方企业和民营企业。由此可见,对于垄断和稀缺程度最高的土地使用权、能源开采权和特许使用权等无形资产而言,在中央和地方两级公共资源配置体系内,民营不仅不可能与国有企业享受同等的待遇和机会获取垄断资源,而且在政府干预较强的地区,地方政府对垄断资源管制的经济动机更为迫切,更可能通过非市场方式(如土地使用权和采矿权的行政划拨替代市场招拍挂),弱化民营企业的垄断资源投资愿望,进而对民营资本产生挤出效应。与民营企业相反,由于中央企业的权威性及其在国家资源配置中的战略地位,其垄断资源的投资规模不仅较高,而且未受地方政府的干预与门槛限制。

在描述性统计的基础上,分别从相同政府干预程度下的不同产权类型和相同产权类型下的不同政府干预程度两个维度,进一步考察了政府干预对各资本投向的影响程度及其差异。Kruskal-Wallis H非参数的组间检验和Mann-Whitney U两两检验结果表明(表3和表4),除了央企集团(CEC)以外,在相同的政府干预程度下,不同产权类型企业的资本投向规模大都存在显著性差异。

综合上述检验结果可以看到,政府干预下的资本投向选择差异,不仅直接取决于政府经济目标、政治动机与不同资本投向所形成资产的功能、用途、经济价值等属性之间的契合,而且还因产权性质、控制类型和治理效力的不同而呈现出多样性特征。由此可以初步断定,不同政府干预地区的相同产权类型企业,相同政府干预地区的不同产权类型企业,都很可能因政府干预的动机和方式差异,影响企业资本投向选择和结构分布。但影响的程度和敏感性差异,仍需考虑地区市场化程度和

法制水平等制度调整因素后,作进一步的回归分析。

3.2 回归结果分析

表5分别报告了政府干预对固定资产和股权投资两类资本投向的影响及程度。从样本总体的回归结果来看,政府干预程度(GOV)均与固定资产投资、股权投资规模显著正相关,并且在控制制度环境、公司特征、行业、年度和公司治理因素后依然显著。而产权类型(CEC IEC LGC和PRC)与政府干预(GOV)的共同作用,则对两类资本投向的影响表现出不同程度的差异。政府干预对地方国资委所控企业的固定资产投资影响程度最大(GOV×LGC系数),对地方企业集团上市公司的股权投资影响程度最大(GOV×IEC系数),对央企集团、民营企业的固定资产和股权投资的影响不显著。

从政府干预的分组回归结果来看(表5),政府干预(GOV)对固定资产投资和股权投资的影响表现出两方面的特征。首先,在3个干预指数分布区间内,GOV不仅对固定资产投资和股权投资具有显著的正向推动作用,而且随着干预程度的增加,GOV对投资规模的影响程度逐步上升,影响的边际贡献率也逐步增加。在固定资产投资中,GOV的影响程度从0.056上升到0.093,增加了1.63倍,并且在政府干预程度较强的地区,财政支出对固定资产投资的扩张具有显著的支撑作用,佐证了政府的介入效果。在股权投资中,GOV的影响程度从0.041上升到0.078,增加了1.9倍。与此同时,在政府干预程度较高的地区,市场化程度(MAR)与法制水平(LAW)对政府干预下的投资规模扩张却发挥了更为有效和显著的作用。由此可见,在政府干预程度较高的地区,由于制度环境的综合治理效力贫乏,市场化和法制化进程的稍许改进,对制约政府干预企业投资行为的边际效果都十分明显;相反,在政府干预较弱的地区,市场化进程与法制观念已更多内化于政府与企业的互动之中,并不断调整和优化政府与企业在资源配置中的功能与边界。因此,相较而言,在政府干预较强的地区,积极推进市场化和法制化进程,不仅可以通过制度环境的改善,调整政府在企业投资决策中的角色定位,而且为政府过多干预行为退出后的制度空缺提供了更为合理的替代与补充机制。

表 5 政府干预与固定资产投资、股权投资回归结果

Table 5 Regression results of fixed asset investment and equity investment under government intervention

	被解释变量 ($\Delta FK/ FIX$)				被解释变量 ($\Delta MA/ MA$)			
	样本 总体	干预指数 10 ~ 8	干预指数 8 ~ 6	干预指数 6 ~ 1	样本 总体	干预指数 10 ~ 8	干预指数 8 ~ 6	干预指数 6 ~ 1
截距 Intercept	- 8.167 (- 0.939)	3.032*** (2.801)	5.150 (0.812)	- 7.122* (- 1.834)	1.682** (2.307)	- 1.631 (- 0.951)	0.945 (0.381)	- 1.178* (- 1.960)
(GOV) _{it}	0.087* (1.652)	0.056 (1.032)	0.068** (2.512)	0.093*** (3.965)	0.067* (1.710)	0.041** (2.507)	0.053** (1.943)	0.078*** (3.182)
(GOV) _{it} × CEC	0.185 (0.140)	0.252 (0.281)	- 0.227 (- 0.683)	0.234 (0.801)	0.135 (0.272)	0.193 (0.165)	- 0.170 (- 0.521)	0.186 (0.387)
(GOV) _{it} × LEC	0.207** (2.163)	0.131* (1.730)	0.194*** (3.108)	0.283*** (4.806)	0.162** (2.190)	0.142 (1.434)	0.163*** (4.501)	0.245*** (5.273)
(GOV) _{it} × LGC	0.219** (2.381)	0.182* (1.917)	0.201*** (3.832)	0.334*** (5.234)	0.141** (2.527)	0.107 (1.072)	0.151*** (3.720)	0.204*** (4.072)
(GOV) _{it} × PRC	0.161 (0.723)	0.168 (0.518)	- 0.187 (- 0.572)	0.173 (0.490)	0.125 (0.627)	- 0.137 (- 0.306)	- 0.153 (- 0.385)	0.129 (0.875)
MAR _{it}	- 0.110 (- 0.913)	0.070 (0.749)	- 0.093 (- 0.664)	- 0.128** (- 2.425)	0.083 (0.708)	- 0.051 (- 0.427)	0.063 (0.398)	- 0.116* (- 1.907)
LAW _{it}	0.138 (0.651)	0.096 (0.704)	- 0.126 (- 0.947)	- 0.172* (- 1.865)	- 0.102 (- 0.823)	0.070 (0.698)	- 0.097 (- 0.820)	- 0.158** (- 2.015)
GDP _{it}	4.013 (0.567)	3.770 (0.801)	4.352 (0.610)	5.162* (1.736)	2.151 (0.709)	1.867 (0.532)	2.206 (1.099)	2.634 (0.851)
FISC _{it}	3.871 (0.615)	3.658 (0.432)	3.945 (0.813)	4.250* (1.644)	1.972 (0.307)	1.760 (1.192)	2.043 (0.833)	2.281 (0.746)
CF _{it}	0.241* (1.706)	0.169 (0.404)	- 0.127 (- 0.523)	0.276** (1.837)	0.201 (0.315)	0.240 (0.162)	- 0.183 (- 0.329)	0.061** (2.310)
LEV _{it}	- 0.243 (- 0.506)	- 0.315* (- 1.743)	- 0.210 (- 0.383)	0.134** (2.094)	- 0.549** (- 2.373)	- 0.442* (- 1.851)	0.390 (0.427)	- 0.601 (- 0.516)
DIV _{it}	- 1.427 (- 0.716)	1.372 (0.260)	- 0.942** (- 2.138)	1.630 (0.903)	- 0.892* (- 1.941)	- 0.691** (- 2.162)	- 0.512** (- 2.006)	- 0.382 (- 0.727)
SIZE _{it}	4.827E-03** (2.385)	7.731E-03 (0.849)	7.616E-03* (1.901)	3.773E-03** (2.181)	2.681E-03 (1.276)	4.016E-03*** (3.079)	4.270E-03 (1.373)	- 2.262E-03 (- 0.620)
EBIT _{it}	0.417 (0.516)	0.303** (2.263)	0.572 (0.604)	0.360 (0.357)	—	—	—	—
ROA _{it}	—	—	—	—	0.321 (0.439)	0.403*** (3.180)	0.570 (1.090)	0.685 (0.557)
OWN _{it}	- 0.379* (- 1.917)	0.706 (0.983)	- 0.510 (- 0.459)	- 0.607 (- 0.908)	0.238 (0.812)	- 0.297* (- 1.849)	0.212 (0.597)	- 0.410 (- 1.283)
D _{it}	0.295* (1.838)	0.264 (0.602)	0.192** (2.258)	0.365** (2.318)	0.350 (1.034)	0.213*** (2.256)	- 0.335 (- 0.769)	0.508 (0.432)
ND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.199	0.168	0.209	0.223	0.213	0.215	0.291	0.236
F	33.105	35.767	38.921	40.816	38.381	55.709	68.638	53.857
DW	1.863	2.247	2.350	1.867	1.842	1.919	2.385	2.329
VF	3.150	2.186	3.179	3.283	4.175	2.279	3.712	3.203

注: *** 表示在 1% 的水平上显著, ** 在 5% 的水平上显著, * 在 10% 的水平上显著, 括号内为 t 值, 并经 White 异方差稳健性修正。

表 6 政府干预与垄断型、技术型无形资产投资回归结果

Table 6 Regression results of monopolized asset investment and technology investment under government intervention

解释变量	被解释变量 ($\Delta \text{MON}/\text{MON}$)				被解释变量 ($\Delta \text{TE}/\text{TE}$)			
	样本	干预指数	干预指数	干预指数	样本	干预指数	干预指数	干预指数
	总体	10 ~ 8	8 ~ 6	6 ~ 1	总体	10 ~ 8	8 ~ 6	6 ~ 1
截距 Intercept	3 601 (0 723)	-3.496* (-1.803)	6 143 (0.916)	-1 169 (-0.931)	-4 617*** (-3 647)	1.461 (0.983)	5.105* (1.811)	-6 701 (-0.723)
(GOV) _{it}	0 113* (1 802)	0 082 (1 161)	0 097** (2 180)	0 132*** (3 591)	-0 127* (-1 720)	-0 094 (-1.275)	-0 128*** (-3.032)	-0 186*** (-4 387)
(GOV) _{it} × CEC	0 285 (0 229)	-0 350 (-0.142)	-0 324 (-0.425)	0 344 (0 793)	0 361 (0 413)	-0 417 (-1.012)	0 382 (0.370)	0 453 (0 731)
(GOV) _{it} × IEC	0 239* (1 918)	0 178 (1 176)	0 251*** (3.061)	0 379*** (2 830)	-0 273* (-1 801)	0 221 (0.631)	-0 325** (-2.316)	-0 450** (-2 086)
(GOV) _{it} × IGC	0 261** (2 490)	0 232** (2 340)	0 261*** (3.568)	0 423*** (4 327)	-0 275** (-2 160)	-0 302* (-1.903)	-0 364*** (-5.683)	-0 563*** (-3 580)
(GOV) _{it} × PRC	-0 196* (-1 610)	0 151 (0 253)	-0 201** (-1.983)	-0 232** (-2 478)	-0 228 (-0 180)	0 302 (0.527)	-0 270 (-0.567)	0 211 (0 673)
MAR _{it}	0 130 (0 093)	0 091 (0 418)	-0 124 (-0.720)	-0 153** (-1 801)	0 161 (0 532)	-0 119 (-0.917)	0 168 (1.137)	0 213** (2 310)
LAW _{it}	-0 149 (-0 607)	0 112 (0 516)	0 157 (0.087)	-0 217* (-1 752)	0 172 (0 628)	-0 145 (-0.796)	0 207 (1.014)	0 280* (1 787)
GDP _{it}	1 078 (0 510)	0 815 (0 691)	1.162 (0.983)	1 250 (1 046)	0 742 (0 675)	0 670* (1.656)	0 735 (0.421)	0 801 (0 139)
FISC _{it}	0 853 (0 496)	0 738 (0 321)	0 930 (0.258)	1 034* (1 717)	0 611 (0 530)	0 580** (2 134)	0 629 (0.720)	0 740 (0 652)
CF _{it}	0 123* (1 629)	0 072** (2 278)	-0 120 (-0.825)	0 203 (1 316)	-0 065* (-1 650)	0 070 (0.962)	-0 102** (-2 301)	-0 063*** (-3 406)
LEV _{it}	-0 326 (-0 762)	-0 510* (-1.708)	-0 231** (2.472)	0 261 (0 301)	-0 160* (-1 676)	-0 113* (-1.819)	-6.487E-03* (-1.769)	5.838E-03 (0 673)
DIV _{it}	-0 408 (-0 681)	0 518 (0 427)	-0 531** (-2 151)	0 307 (0 252)	-0 330* (-1 756)	-0 178** (-2 319)	0 272 (0.601)	-0 327 (-0 702)
SIZE _{it}	3.653E-03 (0 916)	5.185E-03* (1 732)	2.616E-03*** (2 876)	5.125E-03 (0 890)	6.513E-03 (0 875)	4.604E-03*** (3.451)	-1.943E-03 (-0.476)	3.412E-03 (1 078)
TA _{it}	0 438 (0 530)	0 512* (1 872)	-0 252 (-0.923)	0 853 (0 272)				
SAL _{it}					0 120 (0 782)	-0 167 (-1.353)	0 096* (1.945)	-0 103 (-0 683)
OWN _{it}	0 241** (2 371)	0 285*** (2 612)	-0 495 (-0.138)	-0 920 (-0 652)	0 231 (0 962)	-0 023*** (-3.156)	-0 012** (-2.494)	0 037 (0 683)
D _{it}	0 406* (1 823)	0 671** (2 161)	0 356 (0.723)	0 395* (1 845)	-7.796E-03 (-1 280)	-6.627E-03* (1.764)	-0 103* (-1.638)	-0 134 (-0 325)
ND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
AdjR ²	0 252	0 217	0 236	0 265	0 220	0 264	0 230	0 261
F	42 619	86 130	97.817	88 796	50 370	56 867	82 862	103 012
DW	1 958	2 213	1.876	2 314	1 829	2 316	1.705	2 249
VF	2 482	2 949	2 023	3 297	3 820	3.751	3.205	2 511

注: ***表示在 1%的水平上显著, **在 5%的水平上显著, *在 10%的水平上显著;括号内为 t 值,并经 White 异方差稳健性修正。

表 6 则分别报告了政府干预对垄断型 度差异,与固定资产和股权投资的回归结果不同, (MON)和技术型 (TE)无形资产投资的影响及程 政府干预 (GOV)与样本总体的垄断资产投资规

模显著正相关, 而与技术资产投资规模则显著负相关. 进一步从产权类型 (CEC IEC IGC 和 PRC) 与政府干预 (GOV) 的共同作用来看, 政府干预对央企集团的垄断和技术无形资产投资影响均不显著; 政府干预对民营企业的垄断与技术型无形资产投资则具有显著的负向作用. 政府干预对地方国资委直属企业的垄断型无形资产累积作用最大, 同时对技术型无形资产投资的削弱程度也最大.

从政府干预程度 (GOV) 的分组回归结果来看 (表 6), 政府干预对垄断和技术型无形资产投资的影响表现出两方面的差异化特点. 首先, 尽管民营企业与地方政府没有产权隶属关系, 但在三组政府干预指数分布区间内, 政府干预 (GOV) 却对民营企业在垄断资产领域的投资产生了显著的抑制作用. 可见, 由于天然处于国有经济的体系之外, 民营企业不仅在“采矿权、特许经营权和土地使用权”等垄断型无形资产的投资竞争处于“边缘化”地位, 而且在政府干预程度较强的地区, 政府对垄断资源的管制力度更大, 更可能通过非市场方式 (如土地使用权和采矿权的行政划拨替代市场招拍挂) 排斥民营资本进入垄断资源领域. 其次, 随着政府干预程度的提高, GOV 对技术资产投资规模 (TE) 的削弱程度不仅逐步上升, 而且削弱的边际效果也逐步增大. 与此相反, 市场化程度 (MAR) 与法制水平 (LAW) 不仅对政府干预较强地区的企业技术资产投资 (TE) 具有显著的推进作用, 而且在政府干预较弱的地区, 公共财政支出通过贴息和担保等方式, 对企业技术资产投资 (TE) 具有显著的支持作用. 由此可见, 在政府干预较强的地区, 政府对周期长、不确定性大的技术型投资出台保障政策的动力不足, 作为技术创新政策的互补机制, 市场化进程与法制水平通过提高技术成果的可预期性, 对技术投资产生了更为显著的促进作用.

综合表 5 和表 6 的回归结果可见, 在政府干预程度较高的地区, 政府意志不仅对所属企业的固定资产投资、股权投资和垄断资产投资具有正向的累积作用, 对技术资产投资具有削弱作用, 而且政府对垄断资源配置的行政干预挤

占了民营资本的进入空间. 政府对属地企业资本投向的干预具有经济与政治的多目标优化倾向. 那么政府干预下的资本投向选择和结构分布是否影响了企业的总体投资效率? 如果政府干预下的投资结构异化影响了投资效率, 那么在既定的产权控制类型和干预方式下, 资本投向的哪些分布导致了过度投资? 哪些投向分布引起了投资不足? 哪些资本投向的调整可以在不影响政治效率的条件下, 增进投资的结构效率, 提升投资的经济价值? 本文的最后部分将对此展开进一步的分析.

3.3 政府干预下的资本投向结构效率

首先, 借鉴 Richardson^[52] 的估算方法, 采用模型 5 估算出企业正常的资本投资水平. 然后, 用企业实际的资本投资水平与估算的资本投资水平之差, 即回归残差代表企业的投资过度程度 (残差 > 0) 和投资不足程度 (残差 < 0). 随后, 以政府干预程度的差异为分类依据, 分别将实际的资本投资水平与估算的资本投资水平之差 (残差) 进行了统计分析. 从表 7 的分析结果可见, 随着地区政府干预程度的增加, 企业的非效率投资 (残差) 均值不仅呈现同步增大的趋势, 而且不同干预程度下的非效率投资 (残差) 水平存在显著性差异. 因此, 基于政府干预程度对样本公司的投资过度与不足程度进行划分, 可以分别将残差较大和较小的子样本从总体样本公司中分离出来, 尽可能增强较大残差值中所包含的非效率投资成分, 提高下一步回归结果的可靠性. 这与 Gary 等^[53] 对 Richardson 估算结果的分类型改进思路类似.

在上述统计检验的基础上, 分别采用估算得到的投资过度 (OVERINV) 和投资不足 (UNDERINV) 作为被解释变量, 以 $(\Delta \text{FIX} / \text{FIX}) \times \text{GOV}$ ($\Delta \text{MA} / \text{MA}) \times \text{GOV}$ ($\Delta \text{MON} / \text{MON}) \times \text{GOV}$ 、 $(\Delta \text{TE} / \text{TE}) \times \text{GOV}$ 四类资本投向与政府干预的交互效应作为解释变量, 分别考察政府干预下的不同资本投向及其分布结构对总体投资效率的影响. 最后, 分别基于不同产权控制类型的样本分类, 细化政府干预下的资本投向分布结构影响总体投资效率的检验结果.

表 7 不同政府干预程度下的过度投资与投资不足统计检验

Table 7 Mann-Whitney U results of overinvestment and underinvestment under different government intervention

过度投资与投资不足 计量	政府干预指数 (GOV) 分布				
	8以上 (组 1)	8 ~ 7 (组 2)	7 ~ 6 (组 3)	6 ~ 5 (组 4)	5 ~ 1 (组 5)
过度投资: 残差 > 0	0.018	0.027	0.045	0.083	0.136
投资不足: 残差 < 0	-0.008	-0.015	-0.024	-0.039	-0.078
Mann-Whitney U 非参数检验 (残差 > 0的两两比较)	(组 1) VS (组 2) Sig 0.416	(组 1) VS (组 3) Sig 0.030**	(组 1) VS (组 4) Sig 0.000***	(组 1) VS (组 5) Sig 0.000***	(组 2) VS (组 3) Sig 0.139
	(组 2) VS (组 4) Sig 0.000***	(组 2) VS (组 5) Sig 0.000***	(组 3) VS (组 4) Sig 0.083*	(组 3) VS (组 5) Sig 0.000***	(组 4) VS (组 5) Sig 0.035**
Mann-Whitney U 非参数检验 (残差 < 0的两两比较)	(组 1) VS (组 2) Sig 0.351	(组 1) VS (组 3) Sig 0.023**	(组 1) VS (组 4) Sig 0.000***	(组 1) VS (组 5) Sig 0.000***	(组 2) VS (组 3) Sig 0.123
	(组 2) VS (组 4) Sig 0.064*	(组 2) VS (组 5) Sig 0.000***	(组 3) VS (组 4) Sig 0.086*	(组 3) VS (组 5) Sig 0.000***	(组 4) VS (组 5) Sig 0.041**

表 8 报告了不同资本投向的分布结构对过度投资的影响结果. 从样本总体的检验情况来看, 政府干预下的固定资产投资和股权投资对总体的过度投资产生了显著的影响, 即从单纯的经济效益最大化而言, 政府对固定资产和股权两方面的投资干预, 在维持社会稳定和增进政治效率的同时, 很可能导致了企业的过度投资. 而技术资产领域的投资总体上具有修正过度投资的显著作用. 在分组回归中发现, 政府干预与固定资产投资、股权投资和垄断资产投资的交互作用对过度投资的影响, 均随政府干预程度的增大而同步增加. 在政府干预最强的地区, 资本在固定资产、股权和垄断资产领域的分布配置导致了更为显著的过度投资结果. 由此可见, 受到政府多元目标干预的企业投资结构选择取向, 对资本投资效率具有普遍影响.

进一步, 从产权控制类型的分类样本回归结果来看, 央企集团上市公司的四类资本投向均未导致资本投资的过度状况, 整体不存在因地方政府干预投资分布所引发的企业过度投资问题. 相反, 地方企业集团和国资委控制的两类上市公司, 其政府干预与固定资产投资、股权投资和垄断资产投资的交互作用均与过度投资规模显著正相关, 而技术资产投资则与过度投资显著负相关. 由此可见, 通过增加有利于实现政府多元目标的三类资本投向并减少技术资产投资的选择取向, 不仅导致了两类地方上市公司投资结构的异化, 而

且显著影响了企业的总体投资效率. 最后, 就民营企业控制的上市公司而言, 政府干预与固定资产投资和股权投资的交互作用对过度投资未体现出显著的影响规律, 而增加民营企业在垄断资源领域的投资则有利于提升整体的投资效率.

表 9 报告了不同政府干预程度下, 资本投向的分布结构对投资不足的影响结果. 从样本总体的检验情况来看, 与过度投资的回归结果不同, 政府干预与固定资产投资、股权投资和垄断资产投资的交互作用对总体的投资不足没有产生影响, 而技术资产投资的增加则显著有利于缓解企业的投资不足. 进一步, 基于政府干预的分组回归和不同产权的分类回归表明, 地方政府所属两类上市公司的固定资产投资、股权投资和无形资产投资对投资不足没有缓解作用, 而技术资产投资在大多数分组回归结果中表现出对投资不足的显著缓解作用. 同时, 民营上市公司增加在垄断资产和技术资产上的投入可以显著改善投资结构, 进而弥补这两方面投资不足所导致的资本配置效率损失.

综合表 8 和表 9 的回归结果, 可以作出如下判断. 首先, 在固定资产投资、股权投资、垄断资产投资和技术资产投资四类资本投向所构成的投资结构分布中, 由于地方政府区域经济、社会稳定和政治晋升的多元目标驱动, 政府具有干预所属企业增加固定资产投资、股权投资和垄断资产投资的

选择倾向,同时削减拉动 GDP 见效慢、吸纳就业量少的技术资产投资. 政府干预下的投资选择取向,不仅导致了企业资本在不同投向上分布的非合理性和投资结构的异化,而且资本在固定资产、股权和垄断资产上的过多投入直接引发或加剧了企业的过度投资. 其次,通过推进市场进程、改进地方政府的政绩考核指标体系,以激励政府所属

企业增加资本在长期技术资产上的投入,减少短期利益与形象工程上的资本投入,可以同时达到抑制过度投资和缓解投资不足的作用;而给予民营企业投资垄断资产的平等机会与竞争权利,将在不影响其它资本投向效率的状态下,通过投资结构的优化实现整体资本配置效率的改进.

表 8 政府干预下的资本投向结构效率回归结果(过度投资)

Table 8 Regression results of structure efficiency of capital allocation under government intervention (overinvestment)

被解释变量 (OVERINV) _{it}	解释 变量	政府干预指数 (GOV) 分布					
		样本总体	8 以上	8 ~ 7	7 ~ 6	6 ~ 5	5 ~ 1
样本 总体	$(\Delta \text{FIX}/\text{FK})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.027* (1.604)	5.161E-03 (0.685)	0.013 (0.685)	0.021* (1.850)	0.051*** (2.792)	0.073*** (3.472)
	$(\Delta \text{MA}/\text{MA})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.032** (2.196)	-0.010 (-0.613)	0.024 (1.140)	0.038** (2.153)	0.069** (2.370)	0.085** (2.418)
	$(\Delta \text{MON}/\text{MON})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.041 (1.216)	0.017 (0.853)	0.034 (0.625)	0.042 (1.461)	0.068** (2.136)	0.080*** (3.272)
	$(\Delta \text{TE}/\text{TE})_{it} \times \text{GOV}_t$	-0.049** (-1.941)	0.040 (0.513)	0.031 (0.202)	-0.029** (-2.510)	-0.061** (-2.147)	-0.110*** (-3.216)
中央企业 集团控制 (CEC)	$(\Delta \text{FIX}/\text{FK})_{it} \times \text{GOV}_t$	8.734E-03 (0.406)	-9.856E-03 (-0.381)	-9.245E-03 (-0.490)	0.017 (1.016)	0.010 (0.861)	0.016 (0.307)
	$(\Delta \text{MA}/\text{MA})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.018 (0.562)	-8.615E-03 (-0.728)	-7.517E-03 (-0.468)	0.019 (0.760)	0.042** (2.283)	0.038 (0.932)
	$(\Delta \text{MON}/\text{MON})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.012 (0.270)	9.728E-03 (0.646)	0.044** (2.315)	-0.020 (-0.783)	-0.015 (-0.213)	0.045 (0.657)
	$(\Delta \text{TE}/\text{TE})_{it} \times \text{GOV}_t$	-0.018 (-0.690)	0.026 (0.231)	-0.016 (0.810)	-0.034** (-2.431)	-0.027 (-0.685)	0.012 (0.572)
地方企业 集团控制 (IEC)	$(\Delta \text{FIX}/\text{FK})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.011** (2.169)	7.415E-03 (0.832)	5.532E-03 (1.323)	0.010*** (3.627)	0.017** (1.841)	0.029*** (3.792)
	$(\Delta \text{MA}/\text{MA})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.020* (1.870)	6.176E-03 (1.215)	0.012 (1.167)	0.019*** (3.760)	0.026*** (3.495)	0.042*** (3.256)
	$(\Delta \text{MON}/\text{MON})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.016** (2.518)	6.012E-03 (1.018)	8.342E-03 (1.467)	0.017*** (3.261)	0.020*** (2.726)	0.035*** (4.127)
	$(\Delta \text{TE}/\text{TE})_{it} \times \text{GOV}_t$	-0.017** (-2.521)	-9.679E-03 (-0.851)	-0.012* (-1.743)	-0.021*** (-3.402)	-0.034*** (-4.190)	-0.042** (-3.591)
地方国资委 控制 (IGC)	$(\Delta \text{FIX}/\text{FK})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.012** (2.161)	6.061E-03 (1.123)	8.580E-03** (2.361)	0.018** (2.390)	0.025*** (3.538)	0.043*** (4.476)
	$(\Delta \text{MA}/\text{MA})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.016** (2.130)	7.851E-03 (0.949)	9.316E-03 (1.272)	0.018** (2.474)	0.025*** (3.503)	0.030*** (4.510)
	$(\Delta \text{MON}/\text{MON})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.032** (2.510)	0.021 (1.142)	0.025* (1.901)	0.043*** (3.406)	0.047*** (3.621)	0.056*** (4.160)
	$(\Delta \text{TE}/\text{TE})_{it} \times \text{GOV}_t$	-0.028* (-2.251)	-0.026 (-0.723)	-0.023** (-2.275)	-0.045** (-3.316)	-0.061** (-2.528)	-0.076*** (-3.764)
民营和私有 产权控制 (PRC)	$(\Delta \text{FIX}/\text{FK})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.018 (0.806)	-8.612E-03 (-0.289)	0.015* (1.870)	0.022 (0.649)	5.207E-03 (0.581)	-4.251E-03 (-0.705)
	$(\Delta \text{MA}/\text{MA})_{it} \times \text{GOV}_t$	0.011 (0.683)	-9.346E-03 (-0.582)	-0.024 (-0.315)	0.043** (2.245)	0.029 (0.624)	0.036 (0.780)
	$(\Delta \text{MON}/\text{MON})_{it} \times \text{GOV}_t$	-0.013* (-1.560)	8.148E-03 (0.382)	0.035 (0.517)	-0.011** (-2.381)	-0.028** (-2.367)	-0.033*** (-2.615)
	$(\Delta \text{TE}/\text{TE})_{it} \times \text{GOV}_t$	-0.010** (-2.385)	7.481E-03 (0.683)	-0.016 (-1.329)	-0.019** (-2.146)	-0.024*** (-3.212)	-0.027*** (-3.890)

注: *** 表示在 1% 的水平上显著, ** 在 5% 的水平上显著, * 在 10% 的水平上显著; 括号内为 T 值。

表 9 政府干预下的资本投向结构效率回归结果 (投资不足)

Table 9 Regression results of structure efficiency of capital allocation under government intervention (underinvestment)

被解释变量 (OVERINV) _{it}	解释 变量	政府干预指数 (GOV) 分布					
		样本总体	8以上	8 ~ 7	7 ~ 6	6 ~ 5	5 ~ 1
样本 总体	(Δ FIX/ FK) _{it} × GOV _t	6.251E-03 (0.340)	4.030E-03 (0.546)	-3.528E-03 (-0.781)	0.017 (0.532)	-5.238E-03 (-0.302)	6.407E-03 (0.519)
	(Δ MA/ MA) _{it} × GOV _t	5.416E-03 (0.790)	-5.158E-03 (-0.701)	9.642E-03 (0.908)	-6.010E-03 (-0.860)	8.268E-03 (0.753)	7.182E-03 (0.215)
	(Δ MON/ MON) _{it} × GOV _t	5.390E-03 (0.328)	-4.086E-03 (-0.864)	3.623E-03 (0.240)	0.011 (0.327)	6.302E-03 (0.831)	5.689E-03 (0.381)
	(Δ TE/TE) _{it} × GOV _t	-7.038E-03** (-2.149)	6.083E-03 (0.327)	-0.010** (-2.393)	-0.011*** (-2.850)	-9.264E-03*** (-3.181)	-0.016** (-2.217)
中央企业 集团控制 (CEC)	(Δ FIX/ FK) _{it} × GOV _t	4.205E-03 (0.790)	5.163E-03 (0.512)	-3.287E-03 (-0.832)	-4.590E-03 (-0.301)	6.321E-03 (0.627)	3.201E-03 (0.181)
	(Δ MA/ MA) _{it} × GOV _t	3.410E-03 (0.301)	6.725E-03 (0.416)	-5.316E-03 (-0.722)	4.389E-03 (0.926)	3.152E-03 (0.346)	-2.538E-03 (-0.432)
	(Δ MON/ MON) _{it} × GOV _t	2.189E-03 (0.701)	-3.278E-03 (-0.404)	-0.012 (-0.413)	5.627E-03 (0.791)	-6.128E-03 (-0.520)	2.361E-03 (0.790)
	(Δ TE/TE) _{it} × GOV _t	6.016E-03 (0.282)	-9.289E-03 (-0.347)	-0.013 (-0.417)	5.183E-03 (0.609)	4.130E-03 (0.082)	7.561E-03 (0.780)
地方企业 集团控制 (LEC)	(Δ FIX/ FK) _{it} × GOV _t	2.352E-03 (0.813)	4.731E-03 (0.932)	3.232E-03 (0.361)	3.223E-03 (0.314)	-2.031E-03 (-0.510)	-4.127E-03 (-0.675)
	(Δ MA/ MA) _{it} × GOV _t	2.190E-03 (0.561)	-2.340E-03 (-0.618)	3.161E-03 (0.634)	-4.532E-03 (-0.512)	6.231E-03 (0.927)	2.349E-03 (0.801)
	(Δ MON/ MON) _{it} × GOV _t	3.416E-03 (0.972)	5.658E-03 (0.370)	6.932E-03 (0.816)	-2.390E-03 (-0.808)	3.517E-03 (0.396)	6.993E-03 (0.811)
	(Δ TE/TE) _{it} × GOV _t	-5.151E-03* (-1.700)	-2.570E-03 (-0.823)	-4.906E-03*** (-3.270)	-2.352E-03** (-2.380)	-3.728E-03*** (-3.762)	-5.851E-03*** (-2.738)
地方国资委 控制 (LGC)	(Δ FIX/ FK) _{it} × GOV _t	2.072E-03 (0.928)	4.532E-03 (0.371)	2.794E-03 (0.750)	3.168E-03 (0.802)	-1.257E-03 (-0.726)	-2.018E-03 (-0.713)
	(Δ MA/ MA) _{it} × GOV _t	4.930E-03 (0.763)	3.512E-03 (0.256)	-2.416E-03 (-0.617)	-1.281E-03 (-1.072)	3.943E-03 (0.390)	2.892E-03 (0.538)
	(Δ MON/ MON) _{it} × GOV _t	2.569E-03 (0.925)	1.313E-03 (1.117)	-3.403E-03 (-0.516)	-1.895E-03 (-0.796)	1.640E-03 (0.626)	6.013E-03 (0.720)
	(Δ TE/TE) _{it} × GOV _t	-5.134E-03** (-2.150)	-4.802E-03 (-0.961)	-1.601E-03* (-1.705)	-3.413E-03*** (-3.810)	-4.850E-03** (-2.317)	-8.985E-03*** (-3.823)
民营和私有 产权控制 (PRC)	(Δ FIX/ FK) _{it} × GOV _t	1.517E-03 (0.615)	5.720E-03 (0.877)	9.160E-03 (0.304)	-3.593E-03 (-1.016)	1.203E-03 (0.651)	-2.821E-03 (-0.465)
	(Δ MA/ MA) _{it} × GOV _t	3.789E-03 (0.827)	-1.694E-03 (-0.320)	5.116E-03 (0.729)	-2.315E-03 (-1.273)	4.132E-03 (0.390)	3.645E-03 (0.768)
	(Δ MON/ MON) _{it} × GOV _t	-3.872E-03* (-1.861)	1.273E-03 (0.483)	-9.060E-03 (-0.701)	-2.019E-03** (-2.161)	-2.206E-03*** (-3.490)	-2.565E-03*** (-2.611)
	(Δ TE/TE) _{it} × GOV _t	-2.390E-03** (-2.314)	-1.872E-03 (-0.734)	-2.146E-03** (-2.120)	-3.781E-03** (-2.376)	-1.417E-03*** (-3.459)	-9.347E-03*** (-4.789)

注: ***表示在 1% 的水平上显著, ** 在 5% 的水平上显著, * 在 10% 的水平上显著; 括号内为 T 值。

3.4 稳健性检验

为检验上述结论的稳健性, 执行了如下的敏感性分析。

1) 采用潘红波、夏新平和余明桂^[19]的度量方法, 分别以样本公司所在省、自治区或直辖市的财政盈余与 GDP 的比值 (Fiscal/GDP); 财政支出占当地大 GDP 的比重 (F.Expen) 来衡量企业所

在地区的政府干预程度。其中, 在财政盈余与 GDP 比值较大的地区, 政府干预的程度较小; 在财政支出与 GDP 比值较大的地区, 政府干预的程度较大。政府干预变量替换后的回归结果与前文的结论一致。

2) 分别采用期末的固定资产、股权投资、垄断型资产和技术型资产投资存量, 替代相应的期

初值, 对各资本投向的度量指标进行标准化. 四个资本投向解释变量替代后的检验结果与前文的结论一致.

3) 在各资本投向分布对投资效率的检验中, 采用固定资产、股权投资、垄断资产和技术资产的存量之和作为分母, 对各资本投向的度量指标进行标准化. 替代后的四个资本投向解释变量对投资效率的检验结果与前文的结论一致.

4) 由于本文的主要解释变量相对于被解释变量而言是滞后值, 这使得模型的内生性问题也相对轻微.

基于上述敏感性分析, 笔者认为, 前文的结论是比较稳健的.

4 结束语

作为制度安排影响经济效率的重要方面, 分权式经济体制改革不仅调动了各级地方政府发展地方经济的积极性, 而且以发展经济、维护稳定为基准的一系列政绩考核指标, 直接驱动并强化了政府干预辖区企业投资活动的政治与经济动机. 与企业单纯的投资价值最大化目标不同, 地方政府对辖区企业资本投资与投向分布的干预, 旨在通过“资本”到“资产”的物化过程, 实现社会稳定、经济增长、公共服务和政治晋升的多目标优化. 因此, 政府干预企业投资选择的动机与结果, 更多取决于政府多元目标与不同资本投向所形成资产的功能、用途等属性之间的契合.

基于上述制度背景与理论分析, 研究发现:

(1) 整体而言, 在政府干预程度越强的地区, 地方政府越有动机干预所属企业增加对固定资产、股权并购和垄断资产的资本投入, 并且削减不确定性高、经济效益周期长、就业吸纳程度低的技术资产投资. (2) 政府干预对企业资本投向的影响因产权类型、干预方式与政企关系的不同存在差异. 首先, 就地方政府控制的两类公司而言, 在政府干预较强的地区, 地方国资委 (IGC) 所控上市公司的固定资产投资规模较大, 区域经济发展的固定资产驱动效应明显; 而地方企业集团 (IEC) 控制的上市公司, 其股权投资水平随政府干预程度增加而上升的趋势最为强劲. 地方国资委 (IGC) 和地方企业集团 (IEC) 上市公司在固定资产和股

权投资中的交替最大化, 与政府干预的动机和方式密切相关. 一方面, 就国资委控制的企业而言, 由于国有产权直接隶属于地方政府, 政府干预过程中的决策、协调和执行成本最低, 因此, 通过固定资产投资推动区域 GDP 增长的目标和使命, 自然会更多由国资委控制的上市公司去完成, 而且基于政治可靠性与经济可控性的综合考虑, 地方政府所争取到的中央基础设施配套项目, 也会优先指派给国资委的直属企业. 另一方面, 地方政府从做大地方产业规模、稳定、缓解与吸纳地方就业人员考虑, 同样具有干预地方企业股权投资和并购投资的积极性. 但由于地方政府并不具有直接运营企业的经验, 而股权投资与并购往往涉及到产权置换、资产整合、财务合并和生产调整等一系列较为复杂的专业技术, 地方政府不仅直接干预的成本较大、难度较高, 而且股权投资将导致相关企业之间人力资源、生产单元与运营模式的重塑, 地方政府直接插手属地企业之间并购过程的政治与政策风险较高. 因此, 地方政府对辖区企业股权投资的干预将更多依赖企业载体去实现. 其次, 由于中央企业的权威性及其在国家资源配置中的战略地位, 央企的资本投向选择不仅未受所在地方政府的干预, 而且更容易突破地方政府对垄断资源的管制. 最后, 相较于国有上市企业而言, 民营上市公司天然处于国有经济的互济系统之外, 民营资本在垄断资源领域更容易被政府管制挤出.

(3) 在政府干预程度较高的地区, 由于制度环境的综合治理效力贫乏, 市场化和法制化进程的稍许改进, 不仅对于提升政府在企业投资取向中的正面作用十分明显, 而且可以更显著地调整政府与企业资源配置中的功能与边界. (4) 地方政府对企业资本投向选择的干预, 不仅导致了资本投资结构的异化, 而且从投向规模和结构分布两方面影响了投资效率. 首先, 资本在固定资产、股权和垄断资产上的过多投入直接引发或加剧了地方企业的过度投资. 其次, 通过推进市场进程、改进地方政府的政绩考核指标体系, 以激励政府所属企业增加资本在长期技术资产上的投入, 减少短期利益与形象工程上的资本投入, 可以同时达到抑制过度投资和缓解投资不足的作用. 最后, 给予民营企业投资垄断资产的平等机会与竞争权利, 将在不影响其它资本投向效率的状态下, 实现

整体资本配置效率的帕雷托改进。

本文研究结论的政策启示在于：首先，率先在市场化程度较高的地区，改进以GDP为中心的单极经济考评体制，辅以技术创新、节能应用与环保集约等新经济指标；在政府干预程度较强的地区，通过市场化进程的推进与竞争机制的引入，逐步替代政府在资本配置过程中的无效干预。两方面的共进，不仅可以在保障政治效率与社会稳定的基础上，提高政府行为的经济效率，而且可以通过市场力量的驱动，让政府干预更多表现为“扶持之手”，实现资本配置在社会经济领域的帕累托

改进。其次，进一步完善各级土地使用权、采矿权和特许使用权等垄断性资源的市场化交易机制，在持续推进市场化的进程中使政策性资源的定价与获取方式外部化，通过国家投资计划实施中的制度配套建设，设计机会公平的激励机制，以法制程序规范地方政府在垄断资源配置中的干预行为，充分释放民营资本的竞争活力。最后，在政府干预较强的地区，积极推进市场化和法制化进程，不仅可以通过制度环境的改善，调整政府在企业投资决策中的角色定位，而且为政府过多干预行为退出后的制度空缺提供了更为合理的替代与补充机制。

参考文献：

- [1] 沈坤荣, 孙文杰. 投资效率、资本形成与宏观经济波动[J]. 中国社会科学, 2004, 12(6): 52—65
Shen Kunrong, Sun Wenjie. Efficiency of investment, capital accumulation and the fluctuation of macro economy[J]. Social Sciences in China, 2004, 12(6): 52—65. (in Chinese)
- [2] 靳涛. 资本倚重、投资竞争与经济增长[J]. 统计研究, 2006, 8(9): 37—43
Jin Tao. Capital dependence, competition and economic growth[J]. Statistical Research, 2006, 8(9): 37—43. (in Chinese)
- [3] 经济增长前沿课题组. 高投资、宏观成本与经济增长的持续性[J]. 经济研究, 2005, 5(10): 12—23
Economic Growth Frontier Subject Team. High growth of investment, Macro cost and the sustainability of economic growth[J]. Economic Research Journal, 2005, 5(10): 12—23. (in Chinese)
- [4] Wei Shang-jin. Wasted capital, Firm ownership and investment efficiency in China[J]. MFWorking Papers, 2007, 9: 21—37.
- [5] Shleifer A, Vishny R W. Management entrenchment: The case of managerial specific investments[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 25(3): 123—139.
- [6] Stein J C. Agency information and corporate investment[J]. NBER Working Paper No. W8342. <http://ssrn.com/abstract=274552>.html, 2001—02—15.
- [7] Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(4): 737—783.
- [8] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. The quality of government[J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1999, 15(6): 222—279.
- [9] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. The economic consequences of legal origins[J]. Journal of Economic Literature, 2008, 46(5): 85—332.
- [10] Djankov S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Courts[J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, 118(6): 453—517.
- [11] Hanouna P, Sarin A, Shapiro A. Value of corporate control: Some international evidences[J]. Working Paper, Marshall School, 2002, 2: 34—51.
- [12] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. Journal of Finance, 2004, 59(4): 537—600.
- [13] Geald R, Qian Yingyi, Xu Chenggang. Why is China different from eastern Europe? Perspectives from organization theory[J]. European Economic Review, 1999, 43(7): 1085—1094.
- [14] Geald R, Qian Yingyi, Xu Chenggang. Coordination and experimentation in M-form and U-form organizations[J]. Journal of Political Economy, 2006, 114(5): 366—402.
- [15] 林毅夫, 李志赞. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. 经济研究, 2004, 1(2): 12—23.

- Lin YiFu, Li ZhYun. Policy burden, moral hazard and soft budget. *J. Economic Research Journal* 2004 4(2): 12—23 (in Chinese)
- [16] 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 12(6): 33—41
Zhou Lian. The incentive and cooperation of government officials in the political tournament. *J. Economic Research Journal* 2004 6(6): 33—41. (in Chinese)
- [17] 卫武, 李克克. 基于政府角色转换的企业政治资源、策略与绩效之间的相互影响[J]. *管理科学学报*, 2009 4(2): 31—43
Wei Wu, Li Keke. Influence among corporate political resource, strategy and performance: Based on the transformation of government role. *Journal of Management Sciences in China* 2009 4(2): 31—43 (in Chinese)
- [18] 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构[J]. *经济研究*, 2005 5(5): 52—63
Sun Zheng, Liu Fengwei, Li Zengquan. Market development, government influence and corporate debt maturity structure. *J. Economic Research Journal* 2005 5(5): 52—63. (in Chinese)
- [19] 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(4): 41—53
Pan Hongbo, Xia Xinping, Yu Minggui. Government intervention, political connections and the mergers of local government controlled enterprises. *J. Economic Research Journal* 2008 4(4): 41—53. (in Chinese)
- [20] 方军雄. 政府干预、所有权性质与企业并购[J]. *管理世界*, 2008 9(9): 10—19
Fang Junxiong. The government intervention, the nature of ownership and enterprises M&A. *J. Management World* 2006 9(9): 10—19 (in Chinese)
- [21] Blanchard, Shleifer. Federalism with and without political centralization: China versus Russia. *J. MF Staff Papers, Palgrave Macmillan Journals* 2001, 48(4): 8—21.
- [22] 王永钦, 张晏, 章元等. 中国的大国发展道路——论分权式改革的得失[J]. *经济研究*, 2007 1(1): 4—17
Wang Yongqin, Zhang Yan, Zhang Yuan, et al. On China's development model: The costs and benefits of China's decentralization approach to transition. *J. Economic Research Journal* 2007 1(1): 4—17. (in Chinese)
- [23] Stigler G. The economists and the problem of monopoly. *J. AEA Papers and Proceedings* 1982 72(6): 1—11.
- [24] Stiglitz J E. *Economics of the Public Sector*. New York/London: Norton & C 2000
- [25] Djankov S, Grieser E, La Porta R, et al. The new comparative economics. *J. Journal of Comparative Economics* 2003 31(6): 595—619.
- [26] Eitan G, Berg J, Jongil S. Do politically connected boards affect firm value? *J. The Review of Financial Studies* 2009 22(5): 2331—2360
- [27] Carilli A M, Coyne C J, Leeson P T. Government intervention and the structure of social capital. *J. Review of Austrian Economics* 2010 forthcoming
- [28] Acemoglu D, Mikhail G, Alek Tsyvinski. Political economy of mechanism. *J. Econometrica* 2008 (76)6 619—641
- [29] 张勇, 张世英, 程振华. 政府主管部门与市政公用企业的博弈分析[J]. *管理科学学报*, 2002 4(2): 83—91.
Zhang Yong, Zhang Shiying, Cheng Zhenhua. Game analysis between government branches and utility enterprises. *Journal of Management Sciences in China* 2002 4(2): 83—91. (in Chinese)
- [30] Jennifer E, Julia P. Diversification and the legal organization of the firm. *J. Organization Science* 1998 32(3): 46—73
- [31] Mitchell M, Mulherin J. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *J. Journal of Financial Economics* 1996 61(6): 32—65
- [32] Hee jin K, Ahmas H. An evaluation of Korean M&A policy in the Post currency crisis. *J. ICAI Journal of Mergers & Acquisitions* 2007 31(2): 21—42
- [33] Brown JD, Earle JS, Telegdy A. The productivity effects of privatization: Longitudinal estimates from Hungary, Romania, Russia and Ukraine. *J. Journal of Political Economy* 2006 114(3): 61—99
- [34] Faccio Mara. Politically connected firms. *J. American Economic Review* 2006 96(5): 369—86
- [35] Faccio M, Masulis R W, Moconnell J J. Political connections and corporate bailouts. *J. Journal of Finance* 2006 61

- (2): 2597—2635
- [36] 徐现祥, 李 郇, 王美今. 区域一体化、经济增长与政治晋升 [J]. 经济学 (季刊), 2007, 6(4): 21—36
Xu Xianxiang, Li Xun, Wang Meijin. Regional integration, economic growth and political promotion [J]. China Economic Quarterly, 2007, 6(4): 21—36 (in Chinese)
- [37] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically connected CEOs, corporate governance and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84(3): 330—357.
- [38] Ekelund R B, Herbert R F. Ethics, engineering and natural monopoly [J]. History of Political Economy, 2003, 35(7): 655—678
- [39] Kwoka J E Jr. The comparative advantage of public ownership: Evidence from US electric utilities [J]. Canadian Journal of Economics, 2005, 38(8): 622—640
- [40] Ang J S, Ding D K. Government ownership and the performance of government linked companies: The case of Singapore [J]. Journal of Multinational Financial Management, 2006, 16(7): 64—88
- [41] Djankov S, La Porta R, Lopez de Silanes F, et al. The regulation of entry [J]. Quarterly Journal of Economics, 2002, 117(3): 1—37.
- [42] Acemoglu Daron, Simon Johnson. Unbundling institutions [J]. Journal of Political Economy, 2005, 113(3): 949—995
- [43] Liu WaiMan, Yang Xiaokai. Effects of political monopoly on economic development [J]. Pacific Economic Review, 2007, 12(3): 69—78
- [44] Kabk Chan, Yue Cheong Chan, Wai Ming Fong. Free float and market liquidity: A study of Hong Kong government intervention [J]. Journal of Financial Research, 2010, Forthcoming
- [45] Sveinar J. Transition economies: Performance and challenges [J]. Journal of Economic Perspectives, 2002, 16(2): 3—28
- [46] Dmadenik Polona, Prasnkar Janez, Sveinar Jan. How to increase R&D in transition economies: Evidence from Slovenia [J]. Review of Development Economics, 2008, 12(3): 193—208
- [47] Matthew A Shapiro. The Political Economy of R&D Collaboration: Micro- and Macro-Level Implications [D]. Los Angeles: University of Southern California, 2008
- [48] 国家统计局课题组. 中国区域经济非均衡发展分析 [J]. 统计研究, 2007, 5(5): 48—55
Researching Group of National Bureau of Statistics of China. The analysis of disequilibrium of regional economic development in China [J]. Statistical Research, 2007, 5(5): 48—55 (in Chinese)
- [49] Añeida H V, Wolfenzon D. A theory of pyramidal ownership and family business groups [J]. Journal of Finance, 2006, 156(6): 637—680
- [50] Cull Robert, Lixin Colin Xu. Institutions, ownership and finance: The determinant of profit reinvestment among Chinese firms [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(6): 117—146
- [51] 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.
Fan Gang, Wang Xiaolu, Zhu Hengpeng. NERI INDEX of Marketization of China's Provinces 2006 Report [M]. Beijing: Economic Science Press, 2007.
- [52] Richardson S. Over investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 126(11): 159—189
- [53] Gary C B, Gilles H, Rodrigo S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(7): 112—131.

Government intervention, capital allocation and structure efficiency

HAO Ying, LIU Xing

College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400030, China

gets in economy society and politics, this paper studies the capital allocation's selection effect under the government intervention and the overall investment efficiency influenced by the subsequent investment structure dissipation. The study found that (1) local government has the motivation to intervene state-owned enterprises to increase the fixed asset investment, equity merger and monopolistic asset investment and at the same time to cut the technical asset investment; (2) In the region with greater degree of government intervention, the scale of the fixed asset invested by the enterprises directly under local State-owned Assets Supervision & Administration Commission (SASAC) increases the most and the fastest, the equity investment of enterprises owned by enterprise group has the strongest growth trend. They are closely related to the motivation and type of the government intervention; (3) the state-owned enterprises can break through the local government's control over the monopolistic resources more easily. But the private enterprises are more likely to be squeezed out by the government in the field of the monopolistic resources; (4) the government intervention on the capital allocation impairs the investment efficiency from both aspects of the investment scale and distribution. However, the process of marketization and institutionalization can obviously adjust the boundary and function of the government and enterprises in the resource allocation. This study provides a theoretical and empirical basis for improving the efficiency of GDP-centered unipolar evaluation system and the level of governance.

Key words: government intervention; capital allocation; structure efficiency; marketization process

(上接第 11 页)

models of 3C retailers by studying interaction of firms' strategic decisions in a supply chain consisting of one manufacturer and one retailer. Meanwhile we are interested in effects of the power structure on the firms' strategic decisions. Based on these, we show that (1) only two business models are efficient where one firm holds the full control over the market and the other is the leader of the other; (2) either the manufacturer or the retailer prefers to have full control over the market demand when it has more power. The results obtained in this paper may be applied to analyze the choice and transition of business models of Gome and Suning.

Key words: supply chain; strategic decision; price-only contract; revenue sharing contract; sales promotion