

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2018.10.010

## 地方政府赶超压力对辖区企业过度投资的影响

徐光伟<sup>1,2</sup>, 谭瑾<sup>1</sup>, 孙铮<sup>2</sup>

(1. 常州大学 商学院, 江苏 常州 213164; 2. 上海财经大学 工商管理博士后流动站, 上海 200433)

**摘要:** 基于地区之间竞争特殊的经济体制, 实证检验了地方政府面临的经济赶超压力对辖区企业过度投资行为的影响, 研究发现: (1) 地区人均GDP、人均财政收入与辖区企业过度投资程度显著负相关; 地区GDP、财政收入排名与辖区企业过度投资程度显著正相关。(2) 以土地价格扭曲程度作为中介变量, 研究发现经济赶超压力导致土地价格扭曲。在控制土地价格因素后, 经济赶超压力对辖区企业过度投资的影响不再显著。土地价格扭曲在经济赶超压力对辖区企业过度投资的影响中起到中介作用。(3) 制衡的股权结构、外部市场竞争能够有效制约企业过度投资行为, 而具有政治关联的企业过度投资程度更加严重。公司治理、市场竞争、政治关联在经济赶超压力对辖区企业过度投资行为的影响中发挥显著的调节作用。研究为微观企业过度投资的形成以及宏观产能过剩的化解提供了有意义的参考。

**关键词:** 赶超压力; 过度投资; 产能过剩; 地区竞争

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2018)10-0122-17

### 一、引言

持续的产能过剩不仅造成企业大面积亏损、财务杠杆率攀升, 而且形成大量的“僵尸企业”挤占了社会资源, 阻碍了中国经济转型升级步伐。当前, 去产能工作仍是供给侧结构性改革的首要任务。在行政化去产能工作取得重要进展的同时, 更应该思索建立化解产能过剩的长效机制。产能过剩的本质是企业过度投资行为<sup>①</sup>, 因此, 从微观企业角度分析过度投资成因能有效揭示产能过剩问题产生的根源。本研究对于推进当前供给侧改革、化解产能过剩、提高经济发展质量具有重要的理论与现实意义。

对出现的长时期、大面积产能过剩和过度投资现象, 理论研究从不同视角给予了解释, 形

收稿日期: 2018-01-02

基金项目: 国家自然科学基金重点项目(71232004); 江苏省社会科学基金项目(17GLC010); 江苏省高校哲学社会科学研究基金(2017SJB1780)

作者简介: 徐光伟(1986—), 男, 常州大学商学院副教授, 硕士生导师(通讯作者);

谭瑾(1987—), 女, 常州大学商学院讲师;

孙铮(1957—), 男, 上海财经大学会计与财务研究院教授, 博士生导师。

① 本文产能过剩和过度投资概念描述为同一现象(江飞涛等, 2012)。产能过剩侧重从宏观经济角度反映微观企业过度投资的结果。

成“市场失灵”与“政府失灵”两种观点。“市场失灵”观点认为经济周期性波动(Dixit和Stiglitz, 1977;周业樑和盛文军,2007)、产业低进入和高退出壁垒(吕政和曹建海,2000)、市场存在信息不对称(林毅夫等,2010)会导致供给大于需求出现行业产能过剩现象。“政府失灵”观点从转型经济中体制缺陷寻求产能过剩的深层次原因。经济转轨过程中投资决策分散化放松了政府管制,但没有建立起企业内部约束机制,改革导致投资领域过热倾向(科尔奈,1992)。在财政分权、政治集权的体制下,地方政府为了经济发展、财政收入以及稳定就业等目标具有干预辖区企业投资活动的动机,通过扭曲资本、土地与自然资源、劳动力、环境等要素价格以及直接财政补贴降低了私人投资成本导致过度投资行为形成产能过剩(江飞涛和曹建海,2009;耿强等,2011;余东华和吕逸,2015)。

以上研究从宏观、产业层面揭示过度投资引发产能过剩的成因。本文基于地区之间竞争特殊的经济体制,利用微观企业数据检验地方政府面临的经济赶超压力对辖区企业过度投资行为的影响。首先,选取2002—2015年存续的A股上市公司为研究对象,利用Richardson(2006)、Biddle等(2009)与Chen等(2011)三种方法测度企业过度投资程度。其次,以地方人均GDP、人均财政收入以及排名为自变量,检验公司注册地所在地区面临的经济赶超压力对辖区企业过度投资程度的影响。进一步,以公司注册地用地价格来衡量地区土地资源分配的扭曲程度,使用中介效应模型检验地方政府面临的经济赶超压力通过要素配置扭曲对辖区企业过度投资行为影响的作用机理。最后,选择股权制衡度、行业中企业数量、高管政治背景三个变量分别建立调节效应模型检验制衡的股权结构、外部市场竞争、政治关联在经济赶超压力对辖区企业过度投资行为影响中的调节作用。本文研究发现:(1)地区人均GDP、人均财政收入与辖区企业过度投资程度显著负相关;地区GDP、财政收入排名与辖区企业过度投资程度显著正相关。(2)以土地价格扭曲程度作为中介变量,研究发现经济赶超压力导致土地价格扭曲。在控制土地价格因素后,经济赶超压力对辖区企业过度投资的影响不再显著。土地价格扭曲在经济赶超压力对辖区企业过度投资的影响中起到中介作用。(3)制衡的股权结构、外部市场竞争能够有效制约企业过度投资行为,而具有政治关联的企业过度投资程度更加严重。公司治理、市场竞争、政治关联在经济赶超压力对辖区企业过度投资行为的影响中发挥显著的调节作用。

本文可能的贡献在于:(1)基于地区竞争制度揭示经济赶超压力扭曲企业投资行为的机理,为宏观产能过剩、微观企业过度投资行为研究提供了新的证据。(2)将宏观经济体制、产能过剩与微观企业行为研究相结合,丰富了当前宏观经济政策与微观企业行为互动关系研究领域的成果。(3)研究为当前化解产能过剩、地方政府考核机制改革以及厘清政府与市场之间的关系提供了有意义的借鉴。

## 二、制度背景与理论分析

### (一)地区竞争制度下经济赶超压力

改革开放以来,党和国家的工作重点转变为社会主义现代化建设。三十多年来,始终坚持以经济建设为中心,以经济发展增进人民福祉为评判标准,通过不断改革创新为经济发展提供动力。中国渐进式改革道路最先从农村开始,以家庭联产承包责任制为主要内容的改革在中国农村迅猛兴起。承包责任合约改变了之前以等级界定权利的制度,经济体制改革在农村取得的成就起到了示范和带头作用,承包责任合约也由农业引入到工业。1984年10月十二届三中全会通过《中共中央关于经济体制改革的决定》,经济体制改革的重点主要由农村转向城市。国有企业所有权与经营权分离下厂长对企业负有全面责任,国有企业也就可以实行承包租赁等经营体制。厂长与政府签订承包合同,保证每年上缴一定的利润,剩余利润则由承包人自留。厂长

通过在企业内部将承包指标层层分解到个人转成职工的压力和动力。到1987年全国大面积推行承包制,国有企业的积极性被调动起来。农业的承包与工业的层层承包组合在一起引用到有地理界线划分的地区去,这是中国的经济制度重心所在(张五常,2009)。

企业权力下放的同时,在宏观层面以财政体制改革为突破口,实行中央与地方之间的财政分权。传统财政体制下,财政管理体制的基本指导思想是“统一领导,分级管理”。预算、税收管理体制上,主要管理权限集中在中央手里,地方管理权限很小。长期执行统收统支、高度集中的财政管理体制导致各个地区、部门、单位的积极性和创造性不足。为了调动地方积极性、缓解中央财政压力,从1980年开始国家对各省、市、自治区实行“划分收支,分级包干”的财政管理新体制。划分中央和地方财政的收支范围,明确各级财政的权利和责任,充分发挥中央和地方两个积极性。地方财政预算由地方编制,县、市财政管理体制由省、市、自治区确定。“分灶吃饭”行政性分权模式扩大了地方财政权力,也明确了地方相应的经济责任。地方政府有动力和能力促进当地经济发展以提高财政收入。但由于地方条块分割、市场分割、短期化行为造成地方政府争夺各种资源支持当地发展,争相发展见效快、税高利大的项目,使得地区间产业结构存在趋同现象。到1994年我国财政体制发生了根本性的变革,从行政性分权模式转变为经济性分权模式,开始实行“分税制”财政体制。在合理划分中央与地方事权基础上建立中央和地方税收体系,合理确定中央财政收入和地方财政收入的比例,合理划分中央与地方经济管理权限,发挥中央和地方两个积极性。各省、自治区和直辖市可以通过地方税收和财政预算调节当地经济活动,并充分利用地方经济资源促进当地经济社会发展。中央与地方实行分税制财政管理体制改革以来,各地也比照中央对省的分税制模式,陆续调整了省以下财政管理体制。我国地区从上往下有中央、省、市、县、镇、乡和户7层,对应中央、省、市、县、乡镇5级财政,财政分权改革实际上是通过层层承包合约增加同层地区之间竞争压力。

郡县治则天下安,县域强则国家富。从行政管理体制、经济权力大小来看,县域经济在国家经济发展以及财政管理体制中处于重要位置。目前,我国行政区划和地方行政建制层次正由“省—市—县—乡”四级向“省—县—乡”三级体制改革尝试。早在1992年浙江省在全国创新“强县扩权”,对本省13个经济发展较快的县(市)进行扩权。其改革的核心是扩大县级政府的相关权力,使县级政府具有更大的自主权,从而为实现县一级政府的经济发展和社会管理职能奠定了基础。在不改变现行行政层级结构下,把省、市级的一些经济社会管理权限直接下放到县,使县级政府拥有更多的财政权力和行政权力,更接地气地为当地经济社会发展服务。继浙江之后,河北、江苏、河南、安徽、广东、湖北、江西、吉林等省份陆续推行了以“强县扩权”为主要内容的改革试点,对经济发展较快的县市进行了扩权,把地级市的经济管理权限直接下放给一些重点县。财政部数据显示,截至2012年底,全国共有28个省(市、区)对1 087个县实行了财政直接管理,全国实行乡财县管的乡镇近2.9万个,约占全国乡镇总数的86%。各地区开展的“强县扩权”“省直管县”等改革的主要内容是不同程度地下放计划管理、财政管理、税收管理、项目管理、统计数据发布、证照发放、土地和矿权管理、价格管理、环评审核、机构编制核定和干部选拔任用等权限。而大部分地区将项目管理、证照管理、土地和矿权管理、计划管理、财政和税收管理作为各地改革的重要内容。从改革的内容上不难看出,各地“强县扩权”“省直管县”改革是通过扩大县一级政府的项目管理权限,方便地方开展各类项目建设以促进当地县域经济发展。这也让县一级政府成为中国经济发展奇迹的主战场。

随着中国经济制度的合约层层分解,同层地区之间展开互相竞争,而县与县之间的竞争最为激烈。首先,经济管理权力的下放最终授予了县一级政府。“分税制”财政体制改革后,地方政府的财政收入主要来源于税收收入,其中增值税占第一位。17%的产品增值税中四分之一归地

方所有,地方政府具有动力发展经济以提升当地税收收入。为了保证地方经济发展的需要,上级政府将经济管理权限下放至县一级政府。其中最为重要的一点是地方的土地使用权,通过降低工业用地价格甚至负地价吸引投资者前往本地投资,并为投资者提供各种地方政府力所能及的相关服务,降低了投资者的私人投资成本。而这样的经济体制在全国各个地方均有相同的特征,县与县之间的同质化竞争增加了地区之间的经济竞争压力。改革开放以来,各地政府掀起的招商引资热潮正是层层承包合约下地区之间竞争的表现。其次,对于地方政府官员的激励机制还存在奖金显性激励、在职消费隐性激励以及政治晋升激励等。如果地方官员能在招商引资发展本地经济中获得各种好处,将调动个人的积极性,为获得个人显性和隐性激励积极奔走服务地方经济发展。地方县干部在招商引资中可以获得不同额度的佣金,占到投资金额的百分之左右不等。再者,招商引资中享受的各种在职消费或其他隐性收益足以让地方县干部具有足够的动力服务地方经济的发展。除了经济激励之外,地方官员政治晋升激励也是地区竞争制度下竞争压力的主要源动力。县级政府的主要任务是管理辖区经济社会事务,尤其是本辖区经济发展能够为地方繁荣稳定提高保障。因此,在层层承包合约中处于同一层级地方官员要想在省内同行中竞争胜出必须超越竞争对手。当然,这也将导致省内同行之间的晋升竞争非常激烈。

## (二)经济赶超压力扭曲企业投资行为的机理

后发国家赶超现代化先进国家一直是一个民族复兴伟大梦想的不竭动力。对于大多数发展中经济体来说,保持经济持续快速发展才能实现赶超目标。我国与发达国家人均收入相比偏低,经济快速发展以提高人均收入水平是赶超战略的第一要务。已有研究中国经济高速增长基本结论,总体上我国经济赶超型高增长主要是依靠要素累积尤其是高投资推动增长,全要素生产率增长对经济增长的贡献并不高,低技术进步与高投资、高增长构成了巨大反差(中国经济增长与宏观稳定课题组,2010)。根据索洛经济增长模型,产出增长率可分解为资本增长率、劳动增长率和全要素生产率三个部分。高投资加快了资本积累,通过资本深化促进了经济增长。而内生经济增长理论认为,新投资将产生新知识并外溢到整个经济,企业技术水平得以提高。单个企业的资本积累可以导致总生产函数对全社会资本存量具有不变的规模报酬,从而产生内生经济增长(Romer,1986)。因此,高投资特别是设备投资还可以通过提高全要素生产率促进经济增长。在技术进步率偏低情境下,可以通过政府承担经济增长的宏观成本、企业投资快速积累资本的路径促进经济增长(经济增长前沿课题组,2005)。因此,后发国家在经济赶超的起初阶段可以通过高投资实现经济的快速增长。

我国不仅存在对发达国家的赶超压力,也存在不同区域之间的赶超压力,如当前中西部地区对东部地区的赶超,经济落后地区对经济繁荣地区的赶超。对发达国家的经济赶超压力通过经济制度的合约层层分解到县际之间,财政分权、政治集权体制下地方政府官员的激励机制加剧了区域之间经济赶超压力。地方政府拥有相对自主的经济决策权,在行政分权与财政包干下有动机争夺一切资源支持当地经济发展,一定程度上对同质化竞争的其他区域资源获取存在挤占效应。尤其是,处于同一区域同一层级的地方政府之间,围绕GDP展开的“零和博弈”政治“晋升锦标赛”(周黎安,2007)导致区域间恶性经济竞争。经济资源与政治资源的稀缺致使竞争中的“零和博弈”加剧了同一区域同一层级地方政府之间赶超竞争对手的压力。据不完全统计,1995年全国范围评选出100位优秀县(市)委书记中目前仅有16人晋升到省部级。2015年评选出的102名全国优秀县(市、区)委书记有三分之一晋升副市长。优秀县委书记晋升的最常见途径是被擢升为上级行政区域的政府副职,如副市长、副州长等。处于同一区域同一层级的地方官员要想在政治晋升中胜出必然要超越所有竞争对手。这种争夺第一的心理契合社会心理学上行比较动力。以最优业绩作为参考点期望值,现实与预期之间的差异导致决策者压力。贺小刚

等(2015)指出上市公司管理者具有向上比较的倾向,制度化的赶超压力背景下公司具有从事败德行为的动机。同样,地方政府在经济与政治制度化赶超压力下存在通过短期化行为快速发展当地经济的动机。

地方政府面临经济赶超压力缘何导致辖区企业过度投资,主要是企业投资的短期优势。首先,企业增加资本支出能够为地方经济发展、财政税收、稳定就业等带来立竿见影的效果。唐雪松等(2010)认为GDP三大组成中,投资市场化程度最小也是政府干预最为严重的部分,政府可以利用投资实现经济增长目标,并且在晋升锦标赛中更加关注GDP增长的相对业绩表现。当地方经济增长的相对业绩表现不佳时,地方政府干预辖区企业加大投资力度。其次,企业投资扩张可以带来地方财政收入的增加。增值税和营业税是地方财政收入的重要来源,辖区企业投资扩张带来税收增量(谭燕等,2011)。再者,辖区企业投资扩张可以为当地提供更多的就业岗位,满足地方充分就业的目标。曹春方等(2014)以2001—2008年A股地方国有上市公司数据证实,官员个体晋升压力越大越需要过度投资加快经济增长,而地方政府群体财政压力越大越有动机干预地方国企过度投资。地方政府面临经济赶超压力不仅具有干预辖区企业投资的动机,也具有干预辖区企业投资的能力。转型时期产权制度不健全,政府仍通过法律行政手段调节生产要素配置。北京大学中国经济研究中心宏观组(2004)认为是土地和贷款产权不清晰、地方政府为了政绩目标压低土地等要素资源价格,同时银行也乐意向企业提供融资,导致企业私人投资成本降低,产生过度投资现象。现行政绩考核制度使地方政府有动机通过给予企业各种优惠政策(包括土地、税收、资源等)吸引其到辖区投资以促进当地经济增长。江飞涛等(2012)不仅解释了地方政府干预企业投资的经济、政治动机,还从土地、金融、环境保护三个方面指出地方政府干预企业投资的手段,通过扭曲要素价格降低私人投资成本,导致过度投资行为。黎精明和唐霞(2011)沿着国有企业承担社会成本—政策性补贴—要素价格扭曲路径,解释了国有企业过度投资的逻辑。基于我国地区竞争制度下地方政府承受的经济赶超压力以及地方政府在经济赶超压力下具有扭曲企业投资行为的动机和能力,本文提出假设:地区面临的经济赶超压力越大,辖区企业越可能存在过度投资行为。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取与数据来源

考虑到地方政府换届以及金融危机后经济波动影响,本文选择2002—2015年存续的A股上市公司为样本,并按以下原则进行筛选:(1)首先剔除了金融、保险行业。按中国证监会2001行业分类代码为I;(2)再剔除曾被ST、PT的样本;(3)剔除内蒙古、广西、宁夏、新疆、西藏、青海地区样本偏少的上市公司。最终得649家上市公司平衡面板数据,总计9 086个观测值。地区经济增长数据来源于WIND数据库,微观公司财务数据来源于CSMAR、WIND数据库,公司注册地所在区划根据百度地图手工搜集。

#### (二)变量说明

##### 1. 过度投资

当前企业过度投资测量主要是基于投资机会建立预期投资模型,当企业实际投资大于预期投资时表示过度投资。Richardson方法是将公司总投资 $I_{TOTAL}$ 分为维持现有资产的必要投资支出 $I_{MAINTENANCE}$ 和新增投资支出 $I_{NEW}$ 。其中,公司总投资 $I_{TOTAL}$ 等于资本支出、并购支出和研发支出之和减去处置固定资产收入。 $I_{MAINTENANCE}$ 等于企业当年的折旧和摊销费用之和。其中,新增投资支出 $I_{NEW}$ 又可分为NPV为正新项目的预期投资 $I_{NEW}^*$ 和异常(非预期)投资 $I_{NEW}^{\epsilon}$ 。预期投资 $I_{NEW}^*$ 和异常(非预期)投资 $I_{NEW}^{\epsilon}$ 通过模型(1)回归获得:

$$I_{NEW,t} = \alpha + \beta_1 V/P_{t-1} + \beta_2 Leverage_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Stock Return_{t-1} + \beta_7 I_{NEW,t-1} + \sum Year + \sum Industry \quad (1)$$

模型(1)中 $V/P_{t-1}$ 表示投资机会,多数研究以托宾Q值或销售收入增长率替代。其余变量分别表示资产负债率、现金持有量、上市年限、资产规模、股票收益率和滞后一期新增投资支出。异常(非预期)投资 $I_{NEW,t}^e > 0$ 表示过度投资。

Biddle等(2009)提出了更简洁的估计模型,只考虑了企业的投资机会,并用销售增长率表示。

$$Investment_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Sales Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (2)$$

Chen等(2011)加入一个哑变量 $NEG$ 考虑收入上升或下降时投资与销售收入增长率之间的关系可能存在不同。当销售收入增长率下降时 $NEG$ 等于1,否则等于0。通过对模型进行分行业、分年度回归得到残差来反映企业过度投资程度。

$$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NEG_{i,t-1} + \alpha_2 Sales Growth_{i,t-1} + \alpha_3 NEG_{i,t-1} \times Sales Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

为了保证研究结果稳健可靠,本文采用以上三种模型估计企业过度投资程度<sup>①</sup>。三种模型的估计结果符合预期,限于篇幅,不再赘述。

## 2. 赶超压力

由于大多数上市公司注册地多在直辖市、省会城市或副省级城市、地级市,本文将上市公司注册地<sup>②</sup>分为三个层级。上市公司注册地为直辖市,将根据注册地址定位公司所在区划,直辖市下辖各区(县)之间存在相互赶超压力。上市公司注册地为省会城市或副省级城市,将根据注册地址同样定位公司所在区划,省会城市或副省级城市下辖各区之间存在相互赶超压力。最后,上市公司注册地为同省地级市,则地级市之间存在经济赶超压力。

分别以上市公司注册地所在省份的人均GDP、人均财政、GDP排名、财政排名衡量各省份之间的经济赶超压力。上市公司注册地所在省份人均GDP、人均财政越小,面临的经济赶超压力越大,上市公司越可能存在过度投资行为。因此,省人均GDP、省人均财政与过度投资之间呈负相关关系。同样,上市公司注册地所在省份GDP排名、财政排名越低,面临的经济赶超压力越大,上市公司越可能存在过度投资行为。因此,省份GDP排名、财政排名与过度投资之间呈正相关关系。

以上市公司注册地所在城市的人均GDP省内比较、人均财政省内比较、市GDP省内排名、市财政省内排名衡量省内各地级市之间的经济赶超压力。上市公司注册地为直辖市、省会城市或副省级城市以区划衡量各区划之间的经济赶超压力。

## 3. 控制变量

新古典经济学认为在完美无摩擦的资本市场中,企业投资决策只取决于投资机会。过度投资回归模型中已控制了投资机会或增长机会,不再设置控制变量。现实世界中,企业投资决策不仅仅取决于投资机会,还与其自身现金流量相关。因为,内外部信息不对称造成企业面临融资约束,企业投资活动依赖于内部自由现金流。“第一类代理问题”研究指出管理者与投资者之间存在代理冲突,管理者自利动机可能导致企业投资过度。世界范围集中股权的结构在缓解“第一类代理问题”的同时,产生了大小股东之间“第二类代理问题”。因此,分别设置了管理层持股、两权分离度等公司治理机制控制变量(详见表1)。

### (三)模型建立

为检验地区竞争制度下地方政府经济赶超压力对辖区企业投资行为的影响,本文建立以

<sup>①</sup>Richardson模型中 $V/P_{t-1}$ 投资机会以销售收入增长率替代。

<sup>②</sup>由于样本较少,本文不考虑上市公司注册地跨地区变更。

表1 变量解释

变量名称	变量符号	变量说明
投资	$Investment_t$	$\Delta$ 投资 <sub>t</sub> /总资产 <sub>t-1</sub> ,其中:投资=存货净额+固定资产净额+在建工程+工程物资+固定资产清理
过度投资	$I^{\varepsilon}_{NEWt}$	模型回归残差( $\varepsilon>0$ )
省人均GDP	$PerPGDP_{t-1}$	公司注册地所在省份t-1时期省人均GDP
省人均财政	$PerPFIS_{t-1}$	公司注册地所在省份t-1时期省人均财政收入
市人均GDP	$PerCGDP_{t-1}$	公司注册地所在市(区)t-1时期市(区)人均GDP
市人均财政	$PerCFIS_{t-1}$	公司注册地所在市(区)t-1时期市(区)人均财政收入
省GDP排名	$RankPGDP_{t-1}$	公司注册地所在省份t-1时期GDP全国排名
省财政排名	$RankPFIS_{t-1}$	公司注册地所在省份t-1时期财政收入全国排名
市GDP排名	$RankCGDP_{t-1}$	公司注册地所在市(区)t-1时期GDP全省排名
市财政排名	$RankCFIS_{t-1}$	公司注册地所在市(区)t-1时期财政收入全省排名
是否现金股利	$Div_{t-1}$	公司发放现金股利取值为1,否则取0。
管理层持股	$Mshare_{t-1}$	公司披露的高管持股之和与公司总股本的比例
高管前三薪酬	$LnComp_{t-1}$	公司前三名高管薪酬之和的自然对数
两权分离度	$Sep_{t-1}$	公司最终控制人控制权与现金流权的差值
是否四大审计	$Big_{t-1}$	公司聘请四大会计师事务所取值为1,否则取0。
独立、监事占比	$Ind_{t-1}$	公司独立董事人数和监事人数之和与董事会总人数的比值
委员会设置	$Com_{t-1}$	公司设置的委员会个数
公司性质	$State$	公司最终控制人性质为国有取值为1,民营为0
年度	$Year$	按照年度设置虚拟变量
行业	$Industry$	按照CSRC(2001年)21个行业分类设置20个虚拟变量

下计量模型(4)。其中因变量 $I^{\varepsilon}_{NEW}>0$ 反映企业过度投资程度<sup>①</sup>, $Pressure$ 是衡量地区面临的赶超压力, $Control$ 是相关的控制变量,自变量和控制变量选择滞后一期指标, $\varepsilon$ 为随机误差项。

$$I^{\varepsilon}_{NEWt} = \alpha + \beta_1 Pressure_{t-1} + \sum Control_{t-1} + \varepsilon \quad (4)$$

#### 四、实证结果及分析

##### (一)描述性统计

表2是主要变量的描述性统计结果。投资均值为0.031 8,表明企业投资变化占总资产的比重平均增长3.18%。投资变化占总资产的比重中值0.012 8,最大值0.326 4,最小值-0.100 4。省人均GDP均值为39 076元,中值34 425元,最大值105 231元,最小值3 701元。各省之间的人均GDP差距显著,最高省份是最低省份的28.43倍。省人均财政均值为4 701元,中值3 140元,最大值18 945元,最小值323元。各省之间的人均财政差距更显著,最高省份是最低省份的58.65倍。样本上市公司注册地所在城市人均GDP均值65 109元,中值57 882元,最大值194 157元,最小值为0。市人均财政均值6 995元,中值5 356元,最大值40 119元,最小值94元。市际之间人均GDP与人均财政差异较省际之间更加显著。描述性统计说明,全国各省以及各地城市之间发展很不平衡,落后地区与发达地区之间经济水平差距甚远。

##### (二)单变量分析

表3对三个过度投资模型 $\varepsilon>0$ 的残差进行分组单变量分析。按自变量省人均GDP、省人均财政、市人均GDP、市人均财政的大小将过度投资模型 $\varepsilon>0$ 的残差分为两组。表3中A栏按省人均GDP分组,高组的Richardson模型残差均值0.040 2,中值0.021 8,低组0.055 8,中值0.033 5。按省人均财政分组,高组的Richardson模型残差均值0.043 9,中值0.023 2,低组0.052 1,中值0.029 7。

<sup>①</sup>本文对预期投资模型回归残差 $\varepsilon$ 区分投资过度( $\varepsilon>0$ )和投资不足( $\varepsilon<0$ )。

表2 主要变量描述性统计

	均值	中值	最大值	最小值	标准差	观测值
投资 <sub>t</sub>	0.031 8	0.012 8	0.326 4	-0.100 4	0.068 2	7 788
省人均GDP <sub>t-1</sub>	39 076	34 425	105 231	3 701	23 810.71	7 788
省人均财政 <sub>t-1</sub>	4 701	3 140	18 945	323	4 492.55	7 788
市人均GDP <sub>t-1</sub>	65 109	57 882	194 157	0	40 259.72	7 672
市人均财政 <sub>t-1</sub>	6 995	5 356	40 119	94	6 829.96	7 657
省GDP排名 <sub>t-1</sub>	10.86	8	31	1	8.796 8	7 788
省财政排名 <sub>t-1</sub>	11.30	8	31	1	9.133 9	7 788
市GDP排名 <sub>t-1</sub>	4.16	3	21	1	3.724 4	7 652
市财政排名 <sub>t-1</sub>	4.38	3	21	1	3.762 5	7 652

按市人均GDP分组,高组的Richardson模型残差均值0.045 3,中值0.025 3,低组0.050 8,中值0.027 6。按市人均财政分组,高组的Richardson模型残差均值0.044 8,中值0.024 9,低组0.051 1,中值0.028 1。自变量低组残差均值和中值均大于自变量高组,并且高低组均值T检验、Mann-Whitney检验均存在显著差异。表3中B栏Biddle过度投资模型残差与C栏Chen过度投资模型残差的单变量分析结果与上述基本一致。

表3 单变量分析

Panel A:经济赶超压力与Richardson模型 $\epsilon > 0$ 分组独立样本						
分组变量	高组		低组		T值	Z值
	均值	中值	均值	中值		
<i>PerPGDP</i> <sub>t-1</sub>	0.040 2	0.021 8	0.055 8	0.033 5	-7.509***	-8.508***
<i>PerPFIS</i> <sub>t-1</sub>	0.043 9	0.023 2	0.052 1	0.029 7	-2.713**	-3.071***
<i>PerCGDP</i> <sub>t-1</sub>	0.045 3	0.025 3	0.050 8	0.027 6	-1.950*	-2.038**
<i>PerCFIS</i> <sub>t-1</sub>	0.044 8	0.024 9	0.051 1	0.028 1	-2.140**	-2.582***
Panel B:经济赶超压力与Biddle模型 $\epsilon > 0$ 分组独立样本						
分组变量	高组		低组		T值	Z值
	均值	中值	均值	中值		
<i>PerPGDP</i> <sub>t-1</sub>	0.051 0	0.029 8	0.069 4	0.046 0	-7.679***	-8.720***
<i>PerPFIS</i> <sub>t-1</sub>	0.058 0	0.032 7	0.066 4	0.036 7	-1.959*	-2.989***
<i>PerCGDP</i> <sub>t-1</sub>	0.059 3	0.035 4	0.061 1	0.038 0	-1.745*	-2.646***
<i>PerCFIS</i> <sub>t-1</sub>	0.058 2	0.032 3	0.066 2	0.036 0	-1.919*	-2.961***
Panel C:经济赶超压力与Chen模型 $\epsilon > 0$ 分组独立样本						
分组变量	高组		低组		T值	Z值
	均值	中值	均值	中值		
<i>PerPGDP</i> <sub>t-1</sub>	0.052 3	0.030 2	0.068 7	0.045 1	-6.831***	-7.668***
<i>PerPFIS</i> <sub>t-1</sub>	0.057 7	0.034 1	0.063 3	0.039 7	-2.495**	-3.219***
<i>PerCGDP</i> <sub>t-1</sub>	0.058 3	0.036 6	0.062 8	0.037 5	-2.240**	-3.200***
<i>PerCFIS</i> <sub>t-1</sub>	0.059 8	0.037 1	0.061 2	0.037 2	-1.412	-1.263

注:T值为相关变量的均值检验;Z值为相关变量的Mann-Whitney检验;\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%。

### (三)多元回归分析

首先,根据上市公司注册地所在省份分析省际之间竞争导致的经济赶超压力对企业过度投资行为的影响。表4只报告了Richardson模型回归结果,其余结果留存备索。以模型残差 $\epsilon > 0$ 表示过度投资程度,省人均GDP、省人均财政回归结果为负,并分别在1%、5%水平上显著。省GDP排名、省财政排名回归结果为正,并在1%水平上显著。回归结果与单变量分析结果一致。上市公司注册地所在省份人均GDP、人均财政越高,过度投资模型残差 $\epsilon$ 越小。上市公司注

册地所在省份GDP排名、财政排名越高,过度投资模型残差 $\varepsilon$ 越小。回归结果说明,全国各省份之间存在的竞争制度导致经济发展落后省份经济赶超压力大,辖区上市公司越可能存在过度投资行为。同样,在全国范围内上市公司注册地所在省份GDP排名、财政排名越靠后,辖区上市公司越可能存在过度投资行为。多元回归结果进一步支撑了本文的研究假设。在控制变量中, $Div_{t-1}$ 系数显著为正,公司发放现金股利说明不存在融资约束容易产生过度投资行为。 $Mshare_{t-1}$ 系数不显著,高管持股比例不高,起到激励高管作用有限。 $LnComp_{t-1}$ 系数显著为负,高管薪酬激励能有效发挥抑制过度投资作用。 $Sep_{t-1}$ 系数不显著,两权分离度不影响企业过度投资行为。 $Big_{t-1}$ 系数不显著,外部审计没有发挥抑制过度投资行为的作用。 $Ind_{t-1}$ 系数显著为负,内部独立董事和监事能抑制过度投资行为。同样, $Com_{t-1}$ 系数显著为负,公司治理越完善越不容易出现过度投资。 $State$ 系数显著为负,民营企业更容易过度投资,可能源于民营企业大小股东代理冲突更严重。控制变量回归结果与预期基本一致,后文不再赘述。

表4 省际竞争回归分析

变 量	因变量:Richardson模型残差 $\varepsilon > 0$			
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>Constant</i>	0.160 0*** (4.860 3)	0.125 5*** (4.579 8)	0.087 7*** (3.344 6)	0.087 0*** (3.309 9)
<i>PerPGDP<sub>t-1</sub></i>	-0.006 3*** (-2.783 8)			
<i>PerPFIS<sub>t-1</sub></i>		-0.003 7** (-2.379 3)		
<i>RankPGDP<sub>t-1</sub></i>			0.000 4*** (2.673 0)	
<i>RankPFIS<sub>t-1</sub></i>				0.000 3*** (2.613 3)
<i>Div<sub>t-1</sub></i>	0.004 8* (1.934 7)	0.004 8** (1.968 5)	0.004 7* (1.919 6)	0.004 9** (1.988 5)
<i>Mshare<sub>t-1</sub></i>	-0.028 9 (-0.670 0)	-0.031 4 (-0.729 1)	-0.027 9 (-0.646 4)	-0.027 1 (-0.627 4)
<i>LnComp<sub>t-1</sub></i>	-0.002 0* (-1.662 1)	-0.002 2* (-1.664 5)	-0.002 0* (-1.667 1)	-0.002 0* (-1.661 8)
<i>Sep<sub>t-1</sub></i>	0.008 6 (0.632 9)	0.009 1 (0.668 4)	0.008 1 (0.597 6)	0.009 7 (0.710 3)
<i>Big<sub>t-1</sub></i>	-0.000 5 (-0.135 1)	-0.000 5 (-0.146 8)	-0.000 8 (-0.223 4)	-0.000 8 (-0.217 8)
<i>Ind<sub>t-1</sub></i>	-0.011 8* (-1.748 3)	-0.012 0* (-1.776 6)	-0.011 8* (-1.741 7)	-0.011 8* (-1.755 0)
<i>Com<sub>t-1</sub></i>	-0.001 5* (-1.662 7)	-0.001 5* (-1.664 0)	-0.001 5* (-1.665 4)	-0.001 5* (-1.668 4)
<i>State</i>	-0.009 3*** (-3.437 2)	-0.009 1*** (-3.329 0)	-0.009 6*** (-3.537 7)	-0.009 4*** (-3.472 5)
年度、行业	控制	控制	控制	控制
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.081 2	0.080 5	0.081 0	0.080 9
<i>F</i>	7.10***	7.55***	7.09***	7.08***
<i>N</i>	3 071	3 071	3 071	3 071

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%;括号内为*t*值。

再根据上市公司注册地所在城市分析市(区)际之间竞争导致的经济赶超压力对企业过度投资行为的影响。如上市公司注册地所在城市为直辖市、省会城市或副省级城市,进一步定位

公司所在区划,在不同区划之间进行比较。如为同省地级市,则在地级市之间进行比较。表5同样只报告了Richardson模型回归结果。与上述一致,以过度投资模型回归残差 $\varepsilon > 0$ 表示企业过度投资程度。市人均GDP、市人均财政回归结果为负,并分别在1%、5%水平上显著。市GDP排名、市财政排名回归结果为正,Richardson模型在10%水平上显著,其余两个模型不显著。市(区)GDP排名、市(区)财政排名回归结果为正,并在1%、10%水平上显著。总体上,表5回归结果与表4回归结果基本一致,直辖市、省会城市、副省级城市各区之间以及同省各地级市之间人均GDP、人均财政较低的或者GDP排名、财政排名末尾的,辖区上市公司越可能存在过度投资行为。回归结果再一次验证了本文的研究假设。

表5 市(区)际竞争回归分析

变 量	因变量:Richardson模型残差 $\varepsilon > 0$			
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>Constant</i>	0.111 3*** (3.386 4)	0.115 0*** (4.204 4)	0.102 6*** (3.953 1)	0.103 0*** (3.985 8)
<i>PerCGDP<sub>t-1</sub></i>	-0.001 2* (-1.864 1)			
<i>PerCFIS<sub>t-1</sub></i>		-0.002 7* (-1.850 8)		
<i>RankCGDP<sub>t-1</sub></i>			0.000 2*** (2.714 1)	
<i>RankCFIS<sub>t-1</sub></i>				0.000 3*** (2.710 4)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.080 8	0.081 0	0.076 6	0.076 9
<i>F</i>	6.93***	6.93***	6.63***	6.65***
<i>N</i>	3 071	3 071	3 071	3 071

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%;括号内为*t*值。

## 五、进一步检验

### (一)影响机理检验

在地区竞争制度下,地方政府面临着同级之间的经济排名压力。同时在分权化改革中,地方政府也掌握着本地资源更多的支配权。在经济发展与职位晋升压力下,不仅有动机也有能力干预本地企业投资活动,谋求地方经济的快速发展。常见方式是地方政府出台各种优惠政策,加大招商引资力度以吸引企业前来投资,短期内可以快速实现地方的经济增长。土地是地方政府掌握的重要资源。随着土地价格的不断攀升,土地出让金不仅是地方财政的重要来源,也是吸引招商引资的重要方式。降低企业用地价格一方面直接减少投资成本,另一方面也可以通过土地抵押获得低价融资。因此,地方政府通过扭曲土地市场价格降低了企业投资资本成本,导致企业存在过度投资的冲动。江飞涛等(2012)认为产能过剩的原因是地方政府通过压低土地价格并为企业提供相应补贴等降低了投资门槛。企业投资成本降低导致过度投资行为。黄健柏等(2015)通过衡量工业用地价格扭曲程度检验要素配置扭曲程度对辖区企业过度投资的影响,发现工业用地价格扭曲导致企业过度投资行为。刘斌和袁利华(2016)基于地方政府招商引资制度背景,发现地方政府的土地优惠政策增加了集团子企业股权投资,进而导致企业集团存在过度投资行为。不同的地区存在商业住宅用地与工业企业用地两种土地出让价格。通常工业企业用地价格远低于商业住宅用地价格。地方政府在招商引资中压低工业企业用地价格,低价甚至零地价为投资企业提供实质性补贴。企业投资净现值模型中原本NPV为负的项目在地方

政府实质性以及隐形补贴下转负为正。工业用地价格扭曲以及相关优惠政策弥补了亏损项目投资实现了转亏为盈。在地方政府面临着经济排名压力下,地方政府越可能通过扭曲用地价格,补贴招商引资企业投资成本,从而导致企业投资过程中出现过度投资行为。

基于数据的可得性,本文搜集了2004—2015年中国城市地价动态监测网站数据。筛选出我国99个主要城市的工业、商业、住宅及综合地价数据,以上市公司注册地的用地价格来衡量地区土地资源分配的扭曲程度。同一省份不同地级市之间工业、商业、住宅及综合地价越低表示地区土地资源分配的扭曲程度越大。本文使用中介效应模型检验要素配置扭曲的作用机理。首先,在模型(4)基础上再构建两个模型,分别是模型(5)、模型(6)。其中, $Distortion$ 变量是衡量土地要素配置扭曲程度变量。

$$Distortion = \alpha + \beta_1 Pressure + \varepsilon \quad (5)$$

$$I^e_{NEWt} = \alpha + \beta_1 Pressure_{t-1} + \beta_2 Distortion_{t-1} + \sum Control_{t-1} + \varepsilon \quad (6)$$

表6首先报告了模型(5)回归结果,其中因变量为 $Distortion_{t-1}$ 的四个回归结果中 $PerCGDP_{t-1}$ 和 $PerCFIS_{t-1}$ 回归系数显著为正, $RankCGDP_{t-1}$ 和 $RankCFIS_{t-1}$ 回归系数显著为负。说明在人均GDP和人均财政较小的地区以及在市GDP排名和市财政排名靠后的地区,工业用地价格相对较低。证实了地方政府面临的经济竞争压力越大,辖区工业用地价格较低。进一步,将 $Distortion_{t-1}$ 变量加入模型(4)比较表5和表6中经济赶超压力回归系数。我们发现 $Distortion_{t-1}$ 变量回归结果显著为负,工业用地价格较低、土地价格越扭曲,辖区企业过度投资程度越大。而表6中衡量地方政府面临的经济赶超压力变量回归系数相对表5变得不再显著。说明经济赶超压力导致了土地价格扭曲,土地价格扭曲在经济赶超压力对辖区企业过度投资的影响中起到完全的中介效应。通过模型(4)、(5)、(6)的回归结果证实土地价格扭曲中介效应的存在。

表6 土地要素扭曲的中介效应

变 量	因变量: $Distortion_{t-1}$				因变量:Richardson模型残差 $\varepsilon > 0$			
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
Constant	0.705 1*** (5.700 1)	2.867 8*** (42.236 9)	6.505 2*** (458.54)	6.522 8*** (571.58)	0.159 4*** (3.464 0)	0.145 1*** (4.031 8)	0.145 5*** (4.185 1)	0.145 1*** (4.160 2)
$Distortion_{t-1}$					-0.004 1** (-2.037 1)	-0.004 1* (-1.861 1)	-0.005 4*** (-2.844 4)	-0.005 4*** (-2.801 1)
$PerCGDP_{t-1}$	0.515 3*** (45.720 3)				-0.003 4 (-0.861 6)			
$PerCFIS_{t-1}$		0.410 1*** (51.549 5)				-0.002 0 (-0.636 7)		
$RankCGDP_{t-1}$			-0.048 6*** (-17.007 0)				-0.000 4 (-0.753 4)	
$RankCFIS_{t-1}$				-0.053 5*** (-20.140 3)				-0.000 4 (-0.673 4)
控制变量					控制	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.316 1	0.370 1	0.059 9	0.082 0	0.081 0	0.080 9	0.080 7	0.080 7
F	2 090.34***	2 657.35***	289.24***	405.63***	4.64***	4.64***	4.65***	4.65***
N	4 524	4 524	4 544	4 544	1 656	1 656	1 663	1 663

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%;括号内为t值。

## (二)调节效应检验

### 1. 公司治理调节效应

股权结构是公司治理机制中最重要的制度安排。制衡的股权结构以及合理的控制权配置

在公司治理机制中具有重要作用。“一股独大”的股权结构难以抑制大股东自利行为。大股东攫取控制权私利动机容易导致企业投资行为扭曲。而制衡的股权结构实际控制人的权力容易受到制约,公司投资决策也更加民主、更加科学。以公司第二大股东至第十大股东持股比例之和除以公司第一大股东持股比例来衡量股权制衡程度,反映公司治理机制对企业投资决策的影响。在上文模型(4)的基础上加入 $CG_{t-1}$ 变量检验公司治理的调节效应。限于篇幅,表7只报告了Richardson过度投资模型 $\epsilon > 0$ 省际竞争公司治理调节效应回归结果,其余过度投资模型检验结果与其一致。表7中自变量 $PerPGDP_{t-1}$ 和 $PerPFIS_{t-1}$ 回归系数显著为负, $RankPGDP_{t-1}$ 和 $RankPFIS_{t-1}$ 回归系数显著为正。表7所有模型中公司治理变量 $CG_{t-1}$ 回归系数为正, $Pressure_{t-1}$ 与 $CG_{t-1}$ 的交乘项系数为负。表7模型(2)(4)中公司治理变量 $CG_{t-1}$ 与 $Pressure_{t-1}$ 交乘项系数显著,回归结果支持制衡的股权结构能够有效发挥治理作用,抑制了企业过度投资行为。良好的公司治理机制在经济赶超压力与企业过度投资行为之间存在显著的负向调节作用。

表7 公司治理调节效应

变 量	因变量:Richardson模型残差 $\epsilon > 0$							
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
Constant	0.158 2*** (4.799 8)	0.189 6*** (5.122 7)	0.125 1*** (4.566 9)	0.140 7*** (4.856 1)	0.089 3*** (3.399 2)	0.089 5*** (3.406 4)	0.088 7*** (3.366 3)	0.088 7*** (3.364 5)
$PerPGDP_{t-1}$	-0.006 0*** (-2.632 2)	-0.008 8*** (-3.222 7)						
$PerPFIS_{t-1}$			-0.003 5** (-2.225 6)	-0.005 2*** (-2.765 2)				
$RankPGDP_{t-1}$					0.000 3** (2.519 4)	0.000 4** (2.297 9)		
$RankPFIS_{t-1}$							0.000 3** (2.475 9)	0.000 3* (1.798 2)
$CG_{t-1}$	-0.001 7*** (3.937 3)	0.050 5* (1.797 4)	-0.001 8*** (3.995 0)	0.024 1 (1.524 8)	-0.001 7*** (3.949 6)	0.003 1 (1.043 5)	-0.001 8*** (3.999 7)	0.001 5 (0.499 1)
$PerPGDP_{t-1}$ $\times CG_{t-1}$		-0.005 1* (-1.860 9)						
$PerPFIS_{t-1}$ $\times CG_{t-1}$				-0.003 3* (-1.648 0)				
$RankPGDP_{t-1}$ $\times CG_{t-1}$						-0.000 1 (-0.594 4)		
$RankPFIS_{t-1}$ $\times CG_{t-1}$								-0.000 0 (-0.103 7)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R <sup>2</sup>	0.081 2	0.082 0	0.080 5	0.081 1	0.081 0	0.080 8	0.080 9	0.080 6
F	6.95***	6.87***	6.90***	6.80***	6.94***	6.78***	6.93***	6.76***
N	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%;括号内为t值。

## 2. 市场竞争调节效应

市场竞争是企业生存发展的重要外部环境。在激烈的市场竞争中,企业面临外部压力,经营决策更加符合市场化运作。以行业中企业数量多少衡量市场竞争程度。若上市公司所在行业中企业数量较多,市场竞争程度可能越激烈。按照证监会2001年上市公司行业分类指引将样本划分为20个行业。设置 $MC_{t-1}$ 变量为反映市场竞争程度,若上市公司处于高度竞争行业, $MC_{t-1}$ 变量设为1,否则为0。在上文模型(4)的基础上加入市场竞争程度调节变量。同样,表8只报告了Richardson过度投资模型 $\epsilon > 0$ 的市场竞争程度调节效应回归结果,其余过度投资模型结果和市

际竞争检验结果与前文一致。表8中自变量 $PerPGDP_{t-1}$ 、 $PerPFIS_{t-1}$ 、 $RankPGDP_{t-1}$ 和 $RankPFIS_{t-1}$ 的回归系数保持不变。市场竞争程度 $MC_{t-1}$ 变量回归系数基本上显著为负。说明市场竞争程度越激烈,企业过度投资程度越小。 $Pressure_{t-1}$ 与 $MC_{t-1}$ 的交乘项系数的回归结果均显著为负,市场竞争程度在经济赶超压力与企业过度投资行为之间存在显著的负向调节作用。在高度竞争的行业,即使面临地方经济赶超压力,企业的投资决策也更加市场化。市场竞争有效抑制了企业过度投资行为。

表 8 市场竞争的调节效应

变 量	因变量:Richardson模型残差 $\varepsilon > 0$							
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
<i>Constant</i>	0.155 7*** (4.744 9)	0.162 1*** (4.365 1)	0.123 0*** (4.503 0)	0.126 7*** (4.429 6)	0.086 6*** (3.315 0)	0.088 6*** (3.382 3)	0.086 1*** (3.283 9)	0.090 5*** (3.439 6)
<i>PerPGDP<sub>t-1</sub></i>	-0.006 0*** (-2.675 5)	-0.006 7** (-2.345 6)						
<i>PerPFIS<sub>t-1</sub></i>			-0.003 6** (-2.321 2)	-0.004 1** (-2.100 4)				
<i>RankPGDP<sub>t-1</sub></i>					0.000 3** (2.538 2)	0.000 2 (1.001 7)		
<i>RankPFIS<sub>t-1</sub></i>							0.000 3** (2.471 6)	0.000 1 (0.444 9)
<i>MC<sub>t-1</sub></i>	-0.031 8*** (-4.388 8)	-0.044 8 (-1.244 6)	-0.032 0*** (-4.425 0)	-0.040 7* (-1.929 2)	-0.031 7*** (-4.376 0)	-0.033 8*** (-4.521 0)	-0.031 7*** (-4.373 9)	-0.034 8*** (-4.680 6)
<i>PerPGDP<sub>t-1</sub></i> $\times MC_{t-1}$		-0.001 2** (-2.368 9)						
<i>PerPFIS<sub>t-1</sub></i> $\times MC_{t-1}$				-0.001 0** (-2.437 5)				
<i>RankPGDP<sub>t-1</sub></i> $\times MC_{t-1}$						-0.000 3** (-2.134 7)		
<i>RankPFIS<sub>t-1</sub></i> $\times MC_{t-1}$								-0.000 5* (-1.831 5)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.087 3	0.087 0	0.086 7	0.086 5	0.087 1	0.087 2	0.087 0	0.087 8
<i>F</i>	7.45**	7.27***	7.40***	7.22***	7.43***	7.28***	7.42***	7.33***
<i>N</i>	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%;括号内为*t*值。

### 3. 政治关联调节效应

根据企业高管人员(含CEO、CFO、董事长或副董事长)是否曾为或现任县级以上人大代表、政协委员、党政官员,设置政治关联调节变量。如果企业高管具有政治关联,调节变量 $PC$ 赋值为1,否则为0。在上文实证模型的基础上加入政治关联调节变量。表9所有模型回归结果 $PC_{t-1}$ 变量回归系数为正, $Pressure_{t-1}$ 与 $PC_{t-1}$ 的交乘项系数显著为正。回归结果说明,具有政治关联的企业越可能存在过度投资行为,政治关联在经济赶超压力与企业过度投资行为之间存在显著的正向调节作用。地方面临的经济赶超压力越大,辖区具有政治关联的企业越可能受到地方政府的影响。为了实现地区竞争之间的经济超越,辖区具有政治关联的企业增加资本支出,支撑地方经济短期快速增长。

#### (三)内生性问题

本文在计量模型的构建中已考虑到变量之间可能存在的内生性问题。首先,在Richardson、

表9 政治关联的调节效应

变 量	因变量:Richardson模型残差 $\varepsilon > 0$							
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)
<i>Constant</i>	0.160 8*** (4.880 8)	0.181 6*** (4.937 3)	0.126 2*** (4.611 0)	0.135 7*** (4.689 5)	0.088 3*** (3.370 9)	0.086 6*** (3.303 1)	0.087 6*** (3.333 9)	0.086 5*** (3.293 1)
<i>PerPGDP</i> <sub><i>t</i>-1</sub>	-0.006 3*** (-2.785 9)	-0.008 3*** (-3.015 5)						
<i>PerPFIS</i> <sub><i>t</i>-1</sub>			-0.003 7** (-2.401 7)	-0.004 8** (-2.543 3)				
<i>RankPGDP</i> <sub><i>t</i>-1</sub>					0.000 4*** (2.661 8)	0.000 5*** (2.878 6)		
<i>RankPFIS</i> <sub><i>t</i>-1</sub>							0.000 3*** (2.613 8)	0.000 5*** (2.919 3)
<i>PC</i> <sub><i>t</i>-1</sub>	0.005 6** (2.544 2)	0.048 3 (1.445 9)	0.005 7** (2.562 7)	0.024 2 (1.315 0)	0.005 6** (2.530 2)	-0.001 9 (-0.554 0)	0.005 6** (2.542 6)	-0.001 7 (-0.474 4)
<i>PerPGDP</i> <sub><i>t</i>-1</sub> × <i>PC</i> <sub><i>t</i>-1</sub>		0.004 1*** (3.279 9)						
<i>PerPFIS</i> <sub><i>t</i>-1</sub> × <i>PC</i> <sub><i>t</i>-1</sub>				0.002 3*** (3.013 0)				
<i>RankPGDP</i> <sub><i>t</i>-1</sub> × <i>PC</i> <sub><i>t</i>-1</sub>						0.000 3** (2.353 2)		
<i>RankPFIS</i> <sub><i>t</i>-1</sub> × <i>PC</i> <sub><i>t</i>-1</sub>								0.000 3** (2.456 9)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adj-R</i> <sup>2</sup>	0.083 1	0.083 3	0.082 4	0.082 4	0.082 8	0.083 1	0.082 7	0.083 1
<i>F</i>	7.10***	6.97***	7.05***	6.90***	7.08***	6.96***	7.08***	6.96***
<i>N</i>	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071	3 071

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示显著性水平为1%、5%、10%;括号内为*t*值。

Biddle与Chen的过度投资计量中,所有影响企业投资的变量均选择了滞后一期。因此,投资机会、杠杆、现金持有、企业上市时间、规模、股票收益以及上期投资情况均对下期投资活动产生影响,而反之则不成立。其次,在分析地方政府经济赶超压力对辖区企业过度投资的影响时,本文建立的计量模型中,自变量和控制变量均选择滞后一期。而企业的过度投资行为对本地区以前的人均GDP、人均财政影响较小。所以,为了减少内生性问题在模型构建中自变量选择滞后一期变量。当然,本文并未考虑企业的过度投资行为对本地区当期及下期人均GDP、人均财政的影响,可能存在噪音。

#### (四)稳健性检验

未报告相关性分析中变量之间相关系数较小,回归模型自变量VIF值均小于2,表明模型不存在严重的多重共线性问题。为了验证结果的稳健,本文还做了如下检验:(1)以人均GDP、人均财政以及排名衡量地方政府面临的经济赶超压力未考虑基数问题。以GDP、财政增速及排名作为经济赶超压力的替代变量重新分析结果一致。(2)直接利用Richardson、Biddle与Chen的模型回归残差 $\varepsilon$ 作为因变量重新回归结果不变。(3)将Richardson、Biddle与Chen的模型回归残差 $\varepsilon > 0$ 按中值设为0、1虚拟变量,使用Logistic方法回归系数方向显著性不变。(4)将样本分为国有组和民营组,检验结果与前文基本一致。(5)借鉴其他土地价格扭曲程度测度方法,以商业用地价格扭曲、住宅用地价格扭曲以及地区综合用地价格重新回归与影响机理检验结果一致。稳健性分析结果与前文分析结果基本一致,基于此,本文的分析结果是稳健的。

## 六、研究结论

中国经济奇迹的关键在于经济赶超压力通过经济制度的合约层层分解,充分调动了省、市、县地方政府经济发展的积极性。但同级地区之间展开的互相竞争,又带来了一系列产能过剩、过度投资等问题。本文利用Richardson、Biddle与Chen三种方法测度企业过度投资程度,以2002—2015年存续的A股上市公司为研究对象,检验地区竞争制度下经济赶超压力对辖区企业过度投资行为的影响,研究发现:(1)各省(市、区)人均GDP和人均财政收入与辖区企业过度投资程度之间呈显著的负相关关系;各省(市、区)GDP和财政收入排名与辖区企业过度投资程度之间呈显著的正相关关系。研究表明,上市公司注册地所在省(市、区)之间竞争导致的经济赶超压力对辖区企业过度投资行为产生显著影响。(2)以上市公司注册地所在城市的工业用地、商业用地、住宅用地以及综合用地价格作为中介变量,发现经济赶超压力越大,地区用地价格越低。在经济赶超压力对辖区企业过度投资的影响分析中加入土地价格因素后,经济赶超压力变量显著降低,说明土地要素配置扭曲在经济赶超压力对辖区企业过度投资的影响中起到中介作用。(3)进一步检验内部公司治理机制、外部市场竞争程度以及企业政治关联是否在地区竞争制度中发挥调节作用。研究发现,制衡的股权结构、外部市场竞争能够有效发挥治理作用,在经济赶超压力对辖区企业过度投资行为的影响中发挥负向调节作用。具有政治关联的企业过度投资程度更加严重,政治关联在地区竞争制度影响企业过度投资的行为中起到正向调节作用。本文立足中国特殊的经济体制,从地区之间相互竞争角度揭示地方政府面临的经济赶超压力对辖区企业投资行为的影响,为微观企业过度投资成因、宏观产能过剩等问题提供借鉴。

本文研究的主要启示:(1)层层承包合约增加了地区之间的竞争压力,这是中国经济制度的重心所在,也是经济发展长期结构性失衡的制度根源。在当前新发展理念下,经济制度的合约需要适应新的结构性改革趋势,兼顾当前和长远利益,实现绿色可持续发展。(2)微观企业过度投资导致的宏观产能过剩有其特殊的制度成因,各省之间以及同一省份不同城市之间的竞争加剧了辖区企业过度投资程度。化解微观企业过度投资导致的宏观产能过剩问题需要顶层设计、治标治本。厘清政府、企业与市场之间的关系,将创新驱动、绿色发展纳入考核晋升机制,完善公司内部治理机制,发挥优胜劣汰市场竞争机制,减少对辖区企业的干预程度。

本文的局限在于:(1)过度投资概念的界定与测度皆是基于成熟资本市场提出的,并且如何测度尚存争议。从理论上讲,企业投资超过最优水平时即为过度投资,但投资的边际价值难以准确估计。本文选择三个应用广泛的模型测度企业过度投资程度,但仍可能存在测量精度上的问题。(2)本文检验了地区面临的经济赶超压力与辖区企业过度投资程度之间的关系,但地区竞争制度对企业过度行为影响的内在作用机理与路径可能还存在其他解释。未来可从各种要素配置扭曲角度检验其可能存在的中介效应。

## 主要参考文献

- [1]北京大学中国经济研究中心宏观组. 产权约束、投资低效与通货紧缩[J]. *经济研究*, 2004, (9): 26-35.
- [2]曹春方, 马连福, 沈小秀. 财政压力、晋升压力、官员任期与地方国企过度投资[J]. *经济学*, 2014, (4): 1415-1436.
- [3]耿强, 江飞涛, 傅坦. 政策性补贴、产能过剩与中国的经济波动——引入产能利用率RBC模型的实证检验[J]. *中国工业经济*, 2011, (5): 27-36.
- [4]贺小刚, 邓浩, 吴诗雨, 等. 赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析[J]. *管理世界*, 2015, (9): 104-124.
- [5]黄健柏, 徐震, 徐珊. 土地价格扭曲、企业属性与过度投资——基于中国工业企业数据和城市地价数据的实证研究[J]. *中*

- 国工业经济,2015,(3): 57-69.
- [6]江飞涛,曹建海. 市场失灵还是体制扭曲——重复建设形成机理研究中的争论、缺陷与新进展[J]. 中国工业经济,2009,(1): 53-64.
- [7]江飞涛,耿强,吕大国,等. 地区竞争、体制扭曲与产能过剩的形成机理[J]. 中国工业经济,2012,(6): 44-56.
- [8]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,(10): 12-23.
- [9]黎精明,唐霞. 我国国有企业过度投资——基于生产要素投入视角的理论解释[J]. 财经理论与实践,2011,(4): 46-50.
- [10]林毅夫,巫和懋,邢亦青. “潮涌现象”与产能过剩的形成机制[J]. 经济研究,2010,(10): 4-19.
- [11]刘斌,袁利华. 土地资源获取、股权投资增加与企业投资过度[J]. 南开管理评论,2016,(2): 75-86, 192.
- [12]吕政,曹建海. 竞争总是有效率的吗?——兼论过度竞争的理论基础[J]. 中国社会科学,2000,(6): 4-14, 205.
- [13]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.
- [14]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.
- [15]雅诺什·科尔奈著,张安译. 社会主义体制[M]. 北京: 中央编译出版社,2007.
- [16]余东华,吕逸楠. 政府不当干预与战略性新兴产业产能过剩——以中国光伏产业为例[J]. 中国工业经济,2015,(10): 53-68.
- [17]张五常. 中国的经济制度[M]. 北京: 中信出版社,2009.
- [18]中国经济增长与宏观稳定课题组. 资本化扩张与赶超型经济的技术进步[J]. 经济研究,2010,(5): 4-20.
- [19]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.
- [20]周业樑,盛文军. 转轨时期我国产能过剩的成因解析及政策选择[J]. 金融研究,2007,(2): 183-190.
- [21]Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?[J]. *Journal of Accounting and Economics*,2009,48(2-3): 112-131.
- [22]Chen S M, Sun Z, Tang S, et al. Government intervention and investment efficiency: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*,2011,17(2): 259-271.
- [23]Dixit A K, Stiglitz J E. Monopolistic competition and optimum product diversity[J]. *American Economic Review*,1977,67(3): 297-308.
- [24]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*,2006,11(2-3): 159-189.
- [25]Romer P M. Increasing returns and long-run growth[J]. *Journal of Political Economy*,1986,94(5): 1002-1037.

## The Impact of Catch-up Pressure on Overinvestment by Enterprises in the Jurisdiction of Local Governments

Xu Guangwei<sup>1,2</sup>, Tan Jin<sup>1</sup>, Sun Zheng<sup>2</sup>

(1. Business School, Changzhou University, Changzhou 213164, China;

2. Postdoctoral Station of Business Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** During the period of economic transition, there is a phenomenon that China experiences a long period of overcapacity and excessive investment. Sustained overcapacity leads to the unbalanced industrial structure, heavy corporate debt, and low economic efficiency. The essence of excess capacity is the overinvestment behavior of micro enterprises. The existing literature has studied the phenomenon of overcapacity and overinvestment, forming two viewpoints: “market failure” and “government failure”. China has gradually established its own economic system in the period of economic transition. Under the system of fiscal decentralization and political centralization, the contract of China’s economic system is decomposed into local governments through layer upon layer of contracting. For economic and political reasons, competition among regions at the same level leads to the short-term behavior. Local governments have the motivation and ability to use their resources to

intervene in corporate investment activities in their jurisdictions. Based on the special economic system of regional competition, this paper uses the data of listed companies to test the influence of the economic catch-up pressure faced by local governments on the overinvestment behavior of enterprises in the region. Firstly, we select China listed companies as samples during 2002-2015 years, and use three methods to measure the degree of overinvestment. Secondly, we take per capita GDP, per capita fiscal revenue as independent variables to test the impact of local economic catch-up pressure on the overinvestment of enterprises in the area. Then we use land price to measure the distorted degree of regional land resource allocation, and use the mediating effect model to examine the mediating role of distortion of factor allocation. Finally, we examine the moderating effect of the ownership structure, market competition and political connection on the impact of economic catch-up pressure on the overinvestment behavior of enterprises in the area. We find that:(1)There is a significant negative correlation between per capita GDP, per capita fiscal revenue and the overinvestment level of enterprises. There is a significant positive correlation between the ranking of GDP, fiscal revenue and the overinvestment level.(2)Economic catch-up pressure causes land price distortion. Land price distortion plays an intermediary role in the influence of economic catch-up pressure on overinvestment.(3)The balance of the ownership structure and external market competition can effectively limit the overinvestment behavior of enterprises, and the overinvestment of enterprises with political connections is even more serious. Based on China's special economic system, this paper reveals the influence of local governments' economic catch-up pressure on the investment behavior of enterprises in the region from the perspective of regional competition. This study provides a meaningful reference for the formation mechanism of overinvestment in micro enterprises and the resolution of macro capacity surplus.

**Key words:** catch-up pressure; overinvestment; excess capacity; regional competition

(责任编辑:子文)

---

(上接第16页)

current research of entrepreneur entrepreneurial learning by developing the new view of entrepreneurial learning contagion and transfer, and the new level of employee entrepreneurial learning, which can fill up the research gap of less attention on entrepreneurial learning in the employee level, and further promotes the empirical research on the mechanism and path of entrepreneurial learning transfer between entrepreneurs and employees. Second, by introducing three kinds of individual trait including capability, motivation and focus, this study examines the paths from entrepreneur entrepreneurial learning to employee entrepreneurial learning, and enriches the empirical research on the formation mechanism of employee entrepreneurial learning. Third, this paper enriches the existing leadership literature, and focuses on the trait activation theory to reveal the moderating role of humble leadership on the relationship between capability and employee entrepreneurial learning, between behavioral characteristics and employee entrepreneurial learning.

**Key words:** entrepreneur entrepreneurial learning; employee entrepreneurial learning; employee employability; job passion; job crafting; humble leadership

(责任编辑:墨茶)