

上市公司过度投资、 多元化经营与地方政府干预

章卫东 成志策 周冬华 张洪辉*

摘要：本文以 2007—2012 年中国境内 A 股非金融类上市公司为研究样本，通过区分国有上市公司及民营上市公司两种所有制不同的公司过度投资行为，研究了地方政府干预对国有上市公司过度投资行为的影响，并考虑了国有上市公司过度投资行为的多元化表现形式。研究结果表明，地方政府会干预国有上市公司，在政府干预程度较高的地区，国有上市公司的过度投资行为越显著；多元化经营是国有上市公司过度投资的一种重要方式，与民营上市公司相比，国有上市公司过度投资与多元化经营的相关程度更大，国有上市公司的过度投资行为更容易导致多元化经营。在控制了过度投资与多元化经营之间可能存在的内生性问题后，上述结论仍然成立。本文的研究结论解释了经济转轨期间我国国有企业的过度投资及盲目多元化经营现象，并提出了相应的对策建议。

关键词：政府干预 过度投资 多元化经营

一、引言

关于公司过度投资的研究，一般将原因归于委托代理问题。Jensen (1986) 研究石油行业的投资发现，存在自由现金流时，公司经理会进行过度投资，构建其自身的企业帝国。Shleifer 和 Vishny (1989) 则提出了管理者盘踞理论，认为经理人出于个人私利，为了达到长期担任公司管理者的目的，会选择投资自身擅长的项目，即使该项目净现值为负。西方学者将过度投资和企业多元化经营都归咎于信息不对称和企业经理人代理问题 (Jensen and Meckling, 1976; Shleifer and Vishny, 1989)。然而，我国的制度环境与西方国家有着较大差异，我国政府直接持有国有企业和国有控股公司的股份，这为其对国有及国有控股公司的经营活动进行干预，实现自身目标创造了条件，因此，我们认为西方财务理论对政府干预和过度投资的解释更多地适用于西方市场，很难解释我国企业过度投资和多元化经营问题。对于我国企业的过度投资、多元

* 章卫东，江西财经大学会计学院，邮政编码：330013，电子信箱：jxrzwd@126.com；成志策，江西财经大学会计学院，邮政编码：330013，电子信箱：chengzhicetd@163.com；周冬华，江西财经大学会计学院，邮政编码：330013，电子信箱：loxi1982@126.com；张洪辉，江西财经大学会计学院，邮政编码：330013，电子信箱：32193848@qq.com。

本文为章卫东教授主持的国家自然科学基金项目“地方国有上市公司定向增发资产注入动机及经济后果研究”（项目编号：71262004）的阶段性研究成果。感谢匿名审稿人的宝贵意见，文责自负。

化经营研究,尽管国内许多学者从不同角度研究了我国政府干预导致的企业过度投资和多元化经营问题(张洪辉、王宗军,2010;吕峻,2012;谭劲松等,2012),但是,这些研究要么只探讨了政府干预与企业过度投资的关系,要么只分析了政府干预与企业多元化经营的关系,而没有将政府干预与企业过度投资及多元化经营三者联系起来加以考虑,并且这些研究没有区分中央政府干预和地方政府的干预,亦没有区分政府干预对国有公司及民营企业过度投资及多元化经营的影响程度。本文将政府干预理论为基础来分析地方政府干预对公司过度投资及多元化经营的影响。

本文的主要贡献在于:(1)通过区分国有上市公司及民营上市公司两种所有制不同公司的过度投资行为,证实了地方政府干预会导致国有上市公司过度投资的观点,从而丰富了有关政府干预与过度投资的研究文献;(2)从地方政府干预国有上市公司过度投资的角度,提出并证实了政府干预导致国有上市公司过度投资的同时,国有上市公司会产生多元化经营行为,这是现有文献没有实证检验的。

本文其余部分安排如下:第二部分主要分析了我国的制度背景并对相关的文献进行了回顾,在此基础上提出本文的研究假设;第三部分为研究设计及数据来源,介绍了主要研究变量的衡量和模型设计;第四部分为实证结果及其分析;第五部分为研究结论。

二、制度背景、文献回顾及理论假设

(一)制度背景

政府干预企业经营活动是一个全球普遍存在的现象(Faccio,2006),但在我国国有控股上市公司中表现得更为严重。我国自20世纪80年代进行的经济体制改革取得了令人瞩目的成就后,国有企业的经营机制发生了很大转变。政府将绝大多数的经营管理权下放给企业,企业拥有了一定的自主经营权,提高了企业生产的积极性和主动性。但“放权让利”式的国有企业改革还没有完全消除政府作为社会管理者对企业的行政性干预,政府仍然掌握着大量社会资源的分配权和投资项目、行业准入等各种审批权,因而未能实现真正意义上的将企业的经营自主权交给企业,这在国有及国有控股的企业中表现得尤为突出。就地方国有上市公司而言,国有控股上市公司的控股股东仍然为地方政府,由于上市公司对当地经济和社会发展具有举足轻重的作用,因此,政府具有强烈的动机干预上市公司的经营活动,特别是干预上市公司的并购、投资等行为。

地方政府对国有企业经营活动干预的目的可以归纳为两个方面。一方面,可以解决地方政府的政策性负担。在我国从计划经济走向市场经济的过程中,地方政府获得了很大的经济决策权,也获得了财政自主权、经济管理权等权力。与此同时,诸如就业、社会养老、社会稳定等社会目标也由各级地方政府来承担(程仲鸣等,2008)。为了解决这些政策性负担,地方政府可能直接干预地方国有企业,如为国有企业提供财政补贴、优惠信贷支持等;也可能让地方企业参与地方的经济建设;或者通过上市公司的兼并重组来收购亏损的国有企业,达到缓解地方财政资金不足和降低地区失业率等目的。另一方面,政府干预是为了实现政府官员的政治晋升目标。1980年代以后,经济绩效指标成为我国政府官员选拔和提升的标准,这些显性指标包括地方GDP增长、地方财政收入增长以及就业指标等,地方的经济发展状况对地方官员的升迁也有着重大影响(Li and Zhou,2005)。这种对政府官员政绩的评价机制导致了地方官员过分追求GDP的增长,地方政府之间围绕GDP增长进行“晋升锦标赛”(周黎安,2007)。而

国有企业规模的扩张在很大程度上能实现政府的诸多公共治理目标(魏明海、柳建华,2007),政府有动机干预企业的投资活动,政府对企业投资的行政干预造成了企业的重复建设、产能过剩等低效益的投资,即导致企业过度投资问题。

(二) 文献回顾及理论假设

1. 地方政府干预与企业过度投资

西方学者往往将过度投资归咎于经理人代理问题。MM理论认为,在一个完美的资本市场里,企业投资决策仅取决于项目的净现值,与其他因素无关。但是后来大量的研究认为,现实中企业所处的环境并不那么完美,资本市场的信息不对称影响投资支出,并最终导致公司投资扭曲。代理问题影响公司的投资支出水平,从而导致投资不足或过度投资现象(Jensen, 1986)。因此,企业投资效率受制于信息不对称和委托代理问题。委托代理理论和信息不对称理论都认为管理者和股东之间存在利益冲突,经理人相对于股东收益较少。为此,经理人具有利用职务优势获取私人利益的强烈动机。经理人追求投资规模而非投资效益,从而产生过度投资。自由现金流的过度投资假说认为,在所有权与经营权分离之后,管理者和股东之间存在利益冲突,在信息不对称的情况下,经理层谋取私利最直接有效的方式是扩大企业规模。所以,经理人有动机滥用公司的自由现金流进行过度投资。因此,在西方发达国家,企业过度投资往往是由于信息不对称和委托代理问题引发的。

不同于英、美等国家上市公司分散的股权结构,我国上市公司普遍存在“一股独大”的股权结构,而且相当数量的上市公司为政府直接控股,但国有股东虚置,国资委作为国有股东对国有上市公司的监督缺乏动力,导致国有上市公司的经理人缺乏监督,因此,国有上市公司的经理人代理问题较严重。经理人可能出于私利,如追求投资规模而非投资效益、在投资中获取好处等等,宁可将企业的自由现金流量投资于净现值为负的项目,而不愿给股东派发红利,甚至不惜高负债、在证券市场恶性“圈钱”来从事净现值为负的项目。因此,我国上市公司过度投资与经理人将自由现金流投资于非盈利项目来谋求私利有关。

在中国转型经济的特殊背景下,企业过度投资不仅与经理人的代理问题有关,而且往往是由于地方政府对企业的干预导致的。从全球范围看,除英、美等国上市公司的股权结构分散以外,大多数国家和地区(如欧洲、东南亚等国和地区)的上市公司都存在一个大股东(La Porta, et al., 2002)。我国上市公司“一股独大”的现象非常普遍,但与欧洲、东南亚等国和地区不同的是我国的大多数上市公司被国家控股。国有股东可以以出资人的身份参与上市公司的股东大会,向上市公司派遣董事长、董事、总经理等高级管理人员,实现国家对国有控股公司的超强控制。因此,政府可以以控股股东的身份干预国有控股公司经营活动(潘红波等,2008)。

改革开放以来,中央政府对地方各级政府的考核由原来的单纯注重政治考核,转变为政治与经济指标的双重考核,并且主要通过GDP、财政收入、就业水平等指标来评价地方各级政府的绩效。因此,地方各级政府有强烈的动机通过投资来推动当地GDP的增长、财政收入的增加和提供更多的就业机会。由于政府政绩考核机制导致地方各级政府有强烈的扩大投资动机,政府可能通过直接或间接的手段干预企业的投资活动,从而造成企业的过度投资现象,并形成重复投资、重复建设和产能过剩(李维安、姜涛,2007)。与此同时,在我国特殊的转轨经济环境下,政府对干预企业经营活动的结果又不承担直接责任,导致政府对企业的投资可能出现干预不当的现象(吕峻,2012),如各地方竞相甚至过度进入同一行业或一拥而上从事一个国家重点项目(潘红波等,2008),结果造成行业性的产能过剩和重复建设。因此,由政府不当

干预引发的盲目扩大固定资产规模、重复建设等过度投资行为在我国表现较为普遍(李维安、姜涛,2007)。此外,张洪辉和王宗军(2010)指出,某一地区能够通过过度投资,阻碍其他地区同一行业的业绩提升,并最终达到阻止基于“锦标赛式”的其他地方官员的职位升迁的目的。

地方政府具有干预企业过度投资的动机和能力(谭劲松等,2012)。政府可以通过对企业投资的操控将公共事业目标内化于企业经营中,如要求企业积极参与地方经济建设,进行能源、交通等基础项目投资;或利用上市公司的融资渠道收购兼并地方国有企业,帮助其脱贫解困,以缓解财政赤字,降低地区失业率(钟海燕等,2010)。与此同时,我国土地所有权模糊,地方政府拥有对土地的垄断权力,具有为企业提供免费土地的权力;金融体系的软预算约束,使得减免企业税收等补贴、帮助企业获取金融资源等措施成为地方政府干预微观经济主体的主要手段;环境产权的模糊与环保制度上的缺陷,也使得纵容企业污染环境和破坏环境成为许多地方政府干预企业投资的手段。由于对政治收益的关注高于经济收益,政府在引导企业投资时,更多考虑的是其政绩的相对位次,而非该投资是否盈利(王立国、鞠蕾,2012)。由地方政府干预导致的企业过度投资,造成了我国诸多行业重复建设、产能严重过剩、库存积压等问题,这对我国经济和社会发展产生了一定的负面影响(林毅夫等,2010)。这些问题不仅导致社会资源的极大浪费和环境污染,还会因企业利润率下降,导致企业倒闭或开工不足,引发员工下岗失业,对经济和社会产生不良影响。

综上所述,地方政府为了实现其政绩,会更多地干预国有企业的投资行为,引发国有上市公司的过度投资行为。因此,在政府干预程度越高的地区,国有上市公司的过度投资行为越显著。基于此,我们提出本文的研究假设1:

假设1:地方政府干预程度越高的上市公司,其企业过度投资水平越高。

2. 企业过度投资与多元化经营

多元化经营是公司极其重要的战略选择,企业多元化经营的目的是为了降低经营风险和平衡收益。然而,多元化经营却可能导致企业经营业绩下降甚至带来财务危机。西方实证研究发现了“多元化折价”现象,即多元化经营的公司价值更低。20世纪以来,西方国家企业出现了“归核化”的倾向,而我国的上市公司却出现了多元化浪潮一浪高过一浪的现象(林毅夫,2007;柳建华,2009)。这主要是由我国特殊的制度环境造成的,政府不仅可以对国有企业进行干预,而且可以通过项目审批、资源配置等手段对民营企业进行直接和间接的干预。陈信元和黄俊(2007)以及黄俊等(2007)认为企业多元化经营是政府干预的结果。不管是从地方政府层面还是从企业层面的决策来看,在晋升博弈和潮涌现象的双重作用下,我国企业过度投资导致产能过剩是一种必然(王立国、鞠蕾,2012)。正因为政府和企业都注意到过度投资会带来产能过剩,因此,在政府的引导下企业选择多元化经营。陈信元和黄俊(2007)认为,多元化经营有助于扩大企业的规模,尤其是在现有条件下,由于地方保护主义严重,形成贸易壁垒和市场分割,单一经营的行业企业要想达到一定的规模并不容易,因此涉足多个经营领域成为扩大企业规模的有效方式。他们还检验了政府干预与公司多元化的关系,实证发现,在政府干预经济较严重的地区,上市公司更易实行多元化经营,并且控股越直接,越易实行多元化经营。由此可见,由政府干预导致的过度投资可能会引发多元化经营的产生。

对国有企业来说,政府对国有企业在行政上实现“超强控制”。绝大多数国有企业经营者的任免权仍由各级政府部门控制,导致国有企业经营者更多地对决定自己任免资格的政府部门负责,进而使国有企业的经营目标因满足政府的要求而进行多元化经营,如增加就业岗位、

稳定社会环境、投资新兴产业和增加当地的税收以及促进 GDP 的增长等。而企业规模的扩张可能就能满足政府部门的这些要求(魏明海、柳建华,2007)。因此,政府为了实现以上的政治目标(也即社会性目标)也有可能促使上市公司选择多元化经营,政府有动机通过控制上市公司的日常经营来履行其社会职能,从而造成政府干预下的公司经营业务增多。基于此,提出本文的研究假设 2:

假设 2:相对于民营上市公司,地方国有上市公司投资过度更容易导致多元化经营。

三、研究设计与数据来源

(一)投资效率度量

目前,实证研究对投资效率的衡量主要有 Vogt (1994) 的投资 - 现金敏感性模型和 Richardson (2006) 的预期投资支出模型。然而,投资 - 现金敏感性模型仅能实证考察研究样本的投资效率,而不能直接度量特定公司的资本配置效率,且投资和现金流间的高敏感性可能源于托宾 Q 值的测量误差。Richardson (2006) 的预期投资支出模型则提供了一个较好度量特定年度特定公司的资源配置效率的方法,因此,文献较多地采用该模型来度量投资效率,如辛清泉等(2007)、魏明海和柳建华(2007)、程仲鸣等(2008)、李青原(2009)和钟海燕等(2010)采用 Richardson (2006) 模型分别检验了高管薪酬、内部治理机制、地方政府、会计信息质量和控制权对公司投资效率的影响,本文亦参照 Richardson (2006) 模型来度量上市公司投资效率,具体如式(1)所示:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Growth_{it-1} + \beta_2 Lev_{it-1} + \beta_3 Cash_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Age_{it-1} + \beta_6 Return_{it-1} + \beta_7 INV_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中, INV_{it} 代表公司新增的投资量,我们采用现金流量表数据,即采用公司 i 第 t 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收到的现金之差,并除以期初总资产来度量。

$Growth_{it-1}$ 为公司 i 第 $t-1$ 年的成长机会。经验研究中常用的衡量公司成长机会的指标有托宾 Q 值和销售增长率。考虑到我国证券市场的非有效性,并存在“功能锁定”障碍,采用托宾 Q 值度量成长机会将带来很大衡量偏误(连玉君、程建,2007)。另外,托宾 Q 值相当大的部分代表了公司长期成长潜力的期权价值。由于期权价值较少包含近期投资计划的信息,因此,托宾 Q 值无法很好地反映短期投资机会。基于上述原因,本文选择销售增长率作为公司成长机会的度量。为了论文结论的稳健性,我们亦采用了托宾 Q 值($Tobinq_{it-1}$)来计算投资效率,如表 3 所示。

Lev_{it-1} 表示公司 i 第 $t-1$ 年的资产负债率; $Cash_{it-1}$ 代表公司现金持有量,界定为公司 i 第 $t-1$ 年的货币资金和短期投资之和与第 $t-1$ 年年初总资产的比值; $Size_{it-1}$ 表示公司 i 第 $t-1$ 年总资产的对数; Age_{it-1} 表示公司 i 第 $t-1$ 年的上市年龄; $Return_{it-1}$ 用股票年收益率表示,采用公司 i 第 $t-1$ 年 5 月到第 t 年 4 月经市场调整的月股票回报率来计算年度股票收益。 INV_{it-1} 为公司 i 第 $t-1$ 年新增的投资量。

采用 Richardson (2006) 模型计算的投资效率事实上忽略了公司存在的适度投资问题(陈运森、谢德仁,2011),如果模型回归残差在 0 附近,可能是由于模型的偏误所导致。为了削弱这种影响,我们把投资过度组和投资不足组分别分成 10 个组,若上市公司的残差大于 10% 分位数,则为过度投资,若上市公司的残差小于 10% 分位数,则为投资不足。

(二) 研究模型和变量定义

在计算了特定公司资本投资效率之后,我们采用模型(2)检验上市公司股权性质对投资过度的影响,并利用模型(3)研究政府干预程度与投资过度之间的关系。

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 state_{it} + \beta_2 fcf_{it} + \beta_3 Independ_{it} + \beta_4 payoff_{it} + \beta_5 top1_{it} + \beta_6 dual_{it} + \beta_7 manager_{it} + \beta_8 size_{it-1} + \beta_9 adm_{it-1} + \beta_{10} tunnel_{it-1} + \sum industry + \sum year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Hindex_{it} = \alpha + \beta_1 state_{it} + \beta_2 INV_{it} + \beta_3 state_{it} \times INV_{it} + \beta_4 fcf_{it} + \beta_5 Independ_{it} + \beta_6 payoff_{it} + \beta_7 top1_{it} + \beta_8 dual_{it} + \beta_9 manager_{it} + \beta_{10} size_{it-1} + \beta_{11} adm_{it-1} + \beta_{12} tunnel_{it-1} + \sum industry + \sum year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

模型(2)中,解释变量(*state*)为企业的性质,由于本文主要研究地方政府干预对过度投资和多元化经营的影响,因此,研究对象选择地方控制的国有上市公司,若上市公司性质为地方国有企业,则为1,若上市公司性质为民营上市企业,则为0,若上市公司性质为中央国有企业,则予以剔除。根据辛清泉等(2007)、李青原(2009)以及陈运森和谢德仁(2011)等相关文献,模型中还加入了自由现金流量(*fcf*)、独立董事比例(*Independ*)、现金股利支付情况(*payoff*)、大股东持股比例(*top1*)、管理层持股比例(*manager*)、两职合一(*dual*)、公司规模(*size*)、公司管理费用率(*adm*)、大股东掏空(*tunnel*)和行业变量以及年度变量等作为控制变量,以控制其他因素对被解释变量的影响。各控制变量的具体含义如下:

(1)自由现金流量(*fcf*),等于公司(经营活动产生的现金流量净额-分配股利、利润或偿付利息支付的现金)/年末总资产;

(2)独立董事比例(*Independ*),采用公司董事会成员中独立董事的比例来度量;

(3)现金股利支付情况(*payoff*),若公司当年度发送现金股利,则为1,否则为0;

(4)大股东持股比例(*top1*),采用第一大控股股东的持股数占总股数比例来度量;

(5)两职合一(*dual*),若董事长与总经理为同一人,则为1,否则为0;

(6)管理层持股比例(*manager*),采用公司管理层持股合计数占总股数比例来度量;

(7)公司规模(*size*),采用公司年末总资产的自然对数来衡量;

(8)公司管理费用率(*adm*),采用公司管理费用/主营业务收入来衡量;

(9)大股东掏空(*tunnel*),采用其他应收款/平均总资产来衡量。

模型(3)中,被解释变量(*Hindex*)为上市公司多元化衡量指标,本文采用行业集中度来度量,当企业经营所涉及的产品或行业类型越多,即行业集中度越低时,则认为其多元化程度越高。目前测量企业多元化程度的方法和指标较多,本文参考赵凤等(2012)的研究设计,采用比较准确、易操作,且得到广泛接受的赫芬达尔指数(Herfindahl)作为企业经营多元化程度的衡量指标。其计算公式为 $H = \sum_{i=1}^n S_i^2$,其中 S_i 指第 i 个行业业务收入占总收入的比重, n 为公司经营的行业总数,具体行业分类参照国家公布的行业标准码(SIC)。该指数的值介于0~1之间。当指数为1时,企业经营单一产品或行业,指数越接近0,企业多元化程度越高。其余各变量的定义如上所述。

(三) 数据来源

本文选取2007-2012年期间我国境内A股非金融上市公司为初选样本,然后对其执行以下筛选程序:(1)剔除2007-2012年某一年度资料不全的上市公司;(2)剔除同时发行B股或

H 股的上市公司,这些公司的行为可能因受到多重监管而产生异化;(3)剔除某一年度或数年 ST、PT 类上市公司;(4)剔除指标异常的公司;(5)剔除最终控制人不明的公司。经过上述筛选程序,我们最终得到了 2007 – 2012 年六年间共 6 174 个上市公司的样本数据,具体情况如表 1 所示。

表 1	样本收集过程及分布情况						
	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	合计数
沪深 A 股主板非金融类上市公司	1 309	1 305	1 316	1 332	1 361	1 378	8 001
(1)剔除同时发行了 B(或 H)股	135	138	140	123	145	148	829
(2)剔除 ST(或 PT)类上市公司	147	131	134	128	131	35	706
(3)剔除财务数据缺失类上市公司	123	72	14	8	9	66	292
最终样本数据	904	964	1 028	1 073	1 076	1 129	6 174
其中:中央国有企业	170	196	216	238	244	252	1 316
地方国有企业	451	459	479	481	476	497	2 843
民营企业	283	309	333	354	356	380	2 015

如表 1 所示,按照最终控制人类型划分,样本公司的最终控制人为国家的上市公司(即国有上市公司)样本观察值共有 4 159 个,其中由中央政府直接控股的上市公司样本 1 316 个,由地方政府直接控股的上市公司样本共 2 843 个;最终控制人为私人的上市公司(即民营上市公司)样本观察值共 2 015 个。由于本文研究地方政府干预对上市公司的影响,因此,本文的最终样本采用地方政府直接控股的上市公司(2 843 个)以及民营上市公司(2 015 个),总共取得的样本数量为 4 858 个样本。本文所有数据来自国泰安(CSMAR)数据库和万德(WIND)数据库,计算赫芬达尔指数(Herfindahl)所需的部分上市公司数据通过在巨潮资讯网手工收集上市公司年报而获得。

四、实证研究结果分析

(一)样本描述性统计

表 2 对研究变量进行了描述性统计分析,样本包括中央政府上市公司、地方政府上市公司和民营上市公司,总体样本量为 6 174 家上市公司。从均值的结果看,存在过度投资的样本公司比例为 20.46%,样本的赫芬达尔指数均值为 0.6916,表明我国上市公司多元化经营程度并不太高。样本公司的自由现金流量的均值为 0.0370,表明我国上市公司用于投资的净现金流平均占公司总资产的比例 3.70%,在缺少其他投资渠道的情况下,上市公司将多余现金用于多元化投资的可能性较高。样本公司股权性质的均值为 0.6736,表明样本中属于国有上市公司的比例较高,并且超过半数,达到了 67.36%,这也与我国国有企业在国民经济中占据数量和地位上的主导地位的现状相符。此外,其他控制变量中,独立董事在董事会成员中所占比例在不同的上市公司中表现出了比较大的差异,但总体上看,我国上市公司独立董事在董事会成员中平均占到 36.40%,符合中国证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中上市公司董事会成员至少应包含三分之一的独立董事的规定;第一大控股股东的持股比例均值为 35.46%;53.30%的上市公司选择在当年以支付现金股利的方式回报股东,说明现金股

利仍是当前我国上市公司主要的股利支付形式;两职合一的均值为 0.1273,表明在我国大多数上市公司的治理结构中,董事长和总经理仍是由不同的人担任;样本公司管理层持股比例均值为 0.82%;管理费用平均占到上市公司收入的 47.44%,但该数值受到极端异常情况的影响非常明显。其他应收款占平均总资产的比例为 2.52%。

表 2 变量描述性统计表

变量	样本数	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差	25 分位	75 分位
INV	6 174	0.2046	0	1	0	0.4909	0	0
Hindex	6 174	0.6916	0.7151	2.7585	0	0.2758	0.3815	0.8403
state	6 174	0.6736	1	1	0	0.4689	0	1
fcf	6 174	0.0370	0.0371	0.7713	-1.2830	0.0892	-0.0045	0.0827
Independ	6 174	0.3640	0.3333	0.7143	0.0909	0.0528	0.3333	0.3750
payoff	6 174	0.5330	1	1	0	0.4989	0	1
top1	6 174	0.3546	0.3334	0.8941	0.0220	0.1568	0.2283	0.4700
dual	6 174	0.1273	0	1	0	0.3333	0	0
manager	6 174	0.0082	0	1.7481	0	0.0524	0	0.0002
size	6 174	21.8533	21.7857	27.2028	15.7294	1.2131	21.0272	22.6089
adm	6 174	0.4744	0.0662	2.115	-0.0056	26.9432	0.0400	0.1046
tunnel	6 174	0.0252	0.0119	0.5472	0	0.0414	0.0045	0.0284

注:各变量的描述性统计为原始数据。

从表 2 中可以发现,各连续性变量的最大值和最小值之间的差异较大,为了避免极端值的影响,后续回归分析中对各变量进行上下 1% 的缩尾处理(winsorize)。

(二) 过度投资的计量

表 3 是对方程(1)进行回归分析后的结果,我们用回归的残差来计量过度投资水平。表 3 中的列(1)是利用销售增长率作为公司成长机会的指标的回归结果,列(2)是用托宾 Q 值作为公司成长机会的指标的回归结果。可以看出,用托宾 Q 值作为我国上市公司成长机会指标,所得到的回归结果不显著,这与辛清泉等(2007)、张洪辉和王宗军(2010)的回归结果一致。因此,我们采用销售增长率作为公司成长机会指标。通过方程(1)得出了回归残差,我们把正残差作为过度投资水平的计量,把负残差作为非过度投资水平的计量。

表 3 过度投资的计量

INV	(1)		(2)	
	系数	t 值	系数	t 值
INV_{t-1}	0.444 ***	(28.551)	0.449 ***	(28.879)
$Cash_{t-1}$	0.039 ***	(4.446)	0.041 ***	(4.676)
Lev_{t-1}	-0.011 **	(-2.158)	-0.009 *	(-1.820)
$Size_{t-1}$	0.003 ***	(3.681)	0.004 ***	(4.418)
$Return_{t-1}$	0.001	(1.069)	0.001	(1.371)
$Grow_{t-1}$	0.008 ***	(3.500)		
$Tobinq_{t-1}$			0.001	(0.603)
Age_{t-1}	-0.000 *	(-1.745)	-0.000 **	(-2.115)
_cons	-0.041 **	(-2.158)	-0.056 ***	(-2.670)
年度	控制		控制	
行业	控制		控制	
调整后 R^2	0.347		0.344	
F 值	57.411 ***		56.786 ***	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上统计显著。

表 4 列示了各变量之间的相关系数,从表 4 中我们可以看出,无论是参数检验还是非参数检验,过度投资(*INV*)、上市公司股权性质(*state*)与多元化经营(*Hindex*)之间都显著正相关,上市公司自由现金流量(*fcf*)亦与上述各变量之间显著正相关,资产规模(*size*)与过度投资、股权性质之间同样存在显著的正相关关系。其他变量与过度投资和多元化之间也存在一定的相关性,对此本文不再赘述。

表 4 单变量相关性分析表

	<i>INV</i>	<i>Hindex</i>	<i>state</i>	<i>fcf</i>	<i>Independ</i>	<i>Payoff</i>	<i>top1</i>	<i>manager</i>	<i>size</i>	<i>adm</i>	<i>tunnel</i>	<i>dual</i>
<i>INV</i>	1	0.002 **	0.015 **	0.063 ***	0.001	0.041 ***	-0.006	0.025 **	0.049 ***	0.013	-0.004	0.010
<i>Hindex</i>	0.009 **	1	0.008 **	0.036 ***	0.008	0.005	0.080 ***	-0.070 ***	0.019	-0.097 ***	-0.169 ***	-0.002
<i>state</i>	0.015 **	0.007 **	1	0.033 ***	-0.038 ***	0.098 ***	0.246 ***	-0.108 ***	0.205 ***	-0.079 ***	-0.116 ***	-0.137 ***
<i>fcf</i>	0.044 ***	0.027 **	0.034 ***	1	-0.00137	0.063 ***	0.043 ***	-0.002	-0.012	-0.014	-0.107 ***	-0.0013
<i>Independ</i>	0.001	-0.007	-0.039 ***	-0.037 ***	1	-0.0021	-0.006	-0.037 ***	0.044 ***	0.011	0.021	0.027 **
<i>payoff</i>	0.041 ***	0	0.098 ***	0.047 ***	-0.018	1	0.214 ***	-0.105 ***	0.399 ***	-0.197 ***	-0.140 ***	-0.075 ***
<i>top1</i>	-0.008	0.077 ***	0.229 ***	0.039 ***	0.01	0.213 ***	1	-0.222 ***	0.310 ***	-0.216 ***	-0.215 ***	-0.121 ***
<i>manager</i>	0.001	0.007	-0.191 ***	-0.0013	0.029 **	0.034 ***	-0.097 ***	1	0.097 ***	-0.009	0.074 ***	0.045 ***
<i>size</i>	0.040 ***	0.035 ***	0.217 ***	-0.008	0.040 ***	0.397 ***	0.344 ***	-0.014	1	-0.397 ***	-0.158 ***	-0.109 ***
<i>adm</i>	0.015	0.014	-0.019	-0.149 ***	0.016	-0.016	-0.02	-0.002	-0.060 ***	1	0.160 ***	0.104 ***
<i>tunnel</i>	-0.02	-0.079 ***	-0.114 ***	-0.063 ***	0.031 **	-0.156 ***	-0.150 ***	0.019	-0.166 ***	0.001	1	-0.029 ***
<i>dual</i>	-0.01	-0.008	-0.137 ***	-0.033 ***	0.028 **	-0.075 ***	-0.118 ***	0.083	-0.113 ***	0.034 ***	0.035 ***	1

注:(1)***、**、* 分别表示在置信度(双侧)为 0.01、0.05 和 0.1 时,相关性是显著的。(2)右上方为非参数 Spearman 检验系数,左下方为参数 Pearson 参数检验系数。

(三) 实证结果分析

从表 2 中的描述性统计中可以看出,*INV* 变量 75 分位数为 0,表明样本公司中存在较多的适度投资样本公司。因此,为了控制适度投资对本文结果的影响,后续回归分析中我们对 *INV* 的定义为回归残差的 90 分位,若上市公司的 *INV* 大于总体样本 *INV* 残差的 90 分位,则为 1,表示过度投资;若上市公司的 *INV* 小于总体样本 *INV* 残差的 10 分位,则为 0,表示投资不足。经处理后,回归模型中样本量为 1 236 家上市公司。

表 5 是对方程(2)作回归分析后的结果,我们在对年度变量、行业变量同时控制或不控制,以及分别控制后,得到了四列回归结果,用以检验上市公司最终控制人性质与过度投资间的关系。表 5 回归结果显示,上市公司股权性质(*state*)变量的系数均为正并且通过了 5% 显著性水平检验,这说明相对于民营上市公司,地方国有上市公司的过度投资水平更高,其原因可能是我国地方政府控股上市公司的多元化投资战略既可能是其获得政府优惠的一种表现,也可能是政府实现其政策目标的结果(黄俊等,2007)。一方面,在我国财政分权硬化地方政府预算的情况下,地方政府控股的上市公司需要承担众多的政策性负担(Fan, et al., 2007);另一方面,为了帮助当地上市公司保持融资资格,地方政府会通过各种方式对企业进行支持。给定政府对众多资源的垄断性和政府与企业关系的两面性,地方政府干预程度越大时,越可能通过过度投资、快速扩大投资规模来解决政府的就业、税收、经济增长、地方资源整合等各种问题,受政府直接控股的国有上市公司更容易受到地方政府的干预,从而无效率的过度投资程度要比民营上市公司更为严重。

控制变量中自由现金流量(*fcf*)在 4 个回归模型中都与上市公司过度投资呈现显著正相关关系,可见,当地方国有上市公司存在较为充足的自由现金流量时,无论是出于管理层满足私利的考虑,还是出于促进当地政府各种公共目标实现的考虑,上市公司都会更有动力将这些自由现金流量用于进行对外投资,即便这种投资是一种无效率的过度投资。上市公司资产规模(*size*)与过度投资显著正相关,表明上市公司规模越大,越有可能从事多元化经营活动,其他变量与过度投资之间的关系并未通过 10% 水平下显著性检验。

表 5 上市公司性质与过度投资关系回归结果

N = 1 236	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>state</i>	0.168 **	1.99	0.174 **	2.06	0.0936 **	2.06	0.0953 **	2.07
<i>fcf</i>	2.101 ***	4.42	2.093 ***	4.38	2.469 ***	4.99	2.484 ***	4.97
<i>Independ</i>	0.0163	0.02	0.0210	0.03	0.0558	0.07	0.0437	0.06
<i>payoff</i>	0.0721	0.90	0.0631	0.78	0.0659	0.80	0.0614	0.74
<i>top1</i>	-0.182	-0.69	-0.155	-0.58	-0.0540	-0.20	-0.0277	-0.10
<i>dual</i>	-0.0190	-0.18	-0.0239	-0.23	-0.0524	-0.49	-0.0555	-0.52
<i>manager</i>	-1.116	-1.06	-1.158	-1.10	-0.560	-0.52	-0.626	-0.58
<i>size</i>	0.0901 **	2.43	0.0929 **	2.47	0.111 ***	2.90	0.109 ***	2.81
<i>adm</i>	-0.605	-1.38	-0.606	-1.38	-0.577	-1.29	-0.609	-1.35
<i>tunnel</i>	-0.714	-0.58	-0.670	-0.54	-1.538	-1.19	-1.400	-1.07
<i>_cons</i>	-1.849 **	-2.23	-2.008 **	-2.39	-2.335 ***	-2.59	-2.393 ***	-2.63
年度效应	未控制		控制		未控制		控制	
行业效应	未控制		未控制		控制		控制	
Pseudo R^2	2.54%		2.90%		4.93%		5.19%	
LR 值	43.50 **		49.67 **		84.47 ***		88.89 ***	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上统计显著。

表 6 是对研究假设 2 进行检验的回归结果。

表 6 上市公司性质、过度投资与多元化经营之间的关系回归结果

N = 1 236	模型 1		模型 2		模型 3		模型 4	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>INV</i>	-0.0101 **	-2.36	-0.00521 **	-2.19	-0.00127 **	-1.95	-0.00322 **	-2.12
<i>state</i>	0.000793 *	-1.73	0.00175 *	-1.77	-0.00751 **	-2.30	-0.00573 **	-2.23
<i>INV * state</i>	0.0195 **	2.28	0.0270 **	2.32	0.0227 ***	2.88	0.0296 ***	2.89
<i>fcf</i>	0.168	1.63	0.185 *	1.80	0.128	1.23	0.150	1.44
<i>Independ</i>	-0.113	-0.72	-0.156	-1.00	-0.110	-0.71	-0.141	-0.91
<i>payoff</i>	-0.0155	-0.89	-0.0151	-0.87	-0.0191	-1.10	-0.0185	-1.07
<i>top1</i>	0.147 **	2.57	0.162 ***	2.84	0.136 **	2.36	0.149 ***	2.59
<i>dual</i>	-0.0105	-0.47	-0.0102	-0.45	-0.0181	-0.80	-0.0168	-0.75
<i>manager</i>	0.116	0.52	0.0828	0.37	0.117	0.52	0.106	0.48
<i>size</i>	-0.0163 **	-2.05	-0.0207 **	-2.57	-0.0170 **	-2.12	-0.0209 **	-2.57
<i>adm</i>	-0.0341	-0.37	-0.0733	-0.80	-0.0223	-0.24	-0.0555	-0.60
<i>tunnel</i>	-0.509 *	-1.92	-0.380	-1.42	-0.446 *	-1.65	-0.337	-1.24
<i>_cons</i>	1.057 ***	5.91	1.117 ***	6.21	0.927 ***	4.91	0.986 ***	5.19
年度效应	未控制		控制		未控制		控制	
行业效应	未控制		未控制		控制		控制	
调整后的 R^2	2.81%		3.18%		4.47%		5.31%	
F 值	1.86 **		2.37 ***		2.88 ***		2.94 ***	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上统计显著。

与表 5 相类似,我们在对年度变量、行业变量同时控制或不控制,以及分别控制后,得到了四列回归结果,用以检验上市公司最终控制人性质、过度投资与多元化经营三者间的关系。回归结果显示,公司最终控制人性质与过度投资的交乘项($INV \times State$)的系数显著为正,说明与民营上市公司相比,国有上市公司过度投资与多元化经营的相关程度更大,国有上市公司的过度投资行为更容易导致多元化经营,研究假设 2 得到了证实。政府为了实现其政治目标,同时促进官员政绩的提高,有很大动力去干预其控制的上市公司的投资决策,在短期内通过一些效

率低下但规模较大的过度投资而迅速把企业做大。同时,我国国有上市公司因其拥有“背靠大树好乘凉”的得天独厚的优势,能比民营上市公司更容易获得大量的由政府控制的资源,从而也更可能利用这些资源进军不同行业,实现多元化经营,以便加速扩张步伐(Fan, et al., 2007)。由此,国有上市公司也就比民营上市公司更加具备利用过度投资实施多元化经营战略的动机和条件。而其他控制变量中,大股东持股比例(*top1*)与多元化经营显著正相关,表明上市公司控股股东持股比例越高,越容易出现多元化经营的倾向。上市公司的资产规模(*size*)与多元化经营显著负相关,表明上市公司资产规模越大,越容易出现“归核化”倾向,公司更容易专注于主营业务的发展。

(四) 进一步讨论: 过度投资与多元化经营的内生性问题

前文研究发现,相对于民营上市公司,国有上市公司过度投资更容易导致多元化经营,但过度投资与多元化经营之间可能存在内生性问题,即上市公司的多元化经营也可能导致过度投资,对此,我们采用二阶段回归方法对此作进一步讨论。

首先采用方程(4)回归模型检验过度投资对多元化的影响,计算得出回归后的残差,再采用方程(5)对过度投资对残差和其他控制变量进行回归,以考察多元化对过度投资的影响。

$$Hindex_{it} = \alpha + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 fcf_{it} + \beta_3 Independ_{it} + \beta_4 payoff_{it} + \beta_5 top1_{it} + \beta_6 dual_{it} + \beta_7 manager_{it} + \beta_8 size_{it-1} + \beta_9 adm_{it-1} + \beta_{10} tunnel_{it-1} + \sum industry + \sum year + Res_{it} \quad (4)$$

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Res_{it} + \beta_2 fcf_{it} + \beta_3 Independ_{it} + \beta_4 payoff_{it} + \beta_5 top1_{it} + \beta_6 dual_{it} + \beta_7 manager_{it} + \beta_8 size_{it-1} + \beta_9 adm_{it-1} + \beta_{10} tunnel_{it-1} + \sum industry + \sum year + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

回归结果如下所示,其中括号内为 *t* 值和显著性。

$$INV_{it} = -0.0064 - 0.000Res + 2.0136fcf + 0.0057Independ + 0.0025payoff - 0.0107top1 + \\ (-0.00) \quad (3.23^{***}) \quad (0.35) \quad (1.32) \quad (-1.75^*) \\ 0.0001dual - 0.0143manager + 0.0032size - 0.0196adm - 0.0239tunnel \\ (0.03) \quad (-0.64) \quad (3.47^{***}) \quad (-1.96^{**}) \quad (-0.88)$$

回归结果显示,残差(*Res*)在回归方程中并不显著,从而表明本文的研究结论并非由于内生性问题引起的。

(五) 稳健性检验

1. 过度投资度量

本文前述研究采用了 Richardson(2006)模型计算的投资效率,采用 10 分位数作为过度投资和投资不足的替代变量临界值,虽然该处理能够最大限度控制模型中适度投资的问题,但是删除了较多的样本,致使前述研究中回归模型中只有 1 236 个样本公司。为了检验研究结论的稳健性,本文采用 25 分位数作为过度投资和投资不足的替代变量,以及采用残差大于 0 和小于 0 的全样本作为投资过度和投资不足的替代变量,回归结果表明前述研究结论是稳健的。

2. 政府干预程度度量

本文前述研究直接采用了上市公司股权性质作为政府干预程度的替代变量,变量的设定未考虑到我国各地区市场化进程的差异,对此,我们采用了樊纲等(2011)编著的《中国市场化——各地区市场化相对进程报告》的“政府与市场的关系”指数作为政府干预程度的替代变量。由于樊纲等(2011)的指数只更新至 2009 年,如何获取 2010–2012 年的数据是个问题。考虑到政府干预程度的相对稳定性,本文按照前 5 年的增长率预测 2010–2012 年的政府干预程度,该指标越高,表明该地区政府干预程度越低,市场化程度越高。回归结果表明前述研究结论是稳健的。

五、研究的结论及政策建议

经济转轨期间,我国企业出现过度投资及盲目多元化经营现象,信息不对称理论与代理理论很难完全解释这一现象。企业非效率的过度投资行为及盲目多元化经营现象,既可能是由经理追求个人私利导致,又可能是由于各级地方政府干预导致的。本文从政府干预角度出发,研究了政府干预对国有上市公司的过度投资行为的影响,并考虑了国有上市公司过度投资行为的表现——多元化经营。我们的实证研究表明,地方政府的确会干预国有上市公司,引发国有上市公司的过度投资行为;多元化经营是国有上市公司过度投资的一种重要方式,存在政府干预的情况下,过度投资会显著产生公司多元化经营趋势。

本文的研究结论可以揭示如下问题:(1)尽管我国经济体制改革取得了很大的成就,政府与企业之间隶属关系有所改善,但是,在计划经济向市场经济转轨过程中,仍然存在政府干预企业的现象。(2)我国目前存在的产能过剩、重复建设等问题,一定程度上要归咎于政府干预导致的企业过度投资现象。(3)由于政府过度追求 GDP 的增长,在政府干预导致企业过度投资的同时,企业必然会寻求多元化经营来满足政府扩大投资的愿望。我们认为地方政府干预下的国有上市公司过度投资的确会产生多元化经营的趋势,而这种多元化趋势和整个世界的“归核化”趋势是背道而驰的。由此导致企业经营过度多元化、产能过剩、粗放式增长等大兴其道。

如何解决政府干预下导致的企业过度投资、多元化经营而产生的产能过剩、重复建设等问题,我们提出如下建议:(1)加快社会主义市场经济体制建设步伐,建立公平竞争的社会主义市场经济体系。一旦社会主义市场经济体制建立,国有企业的经营管理行为就会按市场经济的要求趋于理性,重复建设、多元化经营等无效率的过度投资行为就会受到市场的惩罚——破产、清算,而不会出现“经营困难找政府”、“损失由政府买单”的现象。(2)各级政府要减政放权。各级政府应当减少对国有企业的直接干预,政府要减少和下放包括投资在内的各种行政审批事项,将政府不该管也管不好的事情交给企业管,归还本应该属于企业的自主经营权。特别是要改革政府对国有企业管理者的直接任免制度,建立一套国有企业管理者选拔的市场机制,而不是通过行政直接任命,切断政府利用政治关联来干预企业的途径。这样可以使得企业的管理者免受政府的压力从事过度投资和多元化经营。(3)改革对地方政府官员的考核机制。改变传统的对地方政府单纯采用 GDP 增长来考核的机制,而采用内容更加丰富的幸福指数等综合性指标来考核,不能“唯 GDP 论”。只有破除“GDP 至上”的思想,地方政府才不会有动力促使企业无效率的过度投资。因此,提高地方国有上市公司的投资效率关键在于上级政府对下级政府的绩效考核方式的变革。(4)进一步推进国有资产管理体制改革。我们认为建立现代企业制度这一改革的方向是正确的,通过国有企业的股份制改造来促进国有企业完善公司治理结构,但是目前我国还有相当多的国有企业未进行现代企业制度的改革,即使是已经进行股份制改造的国有企业绝大多数仍然保持了国家对公司的绝对控股地位。这种国家对上市公司的超强控制,不利于理顺政企关系,不可避免带来政府对企业的干预。我们建议在加快现代企业制度建设的过程中,将改革的重点放在改革国有公司的股权结构方面,除一些关系国计民生的重要行业外,其他竞争性行业不实行国家控股,这样可以减少政府作为大股东对上市公司的干预,有利于进一步完善上市公司的治理结构,上市公司可以按照市场机制进行自主经营,也可以按照市场机制从经理人市场选拔真正称职的经理人员。上市公司按照市场经济的规律进行投资决策,在很大程度上可以减少企业非效益的过度投资和盲目多元化现象。

参考文献:

1. 陈信元、黄俊,2007:《政府干预、多元化经营与公司业绩》,《管理世界》第1期。
2. 陈运森、谢德仁,2011:《网络位置、独立董事治理与投资效率》,《管理世界》第7期。
3. 程仲鸣、夏新平、余明桂,2008:《政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资》,《管理世界》第9期。
4. 樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2011:《中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告》,经济科学出版社。
5. 黄俊、李增泉、张汉荣,2007:《多元化经营的价值效应》,《中国会计与财务研究》第3期。
6. 李青原,2009:《会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据》,《审计研究》第4期。
7. 李维安、姜涛,2007:《公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据》,《财贸经济》第12期。
8. 连玉君、程建,2007:《投资—现金流敏感性:融资约束还是代理成本?》,《财经研究》第2期。
9. 林毅夫,2007:《潮涌现象与发展中国家宏观经济理论的重新构建》,《经济研究》第1期。
10. 林毅夫、巫和懋、邢亦青,2010:《“潮涌现象”与产能过剩的形成机制》,《经济研究》第10期。
11. 柳建华,2009:《多元化投资、代理问题与企业绩效》,《金融研究》第7期。
12. 吕峻,2012:《政府干预和治理结构对公司过度投资的影响》,《财经问题研究》第7期。
13. 潘红波、夏新平、余明桂,2008:《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》第4期。
14. 谭劲松、简宇寅、陈颖,2012:《政府干预与不良贷款——以某国有商业银行1988~2005年的数据为例》,《管理世界》第7期。
15. 王立国、鞠蕾,2012:《地方政府干预、企业过度投资与产能过剩:26个行业样本》,《改革》第12期。
16. 魏明海、柳建华,2007:《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》第4期。
17. 辛清泉、林斌、王彦超,2007:《政府控制、经理薪酬与资本投资》,《经济研究》第8期。
18. 张洪辉、王宗军,2010:《政府干预、政府目标与国有上市公司的过度投资》,《南开管理评论》第3期。
19. 赵凤、王铁男、张良,2012:《多元化战略对企业绩效影响的实证研究》,《中国软科学》第11期。
20. 钟海燕、冉茂盛、文守逊,2010:《国有控股、治理特征与公司投资》,《山西财经大学学报》第8期。
21. 周黎安,2007:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》第7期。
22. Faccio, M. 2006. "Politically Connected Firms." *The American Economic Review*, 96(1): 369–386.
23. Fan, J. P. H., T. J. Wong, and T. Zhang. 2007. "Politically Connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms." *Journal of Financial Economics*, 84(2): 330–357.
24. Jensen, M. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *The American Economic Review*, 76(2): 323–329.
25. Jensen, M., and W. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–360.
26. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2002. "Investor Protection and Corporate Valuation." *Journal of Finance*, 57(3): 1147–1170.
27. Li, H. B., and L. A. Zhou. 2005. "Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China." *Journal of Public Economics*, 89(9): 1743–1762.
28. Richardson, S. 2006. "Over-Investment of Free Cash Flow." *Review of Accounting Studies*, 11(2): 159–189.
29. Shleifer, A., and R. Vishny. 1989. "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics*, 25(1): 123–140.
30. Vogt, S. 1994. "The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U. S Manufacturing Firms." *Financial Management*, 23(2): 3–20.

Over-investment, Diversification and Local Government Intervention

Zhang Weidong, Cheng Zhice, Zhou Donghua and Zhang Honghui
(School of Accounting, Jiangxi University of Finance and Economics)

Abstract: This paper distinguishes over-investment between state-owned public companies and private public companies, and studies how the local government intervention affects the over-investment of state-owned listed companies and their diversification form based on non-financial listed companies during the year from 2007 to 2012. We find that the local government intervention

will affect state – owned listed companies’ investment efficiency, which severely results in the over – investment behavior of state – owned listed companies, and diversification is one of the over – investment forms of state – owned listed companies. Compared with the private listed companies, the relationship between over – investment and diversification is more significant in state – owned listed companies; the over – investment of state – owned listed companies is more likely to lead to diversification. After controlling endogenous problems which may exist between over – investment and diversification, those conclusions remain the same. Those conclusions explain the over – investment and diversification phenomenon during the economic transition of China’s state – owned enterprises, and we bring forward some suggestions based on these conclusions.

Key Words: Government Intervention; Over – investment; Diversification

JEL Classification: G18, G11

(责任编辑:彭爽)

(上接第 114 页)

25. Markovic, B. 2006. “Bank Capital Channels in the Monetary Transmission Mechanism.” Bank of England Working Paper, No. 313.
26. Merola, 2008. “A Small Open Economy Model with Financial Accelerator.” University Catholique de Louvain laneuve.
27. Mathias, Trabandt. 2007. “Sticky Information versus Sticky Prices: A Horse Race in a DSGE Model.” Kiel Working Paper 1369.
28. Smets, F., and R. Wouters. 2007. “Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach.” *American Economic Review*, 97(3): 586 – 606.

How Banks Affect Financial Accelerator Effects: A Case Study Based on Chinese Data during 1992 – 2010

Zhang Lianggui¹, Sun Jiuwen¹ and Wang Liyong²

(1: Renmin University of China; 2: Central University of Finance and Economics)

Abstract: This paper studies how banks affect financial accelerator effects by using the DNK – DSGE model in an open economy. The results show that, with the banking sector joined in the model, the financial accelerator effects make significant influence on exogenous shock pulse response, and the banking sector has significantly enhanced the financial accelerator effects, making significant influence on exogenous shock pulse response. The changing conditions of bank sector will make credit supply relaxation state changed, and will also affect financial accelerator effects. Banks’ costs increase due to default risk cost, capital cost and operation cost etc., will enhance financial accelerator effects. In addition, studies have shown that there is an inverted U relationship between credit supply and financial accelerator. Based on the results above, we point out the next research direction from the perspective of interest rate liberalization, shadow banks, as well as financial market structure.

Key Words: DSGE; Bank; Financial Accelerator; Exogenous Impact

JEL Classification: E21, E23

(责任编辑:孙永平、陈永清)