

# 上市公司的财政补贴： “雪中送炭”还是“锦上添花”？

张洪辉<sup>\*</sup>

**摘要：**利用中国上市公司的经验证据，本文研究了财政补贴和公司盈利能力的相互关系。研究发现，上市公司的盈利能力和财政补贴金额是负相关的；随着盈利水平的提高，公司获得的财政补贴金额呈“加速度”减少的趋势，这表明财政补贴体现出了“雪中送炭”的作用；而且，政府的财政补贴存在帮助亏损公司实现利润“反转”的作用。国有上市公司的财政补贴金额和盈利能力是负相关的；民营上市公司的补贴金额与盈利能力是正相关的，体现出“锦上添花”的作用，但这种“锦上添花”的作用随着民营上市公司的盈利能力增加而消失。还有，财政补贴并没有体现出偏好于国有上市公司的特点，相反，当国有上市公司和民营上市公司同时获得补贴时，国有上市公司的补贴金额比民营上市公司更小。因此，从整体上看，上市公司中的财政补贴乱象是不存在的，即使存在，也仅存在于对民营上市公司的财政补贴中。

**关键词：**财政补贴；盈利能力；国有上市公司；民营上市公司

## 一、引言

最近几年，石油公司在获得巨额利润的同时，又从政府获得巨额的财政补贴，如2012年中石油实现净利润1153亿元，仍从政府获得94亿元的补贴，这受到很多人的诟病，他们认为对中石油这样获得的大量利润的公司，不应该提供财政补贴。另一方面，很多公司通过政府补贴才实现净利润由负转正，“咸鱼翻身”。这给我们提出一个疑问：政府对上市公司的补贴到底偏向何种情况，是补贴效益不佳的公司实现“雪中送炭”，还是补贴给中石油之类盈利公司而“锦上添花”？媒体报道国有上市公司获得的财政补贴占政府财政补贴款的大多数，2012年获得政府补贴前十名名单中，包括了中国石油、中国石化、重庆钢铁、东方航空、南方航空、中国铝业等国有上市公司，这被《新京报》称之为“财政补贴乱象”。这又给我们提出了一个问题：财政补贴真的偏向于国有上市公司么？余明桂等（2010）从财政补贴的绩效考虑了上市公司财政补贴问题，认为民营上市公司通过政治关联获得财政补贴，但财政补贴并没有提高公司的绩效。这也是前面的媒体经常讨论的问题，他们认为财政补贴不能提高公司绩效，那应该停止补贴给上市公司。本文不讨论由于财政补贴绩效差是否应该补贴给上市公司的问题，我们只考虑政府对上市公司的财政补贴偏向哪种情况，是发挥了“雪中送炭”作用，还是起到了“锦上添花”的效果？财政补贴是真的偏向国有上市公司，而没有“一碗水端

<sup>\*</sup>张洪辉，江西财经大学会计学院，邮政编码：330013，电子信箱：danordio@163.com。

感谢匿名审稿人的宝贵意见，文责自负。

平”么?

本文利用中国上市公司的数据,研究发现:上市公司获得的财政补贴金额和公司盈利能力呈负相关的关系,公司盈利能力越强,获得的补贴金额越少,并且随着盈利能力的增强,补贴金额呈“加速度”下降的趋势,中国上市公司的财政补贴情况基本上符合“雪中送炭”的情形。考虑公司性质时,国有上市公司的财政补贴金额和盈利能力是负相关的;民营上市公司的补贴金额与盈利能力是正相关的,体现出“锦上添花”的作用。但这种“锦上添花”的作用随着民营上市公司的盈利能力增加而消失。财政补贴并没有体现出偏好国有上市公司的特点,相反,当国有上市公司和民营上市公司同时获得补贴时,国有上市公司的补贴金额更小。此外,财政补贴存在偏好于ST类财务困境的公司的现象;财政补贴有助于盈利状况不佳的国有上市公司实现净利润的“数字反转”。

## 二、文献回顾

财政补贴是一种转移性支出,为了解决市场失灵而出现。在自然垄断行业,公司提供给社会的产品价格低于其成本,为了弥补亏损,政府通过财政拨款予以补贴(Hotelling, 1938)。对于公司的研发(R&D),由于外部性问题存在,很多国家通过财政拨款(包括税收减免)方式来刺激私营部门的研发投资(Spence, 1984)。关于财政补贴的思想可以追溯至庇古,他认为基于解决市场失灵问题,政府要补贴那些边际个人收益小于边际社会收益的公司或行业。Kornai(1986)认为,财政补贴是政府“父爱主义”的一种形式,其目的是维持公司生存,而这最终会导致国有公司的预算软约束。Shleifer和Vishny(1994)则提出,政治家为了自身目标而对公司进行补贴,如获得选民支持,以提供财政补贴作为对价,要求公司不能解雇公司、维持低效率的生产来增加就业。林毅夫和谭国富(2000)提出了中国国有企业需要承担特有的政策性任务,除了盈利外,企业还需要承担其他的社会性目标,国家有责任补贴国有企业。所以,无论是出于弥补市场失灵,还是出于政治性目的,财政补贴均是大量存在的,发达国家也是如此,美国克林顿政府曾经尝试削减对商业公司的财政补贴,但并没有获得成功(Moore and Stansel, 1997)。

关于财政补贴的研究,现有研究集中于财政补贴在农业中的运用(Gulati and Narayanan, 2003)、财政补贴对公司研发的作用(Gonzalez et al., 2005)、财政补贴对公共性产业部门影响(Cowie, 2010)、财政补贴在国际贸易中的运用(Rubini, 2009)。如以上所述,现有关于财政补贴的文献,比较集中于宏观层面的分析。对于财政补贴与公司之间相关内容的研究比较少,研究的重点也集中于技术创新领域。Spence(1984)认为,财政补贴能够促进公司从事更多的R&D活动。Capron和Potterie(1997)的研究结论表明,西方七国集团政府长期资助IT类公司,这种资助对公司研发有明显的刺激作用,促进了IT类公司的技术创新。

国内现有文献关于财政补贴的研究,一般集中于财政补贴对公司R&D的影响,而其他方面的研究很少有文献关注。俞乔和赵昌文(2009)从政治控制角度研究了国有银行不良资产导致财政补贴的现象,他们认为由于代理问题的存在导致国有银行形成不良资产,最终需要政府提供财政补贴来扶持银行。余明桂等(2010)从政治联系角度来考虑财政补贴问题,他们认为民营上市公司获得的财政补贴并没有有助于公司绩效的提高。然而,关于财政补贴的一个基本问题至今仍未解决:中国各级政府的财政补贴到底补贴了哪种性质的公司?中国证券市场是为了实现国有上市公司脱贫解困而成立的,现阶段,深沪两市主板的上市公

司主体还是国有上市公司,那么,政府的财政补贴会出于 Kornai(1986)的“父爱主义”或政治家目标(Shleifer and Vishny,1994)而偏向国有上市公司么?市场经济下,公司自负盈亏,但是由于上市公司在地方政府中具有重要的地位,能够通过过度投资来解决一下地方政府关心的问题,如促进就业、增加税收等(张洪辉、王宗军,2010),那么地方政府的财政补贴是不是会偏向亏损公司、偏向效益不佳的公司,对效益差的公司“雪中送炭”?或者,政府的财政补贴会偏向效益好的公司,如中石油而只是“锦上添花”?这是本文需要解决的问题。

三、中国上市公司的财政补贴情况

中国上市公司获得的财政补贴的形式多种多样,其形式包括直接的资金转移支付、税收减免、税收返还、产品价格补贴等等。财政补贴的行业比较广泛,所有行业公司均有财政补贴的存在,其数额从数百元到数十亿元不等。为了得到上市公司的财政补贴相关数据,我们从国泰安数据库得到上市公司非经常性损益数据,然后从中手工收集公司的财政补贴明细数据。图1是中国上市公司的财政补贴及分布状况的描述,很多公司获得的补贴数额在百万级、千万级,其中获得补贴在500万-1千万、1千万-5千万区间的家数最多,均为2161家。

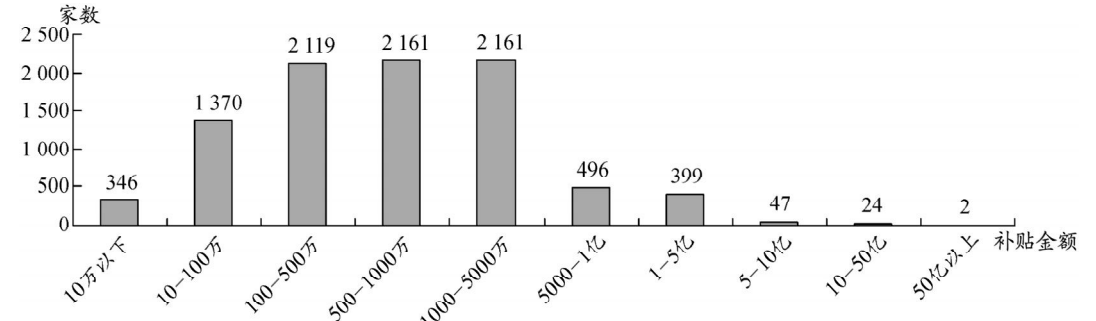


图1 2000-2012年中国上市公司财政补贴分布状况

表1是财政补贴样本基本情况,可以看到从2000-2012年A股市场上市公司样本共13168家,其中有8142家上市公司获得各种形式的补贴,这说明中国各级政府对上市公司的财政补贴行为是比较普遍的。其中,营业利润为负的公司一共为2619家,有1516家公司获得财政补贴;净利润为负的公司1770家,一共有974家公司获得补贴;ST公司有1386家,共有676家公司获得财政补贴。从以上几个分样本看,ST公司获得的补贴比率是最低的,为48.77%,其他两个分样本获得财政补贴比率均超过55%。表2是财政补贴具体名目的分类。可以看到,共有30341项补贴是没有任何原因的,其次是无正式批准文件的税收减免,有1280项;还有能源补贴、保险补贴、财政贴息和其他项目。从表2看,地方政府对上市公司的财政补贴随意性较大,绝大多数补贴是没有任何原因的,并直接计入当期损益的政府补贴。

表1 2000-2012年财政补贴的样本组成情况

|         | 财政补贴样本 |            |           |        |
|---------|--------|------------|-----------|--------|
|         | 全体样本   | 亏损(营业利润)公司 | 亏损(净利润)公司 | ST公司   |
| 样本数     | 13 168 | 2 619      | 1 770     | 1 386  |
| 获得补贴样本数 | 8 142  | 1 516      | 974       | 676    |
| 补贴占样本比重 | 61.83% | 57.88%     | 55.03%    | 48.77% |

表 2 财政补贴名目

|             | 数目     | 名目                                                    |
|-------------|--------|-------------------------------------------------------|
| 计入当期损益的财政补贴 | 30 341 | 包括没有说明任何原因的“计入当期损益的政府补助”、“各种形式的政府补贴”、“补贴收入”、“政府补助利得”等 |
| 税收减免、返还     | 1 280  | “越权审批,无正式批准文件,或偶发性的税收返还,减免”                           |
| 能源补贴        | 26     | 电费补贴、燃料补贴等                                            |
| 保险补贴        | 2      | 出口信用保险补贴等                                             |
| 贴息          | 111    | 出口贴息、国债贴息、贷款贴息                                        |
| 其他          | 212    | 除前面几项以外的补贴收入,如研发补贴、项目补贴、安置职工补贴等等                      |

以上的基本数据分析告诉我们,财政补贴在中国上市公司是普遍存在的,产生补贴的名目也是多种多样,补贴金额从几百到几十亿元,那么财政补贴是否在国有上市公司和民营上市公司之间存在差别?财政补贴到底是发挥“雪中送炭”的作用,还仅仅是“锦上添花”?这都需要我们进一步的实证分析。

#### 四、研究设计

##### (一) 数据收集

在前面的分析中,我们收集了 2000–2012 年 A 股非金融上市公司获得财政补贴的相关数据。由于我们需要考虑公司性质(国有或民营)和财政补贴的关系问题,而公司最终控制人数据从 2003 开始披露,所以我们进行实证回归的数据时间跨度是 2003–2012 年。本文所使用的数据来自于国泰安数据库。在得到数据以后,我们剔除了上市公司中某一年度资料不全、相关指标异常的观测值。最终,我们得到了 12 432 家上市公司的数据。这里我们没有剔除 ST、PT 类等特别处理的公司,因为这是本文需要分析被特别处理的公司是否会得到政府的财政补贴,考察政府是否会对 ST 类公司伸出援助之手。

##### (二) 模型设计与变量定义

为了分析政府财政补贴行为是“雪中送炭”,还是“锦上添花”,我们建立以下回归模型。

$$sub1 = \alpha_1 + \alpha_2 opprof/netprof/roa2/opret/shuiqian + \alpha_3 st + \alpha_4 contl + \alpha_5 size + \alpha_6 lev + \alpha_7 caf + \sum ind + \sum year + \mu \quad (1)$$

$$\ln Subsize = \alpha_1 + \alpha_2 roa2/opret/shuiqian + \alpha_3 st + \alpha_4 contl + \alpha_5 size + \alpha_6 lev + \alpha_7 caf + \sum ind + \sum year + \mu \quad (2)$$

(1)式中,被解释变量为  $sub1$ ,为财政补贴对公司利润影响的虚拟变量,若公司利润总额为正,但利润总额减去财政补贴金额后为负时, $sub1$  取 1,否则为 0。用这一指标来表示财政补贴对实际上亏损的公司利润“反转”作用,体现政府财政补贴的“雪中送炭”作用。 $opprof$  为公司营业利润虚拟变量,当公司营业利润为负时, $opprof$  取 1,反之为 0。 $netprof$  为公司净利润虚拟变量,当公司净利润为负时, $netprof$  取 1,反之为 0<sup>①</sup>。 $opret$  是公司的营业利润率。 $shuiqian$  为税前收益率。 $roa2$  为扣除财政补贴后的总资产净利润率。 $st$  是公司是否被特别处理的虚拟变量,若公司为 ST、PT、\*ST 等类公司,则  $st$  为 1,否则为 0。 $contl$  是公司性质虚拟变量,若是国有

①这里采用净利润虚拟变量,可能会受到财政补贴的影响。因为政府的财政补贴作为线下项目,直接影响最终净利润为正与否。一些企业营业利润为负,加上政府补贴后,净利润就为正。基于此,我们前面的  $opprof$  反映的是营业利润正负性,剔除了财政补贴对公司盈利状况的影响。

上市公司,则为 1,否则为 0。*size* 是公司规模。*lev* 是公司资产负债率。*caf* 是公司现金流。 $\sum ind$  是行业虚拟变量。 $\sum year$  是年度虚拟变量。 $\mu$  为扰动项。(2) 式中,被解释变量为  $\ln Subsize$ ,是对公司财政补贴金额取自然对数后的结果,其它变量定义与(1)式中的一样。

各变量定义见表 3。

表 3 变量的定义

|       | 变量名称            | 变量解释                                       |
|-------|-----------------|--------------------------------------------|
| 被解释变量 | <i>sub1</i>     | 虚拟变量,当公司利润总额为正,但利润总额减去财政补贴金额后为负时,取 1;否则为 0 |
|       | $\ln Subsize$   | 财政补贴金额的自然对数                                |
| 解释变量  | <i>opprof</i>   | 公司营业利润为负时,取 1,反之为 0                        |
|       | <i>netprof</i>  | 公司净利润为负时,取 1,反之为 0                         |
|       | <i>opret</i>    | 公司的营业利润率,用营业利润/总资产表示                       |
|       | <i>shuiqian</i> | 税前收益率,用(利润总额-财政补贴额)/总资产                    |
|       | <i>roa2</i>     | 扣除财政补贴后的总资产净利润率,用(净利润-财政补贴额)/总资产           |
| 控制变量  | <i>st</i>       | 若公司为 ST、PT、*ST 等类公司,则 <i>st</i> 为 1,否则为 0  |
|       | <i>contl</i>    | 最终控制人类型,国有上市公司=1,民营上市公司=0                  |
|       | <i>lev</i>      | 财务杠杆,用公司资产负债率表示                            |
|       | <i>caf</i>      | 现金流量,用经营活动净现金流/总资产表示                       |
|       | <i>size</i>     | 公司规模,用总资产的对数表示                             |

五、实证检验

(一) 样本的统计性描述

表 4 是样本的统计性描述,可以看到,变量 *Sub1* 告诉我们,有的公司财政补贴对公司利润总额具有“反转”影响作用,有的公司财政补贴对公司利润总额不具有“反转”影响作用;*subsize* 体现的是取对数前的公司财政补贴金额数据,有的公司获得的财政补贴金额为 0,有的获得的财政补贴高达 90 多亿元。两个反映公司盈利状况的虚拟变量 *opprof*、*netprof* 最大值和最小值是一样的,差别体现在均值和标准差上。*opprof* 的均值要比 *netprof* 的均值大,由于我们对这 2 个虚拟变量的定义是:盈利状况为负时,这 2 个变量等于 1,所以这实际告诉我们营业利润为负的公司的数量要比净利润为负的公司数量要多。这说明上市公司存在着利用财政补贴来掩盖利润的现象(张艳,2006)。

公司税前收益率 *shuiqian* 最大值为 90.53%,最小值为-98.38%;总资产净利润率 *roa2* 最大值为 91.97%,最小值为-98.38%;公司营业利润率 *opret* 最大值为 82.67%,最小值为-45.59%。这表明公司盈利能力的指标中,税前收益率 *shuiqian* 和扣除财政补贴后的总资产净利润率 *roa2* 比较接近,但营业利润率 *opret* 最大值、最小值均要比前面 2 个指标要小,它反映了营业利润率 *opret* 指标计算基础是营业利润,和其他 2 个指标的计算基础不同。最终控制人 *contl* 指标均值为 0.6973,中位数为 1,这说明样本中多数公司是国有上市公司。*st* 代表的是被特别处理的财务困境公司的数量,可以看到均值较小,为 0.0743,中位数为 0,这说明样本中多数公司是正常公司,而非 ST、PT 等“带帽”公司。控制变量中,公司资产负债率 *lev* 最高为 99.95%,最小为 0,均值为 51.37%,中位数为 52.4%,说明上市公司平均的财务杠杆在 50%左右。现金流 *caf* 最大值为 79.37%,最小值为-96.29%。资产负债率 *lev* 的标准差为 0.1909,现金流 *caf* 的标准差为 0.1056,这两个指标数值较大,说明样本公司在资产负债率 *lev* 和现金流 *caf* 上的差异比较明显。

表 4 样本的描述性统计

| 变量              | 样本数    | 均值        | 中位数     | 标准差      | 最小值     | 最大值      |
|-----------------|--------|-----------|---------|----------|---------|----------|
| <i>sub1</i>     | 12 432 | 0.0312878 | 0       | 0.174101 | 0       | 1        |
| <i>subsize</i>  | 12 432 | 2.03E+07  | 9.E+05  | 1.58E+08 | 0       | 9.42E+09 |
| <i>opprof</i>   | 12 432 | 0.1751    | 0       | 0.3801   | 0       | 1        |
| <i>netprof</i>  | 12 432 | 0.1177    | 0       | 0.3222   | 0       | 1        |
| <i>shuiqian</i> | 12 429 | 0.0344    | 0.0333  | 0.0815   | -0.9838 | 0.9053   |
| <i>roa2</i>     | 12 429 | 0.0247    | 0.0258  | 0.0739   | -0.9838 | 0.9197   |
| <i>opret</i>    | 12 430 | 0.0433    | 0.0359  | 0.0826   | -0.4559 | 0.8267   |
| <i>contl</i>    | 12 432 | 0.6973    | 1       | 0.4594   | 0       | 1        |
| <i>st</i>       | 12 432 | 0.0743    | 0       | 0.2623   | 0       | 1        |
| <i>size</i>     | 12 432 | 21.6919   | 21.5648 | 1.2606   | 15.7294 | 28.4052  |
| <i>lev</i>      | 12 432 | 0.5137    | 0.5240  | 0.1909   | 0       | 0.9995   |
| <i>caf</i>      | 12 432 | 0.0547    | 0.0512  | 0.1056   | -0.9629 | 0.7937   |

六、回归分析

表 5 是我们的盈利状况、盈利能力对 *sub1* 的回归结果。

表 5 财政补贴“反转”作用和公司盈利状况的 logit 回归结果

| 变量               | <i>sub1</i>           |                        |                        |                         |                         |
|------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|
| CONSTANT         | 0.0555 *<br>(1.72)    | 0.2435 ***<br>(7.44)   | 0.1412 ***<br>(4.29)   | 0.1677 ***<br>(5.17)    | 0.1655 ***<br>(5.10)    |
| <i>opprof</i>    | 0.0994 ***<br>(22.81) |                        |                        |                         |                         |
| <i>netprof</i>   |                       | -0.0469 ***<br>(-9.27) |                        |                         |                         |
| <i>opret</i>     |                       |                        | -0.2089 ***<br>(-9.26) |                         |                         |
| <i>roa2</i>      |                       |                        |                        | -0.1257 ***<br>(-10.06) |                         |
| <i>shuiqian</i>  |                       |                        |                        |                         | -0.1279 ***<br>(-10.48) |
| <i>contl</i>     | 0.0067 *<br>(1.93)    | 0.0100 ***<br>(2.82)   | 0.0073 **<br>(2.05)    | 0.0094 ***<br>(2.66)    | 0.0093 ***<br>(2.62)    |
| <i>st</i>        | 0.0214 ***<br>(3.42)  | 0.0434 ***<br>(6.87)   | 0.0368 ***<br>(5.80)   | 0.0405999<br>(6.41)     | 0.0402 ***<br>(6.37)    |
| <i>size</i>      | -0.0026 *<br>(1.70)   | -0.0115 ***<br>(-7.49) | -0.0057 ***<br>(-3.67) | -0.0076 ***<br>(-4.99)  | -0.0074 ***<br>(-4.88)  |
| <i>lev</i>       | 0.0018<br>(0.19)      | 0.0652 ***<br>(7.07)   | 0.0169 *<br>(1.77)     | 0.0329 ***<br>(3.61)    | 0.0307 ***<br>(3.35)    |
| <i>caf</i>       | 0.0212<br>(1.39)      | -0.0511 ***<br>(-3.29) | 0.0224<br>(1.36)       | -0.0076<br>(-0.49)      | -0.0029<br>(-0.18)      |
| 年度               | 控制                    | 控制                     | 控制                     | 控制                      | 控制                      |
| 行业               | 控制                    | 控制                     | 控制                     | 控制                      | 控制                      |
| P-R <sup>2</sup> | 0.0655                | 0.0330                 | 0.0330                 | 0.0342                  | 0.0349                  |
| CHI2             | 25.91 ***             | 13.13 ***              | 13.12 ***              | 13.58 ***               | 13.83 ***               |
| N                | 12 432                | 12 432                 | 12 430                 | 12 429                  | 12 429                  |

注：\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平。

由于 *sub1* 反映公司财政补贴金额对利润的“反转”效应, *opprof* 系数为正的显著, 表示营业利润为负对财政补贴的支持效应的影响是正向的, 即营业利润为负的公司, 获得财政补贴, 有助于公司利润“反转”; *netprof* 系数为  $-0.0469$  并显著, 意味着净利润为负的公司, 获得的财政补贴并不能促进公司利润“反转”; 其他三个解释变量 *opret*, *roa2*, *shuiqian* 的回归系数均为负, 并高度显著, 这说明公司盈利能力越强, 并不能获得财政补贴帮助公司实现利润“反转”。控制变量中, *contl* 系数为正并显著, 这说明国有上市公司存在着利用财政补贴实现利润“反转”的现象; *st* 的回归系数为正且基本显著, 它表明 ST 类上市公司存在着利用财政补贴实现利润“反转”的现象; 公司财务杠杆 *lev* 回归系数基本显著为正, 这说明财务杠杆水平和公司利用财政补贴金额实现利润“反转”是正相关的, 公司财务杠杆水平越高, 越有可能陷入财务困境, 而利用政府的财政补贴实现利润“反转”。公司规模 *size* 的回归系数为负且显著, 它表明公司规模越大, 越不能产生财政补贴对利润的“反转”作用。

表 5 的回归结果表明了公司盈利状况、盈利能力和财政补贴对利润的“反转”效应存在显著性的关系, 从某种程度上体现了财政补贴的“雪中送炭”作用, 并且表 5 回归结果隐含着公司盈利能力和财政补贴金额之间的负相关关系。为此, 我们需要进一步直接考察公司盈利能力是否与财政补贴金额之间存在负相关关系。借用模型(2), 我们进行回归分析才能得到实证结果。要观察公司盈利状况和财政补贴金额之间是否呈现出“雪中送炭”或“锦上添花”的作用, 我们借鉴了张车伟(2006)关于检验人力资本回报率和收入差距的“马太效应”的实证做法, 采用分位数回归方式来展现不同的盈利程度和公司获得财政补贴金额之间的相互关系。传统的 OLS 回归实际上是一种“均值回归”, 容易受到极端值的影响。分位数回归反映了不同分位数下的回归结果, 体现了解释变量在不同数值水平上对被解释变量的影响, 而且不易受到极端值的影响。在进行分位数回归时, 我们采用的是 Bootstrap 法来计算协方差矩阵以此得到回归系数, 并迭代 400 次得到回归结果。

表 6 是分位数回归的结果, 由于获得财政补贴公司数为 7 814 家, 其他没有获得财政补贴的公司在表 7 的分位数回归中被剔除出样本了<sup>①</sup>。从 *opret* 回归系数的大小看, 不同的分位数水平上, 回归系数大小不同: 从 10%~90% 的分位数之间, *opret* 回归系数是逐渐下降。这一结果与均值回归的 OLS 相比, 我们可以看到具有明显的差异。普通 OLS 回归结果是 *opret* 的回归系数为  $-1.1299$ , 表明 *opret* 每增长 1%, 会使得政府的财政补贴金额减少 1.1299%。分位数回归结果则呈现出不同的特点, 在 50% 分位数的公司, *opret* 每增长 1%, 能够导致财政补贴金额减少  $-0.8321\%$ ; 而在 75% 分位数上, *opret* 每增长 1%, 能带来 1.3065% 的财政补贴金额的减少。它表明随着公司盈利能力的增加, 公司获得的财政补贴金额呈“加速度”的减少, 反映出盈利能力对财政补贴金额的“马太效应”: 随着公司盈利能力的增强, 政府给公司的补贴会越来越少。其他控制变量呈现出在不同的分位数水平, 控制变量回归系数的大小、显著性存在着一定的差异。如 *st* 在 75% 的分位数回归及大于 75% 的分位数回归上均是显著的, 而在其他分位数水平上是不显著的。整个模型 50% 的分位数(即中位数)回归上, 我们可以看到 *opret* 系数是显著的, 而公司性质 *contl* 回归系数为负并高度显著, 这说明在获得财政补贴样本公司内部, 国有上市公司获得财政补贴金额要比民营上市公司获得的

<sup>①</sup>分位数回归中, 被解释变量为财政补贴的自然对数。一些样本值财政补贴数为 0, 在取对数时将其剔除出样本, 然后执行程序。

财政补贴金额低。公司规模 *size* 则在所有的分位数回归结果中,其系数均是显著为正,并且显著性水平非常高,它表明了公司规模越大,获得的补贴额度也就越多。

*shuiqian* 的回归结果也类似于变量 *opret* 的回归结果,不同的地方就是 *shuiqian* 的回归系数在所有的分位数水平上均是显著的。在 10% 的分位数上,*shuiqian* 的回归系数为-1.0574,它意味着公司税前利润率每提高 1 个百分点,上市公司从政府得到的补贴金额就会下降约 1.06 个百分点;在 50% 的分位数上,公司税前利润率每提高 1 个百分点,上市公司从政府得到的补贴金额就会下降 1.3101 个百分点;在 90% 的分位数上,公司税前利润率每提高 1 个百分点,上市公司从政府得到的补贴金额就会下降 4.298 个百分点。从 10% 的分位数到 90% 的分位数,*shuiqian* 的回归系数表现出越来越小的特征,这与 *opret* 的回归系数类似,说明随着上市公司盈利能力的增强,公司从政府得到的补贴金额越来越少,减少的金额呈“加速度”下降。其他控制变量的回归结果与前面的类似:公司性质 *contl* 的回归系数为负,表明国有上市公司获得的补贴金额要比民营上市公司少;公司规模越大,获得的财政补贴金额越多;在低分位数水平上,是否为 ST 类公司与财政补贴金额没有关系,在高分位数水平上,是否为 ST 类公司与财政补贴金额是正相关;公司财务杠杆系数显著性水平不稳定。只有现金流 *caf* 指标与前面的指标在显著性上明显不同,表 6 中 *caf* 系数显著为正,前面的表 2 就表明了,大量的财政补贴是“计入当期损益的政府补助”、“各种形式的政府补贴”、“补贴收入”、“政府补助利得”,这就可能导致财政补贴金额和经营现金流显著相关。

表 6 财政补贴金额与公司盈利能力的分位数回归<sup>①</sup>

| 变量                                   | 0.1                     | 0.25                   | 0.5                    | 0.75                   | 0.9                    | OLS                    | 0.1                     | 0.25                    | 0.5                    | 0.75                   | 0.9                    | OLS                    |
|--------------------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| CONSTANT                             | -7.9578 ***<br>(-10.66) | -5.9907 ***<br>(-8.12) | -3.2929 ***<br>(-6.95) | -1.6144 ***<br>(-2.95) | -0.8413 *<br>(-1.68)   | -3.5282 ***<br>(-7.97) | -8.0879 ***<br>(-10.92) | -5.0330 ***<br>(-10.65) | -3.2384 ***<br>(-5.08) | -1.7348 ***<br>(-2.95) | -1.6792 ***<br>(-2.60) | -3.5489 ***<br>(-8.16) |
| <i>opret</i>                         | -0.3479<br>(-0.48)      | -0.6328<br>(-1.36)     | -0.8321 **<br>(-2.01)  | -1.3065 ***<br>(-3.39) | -1.5758 ***<br>(-3.41) | -1.1299 ***<br>(-3.66) |                         |                         |                        |                        |                        |                        |
| <i>shuiqian</i>                      |                         |                        |                        |                        |                        |                        | -1.0574 ***<br>(-2.69)  | -0.9339 ***<br>(-3.64)  | -1.3101 ***<br>(-2.64) | -2.7018 ***<br>(-3.34) | -4.2980 ***<br>(-5.30) | -1.1388 ***<br>(-8.36) |
| <i>contl</i>                         | -0.2348 **<br>(-2.13)   | -0.2675 ***<br>(-5.08) | -0.1617 ***<br>(-3.02) | -0.1771 ***<br>(-4.22) | -0.1182 **<br>(-2.55)  | -0.1879 ***<br>(-4.05) | -0.2655 **<br>(-2.53)   | -0.2703 ***<br>(-0.45)  | -0.1664 ***<br>(-2.87) | -0.1841 ***<br>(-4.66) | -0.1680 ***<br>(-3.90) | -0.1760 ***<br>(-3.83) |
| <i>st</i>                            | -0.1112<br>(-0.70)      | -0.0704<br>(-0.49)     | 0.0528<br>(0.35)       | 0.4308 ***<br>(2.67)   | 1.1666 ***<br>(9.11)   | 0.2395 ***<br>(2.74)   | -0.1289<br>(-0.87)      | -0.0383<br>(-0.26)      | 0.1170<br>(0.95)       | 0.4492 ***<br>(2.71)   | 1.1044 ***<br>(5.48)   | 0.2573 ***<br>(2.96)   |
| <i>lev</i>                           | 0.3557<br>(1.14)        | 0.1599<br>(0.83)       | -0.0072<br>(-0.03)     | -0.2285 *<br>(-1.83)   | -0.5168 ***<br>(-2.69) | -0.0550<br>(-0.41)     | 0.1544<br>(0.82)        | 0.1379<br>(0.61)        | -0.0758<br>(-0.50)     | -0.4251 **<br>(-2.51)  | -0.9027 ***<br>(-3.54) | -0.0311<br>(-0.25)     |
| <i>caf</i>                           | 0.5882<br>(1.46)        | 0.9718 ***<br>(3.50)   | 0.6919 **<br>(2.11)    | 0.4430 **<br>(2.19)    | 0.2967<br>(0.90)       | 0.8401 ***<br>(3.78)   | 0.7805 ***<br>(2.49)    | 1.0845 ***<br>(4.65)    | 0.7848 ***<br>(3.33)   | 0.6734 *<br>(1.69)     | 0.9623 ***<br>(2.94)   | 0.8098 ***<br>(3.86)   |
| <i>size</i>                          | 0.9133 ***<br>(27.24)   | 0.9044 ***<br>(25.41)  | 0.8438 ***<br>(35.77)  | 0.8118 ***<br>(31.11)  | 0.8215 ***<br>(33.77)  | 0.8396 ***<br>(39.77)  | 0.9204 ***<br>(29.91)   | 0.9018 ***<br>(30.37)   | 0.8413 ***<br>(28.48)  | 0.8179 ***<br>(29.54)  | 0.8726 ***<br>(24.63)  | 0.8379 ***<br>(40.96)  |
| P-R <sup>2</sup> /adj-R <sup>2</sup> | 0.1560                  | 0.1657                 | 0.1809                 | 0.2064                 | 0.2382                 | 0.3028                 | 0.1571                  | 0.1668                  | 0.1828                 | 0.2107                 | 0.2494                 | 0.3078                 |
| F 值                                  |                         |                        |                        |                        |                        | 100.81 ***             |                         |                         |                        |                        |                        | 103.20 ***             |
| 年度                                   | 控制                      | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                      | 控制                      | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     |
| 行业                                   | 控制                      | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                      | 控制                      | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     |
| N                                    | 7 814                   | 7 814                  | 7 814                  | 7 814                  | 7 814                  | 7 814                  | 7 814                   | 7 814                   | 7 814                  | 7 814                  | 7 814                  | 7 814                  |

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

此外,我们还将样本分为国有上市公司、民营上市公司两个分样本,以 *opret* 为解释变量<sup>②</sup>,

①这里关于公司财政补贴金额 *lnSubsize* 的数据,我们并没有进行 Winsorize 处理极端值,这是因为我们希望通过原始的财政补贴金额数据来展示公司盈利能力和财政补贴金额之间的相互关系。

②我们也以 *shuiqian*、*roa2* 作为解释变量,分国有上市公司、民营上市公司 2 个样本进行分位数回归,结果与表 8 类似,这里限于篇幅,不再列示。

执行分位数回归,结果如表 7 所示。表 7 中展现了国有上市公司、民营上市公司在财政补贴金额和盈利能力关系上的差异。国有上市公司的盈利能力对财政补贴金额影响是负面的,表 7 中从 10%的分位数一直到 90%的分位数,*opret* 的系数均为负,并且呈现出逐渐扩大的趋势,从-1.7619 下降到-3.3415。它表明,随着公司盈利能力的提高,国有上市公司获得的财政补贴金额呈现“加速度”的减少。这与我们前面表 6 采用所有公司作为研究样本的结论具有一致性。然而,在民营上市公司样本上,这种负相关的关系没有体现出来。在 10%、25%的分位数上,*opret* 的回归系数均是显著的,但符号为正。它表明随着公司盈利能力的增强,获得的财政补贴金额也在增大。而在 50%、75%、90%的分位数上,*opret* 回归系数是不显著的。虽然民营上市公司的 *opret* 回归系数大小也随着盈利能力分位数水平的提高呈现出减小的趋势,并且在高于 50%分位数上回归系数不再显著。但整个民营上市公司样本的普通 OLS 回归系数为 0.8169,并在 10%的水平上显著,我们对此得出的结论是:民营上市公司的盈利能力与获得的财政补贴金额呈显著正相关的关系,但盈利能力对财政补贴金额的影响随着公司盈利能力的增强逐渐减弱;而且随着公司盈利能力水平的提高,盈利能力对财政补贴金额的影响最终会消失。其他控制变量中,随着分位数水平的提高,*st* 的回归系数从不显著到显著,从整体上看,ST 公司获得的财政补贴金额要比非 ST 公司的要大;公司财务杠杆 *lev* 的回归系数只在国有上市公司的 75%、90%的分位数水平上显著;公司规模 *size* 在任何分位数水平上均是显著的,表明它对公司的财政补贴金额产生正面的影响。这就可以解释为什么央企获得大量财政补贴:央企规模大,获得的财政补贴也就越多。虽然中石油 2012 年盈利 1 153 亿元,但其总资产超过了 2 万亿,获得的财政补贴数以亿计根本不多,其他央企类似。

表 7 国有上市公司、民营上市公司的财政补贴金额和盈利能力的分位数回归

|                                      | 国有上市公司                 |                        |                        |                        |                        |                        | 民营上市公司                  |                        |                        |                        |                       |                        |
|--------------------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
|                                      | 0.1                    | 0.25                   | 0.5                    | 0.75                   | 0.9                    | OLS                    | 0.1                     | 0.25                   | 0.5                    | 0.75                   | 0.9                   | OLS                    |
| CONSTANT                             | -7.5446 ***<br>(-8.00) | -5.1231 ***<br>(-4.85) | -2.8235 ***<br>(-4.25) | -1.6882 ***<br>(3.19)  | -1.0509 **<br>(-2.07)  | -3.1699 ***<br>(-6.08) | -12.7833 ***<br>(-5.98) | -8.7914 ***<br>(-6.28) | -4.9073 ***<br>(-4.34) | -2.4289 ***<br>(-2.93) | -1.2509<br>(-1.53)    | -5.7743 ***<br>(-6.41) |
| <i>opret</i>                         | -1.7619 ***<br>(-3.02) | -1.9128 ***<br>(-2.87) | -2.3123 ***<br>(4.24)  | -2.4306 ***<br>(-6.49) | -3.3415 ***<br>(-8.43) | -2.2656 ***<br>(-5.77) | 2.5301 ***<br>(2.69)    | 1.5264 ***<br>(2.76)   | 0.1775<br>(0.26)       | -0.1451<br>(-0.26)     | 0.0210<br>(0.03)      | 0.8169 *<br>(1.65)     |
| <i>st</i>                            | -0.1215<br>(-0.52)     | -0.1464<br>(-0.73)     | -0.0174<br>(-0.09)     | 0.5021 ***<br>(4.21)   | 1.0555 ***<br>(5.19)   | 0.1834<br>(1.64)       | -0.0096<br>(-0.02)      | 0.1344<br>(1.17)       | 0.2473<br>(1.21)       | 0.3135<br>(1.31)       | 1.2118 ***<br>(5.13)  | 0.4062 ***<br>(2.89)   |
| <i>lev</i>                           | 0.0996<br>(0.44)       | 0.2853<br>(0.94)       | -0.0883<br>(-0.42)     | -0.3658 **<br>(-2.33)  | -0.8701 ***<br>(-3.37) | -0.0672<br>(-0.42)     | 0.4798<br>(0.80)        | 0.0443<br>(0.15)       | -0.1976<br>(-0.70)     | -0.1437<br>(-0.48)     | -0.0707<br>(-0.33)    | -0.0597<br>(-0.25)     |
| <i>caf</i>                           | 0.5015<br>(0.97)       | 1.0812 *<br>(1.85)     | 0.8605 **<br>(2.05)    | 0.5689 *<br>(1.91)     | 0.7222 ***<br>(2.84)   | 0.8256 ***<br>(2.99)   | 1.8449 **<br>(2.18)     | 1.4147 ***<br>(2.84)   | 0.7090<br>(1.24)       | 0.9983 *<br>(1.76)     | -0.2829<br>(-0.48)    | 1.0437 ***<br>(2.82)   |
| <i>size</i>                          | 0.8763 ***<br>(19.23)  | 0.8444 ***<br>(16.05)  | 0.8165 ***<br>(32.47)  | 0.8194 ***<br>(36.22)  | 0.8377 ***<br>(26.29)  | 0.8145 ***<br>(33.12)  | 1.1426 ***<br>(9.62)    | 1.0383 ***<br>(16.14)  | 0.9134 ***<br>(15.84)  | 0.8358 ***<br>(18.30)  | 0.8124 ***<br>(18.15) | 0.9424 ***<br>(21.97)  |
| P-R <sup>2</sup> /adj-R <sup>2</sup> | 0.1594                 | 0.1686                 | 0.1827                 | 0.2129                 | 0.2500                 | 0.3081                 | 0.1925                  | 0.1893                 | 0.1930                 | 0.2020                 | 0.2231                | 0.3056                 |
| F 值                                  |                        |                        |                        |                        |                        | 78.53 ***              |                         |                        |                        |                        |                       | 30.90 ***              |
| 年度                                   | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                      | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                    | 控制                     |
| 行业                                   | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                      | 控制                     | 控制                     | 控制                     | 控制                    | 控制                     |
| N                                    | 5 571                  | 5 571                  | 5 571                  | 5 571                  | 5 571                  | 5 571                  | 2 243                   | 2 243                  | 2 243                  | 2 243                  | 2 243                 | 2 243                  |

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

为了更直观反映财政补贴和公司盈利能力之间的相互影响关系,我们用计算机画出了不同分位数下的解释变量回归系数图,如图 2 所示。可以看到 *opret* 回归系数从左到右是一条下降的曲线,而阴影部分是 *opret* 的分位数回归系数结果 95%的置信区间。图其中最中间的

虚线是 OLS 的均值回归系数的曲线,伴随着的 2 条横向的虚线是 OLS 回归系数的 95% 置信区间。类似的,变量 *shuiqian* 的回归系数图也列示出来了。这两个图中表示公司盈利能力强弱的回归系数曲线均向右下方倾斜,它表明了公司的盈利能力和财政补贴金额负相关。意味着,盈利能力越强,政府给予的财政补贴金额越少。最后一行分别是国有上市公司、民营上市公司非回归系数图,我们的系数图表现出来的结果与表 7 的回归结果类似。国有上市公司的盈利能力对财政补贴金额的影响是负向的,它意味着盈利能力越强,财政补贴金额越少。从趋势上看,盈利能力和财政补贴金额的相互关系呈现出加速度的特点,随着盈利能力的增加,财政补贴金额减少的速度越快。而国有上市公司的 OLS 的均值回归是小于 0 的,它表明国有上市公司盈利能力和财政补贴金额整体上呈现出负相关的关系。民营上市公司的盈利能力和财政补贴金额之间也呈现出一条向右下方倾斜的曲线,但是一开始盈利能力 *opret* 的系数是大于 0 的,然后 *opret* 的系数逐步接近于 0。它表明民营上市公司的盈利能力和财政补贴金额之间是正向的关系,公司盈利能力越强,获得的财政补贴金额越大,但是盈利能力对财政补贴金额的作用在减弱。

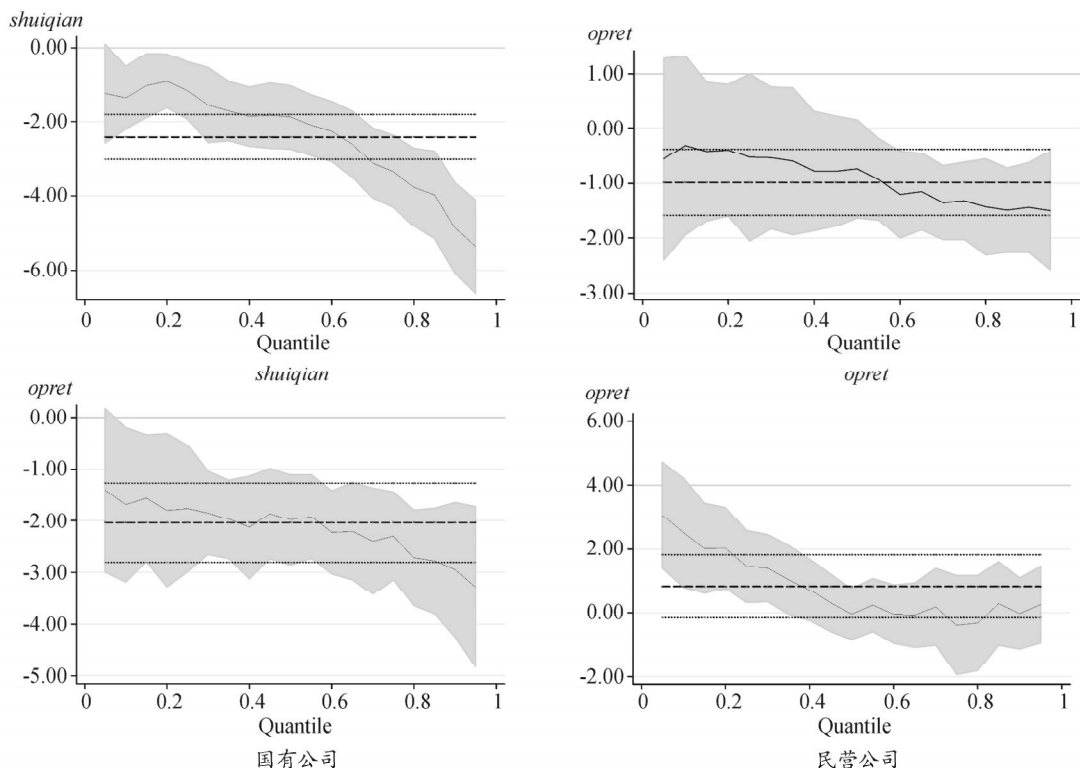


图 2 分位数回归系数图

## 七、稳健性分析<sup>①</sup>

首先,我们对解释变量进行了更换,采用 *roa2* 对财政补贴金额 *lnSubsize* 做分位数回归分

<sup>①</sup>限于篇幅,这里不展示相应的稳健性检验结果,如需要可向作者索取。

析,其结果与前面的回归结果一致。对于异方差性,我们进行了基于稳健标准差的回归,回归结果与前面的回归结果相比,没有显著性差异。对于共线性,相关系数分析表明,各个变量之间并不存在比较强的相关关系。同时,我们也计算了方差膨胀因子,均值在 1.24 左右,没有一个变量达到 10。

本文的回归表明了财政补贴金额与公司盈利能力有关:公司盈利能力越强,获得政府的财政补贴金额越低。这里可能就存在着双向因果关系:公司盈利能力越强,越不会获得财政补贴;公司没有财政补贴,越会刺激公司提高效率,提高公司盈利能力。对此,我们采用多种手段来解决内生性问题。我们以被解释变量  $\ln Subsize$  的滞后项作为回归子,进行回归分析,其结果没有发生变化。我们还采用工具变量法,进行 2SLS 回归,减轻内生性问题对我们回归结论的影响。将  $opret$ 、 $shuiqian$ 、 $roa2$  的滞后一期作为工具变量,并同时公司规模  $size$  的滞后一期作为工具变量,回归结果与前面一致。我们还考虑了财政补贴具有惯性,本年度的财政补贴和上年度的财政补贴具有联系,我们在回归中又加入了滞后一期的财政补贴  $\ln Subsize$ ,来考察公司盈利能力和财政补贴金额之间是否还体现出负相关的关系,回归结果与前面的一致。我们还采用普通的 OLS 回归方式,将 3 个解释变量的滞后一期对  $\ln Subsize$  进行回归,回归结果没有显著变化,这说明公司盈利能力和公司财政补贴金额之间的负相关关系是成立的。此外,我们也对上下 1% 的极端值进行 Winsorize 处理,然后执行回归程序,回归结果也没有变化,通过这么多的检验,我们认为结论是稳健的。

## 八、结论及启示

关于财政补贴,一方面存在着政府补贴给盈利公司行为,另一方面存在着通过政府财政补贴帮助亏损公司实现利润由负变正的“反转”状况。因此,一些人认为财政补贴存在乱象。本文由此而发,研究发现:上市公司获得的财政补贴金额和公司盈利能力呈负相关的关系,公司盈利能力越强,获得的补贴金额越少,并且随着盈利能力的增强,补贴金额呈“加速度”下降的趋势;考虑公司性质时,国有上市公司的财政补贴金额和盈利能力是负相关的;民营上市公司的补贴金额与盈利能力是正相关的,但随着民营上市公司盈利能力的增强,这种正相关关系逐渐减弱、消失。财政补贴并没有体现出偏好于国有上市公司的特点,相反,当国有上市公司和民营上市公司同时获得补贴时,国有上市公司的补贴金额更小。此外,财政补贴存在偏好于财务困境的公司的现象;财政补贴有助于盈利状况不佳的国有上市公司实现最终净利润的数字“反转”。本文的研究结论表明,政府的财政补贴并没有表现出给盈利公司“锦上添花”的特征;相反,财政补贴体现出了“雪中送炭”的作用,公司盈利能力越差,补贴的金额越多。虽然新闻报道政府的财政补贴行为偏好于国有上市公司,但从整体上看,财政补贴偏好国有上市公司的观点不具有显著性,因而上市公司存在着的财政补贴乱象是不存在的,即使存在,财政补贴的乱象也只存在于对民营上市公司的补贴行为中。

本文的启示如下:(1)财政补贴现象是普遍存在的,现有的政府财政补贴行为具有一定合理性。无论基于解决市场失灵问题,还是为了维持就业、促进经济发展,财政补贴是政府支持上市公司的重要手段。多任务属性(Bai et al., 2000)是现阶段上市公司的特点,为了维持上市公司的生存和发展,提高公司社会效益或公司效率,上市公司获得财政补贴是名正言顺的事。一些人对政府补贴行为提出批评,认为财政补贴是上市公司消耗社会财富,是人民大众反哺少数公司。但本文研究表明了政府并没有把财政补贴滥用在盈利率高的公司上。

新闻媒体报道国有上市公司获得的财政补贴占整个政府财政补贴大多数,这种说法不一定正确。实际上,当国有上市公司和民营上市公司同时获得财政补贴时,国有上市公司获得财政补贴款要少于民营上市公司。我们认为,国有上市公司给人获得大量补贴的印象是由国有上市公司规模决定的。如中石油获得90多亿元的补贴,将这些补贴除以中石油的总资产后,财政补贴的强度就非常小了。其他国有上市公司,中铝、几大航空公司等,获得的财政补贴金额巨大均是由于公司规模庞大造成的。所以,现阶段对国有上市公司提供财政补贴并不是大家想象的那样。(2)现阶段的财政补贴,有一类是没有任何原因的,其目的是帮助上市公司“利润反转”,这类补贴应该逐步停止,这实际上是不公平对待没有获得补贴的其他公司,这是拿大众的资源去补贴少数群体。市场机制下,低效率的亏损公司应该被淘汰,而不是通过财政补贴苟延残喘。与其补贴给上市公司,还不如通过减税方式补贴小微企业,毕竟它们才是就业、经济发展的主体。(3)要规范对民营上市公司的财政补贴行为。如果说国有上市公司获得财政补贴是由于国有上市公司性质决定,那么对民营上市公司提供财政补贴又是为了什么呢?我们的研究发现,民营上市公司获得的财政补贴与公司盈利能力高度显著正相关,但随着民营上市公司盈利能力的逐步增强,这种相关性减弱甚至消失。财政补贴的存在,要么是弥补市场失灵问题,要么是帮助公司解贫脱困,而对于民营上市公司而言,公司盈利能力强反而更能够获得财政补贴,这种“锦上添花”的行为是我们不能理解的。如果政府对国有、民营上市公司一视同仁,那么民营上市公司的盈利能力和补贴金额也应该表现出负相关的关系,而不应该再体现出“锦上添花”的特征。(4)ST制度的存在导致了政府补贴上市公司,完善ST制度,规范政府行为迫在眉睫。ST制度作为提醒投资者的一种特有制度,对于防范投资风险具有一定的作用。然而,由于ST制度,上市公司资产重组现象泛滥(姜国华、王汉生,2005),公司不得不分散一些精力来避免被ST。由于ST制度,上市公司避免亏损、追求盈利的倾向明显,财政补贴是公司实现亏损变盈利的“利器”。我们的研究发现,显著存在着上市公司利用财政补贴实现最终净利润为正的现象。完善ST制度,将政府补贴项目在公司利润总额中扣除,会杜绝财政补贴发挥“利润反转”作用,这也会降低上市公司寻求政府补贴的动力。相应地,政府至少会少发补贴给上市公司,为社会节约资源。

#### 参考文献:

- 1.冯继康,2007:《美国农业补贴政策:历史演变与发展走势》,《中国农村经济》第3期。
- 2.姜国华、王汉生,2005:《上市公司连续两年亏损就应该被“ST”吗?》,《经济研究》第3期。
- 3.林毅夫、谭国富,2000:《自生能力、政策性负担、责任归属和预算软约束》,《经济社会体制比较》第4期。
- 4.余明桂、回雅甫、潘红波,2010:《政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性》,《经济研究》第3期。
- 5.俞乔、赵昌文,2009:《政治控制、财政补贴与道德风险:国有银行不良资产的理论模型》,《经济研究》第6期。
- 6.张车伟,2006:《人力资本回报率变化与收入差距:“马太效应”及其政策含义》,《经济研究》第12期。
- 7.张洪辉、王宗军,2010:《政府干预,政府目标与国有上市公司过度投资》,《南开管理评论》第3期。
- 8.张艳,2006:《新会计准则实施后上市公司财务监管研究》,《证券市场导报》第7期。
- 9.Bai, C. E., L. Tao, and Y. Wang. 2000. “A Multitask Theory of State Enterprise Reform.” *Journal of Comparative Economics* 28(2):716-738.
- 10.Baker, D., and T. McArthur. 2009. “The Value of the ‘Too Big to Fail’ Big Bank Subsidy.” CEPR Working Paper, September. <http://core.kmi.open.ac.uk/download/pdf/6435203.pdf>.

11. Capron, H., and D. Potterie. 1997. "Public Support to Business R&D: A Survey and Some New Quantitative Evidence." OECD: Policy Evaluation in Innovation w1907981. <http://www.oecd.org/sti/inno/1907981.pdf>.
12. Chor, D. 2009. "Subsidies for FDI: Implications from a Model with Heterogeneous Firms." *Journal of International Economics* 78 (1): 113–125.
13. Cowie, J. 2010. "Subsidy and Productivity in the Privatised British Passenger Railway." Sydney University Working Paper. <http://prijipati.library.usyd.edu.au/bitstream/2123/6388/1/thredbo7-workshopC-Cowie.pdf>.
14. Ellis, J. 2010. "The Effects of Fossil-Fuel Subsidy Reform: A Review of Modeling and Empirical Studies." SSRN, w1572397. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1572397](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1572397).
15. Gonzales, X., J. Jaumandreu, and C. Pazo. 2005. "Barrier to Innovation and Subsidy Effectiveness." *Rand Journal of Economics* 36 (4): 930–950.
16. Gulati, A., and S. Narayanan. 2003. *The Study Syndrome in Indian Agriculture*. Oxford: Oxford University Press.
17. Hotelling, H. 1938. "The General Welfare in Relation to Problems of Taxation and of Railway and Utility Rates." *Econometrica* 6 (3): 242–269.
18. Kornai, J. 1986. "The Soft Budget Constraint." *Kyklos* 39 (1): 533–539.
19. Moore, S., and D. Stansel. 1997. "Federal Aid to Dependent Corporations: Clinton and Congress Fail to Eliminate Business Subsidies." CATO Institute White Paper 5873. <http://research.policyarchive.org/5873.pdf>.
20. Rubini, L. 2009. *The Definition of Subsidy and State Aid: WTO and EC Law in Comparative Perspective*. London: Cambridge University Press.
21. Shleifer, A., and R. Vishny. 1994. "Politicians and Firms." *Quarterly Journal of Economics* 109 (4): 995–1025.
22. Spence, M. 1984. "Cost Reduction, Competition, and Industry Performance." *Econometrica* 52 (1): 101–122.

## **Financial Subsidy for Listed Companies: A Timely Help or to Make Perfection More Perfect?**

Zhang Honghui

(School of Accountancy, Jiangxi University of Finance and Economics)

**Abstract:** This paper uses empirical evidence about Chinese listed companies, to study the relationship between corporate profitability and subsidy from the government. It shows that listed companies' profitability is negative with subsidy. With corporate profitability ratio increasing, the size of subsidy from government is decreasing at an accelerating rate. It shows that subsidy is a timely help for companies, and government subsidy can help unprofitable companies to change profit from negative to positive. When considering corporate ownership, subsidy for SOEs is negative with profitability while subsidy for private companies is positive to profitability significantly, which is called making perfection more perfect. But with profitability improved, this significance disappears gradually. It does not show that more financial subsidy was given to SOEs than private firms, which is called a preference to SOEs. On the contrary, when both SOEs and private companies get subsidy, the amount of SOEs is smaller than that of private firms.

**Keywords:** Financial Subsidy, Profitability, SOEs, Private Company

**JEL Classification:** G30, G11

(责任编辑:彭爽)