

官员激励与企业投资同群效应

江新峰¹ 张敦力²

(1.华中农业大学经济管理学院,湖北武汉430070;2.中南财经政法大学会计学院,湖北武汉430073)

摘要:本文选择沪深A股上市公司为研究样本,基于同群效应的分析视角对企业投资行为进行研究,并考察地方政府官员激励在这一过程中发挥的作用,研究发现:中国上市公司在投资过程中具有与行业投资一般水平保持一致的跟随型同群效应特征,但是这种投资特征会受到地方政府官员激励的深刻影响;官员激励越强,企业投资跟随型同群效应越弱。进一步研究表明,官员激励加剧了企业投资向行业最高水平趋近的追赶型同群效应,进而导致企业的投资过度。这一现象出现的资源基础在于官员激励较强地区的企业获得了更多的信贷配给。

关键词:同群效应;官员激励;企业投资;跟随型同群效应;追赶型同群效应

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2018)06-0062-10

一、引言

企业财务决策通常与行业中其他企业的决策具有关联,决策者相互学习、参考的现象时有发生,文献称之为企业决策的同群效应(peer effect)。现有研究从企业内部代理冲突的角度探讨了企业投资中的同群效应问题,认为该现象源自企业高管出于一定的原因盲目或有意模仿同行业其他企业而忽略自己拥有的私有信息,并考察了企业内部治理情况^[1]、管理者能力与薪酬^[2]、管理者权力^[3]对这一现象的影响。然而,除了公司内部因素之外,企业经营环境对企业决策影响的重要性已被证明^{[4][5]},地方政府是企业经营环境中的一个重要主体。地方政府(官员)在资源配置和地方经济发展中扮演重要角色。在当前经济分权、政治集权的体制背景下,中央掌控地方官员升迁任命的权力,地方政府官员具有发展地方经济获得政治升迁的强烈激励动机。官员激励下的政治干预如何对地方经济以及地方企业决策产生影响一直以来是学者关注的问题^{[6][7][8]}。那么,官员激励对企业投资的同群效应会产生何种影响?

本文选择2002~2015年沪深A股上市公司为样本,基于同群效应的分析视角对企业投资行为

收稿日期:2018-03-20

基金项目:中央高校基本科研业务费专项基金项目“企业投资同群效应:形成机理、经济后果及治理策略”(2662017QD022);教育部人文社会科学研究青年基金项目“同乡关系与企业环保投资决策:约谈背景下政企互动视角的理论分析与实证检验研究”(18YJC630058)

作者简介:江新峰(1989—),男,山东泰安人,华中农业大学经济管理学院讲师,博士;
张敦力(1971—),男,安徽庐江人,中南财经政法大学会计学院教授,博士生导师。

进行研究,并且考察了地方政府官员激励在这一过程中发挥的作用。具体而言,本文首先考察官员激励对企业投资同群效应的影响,进而探讨其经济后果与作用机制。研究结论表明,企业投资行为可能已经成为企业向地方政府寻租的一种手段,反映出政企关系的优化迫在眉睫。

本文的研究意义与价值体现在如下四点:其一,前期关于企业投资相关问题的研究焦点在于企业内外部因素对投资决策本身的影响,少有文献将研究视角聚焦于行业,考察企业投资的同群效应问题。本文在这方面进行了探讨,拓展了企业投资理论的范畴。其二,前期有关官员激励的文献一般直接考察地方政府如何干预企业投资,而本文从同群效应角度验证了官员激励的影响在企业投资层面表现出的行为差异,为晋升锦标赛理论提供了来自同群效应的经验证据,并揭示了企业层面权变性的具体应对逻辑。其三,本文结论证实,官员激励动机对企业干预导致的投资追赶型同群效应是企业过度投资的重要原因,这对于提升企业投资效率具有一定的借鉴意义。最后,基于信息可获得性视角,现有文献对投资同群效应的研究仅局限于代理冲突下向行业一般水平趋近的跟随型同群效应,本文则进一步探讨了基于地方政府官员干预与企业权变性应对的企业投资向行业最高水平趋近的追赶型同群效应,进一步拓展了同群效应相关问题的研究范畴。

二、制度背景、理论分析与研究假设

(一)制度背景

中国近四十年来的经济高速增长被誉为“增长奇迹”。这是因为,在西方学者看来,一国经济增长的基本条件是完善的制度保障以及良好的资源禀赋与资源积累^{[9][10]},而中国并不具备支撑如此长时间经济增长的条件^{[11][12]}。事实上,对发展中国家来说,恰当的激励方式是促进经济增长的保证^[13]。学者们探寻了中国经济增长中蕴含的特殊激励,政治激励理论就是其中之一。

改革开放之后,中央政府致力于经济建设,强调发展是硬道理,对地方官员晋升的考察标准也实现了由过去的注重政治表现到强调经济绩效的转变。20世纪90年代中期,基于政绩的干部考核标准体系已经形成^[14],在该考核体系中,经济总量、基础设施建设、科教文卫等项目成为中央考核地方官员的主要指标^[15],而这些指标的考核权重存在差异,GDP增长是最为重要的考核指标^[14]。这就使得地方政府官员之间围绕GDP增长展开晋升锦标赛^[16],只有在任期内做出较为突出经济政绩的官员才可能获得晋升。这导致地方政府官员不关注经济效率而关注经济总量,不对下负责而对上负责,存在一种基于晋升激励的标尺竞争^[17]。相关研究发现,中国地方政府官员在任期内获得的经济增长速度越快,则其晋升的可能性越大^{[18][19]}。

地方GDP的增长不是凭空而来,在晋升激励下,作为理性经济人的地方政府官员为满足升迁需求必然会利用辖区资源推动经济发展与GDP增长,辖区企业投资自然成为一条重要途径。现有文献对晋升锦标赛理论框架下官员激励与经济发展和企业投资行为之间的关系进行了较为细致的研究。譬如徐现祥和王贤彬(2010)发现,地方政府官员对地方经济增长的影响是以晋升激励为条件的,并且受到地方官员特征的影响^[6]。曹春方等(2014)区分了地方政府官员的个体动机和政府群体动机,更为精确地研究了官员晋升激励与辖区企业投资之间的关系,结果表明,官员晋升激励导致了企业过度投资^[7]。

(二)理论分析与研究假设

现有文献研究表明,企业在进行决策时存在一种具有互动性特征的同群效应,一定可比范围内的企业决策对企业自身决策过程产生了重要影响^{[20][21][22]}。上述研究从企业内部角度探讨了投资同群效应问题,在中国制度背景下,地方政府官员对企业的影响不容小觑,晋升锦标赛激励下的地方政府官员有动机通过辖区企业投资拉动GDP增长从而实现政治升迁,他们对企业的干预可能对企业投资同群效应产生影响。

基于合法性理论的研究认为,组织、个人行为需要具有合法性才能满足社会的期望,从而使得自身行为持续合法化。作为利益相关者的社会公众从上市公司获取信息的渠道有限,只能通过与可比

企业进行对比来判断其是否具有投资价值或是否履行了提升股东价值的义务。当可比企业进行投资时,若企业没有作为,可能导致投资者认为企业没有投资价值从而影响企业长远发展。为获取合法性进行的迎合行为在企业决策中屡见不鲜^{[20][23][24][25]}。企业为了满足社会公众的合法性要求而与行业一般投资水平保持一致,这就导致了向行业一般投资水平看齐的跟随型同群效应^{[2][26]}。

但是若将官员激励纳入分析框架,上述结论可能发生改变。在晋升激励动机影响下,地方政府官员的行政作为必然为其政治升迁铺路。在中央政府基于地方经济发展水平考核地方官员进而决定其能否升迁的背景下,借由辖区企业投资活动大力提升地方经济发展水平是地方政府官员的重要执政动力。但对企业来说,其生存与发展需要外部资源支持,政府掌控着企业发展所需的资源。企业势必会通过具体行为回应官员激励动机下对企业投资的干预,以期获得相应回报。现有研究指出,企业投资是企业向政府寻租的一种有效方式^[27],通过响应政府官员的号召进行投资来带动地方经济增长是企业拉近与政府关系从而获得稀缺资源、促进其长期发展的重要途径。因此,企业基于自身长远发展考虑会进行更多投资。

在这一过程中,究竟多大规模的投资是有效的,既可以使得政府满意又能够最小化企业自身成本?此时,企业需要考虑同行业企业的投资情况。与行业中可比企业投资一般水平保持一致显然只是一种规避合法性缺失风险的做法,为了获取或者巩固企业与政府之间的隐性契约关系从而谋求更多收益,企业会有意识地减少与行业一般投资水平的趋同,尽可能地使自己的投资金额更能获得政府认同。从这个角度分析,由于企业对政府资源具有依赖性,有可能服从政府安排,进行大量投资从而偏离行业一般水平,这表现出来的即是官员激励减弱了企业投资的跟随型同群效应,反映了企业根据自身环境权变选择投资策略的过程。基于以上分析,本文提出如下假设:

假设 1:限定其他条件,官员激励越强,辖区企业投资的跟随型同群效应越不显著。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以我国沪深 A 股上市公司作为研究样本,选取 2002~2015 年数据进行分析,回归前进行了以下数据筛选:(1)剔除样本本年度内接受特殊处理的公司;(2)剔除上市时间不足一年的公司;(3)剔除数据缺失的公司;(4)剔除某一年度所在行业公司样本数小于 10 家的行业;(5)剔除金融行业上市公司。经过数据处理后,共得到样本 15770 个。为保证回归结果的可靠性,本文对所有连续型变量进行了 1%和 99%分位数的缩尾处理。本文财务数据来源于国泰安数据库,宏观经济数据来源于 Wind 数据库,官员激励数据通过手工计算得出。

(二)模型设定与变量定义

为对本文假设进行实证检验,借鉴方军雄(2012)^[1]、支晓强(2014)^[20]、罗宏等(2016)^[28]以及 Knayzeva 等^[29]的研究思路构造如下回归模型:

$$I = \beta_0 + \beta_1 I^{ind} + \beta_2 I^{ind} \times Promo + \beta_3 Promo + \beta Control + \sum Ind + \sum YEAR + \epsilon \quad (1)$$

模型(1)中,I为企业投资表征变量,参照企业投资领域的相关文献^{[1][30]},本文选取三个指标。具体变量构建时每个指标分化出差分指标与绝对额指标,并经过期初总资产调整。 I^{ind} 为行业投资,是企业投资在行业中的均值。

Promo 是官员激励量化指标,参考徐业坤和李维安(2016)的做法^[31],本文从地方经济增长水平和财政盈余两个维度进行构建。具体而言,经济增长指标为企业所在地的 GDP 增长率,财政盈余 = (地方财政收入 - 地方财政支出) / 地方财政收入。本文以企业所在省份的年度平均 GDP 增长率和平均财政盈余水平作为标杆,当地级市的 GDP 增长率低于全省平均水平时取 1,否则取 0;当地级市的财政盈余水平低于全省平均水平时取 1,否则取 0。然后取二者之和构造 Promo 变量,该变量数值越大,说明地方政府官员的激励越强,越有动机通过各种途径拉动地方经济增长与财政收入增加。本文选择滞后一期的官员激励变量进行回归分析。

另外,文章参考现有文献控制了包括企业经营特征、公司治理特征、宏观经济特征在内的一系列其他变量,具体定义见表1。

表 1 变量定义

变量符号	变量定义
I ₁	企业投资,以企业固定资产原值与企业期初总资产之比的年度差分值表示
I ₂	企业投资,以企业固定资产原值与企业期初总资产的比值表示
I ₃	企业投资,以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额之差除以期初总资产的年度差分值表示
I ₄	企业投资,以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金与处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额之差除以期初总资产表示
I ₅	企业投资,以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金除以期初总资产的年度差分值表示
I ₆	企业投资,以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金除以期初总资产表示
I ₁ ^{ind}	行业一年度企业投资均值,企业投资变量以 I ₁ 表示
I ₂ ^{ind}	行业一年度企业投资均值,企业投资变量以 I ₂ 表示
I ₃ ^{ind}	行业一年度企业投资均值,企业投资变量以 I ₃ 表示
I ₄ ^{ind}	行业一年度企业投资均值,企业投资变量以 I ₄ 表示
I ₅ ^{ind}	行业一年度企业投资均值,企业投资变量以 I ₅ 表示
I ₆ ^{ind}	行业一年度企业投资均值,企业投资变量以 I ₆ 表示
Promo	官员激励,以企业所在地级市 GDP 增长率和财政盈余状况构建的指数表示
Size	企业规模,以企业期末总资产的对数值表示
Roa	总资产收益率,以企业净利润/期末总资产表示
Tobin Q	企业市值/重置成本
Lev	企业负债/期末总资产
Growth	成长能力,以企业营业收入增长率表示
Ocf	经营现金流,以经营活动产生的现金流量净额/营业收入表示
Cash	企业货币资金持有量/期末总资产
Fa_r	有形资产,以有形资产在期末总资产中的比重表示
Dual	两职合一,若企业董事长与总理由同一人担任取 1,否则取 0
Ddrate	独董比例,以独立董事在董事会中所占比重表示
Dsrs	董事会成员数量
HHI	市场竞争程度, $HHI = \sum (x_i/X)^2$, x_i 为某一行业中第 i 个企业的主营业务收入, X 为该行业中所有企业主营业务收入之和
Stime	企业上市以来经历的时间
First	企业第一大股东持股比例
State	是否国有企业虚拟变量,若为国有企业取 1,否则取 0
Polic	政治关联,若企业董事长现在或曾经在政府部门任职或者担任政协委员或人大代表等职务取 1,否则取 0
GDP	地区生产总值,单位为亿元
IND	属于该行业时取 1,否则取 0
YEAR	处于该年度时取 1,否则取 0

四、实证分析

(一)变量的描述性统计

表 2 列示了本文主要变量的描述性统计结果。通过表 2 可以知道, I₂ 变量均值为 0.316, 这表明平均而言,资产负债表中企业固定资产原值在期初总资产中的占比达到 31.6%; I₄ 变量均值为 0.064, 说明现金流量表中企业投资支出的现金占比为 6.4%。同时还可以看到,六个企业投资指标的标准差均较小,这其中是否存在向行业一般投资水平看齐的同群效应值得探讨。就官员激励变量(Promo)来说,其均值为 0.773,中位数为 1,说明大部分地级市政府官员具有较强晋升激励。控制变量的描述性统计结果与前期文献基本一致,本文不再赘述。

表 2

变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
I ₁	15770	0.037	0.097	-0.184	0.009	0.554
I ₂	15770	0.316	0.217	0.005	0.275	0.978
I ₃	15770	0.007	0.060	-0.162	0.000	0.277
I ₄	15770	0.064	0.072	-0.043	0.042	0.380
I ₅	15770	0.007	0.057	-0.159	0.000	0.275
I ₆	15770	0.068	0.072	0.000	0.045	0.388
I ₁ ^{ind}	15770	0.055	0.093	-0.020	0.042	0.694
I ₂ ^{ind}	15770	0.336	0.169	0.039	0.310	1.038
I ₃ ^{ind}	15770	0.011	0.025	-0.028	0.007	0.163
I ₄ ^{ind}	15770	0.066	0.034	0.006	0.059	0.223
I ₅ ^{ind}	15770	0.011	0.026	-0.022	0.007	0.179
I ₆ ^{ind}	15770	0.072	0.035	0.012	0.065	0.245
Promo	15770	0.773	0.586	0.000	1.000	2.000
Size	15770	21.964	1.209	19.212	21.800	25.355
Roa	15770	0.035	0.061	-0.253	0.031	0.225
Tobin Q	15770	1.948	1.771	0.195	1.402	9.890
Lev	15770	0.474	0.201	0.056	0.484	0.905
Growth	15770	0.440	1.412	-0.851	0.113	10.651
Ocf	15770	0.079	0.216	-1.063	0.072	0.795
Cash	15770	0.171	0.119	0.007	0.140	0.604
Fa_r	15770	0.254	0.176	0.002	0.222	0.752
Dual	15770	0.189	0.391	0.000	0.000	1.000
Ddrate	15770	0.366	0.052	0.000	0.333	0.556
Dsrs	15770	9.059	1.875	3.000	9.000	19.000
HHI	15770	0.046	0.031	0.012	0.041	0.265
Stime	15770	10.330	5.487	2.003	10.064	25.074
First	15770	0.363	0.154	0.091	0.345	0.764
State	15770	0.534	0.499	0.000	1.000	1.000
Polic	15770	0.374	0.484	0.000	0.000	1.000
GDP	15770	6881.253	6402.955	109.343	4428.262	23567.699

(二) 回归结果分析^①

本文通过面板固定效应模型验证假设,并对标准误进行修正从而控制数据之间可能存在的异方差、截面、序列相关等问题。本文使用的统计软件为 STATA13.0。表 3 报告了本文主回归的结果。回归(1)~(6)分别以上文构建的 6 个不同企业投资表征变量作为因变量,自变量为对应的行业投资变量。可以看到,在所有回归中,行业投资的系数均为正,并且至少在 5% 的显著性水平上显著。这说明我国上市公司在进行投资决策时存在向行业一般水平看齐的跟随型同群效应。前期研究已经对这一现象进行了探讨,观点包括代理冲突^[1]、投资机会趋同^[32]等。

本文重点关注的是官员激励作用下,辖区内企业投资行为会受到何种影响。这一结果主要体现在交乘项的系数上。从表 3 可以看到,六个回归中,行业投资(I^{ind})与官员激励(Promo)的交乘项系数均显著为负。这一结果意味着,考虑官员激励,激励越强地区的企业,其投资过程中向行业一般水平趋近的跟随型同群效应越弱。本文假设 1 得到了经验证据的支持。这说明官员激励对企业投资同群效应的影响并非基于企业获取投资合法性需求产生,更多的是基于地方政府对稀缺资源强有力控制背景下企业为获取基于隐性契约关系的寻租收益而产生。由于官员激励的存在,地方政府希望辖区内企业进行更多投资以拉动地方经济增长,企业为了获得或者巩固与政府之间的隐性契约关系,会积极响应政府号召以期获得更多收益,这使得企业投资更可能减少向行业一般投资水平趋近的同群效应而寻求其他投资方式。

另外可以看到,官员激励变量(Promo)与企业投资水平在所有回归中均显著正相关。这说明地方官员激励越强,企业会进行越多投资。这在一定程度上解释了企业投资跟随型同群效应减弱的原

因:在官员激励影响下,企业减少了对行业一般水平的跟从,进行了更多投资。

表 3 官员激励与企业投资跟随型同群效应

变量	(1) I ₁	(2) I ₂	(3) I ₃	(4) I ₄	(5) I ₅	(6) I ₆
I ₁ ^{ind}	0.075 ** (2.34)					
I ₁ ^{ind} × Promo	-0.032 * (-1.72)					
I ₂ ^{ind}		0.053 *** (4.43)				
I ₂ ^{ind} × Promo		-0.026 *** (-7.26)				
I ₃ ^{ind}			0.309 *** (3.12)			
I ₃ ^{ind} × Promo			-0.139 *** (-4.31)			
I ₄ ^{ind}				0.343 *** (4.25)		
I ₄ ^{ind} × Promo				-0.125 *** (-4.84)		
I ₅ ^{ind}					0.284 *** (3.17)	
I ₅ ^{ind} × Promo					-0.144 *** (-6.14)	
I ₆ ^{ind}						0.323 *** (3.87)
I ₆ ^{ind} × Promo						-0.130 *** (-5.82)
Promo	0.004 *** (2.79)	0.010 *** (8.02)	0.004 * (1.75)	0.011 *** (5.80)	0.004 ** (2.00)	0.012 *** (6.26)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-1.215 *** (-7.32)	-1.141 *** (-5.69)	-0.158 *** (-3.24)	-0.431 *** (-6.53)	-0.152 *** (-3.39)	-0.388 *** (-6.08)
N	15770	15770	15770	15770	15770	15770
R ²	0.175	0.598	0.069	0.110	0.078	0.112
F	2393.324	3175.765	2827.244	5946.563	1005.901	2820.124
P	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注:括号内数据为回归系数对应的 t 统计量; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。下表同。

(三)进一步研究

1.官员激励与企业投资追赶型同群效应

官员激励会降低企业投资向一般水平靠拢的跟随型同群效应,基于晋升锦标赛的理论框架,地方政府官员为了获得升迁,需要通过企业投资活动拉动地方经济增长。那么,企业投资行为在官员激励的影响下会表现出其他什么特征?主回归结果显示官员激励增加了其投资规模,企业究竟会将投资规模确定在何种范围之内以更好满足地方官员需求?

本文认为,在地方政府干预压力下,企业进行决策时会全面考虑付出与回报之间的关系。收益与成本之间的权衡点在于行业中其他企业的投资表现。固定资产投资一般具有金额大、回收期长等特点,一味地增加投资规模会破坏企业正常经营活动,进而对企业产生不利影响。具有理性经济特征的企业应该会以可比范围内的其他企业为参照,选择行业中的佼佼者作为投资金额的标杆进行投资,从而达到满足政府要求与减少自身成本的目的。这反映了企业基于建立或维系与政府之间的隐性契约关系的权变性内在逻辑,具体表现为,在官员激励影响下,企业投资行为可能存在向行业投资最大值

靠拢的追赶型同群效应。这种效应是否真实存在,本文下面进行探讨。

本部分通过构造企业投资追赶型同群效应指标(PB)进行检验,其计算公式为企业投资与行业中投资最大之差的绝对值。这是一个反向指标,其数值越小,说明企业投资与行业中投资最大值之间的差距越小,也即企业投资活动与行业标杆的同群效应越明显,反之则反是。这里以上文定义的六个企业投资指标以及对应的企业投资行业最大值指标测度了六个企业投资追赶型同群效应指标,并以此作为因变量进行回归。回归的自变量为地方官员激励变量(Promo),其他控制变量不变,回归结果列示于表4。从表4可以看到,在所有回归中,官员激励变量(Promo)与PB变量均显著负向相关,官员激励越强,PB指标越小,也即企业投资与行业投资最大值之间的差距越小。这意味着,官员激励增加了企业投资与行业投资最大值之间的趋近程度。在官员激励较强的地区,企业投资更多会向行业投资最多的企业看齐。这种决策既可以达到政府期望又可以控制成本,具有权变性的最优化特征。

表4 官员激励与企业投资追赶型同群效应

变量	(1) PB ₁	(2) PB ₂	(3) PB ₃	(4) PB ₄	(5) PB ₅	(6) PB ₆
Promo	-0.514 *** (-2.67)	-0.513 *** (-2.69)	-0.518 ** (-2.23)	-0.034 * (-1.69)	-0.044 ** (-1.97)	-0.040 * (-1.86)
Size	-0.225 *** (-2.63)	-0.226 *** (-2.68)	-0.225 (-1.42)	-0.033 ** (-2.26)	-0.016 (-1.22)	-0.028 * (-1.83)
Roa	0.359 (0.79)	0.391 (0.86)	-2.561 *** (-2.78)	-0.089 (-1.02)	-0.078 (-0.82)	-0.128 (-1.51)
Tobin Q	0.022 (0.34)	0.015 (0.24)	-0.132 ** (-2.55)	-0.003 (-0.72)	0.000 ^② (0.06)	-0.002 (-0.61)
Lev	0.356 (0.99)	0.354 (0.99)	-0.409 (-0.76)	-0.015 (-0.38)	-0.004 (-0.08)	-0.021 (-0.44)
Growth	-0.054 *** (-3.14)	-0.055 *** (-3.08)	-0.046 (-1.13)	-0.005 ** (-2.53)	-0.007 *** (-3.45)	-0.006 *** (-2.79)
Ocf	-0.339 (-1.15)	-0.346 (-1.20)	-0.514 * (-1.70)	-0.099 *** (-3.02)	-0.093 ** (-2.52)	-0.097 *** (-2.86)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	6.544 * (1.95)	7.006 ** (2.12)	10.135 ** (2.38)	1.256 *** (2.87)	0.861 ** (2.15)	1.152 *** (2.59)
N	15770	15770	15770	15770	15770	15770
R ²	0.103	0.102	0.094	0.080	0.077	0.081
F	1849.241	1294.828	48.989	477.715	266.276	89.194
P	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

2.企业投资追赶型同群效应与过度投资

上文结论表明,官员激励会对企业投资行为产生较大影响。官员激励强的地区,企业投资的跟随型同群效应减弱而表现出更多的追赶型同群效应。这种追赶型同群效应对地方政府而言可以快速拉动经济增长,带动就业,帮助地方官员达到晋升要求。但对于企业自身来说,虽然可以在一定程度上获取短期隐性收益,但是长期来看盲目投资扩张却未必是实现企业价值最大化的最优选择,这里从企业过度投资的角度进行探讨。过度投资变量参考 Richardson(2006)的研究思路进行计算^[33]。对应不同的企业投资指标,本文获得六个企业过度投资量化指标。

考察企业投资追赶型同群效应与过度投资之间关系的回归结果列于表5。表5中因变量为企业过度投资指标(Over),自变量为企业投资追赶型同群效应测度变量PB。由表5可以看到,追赶型同群效应变量与过度投资变量在5个回归中几乎均显著负相关。由于PB指标为反向指标,研究结果表明,企业追赶型同群效应越强,其投资行为越具有过度投资特征,这反映了政府对企业干预导致的企业投资效率损失。结合上文结论可以认为,官员激励导致的企业投资追赶型同群效应在企业层面造成了过度投资现象。

表 5

企业投资追赶型同群效应与过度投资

变量	(1) Over ₁	(2) Over ₂	(3) Over ₃	(4) Over ₄	(5) Over ₅	(6) Over ₆
PB ₁	-0.000 ** (-2.23)					
PB ₂		-0.000 (-1.38)				
PB ₃			-0.000 *** (-4.42)			
PB ₄				-0.006 *** (-3.03)		
PB ₅					-0.004 ** (-2.36)	
PB ₆						-0.005 *** (-3.42)
Size	0.084 *** (9.21)	0.091 *** (6.04)	0.013 *** (5.12)	0.025 *** (6.60)	0.016 *** (4.01)	0.025 *** (4.99)
Roa	-0.053 (-1.51)	0.061 ** (2.09)	0.035 *** (2.98)	0.027 *** (3.25)	0.022 (1.61)	0.027 *** (2.81)
Tobin Q	0.009 *** (3.11)	0.010 *** (4.02)	0.004 *** (3.65)	0.004 *** (2.93)	0.003 *** (3.40)	0.004 ** (2.37)
Lev	0.025 (1.04)	-0.006 (-0.20)	-0.001 (-0.09)	0.000 (0.02)	0.001 (0.12)	0.004 (0.48)
Growth	0.012 *** (6.98)	0.017 *** (6.27)	0.004 *** (5.26)	0.005 *** (3.97)	0.004 *** (5.03)	0.005 *** (3.93)
Ocf	0.003 (1.33)	-0.003 (-0.77)	0.019 *** (4.88)	0.022 *** (5.00)	0.014 *** (3.97)	0.022 *** (3.55)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
截距项	-1.700 *** (-9.06)	-1.910 *** (-6.10)	-0.190 *** (-3.46)	-0.427 *** (-5.34)	-0.227 *** (-2.66)	-0.418 *** (-4.11)
N	4318	5350	5340	4677	5180	4548
R ²	0.187	0.201	0.077	0.104	0.088	0.110
F	3387.180	7552.122	472.212	31.673	535.073	166.501
P	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

3. 官员激励与信贷配给

企业投资是企业利用投资机会进行资源配置的过程,对企业实现既定经营目标,完成股东价值最大化的使命具有重要作用。理论上讲,企业投资行为应当具有企业层面的异质性,为何官员激励能够左右企业投资行为? 本文认为,投资行为是一项耗费资源的活动,地方官员之所以可以左右企业的投资行为,是因为在官员激励动机下,当地企业获得了更多的投资资源。赵静和陈晓(2016)指出,地方政府能够干预金融资源配置过程,并且不必承担其行为导致的外部成本,这就使得以 GDP 增长为考核指标的地方政府官员倾向于利用信贷资源支持本地企业投资^[34]。因此,这里从企业获得的银行借款的角度进行探讨。具体而言,本文考察了企业获得的借款总额(Credit)、短期借款(Short)和长期借款(Long)是否受到官员激励的影响。

回归结果列于表 6。由表 6 可以看到,企业获得的银行借款总额与官员激励显著正相关。这说明在官员激励动机影响下,银行向企业进行了更多的信贷供给,这是企业得以进行更多投资从而偏离行业一般水平而向最高水平靠拢的资源前提。对信贷配给的细分回归结果表明,企业获得了更多的长期借款。由于投资活动具有周期长的特征,长期借款的配给将有效缓解企业融资约束,促进其扩大投资规模。

(四) 稳健性检验

为了验证研究结论的稳健性,本文进行了如下稳健性检验^③：

表 6 官员激励与信贷配给

变量	(1)	(2)	(3)
	Credit	Short	Long
Promo	0.012 *** (2.58)	-0.001 (-0.40)	0.015 *** (4.66)
Size	0.255 *** (43.87)	0.105 *** (27.30)	0.140 *** (36.45)
Roa	-0.715 *** (-15.22)	-0.536 *** (-20.51)	-0.103 *** (-3.62)
Tobin Q	-0.003 (-1.48)	-0.003 *** (-3.06)	-0.001 ** (-2.15)
Growth	0.021 *** (8.12)	0.009 *** (16.19)	0.011 *** (9.17)
Ocf	-0.174 *** (-17.27)	-0.075 *** (-14.50)	-0.102 *** (-20.53)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
截距项	-5.211 *** (-22.89)	-1.799 *** (-23.03)	-3.219 *** (-18.30)
N	12701	12743	12701
R ²	0.158	0.120	0.124
F	4866.953	948.198	520.855
P	0.000	0.000	0.000

第一,上文在进行官员激励对企业投资同群效应影响的检验时,行业投资采用包含企业自身投资在内的行业均值,这里将企业自身投资从行业投资中剔除,采用不包含企业自身投资水平的行业投资进行验证,研究结论未发生根本性改变。

第二,使用企业投资跟随型同群效应指标 PE 作为因变量,官员激励指标 Promo 作为自变量进行回归,考察官员激励对企业投资跟随型同群效应的影响,研究结论未发生根本性改变。

第三,参考窦欢等(2014)的研究^[35],利用企业销售收入增长率与企业投资进行回归所得残差衡量企业过度投资,进而考察企业追赶型同群效应与过度投资间的关系,研究结论未发生根本性改变。

第四,改变官员激励的衡量指标,分别以经济增长指标(GDP 增长率)构造的虚拟变量和地方政府官员任期构造的虚拟变量进行所有模型的回归,研究结论未发生根本性改变。

五、研究结论与启示

中国具有经济分权而政治集权的制度特征,在这一背景下,中央或上级掌控地方官员晋升的决断权,地方官员有动机利用辖区内资源推动经济增长以满足升迁条件。在这个过程中必然存

在地方政府对企业的干预,本文基于晋升锦标赛理论选择中国上市公司 2002~2015 年数据,从同群效应的角度对企业投资行为进行探讨,并且考察了官员激励对此产生的影响。

研究结果表明,我国上市公司在投资过程中存在与行业一般投资水平保持一致的跟随型同群效应,但是官员激励会对这种企业投资行为产生影响。官员激励越强,企业投资向行业投资一般水平趋近的跟随型同群效应越弱。进一步研究发现,官员激励加剧了企业向行业投资最大值趋近的追赶型同群效应。最终从企业层面来看,投资过度非效率行为由此产生,本文认为这一现象出现的资源基础在于官员激励较强地区的企业获得了更多的信贷配给。

地方政府的使命应该是尽可能地为企业发展提供良好的环境与制度保障,促进企业发展从而带动当地人民生活质量提高,结合本文研究结论可知,官员在晋升激励动机下对企业的干预是企业投资跟随型同群效应减弱、企业投资追赶型同群效应增强的重要原因,而不同形式的同群效应恰恰反映了企业对地方政府干预的权变性应对过程,这种现象加剧了企业的过度投资。这意味着,应对“唯 GDP 论英雄”的干部晋升体制进行改革。新时代的中国经济已经得到了长足发展,经济建设由追求规模转变为追求质量。由此,干部晋升体制的考核标准应更加偏向于满足人民群众生活质量的提升。另外,本文研究结论表明,地方政府官员在晋升激励动机下对企业投资活动的干预并非凭空产生,在这一过程中地方政府会通过向企业提供其投资所必需的资源,其中来自银行体系的信贷配给就是一个重要方面,而地方政府可以干预银行体系的信贷配给过程从而造成了企业软预算约束现象。因此,完善金融体系制度建设,加强银行系统独立性,使其能够通过市场化途径识别企业需求并进行资金配给是当前应重点解决的问题。

注释:

①限于篇幅,本文对表 3 至表 6 中控制变量的回归结果进行了删减,如有兴趣欢迎来信索取。

②这里回归系数为零是数据报告时取三位有效数字导致,其真实数值并非为零。后文各表情况相同。

③限于篇幅,本文未报告稳健性检验回归结果,如有兴趣欢迎来信索取。

参考文献:

[1] 方军雄.企业投资决策趋同:羊群效应抑或“潮涌现象”? [J].财经研究,2012,(11):92—102.

- [2] 张敦力,江新峰.管理者能力与企业投资羊群行为:基于薪酬公平的调节作用[J].会计研究,2015,(8):41—48.
- [3] 张敦力,江新峰.管理者权力、产权性质与企业投资同群效应[J].中南财经政法大学学报,2016,(5):82—90.
- [4] 杨兴全,张丽平,吴昊旻.市场化进程、管理层权力与公司现金持有[J].南开管理评论,2014,17(2):34—45.
- [5] 李凤羽,杨墨竹.经济政策不确定性会抑制企业投资吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].金融研究,2015,(4):115—129.
- [6] 徐现祥,王贤彬.晋升激励与经济增长:来自中国省级官员的证据[J].世界经济,2010,33(2):15—36.
- [7] 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(季刊),2014,13(4):1415—1436.
- [8] 石柱峰.地方政府干预与企业投资的同伴效应[J].财经研究,2015,(12):84—94.
- [9] Soedarmono, W. Bank Competition, Institution and Economic Development: Evidence from Asia during 1999—2007[J]. Economics Bulletin, 2010, 30(3): 2119—2133.
- [10] Allen, F., Qian, J., Qian, M. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57—116.
- [11] Porta, R. L., Lopezdesilanes, F., Shleifer, A., et al. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113—1155.
- [12] Levine, R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? [J]. Journal of Financial Intermediation, 2002, 11(4): 398—428.
- [13] 周黎安.晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J].经济研究,2004,(6):33—40.
- [14] 王媛.官员任期、标尺竞争与公共品投资[J].财贸经济,2016,(10):45—58.
- [15] Tsui, K., Wang, Y. Q. Between Separate Stoves and a Single Menu: Fiscal Decentralization in China[J]. China Quarterly, 2004, (177): 71—90.
- [16] 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.
- [17] 张晏,夏纪军,张文瑾.自上而下的标尺竞争与中国省级政府公共支出溢出效应差异[J].浙江社会科学,2010,(12):20—26.
- [18] Li, H., Zhou, L. A. Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China[J]. Journal of Public Economics, 2005, 89(9—10): 1743—1762.
- [19] Fan, P. H., Huang, J., Morck, R., et al. The Visible Hand behind China's Growth[Z]. The Chinese University of Hong Kong Working Paper, 2011.
- [20] 支晓强,胡聪慧,吴偲立,刘玉珍.现金分红迎合了投资者吗——来自交易行为的证据[J].金融研究,2014,(5):143—161.
- [21] 沈艺峰,陈旋.无绩效考核下外部独立董事薪酬的决定[J].南开管理评论,2016,19(2):4—18.
- [22] Li, V. Do False Financial Statements Distort Peer Firms' Decisions[J]. The Accounting Review, 2016, 91(1): 251—278.
- [23] 潘敏,朱迪星.企业的投资决策在迎合市场情绪吗?——来自我国上市公司的经验证据[J].经济管理,2010,32(11):124—131.
- [24] 肖虹,曲晓辉.R&D投资迎合行为:理性迎合渠道与股权融资渠道?——基于中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2012,(2):42—49.
- [25] 朱朝晖.投资者情绪与上市公司投资决策——基于迎合渠道的研究[J].商业经济与管理,2013,(6):60—67.
- [26] Leary, M. T., Roberts, M. R. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy[J]. The Journal of Finance, 2014, 69(1): 139—178.
- [27] 步丹璐,黄杰.企业寻租与政府的利益输送——基于京东方的案例分析[J].中国工业经济,2013,(6):135—147.
- [28] 罗宏,曾永良,宛玲羽.薪酬攀比、盈余管理与高管薪酬操纵[J].南开管理评论,2016,19(2):19—31.
- [29] Knyazeva, A., Knyazeva, D., Morck, R. Comovement in Investment[Z]. University of Rochester Working Paper, 2008.
- [30] 江轩宇,许年行.企业过度投资与股价崩盘风险[J].金融研究,2015,(8):141—158.
- [31] 徐业坤,李维安.政绩推动、政治关联与民营企业投资扩张[J].经济理论与经济管理,2016,(5):5—22.
- [32] 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.
- [33] Richardson, S. Over-Investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2): 159—189.
- [34] 赵静,陈晓.货币政策、制度环境与企业投资结构[J].科研管理,2016,37(9):123—135.
- [35] 窦欢,张会丽,陆正飞.企业集团、大股东监督与过度投资[J].管理世界,2014,(7):134—143.

(责任编辑:胡浩志)