

doi: 10.16299/j.1009-6116.2017.01.008

引用格式: 徐 震, 黄健柏, 郭尧琦. 政府补贴、企业属性与过度投资——基于中国 A 股上市企业的实证研究[J]. 北京工商大学学报(社会科学版) 2017, 32(1): 73-84.

XU Zhen, HUANG Jianbai, GUO Yaoqi. Government subsidies, enterprises' property and over-investment——An Empirical Research Based on the Data of China's A-share Listed Companies [J]. Journal of Beijing Technology and Business University (Social Sciences), 2017, 32(1): 73-84.

政府补贴、企业属性与过度投资 ——基于中国 A 股上市企业的实证研究

徐 震¹, 黄健柏^{1 2}, 郭尧琦³

(1. 中南大学 商学院, 湖南 长沙 410083; 2. 中南大学 金属资源战略研究院, 湖南 长沙 410083;

3. 中南大学 数学与统计学院, 湖南 长沙 410083)

摘 要: 文章探讨了政府补贴对于不同亏损情况和所有制属性企业过度投资行为的影响。利用 2000—2015 年中国 A 股制造业上市企业数据, 研究发现政府补贴对于企业过度投资具有显著的推动作用。这种推动作用对于不同亏损情况和所有制属性的企业存在差异。与亏损企业相比, 政府补贴对于未亏损企业过度投资的促进效应更为显著。进一步考虑企业所有制属性发现, 政府补贴对于未亏损民营企业的过度投资的促进效应最强, 其次是未亏损国有企业, 再次是亏损民营企业, 而政府补贴对亏损国有企业的过度投资的促进效应最弱。研究结论对我国企业过度投资的治理具有一定的启示意义。

关键词: 政府补贴; 过度投资; 亏损情况; 政策性负担; 目标管理

中图分类号: F425 **文献标志码:** A **文章编号:** 1009-6116(2017)01-0073-12

引 言

自 2012 年开始, 中国经济从过去 30 多年平均 10% 左右的高速增长转为中高速增长, 呈现出经济新常态。实现中国经济结构的优化升级, 从过去的投资驱动、要素驱动向创新驱动转型, 是经济增长新阶段的重要任务。长期以来, 中国经济增长主要依赖固定资产投资拉动, 即依靠扩大投资规模来促进经济快速增长。中国地方政府在地方经济发展的过程中发挥着重要作用, 承担着政策制定、公共事务管理、公共产品供给等职能, 地方政府的有效参与和适度干预是地方经济健康发

展的重要保证。然而, 在地方经济发展的过程中, 地方政府在行为模式和路径选择上存在诸多问题。许多地区片面地追求 GDP 增长而忽视了地方经济发展质量, 地方政府在推动地方经济发展的过程中直接参与到具体的招商引资活动中, 通过向企业提供投资补贴来吸引企业扩大投资规模, 以推动 GDP 快速增长。

在招商引资谈判中, 地方政府开出的投资补贴政策包括提供政府补贴、低价工业用地、减免返还税收以及放松劳工、环保标准等, 这不仅扭曲了市场环境, 更加剧了地方资源和环境压力, 造成了

收稿日期: 2016-09-20

基金项目: 国家社会科学基金重大项目“产能过剩矛盾突出的行业发展趋势和调整化解对策研究”(13&ZD024); 中南大学博士研究生自主探索创新项目“政府干预、工业用地价格扭曲与企业过度投资”(2014zzts008)。

作者简介: 徐 震(1987—), 男, 江西九江人, 中南大学商学院金属资源战略研究院博士研究生, 研究方向为产业经济学;

黄健柏(1954—), 男, 湖南临武人, 中南大学商学院金属资源战略研究院教授, 博士, 博士生导师, 中南大学金属资源研究院院长, 研究方向为产业经济学;

郭尧琦(1982—), 男, 河南焦作人, 中南大学数学与统计学院金属资源战略研究院讲师, 博士, 研究方向为产业经济学。

低水平重复建设和过度投资问题,在经济社会发展和资源环境保护上不具备可持续性。据 WIND 统计数据显示,2015 年 2 807 家 A 股上市企业中有 2 701 家获得了共计 1 191.75 亿元的政府补贴,政府补贴的覆盖率达到 96%,每家企业的政府补贴平均值为 4 412.26 万元,向企业提供政府补贴以换取企业扩大投资规模是地方政府干预企业投资行为的重要手段。为此,研究企业获得的政府补贴对其过度投资行为的影响,对于规范在经济新常态下地方政府的职能定位和行为模式,具有重要的理论价值和现实意义。

许多学者关注政府补贴对企业投资行为的影响,进行了大量深入研究。例如,Tzelepis & Skuras^[1]利用 1982—1996 年希腊食品饮料行业企业面板数据研究了政府补贴对企业绩效的影响,发现政府补贴可以缓解自由现金流不足而造成的流动性压力,从而促进企业投资。Feldman & Kelley^[2]发现与没有获得政府补贴的企业相比,获得政府补贴的企业可以获得更多其他来源的融资。政府补贴能够向其他投资者传递该项目非常具有投资价值的信号,从而吸引投资者进入。江飞涛、曹建海^[3]、江飞涛等^[4]、耿强等^[5]深入到微观企业层面分析认为,低价出让工业用地、牺牲环境和帮助企业获取金融资源实质上对企业产生了补贴效应,造成企业自有投资比例过低,导致企业投资成本外部化和风险外部化,进而扭曲了企业投资行为,导致企业过度投资。刘媛媛、马建利^[6]指出,中央政府和地方政府为了实现经济增长、促进就业等政府目标而向国有企业提供巨额政府补贴,进而干预企业投资行为,造成了国有企业的非效率投资。黄健柏等^[7]利用 1998—2007 年中国工业企业数据,发现工业用地价格扭曲会对企业造成补贴效应,会促进企业过度投资,并发现这种促进作用对于不同所有制属性和行业属性企业存在差异。李传宪^[8]以 2008—2011 年中国沪深 A 股扭亏为盈的上市企业数据为样本,研究发现通过政府补贴来扭转企业亏损,会导致企业投资规模扩大,造成企业过度投资。基于 2010—2012 年中国新能源上市企业数据,魏志华等^[9]发现政府补贴对能源类上市企业的经营业绩和市场回报率均不存在显著的促进作用,但会使民营上市企业高管的薪酬提升。基于 2008—2013 年中

国新能源上市企业数据,吴春雅、吴照云^[10]发现 3/4 的新能源上市企业存在不同程度的过度投资问题,政府补贴在一定程度上造成了新能源上市企业的过度投资。基于 2010—2014 年中国新能源上市企业数据,唐安宝、李凤云^[11]利用异质性双边随机前沿模型的定量估计,分析融资约束和政府补贴对新能源企业投资效率的双边效应和净效应,发现政府补贴能够缓解新能源企业由于融资约束导致的投资不足,政府补贴对企业投资效率的正向效应能够平滑融资约束的负效应,但不能完全正负抵消,仍存在一定程度的投资不足,同时有 1/4 的企业存在过度投资问题。

可以发现,现有文献在理论分析方面偏重于整个宏观层面,而实证研究则集中在新能源企业等个别行业企业,而围绕大工业或者制造业上市企业为研究样本的工作较少,而且政府补贴对不同亏损情况和所有制属性企业的影响也会存在差异,有必要进一步分析。为此,本文从制度层面分析了政府补贴对不同亏损情况和所有制属性企业过度投资的影响机制。在此基础上,利用 2000—2015 年中国 A 股制造业上市企业数据,考察政府补贴与不同亏损情况和所有制属性企业过度投资行为的关系,并提供经验性证据。

一、理论分析与研究假设

(一) 政府补贴与企业过度投资

美国管理学家 Drucker 于 1954 年在其著作《管理实践》中首次提出“目标管理”的概念,第一次建立起“目标管理”的理论体系,并将该理论推广和应用到了实际的组织管理工作之中。Drucker 建立的目标管理理论主要包含两个观点:一是强调管理的目标导向,即在工作中管理者必须以整个企业的目标为中心导向来对组织实施管理,管理者所取得的成果由他们的工作对实现企业目标所产生的贡献大小来衡量;二是强调员工的自我控制,即员工能够以自我控制、自我评定的管理方式来取代强制性的外部管理,目标管理能够把企业需求转化为员工个人目标^[12]。20 世纪 80 年代以来,通过对国外的借鉴以及在国内的试点、推广、巩固与完善,中国地方政府的党政机关中已经逐步建立起一套具有中国特色的目标管理体系,称之为“目标管理责任制”。所谓“目标管理责任制”是指为了实现上级党政组织所确立的行政总

目标,在下属的各级党政组织之间逐级进行目标的分解和细化,并在上下级党政组织之间形成一套目标责任制指标体系,并据此来对各级党政组织进行考评和奖惩,以此引导和激励各级党政组织朝着行政总目标共同努力,以求获取预期行政总目标最优效益的管理方法。

党的十一届三中全会以来,在以经济建设为中心的战略思想的指导下,中国经济取得了飞速的发展。在这个过程中,通过建立以经济发展量化指标为主要内容的目标管理责任制,使得地方官员的升迁与经济量化指标的完成情况产生了直接关系,这使得地方政府具有极大的动力直接干预地方经济的发展,从而更好地完成经济发展量化指标。上级地方政府通过将经济发展量化指标,比如税收数额、固定资产投资额、招商引资金额、解决就业人数等指标,逐级下达,层层加码,由市县到乡镇,最终将这些指标通过招商引资的方式落实到了每个企业身上。地方政府通过投资补贴政策使企业获得经济利益,而企业作为回报,为推动当地经济发展、解决当地就业问题扩大投资规模,从而顺利完成地方政府目标管理指标体系中划定的量化目标。具体来看,为了吸引本地企业扩大投资和外来企业入驻投资,地方政府直接参与招商引资项目的协商、谈判和最终的敲定,在招商引资活动中直接发挥了主体作用。在招商引资谈判中,地方政府开出的投资补贴政策包括给予政府补贴、低价工业用地、减免返还税收以及放松劳工、环保标准等,这不仅扭曲了市场环境,更加剧了地方资源和环境压力,造成了低水平重复建设和过度投资问题,在经济社会发展和资源环境保护上不具备可持续性。

按照新古典投资理论,从企业股东价值最大化的目标出发,企业在投资决策分析时会根据净现值来选择投资项目,如果将企业可投资项目依据净现值进行降序排列,那么企业的投资决策点将定位于净现值为0的地方,即企业会选择所有净现值大于零的优质项目进行投资,以尽可能为股东创造价值^[13]。Myers^[14]、Myers & Majluf^[15]基于信息不对称理论来分析股价高估对上市企业过度投资的影响机制时指出,企业内部管理者与外部投资者之间关于企业所投资项目预期实现的现金流收益存在信息不对称,外部投资者可能会高

估企业为投资项目所发行的股票价值。Narayanan^[16]、Heinkel & Zechner^[17]认为,若股票价值高估所获得的收益可以弥补投资于净现值小于零的项目所产生的亏损,则企业存在一个为负值的净现值投资决策点,所有净现值大于该决策点的项目均会被接受,从而造成企业过度投资。本文中,政府向企业提供的政府补贴也会弥补投资于净现值小于零的项目所造成的亏损,且企业获得的政府补贴越多,此时企业可投资的净现值小于零的项目则越多,企业的净现值投资决策点就向负方向继续推移,即企业过度投资的程度会更高。据此,本文提出如下假设:

假设1:在其他条件一定的情况下,企业获得的政府补贴越多,企业过度投资的程度越高。

(二) 政府补贴、企业盈亏与企业过度投资

对于上市企业的政府补贴问题,必须考虑到政府向企业提供政府补贴的真实目的和政府补贴的用途,不能将企业获得的政府补贴一概视为政府对企业的投资补贴。对于政府向上市企业提供的政府补贴,其中很大一部分是用于实现亏损上市企业的保壳目的。根据现行的《中华人民共和国证券法》规定,上市企业连续两年亏损将被交易所实施退市风险警示的特别处理,企业被标志成*ST;连续三年亏损将强制退市。在正式实行股票发行注册制之前,中国采取的股票发行审批制使得企业上市资格成为一种非常稀缺的资源,地方政府纷纷使用政府补贴等手段强行救助亏损的上市企业,以增加其利润,从而避免出现连续亏损的情形。据WIND统计数据显示,2015年,获得政府补贴达到1亿元以上的上市企业共计195家,其中有66家企业的扣除非经常性损益后净利润为负,在获得政府补贴后有40家企业实现了账面上的盈利。地方政府之所以愿意不惜代价向业绩不佳的上市企业提供巨额政府补贴,以实现保壳的目的,究其主要原因有两点:其一,上市企业为当地政府带来长期稳定的税收和就业保证;其二,一个地区的上市企业数量被用来衡量地区的经济发展水平,已经与地方政府的政绩和形象直接挂钩。所以,出于经济和政治利益的驱动,地方政府会对亏损上市企业进行政府补贴,以保住上市企业“壳资源”。

企业是否亏损会对企业投资决策过程产生显

著影响。对于扣除非经常性损益后的净利润为负的企业而言,企业管理层的首要目标是防止企业因为经营不当而再次陷入亏损,即使在存在企业转型困难或行业不景气的情况下,也要尽量减少亏损。除了努力降低企业运营管理成本之外,亏损企业在投资方向和规模上会相对更加谨慎。亏损企业在获得政府补贴后进行投资选择时会更加注重投资收益及风险的分析,选择净现值大于零的优质项目。因此,与亏损企业相比,未亏损企业更容易受政府补贴影响而导致过度投资问题。据此,本文提出如下假设:

假设2:在其他条件一定的情况下,与亏损企业相比,政府补贴对未亏损企业过度投资的促进效应更为显著。

(三) 政府补贴、企业盈亏、所有制属性与企业过度投资

除了帮助亏损企业扭亏为盈以实现保壳之外,政府补贴还有一个重要作用就是帮助缓解国有上市企业的政策性负担。2016年6月30日,国务院国有资产监督管理委员会主任肖亚庆在《国务院关于国有资产管理与体制改革情况的报告》中明确指出,国有企业办社会职能和历史遗留问题仍未完全得到解决,在全国范围内仍存在很多国有企业办社会机构,离退休人员社会化管理、厂办大集体改革等历史遗留问题也较为突出,人员管理和运营费用负担沉重。据统计,目前全国各级国资委监管的国有企业办社会机构约为1.66万个,其中国有企业职工家属区“三供一业”管理机构约为4900个,国有企业因办社会职能每年需承担费用为1400多亿元。中央政府和地方政府为了缓解国有企业承受的政策性负担,长期给予国有企业巨额政府补贴。据WIND统计数据显示,2015年,2807家A股上市企业中有2701家获得了共计1191.75亿元的政府补贴,其中933家为国有控股上市企业,共获得782.77亿元,占政府补贴总额的65.68%。对于国有上市企业而言,从政府所获得的政府补贴资金中的很大一部分将用于对医院、学校和社区等国有企业办社会机构进行费用补贴,而无法全部用于投资新增项目。因此,国有上市企业所获得的政府补贴对过度投资程度的促进作用会相对减弱。

对于民营上市企业来说,地方政府往往和当

地的民营上市企业形成一种长期共谋或者利益联盟的关系。一方面,地方政府可以通过向民营上市企业提供巨额的政府补贴、土地要素资源等使企业获得各种利益,并在这些企业发生危机时为其提供支持;另一方面,民营企业作为回报,为推动本地经济发展、解决本地就业、推进土地城镇化,投资本身缺乏盈利性的项目,从而导致过度投资。民营上市企业的所有制属性决定了其不会像国有上市企业一样过多地承担政策性负担,没有为国有企业所长期困扰的企业办社会问题和冗员问题。与国有上市企业相比,地方政府更多的是以巨额政府补贴为诱导的方式来推动民营上市企业进行投资,所以政府补贴对民营上市企业过度投资的促进作用可能更大。

总体上看,与亏损企业相比,未亏损企业更容易受政府补贴影响而导致过度投资问题;与国有企业相比,民营企业更容易受政府补贴影响而导致过度投资问题。因此,将上述两个特征综合起来看,本文认为,政府补贴对亏损的国有企业过度投资的促进作用最弱,对未亏损的民营企业过度投资的促进作用最强,而对亏损的民营企业和未亏损的国有企业过度投资的促进作用居于两者之间。据此,本文提出如下假设:

假设3a:在其他条件一定的情况下,政府补贴对亏损的国有企业过度投资的促进效应最不显著。

假设3b:在其他条件一定的情况下,政府补贴对未亏损的国有企业和亏损的民营企业的过度投资的促进效应较为显著。

假设3c:在其他条件一定的情况下,政府补贴对未亏损的民营企业过度投资的促进效应最为显著。

二、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文企业数据的样本为2000—2015年中国A股制造业上市公司。本文所用的企业财务数据均来自WIND资讯数据库,剔除了数据存在缺失的样本后,共获得2000—2015年1755家上市企业的15663条记录。同时,为了降低异常值的影响,本文对所有连续变量0.5%的分位数分别进行了Winsorize处理,具体操作方法是小于0.5%和大于99.5%分位数的值分别重新赋值为0.5%和99.5%分位数变量的值。

(二) 企业过度投资的度量

Richardson^[18] 在研究自由现金流对企业过度投资的影响时, 通过估算企业最优投资水平, 并使用企业实际投资水平与该最优投资水平的偏离程度来衡量企业投资效率, 由此建立起企业投资效率度量模型。其具体做法是: 通过将融资约束和投资机会等因素纳入模型来估算企业最优投资水平, 并使用实际投资水平与最优投资水平之间的差值, 即模型方程残差来衡量企业投资效率。如果残差大于零, 那么它就表示过度投资的程度; 如果残差小于零, 那么它就表示投资不足的程度。目前, Richardson 投资效率度量模型被许多学者用于度量企业过度投资程度。例如, 程仲鸣、夏银桂^[19]、俞红海等^[20] 利用 Richardson 模型研究自由现金流对企业过度投资的影响; 唐雪松等^[21]、杜兴强等^[22] 利用该模型研究政府干预对企业过度投资的影响; 王建军、刘红霞^[23] 利用该模型分析了高管团队内部薪酬差距对企业投资效率的影响; 张宏亮、曹丽娟^[24] 利用该模型研究了冗员约束对国有企业投资行为的影响。可见, Richardson 模型作为企业过度投资程度的度量方法, 得到学术界的广泛应用和普遍认可。鉴于此, 本文亦利用 Richardson 投资效率度量模型对中国制造业上市企业的过度投资程度进行度量:

$$\begin{aligned} Invest_t = & \beta_0 + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 LEV_{t-1} + \\ & \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 RET_{t-1} + \beta_5 Age_{t-1} + \\ & \beta_6 Size_{t-1} + \beta_7 Invest_{t-1} + \\ & \sum Indu_i + \sum Year_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

令 $\Delta Invest$ 为模型残差, $OverInv$ 为过度投资程度。这时, 如果 $\Delta Invest \geq 0$, 那么 $OverInv = \Delta Invest$; 如果 $\Delta Invest < 0$, 那么 $OverInv = 0$ 。所以, $OverInv$ 越大, 则表明该企业过度投资的程度越高。模型中 $Invest_t$ 表示 t 年的企业投资水平, 具体计算方法: 投资活动产生的现金流量净额的反数减去固定资产折旧、油气资产折旧、生产性生物资产折旧、无形资产摊销、长期待摊费用摊销之和除以年末总资产。 $Growth_{t-1}$ 为企业的投资机会, 用主营业务收入增长率来表示。此外, LEV_{t-1} 、 $Cash_{t-1}$ 、 RET_{t-1} 、 Age_{t-1} 和 $Size_{t-1}$ 分别表示企业 $t-1$ 年末的资产负债率、现金持有量、股票年收益率、企业上市年龄和企业规模; $Invest_{t-1}$ 表示 $t-1$ 年的企业投资水平。模型还控制了行业

和年份的虚拟变量。文中各变量的具体定义和计算见表 1。

(三) 模型的建立

为了检验假设 1 的正确性, 本文构建了如下 Tobit 模型:

$$OverInv_t = \beta_0 + \beta_1 Subsidy + \sum Control_i + \varepsilon \quad (2)$$

式中 $OverInv_t$ 表示企业过度投资程度, $Subsidy$ 表示企业获得的政府补贴, 使用政府补贴与资产总额的比值来表示。根据现有企业过度投资的理论与实证文献, 本文控制了现金流量 (CFO)、使用经营活动产生的现金流量净额与资产总额的比值来表示; 管理费用率 (ADM)、使用管理费用与营业收入的比值来表示。此外, 本文控制了两职合一 ($Dual$)、第一大股东持股比例 (Top)、资产收益率 (ROA)、贷款比率 ($Debt$)、销售收入 ($Sales$)。模型还控制了行业和年份的虚拟变量。在模型 (2) 中, 本文预期 $\beta_1 > 0$, 即企业获得的政府补贴越多, 则企业过度投资的程度越高。

本文使用 $Loss$ 表示企业亏损情况, 利用企业是否亏损的虚拟变量来表示, 若扣除非经常损益后的净利润小于零, 则被视为亏损企业, 赋值为 1; 若扣除非经常损益后的净利润大于等于零, 则被视为未亏损企业, 赋值为 0。针对假设 2, 本文构建如下 Tobit 模型:

$$\begin{aligned} OverInv_t = & \beta_0 + \beta_1 Subsidy + \beta_2 Subsidy \times Loss + \\ & \sum Control_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

预期 $\beta_1 > 0$ 、 $\beta_2 < 0$, 即与亏损企业相比, 政府补贴对于未亏损企业过度投资的促进效应更为显著。

本文通过企业控股资本的所有制属性来确定企业的所有制属性, 划分为国有企业与民营企业, 并使用虚拟变量 SOE 来表示企业的所有制属性, 若为国有企业, 则赋值为 1; 若为民营企业, 则赋值为 0。综合企业的亏损情况, 进而将全样本划分为亏损国有企业、未亏损国有企业、亏损民营企业、未亏损民营企业这 4 个类型。本文构建如下 Tobit 模型以验证假设 3:

$$\begin{aligned} OverInv_t = & \beta_0 + \beta_1 Subsidy + \\ & \beta_2 Subsidy \times Dum_{SOE=1, Loss=1} + \\ & \beta_3 Subsidy \times Dum_{SOE=0, Loss=1} + \\ & \beta_4 Subsidy \times Dum_{SOE=0, Loss=0} + \sum Control_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (4)$$

表 1 变量定义

符号	变量名称	变量描述
<i>OverInv</i>	过度投资程度	若 Richardson 模型的残差 $\Delta Invest \geq 0$,则取 $\Delta Invest$; 若 $\Delta Invest < 0$,则取 0
<i>Subsidy</i>	政府补贴	政府补贴收入与资产总额的比值
<i>Loss</i>	亏损情况	虚拟变量 若企业净利润小于零 则取 1 否则取 0
<i>Invest</i>	企业投资水平	投资活动产生的净现金流的相反数减去固定资产折旧、生产性生物资产折旧、无形资产摊销、长期待摊费用摊销等之和除以年末总资产
<i>Growth</i>	企业增长机会	营业收入增长率
<i>LEV</i>	资产负债率	负债总额除以资产总额
<i>Cash</i>	现金持有量	货币资金与交易性金融资产之和除以资产总额
<i>RET</i>	股票年收益率	上一年 5 月到本年度 4 月经市场调整后的、以月度计算的股票年度回报率
<i>Age</i>	企业上市年龄	企业已上市的年数
<i>Size</i>	企业规模	资产总额的自然对数
<i>CFO</i>	现金流量	经营活动产生的现金流量净额与资产总额的比值。
<i>ADM</i>	管理费用率	管理费用与营业收入的比值
<i>Dual</i>	两职合一	若董事长与总经理为同一人 则赋值为 1 否则赋值为 0
<i>Top</i>	第一大股东持股比例	企业第一大股东的持股比例
<i>ROA</i>	资产收益	总资产收益率
<i>Debt</i>	贷款比率	短期借款、一年内到期的长期借款、非流动负债之和除以资产总额
<i>Sales</i>	销售收入	营业收入除以资产总额
<i>SOE</i>	是否为国有企业的虚拟变量	若企业由国有资本控股 则为国有企业 并赋值为 1; 若企业由民营资本控股 则为民营企业 并赋值为 0
<i>Dum_{SOE=1 Loss=1}</i>	虚拟变量	$SOE = 1$ $Loss = 1$ 表示亏损国有企业 赋值为 1 否则赋值为 0
<i>Dum_{SOE=0 Loss=1}</i>	虚拟变量	$SOE = 0$ $Loss = 1$ 表示亏损民营企业 赋值为 1 否则赋值为 0
<i>Dum_{SOE=0 Loss=0}</i>	虚拟变量	$SOE = 0$ $Loss = 0$ 表示未亏损民营企业 赋值为 1 否则赋值为 0
<i>Indu_i</i>	行业虚拟变量	按照证监会二位数行业分类标准 共取 29 个行业虚拟变量
<i>Year_i</i>	年份虚拟变量	控制不同年份宏观经济因素的影响 共取 15 个年份虚拟变量

预期 $\beta_1 > 0$ $\beta_2 < 0$ β_3 不确定 $\beta_4 > 0$,即与未亏损国有企业相比 ,政府补贴对亏损国有企业过度投资的促进效应更不显著 ,对亏损民营企业过度投资的促进效应基本相当 ,对未亏损民营企业过度投资的促进效应更为显著。

(四) 企业合理投资水平估算结果

基于模型 (1) 对企业合理投资水平进行估算 ,得到回归结果如表 2。从表 2 可以看到 ,企业投资机会 ($Growth_{t-1}$)、现金持有量 ($Cash_{t-1}$)、股票年收益率 (RET_{t-1})、企业投资水平 ($Invest_{t-1}$) 的估计系数是正值 ,且在 1% 水平上显著 ,资产负

债率 (LEV_{t-1}) 和企业年龄 (Age_{t-1}) 的估计系数是负值 ,且在 1% 水平上显著 ,这与现有的文献研究结论是一致的^[25-27]。

(五) 描述性统计分析

OverInv 的 75% 分位数为 0.030 9 ,表明 25% 以上的企业样本存在过度投资问题 ,其均值和标准差分别为 0.025 8 和 0.049 5 ,表明不同企业样本的过度投资程度存在较大差异性。*Subsidy* 的 25% 分位数为 0.000 5 ,表明 75% 以上的企业样本获得了政府补贴 ,其均值和标准差分别为 0.004 4 和 0.006 0 ,这表明不同企业样本获得的政府补贴

表 2 企业合理投资水平估算结果

变量	系数	T 值
$Growth_{t-1}$	0.017 2	9.96 ***
LEV_{t-1}	-0.000 2	-4.51 ***
$Cash_{t-1}$	0.089 6	14.74 ***
RET_{t-1}	0.000 1	3.76 ***
Age_{t-1}	-0.003 0	-21.14 ***
$Size_{t-1}$	0.002 5	3.85 ***
$Invest_{t-1}$	0.244 3	22.95 ***
Constant	-0.009 6	-0.69
$Industry_i/Year_i$		控制
R ²	0.219 2	
样本量	15 663	
F 值	65.71 ***	

注: *、**、***分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

存在较大差异性。 $Loss$ 的均值为 0.196 1,即 19.61% 的企业样本存在亏损。 CFO 的 25% 分位数为 0.005 8,表明 75% 以上的企业具有正的现金流量。 $Dual$ 的 75% 分位数为 1,表明 25% 以上的企业样本为两职合一,即董事长与总经理为同一人。 Top 的均值为 0.380 8,即企业第一大股东的平均持股比例为 38.08%。此外,管理费用率 (ADM)、资产收益率 (ROA)、贷款比率 ($Debt$)、销售收入 ($Sales$) 亦存在一定程度的差异性。

三、实证结果及分析

(一) 相关性分析

本文使用 Pearson 方法估算了主要变量的相关系数,结果显示: $OverInv$ 与 $Subsidy$ 显著正相关,表明在没有控制其他因素的情况下,企业获得的政府补贴越多,其过度投资的程度越高,这说明本文的假设 1 得到了经验证据的初步支持。 $OverInv$ 与 $Loss$ 显著负相关,表明在没有控制其他因素的情况下,与亏损企业相比,未亏损企业过度投资的程度更高; $OverInv$ 与 CFO 显著正相关,表明在没有控制其他因素的情况下,企业的现金流量越大,其过度投资的程度越高; $OverInv$ 与 ADM 显著负相关,表明在没有控制其他因素的情况下,企业管理费用率越高,其过度投资的程度越低; $OverInv$ 与 $Dual$ 显著正相关,表明在没有控制其

他因素的情况下,两职合一的企业过度投资的程度更高; $OverInv$ 与 Top 的负相关关系在统计上不显著; $OverInv$ 与 ROA 显著正相关,表明在没有控制其他因素的情况下,企业资产收益率越高,其过度投资的程度越高; $OverInv$ 与 $Debt$ 显著负相关,表明在没有控制其他因素的情况下,企业贷款比率越高,其过度投资的程度越低; $OverInv$ 与 $Sales$ 显著负相关,表明在没有控制其他因素的情况下,企业销售收入越高,其过度投资的程度越低。

(二) 对研究假设的检验结果

表 3 第 1 列报告了政府补贴对企业过度投资的影响,被解释变量为企业过度投资程度 $OverInv$ 。从回归结果可以发现, $Subsidy$ 的参数估计值为 0.626 7,且在 1% 水平上显著,支持了假说 1,即企业获得的政府补贴越多,其过度投资的程度越高。这说明,地方政府为了促进经济增长、创造新增就业、推动土地城镇化等政府目标的顺利完成,向企业提供巨额的政府补贴;作为回报,企业按照政府的要求而扩大投资支出,投资于一些净现值为负值的项目,从而导致过度投资程度的升高。同时,企业的过度投资行为并非无利可图,当政府补贴可以超过或弥补投资于净现值为负值的项目所产生的亏损时,企业投资于这类净现值为负值的项目仍然有利可图,从而导致企业过度投资行为的发生。

从控制变量回归结果看,企业现金流量 CFO 越大,其过度投资程度越高,这与 Richardson^[18]、杜兴强等^[22]、Chen et al.^[27] 的经验证据一致。这可能说明,制造业企业在现金流量较为充沛的情况下,其受到的融资约束较小,企业就有更多的资金来投资于净现值小于零的项目,更容易出现过度投资问题。企业管理费用率 ADM 越高,其过度投资程度也越低。这可能说明,过高的管理费用开支会挤占有色金属企业的投资支出,从而导致企业过度投资程度降低。当企业的管理层为两职合一时,即 $Dual = 1$ 时,其过度投资的程度更高。这说明,当企业的董事长与总经理为同一人时,企业管理层在投资决策上可能存在过度自信,缺乏充分的投资收益及风险分析,容易造成投资冲动。此外,第一大股东持股比例 Top 越高,其过度投资程度越低;企业资产收益率 ROA 越高,其过度投资程度越高;企业销售收入 $Sales$ 越高,其过度投

表 3 对假设 1 和 2 的检验结果

变量	所有样本 (1)	所有样本 (2)	亏损样本 (3)	未亏损样本 (4)
<i>Subsidy</i>	0.626 7 *** (4.39)	1.146 6 *** (6.69)	0.345 9 (1.26)	1.050 9 *** (6.05)
<i>Subsidy</i> × <i>Loss</i>		-1.389 9 *** (-5.44)		
<i>CFO</i>	0.122 7 *** (9.27)	0.121 8 *** (9.21)	0.123 4 *** (3.92)	0.121 0 *** (8.12)
<i>ADM</i>	-0.058 6 *** (-5.44)	-0.056 1 *** (-5.22)	0.001 8 (0.11)	-0.143 5 *** (-7.08)
<i>Dual</i>	0.007 4 *** (3.65)	0.007 1 *** (3.48)	0.013 7 ** (2.40)	0.005 8 *** (2.67)
<i>Top</i>	-0.009 7 * (-1.74)	-0.010 7 * (-1.92)	-0.001 0 (-0.07)	-0.014 2 ** (-2.38)
<i>ROA</i>	0.001 7 *** (11.28)	0.001 5 *** (10.00)	0.000 2 (0.75)	0.001 7 *** (8.59)
<i>Debt</i>	0.010 7 (1.57)	0.014 3 ** (2.09)	-0.023 4 * (-1.66)	0.036 2 *** (4.41)
<i>Sales</i>	-0.031 5 *** (-12.75)	-0.031 2 *** (-12.65)	-0.026 2 *** (-4.18)	-0.037 4 *** (-13.30)
<i>Constant</i>	-0.008 3 (-0.99)	-0.008 0 (-0.95)	-0.092 4 *** (-3.78)	0.009 9 (1.06)
<i>Indu_i/Year_i</i>	控制	控制	控制	控制
样本量	15 183	15 183	2 977	12 206
Pseudo R ²	-0.211 0	-0.222 6	0.604 5	-0.146 8
chi ²	545.14 ***	575.05 ***	152.46 ***	449.60 ***

注: *、**、***分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著,括号内为 T 值。

资程度越低。

表 3 第 2 列 ~ 第 4 列报告了政府补贴对不同亏损情况的企业过度投资的影响。在第 2 列企业全样本回归分析结果中, *Subsidy* 的参数估计值为 1.146 6,且在 1% 水平上显著,表明未亏损企业获得的政府补贴越多,其过度投资程度越高; *Subsidy* × *Loss* 的参数估计值为 -1.389 9,且在 1% 水平上显著。这表明与亏损企业相比,政府补贴对未亏损企业过度投资的促进效应相对更强。对于亏损企业而言,它们获得政府补贴的主要原因是地

方政府通过政府补贴使它们扭亏为盈,以防止出现连续亏损而被迫退市的情况,以保住稀缺的壳资源。因此,对于这类业绩不佳的企业,不存在政府补贴换取扩大投资的利益互换的关系。相反,这类企业反而会在投资方向和规模的决策上更加谨慎,避免投资于净现值小于零的劣质项目而出现过度投资,以防止企业因为经营不当而再次陷入亏损,即使在企业转型困难或行业不景气,的情况下,也要尽量减少亏损。所以,本文提出的假设 2 得到经验性证据的支持。在第 3 列亏损企业子

样本的回归分析结果中, $Subsidy$ 的参数估计值为 0.345 9,但在统计上并不显著,在第 4 列未亏损企业子样本的回归分析结果中, $Subsidy$ 的参数估计值为 1.050 9,在 1% 水平上显著为正,也支持

了假设 2 的结论。

表 4 报告了政府补贴对不同所有制属性和亏损情况企业过度投资的影响。在第 1 列的所有样本回归分析结果中, $Subsidy$ 的参数估计值为

表 4 对假设 3 的检验结果

变量	所有样本	亏损企业		未亏损企业	
		国有企业	民营企业	国有企业	民营企业
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$Subsidy$	0.767 5*** (2.97)	0.036 9 (0.10)	0.824 6** (2.01)	0.596 2** (2.36)	1.319 4*** (5.59)
$Subsidy \times Dum_{SOE=1} Loss=1$	-1.131 7*** (-2.98)				
$Subsidy \times Dum_{SOE=0} Loss=1$	-0.885 0*** (-2.33)				
$Subsidy \times Dum_{SOE=0} Loss=0$	0.577 5** (1.97)				
CFO	0.122 3*** (9.24)	0.112 8** (2.55)	0.143 5*** (3.18)	0.094 8*** (4.41)	0.137 6*** (6.78)
ADM	-0.057 1*** (-5.30)	0.017 0 (0.74)	-0.016 3 (-0.72)	-0.145 0*** (-4.33)	-0.156 4*** (-5.99)
$Dual$	0.006 6*** (3.22)	0.012 1 (1.29)	0.017 8** (2.33)	-0.001 7 (-0.43)	0.006 6*** (2.40)
Top	-0.009 9* (-1.79)	0.000 6 (0.03)	-0.012 6 (-0.51)	-0.016 5* (-1.94)	-0.010 9 (-1.29)
ROA	0.001 5*** (9.82)	-0.000 4 (-0.98)	0.000 6 (1.45)	0.001 3*** (4.70)	0.002 0*** (7.00)
$Debt$	0.014 2** (2.08)	0.017 4 (0.91)	-0.073 2*** (-3.39)	0.045 5*** (3.99)	0.023 7** (2.05)
$Sales$	-0.030 9*** (-12.49)	-0.014 3* (-1.75)	-0.047 9*** (-4.69)	-0.025 8*** (-6.86)	-0.045 4*** (-10.66)
$Constant$	-0.049 7 (-1.14)	-0.149 7*** (-3.99)	-0.025 4 (-0.75)	0.011 7 (0.92)	0.021 8 (1.59)
$Indu_i/Year_i$	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	15 183	1 414	1 563	4 914	7 292
Pseudo R^2	-0.224 2	14.835 1	0.582 1	-0.122 7	-0.249 0
chi^2	579.29***	88.57***	136.84***	230.68***	323.87***

注: *、**、***分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著,括号内为 T 值。

0.767 5,且在1%水平上显著,表明未亏损国有企业获得的政府补贴越多,其过度投资程度越高; $Subsidy \times Dum_{SOE=1, Loss=1}$ 的参数估计值为-1.131 7,且在1%水平上显著,这表明与未亏损国有企业相比,政府补贴对亏损国有企业过度投资程度的促进作用更弱; $Subsidy \times Dum_{SOE=0, Loss=1}$ 的参数估计值为-0.885 0,且在1%水平上显著,这表明政府补贴对亏损民营企业过度投资程度的促进作用强度介于未亏损国有企业与亏损国有企业之间; $Subsidy \times Dum_{SOE=0, Loss=0}$ 的参数估计值为0.577 5,且在5%水平上显著,这表明与未亏损国有企业相比,政府补贴对未亏损民营企业过度投资程度的促进作用更强。综合来看,未亏损民营企业的过度投资程度对政府补贴最为敏感,其次是未亏损国有企业,再次是亏损民营企业,亏损国有企业的过程投资程度对政府补贴最不敏感。在第2列的亏损国有企业的子样本回归分析结果中, $Subsidy$ 的参数估计值为0.036 9,但在统计上不显著;在第3列的亏损民营企业的子样本检验结果中, $Subsidy$ 的参数估计值为0.824 6,且在5%水平上显著;在第4列的未亏损国有企业的子样本回归分析结果中, $Subsidy$ 的参数估计值为0.596 2,且在5%水平上显著;第5列的未亏损民营企业的子样本回归分析结果中, $Subsidy$ 的参数估计值为1.319 4,且在1%水平上显著。该结论支持了本文提出的假设3。这说明,国有企业由于存在企业办社会机构、离退休人员社会化管理等政策性负担,人员管理和运营费用开支巨大,所以国有企业的很大一部分政府补贴是用于对政府性负担的费用补贴,而无法用于扩大投资规模,从而导致政府补贴对国有企业过度投资程度的促进作用相对弱一些。此外,由检验结果进一步发现,与亏损民营企业相比,政府补贴对未亏损国有企业过度投资程度的促进作用更强。这说明,在政府补贴对企业过度投资的促进过程中,与所有制属性相比,亏损情况是更为重要的影响因素。

(三) 稳健性检验

为了验证上述结论的可靠性,本文进行如下稳健性分析:

首先,采用 Biddle et al.^[28]模型重新测算企业过度投资指标,并以此来替换回归模型中由 Richardson^[18]模型测算的企业过度投资指标,对

模型(2)~(4)重新进行回归分析。由回归结果发现,回归结果与前文的研究结论一致。

其次,采用企业是否获得政府补贴的虚拟变量作为政府补贴的替代变量。若企业获得了政府补贴,则对该变量取值为1;若企业未获得政府补贴,则对该变量取值为0。对模型(2)~(4)重新进行回归分析。由回归结果发现,回归结果与前文的研究结论一致。

基于以上稳健性分析,可以认为前文的研究结论是比较可靠的。

四、结论与政策建议

(一) 研究结论

本文选取2000—2015年中国A股市场的制造业上市公司数据样本,建立回归计量模型对政府补贴与上市企业过度投资之间的关系进行实证检验,深入分析了政府补贴对于不同亏损情况和所有制属性制造业企业过度投资的影响。得出以下结论:

1. 政府补贴对制造业企业过度投资行为具有显著的促进作用。在目标管理责任制的约束下,中国地方政府热衷于通过投资补贴政策来快速推动企业扩大投资,以完成政府经济发展目标。政府向企业提供的政府补贴能够弥补企业投资于净现值小于零的项目所造成的亏损,使得企业变得有利可图,从而促进了企业的过度投资行为。

2. 与亏损企业相比,未亏损企业过度投资行为对政府补贴的敏感度更高。政府向亏损企业提供政府补贴的主要目的在于保壳而非吸引投资,而且亏损企业管理层在进行投资决策时也会相对更加审慎。在这些因素的共同作用下,亏损企业受政府补贴影响而导致的过度投资问题会相对更少。

3. 与国有企业相比,民营企业过度投资行为对政府补贴的敏感度更高。政府向不同所有制属性企业提供政府补贴的目的存在显著差异。政府向国有企业提供政府补贴的一个重要目的是帮助缓解国有上市企业的政策性负担,而向民营企业提供政府补贴则是为了形成一种长期共谋或者利益联盟关系,用补贴换取投资。因此,民营企业的过度投资问题受政府补贴影响更大。

4. 将企业盈亏与所有制属性特征综合起来看,未亏损民营企业过度投资对政府补贴的敏感

度最高,未亏损国有企业的敏感度居次,亏损民营企业的敏感度再次,亏损国有企业的敏感度最低。与企业所有制属性相比,企业盈亏是决定政府补贴对企业过度投资影响程度的更为重要的因素。

(二) 政策建议

本文的研究表明,过度数字化的地方政府目标管理责任制、政府主导要素资源配置、政府滥用财政补贴干预企业投资行为,均是导致企业过度投资的重要原因。为了对企业过度投资问题进行有效治理,应做好以下几个方面的工作:

1. 构建兼顾经济发展速度和质量的目標管理责任制体系。GDP增长率、城镇化率等量化指标成为地方政府目标管理责任制体系中的重要指标以后,地方政府片面追求GDP增长率、城镇化率指标,参与“GDP竞赛”和“城镇化率竞赛”,并促使地方政府干预企业经营活动而导致企业过度投资。因此,在中国步入经济新常态以后,应该构建兼顾经济发展速度和质量的目標管理责任制指标体系,走出一条从高速发展向高效发展的转型道路。

2. 加快实现地方政府的职能转变。减少地方政府对微观企业经营活动的过度参与,有效避免地方政府行政干预和投资补贴政策诱导下的企业过度投资行为。中国在步入经济新常态以后,应该避免过去经济粗放扩张的老路,关键在于实现地方政府职能的根本性转变。地方政府应该摆脱全能型政府的陈旧模式,从大规模直接干预微观经济活动中退出,转而把主要精力放在经济调节和社会服务管理上。

3. 提高政府补贴的使用效率。从制度层面上,稳步推进股票发行注册制改革,使上市公司壳资源不再稀缺,从而降低地方政府向亏损上市企业进行长期巨额财政补贴的动力;剥离国有上市企业的政策性负担,是政策性亏损与经营性亏损有效区分,避免了政府补贴的盲目性,提高国有上市企业的自生能力。从管理层面上,政府部门应该制定科学的财政补贴政策,加强补贴使用的监督与问责。从投资方向上看,政府补贴应该避免流向长期亏损的僵尸企业以及产能过剩矛盾突出的行业,应该主要用于扶持适合本地发展的新兴高技术产业。

参考文献:

- [1] TZELEPIS D, SKURAS D. The effects of regional capital subsidies on firm performance: an empirical study [J]. Journal of Small Business and Enterprise Development, 2004, 11(1): 121-129.
- [2] FELDMAN M P, KELLEY M R. The ex ante assessment of knowledge spillovers: government R&D policy, economic incentives and private firm behavior [J]. Research Policy, 2006, 35(10): 1509-1521.
- [3] 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.
- [4] 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.
- [5] 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.
- [6] 刘媛媛,马建利. 政府干预视域的国有资本投资效率问题研究 [J]. 宏观经济研究, 2014(6): 35-43.
- [7] 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.
- [8] 李传宪. 政治关联、补贴收入与公司投资效率 [J]. 财经问题研究, 2015(8): 97-104.
- [9] 魏志华,吴育辉,李常青,等. 财政补贴,谁是“赢家”——基于新能源概念类上市公司的实证研究 [J]. 财贸经济, 2015(10): 73-86.
- [10] 吴春雅,吴照云. 政府补贴、过度投资与新能源产能过剩——以光伏和风能上市企业为例 [J]. 云南社会科学, 2015(2): 59-63.
- [11] 唐安宝,李凤云. 融资约束、政府补贴与新能源企业投资效率——基于异质性双边随机前沿模型 [J]. 工业技术经济, 2016(8): 145-153.
- [12] DRUCKER P F. The practice of management: a study of the most important function in america society [M]. New York: Harper & Brothers, 1954.
- [13] 余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担 [J]. 经济研究, 2015(9): 112-124.
- [14] MYERS S C. The capital structure puzzle [J]. The Journal of Finance, 1984, 39(3): 574-592.
- [15] MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [16] NARAYANAN M. Debt versus equity under asym-

metric information[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1988, 23(1): 39-51.

[17] HEINKEL R, ZECHNER J. The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1990, 25(1): 1-24.

[18] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.

[19] 程仲鸣, 夏银桂. 控股股东、自由现金流与企业过度投资[J]. 经济与管理研究, 2009(2): 19-24.

[20] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究, 2010(8): 103-114.

[21] 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.

[22] 杜兴强, 曾泉, 杜颖洁. 政治联系、过度投资与公司价值——基于国有上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(8): 93-110.

[23] 王建军, 刘红霞. 高管团队内部薪酬差距对投

资效率影响的实证研究——以A股国有上市公司为例[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2015(3): 67-74.

[24] 张宏亮, 曹丽娟. 冗员约束影响了国有企业的投资行为吗? [J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2016(3): 18-28.

[25] BATES T W. Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(1): 105-135.

[26] LEI Z, CAI M, WANG Y, et al. Managerial private benefits and overinvestment [J]. Emerging Markets Finance and Trade, 2014, 50(3): 126-161.

[27] CHEN X, SUN Y, XU X. Free cash flow, over-investment and corporate governance in China [J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2016, 37(4): 81-103.

[28] 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): 112-131.

Government Subsidies, Enterprises' Property and Over-investment ——An Empirical Research Based on the Data of China's A-share Listed Companies

XU Zhen¹, HUANG Jianbai^{1 2} & GUO Yaoqi³

(1. School of Business, Central South University, Changsha, 410083, China;

2. Institute of Metal Resources Strategy, Central South University, Changsha, Hunan, 410083, China;

3. School of Mathematics and Statistics, Central South University, Changsha, Hunan, 410083, China)

Abstract: This paper discussed impacts that government subsidies have on over-investment of manufacturing companies under different condition of loss and different nature of ownership. Using the data of China's A-share listed manufacturing companies between 2000 and 2015, the study finds that government subsidies have greatly promoted the over-investment of manufacturing companies, and such promotion shows difference as the conditions of loss and the nature of ownership of the manufacturing companies vary. Compared with unprofitable companies, government subsidies have greater promotion effects on the over-investment of profitable companies. When taking the nature of ownership of companies into further consideration, one can find that the promotion effects of government subsidies on the over-investment of profitable private companies is most significant, the effect on the over-investment of the profitable state-owned companies is in the second place, the effect on the over-investment of the unprofitable private companies is in the third place. The promotion effect of government subsidies on the over-investment of the unprofitable state-owned enterprises is the weakest. The conclusion of this paper has some implications for the over-investment governance of Chinese companies.

Key Words: government subsidies; over-investment; loss condition; policy burden; goal management

(本文责编 王沈南)