

# 政治关联与民营企业过度投资

陈丝璐<sup>1</sup>, 任桐萱<sup>2</sup>, 陈妤婕<sup>3</sup>

(1. 华中师范大学 经济与工商管理学院, 湖北 武汉 430079; 2. 澳门科技大学 商学院, 澳门 00853; 3. 澳门科技大学 酒店与旅游管理学院, 澳门 00853)

**摘要:**在国家“四万亿投资项目”的大力支持下, 高铁行业发展极其迅速, 基本上覆盖了全国的线路地图。中国正处于经济结构调整阶段, 高铁行业暂处于产能过剩的状态, 在自身调节的同时, 中国政府推出了“高铁外交”的政策帮助高铁行业“走出去”。采用面板数据的分析方法, 选取2009~2014年间共64家核心高铁行业民营企业, 通过描述性统计分析、数据与模型的选择和检验、回归结果进行实证分析政治关联下民营企业的过度投资问题。研究表明: 部分地方政府对于所在辖区经济目标和政绩目标会驱使他们对该地区民营企业的经营决策及行为进行干预, 使民营企业的发展投资决策和地方政府的经济预期目标一致, 促使民营企业在原本适度发展及投资的基础上进行额外的过度投资; 民营企业受到资源、政策等条件限制, 为了追求经济利益最大化, 通常会积极与当地政府建立政治关联, 而过度投资则是企业所付出的政治成本; 民营企业的政治关联和过度投资是双向影响的关系, 即民营企业和部分地方政府以各自的利益诉求和资源交换为基础, 实现了双方的经济和政绩目标。

**关键词:** 高铁行业; 政治关联; 民营企业; 过度投资; 双向寻租

**中图分类号:** F276.5; F270; F832.51 **文献标志码:** A **文章编号:** 1671-6248(2018)03-0058-10

## Political connection and over-investment of firms

CHEN Si-lu<sup>1</sup>, REN Tong-xuan<sup>2</sup>, CHEN Yu-jie<sup>3</sup>

(1. School of Economics and Business Administration, Central China Normal University, Wuhan 430079, Hubei, China; 2. School of Business, Macau University of Science and Technology, Macau 00853, China; 3. School of Hospitality and Tourism Management, Macau University of Science and Technology, Macau 00853, China)

**收稿日期:** 2017-12-12

**基金项目:** 中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(CCNU17QN0006)

**作者简介:** 陈丝璐(1987-), 女, 湖北武汉人, 讲师, 管理学博士。

**Abstract:** The high-speed railway industry in China has grown quickly due to support from the government's four-trillion yuan investment plan and most parts of China are now covered by the high-speed railway network. However, the high-speed railway capacity is growing faster than the economy. To solve this problem, China has now proposed "High-speed railway diplomacy" to attract more offers of foreign contracts. In this context, this article selects 64 key private firms from the high-speed railway industry between 2009 and 2014 to empirically analyse the problem of over-investment in private firms with political connections. Using the panel data, through descriptive analysis, data and model chosen and test, regress result analysis. This article finds that first, the local government for district economic and achievements target will impel them to intervene the private enterprises' behaviour in decision-making, which makes private enterprises on additional over-investment. Second, private enterprises are limited by resources and policies and, in pursuit of economic interests, often actively work with the local government to establish a link with government officials, while excessive investment is the political cost. Third, the influence of political relevance and over-investment is a two-way relationship between private enterprises and local government, based on their own interests and resources exchange, to achieve both economic and political goals.

**Key words:** high-speed railway industry; political connection; private firms; over-investment; bi-direction rent-seeking

政治资源作为企业重要的资源之一,会深刻影响企业的决策行为<sup>[1-2]</sup>。由于企业赖以生存发展的资源,包括资金、土地、政策等都由政府掌控,所以就产生了企业对政府的依赖<sup>[3]</sup>。在中国经济社会转型阶段的制度背景下,一方面,相对于国有企业,民营企业更加重视与地方政府建立政治关联,以期获得融资便利、多元化资源等待遇,进而保障其生存与发展;另一方面,拥有着大多数资源的部分地方政府为取得晋升的政绩而大力发展地方经济,可以根据自己的意愿选择采取“扶持之手”还是“掠夺之手”<sup>[4]</sup>。民营企业和部分地方政府产生这种互惠机制的纽带是政治关联,这种关系往往成为部分地方政府干预民营企业的通道,也成为民营企业向地方政府寻租并实现自身利益最大化的桥梁,因此可以理解有部分地方政府与民营企业的双向寻租。民营企业在满足部分地方政府政治上投资需求的同时,一方面会引起自身的过度投资,另一方面从当地政府获得的土地、信贷融资、垄断行业准入、税收优惠、财政补贴、政府采购、临时大额资金周转、产业基金扶持、政策支持、管制行业准入权等有形

和无形资源,在信息不对称的新兴市场中可以很好地作为补充性渠道,增强其竞争优势<sup>[5]</sup>。

现有研究文献大多探讨政治关联与企业过度投资是否存在直接关系。例如,王欢的研究表明,与政府建立政治关联的民营企业,投资效率反而更低,同时非投资效率会降低企业价值<sup>[6]</sup>。郭世辉等研究发现,政治关联引发中国民营企业过度投资水平更高,同时民营企业过度投资水平随政治关联程度提高而上升,但不会随着政治关联强度的增强而升高<sup>[7]</sup>。类似地,周正等研究得出,与非政治关联民营上市企业相比,具有政治关联的民营企业的投资规模更大<sup>[8]</sup>。此外,陈东等将焦点关注于企业的环保投资,得出出口、政治关联及两者交叉项对环保投资具有显著正向影响的结论<sup>[9]</sup>。而目前学界关于政治关联所引起的民营企业过度投资,以及政府和民营企业双向寻租议题较少涉及。

本文以部分地方政府和民营企业双向视角研究政治关联所引起的过度投资,以及过度投资后对地方政府的影响程度。本文的贡献主要集中在以下两个方面:第一,从民营企业和部分地方政府的

角度去探索过度投资的影响,以期从政治经济逻辑完整地认知整个过程的内在合理性,即民营企业为了自身的经济利益而主动接近政府官员建立政治关联;部分地方政府为了完成经济和政绩目标,通过政治关联干预企业正常的投资决策。这一过程中民营企业所付出的寻租成本和政治成本,属于传统政治理论里面的“扶持之手”和“掠夺之手”的经典分析方式。第二,在政治关联对企业过度投资的实证分析之后,进一步研究这一双向寻租的过程完成后,部分地方政府对于该民营企业的态度及民营企业政治地位的分析,以期探讨民营企业和地方政府的双向影响关系。

## 一、理论分析与研究假设

### (一) 寻租理论

企业寻租活动的根源和起因在于政府对经济的管制和干预,部分政府部门及其官员凭借行政权限、审批权、划拨权等行政权力进行有目的的“放租”和“收租”,从而满足自身利益的需求,而企业通过缴纳“租金”获得政府部门的特殊庇护和资源,取得超额利润<sup>[10]</sup>。而这种寻租形式是以高额的交易成本来换取非生产性的寻利行为,是一种典型的“负和博弈”,造成社会资源的极大浪费<sup>[11]</sup>。以获取政府公共权力而寻租的行为主要包括:第一,部分地方政府“设租”和“收租”;第二,企业“缴租”而获取部分地方政府特殊庇护、垄断市场、高额收益。尽管短期内可以给寻租企业带来一定程度的超额收益,但从长期来看,企业付出的寻租成本可能挤占公司的其他资源或者造成投资行为的浪费<sup>[12]</sup>。

Krueger 在其寻租理论中,强调制度环境是寻租行为存在的土壤,企业在特定的制度环境下使用特定的手段追求自身利益的最大化<sup>[13]</sup>。因此一方面,当前国内部分金融法制建设落后于经济发展水平,导致部分稀缺资源仍是政府主导规划而非市场供求决定,另一方面,政府长远规划要求在特定情况下“部分产业先发展起来”。综合而言,部分政府主

导经济情况相对比较严重,市场经济由“强政府”和“弱市场”交杂形成,再加上中国传统文化中的“关系”成分,民营企业的生存发展不只依靠市场交易,也取决于民营企业和当地政府的关系程度。

在转型经济环境下,部分政府部门可能将一些标准或者规则模糊化或主观化,通过这种方式“设租”以获得自身利益<sup>[14]</sup>,这也是寻租模式的一种方式。政府权力的泛化、市场体制与金融法律不完善等问题导致民营企业主动向政府提供寻租的机会而获得无法通过市场交易得到的各种稀缺资源,寻租空间越大,民营企业建立政治关联的意愿也越强,部分政府部门也乐得收租,从而形成双向寻租行为。

### (二) 民营企业的政治关联和过度投资

在当前体制机制改革尚未达到成熟的市场化要求下,部分重要及稀缺资源仍由政府掌握;实际操作过程中,政府相关管理部门的行为往往表现为不同层级政府机关行为、不同层级政府职能部门行为、不同层级官员行为,企业需要应对来自官员的约束和支配<sup>[15]</sup>,而正是市场和政府权力相互交融的特殊环境下,民营企业主动寻求政府建设纽带,为部分地方政府提供寻租的渠道。而可靠的政治关联建立后,企业对政府制定的政策法规有一定的影响力,从而为自身提供一个稳定的相对有利条件,改善对外部资源的依赖程度<sup>[16]</sup>。在此前提下,部分地方政府和民营企业相互依赖与发展。具体而言,企业通过政治关联获得廉价或免费的土地、税收减免、财政补贴、信贷政策、市场准入等有形和无形的资源,政府也为了促进本地发展,加大劳动力市场规模及运作以获得政绩,利用行政权力来帮助、管制企业的部分行为,促使企业扩大规模,民营企业在维护政治关联的目标驱使下被迫付出政治性成本,即通过过度投资以满足利益相关者的需求,尤其是政治关联层次越高,政治联系程度越大的民营企业更加依赖于政府所提供的稀缺资源。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设1:民营企业政治关联与过度投资正相关。

假设2:民营企业政治关联的层级与过度投资

正相关。

假设 3:民营企业政治关联的强度与过度投资正相关。

假设 4:民营企业政治关联的综合指标和过度投资正相关。

### (三) 民营企业过度投资与政治关联

具有政治关联的民营企业在满足部分地方政府的 GDP 增长率或相关经济指标的同时,会诱发产能过剩的风险,即过度投资之后,当地政府也相应地给民营企业提供有形或无形的资源进行补偿,以降低信息不对称造成的投资风险。过度投资的双向效应加深了民营企业和本地政府之间的联系,促使政企关系更进一步,提升了民营企业在当地的政治地位并形成良好声誉。基于以上分析,本文提出以下假设:

假设 5:民营企业过度投资可以提升政治关联。

假设 6:民营企业过度投资可以提升政治关联综合指数。

## 二、数据选取和研究设计

### (一) 样本选取与数据来源

本文采取 2009~2014 年在沪深 A 股上市的高铁行业 186 家民营企业作为初始研究样本,按照以下标准进行了筛选:(1)剔除样本前被 ST、\*ST、PT 等公司,这类公司由于财务异常因而不纳入研究范围;(2)剔除样本期间数据异常或相关指标缺失的公司,共获得 64 家高铁核心企业观测样本,384 个观测数据。其中,政治关联数据是通过手工整理 CSMAR 中高管简历数据后获得,所有财务原始数据均来自于 CSMAR,数据处理使用 EXCEL 2010,统计分析使用 EViews 8.0 软件。

### (二) 变量设计

首先,本文在借鉴 Richardson<sup>[17]</sup>、罗党论等<sup>[18]</sup>的研究模型基础上,考虑到投资的连续性问题,增加上一期投资作为模型的一个控制变量,构建适度

投资模型 1,变量的操作性定义如表 1 所示。其中  $t$  表示本期, $t-1$  表示上期, $\alpha, \eta, \lambda, \kappa, \delta, \omega, \rho$  分别表示回归系数, $\varepsilon, \xi$  分别表示残差(下同)。

用模型 1 测算出企业适度投资水平后,用  $t$  期的实际投资数额减去同期的适度投资数额,取其差额为正的数据作为研究企业过度投资的样本。模型 1 的变量操作性定义如表 1 所示。

模型 1:

$$\begin{aligned} Invest_{new,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Invest_{t-1} + \\ & \alpha_2 Cash_{t-1} + \alpha_3 Leverage_{t-1} + \alpha_4 Eps_{t-1} + \\ & \alpha_5 Growth_{t-1} + \alpha_6 TinQ_{t-1} + \alpha_7 Size_{t-1} + \\ & \alpha_8 Age_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

其次,本文在借鉴 Richardson<sup>[17]</sup>、王立国等<sup>[19]</sup>、李传宪等<sup>[20]</sup>的研究基础上,分别构建模型 2 来检验政治关联和企业过度投资的影响,模型 3 来检验政治关联层级对企业过度投资的影响,模型 4 检验政治关联影响力对企业过度投资的影响,模型 5 检验政治关联综合指数对企业过度投资的影响。此外,为了检验企业过度投资是否对其政治关联产生影响,本文构建

表 1 模型 1 的变量操作性定义

变量	定义
$Invest_{new,t}$	因变量,表示当期适度投资水平。
$Invest_{t-1}$	控制变量,表示上一年度的投资水平,定义为“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/期初总资产”。
$Cash_{t-1}$	控制变量,表示上期的货币资金,定义为“期初公司货币资金持有量/期初总资产”。
$Leverage_{t-1}$	控制变量,表示上期负债水平,定义为“上期末总负债/年初总资产”。
$Eps_{t-1}$	控制变量,表示上一年度的投资水平,定义为“(本期末投资额-本期初投资额)/本期初投资额”。
$Growth_{t-1}$	控制变量,表示上一年度的增长水平,定义为“(本期末营业收入-本期初营业收入)/本期初营业收入”。
$TinQ_{t-1}$	控制变量,表示上一年度的投资机会,定义为“公司市场价值/期末总资产”。
$Size_{t-1}$	控制变量,表示上一期的公司规模,定义为“期初总资产的自然对数”。
$Age_{t-1}$	控制变量,表示上期的企业年龄,定义为“IPO 年度到上期末位置的期数”。

模型 6 和模型 7。变量的操作性定义如表 2 所示。其他控制变量选取模型 1 中显著影响模型的部分变量,其解释与上述相同。

模型 2:

$$OverInv_t = \eta_0 + \eta_1 Poll_{t-1} + \eta_2 Invest_{t-1} + \eta_3 Leverage_{t-1} + \eta_4 Growth_{t-1} + \eta_5 Size_{t-1} + \xi_{i,t}$$

模型 3:

$$OverInv_t = \lambda_0 + \lambda_1 N_{t-1} + \lambda_2 Invest_{t-1} + \lambda_3 Leverage_{t-1} + \lambda_4 Growth_{t-1} + \lambda_5 Size_{t-1} + \zeta_{i,t}$$

模型 4:

$$OverInv_t = \kappa_0 + \kappa_1 P_{t-1} + \kappa_2 Invest_{t-1} + \kappa_3 Leverage_{t-1} + \kappa_4 Growth_{t-1} + \kappa_5 Size_{t-1} + \zeta_{i,t}$$

模型 5:

$$OverInv_t = \delta_0 + \delta_1 Pollindex_{t-1} + \delta_2 Invest_{t-1} + \delta_3 Leverage_{t-1} + \delta_4 Growth_{t-1} + \delta_5 Size_{t-1} + \zeta_{i,t}$$

模型 6:

$$Poll_t = \omega_0 + \omega_1 OverInv_{t-1} + \omega_2 Invest_{t-1} + \omega_3 Leverage_{t-1} + \omega_4 Growth_{t-1} + \omega_5 Size_{t-1} + \zeta_{i,t}$$

模型 7:

$$Pollindex_t = \rho_0 + \rho_1 OverInv_{t-1} + \rho_2 Invest_{t-1} + \rho_3 Leverage_{t-1} + \rho_4 Growth_{t-1} + \rho_5 Size_{t-1} + \zeta_{i,t}$$

三、实证结果与分析

(一)描述性统计

本文中实证模型分为 3 类:模型 1 研究民营企业 在市场及自身环境下的适度投资模型;模型 2 至 模型 5 研究民营企业在政治关联下过度投资的问题;模型 6 和模型 7 研究民营企业在过度投资后其 政治地位是否发生变化。

为研究高铁行业核心样本企业的适度投资额, 表 3 对模型 1 涉及到的所有变量进行了统计性描 述。由结果可得,中国高铁行业核心上市企业的投 资总额呈现出下降趋势,与上期相比,当期的投资额

表 2 模型 2 至模型 7 的变量操作性定义

变量	定义
<i>OverInv<sub>t</sub></i>	因变量,表示本期企业过度投资水平,定义为“本期实际投资数额减去本期适度投资的正差额”。
<i>Poll<sub>t-1</sub></i>	自变量,表示上期的政治关联。
<i>N<sub>t-1</sub></i>	自变量,表示上期的政治关联层级。
<i>P<sub>t-1</sub></i>	自变量,表示上期的政治关联影响力。
<i>Pollindex<sub>t-1</sub></i>	因变量,表示上期的政治关联综合指数。
<i>Poll<sub>t</sub></i>	因变量,表示本期企业政治关联。
<i>OverInv<sub>t-1</sub></i>	自变量,表示上期企业过度投资情况。
<i>Pollindex<sub>t</sub></i>	因变量,表示本期企业政治关联综合指数。

均值由 6.07% 降至 5.52%。行业中库存现例浮动较大,库存现金比例均值为 52.03%,其中最大值为 96.5,最小值约为 0,可能是由于该样本企业规模较小,但当年取得了一笔巨大的信贷融资,导致库存 资金比例变大。高铁行业中的资产负债率相对稳定, 均值为 47.81%,说明高铁行业的企业发展已较为成 熟。每股收益率也相对稳定,均值为 63.45%,说明高 铁行业在国家宏观大环境的指导下各企业存在趋同 性。公司规模均值为 1,说明在国家去产能的政策下 高铁行业的企业都未进行大规模的增 长。企业年龄均值为 10 年左右,与国家大规模发展 高铁等基础设施建设时期相吻合。

表 4 列出以上各变量之间的 Pearson 相关矩阵。 由结果可得,在 64 家核心高铁企业样本中,除上期投 资额以外,当期投资额和其他变量之间存在比较显著 的相关性。通过对成长指数的控制,发现当期投资和 上期投资之间显著相关。另外,该模型的所有相关变 量之间的相关性系数均小于 0.25,因此可以判断模型 之间不存在多重共线性,可以进行回归分析。

其次,本文将样本的数据进行筛选,选取投资 过度(*OverInv<sub>t</sub>* > 0)的情况为新样本进行分析。在 386 组数据中筛选出 56 家高铁核心企业曾多次出 现过度投资的情况,则筛选后过度投资的数据为 336 个。为了研究政府因素在民营企业过度投资中的 影响程度,本文在模型 2 至模型 5 中添加政府因 素,具体为:政府层级 *N*,政府影响力 *P*,政府关联 *Poll*,政府关联综合指数 *Pollindex*。表 5 为投资过度

的高铁民营企业的描述性分析。由结果可得,当期民营企业过度投资情况较少,均值为0.4%且两极分化情况严重,最大值和最小值之间相差 53%,其他因素与上文分析相差不大。而 4 个政府因素中也差异较大,以政府关联综合指数为例,最大值为 23,而最小值为 0,说明在过度投资企业中政府因素的影响力不可小觑。

由表 6 的相关性分析可知,过度投资和其他变量之间均呈比较显著的相关性,且所有相关变量之间的相关性系数均小于 0.1,因此可以判断模型之间不存在多重共线性,可以进行回归分析。

表 4 模型 4 的变量相关性

变量	当期投资额	上期投资额	库存现金比率	资产负债率	每股收益率	成长因素	托宾 Q	公司规模	公司年龄
当期投资值	1.000 0								
上期投资额	0.406 4	1.000 0							
库存现金比率	-0.045 5	0.041 4	1.000 0						
资产负债率	-0.145 2	-0.015 5	-0.013 2	1.000 0					
每股收益率	0.153 6	0.252 8	0.080 3	0.071 1	1.000 0				
成长指数	0.104 7	-0.001 9	0.010 6	-0.016 6	-0.007 3	1.000 0			
托宾 Q	0.119 4	0.102 8	-0.026 6	-0.212 9	0.156 6	-0.023 7	1.000 0		
公司规模	0.246 8	0.033 5	0.036 9	-0.032 8	0.089 9	0.077 8	0.053 9	1.000 0	
公司年龄	-0.152 9	-0.221 5	0.052 9	0.086 5	-0.302 7	0.070 2	-0.104 4	0.094 1	1.000 0

表 5 模型 2 至模型 5 的变量描述性统计

变数	样本	平均值	标准偏差	最大值	最小值
过度投资	336	0.004 1	0.063 8	0.369 8	-0.170 3
上期投资额	336	0.066 1	0.072 8	0.531 1	0.000 0
资产负债率	336	0.484 6	0.227 8	1.606 0	0.016 8
成长指数	336	2.443 6	28.846 0	527.955 3	-0.999 7
公司规模	336	0.603 2	0.028 9	1.285 4	0.755 1
政府关联	336	2.443 6	0.471 0	1.000 0	0.000 0
政府层级	336	2.119 8	1.736 5	8.000 0	0.000 0
政府影响力	336	10.535 7	1.306 0	5.000 0	0.000 0
政府关联综合指数	336	2.538 7	4.600 3	23.000 0	0.000 0

表 6 模型 2 至模型 5 的变量相关性

变量	当期投资额	上期投资额	资产负债率	成长因素	公司规模	政府关联	政府层级	政府影响力	政治关联综合指数
当期投资值	1.000 0								
上期投资额	-0.041 3	1.000 0							
资产负债率	-0.032 2	-0.043 0	1.000 0						
成长指数	-0.003 3	-0.024 5	-0.021 3	1.000 0					
公司规模	0.016 7	0.040 9	-0.020 7	0.080 6	1.000 0				
政府关联	-0.086 8	-0.050 3	-0.094 2	-0.043 2	-0.075 5	1.000 0			
政府层级	-0.078 7	0.018 1	-0.136 6	-0.039 2	-0.060 5	0.816 6	1.000 0		
政府影响力	-0.036 6	-0.001 3	-0.124 0	0.006 9	-0.058 9	0.768 8	0.816 6	1.000 0	
政府关联综合指数	-0.076 6	-0.050 3	-0.107 2	-0.034 0	-0.063 5	0.786 9	0.789 3	0.786 9	1.000 0

表 3 模型 1 的变量描述性统计

变量	样本	平均值	标准偏差	最大值	最小值
当期投资额	384	0.055 2	0.070 7	0.531 1	0.000 0
上期投资额	385	0.060 7	0.070 1	0.531 1	0.000 0
库存货币比率	386	0.520 3	5.089 1	96.514 1	0.000 0
资产负债率	387	0.478 1	0.227 6	1.606 0	0.006 8
每股收益率	388	0.634 5	0.994 5	8.786 2	-1.089 0
成长指数	389	2.269 5	27.005 7	527.955 4	-0.999 7
托宾 Q	390	2.258 1	1.667 7	13.182 6	0.737 1
公司规模	391	1.006 0	0.027 8	1.285 4	0.755 1
公司年龄	392	10.421 9	5.150 4	24.000 0	0.000 0

最后,本文研究企业过度投资后政治关联的情况,表 7 和表 8 分别为模型 6 和模型 7 的相关性分析。可以发现,政府关联和政府关联综合指数与其他自变量均呈比较显著的相关性关系,且关联度都低于 0.2,因此可以判断模型中不存在自相关性,可以进行回归分析。

(二) 回归结果分析

1. 民营企业的政治关联和过度投资

从表 9 可以得知,在模型 1 中,上期投资额、资产负债率、成长指数、公司规模与企业适度投资额的

表 7 模型 6 的相关性分析

变量	政治 关联	过度 投资	上期投 资额	资产 债率	成长 因素	公司 规模
政治关联	1.000 0					
过度投资	-0.086 8	1.000 0				
上期投资额	-0.050 3	-0.041 3	1.000 0			
资产负债率	-0.094 2	-0.032 2	-0.043 0	1.000 0		
成长指数	-0.043 2	-0.003 3	-0.024 5	-0.021 3	1.000 0	
公司规模	-0.075 5	0.016 7	0.040 9	-0.020 7	0.080 6	1.000 0

表 8 模型 7 的相关性分析

变量	政治关联 综合指数	过度 投资	上期投 资额	资产 债率	成长 因素	公司 规模
政治关联 综合指数	1.000 0					
过度投资	-0.076 6	1.000 0				
上期投资额	0.029 4	-0.041 3	1.000 0			
资产负债率	-0.107 2	-0.043 0	-0.043 0	1.000 0		
成长指数	-0.034 0	-0.024 5	-0.024 5	-0.021 3	1.000 0	
公司规模	-0.063 5	0.016 7	0.040 9	-0.020 7	0.080 6	1.000 0

相关性均低于 0.05 标准值,呈显著状态。因此,本文选取该模型中的显著因素:上期投资额、资产负债率、成长因素、公司规模等构建本文核心模型,另外增加四大政府因素:政府关联、政府层级、政府影响力、政府关联综合指数等构建模型 2 至模型 5。采用面板数据分析,经过 Hausman 检验选择个体固定时间效应,输出结果如表 10 至表 13 所示。

从表 10 至表 13 可以看出,政府因素在一定程度上的确显著影响着企业的投资决策。首先,在表 10 中,政府关联因素的系数为 0.04,在 5% 水平上显著,证明民营企业上市公司的政治关联和过度投资正相关,企业如果拥有政治背景的高级管理人员,则企业更可能会出现过度投资的情况。因此,假设 1 获得验证。其次,从表 11 可以看出,对于政府层级,民营企业过度投资也会有所反应。其中,政府层级的系数为 0.01,在 10% 水平上显著,证明在民营企业上市公司中,高级管理人员所拥有的政府层级越高,对于企业的投资影响越深,企业为了自身政治地位的提升所付出的政治成本——即过度投资也越高。因此,假设 2 获得验证。然后,从表 12 可以看出,对于政府影响力,民营企业的反应

相对冷淡。政府影响力的系数为 0.50,在所有水平上均不显著。可能的原因是在高铁行业这一特殊的公益性和盈利性相结合的行业中,并没有适合现任或曾任高级政府官员直接任职的土壤。可能会有高级管理人员和高级政府官员交往密切,但存在高级政府官员直接担任民营企业高级管理人员的情况并不多见。因此,假设 3 未成立。最后,从表 13 可以看出,对于政府关联综合指标这一个综合性的政府因素,民营企业过度投资的情况也有所符合。

表 9 模型 1 的回归结果

变量	适用投资比率
上期投资额	0.000 0 (0.115 4)
库存现金比率	0.121 9 (0.000 6)
资产负债率	0.009 7 (0.014 3 )
每股盈利率	0.597 0 (0.003 4)
成长指数	0.027 4 (0.000 1)
托宾 <i>Q</i>	0.493 9 (0.002 0)
公司规模	0.000 0 (0.115 2)
公司年龄	0.132 0 (0.000 7)

注:括号中为标准偏差;\*  $p < 0.1$ , \*\* $p < 0.05$ , \*\*\* $p < 0.001$ 。

表 10 模型 2 的回归结果

变量	过度投资比率
政府关联	0.043 6 (0.015 9)
上期投资额	0.000 4 (0.057 9)
资产负债率	0.021 2 (0.029 0)
成长指数	0.840 7 (0.000 1)
公司规模	0.840 7 (0.000 1)
常数项	0.233 8 (0.130 0)
调整 <i>R</i>	0.194 0

注:括号中为标准偏差;\*  $p < 0.1$ , \*\* $p < 0.05$ , \*\*\* $p < 0.001$ 。

表 11 模型 3 的回归结果

变量	过度投资比率
政府层级	0.009 1 (0.004 1)
上期投资额	0.000 3 (0.057 6)
资产负债率	0.015 6 (0.028 9)
成长指数	0.827 0 (0.000 1)
公司规模	0.408 3 (0.125 3)
常数项	0.194 7 (0.129 5)
调整 R	0.202 0

注:括号中为标准偏差;\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.001$ 。

表 12 模型 4 的回归结果

变量	过度投资比率
政府影响力	0.498 7 (0.005 6)
上期投资额	0.000 5 (0.058 2)
资产负债率	0.035 8 (0.029 0)
成长因子	0.854 7 (0.000 1)
公司规模	0.527 6 (0.126 7)
常数项	0.317 6 (0.130 7)
调整 R	0.183 3

注:括号中为标准偏差;\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.001$ 。

表 13 模型 5 的回归结果

变量	过度投资比率
政府关联综合指数	0.088 6 (0.001 3)
上期投资额	0.000 5 (0.058 0)
资产负债率	0.033 8 (0.028 9)
成长指数	0.851 9 (0.000 1)
公司规模	0.497 5 (0.125 9)
常数项	0.283 2 (0.129 6)
调整 R	0.190 5

注:括号中为标准偏差;\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.001$ 。

其中,政府关联综合指数的系数为 0.09,在 10% 的水平下显著,证明虽然企业高级管理人员没有曾任或现任政府官员的背景,但是以政府层级和政府影响力为基础的政府关联综合指数却得到验证。因此,假设 4 得到验证。

2. 民营企业过度投资与政治关联

本文根据双向寻租的概念,继续探索民营企业在过度投资后政治地位的提升。首先,以本期政治关联为因变量,以上一期过度投资为自变量,使用模型 6 检测过度投资对未来政治关联的影响,采用面板数据分析,经过 Hausman 检测选择个体固定时间效应,表 14 为模型 6 的回归分析结果。可以发现,在民营过度投资的企业,其政府关联系数为 0.06,在 10% 的水平下显著,证明企业在政府影响下过度投资后,和政府的关系会变得更加密切。因此,假设 5 得到验证。

其次,以本期政治关联综合指数为因变量,以上一期过度投资为自变量,使用模型 7 来检测过度投资对未来政治关联综合指数的影响,采用面板数据,经过 Hausman 检测选择个体固定时间效应。表 15为模型 7 的回归分析结果。可以发现,政府关联综合指数的系数为 0.088 6,在 10% 的水平下显著,证明过度投资的民营企业在帮助部分地方政府实现社会、政治、政绩等目标后,过度投资效应会加强民营企业与政府部门的关系密度,提升民营企业的政治地位。因此,假设 6 得到验证。

表 14 模型 6 的回归结果

变量	政府关联
过度投资比率	0.062 7 (0.231 1)
上期投资额	0.363 1 (0.227 3)
资产负债率	0.014 1 (0.101 8)
成长指数	0.773 5 (0.000 5)
公司规模	0.128 0 (0.470 5)
常数项	0.018 8 (0.484 8)
调整 R	0.036 6

注:括号中为标准偏差;\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.001$ 。



表 15 模型 7 的回归结果

变量	政府关联综合指数
过度投资比率	0.088 6 (2.696 0)
上期投资额	0.561 2 (0.664 0)
资产负债率	0.380 7 (1.304 1)
成长指数	0.932 9 (0.006 0)
公司规模	0.303 6 (5.651 9)
常数项	0.119 6 (5.813 3)
调整 R	0.685 7

注:括号中为标准偏差;\* $p < 0.1$ ,\*\* $p < 0.05$ ,\*\*\* $p < 0.001$ 。

四、结语

民营企业政治关联下的过度投资行为在本质上是一种双向的利益互换过程。在中国经济结构转型及政治改革的背景下,民营企业及部分地方政府存在相互资源依赖的情况,市场机制的不完善为政府和企业提供了双向寻租和交换的土壤,民营企业及部分地方政府通过过度投资的形式实现目标,达成合作共赢的短期利益。民营企业内外部治理机制发挥治理功效依赖于完善的政治制度、市场机制,其中包括但不限于政府职能的转变、政府官员的政绩考核改革、公平市场环境的完善及政企关系的调整。

本文将民营企业及部分地方政府的行为同时纳入政治关联下过度投资的理论分析框架中,从双向寻租的角度探讨其作用机制。本文选择 2009 ~ 2014 年间沪深 A 股的高铁行业上市核心企业作为研究样本进行实证研究,结果显示:第一,部分地方政府对于所在辖区经济目标和政绩目标会驱使他们对该地区民营企业的经营决策及行为进行干预,使得民营企业的发展、投资决策和部分地方政府的经济预期目标一致,导致民营企业在原本适度发展及投资的基础上进行额外的过度投资。第二,民营

企业受到资源、政策等条件限制,为了追求经济利益最大化,通常会积极与当地政府建立政治关联,而过度投资则是企业所付出的政治成本。第三,民营企业的政治关联和过度投资是双向影响的关系,即民营企业和部分地方政府以各自的利益诉求和资源交换为基础,通过政治关联这种非正式的隐性契约,在一定程度上降低了交换关系的不确定性,实现了双方的经济 and 政绩目标。

本文立足于如今中国经济结构化改革,高铁行业从国家大力扶持到产能过剩、发展海外市场这一特殊时间段,以部分地方政府和民营企业双向寻租为研究视角,剖析政治联系下民营企业过度投资行为的形成机理和效果影响。本文对此进行研究的理论和现实意义有:第一,深入剖析国家政策引导下,政治关联是否是民营企业和部分地方政府之间实现政商联盟的渠道,企业过度投资的行为是否为两者资源交换行为的产物,企业过度投资的目的是否为了满足两者需求,实现两者各自的利益最大化。本文的研究主要为了探索在国家政策引导下,企业在多大程度上可以站稳脚跟,让市场需求在企业发展中起决定性作用。第二,大多研究企业过度投资问题多着眼于委托代理问题及信息不对称的视角,本文则以双向寻租视角为基础,丰富了企业过度投资方面的理论研究。第三,以中国政府推动政策和经济结构转型为背景,探索社会主义市场经济环境下部分民营企业为了满足当地政府的政治需求,从而产生过度投资行为及其影响效应,需要我们提高政府政策实施的透明度和公平性,压缩部分企业政治关联的寻租空间。

参考文献:

[ 1 ] Boubakri N, Cosset J, Saffar W. Political connections of newly privatized firms[ J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14( 5) :654-673.

[ 2 ] 袁建国,后青松,程晨. 企业政治资源的诅咒效应——基于政治关联与企业技术创新的考察[ J]. 管理世界, 2015( 1) :139-155.

[ 3 ] 李姝,谢晓嫣. 民营企业的社会责任、政治关联与债务

- 融资——来自中国资本市场的经验证据[J]. 南开管理评论,2014,17(6):30-40.
- [4] 李维安,王鹏程,徐业坤. 慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行[J]. 南开管理评论,2015,18(1):4-14.
- [5] 赵岩,陈金龙. 政府干预、政治联系与企业过度投资效应[J]. 宏观经济研究,2014(5):64-74.
- [6] 王欢. 政治关联、投资效率与企业价值——来自中国民营上市公司的经验证据[D]. 北京:北京交通大学,2015.
- [7] 郭世辉,朱雨辰. 企业政治关联与过度投资的相关性研究——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 西安财经学院学报,2018,31(1):12-18.
- [8] 周正,高茄棋. 中国民营企业高管政治关联对投资水平的影响研究[J]. 商业经济,2018(2):86-89.
- [9] 陈东,陈爱贞. GVC 嵌入、政治关联与环保投资[J]. 山西财经大学学报,2018,40(2):69-83.
- [10] 魏杰,谭伟. 企业影响政府的轨道选择[J]. 经济理论与经济管理,2004(12):5-9.
- [11] 陶国庆. 政府寻租行为分析及治理对策[J]. 生产力研究,2011(6):126-128.
- [13] Krueger A O. The political economy of the rent-seeking society[J]. The American Economic Review, 1974, 64(3):291-303.
- [14] Okhmatovskiy I. Performance implications of ties to the government and SOEs: a political embeddedness perspective[J]. Journal of Management Studies, 2014, 47(6):1020-1047.
- [15] 王利平,高伟,张学勇. 民营企业政治关联:一个多视角的分析[J]. 商业经济与管理,2010(12):18-22.
- [16] 封思贤,蒋伏心,肖泽磊. 企业政治关联行为研究述评与展望[J]. 外国经济与管理,2012,34(12):63-70.
- [17] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. reviews of accounting studies,2006,11(2/3):159-189.
- [18] 罗党论,应千伟,申慧慧,等. 银行授信、产权与企业过度投资:中国上市公司的经验证据[J]. 世界经济,2012(3):48-65.
- [19] 王立国,鞠蕾. 地方政府干预、企业过度投资与产能过剩:26 个行业样本[J]. 产业经济,2012(12):52-62.
- [20] 李传宪,干胜道,何益闯. 政治关联与企业过度投资行为研究——基于2008~2010 年中国民营上市公司的经验证据[J]. 上海经济研究,2013(5):63-68.