

# 财政分权、政府控制与公司绩效

陈工 陈明利

(厦门大学经济学院,福建 厦门 361005)

**摘要:** 完善国有企业改革是我国“十三五”规划的重要组成部分,提升公司治理水平是完善国有企业改革、促进公司经营绩效提高的重要内容。从财政分权的角度出发,实证检验了财政分权下地方政府行为对地方上市国企公司治理行为的影响,并探讨了这一影响的背后原因。研究发现:在财政分权度越高,即财政分权越完善的地方,地方政府越会减轻对地方国有企业的控制,即地方政府越会减少对地方国有企业持股比例。财政分权越完善的地方,政府持股比例与国有企业经营绩效有着显著的负向关系,说明财政分权越完善的地方越有利于缓解政府持股比例过高对国有企业经营绩效造成的损害。进一步研究发现,财政分权制带来的地方经济增长的竞争压力越大、财政压力越大和失业率越高,地方政府越倾向于减轻对地方国企的控制。

**关键词:** 财政分权; 政府控制; 公司治理; 公司绩效; 地方经济增长压力

中图分类号: F812.7 文献标识码: A 文章编号: 1671-9301(2016)03-0001-10

## 一、引言

自改革开放以来,我国经济保持着30多年的高速增长,并形成了中国的“增长奇迹”。关于中国经济增长问题,很多学者基于中国现阶段的产权保护制度,以及法治不健全的背景进行了大量研究<sup>[1-2]</sup>。综合已有研究表明,中央政府的政策行为与地方官员的激励和压力是促进我国经济增长的重要原因。自1978年以来,我国政府的经济改革一直沿着分权化的方向进行,在分权化的过程中不断赋予地方政府的经济管理权限<sup>[3]</sup>。中央政府考核与任免的绝对权威,造成了地方官员政治晋升上的压力和激励<sup>[4]</sup>。因此,地方官员过分地追求地方的经济增长以满足经济考核的要求,这便形成了我国GDP考核下的“晋升竞标赛”假说<sup>[5]</sup>,同时不同地方官员之间的相互政治竞争促进了地方经济显著增长<sup>[6]</sup>。越来越多的研究表明,中国政府政治上的集权和经济上的财政分权是促进我国经济增长的重要原因。财政分权改革使得地方政府获得充分的财政管理自主权,激发了地方政府维护地方市场发展的热情,分税制改革在法律上赋予地方政府自主管理权,从而推动地方经济增长,即Qian *et al.*<sup>[7]</sup>提出的“中国特色的联邦主义”理论。关于“中国特色的联邦主义”理论的一个重要假设是强调地方政府在地方市场机制建设中的作用。财政分权通过迫使地方政府的财政支出与财政收入紧密相关,带来地方政府很强的财政收入激励和动机来维护地方经济发展,并形成不同地区间的竞争<sup>[8]</sup>。

财政分权制下地方政府在促进地方经济发展的过程中,一个重要举措就是努力培育市场势力,推进地方市场机制建设,发展壮大非国有经济,减轻对地方国有企业的控制。如 Dewatripont and

收稿日期: 2016-01-19; 修回日期: 2016-04-12

作者简介: 陈工(1958—),男,福建漳州人,厦门大学经济学院教授、博士生导师,研究方向为财政基础理论、财政政策、公共支出管理; 陈明利(1986—),男,河南信阳人,厦门大学经济学院博士研究生,研究方向为财政理论与政策、公司金融。

基金项目: 厦门大学社会科学基金项目(10zd&036)

Maskin<sup>[9]</sup>通过研究发现,在分权和地区间竞争的情况下,地方政府有效地减少了对地方无效率国企的财政支出,减弱了对地方国企的控制,从而促进了地方国企的民营化改革。夏立军等<sup>[10]</sup>指出,伴随地区的市场化进程不断加强,地方政府减轻对地方国企控制的动机非常明显。地方经济发展压力带来地方政府减轻对地方国企控制,这使得地方国企在生产计划、投融资决策及员工任用上更多基于市场决策。同时政府在减轻对地方国企的控制上还表现在对企业治理结构和国有企业持股比例的影响,如引进社会投资者增加企业的混合制经营等。

然而财政分权改革所带来的对地方官员的经济发展压力和激励是如何体现在地方政府维护地方经济发展之上的?地方政府官员通过何种渠道来积极促进地方经济发展的?目前鲜有文献进行探讨。本文依据财政分权与地方经济发展的关系,探讨地方政府推动地方经济发展的主要途径,具体而言,本文检验如下两个问题:(1)如果财政分权使得地方政府获得压力和激励进而努力提高地区资源配置效率,那么这种资源配置效率如何体现在地方政府对地方国企的控制上?(2)如果地方政府减轻对地方国企的控制,那么地方政府为什么减轻对地方有限上市国企资源的控制?这种行为背后的作用机制是什么?综上,本文选取2002—2013年A股非金融类地方国有上市公司为样本,从财政分权、政府控制以及企业绩效的角度进行分析。

本文其余部分安排如下:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是研究设计;第四部分是实证结果与分析;第五部分是财政分权影响政府控制的作用机制分析;第六部分是稳健性检验;第七部分是结论与启示。

## 二、理论分析与研究假设

我国政府在改革开放的过程中一直在努力进行经济改革,其中财政分权改革使得地方政府获得对地方经济管理自主权,激发了地方政府发展地方经济的热情。奥茨<sup>[11]</sup>阐述了财政分权对经济增长的正面作用,他认为相对于中央政府,地方政府拥有更便利的信息优势,在信息对称下地方政府具有优化资源配置的能力。Qian *et al.*<sup>[3]</sup>指出财政分权可以通过以下方面促进经济有效运行:第一,政府培育市场机制的健康运行,对经济的较少干预提高了市场配置资源的有效性;第二,地方政府在财政支出压力下将提高资金的使用效率,使得资金流向高效率部门,提高资本的边际收益。朱恒鹏<sup>[8]</sup>认为财政分权改革加强了地方政府财政支出与财政收入的紧密联系,在这种财政激励的作用下,地方政府积极发展地方经济,从而形成地区间的竞争。

财政分权制下,地方政府积极维护地方经济发展,促进市场机制完善的一个重要手段就是减轻对国有企业的控制,使其更为有效地参与市场竞争。逯东等<sup>[12]</sup>发现,将国有企业的控制权逐层下放会减轻对公司价值的损害。最彻底的国企改革是放弃对国有企业的控制权,彻底进行民营化改革。王红领等<sup>[13]</sup>从企业的经济效率观、政府财政收入观和地区政府间的政治博弈战略观三个方面进行分析发现,通过减少或放弃对国有企业的控制能够促进国有企业经营效率的提高、增加政府的财政收入和推进地区的市场化进程。可以看出,不论哪个观点占主导,减轻对国有企业控制的作用可以概括为:第一是增进地方国企的经营效率,第二是增加地方政府的财政收入,第三是对地方市场化进程的维护。韩朝华、戴幕珍<sup>[14]</sup>研究发现,通过对国有企业控制权的调整和产权重组,可以提高国有企业的纳税水平,促进政府收入的提高,他们认为追求财政收益最大化的动机是政府积极推动国有企业产权重组的重要原因。

财政分权制下,地方政府努力培育地方市场机制的建设,推进地方国有企业改革,减轻对国有企业的控制,促进地方经济发展。基于此,我们提出研究假设1。

假设1:伴随着财政分权,地方政府会逐步减轻对国有企业的控制。即财政分权越高的地区,地方政府对国有企业的持股比例越低。

关于国有企业的经营效率问题,已有大量文献进行了探讨。政府控制往往带来国有企业经营业

绩的不佳<sup>[15]</sup>。企业作为市场经济的主要参与体,通过有效的生产方式和科学的创新水平才能在市场竞争中生存。但是国有企业由于其本身的特殊性,可以通过获取垄断利润和处于经营亏损时获得财政补贴,即预算软约束来获得发展。但是以上两种途径都是以损失社会整体效率或其他参与企业的效率为代价的。在公司经营绩效的问题上,大部分学者认为,国有企业由于本身存在复杂的委托-代理关系<sup>[16]</sup>,导致国有企业的高昂代理成本从而降低了企业绩效。其次,由于承担地方经济增长指标、就业指标以及税收任务等企业效益之外的目标,导致国有企业行为偏离了追求利润最大化。现有研究发现民营化往往有利于公司绩效的提升<sup>[17]</sup>。田利辉<sup>[18]</sup>研究发现,总体而言,国家持股企业的业绩低于非国家持股企业。徐晓东<sup>[19]</sup>研究发现,控股股东为非国家股东的公司在公司盈利能力、企业价值上往往有着更高水平,在公司内部治理上和经营管理上也更具有灵活性。陈晓和江东<sup>[20]</sup>发现,在竞争性行业政府控股比例和公司业绩负相关,而在非竞争性行业则不存在这种现象。常丽娟等<sup>[21]</sup>发现,股权结构的过度集权不利于公司绩效的提升,特别是在股权相对集中的国有企业,这种现象更为普遍。

在财政分权下,地方政府积极促进地方经济的市场化运作,在市场化机制更为成熟的地区,国有企业产权缺失的弊端则更为突出,对国有企业经营绩效的影响更为严重。基于此,本文提出研究假设2。

假设2:在财政分权越完善的地方,即财政度越高的地方,地方政府持股比例与国有企业经营绩效有着负向关系。

### 三、研究设计

#### (一) 关键变量的说明

关于财政分权的定义已有学者做出了大量研究<sup>[22-24]</sup>。财政分权指标的选取问题是进行财政分权实证研究的关键内容。在财政分权指标的选择上,现有文献研究中大多采用的是财政支出分权指标。基于此,本文选取了主要以财政支出分权和财政收入分权指标来衡量本文中的财政分权变量,其中省级和市级财政分权的度量指标分别为PROFD1,PROFD2,PROFD3,PROFD4和CITYFD1,CITYFD2,CITYFD3,CITYFD4。详细变量定义见表1。

表1 主要变量定义

变量名称	变量	变量定义
被解释变量	政府控制权	BIGDESPER 按照 La Porta <i>et al.</i> <sup>[25]</sup> 和 Claessens <i>et al.</i> <sup>[26]</sup> 的方法界定,以地方政府对上市公司的持股比例作为地方国有企业的政府控制权
	公司绩效指标	ROA 公司当年度净利润除以总资产
		ROE 公司当年度净利润除以净资产
解释变量	财政分权指标	PROFD1/CITYFD1 省级(市级)当年人均财政收入/全国当年人均财政收入,取滞后一期值
		PROFD2/CITYFD2 省级(市级)当年人均财政支出/全国当年人均财政支出,取滞后一期值
		PROFD3/CITYFD3 省级(市级)当年人均财政收入/(全国当年人均财政收入+省级(市级)当年人均财政收入),取滞后一期值
		PROFD4/CITYFD4 省级(市级)当年人均财政支出/(全国当年人均财政支出+省级(市级)当年人均财政支出),取滞后一期值
资产规模	SIZE 公司年度总资产的值的对数,取滞后一期值	
公司价值	TOBINQ 公司总市值/公司总资产,其中公司总市值=每股价格×流通股股份+每股净资产×非流通股股数+负债账面价值,取滞后一期值	
资产负债率	LEV 公司总负债/公司总资产,取滞后一期值	
控制变量	是否属于战略性行业	STRATEGIC 借鉴杨记军等 <sup>[17]</sup> 的做法,将军工、石油化工、煤炭、电网电力、民航、电信、航运等行业确定为战略性行业,并把战略性行业取值为1,非战略性行业取值为0,取滞后一期值
	前十大股东持股比例	TOPTENRATIO 上市公司前十大股东持股比例,取滞后一期值
	董事会结构	INDEPRATIO 独立董事人数占董事总人数的比值,取滞后一期值
	销售收入净利润	PROFITSALESRATIO 净利润除以销售收入,取滞后一期值
省级经济增长率	GDPGROWTH 所在省上一年度GDP增长率,取滞后一期值	
市级经济增长率	GDPGROWTH 所在市上一年度GDP增长率,取滞后一期值	

## (二) 模型设计

我们用模型(1)和(2)检验假设1中财政分权对地方国有企业政府持股的影响,被解释变量为地方国企的实际控制人持股比例(BIGDESPER),主要的解释变量为省级和市级财政分权。参考CSMAR数据库和WIND数据中上市地方国企的实际控制人这一项,实际控制人如果为省级国资委、省级财政厅或省级其他相关政府部门,我们将其界定为省级国有企业;如果实际控制人是市级国资委、市级财政局或市级其他政府部门,我们将其界定为市级国有企业,同时结合上市公司年报进行确认和调整。考虑到企业的规模、行业特征、负债状况等会影响地方政府对企业的控制程度<sup>[12,17]</sup>,我们选择的主要控制变量包括企业规模(SIZE)、是否属于战略性行业(STRATEGIC)、资产负债率(LEV)等。为了避免可能产生的内生性问题,我们对企业规模、资产负债率都取滞后一期值。同时经过Hausman检验,我们决定用固定面板效应进行估计,本文主要采用控制个体和时间的双向固定效应的估计方法。

$$\begin{aligned} \text{BIGDESPER}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{PROFD}_{it-1} + \beta_2 \text{SIZE}_{it-1} + \beta_3 \text{STRATEGIC}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it-1} \\ & + \sum \text{YEAR} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{BIGDESPER}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{CITYFD}_{it-1} + \beta_2 \text{SIZE}_{it-1} + \beta_3 \text{STRATEGIC}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it-1} \\ & + \sum \text{YEAR} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

针对本文的第2个假设,我们建立模型(3)和(4),被解释变量为公司绩效(PERFORMANCE),分别采用总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)两个市场业绩指标来衡量。模型中还加入了行业虚拟变量(INDUSTRY)和年度虚拟变量(YEAR)。行业按照证监会2012年发布的上市公司行业分类指引按一级代码分类,制造业按二级代码分类。财政分权(PROFD、CITYFD)是本文的主要研究变量,在模型(3)和(4)中主要考察变量为财政分权和政府控股的交互项(BIGDESPER × PROFD、BIGDESPER × CITYFD),这一变量代表PROFD或CITYFD变量对企业经营绩效—政府控股增量的影响,也即考察财政分权越完善的地方政府持股比例对企业经营绩效的影响。如果该回归系数显著为负,说明财政分权越完善的地方,越有利于缓解政府持股比例过高对地方国有企业经营绩效造成的损害。

$$\begin{aligned} \text{PERFORMANCE}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{BIGDESPER}_{it-1} + \beta_2 \text{BIGDESPER} \times \text{PROFD} + \beta_3 \text{RROFD} + \beta_4 \text{SIZE}_{it-1} \\ & + \beta_5 \text{LEV}_{it-1} + \beta_6 \text{TOOPENRATIO}_{it-1} + \beta_7 \text{INDEPRATIO}_{it-1} + \beta_8 \text{SALESRATIO}_{it-1} \\ & + \beta_9 \text{STRATEGIC} + \beta_{10} \text{GDPGROWTH}_{it-1} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{PERFORMANCE}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{BIGDESPER}_{it-1} + \beta_2 \text{BIGDESPER} \times \text{CITYFD} + \beta_3 \text{CITYFD} + \beta_4 \text{SIZE}_{it-1} \\ & + \beta_5 \text{LEV}_{it-1} + \beta_6 \text{TOPTENRATIO}_{it-1} + \beta_7 \text{INDEPRATIO}_{it-1} + \beta_8 \text{SALESRATIO}_{it-1} \\ & + \beta_9 \text{STRATEGIC} + \beta_{10} \text{GDPGROWTH}_{it-1} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

## (三) 样本与描述性统计

本文以2002—2013年A股上市公司为初选样本,进一步剔除的标准为:(1)无法在年报里找到终极所有人资料的公司;(2)在CSMAR和WIND数据库里财务等数据不全的上市公司;(3)剔除金融类上市公司;(4)剔除公司属性为民企、外企、集体企业和数据缺失的公司;(5)剔除公司属性为中央国有企业的上市公司。公司财务数据来自于WIND和CSMAR数据库,地方省市经济发展数据和财政数据来自于各省统计年鉴和中国经济发展统计数据库。最终可用的样本有2002—2013年共6362个地方国有上市公司样本数据,其中省级地方政府国企为3464个,市级地方政府国企为2868个。为了消除极端值的影响,本文对数据库中连续变量上下1%的极端样本采用winsorize处理。表2为描述性统计。

表2 描述性统计

变量	省级					市级				
	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
BIGDESPER	3 464	0.441	0.161	0.113	0.821	2 489	0.399	0.157	0.111	0.748
ROA	3 464	3.855	5.645	-17.83	22.228	2 489	3.670	5.677	-17.83	22.228
ROE	3 464	6.956	13.790	-64.31	39.480	2 489	6.590	13.430	-64.31	39.480
PROFD1/CITYFD1	3 447	1.981	1.728	0.050	5.925	2 489	1.623	1.195	0.082	6.191
PROFD2/CITYFD2	3 447	4.381	3.248	0.213	13.087	2 489	3.297	2.241	0.420	14.236
PROFD3/CITYFD3	3 447	0.555	0.199	0.048	0.856	2 489	0.540	0.190	0.076	0.861
PROFD4/CITYFD4	3 447	0.756	0.109	0.176	0.929	2 489	0.717	0.112	0.296	0.934
SIZE	3 464	22.080	1.191	19.559	25.066	2 489	21.64	1.001	19.559	25.066
TOBINQ	3 428	1.932	1.106	0.850	6.825	2 466	1.935	1.151	0.871	7.725
LEV	3 464	0.516	0.185	0.069	0.902	2 489	0.499	0.196	0.069	0.902
STRATEGIC	3 464	0.161	0.367	0.000	1.000	2 489	0.186	0.390	0.000	1.000
TOPTENRATIO	3 458	0.592	0.151	0.243	0.910	2 485	0.561	0.150	0.220	0.901
INDEPRATIO	3 429	0.347	0.060	0.154	0.546	2 462	0.351	0.063	0.154	0.556
PROFITSALERSRATIO	3 461	0.071	0.153	-0.695	0.530	2 487	0.072	0.148	-0.551	0.698

## 四、实证结果与分析

## (一) 财政分权与地方国企政府控制的回归检验

财政分权与省级和市级地方国企政府控制的回归结果如表3所示。在表3的省级样本和市级样本的回归结果中,所选取的财政分权省级指标PROFD1,PROFD2,PROFD3,PROFD4和市级指标CITYFD1,CITYFD2,CITYFD3,CITYFD4中,都呈现出和地方国企政府控制负相关。说明我国地方政府的财政分权程度越高,越会减少对地方国有企业的控制,地方国有企业的市场参与度越高,地方的市场化水平也就越强。这说明在控制其他影响因素后,地方财政分权水平对地方国企的政府控制权影响很显著,以上证明了本文的研究假设1。

表3 财政分权与地方国企政府控制权的回归

变量	省级样本回归				市级样本回归			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER
PROFD1/CITYFD1	-0.0168** (0.0088)				-0.012** (0.0066)			
PROFD2/CITYFD2		-0.00615*** (0.00221)				-0.0053*** (0.0029)		
PROFD3/CITYFD3			-0.141* (0.121)				-0.0993** (0.0642)	
PROFD4/CITYFD4				-0.34*** (0.0959)				-0.23** (0.111)
SIZE	0.043*** (0.0108)	0.0423*** (0.0109)	0.042*** (0.0108)	0.042*** (0.0108)	0.0152 (0.0148)	0.0146 (0.0148)	0.0153 (0.0148)	0.0155 (0.0146)
STRATEGIC	—	—	—	—	—	—	—	—
LEV	-0.0282 (0.0389)	-0.0273 (0.0392)	-0.0291 (0.0389)	-0.0256 (0.0391)	0.0188 (0.0295)	0.0202 (0.0294)	0.0179 (0.0295)	0.0216 (0.0292)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-0.348 (0.224)	-0.353 (0.224)	-0.296 (0.227)	-0.115 (0.229)	0.169 (0.307)	0.180 (0.310)	0.199 (0.304)	0.300 (0.312)
样本数	3 097	3 097	3 097	3 097	2 190	2 190	2 190	2 190
Adj-R <sup>2</sup>	0.212	0.215	0.210	0.218	0.365	0.366	0.365	0.370
公司数	340	340	340	340	244	244	244	244

注:括号内为标准误。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

## (二) 财政分权、政府控制与公司绩效的回归检验

财政分权、政府控制与公司绩效的回归结果如表4和表5所示。结果表明,在省级政府控制的国企层面PROFD×BIGDESPER和企业经营绩效显著负相关,回归系数均显著为负;在市级政府国企层面CITYFD×BIGDESPER和企业经营绩效也显著负相关,回归系数均显著为负。说明财政分权越完善的地

方 越有利于缓解政府持股比例过高对地方国有企业经营绩效造成的损害 验证了本文的研究假设 2。

表 4 财政分权下的政府控制与公司绩效回归(省级样本)

变量	ROE				ROA			
	(1) PROFD1	(2) PROFD2	(3) PROFD3	(4) PROFD4	(5) PROFD1	(6) PROFD2	(7) PROFD3	(8) PROFD4
BIGDESPER	-6.296 (2.730)	-3.411 (2.950)	15.4 (4.731)	-0.799* (11.02)	5.41 (1.227)	4.15 (1.326)	-11.6 (2.125)	-8.845* (4.958)
PROFD × BIGDESPER	-1.874** (0.898)	-0.136* (0.461)	-23.7*** (7.820)	-2.534 (14.33)	-1.54*** (0.404)	-0.380* (0.207)	-17.1*** (3.513)	-8.507 (6.452)
PROFD	0.524 (0.423)	-0.186 (0.216)	8.947** (3.714)	-5.850 (6.711)	0.403** (0.190)	-0.0168 (0.0970)	5.69*** (1.668)	-0.369 (3.021)
SIZE	1.769*** (0.256)	1.77*** (0.255)	1.73*** (0.255)	1.72*** (0.254)	1.01*** (0.115)	1.01*** (0.115)	0.98*** (0.115)	0.97*** (0.115)
LEV	-9.209*** (1.418)	-9.23*** (1.417)	-9.14*** (1.415)	-9.08*** (1.417)	-9.73*** (0.637)	-9.73*** (0.637)	-9.68*** (0.636)	-9.63*** (0.638)
TOPTENRATIO	7.345*** (2.400)	6.87*** (2.395)	7.98*** (2.405)	7.26*** (2.392)	3.04*** (1.078)	2.753** (1.077)	3.42*** (1.080)	3.01*** (1.077)
INDEPRATIO	-6.181 (5.035)	-6.226 (5.033)	-5.942 (5.034)	-6.498 (5.041)	-7.03*** (2.262)	-7.08*** (2.263)	-6.91*** (2.261)	-7.18*** (2.269)
SALESRATIO	5.462*** (0.579)	5.42*** (0.580)	5.45*** (0.579)	5.46*** (0.580)	2.57*** (0.260)	2.55*** (0.261)	2.56*** (0.260)	2.58*** (0.261)
STRATEGIC	-1.002 (0.715)	-1.031 (0.713)	-0.967 (0.716)	-0.890 (0.712)	-0.130 (0.321)	-0.125 (0.321)	-0.121 (0.322)	-0.0437 (0.321)
GDPGROWTH	-28.24*** (7.171)	-28.5*** (6.926)	-25.7*** (7.129)	-27.5*** (6.973)	-10.5*** (3.222)	-9.86*** (3.114)	-9.08*** (3.203)	-9.5*** (3.139)
YEAR&INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-28.35*** (5.756)	-26.1*** (5.770)	-32.5*** (6.108)	-21.9*** (7.818)	-10.6*** (2.587)	-9.57*** (2.594)	-13.1*** (2.744)	-9.03** (3.519)
样本数	2 678	2 678	2 678	2 678	2 678	2 678	2 678	2 678
Adj-R <sup>2</sup>	0.111	0.11	0.112	0.105	0.185	0.186	0.188	0.187

注: 括号内为标准误。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

表 5 财政分权下的政府控制与公司绩效回归(市级样本)

变量	ROE				ROA			
	(1) CITYFD1	(2) CITYFD2	(3) CITYFD3	(4) CITYFD4	(5) CITYFD1	(6) CITYFD2	(7) CITYFD3	(8) CITYFD4
BIGDESPER	-4.046** (3.573)	-3.092 (3.663)	-13.38** (5.935)	-19.34 (12.29)	1.080 (1.659)	-0.0959 (1.702)	-6.319** (2.750)	8.298 (5.700)
CITYFD × BIGDESPER	-3.985*** (1.422)	-1.674** (0.723)	-28.66*** (9.615)	-29.97* (16.39)	-1.833*** (0.660)	-0.585* (0.336)	-15.09*** (4.455)	-14.25* (7.603)
CITYFD	2.085*** (0.654)	1.000*** (0.353)	13.08*** (4.259)	15.40** (7.545)	0.758** (0.303)	0.281* (0.164)	4.861** (1.973)	4.382 (3.499)
SIZE	2.463*** (0.329)	2.433*** (0.330)	2.512*** (0.328)	2.475*** (0.330)	1.265*** (0.153)	1.249*** (0.153)	1.292*** (0.152)	1.278*** (0.153)
LEV	-9.864*** (1.587)	-9.872*** (1.588)	-9.757*** (1.586)	-9.787*** (1.588)	-10.08*** (0.737)	-10.06*** (0.738)	-10.02*** (0.735)	-10.01*** (0.737)
TOPTENRATIO	14.62*** (2.625)	14.28*** (2.622)	14.60*** (2.627)	14.26*** (2.627)	9.408*** (1.219)	9.254*** (1.219)	9.522*** (1.217)	9.320*** (1.218)
INDEPRATIO	-0.454 (5.198)	-0.898 (5.202)	-0.243 (5.205)	-0.712 (5.210)	-0.923 (2.413)	-1.128 (2.417)	-0.617 (2.411)	-0.910 (2.417)
SALESRATIO	7.680*** (0.985)	7.701*** (0.985)	7.660*** (0.986)	7.696*** (0.987)	3.640*** (0.457)	3.664*** (0.458)	3.586*** (0.457)	3.635*** (0.458)
STRATEGIC	-1.533** (0.742)	-1.497** (0.741)	-1.499** (0.740)	-1.434* (0.739)	-0.892*** (0.344)	-0.835** (0.344)	-0.928*** (0.343)	-0.842** (0.343)
GDPGROWTH	0.612 (8.283)	1.160 (8.261)	-1.183 (8.291)	-1.152 (8.258)	8.243** (3.845)	8.701** (3.839)	6.687* (3.842)	7.225* (3.830)
YEAR&INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	-51.95*** (7.143)	-51.11*** (7.137)	-56.70*** (7.479)	-59.62*** (8.837)	-24.00*** (3.316)	-23.33*** (3.316)	-25.92*** (3.465)	-26.06*** (4.099)
样本数	1 861	1 861	1 861	1 861	1 861	1 861	1 861	1 861
Adj-R <sup>2</sup>	0.135	0.135	0.135	0.132	0.203	0.201	0.206	0.202

注: 括号内为标准误。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

## 五、财政分权影响政府控制的作用机制分析

## (一) 地方经济增长压力与地方国企的政府控股结构

Qian *et al.*<sup>[3]</sup> 认为财政分权导致地区间经济竞争, 地方政府迫于经济发展压力会推动地方经济发展; 朱恒鹏<sup>[8]</sup> 认为财政分权导致地方政府的财政收入和支出紧密相关, 地方有很强的财政压力和激励来追求地方经济发展等。如果财政分权会导致地方政府减少对国有企业的控制, 会不会是因为地方政府迫于地方经济发展压力和财政压力等因素所造成? 地方政府在地方经济发展压力和财政压力下, 减弱对地方国有企业的控制, 以更有效的市场机制来运行?

我们借鉴钱先航等<sup>[27]</sup> 和逯东等<sup>[12]</sup> 的研究, 选择财政压力、地方经济发展压力和地方就业压力三个方面来探讨对地方国企的政府控股权的影响。在具体的指标设计上, 将地方财政的年度支出比上地方财政一般预算收入的值作为衡量地方财政的收支压力, 如果该比值越大, 则说明地方的财政压力越大; 反之, 则地方财政压力越小。在地方经济增长压力上参考钱先航等<sup>[27]</sup>、唐雪松等<sup>[28]</sup> 所设计的指标, 即对于省级政府(省级国资委、财政厅等)控制国企的省份的经济增长压力, 以该省年底 GDP 增长率减去该省份所在区域的 GDP 平均增长率的差值来衡量(对于区域的划分, 我们借鉴统计年鉴等资料, 将全国 31 个省市划分为东、中、西和东北四个区域), 为了便于度量经济增长压力, 对于差值小于 0 的取值为 1; 对于市级政府所控制的国企所在市的经济增长压力, 以该市当年度 GDP 增长率减去该市所在省份的 GDP 增长率的差值来衡量。对于地方的就业压力的衡量, 省级控制的国企以该省公布的年度失业率来衡量; 对于市级控制的国企由于没有公布失业率, 我们以该市当年度市级失业人口比上市级就业人口来衡量就业压力。经济增长压力指标省市分别以 GDPRE 和 CITYGDPRE 来衡量, 财政压力指标省市分别以 PROFINANCEPRE 和 CITYFINANCEPRE 来衡量, 就业压力指标以 UNEMPLOYEERATE 来衡量。以上数据全部来源于 CEIC 数据库和各省统计年鉴。

具体的回归结果如表 6 所示。在地方政府经济发展压力、地方财政压力、省级和市级的就业压力与地方国企的政府控股(BIGDESPER)的回归上, 省市级样本的回归系数都为负, 而且基本上都很显著。说明地方的就业压力越大, 地方政府越会减少对地方国企的控制, 积极推行市场化进程, 让市场来吸收多余的劳动力, 减轻地方政府的就业压力。以上从三个方面验证了前面的研究, 即财政分权会导致地方政府减弱对地方国企的控制。

表 6 地方经济发展压力、财政压力和就业压力与地方国企的政府控股回归

变量	省级样本				市级样本			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER	BIGDESPER
GDPRE	-0.048 8 (0.079 1)			-0.040 3 (0.079 0)	-0.03 *** (0.007 7)			-0.027 *** (0.008 0)
PROFINANCEPRE		-0.004 ** (0.001 8)		-0.004 ** (0.001 8)		-0.000 6 (0.0034)		-0.002 36 (0.003 4)
UNEMPLOYEERATE			-1.74 *** (0.326)	-1.74 *** (0.327)			-0.34 *** (0.097 2)	-0.252 ** (0.104)
SIZE	0.033 *** (0.002 7)	0.033 *** (0.002 7)	0.032 *** (0.002 7)	0.032 *** (0.002 7)	0.014 8 *** (0.003 8)	0.016 1 *** (0.003 8)	0.011 6 *** (0.003 8)	0.010 9 *** (0.003 8)
ROA	0.004 *** (0.000 55)	0.002 9 *** (0.000 65)	0.003 *** (0.000 55)	0.003 *** (0.000 55)	0.002 44 *** (0.000 641)	0.002 48 *** (0.000 643)	0.002 9 *** (0.000 644)	0.002 9 *** (0.000 643)
STRATEGIC	0.062 *** (0.007 7)	0.062 *** (0.007 7)	0.062 *** (0.007 6)	0.063 *** (0.007 6)	0.031 *** (0.008 4)	0.031 *** (0.008 4)	0.034 *** (0.008 3)	0.033 *** (0.008 4)
LEV	-0.059 *** (0.017 6)	-0.059 *** (0.017 6)	-0.056 *** (0.017 5)	-0.057 *** (0.017 5)	-0.078 0 *** (0.019 8)	-0.085 7 *** (0.019 8)	-0.076 9 *** (0.019 9)	-0.073 0 *** (0.019 9)
YEAR&INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Con	-0.235 *** (0.057 8)	-0.207 *** (0.058 7)	-0.155 *** (0.059 4)	-0.126 ** (0.060 4)	0.152 * (0.079 2)	0.123 (0.079 5)	0.191 ** (0.079 5)	0.201 ** (0.079 5)
样本数	3 099	3 088	3 099	3 088	2 148	2 148	2 128	2 128
Adj-R <sup>2</sup>	0.152	0.152	0.16	0.158	0.15	0.144	0.159	0.163

注: 括号内为标准误。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

六、稳健性检验

本文的稳健性检验分为三个部分:

(一) 重要变量的替换

我们同时也以公司价值 TOBINQ 来衡量公司绩效。具体的回归结果如表 7 所示,与前面研究结论一致。

(二) 股权分置改革对地方国有政府持股比例的影响

我国自从 2004 年开始股权分置改革试点和 2005 年股权分置改革全面推行以来,上市国企的非流通也开始转让流通,股份分置改革的进行会影响到上市的地方国有企业股权减持问题,如果股改后会影响到上市国企的股权减持,则会影响到本文的结论问题。由于央企和地方政府都是政府为主要控制人,具有相同的政府背景。鉴于此,本文利用 DID 方法,以地方国有企业为处理组,以中央上市企业为对照组,考察股权分置改革后相对于央企的地方国企的政府持股比例的变化。回归结果显示在以 2005 年股权分置改革后地方国企的政府持股比例相对央企上市公司, DID 的系数并不显著,这说明地方国企的政府持股的降低并不主要是由于股份分置改革后的政府持股的减持。

(三) 内生性考虑

考虑到地方本期的财政收入支出水平受到地方本年度公司经营状况的影响,本文在财政分权的指标选取上,已经选择滞后一期来控制内生性。我们在稳健性检验中,把财政分权度水平滞后两期,以降低模型的内生性,回归结果与前文基本一致。

表 7 财政分权下的政府控制与公司绩效(TOBIQ)的回归

变量	省级样本				市级样本			
	(1) PROFD1	(2) PROFD2	(3) PROFD3	(4) PROFD4	(5) CITYFD1	(6) CITYFD2	(7) CITYFD3	(8) CITYFD4
BIGDESPER	-0.114 (0.142)	-0.257* (0.153)	-0.253 (0.246)	1.87*** (0.574)	-0.105 (0.210)	-0.105 (0.215)	-0.703** (0.349)	-1.674** (0.722)
PROFD×BIGDESPER	-0.0398** (0.0467)	-0.0523*** (0.0240)	-0.383* (0.407)	-2.436*** (0.747)	-0.239*** (0.0837)	-0.120*** (0.0425)	-1.796*** (0.565)	-2.700*** (0.963)
PROFD/CITYFD	0.0188 (0.0221)	0.0309*** (0.0112)	0.134 (0.193)	1.229*** (0.351)	0.113*** (0.0385)	0.0687*** (0.0208)	0.665*** (0.251)	1.169*** (0.444)
SIZE	-0.238*** (0.0133)	-0.240*** (0.0133)	-0.237*** (0.0133)	-0.238*** (0.0132)	-0.267*** (0.0194)	-0.271*** (0.0194)	-0.263*** (0.0194)	-0.267*** (0.0194)
LEV	-0.677*** (0.0740)	-0.672*** (0.0739)	-0.679*** (0.0739)	-0.676*** (0.0737)	-1.036*** (0.0938)	-1.039*** (0.0938)	-1.029*** (0.0937)	-1.032*** (0.0938)
TOPTENRATIO	0.109 (0.125)	0.128 (0.124)	0.101 (0.125)	0.120 (0.124)	0.368** (0.155)	0.350** (0.155)	0.374** (0.155)	0.355** (0.155)
INDEPRATIO	-0.503* (0.263)	-0.526** (0.262)	-0.494* (0.263)	-0.510* (0.262)	-0.194 (0.307)	-0.221 (0.307)	-0.166 (0.308)	-0.190 (0.308)
SALESRATIO	0.0739** (0.0301)	0.0779*** (0.0301)	0.0723** (0.0302)	0.0767** (0.0301)	0.275*** (0.0581)	0.277*** (0.0580)	0.271*** (0.0581)	0.275*** (0.0581)
STRATEGIC	-0.0471 (0.0372)	-0.0394 (0.0370)	-0.0514 (0.0372)	-0.0449 (0.0369)	-0.188*** (0.0436)	-0.186*** (0.0435)	-0.190*** (0.0435)	-0.185*** (0.0434)
GDPGROWTH	0.357 (0.372)	0.476 (0.359)	0.290 (0.370)	0.472 (0.360)	0.0365 (0.489)	0.173 (0.487)	-0.158 (0.488)	-0.0525 (0.487)
YEAR&INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Constant	6.576*** (0.300)	6.467*** (0.300)	6.534*** (0.319)	5.639*** (0.407)	6.989*** (0.421)	7.016*** (0.420)	6.740*** (0.440)	6.324*** (0.520)
Observations	2652	2652	2652	2652	1843	1843	1843	1843
Adj-R <sup>2</sup>	0.383	0.385	0.383	0.385	0.397	0.398	0.398	0.397

注:括号内为标准误。\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

七、结论与启示

在目前国有企业改革的背景下,地方政府行为对地方上市国有企业有着诸多影响。本文基于财政分权角度,探讨了地方政府行为对地方上市国企治理结构的影响,主要结论有:(1) 伴随着财政分



权,地方政府会逐步减轻对国有企业的控制。在财政分权越高的地区,地方政府越会减少对国有企业持股比例;(2)研究发现,在财政分权越完善的地方,即财政分权程度越高的地方,政府持股比例与国有企业经营绩效有着显著的负向关系,说明财政分权越完善的地方越有利于缓解政府持股比例过高对国企经营绩效造成的损害;(3)我们进一步研究发现,财政分权制下带来的地方政府的经济发展压力、财政收入压力和失业率压力是影响地方政府减轻对国有企业控制的重要原因,即地区间的经济增长竞争压力越大、财政压力越大和失业率越高,则地方政府越倾向于减轻对地方国企的控制。

本文的研究提供了中央政府的宏观财政政策改革对微观公司个体影响的一个经验证据。新一轮国企改革背景下,必须考虑政府行为对国有企业治理结构的影响,若要顺利实现国有企业改革的目标,完善公司治理结构、理顺政府和企业的关系就显得尤为重要。本文的政策建议是:

第一,中央政府层面,应继续简政放权,从行政审批和国企管理等方面给予地方政府充分的自主管理权限,进一步激发地方政府维护地方经济发展的动力。已有研究财政分权与经济的关系中,未能从微观公司角度出发,亦没有探讨中央政府的政策制定对地方企业的影响。本文从我国财政分权改革的背景出发,通过对地方政府行为的探讨,给出央地财政关系影响上市公司治理结构的经验证据。因此,在我国国企改革的背景中,理顺政府与企业间关系、提升公司治理结构,是完善国企改革的重要方面。

第二,地方政府层面,应积极维护地方市场机制建设,支持非国有经济的发展,减轻对地方国有企业的控制,使其充分参与到市场竞争中。在目前混合所有制改革背景下,地方政府在对地方国企管理时应减少对其市场化进程的干预,继续加强和推进产权多元化改革。地方政府应积极引入社会资本,推进企业产权的多元化改革,通过对先进公司治理结构的借鉴和引入,来促进公司治理水平的提高。

第三,公司层面上,应完善公司治理结构,积极引入市场中的非国有经济参与到公司治理中,支持地方国有企业充分参与市场竞争,努力提升企业绩效。需要进一步推进公司治理改革,提升公司治理水平。进一步完善董事会制度,有效地发挥董事会的实质性作用,形成一个客观上有助于企业高效率、高质量的市场决策是提升公司绩效的关键。

#### 参考文献:

- [1] LA PORTA R, LOPEZ DE SILANES F, SHLEIFER A, et al. Law and finance [J]. *Journal of political economy*, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [2] ALLEN F, QIAN J, QIAN M J. Law, finance, and economic growth in China [J]. *Journal of financial economics* 2005, 77: 57-116.
- [3] QIAN Y Y, WEINGAST R. Federalism as a commitment to preserving market incentives [J]. *Journal of economic perspectives*, 1997, 11(4): 83-92.
- [4] LI H B, ZHOU L A. Political turnover and economic performance: the incentive role of personnel control in China [J]. *Journal of public economics*, 2005, 89: 1743-1762.
- [5] 周黎安. 中国地方官员的晋升竞赛模式研究 [J]. *经济研究* 2007(7): 36-49.
- [6] 王贤彬, 徐现祥, 周靖祥. 晋升激励与投资周期 [J]. *中国工业经济* 2010(12): 16-26.
- [7] QIAN Y Y, ROLAND G. Federalism and the soft budget constraint [J]. *American economic review* 1998, 88(5): 1143-1162.
- [8] 朱恒鹏. 地区间竞争、财政自给率和公有制企业民营化 [J]. *经济研究* 2004(10): 24-34.
- [9] DEWATRIPONT M, MASKIN E. Credit and efficiency in centralized and decentralized economies [J]. *Review of economic studies*, 1995, 62: 541-555.
- [10] 夏立军, 陈信元. 市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定 [J]. *经济研究* 2007(7): 82-95.
- [11] OATES W E. *Fiscal federalism* [M]. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1972.

- [12] 逯东 孙岩 周玮 等. 地方政府政绩诉求、政府控制权与公司价值研究[J]. 经济研究 2004( 1) : 56-68.
- [13] 王红领 李稻葵 雷鼎鸣. 政府为什么会放弃国有企业的产权[J]. 经济研究 2001( 8) : 61-70.
- [14] 韩朝华 戴慕珍. 中国民营化的财政动因[J]. 经济研究 2008( 2) : 56-67.
- [15] MEGGINSON W , NETTER J. From state to market: A survey of empirical studies on privatization[J]. Journal of economic literature 2001 39( 2) : 321-389.
- [16] SAPIENZA E. The effect of government ownership on bank lending [J]. Journal of financial economics ,2004 ,72: 357-384.
- [17] 杨记军 逯东 杨丹. 国有企业的政府控制权转让研究[J]. 经济研究 2010( 2) : 69-82.
- [18] 田利辉. 国家股权对上市公司绩效影响的 U 型曲线和政府股东两手论[J]. 经济研究 ,2005( 10) : 48-58.
- [19] 徐晓东. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究 2003( 2) : 64-74.
- [20] 陈晓 江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究 ,2000( 8) : 28-35.
- [21] 常丽娟 屈雯. 股权集中度、控股股东行为与企业绩效——基于上证 A 股的实证研究[J]. 南京财经大学学报 , 2015( 1) : 101-108.
- [22] 贾俊雪 郭庆旺 宁静. 财政分权、政府治理结构与县级财政解困[J]. 管理世界 ,2011( 1) : 30-39.
- [23] 谢贞发 张玮. 中国财政分权与经济增长——一个荟萃回归分析[J]. 经济学( 季刊) 2015( 2) : 435-452.
- [24] 李森圣 张宗益. 财政分权与地方交通基础设施投资激励[J]. 产业经济研究 ,2015( 2) : 100-110.
- [25] LA PORTA R , LOPEZ DE SILANES F , SHLEIFER A. Corporate ownership around the world[J]. Journal of finance , 1999 54: 471-517.
- [26] CLAESSENS S , DJANKOV S , LANG L. The separation of ownership and control in east asian corporations [J]. Journal of financial economics ,2000 58: 81-112.
- [27] 钱先航 曹廷求 李维安. 晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为[J]. 经济研究: 2011( 12) : 72-85.
- [28] 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) : 99-112.

( 责任编辑: 禾 日)

## Fiscal Decentralization ,Government Control and Firm Performance

CHEN Gong , CHEN Mingli

( School of Economics , Xiamen University , Xiamen 361005 , China)

**Abstract:** To perfect the reform of state-owned enterprises is essential for the accomplishment of the 13<sup>th</sup> Five-Year Plan; and to improve the business administrative ability is important for the reform and the corporate performance. From the perspective of fiscal decentralization , this paper empirically tests impacts of local governments on local listed state-owned corporates' administrative behavior. Also , this article discusses the reasons behind that phenomenon. Researches show that , when the fiscal decentralization degree is higher , local governments intend to lower the control degree of the local state-owned , which means that local governments intend to reduce the shareholding ratio of local state-owned companies. We find that , in places with higher degree of fiscal decentralization , there is a notable negative relation between the governments' share proportion and the operating performance of state-owned enterprises , which means that the perfection of fiscal decentralization can relieve operating performance damage caused by the exorbitant share ratio of governments. Further researches show that , when there is a greater pressure of local economic competition and finance , and a higher unemployment rate , local governments tend to decrease control of local state-owned enterprises.

**Key words:** fiscal decentralization; government control; corporate governance; corporate performance; local economic growth pressure