

# 产业政策能否缓解市场分割?

## ——基于企业异地股权投资视角的实证研究

步丹璐,屠长文,罗宏

(西南财经大学 会计学院,四川 成都 611130)

**摘要:**考察了企业是否受到产业政策支持与异地股权投资行为的关系,揭示了产业政策可以在现行政治经济体制下有效缓解市场分割的内在逻辑。发现受产业政策支持的企业,异地股权投资金额、投资次数和投资省份数都会显著增加。这种现象在国有企业以及非政治联系企业中更加显著,但是异地股权投资会降低企业经营业绩。进一步研究发现,受产业政策支持的企业进行异地股权投资时不仅可以获得更多的省外银行借款和省外政府补助,寻租费用也会显著降低。这说明政策支持减少了企业对于注册地政府的依赖,降低了异地投资的阻力以及与投资地政府建立关系的成本。结论丰富了产业政策与企业异地投资行为的相关研究,对于我国如何缓解市场分割促进资本跨区域流动具有重要启示意义。

**关键词:**产业政策;市场分割;异地股权投资;企业业绩;注册地政府;投资地政府

**中图分类号:**F062.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1671-9301(2017)06-0075-14

DOI:10.13269/j.cnki.ier.2017.06.007

### 一、引言

改革开放至今,中国经济取得了举世瞩目的成就,学术界开始探讨“中国经济增长之谜”。越来越多的文献研究发现政府在中国经济增长中扮演了举足轻重的作用<sup>[1-3]</sup>。尽管市场经济取得了长足的发展,政府仍然在经济资源分配过程中占据着主体地位<sup>[4]</sup>。产业政策作为政府干预经济的一种重要手段,是指一国政府为了实现一定的经济和社会目标而对产业的形成和发展进行干预的各种政策的总和<sup>[5]</sup>。产业政策实施效果一直是学术界备受关注的话题,国家实施产业政策的一个目的就是缩小由于各区域间经济活动的密度和产业结构不同所引起的各区域间经济发展水平的差距,进而打破地区封锁和市场分割,促进区域市场和国内统一市场的发育和形成。

但是,在中国改革的过程中,地方政府为了在晋升锦标赛中胜出会大力发展辖区内经济,都在不同程度上采取了地方保护主义措施并导致了市场分割现象的产生<sup>[6]</sup>。市场分割主要是指政府利用行政力量对外地厂商进入本地市场、本地企业以及资本流出加以限制的行为,这是因为外来企业的进入会减弱本地企业的竞争优势,而本地企业流出则不利于当地政府提高GDP、税收和就业。市场分割严重背离了市场一体化的目标,阻碍了资本的跨区域流动,限制了企业异地投资,从而不利于国

收稿日期:2017-06-07;修回日期:2017-09-29

**作者简介:**步丹璐(1978—),女,江苏丹阳人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师,研究方向为政府补助、薪酬契约;屠长文(1990—),男,山东聊城人,西南财经大学会计学院博士研究生,研究方向为政府补助、公司治理;罗宏(1971—),男,四川南部人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师,研究方向为薪酬契约、公司治理。

**基金项目:**教育部规划基金(16XJA630001);中央高校基本科研项目基金(JBK1707014)

民经济的健康发展<sup>[7-9]</sup>。如何在现有政治经济体制下缓解市场分割促进资本跨区域流动,为企业发展创造一个良好公平的竞争环境,对于经济可持续发展具有重要意义。已有文献主要从政企纽带的角度研究了如何打破地域封锁限制,促进国内市场的统一<sup>[10]</sup>,较少有文献分析政府如何利用政策制定消除市场分割,比如产业政策是否可以起到缓解市场分割促进资本跨区域流动的作用,从而影响企业异地投资。因此,本文通过异地股权投资这一视角研究产业政策与市场分割之间的关系具有重要的理论和现实意义。

中国的产业政策是选择性的产业政策,对于微观企业的干预更为广泛和直接,体现出很强的直接干预市场、以政府选择替代市场机制和限制竞争的管制型特征<sup>[11]</sup>。当前,关于产业政策对于微观企业投资行为比如投资规模和投资效率影响的研究已经日渐深入,由于政策导向金融机构倾向于给予受产业政策支持的企业大量债务融资资源<sup>[12-14]</sup>。所以,受到产业政策支持的企业有能力进行大量的投资。黎文靖和李耀淘<sup>[15]</sup>研究发现当公司受到产业政策激励时,政策会给企业带来行政管制放松和银行信贷供给增加,企业更倾向于增加投资,表现为资本投资规模扩大。但是,由于产业政策支持的企业会受到政府干预,所以会出现过度投资等投资效率低下的现象<sup>[15-16]</sup>。但是,关于产业政策对于企业投资地选择的影响的研究则较为缺乏。

从企业的角度出发,企业异地股权投资一定程度上反映了企业的未来发展动向和企业资本的跨区域流动,所以对于企业异地股权投资影响因素的研究具有重要意义。已有文献主要从市场分割<sup>[17]</sup>、政企纽带<sup>[10]</sup>、产权性质<sup>[18-19]</sup>等角度分析了企业异地投资影响因素。这一系列的研究都认为市场分割是企业进行异地投资的最大阻碍。然而,中国存在着严重的市场分割现象<sup>[20-21]</sup>,企业在融资、税收等方面对于政府的依赖性很强。这意味着企业如果进行异地投资,那么其从注册地政府获得的信贷、补助、税收等优惠会减少,加大了异地投资的难度和成本。而且企业异地投资时,投资地政府对其态度较为疏远,为了获得当地政府的支持企业必须付出相应成本。因此,由于注册地政府的压力以及与投资地政府建立关系的成本,企业的异地投资会受到极大限制。然而,国家实施的产业政策会对企业、注册地政府、投资地政府三方之间的博弈关系进行重塑。当企业受到产业政策支持时,企业可以从金融机构获得大量资本<sup>[4]</sup>,并且可以享受税收优惠,从而降低了企业对于注册地政府的依赖,减少了异地投资的阻力。官员为了获得晋升资本,会积极响应中央产业政策,完善本地的产业结构从而带动经济增长,这使得地方政府会大力引进外来受产业政策支持的企业,给予其信贷、税收、审批等政策扶持<sup>[22]</sup>。企业自身也会利用政府官员晋升压力去税收优惠力度大、政府补贴高的地区进行投资<sup>[23-24]</sup>。政策优势降低了企业在异地进行投资时与投资地政府建立关系的成本。产业政策重塑了企业、注册地政府与投资地政府之间的关系,降低了企业异地投资的成本和阻力。因此,本文试图在中国当前的体制背景下,从异地股权投资的视角分析产业政策支持能否缓解国内市场存在的市场分割现象。

本文利用2007—2014年中国上市公司数据研究了产业政策支持与企业异地股权投资行为之间的关系。揭示了产业政策可以在现行政治经济体制下有效缓解市场分割的内在逻辑,即产业政策重塑了企业、注册地政府与投资地政府之间的关系,降低了企业异地投资的成本和阻力,从而缓解了市场分割。研究表明,受到产业政策支持的企业会进行更多的异地股权投资,这既表现在投资金额上,还表现在投资次数和投资省份数量上。这种现象在国有企业以及非政治联系企业中更加显著。但是,股权投资并没有提高企业业绩。而且,我们证明了本文的内在机制,即受产业政策支持企业利用政策优势获得了更多的外省政府补助和银行贷款,企业显著降低了寻租费用,减弱了对于地方政府的依赖程度,从而增加了异地股权投资。本文丰富了产业政策经济后果的相关研究,也对我国建立统一的国内市场,缓解市场分割具有政策启示意义。

本文可能的贡献如下:第一,基于异地股权投资视角,解释政府实施的产业政策利于缓解市场分

割,丰富了产业政策经济后果的研究。第二,拓展了市场分割影响因素的研究,发现财政分权体制下中央政府通过政策制定可以缓解市场分割,并为突破市场分割提供了政策建议。第三,丰富了企业异地投资的影响因素研究,已有文献主要从市场分割、政企纽带、产权性质等角度分析了企业异地投资的影响因素。而本文发现产业政策支持是企业增加异地投资的重要影响因素。本文后续部分结构安排如下:第二部分在介绍相关制度背景的基础上,提出了研究假设;第三部分为本文研究设计;第四部分为实证结果及稳健性检验;第五部分为研究结论。

## 二、理论分析与研究假设

政府实施产业政策时,受到产业政策支持的企业对政策前景充满信心,而且利用政策优势可以获得税收优惠、政府补助、优先审批等支持,减少了对于注册地政府的依赖和与投资地政府维护关系的成本,所以企业有意愿和能力在异地扩大投资。

首先,受到产业政策支持的企业可以降低异地投资时来自注册地政府的阻力以及与投资地政府建立关系的成本。企业对于注册地政府的依赖源于政府可以帮助企业获得银行贷款<sup>[25-26]</sup>、税收优惠<sup>[27]</sup>、政府补助<sup>[28]</sup>等。然而,企业利用政策优势可以从金融机构获得大量债务融资资源<sup>[12-14]</sup>,并用于扩大投资<sup>[15]</sup>,这降低了企业在融资等方面对于注册地政府的依赖。而且,地方政府积极发展政策支持产业既可以响应中央政府的号召也可以完善产业结构带动辖区经济增长,这对于官员晋升具有重大影响。尤其是受到产业政策支持的企业属于新兴产业而当地相关产业发展相对薄弱的情况下,引进外来企业便成为实施产业政策较为便捷的方式。因此地方官员不仅不会出于对本地企业的保护而拒绝产业政策支持企业的进入,反而会通过放松审批、给予企业税收优惠、融资便利等措施大力吸引外部资金流入<sup>[29-31]</sup>。所以,产业政策带来的信贷、政府补助等资源不仅使得企业有能力进行异地投资,也弱化了企业对于政府的依赖,减少了异地投资的阻力以及与投资地政府建立关系的成本。

其次,在投资意愿方面,根据信号传递理论,政府实施产业政策往往意味着受到支持的企业会获得政府在税收、融资、土地等各方面的优惠<sup>[32-33]</sup>。企业会对政府的信号产生过度的依赖和信任,从而产生投资冲动扩大异地投资。因此,产业政策支持的企业出于对政策的信任具备在异地进行股权投资的意愿。基于以上分析,本文提出假设1:

**H1:** 在其他条件不变的情况下,企业是否受到产业政策支持与异地股权投资呈正相关关系。

不同产权性质的企业高管迎合产业政策的积极性存在差异,国企高管对于产业政策的迎合积极性更强。国有企业的高管一般由政府任命,说明国有企业经理人不但是企业高管也是政府官员,国有企业高管的行为除了受到薪酬激励之外也会受到政治晋升激励<sup>[34]</sup>。所以,国有企业高管更会迎合上级政府的目标,积极发展政府产业政策支持的产业,甚至不惜进行重复建设,造成资源大量浪费<sup>[35-37]</sup>。其中,吸引异地股权投资便是一种完成产业政策目标较为快捷的途径,国有企业高管通过扩大产业政策支持企业的规模获取政治晋升资本。

企业在进行异地投资时,注册地政府不会减少对国有企业的扶持,而投资地政府也更加欢迎国有企业投资。相对于民营企业,国有企业在获得信贷资源、政府扶持等方面都具有明显的优势,而且我国金融机构对民营企业存在信贷配给方面的歧视<sup>[38-41]</sup>,国家会优先将信贷资源配置给与政府联系更加紧密的国有企业<sup>[42]</sup>。因此,由于天然的产权联系以及国有企业承担的政策性责任,国有企业并不担心因为进行异地股权投资,注册地政府会减少对其在融资、补助、税收等方面的优惠。而且,国有企业规模大、实力强,在产品市场上具有更强的竞争力,投资地政府更加欢迎国有企业进行投资,会给予其更多的投资便利。总体而言,国有企业在进行异地投资时,对于注册地政府减少对其扶持的顾虑更少,与投资地政府建立关系的成本也更低。这使得国有企业相对于民营企业更有能力扩大异地股权投资。基于以上分析,本文提出假设2:

**H2:** 在其他条件不变的情况下,相对于民营企业,企业是否受到产业政策支持与异地股权投资的正相关关系在国有企业中更加显著。

在中国经济转轨的背景下,地方政府掌握了较大的经济控制权并承担相应的社会责任,这有效激励了地方政府积极参与、管理和经营市场的积极性<sup>[43]</sup>。而且政府在行政审批、土地征用、贷款担保、各项政策优惠等方面具有很强的自由裁量权,因此企业与政府建立密切的联系十分重要,政治联系可以帮助企业获得融资优惠、政府补贴、进入管制行业等优势<sup>[44-46]</sup>。

具有政治联系的企业在获得政府扶持的同时,也会受到地方政府干预。比如地方政府官员为了在晋升锦标赛中获胜会展开财税竞争,从而导致地方保护主义与市场分割,当地企业去外地投资难度加大<sup>[47-48]</sup>。地方政府会要求具有政治联系的企业在当地进行投资以促进辖区内的GDP增长及承担就业、提供公共物品等政策性责任,并会阻止具有政治联系的企业进行异地投资。所以,相比不具有政治联系的企业,具有政治联系的企业进行异地投资的难度会更大。基于以上分析,本文提出假设3:

**H3:** 在其他条件不变的情况下,相比政治联系企业,企业是否受到产业政策支持与异地股权投资的正相关关系在非政治联系企业中更加显著。

尽管受产业政策支持的企业在进行投资时可以缓解市场分割,突破地域封锁,但是其在异地的股权投资是否能真正提高企业业绩并不明晰。所以本文提出了以下竞争性假设。

异地投资受当地政府干预可能会承担政策性负担,可能导致受到产业政策支持的企业异地股权投资并不能提高其经营效率。因为政府面临GDP考核压力和增加就业的责任,在异地进行股权投资的企业在获得大量的政府补助、税收等优惠的同时也需要承担一定的政策性负担,这可能会导致过度投资等非效率投资行为<sup>[49]</sup>。所以,政府的干预扮演了“掠夺之手”会对企业的业绩产生负向影响<sup>[50]</sup>。基于以上分析,本文提出假设4a:

**H4a:** 在其他条件不变的情况下,受到产业政策支持企业的异地股权投资与企业业绩负相关。

受到产业政策支持的企业突破了市场分割,可以充分利用市场资源扩大投资规模,有利于获得更多的利润。而且由于受到产业政策支持,地方政府对其的“扶持之手”更强,企业不仅可以在异地获得公平的竞争环境,也可以从当地政府获得更多的优惠以及产权保护,并最终提升公司价值。所以,本文认为受产业政策支持的企业由于突破了市场分割且受到地方政府支持,其异地股权投资可以提升企业业绩。基于以上分析,本文提出假设4b:

**H4b:** 在其他条件不变的情况下,受到产业政策支持企业的异地股权投资与企业业绩正相关。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文以2007—2014年中国上市公司为研究对象,检验受到产业政策支持的企业积极进行异地股权投资从而缓解市场分割的内在机制。本文剔除金融保险类上市公司、ST公司,以及其他变量存在缺失的公司,共得到9321个样本。本文的变量数据——企业是否受到产业政策支持、长期股权投资、政治联系与政府补助数据均为手工整理,其余数据均来自CSMAR数据库。为减少极端值产生的误差,对于本文所使用的主要连续变量,分别对1%和99%之外的极端值进行缩尾处理。

#### (二) 主要变量定义

##### 1. 解释变量

本文的主要解释变量为企业是否受到产业政策支持(*Support*),产业政策支持数据的选取借鉴了陈冬华等<sup>[4]</sup>的方法,通过整理国民经济和社会发展的“十一五计划”和“十二五计划”,将计划中明确提出的支持、鼓励、重点发展的行业作为产业政策支持的行业。如果上市公司所属行业属于产业政策支持的行业范畴,则企业是否受到产业政策支持变量取值为1,否则为0。

## 2. 被解释变量

本文的被解释变量主要包括异地股权投资金额( $Ydin$ )、异地股权投资次数( $Ydinn$ )、异地股权投资省份数( $Ydinp$ )。股权投资金额数据我们根据 CSMAR 数据库中的财务报表附注数据库的长期股权投资明细通过手工整理获得,并按照股权投资所在地分类。本文的异地股权投资金额( $Ydin$ )是指上市公司在注册地以外进行股权投资的期末余额除以上市公司期初总资产,异地股权投资次数( $Ydinn$ )是指上市公司在注册地以外增加股权投资金额的次数,异地股权投资省份数( $Ydinp$ )是指上市公司在注册地以外进行股权投资的省份数量,即股权投资地的范围。

## 3. 控制变量

根据已有相关文献,我们控制了以下变量:企业规模( $Size$ )、两职重合( $Dual$ )、独立董事比例( $Indp$ )、股权集中度( $H5$ )、资产负债率( $Lev$ )、董事持股比例( $Share$ )、成长性( $Growth$ )、实际控制人性质( $Soe$ )、当地财政收入( $Fin$ )、市场化程度( $Market$ )等。此外,我们还控制了行业( $Ind$ )及年度( $Year$ )的影响。

### (三) 研究模型

为了检验受产业政策支持的企业是否会进行更多的异地股权投资,我们首先检验了企业是否受产业政策支持与企业的异地股权投资金额、异地股权投资次数以及异地股权投资省份数的关系,因而建立以下模型:

$$Ydin_i/Ydinn_i/Ydinp_i = \alpha + \beta_1 Support_i + Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_i \quad (1)$$

上述模型(1)的被解释变量分别为异地股权投资金额( $Ydin$ )、异地股权投资次数( $Ydinn$ )、异地股权投资省份数( $Ydinp$ ),解释变量为企业是否受到产业政策支持( $Support$ )。如果模型中的 $\beta_1$ 都显著大于0,则说明受产业政策支持的企业异地股权投资金额更大、异地股权投资次数更多以及异地股权投资省份数更多,进而支持了本文假设1。进一步,本文利用以上模型检验了不同产权性质、是否具有政治联系的企业在受到产业政策支持时,其异地股权投资行为的差异。最后,本文还检验了异地股权投资对于企业经营业绩的影响。表1为主要变量定义。

表1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量含义
产业支持	$Support$	上市公司所在行业若受到产业政策支持,则取值为1,否则为0
异地股权投资金额	$Ydin$	上市公司异地股权投资金额/期初资产总额
异地股权投资次数	$Ydinn$	上市公司异地股权投资次数
异地股权投资省份数	$Ydinp$	上市公司异地股权投资省份数
实际控制人	$Soe$	上市公司实际控制为国有控股,则取值为1,否则为0
企业规模	$Size$	上市公司期末资产总额的自然对数
两职重合	$Dual$	上市公司董事长和总理由一人兼任取值为1,否则为0
独立董事比例	$Indp$	上市公司独立董事占董事会总人数的比例
股权集中度	$H5$	上市公司前五大股东持股比例平方和
资产负债率	$Lev$	上市公司期末负债总额/期末资产总额
董事持股比例	$Share$	上市公司董事持股数与总股数之比
会计业绩	$Roa$	上市公司净利润/期末资产总额
成长性	$Growth$	上市公司营业收入增长率
政治联系	$PC$	上市公司的高管曾经或正在党委(含纪委)、政府、人大、政协、法院、检察院等政府机构或国家机关任职,则取值为1,否则为0,数据根据CSMAR中的高管动态数据手工整理获得
财政收入	$Fin$	当地政府财政收入的自然对数
市场化程度	$Market$	樊纲市场化指数,参考《中国分省份市场化指数报告(2016)》 <sup>[51]</sup> ,由于该指数从2008年开始发布,文中2007年市场化指数采用2008年市场化指数替代
行业	$Ind$	行业虚拟变量,以证监会2001年《行业分类指引》为标准
年份	$Year$	年度虚拟变量

## 四、实证结果分析

## (一) 描述性统计

表2 报告了主要变量的描述性统计。

表2 描述性统计

VAR	N	Mean	Min	Max	SD	P25	P50	P75
<i>Ydin</i>	9321	0.298	0.0001	2.853	0.473	0.0356	0.132	0.349
<i>Ydinn</i>	9321	1.359	0	27	2.012	0	1	2
<i>Ydinp</i>	9321	2.577	1	27	2.647	1	2	3
<i>Support</i>	9321	0.584	0	1	0.493	0	1	1
<i>Size</i>	9321	21.90	19.23	25.66	1.262	21.00	21.74	22.61
<i>Lev</i>	9321	0.471	0.0460	1.112	0.224	0.299	0.475	0.637
<i>Growth</i>	9321	0.204	-0.633	4.070	0.555	-0.0247	0.117	0.280
<i>Dual</i>	9321	0.216	0	1	0.411	0	0	0
<i>Indp</i>	9321	0.369	0.300	0.571	0.0520	0.333	0.333	0.400
<i>H5</i>	9321	0.169	0.0135	0.555	0.119	0.0741	0.141	0.241
<i>Share</i>	9321	0.0847	0	0.653	0.170	0	0	0.0432
<i>Soe</i>	9321	0.478	0	1	0.500	0	0	1
<i>Roa</i>	9321	0.0365	-0.203	0.206	0.056	0.012	0.0334	0.062
<i>Fin</i>	9321	16.60	13.21	17.79	0.949	16.16	16.79	17.32
<i>Market</i>	9321	7.321	2.870	9.950	1.692	6.140	7.550	8.690
<i>PC</i>	9321	0.244	0	1	0.429	0	0	0

其中企业是否受到产业政策支持(*Support*)的均值为0.584,这表明约有58.4%的上市公司受到了产业政策支持,产业政策作为政府宏观调控的手段得到广泛应用。样本企业的异地股权投资金额(*Ydin*)均值和中位数分别为0.298和0.132,说明上市公司异地股权投资金额较大。样本企业的异地股权投资次数(*Ydinn*)的均值和中位数分别为1.359和1。样本企业异地股权投资省份数(*Ydinp*)的均值和中位数分别为2.577和2。样本企业规模(*Size*)的均值和中位数分别为21.90和21.74。样本企业资产负债率(*Lev*)的均值和中位数分别为0.471和0.475。样本企业成长性(*Growth*)的均值和中位数分别为0.204和0.117。样本企业两职合一(*Dual*)的均值为0.216,说明21.6%的样本企业存在两职合一的情况。样本企业独立董事占比(*Indp*)的均值和中位数分别为0.369和0.333。样本企业前五大股东集中度(*H5*)的均值和中位数分别为0.169和0.141。董事持股比例(*Share*)的均值和中位数分别为0.0847和0。企业产权性质(*Soe*)的均值为0.478,说明样本企业有47.8%属国有企业。企业资产收益率(*Roa*)的均值和中位数分别为0.0365和0.0334。财政收入(*Fin*)的均值和中位数分别为16.60和16.79。市场化程度(*Market*)的均值和中位数分别为7.231和7.550。样本企业政治联系(*PC*)的均值为0.244,说明24.4%的样本企业具有政治联系。

## (二) 产业政策支持与异地股权投资

表3 报告了产业政策支持与否对于企业异地股权投资行为的影响。回归结果显示企业受到产业政策支持(*Support*)与异地股权投资金额(*Ydin*)、异地股权投资次数(*Ydinn*)、异地股权投资省份数(*Ydinp*)的回归系数

表3 产业政策支持与异地股权投资

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Ydin</i>	<i>Ydinn</i>	<i>Ydinp</i>
<i>Support</i>	0.0510*** (4.47)	0.193*** (4.71)	0.164*** (2.90)
<i>Size</i>	0.0312*** (5.89)	0.635*** (22.73)	0.686*** (21.16)
<i>Lev</i>	-0.0928*** (-3.35)	-0.457*** (-5.17)	-0.195 (-1.55)
<i>Growth</i>	0.230*** (11.60)	0.130*** (4.36)	-0.054 (-1.61)
<i>Dual</i>	-0.00733 (-0.61)	0.0560 (1.11)	0.0491 (0.77)
<i>Indp</i>	0.124 (1.44)	0.354 (0.96)	1.494*** (3.02)
<i>H5</i>	-0.153*** (-3.58)	-0.953*** (-5.17)	-1.252*** (-4.98)
<i>Share</i>	-0.209*** (-6.88)	0.788*** (5.77)	-0.0222 (-0.13)
<i>Soe</i>	-0.0847*** (-7.09)	-0.376*** (-7.25)	-0.290*** (-4.46)
<i>Fin</i>	-0.0143*** (-3.03)	-0.102*** (-5.84)	-0.126*** (-5.63)
<i>Market</i>	-0.00292 (-0.90)	0.0208* (1.73)	0.0517*** (3.43)
<i>Ind Year</i>	YES	YES	YES
<i>Cons</i>	-0.0532 (-0.33)	-10.57*** (-16.31)	-10.22*** (-12.76)
<i>N</i>	9321	9321	9321
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.104	0.165	0.191

注:括号内给出调整后的*t*值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。

分别为 0.051、0.193、0.164,且都在 1% 的水平上显著为正,证明受到产业政策支持的企业会更多地进行异地股权投资。总体来说,产业政策扩大了企业的投资规模<sup>[15]</sup>。这说明受到产业政策支持的企业对政策的信心导致其产生投资冲动并扩大投资。而且企业利用政策优势可以获得大量的债务资本<sup>[14]</sup>以及投资地政府税收、审批等支持,减少了对注册地政府的依赖,可以冲破地方保护主义从而进行更多的异地投资。所以,产业政策的支持使得企业有意愿和能力在异地扩大投资,支持了本文假设 1。

从控制变量来看,企业规模(*Size*)、成长性(*Growth*)、市场化程度(*Market*)与异地股权投资呈正相关关系,说明规模越大、成长性越强的企业更有实力进行异地投资,而发达地区的企业不仅实力雄厚且受当地政府干预较小,可以更多地进行异地股权投资,与已有文献结果保持一致。而企业负债(*Lev*)、股权集中度(*H5*)、董事持股比例(*Share*)、产权性质(*Soe*)、财政收入(*Fin*)与企业异地股权投资呈负相关关系。此外,独立董事比例、两职合一与企业异地股权投资并无显著关系。

表 4 报告了在区分企业产权性质的情况下,企业是否受到产业政策支持与异地股权投资行为关系之间的差异。结果显示在国有企业中,企业是否受到产业政策支持(*Support*)与异地股权投资金额(*Ydin*)、异地股权投资次数(*Ydinn*)、异地股权投资省份数(*Ydinp*)的回归系数分别为 0.0716、0.321、0.380,且都在 1% 的水平上显著为正;而在民营企业中,回归结果显示企业是否受到产业政策支持(*Support*)与异地股权投资金额(*Ydin*)、异地股权投资次数(*Ydinn*)、异地股权投资省份数(*Ydinp*)的关系均不显著,证明了国有企业受到产业政策支持时会进行更多的异地股权投资。这可能是由于国有企业高管为了获得政治晋升会积极响应政府号召<sup>[18]</sup>,努力扩大企业投资以完成政府实施产业政策的目标。而且,国有企业由于产权、市场、资本

等优势更容易获得政府的扶持<sup>[34]</sup>,因此国有企业不需要担心资本流出导致注册地政府减弱扶持力度,而且投资地政府也更欢迎实力雄厚的国有企业进行投资,这就使得不同产权性质的企业在进行异地股权投资时存在显著差异,支持了本文假设 2。

表 4 产业政策支持、产权性质与异地股权投资

变量	<i>Soe</i> = 1			<i>Soe</i> = 0		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Ydin</i>	<i>Ydinn</i>	<i>Ydinp</i>	<i>Ydin</i>	<i>Ydinn</i>	<i>Ydinp</i>
<i>Support</i>	0.0716*** (4.31)	0.321*** (5.22)	0.380*** (4.13)	0.0317 (1.21)	0.0797 (1.43)	-0.0227 (-0.33)
<i>Size</i>	0.0272*** (3.91)	0.585*** (20.74)	0.650*** (18.21)	0.0361** (2.33)	0.698*** (13.16)	0.741*** (12.63)
<i>Lev</i>	-0.149*** (-3.57)	-0.706*** (-5.31)	-0.821*** (-3.94)	-0.0464 (-0.88)	-0.268** (-2.20)	0.309** (1.99)
<i>Growth</i>	0.195*** (6.82)	0.150*** (3.05)	-0.063 (-1.17)	0.256*** (9.60)	0.115*** (3.12)	-0.057 (-1.30)
<i>Dual</i>	0.0124 (0.54)	0.0216 (0.21)	-0.156 (-1.25)	-0.00922 (-0.45)	0.0993* (1.69)	0.169** (2.26)
<i>Indp</i>	0.319*** (2.68)	1.836*** (3.34)	2.751*** (3.61)	-0.0646 (-0.38)	-0.981** (-2.01)	0.285 (0.46)
<i>H5</i>	-0.126** (-2.04)	-1.263*** (-5.02)	-1.701*** (-5.53)	-0.133 (-1.39)	-0.606** (-2.18)	-0.767* (-1.92)
<i>Share</i>	-0.560*** (-4.66)	-0.120 (-0.21)	-3.009*** (-4.69)	-0.165*** (-3.32)	0.998*** (6.62)	0.300 (1.60)
<i>Fin</i>	-0.00558 (-0.88)	-0.0917*** (-3.69)	-0.112*** (-3.41)	-0.0202* (-1.84)	-0.100*** (-4.01)	-0.121*** (-4.00)
<i>Market</i>	0.0108** (2.28)	0.0533*** (3.53)	0.0786*** (3.72)	-0.0169** (-2.11)	-0.00394 (-0.20)	0.0313 (1.38)
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Cons</i>	-0.416** (-2.15)	-10.29*** (-13.41)	-9.969*** (-9.70)	0.160 (0.38)	-12.10*** (-10.46)	-11.71*** (-8.87)
<i>N</i>	4451	4451	4451	4870	4870	4870
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.080	0.181	0.182	0.136	0.160	0.204

注:括号内给出调整后的 *t* 值。\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著(双尾检验)。

从控制变量来看,不同产权性质下企业的独立董事比例(*Indp*)、所处地区市场化程度(*Market*)与企业异地股权投资的关系并不一致。这可能是由于民营企业的独立董事认为政策对于民营企业的支持力度较小,为了避免企业非效率投资而对企业对外投资有一定的抑制。而国有企业的独立董事认为政策会大力支持国有企业的发展,所以更加支持企业对外投资。同样,发达地区的国有企业借助政策优势更加积极地进行对外投资,而民营企业则不然。

表5报告了在区分企业是否具有政治联系的情况下,企业是否受到产业政策支持与异地股权投资行为之间的关系差异。结果显示在不具有政治联系企业的样本中,企业是否受到产业政策支持(*Support*)与异地股权投资金额(*Ydin*)、异地股权投资次数(*Ydinn*)、异地股权投资省份数(*Ydinp*)的回归系数分别为0.0466、0.153、0.173,且都在1%的水平上显著为正;而在具有政治联系的企业中,回归结果显示企业是否受到产业政策支持(*Support*)与异地股权投资金额(*Ydin*)、异地股权投资省份数(*Ydinp*)的关系并不显著,证明了不具有政治联系的企业受到产业政策支持时会进行更多的异地股权投资。这是因为具有政治联系的企业在享受了政府补贴、融资便利、税收等政策优惠的同时,也需要迎合当地政府官员发展辖区经济以及稳定就业、提供公共物品的政绩诉求<sup>[25]</sup>。因此,具有政治联系的企业进行异地股权投资会有来自当地政府的阻力,这支持了本文假设3。在分样本的情况下,控制变量与企业异地股权投资的关系并无显著变化,与表2结果基本保持一致。

### (三) 产业政策、异地股权投资与企业业绩

表6报告了受到产业政策支持的企业的异地股权投资对于企业业绩的影响。实证结果显示,受到产业政策支持的样本中,异地股权投资金额(*Ydin*)、异地股权投资次数(*Ydinn*)、异地股权投资省份数(*Ydinp*)与企业业绩(*Roa*)的回归系数分别为-0.0280、-0.0172、-0.0148,且异地股权投资次数和省份数与企业业绩的回归系数都在5%的水平上显著为负,说明受到产业政策支持的企业进

表5 产业政策支持、政治联系与异地股权投资

变量	PC = 0			PC = 1		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Ydin</i>	<i>Ydinn</i>	<i>Ydinp</i>	<i>Ydin</i>	<i>Ydinn</i>	<i>Ydinp</i>
<i>Support</i>	0.0466*** (3.59)	0.153*** (3.46)	0.175*** (2.83)	0.0542 (1.55)	0.315* (1.96)	0.0780 (0.59)
<i>Size</i>	0.0153*** (2.58)	0.533*** (19.81)	0.589*** (17.50)	0.0778*** (3.77)	0.906*** (5.84)	0.912*** (11.44)
<i>Lev</i>	-0.0543* (-1.74)	-0.399*** (-4.08)	-0.188 (-1.35)	-0.255*** (-3.28)	-0.679** (-2.22)	-0.151 (-0.50)
<i>Growth</i>	0.234*** (10.56)	0.167*** (5.06)	-0.00287 (-0.08)	0.215*** (4.62)	0.023 (0.32)	-0.209** (-2.45)
<i>Dual</i>	0.00325 (0.23)	0.0891 (1.52)	0.0673 (0.96)	-0.0364 (-1.05)	-0.0221 (-0.13)	-0.0471 (-0.32)
<i>Indp</i>	0.178* (1.73)	0.308 (0.75)	0.687 (1.35)	0.0121 (0.05)	0.823 (0.65)	4.455*** (3.74)
<i>HS</i>	-0.122** (-2.41)	-0.852*** (-4.35)	-1.283*** (-5.29)	-0.244* (-1.85)	-1.249 (-1.51)	-1.261** (-1.97)
<i>Share</i>	-0.190*** (-5.10)	0.786*** (5.09)	0.188 (0.95)	-0.248*** (-2.77)	0.869* (1.76)	-0.345 (-1.01)
<i>Soe</i>	-0.0581*** (-4.38)	-0.202*** (-4.02)	-0.0737 (-1.13)	-0.159*** (-3.47)	-0.830*** (-2.97)	-0.802*** (-4.90)
<i>Fin</i>	-0.0147*** (-2.71)	-0.113*** (-6.12)	-0.148*** (-6.24)	-0.00879 (-0.57)	-0.0413 (-0.58)	-0.00627 (-0.11)
<i>Market</i>	-0.00162 (-0.45)	0.0214* (1.74)	0.0386** (2.51)	-0.0104 (-0.83)	0.0160 (0.22)	0.0979** (2.20)
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Cons</i>	0.195 (1.08)	-8.636*** (-13.69)	-7.847*** (-9.54)	-0.774 (-1.53)	-15.85*** (-4.71)	-16.79*** (-7.46)
<i>N</i>	7053	7053	7053	2268	2268	2268
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.105	0.148	0.181	0.122	0.217	0.241

注:括号内给出调整后的*t*值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。



行的异地股权投资会降低企业业绩。这可能是由于政府的“掠夺之手”仍然在受到产业政策支持的企业经营活动中发挥作用,比如企业需要迎合当地政府发展经济偏好进行过度投资或者承担就业等政策性负担<sup>[37]</sup>,因此降低了企业业绩,这支持了本文假设4a。

从控制变量来看,企业规模(*Size*)、成长性(*Growth*)与企业业绩(*Roa*)呈正相关关系,而企业负债(*Lev*)、产权性质(*Soe*)、市场化程度(*Market*)与企业业绩呈负相关关系,说明财务状况良好、民营性质、处于发达地区的企业业绩表现更好,与已有文献结论保持一致。其余变量与企业业绩(*Roa*)并无显著关系。

#### (四) 进一步分析

本文认为企业受到产业政策支持时,其对于产业前景的看好会导致其有投资冲动,且由于受产业政策支持更容易获得银行贷款、政府补助等资源,企业减弱了对注册地政府的依赖,也更有能力在异地扩大投资。异地政府为了贯彻实现产业政策目标也会给予外来企业税收优惠与政府补助,因此受到产业政策支持的企业进行异地投资时与投资地政府建立关系的成本减低。产业政策改变了企业、注册地政府、投资地政府之间的关系,所以企业会积极进行对外股权投资,促进资本的跨区域流动。

本文为了验证产业政策缓解市场分割的内在机制,验证了受到产业政策支持的企业,其银行贷款、税收优惠、政府补助与企业异地股权投资的关系。

表7、表8显示了受到产业政策支持企业的异地股权投资与寻租费用、省外政府补助以及省外银行借款之间的关系。表中寻租费用(*Exfee*)为企业超额管理费用,*Sub*为省外政府补助总额,*Loan*为省外银行借款总额。结果表明,企业股权投资金额和产业政策支持的交互项、股权投资次数和产业政策支持的交互项与企业寻租费用都呈现显著负相关关系,这说明对于受到产业政策支持的企业,其在异地进行股权投资可以减少寻租费用,说明政策优势可以减少企业与异地政府建立关系的成本。此外,我们发现股权投资金额与产业政策支持的交互项、股权投资次数与产业政策支持的交互项都与企业省外获得的政府补助呈现正相关关系。这说明受到产业政策支持的企业,获得了更多的政府补助。进一步,我们实证发现受到产业政策支持的企业进行异地投资更容易获得省外的银行借款。

综上,数据结果表明受到产业政策支持的企业对于注册地政府的依赖会减弱,在企业自身有意愿有能力进行异地投资的同时,异地政府也为企业创造了良好的投资环境,从而拉动了企业的异地投资,促进了资本的跨区域流动,缓解了市场分割。

表6 产业政策支持、异地股权投资与企业业绩

变量	(1) <i>Roa</i>	(2) <i>Roa</i>	(3) <i>Roa</i>
<i>Ydin</i>	-0.0280 (-1.00)		
<i>Ydinn</i>		-0.0172** (-2.44)	
<i>Ydinp</i>			-0.0148** (-2.56)
<i>Size</i>	0.115*** (9.76)	0.125*** (9.94)	0.124*** (10.03)
<i>Lev</i>	-0.572*** (-8.59)	-0.579*** (-8.69)	-0.574*** (-8.62)
<i>Growth</i>	0.047** (2.01)	0.043* (1.91)	0.040* (1.80)
<i>Dual</i>	-0.0141 (-0.42)	-0.0139 (-0.42)	-0.0147 (-0.44)
<i>Indp</i>	-0.0893 (-0.38)	-0.0756 (-0.32)	-0.0691 (-0.29)
<i>H5</i>	-0.140 (-1.21)	-0.150 (-1.30)	-0.160 (-1.38)
<i>Share</i>	0.0474 (0.52)	0.0611 (0.68)	0.0490 (0.54)
<i>Soe</i>	-0.0582* (-1.82)	-0.0616* (-1.93)	-0.0576* (-1.81)
<i>Fin</i>	0.00271 (0.19)	0.00119 (0.08)	0.00135 (0.09)
<i>Market</i>	-0.0147* (-1.66)	-0.0146* (-1.65)	-0.0141 (-1.59)
<i>Ind</i>	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Cons</i>	-1.986*** (-4.78)	-2.154*** (-5.11)	-2.120*** (-5.06)
<i>N</i>	5450	5450	5450
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.022	0.023	0.023

注:括号内给出调整后的*t*值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。

表7 股权投资与寻租费用、省外政府补助

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Exfee</i>	<i>Exfee</i>	<i>Exfee</i>	<i>Sub</i>	<i>Sub</i>	<i>Sub</i>
<i>Ydin</i>	0.0150*** (6.79)			-0.231** (-2.39)		
<i>Ydinn</i>		0.00227*** (6.00)			-0.00167 (-0.07)	
<i>Ydinp</i>			0.00167*** (5.73)			0.0784*** (3.78)
<i>Support</i> × <i>Ydin</i>	-0.0006*** (-7.03)			0.809*** (6.66)		
<i>Support</i> × <i>Ydinn</i>		-0.000948* (-1.69)			0.0533* (1.75)	
<i>Support</i> × <i>Ydinp</i>			0.000281 (0.62)			-0.00852 (-0.31)
<i>Support</i>	0.00449*** (2.79)	0.00577*** (3.11)	0.00397* (1.95)	-0.00145 (-0.02)	0.170* (1.81)	0.254** (2.34)
<i>Size</i>	0.0158*** (16.02)	0.0154*** (15.23)	0.0151*** (15.09)	0.199*** (6.21)	0.182*** (5.55)	0.165*** (4.52)
<i>Lev</i>	-0.0402*** (-7.64)	-0.0417*** (-7.87)	-0.0418*** (-7.91)	-0.106 (-0.60)	-0.0870 (-0.50)	-0.122 (-0.66)
<i>Growth</i>	-0.0031 (-1.39)	-0.0006 (-0.29)	-0.0003 (-0.12)	0.147** (2.33)	0.219*** (3.37)	0.226*** (3.42)
<i>Dual</i>	0.00459** (2.32)	0.00448** (2.25)	0.00454** (2.28)	-0.138 (-1.55)	-0.148* (-1.66)	-0.153* (-1.67)
<i>Indp</i>	0.0476*** (3.58)	0.0493*** (3.69)	0.0457*** (3.42)	-2.206*** (-3.45)	-2.114*** (-3.28)	-2.179*** (-3.14)
<i>H5</i>	-0.0232*** (-4.23)	-0.0242*** (-4.39)	-0.0234*** (-4.23)	0.249 (0.79)	0.278 (0.88)	0.334 (1.04)
<i>Share</i>	-0.00281 (-0.65)	-0.00685 (-1.57)	-0.00537 (-1.23)	1.027*** (3.63)	0.923*** (3.27)	0.943*** (3.78)
<i>Soe</i>	0.00281 (1.52)	0.00236 (1.26)	0.00213 (1.15)	0.0506 (0.58)	0.0407 (0.46)	0.0512 (0.59)
<i>Fin</i>	0.00165** (2.27)	0.00161** (2.20)	0.00162** (2.23)	-0.0116 (-0.30)	-0.0105 (-0.27)	-0.00268 (-0.07)
<i>Maket</i>	0.00175*** (3.73)	0.00162*** (3.42)	0.00157*** (3.31)	0.000871 (0.04)	0.000564 (0.02)	-0.00322 (-0.14)
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Cons</i>	-0.421*** (-16.82)	-0.398*** (-15.51)	-0.395*** (-15.63)	-2.810** (-2.52)	-2.589** (-2.31)	-2.474** (-2.06)
<i>N</i>	9321	9321	9321	9321	9321	9321
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.102	0.095	0.097	0.023	0.019	0.022

注: 括号内给出调整后的 *t* 值。\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平下显著(双尾检验)。

### (五) 稳健性检验

为了保证结论的科学性与稳健性,本文通过以下几个方面进行了稳健性检验,分别是改变异地股权投资金额的衡量方式、采用泊松回归、2SLS 回归以及 GMM 检验方法,实证结果与前述结果基本保持一致,说明本文的结论具有稳健性。由于篇幅限制,具体实证结果未一一列出。

第一,改变了异地股权投资金额的衡量方式,采用了当期异地股权投资增加额代替异地股权投

资总额,这样可以更严谨地说明产业政策支持可以使企业增加异地股权投资。

第二,对于产业政策支持与企业异地股权投资次数、投资省份数的关系,本文进一步采用泊松回归以保证结果的稳健性,回归结果与本文结论保持一致。

第三,为了克服内生性问题带来的结果偏误,鉴于本文研究模型为静态面板模型,采用了两阶段最小二乘法(2SLS)对主要结论进行了检验。在使用2SLS方法中,本文采用了十大振兴产业(*Ten*)作为产业政策支持的工具变量,而且通过了弱工具变量检验,确保了本文实证结果的稳健性。

第四,考虑到企业异地股权投资具有一定的连续性,往年股权投资额可能会对本年投资额产生影响,故本文在模型(1)基础上加入异地股权投资的滞后项,构成动态面板模型。所以,本文采用系统GMM估计方法进一步缓解内生性问题,GMM估计方法通过控制固定效应可以在一定程度上缓解由于遗漏变量以及反向因果导致的内生性问题,进一步确保了本文结论的稳健性。

### 五、研究结论

本文以异地股权投资为切入点,实证检验了产业政策能否缓解市场分割,促进资本的跨区域流动从而提高资本配置效率。研究结果表明受到产业政策支持的企业会增加异地股权投资,这种增加体现在异地股权投资金额、异地股权投资次数、异地股权投资省份数三个方面。此外,我们发现由于对政府依赖程度和高管目标的差异,国有企业中无政治联系的企业受到产业政策支持时会进行更多的异地股权投资。但是,受到产业政策支持的企业进行的异地股权投资并没有提高企业的经营效率,这说明尽管产业政策可以缓解市场分割,但是投资地政府对于企业仍然扮演了“掠夺之手”的角色。本文进一步证明了产业政策缓解市场分割的内在逻辑,即产业政策改变了企业、注册地政府和投资地政府三者原有的博弈关系。受到产业政策支持的企业可以利用政策优势获得更多外省政府补助和银行借款,降低了寻租费用,从而减少了对于注册地政府的依赖,降低了异地投资的阻力以及与投资地政府建立关系的成本。本文揭示了产业政策可以在现行政治经济体制下有效缓解市场分割的内在逻辑,对于我国如何缓解市场分割促进资本跨区域流动具有重要启示意义。

表8 股权投资与省外银行借款

变量	(7)	(8)	(9)
	<i>Loan</i>	<i>Loan</i>	<i>Loan</i>
<i>Ydin</i>	1.099** (2.32)		
<i>Ydinn</i>		0.0637 (0.71)	
<i>Ydinp</i>			0.210*** (3.01)
<i>Support × Ydin</i>	1.473** (2.44)		
<i>Support × Ydinn</i>		0.416*** (3.33)	
<i>Support × Ydinp</i>			0.285*** (2.98)
<i>Support</i>	-0.758** (-2.14)	-0.847** (-2.40)	-0.992** (-2.53)
<i>Size</i>	0.202 (1.40)	0.120 (0.80)	0.0744 (0.50)
<i>Lev</i>	5.939*** (7.64)	5.692*** (7.33)	5.627*** (7.28)
<i>Growth</i>	-0.056 (-0.19)	0.329 (1.13)	0.416 (1.44)
<i>Dual</i>	0.318 (0.96)	0.292 (0.88)	0.302 (0.91)
<i>Indp</i>	0.574 (0.23)	0.453 (0.18)	0.170 (0.07)
<i>H5</i>	1.018 (0.84)	0.808 (0.67)	1.071 (0.89)
<i>Share</i>	-4.038*** (-4.56)	-4.481*** (-5.04)	-4.350*** (-4.92)
<i>Soe</i>	-2.135*** (-6.76)	-2.192*** (-6.92)	-2.222*** (-7.06)
<i>Fin</i>	0.317** (2.20)	0.319** (2.21)	0.336** (2.33)
<i>Maket</i>	-0.280*** (-3.32)	-0.291*** (-3.44)	-0.315*** (-3.73)
<i>Ind</i>	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Cons</i>	-5.772 (-1.12)	-3.456 (-0.66)	-2.961 (-0.57)
<i>N</i>	4434	4434	4434
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>	0.077	0.073	0.078

注:括号内给出调整后的*t*值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%的显著性水平下显著(双尾检验)。

本文结论认为产业政策的实施可以促进地区之间产业结构调整,带动资本的跨区域流动,从而缓解市场分割。说明产业政策适合我国当前经济发展不平衡的国情。同时,民营企业、政治联系的企业仍然会受到政府干预无法扩大异地投资,而且异地投资并不能提高企业会计业绩,这说明投资地政府仍然可能会给企业增加诸如就业、大规模投资等方面的政策性压力。基于此,本文提出以下几点政策建议:

第一,减少所有制歧视,为民营企业发展营造公平的环境。逐渐消除政府、银行等金融机构对于民营企业的歧视,提高民营企业在资本市场、产品市场的地位,充分保护民营企业的产权,缩小其与国有企业在税费、金融支持方面的差距。这可以更加充分地发挥产业政策的作用,使民营企业也可以享受到产业政策支持的优势,减轻民营企业扩大投资的阻力和负担,更加有效地激发民营资本的活力,促进民营企业进行异地股权投资和资本的跨区域流动,提高资本配置效率并最终带动经济健康有序均衡发展。

第二,深化政治经济体制改革,减弱政府对于企业生产经营的直接干预,利用市场力量引导企业资本流向,提高资源配置效率。本文发现政治联系的企业会较少地进行异地股权投资,说明政府干预企业经营,企业承担政策性负担,企业资本流向具有“行政色彩”。而且,异地股权投资并没有提高企业业绩,说明企业在政府干预下可能出现过度投资和过度冗员的情况。因此,应继续深化改革,弱化政府对于企业生产经营活动的干预,充分发挥市场的作用。

第三,完善政府补助分配机制,科学发放银行贷款等信贷资源,提高政府补助和银行贷款的使用效率。政府补助和银行贷款作为企业的重要资源,应该发挥改善企业经营和提高企业效率的积极作用。但是本文研究发现企业在进行异地股权投资时,尽管获得了更多的政府补助和银行贷款,企业效率仍然没有得到提高。这说明企业获得政府扶持的同时,也承担了政府给予的政策性负担,企业经营偏离了利润最大化的目标。因此,应严格规范监督政府补助和银行贷款的发放,减少政府出于政治目的的干预,切实提高资源配置效率。

#### 参考文献:

- [1] CAI H B, TREISMAN D. Did government decentralization cause China's economic miracle? [J]. *World politics*, 2006, 58(4): 505-535.
- [2] WHITING S H. Growth, governance and institutions: the internal institutions of the party-state in China [R]. World Bank research project on the rise of China and India, 2006.
- [3] ZHURAVSKAYA E V. Incentives to provide local public goods: fiscal federalism, Russian style [J]. *Journal of public economics*, 2000, 76(3): 337-368.
- [4] 陈冬华,李真,新夫. 产业政策与公司融资——来自中国的经验证据 [A]. 2010 中国会计与财务研究国际研讨会论文集 2010:80.
- [5] 周振华. 我国产业政策效应偏差分析 [J]. *经济研究*, 1990(11): 21-27.
- [6] 银温泉,才婉茹. 我国地方市场分割的成因和治理 [J]. *经济研究*, 2001(6): 3-12.
- [7] 白重恩,杜颖娟,陶志刚,等. 地方保护主义及产业地区集中度的决定因素和变动趋势 [J]. *经济研究*, 2004(4): 29-40.
- [8] PONCET S. Measuring Chinese domestic and international integration [J]. *China economic review*, 2003, 14(1): 1-21.
- [9] 刘培林. 地方保护和市场分割的损失 [J]. *中国工业经济*, 2005(4): 69-76.
- [10] 夏立军,陆铭,余为政. 政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据 [J]. *管理世界*, 2011(7): 128-140.
- [11] 江飞涛,李晓萍. 直接干预市场与限制竞争:中国产业政策的取向与根本缺陷 [J]. *中国工业经济*, 2010(9): 26-36.
- [12] 张纯,潘亮. 转型经济中产业政策的有效性研究——基于我国各级政府利益博弈视角 [J]. *财经研究*, 2012(12): 85-94.
- [13] 连立帅,陈超,白俊. 产业政策与信贷资源配置 [J]. *经济管理*, 2015(12): 1-11.

- [14]李隋,张腾文.产业政策有效性研究——基于公司融资视角[J].财经科学,2015(9):53-63.
- [15]黎文靖,李耀淘.产业政策激励了公司投资吗[J].中国工业经济,2014(5):122-134.
- [16]祝继高,韩非池,陆正飞.产业政策、银行关联与企业债务融资——基于A股上市公司的实证研究[J].金融研究,2015(3):176-191.
- [17]曹春方,周大伟,吴澄澄,等.市场分割与异地子公司分布[J].管理世界,2015(9):92-103.
- [18]方军雄.政府干预、所有权性质与企业并购[J].管理世界,2008(9):118-123.
- [19]潘红波,余明桂.支持之手、掠夺之手与异地并购[J].经济研究,2011(9):108-120.
- [20]XU X P. Have the Chinese provinces become integrated under reform? [J]. China economic review, 2002, 13 (2/3): 116-133.
- [21]桂琦寒,陈敏,陆铭,等.中国国内商品市场趋于分割还是整合:基于相对价格法的分析[J].世界经济,2006(2):20-30.
- [22]李涛,黄纯纯,周业安.税收、税收竞争与中国经济增长[J].世界经济,2011(4):22-41.
- [23]JAVORCIK B S, WEI S J. Corruption and cross-border investment in emerging markets: firm-level evidence [J]. Journal of international money and finance, 2009, 28(4): 605-624.
- [24]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.
- [25]余明桂,潘红波.政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界,2008(8):9-21.
- [26]谭劲松,简宇寅,陈颖.政府干预与不良贷款——以某国有商业银行1988—2005年的数据为例[J].管理世界,2012(7):29-43.
- [27]吴文锋,吴冲锋,芮萌.中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J].管理世界,2009(3):134-142.
- [28]余明桂,回雅甫,潘红波.政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J].经济研究,2010(3):65-77.
- [29]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(9/10): 1743-1762.
- [30]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.
- [31]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.
- [32]钱爱民,张晨宇,步丹璐.宏观经济冲击、产业政策与地方政府补助[J].产业经济研究,2015(5):73-82.
- [33]宋凌云,王贤彬.重点产业政策、资源重置与产业生产率[J].管理世界,2013(12):63-77.
- [34]刘慧龙,吴联生.制度环境、所有权性质与企业实际税率[J].管理世界,2014(4):42-52.
- [35]程仲鸣,夏新平,余明桂.政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J].管理世界,2008(9):37-47.
- [36]李芸达,范丽红,费金华.先投后融,抑或先融后投——基于对我国企业产权制度的分析[J].会计研究,2012(1):43-50.
- [37]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.
- [38]ALLEN F, QIAN J, QIAN M J. Law, finance, and economic growth in China [J]. Journal of financial economics, 2005, 77(1): 57-116.
- [39]BRANDT L, LI H B. Bank discrimination in transition economies: ideology, information, or incentives? [J]. Journal of comparative economics, 2003, 31(3): 387-413.
- [40]卢峰,姚洋.金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J].中国社会科学,2004(1):42-55.
- [41]叶康涛,祝继高.银根紧缩与信贷资源配置[J].管理世界,2009(1):22-28.
- [42]CULL R, XU L C. Institutions, ownership, and finance: the determinants of profit reinvestment among Chinese firms [J]. Journal of financial economics, 2005, 77(1): 117-146.
- [43]LIN J Y F, LIU Z Q. Fiscal decentralization and economic growth in China [J]. Economic development and cultural change, 2000, 49(1): 1-21.
- [44]CLAESSENS S, DJANKOV S, LANG L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations [J]. Journal of financial economics, 2000, 58(1/2): 81-112.
- [45]FACCIO M. Politically connected firms [J]. American economic review, 2006, 96(1): 369-386.

- [46]胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例[J]. 管理世界, 2006(5):107-113.
- [47]YOUNG A. The razor's edge: distortions and incremental reform in the People's Republic of China [J]. Quarterly journal of economics, 2000, 115(4): 1091-1135.
- [48]平新乔. 政府保护的动机与效果——一个实证分析[J]. 财贸经济, 2004(5):3-10.
- [49]郭剑花 杜兴强. 政治联系、预算软约束与政府补助的配置效率——基于中国民营上市公司的经验研究[J]. 金融研究, 2011(2):114-128.
- [50]FAN J P H, RUI O M, ZHAO M X. Public governance and corporate finance: evidence from corruption cases [J]. Journal of comparative economics, 2008, 36(3): 343-364.
- [51]王小鲁 樊纲 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.

(责任编辑: 雨 珊)

## Can industrial policy mitigate market segmentation? An empirical study from the perspective of cross-regional equity investment

BU Danlu, TU Changwen, LUO Hong

(School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

**Abstract:** This paper studies the relationship between industrial policy support to enterprises and the cross-regional equity investment behavior, and reveals the inherent logic of how industrial policy effectively mitigates market segmentation under the current political and economic systems. The results show that the amount of cross-regional equity investment, the times of investment and the numbers of investment provinces will increase significantly in the enterprises which are supported by the industrial policy. This phenomenon is more significant in state-owned enterprises and non-political related enterprises, but cross-regional equity investment will reduce the enterprises' business performance. In the further analysis, we find that enterprises supported by the industrial policy not only obtain more bank loans and government subsidies from other provinces, but also face less rent-seeking fees. This indicates that industry policy support reduces the dependence of enterprises on registered-government, the resistance of cross-regional investment and the cost of establishing relationship with the local government in the investment location. The conclusion of this paper enriches the research on the relationship between the industrial policy and the cross-regional investment behavior of enterprises, which is of great significance for China to alleviate the market segmentation and promote the cross-regional capital flow.

**Key words:** industrial policy; market segmentation; cross-regional equity investment; business performance; registered-government; local government in the investment location