

制度环境、地方政府干预、公司治理与 IPO 募集资金投向变更

马连福，曹春方

(南开大学商学院/南开大学公司治理研究中心 天津 300071)

摘要：本文从制度环境、地方政府干预及公司治理角度出发，以 2001~2005 年 A 股 IPO 的上市公司为样本，实证检验三者对募资变更的影响。研究发现，较好的公司治理在非国企中能有效降低募资变更几率，支持公司战略；在地方国企中只对损害性变更起到“防火墙”作用；在央企组中只有地方负担较轻时才对损害性变更起作用。由于“逆向软预算约束”动机的存在，较强的地方政府干预能导致地方国企中的损害性变更，但其在非国企中的影响受制度环境制约。发达的制度环境能抑制非国企的补偿性变更，但无法有效约束损害性变更。本研究从地方政府干预及制度环境角度揭示了 IPO 募资变更的部分原因，为我们正确认识募资变更及制定相关监管政策提供了一个新的视角。

关键词：制度环境；地方政府干预；公司治理；募资变更

中图分类号： F **文献标识码：** A

一、引言

我国目前实行的证券发行制度是“核准制”，公司首次公开发行（IPO）必须先经过主承销商对其一年的培训辅导才能提交申请，通过证监会发审委审核批准之后方能正式发行，申请通过率为 70%~80% 左右。我国的 IPO 是以项目的形式进行股权融资，所募得资金专款专用。募资投资项目的立项是发审委审核首发的重点部分，2007 年未能通过的首发申请中，有 42.1% 是因为募资使用不当所致，2008 年这一比率仍占到 40%（中国证监会办公厅，2008,2009）。尽管经过了严格的审核，但许多公司上市之后募集资金并没有按照招股说明书中承诺的投资项目进行投资，即募集资金投向发生变更（简称募资变更）。近年来，这一现象越来越普遍，2001~2005 年公司上市后 3 年内的募资变更几率平均达到了 47%，到底是什么导致了这么多的募资变更？规范研究方面认为可能的原因有投资审批体制不适应实际需要（朱武祥，2002；刘勤，2002），约束机制缺失（刘少波、戴文慧，2004），财务决策体制无效和财务分析技术存在问题（朱武祥，2002）等。实证研究方面也对变更原因进行了一些探讨，陈文斌、陈小悦（2005）通过实证得出第一大股东代理行为和第一大股东政治级别会影响募资的使用；张为国、翟春燕（2005）通过实证发现募资变更几率与公司的规模、长期投资显著负相关，与公司持有的关联交易、闲置资金及股权集中度显著正相关；陈文斌、钱苹（2005）通过股东价值模型推导出募资变更与第一大股东的持股比例、公司的权益资本回报率以及公司增长率正相关，但并未得到实证支持。国外股权融资一般实行“注册制”，大部分采用公司形式融资，只列出公司运营层面所需的资金用途，所以国外鲜有募资变更方面的研究^①。

从现有实证文献看，国内学者对募资变更的研究虽然丰富，但结论不尽相同，并且主要只考察了公司内部因素，进一步也只是从产权方面研究了股东政治级别对募资使用的影响（陈文斌、陈小悦，2005），而并没有研究其背后的作用机理。在中国的转型经济背景下，中国上市公司特有的募资变更行为可能应该从更根本、更实质的角度考虑。

我国建国之初实行的是计划经济，中央政府统筹安排，按配额配置资源，经济完全由“看得见的手”支配。改革开放之后，经济体制向市场经济转型，市场逐渐按供求关系配置资源，“看不见的手”²开始发挥作用。由于我国的改革开放采取“先试点后推广”的梯度推进，部分地区较早地接触国外资本、参与国际市场竞争、发展起各种非国有经济，从而使得这些地区价值规律的作用更为明显，竞争机制和风险机制较早地引入（杨灿明，2000），最终在市场化程度等方面形成了东部优于中部，中部优于西部的不平衡局面（樊刚等，2007）。长期形成

的各地制度环境差异使得“看不见的手”在各地市场中的作用有所不同。由此众多学者相继将 La Porta 等（1997，1998，2000，2002）对国与国之间法律环境与公司行为关系的研究模式，拓展应用到研究一国内部各地区之间制度环境差异对公司行为的影响（冯天丽、井润田，2009；罗党论、唐清泉，2009；Fan et al.，2009；黄俊、张天舒，2010），并得到了实证支持。

另一方面，为了调动地方积极性，中央政府在改革开放中进行了一系列的分权改革，地方政府事实上成为发展经济和稳定社会秩序的主要执行者（周业安等，2004），“看得见的手”转为中央和地方政府共同作用。此外，上世纪 80 年代开始，中央政府依次往下推行和实施的官员显性绩效考核以“晋升锦标赛”的形式将关心仕途的地方政府官员置于强力的激励之下（周黎安，2007），地方政府有强烈动机突破自身预算以追求政绩，“摊派”行为就是一个典型的例子（周雪光，2005）。在这种情况下，地方政府干预对企业微观行为的影响陆续被国内外研究证实（潘红波等，2008；程仲鸣等，2008；Fan et al.，2009）。

募资变更属于公司重大决策，除了公司治理及运营等内部因素外，公司所处制度环境、上市公司背后的政府行为又会对募资变更产生什么样的影响呢？目前的实证研究中并没考虑到这些。因此，基于以上研究，本文从公司治理、地方政府干预及制度环境角度分析募集资金投向变更，选取 2001~2005 年期间 A 股 IPO 的上市公司为样本，实证检验三者对募资变更的影响。本文的主要贡献有以下几点：（1）之前的实证研究主要分析了公司内部因素对募资变更的影响，本文从制度环境和地方政府干预角度出发，将 IPO 募资变更的研究视角从内部拓展到外部，为我们正确认识募资变更及制定相关监管政策提供一个新的视角；（2）之前的实证研究中只把募资变更当成同质化来分析，本文从事后公司价值角度将募资变更区分为补偿性变更和损害性变更，进而讨论两种变更影响因素的差异，丰富以往同质化变更的研究结论；（3）之前的实证研究中都是基于同一样本进行分析，而在我国转型经济中上市公司最终控制人的政治级别在资源配置上起着至关重要的作用，本文分产权考察不同政治级别下制度环境、地方政府干预、公司治理对募资变更的影响，更符合我国现阶段上市公司的特点。

二、研究框架

募资变更决策的影响因素可以分为两类：一是内部因素。募资变更决策由董事会作出，股东大会批准，公司治理对其有重要的影响。不同的公司治理结构形成了不同的委托代理关系，直接影响企业微观决策。二是外部因素，主要包括地方政府和制度环境的影响。前者主要通过土地、行政审批等重要资源的配置影响公司的募资变更，同时地方政府还承担着地方国企的股东角色，可以通过股权影响公司内部的委托代理关系。后者主要通过市场和产权保护影响募资变更，另外，其发达程度决定了地区价格机制和市场机制对资源的配置程度，强劲的市场规律和良好的产权保护也使政府、股东和公司管理层都关注企业价值最大化（Fan et al.，2009），从而对地方政府配置资源和公司内部的委托代理关系产生影响。上述逻辑框架可以用图 1 表示。

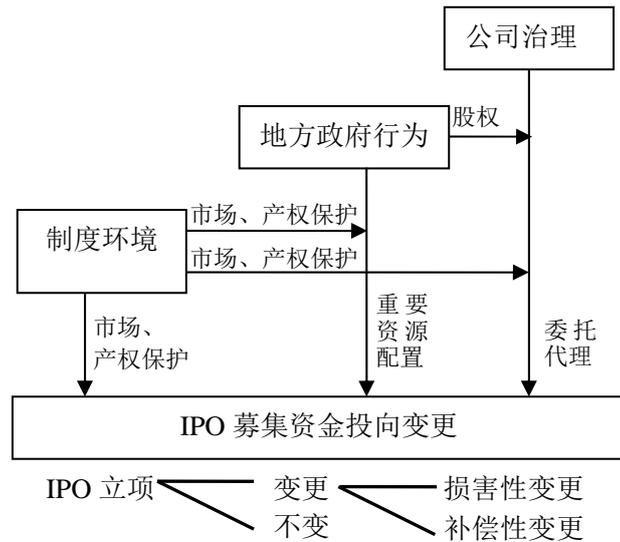


图 1 本文逻辑框架图

值得关注的是，募资变更并非是同质的。募集资金是上市公司资金的重要来源，变更之后对公司业绩有较大影响。刘少波、戴文慧（2004）分析公司募资到位前后三年的业绩发现募资变更对公司的短期业绩有较明显的负面影响；陈文斌、陈超（2007）通过研究发现 IPO 募集资金投入不足和募资变更可能是造成 IPO 长期盈利能力下滑的重要原因；但杨全文、薛清梅（2009）利用事件研究法却发现募资变更能够改进未来经营业绩，结论截然相反。除了样本选取、期间选择等之外，囿于募资变更真实动机的难以获得，现有实证研究都将募资变更视为同质进行分析可能是造成上述结论不一致的重要原因，而上述不一致的结论也表明募资变更对公司价值的影响存在差异。

由于上市公司投资决策机制难免存在不足，以及如产业政策、技术条件、城市规划等外部环境变化（张为国、翟春燕，2005），募资变更在很大程度上是一种纠错和补偿机制（刘少波、戴文慧，2004）。但一方面有的公司上市第 3 天就发生了募资变更，其变更动机还是纠错和补偿吗？另一方面如果募资变更全都是纠错和补偿，那如何解释变更后的公司短期业绩和长期业绩大幅下滑呢（刘少波、戴文慧，2004；陈文斌、陈超，2007）？许多变更公告把原因归结为由于市场行情变化、同行竞争程度加大、技术不成熟等（张为国、翟春燕，2005），但如果原可行性研究报告是经过充分论证又具有前瞻性的，那以上理由的真实性就值得怀疑，而变更之后的项目又没有太多的可信性披露。上市公司经理以圈钱、掏空和欺诈行为对待投资者是一种天性（钱颖一，2003），于是部分学者提出募资变更可能是上市公司为“圈钱”而随意拼凑投资项目，资金到位后即挪为他用所致（刘勤等，2002；张为国、翟春燕，2007）。

我们分析变更公告及相应的年报发现，大多数的募集资金变更之前都没有实际资金投入，因此在本文中过多讨论募资变更前决策的好坏没有太多实际意义，而募资变更之后项目实际运作才是我们的研究重点。募资的立项是对投资者的承诺，投资者关心的是能否获得预期的投资回报，从这一点出发，我们更应关注募资变更之后公司价值的变化。由此我们把募资变更分为两类，一类是补偿性变更，由于上市公司决策机制不完善以及外部环境变化，公司需要对立项进行一定的调整，以保障项目科学地实施，防止公司价值进一步受到损失；另一类是损害性变更，由于公司决策、执行及变更动机等方面存在严重问题，变更后的项目无法获得预期回报，并可能存在大量“掏空”行为，严重损害公司价值。

三、研究假设

（一）公司治理与募资变更

公司治理是指通过一套包括正式或非正式、内部或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护各方面的利益的一种制度安排（李维安，2002）。目前大量国内外文献已经证实了好的公司治理能提高公司价值（Gompers et al, 2003; Durnev and Kim, 2005; Black et al, 2006; 白重恩等, 2005; 南开大学公司治理评价课题组, 2003, 2004, 2006）。公司价值的提升是一系列公司行为的结果，而有效率的公司行为需要科学决策。对于具体公司而言，决策一般在股东大会委托授权下，由董事会作出，经理层执行，监事会监督，重要的决策如募资变更还需要股东大会投票通过。好的公司治理安排能理顺各治理结构之间的委托代理关系，从而保障决策的科学性，其募资变更的可能性较小，尤其是损害性变更几率。

因此我们提出假设 H1：公司治理越好，公司 IPO 募资变更的几率越小；损害性变更几率越小。

（二）地方政府干预与募资变更

地方政府往往会利用政府权力追求其政治目标（Shleifer, 1998），这在我国表现尤为突出。计划经济时代，各级政府和企业纷纷表现出“软预算约束”行为（Kornai, 1979, 1980, 1986），即有着突破已有预算限制、实现规模与权力扩张的冲动，并且通过游说上级部门以获得预算外资源，政府对下属企业表现出“父爱主义”倾向（Kornai, 1979）。随着经济体制向市场经济转型，中央实行了一系列行政和财税方面的分权改革。其中财政方面实行了财政包干、收支分流、财政拨款与财政收入挂钩等措施，由此，自下而上的软预算约束有了明显的改观（Qian and Roland, 1998）。同时，90年代的国企改革也使地方国企开始向“自负盈亏”演进，但地方政府的预算约束却并没有得到实质性的“硬化”。中央在行政上的分权使得地方政府拥有相对自主的经济决策权，我国官员的“晋升锦标赛”机制（周黎安，2007）及信息不对称的考核又激励了地方政府官员追求短期利益，而现有组织制度难以对其实行有效约束，于是地方政府攫取资源的倾向由自下而上转变为自上而下，表现为“逆向软预算约束”行为（周雪光，2005）。由于地方政府突破预算以追求政绩动机的存在，地方政府官员不惜以地方产业和企业的经济预算为代价参与地区竞争，已不再是简单的“父爱主义”倾向（周黎安，2004），而是将其政治目标“摊派”到辖区企业（周雪光，2005），使得公司本身需要承担政府附加的多重目标如经济发展战略、就业、税收、社会稳定等（Lin et al., 1998）。

地方政府主要通过行政权力以及对资本、土地、行政审批等重要资源的配置来干预企业以实现“逆向软预算约束”行为，这种干预会带来一定政治成本（Shleifer and Vishny, 1994; Qian, 1996）。地方政府一般以社会稳定为目的，拥有多重目标；公司则一般以营利为目的，以公司价值最大化为目标。两者目标无法完全统一，其冲突程度很大程度上决定了政治成本的大小（Fan et al., 2009）。例如，如果当地财政收入较低或失业率较高，地方政府就需要企业来补贴公共开支和支持就业，其干预企业的动机就较强，但这两方面都与公司价值最大化相悖，企业承担的政治成本就较大；相反，如果当地拥有较多的财政收入和低失业率，其干预企业的动机就较弱，企业承担的政治成本较小。

分权改革之后，地方政府的积极性被充分调动起来，对资源的竞争也随之产生（Cao et al., 1999; Poncet, 2005），上市公司是地方经济的重要组成部分，其背后还有丰富的资本市场资源，因此地方政府对上市公司资源的竞争尤为强烈。IPO 融资是上市公司投资资金的重要来源，但按监管要求，募集资金专款专用，地方政府要想干预企业募资的使用，就必须影响到企业的变更决策。而实际运作中，许多上市公司承担着多重政府目标，融资是一项“政治任务”（刘勤等，2002），有些地方甚至把上市公司当成地方融资的中介（朱武祥，2002）。因此地方政府负担越重，其干预企业动机越强，企业因此所承受的政治成本也就越大。政治成本会影响公司决策的科学化，增加募资变更几率，特别是损害性变更。

因此我们提出假设 H2: 地方政府负担越重, 公司 IPO 募资变更几率越大; 损害性变更几率越大。

但需要指出的是, 不同政治级别的公司受到地方政府干预的程度存在差异, 我们参考刘芎佳等 (2003) 按最终控制人将公司政治级别分为非政府控制、地方政府控制和中央政府控制三类进行讨论³。(1) 中央政府控制的国有企业 (简称央企) 决策几乎不受地方政府干预。央企受中央政府直接管辖, 许多公司还是被政府特许经营的垄断型公司, 其政治级别一般高于地方政府。并且央企的资源主要由中央直接调配, 因此央企的募资决策一般不会受到地方政府的干预。(2) 地方政府控制的国有企业 (简称地方国企) 决策受地方政府干预较强。一方面, 地方政府是地方国企的大股东, 可以通过股权干预企业; 另一方面, 地方政府控制着地方国企高管的人事任命, 加上“党管干部”的现实存在, 地方政府完全可能干预地方国企。Shirley 和 Walsh (2001) 也讨论过这种情况: “如果一个公司像一个政府部门的一个下属单位一样运行, 其管理层直接由部门领导任命, 政治干涉将会非常容易并且很频繁”。因此地方政府完全可以基于自身利益干预地方国企的募资决策。(3) 非政府控制的企业 (简称非国企) 决策受地方政府干预较弱。虽然相对于地方国企而言, 非国企与地方政府在产权上没有直接联系, 但地方政府一定程度上控制着土地、资本等重要资源的供给, 很大程度上会“间接”影响到企业的约束条件 (田伟, 2007)。例如, 政府由于自身利益及多重目标会对地方规划和政策进行调整, 而相对是“圈外人”的非国企一般都处于这种调整的劣势。因此非国企的募资变更决策可能一定程度会受到地方政府干预的影响。

因此我们提出假设 H3: 地方政府负担越重, 地方国企的募资变更几率越大; 对非国企的影响无法确定; 而央企则不受影响。

(三) 制度环境与募资变更

North (1990) 把制度定义为“博弈规则”, 这种规则又分为正式规则如宪法、产权制度和契约, 和非正式规则如规范和习俗。Acemoglu et al. (2001) 以殖民者死亡率作为制度的工具变量发现制度决定经济增长, 并且现今的制度取决于过去的制度。由此可以发现制度在演进中存在一定的历史依赖, 而在我国的改革过程中同样如此。改革开放以来, 我国由计划经济向市场经济转型, 但受历史、地理、政策等诸多因素的影响, 改革的策略不是各地全面开花, 而是采取“先试点后推广”的“摸着石头过河”的策略, 正因为这一改革策略, 地区间的改革进程存在显著差异 (樊刚等, 2007)。例如, 20 世纪 80 年代, 中央政府对各省实行了财政“分灶吃饭”, 减小了经济较发达地区的财政上缴比重, 从而在一定程度上减小了东西部之间财政转移支付的力度, 首先享受到这项政策的广东省在整个改革时期取得了突飞猛进的发展 (王小鲁、樊纲, 2004)。由于改革过程中优先政策存在区域性, 最终在市场化程度等方面形成了东部优于中部, 中部优于西部的不平衡局面 (樊刚等, 2007)。

企业存在于市场中, 其微观决策必然受到市场中制度环境的影响。市场的不发达和对产权的弱保护直接影响契约的签订和市场交易的成本 (黄俊、张天舒, 2010; 夏立军、方轶强, 2005), 严重制约了市场竞争和价格机制对资源的配置, “看不见的手”的作用受到影响。我国证券市场上募资变更现象屡屡发生, 而变更之后公司业绩也有所下滑 (刘少波、戴文慧, 2004; 陈文斌、陈超, 2007), 严重损害了中小股东利益, 这与新兴国家制度环境的欠发达不无关系。良好的产权保护能增加募资变更的成本, 强劲的市场规律也能使投资者更好地通过市场反应表达自身对募资变更的意愿, 两者都能一定程度上降低募资变更几率, 尤其是损害性变更几率。

另外, 制度环境也能影响地方政府干预和公司治理对募资变更的作用。当区域的发展主要是由“看不见的手”来调节时, 起主导作用的就是各地区的资源禀赋、投资环境、市场容量等经济性因素 (杨灿明, 2000), 地方政府要想干预企业必须跨越强劲的市场规律和良好的产权保护, 干预难度增大, 因此企业更多的能从自身出发作出决策。另一方面, 强劲的市场

规律和良好的产权保护使得政府、股东和公司管理层都关注企业价值最大化 (Fan et al., 2009), 这种目标一致性不仅能降低政府与企业间由于目标不一致产生的政治成本, 同样也能降低大股东和小股东以及股东和经理层之间的两类代理成本, 使得公司的决策更加科学。

因此我们提出假设 H4: 地方制度环境越发达, 公司 IPO 募资变更几率越小; 损害性变更几率越小。

四、研究设计

(一) 样本的选取

我国的证券发行制度大致经历了 1998 年之前的“审批制”、1998~2001 年的“过渡期”和 2001 年至今的“核准制”⁴。2005 年之后中国股市又经历了股权分置改革, 《公司法》、《证券法》修订, 以及一些募集资金相关规定的出台。为了避免跨 IPO 管理制度研究以及尽量保持法律、监管相对稳定, 本文选取 2001~2005 年期间实行 IPO 的 330 家 A 股上市公司为初始样本, 进一步剔除样本的标准为 (1) 无法在年报和 CSMAR 数据库里面找到终极所有人资料的公司; (2) 无法在 WIND 数据库里面找到上市前 3 年、上市后 5 年财务数据的公司; (3) 无法从 CCER、CSMAR 数据库里面找到上市当年公司治理数据的公司; (4) 公司在 IPO 后实施配股并发生配股募资变更的公司⁵。共得到可用样本 298 个。

(二) 募资变更的测度及分类

(1) 募资变更的认定

募资变更数据从 WIND 数据库以及公司年报中获得, 募资变更的种类一般有: 项目取消, 募资投向变更, 募资金额变更, 投资进度滞后, 投资方式变更, 实施地点变更, 实施方式变更, 以及其他。证监会规定上市公司必须公布募资后 3 年内的募集资金使用情况, 因此我们把有 3 年内出具变更公告的变更行为认定为募资变更, 有则取 1, 无则取 0。

(2) 募资变更的分类

IPO 募集资金的项目包括了公司上市之后的大部分投资, 对公司上市后公司价值的提升有着至关重要的影响, 因此本文尝试从事后的公司价值角度对募资变更分类。我们首先以变更公司规模 (取上市后 5 年的总资产对数的均值) 的中位数为界将变更样本分为两组, 在每组中再以平均行业超额价值 (取上市后 5 年的行业超额价值的均数) 的中位数为基准对样本分类, 中位数以上为补偿性变更, 中位数以下为损害性变更。按规模分组能降低因规模引起的公司价值差异, 选取行业超额价值衡量企业价值的好处在于可以克服行业因素的影响 (Berger and Ofed, 1995; Walker, 2006; 辛清泉等, 2007), 行业超额价值 $\ln(ExcessValue)$ 计算公式为:

$$\ln(ExcessValue) = \ln \left[MarketValue_{ij} \div \left(\frac{MarketValue_{kj}}{BookValue_{kj}} \times BookValue_{ij} \right) \right]$$

其中 $MarketValue_{ij}$ 和 $BookValue_{ij}$ 分别为 i 公司上市 j 年末总资产的市场价值和账面价值, $MarketValue_{kj}$ 和 $BookValue_{kj}$ 分别为 i 公司所处的 k 行业 j 年末总资产市场价值的中位数和账面价值的中位数, k 行业按证监会上市公司行业分类指引分类, 由于制造业差异较大, 按二级代码分类, 其余按一级代码分类, 共分为 22 个行业分组。选择公司价值相对于绩效来说更能体现公司的战略及发展潜力, 而使用行业超额价值来衡量公司价值能克服企业的行业差异, 较优于托宾 Q。

(三) 公司治理的测度

现有文献对公司治理的测量大致分两类, 一是以单个公司治理结构或机制为研究对象,

对股权结构 (Thomsen and Pedersen, 2000; Claessens et al., 2002)、董事会构成 (Hermalin and Weisbach., 1991; Huther J., 1997)、高管报酬 (Jensen and Murphy, 1990) 等单个治理方面进行研究。但公司治理不同方面之间具有复杂的相互关系, 具有一定的替代和互补功能。因此学者们也从整体公司治理入手开展研究, 对公司治理总体状况进行评价, Gompers et al.对美国 (2003)、Drobetz et al.对德国 (2004)、Black et al.对韩国 (2006)、Beiner et al.对瑞士 (2005) 以及 Durnev 和 Kim 对多国新兴市场 (2005) 等都证实了好的公司治理能提高公司价值, 国内学者们也对我国公司治理的整体有效性进行了检验 (白重恩等, 2005; 南开大学公司治理评价课题组, 2003, 2004, 2006)。本文参考白重恩等 (2005) 的做法, 选取多个反映公司治理水平的变量, 再主成分拟合公司治理水平指数。由于本文只关注公司募资决策, 主要涉及到董事会提出变更申请, 股东大会批准变更以及经理层的执行变更后的项目三个方面, 因此选取变量中的第一大股东持股比例 (Top1)、第二到第十大股东股权集中度 (her2_10) 来衡量公司股权结构治理水平, 独立董事比例 (Outrat) 来测度董事会治理水平, 用经理层期权薪酬 (Manghold) 来测度高管薪酬治理水平, 并将这三项采用主成分分析拟合公司治理指数 (CG)。

(四) 地方政府干预的测度

地方政府干预是行为变量, 很难实际测度, 潘红波等 (2008) 采用当地财政赤字、失业率分别衡量地方政府干预动机, Fan et al. (2009) 通过失业率、财政收支、研发投入等拟合地方政府干预所受到的激励。本文参考 Fan et al.的做法, 采用可观测的政府负担所引起的地方政府动机来衡量地方政府干预, 由失业率 (Unemployment)、地方财政净收入 (Fiscal Surplus)、研发投入 (R&D) 三项指标采用主成分分析法拟合成的地方政府干预指数 (Incent)。失业率 (Unemployment) 关系到当地的社会稳定和经济发展, 且陆续有文件把控制失业率纳入政绩考核, 数据采用政府披露的城镇登记失业率。地方财政净收入 (Fiscal Surplus) 更是直接影响到当地政府的切身利益, 财政收支数据通过财政收入减去财政支出再比上当地 GDP 得到。另外, 我们认为地方政府研发投入 (R&D) 越多越倾向于考虑地方长期利益, 会较少因自身利益强行干预企业, 研发投入 (R&D) 数据由当地政府财政支出中科学技术支出部分比上政府财政支出所得。

(五) 制度环境的测度

以往的研究中, 黄俊、张天舒 (2010) 采用产权保护、价格由市场决定的程度、减少商品市场地区贸易壁垒 3 项指标度量制度环境; Fan et al. (2009) 采用市场化进程指数、市场中介组织发育和法律制度环境、产权保护、优先政策指数、外商直接投资、进出口总额等 6 项指标采用主成分分析法拟合制度环境指数。根据前文的理论分析, 本文从市场规律、产权保护和制度的历史依赖三个角度来测度制度环境, 我们结合黄俊、张天舒 (2010) 和 Fan et al. (2009) 的做法, 选取产品市场的发育程度 (Marketgrowth) 6、对生产者合法权益的保护 (Property Right)、优先政策 (Preferential Policy) 3 项指标主成分拟合制度环境 (Institu)。市场规律和产权保护方面我们分别采用樊纲等 (2007) 编制的市场化进程指数中的“产品市场的发育程度 (Marketgrowth)”和“对生产者合法权益的保护 (Property Right)”两个分指标衡量; 改革开放中的政策倾斜是造成区域不平衡发展的重要原因, 因此我们用优先政策指数 (Preferential Policy) 来衡量区域的政策倾斜程度, 数据采用 Demurger et al. (2002) 根据 1978-1998 年中国改革开放整理的各地区获得中央优先政策的平均数。

(六) 其他控制变量

本文选取公司规模 (Size)、资产负债率 (Debt)、净资产收益率 (Roe)、公司闲置资金 (Idlefund) 等变量控制公司内部因素。陈文斌、陈小悦 (2005) 通过实证研究发现募集资金到位时间及后续融资需求与募集资金使用相关, 募集资金到位时间越长, 公司资金实际投入的可能性就也越大, 而公司有再融资需求, 则会在 IPO 募资使用中表现的较好。通货

膨胀率相比其他宏观经济政策指示器更能衡量政府管理经济的全面能力(国家统计局中国经济景气监测中心、中国人民大学经济学院联合课题组, 2004), 我国 2009、2010 年《国务院政府工作报告》中宏观调控任务中多次提到“控制物价过快上涨”、“管理通胀预期”, Fischer (1983, 1991, 1993) 和 Barro (1995, 1996) 等也通过经验研究证实了通货膨胀与经济增长负相关, 因此我们用通货膨胀率来衡量宏观环境稳定以及中央对市场的宏观调控程度。通货膨胀率越高, 宏观环境越差, 中央调控越强, 公司募资变更越多。其他变量详见表 1。

表 1 变量名称、变量含义及计算方法与数据来源

变量名称	变量含义及计算方法	数据来源
IPOchange	募资变更; 3 年内募资变更, 变更取 1, 不变更取 0	1,4
CG	公司治理; 由上市当年公司第一大股东控股比例、2~10 大股东股权集中度、独立董事比例、经理层持股主成分分析拟合	1
Incent	地方政府干预; 由上市当年地方失业率、地方财政净收入、R&D 投入主成分拟合而成	2,3
Institu	制度环境; 由产品市场的发育程度、产权保护程度、优先政策指数主成分拟合而成	5
Listtime	上市年份; 虚拟变量, 公司 2001~2005 年 IPO 年份共 4 个虚拟变量	1
Ind	行业是否被管制; 虚拟变量, 行业是否处于能源、电力、金融、公共事业等行业, 有取 1, 否则取 0	1
Own	最终所有人级别; 最终所有人性质, 分为中央、地方政府、非政府三种	1,4
Size	公司规模; 公司上市前三年总资产的自然对数平均值	1
Debt	资产负债率; 公司上市前三年(负债/资产)平均值	1
Roe	净资产收益率; 公司上市前三年(净利润/总资产)平均值	1
Idlefund	公司闲置资金; 公司上市前三年(年末货币资金余额/年末总资产)平均值	1
Period	募集资金到位时间; 上市第一年年底与招股完成日的时间间隔(天)的自然对数	1
SEO	是否再融资; 虚拟变量, 上市后是否有过配股、增发、可转债融资, 有取 1, 否则取 0	1
Inflation	通货膨胀率; 国家统计局公布的 2001~2005 年的全国通货膨胀率	2

数据来源: 1.WIND、CCER、CSMAR数据库; 2.统计局; 3.年鉴; 4.年报; 5.文献资料

五、实证结果与分析

(一) 制度环境、地方政府动机、公司治理指数的拟合

公司治理、地方政府动机、制度环境包括多个层面, 本文在借鉴已有成果的基础上, 采用主成分分析法(PCA)拟合这三项指数, 拟合结果都为单一主元。公司治理拟合中第一大股东持股比例载荷系数符号为负, 其余 3 项为正, 与白重恩(2005)拟合系数符号相同, CG 越大表明公司治理越好。地方政府干预拟合中的失业率的载荷系数符号为负, 其余两项为正, Incent 越大表明地方政府负担越轻, 其对企业的干预越弱。制度环境拟合三项载荷系

数符号均为正，Institu 越大表明制度环境越发达。

表 2 公司治理、地方政府干预、制度环境指数拟合

因素		载荷系数	贡献率 (%)
公司治理 (CG)			42.887
Top1	第 1 大股东持股	-0.764	
her2_10	第 2~10 大股东持股集中度	0.641	
Outrat	独立董事比例	0.436	
Manghold	经理层持股比例	0.728	
地方政府干预 (Incent)			53.177
Unemployment	地方失业率	-0.71	
Fiscal Surplus	财政净收入	0.643	
R&D	研发投入	0.824	
制度环境 (Institu)			69.347
Marketgrowth	产品市场发育程度	0.886	0.852
Property Right	对生产者合法权益的保护	0.975	0.760
Preferential Policy	优先政策指标	0.715	0.881

(二) 描述性统计

各变量的描述性统计如表 3 所示。募资变更方面，全样本的募资变更率为 47.0%，并且随着上市年份的增加变更率依次增加，2005 年变更率达到最大 69.2%；按产权分组后，非国企变更率为 62.6%，高于地方国企的 35.8%和央企的 36.4%，其中 2004 年非国企的变更率达到最大的 83.0%。整体上，非国企的地方政府干预、制度环境方面均好于国企，这与我国改革过程中较发达地区非国有经济发展较快的现实相符；公司治理由好到差依次是非国企、地方国企和央企，也与我国国有法人股“一股独大”和经理层缺乏激励的现实情况一致。变更与否的分组上，未变更的公司治理、制度环境均值均大于变更的，但在全样本中相反；未变更的地方政府干预均值均大于变更的，但在非国企中相反。全样本和非国企组的相反统计与理论不符，但我们同时也注意到这两组在变更与否的公司上市年份上差异较大。我们进一步按年份细分，发现全样本中未变更的公司治理均值在 2001、2003、2005 年均大于变更的，其余年份相反；非国企中未变更的地方政府干预在 2001、2003、2004 年均大于变更的，其余年份相反。另外，随着上市年份的增加，各组的公司治理均值基本都呈现上升趋势⁷，但地方政府干预和制度环境则不明显，表明上市公司的公司治理水平逐年有所提高，但相应的地方政府干预和制度环境并未明显改善。

表 3 描述性统计情况

N	全样本			非国企			地方国企			央企		
	所有	变更	未变	所有	变更	未变	所有	变更	未变	所有	变更	未变
	298	140	158	123	77	46	109	39	70	66	24	42

CG	-0.01 4	0.064	-0.08 3	0.446	0.434	0.466	-0.30 4	-0.35 7	-0.27 5	-0.38 5	-0.44 2	-0.35 2
	<u>1.017</u>	<u>1.014</u>	<u>1.017</u>	<u>1.088</u>	<u>1.058</u>	<u>1.148</u>	<u>0.840</u>	<u>0.713</u>	<u>0.905</u>	<u>0.808</u>	<u>0.805</u>	<u>0.818</u>
Incent	-0.03 5	-0.15 2	0.070	0.051	0.061	0.035	-0.24 0	-0.55 4	-0.05 4	0.154	-0.12 9	0.312
	<u>1.017</u>	<u>0.958</u>	<u>1.058</u>	<u>0.684</u>	<u>0.669</u>	<u>0.714</u>	<u>0.999</u>	<u>1.062</u>	<u>0.918</u>	<u>1.432</u>	<u>1.316</u>	<u>1.484</u>
Institu	-0.03 4	0.017	-0.78 9	0.341	0.337	0.349	-0.26 4	-0.30 1	-0.24 1	-0.33 5	-0.45 2	-0.26 9
	<u>0.990</u>	<u>0.973</u>	<u>1.006</u>	<u>0.984</u>	<u>0.965</u>	<u>1.026</u>	<u>0.945</u>	<u>0.836</u>	<u>1.009</u>	<u>0.856</u>	<u>0.872</u>	<u>0.850</u>
Listtime	2002. 729	2003. 133	2002. 369	2003. 033	2003. 442	2002. 348	2002. 522	2002. 810	2002. 352	2002. 522	2002. 708	2002. 419
	<u>1.245</u>	<u>1.146</u>	<u>1.222</u>	<u>1.207</u>	<u>0.966</u>	<u>1.269</u>	<u>1.225</u>	<u>1.174</u>	<u>1.232</u>	<u>1.248</u>	<u>1.367</u>	<u>1.180</u>
Ind	0.198	0.126	0.263	0.049	0.039	0.065	0.319	0.333	0.310	0.269	0.042	0.395
	<u>0.399</u>	<u>0.333</u>	<u>0.441</u>	<u>0.216</u>	<u>0.195</u>	<u>0.250</u>	<u>0.468</u>	<u>0.477</u>	<u>0.466</u>	<u>0.447</u>	<u>0.204</u>	<u>0.495</u>
Size	19.78 5	19.64 4	19.91 2	19.53 3	19.63 7	19.35 8	19.86 8	19.64 3	20.00 0	20.11 0	19.66 7	20.35 7
	<u>1.131</u>	<u>1.005</u>	<u>1.223</u>	<u>0.830</u>	<u>0.854</u>	<u>0.765</u>	<u>1.026</u>	<u>1.180</u>	<u>0.906</u>	<u>1.600</u>	<u>1.159</u>	<u>1.764</u>
Debt	0.544	0.538	0.549	0.545	0.534	0.564	0.532	0.535	0.531	0.561	0.557	0.564
	<u>0.128</u>	<u>0.128</u>	<u>0.127</u>	<u>0.116</u>	<u>0.124</u>	<u>0.101</u>	<u>0.140</u>	<u>0.143</u>	<u>0.140</u>	<u>0.125</u>	<u>0.120</u>	<u>0.130</u>
Roe	0.204	0.212	0.197	0.239	0.234	0.247	0.180	0.185	0.177	0.182	0.188	0.178
	<u>0.101</u>	<u>0.086</u>	<u>0.112</u>	<u>0.101</u>	<u>0.085</u>	<u>0.123</u>	<u>0.089</u>	<u>0.093</u>	<u>0.087</u>	<u>0.103</u>	<u>0.054</u>	<u>0.123</u>
Idlefund	0.029	0.035	0.024	0.020	0.021	0.017	0.031	0.039	0.027	0.044	0.073	0.027
	<u>0.078</u>	<u>0.092</u>	<u>0.064</u>	<u>0.034</u>	<u>0.035</u>	<u>0.031</u>	<u>0.062</u>	<u>0.070</u>	<u>0.057</u>	<u>0.138</u>	<u>0.192</u>	<u>0.094</u>
Period	5.325	5.203	5.434	5.301	5.234	5.413	5.451	5.214	5.592	5.152	5.083	5.190
	<u>0.901</u>	<u>0.667</u>	<u>1.059</u>	<u>0.999</u>	<u>0.560</u>	<u>1.469</u>	<u>0.845</u>	<u>0.682</u>	<u>0.904</u>	<u>0.769</u>	<u>0.929</u>	<u>0.671</u>
SEO	0.554	0.552	0.556	0.496	0.519	0.457	0.637	0.619	0.648	0.522	0.542	0.512
	<u>0.578</u>	<u>0.590</u>	<u>0.569</u>	<u>0.578</u>	<u>0.598</u>	<u>0.546</u>	<u>0.599</u>	<u>0.582</u>	<u>0.612</u>	<u>0.533</u>	<u>0.588</u>	<u>0.506</u>
Inflation	1.550	1.962	1.183	1.880	2.309	1.163	1.447	1.571	1.373	1.118	1.529	0.888
	<u>1.736</u>	<u>1.804</u>	<u>1.592</u>	<u>1.740</u>	<u>1.764</u>	<u>1.455</u>	<u>1.757</u>	<u>1.911</u>	<u>1.669</u>	<u>1.597</u>	<u>1.555</u>	<u>1.591</u>

注：表格中报告的是各变量的均值，带下划线为标准差

（三）募资变更回归分析

本文的回归分为三部分，第一部分，对全样本进行回归，分析哪些因素可能会影响募资变更。第二部分，按公司产权性质分组回归，对比不同产权下影响募资变更的因素是否有差

异。第三部分，区分募资变更的性质，对比不同产权下不同性质的募资变更的影响因素有何不同。

(1) 全样本回归

我们以募资是否变更为被解释变量进行 Logit 回归，结果见表 4，模型 4-1~4-3 依次单独检验 CG、Incent、Institu 对募资变更的影响；模型 4-4 将三者同时放入同一模型进行回归；模型 4-5 中加入交叉项 CG*Incent、CG*Institu 以检验地方政府干预、制度环境对公司治理影响募资变更的调节作用；模型 4-6 加入交叉项 Incent*Institu 检验制度环境对地方政府干预影响募资变更的调节作用^⑥。结果显示，CG、Incent 与募资变更显著负相关，表明较好的治理安排和较弱的地方政府干预能有效降低募资变更几率，支持了 H1、H2；但 Institu 不显著，交叉项的调节作用也没有得到检验。控制变量中，Own 和 Period 与募资变更显著负相关，与陈文斌、陈小悦（2004）的实证结果类似；Idlefund 与募资变更显著正相关，与张为国、翟春燕（2005）的实证结果一致；Inflation 与募资变更显著正相关，与预期一致；但其他变量均未表现出显著性。

表 4 全样本 IPO 募资变更 Logit 回归

	模型4-1	模型4-2	模型4-3	模型4-4	模型4-5	模型4-6
CG	-0.423***			-0.422***	-0.434***	
	(-2.64)			(-2.59)	(-2.65)	
Incent		-0.288*		-0.295*		-0.273*
		(-1.96)		(-1.85)		(-1.81)
Institu			-0.133	0.0342		
			(-0.92)	(0.21)		
CG*Incent					-0.540	
					(-1.10)	
CG* Institu					0.160	
					(0.38)	
Incent*						
Institu						-0.0895
						(-0.33)
Listtime	control	control	control	Control	Control	Control
Ind	-0.629	-0.542	-0.447	-0.776*	-0.675*	-0.553
	(-1.59)	(-1.41)	(-1.18)	(-1.91)	(-1.69)	(-1.44)
Own	-0.645***	-0.501***	-0.554***	-0.622***	-0.635***	-0.518***
	(-3.32)	(-2.70)	(-2.93)	(-3.06)	(-3.18)	(-2.69)
Size	-0.266	-0.250	-0.263	-0.235	-0.254	-0.242
	(-1.62)	(-1.56)	(-1.63)	(-1.40)	(-1.53)	(-1.49)
Debt	-0.425	-0.258	-0.130	-0.576	-0.447	-0.261

	(-0.38)	(-0.23)	(-0.12)	(-0.51)	(-0.40)	(-0.24)
Roe	-1.003	-1.422	-1.758	-0.588	-0.700	-1.390
	(-0.66)	(-0.95)	(-1.19)	(-0.38)	(-0.45)	(-0.93)
Idlefund	2.872*	3.562**	3.592**	2.837*	2.844*	3.564**
	(1.67)	(2.06)	(2.08)	(1.66)	(1.66)	(2.06)
Period	-0.418**	-0.365**	-0.381**	-0.411**	-0.412**	-0.369**
	(-2.34)	(-2.08)	(-2.17)	(-2.26)	(-2.28)	(-2.08)
SEO	0.166	0.107	0.0894	0.161	0.171	0.0972
	(0.73)	(0.47)	(0.39)	(0.69)	(0.74)	(0.42)
Inflation	0.656***	0.526***	0.537***	0.660***	0.651***	0.532***
	(4.92)	(4.41)	(4.47)	(4.88)	(4.86)	(4.41)
_cons	7.095**	6.586**	7.037**	6.371*	6.767**	6.483**
	(2.12)	(2.01)	(2.14)	(1.88)	(2.01)	(1.97)
<hr/>						
<i>N</i>	298	298	298	298	298	298
pseudo R^2	0.164	0.154	0.146	0.174	0.168	0.155
chi2	67.95	64.45	61.12	71.94	69.26	64.56

注：括号内为z值，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

(2) 按公司产权性质分组回归

我们进一步对比不同产权下募资变更几率影响因素的差异，回归结果如表 5。三组回归中 CG 只在非国企中与募资变更显著负相关，而在地方国企和央企中不显著。可能的原因有三点，一是国企的股东权利主要由地方/国务院国资委代为执行，但国企主要高管人员却由地方/中央组织部直接任命，而这两个部门之间又不存在明确的行政关系，这就造成了股东无法对董事会有效监督，董事会也无法对管理层实施有效的激励与约束；二是“党管干部”的现实存在，目前国企中议案一般要经过党委会“统一思想”后再到董事会正式讨论决定，而不属于党委会成员的董事则没有这种提前沟通，因而对董事会决策造成影响；三是行政命令对国企影响非常大，“文件”的作用超过公司治理，在部分相关决策上无法体现公司治理的作用。在上述原因存在的情况下，实证显示地方国企中 Incent、CG*Incent 与募资变更显著负相关，地方政府干预能直接影响募资变更，但好的公司治理只有在地方政府干预较弱时才能发挥作用，说明随着地方负担的加重，地方政府干预增强，“挤出”了公司治理的作用。但这种“挤出”在非国企中却不存在，相反，非国企的地方政府干预对募资变更的影响还受到制度环境的制约。在非国企中，Institu、Incent*Institu 与募资变更显著负相关，制度环境能直接影响募资变更，而强的地方政府干预只有在制度环境差的情况下才能发挥作用，说明发达的制度环境抑制了地方政府对企业的干预。央企组的回归中，主要解释变量都不显著，这与央企的垄断性不无关系。地方政府干预在地方国企中影响募资变更，并且当制度环境较差时在非国企中也能发挥作用，一定程度上支持了 H3；制度环境在非国企中显著影响募资变更，一定程度上支持了 H4。

表 5 按产权性质分组对 IPO 募资变更 Logit 回归

	a. 非国企 (模型)			b. 地方国企 (模型)			c. 央企 (模型)		
	5a-1	5a-2	5a-3	5b-1	5b-2	5b-3	5c-1	5c-2	5c-3
CG	-0.693**	-0.628**		-0.417	-0.540		-0.154	-0.238	
	(-2.50)	(-2.24)		(-1.22)	(-1.44)		(-0.29)	(-0.45)	
Incent	0.520		0.523	-0.821*		-0.721*	-0.289		-0.284
	(1.06)		(1.02)	*					
				(-2.01)		(-1.84)	(-1.07)		(-1.07)
Institu	-0.580*			0.237			-0.0071		
	(-1.71)			(0.78)			2		
							(-0.02)		
CG*Incent		0.981			-2.637*			-1.828	
		(1.01)			(-1.90)			(-1.40)	
CG*Institu		-0.983			1.010			0.545	
		(-1.39)			(1.04)			(0.42)	
Incent*Institu			-1.154*			0.287			-0.057
									3
			(-1.86)			(0.53)			(-0.09)
Listtime	control	Control	control	control	control	control	Control	control	control
Ind	-1.039	-0.727	-0.842	0.0017	0.106	0.427	-2.619*	-2.839*	-2.658
	(-0.90)	(-0.64)	(-0.74)	9	(0.00)	(0.19)	(-1.88)	*	*
				(0.00)	(0.19)	(0.77)	(-1.88)	(-1.99)	(-1.92)
Size	0.494	0.485	0.471	-0.542	-0.605*	-0.611*	-0.173	-0.132	-0.173
	(1.02)	(1.00)	(1.08)	(-1.62)	(-1.80)	(-1.94)	(-0.48)	(-0.36)	(-0.48)
Debt	-5.860**	-5.920**	-4.720*	0.904	0.932	1.872	-0.787	-0.634	-0.946
	(-2.07)	(-2.10)	(-1.76)	(0.43)	(0.44)	(0.96)	(-0.25)	(-0.20)	(-0.31)
Roe	0.0270	0.0379	-2.101	-1.776	-1.598	-1.850	0.283	1.116	0.107
	(0.01)	(0.01)	(-0.82)	(-0.63)	(-0.54)	(-0.67)	(0.08)	(0.29)	(0.03)
Idlefund	4.533	4.404	2.930	1.029	0.499	3.966	1.748	1.856	1.777
	(0.61)	(0.59)	(0.42)	(0.22)	(0.11)	(1.08)	(0.80)	(0.84)	(0.81)
Period	-0.176	-0.185	-0.0710	-0.933*	-0.907*	-0.937*	-0.403	-0.427	-0.410
	(-0.60)	(-0.63)	(-0.26)	*	*	*	(-0.94)	(-1.02)	(-0.96)

SEO	0.0422 (0.10)	0.0619 (0.14)	-0.0673 (-0.16)	-0.0460 (-0.11)	-0.0414 (-0.10)	-0.162 (-0.42)	-0.0771 (-0.13)	0.0301 (0.05)	-0.097 (-0.16)
Inflation	1.467*** (4.93)	1.421*** (4.89)	1.241*** (4.53)	0.421* (1.73)	0.421* (1.77)	0.355 (1.61)	0.171 (0.50)	0.155 (0.45)	0.117 (0.41)
_cons	-8.626 (-1.00)	-8.341 (-0.97)	-8.463 (-1.09)	13.47** (1.97)	14.50** (2.11)	14.71** (2.23)	5.295 (0.68)	4.306 (0.54)	5.673 (0.74)
N	123	123	123	109	109	109	66	66	66
Pseudo R ²	0.286	0.281	0.245	0.195	0.188	0.190	0.214	0.226	0.213
chi2	46.57	45.64	39.88	27.55	26.47	27.90	18.54	19.59	18.45

注：括号内为z值，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

在其他控制变量中，Debt 在非国企中与募资变更显著负相关，在其他两组则不显著，这可能是由于在非国企中债权能有效约束大股东和经理层的行为。地方国企中 Size 与募资变更显著负相关，其原因可能是地方政府为凸现政绩，会提供优惠政策、土地等大量资源支持辖区内的几个重点企业，这种情况下，募资变更可能性较小。央企组的 Ind 与募资变更显著负相关，原因可能是央企的被管制行业多为垄断性行业，可变性较小，因此变更可能性较小。地方国企的 Period 与募资变更显著负相关，其他两组均不显著。Inflation 在非国企和地方国企中都与募资变更显著正相关，而在央企中却不显著，原因可能是央企有政策优惠及资源配置优势，较少受中央政府的宏观调控影响。

(3) 按募资变更分类回归

本文尝试从事后公司价值角度将变更性质分为补偿性变更和损害性变更，并将两类变更样本分别与未变更样本一起进行回归。

表 6 IPO 募集资金募资损害性变更的 Logit 回归

	a. 非国企 (模型)			b. 地方国企 (模型)			c. 央企 (模型)		
	6a-1	6a-2	6a-3	6b-1	6b-2	6b-3	6c-1	6c-2	6c-3
CG	-1.103** (-2.33)	-1.081** (-2.25)		-1.097* (-2.05)	-1.567* (-2.44)		-0.177 (-0.17)	-1.536 (-1.06)	
Incent	0.0601 (0.08)		0.245 (0.34)	-1.122* (-2.31)		-0.900* (-1.87)	-1.731* (-1.94)		-1.811* (-1.99)
Institu	-0.364 (-0.75)			0.0363 (0.09)			0.472 (0.58)		
CG*Incent		-0.0694 (-0.04)			-5.517* (-2.15)			-6.366* (-1.71)	

CG*Institu	-0.815 (-0.67)			0.966 (0.61)			5.474 (1.32)		
Incent*Institu		-0.814 (-0.94)			-0.0492 (-0.07)				0.993 (0.78)
Listtime	control	Control	control						
Ind	-0.827 (-0.71)	-0.599 (-0.53)	-0.225 (-0.20)	-0.687 (-0.77)	-0.521 (-0.59)	0.343 (0.49)	-2.401 (-1.36)	-2.381 (-1.21)	-2.490 (-1.39)
Size	1.145 (1.55)	1.145 (1.54)	0.713 (1.08)	-0.334 (-0.68)	-0.394 (-0.80)	-0.555 (-1.38)	0.0081 (0.01)	-0.192 (-0.31)	0.0283 (0.05)
Debt	-6.177* (-1.67)	-5.998 (-1.60)	-4.792 (-1.41)	-0.691 (-0.25)	-0.289 (-0.10)	2.037 (0.87)	-0.877 (-0.15)	1.919 (0.39)	-1.521 (-0.33)
Roe	-4.742 (-0.95)	-5.074 (-1.02)	-7.675* (-1.68)	-5.634 (-1.11)	-6.844 (-1.29)	-7.010 (-1.51)	5.294 (1.03)	4.586 (0.81)	5.164 (1.00)
ldlefund	8.865 (0.87)	8.009 (0.78)	6.584 (0.69)	1.638 (0.26)	-0.322 (-0.05)	6.063 (1.41)	2.257 (0.87)	2.875 (1.11)	2.307 (0.89)
Period	-0.405 (-1.15)	-0.464 (-1.29)	-0.192 (-0.64)	-1.105* (-2.25)	-1.101* (-2.24)	-1.054* (-2.36)	-0.642 (-0.97)	-0.878 (-1.41)	-0.667 (-1.02)
SEO	-0.0675 (-0.14)	-0.0284 (-0.06)	-0.197 (-0.40)	-0.0441 (-0.09)	-0.0278 (-0.06)	-0.340 (-0.72)	-0.0354 (-0.04)	-0.139 (-0.15)	-0.0195 (-0.02)
Inflation	1.411*** (3.88)	1.417*** (3.90)	1.069*** (3.54)	0.851** (2.32)	0.809** (2.21)	0.647** (2.03)	-0.0053 (-0.01)	0.464 (0.65)	-0.0981 (-0.23)
_cons	-19.00 (-1.43)	-18.72 (-1.41)	-11.32 (-0.94)	9.479 (0.98)	10.40 (1.08)	13.52* (1.66)	1.207 (0.11)	3.247 (0.27)	1.574 (0.15)
N	81	81	81	93	93	93	54	54	54
pseudo R ²	0.334	0.337	0.278	0.279	0.285	0.234	0.333	0.318	0.337
chi2	37.00	37.32	30.79	28.37	28.96	25.74	19.02	18.20	19.30

注：括号内为z值，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

损害性变更回归结果如表 6 所示。非国企中 CG 与损害性变更显著负相关，与表 5 相同；地方国企中 CG、Incent 以及 CG*Incent 都与损害性变更显著负相关，并且在加入交叉项后 CG 系数由-1.097 变成-1.567，表明弱的政府干预和好的公司治理能有效降低损害性变

更几率，并且在弱的政府干预下好的公司治理的作用被“强化”。央企中 **Incent** 与损害性变更显著负相关，与假设不符，其原因是中央要求央企承担地方经济发展等政策性任务，央企“定点扶贫”就是最好的例子。央企中 **CG*Incent** 与损害性变更显著负相关，表明在地方负担较轻时，好的公司治理也能降低损害性变更几率。

补偿性变更回归结果如表 7 所示。三组回归中，只有非国企组的重要解释变量部分显著，地方国企组和央企组均不显著。非国企中 **CG**、**Institu** 以及 **Incent*Institu** 均与补偿性变更显著负相关，与表 5 的回归结果一致，但需要注意的是 **Institu** 以及 **Incent*Institu** 在损害性变更中并不显著，可见良好的制度环境可以抑制补偿性变更，却无法约束损害性变更。另外，发达的制度环境还能抑制地方政府对企业的干预，但在制度环境差的情况下，强的地方政府干预仍然能发挥作用。举例来说，地方政府对非国企的干预主要是通过重要资源的配置来实现，如对地方规划和政策的调整，从而导致非国企对募资使用作出相应的调整，即补偿性变更。

表 7 IPO 募资补偿性变更的 Logit 回归

	a. 非国企（模型）			b. 地方国企（模型）			c. 央企（模型）		
	7a-1	7a-2	7a-3	7b-1	7b-2	7b-3	7c-1	7c-2	7c-3
CG	-0.946***	-0.887**		0.559	0.506		0.629	0.432	
	(-2.70)	(-2.54)		(1.46)	(1.20)		(0.81)	(0.58)	
Incent	0.844		0.682	-0.890		-0.833	0.517*		0.484*
	(1.30)		(1.00)	(-1.06)		(-0.93)	(1.65)		(1.74)
Institu	-0.778*			0.534			0.671		
	(-1.69)			(1.22)			(1.30)		
CG*Incent		1.476			-2.028			0.809	
		(1.34)			(-0.60)			(0.70)	
CG*Institu		-1.093			1.485			0.869	
		(-1.34)			(0.97)			(0.62)	
Incent*Institu			-1.414*			0.960			1.076
			(-1.72)			(1.10)			(1.26)
Listtime	control	Control	control	control	control	control	Control	control	control
Ind				1.101	1.153	0.837			
				(1.54)	(1.59)	(1.16)			
Size	0.106	0.0718	0.274	-0.937*	-0.917*	-0.777*	-1.761***	-1.436*	-1.629***
	(0.20)	(0.13)	(0.57)	*	*			*	
Debt	-11.12***	-11.23***	-7.397**	1.646	1.514	0.870	-3.569	-3.296	-2.763

	(-2.71)	(-2.75)	(-2.17)	(0.64)	(0.61)	(0.34)	(-0.93)	(-1.01)	(-0.88)
Roe	4.758	4.642	0.844	2.042	2.327	1.036	-14.72**	-10.82	-12.26**
	(1.36)	(1.35)	(0.30)	(0.42)	(0.46)	(0.22)	(-2.01)	(-1.40)	(-2.31)
ldlefund	3.258	3.543	0.893	4.424	4.645	3.871	1.895	1.023	1.590
	(0.35)	(0.38)	(0.11)	(0.85)	(0.90)	(0.77)	(0.50)	(0.26)	(0.45)
Period	0.326	0.399	0.170	-0.663	-0.589	-0.752	-0.0232	0.0712	-0.0641
	(0.65)	(0.81)	(0.38)	(-1.51)	(-1.38)	(-1.63)	(-0.04)	(0.12)	(-0.10)
SEO	0.540	0.543	0.272	0.0657	0.100	0.0096	0.965	0.824	0.971
	(0.88)	(0.89)	(0.49)	(0.13)	(0.22)	(0.02)	(1.36)	(1.09)	(1.33)
Inflation	7.829***	7.469***	6.963***	-0.162	-0.0973	0.0401	0.210	0.163	0.348
	(40.79)	(40.72)	(39.86)	(-0.47)	(-0.25)	(0.12)	(0.49)	(0.41)	(0.75)
_cons	-27.53***	-25.94***	-28.32***	19.18**	18.17*	16.62*	37.20**	29.64*	33.33**
	(-2.87)	(-2.68)	(-3.33)	(2.05)	(1.87)	(1.83)	(2.31)	(1.92)	(2.55)
N	85	85	85	87	87	87	54	54	54
pseudo R ²	0.380	0.374	0.305	0.215	0.211	0.195	0.274	0.224	0.260
chi2	44.77	44.05	35.98	30.10	27.77	23.38	16.34	14.39	15.15

注：括号内为z值，* $p < 0.1$ ，** $p < 0.05$ ，*** $p < 0.01$ 。

(4) 不同分组回归对比

公司治理在不同分组回归中的作用有所不同。对比表 5、6、7 可以发现，非国企中好的公司治理能降低变更几率，较好地支持。公司战略；地方国企中公司治理只在损害性变更中显著，能起到“防火墙”作用；央企组中公司治理在地方负担较轻时才对损害性变更起作用。我们发现随着企业政治级别的增加，公司治理发挥的作用有所降低，在我国国企产权不完善的情况下，“党管干部”、“行政命令”可能是公司治理的一个替代。但我们同时需要注意的是，表 4 中公司的政治级别与募资变更显著负相关，说明政治级别越高，募资变更几率越小，表 3 描述性统计中也显示国企的变更几率小于非国企，这与随着企业政治级别的增加，公司治理对募资变更越难发挥作用的结果看似矛盾。造成这种矛盾的原因可能有三点：第一，国企中公司治理作用被“党管干部”、“行政命令”所替代，在我国上市公司治理水平普遍不高的情况下，这反而能抑制因公司治理不善所导致的募资变更，钟海燕等（2010）也通过经验研究证实了行政干预能约束内部人的机会主义行为，使得公司投资行为反而优于受内部人控制的公司。第二，国企董事会、监事会中都有国资委和上级部门派遣的监督人员，这些监督人员一般曾在政府和央企中担任要职，而且拥有较高的行政级别，如在央企监事会中，就存在副部级的外派监事，这些监督人员完全有资格也有能力去监督企业内部人的不良决策，从而降低变更几率，但本文的公司治理指数并没有度量这些董、监事人员的异质性。第三，不同产权的法律维护有所差异。国企产权属于公共财产，1997 年修订的《刑法》总则、分则以及之后的多个修正案都对国有资产流失有直接或间接的法条规定，这从一定程度上大大增加了内部人的“掏空”成本。

监督和刑法能一定程度上约束地方国企募资变更中的内部人“掏空”，但由于地方政府凌

驾于监督之上，而且对募资变更的影响主要通过“党管干部”、“行政命令”实现，刑事主体并不是地方政府，因此地方政府仍然可以干预地方国企的募资变更。地方政府干预在地方国企的补偿性变更中都不显著，而在损害性变更中显著，对比可知强的地方政府干预能导致地方国企的损害性变更，而对补偿性变更则影响不大，这与“逆向软预算约束”的现实情况一致。表 5 地方国企中强地方政府干预能“挤出”公司治理对募资变更的作用，但在表 6 损害性变更中却不能，并且在地方政府干预较弱时公司治理的作用还会被“强化”，可见虽然地方国企中公司治理在国有资产保值、增值上不一定有较高的效率，但在维护国有资产流失时却能发挥积极作用。

发达的制度环境能增加募资变更的成本。表 5 募资变更和表 7 补偿性变更的回归中制度环境都只在非国企中起作用，而在地方国企和央企中不显著。其原因在于一方面随着《证券法》以及各种规定、指引相继出台，我国证券监管进一步加强，对上市公司募资使用的详细规定也越来越多。由于监管机构的“人缘”和“地缘”关系（肖珉，2008），国企一定程度上可以通过政府协调相关的监管和事后惩罚力度，但非国企相对是“圈外人”，其所受的监管和事后惩罚相对弹性较小；另一方面，中小股东自身维权意识逐渐加强，非国企中第一大股东持股比例平均为 38.4%，地方国企为 48.0%，央企为 48.7%，相比之下，非国企中小股东更多，维权影响也相对更强。另外，制度环境在表 6 损害性变更中全部不显著，其原因可能是司法不力导致损害性变更中的“掏空”行为很难受到实质性约束。实际上，我国最高法院规定只受理因虚假陈述引发的民事赔偿案件，而对其他侵权行为引发的民事责任暂不追究，但由于取证困难，至 2006 年 4 月，全国也只有 20 家上市公司因虚假陈述遭到投资者起诉（陈冬华等，2008）。

六、稳健性检验

本文的稳健性检验分为四部分。第一部分，减少控制变量。我们在回归模型中剔除通货膨胀变量，回归结果一致。第二部分，替换变量。解释变量中，我们以白重恩（2005）中所用的 CEO 是否兼任董事会主席或副主席、外部董事的比例、高管人员的持股量、第一大股东持股量、第二至第十大股东持股集中度、是否拥有母公司、是否异地上市、是否国有控股等 8 项指标主成分分析拟合的第一大主元代替本文的公司治理指数，回归结果一致；控制变量中，我们选取上市当年的公司规模、资产负债率、净资产收益率等变量数据替换上市前三年均值数据，回归结果无实质性差异。第三部分，改变划分标准。在募资变更性质的划分上，我们用行业超额价值的均值代替中位数作为划分标准，结果依然稳健；另外，我们在行业超额价值计算公式中，用净资产收益率代替账面市值比进行计算，并采用中位数和均值两种方法划分募资变更性质，回归结果无重大改变，基本稳健。第四部分，内生性考虑。本文控制变量选取的是上市前三年的数据，公司治理、地方政府动机、制度环境等变量则是上市当年的数据，这些数据反映的是公司募资变更之前的情况，一般不受上市之后募资变更的影响，从而降低了模型的内生性。

七、结论与启示

本文主要的研究结论有：（一）公司治理在不同产权下发挥的作用不尽相同。较好的公司治理在非国企中能有效降低募资变更几率，支持公司战略；在地方国企中只对损害性变更起到“防火墙”作用；央企中公司治理在地方负担较轻时才对损害性变更起作用。在我国国企产权不完善的情况下，“党管干部”、“行政命令”可能是公司治理的一个替代。（二）由于“逆向软预算约束”的存在，地方国企中较强的地方政府干预能导致的损害性变更，而对补偿性变更影响不大；非国企中地方政府干预受制度环境制约。（三）发达的制度环境能增加募资变更的成本，抑制非国企的补偿性变更，但由于执法不力等原因，无法有效约束损害性变更。

根据本文的分析，我们得到一些启示：（一）公司的募资变更可能是外部环境所致，而非仅仅是之前实证研究中所探讨的内部原因，这为我们正确认识募资变更及制定相关监管

政策提供了一个新的视角。(二)公司治理在不同的产权下发挥作用有所不同,同样的治理标准未必适合于所有公司,监管部门政策设计时需更多地考虑这一点,针对非国企、地方国企和央企实施不同的治理监管措施,改善之前“一刀切”做法。(三)国企中需进一步规范的公司治理,虽然在国有资产保值、增值上规范的公司治理不一定能产生较高的效率,但能有效防止国有资产流失。(四)地方政府干预使得企业牺牲自身利益承担政治任务,不利于公司及地方经济的长期发展,如何改善地方政府的这种短期行为,“把政府官员的激励搞对”是关键(周黎安,2007)。(五)证券市场更应关注法律执行。我国《公司法》、《证券法》虽几经修订,法律法规方面得到了一定完善,但法律执行主要依赖地方法院,许多方面无法得到有效执行。

本文研究的局限有:第一,本文的公司治理指数没有度量异质性董、监事及经理层人员的作用,更加科学的度量方法有待进一步探讨;第二,从事后公司价值的角度来区分募资变更性质有一定的局限性,本文将该方法作为一种次优选择,后期将进一步探求更好的分类方法;第三,虽然本文选取了5年的IPO数据,但样本数量仍不够多,无法尝试更多更细的分析,后期也将进一步尝试扩充样本。

注释:

①注册制以美国为代表,指主管机构只负责审查申请人是否履行了信息披露义务。对注册文件进行形式审查,不进行实质判断。注册制度下的公司股权融资一般采用“公司型”融资,即按公司的需求来融资,如还债(应付账款和应付债券)、销售和市场开拓(广告)、产品研发、营运资金和公司常规用途、金融投资(购买国债、各种期限债券)、弥补以前年度亏损、并购(股权投资)、赔偿(法律事务)等(董屹,2006)。核准制以欧洲各国的公司法为代表,管理机关批准后方可取得发行资格。我国实行的是核准制下的“项目型”融资。另外,杨全、文薛清(2009)也认为国外采取的是不同于中国项目型股票融资制度,不要求资金必须对应于详细的投资项目,上市公司有更大的灵活性来使用这些募集资金。

②“看不见的手”一词由Adams Smith在《国富论》中提出,指不受外力干扰的价格机制或市场机制。“看得见的手”一词最先由Berliner于1957年提出,Neuberger(1966)将其作为作为论文标题的一部分发表于《The American Economic Review》使其广为流传,“看得见的手”具有与“看不见的手”的对称含义,指政府干预、宏观管理或计划管理。

③公司产权性质按最终控制人不同的政治级别分类,由我们根据CSMAR数据库中“第一大股东”和“上市公司实际控制人”整理,并结合上市公司年度报告中“股本变动及股东情况”进行逐一予以确认。根据上市公司披露的终极控制人数据,按照刘芍佳等(2003)的“终极产权论”方法,将公司政治级别分为三级:第一级为非政府级别,指公司的终极所有人为个人、集体所有、外资企业和其它非政府社会法人等;第二级为地方政府级别,指公司的终极所有人为省/直辖市、市/区级、县级人民政府或国资局(包括投资公司),省、直辖市属国有企业,省级科研院所;第三级为中央级别,指终极所有人为国务院国资委或中央各部委的企业。

④2000年3月17日,《中国证券监督管理委员会股票发行核准程序》的实施标志着正式施行股票发行“核准制”。但《程序》规定主承销商在报送申请文件前,应对发行人辅导一年,并出具承诺函。因此证监会实际上2001年开始才正式大批受理“核准制”的申请。

⑤李增泉、余谦和王晓坤(2005)发现,控股股东或地方政府具有支持或掏空上市公司的动机,支持是为了获得配股资格,支持的最终目的很可能还是为了掏空。夏立军、方轶强(2005)也认为在现有的制度环境下,政府支持的最终目的很可能还是为了掏空,即所谓的“放长线钓大鱼”。因此我们剔除配股募集资金之后投向变更的公司样本,以防止出现政府在上市公司对IPO的募集资金的使用上不干预,而在配股后进行干预的情况。

⑥《中国市场化指数》中“产品市场的发育程度(Marketgrowth)”由“价格由市场决定的程度”和“减少商品市场地区贸易壁垒”两项分指数构成。

⑦除全样本外，其他各组公司治理均值2005年均出现下滑，但该年度上市样本只有13家，我们认为基本上不会影响各组公司治理均值上升的趋势。另外，囿于篇幅以及该部分内容并非讨论重点，对不同年份的描述性统计在文中没有汇报。

⑧由于CG、Incent、Institu三项都经过主成分分析拟合而成，数据经过标准化处理，直接相乘会出现负负得正的情况，因此在交叉项CG*Incent、CG*Institu中先对CG归一化再相乘，Incent*Institu中对Incent归一化再相乘。由于相关性原因，我们在模型4-5中只放入CG和相应交叉项，模型4-6中只放入Incent与相应交叉项。

⑨据人民网报道：全国定点扶贫始于1986年，随着国家要求越来越多的单位参与到定点扶贫工作中，各央企逐渐成为定点扶贫的主要力量，从2002年到2009年，参与定点扶贫的央企单位共向帮扶的重点县投入扶贫资金（含物资折价）85.87亿元，派出扶贫挂职干部3077人次，赴定点县考察37882人次，其中部及以上领导就有1031人次，帮助引进各类资金293.5亿元（数据来源：人民网2010年07月13日新闻）。中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步做好定点扶贫工作的通知》中也明确要求国有大型骨干企业、国有控股金融机构等央企单位均应参加定点扶贫工作，承担相应的定点扶贫任务。

参考文献

- [1] 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜：《中国上市公司治理结构的实证研究》，《经济研究》，2005年第2期。
- [2] 陈冬华、章铁生、李翔：《法律环境、政府管制与隐性契约》，《经济研究》，2008年第3期。
- [3] 陈文斌、陈超：《新股上市后盈利能力下滑及募集资金使用分析》，《管理科学学报》，2007年第4期。
- [4] 陈文斌、陈小悦：《大股东代理问题与IPO募集资金的使用》，《南开管理评论》，2005年第3期。
- [5] 陈文斌、钱革：《上市公司募集资金使用情况影响因素研究——来自上海股票市场的实证证据》，《中国会计评论》，2005年12期。
- [6] 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》，《管理世界》，2008年第9期。
- [7] 董屹：《中国上市公司募资变更行为研究——基于股票融资制度缺陷的视角》，西南财经大学，博士论文，2006。
- [8] 樊纲、王小鲁、朱恒鹏：《中国市场化指数——各省区市场化相对进程2006年报告》，经济科学出版社，2007年。
- [9] 冯天丽、井润田：《制度环境与私营企业家政治联系意愿的实证研究》，《管理世界》，2009年第8期。
- [10] 国家统计局中国经济景气监测中心、中国人民大学经济学院联合课题组：《通货膨胀、投资于经济增长》，《管理世界》，2004年9期。
- [11] 黄俊、张天舒：《制度环境、企业集团与经济增长》，《金融研究》，2010年第6期。
- [12] 李维安：《公司治理教程》，上海人民出版社，2002年。
- [13] 李增泉、余谦、王晓坤：《掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据》，《经济研究》，2005年第1期。

- [14] 刘勤、陆满平、寻晓青、何才元：《变更募集资金投向及其监管研究》，《证券市场导报》，2002年第1期。
- [15] 刘芍佳、孙霏、刘乃全：《终极产权论、股权结构及公司绩效》，《经济研究》，2003年第3期。
- [16] 刘少波、戴文慧：《我国上市公司募资变更研究》，《经济研究》，2004年第5期。
- [17] 罗党论、唐清泉：《中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究》，《经济研究》，2009年第2期。
- [18] 南开大学公司治理评价课题组：《中国上市公司治理评价系统研究》，《南开管理评论》，2003年第3期。
- [19] 南开大学公司治理评价课题组：《中国上市公司治理指数与公司绩效的实证分析——基于中国1149家上市公司的研究》，《管理世界》，2006年第3期。
- [20] 南开大学公司治理评价课题组：《中国上市公司治理指数与治理绩效的实证分析》，《管理世界》，2004年第2期。
- [21] 潘红波、夏新平、余明桂：《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》，《经济研究》，2008年第4期。
- [22] 钱颖一：《政府与法治》，《比较》第5辑，中信出版社，2003年
- [23] 田伟：《考虑地方政府因素的企业决策模型》，《管理世界》，2007年第5期。
- [24] 王小鲁、樊纲：《中国地区差距的变动趋势和影响因素》，《经济研究》，2004年第1期。
- [25] 夏立军、方轶强：《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》，《经济研究》，2005年第5期。
- [26] 肖珉：《法的建立、法的实施与权益资本成本》，《中国工业经济》，2008年第3期。
- [27] 辛清泉、郑国坚、杨德明：《企业集团、政府控制与投资效率》，《金融研究》，2007年第10期。
- [28] 杨灿明：《政府行为与区域市场结构》，《经济研究》，2000年第11期。
- [29] 杨全文、薛清梅：《IPO 募资投向变更、经营业绩变化和市场反应》，《会计研究》，2009年第4期
- [30] 张为国、翟春燕：《上市公司变更募集资金投向动因研究》，《会计研究》，2005年第7期。
- [31] 中国证监会办公厅：《证监会简报（增刊）》，2008年第16期。
- [32] 中国证监会办公厅：《证监会简报（增刊）》，2009年第22期。
- [33] 钟海燕、冉茂盛、文守逊：《地方政府干预、内部人控制与公司投资》，《管理世界》，2010年第7期。
- [34] 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》，《经济研究》，2004年第6期。
- [35] 周黎安：《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》，《经济研究》，2007年第7期。
- [36] 周雪光：《“逆向软预算约束”：一个政府行为的组织分析》，《中国社会科学》，2005年第2期。
- [37] 周业安、冯兴元、赵坚毅：《地方政府竞争与市场秩序的重构》，《中国社会科学》，2004年第1期。
- [38] 朱武祥：《上市公司募集资金投向决策分析》，《证券市场导报》，2002年第4期。
- [39] ACEMOGLU, D., S. JOHNSON, and J.A.ROBINSON, 2001.“The Colonial Origins of

Comparative Development: An Empirical Investigation".The American Economic Review, Vol. 91, pp.1369~1401.

[40] BARRO, R. J., 1995, "Inflation and Economic Growth", NBER Working Paper, No. 5326.

[41] BARRO, R. J., 1996, "Inflation and Growth", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, issue May, pp:153-169.

[42] BEINER, S. F. and M. M. SCHMID, 2005, "Agency Conflicts, Corporate Governance, and Corporate Diversification - Evidence from Switzerland", Working Paper, University of Basel and University of Mannheim.

[43] BERGER, P., and E. OFED, 1995, "Diversification's Effect on Firm Value", Journal of Financial Economics, Vol 79, pp.317~377.

[44] BLACK, B. S., H. JANG and W. KIM, 2006, "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea", Journal of Law, Economics, and Organization, Vol. 22, pp.366~413.

[45] CAO, Y., Y.QIAN, and B.WEINGAST, 1999, "From Federalism, Chinese Style , to Privatization , Chinese Style", Economics of Transition ,Vol. 7,pp.103~131.

[46] CLAESESENS, S., S. DJANKOV, P. H. FAN, and H. P. LANG, 2002, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", Journal of Finance, Vol. 57, pp.2741~2771.

[47] DEMRUGER, S., J.D.SACHS, W. T. WOO, S. BAO, G. CHANG, and A. MELLINGER, 2002. "Geography, Economic Policy and Regional Development In China", Asian Economics Papers, pp.146~197.

[48] DROBETZ, W., A. SCHILLHOFER AND H. ZIMMERMANN, 2004, "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany", European Financial Management, Vol. 10, pp.267~293.

[49] DURNEV, A. AND H. KIM, 2005, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation", Journal of Finance, Vol. 60,pp.1461~1493.

[50] FAN, P. H., T. J. WONG AND T. ZHANG, 2009, "Institutions and Organizational Structure: The Case of State-Owned Corporate Pyramids", Working Paper, The Chinese University of Hong Kong.

[51] FISCHER, S., 1983, "Inflation and Growth", NBER Working Paper, No. 1235.

[52] FISCHER, S., 1991, "Growth, Macroeconomics, and Development", NBER Working Paper, No. 3702.

[53] FISCHER, S., 1991, "The Role of Macroeconomics Factors in Growth", NBER Working Paper, No. 4565.

[54] GOMPERS, P., J. ISHII AND A. METRICK, 2003, "Corporate Governance and Equity Price", Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, pp.107~155.

[55] HERMALIN B. E. AND M. S. WEISBACH, 1991, "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", Financial Management, Vol. 20. pp.101~112.

[56] HUTHER, J., 1997, "An Empirical Test of the Effect of Board Size on Firm Efficiency", Economics Letters, Vol. 54,pp.259~264

[57] JENSEN, M. C. AND MURPHY, K. J., 1990, "Performance Pay and Top Management Incentives", Journal of Political Economy, Vol. 98, pp.225~264.

- [58] KORNAL, J., 1979, "Resource-Constrained Versus Demand-Constrained Systems", *Econometric -a*, Vol. 47, pp.801~19.
- [59] KORNAL, J., 1980, *Economics of Shortage*, Amsterdam, North Holland Press.
- [60] KORNAL, J., 1986, "The Soft Budget Constraint", *Kyklos*, Vol. 39, pp.3~30.
- [61] LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. AND R.W. VISHNY, 1997, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp.1131~1150.
- [62] LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. AND R.W. VISHNY, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp.1113~1155.
- [63] LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. AND R.W. VISHNY, 2000, "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp.3~27.
- [64] LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. AND R.W. VISHNY, 2002. "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, Vol. 57, pp.1147~1170.
- [65] LIN, J., F. CAI, AND Z. LI, 1998, "Competition, Policy Burdens and State-Owned Enterprise Reform", *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 422~27.
- [66] NEUBERGER, E., 1966 "Liberianism, computopia, and the visible hand", *The American Economic Review*. Vol. 56, pp:131~144.
- [67] NORTH, D., 1990, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.
- [68] PONCET S., 2005, "A Fragmented China: Measure and Determinants of China's Domestic Market Disintegration", *Review of International Economics*, Vol. 13(3), pp.409~430.
- [69] QIAN, Y. AND G. ROLAND, 1998. "Federalism and the Soft Budget Constraint", *The American Economic Review*, Vol. 88, pp.1143~1162.
- [70] QIAN, Y., 1996, "Enterprise Reform in China: Agency Problems and Political Control", *Economics of Transition*, Vol. 4, pp. 427~447
- [71] SHIRLEY, M.M. AND WALSH, P., 2001., "Public versus Private Ownership: the Current State of the Debate", Working Paper, World Bank.
- [72] SHLEIFER, A. AND VISHNY, R., 1994, "Politicians and Firms", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, pp. 995~1025.
- [73] SHLEIFER, A., 1998, "State versus Private Ownership", *Journal of Economic Perspective*, Vol. 12, pp.133~150.
- [74] THOMSEN, S. AND T. PEDERSEN, 2000, "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp.689-705.
- [75] WALKER, M. D., 2006, "Industrial Groups and Investment Efficiency", *Journal of Business*, Vol. 78, pp.1973~2001.

Institutional environment, local Government Intervention, Corporate Governance and the Change of Committed Investment Orientation

MA Lian-fu, CAO Chun-fang

(Business School /Center for Studies of Corporate Governance of Nankai University, Tianjin, 300071)

Abstract: By observing the IPO data of the “A” share listed companies from the year 2001 to 2005, this paper addresses the empirical tests on the impacts of institutional environment, local government intervention and corporate governance on the change of committed investment orientation. The results indicate that in the non-state owned companies, corporate governance can lower the risk of investment orientation changes and support the company strategy. However, just working as a “fire wall”, it only can reduce the probability of prejudicial changes in the local state-owned companies. In the central enterprises, corporate governance would work when the local economy and employment is less burdened. Besides, the results also illustrate that stronger local government intervention will induce prejudicial changes in the local state-owned companies because of the incentive of “inverted soft budget constraint”. But in the non-state owned companies, local government intervention's impacts are under institutional conditions of constraints. Developed institutional environment could restrain the compensatory changes in the non-state owned companies but the prejudicial changes. This study partly reveals the reasons of investment orientation changes and provides a new perspective to comprehend this phenomenon and make relevant regulatory policies.

Key words: institutional environment; local government intervention; corporate governance; investment orientation change

收稿日期: 2012-06-15;

基金项目: 本文受国家社科基金重大项目(10ZD&035)、自然科学基金面上项目(70872050)和教育部人文社科重点研究基地重大项目(10JJD630001)资助;

作者简介: 马连福(1963—), 男, 河北沧州人, 毕业于南开大学, 获管理学博士学位, 现任南开大学公司治理研究中心副主任、南开大学商学院教授、博导, 研究方向: 公司治理、投资者关系管理、营销管理, 电子邮箱: malianfu@nankai.edu.cn; 曹春方(1985—), 男, 安徽安庆人, 南开大学商学院、南开大学公司治理研究中心博士研究生, 研究方向: 公司治理、投资者关系管理。