

经济发展、政府偏袒与公司发展

——基于政府代理问题与公司代理问题的分析*

侯青川¹，靳庆鲁^{†1}，陈明端²

(1.上海财经大学会计与财务研究院，上海杨浦 200434；2.上海财经大学会计学院，上海杨浦 200434)

摘要：本文基于政府代理问题与公司代理问题，试图厘清宏观经济环境对微观企业行为影响的传导路径。本文发现，市场化进程较低时，政府代理问题突出表现为地方政府通过在资源配置中向国有企业倾斜以实现经济粗放型增长，使得国有企业在经济发展过程中以外延型增长为主，具体表现为企业规模的扩张与经济发展之间的相关性更强。市场化进程提高，上述政府代理问题会有所缓解，非国有企业的制度安排更有助于减少公司代理问题，实现企业从外延型增长向内涵型增长转变，具体表现为非国有企业盈利能力提高与经济发展之间的相关性更强。

关键词：政府代理问题；公司代理问题；经济发展；公司发展

中图分类号：F275.5、F276.6 **文献标识码：**A

一、引言

自 1978 年经济改革启动以来，中国经济以 9% 以上的速度持续增长，未来中国经济能否保持这一持续高速增长趋势，以及这一趋势还能持续多久值得深入探讨（刘伟和张辉，2008）。虽然制度及其所提供的微观激励和生产要素投入以及技术进步等因素，被认为在一国经济发展及其模式选择过程中发挥了关键作用（吴敬琏，2006），但是在现有研究中，存在着将宏观经济环境与微观企业行为相割裂的倾向（姜国华和饶品贵，2011），这在一定程度上限制了对中国经济发展及其方式的成因与后果的理解。

本文通过考察在中国转型经济的制度环境下，政府代理问题与公司代理问题如何影响经济发展与公司发展之间的关系，试图厘清宏观经济环境对微观企业行为影响的传导路径。经济发展及其方式的选择会具体体现于微观主体——企业的行为以及各项财务指标之中，因此，要理解转型经济中经济发展的原因和后果，对于宏观经济与微观企业之间这种传导机制的考察具有十分重要的现实意义和理论价值。

本文发现，政府代理问题会导致地方政府在经济发展过程中选择粗放型经济增长方式，片面追求经济增长的速度和规模，并且为了满足地方政府多任务职能的要求，在资源配置中向国有企业（以下简称“国企”）倾斜，使得相比非国有企业（以下简称“非国企”），国企规模增长和经济发展之间的正向关系更为显著。特别是当市场化进程较低时，政府代理问题更加严重，上述企业发展与经济发展之间的关系更加明显。但是，随着市场化进程的提高，政府职能的转变以及政府干预经济的程度下降，政府代理问题也随之降低，此时，国企在规模增长上的优势消失，非国企和国企在公司规模的发展上站到了同一“起跑线”上。虽然政府代理问题可以在宏观层面上影响经济资源配

置方向，但是经济发展过程中效率的提高却离不开配置后的资源在企业内部的有效整合。实证发现，国企的公司代理问题阻碍了企业将规模增长上的优势转化成盈利提升的能力，而非国企较低的公司代理问题却有助于这一目标的实现。在此基础上，本文还考察了股权集中度是否有助于改善公司代理问题。结果表明，在非国企中，股权集中度的提高有助于改善公司内部资源配置与整合的效率，而在国企中，这种治理结构的安排可能会导致企业在一定程度上被“掏空”的可能。

本文的贡献在于：首先，越来越多的研究认为，中国的经济过度依赖于规模的扩张，属于粗放型经济增长模式（卫兴华和侯为民，2007；郑京海等，2008；王小鲁等，2009）。本文的研究表明，政府代理问题导致国企规模扩张更多受惠于经济发展，而公司代理问题则削弱了国企将这种外延型增长优势转化成企业盈利能力提高这种内涵型增长的源泉。其次，现有研究认为，在转轨时期，地方政府对企业行为存在着或大或小的影响。在考察中国企业的行为特征时，有必要结合地方政府的因素（田伟，2007；李涛等，2005）。基于此，本文借鉴 Stulz（2005）的理论研究，在传统公司代理问题的基础上，引入政府代理问题，分析了地方政府在经济发展方式上的选择和干预资源配置中的动机，这有助于理解不同产权性质企业发展的差异及其背后的制度性原因。最后，现有文献表明，在中国，上市公司的公司业绩能够较好的反映经济发展的影响（靳庆鲁等，2008；李远鹏，2009），但是少有文献研究经济发展对公司发展影响的传导路径（姜国华和饶品贵，2011）。本文通过将政府代理问题和公司代理问题相结合，深化了对宏观经济环境与微观企业行为之间互动关系的理解。

二、理论分析和研究假说

1. 政府代理问题、经济发展与公司发展

在现代经济社会中，公司作为经济活动最重要的参与者，是一国经济发展的微观主体。经济发展所带来的经济增长作为一种系统性因素会影响到绝大部分企业的经营业绩。现代企业理论将公司制度安排视作是宏观经济环境之外，影响公司发展的重要因素之一，其中代理问题和公司制度安排密切相关。传统文献主要关注公司代理问题（Jensen and Meckling, 1976；Shleifer and Vishny, 1986），Stulz（2005）结合转型经济国家的制度特征，引入了政府代理问题，以解释国家经济发展与公司发展的影响因素。Stulz（2005）认为，转型经济体中的政府代理问题，主要是由于政府在国民经济中仍然掌握了较多的政治权力和经济权力，作为代理人的政府官员基于自身利益利用这些权力影响资源配置。结合中国制度背景，在转轨时期，中国上市公司所处的体制背景突出表现为，地方政府对企业行为存在着较大的影响。因此，要理解中国公司的发展，有必要从政府代理问题的角度，结合地方政府的因素来分析。

王守坤和任保平（2009）认为，在转型经济中的中国，政府代理问题来源于经济分权和政治集权相结合的中央政府与地方政府之间的委托代理关系。从经济分权角度来看，作为委托人的中央政府将财政分权和行政分权相结合（Qian and Roland, 1998；Jinet al., 2005），使得作为代理人的地方政府成为了地方经济的“剩余索取者”，并有了追求地方财政最大化和促进经济发展的积极性（Qian and Xu, 1993；张晏和龚六堂，2005）。但是，考虑到地方政府官员任期的有限性和行政权力的垄断性（刘福垣和谢茂林，2005；杨其静和聂辉华，2008），以及政府职责本身多维度、多任务和不易量化的特征（Tirole, 1994），周黎安（2007，2008）认为，中央政府通过政治上的集中制，尤其是重要官员人事任命上的集中制，将经济发展的竞争嵌入到地方政府官员的政治晋升博弈中（“政治锦标赛”体制），保证了地方政府发展经济的积极性。上述中央和地方政府之间的委托代理安排，在为地方政府官员发展经济提供较强激励

的同时，也带来了一系列激励扭曲，从而导致政府代理问题的产生，主要体现在地方政府在经济发展方式的选择和对资源配置的干预上。首先，从经济发展方式的选择上看，财政分权下的地方政府竞争确实大大激励了地方政府发展经济的动力和热情，但是这种在地方政府主导下的经济增长，主要采用的是投资推动来实现（靳涛，2006；靳涛，2008）。这种类型的经济增长并不是以提高效率、强调增长质量为基础，而是通过增加投入和扩大产出规模、强调增长速度来实现经济增长，因此，属于粗放型经济增长方式。其次，从地方政府对资源配置的干预上看，由于国企在地方经济中的控制力和影响力（夏立军和陈信元，2007），以及国企承担的政策性负担在维持地方税收、就业和社会稳定中扮演重要角色（林毅夫和李周，1998；林毅夫和李志赞，2004），财政分权下的地方政府竞争提高了国企在地方政府目标函数中的重要性，使得地方政府在资源配置过程中向国企倾斜（Allen et al., 2005；潘红波等，2008；祝继高和陆正飞，2011）。

政府代理问题导致地方政府在经济发展方式上的选择和对资源配置的安排，这也相应改变了经济发展和企业发展之间的关系。首先，粗放式的经济增长方式使得地方政府偏好经济规模的增加，由于政府在国企中拥有一定比例的股份，使得政府有动机和能力将经济规模的增加纳入到国企的目标函数中去，以实现经济增长的目的。其次，财政分权和地方政府经济增长的竞争还带来地方政府在财政支出方面重基础设施建设、轻人力资本投资和公共服务的明显扭曲（傅勇和张晏，2007；李广杰等，2009），这使得在基础设施建设领域占主导地位的国企的发展过程更多受惠于地方政府对土地、资本等垄断性资源方面的投入，从而使企业发展也更加依赖于投资推动所带来的企业规模的增加（方明月和聂辉华，2010）。第三，为了推动地区经济在规模上扩张，地方政府利用手中资源对关系密切的国企的垄断地位提供保护，有助于带有垄断性质的国企销售收入最大化目标的实现（刘小玄，2003；刘瑞明，2011）。与之相反，非国企规模的增加虽然同样也会受到经济增长带来的外部产品扩张等有利因素的影响，但非国企产权相对完整，经营目标相对单一，政府对其干预的成本较高，受到政府代理问题的影响较小。据此，我们提出假说 1：

假说 1：政府代理问题导致地方政府追求经济规模增长并在资源配置上向国企倾斜，使其在规模上的扩张和经济发展之间的正向关系相比非国企更为显著。

2. 公司代理问题、经济发展与公司发展

与经济发展相类似，对于企业而言，通过企业规模的扩张实现企业发展，相对外延和粗放，企业要在市场竞争中生存，还取决于企业在盈利能力等内涵型发展因素等方面的竞争性。而内涵型发展因素的提高，不仅取决于企业生产技术的创新，同时还取决于企业自身制度安排的优劣。Stulz（2005）将反映企业制度安排优劣的公司代理问题，视为政府代理问题之外影响转型阶段国家经济发展和企业发展的重要因素。公司代理问题是公司治理机制的体现，良好的公司治理机制有助于解决生产要素在企业中的结合问题，从而可以提高公司内部资源的配置效率和公司价值。

随着经济发展，与非国企相比，国企盈利能力可能因其特定的公司代理问题而受到负面影响。首先，国企的代理问题来自于国有上市公司的母公司和其他中小股东之间的利益冲突。国有上市公司高度集中的股权结构使得其母公司对上市公司的经营管理活动具有绝对的影响力，中小股东难以制约上市公司母公司的行为。对于母公司而言，受到政府多元化目标的干预不可避免，导致国有控股上市公司往往服务于母公司的利益，分担社会福利责任，承担更多的就业机会，甚至要配合地方政府完成 GDP 增长任务等社会职责带来的政治成本（曾庆生和陈信元，2006；唐雪松等，2010）。因

此，国企的母公司和其他中小投资者之间的利益冲突可能会损害公司的盈利能力，对企业发展产生一定负面影响。此外，国企的代理问题还可能来自于公司管理层和股东之间的利益冲突。在我国，国企具备股权集中的特征，但是国企的现金流权归国家所有，母公司只是作为全体民众的代理人经营国企。因此，母公司缺乏足够的激励去监督上市公司的管理层去实现公司价值的最大化，从而形成了“所有者缺位”现象。这一现象使国企管理层的道德风险上升，强化了其基于控制权私益，追求企业规模扩张和建立“企业帝国”的动机，从而带来对公司盈利能力的损害。辛清泉等（2007）的研究发现，当薪酬契约无法对国企经理的工作努力和经营才能做出补偿和激励时，经理层寻求在职消费和过度投资等私人收益的动机就可能更大。综上所述，国企特定的公司代理问题体现了国企在制度安排上的缺陷，从而提高了公司的代理成本，降低了内部资源配置的效率，使国企在规模方面的外延型增长优势不能顺利转化为具有内涵型增长性质的盈利能力的增长，从而降低了国企盈利能力的提升对经济发展的敏感性。

与之相对应的是，非国企的公司治理机制，在一定程度上有助于克服类似于国企的公司代理问题。以民营上市公司为例，与国有上市公司在治理机制上的不同之处在于，许多民营上市公司的董事长甚至总经理就是企业的大股东，企业的价值代表了他们的财富；另外有许多公司的总经理系由大股东派任，他们直接代表了大股东的利益。因此，大多数民营企业的管理者与大股东的利益保持高度的一致。这种一致性能一定程度上降低股东与管理层之间利益的冲突，减轻公司的代理问题（黄志忠，2012）。民营上市公司的大股东对上市公司管理层的控制当然也会产生类似于国有上市公司母公司和其他中小股东之间的利益冲突，但是，民营企业的产权结构在一定程度上可以缓解这种类型的代理问题。因为，和国企不同，民营企业作为市场化主体，大股东通过在上市公司的持股拥有上市公司的最终现金流权，这种现金流权提高了大股东掠夺上市公司利益的成本，在一定程度上有助于实现大股东和中小股东之间的利益一致性。刘星等（2010）的研究发现，提高控股股东的现金流权，可以提高企业资本配置效率，有利于公司价值的提升。因此，相对国企，非国企的产权结构在一定程度上降低了代理成本，缓解了公司代理问题对公司内部资源配置的负面影响，使得企业能够有效的将经济发展带来的产品市场扩张等有利冲击转化为企业内涵型增长的源泉。

综上所述，对于国企，公司代理问题的存在削弱了国企在规模上的增长优势转化为企业自身盈利提高的能力；而非国企相对较低的代理成本，使其能够通过较好的内部资源配置，将经济发展带来的企业规模的扩张，转化到企业的盈利能力上去，从而有助于实现企业的内涵型增长。据此，我们提出假说 2：

假说 2：公司代理问题削弱了国企将经济发展带来的规模扩张转化成盈利提高的能力，使得非国企盈利能力的提高和经济发展之间的正向关系相比国企更加显著。

3. 市场化进程，政府代理问题、经济发展与公司发展

政府代理问题的高低取决于其干预经济发展的动机和能力，而市场化进程是体现政府干预经济发展的动机能力的重要因素（徐浩萍和吕长江，2007；罗党论和唐清泉，2007）。当市场化进程较低时，政府代理问题的表现更明显，财政分权下竞争的地方政府追求 GDP 增速和推动国企规模扩张的动机更强，国企的规模扩张可能更多的受惠于地方经济粗放式增长。首先，市场化进程较低时，意味着地区的经济自由度也较低，这使得地方政府在经济发展过程中更多发挥直接主导经济发展的“发展型政府”的职能，而非提供公共服务为主要目的“服务型政府”的职能；同时，在这些地区，地方政府在资源配置中发挥的作用也更强，这削弱了市场在资源配置中的作用。所以，当市场化进程较低时，地方政府更加依赖规模扩张的粗放型经济发展方式。其次，樊

纲等（2011）进一步将市场化进程分解为：政府与市场的关系、非国有经济的发展、产品市场的发育程度、要素市场的发育程度、市场中介组织发育和法律制度环境等五个方面。从这些方面来看，当市场化进程较低，政府改变国企目标函数和资源约束的动机和能力也越强。分别来看，一是，在政府与市场关系方面，政府干预市场越多的地区，政府官员将经济规模扩张纳入到企业目标函数的动机也就越强；二是，在非国有经济的发展方面，非国有经济越不发达的地区，非国有经济为经济增长做出的贡献越少，地方政府将经济发展过程中的资源配置给国企的可能性越大；三是，在产品市场、要素市场方面，市场越不发达，国企面临的市场竞争越弱，因而经营和维持企业所需的专门知识也越少，这将强化地方政府通过扶持国企实现经济增长的动机；最后，在中介组织和法律制度方面，中介组织和法律制度越不完善的地区，政府官员对国企的扶持和保护受到的约束越弱（林毅夫等，1997；夏立军和陈信元，2007；周黎安，2008）。

综上所述，当市场化进程较低时，政府代理问题更加严重，国企规模的增加更多受惠于地方经济粗放型增长。与之相反，当市场化进程较高时，地方政府职能的转变有助于实现经济增长从粗放型向集约型转变，并且降低对国企规模扩张的依赖，再加上市场配置资源具有提高资源配置效率和质量的内在要求，这可能使非国企和国企规模的增加，都能受惠于地方经济的发展。据此，我们提出研究假说：

假说 3（a）：在市场化程度较低的地区，由于政府代理问题更加严重，国企规模扩张和经济发展之间的正向关系相比非国企更为明显。

从上面的分析，当市场化进程提高时，政府职能的转型和市场机制的发挥，使得非国有和国企都能借助经济发展实现自身的外延型发展。在此条件下，由于公司代理问题相对较低，非国企能够通过公司内部实现资源的有效配置，从而将规模的增加转化成企业盈利能力的提高；而国企受制于自身特有的公司代理问题，使得企业规模上的扩张不能完全转化成企业内涵型的增长。据此，我们提出研究假说：

假说 3（b）：在市场化程度较高的地区，由于政府代理问题下降，较低的公司代理问题使得非国企盈利能力的提高和经济发展之间的正向关系相比国企更为明显。

4. 不同股权结构，公司代理问题、经济发展与公司发展

上述分析表明，公司代理问题的优劣是影响公司发展的重要因素。Morcket al.（1988）的研究发现，当内部人持股超过一定比例以后，“利益协同效应”会发挥主要作用。中国上市公司大股东持有的股份比例较高。¹非国企中股权集中度的提高一般被认为是缓解公司代理问题的一种重要机制：当上市公司大股东股权集中度较高时，会提高大股东“掏空”上市公司的成本，降低大股东的掏空动机；同时，还可以维持对管理层的有效监督，从而可以进一步减少管理层的代理成本，提高管理层决策和执行效率，使大股东股权集中度的提高更多的表现为“利益协同效应”（徐莉萍等，2006）。

与此相对应的是，在国企中，股权集中度的提高却未必能带来上述的“利益协同效应”。国企的现金流权归国家所有，母公司只是作为全体民众的代理人经营国企，因此，股权集中度的提高并不能改善其最大化公司价值的动机；相反还为母公司基于政治和经济利益将上市公司资源向自身转移提供了便利（余明桂和夏新平，2004；唐清泉等，2005）。此外，国企管理层的任免权在大多数情况下仍然受到各级政府大股东的影响，随着国企母公司股权集中度提高，也使得上市公司管理层迎合母公司利益的动机上升（魏明海和柳建华，2007；逯东等，2012）。

由此可见，作为一种缓解公司代理问题的治理机制，相比国企，股权集中度的提高在非国企中发挥的作用可能更为显著，这有助于降低非国企的公司代理问题，提高公司内部资源配置效率，从而有助于非国企将经济发展带来的企业规模的增长转化为企业盈利能力的提高。据此，我们提出研究假说：

假说 4：当股权集中度较高时，由于公司代理问题下降，使得非国企的盈利能力的提高和经济发展之间的正向关系相比国企更为显著。

三、样本选择与描述性统计

1. 样本选取与变量定义

本文选取 2003-2013 年 A 股公司为样本，并剔除了金融类、数据缺失以及净资产为负的公司。其中，财务数据来自 Wind 数据库，宏观经济数据来自国家统计局网站。

本文使用销售收入增长率（**Growth**）来衡量企业规模的增长，定义为（当年销售收入-上年销售收入）/上年销售收入。我们采用销售收入增长率主要是基于如下考虑：首先，税收增长是地方政府追求经济增长的重要目标之一。在我国税制结构中，增值税等间接税种占主体地位，企业所得税等直接税处于次要地位，而企业销售收入水平是影响增值税计算的重要因素（吕冰洋和郭庆旺，2011）。因此，提高企业的销售水平符合地方政府通过经济增长实现增加税收的目的。其次，杨瑞龙等（2012）发现，由于央企发展方式的“规模导向型”，央企营业收入增长率和央企领导升迁的正向关系更为显著。

本文使用总资产收益率的增长率（**ΔNetIncome**）来衡量企业盈利能力的提高程度，定义为（当年净利润-上年净利润）/期初总资产。研究中衡量企业的盈利能力通常选用总资产收益率或净资产收益率（徐莉萍等，2006；张宗新等，2007）。金碚和李钢（2007）对中国企业盈利能力现状及提升的原因进行了分析。他们发现，从 1998 年以来，工业企业的总资产收益率不断提高，与企业的净资产收益率呈现相同的变化趋势；但是，从 1998 年以来，工业企业的资产负债率总体上呈现不断下降的趋势。这说明，企业净资产利润率的提高，不是利用企业财务杠杆（资产负债率）的结果，而是企业盈利能力（总资产收益率）提升的结果。因此，为了更好的衡量企业内涵型发展，本文使用总资产收益率的增长率来衡量企业盈利能力的提升。

本文采用 GDP 年增长率来衡量宏观经济的增长。为衡量公司的产权性质，本文设置了虚拟变量 **Non-SOE**，当公司的最终控股人为非国企时，**Non-SOE** 取 1，否则取 0。其它控制变量包括：企业规模（**Size**），采用企业期末总资产的自然对数来衡量；企业资产负债率（**Lev**），采用企业当期负债总额和资产总额之比来衡量；为控制公司前期业绩变化和行业因素的影响，模型中加入了滞后两期的公司业绩变化变量（**Lag** 与 **Lag2**）和行业虚拟变量（**Industry**）。最后，分别采用樊纲等（2011）设计的“中国各地区市场化指数”和第一大股东持股比例（**FstHld**）来衡量市场化进程和股权集中度。

2. 描述性统计

表 1 提供了主要变量的描述性统计²：（1）GDP 年增长率的均值为 9.9%，这反映了在样本期间，我国宏观经济的高速增长。（2）销售收入增长率均值为 20.9%，而总资产收益率的增长率均值为 0.8%，表明随着经济的高速增长，上市公司的发展主要还是依赖规模的扩张。（3）**Non-SOE** 的均值为 0.402，表明样本中国企仍是市场的主体。

表 1：描述性统计量

Variable	Number	P25	Mean	Median	Std	P75
Δ GDP	18080	0.077	0.099	0.096	0.019	0.105
Growth	18080	0.001	0.209	0.144	0.441	0.318
Δ Net Income	18080	-0.010	0.008	0.004	0.055	0.022
Size	18080	20.775	21.606	21.444	1.176	22.242
Lev	18080	0.303	0.460	0.473	0.208	0.620
Non-SOE	18080	0	0.402	0	0.490	1

四、实证结果分析

1. 假说检验

表 2 报告了假说 1、2 的检验结果。³表 2 第 (1) 列显示, Δ GDP 的回归系数为 2.505, 在 1% 的水平上显著 ($t=10.94$)。从经济意义上来看, GDP 年增长率增加一个标准差 (0.019), 以销售收入增长率衡量的企业规模的增加为 0.047, 相当于销售收入增长率均值的 23% 左右。为检验随经济发展, 国企和非国企在公司规模扩张上的差异, 本文在回归模型中设置了 Non-SOE 与 Δ GDP 的交乘项 Non-SOE* Δ GDP。结果表明, Non-SOE* Δ GDP 的回归系数不显著, 这和假说 1 的预期并不一致。但是, 正如前文所述, 国企和非国企虽然在规模扩张上都受到经济增长带来的正面影响, 但这种影响在两类上市公司中的差异, 主要是由于地方政府主导的经济发展模式和对资源分配的干预所引起。而地方政府的这种角色, 主要受到地区市场化进程的制约: 在市场化进程较低的情况下, 地方政府对经济规模增速的要求和对国企的扶持倾向更强烈; 当市场化进程较高时, 地方政府职能的转变和市场机制的作用, 有助于减少地方政府的代理问题。因此, 下文通过对市场化进程分组进行检验。

表 2 第 (2) 列显示, Δ GDP 的回归系数为 0.337, 在 1% 的水平上显著 ($t=12.43$), 这说明企业盈利能力的提高对宏观经济增长也存在较高的相关关系。为检验随经济发展, 国企和非国企在公司盈利能力提高上的差异, 设置交乘项 Non-SOE* Δ GDP。结果显示, Non-SOE* Δ GDP 的回归系数为 0.106, 在 5% 的水平上显著, 和假说 2 的预期一致。这说明相对于国企, 非国企盈利能力的提高和经济发展之间的关系更为密切。

表 2：公司规模增长和盈利能力提高与 GDP 增长之间的关系

Variables	(1)Growth		(2) Δ NetIncome	
	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat
Constant	-0.712***	(-7.40)	-0.094***	(-9.84)
Δ GDP	2.505***	(10.94)	0.337***	(12.43)
Non-SOE	0.101***	(2.76)	-0.005	(-0.98)

Non-SOE*ΔGDP	-0.370	(-0.98)	0.106**	(2.24)
Size	0.028***	(7.37)	0.004***	(9.37)
Lev	0.081***	(3.98)	-0.034***	(-13.25)
Lag_Growth	0.016	(1.22)		
Lag_Growth2	-0.038***	(-3.75)		
Lag_ΔNetIncome			-0.182***	(-13.02)
Lag_ΔNetIncome2			-0.053***	(-4.65)
Industry Fixed Effect	Yes		Yes	
Observations	18,080		18,080	
Adj-R ²	0.023		0.054	

注：***、**、*分别表示显著性水平为 1%、5%、10%，括号内的数值为 T 值，T 值已经过 White(1980)异方差修正，回归考虑了公司层面的聚类(Cluster)效应(Petersen,2009)。以下各表相同。

因此，从总体上看，政府代理问题并没有导致国企在规模增长上相比非国企更受惠于经济增长的影响。即在经济发展过程中，两类上市公司的外延型增长基本站在了同一“起跑线”上。非国企在公司代理问题上的优势，使其能够将规模的增加转化成盈利能力的提高，从而更好地在经济发展过程中实现企业的内涵式增长。

表 3 对假说 3 (a) 进行了检验。首先，按样本公司所在地区的“市场化进程指数”分成低 (Low)、中 (Mid)、高 (High) 三组，然后分别回归。表 3 第 (1) 列中 Non-SOE*ΔGDP 的回归系数为-1.266，在 10%的水平上显著 (t=-1.73)。表明在市场化进程较低的地区，相比非国企，国企的规模增长与 GDP 增长率之间的正向关系更强，这和假说 3 (a) 的预期一致。随市场化进程的提高，Non-SOE*ΔGDP 的系数符号由负转正，但并不显著，这表明随市场化进程的提高，地方政府主导的经济粗放式增长和扶持国企的程度都在下降，因此，国企在规模增长上的优势随之相对下降。⁴表 3 还为假说 1 的检验结果提供了解释，即政府代理问题对企业规模增长和经济增长之间关系的影响，取决于政府代理问题，而政府代理问题的严重程度会随市场化进程的提高而下降。

在表 4 中，同样采用按“市场化进程指数”分组回归的方法，检验公司盈利能力的提高和经济发展之间的关系。表 4 第 (3) 列中 Non-SOE*ΔGDP 的回归系数为 0.232，在 1%的水平上显著 (t=3.51)，与假说 3 (b) 的预期一致。同时，随市场化程度的提高，Non-SOE*ΔGDP 的系数符号先为负，再为正，最后显著为正。这说明在市场化进程较高的地区，随政府代理问题严重程度的下降，国企在规模上随经济增长的优势也在下降。此时，由于公司代理问题较小，非国企能够更好地将企业规模增长转化成盈利能力的提升，从而实现企业从外延型增长向内涵型增长的转变。⁵

表 3: 在不同市场化进程水平下，公司规模增长与 GDP 增长之间的关系

Variables	(1)Growth	(2)Growth	(3)Growth
	Low	Mid	High

	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat
Constant	-1.057***	(-6.41)	-0.406**	(-2.07)	-0.664***	(-4.23)
ΔGDP	2.668***	(6.90)	3.043***	(7.90)	1.832***	(4.49)
Non-SOE	0.170**	(2.32)	0.152**	(2.18)	0.001	(0.01)
Non-SOE*ΔGDP	-1.266*	(-1.73)	-0.821	(-1.09)	0.789	(1.39)
Size	0.045***	(6.59)	0.018***	(2.67)	0.027***	(4.15)
Lev	0.105***	(2.87)	0.019	(0.47)	0.092***	(2.96)
Lag_Growth	0.034*	(1.68)	0.010	(0.39)	-0.006	(-0.28)
Lag_Growth2	-0.054***	(-3.17)	-0.029	(-1.40)	-0.040***	(-2.66)
Industry Fixed Effect	Yes		Yes		Yes	
Observations	5,726		5,293		7,061	
Adj-R ²	0.027		0.024		0.025	

表 4：在不同市场化进程水平下，公司盈利能力提高与 GDP 增长之间的关系

Variables	(1) ΔNetIncome		(2) ΔNetIncome		(3) ΔNetIncome	
	Low		Mid		High	
	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat
Constant	-0.162***	(-8.47)	-0.044***	(-2.62)	-0.079***	(-5.46)
ΔGDP	0.471***	(8.99)	0.291***	(6.78)	0.249***	(5.63)
Non-SOE	0.017*	(1.70)	-0.010	(-1.10)	-0.017***	(-2.65)
Non-SOE*ΔGDP	-0.100	(-0.98)	0.145	(1.57)	0.232***	(3.51)
Size	0.006***	(7.43)	0.002***	(3.06)	0.003***	(5.45)
Lev	-0.034***	(-6.68)	-0.037***	(-7.81)	-0.031***	(-7.92)
Lag_ΔNetIncome	-0.260***	(-10.95)	-0.138***	(-5.33)	-0.151***	(-6.55)
Lag_ΔNetIncome2	-0.111***	(-5.46)	-0.052**	(-2.58)	-0.017	(-0.93)
Industry Fixed Effect	Yes		Yes		Yes	
Observations	5,726		5,293		7,061	
Adj-R ²	0.084		0.043		0.042	

表 5 对假说 4 进行了检验。首先按企业性质分组，然后在每组中再根据第一大股东持股比例的高低将样本分成高、中、低三组。通过比较在不同股权集中度下，国企和非国企在公司盈利能力提高和 GDP 增长率之间的关系上是否存在差异，以分析股

权集中度的提高在公司代理问题上发挥的作用是否有所不同。

为排除不同股权集中度公司在企业规模增长和经济发展之间的关系可能存在的差异，在表 5A 中首先检验了不同股权集中度下，国企和非国企规模增长和经济发展之间的关系。为报告的方便，在表 5A、5B 的分样本回归中，仅列示了高股权（Large FstHld）和低股权（Small FstHld）集中度的回归结果。⁶表 5A 显示，无论股权集中度高低，两类企业销售收入增长率对经济增长的敏感性都没有显著差异。这说明，如果股权集中度在国企和非国企中发挥的作用不同，不是因为影响了企业的外延型增长。表 5B 检验了不同股权集中度下，两类企业盈利能力的提高和经济发展之间是否存在差异。

表 5A: 在不同股权集中度下，公司规模增长与 GDP 增长之间的关系

Variables	(1)Growth	(2)Growth	(3)Growth	(4)Growth
	SOE	Non-SOE	SOE	Non-SOE
	Small FstHld	Small FstHld	Large FstHld	Large FstHld
ΔGDP	1.776*** (4.27)	1.818*** (3.30)	3.168*** (7.34)	3.188*** (5.24)
Controls & Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
χ^2	0.00		0.00	
Observations	3,603	2,417	3,604	2,421
Adj-R ²	0.014	0.015	0.031	0.049

表 5B: 在不同股权集中度下，公司盈利能力提高与 GDP 增长之间的关系

Variables	(1) $\Delta NetIncome$	(2) $\Delta NetIncome$	(3) $\Delta NetIncome$	(4) $\Delta NetIncome$
	SOE	Non-SOE	SOE	Non-SOE
	Small FstHld	Small FstHld	Large FstHld	Large FstHld
ΔGDP	0.330*** (5.93)	0.379*** (5.10)	0.346*** (7.39)	0.504*** (9.12)
Controls & Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
χ^2	0.29		4.82**	
Observations	3,603	2,417	3,604	2,421
Adj-R ²	0.145	0.055	0.050	0.039

表 5B 显示，当第一大股东持股比例较低时， ΔGDP 的系数在两类企业之间的差异并不显著；而当第一大股东持股比例较高时，非国企中的 ΔGDP 的系数显著大于国企中 ΔGDP 的系数（ $\chi^2=4.82$, $P<0.05$ ），这和假说 4 的预期一致。由此可见，股权集中对公司发展与经济发展之间关系的影响，是通过改善公司代理问题，提高企业规模增长转化成盈利能力提升的途径来实现的。

2. 关于政府代理问题的进一步分析

对于地方政府而言，国企规模的扩大不仅有助于实现 GDP 增长的目标，同时，还有助于满足地方政府公共治理目标（如就业、社会保障和社会稳定等）。由于政府职能具有多重性，中央政府与地方政府之间属于一种多任务的委托代理关系（王赛德和潘瑞姣，2010）。随着中央政府经济放权，诸如就业、社会养老、社会稳定等公共治理目标也落到地方政府肩上，而地方政府有动机通过牺牲国企发展的效率，让国企承担更多的政策性负担来实现上述目标（陆铭，2003；潘红波等，2008；周黎安，2008），由此导致国企的成本和费用结构相对非国企都有很大改变，如劳动力成本等在内的成本费用会显著增加（曾庆生和陈信元，2006；万华林和陈信元，2010）。

表 6：不同市场化进程下，毛利率增长率与 GDP 增长率之间的关系

Variables	(1) ΔGrossMargin		(2) ΔGrossMargin		(3) ΔGrossMargin	
	Low		Mid		High	
	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat
Constant	-0.284***	(-4.87)	-0.062	(-1.14)	-0.178***	(-3.62)
ΔGDP	0.766***	(6.31)	0.640***	(5.60)	0.373***	(2.92)
Non-SOE	0.063**	(2.46)	-0.003	(-0.11)	-0.008	(-0.44)
Non-SOE*ΔGDP	-0.419*	(-1.65)	0.270	(1.06)	0.303*	(1.72)
Controls & Industry	Yes		Yes		Yes	
Observations	5,726		5,293		7,061	
Adj-R ²	0.023		0.034		0.027	

在表 6 中，采用反映企业成本结构的指标——毛利率（Gross Margin）——的增长率和 GDP 增长率之间的关系，来检验上述政府代理问题所产生的经济后果。其中，毛利率增长率=(当年销售毛利-上年销售毛利)/上年销售收入。前面的检验结果表明，政府代理问题会随着市场化进程的提高而下降。因此，在检验中，仍按市场化进程对样本进行分组检验。⁷表 6 显示，当市场化进程较低时，Non-SOE*ΔGDP 的系数显著为负。在市场化进程较高时，Non-SOE*ΔGDP 的系数显著为正，表明随着政府代理问题的下降，两类企业的规模增长可以同步受惠于经济发展⁸，但是非国企相对国企在成本上的优势，可使非国企能够更好的将规模上的增长优势转化为毛利率的提升。

3. 关于公司代理问题的进一步分析

前文分析中提到，相比非国企，更高的公司代理问题是削弱国企将规模增长转化为企业盈利能力提高的重要原因。此外，股权集中度的提高，虽然有助于缓解非国企的代理问题，但可能会加剧国企大股东和中小股东之间的代理问题。在中国，关联交易通常是衡量大股东侵占中小股东利益的方式，因此常被用作反映公司代理问题的重要指标（张光荣等，2007；李婉丽等，2008；孔东民等，2013）。

表 7 采用不同的关联交易指标（RPT1/RPT2/RPT3）来衡量公司的代理成本。⁹在

模型设定上，Middle_Fst 与 Large_Fst 均为虚拟变量：将第一大股东持股比例由低到高分三组，居于中间组的样本，Middle_Fst 定义为 1；居于最高组的样本，Large_Fst 定义为 1。Pre_ROA 为前一年度的 ROA，以控制公司业绩的影响。其他变量定义与之前相同。为衡量在不同股权集中度下，非国企和国企在公司代理问题上的差异，在模型中加入了 Non-SOE*Middle_Fst 和 Non-SOE*Large_Fst 的交乘项。表 7 的结果表明，Middle_Fst 和 Large_Fst 回归系数的符号均显著为正，而 Non-SOE*Middle_Fst 和 Non-SOE*Large_Fst 回归系数的符号大都显著为负，表明在国企中，随着股权集中度提高，关联交易逐渐增加，公司代理问题更为严重；而在非国企中，随着股权集中度的提高，关联交易相对较少，代理成本相对较低。

表 7：在不同股权集中度下，国有企业与非国有企业的公司代理问题

Variables	(1) RPT1		(2) RPT2		(3) RPT3	
	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat	Coef.	T-stat
Constant	-0.040	(-0.44)	-0.045	(-0.51)	-0.225***	(-3.37)
Middle_Fst	0.049***	(4.16)	0.047***	(4.08)	0.019**	(2.27)
Large_Fst	0.114***	(8.02)	0.112***	(7.94)	0.065***	(6.14)
Non-SOE	-0.051***	(-5.12)	-0.051***	(-5.15)	-0.032***	(-4.82)
Non-SOE *Middle_Fst	-0.018	(-1.33)	-0.016	(-1.25)	-0.017**	(-1.99)
Non-SOE *Large_Fst	-0.058***	(-3.61)	-0.056***	(-3.52)	-0.060***	(-5.34)
Size	-0.000	(-0.07)	-0.000	(-0.04)	0.011***	(3.41)
Leverage	0.169***	(7.28)	0.170***	(7.34)	0.003	(0.16)
Pre_ROA	-0.133**	(-2.27)	-0.133**	(-2.30)	0.018	(0.45)
Industry& Year	Yes		Yes		Yes	
Observations	18,080		18,080		18,080	
Adj-R ²	0.102		0.102		0.102	

五、结论与启示

企业构成了宏观经济的重要微观基础，对微观企业行为和宏观经济环境之间互动关系的考察，既有助于从微观的角度加深对宏观经济现象的理解，又能够从宏观经济环境中发现影响企业生存与发展的因素。本文以经济发展和公司发展之间的关系为基础，分析了经济发展对公司发展的影响路径及其影响因素。实证结果表明，由于政府代理问题和公司代理问题的存在，我国经济发展过程中存在的“重规模与速度，轻质量与效率”的现象具有一定的微观基础：相比非国企，由于受到政府扶持，在国民经济中扮演重要角色的国企的规模增长更具优势；但是，由于自身公司代理问题的存在限制了国企将这种规模上的增长优势转化成盈利能力的提升，从而难以实现企业内涵型增长。随着市场化进程的提高，政府在配置资源向国企倾斜的程度下降，国企和非

国企规模上的增长同步受惠于经济发展，此时非国企更低的公司代理问题使得内部资源整合效率更高，从而有助于提升企业盈利能力与经济增长的相关性。综上所述，本文认为，通过提高市场化进程，实现政府职能的转变和降低政府在资源配置过程中发挥的不合理作用，对于公司代理问题更小，经营效率更高的非国企的发展而言具有重要的意义；而对于国企，则应当从改善公司治理机制，减少公司的代理问题着手，实现国企内部资源整合和配置的提高，从而更有助于实现企业内涵型发展。

参考文献

- [1] 樊纲、王小鲁、马光荣，2011：《中国市场化进程对经济增长的贡献》，《经济研究》第9期。
- [2] 樊纲、王小鲁、朱恒鹏，2011：《中国市场化指数：各地区市场化相对进程2011年报告》，经济科学出版社。
- [3] 方明月、聂辉华，2010：《中国工业企业规模分布的特征事实：齐夫定律的视角》，《产业经济评论》第2期。
- [4] 傅勇、张晏，2007：《中国式分权与财政支出结构偏向：为增长而竞争的代价》，《管理世界》第7期。
- [5] 黄志忠，2012：《基于资源配置的公司治理策略分析——以2006~2010年上市的公司为例》，《会计研究》第1期。
- [6] 姜国华、饶品贵，2011：《宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域》，《会计研究》第3期。
- [7] 金碚、李钢，2007：《中国企业盈利能力与竞争力》，《中国工业经济》第11期。
- [8] 靳庆鲁、李荣林、万华林，2008：《经济增长、经济政策与公司业绩关系》，《经济研究》第9期。
- [9] 靳涛，2006：《资本倚重、投资竞争与经济增长——中国转型期经济增长的再思索（1978~2004）》，《统计研究》第9期。
- [10] 靳涛，2008：《中国改革开放30年经济增长模式特点及存在主要问题——对“中国式增长”的再认识》，《中国经济问题》第5期。
- [11] 孔东民、刘莎莎、应千伟，2013：《公司行为中的媒体角色：激浊扬清还是推波助澜》，《管理世界》第7期。
- [12] 黎来芳、王化成、张伟华，2008：《控制权、资金占用与掏空——来自中国上市公司的经验证据》，《中国软科学》第8期。
- [13] 李广杰、花小安、侯效敏，2009：《地方政府投资行为、规制与经济增长——“转型期中国地方政府投资行为及其规制”研讨会综述》，《经济研究》第6期。
- [14] 李涛、周开国、乔根平，2005：《企业增长的决定因素——中国经验》，《管理世界》第12期。
- [15] 李婉丽、吕怀立、陈丽英，2008：《不同性质控股股东“掏空”方式选择研究》，《山西财经大学学报》第11期。
- [16] 李远鹏，2009：《经济周期与上市公司经营绩效背离之谜》，《经济研究》第3期。

- [17] 林毅夫、李周, 1998:《竞争、政策性负担和国有企业改革》,《经济社会体制比较》第5期.
- [18] 林毅夫、李志赞, 2004:《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》第2期.
- [19] 林毅夫、蔡昉、李周, 1997:《充分信息与国企改革》,《市场经济导报》8月.
- [20] 刘福垣、谢茂林, 2005:《区域竞争及其对地方政府职能行为的影响》,《江西社会科学》第5期.
- [21] 刘瑞明, 2011:《国有企业如何拖累了经济增长:理论与中国的经验证据》,复旦大学博士论文.
- [22] 刘伟、张辉, 2008:《中国经济增长中的产业结构变迁和技术进步》,《经济研究》11期.
- [23] 刘小玄, 2003年:《中国转轨过程中的企业行为和市场均衡》,《中国社会科学》第2期.
- [24] 刘星、刘理、豆中强, 2010:《控股股东现金流权、控制权与企业资本配置决策研究》,《中国管理科学》第6期.
- [25] 逯东、林高、黄莉、杨丹, 2012:《“官员型”高管、公司业绩和非生产性支出——基于国有上市公司的经验证据》,《金融研究》第6期.
- [26] 陆铭, 2003:《为何改革没有提高国有企业的相对劳动生产率》,《经济学(季刊)》第3期.
- [27] 吕冰洋、郭庆旺, 2011:《中国税收高速增长的源泉:税收能力和税收努力框架下的解释》,《中国社会科学》第2期.
- [28] 罗党论、唐清泉, 2007:《市场环境 with 控股股东“掏空”行为研究——来自中国上市公司的经验证据》,《会计研究》第4期.
- [29] 潘红波、夏新平、余明桂, 2008:《政府干预、政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》第4期.
- [30] 唐清泉、罗党论、王莉, 2005:《大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据》,《中国会计评论》第1期.
- [31] 唐雪松、周晓苏、马如静, 2010:《政府干预、GDP增长与地方国企过度投资》,《金融研究》第8期.
- [32] 田伟, 2007:《考虑地方政府因素的企业决策模型——基于企业微观视角的中国宏观经济现象解读》,《管理世界》第5期.
- [33] 万华林、陈信元, 2010:《治理环境、企业寻租与交易成本——基于中国上市公司非生产性支出的经验证据》,《经济学(季刊)》第2期.
- [34] 王赛德、潘瑞蛟, 2010:《中国式分权与政府机构垂直化管理——一个基于任务冲突的多任务委托—代理框架》,《世界经济文汇》第1期.
- [35] 王守坤、任保平, 2009:《财政联邦还是委托代理:关于中国式分权性质的经验判断》,《管理世界》第11期.
- [36] 王小鲁、樊纲、刘鹏, 2009:《中国经济增长方式转换和增长可持续性》,《经济研究》第1期.

- [37] 魏明海、柳建华, 2007:《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》第4期.
- [38] 卫兴华、侯为民, 2007:《中国经济增长方式的选择与转换途径》,《经济研究》第7期.
- [39] 吴敬琏, 2006:《中国增长模式抉择》, 上海: 上海远东出版社.
- [40] 夏立军、陈信元, 2007:《市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定》,《经济研究》第7期.
- [41] 辛清泉、林斌、王彦超, 2007:《政府控制、经理薪酬与资本投资》,《经济研究》第8期.
- [42] 徐浩萍、吕长江, 2007:《政府角色、所有权性质与权益资本成本》,《会计研究》第6期.
- [43] 徐莉萍、辛宇、陈工孟, 2006:《股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响》,《经济研究》第1期.
- [44] 杨其静、聂辉华, 2008:《保护市场的联邦主义及其批判》,《经济研究》第3期.
- [45] 杨瑞龙、王元、聂辉华, 2013:《“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据》,《管理世界》第3期.
- [46] 余明桂、夏新平, 2004:《控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究》,《南开管理评论》第6期.
- [47] 曾庆生、陈信元, 2006:《国家控股、超额雇员与劳动力成本》,《经济研究》第5期.
- [48] 张光荣、曾勇、邓建平, 2007:《大股东治理及股东之间的代理问题研究综述》,《管理学报》第3期.
- [49] 张晏、龚六堂, 2005:《分税制改革、财政分权与中国经济增长》,《经济学(季刊)》, 第4期.
- [50] 张宗新、杨飞、袁庆海, 2007:《上市公司信息披露质量提升能否改进公司绩效?》,《会计研究》第10期.
- [51] 郑京海、胡鞍钢、Arne Bigsten, 2008:《中国的经济增长能否持续?——一个生产率视角》,《经济学(季刊)》第3期.
- [52] 周黎安, 2007:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》第7期.
- [53] 周黎安, 2008:《转型中的地方政府——官员激励与治理》, 上海人民出版社.
- [54] 祝继高、陆正飞, 2011:《产权性质、股权再融资与资源配置效率》,《金融研究》第1期.
- [55] Allen, F., J. Qian and M. Qian, 2005, "Law, Finance, and Economic Growth in China", *Journal of Financial Economics*, Vol.77, 57-116.
- [56] Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, 305-360.
- [57] Jiang, G., C. Lee, and H. Yue, 2010, "Tunneling through Intercorporate Loans: The China Experience", *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, 1-20.
- [58] Jin, H, Y. Qian, and B. R. Weingast, 2005, "Regional Decentralization and Fiscal Incentives", *Journal of Public Economics*, Vol.89, No.9-10, 1719-1742.

- [59] Morck, E., A. Shleifer, and R. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 293–315.
- [60] Qian, Y. and G. Roland, 1998, "Federalism and the Soft Budget Constraint", *American Economic Review*, Vol. 88, 1143–1162.
- [61] Qian, Y. and C. Xu, 1993, "Why China's Economic Reforms Differ: the M - form Hierarchy and Entry/Expansion of the Non - State Sector", *The Economics of Transition*, Vol.1, No.2, 135–170.
- [62] Petersen, M., 2009, "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 435–480.
- [63] Shleifer, A. and R. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 461–488.
- [64] Stulz, R. M., 2005, "The Limits of Financial Globalization," *The Journal of Finance*, Vol.60, No.4, 1595–1638.
- [65] Tirole, J., 1994, "The Internal Organization of Government," *Oxford Economic Papers*, New Series, Vol. 46, No. 1, 1–29.

Economic Growth, Government Partiality and Corporate Performance

—Empirical Analysis based on Government and Corporate Agency Problems

HOU Qingchuan¹, JINQinglu¹ and CHENMingduan²

(1.Institution of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Yangpu District 200434, Shanghai, China; 2.School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Yangpu District 200434, Shanghai, China)

Abstract: This paper studies the relationship between economic growth and corporate performance from the perspective of the agency problem of government and of corporate. This paper intends to clarify the path through which the macroeconomic environments affect the micro corporate performance. In regions of low marketization, local governments have more discretion to allocate economic resources toward SOEs, and thus the agency problem of government exacerbates. In terms of growth, SOEs tend to focus on scale. The empirical findings indicate that for SOEs, the relation between sales growth and GDP growth is stronger than that for Non-SOEs. In regions of high marketization, the agency problem of government alleviates, and the organizational infrastructures of Non-SOEs can mitigate the agency problem of corporate, and thus the corporate puts more weight on intensive growth (earnings) rather than extensive growth (scale). Accordingly, the relation between earnings growth and GDP growth is stronger for Non-SOEs.

Key Words: Agency Problem of Government; Agency Problem of Corporate; Economic Growth; Corporate Performance

收稿日期: 2014-12-31;

基金项目: 国家自然科学基金项目 (71072036, 71272012, 71472114)、教育部新世纪优秀人才支持计划、上海市曙光计划项目 (11SG35) 以及上海财经大学创新团队支持计划

作者简介: 靳庆鲁, 本文通讯作者, 上海财经大学会计与财务研究院, 上海市杨浦区武川路 111 号, 邮政编码: 200433, 电话: 021-65908982, E-mail: acjql@mail.shufe.edu.cn; 侯青川, 上海财经大学会计与财务研究院, E-mail: hou.qingchuan@mail.shufe.edu.cn; 陈明端, 上海财经大学会计学院, E-mail: orville_20103@163.com。

*本文感谢国家自然科学基金项目 (71072036, 71272012, 71472114)、教育部新世纪优秀人才支持计划、上海市曙光计划项目 (11SG35) 以及上海财经大学创新团队支持计划的资助。

†本文通讯作者。作者工作单位及电子邮箱: 靳庆鲁, 上海财经大学会计与财务研究院, 上海市杨浦区武川路 111 号, 邮政编码: 200433, 电话: 021-65908982, E-mail: acjql@mail.shufe.edu.cn; 侯青川, 上海财经大学会计与财务研究院, E-mail: hou.qingchuan@mail.shufe.edu.cn; 陈明端, 上海财经大学会计学院, E-mail: orville_20103@163.com。

¹黎来芳、王化成、张伟华 (2008) 的描述性统计表明, 2001-2004 年 A 股上市公司, 控股股东持股占上市公司股份比例的中位数为 44.32%, 最小值为 3.24%。Jianget al. (2010) 基于 1996-2006 年的 A 股上市公司的描述性统计表明, 控股股东持股占上市公司股份比例的均值与中位数分别为 43.7% 与 42.6%。

²为了避免异常值的影响, 本文对所有连续性变量进行了上下 1% 的 winsorize 的处理。

³本文所有回归中 T 值已经过 White(1980) 异方差修正, 回归考虑了公司层面的聚类(Cluster)效应 (Petersen, 2009)。

⁴本文采用非现金资产的增长率作为规模增长的度量指标, 实证结果与表 3 一致。

⁵本文亦采用净资产收益率的增长率检验在不同市场化进程水平下, 公司盈利能力提高与 GDP 增长之间的关系, 所得结论一致。

⁶控制变量包括规模 (Size)、负债率 (Lev) 及滞后两期的业绩指标包含在回归中, 回归系数为节省篇幅未予列示。

⁷控制变量包括规模 (Size)、负债率 (Lev) 及滞后两期的业绩指标包含在回归中, 相应回归系数为节省篇幅未予列示。

⁸参见表 3 (3) 列。

⁹RPT1 为所有关联交易合计, RPT2 为剔除 CSMAR 关联交易数据库中“17=合作项目 18=许可协议 19=研究与开发成果 20=关键管理人员报酬 21=其他事项”几类可能存在一定噪音的交易类别之后

的关联交易之和，**RPT3** 为仅保留“**01=商品交易类 03=提供或接受劳务**”两类关联交易合计，前述变量均除以总资产。为度量向大股东的利益输送，将关联交易的对象限定在大股东或者大股东控制的其他公司。