

IPO 资源争夺、政府补助与公司业绩研究*

王克敏 杨国超
复旦大学管理学院

摘要: 本文研究地区市场化水平与地方政府为 IPO 公司提供补助的关系,以及政府补助对 IPO 公司长期业绩的影响。研究发现,地区市场化水平越低,地方政府为 IPO 公司提供的补助越多。进一步地, IPO 公司获得的政府补助越多,盈余持续性越差,会计业绩、市场业绩也越差,且上述结果在低质量 IPO 公司更为严重。研究表明,地区市场化水平越低,地方政府干预越强,其为争夺处于政府管控下的 IPO 资源提供的补助越多,其对 IPO 公司正常生产经营的干扰越严重。本文不仅为地方政府争夺稀缺经济资源及干预经济生活负面效应的研究提供了证据,还为政府干预 IPO 公司动因的相关研究提供了崭新视角。本文研究结论对于 IPO 注册制的推行具有重要现实意义,同时,对于投资者解读 IPO 公司政府补助信息及盈余持续能力具有重要启示。

关键词: IPO 资源争夺 政府补助 政府干预 长期业绩

IPO Quota Contest, Government Subsidies and Firm Performance

Kemin Wang, Guochao Yang
School of Management, Fudan University

Abstract: This paper investigates the relationship between marketization and government subsidies acquired by pre-IPO firms, as well as the impact of government subsidies on long-run performance of IPO firms. We find that pre-IPO firms get more subsidies when the province's marketization is lower. Moreover, the more subsidies pre-IPO firms obtain, the worse their earnings persistence, meanwhile, poorer accounting and market performance. Besides, the negative relationship between subsidies and long-run performance of IPO firms is more severe in the low quality firms. Our findings suggest that local governments with lower marketization tend to intervene firms' IPO process more heavily, and the more subsidies provided by local governments for pre-IPO firms to attain the regulated IPO quota, the more their negative impact on firms' regular operation. This paper provides further evidence for research which concerns the negative effects of the local governments contesting for scarce economic resources and interfering with the regular economic development, together with development for research which explores the motivation of government intervention in IPO firms. Furthermore, findings of this paper shed light on the registration-based system for IPO in preparation, along with enabling investors to correctly understand IPO firms' government subsidies and continued profitability.

Key words: IPO Quota Contest, Government Subsidy, Government Intervention, Long-run Performance.

* 本文得到国家自然科学基金项目(70872023, 71272072)资助,特此致谢。作者感谢刘静、李晓溪同学(复旦大学管理学院)对本文的帮助。文责自负。

一、引言

政府干预能够在一定程度上纠正市场失灵，实现稀缺资源优化配置（Arrow, 1962; Cordes, 1997; Frye and Shleifer, 1997）。然而，机构体制、市场环境的诸多不完善可能会扭曲政府干预的动机，导致资源配置偏离帕累托最优，甚至出现政府错误配置资源、降低生产效率的情况（Restuccia and Rogerson, 2008; Hsieh and Klenow, 2009）。特别地，为争夺稀缺经济资源，政府干预的机会主义动机更为强烈，其可能造成一系列负面影响。正如 Oates（1972）指出，为争夺投资资源，地方政府会竞相降低税率，以致该地区公共品供给不足；Young（2000）也发现，财政分权体制虽部分缓解了计划经济体制造成的经济扭曲，但其他也助长了地方政府为争夺稀缺经济资源的恶性竞争，如贸易壁垒和地方保护主义等。

针对我国转轨经济制度背景，IPO 市场长期处于政府管制状态，IPO 资源相对稀缺。公司 IPO 成功与否不仅直接影响其自身融资收益，还会影响其所在地区的整体经济指标。在财政分权体制下，地区经济发展不仅影响地方政府之间的 GDP 锦标，还会影响地方官员的政治晋升（Xu, 2011）。鉴于此，为加速地区经济发展，地方政府有强烈动机运用行政手段掠夺资本市场蛋糕，干预本地区公司上市进程。进一步地，地区市场化水平会影响地方政府干预程度，其原因在于，一方面，市场化水平较低地区经济发展相对落后，地方政府谋求快速发展的动机更为强烈；另一方面，公司成功上市对市场化水平较低地区经济增长及官员晋升的边际贡献更为显著。可见，地区市场化水平越低，地方政府越偏好干预公司上市进程。

作为地方政府干预公司上市进程的重要手段，政府补助可在短时间内增加拟上市公司现金流，提升其投资水平，甚至改善其短期经营业绩，缩短公司达到上市门槛的时间。基于已有研究指出，竞争性政府补助可能扭曲公司生产经营，引发公司过度投资（任曙明和张静，2013；任曙明和吕镛，2014；王文甫等，2014），本文认为，为争夺稀缺 IPO 资源，地方政府为拟上市公司提供“拔苗助长”式的补助，可能造成公司上市前过度投资，拖累公司整体生产经营效率，导致公司上市后长期业绩下降。

基于政府补助干扰公司生产经营的理论逻辑，本文从会计业绩和市场业绩两个角度展开分析，论证政府补助对 IPO 公司的负面效应。具体地，一方面，政府补助对公司正常生产经营活动的扭曲会降低其盈余持续性，导致其会计业绩下降；另一方面，在公司 IPO 时，投资者可能忽视政府补助的负面影响，但随着有关公司经营信息的不断披露，投资者会逐步调整公司估值，导致其市场业绩下降（Teoh and Welch et al., 1998; Teoh and Wong et al., 1998）。由此，本文强调，IPO 公司得到的政府补助越多，上市后的盈余持续性越差，会计业绩与市场业绩也越差。

考虑到国有公司获得的政府补助更多是国民经济统筹发展的需要（Lee et al., 2014），而非地方政府为争夺经济资源所为之，本文以民营 IPO 公司为研究对象，并从以下三个方面完成相关实证检验。首先，本文检验地区市场化水平与地方政府为 IPO 公司提供补助的关系。其次，本文分别检验政府补助与 IPO 公司盈余持续性、会计业绩及市场业绩的关系。第三，考虑到相对高质量公司，政府补助对低质量公司“拔苗助长”的负面效应更严重，本文按公司质量分组，在高质量、低质量组中分别检验政府补助与 IPO 公司盈余持续性及长期业绩的关系。

在此基础上，本文还完成了一系列稳健性检验。首先，考虑到地方政府为 IPO 公司提供补助可能受地区产业结构调整等其他因素影响，而非推动公司上市，本文基于以下两方面检验排除上述可能。具体地，考虑到有关加速上市进程的法规出台后，地方政府为 IPO 公司提供补助较多，本文将地方政府“推动企业上市”法规颁布作为外生冲击，比较法规实施前后地方政府为 IPO 公司提供补助的差异；考虑到相对已上市公司，地方政府为拟上市公司提供的补助较多，本文以同

地区、同年度、同行业、规模相近的已上市公司为参照组，分析拟上市公司与参照组公司获得政府补助的差异。其次，为解决 IPO 公司获得政府补助的内生性问题，本文通过两阶段模型对主要结果做稳健性分析。

本文研究发现：首先，地区市场化水平越低，地方政府为 IPO 公司提供的补助越多，即公司获得的政府补助越多；其次，公司上市前获得的政府补助越多，上市后的盈余持续性越差，会计业绩和市场业绩也越差；第三，政府补助导致公司盈余持续性及长期业绩下降的结果在低质量公司中更为严重。

本文研究贡献为：首先，本文为地方政府争夺稀缺经济资源及干预经济生活的负面效应研究提供了证据。已有研究分别基于税收、贸易壁垒和地方保护主义等干预手段，论证地方政府争夺稀缺资源所负面后果（Oates, 1972; Young, 2000）。本文从 IPO 公司获得的政府补助展开分析，论证作为地方政府掠夺资本市场蛋糕的重要干预手段之一，政府补助会造成 IPO 公司盈余持续性变差、长期业绩下降等一系列负面影响，为已有关于地方政府干预经济生活的负面效应研究提供了一个崭新视角。

其次，本文发展了政府干预 IPO 公司动因的相关研究。已有研究主要基于官员攫取 IPO 公司利益视角，分析政府干预 IPO 公司的原因及其后果。政府官员与企业家的利益并不完全一致，其片面追求经济或政治利益的行为可能损害公司价值（Shleifer and Vishny, 1994）。正如 Fan et al. (2007) 发现，存在政治关联的高管更偏好任命官员为董事会成员，造成公司治理水平及长期业绩下降。马连福和曹春方（2011）也发现，地方政府负担越重，公司 IPO 募集资金投向变更的可能性越高。与已有研究不同，本文强调，争夺稀缺 IPO 资源是地方政府干预 IPO 公司的重要原因，且其“拔苗助长”式的干预会干扰 IPO 公司正常生产经营，造成公司长期投资效率及长期业绩下降。

第三，本文实证发现有一定的实践价值。针对监管层，本文认为，鉴于地方政府为争夺稀缺 IPO 资源而提供的补助会干扰公司实际经营，证券监管部门应加速推进 IPO “注册制”改革，缓解 IPO 资源僧多粥少的现状。针对投资者，本文可以帮助其解读 IPO 公司的政府补助信息和持续盈利能力，有助于其对 IPO 公司正确估值。针对公司高管，本文警示其公司经营决策不应被政府补助左右，否则可能会对公司造成不利影响。

本文内容安排如下：第二部分是制度背景与研究假设，第三部分是实证分析，第四部分是研究结论。

二、制度背景与研究假设

（一）制度背景

与美国等成熟资本市场采用“注册制”不同，我国股票发行制度经历了“审批制”和“核准制”两个阶段。1993 年 4 月 22 日颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》确立了股票发行“审批制”。在“审批制”下，根据经济发展和市场供求，国务院证券监管机构制定每年的股票发行规模，并通过国家计委将指标分配到各省市和国家有关部门。在股票市场发展初期，极度稀缺的发行额度大量被国有企业占据，民营企业很难上市融资（李敏才和刘峰，2012）。随着 1999 年 7 月 1 日《证券法》实施，以及《中国证监会股票发行审核委员会条例》、《中国证监会股票发行核准程序》等文件的相继出台，股票发行“核准制”逐渐成型。“核准制”经历了“通道制”（2001-2003 年）和“保荐制”（2004 年至今）两个阶段。在“通道制”下，具有主承销商资格的券商拥有 2-8 条通道，其一次只能推荐一定数量的企业发行股票，被推荐企业核准一家才能再

报一家。2004年2月1日起施行的“保荐制”规定，推荐符合条件的公司上市由保荐人负责，监管部门不再对每家券商设定限制。但是，证监会依然会通过暂停股票发行，限制每次过会数量等方式调控发行规模。如2004年至今，证监会已先后4次暂停股票发行，暂停时间从3个月到1年不等。

第十二届全国人民代表大会三次会议上，李克强总理在政府工作报告中指出，2015年将“加强多层次资本市场体系建设，实施股票发行注册制改革^①”。尽管股票发行注册制已提上议事日程，但回顾我国股票发行制度，不难发现，我国股票发行制度虽日趋市场化，证券监管部门却一直牢牢掌握股票发行的最终决定权。在“审批制”、“通道制”和“保荐制”下，证监会分别通过行政分配股票发行指标，控制证券公司通道数量，控制发行审核速度等方式限制股票发行规模，导致IPO资源十分稀缺。

（二）理论分析与研究假设

本文认为，地方政府有强烈动机干预本地区公司生产经营，加速公司上市进程。首先，实现本地区更多公司上市可以促进地方经济发展。财政分权体制下，区域竞争已成为我国经济体制改革的重要构成，地方政府会千方百计谋求本地经济发展，提高区域竞争力（Jin et al., 2005; Xu, 2011）。上市公司数量是地方经济发展的标签（Lee et al., 2014），特别地，非国有经济作为区域发展的重要引擎，是地方政府积极扶持的主要对象（Xu, 2011）。地方推动本地公司上市可以带动上下游公司发展，招商引资，激发本地区经济活力。正如王纪全等（2007）发现，较高的证券市场筹资额度可以拉动地区GDP增长。其次，地区经济发展是官员晋升的重要指标。我国地方官员的晋升体系类似于锦标赛模型，官员既关注本地区GDP的年度增长水平，也关注本地经济指标在全省乃至全国的排名（周黎安，2004，2007; Xu, 2011）。Piotroski and Zhang（2014）指出，省长或省委书记会在晋升前加速该省公司上市进程，通过提升资本市场发展水平增加其政治资本。可见，推动本地区公司上市可谓“一石双鸟”，其既可提高地方GDP水平，又可助力官员追求政治晋升。考虑到为拟上市公司提供补助可在短时间内增加公司现金流，提升公司投资水平，从而推动公司上市，本文认为，为争夺稀缺IPO资源，地方政府存在为公司提供补助的激励。

进一步地，基于已有文献指出，地区市场化水平会影响地方政府干预程度（孙铮等，2005; 唐雪松等，2010），本文强调，地区市场化水平较低时，地方政府更偏好通过行政手段干预本地区公司上市进程。首先，市场化水平会影响地方政府的干预动机。市场化水平较低地区的经济发展水平相对较低，地方政府为摆脱经济落后现状而谋求发展的动机更为强烈。其次，市场化水平会影响地方政府的干预效果。市场化水平较低地区的经济基数相对较小，资本市场的高额融资收益对区域经济增长的拉动效应更为显著，对官员晋升的边际贡献也更大。为推动公司上市，低市场化水平地区的地方政府为IPO公司提供补助的政策不胜枚举，如2010年青海省政府发布的《关于支持企业上市工作的实施意见》指出，政策性资金安排要向重点上市后备企业倾斜。由此，本文提出假设1：

H1：在控制其他因素条件下，地区市场化水平越低，地方政府为IPO公司提供的补助越多，即公司获得的政府补助越多。

已有研究指出，竞争性政府补助可能会扭曲公司生产经营，造成负面经济后果。任曙明和张静（2013）发现，“政治锦标赛”机制下，政府补助会扭曲政府和企业行为，导致装备制造业产品加成率下降。任曙明和吕镛（2014）认为，地方政府的竞争性补助不仅难以有效缓解低生产率公司的融资约束，反而会扭曲公司投资行为，降低生产经营效率。王文甫等（2014）也发现，为实现GDP和税收最大化，地方政府会增强对大企业、重点企业的干预，向其提供更多政府补助，导

致其出现投资过度及非周期性产能过剩。可见，以追求短期利益为目标的政府补助往往会干扰公司生产经营，使其罔顾长期经营效率，盲目扩张，造成投资效率低下、产能过剩等一系列负面后果。

本文认为，为争夺稀缺 IPO 资源，地方政府为拟上市公司提供“拔苗助长”式的补助，也会干扰公司生产经营。相关案例不胜枚举。为改变仅有一家上市公司的局面，辽宁省本溪市筛选 30 家重点企业进行“保姆式”培育^②。以位于本溪满族自治县的龙宝参茸为例，公司虽尚未成功上市，但已获得县政府的高额补助。该公司招股说明书显示，为扶持公司上市，2012 年，县财政局暂借其 2000 万资金，具体地，若公司成功上市，其中 1000 万将直接用作财政扶持，并基于公司上市后在本溪的投资和税收，制定剩余 1000 万的扶持政策。与此同时，公司 2011-2013 年的营业收入增长率为 52%，而存货增长率则高达 121%。存货中包含大量人参和冬虫夏草，产品跌价和变现风险均较高。可见，“拔苗助长”式的政府补助会扰乱公司经营决策，对公司未来发展可能产生不利影响。

基于以上分析，本文强调，公司上市前，以争夺稀缺 IPO 资源为目标的政府补助可致其在短期内过度投资，使公司偏离正常发展轨迹，并随之产生经营、管理等系列问题，掣肘公司上市后长期投资及经营效率的提高，甚至引发公司整体业绩下降。

特别地，不同于 Chen et al. (2008) 关于政府补助与盈余管理的论证，本文强调，地方政府为拟上市公司提供“拔苗助长”式的补助，会扭曲公司实际经营。Chen et al. (2008) 认为，政府补助是公司盈余管理的重要途径，他们发现，公司扣除政府补助的净资产收益率越接近配股或退市门槛，越可能获得政府补助。他们的研究样本为 1994-2000 年的中国上市公司。其时，证监会、交易所有关配股或退市的法规，多以未扣除非经常性损益的净资产收益率 (ROE) 为标准^③。本文认为，伴随 IPO 相关法规的不断完善，公司难以直接利用政府补助进行盈余管理。具体地，2001 年 4 月 25 日，证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露规范问答第 1 号——非经常性损益》将政府补助列示为非经常性损益；2002 年 9 月 27 日，证监会发布的《股票发行审核标准备忘录第 15 号——关于最近三年内连续盈利及业绩连续计算问题的审核指引》规定：“发行人扣除非经常性损益和不能合并会计报表的投资收益前后的净利润均为正数”；2006 年 5 月 17 日，证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》也规定：“净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据。”可见，在 IPO 业绩门槛核算标准为扣除非经常性损益前、后净利润较低者的情况下，作为一项非经常性损益，政府补助并不能助力公司达标。由此，本文认为，盈余管理并非政府补助“拔苗助长”的主要途径。

基于政府补助会干扰公司投资活动，扭曲公司实际经营，本文从会计业绩和市场业绩两个角度，分析政府补助之于 IPO 公司的负面效应。具体地，一方面，生产经营活动的扭曲会导致公司无法持续获得较高盈余，造成公司会计业绩下降；另一方面，在公司上市时，投资者可能忽视政府补助的“拔苗助长”，错误解读补助对公司持续经营产生的负面效应，但随着媒体新闻、分析师报告、公司财务报表等信息的不断披露，投资者会逐步识别出政府补助的负面影响，并对公司估值进行调整，造成公司市场业绩下降 (Teoh and Welch et al., 1998; Teoh and Wong et al., 1998)。由此，本文提出假设 2:

H2: IPO 公司上市前获得的政府补助越多，上市后的盈余持续性越差，会计业绩及市场业绩也越差。

三、实证分析

(一) 样本选择与描述性统计

考虑到国有公司获得的政府补助更多是国民经济统筹发展的需要 (Lee et al., 2014), 而非地方政府为争夺 IPO 资源的政府干预措施, 本文以民营 IPO 公司为研究对象, 考察地区市场化水平与地方政府为 IPO 公司提供补助的关系, 以及政府补助的经济后果。因 2000 年 12 月 29 日财政部发布的《企业会计制度》首次明确规定了政府补助的核算范围, 同时本文需检验政府补助对公司上市后三年长期业绩的影响, 本文选取 2001-2010 年为研究区间, 并剔除银行保险证券等金融类公司 4 家、数据缺失公司 11 家, 最终得到民营 IPO 公司 640 家。政府补助数据从 IPO 公司招股说明书中手工提取^④, 公司财务数据来自 Wind 和 CSMAR 数据库。

表 1 政府补助描述性统计

上市年份	IPO公司数量	上市前获得政府补助的公司数量	上市前获得政府补助的公司比例 (%)	政府补助均值	政府补助中位数	政府补助最小值	政府补助最大值
2001	11	6	54.55	170.20	0.13	0.00	890.53
2002	14	12	85.71	260.12	73.85	0.00	1222.50
2003	22	12	54.55	128.84	1.88	0.00	790.48
2004	53	37	69.81	221.55	52.11	0.00	2970.00
2005	8	8	100.00	95.38	57.32	4.35	469.78
2006	34	32	94.12	218.50	96.75	0.00	836.10
2007	75	69	92.00	195.97	110.24	0.00	2052.70
2008	49	39	79.59	201.79	81.69	0.00	1533.30
2009	79	76	96.20	227.08	133.33	0.00	1697.90
2010	295	286	96.95	419.65	222.17	0.00	6443.80
合计	640	577	82.35	213.91	82.95	0.44	1890.71

注：政府补助均值、中位数、最小值和最大值单位均为万元。

考虑到 IPO 公司获得的政府补助可能存在时间序列差异, 本文列示了政府补助金额的年度统计及上市前获得政府补助的公司占比, 描述性统计见表 1。表 1 显示, 2001 年至 2010 年, 上市前获得政府补助的公司比例从 54.55% 上升至 96.95%, 同时政府补助均值 (中位数) 由 170.2 (0.13) 万元上升至 419.65 (222.17) 万元。表 1 结果表明, 2001 年至 2010 年, 上市前获得政府补助的 IPO 公司越来越多, 金额也越来越多。

(二) 地区市场化水平与政府补助关系的检验

为证明地区市场化水平越低, 地方政府越偏好通过行政手段干预公司上市进程, 本文检验地区市场化水平与地方政府为 IPO 公司提供补助的关系。具体地, 地区市场化水平 (MKT1) 以《中国市场化指数 (2011 版)》(樊纲等, 2011) 中“市场分配经济资源比重”指标衡量, 地方政府为 IPO 公司提供的补助以地区 IPO 公司获得政府补助的总额占地区 GDP 的比重衡量, IPO 公司获得的政府补助则以其获得补助可能性、获得补助金额对数值衡量。基于地区市场化水平, 本文将样

本分为两组，检验地区市场化水平与地方政府为 IPO 公司提供补助，以及 IPO 公司获得政府补助的关系，描述性统计见表 2。

表 2 地区市场化水平与政府补助的描述性统计

Panel A: 地区市场化水平与地方政府提供政府补助的描述性统计									
变量	观测值			均值			中位数		
<i>MKTI</i> <中位数	126			0.0030			0.0010		
<i>MKTI</i> >中位数	126			0.0020			0.0010		
差异				0.0010**			0.0000		
				[2.04]			[0.37]		
Panel B: 地区市场化水平与公司是否获取政府补助的描述性统计									
变量	<i>IPO-3</i>			<i>IPO-2</i>			<i>IPO-1</i>		
	观测值	均值	中位数	观测值	均值	中位数	观测值	均值	中位数
<i>MKTI</i> <中位数	315	0.7400	1.0000	311	0.8260	1.0000	313	0.8850	1.0000
<i>MKTI</i> >中位数	325	0.6520	1.0000	329	0.7600	1.0000	327	0.8380	1.0000
差异		0.0880**	0.0000**		0.0660**	0.0000**		0.0470**	0.0000*
		[2.41]	[2.40]		[2.08]	[2.07]		[1.72]	[1.72]
Panel C: 地区市场化水平与公司获得政府补助多少的描述性统计									
变量	<i>IPO-3</i>			<i>IPO-2</i>			<i>IPO-1</i>		
	观测值	均值	中位数	观测值	均值	中位数	观测值	均值	中位数
<i>MKTI</i> <中位数	315	10.1400	13.1400	311	11.8700	14.2200	313	13.0200	14.6600
<i>MKTI</i> >中位数	325	9.0010	12.7800	329	10.6600	13.5900	327	12.0500	14.2600
差异		1.1390**	0.3600*		1.2100**	0.6300***		0.9700**	0.4000***
		[2.22]	[1.77]		[2.58]	[3.06]		[2.36]	[3.21]

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平，下同。

表 2 Panel A 显示，相对高市场化水平地区，低市场化水平地区的地方政府为 IPO 公司提供补助的均值在 5%水平上显著更高。Panel B 显示，相对高市场化水平地区，低市场化水平地区的公司上市前一年 (*IPO-1*)、前两年 (*IPO-2*)、前三年 (*IPO-3*) 获得政府补助可能性的均值 (中位数) 在 10%水平上显著更高。Panel C 显示，相对高市场化水平地区，低市场化水平地区的公司上市前一年、前两年、前三年获得政府补助的均值在 10%水平显著更多。上述结果表明，地区市场化水平越低，地方政府为 IPO 公司提供的补助越多，即 IPO 公司获得的补助越多。

为控制其他因素对地方政府为 IPO 公司提供补助或 IPO 公司获得补助的影响，本文参考薛云奎和白云霞 (2008) 和朱松和陈运森 (2009) 建立如下回归模型：

$$SUBS\% = \alpha + \beta_1 MKTI + \beta_2 SecondIND\% + \beta_3 ThirdIND\% + \beta_4 \Delta GDP + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

$$D_SUB = \alpha + \beta_1 MKTI + \beta_2 PMC + \beta_3 FR + \beta_4 ASSETS + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \beta_7 EMPLOYEE + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

$$SUB = \alpha + \beta_1 MKTI + \beta_2 PMC + \beta_3 FR + \beta_4 ASSETS + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \beta_7 EMPLOYEE + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

其中，模型（1）中因变量为地方政府为 IPO 公司提供的补助（*SUB%*），即地方政府为 IPO 公司提供补助的总额占地区 GDP 的比重。模型（2）中因变量为政府补助虚拟变量（*D_SUB*），即公司上市前获得过政府补助则为 1，否则为 0。模型（3）中因变量为政府补助金额（*SUB*），即 IPO 公司获得政府补助金额的对数。为控制地区其他特征对地方政府提供补助的影响，模型（1）增加了如下控制变量：第二产业占比（*SecondIND%*），即第二产业占 GDP 的比重；第三产业占比（*ThirdIND%*），即第三产业占 GDP 的比重；GDP 增速（ ΔGDP ），即地区生产总值指数（上年=100）。为控制公司所在地区其他特征及公司自身特征对其获得政府补助的影响，模型（2）、（3）还增加了如下控制变量：产品市场竞争程度（*PMC*），本文借鉴 Li（2010）提取行业赫芬达尔指数、行业前四家公司市场份额之和、行业公司数量三个指标的第一主成分，以该第一主成分的反相度量产品市场竞争程度，该值越大，产品市场竞争程度越高；财政收入占比（*FR*），即地区财政收入占 GDP 的比重；公司规模（*ASSETS*），即公司总资产的对数；财务杠杆（*LEV*），即总负债除以总资产；盈利能力（*ROA*），即经营利润除以总资产；员工规模（*EMPLOYEE*），即员工人数的对数；年度（*Year*）为年度虚拟变量；行业（*Industry*）为行业虚拟变量。

本文使用地区-年度数据对模型（1）进行回归，使用公司上市前三年数据对模型（2）、（3）进行回归，其中，模型（1）采用 OLS 回归，模型（2）采用 Logit 回归，模型（3）采用 Tobit 回归，且均采用自相关和异方差调整后的稳健标准误计算显著性水平，结果见表 3。表 3 显示，模型（1）中，地区市场化水平变量（*MKTI*）系数为-0.0007，在 1%水平上显著；第二产业占比（*SecondIND%*）、第三产业占比（*ThirdIND%*）的系数均为正数，表明地方政府为第二产业、第三产业 IPO 公司提供的补助较多。模型（2）中，在公司上市前一年（*IPO -1*）、前两年（*IPO -2*）、前三年（*IPO -3*），*MKTI* 的系数分别为-0.1741、-0.1693、-0.0790，均在 10%水平上显著；模型（3）中，在公司上市前一年、前两年、前三年，*MKTI* 的系数分别为-0.7241、-0.5811、-0.4519，且均在 5%水平上显著。与此同时，模型（2）、模型（3）中，产品市场竞争程度变量（*PMC*）的系数均为负数，表明处于竞争较弱行业的 IPO 公司获得政府补助较多；财政收入占比变量（*FR*）的系数均为正数，表明地方政府财政实力越强，IPO 公司获得的政府补助越多；公司盈利能力变量（*ROA*）的系数均为负数，表明业绩较差公司获得政府补助较多。表 3 结果表明，在控制其他因素条件下，地区市场化水平越低，地方政府为 IPO 公司提供的补助越多，即 IPO 公司获得的政府补助越多。表 2 和表 3 结果共同验证了假设 1。

表 3 地区市场化水平与政府补助的回归分析

变量	<i>SUB</i> %	<i>D_SUB</i>			<i>SUB</i>		
	全样本	<i>IPO</i> -3	<i>IPO</i> -2	<i>IPO</i> -1	<i>IPO</i> -3	<i>IPO</i> -2	<i>IPO</i> -1
截距	-0.0136 [-0.77]	-1.3652 [-0.74]	-2.2869 [-1.11]	-2.2648 [-0.95]	-15.4205 [-1.20]	-1.0371 [-0.11]	-10.5055 [-1.31]
<i>MKTI</i>	-0.0007*** [-3.41]	-0.0790* [-1.81]	-0.1693** [-2.39]	-0.1741** [-2.54]	-0.4519** [-2.16]	-0.5811** [-2.05]	-0.7241*** [-3.20]
<i>SecondIND</i> %	0.0001** [2.47]						
<i>ThirdIND</i> %	0.0002*** [4.12]						
Δ <i>GDP</i>	0.0001 [0.51]						
<i>PMC</i>		-0.0891* [-1.67]	-0.1999*** [-3.78]	-0.1748*** [-3.04]	-0.6053* [-1.73]	-0.8762*** [-3.30]	-0.5191** [-2.47]
<i>FR</i>		0.0071 [0.40]	0.0495*** [2.61]	0.0732*** [3.21]	0.0877 [0.97]	0.1571** [2.07]	0.2175*** [3.31]
<i>ASSETS</i>		0.0435 [0.45]	0.2548** [2.33]	0.3383** [2.48]	0.7111 [1.13]	0.8321 [1.64]	1.8117*** [3.99]
<i>LEV</i>		-0.6063 [-1.24]	-1.0386* [-1.69]	-2.8336*** [-3.11]	-4.8096 [-1.60]	-2.285 [-0.88]	-10.4946*** [-4.49]
<i>ROA</i>		-1.7441** [-2.00]	-1.2872 [-1.48]	-1.0120 [-0.83]	-12.9701** [-2.32]	-8.6631** [-1.97]	-5.3688 [-1.63]
<i>EMPLOYEE</i>		0.1139 [1.52]	-0.0372 [-0.45]	-0.1435 [-1.45]	0.6869 [1.42]	0.2676 [0.71]	-0.4390 [-1.32]
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	不控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	252	640	640	640	640	640	640
<i>Pseudo R</i> ²	0.37	0.12	0.17	0.27	0.04	0.04	0.05

注：(1) *IPO* -*i* (*i*=1, 2, 3) 表示上市前第 *i* 年，下同。(2) 考虑到公司上市前后样本自相关及公司间样本截面相关性可能引起自相关和异方差问题，模型采用自相关和异方差调整后的稳健标准误计算 *t* 统计量，下同。

(三) 政府补助与 IPO 公司盈余持续性及长期业绩关系的检验

为证明公司获得的政府补助会导致公司上市后长期业绩变差，本文检验 IPO 公司政府补助与盈余持续性及长期业绩的关系。

1. 政府补助与 IPO 公司盈余持续性关系的检验

为证明 IPO 公司获得的政府补助会降低其盈余持续性，本文按政府补助高低分组，检验政府补助与盈余持续性的关系。借鉴 Cready et al. (2010) 的研究方法，本文建立如下回归模型^⑤：

$$NI_{i,t+1} = \sum_{s=1}^4 \alpha_s D_{s,i,t} + \sum_{s=1}^4 \beta_s NI_{i,t} \times D_{s,i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

其中, $NI_{i,t+1}$ 、 $NI_{i,t}$ 分别表示公司 i 第 $t+1$ 年及第 t 年净利润 (以年末总资产平滑)。 D 为政府补助虚拟变量, 当公司上市前三年政府补助均值处于样本最低的 25% 时, D_1 取 1, 否则取 0; 当处于样本分布(25%, 50%] 时, D_2 取 1, 否则取 0; 当处于样本分布(50%, 75%] 时, D_3 取 1, 否则取 0; 当处于最高的 25% 时, D_4 取 1, 否则取 0。 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 分别代表 D_1 、 D_2 、 D_3 、 D_4 组 IPO 公司的盈余持续性水平。

模型 (4) 的回归结果见表 4。表 4 显示, 模型 (4) 中 $NI \times D_1$ 、 $NI \times D_2$ 、 $NI \times D_3$ 、 $NI \times D_4$ 的系数分别为 0.8981、0.6530、0.6503、0.6145, 呈单调下降趋势, 且 $NI \times D_4$ 与 $NI \times D_1$ 系数差异为 -0.2836, 在 1% 水平上显著。结果表明, IPO 公司获得的政府补助越多, 盈余持续性越差。

为进一步研究公司获得的政府补助与公司上市前、后盈余持续性的关系, 本文建立如下模型:

$$NI_{i,t+1} = \sum_{s=1}^4 \alpha_s D_{s,i,t} + \sum_{s=1}^4 \beta_s NI_{i,t} \times D_{s,i,t} + \sum_{s=1}^4 \mu_s D_{s,i,t} \times POST + \sum_{s=1}^4 \sigma_s NI_{i,t} \times D_{s,i,t} \times POST + \varepsilon \quad (5)$$

其中, $POST$ 为公司上市后虚拟变量, 即当公司会计年度为上市当年 ($IPO + 0$) 和上市后第一年 ($IPO + 1$)、第二年 ($IPO + 2$) 时取 1, 否则取 0。 σ_1 、 σ_2 、 σ_3 、 σ_4 分别代表 D_1 、 D_2 、 D_3 、 D_4 组公司上市前、后盈余持续性的差异。

模型 (5) 的回归结果见表 4。表 4 显示, 模型 (5) 中 $NI \times D_1 \times POST$ 、 $NI \times D_2 \times POST$ 、 $NI \times D_3 \times POST$ 、 $NI \times D_4 \times POST$ 的系数分别为 0.8173、0.2245、0.1026、0.0310, 呈单调下降趋势, 且 $NI \times D_4 \times POST$ 与 $NI \times D_1 \times POST$ 系数差异为 -0.8483, 在 1% 水平上显著。上述结果表明, 公司上市前获得的政府补助越多, 上市后盈余持续性就越差。

进一步地, 政府补助作为一项非经常性损益, 若盈余持续性下降仅由政府补助自身持续性下降所致, 且经常性损益持续性未发生显著改变, 本文难以得出政府补助干扰公司正常生产经营的结论。鉴于此, 本文将盈余拆分为经常性损益和政府补助两部分, 分别考察其盈余持续性变化, 以排除上述可能。研究发现^⑥, 公司上市前获得的政府补助越多, 上市后经常性损益持续性越差, 政府补助持续性也越差。研究表明, 在控制其他因素条件下, 政府补助会导致经常性损益持续性下降, 即政府补助干扰了公司正常生产经营。

2. 政府补助与 IPO 公司长期业绩关系的检验

为证明公司获得的政府补助会导致其上市后长期业绩变差, 本文检验政府补助对公司上市后三年会计业绩及市场业绩的影响。具体地, 本文定义政府补助为公司上市前三年获得的政府补助均值, 上市后会计业绩 (ΔROA) 为公司上市后第一年 ($IPO+1$)、第二年 ($IPO+2$)、第三年 ($IPO+3$) 经营利润 (以年末总资产平滑) 与公司上市当年 ($IPO+0$) 经营利润的差值, 上市后市场业绩 ($BHAR$) 为 $BHAR_{i,T} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t} - R_{m,t}) - 1$, 其中 $R_{i,t}$ 为考虑现金红利再投资后的股票月回报率, $R_{m,t}$ 为考虑现金红利再投资后的总市值加权平均市场月回报率, t 为上市后月份标识 ($t=1, 2, \dots, 36$) (Kothari and Warner, 1997)。描述性统计见表 5。

表 5 中 Panel A 显示, 与上市前未获得政府补助的公司相比, 获得政府补助的公司上市后第一年、第二年、第三年会计业绩均值在 1% 水平上显著更差; 上市前获得政府补助越多的公司, 其上市后第一年、第二年、第三年会计业绩均值在 5% 水平上显著更差。Panel B 显示, 与上市前未获得政府补助的公司相比, 获得政府补助的公司上市后第一年、第二年、第三年市场业绩均值在 10% 水平上显著更差; 上市前获得政府补助越多的公司, 其上市后第一年、第二年、第三年市场

业绩均值（中位数）在 10%水平上显著更差。上述结果表明，获得政府补助的公司上市后长期业绩变差，且获得政府补助越多，上市后长期业绩越差。图 1、图 2 按公司上市前政府补助均值进行分组，直观反映了公司政府补助与上市后会计业绩及市场业绩的关系。

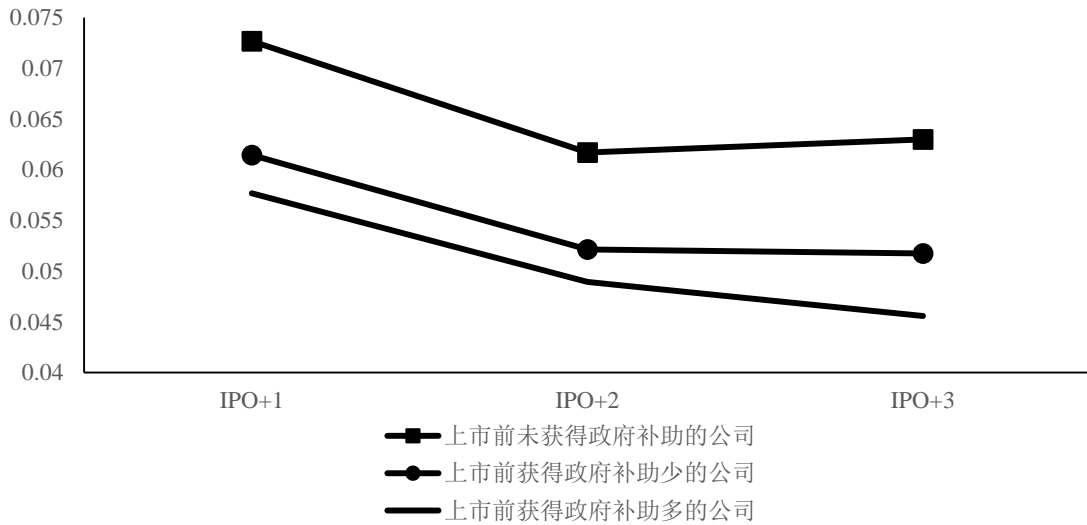
表 4 政府补助与 IPO 公司盈余持续性的回归分析

Panel A: 政府补助与IPO公司盈余持续性的回归分析				
变量	模型 (4)		模型 (5)	
	系数	t值	系数	t值
D_1	-0.0046	[-0.22]	0.0376***	[5.79]
D_2	0.0216***	[5.53]	0.0448***	[6.24]
D_3	0.0210***	[4.43]	0.0423***	[5.83]
D_4	0.0218***	[4.34]	0.0385***	[6.88]
$NI \times D_1$	0.8981***	[4.24]	0.5786***	[9.90]
$NI \times D_2$	0.6530***	[15.93]	0.5459***	[9.94]
$NI \times D_3$	0.6503***	[13.55]	0.5493***	[9.33]
$NI \times D_4$	0.6145***	[11.87]	0.5356***	[10.73]
$D_1 \times POST$			-0.0737*	[-1.96]
$D_2 \times POST$			-0.0381***	[-4.14]
$D_3 \times POST$			-0.0286**	[-2.45]
$D_4 \times POST$			-0.0211**	[-2.02]
$NI \times D_1 \times POST$			0.8173	[1.35]
$NI \times D_2 \times POST$			0.2245**	[2.36]
$NI \times D_3 \times POST$			0.1026	[0.70]
$NI \times D_4 \times POST$			0.0310	[0.21]
N	3840		3840	
$Adj. R^2$	0.73		0.75	
Panel B: 政府补助对IPO公司盈余持续性影响的差异				
$\beta_4 - \beta_1$	-0.2836***		-0.0430	
	[49.59]		[0.58]	
$\sigma_4 - \sigma_1$			-0.8483***	
			[68.60]	

注：(1) 模型 4 为 $NI_{i,t+1} = \sum_{s=1}^4 \alpha_s D_{s,i,t} + \sum_{s=1}^4 \beta_s NI_{i,t} \times D_{s,i,t} + \varepsilon$ ，模型 5 为 $NI_{i,t+1} = \sum_{s=1}^4 \alpha_s D_{s,i,t} + \sum_{s=1}^4 \beta_s NI_{i,t} \times D_{s,i,t} + \sum_{s=1}^4 \mu_s D_{s,i,t} \times POST + \sum_{s=1}^4 \sigma_s NI_{i,t} \times D_{s,i,t} \times POST + \varepsilon$ 。(2) Panel B 括号内为 F 统计量。

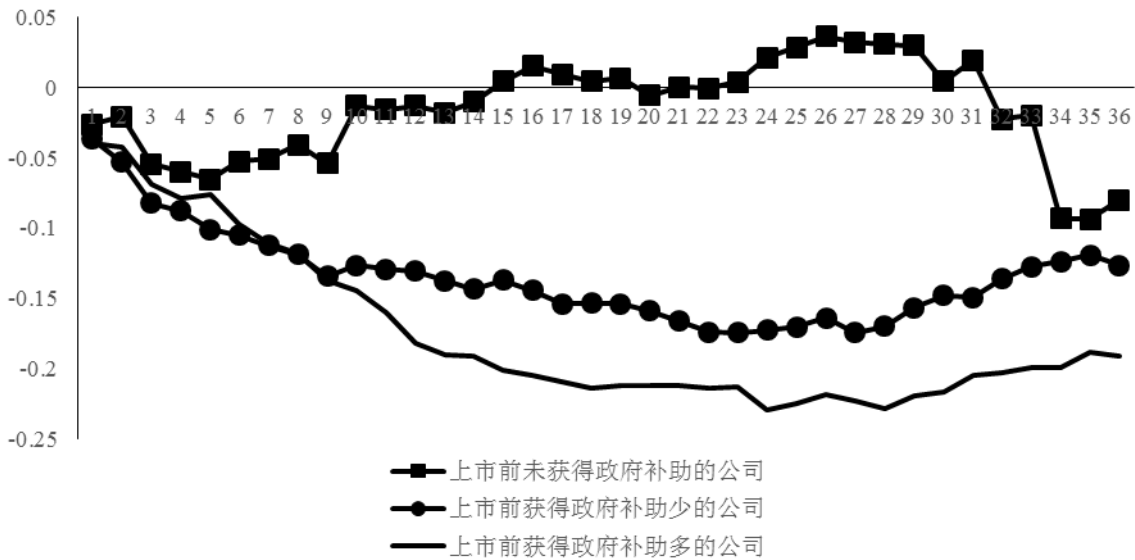
表 5 政府补助与 IPO 公司长期业绩的描述性统计

Panel A: 政府补助与IPO公司会计业绩的描述性统计									
变量	观测值	IPO+1			IPO+2			IPO+3	
		均值	中位数		均值	中位数		均值	中位数
<i>D_SUB=1</i>	577	-0.0150	-0.0030		-0.0270	-0.0160		-0.0280	-0.0230
<i>D_SUB=0</i>	63	0.0080	-0.0070		0.0130	-0.0140		-0.0040	-0.0130
差异		-0.0230 ***	0.0040		-0.0400 ***	-0.0020		-0.0240 ***	-0.0100
		[-2.74]	[0.13]		[-3.21]	[-1.53]		[-2.76]	[-1.36]
<i>SUB>中位数</i>	320	-0.0100	-0.0020		-0.0230	-0.0150		-0.0260	-0.0200
<i>SUB<中位数</i>	320	0.0050	-0.0040		-0.0100	-0.0150		-0.0120	-0.0230
差异		-0.0150 **	0.0020		-0.0130 **	0.0000		-0.0140 **	0.0030
		[-2.57]	[0.18]		[-2.23]	[0.02]		[-2.50]	[0.64]
Panel B: 政府补助与IPO公司市场业绩的描述性统计									
变量	观测值	IPO+1			IPO+2			IPO+3	
		均值	中位数		均值	中位数		均值	中位数
<i>D_SUB=1</i>	577	-0.1560	-0.2100		-0.2008	-0.2831		-0.1830	-0.2911
<i>D_SUB=0</i>	63	-0.0128	-0.0553		0.0212	-0.1191		-0.0798	-0.2290
差异		-0.1432 ***	-0.1547 ***		-0.2220 ***	-0.1640 ***		-0.1032 *	-0.0621
		[-3.42]	[-2.91]		[-4.28]	[-4.05]		[-1.66]	[-1.22]
<i>SUB>中位数</i>	320	-0.1809	-0.2321		-0.1299	-0.2282		-0.2042	-0.3150
<i>SUB<中位数</i>	320	-0.1028	-0.1563		-0.2280	-0.3032		-0.1416	-0.2530
差异		-0.0781 ***	-0.0758 ***		0.0981 ***	0.0750 ***		-0.0626 *	-0.0620 *
		[-3.13]	[-3.31]		[-3.16]	[-3.14]		[-1.69]	[-1.76]



注：图中横轴表示公司上市后第一年（*IPO+1*）、第二年（*IPO+2*）和第三年（*IPO+3*）的时间标识，下同。纵轴代表年末总资产平滑的经营利润（*ROA*）。

图 1 政府补助与 IPO 公司会计业绩



注：图中横轴表示公司上市后 36 个月的时间标识。纵轴代表市场业绩（*BHAR*）。

图 2 政府补助与 IPO 公司市场业绩

为控制其他因素对 IPO 公司长期业绩的影响，参考 Fan et al. (2007) 与 Krishnan et al. (2011)，本文建立如下回归模型：

$$\Delta ROA = \alpha + \beta_1 D_SUB(SUB) + \beta_2 PMC + \beta_3 UDW + \beta_4 AUD + \beta_5 ASSETS + \beta_6 BM + \beta_7 LEV + \beta_8 PR + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (6)$$

$$BHAR = \alpha + \beta_1 D_SUB(SUB) + \beta_2 PMC + \beta_3 UDW + \beta_4 AUD + \beta_5 ASSETS + \beta_6 BM + \beta_7 LEV + \beta_8 PR + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (7)$$

模型 (6)、(7) 因变量分别为公司上市后会计业绩 (ΔROA)、市场业绩 ($BHAR$)。自变量：政府补助虚拟变量 (D_SUB)，即公司上市前三年获得政府补助则取 1，否则取 0；政府补助金额 (SUB)，即公司上市前三年获得政府补助对数的均值。控制变量包括：承销商声誉 (UDW)，即上年度承销商排名在前十则取 1，否则取 0；审计师声誉 (AUD)，即审计师为四大会计师事务所则为 1，否则取 0；账面市值比 (BM)，即账面价值除以总市值；上市前 6 个月市场回报率 (PR)，即上市前 6 个月考虑现金红利再投资的总市值加权平均市场回报率；年度 ($Year$) 为年度虚拟变量；行业 ($Industry$) 为行业虚拟变量，其它控制变量定义见模型 (2)。

模型 (6)、(7) 的回归结果见表 6。Panel A 显示，在公司上市后第一年、第二年、第三年，政府补助虚拟变量 (D_SUB) 系数分别为 -0.0347、-0.0553、-0.0273，政府补助金额变量 (SUB) 系数分别为 -0.0020、-0.0021、-0.0019，均在 5% 水平上显著为负。Panel B 显示，在公司上市后第一年、第二年、第三年， D_SUB 系数分别为 -0.1308、-0.1874、-0.1382， SUB 系数分别为 -0.0091、-0.0066、-0.0076，均在 5% 水平上显著为负。上述结果表明，公司上市前获得的政府补助越多，上市后会计业绩、市场业绩越差。表 4、5、6 共同验证了假设 2。

表 6 政府补助与 IPO 公司长期业绩的回归分析

Panel A: 政府补助与IPO公司会计业绩的回归分析						
变量	<i>IPO+1</i>	<i>IPO+2</i>	<i>IPO+3</i>	<i>IPO+1</i>	<i>IPO+2</i>	<i>IPO+3</i>
截距	-0.1663 [*]	-0.8742	-0.2267 ^{**}	-0.1926	-0.0799	-0.1131
	[-1.70]	[-1.63]	[-2.00]	[-1.64]	[-0.48]	[-1.14]
<i>D_SUB</i>	-0.0347 ^{**}	-0.0553 ^{***}	-0.0273 ^{**}			
	[-2.19]	[-3.10]	[-2.44]			
<i>SUB</i>				-0.0020 ^{**}	-0.0021 ^{***}	-0.0019 ^{***}
				[-2.23]	[-2.76]	[-3.16]
<i>PMC</i>	0.0032	-0.0007	-0.0005	0.0006	0.0012	-0.0006
	[1.59]	[-0.26]	[-0.24]	[0.27]	[0.70]	[-0.28]
<i>UDW</i>	-0.0041	-0.0096	-0.0047	-0.0012	0.0010	-0.0008
	[-0.90]	[-1.29]	[-0.97]	[-0.20]	[0.18]	[-0.14]
<i>AUD</i>	0.0023	-0.0138	-0.0211	-0.013	-0.0021	0.0082
	[0.23]	[-0.81]	[-1.47]	[-1.26]	[-0.17]	[0.38]
<i>ASSETS</i>	0.0105 ^{**}	0.0478 [*]	0.0141 ^{***}	0.0116 ^{**}	0.0066	0.0072
	[2.18]	[1.77]	[2.62]	[2.02]	[0.80]	[1.45]
<i>BM</i>	-0.0590 ^{***}	-0.0513 [*]	-0.0887 ^{***}	-0.0421 [*]	-0.0959 ^{***}	-0.0408 ^{**}
	[-3.02]	[-1.68]	[-5.33]	[-1.82]	[-6.42]	[-2.11]
<i>LEV</i>	-0.0415 ^{**}	-0.2547 [*]	-0.0823 ^{***}	-0.0558 ^{**}	-0.0157	-0.0603 ^{**}
	[-2.01]	[-1.69]	[-2.99]	[-2.18]	[-0.38]	[-2.33]
<i>PR</i>	0.0475 ^{***}	0.0315	0.0483 ^{***}	0.0157	0.0351 [*]	-0.0013
	[3.08]	[1.34]	[3.63]	[0.71]	[1.84]	[-0.16]
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	640	640	640	640	640	640
<i>Adj. R²</i>	0.08	0.18	0.14	0.02	0.10	0.06

变量	<i>IPO+1</i>	<i>IPO+2</i>	<i>IPO+3</i>	<i>IPO+1</i>	<i>IPO+2</i>	<i>IPO+3</i>
截距	-0.1178 [-0.33]	-1.2153** [-2.46]	-2.7674*** [-5.64]	-0.3434 [-0.95]	-2.2763*** [-3.73]	-3.0085*** [-5.89]
<i>D_SUB</i>	-0.1308*** [-2.62]	-0.1874*** [-3.16]	-0.1382** [-2.36]			
<i>SUB</i>				-0.0091*** [-3.32]	-0.0066** [-2.28]	-0.0076** [-2.22]
<i>PMC</i>	-0.0043 [-0.47]	-0.0005 [-0.05]	-0.0018 [-0.14]	-0.0033 [-0.37]	0.0073 [0.87]	0.0031 [0.26]
<i>UDW</i>	0.0230 [0.87]	0.0298 [0.99]	-0.0508 [-1.50]	0.0199 [0.75]	0.0385 [1.41]	-0.0504 [-1.62]
<i>AUD</i>	-0.0509 [-0.69]	-0.0787 [-1.01]	-0.1870** [-2.06]	-0.0517 [-0.70]	-0.0806 [-1.01]	-0.1596* [-1.87]
<i>ASSETS</i>	0.0129 [0.72]	0.0759*** [3.00]	0.1584*** [6.57]	0.0228 [1.24]	0.1424*** [4.61]	0.1991*** [8.17]
<i>BM</i>	-0.3465*** [-4.87]	-0.8218*** [-9.90]	-1.0277*** [-11.87]	-0.3445*** [-4.88]	-1.2568*** [-11.80]	-1.4337*** [-15.36]
<i>LEV</i>	0.0434 [0.53]	0.0048 [0.05]	-0.4404*** [-4.33]	0.0365 [0.45]	-0.2404* [-1.76]	-0.5641*** [-5.57]
<i>PR</i>	-0.2072*** [-4.66]	-0.2964*** [-5.55]	-0.3030*** [-5.23]	-0.2089*** [-4.73]	-0.1451** [-2.05]	-0.1294 [-1.52]
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	640	640	640	640	640	640
<i>Adj. R²</i>	0.34	0.43	0.34	0.34	0.43	0.35

(四) 基于公司质量的政府补助与盈余持续性及长期业绩关系的检验

考虑到相对高质量公司，政府补助对低质量公司“拔苗助长”的负面效应更严重，本文检验公司质量对政府补助与IPO公司盈余持续性及长期业绩关系的影响。具体地，本文以公司上市前三年经营利润（以年末总资产平滑）均值衡量公司质量，并基于公司质量检验政府补助对IPO公司盈余持续性及长期业绩的影响。

基于公司质量的政府补助与盈余持续性的回归结果详见表7^⑦。表7显示，当公司质量较低时， $NI \times D_1 \times POST$ 、 $NI \times D_2 \times POST$ 、 $NI \times D_3 \times POST$ 、 $NI \times D_4 \times POST$ 的系数分别为1.5422、0.2305、0.2100、0.0117，呈单调下降趋势，且 $NI \times D_4 \times POST$ 与 $NI \times D_1 \times POST$ 系数差异为-1.5305，在1%水平上显著为负；当公司质量较高时， $NI \times D_1 \times POST$ 、 $NI \times D_2 \times POST$ 、 $NI \times D_3 \times POST$ 、 $NI \times D_4 \times POST$ 的系数呈上升趋势，且 $NI \times D_4 \times POST$ 与 $NI \times D_1 \times POST$ 系数差异为0.3892，并不显著为负。上述结果表明，低质量公司上市前获得的政府补助越多，上市后盈余持续性越差。

表 7 基于公司质量的政府补助与盈余持续性的回归分析

Panel A: 基于公司质量的政府补助与盈余持续性的回归分析				
变量	低		高	
	系数	t值	系数	t值
D_1	0.0484 ^{***}	[8.00]	0.0542 ^{***}	[3.64]
D_2	0.0336 ^{***}	[5.47]	0.0780 ^{***}	[5.07]
D_3	0.0564 ^{***}	[8.53]	0.0605 ^{***}	[3.94]
D_4	0.0419 ^{***}	[7.63]	0.0715 ^{***}	[4.24]
$NI \times D_1$	0.3834 ^{***}	[5.73]	0.5133 ^{***}	[5.31]
$NI \times D_2$	0.5372 ^{***}	[7.29]	0.4145 ^{***}	[4.81]
$NI \times D_3$	0.3022 ^{***}	[4.14]	0.4953 ^{***}	[5.37]
$NI \times D_4$	0.4320 ^{***}	[6.86]	0.4043 ^{***}	[4.26]
$D_1 \times POST$	-0.1105 ^{***}	[-2.84]	-0.0301 [*]	[-1.77]
$D_2 \times POST$	-0.0309 ^{***}	[-3.38]	-0.0560 ^{***}	[-3.17]
$D_3 \times POST$	-0.0401 ^{***}	[-2.80]	-0.0488 ^{***}	[-2.92]
$D_4 \times POST$	-0.0224 ^{**}	[-2.11]	-0.0620 ^{***}	[-3.14]
$NI \times D_1 \times POST$	1.5422 ^{**}	[2.18]	-0.0213	[-0.14]
$NI \times D_2 \times POST$	0.2305 [*]	[1.90]	0.1687	[1.20]
$NI \times D_3 \times POST$	0.2100	[0.93]	0.2333 [*]	[1.75]
$NI \times D_4 \times POST$	0.0117	[0.07]	0.3679 ^{**}	[2.29]
N	1920		1920	
$Adj. R^2$	0.66		0.81	
Panel B: 基于公司质量的政府补助对盈余持续性影响的差异				
$\beta_4 - \beta_1$	0.0486		-0.1090	
	[0.12]		[1.68]	
$\sigma_4 - \sigma_1$	-1.5305 ^{***}		0.3892 ^{**}	
	[81.17]		[6.09]	

注：（1）回归模型为 $NI_{i,t+1} = \sum_{s=1}^4 \alpha_s D_{s,i,t} + \sum_{s=1}^4 \beta_s NI_{i,t} \times D_{s,i,t} + \sum_{s=1}^4 \mu_s D_{s,i,t} \times POST + \sum_{s=1}^4 \sigma_s NI_{i,t} \times D_{s,i,t} \times POST + \varepsilon$ 。（2）Panel B 括号内为 F 统计量。

基于公司质量的政府补助与上市后长期业绩的回归结果见表 8^⑧。Panel A 显示，在公司上市后第一年、第二年、第三年，低质量公司的政府补助金额变量 (SUB) 系数分别为-0.0026、-0.0024、-0.0016，均在 5% 水平上显著为负，而高质量公司的 SUB 系数均不显著。Panel B 显示，在公司上市后第一年、第二年、第三年，低质量公司的 SUB 系数分别为-0.0074、-0.0090、-0.0099，均在

5%水平上显著为负，而高质量公司的 *SUB* 系数均不显著。上述结果表明，当公司质量较低时，公司上市前获得的政府补助越多，上市后长期业绩越差。

表 8 基于公司质量的政府补助与长期业绩的回归分析

Panel A: 基于公司质量的政府补助与会计业绩的回归分析						
变量	低			高		
	<i>IPO+1</i>	<i>IPO+2</i>	<i>IPO+3</i>	<i>IPO+1</i>	<i>IPO+2</i>	<i>IPO+3</i>
截距	-0.1949 [-1.06]	0.0232 [0.09]	-0.2704* [-1.78]	-0.0061 [-0.06]	-0.0806 [-0.71]	-0.2796** [-2.34]
<i>SUB</i>	-0.0026** [-2.03]	-0.0024** [-2.48]	-0.0016** [-2.30]	0.0008 [1.21]	0.0001 [0.19]	0.0009 [0.88]
<i>PMC</i>	0.0055 [1.43]	0.0000 [0.01]	0.0011 [0.52]	0.0013 [0.74]	0.0027 [1.28]	-0.0035 [-0.97]
<i>UDW</i>	-0.0155** [-2.15]	-0.0074 [-0.87]	-0.0048 [-0.87]	-0.0019 [-0.34]	0.0015 [0.21]	-0.0029 [-0.36]
<i>AUD</i>	-0.0048 [-0.32]	0.0078 [0.45]	-0.0191 [-1.38]	-0.0175 [-1.12]	-0.0196 [-1.46]	-0.0468 [-1.34]
<i>ASSETS</i>	0.0122 [1.45]	0.0032 [0.25]	0.0153* [1.95]	0.0017 [0.30]	0.0060 [1.06]	0.0191*** [3.04]
<i>BM</i>	-0.0281 [-0.77]	-0.0789*** [-3.95]	-0.0685*** [-3.91]	-0.0955*** [-5.33]	-0.1053*** [-4.52]	-0.1169*** [-4.16]
<i>LEV</i>	-0.0261 [-0.80]	-0.0008 [-0.01]	-0.0900** [-2.13]	-0.0067 [-0.25]	-0.0784** [-1.98]	-0.1165*** [-2.78]
<i>PR</i>	0.0562** [2.27]	0.0203 [1.18]	0.0220 [1.59]	0.0866*** [4.74]	0.0920*** [4.09]	0.0755*** [3.19]
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	320	320	320	320	320	320
<i>Adj. R²</i>	0.09	0.16	0.12	0.19	0.17	0.15

Panel B: 基于公司质量的政府补助与市场业绩的回归分析

变量	低			高		
	<i>IPO+1</i>	<i>IPO+2</i>	<i>IPO+3</i>	<i>IPO+1</i>	<i>IPO+2</i>	<i>IPO+3</i>
截距	-0.5577 [-1.16]	-2.0150*** [-3.05]	-3.0146*** [-3.96]	-1.2899** [-2.09]	-2.0771*** [-3.32]	-3.0988*** [-2.78]
<i>SUB</i>	-0.0074** [-1.99]	-0.0090** [-1.98]	-0.0099** [-2.17]	0.0053 [1.45]	0.0030 [0.74]	-0.0140 [-1.08]
<i>PMC</i>	-0.0004 [-0.04]	0.0121 [1.03]	0.0157 [1.07]	0.0024 [0.19]	-0.0032 [-0.27]	-0.0125 [-0.80]
<i>UDW</i>	0.0086 [0.24]	-0.0253 [-0.55]	-0.0287 [-0.69]	0.0291 [0.87]	0.0249 [0.75]	-0.0511 [-0.98]
<i>AUD</i>	-0.0245 [-0.26]	-0.0186 [-0.18]	-0.1099 [-1.17]	-0.0024 [-0.03]	-0.2814*** [-3.26]	-0.2332* [-1.97]
<i>ASSETS</i>	0.0310 [1.26]	0.1143*** [3.32]	0.2004*** [5.06]	0.0750** [2.33]	0.1168*** [3.69]	0.1888*** [3.32]
<i>BM</i>	-0.2050** [-2.24]	-0.7790*** [-6.63]	-1.3163*** [-9.00]	-1.1111*** [-7.97]	-0.9543*** [-7.73]	-1.7417*** [-6.66]
<i>LEV</i>	-0.0930 [-0.84]	-0.2550** [-2.20]	-0.7487*** [-5.05]	-0.1350 [-0.83]	-0.2430* [-1.82]	-0.2413 [-0.82]
<i>PR</i>	-0.1894*** [-3.64]	-0.2182*** [-3.29]	-0.0418 [-0.38]	-0.1420 [-1.49]	-0.1816* [-1.93]	-0.2791* [-1.85]
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	320	320	320	320	320	320
<i>Adj. R²</i>	0.39	0.47	0.38	0.27	0.30	0.26

(五) 稳健性检验

1. 考虑其他影响地方政府为 IPO 公司提供补助因素的检验

考虑到地方政府为 IPO 公司提供补助可能受地区产业结构调整等其他因素影响，而非推动公司上市，本文基于以下两方面检验排除上述可能。(1) 考虑到有关加速上市进程的法规出台后，地方政府为 IPO 公司提供的补助较多，本文将地方政府“推动企业上市”法规颁布作为外生冲击，比较法规实施前后地方政府为 IPO 公司提供补助的差异；法规颁布后，若地方政府为拟上市公司提供了更多补助，则证明其提供补助的一个原因是推动该地区公司上市；具体地，本文通过地方政府网站、百度搜索引擎等查找各地方政府“推动企业上市”相关法规颁布时间，若地方政府多次颁布相关法规，则选取最早颁布的法规作为外生冲击，最终分别获得法规颁布前、后地区-年度观测值各 169、83 个，公司-年度观测值各 1074、846 个。(2) 考虑到相对已上市公司，拟上市公司获得的政府补助较多，本文以同地区、同年度、同行业、规模相近的已上市公司为参照组，分析拟上市公司与参照组公司获得政府补助的差异；若拟上市公司获得政府补助更多，则证明地方政府推动公司上市是 IPO 公司获得补助的一个原因；依据上述匹配标准，本文分别获得公司上市

前一年、前两年、前三年匹配的已上市公司观测值 535、549、562 个。回归结果见表 9，其中第 1、2 列是研究设计（1）的回归结果，第 3、4、5 列是研究设计（2）的回归结果。

表 9 第 1、2 列显示，法规颁布后虚拟变量 (*POST_REG*) 系数在 5% 水平上显著为正，结果说明，在地方政府颁布“推动企业上市”法规后，其为拟上市公司提供了更多补助。第 3、4、5 列显示，在公司上市前一年、前两年、前三年，拟上市公司虚拟变量 (*TREAT*) 系数在 5% 水平上显著为正，说明与同地区、同年度、同行业、规模相近的已上市公司相比，拟上市公司获得的政府补助更多。上述结果表明，地方政府推动本地区公司上市是其为 IPO 公司提供补助的重要原因。

表 9 考虑其他影响地方政府为 IPO 公司提供补助因素的检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>SUB%</i>	<i>SUB</i>	<i>SUB</i>	<i>SUB</i>	<i>SUB</i>
	全样本	全样本	<i>IPO -3</i>	<i>IPO -2</i>	<i>IPO -1</i>
截距	-0.0081 [-0.72]	-19.8725*** [-5.09]	-20.7557*** [-4.13]	-12.1876** [-2.39]	-11.0878** [-2.43]
<i>POST_REG</i>	0.0012** [2.01]	0.8690*** [3.12]			
<i>TREAT</i>			1.6557** [2.39]	2.6761*** [4.39]	1.4706*** [2.63]
<i>MKTI</i>	-0.0007*** [-8.52]	-0.1973*** [-2.73]	-0.1478 [-1.42]	-0.1103 [-1.26]	-0.0865 [-1.27]
<i>SecondIND%</i>	0.0001** [2.53]				
<i>ThirdIND%</i>	0.0002*** [5.49]				
ΔGDP	0.0000 [0.13]				
<i>PMC</i>		-0.6661*** [-5.33]	-0.4106* [-1.88]	-0.7052*** [-3.70]	-0.1487 [-0.96]
<i>FR</i>		0.1619*** [4.89]	0.1182** [2.48]	0.1329*** [3.30]	0.0795** [2.15]
<i>ASSETS</i>		1.8155*** [8.07]	0.9225*** [3.45]	0.7445*** [2.94]	0.6460** [2.56]
<i>LEV</i>		-6.7383*** [-5.46]	-0.2036 [-0.15]	-0.798 [-0.61]	1.495 [1.17]
<i>ROA</i>		-6.6212*** [-3.15]	-1.9619 [-0.78]	-5.2447** [-2.25]	1.2633 [0.59]
<i>EMPLOYEE</i>		-0.3804* [-2.02]	0.2580 [1.16]	0.4595** [2.15]	0.4250** [2.07]
<i>Year</i>	不控制	不控制	控制	控制	控制
<i>Industry</i>	不控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	252	1920	1175	1189	1202
<i>Adj. R²</i>	0.38	0.12	0.14	0.19	0.22

注：法规颁布后虚拟变量 (*POST_REG*)：如果公司上市时间在所处地区“推动公司上市”法规颁布时间之后则取 1，否则取 0。拟上市公司虚拟变量 (*TREAT*)：若为拟上市公司则取 1，若为同地区、同年度、同行业、规模相近的已上市公司则取 0。

2. 考虑内生性影响的政府补助与 IPO 公司长期业绩的检验

公司的某些特征可能同时影响其是否获得政府补助及公司长期业绩，如，一方面，盈利能力差的公司更可能获得政府补助，另一方面，即便未获得政府补助，其自身盈利能力差也会造成公司长期业绩下降。鉴于此，本文采用两阶段回归模型进行估计，以克服政府补助的内生性问题。具体地，本文采用模型（2）作为第一阶段回归模型，并将预测值 D_SUB_hat 代入模型（6）、（7），第二阶段回归结果详见表 10。表 10 显示，公司上市后三年 ΔROA 与 D_SUB_hat 、 $BHAR$ 与 D_SUB_hat 回归系数均在 10% 水平上显著为负，结果与表 6 一致。上述结果表明，内生性问题并不影响本文的主要研究结论。

表 10 考虑内生性影响的政府补助与 IPO 公司长期业绩的回归分析

变量	ΔROA			$BHAR$		
	$IPO+1$	$IPO+2$	$IPO+3$	$IPO+1$	$IPO+2$	$IPO+3$
截距	0.0062 [0.05]	-0.7139* [-1.74]	-0.4476*** [-2.95]	-0.2816 [-0.77]	-1.4522*** [-2.95]	-2.7397*** [-4.63]
D_SUB_hat	-0.0221** [-2.31]	-0.0331* [-1.85]	-0.0181*** [-2.68]	-0.1137*** [-3.80]	-0.1724*** [-4.45]	-0.0977** [-2.22]
PMC	-0.0002 [-0.03]	-0.0060 [-1.47]	-0.0033 [-1.12]	0.0170 [1.58]	0.0331*** [2.72]	0.0166 [1.15]
UDW	-0.0102 [-1.31]	-0.0139* [-1.75]	-0.0090 [-1.57]	0.0165 [0.63]	0.0336 [1.12]	-0.0503 [-1.48]
AUD	-0.0162 [-1.29]	-0.0121 [-0.94]	-0.0240 [-1.57]	-0.0959 [-1.32]	-0.1405* [-1.89]	-0.2248*** [-2.86]
$ASSETS$	0.0024 [0.40]	0.0410* [1.81]	0.0260*** [3.23]	0.0262 [1.43]	0.0961*** [3.83]	0.1599*** [5.38]
BM	-0.0587*** [-3.00]	-0.0675*** [-4.68]	-0.0872*** [-5.35]	-0.3946*** [-5.52]	-0.9087*** [-11.06]	-1.0760*** [-9.84]
LEV	0.0016 [0.07]	-0.2551* [-1.72]	-0.1477*** [-3.13]	-0.1373 [-1.37]	-0.2448** [-2.07]	-0.5223*** [-3.90]
PR	-0.0132 [-1.33]	0.0101 [1.07]	0.0034 [0.39]	-0.2158*** [-4.83]	-0.3212*** [-6.00]	-0.3405*** [-5.35]
$Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Industry$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	640	640	640	640	640	640
$Adj. R^2$	0.14	0.14	0.11	0.34	0.44	0.37

四、结论

针对我国 IPO 资源稀缺现象, 本文研究地区市场化水平与地方政府为 IPO 公司提供补助的关系, 并进一步考察政府补助对 IPO 公司长期业绩的影响。研究发现, 为争夺稀缺 IPO 资源, 地区市场化水平越低, 地方政府越偏好干预公司上市进程, 为 IPO 公司提供的补助也越多, 其原因在于, 市场化水平越低, 地方政府干预公司上市进程的动机越强, 干预效果也越明显。进一步地, 基于政府补助在公司上市过程中的“拔苗助长”, 本文发现 IPO 公司获得的政府补助越多, 上市后的盈余持续性越差, 会计业绩、市场业绩也越差。特别地, 本文发现, 政府补助负面效应在低质量公司中更为严重。研究表明, 作为地方政府争夺稀缺 IPO 资源的一种干预手段, 政府补助可能会扭曲公司正常生产活动, 降低公司持续经营能力。

本文对相关理论和政策实践均有重要意义。在理论层面, 与已有基于税收、贸易壁垒等干预手段分析地方政府机会主义行为的相关研究不同 (Oates, 1972; Young, 2000), 本文强调, 以争夺稀缺 IPO 资源为目标的政府补助政策会干扰公司实际运营, 降低其盈余持续性。与此同时, 已有政府干预 IPO 公司动因研究多基于官员攫取 IPO 公司利益视角展开分析 (Fan et al., 2007)。本文认为, 为争夺稀缺 IPO 资源, 地方政府“拔苗助长”式的补助政策虽可加速 IPO 公司上市进程, 其也可能导致公司后续增长乏力, 使公司长期业绩下降。在实践层面, 本文实证发现表明, 推进 IPO 注册制改革势在必行, 其原因在于, “注册制”将改善 IPO 资源稀缺现状, 降低地方政府向 IPO 公司提供补助的激励, 弱化政府补助负面效应。此外, 本文研究结论有助于投资者正确判断政府补助对公司价值的影响, 合理规划其投资决策。

注释

① <http://lianghui.people.com.cn/2015npc/n/2015/0305/c394298-26642056-4.html>

② <http://liaoning.nen.com.cn/system/2013/07/29/010585375.shtml>

③ 1993 年 12 月 17 日、1994 年 9 月 28 日、1996 年 1 月 24 日、1999 年 3 月 17 日, 证监会先后发布的《关于上市公司送配股的暂行规定》、《关于执行〈公司法〉规范上市公司配股的通知》、《关于 1996 年上市公司配股工作的通知》、《关于上市公司配股工作有关问题的通知》等法规均以净资产收益率衡量配股门槛; 1998 年 1 月 1 日起施行的《上海证券交易所上市规则》、《深圳证券交易所股票上市规则》均以净利润衡量特别处理 (ST) 门槛。

④ 考虑到 2007 年开始执行的《公司会计准则第 16 号——政府补助》改变了政府补助财务报表披露形式, 本文 2006 年之前 (包括 2006 年) 的政府补助数据取自利润表的“补贴收入”科目, 2007 年之后 (包括 2007 年) 的政府补助取自“营业外收入”附注明细。

⑤ 为比较不同政府补助组的系数差异, 本文参考 Cready et al. (2010) 的研究方法, 将所有政府补助虚拟变量引入到模型, 并采用无截距方式对模型进行估计。

⑥ 限于篇幅, 本文未报告上述结果。

⑦ 基于公司质量的模型 (4) 回归结果与模型 (5) 回归结果一致, 限于篇幅, 本文仅报告基于公司质量的模型 (5) 回归结果。

⑧ 基于公司质量的政府补助虚拟变量回归结果与政府补助金额变量的回归结果一致, 限于篇幅, 本文仅报告基于公司质量的政府补助金额变量回归结果。

参考文献

- (1) Arrow, K., 1962, Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention, in *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, Princeton University Press, Princeton, pp.609~626.
- (2) Chen, X., C. J. Lee and J. Li, 2008, “Government Assisted Earnings Management in China”, *Journal of*

Accounting and Public Policy, Vol.27, pp.262~274.

(3) Cordes, J. J., 1997, “Reconciling Normative and Positive Theories of Government”, *The American Economic Review*, Vol.87, pp.169~172.

(4) Cready, W., T. J. Lopez and C. A. Sisneros, 2010, “The Persistence and Market Valuation of Recurring Nonrecurring Items”, *The Accounting Review*, Vol.85, pp.1577~1615.

(5) Fan, J. P. H., T. J. Wong and T. Zhang, 2007, “Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.84, pp.330~357.

(6) Frye, T. and A. Shleifer, 1997, “The Invisible Hand and the Grabbing Hand”, *The American Economic Review*, Vol.87, pp.354~358.

(7) Hsieh, C. and P. J. Klenow, 2009, “Misallocation and Manufacturing TFP in China and India”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.124, pp.1403~1448.

(8) Jin, H., Y. Qian and B. R. Weingast, 2005, “Regional Decentralization and Fiscal Incentives: Federalism, Chinese Style”, *Journal of Public Economics*, Vol.89, pp.1719~1742.

(9) Kothari, S. P. and J. B. Warner, 1997, “Measuring Long-Horizon Security Price Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.43, pp.301~339.

(10) Krishnan, C. N. V., V. I. Ivanov, R. W. Masulis and A. K. Singh, 2011, “Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance, and Corporate Governance”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.46, pp.1295~1333.

(11) Lee, E., M. Walker and C. Zeng, 2014, “Do Chinese Government Subsidies Affect Firm Value?”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol.39, pp.149~169.

(12) Li, X., 2010, “The Impacts of Product Market Competition on the Quantity and Quality of Voluntary Disclosures”, *Review of Accounting Studies*, Vol.15, pp.663~711.

(13) Oates, W. E., 1972, *Fiscal Federalism*, Harcourt Brace Jovanovich.

(14) Piotroski, J. D. and T. Zhang, 2014, “Politicians and the IPO Decision: The Impact of Impending Political Promotions on IPO Activity in China”, *Journal of Financial Economics*, Vol.111, pp.111~136.

(15) Restuccia, D. and R. Rogerson, 2008, “Policy Distortions and Aggregate Productivity with Heterogeneous Establishments”, *Review of Economic Dynamics*, Vol.11, pp.707~720.

(16) Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1994, “Politicians and Firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.109, pp.995~1025.

(17) Teoh, S. H., I. Welch and T. J. Wong, 1998, “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Vol.53, pp.1935~1974.

(18) Teoh, S. H., T. J. Wong and G. R. Rao, 1998, “Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic?”, *Review of Accounting Studies*, Vol.3, pp.175~208.

(19) Xu, C., 2011, “The Fundamental Institutions of China's Reforms and Development.”, *Journal of Economic Literature*, Vol.49, pp.1076~1151.

(20) Young, A., 2000, “The Razor's Edge: Distortions and Incremental Reform in the People's Republic of China”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.115, pp.1091~1135.

(21) 樊纲、王小鲁、朱恒鹏：《中国市场化指数》，经济科学出版社，2011年。

(22) 李敏才、刘峰：《社会资本、产权性质与上市资格——来自中小板IPO的实证证据》，《管理世界》，2012年第11期。

(23) 马连福、曹春方：《制度环境、地方政府干预、公司治理与IPO募集资金投向变更》，《管理世界》，2011年第05期。

(24) 任曙明、吕镛：《融资约束、政府补贴与全要素生产率——来自中国装备制造企业的实证研究》，《管理世界》，2014年第11期。

(25) 任曙明、张静：《补贴、寻租成本与加成率——基于中国装备制造企业的实证研究》，《管理世界》，2013年第10期。

(26) 孙铮、刘凤委、李增泉：《市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据》，《经济研究》，2005年第5期。

- (27)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》，《金融研究》，2010年第8期。
- (28)王纪全、张晓燕、刘全胜：《中国金融资源的地区分布及其对区域经济增长的影响》，《金融研究》，2007年第6期。
- (29)王文甫、明娟、岳超云：《企业规模、地方政府干预与产能过剩》，《管理世界》，2014年第10期。
- (30)薛云奎、白云霞：《国家所有权、冗余雇员与公司业绩》，《管理世界》，2008年第10期。
- (31)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。
- (32)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。
- (33)朱松、陈运森：《政府补贴决策、盈余管理动机与上市公司扭亏》，《中国会计与财务研究》，2009年第3期。