

地区经济增长目标与现金股利政策： “扶持效应”或“投资效应”

黄蓉 黄伟玉 陈长腾¹

【摘要】：以 2008—2018 年深沪 A 股上市公司为样本，考察了地区经济增长目标对企业现金股利政策的影响。研究发现：地区经济增长目标降低了企业现金股利发放意愿和水平，体现为“投资效应”占主导。从具体作用机制看，地区经济增长目标会驱动企业加大投资支出，继而降低现金股利发放；并且地区经济增长目标设定过高，还会加剧企业过度投资，导致企业经营业绩下滑，继而影响企业现金股利的发放，这也是地区经济增长目标影响现金股利分配的深层次原因。进一步研究发现，地区经济增长目标对现金股利政策的降低效应在融资约束程度高和市场竞争程度小的企业中更显著。研究结果为政府优化经济管理行为、企业合理制定股利政策等方面提供了有益的启示。

【关键词】：经济增长目标 现金股利 过度投资 经营绩效

【中图分类号】 F832.51 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-169X (2021) 06-0065-10

一、引言与文献综述

经济增长目标是我国宏观经济政策调控的重要目标之一，每年的政府工作报告中，通常也会设定经济增长目标值指引各级地方政府开展工作。“在中国经济以奇迹般速度增长的过程中，地方官员对当地经济发展所体现出的兴趣和热情在世界范围内可能也是不多见的”（周黎安和陈烨，2005）。在以经济绩效与晋升挂钩的官员锦标赛背景下，地方政府官员在确保各地区经济增长目标的完成中扮演着重要角色。一方面，为了在晋升竞标赛中胜出，各地方官员竞相在中央制定的经济增长目标值的基础上“层层加码”；另一方面，在目标的完成阶段，各地方官员往往致力于实现甚至超额完成既定的经济增长目标（刘勇和黄灿，2020）。不可否认的是，以经济绩效与晋升挂钩的官员锦标赛机制一定程度上推动了地区经济增长，是经济发展的动力之一（周黎安，2007）。然而，现阶段中国经济发展更强调“高质量”已成为普遍共识。为此，中共十九大报告中未提及“GDP 翻番目标”。中共十九届五中全会则进一步提出“新发展阶段、新发展理念、新发展格局”，对“促进经济社会发展全面绿色转型”“推动高质量发展”“促进多层次资本市场健康发展”等进行了重大部署。但是，在长期高速增长目标导向下，地方政府“唯 GDP 增长”的政绩观招致的不良影响已是既定事实，如基础设施过度投资（王贤彬和徐现祥，2009）、环境污染（黄菁和陈霜华，2011）等。不仅是阻碍新阶段经济发展的“绊脚石”，也影响着实体经济中微观企业的发展，且不利于维护资本市场的健康发展。

以往关于地区经济增长目标宏观层面的研究，主要是关注经济增长目标设定如何影响经济增长（徐现祥和梁剑雄，2014），考察经济增长目标硬约束对货币政策超调、全要素生产率水平、需求动力结构调整和金融市场稳定性的影响（马草原和李成，2013；余泳泽等，2019；任晓怡等，2020）。从微观层面看，地区经济增长目标的设定将对企业的财务活动产生重大影响。地区经济增长目标是微观企业的投资风向标，企业会顺应政府经济目标号召在“走势好”的区域加大投资，以抢占经济利益（钟春平和田敏，2015）。此外，为了完成经济增长目标，辖区内政府经济投入和相关政策出台也会惠及地方企业。然而，过高的经济增长目标压力往往促使地方政府更倾向短期经济行为，或者利用自身优势干预资本市场、地方银行贷款和政府补贴等对企业施

¹**作者简介**：黄蓉（1980-），湖北恩施人，广东工业大学管理学院，博士，教授，研究方向为公司治理与资本市场；黄伟玉（1995-），广西贵港人，广东工业大学管理学院，硕士研究生，研究方向为公司治理与资本市场；陈长腾（1993-），湖北孝感人，广东工业大学管理学院，硕士研究生，研究方向为公司治理与资本市场。

以压力。这不仅干预微观主体的经营决策，甚至挤占企业研发投入资源、损害企业的长期价值，导致企业全要素生产率的下降（刘勇和黄灿，2020）。因此，地区经济增长目标影响微观经济主体财务活动的经济后果具有多面性，企业财务活动的结果又影响现金流不确定性和利润分配，继而影响企业现金股利分配的意愿和比例。鉴于此，笔者聚焦于地区经济增长目标如何影响企业的现金股利政策，并研究其中存在何种影响机制？

为更好地解释地方经济增长目标设定对企业现金股利政策的影响，本文认为可能存在两条相反的机制路径。一是地方经济增长目标的“扶持效应”：地方经济增长目标设定越高，企业可能会因为受到政府政策扶持得以缓解内部融资约束，或因受到鞭策激励促进进一步发展从而带来充足的现金流，由此提高了股利分配意愿和水平。二是地方经济增长目标的“投资效应”：地区经济增长目标会驱动企业加大投资支出，从而“挤占”用于股利分配的留存资金，继而降低了现金股利发放意愿和水平；更进一步地，地区经济增目标设定过高，会导致企业过度投资，造成企业内部现金流消耗殆尽，继而降低了企业现金股利发放的意愿和水平。此外，在进一步分析中，对融资约束和市场竞争的异质性进行了差异探索。

本文的贡献主要体现在：第一，首次研究了地区经济增长目标对微观企业利润分配的影响，从宏观视角进一步丰富了企业现金股利影响因素的研究。第二，发现地区经济增长目标作用于微观企业现金股利政策的路径，主要通过驱动企业投资，甚至过度投资导致经营业绩下滑，从而降低现金股利发放意愿和水平。此外，结合融资约束差异和市场竞争差异进一步考察了地区经济增长目标对企业现金股利政策的影响。

二、研究的假设

（一）地区经济增长目标与现金股利政策

1. 地区经济增长目标提高了现金股利：“扶持效应”

已有研究指出，地区经济增长目标设定是推动区域经济发展的重要推力，区域性经济的发展势必会给微观企业带来正向影响（孙文凯和刘元春，2016）。由于地方政府官员的绩效考核和晋升与地区经济增长目标的完成密切相关，地方政府不仅通过财政政策和货币政策等手段引导社会投资，也能通过政府补助、税收优惠等扶持手段改善企业的外部环境。因此，地区经济增长目标的完成会直接或间接影响企业。具体表现在以下两个方面：第一，为了完成经济增长目标，地方政府通过实施各项优惠政策，如信贷支持、税收优惠、政府补助等，以加大对辖区内企业政策和服务的扶持力度（刘淑琳等，2019）。受惠于地方政府扶持的企业，可以获取税收优惠、政策性贷款和政府补助等资源，这可以缓解企业内部融资约束并带来更多可支配的现金流入，从而提升现金股利发放的意愿和水平。第二，经济增长目标设定越高，地方政府对企业会提出更高的经济贡献值，故而企业受到的压力和鞭策越大。为了完成地方政府“保增长”的目标，企业只能调动可用资源扩大产能或“降本提效”以提高生产效率。一方面，积极的经营策略传递出企业发展潜力大的信号，给企业外部融资带来便利，减少内部资金的利用，产生更多的现金结余。另一方面，生产效率的提高将为企业带来更加充裕的现金流和收益流，从而提高了企业现金股利发放的意愿和水平（任晓怡等，2020）。

综上，地区经济增长目标越高，企业因受到政府政策扶持得以缓解内部融资约束，或因受到鞭策激励进一步发展进而带来充足的现金流，从而提高了股利分配意愿和水平。基于此，提出研究假设 1：

假设 1：地区经济增长目标与现金股利支付意愿和支付水平正相关。

2. 地区经济增长目标降低了现金股利：“投资效应”

在中国政治背景下，“压力型体制”特点异常突出，以经济增长为考核标准的晋升锦标赛直接导致地区经济增长目标的“层

层加码”特征（周黎安等，2015）。而企业投资是地方经济增长和增加财政最直接的途径之一，自然成为政府干预的重点（陈艳艳和罗党论，2012）。因此，辖区内的企业投资行为容易受经济增长目标的推动。客观上，地方经济增长目标设定越高，政府干预企业投资的动机越强，辖区内的企业受到的政治压力越大。地方政府为了完成既定目标，通过实施各项政策，甚至行政约束权力诱导和驱动企业进行投资。主观上，我国地方政府手握财政、金融、经济等多项管理权力，同时管辖着本地区的各项资源（土地、信贷、补贴等），这些均与企业的发展息息相关。为了寻求自身发展，企业通常会通过各种手段主动与地方政府建立良好关系，自然也包括为政府“分忧”，从而积极扩大投资以完成政府“保增长”的目标。可见，企业客观上受到地方政府“有形之手”的干预压力，主观上有迎合地方政府战略的动机。在此背景下，企业必须加大投资规模。而根据“优序融资理论”，相比于外源融资所付出的额外成本，企业往往更倾向于选择内源融资满足投资需求，继而减少了用于利润分配的资金份额，企业现金股利发放的意愿和水平越低。

地区经济增长目标的设定过高，可能会超出地区经济要素禀赋，引发过度投资基础设施、财政支出扭曲等经济后果（王贤彬和徐现祥，2009），甚至地区微观主体肩负的压力可能超过其承受能力，从而造成微观主体投资效率低下，影响经营业绩和现金股利分配意愿。从政府的角度看，地区经济增长目标的设定是一个短期性的目标，经济增长目标设定过高，地方官员短期内完成目标的压力越大，地方官员催生更为强烈的投资冲动。此时，政府“有形之手”可能不再发挥弥补市场缺陷的作用。为了完成“保增长”目标，地方政府加大重复性基础设施建设，甚至过度依赖投资房地产市场发展造成对实体经济的侵蚀。已有研究指出，地方政府这种具有明显偏向性的支出结构对私人投资存在“挤出效应”，甚至错误引导企业偏离主业投资、挤占企业创新资金投入（余泳泽和张少辉，2017）。从企业的角度看，地方经济增长目标越高，这种政绩压力最后会压实下沉到微观企业（任晓怡等，2020），企业肩负地区经济增长的重担越大。一方面，为了完成“保增长”目标，企业只能扩大自己原有的生产规模，但过度投资扩张未必引起边际报酬的正向递增，反而滑向递减区间。另一方面，受困于资源约束，企业必将绕过主营业务甚至放弃周期长、回报慢的创新项目，以追求更快捷的方式完成“保增长”要求，短期性项目的投资成为必然选择。然而，这种只求“量和速”，不重视“质”的投资模式不仅不能带来帕累托增加，反而损害企业长期价值的增长。不论是“大规模生产扩张”引起的过度投资，还是“偏离主业”引起短期性的过度投资行为，非但不能提高企业的经营业绩，反而对企业原有的经营业绩造成损害，导致企业经营业绩非增反降的经济后果，进而降低企业现金股利发放意愿和水平。

综合以上，地区经济增长目标会驱动企业加大投资支出，从而“挤占”用于股利分配的留存资金，继而降低了现金股利发放意愿和水平；但是，地区经济增目标设定过高，会导致企业过度投资，造成企业内部现金流消耗殆尽，继而降低了企业现金股利发放的意愿和水平。基于此，提出研究假设 2：

假设 2：地区经济增长目标与现金股利支付意愿和支付水平负相关。

假设 2a：地方经济增长目标设定越高，企业加大投资力度，企业投资支出增加，间接降低了企业现金股利支付意愿和水平。

假设 2b：地方经济增长目标设定过高，会导致企业的过度投资行为，降低了企业经营绩效，从而降低了企业现金股利支付意愿和水平。

（二）融资约束程度的调节效应

现有研究已经证明，融资约束程度不同的企业，其对于内部留存资金的使用存在差异，直接影响到投资决策和现金股利分配等行为（徐寿福等，2016）。具体来说，第一，融资约束程度越大的企业，其获取外部资金的壁垒相对较大，因而更多地依靠内源资金开展企业的财务活动。对于融资约束程度大的企业来说，在高经济增长目标的压力下，虽然迎合地方政府“保增长”目标会获得一定的信贷优惠和政府支持，但其获取外部资金的成本仍旧高昂，内源融资依旧是首选。在内部资金规模既定的前提下，经济增长目标驱动下的投资活动，势必“挤占”股利分配的份额，从而降低了现金股利分配的意愿和比例。第二，融资约束程度低的企业，其获取外部资金的渠道广、成本相对较低，依赖内部留存资金进行投资活动的动机较弱。同时，融资约束

程度低的企业，其可支配的自由现金流更充足，可以有效应对经济增长目标压力下的投资支出困境。综合以上，融资约束程度越大，会进一步恶化经济增长目标与现金股利的负相关关系。基于此，提出研究假设 3：

假设 3：相比于融资约束程度低的企业，融资约束程度高的企业中，地方经济增长目标与现金股利政策负相关关系进一步恶化。

（三）市场竞争程度的调节效应

企业的投资和分配活动不仅受到政府行为的影响，还受到市场环境的影响。产品市场竞争是企业重要的外部治理机制之一，通过促进企业优化资源配置，约束管理层的投资行为，从而弱化经济增长目标对现金股利的负向影响。具体来说，企业面临的市场竞争程度越激烈，其优胜劣汰的危机感越强，面临的经营风险越高。此时，为规避“被淘汰”的风险，企业对投资活动的选择更为谨慎（何熙琼等，2016）。第一，企业会以企业价值最大化为主，更多地选择净现值为正的投资项目。即使政府经济增长目标压力下沉到企业，在高市场竞争威胁下，企业也会更注重高质量的投资，比如通过加大技术创新投入、产品升级研发等，为企业带来竞争优势和经济效益，从而促进现金股利的发放。第二，企业会减少政府“保增长”目标压力下的盲目投资行为，摒弃净现值为负的投资项目，提高企业可支配的留存资金，促进现金股利的发放。综合以上，企业所面临的外部市场竞争环境越激烈，越能弱化经济增长目标对现金股利分配政策的负向影响。基于此，提出研究假设 4：

假设 4：相比于市场竞争程度低的企业，市场竞争程度高的企业中，地方经济增长目标与现金股利政策负相关关系有所缓解。

三、研究设计

（一）样本选择

本文主要变量的数据来源于国泰安（CSMAR）数据库，所使用的省级年度经济增长目标数据来自政府工作报告及五年规划文本整理所得。选取 2008—2018 年沪深 A 股上市公司数据为样本，在剔除金融类、含有缺失值、ST 和 *ST 类的样本后，对所有连续变量两端的 1% 进行极值处理，最终得到 23903 个研究样本，并采用 Stata15.0、excel 等进行相关数据处理。

（二）变量设计

1. 核心变量的衡量

现金股利：采用股利分配意愿（Dum_div）和股利分配水平（Div）衡量上市公司的现金股利。其中，股利分配意愿表示是否分配现金股利，股利分配水平用每股股利来表示。

地区经济增长目标：省级政府于年初公布的经济增长目标值。构建两个指标衡量地区经济增长目标：第一，Ecotarget1 表示经济增长目标的初始值；第二，参考徐现祥和梁剑雄（2014）的研究，定义 Ecotarget2 值等于 $\ln(\text{经济增长目标初始值}+1)$ ，用于稳定性检验。以上指标越大表示地区经济增长目标的设定越高。

2. 传导机制变量的衡量

企业投资支出：参考杨兴全和王丽丽（2020）的研究，采用资本支出额（Invest）表示企业当期投资支出的力度。

企业过度投资：参考李青原（2009）的方法估计企业过度投资的程度，并构建以下模型：

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Growth}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Size}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{Lev}_{i,t-1} \\ & + \alpha_4 \text{Cash}_{i,t-1} + \alpha_5 \text{Age}_{i,t-1} + \alpha_6 \text{Ret}_{i,t-1} \\ & + \alpha_7 \text{Invest}_{i,t} + \Sigma \text{Year} + \Sigma \text{Industry} + \varepsilon \quad (1) \end{aligned}$$

其中，Invest 表示（购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额）/总资产；Growth 表示主营业务收入增长率；Size 表示总资产的对数；Lev 表示资产负债率；Cash 表示（货币资金+短期投资净额）/总资产；Age 表示（企业上市年龄+1）的对数；Ret 表示考虑现金红利再投资的股票年度回报率；在对上述模型进行回归所得的残差值表示企业投资效率，残差值大于 0 时，表示企业存在过度投资即 Overinvest=1，其余取 Overinvest=0。

企业经营业绩：参考蔡吉甫（2009）的研究，用息税前利润/总资产表示企业的经营业绩，记作 Ebit。

3. 调节变量的衡量

融资约束：参考 Hadlock & Pierce (2010) 的研究，用 Sa 指数作为融资约束变量，其中 $Sa = -0.737 \times \text{公司规模} + 0.043 \times \text{公司规模}^2 - 0.04 \times \text{公司年龄}$ ；若融资约束程度大取 1，反之取 0。同时为了规避因融资约束测量选取造成的误差，使用 KZ 指数做稳健性测试 (Lamont et al., 2001)。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量测度
被解释变量	现金股利发放意愿	Dum_div	分配现金股利时，Dum_div 取 1；不分配现金股利时，Dum_div 取 0
	现金股利发放水平	Div	每股股利
解释变量	地区经济增长目标	Ecotarget1	经济增长目标的初始值
传导机制变量	投资支出	Invest	资本支出额
	过度投资	Overinvest	借鉴 Richardson (2006) 的方法计算所得
	经营业绩	Ebit	息税前利润/总资产
调节变量	融资约束	Sa	融资约束程度大取 1，反之取 0
	市场竞争	HHI	市场竞争程度大取 1，市场竞争程度小取 0
控制变量	企业规模	Size	Ln（总资产）
	成长机会	Grow	主营业务收入增长率
	企业竞争地位	Pcm	（营业收入-管理费用-营业成本-销售费用）/营业收入
	股权性质	Soe	国有取 1，否则取 0
	企业年龄	Age	Ln（企业成立年数）
	经营现金流	Cfo	经营活动产生的现金净额/总资产
	年度控制变量	Year	哑变量
	行业控制变量	Ind	哑变量

市场竞争水平：使用赫芬达尔指数（HHI）来衡量，具体公式如下：

$$HHI = \sum \left(\frac{X_i}{X} \right)^2$$

其中 $X = \sum X_i$, X_i 为行业内各个企业的营业收入。HHI 指数越低表示市场竞争程度越高，以小于行业年度均值的 HHI 记为 1，表示市场竞争程度越大；反之记为 0。

4. 控制变量的衡量

参考刘勇和黄灿（2020）、任晓怡等（2020）的研究，在企业层面控制了公司规模（Size）、成长机会（Grow）、企业竞争地位（Pcm）、股权性质（Soe）、企业年龄（Age）、经营现金流（Cfo）等。此外，还控制了行业和年份的固定效应。模型各变量定义见表 1。

（三）模型设计

为验证地区经济增长目标对企业现金股利政策的影响，对数据进行多元回归。其中由于因变量股利分配意愿为虚拟变量，采用 Logit 模型，因变量股利分配水平采用混合 OLS 回归模型。构建以下基础模型：

$$\begin{aligned} \text{Dum_div}(\text{Div}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ecotarget1}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{Grow}_{i,t} + \beta_4 \text{Pcm}_{i,t} + \beta_5 \text{Soe}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Age}_{i,t} + \beta_7 \text{Cfo}_{i,t} + \sum \text{Year} \\ & + \sum \text{Ind} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

四、实证分析

（一）描述性分析

报告了主要变量的描述性统计分析结果，从中可以看出，现金股利发放意愿（Dum__div）均值为 0.706，我国上市公司现金股利支付现象普遍发生；现金股利发放水平（Div）的均值为 0.240，标准差为 0.248，中位数为，说明样本中每股股利约为 0.240 元，半数以下企业的每股股利不到 0.248 元，较高的标准差说明现金股利支付水平的离散型较为突出；总体来说，我国上市企业股利发放水平低，企业间发放差异大。地区经济增长目标（Ecotarget1）最大值 12，最小值仅为 6，说明我国各个地区经济增长目标设定差异巨大。

（二）回归结果分析

1. 地区经济增长目标与现金股利政策

列（1）和（3）报告了地区经济增长目标对现金股利发放意愿的影响结果，列（2）和（4）报告了地区经济增长目标对现金股利发放水平的影响结果。其中列（3）和（4）在列（1）和（2）的基础上添加了控制变量。无论是未加控制变量还是考虑了控制变量，地区经济增长目标与现金股利发放意愿和水平均在 1% 显著水平下负相关，证实了假设 2。即地区经济增长目标对现金股利政策的影响是受到“投资效应”驱动，地区经济增长目标越高，企业现金股利发放意愿和水平越低。但具体的机制检验还有待进一步检验。

2. 地区经济增长目标与现金股利政策：机制检验

为进一步说明地区经济增长目标对现金股利政策的“投资效应”路径，借鉴温忠麟等（2004）的中介效应三步法，在延用基础模型（2）式的基础上构建以下模型：

$$\begin{aligned} \text{Invest /Overinvest /Ebit} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ecotarget1}_{i,t} \\ & + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Grow}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{Pcm}_{i,t} + \beta_5 \text{Soe}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Age}_{i,t} + \beta_7 \text{Cfo}_{i,t} \\ & + \sum \text{Year} + \sum \text{Ind} + \varepsilon \quad (3) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Dum_div(Div)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Ecotarget1}_{i,t} + \beta_2 \text{Invest /} \\ & \text{Overinvest/Ebit} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{Grow}_{i,t} + \beta_5 \text{Pcm}_{i,t} + \beta_6 \text{Soe}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{Age}_{i,t} + \beta_8 \text{Cfo}_{i,t} + \sum \text{Year} \\ & + \sum \text{Ind} + \varepsilon \quad (4) \end{aligned}$$

由假设 2a 可知，地区经济增长目标对企业现金股利政策的影响基于“投资效应”，即受地方政府“保增长”影响，辖区内的企业既有受到地方政府政治干预影响的，也有主动迎合地方政府动机的，从而表现为地区经济增长目标驱动企业进行投资，然而在“优序融资理论”下，企业更多地会优先使用内部资金开展投资活动，继而挤占了用于现金股利分配的份额，从而减少了企业现金股利发放的意愿和水平。为了验证“经济增长目标——驱动企业扩大投资——现金股利分配下降”机制路径，在延用式（2）基础回归结果的基础上，检验式（3）中地区经济增长目标对投资支出的影响，列（1）中地区经济增长目标与投资支出在 5% 显著水平下正相关，然后将地区经济增长目标和投资支出对现金股利政策进行回归，列（2）和（3）中 Ecotarget1 和 Invest 的回归系数均在 1% 显著水平下通过了检验，即地区经济增长目标驱动企业投资支出增加，间接导致了企业现金股利发放意愿和水平的下降。

由假设 2b 可知，过高的地区经济增长目标可能会引起企业过度投资行为，无论是盲目扩大产能引起的过度投资还是追求短期效益的过度投资，不仅会造成企业内部现金流消耗殆尽，而且会带来经营绩效下滑的不利后果，从而导致企业现金股利发放意愿和水平的下降。列（1）中地区经济增长目标与过度投资在 5% 显著水平下正相关，列（2）中 Ecotarget1 和 Overinvest 的回归系数均在 1% 显著水平下通过了检验，证实了“过高的经济增长目标——加剧企业过度投资——现金股利分配下降”机制路径；列（3）中地区经济增长目标与经营业绩在 1% 显著水平下负相关，列（4）中 Ecotarget1 和 Ebit 的回归系数均在 1% 显著水平下通过了检验，证实了“过高的经济增长目标——引起经营业绩下滑——现金股利分配下降”机制路径。这表明地区经济增长目标会驱动企业进行投资，但可能是一种无效率的投资行为。

3. 地区经济增长目标与现金股利政策：融资约束水平的调节效应

在式（2）的基础上构建交乘项 Ecotarget1×Sa，检验企业的融资约束水平差异对地区经济增长目标与现金股利政策的调节作用，列（1）和（2）所示。交乘项 Ecotarget1×Sa 的回归系数在 1% 的显著性水平下负相关，表明相比于融资约束程度低的企业来说，融资约束程度高的企业更难获取外部资金，过高地区经济增长目标的压力下沉至微观企业，势必因加大投资支出而挤占内部资金，恶化地区经济增长目标对现金股利政策的不利影响。

4. 地区经济增长目标与现金股利政策：市场竞争程度的调节效应

在式（2）的基础上构建交乘项 $Ecotarget1 \times HHI$ ，检验企业的市场竞争环境差异对地区经济增长目标与现金股利政策的调节作用，结果如列（3）和（4）所示。交乘项 $Ecotarget1 \times HHI$ 的回归系数在 5% 和 1% 的显著性水平下正相关，表明市场竞争环境越激烈，企业面临的经营不确定性更高，经济增长目标驱动下的投资决策更加谨慎，从而减少了更多的无效投资支出，留存资金更为充足，继而弱化了经济增长目标对现金股利的不利影响。

（三）稳定性检验¹

第一，更换变量的计算口径。参考徐现祥和梁剑雄（2014）的研究，定义 $Ecotarget2$ 值等于 $\ln$ （经济增长目标初始值+1），带入模型一检验主效应是否稳健。结果与前文结论一致。接着使用 Lamontetal. (2001) 构造的 KZ 指数代替 Sa 指数测度融资约束水平，结果与前文结论一致。第二，剔除政策因素和延长核心解释变量的预测窗口。为消除 2008 年和 2011 年政府出台的相关半强制分红政策的影响，剔除 2008 年和 2011 年相关样本后重新回归。结果与前文结论一致。第三，延长核心解释变量的预测窗口。参考任晓怡等（2020）做法，考虑从动态时间序列的角度考察地方经济增长目标的远期特征，即以当期的地方经济增长目标对前置 1 期、2 期、3 期的企业现金股利政策进行回归。结果显示地方经济增长目标对企业现金股利分配政策稳定影响的持久性和长期性，也证明了本文研究结论的稳健性。第四，考虑“扶持效应”的影响。如前文所述，经济增长目标对现金股利的负向作用，根本原因在于经济增长目标驱动企业投资支出，并且过高的驱动压力会造成企业资源错配和过度投资，继而挤占用于分配的资金份额，导致现金股利分配意愿和水平的下降。而地方政府为了完成经济增长目标，拉动地方企业投资，势必会通过实施各项优惠政策如信贷支持、税收优惠、政府补助等，以加大对辖区内企业的扶持力度。企业在获得地方政府扶持下，经济增长目标能否促进企业现金股利的发放呢？为进一步印证经济增长目标对现金股利的负相关关系，是“投资效应”占主导。以企业每年获得的政府补助为例，企业每年获得的政府补助记为 Govs。同时，在式（2）的基础上，构建 $Ecotarget1 \times Govs$ 交乘项，在考虑政府扶持的因素下，经济增长目标与现金股利的负相关关系依然成立，并且 $Ecotarget1 \times Govs$ 交乘项的回归系数为正，但不显著。这表明政府“扶持效应”虽然存在，但并不占主导，这也侧面印证了经济增长目标对现金股利的负向作用，是“投资效应”占主导，证明了本文研究结论的稳健性。

五、结论与启示

我国当前尚处于转轨经济时期，设定经济增长目标是我国进行宏观经济管理的重要手段。微观经济主体的财务活动伴随着地方政府经济干预与政策扶持等特征，在影响企业投资活动与经营绩效的同时也有可能间接影响企业的利润分配活动。以 2008—2018 年深市 A 股上市公司为样本，考察了地区经济增长目标对企业现金股利政策的影响、作用机制、融资约束和市场竞争的异质性。研究发现：第一，地区经济增长目标降低了企业现金股利发放意愿和水平，体现为“投资效应”占主导。第二，从具体作用机制上来看，地区经济增长目标会驱动企业加大投资支出，继而降低现金股利发放，并且地区经济增长目标设定过高，还会加剧企业过度投资，导致企业经营业绩下滑，继而影响企业现金股利的发放，这也是地区经济增长目标影响现金股利分配的深层次原因。第三，进一步研究发现，相比于融资约束程度低的企业，融资约束程度高的企业中，经济增长目标与现金股利政策负相关关系进一步恶化。相比于市场竞争程度低的企业，市场竞争程度高的企业中，经济增长目标与现金股利政策负相关关系有所缓解。

以上结论对我国政府有效进行地方官员晋升机制改革、优化经济目标管理和企业理性制定投资方案、合理制定股利政策提供了有效借鉴。具体来说：第一，政府应当优化地方官员的晋升机制，打破“唯 GDP 论英雄”的传统官员考核机制。突出强调“高质量发展、科学发展观”的新发展理念，引导官员政绩考核由“经济增长锦标赛”向“高质量发展锦标赛”转变。这样既可以解决地区经济发展过程中低效率投资问题，也可以顺应当前高质量发展的局势，加快经济发展改革的步伐。第二，政府应当认识到经济增长目标管理是一把“双刃剑”，如何善用经济增长目标管理是向高质量发展转型的关键。不可否认的是，设定经济增长目标一定程度上促进了当地经济发展，并且政府的政策倾斜和财政扶持等均能带动当地企业的经营发展。然而，一旦过度追求增长速度，经济增长目标推动经济增长的效果将趋于下降。只有进一步拓展经济增长管理目标的内涵，才能有效引导地方企业科学发展。第三，企业要发挥理性“经济人”作用，完善公司内部治理机制。企业的投资决策要以企业战略定位为导

向,以企业实际发展需求为立足点,建立高效的投资监管机制。在理性权衡“政治收益与自身长远发展”利弊的前提下,合理规划投资支出和投资结构,提高企业投资效率。第四,企业现金股利政策的发放会受到宏观经济环境的负面影响,地区经济增长目标管理,既也没有提高辖区内企业现金股利发放不能有效维护中小股东的利益。因此,企业在顺应政府号召进行投资决策时,也需要兼顾中小股东的权益保障和再融资需求的阻力。

参考文献:

- [1]蔡吉甫.自由现金流量、过度投资与公司业绩[J].当代财经,2009,(6):119~123.
- [2]陈艳艳,罗党论.地方官员更替与企业投资[J].经济研究,2012,(S2):18~30.
- [3]何熙琼,尹长萍,毛洪涛.产业政策对企业投资效率的影响及其作用机制研究——基于银行信贷的中介作用与市场竞争的调节作用[J].南开管理评论,2016,(5):161~170.
- [4]黄菁,陈霜华.环境污染治理与经济增长:模型与中国的经验研究[J].南开经济研究,2011,(1):142~152.
- [5]李青原.会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据[J].审计研究,2009,(4):65~73+51.
- [6]刘淑琳,王贤彬,黄亮雄.经济增长目标驱动投资吗?——基于2001-2016年地级市样本的理论分析与实证检验[J].金融研究,2019,(8):1~19.
- [7]刘勇,黄灿.经济增长目标与企业创新[J].金融学季刊,2020,(2):1~24.
- [8]马草原,李成.国有经济效率、增长目标硬约束与货币政策超调[J].经济研究,2013,(7):76-89+160.
- [9]任晓怡,向海凌,吴非.地方经济增长目标如何影响金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济学报,2020,(2):1~34.
- [10]孙文凯,刘元春.政府制定经济目标的影响——来自中国的证据[J].经济理论与经济管理,2016,(3):5~13.
- [11]王贤彬,徐现祥.转型期的政治激励、财政分权与地方官员经济行为[J].南开经济研究,2009,(2):58~79.
- [12]温忠麟,张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004,(5):614~620.
- [13]徐寿福,邓鸣茂,陈晶萍.融资约束、现金股利与投资-现金流敏感性[J].山西财经大学学报,2016,(2):112~124.
- [14]徐现祥,梁剑雄.经济增长目标的策略性调整[J].经济研究,2014,(1):27~40.
- [15]杨兴全,王丽丽.产业政策对公司现金股利的影响:政策扶持抑或投资驱动[J].山西财经大学学报,2020,(3):62~75.
- [16]余泳泽,刘大勇,龚宇.过犹不及事缓则圆:地方经济增长目标约束与全要素生产率[J].管理世界,2019,(7):26-42+202.

-
- [17]余泳泽, 张少辉. 城市房价、限购政策与技术创新[J]. 中国工业经济, 2017, (6):98~116.
- [18]钟春平, 田敏. 预期、有偏性预期及其形成机制: 宏观经济学的进展与争议[J]. 经济研究, 2015, (5):162~177.
- [19]周黎安, 陈烨. 中国农村税费改革的政策效果:基于双重差分模型的估计[J]. 经济研究, 2005, (8):44~53.
- [20]周黎安, 刘冲, 厉行, 翁翕. “层层加码”与官员激励[J]. 世界经济文汇, 2015, (1):1~15.
- [21]Hadlock, C. J., and J. R. Pierce. New Evidence on Measuring Financial Constraints:Moving Beyond the KZ Index[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(5):1909~1940.
- [22]Lamont, Owen, Polk, et al. Financial constraints and stock returns. [J]. Review of Financial Studies, 2001, 14(2):529~554.

注释:

1 限于篇幅, 结果留存备索。