

地区竞争压力、要素配置扭曲与企业投资效率

王卫星,张佳佳

(常州大学 商学院,江苏 常州 213164)

[摘要]企业投资效率问题一直是理论界和实务界关注的热点话题,很多学者对地区竞争压力与企业投资效率的关系机理及干预路径展开研究。以2004—2015年我国沪深主板市场A股上市企业为样本,实证检验了地区竞争压力、要素配置扭曲与企业投资效率的关系。研究发现,地区竞争压力越大,企业投资效率越低;进一步分析表明地区竞争通过扭曲要素配置使得企业投资效率低下。从地区竞争压力视角研究企业投资效率的制度成因,为提高企业投资效率提供了参考。

[关键词]地区竞争;要素配置;企业投资效率;企业投资决策;过度投资;企业投资行为;供给侧结构性改革

[中图分类号]F235.99 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2017)06-0052-12

一、引言

近年来,中国经济结构不合理问题使得宏观经济发展放缓,逐步进入“新常态”。投资是拉动经济增长的重要力量,因此我国政府采取了一系列措施优化投资结构,以供给侧结构性改革引领经济新常态。中央在2015年召开的经济工作会议中提到:“扩大有效供给,进行精准投资,并提高其有效性”;随后在2016年中央召开的财经领导小组会议中同样指出“保障各种要素投入获得回报,提高投资质量”。总量的大幅增长只是投资贡献的一部分,效率的提升才是最主要的。现阶段政府推动供给侧改革,实施“三去一降一补”有利于解决投资效率持续下滑的问题,为长期的经济稳定提供保证。在此背景下,研究企业投资效率的制度成因及路径机理对我国未来经济的发展具有重要的理论和现实意义。

对于企业投资效率问题而言,国内外学者的研究成果颇为丰富。西方学术界主要围绕委托代理与企业投资关系展开研究。Stein发现委托代理问题会对企业投资决策产生影响^[1]。Jensen通过实例研究发现管理者存在过度投资的动机^[2]。Richardson的研究结论与代理成本的解释一致,自由现金流量水平高的企业更容易过度投资^[3]。委托代理引起的企业投资效率问题在我国也普遍存在,但基于中国特殊的制度背景,政府干预是值得深入探究的问题。地方政府控制和干预会显著提高企业自由现金流的过度投资^[4]。白俊和连立帅指出政府干预造成的政策性负担导致企业的过度投资^[5]。目前关于政府干预企业投资的研究,较多的是探讨政府干预企业的动机、手段等^[6-8]。近年来,一些学者也开始为地区竞争影响企业投资行为提供证据^[9],但直接研究地区竞争压力与企业投资效率关系的文章几乎没有,且缺乏对政府“掠夺之手”的具体路径的研究。在地区竞争压力下,地方政府官员为了实现经济增长和政治晋升的目标,具有强烈的动机干预企业投资。因此,本文基于扭曲要素配置的地方政府竞争,研究企业投资效率,为当下供给侧结构性改革中推进企业有效投资提供经验证据。

基于上述背景,本文探讨了地区竞争压力对企业投资效率的影响,并分析了要素配置扭曲在地区

[收稿日期]2017-04-07

[基金项目]国家社会科学基金重点项目(17AGL012);江苏省社会科学基金重点项目(16EYA004);江苏省高校品牌专业建设工程资助项目(PPZY2015C227)

[作者简介]王卫星(1957—),女,河南安阳人,常州大学副校长,常州大学商学院教授,财务与会计研究所所长,博士,从事企业财务管理研究;张佳佳(1991—),女,江苏宿迁人,常州大学商学院硕士研究生,从事企业财务与会计研究。

竞争和企业投资之间的中介效应。本文的贡献体现在以下几个方面。首先,地区竞争压力的测度指标采用地方 GDP 增速比较和增速排名,从政府干预视角为经济转型期的投资理论和研究方法提供了一定的参考;其次,已有文献对于政府干预实施的手段研究较少,本文基于要素配置扭曲的分析,以土地要素为例进行实证检验,拓展了政府“掠夺之手”的相关研究;最后,本文研究结论表明地区竞争压力促使地方政府官员扭曲要素配置导致企业投资效率低下,这为要素市场化改革和我国政府官员政绩模式改革提供了理论和证据支持。

二、文献回顾

企业投资一直都是财务与会计领域所关注的重要问题,国内外许多学者对此展开颇多研究。企业权益价值创造的驱动力是投资活动,投资效率的高低对企业成败有重大影响。Jorgenson 指出企业最优投资水平的条件是边际成本等于边际收益,任何偏离都会导致投资不足或过度投资^[10]。Tobin 认为企业资产的市场价值与重置成本决定企业选择的投资水平,市场价值等于重置成本($Q = 1$)时为最优投资水平^[11]。然而,现实中,企业投资往往因为委托代理成本和信息不对称的影响偏离最优水平。在现代企业制度中,所有权和经营权分离使得管理者基于私人利益而在决策投资活动时,做出有违股东利益最大化的决策。在委托代理对企业投资的影响研究中,Jensen 认为,管理者存在过度投资的倾向,通过对资源的控制权扩大企业规模,获得更多的在职消费,从而损害投资者的利益^[2]。Strong 和 Meyer 通过分析企业管理者常常投资于净现值(NPV)为负的项目,来证实企业存在过度投资^[12]。在关于信息不对称对于企业投资效率的影响研究中,Myers 和 Majluf 认为由于企业管理者相比于外部投资人对企业内部的经营更加了解,造成管理者与投资者之间出现信息不对称^[13],因而投资者无法判断企业真实价值,会调低对新旧股票的估价,导致企业因为资本成本过高或者融资约束而放弃盈利好的投资项目,出现投资不足的情况^[14]。

近年来,传统的基于理性人假设的理论已经不能很好地解释现实中的企业投资行为。为此,一些学者将心理学、行为学等理论和公司财务理论结合分析,发现管理者在投资决策时存在非理性心理,如过度自信、盲目从众等,往往会偏离最优决策,影响企业的投资效率^[15-17]。另外,有部分学者从人口学的角度出发研究管理者背景特征与企业投资的关系。姜付秀等实证分析了董事长和管理层背景特征与企业过度投资的关系^[18]。李焰等发现管理者受到产权性质的影响,从而造成投资效率出现明显差异^[19]。

虽然企业投资领域积累了大量研究成果,但对于中国特殊体制背景下的企业经营管理并不完全适用。西方发达国家企业过度投资大多由代理问题引起,而在国内经济转型背景下,企业过度投资大多源于政府不当干预。相较于西方发达国家而言,中国的地方政府官员具有更大的政治影响力^[20]。Chen 等通过我国上市公司的数据,检验发现政府干预使得企业投资效率较为低下^[21]。中国特殊的政治集权和经济分权的体制背景,使得地方政府具有强烈的动机干预企业投资决策^[22]。地方政府既是“经济参与者”,也是“政治参与者”,希望同时实现经济增长和政治晋升的双重目标^[23]。伴随着经济体制改革,我国地方政府官员的考核标准也由过去的政治指标为主转变为经济指标为主,尤其是地区 GDP 竞争。处于晋升博弈中的不同地区的地方政府官员积极发展地方经济以提升经济绩效的相对位次^[24],而企业的投资扩张可以迅速拉动地区经济增长,增加地方财政收入,同时还可以提供就业岗位,充分符合地方政府的利益^[24]。在此背景下,学者们研究了地方政府竞争对企业投资的影响。沈坤荣和付文林发现不同类型企业在地方政府竞争下税收负担差异较大,同时财政竞争在经济发展水平不同的地区激烈程度也不相同^[25];陈工和唐飞鹏指出企业所在的地区不同,受到财政竞争带来的影响也不同,财政竞争在东部起到了良性的促进作用,而在中部则表现出负激励,在西部地区则没有显著影响^[9]。另外,部分学者也对地方政府如何影响企业投资进行了研究。与此同时,土地的模糊产权使扭曲要素配置成为地方政府干预企业投资的重要手段。在地区间竞争时,技术和制度并不是地方政府最为关注的,对于地方政府而言土地价格才是关注点^[26]。土地价格竞争是区域间的政策博

弈,土地出让价格在各地政府争夺投资的过程中出现了恶性竞争,甚至产生了“触底竞争”^[27]。江飞涛等从地区竞争的角度分析了产能过剩的形成机理,发现地方政府压低土地价格及提供配套补贴,导致企业过度投资^[28]。

从现有研究文献可以看出,自MM理论提出以来,学术界对企业投资效率的研究不断加深且成果丰富。地方政府干预对企业投资效率的影响问题是目前投资研究领域的热点话题,大多探讨地方政府干预动机、手段及后果等,从地区竞争压力视角分析企业投资效率的研究相对缺乏。现有的一些实证研究中,对两者间关系进行直接分析的很少,且缺乏对地方政府干预的具体路径的研究。与此同时,已有文献对于地区竞争压力及要素扭曲配置的变量测度极少研究。基于此,本文将地区竞争压力、要素配置扭曲与企业投资效率置于同一个框架下进行研究,从地方政府经济赶超压力角度分析企业投资效率的制度成因,剖析要素配置扭曲的路径,并提出相应建议。

三、制度背景与研究假说

(一) 地区竞争体制

中国在由计划经济体制向市场经济体制“渐进式”转轨的过程中,地区竞争体制在不同时期也呈现渐进式变化。改革开放以后,全国上下一致把经济建设作为重心,所有的工作都是以此为核心而展开的。随之官员的晋升考核也由以政治指标为主转变为以GDP增长为核心的经济指标,加剧了各层级政府及官员之间的地区竞争。20世纪90年代中期前,地区竞争很大程度上以“地方保护主义”的形式存在。地方政府扶持本地企业的同时限制民营企业的发展。在财政包干制下,地方政府通过各种手段与中央政府进行利税博弈,如地方政府为充实当地税基,转移本地企业收入防止被上级集中。因此这一时期存在大量地区间产业重构、价格趋异及较严重的地区间贸易壁垒。

20世纪90年代中期以后,地区竞争演变为招商引资下的“竞次式”竞争模式。“南方谈话”之后市场一体化进程加速,打破了地区间贸易壁垒。1994年的分税制改革将中央政府和地方政府之间“财政收入分成,财政支出保留”,使得通过税收工具争取企业投资难以维系,地方政府开始寻找新的途径激励经济发展。为了获得地区经济的发展和最大化的政治利益,引进外资开始受到很多地方政府的注意。因此地方政府一边扶持本地企业,一边出台了大量的优惠政策引进外资,并成立了专门的招商组织机构,负责对外招商。各地区跟风模仿,形成了新的竞争态势。20世纪90年代后期以来,国内各地大力推动经济园区的建设,特别是在加入WTO之后,表现得更为突出,并以此为基地,通过税收优惠、廉价工业用地及提供公共服务等吸引投资方入驻,地区间竞争演变得越发激烈。2008年全球性金融危机使得我国经济高速发展面临危机,因此国务院出台了四万亿投资的经济刺激计划,以保证经济稳定与增长。中央和地方政府共同分担投资计划,加快公共设施和基础产业的发展。规模巨大的基础建设本身不会造成投资过热、重复建设,但拉动了与其密切相关且本来已经产能过剩的钢铁、水泥、煤炭、机械、建材等产业过度投资。地方政府为了吸引投资者,不断地对基础设施进行改造和建设,从而产生了直接的投资需求,地区间竞争日趋激烈。2009年我国生产型增值税开始转型,实现了消费型增值税,资本要素在这次的税务改革中得到了减免,从而促进了资本对劳动的替代效应,使企业以更加热情的态度进行投资,另外,随着“营改增”的普及推广,很多企业享受到了由此而带来的资本优惠。因此,在国内经济转轨背景的影响下,资本要素的低成本使得诸多企业理智地选择加大资本投入,控制劳动使用,进一步导致了国内部分企业投资效率下降。

(二) 研究假说

在地区竞争压力下,地方政府官员为了实现经济增长和政治晋升的目标,具有强烈的动机干预企业投资。中国在由计划经济体制向市场经济体制转轨的过程中,也渐进式地实行了经济上的财政分权政策,即“一灶吃饭”到“分灶吃饭”。地方政府作为独立的财政主体,对地区的财政支出负责,但也

拥有了更多支配财政收入的权利,更积极地发展地方经济。与此同时,更多的社会责任也落在了地方政府的肩上。随着经济改革的推进,中国的政府官员晋升模式也随之转变,由过去的以政治指标为主转向以经济指标为主,即地区 GDP 及财政收入的竞争,这给地方政府官员发展地方经济提供了更强的激励。各地政府领导者不仅为了晋升在“官场”上进行竞争,在经济上也为了 GDP 和利税而激烈竞争。这充分说明了地区 GDP 对地方政府的重要性在经济和政治方面均较为突出。

在 GDP 的三驾“马车”中,投资领域的市场化程度最低,也是政府干预最严重的部分。为了完成经济增长、就业与社会稳定等政绩考核目标,提高在地区晋升博弈中的经济绩效的相对位次,干预企业投资可能是地方政府官员的最佳选择^[29]。晋升锦标赛的考核标准是地区政府官员经济绩效的相对位次,因而部分地区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”。为了短期经济增长,地方政府官员会过度投资于某些行业或项目,并且如果过度投资能阻止其竞争区域同一行业的绩效上升,即使长期投资前景不乐观,地方政府不惜两败俱伤也要进行投资。上述内容足以说明,经济增长不景气的地区,政府需要承受的压力比增长快的地区要大得多,也正是这一原因,产生了较大的动力,促进了落后地区的政府推出各种有利的条件,来吸引投资,从而带动 GDP 增长。概括起来,该发展逻辑链条为:GDP 增长压力转化为动力—增速较低的地区为了促进增长,提供较多的优惠条件来吸引投资—企业投资效率降低。基于上述讨论,我们提出第一个假说。

H₁:地区竞争带来的经济赶超压力越大,企业投资效率越低。

随着分权化改革的推进,一方面,较大的财政压力和晋升压力使得地区政府间竞争日趋激烈;另一方面,地方政府也掌握了更多本地资源的支配权,加强干预本地企业的能力。在此背景下,地方政府纷纷加大招商引资力度,利用优势资源制定各种优惠政策吸引企业投资,实现短期的地区经济迅速增长。在税收工具吸引企业投资难以维系的情况下,模糊的土地产权使得地方政府走向“经营城市”的发展模式,即第二财政——土地财政。地方政府一般实行“高价出让商住用地,低价出让工业用地”的策略,以获取一次性高价土地出让金和工厂建成后源源不断的税收现金流。当土地成了地方政府吸引投资的利器时,地区竞争越发显得激烈。初期的适当压低地价发展到后来的“零地价”,扭曲工业用地价格的同时,也造成了企业投资决策的显著扭曲效应。黄健柏等研究发现工业用地价格扭曲对企业过度投资具有推动作用,且在不同所有制属性和行业属性中有显著差异^[8]。低价甚至零价的工业用地价格和配套的基础设施是地方政府提供给入驻该地区的企业的实质性补贴;企业获得土地后便可持之到银行取得相应的贷款;项目完成后,土地也并非投资中的沉没成本,以市场价格转让获得额外投资收益。企业投资预期净现值为负的项目,看似是非理性的投资行为,但工业用地价格扭曲带来实质性的补贴会弥补亏损项目,实现企业利润,即扭亏为盈。基于此,我们可以推断在地区竞争压力下,地方政府扭曲工业用地价格越严重,企业获得的实质性补贴就越多,从而企业过度投资就越严重。据此,本文提出第二个假说。

H₂:在地区竞争压力下,土地要素扭曲使得企业投资效率低下。

四、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取沪深 A 股上市企业为对象进行研究,时间区间为 2004—2015 年。需要说明的是,本文样本数据从 2004 年开始是基于当期政府换届选举,同时为了保证面板数据的相对平衡,对企业数量和时间区间进行相应的取舍,最终选定截至 2003 年 12 月 31 日上市的公司。同时,本文剔除了以下样本:(1)金融、保险类企业样本;(2)ST、PT 类企业样本;(3)部分数据异常或指标不全的企业样本。我们最终得到 649 家上市公司的有效数据,共 7788 个观测值。此外,考虑到数据异常问题,本文对上下 1% 的极端值进行了 Winsorize 处理。本文所使用的财务数据来自 CSMAR 数据库;经济增长数据

来自《中国统计年鉴》;土地价格数据来自 2004—2015 年中国城市地价动态监测网站数据库,包括中国 99 个主要城市的综合、商业、住宅及工业地价数据。本文采用的统计分析及检验软件为 EViews 8.0。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

企业投资效率。投资是企业把握成长机会、保持持续成长的驱动力量。现实中,企业实际投资与合理投资往往存在偏离,因而如何测度合理投资水平成为衡量企业投资效率的关键。Richardson 的方法所获得的结果较为稳健,被大量学者普遍采用^[30],因此本文在估算企业投资问题时,所使用的也是 Richardson 模型^[3]。Richardson 通过企业上一年度的相关数据,分析其目前所拥有的投资机会以及受到的融资限制,构建了企业预期投资模型,对本年度的投资水平进行预估,同时该模型方程的残差还可以作为代理变量来表示企业投资水平,即实际投资水平与合理投资水平的差值。当残差为正值时,说明处于投资过度的水平;当残差成为负值,说明投资处于不足的状态。具体模型如下:

$$I_{NEW,t} = \alpha + \beta_1 V/P_{t-1} + \beta_2 Leverage_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 StockReturn_{t-1} + \beta_7 I_{NEW,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中, $I_{NEW,t}$ 表示新增投资支出,是用于无形资产、固定资产及其他长期资产而投入的现金与处置无形资产、固定资产及其他长期资产而收回的现金之差,再除以年初总资产的比值。 V/P_{t-1} 表示投资机会,多数研究以托宾 Q 值或销售收入增长率替代。当前中国股票市场投机氛围浓厚,利用托宾 Q 值来代表国内上市企业的投资机会并不合适^[31],因此本文用滞后一期的销售收入增长率 $SalesGrowth_{t-1}$ 作为代理变量。其余变量分别表示滞后一期的资产负债率、现金持有量、上市年限、资产规模、股票收益率、新增投资支出和年度及行业因素, ε_{it} 为扰动项。通过投资期望模型所获得的预期投资水平达到了最为理想的状态,残差项即是异常投资 I_{NEW}^e 。异常(非预期)投资 $I_{NEW}^e > 0$ 表示过度投资;异常(非预期)投资 $I_{NEW}^e < 0$ 表示表示投资不足。

本文对经缩尾处理后的模型(1)相关变量数据进行了检验,所得的描述性统计结果见表 1。企业投资的均值为 3.18%,最大值和最小值分别为 32.97%、-10.04%,可以看出我国上市公司投资规模具有较大的差异性。企业销售收入增长率最大值为 155.5%,最小值为 -48.77%,平均值为 16.86%,说明上市企业销售收入有增长,也有亏损,不同企业间销售收入增长率存在差异,但总体相对平稳。企业负债最大值达到 84.91%,平均负债率将近 50%,表明企业总体负债水平较高。此外,现金持有量、上市年限、股票收益率、新增投资支出等指标在不同企业间均有所差异。后文将从地区竞争视角进一步分析。

本文应用固定效应模型对研究样本进行回归分析。根据模型(1)对回归残差进行估算,得到企业的投资水平估计值。表 2 中的回归结果显示,上一年销售收入增长率、现金持有量、上市年限、企业规模、股票收益率、投资水平等会对企业投资水平产生良性影响,而资产负债率则会对其产生比较明显的不良影响。回归结果与 Richardson 的研究结果基本一致,也进一步说明了模型的适用性。

2. 解释变量

地区竞争压力。目前中国地区竞争实际上就是地方政府之间的竞争,基于经济发展和政治晋升的目标对地区内外流动资本进行争夺,而学者们在选择地方政府的竞争指标时差异较大。张俊远和王瑞芳以各地的 GDP 增速作为代理指标对各地的竞争力进行度量^[32]。颜燕等则是引入滞后四期 GDP 的移动平均值刻画地方政府参与竞争的力度^[33]。基于此,本文借鉴贺小刚等测度赶超压力的思路^[34],选择省内城市 GDP 增速比较和省内城市 GDP 增速排名作为代理变量,来度量地方政府间的竞争。而采用这两项指标的原因也是考虑到目前国内各地政府竞争的成果突出表现在 GDP 增速上,而

将省内城市 GDP 增速进行比较和排名更能反映出地区竞争压力的真实大小。需要说明的是,企业注册地一般集中于城市,因此本文依照样本的注册城市查询 GDP 增速数据,在此基础上将省内城市 GDP 增速进行做差和排名,得到相关数值。

表 1 变量描述性统计

	均值	中值	最大值	最小值	标准差	观测值
$Investment_t$	0.0318	0.0128	0.3297	-0.1004	0.0683	7788
$SalesGrowth_{t-1}$	0.1686	0.1274	1.5550	-0.4877	0.3057	7788
Lev_{t-1}	0.4995	0.5124	0.8491	0.0781	0.1775	7788
$Cash_{t-1}$	0.18888	0.1535	0.7122	0.0141	0.1357	7788
Age_{t-1}	7.5000	7.5000	13.0000	2.0000	3.4523	7788
$Size_{t-1}$	22.0489	21.8953	25.3807	19.9772	1.1549	7788
$StockReturn_{t-1}$	0.3237	0.0514	3.5720	-0.7416	0.8421	7788
$Investment_{t-1}$	0.0345	0.0149	0.3309	-0.0972	0.0697	7788

表 2 投资模型回归结果

项目	C	Sales Growth _{t-1}	Lev _{t-1}	Cash _{t-1}	Age _{t-1}	Size _{t-1}	Stock Return _{t-1}	Investment _{t-1}	Adj. R ²	F 值
系数	-0.1021	0.0047	-0.0265	0.0298	0.0311	0.0020	0.0068	0.4546	0.28	81.88 ***
T 值	-2.6021 ***	2.0193 **	-6.1243 ***	5.7313 ***	1.7520 *	2.8857 ***	4.9188 ***	45.0408 ***		

注: *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

3. 中介变量

土地扭曲程度。本文以中国实际的土地状况为背景,借鉴毛丰付和裘文龙度量土地价格扭曲的方法,调整之后进行土地扭曲程度的测量^[35]。由于目前所掌握的数据资料中,很难准确地对地方政府出让给单个企业所设定的土地价格进行偏离水平测量,因此本文选取了上市企业注册地的综合用地价格/工业用地价格对土地扭曲程度进行测度。在分税制和地方政府间竞争的背景下,使用两者的价格来反映工业用地的偏离情况是最为直观的。和其他研究相比,利用同期的价格比值作为指标,能够避免因土地交易价格指数需要进行平减而产生的其他相关问题。

4. 控制变量

根据 Richardson、俞红海等的研究^[3,36],本文选取以下影响企业投资效率的企业治理变量作为控制变量:董事会领导结构、董事会规模、董事会独立性、委员会规模、管理层持股、企业性质、两权分离度、现金股利发放及审计机构等。此外,本文在分析企业投资时,还考虑了时间因素和行业因素的影响。本文用年度虚拟变量(Year)来表示时间,用行业虚拟变量(Industry)来表示行业。具体的变量定义及说明见表 3。

表 3 变量定义

变量类别	变量名称	变量符号	变量说明	
被解释变量	投资效率	I_{NEW}^e	Richardson 模型回归的残差	
解释变量	地区竞争压力	省内城市 GDP 增速比较	Pressure1	省内各城市与排名第一城市 GDP 增速的差值
		省内城市 GDP 增速排名	Pressure2	省内各城市 GDP 增速排名的序列值
中介变量	土地扭曲程度	Distortion	城市综合用地价格与工业用地价格的比值	
	董事会领导层	Dual	总经理、董事长两职合一则值为 1,反之则为 0	
控制变量	董事会规模	Board	董事会的总人数	
	董事会独立性	Ind	董事会中独立董事的总人数	
	委员会规模	Committee	委员会设置的个数	
	管理层持股	Mshare	管理层持股占总股份比例	
	企业性质	State	若为国有控股企业取值为 1,否则取值为 0	
	两权分离度	Separation	控制权与现金流权的比值	
	现金股利发放	Dividend	若当期发放现金股利取值为 1,其余取值为 0	
	审计机构	Big	若是四大会计师事务所取值为 1,否则取值为 0	
年度变量	Year	某一行业取值为 1,同时其他行业取值为 0		
行业变量	Industry	某一行业取值为 1,同时其他行业取值为 0		

说明:表中不再列出解释变量与中介变量的交叉项,在本文的第五部分回归结果中添加相应的交叉项。

(三) 模型建立

为了验证各地政府竞争制度下,地区企业投资活动受到经济压力的影响,本文建立以下面板计量模型(2)。其中因变量 $I_{NEW,t}^e$ 反映企业投资效率, $Pressure$ 衡量地区面临的经济赶超压力, $Control$ 是相关的控制变量,自变量和控制变量选择滞后一期指标。 ε_{it} 是随机误差项。

$$I_{NEW,t}^e = \alpha + \beta_1 Pressure_{i,t-1} + \beta_2 \sum Control_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为了检验地方政府经济赶超压力下通过土地要素扭曲辖区企业投资行为的中介效应,本文建立以下面板计量模型(3)。其中因变量 $I_{NEW,t}^e$ 反映企业投资效率, $Pressure$ 衡量地区面临的经济赶超压力, $Distortion$ 衡量地区土地要素扭曲程度, $Control$ 是相关的控制变量,自变量和控制变量选择滞后一期指标。 ε_{it} 为随机误差项。

$$I_{NEW,t}^e = \alpha + \beta_1 Pressure_{i,t-1} + \beta_2 Distortion_{i,t-1} + \beta_3 Pressure_{i,t-1} \times Distortion_{i,t-1} + \beta_4 \sum Control_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(四) 描述性统计

本文对经缩尾处理后的主要变量数据进行了检验,所得描述性统计结果见表4。需要说明的是,观测值数目不一致是因为统计数据时,部分观测值存在缺失,即只显示有效数据值。企业投资效率 $I_{NEW,t}^e$ 最小值为 -11.86%,最大值为 22.01%,可以看出我国 A 股上市公司中存在投资不足或者投资过度的情况。省内城市 GDP 增速差值比较的最大值是 18.76%,均值为 4.876%,说明省内各城市之间的 GDP 增速的差距还是比较大的,使得地区之间的竞争加剧。省内城市 GDP 增速排名最大值是 27,增速排名越靠后面的城市,地区竞争的压力越大。土地扭曲程度的均值是 6.3823,最大值达到 43.1387,最小值为 1.2448,表明存在着工业用地价格扭曲的现象,且差异较为显著。董事会领导结构的均值是 9.54%,可以看出董事长和总经理两职合一的情况并不普遍。董事会规模、董事会独立性及委员会规模等变量的差异不是很大,一定程度上也会对企业投资决策造成影响。管理层持股的最大值达到 57.1%,但均值仅为 0.32%,说明上市企业并未大范围进行高管股权激励,因而管理者在企业投资问题上并不会绝对与股东利益相一致。企业性质的均值为 74.42%,可以看出上市公司中将近 3/4 为国有企业,受到地方政府的约束力更强,相应的企业投资效率影响更大。两权分离度的均值为 6.09%,最大值为 44.48%,可以发现企业的两权分离度较低。现金股利发放的均值达到 67.05%,使得企业的自由现金流减少,对企业投资有所约束。审计机构的均值仅有 10.07%,表示上市公司的审计机构是四大会计师事务所的并不多,对企业的监督审核力度不够。

表4 变量描述性统计

	均值	中值	最大值	最小值	标准差	观测值
I_{NEW}^e	0	-0.0082	0.2201	-0.1186	0.0542	7788
$Pressure_1$	4.7860	3.8	18.76	0	4.5350	7731
$Pressure_2$	9.5403	8	27	0	6.9477	7731
$Distortion$	6.3823	5.3477	43.1387	1.2448	5.3014	6440
$Dual$	0.0954	0	1	0	0.2937	7781
$Board$	9.4756	9	18	3	2.0248	7736
Ind	3.3477	3	8	0	0.7517	7736
$Committee$	3.2752	4	7	0	1.4765	7781
$Mshare$	0.0032	5.67E-05	0.5710	0	0.0231	7782
$State$	0.7442	1	1	0	0.4363	7745
$Separation$	0.0609	0	0.4448	0	0.0872	7116
$Dividend$	0.6705	1	1	0	0.4701	7788
Big	0.1017	0	1	0	0.3022	7788

五、实证结果及分析

(一) 地区竞争压力对企业投资效率的回归分析

本文根据模型(1)计算出的残差与0的关系将总样本分为投资不足和过度投资两个子样本。表5是地区竞争压力对企业投资效率的模型(2)回归结果。具体而言,列(1)和列(2)是投资不足,即 $I_{NEW}^e < 0$ 的回归分析结果;列(3)和列(4)是过度投资,即 $I_{NEW}^e > 0$ 的回归分析结果。

就投资不足而言,地区竞争压力对企业投资效率的回归显著。省内城市GDP增速比较与企业投资不足负相关且在5%的水平上显著,说明省内城市GDP增速差值越大,地方政府干预企业动机会增强,因而企业投资不足的可能性会越小。省内城市GDP增速排名的系数为负并高度显著,这表明地区GDP增速排名越靠后的地方政府经济赶超压力越大,其政策性负担转嫁到辖区的企业,进而投资不足的倾向越小。地区间经济增长的差异影响了政治作用的发挥,经济增长越慢的地区,地方政府对企业投资的影响越强,这与蔡卫星等的研究结论一致^[37]。关于控制变量的分析,董事会领导结构的系数为负,表明总经理和董事长两职合一使得企业投资不足的可能性减弱。董事会规模、审计机构与企业投资不足呈显著正相关关系,表明上市公司董事会规模越大,审计机构为四大会计师事务所,企业投资不足的倾向会越大。董事会独立性、委员会规模、管理层持股及现金股利发放等变量与企业投资不足之间的关系并不显著。

就过度投资而言,地区竞争压力对企业投资效率的回归高度显著。省内城市GDP增速比较对企业过度投资具有正向的影响效应,这表明省内城市GDP增速差值越大,地方政府基于政治和经济双重目标对企业进行干预,使得企业过度投资加剧。省内城市GDP增速排名的系数为正且在1%的水平上显著相关,说明地区GDP增速排名越靠后,地方政府的竞争压力越大,越会干预企业进行投资决策来实现经济增长、社会稳定等目标。地区经济增长水平会对企业的投资水平产生显著的正向影响,这与Yonce及徐业坤等的结论相吻合^[38-39]。对于控制变量,董事会规模的回归系数为负,同时在1%的水平上较为显著,代表上市公司董事会越是有着较大的规模,越不存在过度投资的倾向。两权分离度与企业过度投资呈显著正相关关系,这表明控股股东受到现金流权和控制权分离度增加的影响,其侵占的动机也就会更加强烈,从而使上市企业出现更严重的过度投资^[36]。董事会领导结构、董事会独立性、委员会规模、管理层持股及现金股利发放等与企业过度投资之间的关系并不显著。

综上分析,在地方政府面临经济赶超压力时,企业投资效率降低,这证实了本文的假说1。

(二) 地区竞争压力下土地配置扭曲的中介效应

模型(3)为土地配置扭曲对地区竞争压力和企业投资效率的中介效应模型。要说明的是,模型中地区竞争压力的代理变量选用省内城市GDP增速比较(Pressure1),在稳健性检验中用省内城市GDP增速排名(Pressure2)进行替代研究。本文将相关数据进行标准化处理后,同样依据残差与0的关系将总样本分为投资不足和过度投资两个子样本。表6是模型(3)的回归结果。具体而言,列(1)和列(2)是投资不足,即 $I_{NEW}^e < 0$ 的回归分析结果;列(3)和列(4)是过度投资,即 $I_{NEW}^e > 0$ 的回归分析结果。

从投资不足的结果分析,土地扭曲程度与企业投资不足负相关且在1%的水平上显著,说明地区土地扭曲程度越高,辖区上市公司投资不足的可能性越小。省内城市GDP增速比较以及其与土地要素扭曲交叉项以及企业投资不足之间的关系并不显著,这表明地区竞争压力对企业投资不足的影响主要是通过土地要素扭曲这一路径来实现的。关于控制变量的分析,董事会领导结构的系数为负,表明总经理和董事长两职合一使得企业投资不足的可能性减弱。董事会规模、审计机构与企业投资不足呈显著正相关关系,表明上市公司董事会规模越大,审计机构为四大会计师事务所,企业投资不足的倾向会越大。董事会独立性、委员会规模、管理层持股及现金股利发放等变量与企业投资不足之间的关系并不显著。

表5 多元回归结果

	$I_{NEW}^e < 0$		$I_{NEW}^e > 0$	
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
<i>Constant</i>	-0.0303 *** (-8.2494)	-0.0296 *** (-7.9615)	0.0512 *** (4.9378)	0.0506 *** (4.8388)
<i>Pressure1</i>	-0.0002 ** (-2.3617)		0.0001 ** (2.4715)	
<i>Pressure2</i>		-0.0001 ** (-2.0252)		0.0001 *** (2.6125)
<i>Dual</i>	-0.0024 * (-1.7657)	-0.0024 * (-1.7701)	-0.0057 (-1.6369)	-0.0057 * (-1.6546)
<i>Board</i>	0.0001 *** (2.7740)	0.0001 *** (2.7075)	-0.0015 *** (-2.7203)	-0.0015 *** (-2.7193)
<i>Ind</i>	-0.0001 (-0.1478)	-0.0002 (-0.1741)	0.0034 (1.4968)	0.0034 (1.4961)
<i>Committee</i>	-0.00002 (-0.0637)	-0.00001 (-0.0251)	0.0005 (0.5495)	0.0004 (0.5268)
<i>Mshare</i>	-0.0003 (-0.0200)	-0.0007 (-0.0434)	0.0281 (0.6449)	0.0282 (0.6473)
<i>State</i>	0.0017 * (1.6505)	0.0018 * (1.7684)	0.0008 * (1.7330)	0.0009 * (1.7722)
<i>Separation</i>	0.0008 *** (3.1558)	0.0011 *** (3.2136)	0.0118 *** (3.9408)	0.0112 *** (3.8987)
<i>Dividend</i>	0.0010 (1.1099)	0.0010 (1.1099)	0.0012 (1.5508)	0.0013 (1.5849)
<i>Big</i>	0.0013 *** (2.8935)	0.0013 *** (2.6853)	0.0062 *** (2.8560)	0.0062 *** (2.8834)
行业、年度	控制	控制	控制	控制
<i>Adj-R²</i>	0.0316	0.0312	0.0337	0.0337
<i>F</i>	4.3627 ***	4.3253 ***	3.3693 ***	3.3732 ***
<i>N</i>	4715	4715	3073	3073

注：*，**，*** 分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

通过分析过度投资的结果,发现估算土地扭曲程度的参数达到0.0009,同时在1%的水平表现出明显相关,可以看出地方政府利用低价工业用地的投资优惠政策对辖区上市企业产生实质性的补贴效应,投资于净现值为负值的活动带来的亏损,完全能够由该补贴进行弥补,甚至还会超出,在这种情况下,企业会因为对这类项目投资有利可图而加大投资,从而造成了过度投资,这与黄健柏等的研究一致^[8]。省内城市GDP增速比较以及其与土地要素扭曲交叉项与企业过度投资的关系均不显著,说明地区竞争压力对企业过度投资的影响主要是通过土地要素扭曲这一路径来实现的。对于控制变量,董事会规模的回归系数值为负,同时在5%的水平上较为显著,代表上市企业越是规模较大的董事会,越不存在过度投资的倾向。两权分离度与企业过度投资呈显著正相关关系,这表明控股股东受到现金流权和控制权分离度增加的影响,其侵占的动机也就会更加强烈,从而使上市企业出现更严重的过度投资^[36]。委员会规模、管理层持股、现金股利发放及审计机构等与企业过度投资之间的关系并不显著。

综上分析,考虑到要素扭曲程度时,土地要素扭曲使得投资效率低下,且地方政府经济赶超压力显著性下降,此时主要表现为通过土地要素扭曲企业投资行为,从而验证了本文的假说2。

(三) 稳健性检验

本文主要自变量的VIF值在回归模型中均低于2,代表模型共线性问题不明显。为了验证研究结果的准确性和可靠性,本文做了下列稳健性检验。(1)虽然本文地区竞争压力变量(*Pressure*)采用省内城市GDP增速比较和排名作为代理变量,但未考虑各市区具体GDP规模基数,在此,本文使用省内城市GDP增速与对应的GDP规模基数的比值作为替代变量进行比较和排名;(2)借鉴毛丰付和裘文龙的测度方法^[35],土地价格扭曲程度变量(*Distortion*)取商业用地价格/工业用地价格和住宅用

地价格/工业用地价格作为替换变量进行相关回归模型分析;(3)前文将样本分为投资不足子样本和过度投资子样本进行研究,此处将全样本进行回归分析;(4)前文数据是非平衡面板数据,在选择样本时有出现偏误的可能。因此,为了检验该样本是否会对结果产生影响,使用平衡面板数据重新执行上述回归模型;(5)前文检验地区竞争压力下土地配置扭曲的中介效应时采用省内城市 GDP 增速比较(Pressure1)作为地区竞争压力的代理变量,此处使用省内城市 GDP 增速排名(Pressure2)进行回归验证;(6)本文自变量和控制变量选择滞后一期,缓解了内生性问题。前文研究所得的结论和上述结果并没有出现实质性差异,因此,可以说明本文的结论是稳健的。

表 6 多元回归结果

	$I_{NEW}^c < 0$		$I_{NEW}^c > 0$	
	模型(1)	模型(2)	模型(4)	模型(5)
Constant	-0.01982 *** (-5.1853)	-0.01978 *** (-5.1047)	0.0394 *** (3.6178)	0.0391 *** (3.6178)
Pressure	-0.0001 (-1.0534)	-0.0001 (-0.6427)	0.0001 (0.2422)	0.0001 (0.3237)
Distortion	-0.0016 *** (-15.6950)	-0.0016 *** (-10.8809)	0.0009 *** (5.9672)	0.0009 *** (4.2500)
Pressure × Distortion		-0.0001 (-0.6427)		-0.0001 (-0.2030)
Dual	-0.0023 * (-1.6819)	-0.0023 * (-1.6823)	-0.0034 * (-1.9119)	-0.0034 * (-1.9080)
Board	0.0003 *** (2.9972)	0.0003 *** (2.9970)	-0.0020 ** (-2.1787)	-0.0020 ** (-2.1754)
Ind	-0.0007 (-0.7287)	-0.0007 (-0.7276)	0.0047 * (1.9215)	0.0047 * (1.9156)
Committee	0.0001 (0.2502)	0.0001 (0.2498)	0.0008 (0.9298)	0.0008 (0.9315)
Mshare	-0.0026 (-0.1487)	-0.0026 (-0.1479)	0.0028 (0.0497)	0.0026 (0.0465)
State	0.0009 * (1.9090)	0.0009 * (1.9090)	0.0023 * (1.8379)	0.0023 * (1.8392)
Separation	0.0003 *** (3.0065)	0.0003 *** (3.0060)	0.0198 ** (2.4916)	0.0198 ** (2.4957)
Dividend	0.0005 (0.5833)	0.0005 (0.5831)	0.0006 (0.2777)	0.0006 (0.2688)
Big	0.0015 ** (2.0401)	0.0015 ** (2.0410)	0.0058 (1.6293)	0.0058 (1.6266)
行业、年度	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.0904	0.0901	0.0480	0.0480
F	9.2775 ***	9.0788 ***	3.7509 ***	3.6631 ***
N	4715	4715	3073	3073

注:*, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著。

六、研究结论与政策建议

地方政府在横向竞争压力下具有强烈的动机干预企业投资,同时纵向分权体制又使得扭曲要素配置进行招商引资成为重要途径。本文以 2004—2015 年我国沪深主板市场 A 股上市企业作为研究对象,通过实证对投资效率受到地区间的竞争压力以及要素配置扭曲影响进行检验。研究发现,地方政府面临经济赶超压力越大,企业投资效率越低下;进一步研究要素扭曲程度时,发现土地要素扭曲使得投资效率低下,此时地方政府经济赶超压力显著下降,通过土地要素扭曲企业投资行为。

本文的政策启示主要体现在:(1)改进我国政府官员政绩考核模式,实现职能转变。企业在政府引导下进行投资,短期会刺激经济增长,但长期来看有可能引发经济过热,带来潜在的资产泡沫和金融风险。因此,政府官员考核体系需要进行科学的改进,不仅要把经济增长列入考核内容,而且要注重重复建设和过度投资、GDP 质量等问题,同时将社会民生及公共环境等各方面纳入综合考核。在

市场经济体制下,地方政府要明确自身职责,把握好政府和市场之间的界限,杜绝政府过度干预,以监管和服务的方式辅助市场经济,适度引导企业进行投资,保证经济长期平稳的发展。(2)加快要素市场化改革,尤其是土地市场改革。应当改变当前由政府控制土地等重要资源的局面,使要素资源由市场机制进行配置,把土地改革作为重点事项进行推进,确定土地产权,改进国家对土地的公共管理职能,深入实施政府“放管服”政策,同时改革工业用地审批,缩短审批时间,为土地产权构建市场化条件,实现宏观经济与微观企业的双赢发展。(3)调整产业政策,合理规划产业结构。地方政府根据中央制定的产业政策挑选特定产业、企业、技术,甚至特定产品进行扶持,容易造成本地区企业投资结构出现严重的偏向。因此,地方政府应当依据发展战略,科学制定产业政策,并随时关注产业发展动态,根据产业实际发展情况适时调整相关政策。各地方政府间也要提高区域合作,科学地进行区域产业的规划,调整区域间产业结构使其得到优化,体现地方特色,从而减少因地方政府恶性竞争造成的企业投资效率下降的情况。

参考文献:

- [1] Stein J C. Agency, Information and corporate investment [J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2003, 1(3): 111 - 165.
- [2] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2): 323 - 329.
- [3] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159 - 189.
- [4] 杨华军, 胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. *管理世界*, 2007(9): 99 - 106.
- [5] 白俊, 连立帅. 国企过度投资溯因: 政府干预抑或管理层自利? [J]. *会计研究*, 2014(2): 41 - 48.
- [6] 曹春方, 马连福, 沈小秀. 财政压力、晋升压力、官员任期与地方国企过度投资[J]. *经济学(季刊)*, 2014(4): 1415 - 1436.
- [7] 李刚, 侯青川, 张瑾. 政府补助与公司投资效率——基于中国制度背景的实证分析[J]. *审计与经济研究*, 2017(4): 1 - 8.
- [8] 黄健柏, 徐震, 徐珊. 土地价格扭曲、企业属性与过度投资——基于中国工业企业数据和城市地价数据的实证研究[J]. *中国工业经济*, 2015(3): 57 - 69.
- [9] 陈工, 唐飞鹏. 政府财政竞争对企业投资的影响——基于对地方政府效率的考虑[J]. *厦门大学学报(哲学社会科学版)*, 2010(5): 22 - 28.
- [10] Jorgenson D W. Capital theory and investment behavior [J]. *American Economic Review*, 1963, 53(2): 247 - 259.
- [11] Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory [J]. *Journal of Money Credit & Banking*, 1969, 1(1): 15 - 29.
- [12] Strong J S, Meyer J R. Sustaining investment, discretionary investment, and valuation: A residual funds study of the paper industry [J]. *Nber Chapters*, 1990: 127 - 148.
- [13] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2): 187 - 221.
- [14] Fazzari S M, Hubbard R G, Petersen B C, et al. Financing constraints and corporate investment [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, (1): 141 - 206.
- [15] Heaton J B. Managerial optimism and corporate finance [J]. *Financial Management*, 2002, 31(2): 33 - 45.
- [16] Malmendier U, Tate G. CEO overconfidence and corporate investment [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2661 - 2700.
- [17] Prendergast C, Stole L. Impetuous youngsters and jaded old-timers: acquiring a reputation for learning [J]. *Journal of Political Economy*, 1996, 104(6): 1105 - 1134.
- [18] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. *管理世界*, 2009(1): 130 - 139.
- [19] 李焰, 秦义虎, 张肖飞. 企业产权、管理者背景特征与投资效率[J]. *管理世界*, 2011(1): 135 - 144.
- [20] 林挺进. 中国地级市市长职位升迁的经济逻辑分析[J]. *公共管理研究*, 2007(0): 45 - 68.
- [21] Chen F, Hope O K, Li Q Y. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(4): 1255 - 1288.
- [22] 谭劲松, 简宇寅, 陈颖. 政府干预与不良贷款——以某国有商业银行 1988—2005 年的数据为例[J]. *管理世界*, 2012(7): 29 - 43.
- [23] 周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J]. *经济研究*, 2004(6): 33 - 40.
- [24] 王卫星. 基于多学科视角的企业财务管理拓展与创新探讨[J]. *会计研究*, 2016(11): 30 - 37.

- [25]沈坤荣,付文林. 中国的财政分权制度与地区经济增长[J]. 管理世界,2005(1):31-39.
- [26]周业安,冯兴元,赵坚毅. 地方政府竞争与市场秩序的重构[J]. 中国社会科学,2004(1):56-65.
- [27]吴宇哲. 基于博弈论的区域工业地价均衡分析及管理策略研究[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版),2007(4):124-133.
- [28]江飞涛,耿强,吕大国,等. 地区竞争、体制扭曲与产能过剩的形成机理[J]. 中国工业经济,2012(6):44-56.
- [29]北京大学中国经济研究中心宏观组. 产权约束、投资低效与通货紧缩[J]. 经济研究,2004(9):26-35.
- [30]Porta R L,Shleifer A,Vishny R. Investor protection and corporate valuation [J]. The Journal of Finance,2002,57(3):1147-1170.
- [31]刘昌国. 公司治理机制、自由现金流量与上市公司过度投资行为研究[J]. 经济科学,2006(4):50-58.
- [32]张俊远,王瑞芳. 地方政府竞争、土地财政与固定资产投资[J]. 生产力研究,2013(5):81-84.
- [33]颜燕,刘涛,满燕云. 基于土地出让行为的地方政府竞争与经济增长[J]. 城市发展研究,2013(3):73-79.
- [34]贺小刚,邓浩,吴诗雨,等. 赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析[J]. 管理世界,2015(9):104-124.
- [35]毛丰付,裘文龙. 纵向分权、横向竞争与土地价格扭曲[J]. 经济与管理研究,2013(12):35-47.
- [36]俞红海,徐龙炳,陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究,2010(8):103-114.
- [37]蔡卫星,赵峰,曾诚. 政治关系、地区经济增长与企业投资行为[J]. 金融研究,2011(4):100-112.
- [38]Yonce A. Uncertain growth cycles, corporate investment, and dynamic hedging [D]. Berkeley:UC Berkeley,2010.
- [39]徐业坤,钱先航,李维安. 政治不确定性、政治关联与民营企业投资——来自市委书记更替的证据[J]. 管理世界,2013(5):116-130.

[责任编辑:高 婷]

Regional Competition Pressure, Factor Distortion Allocation and Enterprise Investment Efficiency

WANG Weixing, ZHANG Jiajia

(School of Business, Changzhou University, Changzhou 213164, China)

Abstract: The problem of enterprise investment efficiency has been a hot topic in the field of theory and practice, and this paper studies the relationship and intervention path between regional competitive pressure and enterprise investment efficiency. Based on the sample of A-share listed companies in China's Shanghai and Shenzhen stock market in 2004-2015, this paper empirically tests the relationship between regional competitive pressure, factor distortion allocation and enterprise investment efficiency. The study found that the greater the regional competitive pressure, the lower the efficiency of enterprise investment; Further analysis shows that the regional competition through the allocation of factors to make the low efficiency of enterprise investment. From the perspective of regional competitive pressure, this paper studies the institutional causes of enterprise investment efficiency, and provides a reference framework for improving enterprise investment efficiency.

Key Words: regional competition; factor allocation; enterprise investment efficiency; enterprise investment decision; over-investment; enterprise investment behavior; structural reform of supplier's side