

# “参政议政”能否改进民营上市公司的真实业绩?

周泽将, 杜颖洁

(厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 本文手工搜集了中国民营上市公司 2004–2008 年关键高管参政议政的经验数据, 拓展了真实业绩的计量方法, 实证研究了参政议政对真实业绩的影响。研究结果表明, 民营上市公司关键高管的参政议政显著提高了企业真实业绩, 且随着参政议政级别的提高, 真实业绩亦随之提高。本文在控制政府干预因素后发现, 当不存在政府干预时, 关键高管的参政议政、参政议政的级别均对民营上市公司真实业绩的提升存在正向的显著影响, 但政府干预的存在导致参政议政对民营上市公司的真实业绩无显著影响。

**关键词:** 参政议政; 民营上市公司; 真实业绩; 关键高管; 政府干预

中图分类号: F270 文献标识码: A 文章编号: 1004-4892(2011)03-0106-05

## 一、引言

十五大以来, 民营经济在国民经济发展中的作用和地位日益显著。2005 年, 国务院发布《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》, 为促进我国民营经济发展提供了重要的制度保证。伴随着民营经济崛起的一个典型现象是, 民营企业家开始逐渐向政治层面进行有意识的靠拢, 其参政议政的要求越来越强烈。实际上, 民营企业家、资本市场的投资者、社会公众广泛相信, 与政府的关系是某些企业成功的重要前提<sup>[1]</sup>。

学术界目前关注的大多是民营企业家参政议政的决定因素<sup>[2][3]</sup>, 对民营企业家参政议政与企业(真实)业绩之间的关系则关注不足。本文手工搜集了 2004–2008 年中国民营上市公司关键高管参政议政的 1452 个经验数据, 实证研究了参政议政究竟能否提高上市公司的真实业绩。本文的贡献可能在于: (1) 对民营企业家参政议政的经济后果(真实业绩)提供了一个新的研究视角, 一定程度上为理解我国经济转轨背景下民营企业家的相关行为提供了新的经验证据; (2) 基于中国的现实背景, 拓展了度量企业经营业绩(真实业绩)的计量方法。

## 二、理论分析与研究假设

在中国, “关系”作为一项重要的资源, 历来为相关企业所重视(理所当然, 代表委员是一项重要的“关系资源”)。与国有企业和集体企业相比, 民营企业将“关系”放在更加重要的位置, 同时在建立“关系”上也花费了更多的资源<sup>[4][5]</sup>, 原因在于在中国这样一个法律制度不完美的国家,

收稿日期: 2011-02-21

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71072053); 福建省社会科学研究基金重点资助项目(2010A012)

作者简介: 周泽将(1983), 男, 安徽安庆人, 厦门大学管理学院博士生; 杜颖洁(1984), 女, 江苏无锡人, 厦门大学管理学院博士生。

如果民营企业获得了某种政治身份,其产权会得到更好的保护,潘红波、夏新平和余明桂(2008)的经验证据支持了这一假说<sup>[6]</sup>。民营企业家作为一个“理性经济人”,随着其经济地位的日益提升,参政议政的要求和呼声也越来越高,一个根本的作用在于以自己政治地位的提高来促进企业绩效提升,尽管建立这种政治地位是要花费一定成本的<sup>[7]</sup>。因此,参政议政显然是民营企业家在权衡了成本收益后的最优选择。民营企业家参政议政可以积极有效地与政府相关部门进行沟通,降低了民营企业进入金融业的壁垒,提高民营企业的资本获得能力,促进民营企业的发展<sup>[8]</sup>。为此,本文提出假设1:限定其他条件,民营上市公司关键高管的参政议政会提升企业的真实业绩。

我们应该注意到,我国的人大代表、政协委员等共有五个级别的区分,即国家、省、(地级)市、县(含区和县级市)和乡镇。毫无疑问,不同级别的参政议政,民营企业家获得的关注程度不同,其活动的政治舞台亦差别很大,民营企业家能够获得的资源、优惠和政治影响力更是不完全等同。通常而言,参政议政的级别越高,民营上市公司的关键高管具有的政治影响力越大,其可以为企业争取的资源相应会增多,民营上市公司遭受“掠夺”式产权破坏的可能性越小,因此企业绩效得以提高的幅度将会越大。基于上述分析,本文进一步提出假设2:限定其他条件,随着民营上市公司关键高管参政议政级别的提高,企业真实业绩也随之提高。

### 三、数据来源与研究设计

#### (一) 模型与变量

研究参政议政对民营上市公司真实业绩的影响,有两个关键问题——如何衡量参政议政和真实业绩。本文在计量参政议政时,采用了两种方法——虚拟变量法和赋值法。采用虚拟变量法时,当公司存在董事长或总经理曾经或现在担任党代表(比较鲜见)、人大代表或政协委员(但不包括人大或政协常设机构成员)时,赋值为1,否则取0。采用赋值法时,通过两个步骤确定公司的参政议政级别:(1)公司的董事长或总经理曾经或现在担任党代表、人大代表或政协委员(但不包括人大或政协常设机构成员),则赋值分别为乡镇级1、县级2、市级3、省级4、国家级5;(2)选取公司董事长或总经理参政议政级别的较大者,作为参政议政级别赋值。关于真实业绩的衡量,本文借鉴Comett、Marcus和Tehranian(2008)的做法,应用息税前利润扣除可操纵应计项目的方式加以衡量<sup>[9]</sup>,其中可操纵应计项目采用分年度和行业(制造业采用二级分类)的修正Jones模型进行计算。

在上述计算真实业绩的基础上,本文构建如下的模型(1),用以检验本文的假设1、2:

$$TPE = \beta_0 + \beta_1 DBWY + \beta_2 FIRST + \beta_3 BIG_{2-5} + \beta_4 PLU + \beta_5 AGE + \beta_6 SIZE + \beta_7 LEV + \beta_8 CFO + \beta_9 GROWTH + \beta_{10} WAYPVT + \beta_{11} INST + \sum_{i=12}^{16} \beta_i YEAR + \sum_{j=17}^{36} \beta_j IND + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)中,真实业绩(TPE)是本文的被解释变量,主要的解释变量是参政议政(DBWY),包括虚拟变量(DBWYDUM)和赋值变量(DBWYMAX)。此外,本文还纳入如下类别的控制变量:(1)公司治理变量,包括第一大股东持股比例(FIRST),第二至第五大股东持股比例之和(BIG<sub>2-5</sub>),董事长和总经理是否两职合一的虚拟变量(PLU,两职合一赋值为0,否则赋值为1),地区制度环境的替代变量——市场化指数(INST)<sup>[10]</sup>;(2)上市公司财务特征变量,如上市年限(AGE)、公司规模(SIZE,取年末总资产的自然对数)、资产负债率(LEV,年末总负债除以总资产)、经营现金流量(CFO,经营现金流除以总资产)和成长性(GROWTH,年度营业收入增长率);(3)民营化的方式(WAYPVT),若民营上市公司在IPO时最终控制人为自然人或民营企业,则取值为0;否则称为“非纯民营上市公司”,取值为1);(4)行业和年度的控制(涉及5个年度,

设置4个哑变量;涵盖19个行业,设置18个行业哑变量)。

(二) 样本选择与数据来源

本文选取2004-2008年全部民营A股上市公司作为初始样本,并按照如下顺序进行了剔除:(1)金融保险类上市公司;(2)ST、\*ST等特殊处理的上市公司;(3)同时在B股或H股交易的上市公司;(4)高管简历缺失和财务数据缺失的上市公司。最终本文得到1452个样本观测值,其中2004-2008年样本观测值个数分别为301、321、312、217和301。为了消除极端值可能带来的影响,本文对所有连续变量在1%分位数上均进行了winsorize处理。此外,本文使用的交易状态和行业数据来自于CCER数据库,息税前利润数据来自RESSET数据库,其余数据来自于CSMAR数据库。

四、实证研究结果及其分析

(一) 描述性统计结果

在本文选择的样本中<sup>①</sup>,关键高管参政议政的观测值共226个,约占样本总体的15.56%。真实业绩TPE最大值为0.4097、最小值为-0.2574,说明民营上市公司的真实业绩背离程度还是比较大的,绩优、绩差的观测值差距明显。第一大股东持股比例均值为32.42%,第二至第五大股东持股比例之和的均值为19.31%,约占第一大股东持股比例均值的60%,说明“一股独大”的现象比较突出。董事长、总经理两职合一所占比例为16.19%,而83.81%的存在两职分离。纳入本文样本的民营上市公司中,改制上市的民营公司约占47%。

(二) 参政议政(关键高管)与真实业绩的多元回归结果

表1列示了民营上市公司的关键高管参政议政对上市公司真实业绩的多元回归结果。模型的调

表1 参政议政与真实业绩的回归结果

变量	Panel A: 虚拟变量法			Panel B: 赋值法		
	系数	T值	P值	系数	T值	P值
常数项	0.134 <sup>**</sup>	2.7239	0.0065	0.1367 <sup>**</sup>	2.7732	0.0056
DBWYDUM	0.0120 <sup>**</sup>	2.9339	0.0034	0.0027 <sup>**</sup>	2.6898	0.0072
FIRST	0.0197 <sup>**</sup>	1.8055	0.0712	0.0190 <sup>*</sup>	1.7226	0.0852
BIG <sub>2-5</sub>	0.0127	0.8726	0.3830	0.0127	0.8654	0.3869
PLU	0.0007	0.2048	0.8377	0.0008	0.2164	0.8287
AGE	0.0004	0.7926	0.4281	0.0004	0.7740	0.4391
SIZE	-0.0079 <sup>**</sup>	-3.5436	0.0004	-0.0081 <sup>**</sup>	-3.5959	0.0003
LEV	-0.0095	-1.1071	0.2684	-0.0092	-1.0777	0.2813
CFO	0.9690 <sup>**</sup>	56.8425	<0.0001	0.9694 <sup>**</sup>	56.4344	<0.0001
GROWTH	0.0134 <sup>**</sup>	3.6657	0.0003	0.0135 <sup>**</sup>	3.6653	0.0003
WAYPVT	0.0001	0.0380	0.9696	0.0001	0.0560	0.9553
INST	0.0015 <sup>**</sup>	2.5727	0.0102	0.0015 <sup>**</sup>	2.6011	0.0094
YEAR		控制			控制	
IND		控制			控制	
观测值		1452			1452	
Adj R <sup>2</sup>		0.7714			0.7701	
F值(P值)		149.4 <sup>**</sup>	(0.0000)		148.20 <sup>**</sup>	(0.0000)

注:所报告的T值均经过了Newey West调整;“\*\*\*”、“\*\*”、“\*”分别代表1%、5%和10%的显著性水平(双尾)。

① 限于篇幅,具体的描述性统计结果表格略去。如有需要,可向作者索取。

整的R2均大于0.75、均在1%水平上显著,说明了本文采用的模型整体效果较好。表1的Panel.A揭示,参政议政哑变量DBWYDUM与TPE在1%的水平上显著正相关,说明只要存在关键高管参政议政,就可以显著地提高民营上市公司的真实业绩,从而假设1得到了经验证据的支持。在中国转轨经济背景下,民营企业相对于国有企业而言很多政策是具有歧视性的。民营企业为了获得生存与发展,必须争取到一定的资源,以更好的促进企业发展。而通过人大代表、政协委员或各级党代表等方式参政议政,则是民营企业表达自身诉求、争取更多资源的重要方式之一。此外,如果民营企业具有了参政议政的“光环”,其潜在的信用将明显提高,并且可以更好的与政府相关部门沟通与协调,这无疑可以在很大程度上促进企业真实业绩的提高。表1的Panel.B显示,参政议政的赋值变量DBWYMAX与TPE在1%的显著性水平上正相关,说明关键高管参政议政的级别(国家级、省级、市级、县级等)越高,民营上市公司的真实业绩亦会随之显著增加,从而假设2也得到经验证据的支持。

(三) 参政议政(关键高管)与真实业绩的多元回归结果:按照政府干预(GOV)的分组检验

政治联系领域内诸多文献指出,政府官员类政治联系和代表委员类政治联系(参政议政)对会计业绩的影响不一致,前者损害企业会计业绩,后者促进企业会计业绩的提高<sup>[11]</sup>。为了尽可能“干净”的检验民营上市公司关键高管参政议政对企业真实业绩的影响,本文将研究样本按照政府干预(GOV)存在与否划分为两组——不存在政府干预组(GOV=0)和政府干预组(GOV=1)。其中,当公司的关键高管曾经或现今在党委(含纪委)、政府、人大或政协常设机构、法院检察院任职时,本文认为存在政府官员类政治联系(政府干预,下同),赋值为1,否则取0。本文按照是否存在政府干预分组,检验政府干预存在与否情况下参政议政对真实业绩的影响。

分组检验的实证研究结果表明<sup>①</sup>,在GOV=0的分组中,民营上市公司关键高管参政议政的虚拟变量DBWYDUM与TPE在5%的水平上显著正相关(系数=0.0156, T=2.5733, P=0.0102),而在GOV=1的分组中,DBWYDUM和TPE正相关但不显著(系数=0.0074, T=1.1184, P=0.2643),这揭示了在GOV=1分组的参政议政并不能显著改进民营上市公司的业绩,其可能的原因在于:当政府干预和代表委员类政治联系(参政议政)共存于民营上市公司时,何者能够发挥关键作用具有不确定性,尽管参政议政有助于提高民营上市公司的业绩,但政府干预或政府官员类政治联系却有损于公司的业绩<sup>[11]</sup>,两者相互“抵消”,导致对上市公司真实业绩的影响不显著。而参政议政赋值变量DBWYMAX与哑变量DBWYDUM是一致的,此处不再赘述。

## 五、小结及进一步的研究方向

本文以中国深沪两市2004-2008年民营上市公司关键高管参政议政的经验数据为基础,实证研究了是否参政议政、参政议政级别高低对真实业绩的影响。研究结果表明,参政议政显著提高了民营上市公司的真实业绩,参政议政的级别越高,对民营上市公司真实业绩的促进作用越大,特别是对不存在政府干预的民营上市公司,参政议政对真实业绩的改善更为直接和显著。

本文的研究说明了民营企业参政议政对企业而言具有积极的作用,这从另一个角度揭示了民营企业热衷于参政议政的原因。为了更好地促进民营企业快速健康发展,从大政方针和宏观政策上就应该积极鼓励和引导民营企业参政议政,使他们能够更好地提出适合自身发展要求的建议和

① 限于篇幅,具体的回归结果略去。如有需要,可向作者索取。

想法,促进国民经济整体的快速发展。本文限于研究主题,没有深入分析参政议政是如何产生的,同一上市公司的关键高管参政议政层级若发生变化,将会对真实业绩产生什么样的影响?这些均是本文以后进一步研究的方向。

参考文献:

- [1] 张建君,张志学. 中国民营企业家的政治战略 [J]. 管理世界, 2005, (7): 94- 105.
- [2] Li H., Meng L., Zhang J. Why do Entrepreneurs Enter Politics? Evidence from China [J]. Economic Inquiry, 2006, (3): 559- 578.
- [3] 陈钊, 陆铭, 何俊志. 权势与企业家参政议政 [J]. 世界经济, 2008, (6): 39- 50.
- [4] Xin K., Pearce J. Guanxi: Connections as Substitute for Formal Institutional Support [J]. Academy of Management Journal, 1996, (39): 1641- 1658.
- [5] 罗党论, 唐清泉. 中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究 [J]. 经济研究, 2009, (2): 106- 117.
- [6] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购 [J]. 经济研究, 2008, (4): 41- 52.
- [7] Shleifer A., Vishy R. W. Politicians and Firms [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1994, (4): 995- 1025.
- [8] 胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利 [J]. 管理世界, 2006, (5): 107- 113.
- [9] Cornett M. M., Marcus A. J., Tehranian H. Corporate Governance and Pay-for-performance: The Impact of Earnings Management [J]. Journal of Financial Economics, 2008, (87): 357- 373.
- [10] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2007. 5- 9.
- [11] 杜兴强, 郭剑花, 雷宇. 政治联系方式与民营上市公司业绩: 政府干预抑或关系? [J]. 金融研究, 2009, (11): 158- 173.

## Could Political Participation Improve True Performance of Privately Listed Companies?

ZHOU Ze-jiang, DU Ying-jie

(Management School, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** The paper manually collects 1452 observations of key top managers of privately listed companies from 2004 to 2008, and develops a new method of true performance measurement. Based on that, the paper studies whether political participation could improve true performance of privately listed companies. The results show that political participation enhances true performance significantly, and higher level of political participation is, the better true performance of privately listed companies is. Moreover, after controlling the variable of government intervention, the results show that political participation and participation levels of key top managers will improve significantly true performance of privately listed companies when no government intervention exists, but there is no significant effect on true performance underlying government intervention's existence.

**Key words:** political participation; privately listed company; true performance; key top manager; government intervention

(责任编辑: 化 木)