

# 政治联系层级与中国民营上市公司真实业绩\*

■ 杜兴强 周泽将

**[内容提要]** 本文从中国资本市场的民营上市公司高管的原始资料入手,收集了政治联系的相关数据,实证研究了关键高管、非关键高管与独立董事等三种不同层级的政治联系对公司真实业绩的影响。研究发现,关键高管的政治联系对于公司的真实业绩具有促进作用,而非关键高管的政治联系显著降低了企业的真实业绩,独立董事的政治联系对于企业的真实业绩无显著影响。本文为研究政治联系与企业真实业绩之间的关系提供了新的经验证据。

**[关键词]** 政治联系 真实业绩 关键高管 非关键高管 独立董事

中图分类号:F270

文献标识码:A

文章编号:1000-7636(2009)08-0037-07

## 一、引言

考虑到中国资本市场的现实制度背景和中华民族悠久的“关系”(GuanXi)文化与传统,政治联系<sup>①</sup>(political connection)无疑是、且已经成为上市公司的一项弥足珍贵的资源。相比于国有企业,政治联系对民营企业的生存、经营和发展都发挥着至关重要的作用——人们广泛地相信,与政府之间的关系是某些企业成功的重要前提(张建君和张志学,2005)。“中国的民营企业越来越多地和政治发生关系,他们热衷于参选人大代表和政协委员,且越来越多的人开始竞逐党代表”;“私企建立党组织已是普遍现象,而且担任党委书记的有大量原党政干部”<sup>②</sup>。“100多位民营企业家当选第十一届全国政协委员”<sup>③</sup>,成为2237名全国政协委员的一个重要构成部分;在全国人大代表中,民营企业家亦占据了相当大比重——据江苏省南通市总商会网站报道,仅南通市就有4名民营

\* 本文受国家自然科学基金项目(07CJY010)“会计准则、会计信息质量与会计信息的契约有用性研究”与教育部应急研究课题(2009JYJR033)“公允价值、会计稳健性与金融危机防范”资助。

收稿日期:2009-05-22

作者简介:杜兴强 厦门大学管理学院教授,博士生导师,厦门市,361005;

周泽将 厦门大学管理学院博士研究生。

① 国外文献中关于政治联系有三种表述方法 political connection, political relation 或 politically - connected, 本文认为这三者本质是相同的。

② 分别来源于《南方周末》2007年5月10日的《民营企业主竞逐各级党代表》与2005年2月3日的《大量二线干部出任私营企业党委书记》。

③ 来源于《中国青年报》2008年2月4日的《100多位民营企业家当选全国政协委员》。

企业家当选全国人大代表”。浙江省传化集团董事长徐冠巨当选浙江省政协副主席、重庆力帆实业集团董事长尹明善当选市政协副主席,无疑标志着企业政治联系的另一轮高峰(罗党论、唐清泉,2009)。

政治联系会对企业业绩产生什么样的影响呢?目前存在两种相互竞争的观点(argument):“政府干预”观点和“关系”观点。“政府干预”观点将公司的政治联系视为政府对公司进行干预的手段,而政府干预会降低公司业绩(Fan等,2007;Boubakri等,2008)。“关系”观点则认为政治联系(一种关系)是不完善的制度环境的有效替代机制(Rajan和Zingales,1998),而且公司愿意主动花费成本建立政治联系以获得政府管制下的某些“租金”(Krueger,1974),因此政治联系会提高公司业绩(Li等,2008)。基于中国资本市场的制度背景,吴文峰、吴冲锋和刘晓薇(2008)发现,高管的政府背景整体上并没有影响民营上市公司价值,区分了中央政府背景和地方政府背景之后,发现地方政府背景具有正面影响。邓建平和曾勇(2009)则发现,民营企业的政治关联程度越高,企业的经营效率越差。王庆文和吴世农(2008)则发现,总体上在国有企业中,政治关系对公司业绩具有损害作用,扮演“掠夺之手”角色,而在民营企业中,政治关系对公司业绩具有提升作用,扮演“扶持之手”角色。现存文献对政治联系和企业业绩相关性研究结论的不一致性,促使我们对该问题进行深入的研究。

本文认为,政治联系与企业业绩领域诸多文献研究结论的不一致性,其可能的原因在于:(1)忽视了上市公司不同层级高管所具有的政治联系之间存在的差异性;(2)仅仅采纳经济业绩(包含会计业绩指标与市场业绩指标),却未曾考虑真实业绩(True Performance)<sup>①</sup>。为此,本文试图将企业高层管理人员(高管)按照与企业利益关系的强弱程度分为关键高管、非关键高管和独立董事三种层级,研究不同层级的公司高管具有的政治联系与企业真实业绩之间的关系。本文研究表明,关键高管的政治联系对于民营上市公司的真实业绩起到“扶持之手”的作用,促进了企业真实绩效的提高;而非关键高管的政治联系则对企业真实业绩发挥了“掠夺之手”的功效,降低了企业真实业绩;独立董事的政治联系对企业的真实业绩无显著影响。本文的研究为理解我国转轨经济下政治联系与企业业绩之间的关系提供了新的视角,丰富和发展了之前的研究成果。

本文可能的贡献在于:(1)本文明确划分了关键高管、非关键高管和独立董事三个层级,研究不同层级的高管具有的政治联系对企业真实经济业绩的影响;(2)引入了“真实业绩”这一新的经济业绩度量方法,应用修正的Jones模型剔除了可操纵应计(盈余管理)的影响。

## 二、文献综述与研究假设的发展

### (一)文献回顾

Feng、Sun和Tong(2004)对新加坡30家具有政府联系(government-linked)的上市公司从1964到1998年的数据进行研究,发现股票发行私有化(share issue privatization)会对市场表现有积极影响,但并没有发现具有政府联系的上市公司与配对公司之间的销售收益率有显著差异。Leuz和Oberholzer-Gee(2006)的研究表明:具有良好政治联系的公司,更不可能去海外发行债券和进行权益融资——换言之,政治联系与海外融资之间呈现互为替代关系,且在亚洲金融危机前后,具有海外融资和政治联系的上市公司均获得了显著的收益,从而他们认为在计算海外融资收益时必须考虑政治联系因素。Faccio(2006a)发现,将近8%的上市公司拥有政治联系,在腐败严重、限制居民进行国外投资、体制更加不透明的国家政治联系更为普遍;政治联系的存在往往会带来“寻租行为”(rent seeking),当商人进入政治领域时,股票价格会显著增加。Faccio(2006b)考查了35个国家450家公司1997

<sup>①</sup> 真实业绩的概念由Cornett、Marcus和Tehranian(2008)所提出,旨在剔除公司业绩中存在的盈余管理(earning management)部分,这样可以使得公司的业绩更为真实可靠。

到2002年间的政治联系与获得政府援助(government bailouts)之间的关系,研究发现:具有政治联系的上市公司更容易获得政府援助,当世界银行或者国际货币基金组织给公司所在国提供援助时,这种关系更加显著。但是,具有讽刺意味的是,在接受援助的公司当中,拥有政治联系的公司财务业绩却更为糟糕(worse)。Fan、Wong和Zhang(2007)考查了国有企业(SOE)上市后的业绩表现,研究发现:若上市公司的CEO是由现任或前任政府官员担任,则市场收益率、盈余增长率、销售增长率以及销售变化率更低;原因在于,具有政治联系的上市公司董事会更有可能由前任或者现任的政府官员构成,他们并不具有专业背景,从而支持了“掠夺之手”(Grabbing Hand)的假说<sup>①</sup>。Li等人(2008)以中国私营企业调查的数据为样本,研究发现当控制了人力资本和其他影响因素后,私营企业家的党员身份对于企业的绩效有着显著的正向影响;进一步,党员身份可以使私营企业家更容易从银行或其他国有机构获得贷款,在弱市场机制(market institution)和弱法律保护的地区这种正向影响关系更加显著。

吴文锋、吴冲锋和刘晓薇(2008)考查了中国民营上市公司高管的政府背景和公司价值之间的关系,研究发现:民营上市公司高管的政府背景总体上没有显著影响公司价值;但区分不同的政府背景后,高管的地方政府背景对公司价值的正面影响要显著大于中央政府背景;考虑不同地区的政府干预程度因素后,高管的地方政府背景在政府干预程度较高的地区可以显著增加公司价值——政府的干预程度越强,地方政府的任职背景对公司价值的影响越强烈。余明桂、潘红波(2008)以1993到2005年深沪两市上市的民营公司为研究对象,以这些企业的董事长或者总经理是否是现任或前任的政府官员、人大代表或政协委员来判断企业是否具有政治关系,考察了政治联系与民营企业贷款之间的关系。研究发现,具有政治关系的企业可获得更多的银行贷款和更长的贷款期限,而且在金融发展落后、法治水平较低和政府侵害产权越严重的地区,表现的更加强烈;政治联系可在一定程度上作为正式机制的一种替代,帮助民营企业获得贷款,促进民营企业发展。王庆文、吴世农(2008)构建和编制了1999到2006年中国上市公司政治影响力指数,以考察政治关系对于企业业绩的影响,研究发现:在国有企业中,政治关系对于公司业绩有损害作用;在民营企业中,政治关系对于公司业绩有提升作用。罗党论、黄琮宇(2008)以2002~2005年间在深沪两市的民营上市公司为样本,研究发现无论采用TOBINQ还是买入并持有超额回报来衡量企业价值,民营企业的政治联系对于企业的业绩都有显著的正面影响。邓建平和曾勇(2009)发现,民营企业的政治关联度越高、企业的绩效越差;但随着政府干预的减弱和法律保护程度的提高,企业的政治关联程度对于企业的业绩的负面影响有所减弱。

综上所述,已有的经验证据关于政治联系对企业业绩的影响并未得到一致的结果。本文认为,根源在于相关研究未细分不同的高管层级、不同高管层级具有的政治联系,从而影响了对政治联系和企业业绩之间经验关系的检验。本文将政治联系划分为关键高管、非关键高管和独立董事,分别分析三个不同层次的高管的政治联系对企业业绩的影响。

## (二) 研究假设的提出

民营企业与国有企业相比,具有相对清晰的产权界定和安排,能够为关键高管(董事长和总经理)提供足够的激励,确保监督和激励的相容,从而促使企业在特定发展阶段的高效率。甚至不少民营上市公司的高管本身就源自于家族内部,血缘本身就为其提供了足够的激励,且低成本、有效地降低了代理问题。为此,民营企业的关键高管若具有政治联系,显然会充分的利用这一“关系”资源,为企业争取较低利率、较长期限的贷款(余明桂和潘红波,2008),或争取政府的特许经营权,或税收豁免、优惠(吴文锋、吴冲锋和芮萌,2009)<sup>②</sup>,或更多的补贴收入(陈冬华,2003)等。鉴于此,可以认为关键高管的政治联系对上市公司的真实业绩具有提升作用。为此,本文提出如

<sup>①</sup> 掠夺之手指的是,官员从上市公司获取资源去满足非有利于公司价值最大化的目标(见 Shleifer and Vishny, 1998)。

<sup>②</sup> 余明桂和潘红波(2008),吴文锋、吴冲锋和芮萌(2009)均使用董事长或总经理是否具有政治联系对上市公司的政治联系情况进行刻画。

下的假设1:

假设1:限定其他条件,关键高管的政治联系对上市公司的真实业绩具有提升作用。

但是,具有政治联系的非关键高管进入民营企业,往往是因为其在位时为企业提供的便利、而在退休时“挤入”企业。换言之,民营企业可能成为政府官员退休后的“疏散地”——尽管公司仍希望这些曾在政府部分任职的官员能够“发挥余热”。但是,非关键高管的政治联系往往可能并非积极的、而是消极的。此外,企业为了维持这种政治联系必须付出一定的成本(Shleifer和Vishy,1994),具有政治联系的上市公司会被要求投入资源支持非关键高管的寻租活动,此时资源投入成本有可能超过政治联系所带来的好处(Fisman,2001),即具有政治联系的非关键高管为了其政治目标而损害了经营效率和企业价值。为此,本文提出如下的假设2:

假设2:限定其他条件,非关键高管的政治联系对上市公司的真实业绩具有降低作用。

对于民营企业聘任的独立董事而言,中国证监会于2001年发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》规定“独立董事必须具有独立性……除上述津贴外,独立董事不应从该上市公司及其主要股东或有利关系的机构和人员取得额外的、未予披露的其他利益”,可见建立独立董事制度意在保护中小股东的利益,而并非为企业争取更多的资源,此外由于固定津贴的作用,这也将进一步降低独立董事争取资源的积极性。独立董事利用其所掌握的资源(包括政治联系)为上市公司谋取经济利益时需要付出成本,而在我国经理人市场的声誉机制又未能有效发挥作用,独立董事与企业没有太大的利益关系,鉴于此,本文提出如下的假设3:

假设3:限定其他条件,独立董事的政治联系对上市公司的真实业绩不具有实质性的影响。

### 三、数据来源与研究设计

本文选取IPO时最终控制人为民营企业的上市公司作为初始样本,主要原因在于买壳上市的民营企业高管可能不纯粹(邓建平、曾勇,2009),企业的政治联系可能在转换之前就已经建立(余明桂、潘红波,2008)。其中最终控制人本文借鉴了刘芍佳、孙霏和刘乃全(2003)的观点,最终控制人性质的数据直接取自于北京大学中国经济研究中心和北京色诺芬公司联合开发的中国经济金融数据库系统,关于政治联系的数据系我们从年报中手工搜集获得,其余的数据来自于深圳国泰安信息技术公司开发的CSMAR数据库。在进行样本筛选的过程中,本文按照研究惯例对初始样本进行了如下的剔除:

- (1)金融保险类上市公司;
- (2)ST、\*ST和停止上市类特殊处理的上市公司;
- (3)数据缺失的上市公司。

最终本文得到312个观测值,其中2004、2005、2006和2007年分别为38个、76个、86和112个观测值。

本文在度量政治联系的时候,按照高层管理人员与上市公司利益关系的程度,将其划分为三个层次:关键高管、非关键高管与独立董事,其中关键高管主要是指董事长和总经理;非关键高管指除独立董事和关键高管外的董事、监事以及其他高管。当上市公司的某个层级的高管具有下列情况之一时,本文认为该上市公司的这个层级具有政治联系:

- (1)曾经或者现在在政府部门任职;
- (2)曾经或者现在在军队任职;
- (3)曾经在银行部门任职;
- (4)曾经或者现任政协委员、人大代表。

与之前大多数政治联系的定义有所不同的是,本文认为有过在银行部门工作经历的高管具有政治联系,主要

基于以下考虑:首先,在我国,银行一般是国家或者地方各级人民政府控股,其领导一般由政府任命,其运作方式更类似于政府机关,尤其在银行改制上市之前;其次,在我国,民营企业普遍存在融资困难的问题,银行系统的工作经历便于民营企业更好地与银行之间沟通,为企业争取更多的银行贷款和更为宽松的贷款条件,从而有利于企业业绩的提高。

在度量公司业绩的时候,由于中国上市公司普遍存在盈余管理行为(Chen 和 Yuan,2004),为了使得本文在度量公司业绩时更为可靠,我们借鉴 Cornett、Marcus 和 Tehranian(2008)所提出的真实业绩(true performance)的概念,即在公司经营业绩中扣除可操纵应计项目(discretionary term)的影响。依据 Dechow、Sloan 和 Sweeney(1995)以及夏立军(2003)的研究,本文应用基于行业的横截面修正 Jones(1991)模型对公司会计业绩(资产收益率,ROA)进行了调整,所得结果即真实业绩。本文没有采用市场业绩指标 TOBINQ 的原因在于,在我国存在大量非流通股,难以确定非流通股的价值,此外 B 股、H 股也难以定价(杜兴强,2005)。在计算可操纵应计时,具体计算过程如下:

第一步:利用琼斯模型计算  $\beta_0$ 、 $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 。

$$TACC_t = (NI_t - OCF_t) / TA_{t-1} \quad (1)$$

$$TACC_t = \beta_0 / TA_{t-1} + \beta_1 REV_t / TA_{t-1} + \beta_2 PPE_t / TA_{t-1} + \xi \quad (2)$$

其中,TACC 表示公司第 t 年的应计项目总额,NI 代表营业利润,OCF 代表经营活动现金流量,TA 代表第 t-1 年末的总资产,TEV 代表营业收入变动额,PPE 代表固定资产总额。

在上述过程中,方程(1)代表了总应计项目,在此基础上:

表 1 变量定义

变量名称	变量名称	变量定义
TRUEROA	真实业绩	(净利润 - 可操纵应计)/期初总资产
POL_KEY	关键高管政治联系	若关键高管有政治联系,取 1,否则 0
POL_NON	非关键高管政治联系	若非关键高管有政治联系,取 1,否则 0
POL_IND	独立董事政治联系	若独立董事具有政治联系,取 1;否则 0
BOARDSIZE	董事会规模	年末董事会总人数取对数
INDERATIO	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
FSR	第一大股东持股比例	第一大股东持股数/总股数
DUALITY	两职合一	董事长与总经理为同一人时,取 1,否则 0
LEV	资产负债率	年末负债总额/年末总资产
SIZE	公司规模	年末总资产取对数
MTB	公司成长性	年末股价/每股净资产

第二步,利用第一步计算的回归系数,采用修正的琼斯模型计算非操纵性应计项目 NDACC。

$$NDACC_t = \beta_0 / TA_{t-1} + \beta_1 (REV_t - REC_t) / TA_{t-1} + \beta_2 PPE_t / TA_{t-1} + \xi \quad (3)$$

其中,NDACC 代表非操纵性应计项目总额,REC 代表第 t 年的应收帐款变动数,最后,操纵性应计项目为:

$$DACC = TACC - NDACC \quad (4)$$

本文按照中国证监会的行业分类标准进行横截面 Jones 模型的计算,其中制造业按照二级分类进行划分。在此基础上,真实经济业绩

(TRUEROA)等于资产收益率减除可操纵应计项目,即  $TRUEROA = ROA - DACC$ ,ROA 是企业的资产收益率,等于净利润除以期初总资产。

表 2 各年度政治联系分布

年度	样本数	Panel A: POL_KEY	Panel B: POL_NON	Panel C: POL_IND			
2004	38	17	0.447	23	0.605	19	0.500
2005	76	25	0.329	37	0.487	37	0.487
2006	86	28	0.326	38	0.442	37	0.430
2007	112	34	0.304	41	0.366	60	0.536

如表 2 所示,具有政治联系的非关键高管(POL\_NON)在 2004 年至 2007 年间所占比重分别为 60.5%、48.7%、44.2%、36.6%,呈现下降趋势,这有可能是我国经济逐步走向市场化的结果,具有政治联系的关键高管所占比重变化趋势也说明了这一点。

为了检验不同的政治联系层级对于企业真实业绩的影响,本文构建了如下模型:

$$TRUEROA = \beta_0 + \beta_1 POL\_KEY + \beta_2 POL\_NON + \beta_3 POL\_IND + \beta_4 BORADSIZE + \beta_5 INDERRATIO + \beta_6 FSR + \beta_7 DUALITY + \beta_8 LEV + \beta_9 SIZE + \beta_{10} MTB + \beta_{11} Industry + \beta_{12} Year + \varphi \quad (5)$$

在模型(5)中,为了控制公司治理机制可能对企业业绩产生的影响,本文增加了董事会规模(BOARDSIZE)、独立董事比例(INDERATIO)、第一大股东持股比例(FSR)和两职合一(DUALITY)等公司治理变量作为控制变量;此外本文还对资产负债率(LEV)、公司规模(SIZE)和公司成长性(MTB)等公司特征进行了控制。同时,为了消除行业和年度差异的影响,本文控制了行业(按照中国证监会的行业分类标准)与年度。

#### 四、实证研究结果及其分析

##### (一)描述性统计与相关性分析

从表3可以看出, POLITICS\_KEY、POLITICS\_NON 和 POLITICS\_IND 的平均值依次为 26.8%、48.9% 和 53.9%,

表3 描述性统计结果

变量名称	N	最小值	最大值	平均值	标准差
TRUEROA	312	-1.317	1.421	0.036	0.146
POL_KEY	312	0	1	0.268	0.443
POL_NON	312	0	1	0.489	0.501
POL_IND	312	0	1	0.539	0.499
BOARDSIZE	312	1.609	2.996	2.211	0.202
INDERATIO	312	0.231	0.600	0.369	0.056
FSR	312	0.052	0.724	0.322	0.135
DUALITY	312	0	1	0.140	0.352
LEV	312	0.056	0.968	0.432	0.174
SIZE	312	18.493	23.510	20.851	0.754
MTB	312	0.743	289.262	4.744	16.473

说明了具有政治联系的高层管理人员在我国民营上市公司中具有一定的普遍性。独立董事所占比例均值为 37%,超过中国证监会规定的独立董事所占比例不得低于 1/3 的规定。第一大股东所占比例普遍较高,均值为 32%,说明在我国民营企业中“一股独大”的现象较为突出。

由表4的相关性分析可以看出, POLITICS\_KEY 与 TRUEROA 之间的相关系数在 10% 水平上显著为正, POLITICS\_NON 与 TRUEROA 之间的相关系数在 10% 水平上显著为负, POLITICS\_IND 与 TRUEROA 之间没有显著的相关性,这在一定程度上支持了本文提出的假设。不过,这是在没有控制其他相关变量下的初步结果,更进一步的检验有待下文的回归分析。此外,各自变量之间的相关系数不大(均小于 0.4),因此可以初步判断,模型不会存在严重的多重共线性问题。

表4 各变量相关系数表

变量名称	TRUEROA	POL_KEY	POL_NON	POL_IND	BOARDSIZE	INDERATIO	FSR	DUALITY	LEV	SIZE	MTB
TRUEROA	1	0.092 *	-0.108 *	-0.014	-0.076	0.152 ***	-0.014	0.065	0.029	0.007	0.557 ***
POL_KEY	0.094 *	1	-0.059	0.368 ***	0.044	0.089	0.029	-0.097 *	0.208 ***	0.160 ***	0.093 *
POL_NON	-0.101 *	-0.059	1	0.143 **	0.088	-0.004	-0.015	-0.019	-0.085	-0.072	-0.070
POL_IND	-0.010	0.368 ***	0.143 **	1	0.084	0.170 ***	0.030	0.036	0.116 *	0.072	0.075
BOARDSIZE	-0.068	0.033	0.038	0.099 *	1	-0.270 ***	-0.082	-0.061	0.107	0.040	-0.064
INDERATIO	0.045	0.048	0.032	0.150 **	-0.271 ***	1	0.102	0.045	0.075	0.008	0.226 ***
FSR	-0.051	-0.003	-0.041	0.004	-0.083	0.053	1	0.098 *	-0.019	0.216 ***	0.007
DUALITY	0.010	-0.097 *	0.019	0.036	-0.038	0.004	0.074	1	-0.169 ***	-0.089	0.110 *
LEV	-0.045	0.201 ***	0.087	0.118 **	0.086	0.051	-0.027	-0.171 ***	1	0.442 ***	0.198 ***
SIZE	0.173 ***	0.142 **	-0.059	0.082	0.058	0.015	0.192 ***	-0.076	0.485 ***	1	-0.144 **
MTB	0.278 ***	0.063	-0.113 **	0.084	0.041	0.195 ***	-0.148 ***	-0.135 **	0.148 ***	0.117 **	1

注:上半部分是 Pearson 相关系数,下半部分为 Spearman 相关系数,\*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5%、10% 水平上显著(双尾)。

## (二) 政治联系层级与公司真实业绩: 回归结果及其分析

本文分别将 POLITICS\_KEY, POLITICS\_NON 和 POLITICS\_IND 作为测试变量, 应用模型(5) 进行回归分析, 相关结果见表 5。本文所报告的结果全部经过 Newy - West 调整, 这可在一定程度上消除序列自相关和异方差, 使得本文的回归结果更加稳健。值得说明的是, 本文首先应用豪斯曼(Hausman) 检验分析了了 POL\_KEY、POL\_NON 和 POL\_IND 三个不同的政治联系层级与企业的真实业绩之间是否存在内生性。结果表明, 均不存在内生性。

表 5 政治联系层级与真实业绩

变量名称	模型(5)	
	回归系数	P 值
截距	-0.497	0.039
POL_KEY	0.032 *	0.071
POL_NON	-0.029 *	0.100
POL_IND	-0.024	0.195
BOARDSIZE	-0.020	0.532
INDERATIO	0.110	0.491
FSR	-0.102	0.113
DUALITY	-0.008	0.667
LEV	-0.137 **	0.038
SIZE	0.034 ***	0.003
MTB	0.005 ***	0.000
Industry	控制	
Year	控制	
Adj R <sup>2</sup>	0.336	
F(P Value)	8.159(0.000)	

注: \*\*\*、\*\*、\* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的显著性水平显著(双尾)。

此外, 本文的研究结果还表明, 在控制变量中, 资产负债率与企业真实业绩在 5% 的水平上显著负相关, 公司规模与成长性则均在 1% 的水平上对企业的真实业绩产生了显著的正向影响。

## 五、小结与进一步的研究方向

本文将政治联系层级划分为关键高管、非关键高管与独立董事三个层级, 分别研究了三个不同层次的政治联系对企业真实业绩的影响。本文的研究结果表明: 关键高管的政治联系促进了企业真实业绩的提高, 非关键高管的政治联系降低了企业的真实业绩, 而具有政治联系的独立董事对企业真实业绩没有显著影响。本文的研究丰富了前人关于政治联系与企业业绩的研究成果, 揭示了区分政治联系层次对企业真实业绩的重要性; 本文还引入了真实业绩的度量, 这是本文区别于其他研究政治联系与企业业绩的文献的一个关键。

本文的研究不足之处在于研究样本时间区间较短、观测值较为有限; 其次, 本文未明确区分不同的政治联系类别对企业业绩的影响。这些均是本文未来研究和改进的方向。(下转第 49 页)

从表 5 的回归结果可以看出, POL\_KEY 在 10% 水平上显著为正, 支持了本文的假设 1——关键高管(董事长或总经理)的政治联系提升了企业的价值。关键高管对于企业的发展乃至成败发挥着重要作用, 在民营上市公司中关键管理人员一般来说与企业有着直接的经济利益, 他们更有动机和激励去促进企业的真实业绩的提高, 而非“掏空”企业——所以, 当关键高管拥有政治联系时, 他们主要是借助于政治联系为企业争取资源以提高企业的真实业绩。

POL\_NON 在 10% 的水平上显著为负, 支持了本文的假设 2——非关键管理人员的政治联系对于企业的真实业绩产生了显著的负面影响, 发挥着“掠夺之手”的角色。非关键管理人员的政治联系一般产生于进入上市公司之前, 其一般利用所拥有的政治联系强行“挤入”民营上市公司, 他们在进入民营企业后, 仍具有官僚的特征, 可能的意图在于谋取更多的在职消费, 而非真正为企业的经济利益服务, 反而损害了企业的真实业绩与效率。

POL\_IND 不显著, 支持了本文的假设 3——独立董事的政治联系对上市公司的真实业绩不具有实质性的影响。在中国, 独立董事制度的建立

- ics, 2008(46):62-77.
- [3] Hribar, N Jenkins, W B Johnson. Stock repurchases as an earnings management device[J]. Journal of Accounting and Economics, 2006(41):3-27.
- [4] Jeter D, Shivakumar L. Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: effectiveness in detecting event-specific earnings management[J]. Accounting and Business Research, 1999(29):299-319.
- [5] Louis H. Earnings management and the market performance of acquiring firms[J]. Journal of Financial Economics, 2004(74):121-148.
- [6] Mendenhall R, W Nichols. Bad news and differential market reactions to announcement of earlier-quarter versus fourth-quarter earnings[J]. Journal of Accounting Research, 1988(26):63-86.
- [7] Rangan S. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings[J]. Journal of Financial Economics[J]. 1998(50):101-122.
- [8] Shivakumar L. Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2000(29):339-371.
- [9] Zhaoyang Gi, Chi-wen, et al. Measuring the pervasiveness of earnings management from quarterly accrual volatility[R]. Working Paper, 2003.
- [10] 刘宇. 上市公司股权再融资盈余管理行为的实证分析[J]. 海南金融, 2008(8):41-46.
- [11] 张祥建, 郭岚. 股权再融资、盈余管理与大股东的寻租行为[J]. 当代经济科学, 2007(7):63-71.
- [12] 张祥建, 徐晋. 盈余管理、配股融资与上市公司业绩滑坡[J]. 经济科学, 2005(1):56-65.

责任编辑:焦建国

(上接第43页)

#### 参考文献:

- [1] 陈冬华. 地方政府、公司治理与补贴收入[J]. 财经研究, 2003(9):15-21.
- [2] 邓建平, 曾勇. 政治关系能改善民营企业的经营绩效吗[J]. 中国工业经济, 2009(2):98-107.
- [3] 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.
- [4] 罗党论, 黄琼宇. 民营企业的政治关系与企业价值[J]. 管理科学, 2008(6):21-28.
- [5] 王庆文, 吴世农. 政治关系对于企业业绩的影响[A]//中国第七届实证会计国际研讨会论文集, 2008:744-758.
- [6] 吴文锋, 吴冲锋, 刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J]. 经济研究, 2008(7):130-141.
- [7] 吴文锋, 吴冲锋, 芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. 管理世界, 2009(3):134-142.
- [8] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(8):9-21.
- [9] 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.
- [10] Boubakri N, Cosset J, Saffar W. Political connections of newly privatized firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2008(14):654-673.
- [11] Faccio M. Politically connected firms[J]. American Economic Review, 2006a, (1):369-386.
- [12] Faccio M, R W Masulis, J J McConnell. Political connections and corporate bailouts[J]. Journal of Finance, 2006b, (6):2597-2635.
- [13] Fan P H, T J Wong, T Zhang. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007(84):330-357.
- [14] Feng F, Q Sun, W H S Tong. Do government-linked companies underperform[J]. Journal of Banking & Finance, 2004(28):2461-2492.
- [15] Fisman R. Estimating the value of political connections[J]. American Economic Review, 2001(4):1095-1102.
- [16] Leuz C, F Oberholzer-Gee. Political relationships, global financing, and corporate transparency: evidence from Indonesia[J]. Journal of Financial Economics, 2006(81):411-439.
- [17] Li H B, L Meng, Q Wang, L A Zhou. Political connection, financing and firm performance: evidence from Chinese private firms[J]. Journal of Development Economics, 2008(87):283-299.
- [18] Rajan R G, Zingales L. Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1998(11):40-48.

责任编辑:周斌