



民营企业治理转型、 政治联系与公司业绩

李维安, 邱艾超

南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071

南开大学 商学院, 天津 300071

摘要: 基于系统理论, 从治理结构视角构建以实际控制人、董事长、CEO、监事会主席为核心的政治联系指数, 以2003年~2007年持续经营的234家中国民营上市公司为样本, 采用回归分析方法, 检验治理转型视角下民营企业的政治联系程度对公司业绩的影响。研究结果表明, 对总样本而言, 民营企业的政治联系指数逐年降低, 验证了治理转型的观点; 公司规模越大、第一大股东持股比例越高, 政治联系程度越强, 政治联系指数与资本负债率、长期负债率正相关; 具有政治联系的民营企业, 政治联系指数越高其财务业绩、市场业绩、资产周转率越高, 高政治联系公司的政治联系指数与长期投资比率正相关。民营企业的政治联系既有优惠的融资收益, 又面临公司业绩下降的风险, 在政治联系对民营企业业绩双重影响的背景下, 建议民营企业实现政治联系合规, 推进公司治理转型。

关键词: 公司治理转型; 政治联系; 行政型治理; 公司业绩

中图分类号: F271

文献标识码: A

文章编号: 1672-0334(2010)04-0002-13

1 引言

国际研究领域在 La Porta 等展开对法律制度和治理研究的热潮之后^[1,2], 政治联系这一传统的外部治理变量逐渐受到关注^[3]。更多的实证研究表明, 有政治联系的公司一方面会获取优惠融资、较低税率等收益^[4], 另一方面政府的扶持和掠夺可能会对企业价值产生复杂影响^[5]。当前, 中国民营企业是特殊的公司治理研究样本, 一方面, 对其治理转型中所呈现的政治联系现象及其演化的研究具有重要意义; 另一方面, 相关研究对民营企业的弱政治联系状态及其真实性影响尚缺乏更加深刻的认识。

中国公司治理正经历从行政型治理向经济型治理的转型^[6], 在此进程中中国有企业一般被认为具有强政治联系。相对于天然政治依附的国有企业, 由于中国民营企业寻求政治资源保护的必然性, 其治理转型过程伴随着对政治联系的寻求和发展。

在中国公司治理转型的制度背景下, 虽然民营企业的治理结构逐渐确立, 但行政权力对资源再分配的影响仍然会长期存在, 并且这种影响力的强度不

会轻易降低, 如对资源配置、企业经营等经济活动的行政干预仍然比较多。在民营企业寻求利益保护的形式中, 建立政治联系渠道是最直接有效的保护民营企业利益的方法。本研究认为当前关于中国企业政治联系问题的研究, 其核心是讨论中国公司治理转型模式下如何通过不同联系渠道实现或影响资源配置的过程, 中国民营企业高管层的政治联系是其治理转型的制度环境在公司层面的具体体现, 因此从政治联系和制度环境结合的视角可以更准确的理解民营企业治理转型。在此背景下, 以政治联系为要素的公司治理转型的程度如何、民营企业的政治联系主要渠道是什么、政治联系对公司业绩产生的影响究竟是正效应还是负效应, 本研究将结合中国行政型的制度环境, 从政治联系的角度研究中国公司治理转型, 同时对中国民营企业政治联系的收益和风险问题进行实证研究。

2 相关研究评述

公司发展政治联系是追求横向社会资本和主动

收稿日期: 2010-01-12 修返日期: 2010-05-25

基金项目: 国家自然科学基金(70532001)

作者简介: 李维安(1957-), 男, 山东青岛人, 毕业于日本庆应大学, 获博士学位, 现为南开大学长江学者特聘教授、博士生导师, 研究方向: 公司治理等。E-mail: qiuaiqiao@mail.nankai.edu.cn

寻求政治庇护的过程,当前学术界关于政治联系的研究其本质是对政治联系程度强弱弱的刻画和探讨。

2.1 政治联系的渠道研究

(1)具有政治背景的CEO。Fan等对中国上市公司的研究发现,政府通过CEO的任命保持对企业的强烈影响^[7];Bertrand等对法国的研究同样检验了CEO的政治联系^[8];李维安等通过对经理层任免制度的评价后发现,经理层任免的行政程度与公司业绩显著负相关^[9]。

(2)具有强烈政治影响的董事会。Goldman等通过对美国市场的研究发现,市场对于公司董事会任命具有政治联系的高管会表现出正的累积异常收益^[10]。

(3)控股股东或大股东的政治联系。Faccio等研究42个国家控股股东或者公司高管层是国会或政府官员的企业,发现具有政治联系的公司更容易获得债务融资、更低的税率以及更高的市场份额等收益^[11];另一方面,大股东的政治联系还表现为对竞选捐款和政府对企业进行金融资助^[4]。

2.2 政治联系的收益研究

Faccio等研究表明,政治联系的收益可以通过优惠融资待遇、较低的税率、宽松管制等多种直接或潜在的收益形式来体现^[3,11];Goldman等对投资者保护程度较完善的美国市场的实证研究^[10]、Fisman对印度尼西亚的研究^[12]、Johnson等对马来西亚的研究都证实有政治联系的公司赚取的利益是显著的^[13];Francis等证实1994年~1999年有政治联系的中国公司在公开上市中有显著收益^[14];Khwaja等对巴基斯坦的研究发现,有政治联系的公司往往比其他公司具有更好的融资待遇^[15]。

2.3 政治联系的风险研究

首先,政府对具有政治联系的公司可以直接通过扶持和掠夺干预其公司治理^[16]。其次,可以间接的通过大股东、董事会和经理层的政治联系进行监控和寻租。因此,政治联系在降低公司执行成本的同时,会增加公司的政治风险、信息风险和治理风险,增加治理成本。一方面这种“亲密关系”一旦破灭,公司的业绩和价值将下降^[17];另一方面由于政治家要从政治联系中获取租金,因而具有较强的粉饰财务报表的动机,政治联系会降低会计信息质量,增加信息风险。因此,从治理风险和治理成本的角度看,政府控制的公司风险要大于非政府控制的公司。Fan等对中国A股市场上的IPO公司(1993年~2001年)进行研究,认为具有政治联系的公司对公司治理和企业长期绩效产生较大的负效应^[7]。

2.4 中国背景下的政治联系研究

Francis等指出,中国非国有的IPO公司(1994年~1999年),大约有20%的董事会成员具有政治联系^[14];屈文洲等研究表明,政府干预会影响股改对价的高低,随着干预力度的增强,国有控股公司支付的对价降低^[18];罗党论等研究发现,民营公司的政治参与可以提高公司价值^[19];邓建平研究证实,在控制

内生性问题后,政治联系与企业绩效负相关^[20]。

当前,在中国公司治理转型的大背景下,从政治联系视角对民营企业治理进行的研究逐渐增多,中国民营企业政治联系的依赖在中国依然突出,凸显了其行政型治理色彩。张军认为,私人企业家主要是通过结交“政府企业家”来完成对本企业的融资,这种融资行为带有腐败和寻租的性质,在社会中普遍存在^[21];孙铮等实证分析地区市场化程度对当地企业债务期限结构的影响,结果表明,企业所在地的市场化程度越高,长期债务的比重越低,进一步分析发现,上述差异主要归因于政府对企业干预程度的不同^[22]。

通过对世界范围内政治联系的研究可以看出,政治联系对经济和个体公司有显著影响,这些研究检验了政治联系与企业借款、市场价值、长期绩效、竞选捐款、公众投资等众多方面的关系,但关于政治联系的研究仍有改进之处。①研究未能提升到公司治理转型的理论高度和深刻背景,尤其对中国从行政型治理向经济型治理的演进刻画不足;②选择的样本时间集中在1998年~2002年,这段时间是很多国家私有化和公司治理的转型前期,缺少对转型后期公司政治联系和具体企业性质的研究;③已有研究对政治联系的测量是基于有无政治联系(对政治联系的界定是0或1),无法体现政治联系的强弱关系;④基于公司治理视角的政治联系的渠道研究未能将政治联系的CEO、董事会和大股东综合起来研究,只针对某一渠道进行研究;⑤政治联系指数与公司业绩关系的研究过多集中在财务业绩上,缺少对公司其他表现情况的分析。因此,本研究采用2003年~2007年中国民营上市公司数据,高度契合治理转型的背景,对中国民营企业进行研究,通过构建政治联系指数,探索政治联系强弱的量化研究思路,重点探讨政治联系程度对财务业绩、市场业绩、内部效率、筹资行为和投资行为的综合表现情况。

3 政治联系的界定和指数构建

3.1 民营企业治理转型中的政治联系依赖

中国民营企业的公司治理正经历从行政型治理向经济型治理的转型^[23],其基本现象呈现为政治联系依赖。罗党论等的研究表明,在民营上市公司的财产权得不到妥善保护的情况下,民营企业为了安全发展,就会通过与政府形成良好关系来达到目的^[19]。长此以往,最终形成民营企业在政治利益和经济利益反复交织状态下的政治联系依赖现象。在众多研究对20世纪90年代公司治理转型前期的治理模式进行检验的基础上,本研究选择治理转型背景下法律法规相继颁布的2003年~2007年的民营企业,检验其政治联系的影响程度,从而发现治理结构表面完善的情况下内在的政治联系影响。

3.2 政治联系指数的构建

关于政治联系的界定,目前国外文献中普遍使用Faccio等的定义^[24,25]。对于中国企业政治联系的研

究, Fan 等定义为 CEO 现在或者曾经在政府机关或者军队任职^[7]。本研究认为, 政治联系是中国的行政型制度环境在公司层面的具体体现, 其内涵可以界定为公司股东、董事、监事、经理层等不同治理层级的高管政治背景及其程度。考虑到中国民营企业的现状, 指数的构建要具有系统性和治理层级性, 重点对企业的实际控制人以及公司内部治理机构的董事会、经理层、监事会进行考察。在充分借鉴 CCGI^{NK} 公司治理指数的基础上, 本研究依据治理层级的系统性原理初步构建反映中国民营上市公司综合政治联系的政治联系指数 (political connections 指数, PC 指数), 关于 PC 指数的具体情况见表 1。表 1 第 3 列为本研究根据高管政治背景的影响力程度对每个公司的实际控制人、董事长、CEO、监事会主席进行赋值, 体现出公司不同的政治联系程度 (0 分、1 分、2 分、3 分); 斯皮尔曼检验证明各分指数高度相关, 最高为 0.45, 这表明各治理层级之间的相互促进作用, 部分验证了指数构建的科学性。

构建 PC 指数依据公司治理层级的系统基础 (即公司治理系统论), 可能未能全部测度隐形的政治联系, 限于数据获取的有效性、公开性, 该指数一定程度上反映了数据的系统性和充分性。具体形式为

$$PC = \alpha_1 PC_{RC} + \alpha_2 PC_{BOD} + \alpha_3 PC_{CEO} + \alpha_4 PC_{OTH}$$

其中, PC 为政治联系指数; α_i 为各评价要素的重要性系数, $i = 1, 2, 3, 4$ 。考虑到中国制度背景的独特性和民营企业家的实际影响, 本研究对治理层级的分层可以体现治理结构的系统性和互动性。同时, 对权重的赋值, 在充分借鉴南开大学公司治理指数的基础上, 也兼顾民营企业监事会相对弱化的现实。对权重系数单纯主观加权, 会导致指数的科学性不足; 单纯客观加权, 容易与现实不符。在因子分析基础上, 根据治理层级确定 PC 指数的 4 个因子, 其初始方差贡献率 (旋转前) 分别为 0.38、0.28、0.26、0.12,

根据 5 名专家的主观加权将其确定为 0.30、0.30、0.30、0.10。稳健性检验对各分指数逐个进行验证, 结果与总指数基本无差异, 再次验证了指数构建的科学性。

通过指数的相关分析可知, 不管是分年度还是分行业, 董事长的 PC 联系个数都是最多的; 制造行业的政治联系个数最多, 为 700 家; 地域分布排名中江西省 PC 指数 (1.20) 最高。另一方面, 中国公司治理转型背景下政治联系公司个数、董事长政治联系公司个数和 PC 指数逐年降低 (见图 1)。因此, 从政治联系这一要素来看, 说明中国民营企业公司治理在从行政型治理向经济型治理的转型过程中, 伴随着法律法规的不断完善, 治理行为不断合规, 逐步摆脱行政化色彩, 进一步证实了治理转型观点。

4 研究设计

4.1 样本选择和数据来源

从中国经济研究中心经济金融数据库中的上市公司治理结构数据库和 Wind 数据库个股的资料中, 选择 2003 年 ~ 2007 年持续经营的民营上市公司, 对其进行 5 年的持续观测。对样本公司按照如下要求进行筛选, ① 获取持续经营的民营上市公司 266 家; ② 剔除期间被 ST 和 *ST 的民营上市公司 5 家; ③ 剔除所属行业发生重大变更的上市公司和金融类上市公司 24 家; ④ 剔除股票收益数据和财务数据不全的上市公司 2 家; ⑤ 剔除负债率大于 1 的上市公司 1 家。最终获得 234 家持续 5 年经营的民营上市公司, 包含 1 170 个观测数据。

4.2 研究假设

(1) 检验民营企业政治联系程度的影响因素。民营企业政治联系是基于中国公司治理转型背景不断发展的, 其往往被看做是治理机制不完善背景下的非正式替代机制^[19]。一方面, 对民营上市公司而

表 1 PC 指数的构建和斯皮尔曼相关性检验

Table 1 Construction and Spearman Test of Political Connections Index

指数	指标定义	度量标准 (赋值)	斯皮尔曼相关性检验 (N = 1 170)			
			PC_{RC}	PC_{BOD}	PC_{CEO}	PC_{OTH}
PC 指数	实际控制人的政治联系 (PC_{RC})	由国企转制而来的企业 (3); 现任官员 (2); 曾任官员 (1); 其他 (0)	PC_{RC}			
	董事长的政治联系 (PC_{BOD})	现任有影响力的官员 (3); 曾任有影响力的官员、现任普通官员 (2); 曾任普通官员 (1); 其他 (0)	PC_{BOD}	0.45*** (0.00)		
	CEO 的政治联系 (PC_{CEO})	同 PC_{BOD}	PC_{CEO}	0.08*** (0.01)	0.30*** (0.00)	
	监事会主席的政治联系 (PC_{OTH})	同 PC_{BOD}	PC_{OTH}	0.09*** (0.00)	0.21*** (0.00)	0.20*** (0.00)

注: 曾任有影响力的官员是指曾担任国家政协委员、人大代表或税务、监管部门、政府部门的处级以上干部, 现任有影响力的官员一般指现担任省政协常委以及全国政协和人大代表; ***为在 1% 水平上显著 (双尾检验)。

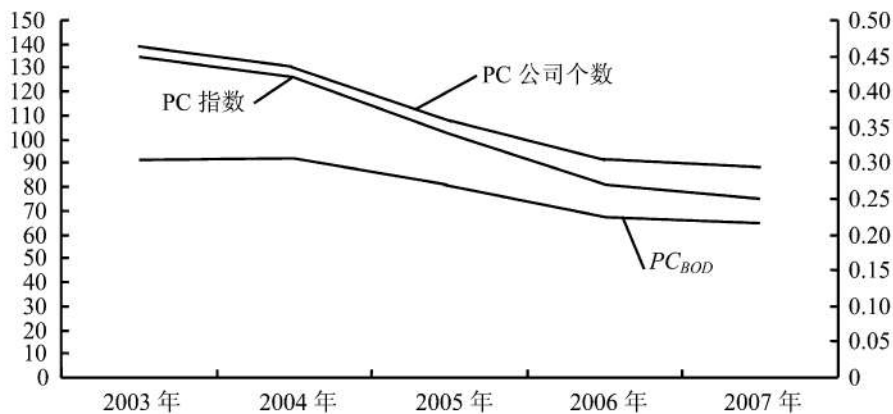


图1 公司治理转型中PC公司个数和PC指数变化

Figure 1 Changes of Number of PC Firms and Index of PC under Corporate Governance Transition

言,董事的政治级别越高,公司的政治联系程度越强(级别越高,影响力越大);另一方面,在转型的过程中,规模越大或者第一大股东持股比例越高的公司往往有更强的动机,寻求更强的政治联系,以寻求政治庇护或者制衡地方政府对企业的干预^[26]。因此提出假设。

H₁ 同等条件下,企业规模越大,第一大股东持股比例越高,政治联系程度越强。

(2) 检验政治联系对财务业绩的影响。Bertrand 等分析认为,对于公司来说,有时接受政府更多的人员就业安排以换取更多的优惠待遇的代价很大,甚至可能完全消耗掉公司从中所获得的收益^[8];根据 Fan 等的观点,有政治联系的公司因为被政府寻租,会承担更多的政治目标和社会目标,如就业、公共捐款等,因此它的财务业绩表现不如无政治联系的公司^[7];Faccio 认为那些具有政治联系的企业绩效普遍低于它们的竞争对手^[3]。转型背景下的中国民营企业由于发展空间有限,董事与政府的政治联系程度越强,越需要花费更多的成本来处理与政府的关系,越可能承担更多的非经营性目标,基于此,政治联系与公司财务业绩总体呈现负效应。因此提出假设。

H₂ 政治联系程度越强的民营企业,其财务业绩相对越差。

(3) 公司建立政治联系渠道后,一方面会因为高管层的政治选择行为导致企业与政府的关系复杂化,增加与政府的交易成本;另一方面,正如 Fan 等所指出的,具有更多政府背景的董事的介入损害了董事会的专业性和监督性职能^[7]。而且,随着高管层尤其是董事的政治级别越高,这种联系程度越强,将导致更多与行政相关而不是与价值增值相关的资产存在,从而影响企业的内部运转效率,尤其是资产的利用效率。因此提出假设。

H₃ 政治联系程度越强的民营企业,其资产利用效率越低。

(4) 检验有政治联系公司的股票市场业绩。Goldman 等通过对美国市场的研究发现,市场对于公司董事会任命具有政治联系的高管会表现出正的异

常收益^[10];但是 Fisman 和 Johnson 等认为,政治联系公司往往会被要求增加资源的投资以支持它们的寻租活动,该活动可能会消耗公司从政治联系中所获得的收益^[12,13];Fan 等发现中国政治联系公司市场表现较差^[7]。对中国民营企业来说,尽管高管层的政治身份可以起到一定的声誉机制作用,但是在各方面制度不完善的背景下,这种正向的影响是有限的,更多的是投资者对该公司过高的预期影响其市场表现。因此提出假设。

H₄ 政治联系程度越强的民营企业,其股票市场表现越差。

(5) 验证政治联系公司的筹资优惠待遇。政治联系公司有显著的优惠融资待遇^[4];Khawaja 等发现,国有银行的经理层更倾向于给政治联系公司提供贷款^[15]。中国背景下的优惠融资更是被多次证实^[27,28],如随着董事政治级别的提高,政治联系程度得到加强,公司与政府的关系越密切,越容易获得优惠的融资待遇。因此提出假设。

H₅ 政治联系程度越强的民营企业,会获得更优惠的融资待遇。

(6) 检验其长期投资情况。Francis 等证实,1994年~1999年中国有政治联系的公司,在公开上市和投资中有显著收益^[14]。政治联系指数越高的公司,其行政色彩越强,在政治环境的保护下更注重长期投资。因此提出假设。

H₆ 政治联系程度越强的民营企业,长期投资比率越高。

4.3 变量定义

(1) 在治理结构变量设计方面,在中国情境下,考察第一大股东的政治联系具有重要意义,故用第一大股东持股比率作为变量;使用企业民营化的时间衡量经营时间的长短,相比于企业建立的时间更能反映民营企业的性质;分别采用董事会的会议次数和董事长兼任情况检验公司治理运作层面与政治联系强度的影响。

(2) 在财务变量方面,以净资产收益率和总资产收益率(采用年末数指标)交替考察公司财务业绩,

用净利润率考察公司的赢利能力和市场前景,以资产周转率代替企业的内部运转效率,以Tobin's Q、股票回报率和累积异常收益率衡量公司的股票市场业绩。

(3)筹资方面,使用总负债比率、资本负债率和长期负债比率3个变量作为获得债务融资难易程度的代理变量;投资方面,主要考察其长期投资效应,以长期投资比率衡量。

(4)控制变量方面,采用市值的对数和市净率控制公司特征,采用地区人均GDP控制不同地域经济情况对绩效分析结果产生的影响,采用市场化进程指数及其法律分指数来代理地区政治环境和地区法律环境。本研究已控制时间效应和行业变量(Industry),限于篇幅,后续分析不再单独列出。另外,本研究的稳健性检验部分将采用企业总资产规模(Asset)进行分组比较。各变量定义见表2。

表2 变量定义
Table 2 Definition of Variables

变量分类	变量名称	变量代码	变量含义
政治联系程度	政治联系指数	PC	指数越高,联系程度越强
治理结构	民营化时间	Time	企业民营化到现在的时间
	第一大股东持股比率	LSO	第一大股东的所有权比例
	董事长与总经理两职兼任情况	BOD	1为两职兼任,0为其他
	董事会会议次数	N _{BOD}	每一年召开董事会会议的次数
财务业绩	净利润率	ROS	净收入占公司销售额的百分比
	净资产收益率	ROE	净利润与平均股东权益的百分比
	总资产收益率	ROA	净利润与总资产的比值
	企业总资产规模	Asset	企业的总资产
	资产周转率	AT	$\frac{\text{主营业务收入净额}}{\frac{\text{当年资产合计} + \text{前一年资产合计}}{2}}$
市场业绩	市净率	PB	公司市值与账面价值的比率
	托宾Q	Tobin's Q	$\frac{\text{流通股数} \times \text{股价} + \text{非流通股数} \times \text{每股净资产} + \text{负债}}{\text{总资产} + \text{账面价值}}$
	市值	lnMC	公司总的市场价值的对数
	股票回报率	Return	年度股票回报率
	累积异常收益率	CAR	年度异常收益率之和
筹资变量	总负债比率	Leverage ₁	总债务与总资产的比率
	资本负债率	Leverage ₂	$\frac{\text{有息负债}}{\text{股东权益} + \text{有息负债}}$
	长期负债比率	LTL	$\frac{\text{长期借款}}{\text{企业总资产}}$
投资变量	长期投资比率	LTV	$\frac{\text{长期投资净额}}{\text{总资产}}$
控制变量	行业变量	Industry	1为属该行业,0为其他
	地区经济环境	LnperGDP	各地区的人均GDP
	地区法律环境	LAW	中国市场化进程指数的法律环境
	地区政治环境	Political	中国市场化进程指数

注:民营化时间来源于中国民营上市公司数据库;累积异常收益率以年度股票收益率为单位,计算1年~5年的累积异常收益率;地区法律环境和政治环境变量来源于樊纲等发布的中国市场化进程指数^[29]。

4.4 模型设计

本研究设计模型具体如下。

$$PC = \alpha_0 + \alpha_1 LSO + \alpha_2 Time + \alpha_3 \ln MC + \alpha_4 BOD + dControl + \xi_1 \quad (1)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 PC + \beta_2 LSO + \beta_3 \ln MC + \beta_4 PB + \beta_5 Leverage_1 + dControl + \xi_2 \quad (2)$$

$$AT = \lambda_0 + \lambda_1 PC + \lambda_2 LSO + \lambda_3 \ln MC + \lambda_4 PB + \lambda_5 Leverage_1 + dControl + \xi_3 \quad (3)$$

$$CAR = \chi_0 + \chi_1 PC + \chi_2 LSO + \chi_3 \ln MC + \chi_4 PB + \chi_5 Leverage_1 + dControl + \xi_4 \quad (4)$$

$$Leverage_1 = \delta_0 + \delta_1 PC + \delta_2 \ln MC + \delta_3 PB + dControl + \xi_5 \quad (5)$$

$$LTV = \eta_0 + \eta_1 PC + \eta_2 \ln MC + \eta_3 PB + dControl + \xi_6 \quad (6)$$

其中, $\alpha_0, \beta_0, \lambda_0, \chi_0, \delta_0, \eta_0$ 分别为6个方程的截距项; $\alpha_i, \beta_i, \lambda_i, \chi_i, \delta_i, \eta_i$ 为回归系数, $i = 1, 2, 3, 4, 5$; $Control$ 为方程的控制变量, 分别为时间效应、行业、地区经济环境、地区法律环境和地区政治环境; d 为控制变量

的系数; $\xi_1 \sim \xi_6$ 为随机扰动项。

(1)式衡量PC指数的影响因素;(2)式衡量政治联系公司的财务业绩;(3)式衡量政治联系公司的内部运转效率;(4)式衡量政治联系公司的风险,即股票市场表现;(5)式衡量政治联系公司的优惠融资待遇;(6)式衡量政治联系公司的收益,即长期投资,参照Francis等的研究^[14],因变量为长期投资比率(已按新旧会计准则转换)。(1)式中PC是被解释变量,在之后的模型中PC又与(1)式中的非主要解释变量一起作为解释变量,这样会存在一定的共线性问题,但实证研究证实VIF值较低,共线性可以忽略。

5 实证分析

5.1 描述性统计分析

表3为描述性统计分析和分组比较,为了后续分析的需要,本研究将234个样本公司根据1170个观测数据的PC指数平均值的高低分成3类,第1类是80家高政治联系公司,记为TOP₈₀,分界点为0.92,

表3 描述性统计分析和分组比较

Table 3 Statistical Analysis and Grouped Comparison

变量	总样本 (N = 1170)		TOP ₈₀ (N = 400)		TOP ₈₁₋₁₆₀ (N = 400)		无PC公司 (N = 370)		差异显著性检验					
			(A)		(B)		(C)		(A-B)		(A-C)		(B-C)	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	T检验	Z检验	T检验	Z检验	T检验	Z检验
PC	0.35	0.00	0.83	0.70	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
LSO	0.33	0.29	0.33	0.29	0.32	0.29	0.34	0.30	0.24	0.01***	0.60	0.04**	0.07*	0.02**
Time	3.09	3.00	2.94	2.00	2.95	2.00	3.40	3.00	0.09*	0.09*	0.01**	0.02**	0.02**	0.02**
N _{BOD}	8.32	8.00	8.42	8.00	8.60	8.00	7.91	7.00	0.52	0.36	0.06*	0.82	0.00***	0.02**
ROE	0.06	0.06	0.05	0.05	0.07	0.07	0.05	0.06	0.21	0.01**	0.09*	0.00***	0.02**	0.12
Tobin's Q	1.23	0.90	1.25	0.99	1.27	0.98	1.16	0.91	0.70	0.94	0.17	0.00***	0.07*	0.00***
AT	0.52	0.52	0.52	0.52	0.53	0.52	0.54	0.54	0.00***	0.01***	0.00***	0.01***	0.57	0.00***
Leverage ₁	0.49	0.51	0.55	0.56	0.51	0.52	0.42	0.44	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
Leverage ₂	1.45	1.12	1.98	1.37	1.37	1.21	0.97	0.81	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
PB	3.43	2.42	3.76	2.63	3.50	2.45	2.99	2.21	0.24	0.75	0.00***	0.01***	0.00***	0.00***
lnMC	21.27	21.11	21.30	21.20	21.23	21.04	21.21	21.08	0.06*	0.18	0.03**	0.16	0.66	0.76
LTL	0.08	0.06	0.08	0.06	0.09	0.06	0.07	0.05	0.18	0.41	0.09*	0.00***	0.06*	0.06*
LTV	0.07	0.05	0.06	0.03	0.08	0.05	0.08	0.05	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.57	0.00***
Return	0.07	0.05	0.09	0.06	0.05	0.05	0.07	0.06	0.24	0.94	0.04**	0.05*	0.69	0.79
CAR ₄	0.17	0.13	0.27	0.21	0.06	0.06	0.18	0.14	0.02**	0.09*	0.21	0.37	0.19	0.58
CAR ₅	0.17	0.15	0.28	0.22	0.08	0.13	0.15	0.12	0.03**	0.04**	0.11	0.20	0.43	0.46

注:T检验和Z检验所标注的值为p值;*为在10%水平上显著,**为在5%水平上显著,***为在1%的水平上显著,双尾检验;CAR₄为4年的累积异常收益率,同比类推。下同。

即前80家政治联系指数较高的民营公司;第2类 TOP_{81-160} 为中间层次的政治联系指数较高的公司,分界点为0.25;第3类为其他公司,即不存在政治联系的公司(PC指数为0)。另外,在后续的分析中, TOP_{234} 是指总样本公司, TOP_{160} 为有政治联系的公司(PC指数大于0)。

从表3相关的治理指标可以看出,在 TOP_{80} 中政治联系指数较高(0.83)的公司民营化时间往往较短(2.94); TOP_{80} 、 TOP_{81-160} 有存在政治联系的公司年度董事会次数分别为8.42和8.60,显著高于无政治联系公司会议次数7.91,说明具有政治联系的公司可能会花费更多时间(董事会次数)处理与政府的关系。财务业绩方面, TOP_{80} 的净资产收益率低于样本平均值; TOP_{81-160} 的Tobin's Q(1.27)略高于无政治联系的公司(1.16),并在1%的水平上通过Z检验。 TOP_{80} 和 TOP_{81-160} 的总负债比率(0.55,0.51)显著高于无政治联系公司的总负债比率(0.42),这与前期文献讨论的结论一致^[28]。高政治联系公司获得较高的累积异常收益率,并在5%的水平上显著高于政治联系指数较低的公司。另外,资产周转率方面,高政治联系的公司显著低于无政治联系的公司,这在一定程度上表明,随着政治联系程度的加强,企业的内部交易成本增加,一定程度上损害了企业的运转效率。

5.2 多元回归分析

采用普通最小乘法分年度回归、分组回归和均值回归3种方法研究4.4节6个模型的影响,表4是对PC指数影响因素所做的回归分析,分别采用5组样本检验PC指数的影响因素。

由表4可知,lnMC越大,公司越有动机发展政治联系,获取资源,该系数全部显著;LSO越高,PC指数越高。其他变量,BOD在样本时间范围内未有显著影响,在高政治联系公司 TOP_{80} 内,BOD显著有利于政治联系的发展。控制变量方面,LnperGDP越高,法律环境越完备,PC指数越低,符合研究推导和假设。这在一定程度上表明了政治联系的制度诱因问题,即在经济化水平较低、法律环境较不完善的区域,更容易发展政治联系,这与罗党论等的研究^[19]是一致的。结论验证了H₁。

表5是以PC指数为自变量、财务业绩为因变量所做的回归分析。由表5可知,PC指数与ROA显著负相关,这一效应在对 TOP_{80} 、 TOP_{160} 进行分组回归时表现得更为明显;在对模型2进行分年度回归时,PC回归系数为负,但不显著,其他年份(2003年~2006年)也不显著(限于篇幅未列出)。从另一侧面可以说明,单纯的分析政治联系对一个年度公司业绩的影响是不严谨的。结论验证了H₂。

表4 PC指数影响因素的回归分析

Table 4 Regression Results of Effects of Characteristic on PC

模型1	总样本1	总样本2	TOP_{80}	TOP_{81-160}	TOP_{160}
常数项	-1.09 (-1.73)*	-0.65 (-0.92)	-0.80 (-1.24)	-0.08 (-0.15)	-0.72 (-1.01)
lnMC	0.08 (4.34)***	0.10 (3.25)***	0.06 (2.39)**	0.03 (1.84)*	0.07 (3.13)**
Time	-0.01 (-1.84)*	-0.22 (-2.52)**	-0.02 (-1.95)*	-0.01 (-2.20)**	-0.03 (-1.96)*
LSO	0.19 (1.83)*	0.09 (1.85)*	0.28 (1.91)*	0.27 (2.21)**	0.37 (2.90)**
BOD	-0.03 (-0.82)	-0.36 (-0.85)	-1.01 (-2.06)**	-0.02 (-0.47)	-0.15 (-0.38)
LnperGDP	-0.06 (-2.19)**	-0.06 (-1.24)	-1.38 (-3.37)**	-0.06 (-2.19)**	-0.07 (-2.38)**
LAW	-0.14 (-4.17)***		-0.08 (-4.34)***	-0.08 (-4.34)***	-0.20 (-4.76)***
Political		-0.01 (-0.32)			
观测值	1 170	702	400	400	800
Ad-R ²	0.06	0.05	0.15	0.07	0.08

注:总样本1采用滞后的法律指数(LAW,2001年~2005年),样本容量为1170;为了对比,总样本2采用3年数据(2003年~2005年)市场化指数(Political),样本容量为702。括号内为T检验值,下同。

表5 PC指数与财务业绩的回归分析
Table 5 Regression Results of Effects of PC on Financial Performance

	模型2							模型3
	ROA			ROE		ROS		AT
	总样本	TOP ₈₀	TOP ₁₆₀	TOP ₈₀	均值	TOP ₈₀	均值	总样本
常数项	-1.73 (-5.16)***	-1.23 (-2.93)***	-2.30 (-6.02)***	-0.91 (-2.23)*	-0.90 (-3.42)***	-0.78 (-1.41)	-0.97 (-2.89)***	6.65 (12.76)***
PC	-0.06 (-2.97)***	-0.45 (-2.83)***	-0.34 (-7.71)***	-0.01 (-1.82)*	-0.03 (-1.77)*	-0.05 (-1.41)	-0.02 (-1.04)	-0.12 (-4.68)***
LSO	-1.01 (-8.63)***	-0.82 (-5.15)***	-2.03 (-5.82)***	-0.03 (-0.35)	-0.03 (0.05)	-0.03 (-0.33)	0.06 (0.87)	0.27 (2.85)***
lnMC	0.27 (9.03)***	0.20 (8.06)***	0.21 (9.04)***	0.06 (3.57)***	0.05 (4.87)***	0.06 (2.61)*	0.05 (3.74)***	-0.08 (-3.09)***
PB	0.18 (25.69)***	0.12 (11.63)***	0.17 (24.59)***	0.01 (1.17)	0.01 (0.79)	-0.02 (-2.56)	-0.01 (-0.76)	-0.03 (-12.20)***
Leverage ₁	-0.41 (-5.14)***	-0.74 (-4.46)***	-0.52 (-5.35)***	-0.17 (-1.93)*	-0.04 (-0.96)	-0.28 (-2.54)	-0.12 (-2.01)*	0.30 (3.96)***
LnperGDP	-0.01 (0.36)	-0.04 (-1.03)	-0.01 (-0.05)	-0.03 (-1.11)	-0.02 (-1.60)	-0.02 (-0.94)	-0.01 (-0.89)	-0.43 (-13.00)***
观测值	1 170	400	800	400	234	400	234	1 170
Ad-R ²	0.59	0.61	0.59	0.10	0.22	0.12	0.16	0.48

对ROE进行TOP₈₀样本和总样本均值回归,选取每个指标5年的均值。结果显示,PC指数的回归系数为负(-0.01、-0.03),并在10%的水平上通过显著性检验,表明PC越高,平均股东权益的收益水平越差。ROS均值回归和TOP₈₀回归结果表明,PC指数的回归系数为负,但不显著,这说明政治联系公司与非政治联系公司的赢利能力并无显著差异。对资产周转率的分析表明,政治联系程度与资产周转率呈现显著的负效应,一定程度上支持H₃。

表6是以PC为自变量、股票市场表现为因变量所做的回归分析。由表6可知,总体样本内未发现PC指数与累积异常收益率的显著性关系,当把样本缩小至高政治联系公司(TOP₈₀)时,PC指数与CAR负相关并在5%的水平上显著。股票回报率方面,PC指数与Return显著负相关,在TOP₈₀、TOP₁₆₀样本内回归系数增大,并通过与总体样本回归系数显著性检验(限于篇幅未列出)。同理,本研究还发现政治联系程度与总样本Tobin's Q的显著负效应(限于篇幅未提供详细数据)。结论验证了H₄。

表7是以PC指数为自变量、负债率和长期投资比率为因变量所做的回归分析。由表7可知,在资产负债率方面,总样本的回归系数为正,在1%的水平上显著并通过回归系数显著性检验,PC指数与资

本负债率有显著正相关关系。长期负债率方面,PC指数与长期负债率显著正相关并通过回归系数检验。另外,通过对资产负债率的分年度回归,同样发现显著的正效应(限于篇幅未列出)。实证表明,PC指数越高,企业越注重债务融资方式,结论验证了政治联系公司的“收益观”,这与其他学者的研究是一致的,H₅得到验证。长期投资比率方面,总体样本的回归系数是0.01,但是不显著。当样本范围集中于高政治联系公司(TOP₈₀)时,PC指数与长期投资比率正相关,并在1%的水平上显著。表明对于存在高度政治联系的公司,政治联系越强,越能获得保障的政治资源,越注重长期投资。结论未能完全验证H₆。

5.3 稳健性检验

稳健性检验分为3部分,首先是内生性测试,将因变量滞后一期后,实证结果无差异;其次,用PC指数的4个分指数PC_{RC}、PC_{BOD}、PC_{CEO}和PC_{OTH}单独进行重复验证(稳健性检验1);最后,按照PC指数的平均值进行样本分组,这种分组方式容易回避无政治联系公司(PC=0)的实际影响。因此,稳健性检验2中按照企业总资产均值分成两组数据(高于平均值和低于平均值),并对两组数据重复以上模型的回归分析,回归分析结果见表8。

表6 PC指数与股票市场表现的回归分析
Table 6 Regression Results of Effects of PC on Stock Performance

模型4	CAR				Return		
	CAR ₄		CAR ₅		总样本	TOP ₈₀	TOP ₁₆₀
	总样本	TOP ₈₀	总样本	TOP ₈₀			
常数项	-9.27 (-7.50)***	-10.95 (-5.66)***	-9.85 (-8.42)***	-11.53 (-6.49)***	-3.96 (-7.45)***	-3.97 (-6.50)***	-3.97 (-6.48)***
PC	-0.09 (-1.16)	-0.32 (-1.76)*	-0.07 (0.93)	-0.37 (-2.16)**	-0.09 (-3.65)***	-0.16 (-3.27)***	-0.10 (-3.27)***
LSO	0.14 (0.57)	0.33 (0.86)	0.01 (0.04)	0.09 (0.26)	-0.41 (-4.74)***	-0.27 (-1.97)***	-0.39 (-3.65)***
lnMC	0.47 (8.32)***	0.60 (6.60)***	0.49 (9.40)***	0.63 (7.61)***	0.14 (8.33)***	0.15 (5.72)***	0.14 (7.23)***
PB	-0.03 (-1.46)	-0.02 (-0.57)	-0.19 (-1.01)	-0.04 (-1.53)	0.03 (6.74)***	0.02 (3.05)***	0.03 (5.34)***
Leverage ₁	-0.28 (-1.26)	-0.57 (-1.50)	-0.22 (-1.02)	-0.29 (-0.75)	0.17 (2.34)***	0.26 (1.86)*	0.15 (1.69)*
LnperGDP	-0.02 (-0.46)	-0.11 (-1.15)	-0.05 (-0.86)	-0.14 (-1.39)	0.12 (5.59)***	0.09 (2.40)**	0.12 (4.44)***
观测值	234	80	234	80	1 170	400	800
Ad-R ²	0.26	0.40	0.30	0.51	0.24	0.25	0.24

表7 PC指数与负债率和长期投资比率的回归分析
Table 7 Regression Results of Effects of PC on Leverage and Ratio of Long-term Investment

Panel A	模型5			模型6	
	Leverage ₁	Leverage ₂	LTL	LTV	
	总样本	总样本	总样本	总样本	TOP ₈₀
常数项	0.63 (4.35)***	5.79 (2.95)***	0.07 (0.58)	0.01 (0.15)	0.33 (2.41)
PC	0.10 (10.01)***	0.77 (8.17)***	0.01 (2.21)**	0.01 (1.42)	0.03 (3.22)***
lnMC	-0.02 (-3.65)***	-0.48 (-7.87)***	-0.01 (-0.21)	0.01 (1.58)	0.02 (2.60)*
PB	0.01 (4.90)***	0.18 (9.77)***	0.01 (1.97)**	-0.01 (-2.60)***	-0.01 (-2.03)**
LnperGDP	0.04 (4.20)***	0.40 (4.99)***	0.01 (2.39)**	-0.01 (-0.74)	-0.01 (-0.74)
Industry	-0.06 (-3.79)***	0.89 (0.60)	-0.02 (-0.24)	-0.01 (-0.59)	-0.01 (-0.32)
观测值	1 170	1 170	747	874	302
Ad-R ²	0.14	0.18	0.15	0.07	0.08

注:模型5的变量长期负债比率(LTL)和模型6的变量长期投资比率(LTV)部分数据缺失,导致样本容量不同。

表8 稳健性检验(按总资产分组后的回归分析)
Table 8 Robustness Test of Grouping by Total Asset

	模型1	模型2		模型4	模型5			模型6
	<i>PC</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>Return</i>	<i>Leverage</i> ₁	<i>Leverage</i> ₂	<i>LTL</i>	<i>LTV</i> _{TOP80}
Panel A 高于样本总资产平均值								
常数项	0.11	-1.70***	-0.64*	-5.10***	2.68***	3.83***	2.98	0.50**
估计系数		<i>e</i> ₁		<i>f</i> ₁	<i>g</i> ₁			
<i>PC</i>		-0.04 (-1.78)*	-0.01 (-0.15)	-0.09 (-2.27)**	0.03 (2.83)***	0.50 (3.33)***	0.01 (2.05)**	0.01 (1.15)
<i>Time</i>	-0.02**							
<i>LSO</i>	0.84 (4.47)***	-0.93 (-7.16)***	-0.02 (-0.47)	-0.20 (-1.34)				
<i>lnMC</i>	0.06 (1.71)*	0.15 (4.81)***	0.05 (4.48)***	0.16 (4.36)***	-0.09 (-8.88)***	-1.54 (-11.76)***	0.01 (0.83)	0.03 (3.10)***
<i>Leverage</i> ₁		-0.94***	-0.06	0.30*				
<i>PB</i>		0.16***	-0.00	0.04***	0.02***	0.46***	0.01	-0.01***
<i>LnperGDP</i>	-0.16***	-0.04	-0.04***	0.14***	0.00	0.43***	0.01	0.01
观测值	378	378	378	378	378	378	313	261
<i>Ad-R</i> ²	0.14	0.73	0.21	0.30	0.26	0.38	0.24	0.07
Panel B 低于样本总资产平均值								
常数项	1.12**	-6.50***	-1.54***	-4.46***	1.70***	6.04***	0.34**	0.02
估计系数		<i>e</i> ₂		<i>f</i> ₂	<i>g</i> ₂			
<i>PC</i>		-0.09 (-2.37)**	-0.01 (-0.83)	-0.1 (-2.88)***	0.12 (8.59)***	0.52 (4.89)***	0.01 (1.75)*	0.02 (3.20)***
<i>Time</i>	-0.03*							
<i>LSO</i>	0.06 (0.56)	-1.08 (-8.63)***	-0.02 (-0.56)	-0.60 (-5.52)***				
<i>lnMC</i>	0.01 (1.73)*	0.34 (10.83)***	0.07 (6.23)***	0.16 (6.01)***	-0.09 (-8.76)***	-0.87 (-10.70)***	-0.02 (-2.85)***	0.01 (3.10)***
<i>Leverage</i> ₁		-0.94***	-0.01	0.29***				
<i>PB</i>		0.16***	-0.01	0.01***	0.02***	0.21**	0.01**	-0.01
<i>LnperGDP</i>	-0.06**	0.04	-0.00	0.12***	0.02***	0.18**	0.01	0.01
观测值	792	792	792	792	792	792	434	613
<i>Ad-R</i> ²	0.06	0.71	0.06	0.21	0.26	0.28	0.13	0.07
Panel C 回归系数检验								
联合检验	检验变量			<i>F</i> 统计量	<i>P</i> 值			
<i>e</i> ₁ = <i>e</i> ₂ = 0	<i>PC-ROA</i>			16.20	0.00			
<i>f</i> ₁ = <i>f</i> ₂ = 0	<i>PC-Return</i>			5.17	0.02			
<i>g</i> ₁ = <i>g</i> ₂ = 0	<i>PC-Leverage</i> ₁			8.03	0.00			

注:Panel A 的样本容量与 Panel B 的样本容量之和为1170;因变量为长期负债率(*LTL*)和长期投资比率(*LTV*)部分,因数据缺失,导致样本容量不同。

稳健性检验 1 表明,模型 1 中只有 PC_{OTH} 与民营化的时间的关系不显著, $t=1.22$ 。这可能由监事会主席的更换较为不频繁或者通过此渠道进行政治联系的公司个数较少所致。模型 2 中 PC_{RC} 与 $Tobin's Q$ 的关系为负 (-0.02), 但是不显著, $t=1.01$ 。模型 4 和模型 5 中, 各分指数的回归结果与权重总指数回归效果一致, 再次验证各分指数的合理性和实证结果的稳健性。本研究再次对各分指数的不同权重进行多次测试, 结果并无实质性差异。限于篇幅, 稳健性检验 1 的具体回归结果未列出。

由表 8 可知, 稳健性检验 2 以样本总资产平均值将总样本分成两组, 实证结果差异不大。同时, 对以上模型的各项变量进行共线性检验, 发现各变量的膨胀因子均在 $[1, 5]$ 之间。总体上看, 稳健性检验 1 验证了各分指数的必要性和合理性, 稳健性检验 2 通过不同的分组及回归系数检验再次验证了前期实证研究的观点。

6 结论

改革开放以来, 中国市场化进程取得了重大进展^[29], 在新兴市场和转轨经济背景下的中国公司治理^[30,31] 仍然处于从行政型治理向经济型治理的转型时期, 相对于没有国有制“血统”的民营企业, 一般要经历寻求外部政治联系作为替代机制的政治联系依赖阶段, 而对这种现象的刻画和分析可能是解读民营企业治理转型的关键所在, 本研究对此进行深入探讨, 主要研究结论如下。

(1) 基于不同治理层级的特性构建政治联系指数。本研究改变了以往对政治联系的虚拟变量的单一刻画, 构建政治联系指数 (PC 指数) 这一具体而又连续的变量, 从而能与合理以及稳健的实证研究方法更为匹配。对政治联系进行有无 (0, 1) 的界定, 存在很大局限性, 无法反映出不同联系渠道内部的“具体而又有趣”的运作特征。尤其是对注重关系背景的中国来讲, 不同治理层级的政治联系具有形式上的复杂性以及关联的强弱性, 因此在中国不能单纯以是否存在政治联系进行研究。

(2) 政治联系程度对公司业绩的“双重”影响。本研究主要对两大观点进行实证研究, 第一是治理转型, 第二是政治联系的收益和风险。一方面, 通过观测 2003 年~2007 年 PC 指数和政治联系公司个数的变化, 证实治理转型的观点; 另一方面, 证实民营企业的政治联系程度与公司财务业绩和市场业绩负相关, 但却能给公司带来优惠融资的收益。在政治联系对民营企业绩效“双重”影响的背景下, 建议民营企业实现政治联系合规, 推进公司治理转型。

(3) 政治联系程度对企业运转效率的负效应。本研究发现民营企业政治联系程度越强, 其资产利用效率相对越低, 这在一定程度上证实公司层面的政治联系增加民营企业的内部交易成本, 从而部分损害企业的运转效率。

(4) 政治联系的制度诱因。通过对表 5 的分析

可知, 在经济发展水平较低、市场化程度较低、法律环境较不完善的区域, 更容易诱发民营企业的政治联系问题。

以上结论对中国民营企业治理转型具有重要意义, 表明在缺少完备性的制度背景下, 民营企业政治联系程度与公司业绩呈现总体的负效应, 过多的政治联系并不利于民营企业的发展。从治理转型看, 民营企业的政治联系更多的充当治理机制的“替代”角色, 应该逐步、适当地将其政治联系依赖转化为合规的、正当的、和谐的影响, 进而推进其经济型治理进程^[32]。

本研究主要针对民营企业的总体样本展开讨论, 如何探索已经建立政治联系的民营企业样本中联系程度对市场绩效的双重效应以及利用经济学的基本研究范式推导民营企业政治联系的复杂动机是后续的研究方向。

参考文献:

- [1] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate Ownership around the World [J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471-518.
- [2] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Investor Protection and Corporate Valuation [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(3): 1147-1170.
- [3] Faccio M. Politically-Connected Firms [J]. *American Economic Review*, 2006, 96(1): 369-386.
- [4] Claessens S, Feijen E, Laeven L. Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3): 554-580.
- [5] Frye T, Shleifer A. The Invisible Hand and the Grabbing Hand [J]. *The American Economic Review*, 1997, 87(2): 354-358.
- [6] 李维安. 演进中的中国公司治理: 从行政型治理到经济型治理 [J]. *南开管理评论*, 2009, 12(1): 1.
Li W A. Chinese Corporate Governance Transition: From Administration Governance to Economic Governance [J]. *Nankai Management Review*, 2009, 12(1): 1. (in Chinese)
- [7] Fan J P H, Wong T J, Zhang T Y. Politically-connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2): 330-357.
- [8] Bertrand M, Kramarz F, Schoar A, Thesmar D. Politically Connected CEOs and Corporate Outcomes: Evidence from France [R]. University of Chicago, 2006.
- [9] 李维安, 牛建波. 中国上市公司经理层治理评价与实证研究 [J]. *中国工业经济*, 2004(1): 57-64.

- Li W A, Niu J B. An Appraisal of Executive Governance and Empirical Analysis [J]. *China Industrial Economics*, 2004(1):57-64. (in Chinese)
- [10] Goldman E, Rocholl J, So J. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? [R]. AFA Chicago Meetings Paper, 2007.
- [11] Faccio M, Masulis R W, McConnell J J. Political Connections and Corporate Bailouts [J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(6):2597-2635.
- [12] Fisman R. Estimating the Value of Political Connections [J]. *American Economic Review*, 2001, 91(4):1095-1102.
- [13] Johnson S, Mitton T. Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 67(2):351-382.
- [14] Francis B B, Hasan I, Sun X. Political Connections and the Process of Going Public: Evidence from China [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2009, 28(4):696-719.
- [15] Khwaja A I, Mian A. Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(4):1371-1411.
- [16] Boubakri N, Jean-Claude C, Saffar W. Political Connections of Newly Privatized Firms [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(5):654-673.
- [17] 廖义刚, 王艳艳. 大股东控制、政治联系与审计独立性 [J]. *经济评论*, 2008(5):86-105.
Liao Y G, Wang Y Y. Control of Large Shareholders, Political Connections and Audit Independence [J]. *Economic Review*, 2008(5):86-105. (in Chinese)
- [18] 屈文洲, 许年行, 关家雄, 吴世农. 市场化、政府干预与股票流动性溢价的分配 [J]. *经济研究*, 2008(4):132-146.
Qu W Z, Xu N H, Guan J X, Wu S N. Marketization, Government Intervention and Stock Liquidity Premium Distribution [J]. *Economic Research Journal*, 2008(4):132-146. (in Chinese)
- [19] 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):106-118.
Luo D L, Tang Q Q. The Performance of Institutional Environment Evidence from China's Private Listed Companies [J]. *Economic Research Journal*, 2009(2):106-118. (in Chinese)
- [20] 邓建平, 曾勇. 政治关联能改善民营上市公司的经营绩效吗? [J]. *中国工业经济*, 2009(2):98-108.
Deng J P, Zeng Y. Can Political Connection Improve the Performance of Private Enterprises [J]. *China Industrial Economics*, 2009(2):98-108. (in Chinese)
- [21] 张军. 资本形成、工业化与经济增长: 中国的转轨特征 [J]. *经济研究*, 2002(6):3-13.
Zhang J. Capital Formation, Industrialization and Economic Growth: Understanding China's Economic Reform [J]. *Economic Research Journal*, 2002(6):3-13. (in Chinese)
- [22] 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 [J]. *经济研究*, 2005(5):52-63.
Sun Z, Liu F W, Li Z Q. Market Development, Government Influence and Corporate Debt Maturity Structure [J]. *Economic Research Journal*, 2005(5):52-63. (in Chinese)
- [23] 李维安. 公司治理学 [M]. 北京: 高等教育出版社, 2005:306-307.
Li W A. *Corporate Governance* [M]. Beijing: Higher Education Press, 2005:306-307. (in Chinese)
- [24] Faccio M. The Characteristics of Politically Connected Firms [R]. Vanderbilt University, 2007.
- [25] Faccio M, Lang L H P. The Ultimate Ownership of Western European Corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3):365-395.
- [26] 邱艾超, 袁庆宏. 中国公司治理转型、行政联系与公司绩效 [C] // 第五届公司治理国际研讨会, 2009:53-63.
Qiu A C, Yuan Q H. Chinese Corporate Governance Transition, Political Connections and Firm Performance [C] // The Fifth International Symposium of Corporate Governance, 2009:53-63. (in Chinese)
- [27] 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.
Wu W F, Wu C F, Liu X W. Political Connection and Market Valuation: Evidence from China Individual-controlled Listed Firms [J]. *Economic Research Journal*, 2008(7):130-141. (in Chinese)
- [28] 胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营上市公司的融资便利——以浙江省民营百强企业为例 [J]. *管理世界*, 2006(5):107-141.
Hu X Y. Political Resource and Diversification of Chinese Private Enterprises [J]. *Management World*, 2006(5):107-141. (in Chinese)
- [29] 樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数: 2006 年报告 [M]. 北京: 中国经济科学出版社, 2007:45-78.
Fan G, Wang X L. *The Index of Chinese Marketization* [M]. Beijing: Economic Science Press, 2007:45-78. (in Chinese)
- [30] Shleifer A, Vishny R. Politicians and Firms [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4):995-1025.
- [31] Shleifer A, Vishny R. *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures* [R]. Cambridge:

- Harvard University Press, 1998.
- [32] 李维安, 邱艾超, 阎大颖. 企业政治关系研究脉络梳理与未来展望 [J]. 外国经济与管理, 2010, 32(5): 48-55.
- Li W A, Qiu A C, Yan D Y. The Development Vein and Future Prospect of Political Connections [J]. Foreign Economics & Management, 2010, 32(5): 48-55. (in Chinese)

Governance Transition of Chinese Private Firms, Political Connections and Firm Performance

LI Wei-an, QIU Ai-chao

Center for Studies of Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China
Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China

Abstract: We constructed the Political Connections Index with four dimensions, including Real Controller, Boards, CEO and Chairman of supervisory board from the perspective of system and governance structure theory. Using data of 234 Chinese private firms from the year 2003 to 2007, we examined political connections effect on firm performance based on the transition background. According to the results, we find that, firstly the political connections index decrease year by year, which confirms the view of governance transition, secondly there is a positive relationship between political connections index and the size of firms as well as the proportion of shareholder by the first largest shareholder, thirdly political connections index is positively correlated with debt ratio and long-term debt ratio. Moreover, while political connections index is negatively correlated with firms' financial performance, stock market performance and asset turnover. The higher the political connections index, the higher the long investment ratio of the assets. To sum up, the political connections enable private firms to enjoy benefits of preferential financings well as the risk of performance decrease. Considering the dual impacts of political connection on the performance of private firms, we suggest that firms should maintain the political connection at a legitimate level and carry forward the governance transition.

Keywords: corporate governance transition; political connections; administration governance; firm performance

Received Date: January 12th, 2010 **Accepted Date:** May 25th, 2010

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China(70532001)

Biography: Dr. LI Wei-an, a Shandong Qingdao native(1957 -), graduated from Keio University of Japan and is the distinguished professor of Chang Jiang Scholars Programme of China and a Ph. D. advisor in the Center for Studies of Corporate Governance at Nankai University. His research interests include corporate governance, etc. E-mail: qiaichao@mail.nankai.edu.cn □