

政治关联、产权性质与掏空*

——来自沪市 A 股制造业的经验证据

吴成颂 唐伟正 张礼娟

[摘 要]使用 2008~2011 年沪市 A 股制造业的数据,本文首次发现了政治关联对控股股东掏空行为存在“监督效应”,即政治关联高管会显著约束其控股股东的资金侵占行为(掏空);在进一步的产权性质对比研究后发现,政治关联高管对于控股股东掏空的“监督效应”在国有企业中表现的更为显著。此外,政治关联对掏空行为的“监督效应”随着市场化程度的提高而减弱,表明政府力量与市场力量之间存在着“此消彼长”的关系。本文通过一系列的实证研究和稳健性检验,从一个侧面证实了政治关联的“效率观”。

关键词:政治关联 掏空 产权性质 市场化程度

JEL 分类号:G14 G34 M41

一、引 言

自 Krueger(1974)开创性地提出政府干预市场必然会导致“寻租”(rent-seeking)的产生后,学者们逐渐发现企业建立政治联系在全世界范围都是极为普遍的(Faccio,2006)。依据“存在即是合理”的社会哲学思想,政治关联现象的存在必然与制度环境情况紧密相关。通常认为,当“硬”的市场规则缺失时,企业便不得不寻求“软”的政治关联保护(余明贵和潘红波,2008)。基于以上逻辑,一些研究认为企业建立政治关联是一种对市场机制失灵的正面反应,并且能够作为市场机制的替代品为企业的发展“保驾护航”(Li et al.,2008;罗党论和唐清泉,2009)。与此相对,另一些研究认为企业建立政治关联对整个社会而言是低效的,并时常伴随着腐败的产生(Faccio,2006)。由上可见,政治关联之于企业和社会究竟是一种正面效应,还是一种负面因素,尚待更多的检验。因此,本文分析政治关联企业是否进行了更多的“掏空”(Tunneling),以此来判断政治关联究竟属于“效率论”还是“寻租论”。

现代企业的一大特点是股权相对集中,且这种集中特性无论是在发达西方世界(Faccio and Lang,2002)还是在欠发达的亚洲地区(Claessens et al.,2000)都是极为普遍的。一方面,集中的股权有利于解决传统的管理层代理问题,但同时也催生出新的代理问题,其中掏空便是典型之一。已有研究认为,政治关联可以减轻控股股东的利益输送成本,进而方便控股股东的利益输送行为(潘红波和余明贵,2010)。这里,姑且可以称此现象为政治关联的“庇护效应”。如前所述,政治关联可以帮助企业高管了解政策动向、加强与政府的有效沟通,进而获得其他企业不具有的优势,且企业政治关联行为绝大多数是合法的,在本质上有别于政治腐败(封思贤等,2012)。因此,政治关联本身是一个中性的概念,并不必然支持控股股东实施更多的掏空,在扮演“帮凶”角色之外是否也同样存在着保护中小股东利益的可能性,即政治关联的“监督效应”呢?

* 吴成颂,安徽大学商学院副院长,教授,管理学博士;唐伟正,安徽大学商学院,硕士研究生;张礼娟,安徽大学商学院,硕士研究生。作者感谢中山大学阚文青、中央财经大学刘乐鹏富有建设性的意见,当然文责自负。本文为国家自然科学基金项目(项目编号:71302113)、国家社科基金重大项目(项目编号:11&ZD011)的阶段性研究成果。

基于此,本文以2008~2011年沪市A股制造业公司为研究对象,实证检验了政治关联对控股股东掏空行为的影响,以期得到对政治关联更为全面的认识。研究表明,在所谓的“庇护效应”之外,政治关联同样存在着一种“监督效应”,即政治关联显著地遏制了控股股东的掏空行为。本文通过产权性质对比研究,还发现相对于民营企业高管而言,政治关联的“监督效应”在国有企业高管中更为明显。此外,在市场化程度较高的地区,政治关联的“监督效应”表现更弱,表明政府力量与市场力量之间“此消彼长”。这些检验结果意味着,政治关联缓和了大小股东之间的代理矛盾,一定程度上保护了中小股东的利益。

本文的贡献主要体现在以下五个方面。(1)在已有政治关联对控股股东掏空的“庇护效应”观点基础上,首次提出了政治关联的“监督效应”,对现有政治关联理论进行了拓展和创新。(2)对于掏空,已有研究主要从公司治理和公共治理等正式机制中寻求解决方案。而本文提出,作为非正式机制的代表,政治关联也能发挥类似的正面作用,丰富了掏空研究领域的文献。(3)为理解目前我国制造业控股股东资金侵占现状提供了新的视角,并实证分析了政治关联在其中所扮演的角色。(4)通过对控股股东掏空行为的监督,进一步认识转型期背景下政府与市场的关系,为中共十八届三中全会所倡导的市场化改革提供了新的经验证据。(5)结论为当前国有企业“职业经理人”政策提供了某些新的思路。通常认为,国企通过外聘职业经理人能显著提升其内控水平,本文则认为国企“半官员”式高层反而更有动力完善企业内部治理和保护国有资产不流失。

余文结构安排如下:第二部分为文献回顾与研究假设,第三部分为研究设计,第四部分为实证分析与稳健性检验,第五部分为总结。

二、文献回顾与研究假设

(一)文献回顾

自20世纪80年代以来,政企关系一直是学术界的研究热点,世界范围内皆是如此。总体来看,相关研究经历了从分析企业建立政治关联的原因到政治关联对企业价值、行为的影响,再到进一步深入分析政治关联动因等几个阶段。

在早期,对于企业为何热衷于与政府建立政治关联,一些研究者提出了政治关联的“效率论”。这类观点认为,企业通过人力、精力、财力的投入获得相应的政治资本,从而能在一定程度上具备了影响政府政策的能力,最终获得配额与许可性资源。这类文献基本是从以下几个方面提供实证支持:(1)政治关联虽然是世界性现象,但在高腐败、资本管制严的国家中更甚行(Faccio,2006);(2)政治关联企业相较于一般企业获得了更多的银行贷款(Fan et al.,2006)、更宽松的监管(Johnson and Mitton,2003)、更大市场份额(Lu,2011),以及陷入危机后得到了更多的政府救助(Faccio et al.,2006);依照此类观点的逻辑,政治关联企业在得到如此多的好处后,理应有更佳的表现(Claessens et al.,2008)。然而,事实上,学术界在政治关联与企业绩效问题上并未如偿取得一致的结论,有研究者在多个国家中都找到了政治关联损害企业绩效的经验证据(Boubakri et al.,2008),对政治关联的效率论提出了质疑。随后,政治关联的“寻租论”便应运而生。与效率论恰恰相反,持寻租论的研究者认为,企业与政府建立政治关联并非是基于经济效率的考虑,更多地是为了牟取私利而向政治家寻租的过程。而另一方面,政治家通过利益允诺使政治关联公司帮助其完成政治上的目标,如过度投资拉升GDP、雇佣更多员工提升就业率等等(Bertrand et al.,2006)。综上所述,政治关联对企业价值和企业行为的影响,需要同时考察“效率”与“寻租”这两种截然不同的作用路径。

与国外研究相似,国内研究者关于政治关联的研究也基本上属于效率论和寻租论的范畴,即政治关联对企业的影响是其正负效应的综合。支持政治关联效率论的研究者认为,由于政府行政干预能力过强,再加上金融、产权与法律上的不完善,我国企业很难在市场中得到应有的保护。因

此,企业建立政治关联寻求保护是无可厚非的,相应研究也为此提供了实证支持(潘红波等,2008)。与此同时,国内也有相当多的研究者支持政治关联寻租论。其认为,由于地方政府在进行资源配置时有很强的自主权和随意性,同时司法独立性较差,政治关联企业能够间接影响政策、甚至是法律的执行。已有的研究表明,政治关联公司控股股东的利益输送程度要高于非政治关联公司,公司建立政治关系不仅是出于政治资本投资的需要,而且是控股股东利益输送的需要(潘红波和余明贵,2010;冉茂盛等,2013)。那么,针对掏空,政治关联在提供“庇护效应”之外是否也存在一种“监督效应”?

(二)政治关联对掏空行为影响的理论分析

对于控股股东掏空行为,已有研究主要从公司治理角度,如独立董事机制(叶康涛等,2007)、横向股权结构(高雷等,2006)、纵向股权安排(刘运国和吴小云,2009),以及控股方式(唐清泉等,2005),寻求解决方案。除公司治理等正式机制外,近年来也有部分研究者开始研究非正式机制,如政治关联、宗教文化对掏空行为的影响(Du,2012)。上述研究虽然角度各异,但基本均默认了这样的事实:掏空会给企业带来一定的成本,如市场对掏空企业反应消极,导致股价下跌等(Cheung et al.,2006)。胡奕明和唐松莲(2007)的研究表明掏空行为会显著增加企业贷款利率,即遭到市场的惩罚。因此,基于收益成本分析,控股股东在实施掏空行为时自然会有所收敛,对于存在政治关联的企业来说更是如此,掏空更可能得不偿失。在转型期的中国,政府在资源配置方面依然有着绝对的话语权,拥有政治关联很可能意味着企业能够获得更多的补贴、更容易进入管制行业(罗党论和唐清泉,2009)、更多的税收优惠(吴文锋和吴冲锋等,2009)与便利的银行贷款(余明桂和潘红波,2008),并且更可能被视为具有良好的发展前景和社会声誉(Zheng and Zhu,2013)。张祥建和郭岚(2010)直言,在许多行业,政治上的成功与经济上的成功同等重要,因此企业往往将政治战略作为其整体战略的一部分,政治关联已成为企业取得成功的基础。正因如此,现今企业在政治方面的竞争已开始转向了进入“人大”和“政协”的竞争(罗党论,2010)。而相较于建立政治关联过程的漫长,失去却很容易,因此,企业一旦获得政治关联,就会有很强的内在经济利益驱动来保持,大股东及实际控制人会有意识地自我约束,从而保障了中小股东和债权人的利益(潘克勤,2010)。基于以上逻辑,现有研究分别从审计师选择、会计信息质量、企业社会责任履行等方面对此给予了经验支持(梁莱歆等,2011;张萍和梁博,2012;吴克平和于富生,2013)。通过以上分析,我们可以发现,政治关联对于中国企业的长期发展有着巨大的好处,企业会珍惜这种竞争优势,一旦媒体曝光企业违法、违规行为便会对其社会声誉造成巨大冲击,最终危及到其政治地位,因此理性的控股股东不会为了眼前的小利而丧失苦心经营的政治关联。此外,根据高层梯队理论(高静美和郭劲光,2006),管理者在做决策时会很大程度上受到其性别、年龄、学历与经历的影响,入选人大代表(或政协委员、政府官员)毫无疑问是企业领导者重要的人生经历之一,理论上这种经历会让管理者更有责任心、更诚实,在面对控股股东掏空行为时更可能选择制止而不是合谋。因此可以认为政治关联对公司治理有着积极的作用,即存在政治关联的“效率论”。

综合以上分析,本文提出假设1:政治关联显著地约束了控股股东掏空行为。

(三)产权性质对政治关联与掏空行为关系的影响

在存在政治关联的上市公司中,有两种截然不同的获取方式。第一种是天然地继承,即国有控股上市公司;第二种是后天的获取,即民营上市公司。现今国有控股上市公司虽经改革,但仍保留浓厚的历史痕迹,其中最突出的莫过于高层领导的行政化。刘小玄(2001)指出,虽然国企高管的行政级别制度正在逐步取消,但其任命权仍然牢牢地由政府控制。在这样的制度背景下,我国国企高管具有“半官半商”或“亦官亦商”的色彩,其个人追求目标具有很强的仕途发展倾向,而非成为职业经理人(辛清泉和谭伟强,2009)。而对于控股股东掏空行为,基于中国股市的发展历史的现有研究认为,相较民营上市公司而言,国有企业掏空程度显著较高(刘运国和吴小云,2009;Du,2012)。

但是上述文献均忽略了国企领导非市场化的晋升机制,事实上大多数国企领导看重的可能并不是经济利益而是为了获得更高的职位晋升。黄志忠(2009)认为,导致国企高管薪酬绩效敏感性低的很大一个原因便是其特殊的职位晋升方式。杨瑞龙等(2013)甚至直接称央企领导为“准官员”,他们的实证研究也证明了政治晋升才是国资委激励国企领导的重要工具。那么政治晋升对于民营企业领导也有相同的激励效用吗?许年行和罗炜(2011)认为与国企相比,民企高管的职业发展路径存在着明显差异。不断深化的市场化改革导致地方政府基本放弃了对民营企业的干预控制,民营企业高管与政府的关系也较国企领导与政府更为疏远,企业内部的权力文化和官僚氛围相对淡薄,并且作为“体制外”人群,民企高管很难有机会获得仕途迁升,因而他们对政治晋升的热衷程度要明显低于国企高管(徐细雄,2012)。此外,相较于民营上市公司,国企领导支持掏空的风险更高,一旦被国家发现很可能会丢掉乌纱帽,更甚者还要面临牢狱之灾^①。一般而言,国企高管接受了更多的政治教育,因此有着更高的政治敏感性和法律理解力,而近年来,国家对于贪腐、渎职行为的大力打击,因此,理论上国企领导基于仕途的考虑有着更强烈的愿望和动机去约束控股股东的掏空行为。此外,根据马斯洛的需求层次论,国企高管希望通过参政来推广自己在经营企业与发展经济方面的有益经验,进而把推动社会发展和政治民主建设的有益意见纳入到国家的有关政策和法律法规中,以实现个人价值(封思贤等,2012)。虽然这种情形尚不普遍,但代表着一种趋势。

综合以上分析,本文提出假设2:同等条件下,与民营企业高管相比,国有企业高管政治关联与控股股东掏空行为之间的显著性更高,即政治关联的“监督效应”更加明显。

(四)市场化程度与政治关联的“监督效应”

前文提到,当“硬”的市场规则缺失时,企业才不得不寻求“软”的政治关联以保护,即政治关联与企业所在地的市场化程度密切相关。Allen等(2005)也指出,在中国,以名声和关系为代表的非正式机制是企业代替正式机制缺失的重要工具。基于以上逻辑,已有研究证明了政治关联的影响,无论是正面还是负面,均随着市场化程度的提高而减弱(余明桂和潘红波,2008;余明桂等,2010;潘红波和余明桂,2010;吴克平和于富生,2013)。从西方的证券市场发展经验来看,监督上市公司违法、违规行为的主力军一直是市场,我国之所以出现政治关联监督控股股东掏空行为的现象与监督的“市场缺位”是密不可分的。在市场化程度较低的地区,由于相应的经济与政治制度不完善,此时政治关联的“监督效应”更容易被放大。因此,理论上来说,当一个地区的市场化程度较高、政府干预较少、各项制度较完善时,制衡控股股东掏空行为的应是市场监督力量而非政治监督力量。由此可知,在市场化程度较高的地区,非市场化的政治关联“监督效应”更弱。而客观上,由于地域发展水平不均衡等原因,我国各地区市场化程度差异较大(樊纲等,2011),这也为我们检验设想提供了客观条件。

综合以上分析,本文提出假设3:同等条件下,市场化程度的提高会削弱政治关联对控股股东掏空行为的“监督效应”。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文的样本包括2008~2011年沪市A股制造业公司。我们之所以将样本限定在制造业,首先是因为相较于其他行业而言,制造业能够吸纳更多的社会就业,具有更为重要的政治意义,同时制造业竞争更加激烈,高管政治关联在为企业竞争利益时能发挥更为重要的作用,政治关联的获得也更符合市场行为。其次,已有研究倾向于只选择某一种产权性质企业作为样本,即要么是国有

^① 参见新京报《今年20名国企“一把手”落马》,2013年12月31日。

企业(潘红波和夏新平,2008)要么是民营企业(罗党论和唐清泉,2009;张祥建和郭岚,2010),而很少深入比较政治关联在不同类型企业中的异化作用。因此,本文通过产权性质对比研究,将进一步完善现有研究。通过 CSMAR 数据库,我们获得 2008~2011 年的初选样本共 1708 个。随后,本文按照如下标准对样本进行了筛选:(1)剔除公司高管从业经历缺省或模糊的样本。(2)剔除关键财务变量缺省或披露不明确的样本。最终得到有效样本 1473 个。具体是,上市公司政治关联代理变量数据主要来源于 CSMAR “中国上市公司治理研究数据库——高管动态子库”,并辅以百度等搜索引擎,由作者手工整理;控股股东掏空代理变量数据以及控制变量数据均来自 CSMAR 数据库。

(二)研究模型与变量定义

为了检验本文提出的假设,我们设置了如下模型进行实证检验,其中下标 it 表示第 i 个企业第 t 年的指标, α 代表变量回归参数, ε_{it} 代表回归残差。

$$TUN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Poli_{it} + \alpha_2 X_{it} + \alpha_3 Year_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$TUN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Poli_{it} + \alpha_2 Poli_{it} \times Market_{it} + \alpha_3 Market_{it} + \alpha_4 X_{it} + \alpha_5 Year_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

在模型中, TUN 为被解释变量,表示控股股东资金占用情况,即掏空。我们参考了李增泉等(2004)、唐清泉等(2005)及高雷等(2006)的研究,分别设置掏空代理变量 $TUN1$ 和 $TUN2$ 表示控股股东占用上市公司资金净额。具体来说, $TUN1 = (\text{应收账款} + \text{预付账款} + \text{其他应收款} - \text{应付账款} - \text{预收账款} - \text{其他应付款}) / \text{总资产}$; $TUN2 = (TUN1 + \text{其他长期应收款} - \text{其他长期应付款}) / \text{总资产}$;同时,为了稳健性检验,我们在后文还设置了 $TUN1$ 和 $TUN2$ 的哑变量。

$Poli$ 是本文的解释变量,表示公司是否存在政治关联的哑变量。对于公司高管^①政治关联的度量目前主要有两种方法:一是高管自己具有一定政治身份;二是高管处于政治关系网络之中(如高管的亲属、朋友、同学等存在政治身份)。由于第二种情况难以界定,所以本文参考了 Li 等(2008)、潘红波等(2008)的做法并结合中国实际情况,定义若样本公司的董事长、副董事长、总经理是现任或卸任的政府官员、人大代表或政协委员,则认为其具有政治关联,并赋值 1,否则为 0。同时,若出现内部提升董事长(副董事长、总经理)在提升前就具有政治关联的情况,则默认公司在其提升前已实际具有政治关联;最后,为了方便描述性统计,我们设定政治关联类别变量,并定义人大代表赋值 1、政协委员则赋值 2、政府官员则赋值 3。

$Market$ 表示地区的市场化程度。借鉴刘星和徐光伟(2012)、吴克平和于富生(2013)的做法,本研究使用樊纲等(2011)编制的各地区市场化进程指数作为衡量市场化程度的代理变量。此外,由于樊纲等(2011)的编制的报告截止到 2009 年,我们借鉴刘星和徐光伟(2012)的研究,根据各省市市场化进程的平均增长率推算出 2010 和 2011 年的市场化指数。 $Poli \times Market$ 为政治关联与市场化程度的交互项,表示市场化程度对政治关联“监督效应”的影响。

X 是由多个企业特征变量构成的向量。根据以往的文献,本文考虑了以下可能影响掏空的因素:企业规模($Lnasset$),定义为企业总资产的自然对数;资产负债率($Debt$),定义为总负债与总资产之比;盈利能力(ROA),定义为净利润与总资产之比;清算价值比率($Liquid$),定义为固定资产与总资产之比;盈余公积率($Surplus$),定义为盈余公积与总资产之比;两职兼任($Dual$),定义为企业董事长与总经理是否出现兼任情况,若是则赋值 1,否则为 2;独立董事规模($Indep$),定义为企业独立董事总人数;监事会规模($Super$),定义为企业监事会总人数;第一大股东持股比例($Top1$),定义为企业第一大股东持股比例;股份性质(SOE),定义为最终控制人为政府机构或国有企业则取 1,否则取 0;具体的变量定义见表 1。

① 本研究中高管特指企业内部高管,具体包括董事长、副董事长及总经理。据我们统计,样本中极少出现非以上三个职位高管具有政治身份的情况。一方面,政治身份资源相对稀缺。另一方面也很少出现所谓“功高盖主”的情况。

表 1 变量定义表

	变量名称	变量简称	变量定义	预期关系
被解释变量	掏空	TUN1	大股东资金侵占净额 1	...
	掏空	TUN2	大股东资金侵占净额 2	...
解释变量	政治关联	Poli	存在政治关联赋值 1, 否为 0	-
控制变量	企业规模	Lnasset	企业总资产的自然对数	+
	资产负债率	Debt	企业总负债与总资产之比	-
	盈利能力	ROA	企业净利润与总资产之比	+
	清算价值比率	Liquid	企业固定资产与总资产之比	-
	盈余公积率	Surplus	企业盈余公积与总资产之比	+
	两职兼任	Dual	出现兼任则赋值 1, 否为 2	+
	独立董事规模	Indep	企业独立董事总人数	-
	监事会规模	Super	企业监事会总人数	-
	第一大股东持股比	Top1 (%)	第一大股东持股比例	-
	股份性质	SOE	最终控制人为国家、政府赋值 1, 否为 0	-
	市场化指数	Market	各地区 2008~2011 年市场化指数总得分	-
	年份	Year	年度虚拟变量	...

四、实证分析与稳健性检验

(一)描述性统计

为了分析沪市 A 股制造业企业的基本特征,观察政治关联及掏空状况,同时也为了检验设定模型是否存在共线性,本研究进行了以下描述性统计和相关性分析。具体结果见表 2~表 4。

表 2 描述性统计

变量	TUN1	TUN2	Poli	Lnasset	Debt	ROA	Liquid	Surplus	Dual	Indep	Super	Top1 (%)	SOE
最小值	-1.853	-1.853	0	17.467	0.032	-4.160	0.002	0	1	1	1	5.020	0
最大值	0.373	0.373	1	26.487	3.886	0.664	0.862	0.273	2	8	11	93.610	1
均值	-0.043	-0.047	0.770	21.868	0.533	0.028	0.280	0.039	1.900	3.320	3.960	36.587	0.620
中位数	-0.024	-0.027	1	21.724	0.524	-0.030	0.250	0.030	2	3	3	34.760	1
标准差	0.150	0.152	0.421	1.162	0.259	0.144	0.155	0.032	0.300	0.724	1.301	15.118	0.485

从表 2 中我们可以看出,样本上市公司的掏空比例均值为-0.043,标准差为 0.150,这说明目前 A 股制造业公司控股股东资金侵占状况存在着一定差距。而政治关联比例则达到了 77%,标准差为 0.421,这表明政治关联在样本企业中是较为普遍的现象,也从一个侧面反映出政治关联是具有相当价值的,正所谓“趋之若鹜”。控制变量方面,尤其值得注意的是第一大控股股东持股比例 (Top1),由表 2 可知其均值为 36.587,标准差达 15.118,意味我国上市制造业企业的股权结构存在较大差异。众所周知,股权结构是影响企业治理结构的基础因素,因此这种持股比例的巨大差异必然最终会反映在控股股东资金侵占行为上。

本文的研究目的之一便是考察产权性质对于政治关联与掏空行为关系的影响,因此有必要基于股份性质对国有企业和民营企业进行对比观察。由表 3 可知,国有企业控股股东掏空行为(均值为-0.063)在 1%的置信水平上显著少于民营企业(均值为-0.010),表明国有企业高管对于控股股东的监督要显著强于民营企业高管,初步支持了前文分析。另外,民营企业高管政治关联比例高于国有企业比例^①,这虽然出乎我们的预料,但也在情理之中。已有文献表明,民营企业在各个方面都遭受了市场的产权歧视(Faccio, 2010),因此可以预见的,相对于国企而言,他们有着更强烈的愿望与动机以建立政治关联来保护自己。

表 3 T 检验:基于产权性质

变量	变量均值		均值差异	T 值	Prob. 值
	国有企业	民营企业			
TUN1	-0.063	-0.010	-0.053	-6.625	0.000
TUN2	-0.068	-0.012	-0.055	-6.879	0.000
Poli	0.760	0.790	-0.025	-1.107	0.268

(二)相关性分析

表 4 给出了各变量之间两两相关的系数。从中可以看出,政治关联与控股股东掏空负相关,但不显著,即政治关联的确微弱地遏制了掏空行为,这部分支持了本文的假设,有待于多元回归分析作进一步检验。控制变量方面,ROA 与掏空显著正相关,说明盈利能力越强的企业越是控股股东眼中的“香饽饽”。企业资产负债率、清算价值比率、监事会总规模、均与掏空行为显著负相关,表明企业负债越多、流动资产比例越少,控股股东越不倾向掏空,而监事会或许也在一定程度上发挥了其监督职能。企业规模与掏空行为显著负相关,这虽然与预期不一致,但也并非出乎意料,规模越大的企业,其更有可能受到监管机构和市场的注意,一旦发生掏空行为便很可能被市场察觉,因此控股股东更可能选择其他方式寻求经济利益。最后,企业性质与掏空行为呈显著负相关,这也初步支持了本文的假设。说明国有企业基于监管、社会责任等方面的考虑正在变得越来越规范,改革成效初显。由相关系数矩阵可知,各变量间系数大部分均处于较低水平,基本排除了模型存在多重共线性的可能。

(三)多元回归分析

1. 企业政治关联与掏空行为关系的多元回归分析

在存在政治关联的情况下,理性的企业应该珍视这种“无形资产”,即政治关联与掏空行为显著负相关。为了控制可能存在的共线性,本文分别将 TUN1 和 TUN2 作为被解释变量放入模型,具体结果见表 5。

在表 5 中,本文发现我国上市制造业公司政治关联状况与其掏空行为存在显著的负相关性,并且这种关系没有因为 TUN1 或 TUN2 而发生改变。具体来看,当 TUN1 作为被解释变量时,得到系数为-0.021,并在 5%的水平上显著;当 TUN2 作为被解释变量时,其系数为-0.024,显著性水平上升至 1%,均与假设 1 相符。以上回归结果表明,政治关联对控股股东掏空行为的确存在遏制作用,这种“监督效应”在相当程度上缓和了大小股东之间的代理问题,保护了企业中小股东的利益。相对于现有文献不同程度地证明了政治关联包庇了企业控股股东的掏空行为(潘红波与余明桂, 2010; 冉茂盛等, 2013),本文的结果则为政治关联的“效率论”提供了经验支持。

^① 需要说明的是,民营企业中拥有政府官员经历的高管数量仍然远低于国有企业高管,二者相差 7 个百分点,这在一定程度上支持了相关研究中称国企领导为“准官员”的说法。

表 4 相关性分析

	TUN1	Poli	Lnasset	Debt	ROA	Liquid	Surplus	Dual	Indep	Super	Top1	SOE
TUN1	1											
Poli	-0.023 (0.381)	1										
Lnasset	-0.095*** (0.000)	0.162*** (0.000)	1									
Debt	-0.437*** (0.000)	-0.095*** (0.000)	0.068*** (0.009)	1								
ROA	0.291*** (0.000)	0.051** (0.050)	0.166*** (0.000)	-0.546*** (0.000)	1							
Liquid	-0.098*** (0.000)	0.004 (0.875)	0.078*** (0.003)	0.119*** (0.000)	-0.102*** (0.000)	1						
Surplus	-0.004 (0.887)	0.049* (0.062)	-0.081*** (0.002)	-0.266*** (0.000)	0.030 (0.245)	-0.037 (0.161)	1					
Dual	0.033 (0.209)	0.018 (0.493)	0.106*** (0.000)	-0.059** (0.024)	0.065** (0.013)	-0.037 (0.156)	-0.020 (0.455)	1				
Indep	0.000 (0.995)	0.055** (0.034)	0.282*** (0.000)	0.065** (0.013)	0.049* (0.061)	0.046* (0.077)	-0.011 (0.678)	0.083*** (0.002)	1			
Super	-0.058** (0.026)	0.030 (0.254)	0.206*** (0.000)	0.059** (0.023)	0.002 (0.931)	0.089*** (0.001)	-0.089*** (0.001)	0.040 (0.127)	0.239*** (0.000)	1		
Top1	-0.066** (0.012)	0.019 (0.466)	0.332*** (0.000)	0.003 (0.907)	0.074*** (0.005)	0.041 (0.113)	-0.019 (0.473)	0.103*** (0.000)	0.089*** (0.001)	0.019 (0.476)	1	
SOE	-0.171*** (0.000)	-0.029 (0.265)	0.146*** (0.000)	0.053** (0.041)	-0.009 (0.744)	0.045* (0.082)	0.044* (0.091)	0.144*** (0.000)	0.166*** (0.000)	0.220*** (0.000)	0.192*** (0.000)	1

注：左下角为 pearson 分析；***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%置信水平上显著，括号内为 Prob.值。

首先，在控制变量方面，企业规模与控股股东掏空行为显著负相关。表明规模越大的企业，其内部控制制度越健全，且更多地为监管机构所关注，掏空成本更高，这与相关研究是一致的(冉茂盛，2013)。而企业资产负债率与 ROA 分别显著地遏制和支持了控股股东的掏空，表明当企业债台高筑、入不敷出时，控股股东不会釜底抽薪，这同样符合逻辑。其次，SOE 的系数在两个模型中均显著为负，表明国家控股显著地控制了控股股东掏空。有研究曾找出国家支持掏空以及二者不相关的证据，而本文的研究则表明，随着时间的推移，国有企业改革成效逐渐显现，与地方政府的关系也朝着市场化方向稳步转变，已经不再充当其获取资源的工具。最后，企业盈余状况与控股股东掏空显著负相关，可能的解释是，盈余越多的企业，其控股股东可以通过盈余操控而不是关联交易等方式来实现自己的目的。对于公司治理方面控制变量。独立董事规模显著地加剧了控股股东的掏空行为，这与本文的预期不符。对于独立董事与控股股东掏空的关系，学界一直存在争议，认为我国独立董事机制还很不完善，作用机理混乱，本文的研究则表明独立董事不“独立”，和控股股东之间的确可能存在着合谋的可能^①，发挥独立董事制度应有的作用依然任重而道远。

2.产权性质对政治关联与掏空行为关系影响的多元回归分析

^① 重要的原因可能是《证券公司治理准则》规定上市公司董事会审计委员会的召集人需由独立董事担任，因此也提供了二者合谋的空间。

为了进一步分析产权性质对政治关联与掏空行为关系的影响。我们将制造业上市公司样本划分为国有和民营两类,分别进行多元回归分析,结果见表 6。

表 5 企业政治关联与掏空行为的多元回归分析

变量	全样本 TUN1		全样本 TUN2	
	Coefficients	T 值	Coefficients	T 值
Cons	0.252***	3.489	0.273***	3.756
Poli	-0.021**	-2.451	-0.024***	-2.840
Lnasset	-0.007**	-2.033	-0.008**	-2.187
Debt	-0.249***	-14.501	-0.253***	-14.595
ROA	0.074**	2.486	0.073**	2.431
Liquid	-0.038*	-1.657	-0.057**	-2.479
Surplus	-0.566***	-4.983	-0.542***	-4.737
Dual	0.013	1.123	0.011	0.910
Indep	0.016***	3.071	0.018***	3.437
Super	-0.002	-0.687	-0.002	-0.737
Top1	0.000	-1.210	0.000*	-1.664
SOE	-0.044***	-5.831	-0.046***	-6.024
Year	控制	控制	控制	控制
F	34.537		35.971	
Adj-R ²	0.245		0.253	
N	1473		1473	

注:***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。表 6 与此注相同。

表 6 产权性质对政治关联与掏空行为关系影响的多元回归分析

变量	国有企业样本				民营企业样本			
	TUN1		TUN2		TUN1		TUN2	
	Coes	T 值	Coes	T 值	Coes	T 值	Coes	T 值
Cons	0.221**	2.306	0.235**	2.432	0.145	1.267	0.187	1.620
Poli	-0.035***	-3.339	-0.037***	-3.483	-0.004	-0.276	-0.010	-0.721
Lnasset	-0.005	-1.149	-0.006	-1.175	-0.002	-0.419	-0.004	-0.659
Debt	-0.339***	-12.496	-0.339***	-12.415	-0.174***	-8.115	-0.182***	-8.376
ROA	0.101	1.614	0.106*	1.675	0.100***	3.008	0.095***	2.830
Liquid	-0.074**	-2.539	-0.100***	-3.404	0.055	1.526	0.050	1.362
Surplus	-0.729***	-5.046	-0.675***	-4.645	-0.484**	-2.546	-0.528***	-2.753
Dual	0.014	0.760	0.008	0.415	0.002	0.130	0.002	0.122
Indep	0.024***	4.052	0.026***	4.359	0.001	0.131	0.003	0.340
Super	0.000	0.039	0.000	0.072	-0.010*	-1.722	-0.011*	-1.954
Top1	0.000**	-2.361	0.000***	-2.733	0.000	0.829	0.000	0.438
Year	控制		控制		控制		控制	
F	24.651		25.630		13.795		13.964	
Adj-R ²	0.254		0.262		0.234		0.236	
N	918				554			

以解释变量 TUN1 为例,表 6 的结果显示,在国有企业中,政治关联的系数为-0.035,并在 1% 的置信水平上显著,而反观民营企业,其政治关联系数仅为-0.004,且不显著。这说明,当均存在政治关联时,国有企业高管对控股股东掏空行为的“监督效应”要显著强于民营企业高管,这与假设 2 的预期是一致的,即相对于民营企业高管而言,国有企业高管更加珍惜自己的政治生命,职位晋升激励显著强于掏空的经济收益激励。而当解释变量为 TUN2 时,结论并未发生变化。

3.市场化程度与政治关联的“监督效应”

为了了解制度环境对政治关联“监督效应”的影响,我们使用模型(2)进行多元回归分析,结果见表 7。由表 7 可知,Poli 的系数依然显著为负,且 PolixMarket 与两个被解释变量均在 1%水平上显著正相关(系数分别为 0.019 和 0.017),说明市场化程度的提高的确削弱了政治关联对控股股东掏空行为的“监督效应”,即市场力量对政府力量产生了类似于“挤出”的效应,这与假设 3 的分析是一致的。控制变量方面基本与表 5 和表 6 的结果保持一致,这里不再赘述。

表 7 市场化程度与政治关联“监督效应”的多元回归分析

变量	全样本 TUN1		全样本 TUN2	
	Coefficients	T 值	Coefficients	T 值
Cons	0.301**	2.426	0.326***	2.606
Poli	-0.160***	-3.088	-0.154***	-2.933
PolixMarket	0.019***	3.167	0.017***	2.869
Market	-0.015***	-2.894	-0.013**	-2.473
Lnasset	-0.003	-0.558	-0.004	-0.811
Debt	-0.175***	-8.030	-0.181***	-8.218
ROA	0.100***	2.989	0.096***	2.850
Liquid	0.049	1.351	0.044	1.197
Surplus	-0.500***	-2.615	-0.549***	-2.840
Dual	0.002	0.137	0.002	0.114
Indep	-0.002	-0.161	0.001	0.052
Super	-0.012**	-1.999	-0.013**	-2.163
Top1	0.000	0.851	0.000	0.436
Year	控制	控制	控制	控制
F	12.691		12.674	
Adj-R ²	0.245		0.245	
N	1473		1473	

注:***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%的置信水平上显著。表 8~表 10 与此注相同。

(四)稳健性检验

为了保证研究结论可靠,本文还做了一系列稳健性检验,具体结果见表 8、表 9 及表 10。

1.针对政治关联的度量,目前学界大致存在两种意见。主流的方法一般是用一个哑变量来衡量,有政治关联则赋值 1,无则赋 0,本文的多元回归分析即是如此。但也有学者认为此度量方法主观性比较强,比较客观的方法是采用选举期间公司的政治捐献或企业公益捐赠作为政治关联的代理变量(马晓维等,2010)。鉴于政治体制的差别,本文参考 Bai 等(2006),使用企业公益捐赠率(Donation/Asset)代替原解释变量进行相关回归分析。由表 8 可知,在全样本中,公益捐赠水平与控股股东掏空行为在 1%的水平上负相关(系数为-0.738),与前文结论一致,仍然支持假设 1。而通过

表 8 稳健性检验

变量	全样本 TUN1		国有企业样本 TUN1		民营企业样本 TUN1	
	Coefficients	T 值	Coefficients	T 值	Coefficients	T 值
Cons	0.280***	3.888	0.257***	2.661	0.156	1.400
Donation	-0.738***	-2.691	-1.820**	-2.166	-0.595**	-2.181
Lnasset	-0.009***	-2.579	-0.008	-1.611	-0.003	-0.529
Debt	-0.245***	-14.331	-0.336***	-12.355	-0.173***	-8.124
ROA	0.082***	2.727	0.107*	1.705	0.105***	3.188
Liquid	-0.040*	-1.753	-0.071**	-2.424	0.049	1.360
Surplus	-0.565***	-4.971	-0.736***	-5.074	-0.462**	-2.443
Dual	0.011	0.895	0.008	0.443	-0.001	-0.075
Indep	0.016***	3.124	0.025***	4.081	0.002	0.194
Super	-0.002	-0.751	0.000	-0.116	-0.010*	-1.747
Top1	0.000	-1.127	0.000**	-2.341	0.000	0.911
SOE	-0.046***	-5.979				
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F	34.654		23.983		14.276	
Adj-R ²	0.245		0.249		0.240	
N	1473		918		554	

进一步对比国有企业样本和民营企业样本,虽然企业公益捐赠率与 TUN1 均显著负相关,但国有企业样本系数(-1.820)要显著“大于”民营企业样本系数(-0.595),即国有企业政治关联高管的“监督效应”依然显著强于民营企业的。当解释变量为 TUN2 时,结论并未发生实质性变化,不再赘述。

2.政治关联类别研究。杜兴强等(2009)曾指出,CEO 政治关联来源会决定其行动意愿,他们将高管政治关联分为政府官员和代表委员两大类,并实证证明了两种类别政治关联对企业存在不同的影响。结合这一观点并依照前文逻辑,政府官员式联系理应比代表委员类关联更多地遏制控股股东的掏空行为,即从一个侧面寻求支持假设 2 的经验证据。因此,本文借鉴杜兴强等(2009)的做法,首先剔除样本中无政治关联的企业以获得政治关联子样本,随后设立新解释变量政治类别(PoliClass),并令企业政治关联为政府官员型时赋值 1,否(即人大代表、政协委员)则为 0,本文预期系数为负数。同时,借鉴潘红波与余明桂(2010)、冉茂盛等(2013)的做法,设立 TUN1 和 TUN2 的哑变量以代替原解释变量,具体为当 TUN1 和 TUN2 大于 0(即存在大股东资金侵占行为)时赋值为 1,否则为 0。由表 9 可知,当解释变量为 TUN1 哑变量时,PoliClass 的系数为-0.055,十分接近显著(P 值为 0.116),这基本支持了本文的设想。而这一结果在解释变量为 TUN2 哑变量时得到进一步的证明,PoliClass 系数在 10%的置信水平上显著为负,表明政府官员相对于代表委员更好地发挥了“监督效应”,绝对差距为 0.062,进一步为本文逻辑提供了支持。

3.内生性问题。企业高管政治关联和控股股东掏空行为之间可能存在内生性,因为高管政治关联会影响控股股东掏空,而掏空行为反过来也能影响政治关联的获得,即掏空较少的公司,其高管更可能得到政府认可进而获得一定政治地位。为了避免这种互相决定的因果悖论,本文借鉴潘红波与余明桂(2010)的做法,使用了滞后一期的政治关联指标作解释变量加入模型重新检验。具体是,本文首先剔除了年份不全的公司,在将 Poli 整体滞后一期后又剔除所有公司 2008 年的数据,最终得到有效样本 1014 份,具体回归结果见表 10。由表 10 可知,当解释变量为 TUN1 时,Poli_{t-1} 的系数为-0.016,但不显著,部分支持了本文的研究。而当解释变量为 TUN2 时,Poli_{t-1} 系数为-0.019

表 9 政治关联类别与掏空行为关系影响的多元回归分析

变量	子样本 TUN1 哑变量		子样本 TUN2 哑变量	
	Coefficients	T 值	Coefficients	T 值
Cons	2.024***	6.886	2.033***	6.972
PoliClass	-0.055	-1.571	-0.062*	-1.780
Lnasset	-0.061***	-4.304	-0.060***	-4.284
Debt	-0.492***	-6.643	-0.486***	-6.618
ROA	-0.242**	-2.084	-0.238**	-2.069
Liquid	-0.182**	-2.004	-0.217**	-2.408
Surplus	-1.680***	-3.739	-1.524***	-3.417
Dual	0.046	0.968	0.021	0.437
Indep	0.073***	3.430	0.078***	3.717
Super	-0.019*	-1.680	-0.016	-1.386
Top1	0.000	-0.942	-0.002*	-1.791
SOE	-0.169***	-5.503	-0.161***	-5.276
Year	控制	控制	控制	控制
F		11.779		12.173
Adj-R ²		0.119		0.123
N		1134		1134

表 10 内生性问题

变量	全样本 TUN1		全样本 TUN2	
	Coefficients	T 值	Coefficients	T 值
Cons	0.233***	2.637	0.257***	2.908
Poli _{t-1}	-0.016	-1.483	-0.019*	-1.784
Lnasset	-0.007	-1.602	-0.007*	-1.746
Debt	-0.246***	-12.230	-0.249***	-12.331
ROA	0.263***	4.831	0.271***	4.970
Liquid	-0.038	-1.349	-0.056**	-2.014
Surplus	-0.612***	-4.280	-0.591***	-4.120
Dual	0.006	0.451	0.004	0.285
Indep	0.019***	3.057	0.021***	3.370
Super	-0.003	-0.749	-0.003	-0.921
Top1	0.000	0.049	0.000	-0.525
SOE	-0.053***	-5.656	-0.054***	-5.770
Year	控制	控制	控制	控制
F		28.971		30.584
Adj-R ²		0.266		0.278
N		1014		1014

并在 10% 的置信水平上显著为负,说明高管政治关联对于控股股东掏空行为的“监督效应”是单向的,基本排除了内生性可能。

4.除上述稳健性测试外,由于本研究使用的市场化程度指数中 2010 年和 2011 年是笔者推算得到的,基于研究的严谨性考虑,我们将 2010 年和 2011 年的样本全部剔除,对模型(2)再次检验。所得实证结果并未发生实质变化,这里不再赘述。以上结果说明本文的研究是稳健、可靠的。

五、总 结

既有研究认为,政治关联可以为控股股东的掏空行为提供“保护伞”,建立政治联系在除了保护企业正常运营目的之外,还掺杂着资金侵占的动机。然而,这种逻辑分析虽然合理,但也存在着不完善的地方。在我国政治关联资源竞争日益激烈的背景下,企业可能不会滥用这种无形资产,掏空带来的收益也可能远远低于政治关联本身的附加价值,控股股东为了实现长远的利益,反而会约束其掏空行为。鉴于此,以我国制造业上市公司为样本,本文研究了政治关联对控股股东掏空行为的影响。实证研究结果表明:政治关联显著地遏制了上市公司控股股东掏空行为,即存在“监督效应”。通过产权性质对比研究,本文还发现相对于民营企业领导而言,政治关联对国企领导的“监督效应”更为显著。同时,市场化程度的提高也会削弱政治关联对控股股东掏空行为的“监督效应”。以上结果意味着,政治关联对控股股东掏空可能同时存在着“庇护”和“监督”这两种截然相反的作用路径。

基于实证研究结果,本文提出以下几点政策建议。(1)对于政府而言,要进一步完善和健全国企高管考核评价体系。在目前的国企高管考核方法中,重点普遍在于诸如利润、税收等公司财务指标,而或多或少地忽视了管理绩效、内部治理水平等非量化指数,这虽能够激励国企高管,但同时也易导致企业的短期行为,并且存在财务造假的可能性,因此在以后的考核体系中应更多地关注企业内控、战略乃至文化等非财务因素。(2)政府应引导那些已经取得政治关联的企业,防止“一劳永逸”。比如敦促其建立更完善的内部控制机制、发布更具责任的会计信息等。(3)国有企业具有天然的政治性,以外聘职业经理人代替行政化领导也许能够推动国有企业市场化,但同时也使国家政治监督不再具有效力,甚至还可能导致国有资产的流失,这意味着国有企业在进行职业经理人选聘的同时需要建立一系列的配套监督措施。(4)虽然政治关联能够在一定程度上抑制掏空,但本文的研究同样表明完善我国证券市场的长久之计仍然是坚持市场化改革,提高“硬”实力。(5)对于企业家而言,需要转变对于政治关联的看法。虽然政治关联依然能够为企业带来很多显性和隐性的资源,但是随着国家相关法治、监督体系的完善,企业家已不能以此作为庇护其不法手段的工具,明智的选择应当是积极履行企业社会责任、注重其社会声誉,以积极的方式获得、维护其政治关联。

本研究尚存在一些不足。首先本文将样本限定在制造业,这便影响了研究结论的适用性。其次,由于控股股东总是掩饰其掏空行为,现有衡量掏空的方法可能不再准确,这便不可避免地带来了与真实情况的偏误。最后,由于数据限制,本文没有进一步分析企业在维持政治关联后具体得到了哪些好处,是补贴还是其他?市场对于这种现象是支持抑或反对?当然,这也是我们下一步的研究方向。

参考文献

- 杜兴强、雷宇、郭剑花(2009):《政治联系,政治联系方式与民营上市公司的会计稳健性》,《中国工业经济》,第 7 期。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏(2011):《中国市场指数——各省区市场化相对进程 2011 年度报告》,经济科学出版社。
- 封思贤、蒋伏心、肖泽磊(2012):《企业政治关联行为研究述评与展望》,《外国经济与管理》,第 12 期。
- 高静美、郭劲光(2006):《高层管理团队(TMT)的人口特征学方法与社会认知方法的比较研究》,《国外社会科学》,第 6 期。
- 高雷、何少华、黄志忠(2006):《公司治理与掏空》,《经济学》,第 5 期。
- 胡奕明、唐松莲(2007):《审计,信息透明度与银行贷款利率》,《审计研究》,第 6 期。

- 黄志忠(2009):《所有权性质与高管现金薪酬结构——基于管理权力论的分析》,《当代会计评论》,第1期。
- 李增泉、孙铮、王志伟(2004):《“掏空”与所有权安排》,《会计研究》,第12期。
- 梁莱歆、冯延超、杨继伟(2011):《实际控制人的政治身份与审计师选择——来自我国民营上市公司的经验证据》,《审计与经济研究》,第2期。
- 刘小玄(2011):《中国企业发展报告:Report of the Chinese enterprise development, 1990-2000》,社会科学文献出版社。
- 刘星、徐光伟(2012):《政府管制、管理层权利与国企高管薪酬刚性》,《经济科学》,第1期。
- 刘运国、吴小云(2009):《终极控制人,金字塔控制与控股股东的“掏空”行为研究》,《管理学报》,第12期。
- 罗党论(2010):《市场环境、政治关系与企业资源配置》,经济管理出版社。
- 罗党论、唐清泉(2009):《中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究》,《经济研究》,第2期。
- 马晓维、苏忠泰、曾琰、谢珍珠(2010):《政治关联,企业绩效与企业行为的研究综述》,《管理评论》,第2期。
- 潘红波、夏新平、余明桂(2008):《政府干预,政治关联与地方国有企业并购》,《经济研究》,第1期。
- 潘红波、余明桂(2010):《政治关系,控股股东利益输送与民营企业绩效》,《南开管理评论》,第4期。
- 潘克勤(2010):《实际控制人政治身份,自律型治理与审计需求——基于IPO前民营化上市公司的经验证据》,《审计研究》,第4期。
- 冉茂盛、李文洲、黄俊(2013):《政治关系、企业超额贷款与大股东资金侵占》,《山西财经大学学报》,第8期。
- 唐清泉、罗党论、王莉(2005):《大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据》,《中国会计评论》,第1期。
- 吴克平、于富生(2013):《制度环境、政治关联与会计信息质量》,《山西财经大学学报》,第11期。
- 吴文锋、吴冲锋、芮萌(2009):《中国上市公司高管的政府背景与税收优惠》,《管理世界》,第3期。
- 辛清泉、谭伟强(2009):《市场化改革,企业业绩与国有企业经理薪酬》,《经济研究》,第3期。
- 许年行、罗炜(2011):《高管政治升迁与公司过度投资行为》,工作论文。
- 徐细雄(2012):《晋升与薪酬的治理效应:产权性质的影响》,《经济科学》,第2期。
- 杨瑞龙、王元、聂辉华(2013):《“准官员”的晋升机制:来自中国央企的证据》,《管理世界》,第3期。
- 叶康涛、陆正飞、张志华(2007):《独立董事能否抑制大股东的“掏空”?》,《经济研究》,第4期。
- 余明桂、回雅甫、潘红波(2010):《政治联系,寻租与地方政府财政补贴有效性》,《经济研究》,第3期。
- 余明桂、潘红波(2008):《政治关系,制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》,第8期。
- 张萍、梁博(2012):《政治关联与社会责任履行——来自中国民营企业的证据》,《上海立信会计学院学报》,第5期。
- 张祥建、郭岚(2010):《政治关联的机理,渠道与策略:基于中国民营企业的研究》,《财贸经济》,第9期。
- Allen, F., J. Qian and M. Qian (2005): “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77, 57-116.
- Bai, C., J. Lu and Z. Tao (2006): “Property Rights Protection and Access to Bank Loans”, *Economics of Transition*, 14, 611-628.
- Bertrand, M., F. Kramarz and A. Schoar (2006): “Politicians, Firms and the Political Business Cycle: Evidence From France”, Unpublished Working Paper, University of Chicago.
- Boubakri, N., J. Cosset and W. Saffar (2008): “Political Connections of Newly Privatized Firms”, *Journal of Corporate Finance*, 14, 654-673.
- Cheung, Y., P. Rau and A. Stouraitis (2006): “Tunneling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong”, *Journal of Financial Economics*, 82, 343-386.
- Claessens, S., E. Feijen and L. Laeven (2008): “Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions”, *Journal of Financial Economics*, 88, 554-580.
- Claessens, S., S. Djankov and L. Lang (2000): “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Du, X. (2013): “Does Religion Mitigate Tunneling? Evidence from Chinese Buddhism”, *Journal of Business Ethics*, 1, 1-29.
- Faccio, M. (2006): “Politically Connected Firms”, *The American Economic Review*, 96, 369-386.
- Faccio, M. (2010): “Differences between Politically Connected and Non-connected Firms: A Cross-Country Analysis”, *Financial Management*, 39, 905-928.
- Faccio, M. and L. Lang (2002): “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Faccio, M., R. Masulis and J. McConnell (2006): “Political Connections and Corporate Bailouts”, *The Journal of Finance*, 61, 2597-2635.
- Fan, J., O. Rui and M. Zhao (2006): “Rent Seeking and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases”, *Corporate Finance and Intermediation*, 253-303.
- Johnson, S. and T. Mitton (2003): “Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia”, *Journal of Financial Economics*, 67, 351-382.
- Krueger, A. (1974): “The Political Economy of the Rent-Seeking Society”, *The American Economic Review*, 64, 291-303.
- Li, H., L. Meng, Q. Wang and L. Zhou (2008): “Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms”, *Journal of Development Economics*, 87, 283-299.
- Lu, Y. (2011): “Political Connections and Trade Expansion”, *Economics of Transition*, 19, 231-254.
- Zheng, Y. and Y. Zhu (2013): “Bank Lending Incentives and Firm Investment Decisions in China”, *Journal of Multinational Financial Management*, 23, 146-165.

(责任编辑:马 辰)