

# 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值<sup>\*</sup>

吴文锋 吴冲锋 刘晓薇

**内容提要：**本文以 1999—2004 年沪深两市 1046 个 A 股民营上市公司样本为研究对象，实证研究了高管的政府背景与公司价值间的关系。我们的研究发现，高管具有政府背景整体上并没有影响公司价值，但区分不同政府背景后，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。而考虑不同地区的政府干预程度后，高管的地方政府任职背景在政府干预比较厉害的地区能增加公司价值。政府干预越强烈，这种正面影响也越强烈。另外，还发现这种正面影响与高管地方政府背景的贷款融资便利性有关。

**关键词：**高管的政府背景 公司价值 民营企业

## 一、引言

国外许多研究发现，公司高管的政府背景作为公司的一个特征性质，如同公司的股权结构、多元化经营一样，会对公司价值产生影响。Fishman (2001)认为，上市公司高管的政府背景是一种有价值的资源。特别是在政府管制比较严重的发展中国家，Johnson and Mitton (2003)、Mian and Khwajia (2006)、Faccio (2006)、Adhikari, Derashid and Zhang (2006)、Claessens, Feijen and Laeven (2007)等文献都发现，在印度尼西亚、马来西亚、巴基斯坦、巴西等国家，拥有政府背景的董事或者管理层能够让公司更容易地获得债务融资、享受更低的税率等好处。即使是在美国，Roberts (1990)、Kroznor and Stratmann (1998)、Ang and Boyer (2007)等都发现与国会议员或者通过选举捐款得到的政治联系可以获取明显的政策性好处。

我国作为一个从中央高度集中的计划经济转轨到市场经济的国家，政府对市场的管制很多很强，也有大量的上市公司高管具有政府背景。Fan, Wong and Zhang (2007)发现总经理曾经或者当时在政府任职的中国上市公司在首次公开发行后 3 年时间里的经营业绩都要比总经理没有政府背景的公司差一些。他们认为，原因在于这些具有政府背景的高管都是由政府任命，其推荐的董事也大多缺乏经营公司的专业才能，也更容易让政府干预企业的运作来实现“社会功能”。

Fan, Wong and Zhang (2007)得出了中国上市公司高管政府背景对公司经营带来负面效应的结论，这与国外许多文献提到的高管政府背景具有正面影响完全相反。为什么会出现完全相反的结论？实际上，Fan 文对中国上市公司高管政府背景的研究，更侧重于强调政府对企业的干预。他们的绝大多数样本是国有企业，政府委派具有政府背景的高管到这些国有企业正是为了要它们承担政府的社会功能，由此造成了较差的经营业绩。但我们不能就此断定，我国上市公司高管的政府背景就没有国外文献所说的具有获取融资便利性等价值。另一方面，采用国有企业作为高管政府背景的研究对象的另外一个问题是，即使企业获取了融资便利性、税收优惠等好处，也无法区分其获得的好处到底是来自于高管的政府背景，还是来自于国有企业本身大股东的政府背景。

<sup>\*</sup> 吴文锋、吴冲锋、刘晓薇，上海交通大学安泰经济与管理学院，邮政编码：200052，电子信箱：wfwu@sjtu.edu.cn，cfwu@sjtu.edu.cn，liuxiaowei820616@hotmail.com。作者感谢国家自然科学基金(70672074)和教育部社科研究基金青年项目的资助，感谢匿名审稿人的建设性意见。

与国有企业不同, 民营企业的最终控制人为个人, 其高管的任命不受制于政府, 聘用具有政府背景的高管是企业自身行为。另外, 企业的运营不受政府的直接干预, 不用承担政府的“社会功能”。因此, 本文选取民营企业作为研究对象, 来研究高管的政府背景对公司价值的影响, 以避免国有企业本身与政府存在的密切关系的影响。我们以 1999—2004 年沪深两地上市的 1046 个民营企业为样本, 实证分析了高管的政府背景对公司价值的影响。在 1046 个样本中, 360 个样本的高管具有政府背景。我们首先分析了高管政府背景对公司价值的总体影响, 又区分了中央和地方政府背景的不同影响。然后, 结合不同地区的政府干预程度研究政府干预在高管政府背景与公司价值之间关系中的作用, 并实证研究了高管政府背景的一个具体好处——贷款融资便利性。

我们的研究发现, 从整体上看, 高管政府背景对民营企业公司价值的影响并不显著。但区分高管不同的政府背景后发现, 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。这主要是由于我国市场化改革中, 民营企业的绝大部分经营活动主要受地方政府的管辖。由此, 进一步考虑不同省份的地方政府的干预程度后发现, 在政府干预市场严重的地区, 高管的地方政府背景能显著增加公司价值。而且, 政府干预越厉害, 高管的地方政府背景越能提高公司价值。另外, 我们还为这种关系提供了一个实证解释, 那就是高管的地方政府背景有助于企业贷款融资, 但这种贷款融资便利性更多地体现在短期贷款上。

文章余下部分安排如下: 第二部分回顾了有关高管政府背景研究的文献, 第三部分进行理论分析并提出研究假设, 第四部分为研究设计, 第五部分给出了实证结果, 最后进行总结。

## 二、文献综述

高管的政府背景是属于最近 10 多年来国外文献研究的“政治联系”(political connection/political relationship/politically-connected)范畴。所谓“政治联系”到目前为止没有一个统一的明确的定义, 一般指公司与拥有政治权力的个人之间形成的隐性政治关系, 包括公司的高管(包括董事)曾经或者当时在政府(或国会)部门任职、通过选举捐款获得的关系等, 但不包含因为政府持股而形成的关系。比如, Roberts (1990)提到的政治联系指与参议员 Henry Jacon 有利益关系; Claessens, Feijen and Laeven (2007)指公司通过选举捐款而形成的与当选者的关系; Fan, Wong, and Zhang (2007)则指总经理曾经或当时在中国中央或地方政府任职。但是, 正如 Faccio (2006)所指出的, 政治联系不同于腐败, 它在法律层面上是完全合法的。有关政治联系的文献, 主要探讨了以下三方面的问题:

(1) 公司拥有政治联系是否具有普遍性。文献发现在美国、印度尼西亚、巴基斯坦、泰国、马来西亚、巴西等国家都存在拥有政治联系的公司 (Roberts, 1990; Fisman, 2001; Adhikari, Derashid and Zhang, 2006; Charumilind et al., 2006; Mian and Khwajia, 2006; Claessens, Feijen and Laeven, 2007 等)。Faccio (2006)更是从全球视角研究了政治联系问题, 对 42 个国家的样本研究发现, 政治联系在各个国家都是比较普遍的, 特别是在一些贪污腐败严重的国家。Helland and Sykuta (2004)还发现, 政府加强对天然气政策的管制会导致天然气类的公司增加具有政治联系的董事。

(2) 从事件研究角度检验“政治联系”对公司价值的影响。即如果公司的运营与某些政治官员相关, 那么这个官员去世或者下台, 公司股价(公司价值)将会明显受到影响。Roberts (1990)发现和 Jacon 议员有关联的公司在他突然去世的新闻发布后股价下跌, 而与他的继任者有关联的公司则股价大涨。Fisman (2001)则研究了与印度尼西亚前总统苏哈托关系紧密程度不同的公司在苏哈托最后执政几年中传出的几次病危消息时候的不同股价表现。结果显示, 谣传的程度越重, 有政治联系公司的股价下跌越厉害。Johnson and Mitton (2003)发现在亚洲经济危机的开始阶段, 与马来西亚总理马哈蒂尔有政治联系的公司股价大幅下滑, 但是当 1998 年末马来西亚政府实行资本管制政策后, 这些公司的股价便开始大涨。

(3)政治联系到底给公司带来哪些好处。文献发现政治联系带来的第一个好处就是融资便利性。Mian and Khwaja (2006)研究了1996—2002年超过90,000家巴基斯坦公司在银行贷款方面的情况。结果发现,具有政府背景的公司会比其它公司获得超过45%的贷款,而其违约率也高出50%。Charumilind et al. (2006)发现泰国也有类似的现象,有政治联系的公司更容易以更少的抵押物获得更多的长期贷款。Leuz and Oberholzer (2005)发现政治联系会影响公司的融资策略,在印尼有政府背景的公司由于容易获得贷款而基本上不到国外融资。另外,政治联系还能给公司带来税率方面的优惠。Adhikari, Derashid and Zhang (2006)对马来西亚有政治联系的公司进行研究发现,这些公司的有效税率要比没有政治联系的公司更低一些。Faccio (2006)的跨国研究也证实,具有政治联系的公司贷款融资、税率等方面都享有好处。

关于中国上市公司的政治联系的研究,Fan, Wong and Zhang (2007)以1993—2001年在沪深交易所上市的A股公司为研究样本,研究了总经理的政府背景对上市公司IPO之后业绩的影响。结果发现,具有政府背景的公司IPO三年之后的股价收益率要比没有政府背景的公司低18%,而且利润增长率、主营业务收入增长率、销售利润率等经营指标也要差一些。Fan, Rui and Zhao (2006)则研究了与23个省部级官员腐败案件有关联的上市公司的融资情况,结果发现,腐败官员被捕后,相比较于没有关联的上市公司,与这些腐败官员有关联的上市公司的负债率明显下降。

### 三、理论分析与研究假设

#### (一)理论分析

##### 1. 民营企业高管的政府背景的形成

民营企业高管具有政府背景,一般是政府工作人员放弃政府部门职位而自主创业或到民营企业任职(俗称“下海经商”),其形成与我国改革开放过程中经济体制的深化改革密切相关。自1978年改革开放以来,我国经历了三轮的政府官员“下海潮”。第一轮是在20世纪80年代中期。在中央出台经济体制改革文件,提出“政企分开”的背景下,政府官员到原来单位下属的国有企业任职。这一轮官员下海潮,属于体制内的一种流动,至多算“半下海”,不属于真正意义上的“下海经商”。第二轮则在20世纪90年代初期。在邓小平南巡讲话引起的解放思想潮流下,一大批政府官员离职“下海”,这一轮的下海潮以自主创业居多。第三轮则是2002年中共十六大以来,以浙江、广东等地官员为代表的许多仕途被看好的高职位官员下海。与前两轮下海潮相比,这一轮的政府官员主要下海到私营企业“高级打工”,如原浙江省财政厅党组成员徐刚到吉利集团担任CEO等。

##### 2. 我国民营企业发展过程中遭受的不平等待遇

20世纪90年代之前,我们国家对民营企业在法律上缺乏保护,在意识形态上存在偏见,在政策上也缺乏稳定支持。直至1992年中共十四大提出“私营经济是全民和集体所有制的补充”,1999年宪法修正案中明确“国家保护个体、私营经济合法的权利和利益”,到2002年中共十六大才解决私营企业主的“名分”问题,肯定他们为“中国特色社会主义事业的建设者”。即使到了中共十六大之后民营企业在法律上得到了一点肯定,但在现实中仍然遭受很多歧视,以至于2005年2月国务院专门出台《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》,具体提出36条意见要求消除对包括私营企业在内的非公有制经济的歧视。因此,在我国国有经济占据主体的所有制结构下,民营企业长时间内在法律、意识形态和政策上都处于被歧视的地位,企业产权得不到保护,民营企业主缺乏政治“名分”。

##### 3. 民营企业高管政府背景的政治资源优势

民营企业的产权得不到有效保护,缺乏政治“名分”严重阻碍了企业的发展(周林彬和李胜兰,2003)。而在民营企业任职的具有政府背景的高管可凭借原有的身份和地位以及与政府部门的关系

系在一定程度上充当企业的“政治保护伞”，减少企业在“名分”问题上受到的歧视，起到一定的产权保护作用，从而减轻企业经营活动中遭受的不正常干扰。比如，减少地方政府的乱收费、乱摊派等权利侵害行为。

另外，高管的政府背景可为企业在政府管制的经济活动中提供便利并获得好处。尽管市场化改革逐步深化，但政府对资源分配、企业经营等经济活动的干预仍然比较多。具有政府背景的高管熟悉政府的运作规则，了解政府的政策动向，与政府官员的沟通更为有效，这为企业在政府采购、开发权、用地审批、税收优惠等方面提供了便利。而且，政府工作人员凭借在政府机关的特定社会地位和影响，在政府任职期间积累了“人脉关系”，拥有大量的社会资源。这种社会资源在我国市场规则和“关系”规则都起作用的商业环境中也为企业增加了商业机会。

所以，高管的政府背景所具有的政治资源优势与民营企业遭受的歧视和政府干预有关。但这种政治资源优势能否真正变为价值、产生多少价值受到企业所处的经营环境的影响。下面结合具体的环境刻划提出我们的研究假设。

## （二）研究假设

### 1. 高管的地方和中央政府背景在发挥政治资源优势方面的差异

在我国1978年开始的计划经济转变到市场经济的市场化进程中，地方政府获得了更多的发展经济自主权。与中央政府还控制部分大型国有企业不同，民营企业的发展由于如前所说的歧视而受到限制，绝大多数规模都不大，在一些关键行业上也受到进入限制，所以除了少数民营企业在进入一些特定行业需要中央政府审批之外，民营企业的绝大多数经营活动都是由地方政府管理。因此，地方政府对民营企业经营活动的影响要大于中央政府。侵害民营企业产权行为主要是地方政府，通过高管政府背景获取用地审批、税收优惠等好处的也主要与地方政府有关。由此，我们提出第1个研究假设：对于民营企业，具有地方政府背景的高管要比中央政府背景的高管更能发挥政治资源优势，更能提高公司价值。

### 2. 地方政府干预市场程度对高管政府背景的政治资源优势的影响

由于资源禀赋、地理位置及国家政策的差异，我国各个地区的市场化程度存在较大的差异（樊纲和王小鲁，2004）。这种市场化程度差异的一个重要表现就是政府对市场的干预程度不同。在市场化程度越低的地区，地方政府对当地经济活动的干预就越高，而由此导致民营企业的产权越不容易得到保护，地方政府在开发权、土地审批、税收优惠方面的支配权也越容易被各种“关系”左右，那么，高管政府背景则越能发挥其政治资源优势。因此，我们提出第2个研究假设：一个地区的政府干预程度越厉害，民营企业高管的地方政府背景则越容易发挥政治资源优势，公司价值就越高。

### 3. 高管政府背景对企业获取贷款的影响

与国有企业相比，民营企业从银行获得贷款相对较难。一个原因是民营企业自身的规模小、经营时间短，所以贷款风险高，银行从经济利益角度考虑会倾向于规避这种高风险的贷款。另外，民营企业受歧视的“政治名分”也影响银行的贷款积极性。在国有银行占据我国企业贷款主要来源的情况下，国有银行受地方政府的干预还比较多。国有企业凭借与政府的密切关系更容易获得贷款，而且银行也更容易把政府认定为国有企业的最后担保人而贷款给国有企业。但民营企业却没有这些有利条件。

而高管的地方政府背景使得企业的经营活动更容易获得地方政府的支持，从而获取当地银行的金融支持。另一方面，具有政府背景的高管也更有可能在其任职政府部门期间就与银行建立了一定的关系，这种关系也方便其就职的民营企业获得银行贷款。而高管这两方面的政治资源优势的发挥都与当地的市场化程度和政府的干预程度有关。政府干预越厉害的地区，高管的地方政府背景越能体现出这种融资便利性。因此，我们提出第3个研究假设：在政府干预严重地区，相对于

没有地方政府背景高管的民营企业，具有地方政府背景高管的民营企业更容易获得银行贷款。而且，政府干预越严重，这种贷款融资便利性越明显。

四、研究设计

(一)研究样本与数据来源

本文选择的样本为 1999—2004 年沪深交易所上市的所有最终控制人为个人的 A 股民营企业，采用年度的横截面和时间序列数据。在剔除金融类上市公司、数据有缺失和公司董事长、总经理的政府背景披露不详的样本后，一共得到 1046 个公司样本。股票价格、财务和股权结构的数据来源于 CSMAR 数据库。高管信息和最终控制人类型的数据则通过手工收集而成，方式主要是查找上市公司的年报和招股说明书等资料。

(二)公司价值的检验模型

研究假设 1 和假设 2 的检验采用如下的多元回归模型：

$$TobinQ = \alpha + \beta_1 Pol + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 C/S + \beta_5 ROA + \beta_6 Top1 + \beta_7 Top1^2 + \beta_8 Year + \beta_9 Industry + \epsilon \tag{1}$$

$$TobinQ = \alpha + \beta_1 Pol + \beta_2 Loc-cen + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 C/S + \beta_6 ROA + \beta_7 Top1 + \beta_8 Top1^2 + \beta_9 Year + \beta_{10} Industry + \epsilon \tag{2}$$

$$TobinQ = \alpha + \beta_1 Pol + \beta_2 Pol * GovIdx + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 C/S + \beta_6 ROA + \beta_7 Top1 + \beta_8 Top1^2 + \beta_9 Year + \beta_{10} Industry + \epsilon \tag{3}$$

其中， $\alpha$  为截距项， $\epsilon$  为残差项， $\beta_1 - \beta_{10}$  为回归系数。表 1 给出了模型中变量的定义，具体如下：

1. 因变量

与大多数研究公司价值的文献类似，本文的公司价值采用 Tobin's Q 衡量，其计算公式为（股权价值+负债账面价值）/总资产，其中股权价值为流通股本×股价+非流通股本×每股净资产。<sup>①</sup>

2. 解释和控制变量

(1)高管政府背景。高管的政府背景定义为公司的董事长或总经理曾经在中央或地方各级政府或军队等其他部门任过职。<sup>②</sup> 此定义和 Faccio (2006)较为一致，同时也扩充了 Fan, Wong and Zhang (2007)原来只考虑 CEO 的情况。这里，回归模型中的 Pol 分为两种情况：一是 Polcon，表示高管具有政府背景，不区分中央、地方或军队等背景；二是 Local 和 Central，分别表示高管具有地方政府和中央政府的任职经历。为了检验地方和中央政府部门任职经历对公司价值影响的差异，用变量 Loc-cen 表示，当有地方政府任职经历而没有中央政府任职经历时，Loc-cen 值取 1；当有中央政府任职经历而没有地方政府任职经历时，Loc-cen 值取 -1；其他情况取 0。

(2)政府干预的衡量指标 GovIdx。樊纲和王小鲁 (2004)编制的市场化进程指数已广泛应用于研究中国各地区的制度环境，<sup>③</sup> 本文采用其中第一类指数“政府与市场的关系”下的第 3 项“减少政府对企业的干预”分指标。GovIdx 指标值越大，说明这个地区的政府干预程度越轻。

(3)股权结构。孙永祥、黄祖辉 (1999)等研究发现，中国上市公司的公司价值 Tobin's Q 与第一大股东持股比例之间为非线性关系。因此，这里采用第一大股东持股比例及其平方项来反映股权结构对公司价值的影响。

① 苏启林、朱文 (2003)、夏立军和方轶强 (2005)、白重恩等 (2005) 等也采用了同样的计算方法。  
② 与国有企业不同，样本中没有发现民营企业的高管同时还在政府部门任职的情况，所以定义中为“曾经”。  
③ 夏立军和方轶强 (2005)、孙铮等 (2005)、夏立军和陈信元 (2007) 等都采用此指数。

表 1 主要变量定义和计算方法

含义	变量名	计算方法
公司价值	TobinQ	[流通股数 * 股价 + 非流通股数 * 每股净资产 + 负债账面价值] / 总资产
高管的政府背景	Polcon	1: 表示具有政府背景, 即公司的董事长或者总经理曾经在中央或地方各级政府或军队等其他部门任过职 0: 表示没有在任何政府部门任过职
	Central	1: 表示曾经在中央政府部门任职; 0: 表示未在中央政府部门任过职
	Local	1: 表示曾经在地方政府部门任职; 0: 表示未在地方政府部门任过职
	Loc_cen	1: 曾经在地方政府部门任过职, 但未在中央政府部门任过职 - 1: 曾经在中央政府部门任过职, 但未在地方政府部门任过职 0: 其他情况
政府干预市场指标	GovIdx	樊纲和王小鲁(2004)中的“减少政府对企业的干预”分指标。值越大, 表示这个地区的政府对经济的干预越轻。
公司规模	Size	公司总资产的对数值
财务杠杆	Lev	总负债 / 总资产
资本支出比例	C/S	资本支出 / 主营业务收入
盈利能力	ROA	息税前利润 / 年初的总资产
股权结构	Top1	第一大股东持股比例
	Top1 * Top1	第一大股东持股比例的平方项
融资便利性	Borrow	[短期借款 + 长期借款] / 总资产
清算价值比例	Liquid	Log 固定资产 / 总资产
在建工程	Constr	Log 在建工程, 当在建工程为 0 时, 则值为 0。

(4)其他控制变量。公司规模(Size), 反映公司规模对公司价值的影响; 财务杠杆(Lev), 定义为总负债 / 总资产, 它反映公司的资本结构对公司价值的作用; 资本支出比例(C/S), 定义为资本支出 / 销售收入; 盈利能力 ROA, 用息税前利润 / 总资产衡量, 在回归时, 考虑到其滞后效应对公司价值的影响, 所以还另外加入前一年的 ROA 和两年前的 ROA; 年度虚拟变量(Year)和行业虚拟变量(Industry)。

3. 模型说明

在检验研究假设 1 之前, 我们先检验模型(1), 以从整体上了解高管的政府背景与公司价值之间的关系, 并区分高管的中央政府和地方政府的不同任职背景。

模型(2)用于检验研究假设 1, 即地方和中央政府任职背景对公司价值影响的差异, 其中变量 Loc\_cen 的系数如果显著大于 0, 则说明高管的地方政府任职背景对公司价值的贡献要大于中央政府背景; 显著小于 0, 则说明后者贡献要大于前者; 不显著, 则说明两者没有差异。<sup>①</sup>

模型(3)用于检验研究假设 2。高管政府背景和政府干预程度的交叉项系数β2 用于说明地方政府干预程度对高管政府背景与公司价值之间关系的影响。按照研究假设 2, 如果政府干预越少(即 GovIdx 值越大), 具有政府背景高管对公司价值的正面影响越小, 所以我们预测此系数为负值。

(三)融资便利性的检验模型

① 模型方程(2)中, 地方政府任职经历对公司价值贡献的系数为 Polcon+ Loc\_cen, 中央政府任职经历的系数为 Polcon- Loc\_cen, 两者系数差为 2 \* Loc\_cen。模型(2)中如果去掉 Polcon 项, 只取 Loc\_cen 项, 对本文结论没有影响。

检验研究假设 3 的高管地方政府背景对贷款融资便利性影响的模型如下：

$$\begin{aligned} Borrow = & \alpha + \beta_1 Pol + \beta_2 Pol * GovIdx + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 ROA + \beta_6 Liquid \\ & + \beta_7 TobinQ + \beta_8 Constr + \beta_9 GovIdx + \beta_{10} Year + \beta_{11} Industry + \epsilon \end{aligned}$$

(4)

1. 因变量

融资便利性 Borrow，即公司当年的借款占总资产比例，[ 短期借款+长期借款] /总资产。

2. 解释变量和控制变量

解释变量与公司价值的检验模型相同。控制变量参考孙铮等(2005)，主要包括公司规模 Size、公司盈利能力 ROA、财务杠杆 Lev、清算价值比例 Liquid、公司成长性 Tobin Q、在建工程 Constr、政府干预程度 GovIdx 等。这些变量的定义参见表 1。

五、实证结果

(一)变量的描述性统计

表 2 给出了高管具有政府背景的统计情况。总体上看，在 1046 个样本中，高管具有政府背景的样本有 360 个，占到 34.4%。从各年情况看，1999—2004 年高管具有政府背景的样本数比例维持在 30%—40%左右，没有特别明显的差异。而从高管的任职情况看，20.0%的样本具有中央政府的任职经历，75.0%有地方政府部门任职经历，而 14.4%具有军队或其他部门任职经历。<sup>①</sup>

表 2 高管的政府背景统计

Panel A: 按年度划分							
年度	1999	2000	2001	2002	2003	2004	合计
总样本数	88	117	142	189	232	278	1046
高管具有政府背景的样本数	36	36	50	62	80	96	360
有政府背景的占比(%)	40.9%	30.8%	35.2%	32.8%	34.5%	34.5%	34.4%

Panel B: 按政府背景的类型划分			
	中央政府和部门	地方政府和部门	军队等其他政府相关部门
样本数	72	270	52
占有政府背景样本数的比例(%)	20.0%	75.0%	14.4%

表 3 给出了 TobinQ 和其他变量的描述性统计情况。

(二)回归结果分析

1. 高管的中央与地方政府背景对公司价值影响的差异

从表 4 的前两个模型结果看，高管的政府背景的回归系数都不显著，不管是用变量 Polcon 回归，还是分成中央政府任职经历 Central 和地方政府任职经历 Local。这表明从整体上看，我国高管的政府背景并没有对民营企业的公司价值产生明显影响。但表 4 的第三个模型结果中，Loc-cen 的系数显著为正，这显示高管的地方政府背景对公司价值的贡献要显著大于中央政府背景。即本文提出的研究假设 1 成立，说明民营企业的经营活动更多地受到地方政府的影响。我们将通过研究假设 2 和研究假设 3 来进一步说明地方政府是如何影响的。

在控制变量对公司价值的影响方面，公司规模系数显著为负。这一结果支持了许多文献的研究结论，说明公司规模越大，公司估值越低。财务杠杆率 Lev 系数显著为正，即财务杠杆率越高，公司估值也越高。当年 ROA 不显著，而前一年的 ROA 显著，表明公司盈利能力对公司价值影响的滞

① 中央、地方和军队等其他部门背景的百分比总和大于 1 的原因，表明有部分样本具有两项以上任职经历。

后效应。而第一大股东比例 Top1 及其平方项的负相关和正相关,说明第一大股东持股比例对公司价值的影响是非线性关系。资本支出比例 C/S 对公司价值没有显著影响。

2. 不同政府干预环境下高管政府背景对公司价值的影响

表 5 给出了考虑地方政府的干预如何影响高管政府背景与公司价值之间关系的结果。Model 1 的结果显示,从整体上看,即使考虑地方政府的干预程度,高管的政府背景对公司价值的影响仍然不显著。而根据研究假设 1 的结论,地方政府背景的影响要显著大于中央政府背景。所以,Model 2 和 Model 3 考虑了地方政府背景任职经历的情况。

Model 2 和 Model 3 的回归结果显示,Local 的系数显著为正。这说明在考虑地方政府的不同干预程度后,在地方政府干预比较严重的地区的民营企业,其高管的地方政府背景有助于提高公司价值。<sup>①</sup> Local \*GovIdx 显著为负,即证实我们的研究假设 2,地方政府的干预程度对高管的地方政府背景与公司价值之间的关系有着明显影响。交叉项的系数为负,说明地方政府干预越厉害,高管的地方政府背景越有可能提高公司价值。

表 3 公司价值、融资便利性和其他变量的描述性统计

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
TobinQ	1.661	1.089	0.872	1.365	17.704
Firm size (RMB billion)	1.359	1.317	0.022	1.022	11.361
ROA	0.036	0.098	-0.658	0.048	0.482
C/S	0.212	0.485	0.000	0.083	7.352
Lev	0.597	0.990	0.025	0.523	23.799
Top1	0.329	0.136	0.004	0.290	0.724
Borrow	0.262	0.154	0	0.264	0.715
Liquid	-1.484	0.846	-6.372	-1.304	-0.081
Constr	14.340	6.248	0	16.738	21.390
GovIdx	7.67	4.03	0	7.71	15.78

注:变量的定义参见表 1。

表 4 高管地方和中央政府背景对公司价值影响的差异

	Model 1	Model 2	Model 3
Firm size	-0.3665*** (0.0001)	-0.3630*** (0.0001)	-0.3793*** (0.0001)
C/S	0.0156 (0.7019)	0.0204 (0.6178)	0.0166 (0.6889)
Lev	0.7011*** (0.0001)	0.7032*** (0.0001)	0.7086*** (0.0001)
ROA (当年)	-0.3398 (0.1322)	-0.3487 (0.1222)	-0.2771 (0.2256)
ROA (前一年)	1.1481*** (0.0001)	1.1394*** (0.0001)	1.1140*** (0.0001)
ROA (两年前)	0.1433 (0.5658)	0.1201 (0.6310)	0.0926 (0.7149)
Top1	-3.3243*** (0.0001)	-3.2901*** (0.0001)	-3.3979*** (0.0001)
Top1 *Top1	3.5982*** (0.0001)	3.5634*** (0.0001)	3.6950*** (0.0001)
Polcon	0.0044 (0.9149)		-0.0479 (0.3298)
Local		0.0629 (0.1701)	
Central		-0.0595 (0.4473)	
Loc_cen			0.0969** (0.0333)
Sample Size	1046	1046	1046
R-Square	0.6858	0.6866	0.6878
Fixed effects	Year and Industry	Year and Industry	Year and Industry

注:截距项省略,系数值右边括号中值为 p 值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

① GovIdx 取中位数 7.71 时,表 5 中 Model 2 和 Model 3 的 Local 系数加上 Local \*GovIdx 系数值分别为 0.049 和 0.045,都大于 0。



再看 Central 和 Central \*GovIdx 的系数, 两者都不显著, 这表明即使考虑了地方政府干预环境差异, 或者说即使在地方政府干预比较严重的地区, 中央政府背景的高管仍然对公司价值没有影响。这与 Local 和 Local \*GovIdx 的系数显著性形成对照, 也印证了研究假设 1 的结论, 即地方和中央政府背景的高管对民营企业公司价值的贡献存在差异。

3. 高管地方政府背景的贷款融资便利性

表 6 为研究假设 3 的实证结果。Model 1 的结果显示, 并不是所有具有政府背景的高管都具有贷款融资的便利性。Model 2 和 Model 3 结果中 Local 和 Local \*GovIdx 的系数的显著性与符号都与表 5 一样。Local 系数显著为正, 说明在政府干预强烈的地区, 高管具有地方政府背景的企业借款比例要显著大于高管没有地方政府背景

表 5 政府干预与高管地方政府背景对公司价值的影响

	Model 1	Model 2	Model 3
Firm size	- 0. 3643 *** (0. 0001)	- 0. 3808 *** (0. 0001)	- 0. 3666 *** (0. 0001)
C/S	0. 0134 (0. 7419)	0. 0145 (0. 7264)	0. 0281 (0. 4947)
Lev	0. 6992 *** (0. 0001)	0. 7047 *** (0. 0001)	0. 7073 *** (0. 0001)
ROA (当年)	- 0. 3580 (0. 1130)	- 0. 2729 (0. 2320)	- 0. 3227 (0. 1531)
ROA (前一年)	1. 1586 *** (0. 0001)	1. 1381 *** (0. 0001)	1. 1383 *** (0. 0001)
ROA (两年前)	0. 1288 (0. 6058)	0. 0946 (0. 7085)	0. 1042 (0. 6763)
Top1	- 3. 2854 *** (0. 0001)	- 3. 3141 *** (0. 0001)	- 3. 2166 *** (0. 0001)
Top1 *Top1	3. 5483 *** (0. 0001)	3. 5581 *** (0. 0001)	3. 4860 *** (0. 0001)
Polcon	0. 0959 (0. 1884)		
Polcon * GovIdx	- 0. 0127 (0. 1266)		
Central			- 0. 2995 (0. 1142)
Central * GovIdx			0. 0288 (0. 1572)
Local		0. 2213 *** (0. 0075)	0. 2000 ** (0. 0139)
Local * GovIdx		- 0. 0223 ** (0. 0232)	- 0. 0201 ** (0. 0385)
Sample Size	1046	1046	1046
R-Square	0. 6865	0. 6877	0. 6884
Fixed effects	Year and Industry	Year and Industry	Year and Industry

注: 截距项省略, 系数值右边括号中的值为 p 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著水平。

表 6 高管的地方政府背景与贷款融资便利性

	Model 1	Model 2	Model 3
ROA	0. 0001 (0. 6888)	0. 0001 (0. 6928)	0. 0001 (0. 6986)
Size	0. 0127 ** (0. 0113)	0. 0127 ** (0. 0117)	0. 0132 *** (0. 0088)
Lev	0. 5960 *** (0. 0001)	0. 5959 *** (0. 0001)	0. 5967 *** (0. 0001)
Liquid	0. 0147 *** (0. 0006)	0. 0152 *** (0. 0004)	0. 0148 *** (0. 0006)
TobinQ	0. 0037 (0. 4957)	0. 0036 (0. 5080)	0. 0038 (0. 4826)
Constr	0. 0020 *** (0. 0007)	0. 0021 *** (0. 0004)	0. 0021 *** (0. 0005)
GovIdx	0. 0012 (0. 1837)	0. 0008 (0. 3523)	0. 0011 (0. 2300)
Polcon	0. 0241 (0. 1169)		
Polcon * GovIdx	- 0. 0023 (0. 1678)		
Central			0. 0290 (0. 3426)
Central * GovIdx			- 0. 0040 (0. 2264)
Local		0. 0215 *** (0. 0409)	0. 0228 *** (0. 0413)
Local * GovIdx		- 0. 0021 * (0. 0698)	- 0. 0022 * (0. 0782)
Sample Size	1046	1046	1046
R-Square	0. 5553	0. 5557	0. 5563
Fixed effects	Year and Industry	Year and Industry	Year and Industry

注: 截距项省略, 系数值右边括号中的值为 p 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著水平。

的企业, 这表明高管的地方政府背景有助于企业的贷款融资。Local \*GovIdx 系数显著为负, 意味着政府干预越强烈, 高管的地方政府背景越能起作用, 这种贷款融资便利性也越明显。这证实了研究假设 3, 也为研究假设 2 的结论提供了进一步的证据。

表 6 中其他变量的系数显示, 公司规模 Size 越大, 财务杠杆率 Lev 越高, 清算比例 Liquid 越高, 在建工程 Constr 越多, 则公司借款比例也越高。而盈利能力 ROA、公司成长性 TobinQ、政府干预程度 GovIdx 则对借款比例没有影响。

4. 稳健性和其他分析

(1) 稳健性分析

对于研究假设 1 和研究假设 2, 在影响公司价值的控制变量中, 如果我们采用 ROE (净资产收益率) 来替代 ROA 表示公司盈利能力, 本文结论没有变化。在研究假设 3 中, 如果贷款融资便利性, 扩充到把发行债券情况包括在内, 即用[短期借款+长期借款+发行债券]/总资产来度量贷款融资便利性, 结论也一样。

(2) 高管的地方政府背景实现融资便利性的贷款期限

对于高管的地方政府背景的融资便利性, 进一步的考虑是这种便利性贷款的期限长短问题。对于大部分企业来说, 贷款期限最好与企业的融资项目建设周期配套, 以避免“长债短借”引起的不确定性。但对于债权人来说, 期限越长, 则对债务人违约行为的观测成本越大, 违约可能性越大。因此, 贷款期限长短在一定程度上代表高管政府背景的作用有多大。孙铮等(2005)发现, 在我国政府干预较强的地区, 政府干预作为司法体系的替代机制, 可降低债务人的违约成本, 因此这些地区企业的债务期限更长。我们的问题是高管的政府背景也起到这种作用吗? 为使得本文的研究更全面, 又不至于影响本文的主要议题, 我们把它放到这里作为辅助分析。

尽管高管的地方政府背景在政府干预严重的地区有助于民营企业贷款融资, 但我们认为这种关系还无法与政府直接参与国有企业经营和影响银行决策的作用相比较, 还不足以替代司法体系对债权人的保护。它更多地体现的只是一种“关系”, 这种关系增加银行借款给企业的可能性, 但难以降低银行对违约风险的担心。因此,

表 7 高管的地方政府背景与短期借款比例

	Model 1	Model 2	Model 3
ROA	-0.3103 (0.0001) ***	-0.3058 (0.0001) ***	-0.3026 (0.0001) ***
Size	-0.0294 (0.0067) ***	-0.0319 (0.0031) ***	-0.0335 (0.0019) ***
Lev	-0.1680 (0.0001) ***	-0.1682 (0.0001) ***	-0.1699 (0.0001) ***
Liquid	-0.0281 (0.0022) ***	-0.0267 (0.0037) ***	-0.0255 (0.0057) ***
TobinQ	-0.0151 (0.2600)	-0.0165 (0.2186)	-0.0173 (0.1972)
Constr	0.0009 (0.4727)	0.0007 (0.5473)	0.0008 (0.5072)
GovIdx	0.0034 (0.0864) *	0.0041 (0.0292) **	0.0033 (0.0879) *
Polcon	0.0710 (0.0149) **		
Polcon *GovIdx	-0.0098 (0.0044) ***		
Central			-0.0790 (0.2084)
Central *GovIdx			0.0113 (0.1005)
Local		0.1097 (0.0003) ***	0.1064 (0.0005) ***
Local *GovIdx		-0.0152 (0.0001) ***	-0.0149 (0.0001) ***
Sample Size	1012	1012	1012
R-Square	0.1022	0.1094	0.1118
Fixed effects	Year and Industry	Year and Industry	Year and Industry

注: 截距项省略, 系数值右边括号中的值为 p 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示估计系数在 10%、5% 和 1% 水平显著。样本数目少于前面表格的原因是部分样本的短期借款和长期借款都为 0。

高管政府背景更多地是通过短期贷款实现融资便利性。表 7 给出了实证结果，回归模型的因变量为短期借款比例，即短期借款 / (短期借款 + 长期借款)，结果中的 Local 变量显著为正，Local \* GovIdx 显著为负，与我们的分析相符合。<sup>①</sup>

表 7 中其他变量的结果显示，公司盈利性 ROA 越高，规模 Size 越大，清算比例 Liquid 越高，则越容易借到长期贷款，所以这些变量的系数都显著为负。Lev 的系数显著为负表明，财务杠杆率较高时，权益性资本较低使得对长期借款的需求更加强烈，从而降低短期借款的需求，所以系数为负。而政府干预 GovIdx 的结论也与孙铮等 (2005) 的结论一致，即在政府干预越严重的地区，企业也越容易借到长期贷款。

## 六、结 论

中国市场化改革的一个重要成果就是从单一的公有制经济转变为多种所有制并存。民营企业在缺乏法律保护和稳定支持政策的歧视性环境中逐步发展。在 20 世纪 90 年代初以来的两轮政府官员“下海潮”中，很多政府工作人员自主创业或者到民营企业任职。这种高管具有政府背景的现象在国外被看成是一种“政治联系”而加以研究。但目前国内对高管的政府背景的研究还非常少。本文以 1999—2004 年度 1046 个民营上市公司为样本，研究了高管的政府背景对公司价值的影响。

结果发现，从整体上看，高管的政府背景并没有影响民营企业的公司价值。但如果区分高管不同的政府背景，相比于高管的中央政府背景，地方政府背景更能增加公司价值。这主要是由于民营企业的经营活动主要受地方政府管辖，而高管的地方政府背景有利于减少地方政府的权利侵害行为和利用与政府的关系获取融资便利性等好处。进一步考虑民营企业所处的地方政府对市场的干预程度后，我们发现，在政府干预比较强烈的地方，高管的地方政府任职经历对公司价值具有正面影响。而且，政府干预越强烈，高管的地方政府背景越能提高公司价值。不同于 Fan, Wong and Zhang (2007) 得出的国有企业高管的政府背景对公司经营造成负面影响的结论，我们的研究结果表明，中国民营上市公司高管的地方政府背景在一定条件下还是有利于公司经营，提高了公司价值。

另外，我们还通过实证分析发现了这种高管地方政府背景对公司价值正面影响的一个具体好处，即贷款融资便利性。在政府干预比较严重的地区，具有地方政府背景高管的民营企业的借款比例要显著高于没有地方政府背景高管的企业。政府干预越强烈，这种影响越大。进一步的分析还发现，这种贷款融资便利性主要体现在短期贷款上。与孙铮等 (2005) 发现的政府干预越严重地区企业的借款期限也越长的结论比较，我们的研究结果表明，高管的地方政府背景的作用还无法像政府干预那样能够作为司法体系的一种替代来保护债权人，更多的是一种“关系”。

### 参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲等，2005：《中国上市公司治理结构的实证研究》，《经济研究》第 2 期。
- 樊纲、王小鲁，2004：《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2004 年度报告》，经济科学出版社。
- 苏启林、朱文，2003：《上市公司家族控制与企业价值》，《经济研究》第 8 期。
- 孙永祥、黄祖辉，1999：《上市公司股权结构与绩效》，《经济研究》第 12 期。
- 孙铮、刘凤委、李增泉，2005：《市场化程度、政府干预与企业债务期限结构》，《经济研究》第 5 期。
- 夏立军、陈信元，2007：《市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定》，《经济研究》第 7 期。
- 夏立军、方轶强，2005：《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》，《经济研究》第 5 期。
- 周林彬、李胜兰，2003：《我民营企业产权法律保护思路刍议》，《制度经济学研究》第 2 卷，经济科学出版社。

<sup>①</sup> 表 7 中 Polcon 和 Polcon \* GovIdx 的系数也都显著，但 Central 和 Central \* GovIdx 的系数不显著，这说明 Polcon 对短期借款比例的显著性影响主要是 Local 起作用引起的。

- Adhikari A., Derashid C., and Zhang H., 2006, "Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia", *Journal of Accounting and Public Policy* 25: 574—595.
- Ang J., and Boyer C. M., 2007, "Finance and Politics: The Wealth Effect of Special Interest Group Influence during the Nationalization and Privatization of Conrail", *Cambridge Journal of Economics* 31(2): 193—215.
- Charumilind C., Kali R., and Wiwattanakantang, Y., 2006 "Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis", *Journal of Business* 79: 181—218.
- Claessens S., Feijen E. and Laeven L., 2007, "Political Connections and Preferential Access to Finance: the Role of Campaign Contributions", *Journal of Financial Economics*, Forthcoming.
- Faccio M., 2006, "Politically Connected Firms: Can They Squeeze the State?", *American Economic Review* 96: 369—386.
- Fan J., Rui O., and Zhao M., 2006 "Rent Seeking and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases", Working Paper, The Chinese University of Hong Kong.
- Fan J., Wong T. J., and Zhang T., 2007, "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics* 84: 265—590.
- Fisman R., 2001, "Estimating the Value of Political Connections", *American Economic Review* 91: 1095—1102.
- Helland E. A. and Sykuta M., 2004, "Regulation and the Evolution of Corporate Boards: Monitoring, Advising or Window Dressing?", *Journal of Law and Economics* 47(1): 167—193.
- Johnson S., and Mitton T., 2003, "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia", *Journal of Financial Economics* 67: 351—382.
- Kroszner R. S., and Stratmann T., 1998, "Interest Group Competition and the Organization of Congress: Theory and Evidence from Financial Services' Political Action Committees", *American Economic Review* 88: 1163—1188.
- Leuz C. and Oberholzer-Gee F., 2005 "Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia", *Journal of Financial Economics* 81: 411—439.
- Mian A., and Khwaja A. I., 2006, "Tracing the Impact of Bank Liquidity Shocks: Evidence from an Emerging Market", Working Paper, University of Chicago.
- Roberts B. E., 1990, "A Dead Senator Tells No Lies: Seniority and the Distribution of Federal Benefits", *American Journal of Political Science* 34: 31—58.

## Political Connection and Market Valuation: Evidence from China Individual-controlled Listed Firms

Wu Wenfeng, Wu Chongfeng and Liu Xiaowei

(Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University)

**Abstract:** This study purposes to examine the link between political connection and market valuation in China's listed firms. Using 1,046 samples of individual-controlled firms during 1999—2004, we find that firms having local government political connections have a higher market valuation than those having central government political connections, while there is no significant relationship between political connection and market valuation. Moreover, our result shows that in provinces with higher governmental intervention on the economics sectors, local government political connections have positive effect on the market value. The more severe the local governments' intervention, the more positive effect of the local government connection on the firm value. We also show evidences that this local government political connection is helpful to get short-term loans from banks.

**Key Words:** Political Connection; Market Valuation; Individual-controlled Firms

**JEL Classification:** G28, G32, G34

(责任编辑:宏亮)(校对:晓鸥)