

实物期权视角下政治关联与民营企业的成长价值

杨京京¹ 蓝海林¹ 何爱²

(1. 华南理工大学工商管理学院; 2. 华南理工大学经济与贸易学院)

摘要: 利用实物期权理论,利用 867 个民营上市公司样本,实证分析了民营企业先天“出生”和后天“红顶”这 2 种政治关联形式对企业成长的作用,其中,前者指民营企业家和高管是否拥有政府工作经历,后者指是否拥有人大政协的政治身份。实证结果发现,政府经历型关联提高了企业增长期权价值,但是政治身份型关联却降低了企业增长期权价值。民营企业的政治关联并非必定带来绝对收益,而是具有“得到与付出”双重效应。在经济转型过程中民营企业的战略意图逐渐向市场化倾斜。

关键词: 政治关联; 民营企业; 实物期权理论; 增长期权价值

中图分类号: C93 **文献标识码:** A **文章编号:** 1672-884X(2012)09-1292-06

The Political Connection and Growth Value of Private Firms: A Real Option Perspective

YANG Jingjing LAN Hailin HE Ai

(South China University of Technology, Guangzhou, China)

Abstract: Based on real option theory, we adopt an improved calculation of growth option value and empirically shed light on the influence of two kinds of political connection, a born political background or an acquired political status, with the the former means whether actual controllers have ever worked for government and the latter indicates whether they serve as deputies to the People's Congress or Peoples' Political Consultative Committee after. The results show the born political background enhances private firm's growth option value whereas political status reduces it. The finding suggest a "gets and gives" dual effects of political connections, the tie to political institutions would not bring the absolute benefit to private firm as expected and private firm's strategy has become increasingly market-driven and combined with the development of market-support institutions.

Key words: political connection; private firms; real option theory; growth option value

我国转型经济中民营企业的发展备受关注,民营企业的政治关联是否享有收益,一直是个颇具争议的问题。与之有关的亟待解决的问题:其一,政治关联的收益是否存在?如果存在,其作用机制是什么?随着时间的推移,这种收益又将如何变化?其二,改革开放后中国民营企业对私有财富的追求和公平市场的诉求,是否推动了中国经济的持续发展和体制改革。

本文运用实物期权理论,试图从一个新的视角研究政治关联对民营企业发展过程中价值增长的影响。本文丰富了以下 2 类文献:一是企业政治关联理论。已有的研究文献大多聚焦在政治关联产生的收益和战略影响,但收益是动态变化的且有长短期之分,因此,所得出的有关研究结论存在局限性。对此,本文采用实证

方法,从企业未来发展的角度考察不同形式政治关联的正面和负面作用,弥补这一不足。二是实物期权理论。以往采用该理论的文献仅集中在企业国际化战略,本文以实证方法将这个理论拓展到更广泛的企业战略研究领域,同时也提高了其在特定文化背景中的普遍适用性。另外,本文为民营企业提供了参考信息,有助于其制定更有效的企业战略。

1 理论背景

实物期权理论是一项重要的理论工具。近年来研究者们开始将它应用到企业战略研究中,解释管理现象^[1,2]。实物期权的概念源自金融期权,期权是赋予其持有者一项在未来采取相应行动的非强迫性选择权利^[3]。如果企业目

前正进行投资,这些实物资产能够创造未来可利用的盈利机会,那么此投资机会就是实物期权^[4]。它与金融期权不同之处在于:它的行权对象往往是不可交易的特定资产或人力资本,而非可交易的证券。本质上,一项战略投资是否会提供实物期权取决于以下2个特征:①企业投资项目未来的效益存在波动性;②企业有能力实施战略计划或者控制不利局面。在这2个特征的共同作用下,实物期权价值可产生于企业战略柔性。投资一般是不可逆的,而且资产也有专用性,企业在内外信息不断补充更新条件下的选择,肯定比简单地立即投资和往后拖延更具经济性。这样的自由裁判权让企业在管理上可进可退,既保有经济上行时的机会,又避开经济下行时的损失,从而获得稳定收益。进一步的研究发现,高度的不确定性和投资不可逆性将提高实物期权的价值,而高强度的市场竞争和投资的非独有性将降低实物期权的价值^[5]。

实物期权根据具体选择情况可以分为以下5类:增长期权、延迟期权、转换期权、放弃期权和学习期权^[6]。根据本文研究的焦点和情境,主要关注增长期权,因为它让企业选择在新市场和行业进行拓展,在初期便能比竞争对手更快占据市场先机。关于增长期权价值的研究,MEYERS^[3]开创了一套估值理论,他将企业的价值分为资产的现值和增长期权的价值,为计算提供了一个基础方法。后继的研究者们发现,很多种类的投资行为可以创造有潜在收益的未来成长机会,提高了企业的增长期权价值。这些投资行为包括:技术研发投资、广告宣传、向合资企业投入资源等^[7]。虽然增长期权可以给企业带来先动优势等收益,但是要获得管理和行使实物期权也是有成本的。因为实物期权通常没有正式合同条款,甚至根本不是合同形式,而是资产的实际组合配置。期权持有者有时候并不能实现行使期权的潜在收益,它们必须面对合同完备性、规则变化和合作者等利益相关群体讨价还价的挑战,这些成本都可能大大降低企业战略资产和资本的期权价值。

2 企业政治关联与增长期权

FACCIO^[8]将政治关联定义为:企业的董事或高管是议会议员、曾经的行政长官或者具有其他紧密政治关系。政治关联现象虽然在发达国家和发展中国家都存在,但由于政治体制、开放程度的差别,它在各个国家和地区的形式和作用有所不同。近些年来,中国转型经济中的企

业政治关联越来越受到学者和社会的关注。

本文认为,政治关联具有实物期权的特征,原因有二:①新兴经济中存在多种制度缺陷,比如交易信息不对称、缺乏人力资源、非公平市场法治及低效的融资渠道^[9]等,民营企业身处这种非市场支持型制度之中,即便其具备很强的市场能力,也经常会因为环境不确定性高而导致经营和效益的波动^[10];②民营企业在处理与政府部门、司法部门、金融机构等之间关系的过程中形成了较强的战略行动能力。这种与当地利益相关机构的嵌入关系能够提高民营企业身份和行为的合法性,获取提供相应资源的特殊利益,帮助克服制度和市场职能缺陷等环境不利因素^[11]。由于民营企业政治关联具有实物期权价值,下面将具体分析这种关联与价值之间的作用机制。

(1) 私营化机会 中国经济改革的主要举措包括对原计划经济体制下的国有企业进行股份制改革,同时逐步放开国家控制行业的准入限制,在这种市场经济转型的进程中酝酿着大量的投资机会。那么,具备政治关联的民营企业是否会受到格外青睐呢?已有研究数据提供了证据:有1/3的中国新进私有化企业其CEO曾任职于党政部门^[12]。对此,存在多种理论解释:①改革初期政府在国企私有化过程中不愿意完全放弃控制,还希望保留对市场的影响,因此,会倾向于选择与自己有信任关系的个人或企业,这样可以限制企业私有化以后的裁员和任意抬价等潜在风险^[12];②改革中后期的私有化涉及如何放关系国计民生的行业,由于这些行业具有公用属性,政府会选择值得信赖的民营企业进入经营,来避免任何不当举动引起的政府声望下降和社会不稳定^[13];③国企私有化和进入垄断行业的机会也能被政府用来回报政治盟友^[13]。

(2) 银行信贷 在争取国有银行的贷款利率和授信额度方面,拥有政治关联的民营企业具备优势。对此,公共信贷理论认为,政治关联企业常涉及高社会公共回报、低私人收益的项目,而国有银行比私营银行更重视社会公共回报,因此,政治关联是一种基于公共利益的双赢;信贷效率理论则认为,国有银行是没有政治偏见的,因其只贷款给预期收益高、经营稳定的企业和项目,政治关联企业往往拥有这些特点^[14]。不过,企业资金的多寡既可通过影响行业进入、竞争和退出标准进而改变产业结构,也会影响企业制订未来投资计划和发展战略。

(3) 税收 在成熟市场经济中,企业间的税赋区别可以用规模来解释,规模越大受到的政府税收稽查越严格。然而,包括中国在内的东亚经济体被认为是一种以关系为基础的资本主义,其中政治关联就是一种重要的关系形式,企业可以利用政治关联在投资拓展自身规模的同时,减轻其税赋水平^[15],或者从政府手中直接获得税收返还和各种补贴。

(4) 政府救助 当经济稳定时,政治关联企业可以获得政府采购的青睐、监管的放松和对竞争对手的限制^[16];当经济衰退时,政治关联企业也更有可能被政府接管或获得政府资助。由此,国有银行等债主预期政治关联企业总会被救助,为了资金保险,也会对政治关联企业予以较低的门槛和优厚的利率。然而,政治关联企业与其他同处逆境的非关联企业相比,在接受政府救助后的效果并不佳,因为这其实是一种资本的无效配置,不利于经济的复苏与增长^[16]。

3 研究假设

大部分已有政治关联研究将企业与政府机构的联系视为一个整体,没有加以区别分类。事实上,政治资本的形成来源是多样化的,不同政治关联类型的价值也有差别^[8]。有关发达经济的研究显示,政治官员出任高管或董事没有带来明显的企业价值提升,政治关联的成本抵消了收益;然而,企业经理人进入政界,特别是经理人出任行政首长,而不是担任议会议员,却能够提高企业价值。同理,对中国情境下政治关联做进一步的细分研究也很重要^[17]。本研究根据中国的实际情况,将区别分析中国民营企业政治关联的2种主要来源形式和影响机制,然后分别提出假设,测量并观察结果。

3.1 政府经历型

民营企业原来拥有政府机构的工作经历是一种重要的政治关联类型。特别是在1992年邓小平南巡之后,政府公务人员“下海”经商成为一时潮流。他们进入蓬勃发展的私有经济领域,很多成为出色的企业家,并且仍然和原来政府单位的“老同事”保持着紧密的私人联系。在市场经济发展初期多项制度缺位的情况下,这种联系给这些私营企业后期的发展带来很多好处,让它们能够更便利地获得国有控制的关键资源,例如,业务经营执照、银行贷款、发展用地、政策优惠等。由此,提出如下假设:

假设1 民营企业高层的政府经历型政治关联对企业增长期权价值有正向影响。

3.2 政治身份型

正是看到与政府培养良好关系的各种好处,促使一些没有政府背景的民营企业企业家也通过积极参政议政的方式建立政治关联。这构成了民营企业政治关联的第2种来源,即担任人大代表或者政协委员。这种参政议政的方式,不仅给予了民营企业家和经理人一定的政治权利,也提供了与政府官员、国有企业高管的接触渠道。政治身份为民营企业与政府、国有企业打交道时增加了砝码。通过正式或者非正式的方式,民营企业家和经理人通过建立与辖区内制定实施民营企业相关政策的决策者的关系,以及与产业链上下游分配资源和掌握市场的国有企业决策者的关系,期望获取特殊经营资源,谋得发展机会。根据 FENG 等^[18]的调查,2004年分别有86.71%和75.4%的民营企业企业家不同程度地表示有兴趣与政府官员建立联系,或者希望担任人大代表和政协委员,这说明民营企业群体有很强的意愿与政府建立良好关系。由此,提出如下假设:

假设2 民营企业高层的政治身份型政治关联对企业增长期权价值有正向影响。

4 数据和变量测量

本文以我国民营上市公司(2004~2007年)为研究样本。总样本中,除去金融类公司和ST等数据异常的公司后得到有效样本867个。各项数据中,企业董事长和总经理的相关资料来源于CSMAR数据库中的“高管简历”一项,其他财务数据来自CSMAR中的上市公司年报,上市公司 β 系数是从RESSET金融数据库中获得的,作为改进计算每家企业平均资本成本(W_A)和增长期权价值(G)的基础。

4.1 增长期权价值

KESTER^[19]首次提出了增长期权价值的实证方法,定义为由增长期权(V_G)所带来的市场价值占总市值(V)的比例,取值范围在0~1之间。 V_G 的测量是以 V 减去企业现有资产的资本现值(V_A), V_A 反映了企业除去增长期权以后的价值,即企业当期利润的折现值,所以,增长期权价值为

$$G = V_G/V = (V - V_A)/V = (V - P/I)/V, \quad (1)$$

式中, P 为当期利润; I 为折现率。在运用式(1)时,KESTER将所有企业的折现率都设定在15%、20%和25%3个水平,类似的方法也被很多后续研究所采用。TONG等^[20]改进了测

量方法,利用每个企业特定的折现率,即每家企业的平均资本成本计算增长期权

$$W_A = C_{\text{债务}} \times P_{\text{债务}} + C_{\text{股权}} \times P_{\text{股权}}, \quad (2)$$

式中, $C_{\text{债务}}$ 为债务成本; $P_{\text{债务}}$ 为债务比例; $C_{\text{股权}}$ 为股权成本; $P_{\text{股权}}$ 为股权比例。

W_A 计算中的债务成本根据企业利息和长短贷款计算得出,而股权成本根据资本资产定价模型计算得出

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f), \quad (3)$$

式中, R 为股权成本; R_f 为无风险收益率; β 系数由锐思数据库提出; R_m 为市场投资组合期望收益率,采用沪深指数 10 年平均收益率。

本文采取这种改进的方法,相当于在实证中加入了对企业特质影响的因素,使各个企业增长期权的计算更加精确。

4.2 政治关联

民营企业集权程度比较高,因此,将政治关联的数据收集范围集中在董事长和总经理 2 个高管层职位上。这种方法被多数研究所采用,证明测量是真实有效的。为了深入分析中国民营政治关联的 2 种主要形式,通过对 CSMAR 数据库中上市公司总经理和董事长简历内容的整理筛选,分析其是否曾担任过行政职务,或者是否在人大政协中任职,从而构建了 2 个虚拟变量,其中,1 表示是拥有此类身份或者背景;0 则表示没有。

4.3 控制变量

规模大的企业可以用更多的资源投资获得成长机会,用企业总资产来衡量企业规模,并取

对数以方便计算和解释。行业在企业战略研究中是一个重要的考虑因素,因此,加入了 2 个行业相关变量:行业平均企业规模和企业所在行业的平均增长期权价值,以便有效地控制行业对企业增长期权价值的影响。企业的负债政策会影响到企业的投资决定,因此,将资产负债率作为一个控制变量加入计算。如果企业在组织资源上有剩余,它们将更有能力捕捉机会,自行确定投资,因此,用企业管理费用和销售费用的总和来测量企业组织资源宽裕程度。由于时间年份、盈利水平都会影响到企业增长期权,在研究模型中加入了年份和资产回报率因素。

5 实证结果

表 1 为各个变量的均值、标准差、相关系数及其显著水平。在研究样本中,高管具有政治背景的民营企业占 20.3%,高管具有人大代表和政协委员身份企业占 29.1%。民营企业的平均增长期权是 76.9%,这一比例比已有研究中美国企业的平均增长期权值高,显示中国作为新兴经济体,其民营企业面临的投资机会更多,具有更大的成长潜力。国有企业等的行业平均增长期权价值是 72.1%,表示同本国其他企业相比,民营企业具有更高的成长性。在模型共线性方面,所有模型中 VIF 的最大值是 4.453,低于经验检测门槛值 10,表明回归方程不存在共线性问题。

表 1 描述性统计和 Pearson 相关系数矩阵 ($N=867$)

变量	均值	标准差	增长期权价值	政府经历	政治身份	行业平均增长期权	公司规模	行业平均公司规模	组织冗余	资产回报率	财务杠杆
增长期权价值	0.769	0.225	1.000	0.115***	-0.085***	0.439***	-0.190***	0.100***	-0.088***	-0.145***	-0.188***
政府经历	0.203	0.402	0.115***	1.000	0.012	-0.031	-0.136***	0.069**	-0.016	-0.009	-0.049*
政治身份	0.291	0.454	-0.085***	0.012	1.000	0.062**	0.063**	-0.045*	0.052*	0.164***	-0.081***
行业平均增长期权	0.721	0.191	0.439***	-0.031	0.062**	1.000	0.045*	-0.098***	0.039	0.115***	-0.003
公司规模	9.088	0.389	-0.190***	-0.136***	0.063**	0.045*	1.000	0.101***	-0.051*	-0.039	0.157***
行业平均公司规模	9.417	0.252	0.100***	0.069**	-0.045*	-0.098***	0.101***	1.000	0.006	0.029	0.115***
组织冗余	0.720	16.356	-0.088***	-0.016	0.052*	0.039	-0.051*	0.006	1.000	-0.166***	0.169***
资产回报率	0.049	0.076	-0.145***	-0.009	0.164***	0.115***	-0.039	0.029	-0.166***	1.000	-0.283***
财务杠杆	0.501	0.202	-0.188***	-0.049*	-0.081***	-0.003	0.157***	0.115***	0.169***	-0.283***	1.000

注: *、**、*** 分别表示在 0.01、0.05、0.1 的水平上显著,下同。

表 2 为回归模型的结果,模型 1 是包含控制变量的基础模型,由于中国证券市场每年都有所波动,所以在模型 2 加入年份这一控制变量的影响。2 个模型都通过了 F 检验,而比较 $Adj-R^2$,模型 2 在加入了年份的情况下,解释程度也显著提高 ($F=19.906, p<0.01$)。模型 3 检验了假设 1 和假设 2,显示了 2 种政治关联类型对于增长期权价值的关系系数,且模型解释

力更强 ($F=8.114, p<0.01$)。其中,政府经历的回归系数是正向且高度显著,支持了假设 1; 政治身份回归系数是负向且高度显著,与假设 2 相背。具体数据表示,民营企业具备政府经历型的政治关联,可以提高 9.1% 的增长期权价值;相反的,如果民营企业拥有政治身份型政治关联,会降低 5.6% 的增长期权价值。

在控制变量中,行业平均增长期权的正向

影响效果显著,证明不同行业间的企业在增长长期权方面有明显差异,处于朝阳行业的企业,相应的增长长期权也就越高。企业规模对增长长期权也有显著负向影响,说明企业组织越精简,企业未来的成长越被看好。组织冗余对增长长期权有显著负向影响,反映了企业的管理和销售成本过高,企业的增长长期权会被看低。因为一旦企业效率很低,它不见得能够实现当投资机会出现时的价值。以资产负债率衡量的资本结构也对增长长期权有显著负向作用,说明企业举债规模高,增长长期权价值会降低。资产回报率与增长长期权显著负相关,说明如果当期盈利水平很高,投资者倾向于短期收益,增长长期权的价值可能就显得不那么重要了。

表2 回归模型和检验

自变量	模型1	模型2	模型3
常量	-0.110(0.259)	1.416*** (0.325)	1.454*** (0.323)
行业平均增长长期权	0.509*** (0.032)	0.171*** (0.064)	0.165*** (0.064)
公司规模	-0.214*** (0.016)	-0.223*** (0.015)	-0.205*** (0.150)
行业平均公司规模	0.208*** (0.240)	0.084*** (0.028)	0.070** (0.028)
组织冗余	-0.130*** (0.000)	-0.142*** (0.000)	-0.135*** (0.000)
资产回报率	-0.308*** (0.084)	-0.343*** (0.082)	-0.332*** (0.082)
财务杠杆	-0.242*** (0.032)	-0.254*** (0.031)	-0.254*** (0.031)
政府经历			0.091*** (0.015)
政治身份			-0.056** (0.013)
Adj-R ²	0.382	0.421	0.430
模型 F 值	90.372***	70.857***	60.411***
分层 F 值		19.906***	8.114***

注:括号内为 t 统计量

6 结论

通过实证分析发现,在中国情境下,民营企业不同形式的政治关联在企业投资发展中所发挥的作用是不一样的:政府经历型政治关联与假设一致,能够发挥正面作用,证明前述理论背景和假设中的分析与实际情况相符合;政治身份型政治关联对企业的增长长期权价值有负面作用。FENG 等^[18]的调查数据也印证了,从 2004~2006 年,民营企业企业家参政议政的热情出现了下降趋势,说明伴随着民营企业政治身份型政治关联所带来的增长长期权价值的降低,它们争取“红顶”的激励作用也在减弱。

从外部环境分析,民营企业企业家参政议政的热情减弱也可能是由于市场经济制度的逐渐完善,企业经营对于政府依附程度降低,企业家思维也随之转变。虽然过去有研究认为,在中国市场经济制度发展落后的地区,企业依靠以“关系”为特征的 3 种非市场资本弥补了制度缺失,形成关系网络式的成长^[21],但是越来越多的研究表明,中国市场经济相关制度正逐渐成熟,人

际关系的重要性在中国已经明显弱化^[22]。政治关联成了优良绩效的必要而非充分条件,相对而言,企业提高内部运行和外部市场效率的能力却显得越来越重要。政治关联只有在边际收益超过边际成本时才有价值。以往研究企业政治战略的文献多数仅是分析企业为什么与政府建立联系,以及企业能够从政府那里得到什么。事实上,从经济学视角,企业为了建立政治关联也必定放弃某些利益。政府赋予资源的同时一定会对企业施加影响,企业有义务回报政府,接受某种程度的“被领导”,来协助政府达成政治目标。为此,政府和企业之间的关系应被看作是资源的双向交换,企业在“得到”的同时必然也有“付出”^[23]。

政府通常会设定多任务的施政目标,包括争取民意支持和政治合法性、保持社会稳定和国家安全、提高地区经济竞争力等。它们希望民营企业能够帮助达到这些目标。政府通过国有银行在换届之年向特定企业或困难企业增加贷款数量,来获得企业和民众的支持,但是资金宽松和浪费反而阻碍了企业达到最优运营效率。政府为了创造就业和经济增长,迫使企业雇佣更多的员工和提高工资水平,要求企业转移到政治重要程度高的经济落后地区,诱导企业参与投资到政府主导的产业布局。DU 等^[24]的研究显示,虽然具有政治关联的民营企业市场生存几率和雇佣员工增长率上高于非政治关联企业,但是生产力增长却落后于非政治关联企业 4.9%。另外,在缺乏监督的情况下,企业在寻求优惠政策和资源分配的过程中有可能产生权力寻租行为。政治关联还可能直接增加企业运营成本,引起企业治理成本的增加以及企业改进效率的动力丧失。具体地:① 经理人可以吧高成本归因于政府干预和政策负担,而不会认为是自身管理的失职;② 企业经理人一旦预期可以较易和持续地获得政府未来的资金支持,可能会产生“软预算”约束问题,降低生产经营活动的效率优化。

综上所述,从实物期权理论视角研究民营企业政治关联,得到了一些有意思的发现,对民营企业如何组织和进行各项投资活动具有启发意义。中国传统思维认为,在经商中“红顶”能够发挥有效作用,因此倾向于向政府靠拢,产生了许多“红顶”民营企业或经理人。然而,实践证明,民营企业的高级管理人员只有“出生”于政府部门,有着先天的“人脉”优势,才较易得到特殊的优惠政策或优质资源。对于其他民营企

业而言,市场和投资人对它们追求“红顶”并不看好,政治身份不能给企业带来实质上的投资机会和股东利益。对于处于转轨经济初期的民营企业而言,可能这是获取竞争优势的一条重要途径。然而,随着中国改革开放的深入和市场经济制度的逐步完善,企业家思维也发生转变。民营企业经营对政府依附程度逐渐降低,有助于推动体制改革,也说明了中国的市场经济正沿着合理路径走向成熟。

参 考 文 献

- [1] ADNER R, LEVINTHAL D A. What Is Not a Real Option: Considering Boundaries for the Application of Real Options to Business Strategy [J]. *Academy of Management Review*, 2004, 29 (1): 74~85.
- [2] MCGRATH R G, FERRIER W J, MENDELOW A L. Response: Real Options as Engines of Choice and Heterogeneity [J]. *Academy of Management Review*, 2004, 29 (1): 86~101.
- [3] MYERS S C. Determinants of Corporate Borrowing [J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5 (2): 147~175.
- [4] TRIGEORGIS L. Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation [M]. Cambridge: MIT Press, 1996.
- [5] RIVOLI P, SALORIO E. Foreign Direct Investment and Investment under Uncertainty [J]. *Journal of International Business Studies*, 1996, 27(2): 335~357.
- [6] LI J. Real Options Theory and International Strategy: A Critical Review [J]. *Advances in Strategic Management*, 2007, 24: 67~101.
- [7] KIM D J, KOGUT B. Technological Platforms and Diversification [J]. *Organization Science*, 1996, 7 (3): 283~301.
- [8] FACCIO M. Politically Connected Firms [J]. *American Economic Review*, 2006, 96 (1): 369~386.
- [9] KHANNA T, PALEPU K. Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets [J]. *Harvard Business Review*, 1997, 75 (4): 41~51.
- [10] PENG M W. Institutional Transitions and Strategic Choices [J]. *Academy of Management Review*, 2003, 28 (2): 275~296.
- [11] WAN W P, HOSKISSON R E. Home Country Environments, Corporate Diversification Strategies, and Firm Performance [J]. *Academy of Management Journal*, 2003, 46 (1): 27~45.
- [12] FAN J P H, WONG T J, ZHANG T. 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.
- [13] BOUBAKRI N, COSSET J C, SAFFAR W. Political Connections of Newly Privatized Firms [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14 (5): 654~673.
- [14] 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): 1 371~1 411.
- [15] ADHIKARI A, DERASHID C, ZHANG H. Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006, 25 (5): 574~595.
- [16] FACCIO M, MASULIS R W, MCCONNELL J J. Political Connections and Corporate Bailouts [J]. *Journal of Finance*, 2006, 61 (6): 2 597~2 635.
- [17] 李莉, 薛冬辉. 高管政治行为、多元化程度与民营企业绩效[C]//新兴经济体公司财务与资本市场研讨会论文集, 2010.
- [18] FENG T, WANG G. How Private Enterprises Establish Organizational Legitimacy in China's Transitional Economy [J]. *Journal of Management Development*, 2010, 29 (4): 377~393.
- [19] KESTER W C. Today's Options for Tomorrow's Growth [J]. *Harvard Business Review*, 1984, 62 (2): 153~160.
- [20] TONG T W, REUER J J, PENG M W. International Joint Ventures and the Value of Growth Options [J]. *The Academy of Management Journal*, 2008, 51 (5): 1 014~1 029.
- [21] PENG M W, LEE S H, WANG D Y L. What Determines the Scope of the Firm over Time? A Focus on Institutional Relatedness [J]. *Academy of Management Review*, 2005, 30(3): 622~633.
- [22] PENG M W, WANG D Y L, JIANG Y. An Institution-Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Economies [J]. *Journal of International Business Studies*, 2008, 39(5): 920~936.
- [23] LI J, WU J, ZAJAC E J. Gets and Gives: Political Ties as a Double-Edge Resource for Enhancing Firm Innovation[R]. Burnaby: Simon Fraser University, 2011.
- [24] DU J, GIRMA S. Red Capitalists: Political Connections and Firm Performance in China [J]. *Kyklos*, 2010, 63 (4): 530~545.

(编辑 杨妍)

通讯作者: 蓝海林(1958~),男,广东大埔人。华南理工大学(广州市 510640)工商管理学院教授、博士研究生导师。研究方向为企业战略管理。E-mail: bmhllan@scut.edu.cn