

# 政绩、政治关联与企业上市

章 华,崔一然,俞清清

(浙江大学 经济学院,浙江 杭州 310027)

**摘 要:**从企业上市的角度对我国当前政府与企业的边界进行剖析。利用2004—2011年向证监会申请上市的846家企业其所属162个地级市的数据,实证检验了政治因素与企业上市的交互效应。结果显示,企业上市对地方政府政绩具有显著促进作用,政府出台的上市扶持政策对企业成功上市具有积极影响;然而,无论何种形式的政治关联对企业上市都无显著作用。上述结果意味着,在我国非竞争性金融体系下,企业上市行为介于非市场化与市场化之间。因此,进一步厘清政府与企业边界是转变政府职能与金融改革的内容之一。

**关键词:**企业上市;政企关系;政府政绩;政策扶持;政治关联

**DOI:**10.6049/kjbydc.2013050982

**中图分类号:**F271.2

**文献标识码:**A

**文章编号:**1001-7348(2013)20-0076-04

## 0 引言

如何界定政府与企业或市场的边界,一直是理论界探讨的热点问题。奥地利学派哈耶克<sup>[1]</sup>强调政府应该尽量少干预市场或企业,我国许多学者<sup>[2]</sup>也认为政府的角色是提供市场不能提供的公共服务。但在我国非竞争性金融体系下,政府在企业获得稀缺金融资源的过程中仍然扮演着特殊角色。各级政府都在积极出台政策激励、引导、帮助当地企业上市,甚至将上市公司数量作为地方政府政绩考评的指标之一。另外,我国众多企业的董事、高管都具有某种层次的政治关联,这种关联在企业发展的众多方面都被证实起到了重要作用。

已有研究<sup>[3-6]</sup>指出,政府对企业的扶持一定程度上以官员自身的晋升为动机。至于企业政治关联,大多数研究针对其对企业的影响,很少有涉及企业IPO核准的实证研究。Prendergast & Topel<sup>[7]</sup>曾指出,基于审核制的发行程序使得监管部门掌握了一定的自由裁量权。这为政治关联效用的发挥提供了重要基础。Ramalho<sup>[8]</sup>对巴西企业的研究显示,与总统的交际关系在企业获得债券发行许可上发挥了积极作用。Fei Du<sup>[9]</sup>也指出,政治关联与企业债券发行量和发行信用等级呈正相关。

基于我国的实际情况和已有研究,本文将企业上市过程中的政企关系分为两类:第一类是政府出台上

市扶持政策帮扶企业;第二类是企业董事、高管的政治关联。本文要解决的核心问题是如何理解我国非完全竞争金融结构下政府与企业上市的关系,包括政府推动企业上市的目的,其目的在企业成功上市后是否实现;政府针对企业上市的相关措施以及企业董事、高管的政治关联对企业上市是否产生了作用。对上述问题的认识将有助于进一步厘清政企边界、提高政府和企业运作效率。

本文创新之处在于,充分考虑了我国上市核准制下政府因素在企业上市过程中可能发挥的作用,这尚属当前研究领域的空白。同时分析了政府推动企业上市的动因及效果,从而完整地解释了地方政府与企业之间多重政企关系的双向影响。

## 1 研究设计

### 1.1 样本选择

本文选取2004—2011年中国证监会网站发布的上市申请批复,剔除数据缺损的样本后,样本共覆盖41个地级市、846家企业,其中予以核准上市企业有704家,不予核准上市企业有142家。地区数据来自各省市统计局公布的统计年鉴或统计公报,已上市企业的财务数据及相关人员简历资料来自大智慧证券软件,未核准上市企业的相关资料数据来自其申请上市时公布的招股说明书。本文数据均用STATA11.0软件进行

收稿日期:2013-08-09

作者简介:章华(1975—),男,浙江杭州人,博士,浙江大学经济学院金融系副教授、金融系副主任,研究方向为区域金融、公司金融。

处理。为排除异常值对回归结果的干扰,本文对数据进行了缩尾处理。

## 1.2 模型与变量

### 1.2.1 企业上市与政府绩效

为研究企业上市与政府绩效之间的关系,本文构建了如下回归模型:

$$\ln \text{GDP}_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \text{NPC}_{i,t} + \delta_2 \text{IFAR}_{i,t} + \delta_3 \text{RSCGR}_{i,t} + \delta_4 \ln \text{YTE}_{i,t} + \delta_5 \text{PTIP}_{i,t} + \delta_6 \ln \text{DIUR}_{i,t} + \delta_7 \text{FTD}_{i,t} + \delta_8 \ln \text{GDPPC}_{i,t-1} + \delta_9 \text{YEAR}_t \quad (1)$$

除获核准上市的企业数量指标 NPC 外,本文参照经典的索洛模型以及近年来经济增长领域的相关研究成果,选取代表投资水平、消费水平、就业水平、产业结构、人民生活水平、对外依存度等方面的经济变量作为控制变量。为消除通货膨胀等因素的影响,本文在变量设置上多采用相对指标,并引入虚拟变量,指标设置见表 1。

### 1.2.2 政企关系与企业上市

本文采用 Probit 模型对政策扶持、后备企业和政治关联对企业上市的影响进行研究。构建模型如下:

$$F^{-1}(\text{PUBLIC}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PC} + \alpha_2 \text{POLICY} + \alpha_3 \text{RESERVE} + \alpha_4 \text{LNGDP} + \alpha_5 \ln \text{INDUSTRY} + \alpha_6 \ln \text{NASSET} + \alpha_7 \text{AGE} + \alpha_8 \text{LEV} + \alpha_9 \text{ROA} + \alpha_{10} \text{SPONSOR} + \alpha_{11} \text{YEAR} \quad (2)$$

$$F^{-1}(\text{PUBLIC}) = \beta_0 + \beta_1 \text{GPC} + \beta_2 \text{CPC} + \beta_3 \text{POLICY} + \beta_4 \text{RESERVE} + \beta_5 \text{LNGDP} + \beta_6 \ln \text{INDUSTRY} + \beta_7 \ln \text{NASSET} + \beta_8 \text{AGE} + \beta_9 \text{LEV} + \beta_{10} \text{ROA} + \beta_{11} \text{SPONSOR} + \beta_{12} \text{YEAR} \quad (3)$$

式(2)是基本模型,考察企业在申请上市时是否具有政治关联、其注册地是否有相关扶持企业上市的政策及是否被列为上市后备企业。式(3)在式(2)的基础上对政治关联进行了细化,用于区分政府官员类和代表委员类。

表 1 变量名称与定义

变量	变量定义
人均 GDP(lnGDP)	年人均地区生产总值(GDP per capita),取自然对数
核准上市企业数量(NPC)	当年核准上市企业数量(Number of Premised Corporations)
固定资产投资比率(IFAR)	固定资产投资率=全社会固定资产投资总额(Investment in Fixed Assets)/地区生产总值
消费品零售总额比率(RSCGR)	消费品零售总额比率=社会消费品零售总额(Retail Sales of Consumer Goods)/地区生产总值
就业规模(lnYTE)	全市年末从业人员总数(Year-end Total Employed),取自然对数
第三产业比重(PTIP)	第三产业比重(Percentage of Tertiary Industry Product)=第三产业增加值/地区生产总值
人均可支配收入(lnDIUR)	城镇居民人均可支配收入(Per Capita Disposable Income of Urban Residents),取自然对数
对外依存度(FTD)	对外依存度(Foreign Trade Dependence)=年进出口总额/地区生产总值
核准上市虚拟变量(PUBLIC)	如果当年企业被核准上市,赋值 1,否则为 0
政治关联虚拟变量(PC)	若企业董事会成员(除独立董事以外)或高管曾经或现任党委(含纪委)、政府、人大、政协、法院、检察院、人民银行等机构职务,或曾经或现任党代表、人大代表和政协委员等,则赋值 1;否则为 0
董事会政治关联虚拟变量(BPC)	企业董事会成员(除独立董事以外)是否具有如上定义的政治关联
高管政治关联虚拟变量(SPC)	企业高管是否具有如上定义的政治关联
政府官员类政治关联虚拟变量(GPC)	企业董事会成员(除独立董事以外)或高管是否曾经或现任党委(含纪委)、政府、人大、政协、法院、检察院、人民银行等机构职务
代表委员类政治关联虚拟变量(CPC)	企业董事会成员(除独立董事以外)或高管是否曾经或现任党代表、人大代表或政协委员(不包括人大或政协常设机构成员)等
董事会政府官员类政治关联虚拟变量(BGPC)	企业董事会成员(除独立董事以外)是否具有如上定义的政府官员类政治关联
董事会代表委员类政治关联虚拟变量(BCPC)	企业董事会成员(除独立董事以外)是否具有如上定义的代表委员类政治关联
高管政府官员类政治关联虚拟变量(SGPC)	企业高管是否具有如上定义的政府官员类政治关联
高管代表委员类政治关联虚拟变量(SCPC)	企业高管是否具有如上定义的代表委员类政治关联
政策扶持(POLICY)	企业注册地在企业申请上市之前是否有相关扶持企业上市的政策
列入后备企业(RESERVE)	企业在上市前是否被注册地列为上市后备企业
行业虚拟变量(INDUSTRY)	行业虚拟变量,根据中国证监会颁布的《中国上市行业分类指引》进行分类
企业规模(LNASSET)	企业申请上市前一年年末总资产的对数
企业年龄(AGE)	申请上市年份与注册年份之差
资产负债率(LEV)	企业申请上市前一年年末负债总额/期初与期末资产总额的平均值
总资产报酬率(ROA)	企业绩效指标,ROA=企业申请上市前一年净利润/企业申请上市前一年期初和期末平均总资产
保荐机构规模(SPONSOR)	根据证监会 2010 年公布的各保荐机构保荐人的数量排名,用于衡量保荐机构的规模
年度虚拟变量(YEAR)	年度虚拟变量,表示企业申请上市年份 2004—2011 年

## 2 结果及分析

### 2.1 描述性统计

#### 2.1.1 企业上市对政府绩效的影响

本部分共涉及 41 个地级市、131 个样本,其中年核准上市企业数均值为 3,中位数为 2,最大值达到 17(北京 2010 年);城市人均 GDP 基本与核准上市企业数呈现正向关系。限于篇幅,其余统计指标在此不赘述。本文检验了主要解释变量间的相关系数矩阵以及方差膨胀因子(表格略)。大部分解释变量之间相关系数均小于 0.4,且方差膨胀因子(VIF)的结果均明显小于 10,因此模型中解释变量不存在严重的多重共线性问题。

#### 2.1.2 政企关系与企业上市

在研究样本中,有 306 家企业在其申请上市前没有享受到注册地政府出台的扶持政策,655 家企业没有被其注册地政府列为上市后备企业。在这 655 家企业中,在其申请当年成功上市的有 544 家。另外,不存在本文定义的任一形式政治关联的企业有 385 家,占样本总数的 45.5%。在有政治关联的 461 家企业中,具有政府官员类政治关联的企业 309 家,具有代表委员类政治关联的企业 274 家,两者兼具的企业 122 家。本文检验了模型主要解释变量之间的相关系数矩阵(表格略)。资产对数和杠杆率都需要用到企业总资产数据,其相关系数略大于 0.4。其余变量两两之间的相关系数均在 0.4 以下。因此可以认为不存在严重的多重共线性问题。

### 2.2 实证结果

#### 2.2.1 企业上市对政府绩效的影响

由于样本为动态面板数据,故选用广义矩估计(GMM)方法。该方法可以消除解释变量的内生性问题。表 2 列示了式(1)回归结果。

表 2 企业上市与政府绩效模型的回归结果

变量	系数	变量	系数
NPC <sub>t</sub>	0.008 2 (0.018)**	PTIP <sub>t</sub>	-0.355 9 (0.015)**
IFAR <sub>t</sub>	0.193 1 (0.031)**	lnDIUR <sub>t</sub>	0.126 1 (0.255)
RSCGR <sub>t</sub>	0.480 4 (0.051)*	FTD <sub>t</sub>	-0.011 3 (0.444)
lnYTE <sub>t</sub>	-0.042 2 (0.013)**	lnGDPPC <sub>t-1</sub>	1.057 8 (0.000)***
截距项	-1.703 9 (0.128)	YEAR	控制
AR(1)test			(0.062)
AR(2)test			(0.918)
Hansen test of over-identification			(1.000)
Diff-in Hansen test of exogeneity			(1.000)
样本数		131	
地区数		41	

注:括号内为 P 值。\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著性水平下显著(双边检验)

回归结果显示,在其它条件一定的情况下,核准上市的企业数量(NPC)对当地当年人均 GDP 在 5% 的显

著性水平下显著,全市每增加一家上市企业,人均地区生产总值平均增长约 0.82%,即企业上市能有效促进地方政府绩效。

#### 2.2.2 政企关系与企业上市

Probit 回归结果见表 3。式(2)仅以 PC 衡量了该企业是否具有政治关联。式(3)根据政治关联是政府官员类还是代表委员类(GPC 和 CPC)对政治关联进行了区分。

式(2)表明:在控制相关变量的情况下,政策扶持(POLICY)的系数为 0.438,在 5% 的显著性水平下与企业上市(PUBLIC)正相关。被列为后备企业(RESERVE)的系数为正,在 1% 的显著性水平下显著。政治关联(PC)的系数为 0.188,说明政治关联对企业上市有一定的积极影响,但该指标在 10% 的水平下并不显著。

式(3)回归结果表明:政府官员类的政治关联对企业成功上市有正面影响,而代表委员类的政治关联却对企业成功上市有负面影响,但这两种政治关联的影响都不显著。其它结果与式(2)得出的结果类似,系数的符号均相同,显著性相近。

控制变量方面,企业上市概率随着企业规模的扩大、资产收益率的提高以及企业续存时间的延长而显著增加。而保荐机构规模、企业资产负债率、注册地发展程度、企业所处行业与企业上市之间关系并不显著。

表 3 政策扶持、后备企业及政治关联与企业上市的 Probit 回归结果

变量	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
	(PC)	(GPC,CPC)	(BPC,SPC)	(BGPC,BCPC,SGPC,SCPC)
	系数	系数	系数	系数
截距	-11.764*** (0.000)	-11.693*** (0.000)	-11.812*** (0.000)	-11.715*** (0.000)
PC	0.188# (0.133)			
GPC		0.127 (0.334)		
CPC		-0.057 (0.658)		
BPC			0.038 (0.782)	
SPC			0.120 (0.455)	
BGPC				0.012 (0.936)
BCPC				-0.078 (0.604)
SGPC				0.052 (0.789)
SCPC				-0.034 (0.861)
POLICY	0.438** (0.025)	0.367* (0.061)	0.384* (0.051)	0.327* (0.097)
RESERVE	0.516*** (0.001)	0.502*** (0.002)	0.504*** (0.002)	0.498*** (0.002)
LNGDP	-0.023 (0.807)	-0.024 (0.801)	-0.018 (0.852)	-0.026 (0.782)

续表 3 政策扶持、后备企业及政治关联与企业上市的 Probit 回归结果

变量	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
	(PC)	(GPC,CPC)	(BPC,SPC)	(BGPC,BCPC,SGPC,SCPC)
	系数	系数	系数	系数
LNASSET	0.491 *** (0.000)	0.491 *** (0.000)	0.494 *** (0.000)	0.498 *** (0.000)
AGE	0.036 *** (0.007)	0.036 *** (0.006)	0.037 *** (0.006)	0.037 *** (0.006)
LEV	-0.576 (0.146)	-0.550 (0.165)	-0.551 (0.165)	-0.556 (0.162)
ROA	2.233 ** (0.014)	2.183 ** (0.017)	2.219 ** (0.015)	2.168 ** (0.018)
SPONSOR	-0.003 (0.323)	-0.003 (0.342)	-0.003 (0.327)	-0.003 (0.371)
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
YEAR	控制	控制	控制	控制
Log likelihood	-302.2577	-302.8673	-302.9007	-303.1162
Pseudo R <sup>2</sup>	0.2054	0.2038	0.2037	0.2031

注:括号内为 p 值。\*、\*\*和\*\*\*分别代表 10%、5%和 1%的显著性水平(双尾)。#代表弱显著或边际显著(10%<P<15%)

### 2.3 稳健性检验

考虑到模型中存在的内生性问题,本文构建以下模型,对政策扶持、后备企业、政治关联和企业上市部研究结论进行稳健性检验(指标描述见表 1;回归结果见表 3)。

$$F^{-1}(\text{PUBLIC}) = \gamma_0 + \gamma_1 \text{BPC} + \gamma_2 \text{SPC} + \gamma_3 \text{POLICY} + \gamma_4 \text{RESERVE} + \gamma_5 \text{LNGDP} + \gamma_6 \ln \text{INDUSTRY} + \gamma_7 \text{LNASSET} + \gamma_8 \text{AGE} + \gamma_9 \text{LEV} + \gamma_{10} \text{ROA} + \gamma_{11} \text{SPONSOR} + \gamma_{12} \text{YEAR} \quad (4)$$

$$F^{-1}(\text{PUBLIC}) = \theta_0 + \theta_1 \text{BGPC} + \theta_2 \text{BCPC} + \theta_3 \text{SGPC} + \theta_4 \text{SCPC} + \theta_5 \text{POLICY} + \theta_6 \text{RESERVE} + \theta_7 \text{LNGDP} + \theta_8 \ln \text{INDUSTRY} + \theta_9 \text{LNASSET} + \theta_{10} \text{AGE} + \theta_{11} \text{LEV} + \theta_{12} \text{ROA} + \theta_{13} \text{SPONSOR} + \theta_{14} \text{YEAR} \quad (5)$$

式(4)区分了政治关联是来自董事会成员(除独立董事外)还是高管。结果表明,这两种来源的政治关联对企业上市都有正面影响,但均不显著,说明政治关联对企业上市影响不显著,与上文研究结果基本一致。其它结果与模型 2 得出的结果类似。

式(5)进一步依据身份和关联类型将政治关联细分为 4 类。从系数符号来看,董事会成员(除独立董事外)和高管具有的政府官员类政治关联均对企业上市有积极作用。而董事会成员(除独立董事以外)和高管具有的代表委员类政治关联对企业上市有负面影响。但 4 种关联类型均不显著。相关结果与式(3)的结论一致。

综上所述,式(4)和式(5)的回归结果与式(2)和式(3)的回归结果基本一致,说明本文得到的结论具有稳健性。

## 3 结论与研究意义

本文以 2004—2011 年中国证监会批复的申请上市企业及其所属地级市为研究样本,实证研究了企业上市对地方政府绩效的影响,以及地方政府政策和政治关联对企业上市的影响。实证结果表明,上市企业的

增加有助于提升地方政府绩效。各地出台的各项扶持政策,尤其是将某些企业列为上市后备企业进行重点培养,显著提高了企业成功上市的概率。然而无论何种形式的政治关联,都对企业成功上市无显著影响。

本文的主要贡献在于:①通过构建企业与政府间的关联模型,实证解释了政府与企业上市间的双向因果关系。核准上市企业数量增加能有效提升地方政府绩效,因此政府出于政绩考虑积极推动当地企业上市,其相关政策、措施提高了企业上市的核准率,核准上市企业数再反过来提高了政绩,如此构成了良性循环;②拓展了当前学者对于政治关联效应的研究。本文认为,在存在政府管制的金融体系下,上市作为一种融资渠道已成为稀缺资源,客观上为政治关联提供了基础。然而,政治关联强调的是人的因素,实现路径较为间接,且不能忽略寻租成本,导致其对企业上市的影响并不明显。作为一种非正式机制,政治关联并不能掩盖企业的客观不足,更不能扭转审核意见。

本文研究结论对于实践的指导意义在于:①虽然实证结果肯定了政府扶持企业上市的相关政策和措施在我国当前制度及市场环境下的积极意义,表明政府对于金融市场的适当干预是一种双赢之举,但经济学原理显示市场才具有最高的资源配置效率。随着我国经济转型与金融改革的推进,政府的角色转换是必然要求。在非竞争性金融体系下,若需要进一步厘清政府与企业边界,仍需要进一步推动金融改革,提高金融业的开放度和自由度,进一步拓展企业融资渠道;②本文指出了我国现阶段,在控制其它变量下,政治关联对企业上市并没有显著的影响。这意味着政治关联对企业上市具有一定负面效应,企业若出于上市的目的,应当避免政治关联带来的不利影响。另外,以人均 GDP 作为政绩指标也存在一定缺陷。地方政府的绩效考核应当避免片面追求 GDP 指标,在全面、综合性考核体系下的政企关系必将得到重塑。

当然,本研究尚存不足之处,期待进一步的改进和深入的研究。

### 参考文献:

- [1] HAYEK FA. Freedom, reason, tradition[J]. Ethics, 1958, 68(4): 229-245.
- [2] 张维迎. 市场的逻辑与中国的变革[J]. 探索与争鸣, 2011(2): 8-11.
- [3] MASKIN E, Y QIAN, C XU. Incentives, scale economies, and organization forms [J]. Review of Economic Studies, 2000(67): 359-378.
- [7] PRENDERGAST C, TOPEL R H. Favoritism in organizations[R]. National Bureau of Economic Research, 1993.
- [8] RAMALHO R. The persistence of corruption: evidence from the 1992 presidential impeachment in Brazil [EB/OL]. [http://www. enterprisesurveys. org/documents/collorpaper\\_jan\\_16. pdf](http://www.enterprisesurveys.org/documents/collorpaper_jan_16.pdf), 2007.
- [9] DU F. Political connections and access to bond capital: reputation or collusion[R]. Chinese University of Hong Kong, Working Paper, 2010. (责任编辑:陈福时)