

# 政治关联是否促进了企业绩效\*

## ——基于金融生态环境的视角

汲昌霖<sup>①</sup>

【摘要】 本文基于 2010-2013 年 35 个大中城市上市公司的 3976 个样本，实证检验了政治关联、金融生态环境与企业绩效之间的关系。研究发现：政治关联的建立和金融生态环境的改善均有助于企业绩效的提高，后者对前者存在一个“声誉替代效应”，减弱了政治关联对企业绩效的提升作用；门槛回归结果显示，当金融生态环境指数达到某一临界值时，企业建立政治关联会得不偿失，这将有益于企业将发展的核心回归到本身的竞争力提高上。本研究对于我国现阶段加快金融体制改革及大力发展民营经济的双重目标具有一定的政策借鉴意义。同时，对各地方进一步加强金融生态环境建设、治理公权腐败以及政府与企业的合作治理提供了初步的微观理论支持和新的思路。

【关键词】 政治关联 企业绩效 金融生态环境 声誉替代效应

### Was Political Association Support Promotion to Enterprise Performance?

Ji Chang-lin

**Abstract:** The paper was based on 3976 samples of listed companies in 35 large cities from 2010 to 2013, examined the relationship between the political association and the corporate performance when the financial ecological environment index was on different level. The study found that: The establishment of political relation and the improvement of financial ecological environment were benefit to the corporate performance, there was a “reputation substitution effect” between the two above-mentioned, it weakened the function of political correlation; Threshold regression results showed that if the financial ecological environment index reached a critical value, the enterprise who try establishing a link with political will do more harm than good, and it will do more promotion for enterprise develop core competitiveness. The results of this paper will accelerate the reformation of the financial system and vigorously developing the private economy. At the same time, it will provides a preliminary microscopic theoretical support and new ideas on the construction of financial ecological environment, the governance on public power corruption and the government-enterprise cooperation governance.

**Keywords:** Political Association    Enterprise Performance    Financial Ecological Environment  
Reputation Substitution Effect

## 一、引言

经济转型近 40 年来，民营经济对于我国经济持续快速增长的支撑作用有目共睹。无论是 GDP 的占比贡献、就业岗位的创造还是税收的缴纳均远超过国有经济。尽管成就如此巨大，但是民营企业的成长依然面临诸多瓶颈和制约。种种现状表明，由于支持市场发展的基础性制度欠缺，政府对经济的干预通常广泛而强硬，这使得很多企业需要借助某些替代性机制来克服制度缺陷对其发展的阻碍。市场体制的不完善也意味着金融体制会以国有银行为主

---

\*基金项目：感谢国家社科基金重点项目（12AJL010），山东省社会科学规划重大委托项目(14AWTJ01-7)对本文的资助；本文同时受“泰山学者建设工程”专项经费资助。

<sup>①</sup>【作者简介】 汲昌霖(1983—)，男，山东大学经济研究院博士研究生，研究方向：金融制度，中国资本市场。

导，稀缺资源由政府掌握和支配，造成了私有产权难以得到有效的保护，增强了企业向政府靠拢的意愿，即产生了政治关联。一个微观的解释机制是企业建立政治关联可以为其带来声誉效应，这里的声誉作为一种“认知”，是指交易者在多次重复博弈后通过彼此间的稳定信息获得的一种信任关系，这种基于信任的“声誉”可以降低交易成本，帮助企业获得长期超额收益(Fombrun and Shanley,1990; Bromley,1993)。当然，政治关联所具有的消极影响同样值得关注，企业长期存在的政治关联会影响其核心竞争力的建设和公司治理结构的完善，在宏观层面，会造成整个社会的租金耗散而不利于国民经济的长远发展。

政府对企业的影晌方式通常分为两种：一是对企业进行直接地干预；二是通过制定公共政策影响企业所处的外部环境进而影响企业。从企业的角度看，基于利益最大化的目的，企业会以满足政府政治需要或将经济资源转为政治资源等方式，主动寻求改善外部环境的可能性；对政府而言，基于届别效应及晋升激励，也有意愿去配合地方企业的发展，以实现地区GDP 的快速增长。本研究力求从上述两个角度寻找实证证据，集中考察基于政府角度的改善金融生态环境和基于企业角度的建立政治关联各自对于企业绩效提升的作用，并进一步讨论哪个角度更有利于促进企业的可持续发展?哪个角度更有利于建立长效机制?

我国的经济发展整体呈现不平衡性，包括区域的经济发展水平、金融发展水平乃至制度环境均存在一定程度的差异。这样的现状为检验金融生态环境、政治关联与企业绩效之间的关系提供了先天的条件，也有利于我们将金融生态环境的研究层次从宏观转入微观，以另一个视角更为深入地探讨其对企业成长的影响。本文以下部分基于 35 个大中城市上市公司的数据对上述问题进行实证检验、分析并给出政策建议，具体安排如下：第二部分为理论的梳理及研究假设的介绍，第三部分为研究设计，包括变量计算和模型构建，第四部分是实证结果及分析，第五部分是门槛面板回归，最后是结论与政策建议。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 金融生态环境与企业绩效

通常而言，较好的制度环境和适度的政府干预会为企业提供更优越的发展环境，也会给予投资者更有利的保护。既有文献表明，在金融发展落后的地区，企业的发展通常会面临诸多的体制性障碍和资源限制。金融发展环境的向好有利于企业降低债务融资成本(孙刚和毛向干，2010)、缓解融资约束(朱凯和陈信元，2009)并促进知识创新(钟娟等，2012)，对所在地企业的发展产生全面的正向作用。过往在考察经济个体所处的金融环境时，多数基于单一维度的金融发展层面，进入 21 世纪后，随着白钦先(2001)、周小川(2004)、徐诺金(2005)等学者对金融生态环境概念的提出、发展和完善，金融生态环境的维度在不断增加的同时，其核心要素也在学界逐步取得一致。除了金融发展水平以外，政府的主导程度、经济的运行现状、信用制度的建设水平等要素也逐步被纳入到金融生态环境水平的测度中。理论上，经济基础好、金融发展水平高的地区中，企业可以充分利用外部的经济和金融资源，提升企业的综合竞争力；政府干预适当、信用制度建设良好的金融环境中，企业可以避免外力干扰，自主经营，减少在发展经营中的摩擦和消耗。结合上述我们提出如下研究假设：

H1:金融生态环境水平的提升对企业发展具有正向作用，良好的金融生态环境可以提升企业绩效。

### (二) 政治关联与企业绩效

现有研究表明,企业涉足政治被认为是可以显著提升企业的综合竞争力和绩效。政治关联作为正式制度的补充,对于企业的税负(吴文锋等,2009)、银行贷款(郝项超等,2011)、市场占有率(Faccio,2006)以及财政补贴(张洪刚和赵全厚,2014)均能产生正面影响。Niessen和 Ruenzi(2010)以德国企业为样本的实证研究发现,具有政治关联的企业无论是以市场为基础的绩效指标还是以会计为基础的绩效指标都显著地高于缺乏政治关联的企业。在这里,政治关联作为一种“信号显示”传达了企业对外的声誉、发展潜力及价值,其微观机制的解释主要包括政治关联所带来的直接的政治租金以及其本身所具有的信息效应和资源效应。具体来说,政治关联是关于企业未来业绩的有效信号,能降低企业之间的信息不对称,减少逆向选择;同时,还可以强化企业的资源获取能力,例如,在核心要素供给、税收缴纳以及市场准入等方面所获得的优惠待遇(于蔚等,2012)。考虑到政府官员的晋升激励和届别周期,地方企业通常可以用较低的成本获得政府支持并通过建立政治关联来降低制度环境带来的违约风险,同时获取制度资源等利益。基于此我们提出:

H2: 在其它条件一定的前提下,企业建立政治关联有助于绩效的提升。

### (三)政治关联、金融生态环境与企业绩效

一般情况下,积极构建政治关联的企业往往能够得到政府良好的对待和有效的保护,从而获得市场中的竞争优势。但部分学者持有相反观点,他们认为企业的政治行为终归是一种非生产性行为。如果考虑企业将大量精力投入到政治领域的目的在于获得制度红利,就应同时考虑到制度环境对于二者关系的反作用,包括政治关联企业在寻租活动时的成本付出会削弱政治关联所带来的优势(Faccio,2002),非效率投资行为对于政治关联企业 Tobin's Q 的降低效应(Claessens et al.,2006),以及可预期租金耗散所带来的负面评价。因此,政治关联对企业绩效的影响受到经济环境、法律环境以及政治环境等多方面的影响,二者关系的复杂程度远超过以往研究的预期。本文在此引入包含了上述众多影响因素的金融生态环境作为背景,重新讨论二者的关系。理论上,金融生态环境好的地区通常政府干预程度较低,市场竞争充分,信息不对称性低,对于投资者的保护机制更为健全。也就是说,好的金融生态现状本身便意味着良好的资源环境和信息传播环境,一定程度上替代了政治关联所具有的传递企业质量信号的作用,我们在这里称之为“声誉替代效应”。因此,金融生态环境综合指数高的地区会削弱政治关联对企业绩效的提升效果。反之,在金融生态环境综合指数较低的地区,政府干预程度则相对较高,政治关联对企业绩效会起到更为显著的促进作用,综上所述我们提出:

H3:不同金融生态环境条件下,政治关联对企业绩效的影响程度是不同的,在环境差的地区,政治关联对企业绩效的提升效果更明显,而在环境好的地区,政治关联的这种提升作用会下降。

下文针对上述问题进行实证检验,即分析纳入金融生态环境为背景的政治关联如何影响企业绩效。本文可能的贡献在于:1.尝试从制度环境层面研究政治关联与企业发展的关系,以丰富政治关联情境研究的结论;2.试图寻找政治关联可能存在的效率临界点,认为企业在跨越该临界点后的环境中不会主动建立政治关联。上述结论可在一定程度上为政府部门进一步优化金融生态环境提供实证依据,同时,为民营经济发展及公权腐败的治理工作提供政策建议。

### 三、研究设计

#### （一）模型构建与数据来源

##### 1.实证模型构建

由于豪斯曼检验拒绝了原假设，本文采用固定效应模型来对上述一系列研究假设进行检验：

$$R\&Q = f(FEI, FEI * PC, X') \tag{1}$$

$$R\&Q = f(FEI, PC, X') \tag{2} \tag{3}$$

$$ROA = f(FEI, FEI * PC, X') \tag{4}$$

$$ROA = f(FEI, PC, X') \tag{5} \tag{6}$$

上述模型中，解释变量包括权属性质（PC）、交互项（FEI\*PC）、金融生态环境指数（FEI）及各类控制变量，X'是各类控制变量，变量的定义及内涵说明见下表 1。在模型设定上，模型（1）、(4)主要考察 H1、H3，即政治关联对于企业绩效的影响，模型中引入了交互项，意在检验金融生态环境对于不同权属性质的企业在绩效提升方面是否存在差异；模型(2)、(3)、(5)、(6)考察了在金融生态环境发生变化的情况下，政治关联与企业绩效的关系。

表 1 变量定义及内涵说明

变量名称	变量符号	内涵说明
政治关联	PC	定义为存在政治关联的企业，取值为 1，否则为 0
金融生态指数	FEI	主成分分析法求得；金融生态环境指数高意味着所在地有着较好的制度环境，有利于企业发展，系数预期为正
公司规模	Size	总资产取对数；较大规模的公司更容易取得资源优势，包括跨越经营门槛及降低综合经营成本，系数预期为正
大股东持股比例	LS	控股股东持股数占总股数的比例；大股东持股比例越高，意味着公司高管信心充足，无论对企业内外都是一种积极信号，系数预期为正
公司成长性	Growth	（当年营业收入-上年营业收入）/上年营业收入；成长性强的公司资源配置通常都比较合理，净资产获得能力也相对较高，有助于企业绩效的提升，系数预期为正
债务结构	Debt	长期负债除以总资产；较高的债务比例意味着公司的整体运营欠缺稳定性，系数预期为负
流动性	Turnover	流动资产除以流动负债；流动性是指企业资产在价值不损失情况下的变现能力和偿债能力，系数预期为正

##### 2.样本选择与数据来源

基于数据的可得性和对样本区域跨度的需求，本文以 35 个大中城市 2010-2013 年上市公司的数据为样本对上述问题进行实证检验，同时对研究样本进行如下筛选程序：（1）剔除样本中的金融类、保险类企业，由于该类企业无论从发展资源的获取还是所面对的政策环境均与其它企业存在较大差别；（2）剔除注册地址与办公地址不一致的企业，该类企业的绩效很可能受到两地金融生态环境的共同作用，难以获得准确的测度数据；（3）剔除上市时间不

足一年及被 ST 的公司，这两类公司由于相对具有特殊性，为避免其对最终结果的干扰，予以排除；（4）剔除部分度量指标无法计算或相关财务数据缺失的企业。最后，本文获得了 1228 家上市公司 4 年共 3976 个研究样本的非平衡面板，数据来源于 Wind 资讯金融终端系统、CSMAR 数据库、东方财富网以及中国财经首页。

表 2 变量的描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
FEI	7.663	2.034	1	13.389
PC	0.497	0.506	0	1
Size	19.048	3.992	13.527	24.809
Growth	0.191	1.761	-0.945	3.781
LS	0.498	0.316	0.143	0.905
Debt	0.619	0.348	0.257	0.971
Turnover	5.932	3.862	0.479	13.492

（二）变量定义与计算

1.金融生态环境指数

金融生态环境指数作为一个区域金融制度发展情况的表征变量，其评价体系通常具有较为复杂的结构，要进行有效的评价需要建立多指标、多层次的评价系统。鉴于几何移动平均法和层次分析法都具有一定的主观性，可能造成结果的较大偏误，本文通过设立三级指标来构建一个多层级的评价体系，采用 20 个指标要素（见表 3）的主成分分析来获得 35 个大中城市的金融生态环境评价指数，本部分数据来源于各省统计信息网、统计年鉴及城市统计年鉴。

表 3 金融生态环境指标体系

一级	二级	内涵与说明	指标
政府主导程度	政府资源	（预算内外财政收入+转移支付）/GDP	X1
		预算内外财政支出/GDP	X2
	政府干预	财政缺口（预算内支出/预算内收入）	X3
		预算外财政收入/预算内财政收入	X4
	政府效率	行政事业费总额/GDP	X5
		政府消费占最终消费的比重	X6
经济运行现状	经济总量	人均 GDP	X7
	收入分配	城镇居民可支配收入增速/GDP 增速	X8
		城镇可支配收入/农民纯收入	X9
	非公发展	非国有工业总产值占全部工业总产值的比重	X10
		非国有固定资产投资额占全社会投资额的比重	X11
		外商投资企业出口总值/海关出口总值	X12
地区金融发展	金融深化	非国有部门获得的贷款/GDP	X13
	金融发育	消费信贷/人口	X14
	外资引进	外商直接投资/GDP	X15

	金融业占比	金融行业工资/就业人员工资总额	X16
信用制度建设	市场中介体系	金融机构存贷和/GDP	X17
	社会保障体系	养老保险制度建立（参加养老保险/人口）	X18
		失业保险制度建立（参加失业保险/人口）	X19
		医疗保险制度建立（参加医疗保险/人口）	X20

对相关数据进行 KMO 检验，4 年数据的 KMO 值均大于 0.8，达到可用标准，其主因子累积贡献率也均超过 85%，基于特征值大于 1 的一般原则，选取符合条件的主因子来代替全部 20 个因子获得各城市各年度的综合得分。最后，对于各年城市得分以 2010 年为基准年进行标准化处理，并按照各年城市排名列示如下（表 4）：

表 4 2010-2013 年 35 个大中城市金融生态环境得分排名

排位	2013	2012	2011	2010	排位	2013	2012	2011	2010
1	上海	上海	上海	上海	19	沈阳	哈尔滨	西安	哈尔滨
2	深圳	深圳	深圳	深圳	20	长春	长春	哈尔滨	西安
3	北京	北京	宁波	宁波	21	西安	重庆	长春	长春
4	宁波	宁波	北京	广州	22	南昌	西安	重庆	昆明
5	广州	广州	广州	杭州	23	昆明	南昌	昆明	重庆
6	天津	天津	杭州	北京	24	重庆	昆明	南昌	南昌
7	厦门	厦门	天津	天津	25	郑州	郑州	郑州	石家庄
8	杭州	杭州	厦门	厦门	26	呼和浩特	呼和浩特	呼和浩特	郑州
9	成都	成都	青岛	大连	27	海口	石家庄	海口	呼和浩特
10	南京	青岛	大连	青岛	28	石家庄	海口	太原	海口
11	青岛	南京	南京	成都	29	太原	太原	石家庄	南宁
12	济南	大连	成都	济南	30	兰州	兰州	南宁	太原
13	大连	济南	济南	福州	31	南宁	南宁	兰州	兰州
14	长沙	福州	福州	南京	32	银川	乌鲁木齐	乌鲁木齐	乌鲁木齐
15	福州	长沙	合肥	长沙	33	乌鲁木齐	银川	银川	贵阳
16	武汉	武汉	长沙	合肥	34	贵阳	贵阳	贵阳	银川
17	哈尔滨	沈阳	沈阳	沈阳	35	西宁	西宁	西宁	西宁
18	合肥	合肥	武汉	武汉					

## 2.政治关联

在探讨政治关联与企业绩效关系时，我们能够发现，理性官员在选择加入企业时，通常会选择拥有较好当期营业收入或者较好预期的企业，基于此，企业绩效对政治关联可能存在一个反向影响。针对这种可能存在的内生性问题，既有文献中较有代表性的是通过采取工具变量的两阶段回归对内生性问题进行处理（邓建平，2009）。以注册地为工具变量对于我国企业早期的发展状况比较合适，较早阶段处于发达地区的企业得到优先发展，可以视为更可能建立政治关联的企业，因此，企业注册地可以视为一个相对有效的工具变量。然而，现阶段的我国经济已经呈现全面的快速发展，就建立政治关联的能力来看，各地区并无显著差别，而相对落后的地区由于制度环境差，政府迎合企业建立政治关联反而存在更高的可能性。所

以在当前阶段，企业注册地已经不再是政治关联合适的工具变量。

以往文献在获取政治关联数据时，多数将董事长和总经理的政治背景综合考察企业的政治关联程度。为实现更高效的内部控制，企业通常不会聘请他人担任董事长职务，所以董事长的政治关联受内生性的影响要比总经理小。为尽可能的减少内生性的影响，在整理政治关联数据时，本文剔除了上市公司的其他高管，单独考察董事长的政治背景。基于上市公司的权属性质以及企业董事长是现任或曾任的政府官员来对政治关联虚拟变量进行判定，定义为存在政治关联的企业，虚拟变量为设为 1；否则为 0。同时，将各年城市金融生态环境指数排名大于中值的视为金融生态环境好的样本，小于等于中值的视为金融生态环境差的样本，以考察在不同金融生态环境背景下，政治关联与企业绩效的关系。

表 5 不同条件下样本统计情况表

年份	2010	2011	2012	2013	合计
样本总数	799	877	1072	1228	3976
好环境	561	631	806	947	2945
好环境中存在政治关联	242	250	285	321	1098
好环境中无政治关联	319	381	521	626	1847
差环境	238	246	266	281	1031
好环境中政治关联比例	43. 14%	39. 62%	35. 36%	33. 90%	39. 28%
好环境比例	70. 21%	71. 95%	75. 19%	77. 12%	74. 07%

上市公司政治关联在行业间也存在着差异（篇幅所限，未予列出），总体来看，包括工业、原材料、公用事业等垄断性行业具有政治关联比重相对较高，而在一些非垄断的竞争性行业，主要是信息技术、消费等行业政治关联的比重较低。表 4 中的评价结果中我们也可以发现，作为垄断企业较多的老工业城市，其金融生态环境指数相对排名靠后，而沿海或新兴的城市由于技术含量高的企业比例更大，其在金融生态环境的评价中取得了较高的得分。

从表 5 的统计结果中我们也能够得到相关的结论：（1）金融生态环境好的城市其拥有的上市公司比例在逐年提高，说明了环境好的地区不但有利于本区域企业发展，还能够支持新生或外来企业的生存和发展，结果支持了金融的集聚效应；（2）拥有较好金融生态环境的城市其上市公司数量较多，但有政治关联的上市公司相对数量在逐年减少，说明优良的金融生态环境对于无政治关联上市公司的兴起与发展具有更显著的促进作用。

3.企业绩效

企业绩效是反映公司经营业绩和效率的指标，除了体现公司的运营现状，还是投资者对企业未来市场表现的一个预期。为了兼顾上述两个方面，本文将公司的财务指标和市场业绩指标结合起来作为企业绩效的衡量指标，采用净资产利润率（ROE）和 Tobin’s Q 值的算术平均值 R&Q 作为企业绩效的指标。同时，引入资产收益率（ROA）用于反映上市公司资产获利能力的变化情况，作为衡量企业绩效的另一个指标。

四、实证结果与分析

### （一）政治关联效应

实证结果显示，6个模型中的PC系数均显著为正，说明企业建立政治关联有助于绩效的提升，支持了假设2。上市公司的政治关联发挥了传递企业质量信号的作用，有助于企业在市场竞争中取得优势地位。实际情况也在一定程度上为上述观点提供了支持，近年来，企业家参政议政的意愿明显增强，意在通过与党政领导人建立联系以获取政治地位，并最终在同行业的竞争中取得优势。在模型的（2）、（3）、（5）、（6）中，相较于好的金融生态环境，差环境地区的PC系数更大，说明差环境地区建立政治关联对于企业绩效的提升效果更明显。其主要原因是，在金融生态环境较差的地区，政府干预强度通常较高，削弱了市场的竞争机制，而频繁的政府干预意味着政策缺乏一致性，这将为企业带来很高的政策风险。政治关联作为产权保护的替代机制，可以通过降低政策环境的不确定性来降低交易成本并使企业获得长远的超额收益（杨其静，2010）。另一个方面，差环境地区的经济发展水平整体较低，政治关联所带来的资源和信息效应可以为企业带来更大的边际效用。

### （二）金融生态效应

模型（1）-（6）中FEI的回归系数均显著为正，这意味着良好的金融生态环境确实有助于提升企业的绩效，支持了假设1。金融生态环境的向好为企业提供了更好的制度政策，使企业可以享受到地区金融发展的红利，同时也减少了整个社会在发展过程中的租金耗散。在微观层面，良好的金融生态环境可以使企业免除对于生存环境的担忧，减轻发展中的摩擦损耗，降低交易成本，更能专注于本身竞争力的提高上。除了在经济运行现状和金融发展水平的提升所带来的资源效应外，信用制度建设水平的提高为企业发展提供了信息效应，政府干预程度的调整也在一定程度上完善了企业所面对的制度环境。

### （三）声誉替代效应

在模型（1）、（4）中通过设置交互项进一步检验上述结论，探讨政治关联、金融生态环境对企业绩效的影响， $FEI*PC$ 在1%的水平上显著为负，说明对于有政治关联的企业来说，金融生态环境的发展在提升企业绩效方面所能发挥的力量更弱，即同样程度地提高金融生态环境发展水平，难以取得政治关联的民营企业可以从中获得更多的益处。另一方面，上市公司所处地区的金融生态环境发展水平提高，政府的干预程度便会降低，这会削弱政治关联带来的资源效应和信息效应。同时其经济基础、金融发展及信用制度的建设水平提高作为地方发展红利以公共物品的形式配置给所有企业，此时的企业再也不愿意主动去建立政治关联，致使金融生态环境好的地区，有政治关联的企业逐渐减少，与表5数据呼应。结合模型（2）、（3）、（5）、（6）的结论，我们可以想见，当金融生态环境发展到一定水平时，好环境本身所具有的资源及信息效应可以在极大程度上去替代政治关联的声誉效应，此时的企业建立政治关联可能不再是最优选择，即政治关联存在一个效率边界。

表 6



变量	R&Q			ROA		
	模型 1（全样本）	模型 2（好环境）	模型 3（差环境）	模型 4（全样本）	模型 5（好环境）	模型 6（差环境）
FEI	0.631** (1.978)	0.673** (2.258)	0.603* (1.709)	1.149** (2.176)	1.251** (2.334)	1.081** (2.015)
FEI*PC	-0.103** (-2.016)			-0.189*** (-3.560)		
PC	0.145** (2.194)	0.187* (1.914)	0.210** (2.512)	0.204** (2.178)	0.247* (1.872)	0.272** (1.979)
Size	0.006 (0.193)	0.009 (0.267)	0.008 (0.203)	0.031 (0.437)	0.033 (0.441)	0.034 (0.443)
LS	0.041* (1.750)	0.035 (1.558)	0.037 (1.602)	0.067 (1.524)	0.070* (1.736)	0.068 (1.588)
Growth	0.004 (0.067)	0.004 (0.059)	0.003 (0.043)	0.021 (0.058)	0.026 (0.072)	0.022 (0.060)
Debt	-0.249* (-1.704)	-0.237 (-1.542)	0.106* (1.735)	-0.152 (-1.178)	-0.155 (-1.191)	0.093 (0.807)
Turnover	0.002 (0.015)	0.003 (0.019)	0.004 (0.031)	0.017 (0.305)	0.019 (0.317)	0.006 (0.086)
Constant	1.695** (2.385)	1.207* (1.939)	1.238** (1.997)	1.393** (2.221)	0.989* (1.934)	0.992** (1.971)
Adj-R2	0.237	0.214	0.212	0.146	0.132	0.130
N	3976	2945	1031	3976	2945	1031

注：括号内为t值，\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

## 五、面板门槛回归

经过上述分析可知：不同水平的金融生态环境会显著影响政治关联与企业绩效的关系。因此,本文认为可能存在不同的区制状态,即当金融生态环境指数达到某一个极高的状态时,建立政治关联反而抑制企业的发展,降低企业绩效。本部分的实证通过 Hansen（1999）提出的面板门槛模型来考察在不同金融生态环境下政治关联与企业绩效之间可能存在的非线性关系。假设存在不止一个门槛,将多重门槛回归模型设定如下:

$$R \& Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 FEI_t + \beta_2 PC_{it} I(FEI_t \leq \gamma_1) + \beta_3 PC_{it} I(\gamma_1 < FEI_t \leq \gamma_2) + \beta_4 PC_{it} I(FEI_t > \gamma_2) + \theta' X_{it} + \mu_i + v_{it}$$

其中,  $FEI_t$  为门槛变量,  $PC_{it}$  为区制解释变量,  $\gamma$  为未知门槛值,  $X_{it}$  为影响企业绩效的一系列控制变量,  $I(\cdot)$  为指标函数,当括号中条件满足时,  $I=1$ , 否则  $I=0$ 。门槛检验结果显示,单一门槛效果显著,门槛估计值为 12.479,双重和三重门槛效果不够显著(见表 7)。在对资产收益率(ROA)进行门槛回归时,发现与净资产利润率(R&Q)存在相似的门槛效果,本部分仅论述对 R&Q 的考察结果。

我们基于单一门槛，分别在两个区间对模型进行估计（见表 8）。结果表明，当金融生态环境指数在门槛值以下的阶段，企业建立政治关联有利于提高企业绩效，而当金融生态环境发展到一个较高的水平即跨越了门槛值的时候，估计系数反转为负，说明在这个阶段里，企业建立政治关联是一种得不偿失的非理性选择。主要因为，相较于金融生态环境差的地区，金融生态环境好的地区往往可以提供更好的制度环境，好的制度环境本身便影响政治关联效应的发挥；同时，相对完全的市场会促进更有竞争力的企业持续繁荣，难以取得政治关联的企业如果经营得当同样可以在良好的金融生态环境中廉价汲取生存资源，此时企业所建立的政治关联成本成为了一种相对昂贵的资源；与此同时，金融生态环境的向好使人们对于软环境赋予了更高的要求 and 期望，这会给予政治关联这种私下的利益传播方式以更高的厌恶，提升了该种社会状态下的关联成本。因此，金融生态环境的向好使企业的政治关联行为不再是理性选择，这从根本上抑制了企业在资源竞争过程中所发生的外部消耗，提高了整个经济的效率。

表 7 门槛效果检验及估计结果

	F 值	P 值	临界值			门槛估计值	95%置信区间
			1%	5%	10%		
单一门槛	95.962***	0	76.024	24.805	8.324	12.479	[12.298, 12.670]
双重门槛	16.28	0.692	13.229	5.924	3.107		
三重门槛	2.097	0.541	8.491	7.33	5.143		

表 8 模型参数估计结果

解释变量	系数估计值	T 值	P 值
$PC_{it} (FEI_t \leq 12.479)$	1.013***	3.352	0.000
$PC_{it} (FEI_t > 12.479)$	-0.679***	-2.827	0.000

六、结论与建议

本文实证检验了金融生态环境、政治关联对企业绩效的影响。得出如下研究结论：（1）在金融生态环境建设的初级阶段，金融生态环境发展水平的提升和政治关联的建立均会对企业绩效产生正面效应；（2）随着金融生态环境水平的不断提高，政治关联对企业绩效的影响效果呈现先升后降的倒 U 形态，优良的金融生态环境可以为身处其中的企业提供丰沛的资源 and 较低的信息获取成本，替代了政治关联通过声誉效应带来的营运资源，二者存在的声誉替代效应使企业建立政治关联的意愿下降；（3）当金融生态环境指数大于某一门槛值时，企业建立政治关联所产生的消耗会大于最终所获得的收益，政治关联将不再是企业的理性选择。

在资本市场仍处于新兴加转轨的背景下，不同地区的金融生态环境差异巨大，但如表 5 所示，随着金融生态环境水平的逐年提高，上市公司建立政治关联的比例已呈现出显著地逐年下降趋势，这说明多数企业充分利用金融生态环境的向好顺势而为，做出了理性选择。政

治关联为企业带来政治租金、信息效应和资源效应，金融生态环境可以通过制度环境的改善减轻社会中的租金耗散并通过声誉替代效应提供后两者。因此，政府应积极推动金融生态环境建设，给予所有企业以良好且公平的外部环境，促使企业将管理核心置于内部的发展，更多地关注于本身竞争力的提高。同时，政治关联作为社会体制完善过程中不可跨越的一项正式制度的替代机制，无形中为政府和企业打开了一条彼此输送利益的途径，良好的金融生态环境可以减弱企业建立政治关联的动机，消除公权腐败的利益源头。

（山东大学经济研究院，250100，济南）

#### 参考文献

- [1]Claessens, S., S. Djankov, H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58:81-112.
- [2]Claessens, S., Feijen,E., Laeven,L. Political Connection and Preferential Access to Finance:The Role of Campaign Contributions[J]. Journal of Financial Economics, 2008,88(3):554-580.
- [3]Fan, P.H., T.J. Wong,T. Zhang. Politically-Connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J].Journal of Financial Economics, 2007,84:330-357.
- [4]Hellman, J.S., G. Jones, D. Kaufmann. Seize the State, Seize the Day. State Capture, Corruption, and Influence in Transition[J].Journal of Comparative Economics, 2003, 31:751-773.
- [5]Faccio, M. Politically-Connected Firms[J]. American Economic Review, 2006, 96,(1).
- [6]Hansen B E. Threshold Effects in Non-Dynamic Pan-els: Estimation, Testing and Inference [J]. Journal of Econometrics, 1999, (93).
- [7]孙刚，毛向干. 金融发展环境、利率市场化与债务融资决策[J]. 金融经济学研究，2010，(4):36-48.
- [8]朱凯，陈信元. 金融发展、审计意见与上市公司融资约束[J]. 金融研究，2009，(7): 66-80.
- [9]钟娟，魏彦杰，沙文兵. 金融自由化是否有利于企业的知识创新?——来自中国制造业的证据[J].南开经济研究，2012，(4): 126-140.
- [10]白钦先等. 金融可持续发展研究导论[M]. 中国金融出版社，2001.
- [11]周小川. 完善法律制度，改进金融生态[N]. 金融时报，2004 年 12 月 7 日.
- [12]徐诺金. 论我国金融生态环境问题[J]. 金融研究，2005，(11) .
- [13]吴文锋，吴冲锋，芮明. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. 管理世界，2009，(3).
- [14]郝项超，张宏亮. 政治关联关系、官员背景及其对民营企业银行贷款的影响[J]. 财贸经济，2011，(4).
- [15]张洪刚，赵全厚. 政治关联、政治关联成本与财政补贴关系的实证研究——来自深、

沪证券市场的经验数据[J]. 当代财经, 2014, (4).

[16]于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联与融资约束:信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012, (9).

[17]杨其静. 企业成长: 政治关联还是能力建设? [J]. 经济研究, 2011(10):54-66.