

反腐视角下政治关联对企业绩效影响 ——基于中国房地产上市公司的数据

内 容 摘 要

本文以 2008 至 2014 年 129 家中国房地产上市公司为研究对象，研究了房地产企业政治关联对绩效影响，以及在 2012 年底国家加大反腐力度之后政治关联效用的变化。经过研究发现，房地产企业政治关联对绩效有着显著的提升作用，并且地方级别政治关联的促进作用更为明显。对于规模小、流动性差的企业，政治关联能够发挥更大的作用；相对于国有房地产企业，民营企业更需要借助政治关联提高绩效。在反腐力度加强之后，政治关联对企业市场表现的正向作用明显被削弱，但没有完全消失。

关键词：企业政治关联 公司绩效 反腐 房地产上市公司

ABSTRACT

This paper studies the influence of political connection on firms' performance and the effects of anti-corruption policy in 2012 on political connection. Our data include 129 Chinese Listed real estate companies from 2008 to 2014. We find political connection has significant positive effects on firms' performance. Specifically, local political connection has a larger influence. Our study also shows that political connection has a larger impact on firms with smaller size and worse liquidity. Comparing with SOEs, private firms benefits more from political connection. After Xi's anti-corruption policy, Political connection's role is weaker, but it can still make some differences.

KEYWORDS: Firms' political connection; Firm performance; Anti-corruption policy; Listed real estate companies

目 录

一、文献综述.....	2
(一) 政治关联与企业绩效.....	2
(二) 反腐政策分析.....	3
二、变量定义.....	4
(一) 被解释变量.....	4
(二) 解释变量.....	4
(三) 控制变量.....	5
三、研究设计.....	6
(一) 企业政治关联与企业绩效.....	6
(二) 不同级别政治关联对企业绩效影响的差异.....	6
(三) 政治关联对不同特征企业绩效影响的差异.....	7
(四) 反腐程度对企业政治关联效用的影响.....	8
四、实证分析.....	8
(一) 样本说明.....	8
(二) 描述性统计.....	9
(三) 回归结果分析.....	10
(三) 稳健性检验.....	12
五、结论.....	20
附录一 变量说明与计算方法.....	21
附录二 参考文献.....	22

反腐视角下政治关联对企业绩效影响 ——基于中国房地产上市公司的数据

近年来，投资额在我国国民生产总值中占了近四成，而房地产行业的投资量又占到总投资额很大的份额，成为了我国经济增长的重要动力。在新常态的阶段，随着 GDP 增速的放缓，研究房地产企业的绩效问题显得尤为重要。

许多文献显示，企业政治关联会对公司价值产生影响。Fisman（2005）的研究表明，上市公司高管的政府工作背景是一种有价值的资源。而且与发达国家相对自由的市场相比，在政府管控比较严格的国家这种资源的价值更突出。即使是在美国这种所谓的发达国家，Ang & Boyer（2007）发现，如果企业能够与国会议员建立一定程度上的政治联系，可以获取明显的政策便利。

再看我国，经历了过去的集体经济，虽然现在集中监管放松了许多，政府对市场的干预早已渗透到市场的方方面面。大量企业的高层管理者具有政府工作背景，其中也包括许多房地产企业。在建立了政治关联之后，企业可以获得更多的宏观动向信息和政策倾斜优惠。房地产企业的经营发展更是与政府有着密不可分的联系，从用地审批到项目开发，都需要经过政府的批准和监督。因此，房地产企业的政治关联对其市场表现和绩效都会产生深远的影响。

政策方面，自从 2012 年底习近平总书记上台以来，针对党政机关内的腐败问题开展了持续时间长、辐射面积广、打击力度大的反腐倡廉活动。从“八项规定”到“老虎苍蝇一起打”，此次反腐的力度和效果都是空前的。毫无疑问，反腐能够改善我国的政治环境，也会对我国经济活动造成一定的影响。过去政企不分的央企已然成为反腐工作的重要阵地。自 2013 年来，被查处落马的央企领导已经达到 64 人，凭借政治地位谋取私利的不正之风得到了有效的遏制。而另一方面，企业也不再能够轻易地借助政治关联获得便利，企业绩效会受到一定程度的影响。

那么对于房地产企业来说，政治关联能否促进绩效的提高？反腐力度加大后，政治关联是否还是有效的呢？本文以 2013 年以来的反腐工作为契机，收集了 2008 至 2014 年 129 家房地产企业的数据库，探究了房地产企业政治关联对其企业绩效的影响。论文余下部分作如下安排：第一部分是文献综述，包括前人对政治关联的价值和意义的研究，以及反腐工作对经济活动的影响；第二部分是对变量

的定义；第三部分介绍了本文的 6 个研究假设；第四部分说明了回归结果并进行了稳健性分析；最后一部分给出了本文的结论。

一、文献综述

（一）政治关联与企业绩效

许多经济学家探讨了企业政治关联对公司的影响。Faccio（2006）探讨了 47 个国家 20,202 家上市公司政治关联的普遍性，以及政治关联与公司价值的关系。他发现，在腐败程度高、对境外投资限制严格的国家中，政治关联更为普遍；现有的政治关联不会对股票价格造成显著的影响，说明企业为维护政治关联所付出的成本抵消了政治关联带来的利益。在另一篇文献中，Faccio（2010）又发现，具有政治关联的企业会有更高的杠杆和更大的市场份额，但是从会计角度来看，它们的市场表现不如别的企业；政治关联的作用很大程度上受到不同国家腐败程度、经济发展程度的影响。Ang, Ding & Thong（2013）以新加坡为研究对象，发现在腐败程度低的国家，企业价值与政治关联没有明显的相关性，当然也不存在什么消极作用；但是在市场监管较为严格的行业，政治关联能够为企业带来一定的利润。

再看我国，很多学者我国近年来经济的快速发展归因为我国特殊的经济模式——“政治集中、经济分权”。事实上，由于我国政治对经济的影响相对较大，政府掌握了大量的公共资源，企业的政治关联能够为企业带来一些显性或是隐形的优势，例如税收优惠、融资便利、招标倾斜等。于薇、汪淼军（2012）发现，民营企业政治关联能够发挥积极的信息效应和资源效应，企业董事长或总经理有政府任职背景，不仅能提高自身获取资源的能力，也能够向资金市场传达绩效较好的积极信号，以降低融资约束。Chan, Dang & Yan（2011）发现，具有政治关联的企业能够通过私人途径、政策优惠或政府担保等方式打破融资约束，从而获得股东的青睐。Li & Meng 等（2007）将企业管理者党籍情况作为政治关联的度量，发现私营企业主如果具有党员身份，能够帮助企业提高贷款融资能力，提升其对国家现行法律制度的信心，从而改善其经营表现和盈利能力。

而另一方面，社会对政府监督的力度还远远不够，因此政治关联也有可能给企业带来负面影响。Fan, Wong & Zhang（2007）发现，我国上市公司高管的政府工作背景会导致官僚主义作风、削弱专业素质，在企业绩效和上市之后股票收益

表现方面也弱于无政治关联的企业。夏立军、方轶强（2005）认为，对于受到政府控制的上市公司，由于可能需要承担政府转嫁的社会性负担，市场表现更差、市场价值更低，尤其是那些受到低层级政府控制的企业。而随着市场化程度的提高和治理环境的改善，政府控制对企业价值的消极影响会减少。另外杨其静（2011）认为，企业为了维护政治关联可能需要耗费更多的精力和资源，政治关联也可能会迫使企业向不擅长的领域扩张，削弱了核心竞争力。因此，政治关联对企业的影响是双向的。

针对我国特殊的经济现状，许多学者对我国企业政治关联的作用进行了研究和分析。曲亮、任国良（2012）认为国有企业高管的政治关联能够提升企业利润，尤其是对于高管政府任职地区和企业所在地相同的企业，这种促进作用更为明显；但是政治关联为国企带来了垄断利润，就削弱了企业继续提高创新能力的意愿。田利辉、张伟（2013）发现对于我国民营上市公司，政治关联能够帮助其获得更多产权保护和政府补贴，因此在提高长期绩效方面发挥了积极作用；但对于国有企业，政治关联反而增加了社会性负担，并不发挥积极作用。吴文峰等（2008）指出，不同级别、不同地区的政治关联对公司价值的影响不同，高管的地方政府任职背景更能够提高公司价值；在政府干预程度较高的地区，政治关联越能发挥积极作用。

房地产行业是支撑我国经济发展的关键行业之一，它的良好运行对我国总体经济运行具有重要意义。对于房地产企业而言，如何获得贷款、土地使用权和投资开发项目，是高管们的重要工作之一。由于国家政府作为土地所有者和政策制定者，掌握了大量的土地资源和公共设施开发建设竞标，房地产企业的政治关联能够帮助企业获得融资、购置土地、开发楼盘。杨东进、邓吉（2013）认为，房地产企业的政治关联能够促进企业多元化，但业务多元化反而会损害企业绩效。敖小波（2013）发现，房地产企业的政治关联能够提高企业融资能力。

（二）反腐政策分析

对于企业来说，政治和制度环境是重要的外部因素，影响了企业的经营发展活动。众多文献广泛讨论了有关腐败和经济增长的问题。理论（Ehrlich & Lui, 1999; Sarte, 2000）和实证研究（Li, Xu, & Zou, 2000; Méon & Sekkat, 2005）都显示，腐败会抑制经济增长，降低市场效率。然而，Wedeman (2002)提出了所谓的“东亚悖论”，即如中国，韩国，泰国等东亚国家，在滋生腐败的同时仍保持着较高水平的经济增长。在 Yuanyuan Wang and Jing You (2012) 的研究中，来自中国的微观

实证数据显示，当金融市场尚处于不发达阶段的时候，腐败在某种程度上可以促进企业销售额的增加。汤向俊，刘瑞明，马光辉等人（2015）的研究也表明，在为腐败而投资的动机下，强烈的投资偏好为中国经济提供了动力。

中国国家主席习近平自 2012 年底上台后，多次表示其反腐决心。12 年 12 月出台了“八项规定”，反腐力度明显加大。很快的，习的反腐就蔓延到了全国各级党政机关。仅 2013 年一年，就有约 3 万人 2 万 4 千起违反八项规定的处分通报。这并不是中国共产党第一次进行反腐工作。然而习的反腐与之前不同的是，许多政治高层，包括军队也牵涉了进来。而且整个活动有进一步扩大的趋势。

习的反腐对经济也有深远的影响。Agarwal（2015）的研究表明，反腐工作削弱了政府在群众中的信用。而 Chen Lin, Bernard Yeung, Randall Morck 和 Xiaofeng Zhao（2016）的研究则显示，反腐对企业的绩效有正面促进作用。对国有企业来说，其股价上升的幅度基本相同。但是私营企业却显示出了异质性。在市场发达，生产力高，增长速度快的地区民企，反腐后股价上升幅度更大。与之相对，市场封闭，重度依赖“关系”的民企，业绩可能会受到反腐的影响。

二、变量定义

（一）被解释变量

托宾 Q 值是公司市值与重置成本的比值，许多文献将这一指标作为对公司绩效的度量（吴文峰等，2008，Ang, Ding & Thong, 2013）。本文采用了 Resset 数据库中托宾 Q 值的数据。当托宾 Q 值大于 1 时，企业的市值高于有形资产现值，说明投资需求增加、市场信号较好。因此，托宾 Q 值越高，意味着企业绩效越好。在稳健性检验中，本文选取了会计指标 ROE 和 ROA 作为托宾 Q 值的替代变量。

（二）解释变量

1、企业政治关联

在许多文献中，企业政治关联被定义为董事长或总经理是否有政府任职背景。这里的政府任职背景包括在中央或地方各级政府担任过职务，或被选举为全国或地方人大代表或政协委员。此定义和 Faccio（2006）、吴文峰等（2008）、较为

一致。除了总经理和董事长，董事会、监事会成员和其他高管的政府任职背景也可能对企业绩效造成影响，因此本文也考察具有政府任职背景的高管占全体高管的比重，从而探究企业是否可以通过雇佣具有政治关联的高管来提高绩效。

本文模型中综合了上述两种对企业政治关联的定义，采用两个变量来衡量企业政治关联。一个是虚拟变量 *POL*，表示董事长或总经理是否具有政府任职背景；另一个是 *PER* (%)，表示高层管理者中具有政府任职背景的高管占总人数的比重。

此外，为了考察不同级别政治关联对企业绩效影响的差异，我们将政治关联分为中央级别和地方级别两类（吴文峰等，2008）。中央级别政治关联指企业高管担任过省部级及以上职位，包括在省部级及以上政府部门任职、担任全国或省级人大委员、政协委员等；地方级政治关联指高管担任过省部级以下职位。变量 *Central* (%) 和 *Local* (%) 分别代表中央级别和地方级别政治关联高管人数占高管总数的比例。

2、反腐力度变量

为了衡量我国近年来的反腐成效，本文采用了著名非政府反腐败组织“透明国际”（Transparency International）每年发布的《全球腐败年度报告》中“清廉指数”这一指标作为反腐力度变量 *Index*。这一指数是透明国际组织通过对各国民众，尤其是商人、学者、风险分析师的采访，了解到民众对某个国家贪污腐败状况的直观感受之后，对各国进行打分。指数涉及不仅涉及政治体系透明、官员行为清廉的政治方面，也涉及企业信息披露、是否存在官商勾结等的经济方面，较好地反映了一个国家的清廉程度。指数越高，说明该国家越清廉。这里我们收集了2008至2014年中国的得分作为 *Index* 变量。

（三）控制变量

企业层面我们选取了以下控制变量：*firm size* 表示公司规模；*lev* 表示财务杠杆；*cash* 表示年末企业现金及现金等价物总值；*top5* 表示前五大股东持股比例；*state* 表示国有股比例；*bsize* 表示董事会规模；*binde* 表示董事会独立性。

为了控制宏观经济和房地产行业对结果的影响，我们控制了各省土地购置均价 *land price* 和各省生产总值 *GDP*，以减小省份差异对公司绩效的影响。

本文采用了 Pooled OLS 模型，设置了2009~2014年6个年份虚拟变量，用于控制随时间变化但不随个体变化的影响。

附录 1 说明了以上变量的具体计算方法。

三、研究设计

（一）企业政治关联与企业绩效

在我国经济活动受政府调控、干预较多的大环境下，企业政治关联能够为企业带来一些便利。比如具有政府任职背景的高管的人脉关系能够帮助企业提前获知重要信息、获得内部资源等。政治关联这一特殊的社会资源为企业赢得了更多的商业机会。就房地产行业而言，针对我国特殊的土地政策，具有政治关联的房地产企业在采购土地、用地审批、申请土地开发权或报税时，面临的障碍相对较少，甚至可以从中获得优惠。另一方面，政府掌握着大量的公共项目，有政治关联的企业在项目投标中可能会占有更大的优势、获得更多房地产开发项目。总而言之，房地产企业的政治关联可以帮助其获得更多的资源、优惠和政策倾斜，从而提升了企业绩效。基于以上两个因素，本文提出假设 1：

H1：具有政治关联的房地产企业绩效更好。

检验假设 1 采用回归方程 (1)。其中 P 为政治关联变量，分别将 POL 和 PER 带入模型进行检验； X 为 9 个控制变量（下同）； $Year$ 为年份虚拟变量（下同）； β_0 为截距项， ε 为残差项， β_1 、 γ 和 δ 为回归系数。

$$Q = \beta_0 + \beta_1 P + \gamma X + \delta Year + \varepsilon \quad (1)$$

如果 POL 和 PER 的系数显著为正，那么企业政治关联就能够促进企业绩效，且具有政府背景的高管占比越高，企业绩效越好，假设 1 成立。

（二）不同级别政治关联对企业绩效影响的差异

具有省部级及以上政府任职经历的高管位高权重，人脉关系更为广泛。但也难免存在“天高皇帝远”的情况，考虑到地理位置、作用范围等因素，高层级的政治关联反而并不能直接有效地为企业带来便利。同时，其他高级管理者可能会忌惮其中央任职背景，不便对其欠妥的管理方式进行纠正，导致合作效率的低下，不利于企业绩效的提高。由于用地审批、公共项目投标、税收优惠等大多与地方政府有关，在地方政府任职过的高管能够为企业带来更大的经济效益。因此我们提出假设 2：

H2: 相对于中央级政治关联, 地方级别的政治关联更能提高企业绩效。

检验假设 2 采用回归方程 (2) 和 (3)。

$$Q = \beta_0 + \beta_1 Central + \gamma_1 X + \delta_1 Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$Q = \beta_0 + \beta_2 Local + \gamma_2 X + \delta_2 Year + \varepsilon \quad (3)$$

如果 *Local* 的系数显著为正且 *Central* 变量不显著, 说明地方级别政治关联能够促进企业绩效, 而中央级别政治关联对绩效没有明显的促进作用, 那么假设 2 成立。

(三) 政治关联对不同特征企业绩效影响的差异

1、企业规模不同

对于规模较小的企业, 其拥有的资源和市场份额相对较小, 市场竞争力不如大企业。而规模较大的企业本身就有相对雄厚的资金支持和较大的市场占有率, 在购买土地、项目投标中已经具有较大的优势无需通过政治关联提高自身竞争力。因此, 在规模较小的企业中, 政治关联对绩效发挥着更大的促进作用, 由此提出假设 3:

H3: 相对于规模较大的房地产企业, 规模较小的房地产企业中政治关联更能提高公司绩效。

2、现金存量不同

现金较多的企业, 其流动性相对较好, 有能力及时支付购置、开发、经营款项。因此, 这些企业不需要依赖政治关联, 便可以获得投资者的信任并取得较好的绩效。而现金较少的企业, 则可以借助政治关联这种无形的资源提升自己的外在形象, 或者获得更多的资源。所以这些企业绩效的提高有一部分应当归因为政治关联的正向作用。结合以上考虑, 我们提出假设 4:

H4: 相对于现金较多的房地产企业, 现金较少的房地产企业中政治关联更能提高公司绩效。

3、实际控制人性质不同

国有企业通常会受到政府长期的大力扶持, 在行业中处于垄断地位, 存在严重的“政企不分”问题。因此, 我们无法辨别是企业自身的国有性质还是其政治关联对绩效产生影响。而在非国有企业中, 具有政治关联的企业能够与政府建立直接的联系, 从而获得便利。因此, 按照实际控制人性质的不同, 我们将样本企业

分为国有企业（实际控制人是国家或地方政府）和非国有企业，并提出假设 6:

H5: 相对于国有房地产企业，非国有房地产企业中政治关联更能提高公司绩效。

为了验证以上 3 个假设，我们将所有样本公司分别按照公司规模的中位数、现金持有量的中位数和实际所有人性质进行分类，对分类后的数据按照方程(1)进行回归。如果对于公司规模较小、现金持有量较少以及民营类企业中民营类政治关联变量系数显著为正，而另外三组不显著，则说明以上三个假设成立。

（四）反腐程度对企业政治关联效用的影响

反腐作为改善国家政治环境的一项改革措施，对政治、对社会无疑是有益的。但正如 Wedeman（2002）提出的“东亚悖论”一样，在我国，官员腐败有时也是拉动经济增长的方式之一。事实上，腐败官员收受贿赂之后，能够放松对企业项目的审批要求、减少审批环节，或是降低税费、减轻企业负担，这样就减少了企业在与政府沟通时的成本和精力，提高了企业的市场表现。

自从 2012 年底习近平总书记执政以来，极大地加大了“反腐倡廉”的力度，从查处贪污腐败官员，到限制公款消费，我国的贪污腐败现象明显减少。然而对于企业而言，就需要面临一定的政策风险，曾经的政治关联可能会“失灵”：贷款审批更为严格，竞标公开透明、难以暗箱操作等。在这样的转型期，政治关联对企业的正向作用减小，绩效可能会随之降低。因此我们提出假设 6:

H6: 反腐力度加大会削弱房地产企业政治关联为提升绩效起到的促进作用。

我们同样采用政治关联与“清廉指数”的乘积项作为主要的解释变量，用 2008-2014 年的全样本数据检验回归方程（4）。

$$Q = \beta_0 + \beta_1 P + \mu_1 P * index + \theta index + \gamma X + \varepsilon \quad (4)$$

如果乘积项系数显著为负，说明反腐力度的加大的确会降低政治关联的效用，则假设 6 成立。

四、实证分析

（一）样本说明

本文选取 2008—2014 年沪深证券交易所上市的 A 股房地产公司为研究样

本。在剔除了高管政府任职背景披露不详、数据缺失的样本后，我们最终得到了包含 129 个样本企业、900 个有效观测值的非平衡面板数据。本文所需的企业层面数据涉及高管简历、财务数据、股权集中度、实际控制人性质和董事会特征，均来源于 Resset，其中企业政治关联的数据则通过筛选高管简历信息人工收集而成；宏观层面的数据涉及各省的土地价格和生产总值，来源于中华人民共和国国家统计局。本文采用由非政府组织“透明国际”建立的全球清廉指数（Corruption Perceptions Index）作为反腐力度的度量，来源于每年由透明国际组织公布的全球清廉指数报告。

（二）描述性统计

经过对大量简历的人工整理，表 1 给出了高管具有政府背景的统计情况。在 903 个样本中，有政治关联的样本共计 257 个，占总样本数的 28.5%。从各年情况看，每年都有 129 个样本企业，2008~2014 年具有政治关联的样本数比例维持在 24%~31%左右，没有特别明显的差异。从不同级别的政治关联来看，有地方级政治关联的企业个数要明显多于中央级别政治关联的企业个数。

表 1：企业政治关联统计

A：按年度分	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	合计
样本数	32	32	38	38	38	40	39	257
占比	24.8%	24.8%	29.5%	29.5%	29.5%	31.0%	30.2%	28.5%
B：按级别分	中央级别（省部级及以上）				地方级别（省部级以下）			
样本数	158				535			
比例	17.5%				59.2%			

表 2 给出了主要变量的描述性统计量。可以看出，有政府任职背景的高管占比均值为 9.8%，这一比例在四分之三的企业中都低于 15.8%，说明在房地产行业中，有政府任职背景的高管不算很多。地方级别政治关联要明显高于中央级别政治关联。托宾 Q 值的标准差都很大，说明在房地产行业中，企业间绩效差异很大。另外，企业的杠杆均值为 65.2%，说明房地产行业的杠杆较高，融资便利性对企业是非常重要的因素。

表 2: 主要变量的描述性统计量

	Mean	SD	Max	Min	25%	50%	75%
<i>POL</i>	0.284607	0.451477	1	0	0	0	1
<i>PER</i>	0.098219	0.104544	0.571429	0	0	0.066667	0.157895
<i>Central</i>	0.016833	0.042492	0.333333	0	0	0	0
<i>Local</i>	0.082347	0.100318	0.571429	0	0	0.052632	0.130435
	Mean	SD	Max	Min	50%	Skewness	Kurtosis
<i>Q</i>	2.971356	13.87545	361.4691	0.1267	1.42955	20.52139	503.1796
<i>firm size</i>	22.40171	1.444811	26.95563	15.37635	22.45428	-0.21904	4.28848
<i>lev</i>	0.652083	0.587452	13.6291	0.0144	0.6474	-15.4239	299.8413
<i>cash</i>	10.79822	1.850776	15.63445	2.896448	11.12344	0.836112	4.583475
<i>top5</i>	0.521731	0.184548	1.312321	0.142651	0.518945	0.139769	2.285738
<i>bsize</i>	2.514644	0.322158	3.465736	1.098612	2.484907	0.111751	3.571712
<i>binde</i>	0.344723	0.096396	1	0.1176	0.3333	1.008748	8.140079

(三) 回归结果分析

本文采用 Pooled OLS 模型对 129 家房地产企业、2008~2014 年的面板数据进行回归。在固定了时间效应、使用稳健标准误之后，得到了如下结果。

1、企业政治关联与企业绩效

方程 (1) 的回归结果如表 3 所示。在全样本 (2008-2014, 共 900 个观测值) 中, *POL* 和 *PER* 都在 10% 的水平下显著且系数为正, 说明房地产企业政治关联对提升绩效的确起到了积极的作用。但是这一显著性并不高, 因此这一正向关系还不够具有说服力。考虑到政府换届后, 2013 年开始反腐力度有明显的增强, 我们以 2013 年为界限, 将样本分为弱反腐子样本 (2008-2012, 共 645 个观测值) 和强反腐子样本 (2013-2014, 共 255 个观测值), 再次检验了模型 (1)。结果表明, 在弱反腐子样本中, *POL* 和 *PER* 均在 5% 的水平下显著, 且 *p* 值下降了约 50%; 而在强反腐子样本中, *POL* 和 *PER* 都不再显著, 政治关联与企业绩效之间没有明显的相关性。

因此我们认为, 企业政治关联对绩效有正向的促进作用, 并且有政府任职背景的高管占比越多, 这种促进作用越强, 假设 1 成立。另外, 在反腐力度较弱、腐败程度较高的年份, 政治关联能发挥更大的作用, 但在反腐力度较强的年份, 政治关联就失效了。这一发现有助于我们接下来进一步验证假设 6。

控制变量方面, 在全样本和弱反腐子样本中, 企业规模与绩效显著负相关, 这和白重恩等 (2005) 的发现相一致, 说明企业规模越大, 估值越低。此外, 前

五大股东持股比例系数显著为负，财务杠杆和现金存量系数显著为正，说明较高的股权集中度不利于企业绩效的提升，融资能力强、流动性较好的企业市场表现更好。最后，方程的拟合优度达到了 46% 以上，说明我们的模型设计较好地反映了实证结果。

2、不同级别政治关联对企业绩效影响的差异

方程 (2) 和 (3) 的回归结果如表 4 所示。可以看出在全样本中，*Central* 和 *Local* 系数为正但都不显著，*Local* 的 p 值为 11%。说明在 2008~2014 年，中央级别和地方级别的政治关联对绩效都没有显著的影响。在弱反腐子样本中，中央级别的政治关联系数仍然不显著，但地方级别的政治关联在 5% 的水平下显著为正，这说明地方级别政治关联能够促进企业绩效的提高，说明假设 2 成立。而在强反腐子样本中，正向作用同样消失了。

3、政治关联对不同特征企业绩效影响的差异

根据上文结果我们发现，在反腐力度较强的 2013-2014 年政治关联的促进作用不显著。因此在这一部分，为了更好地研究政治关联在不同特征企业中的不同表现，我们剔除了反腐这一政策因素，仅对 2008-2012 年的弱反腐子样本进行回归分析。

表 5-a 和 5-b 分别从 *POL* 和 *PER* 的角度展示了方程的回归结果。表 5-a 和 5-b 的 (1) (3) (5) 分别为对规模较小、现金持有量较少和民营房地产企业的回归结果。和我们的预期一样，这三列中政治关联的系数均显著为正，而另外三列规模较大、现金持有量较多和国有房地产企业中的系数均不显著。这一结果有力地支持了我们的假设 3、4 和 5。

对于结果的经济解释是，第一，规模较小的房地产企业可以通过自身的政治关联来提高市场表现和绩效。第二，如果企业持有的现金较少，流动性较差时，企业可以通过雇佣具有政府工作背景的高官来提升绩效。从融资的角度来说，由于政治关联意味着一定程度上的政府担保，那么具有政治关联的企业就能够更容易以较低的利率获得银行或私人贷款，从而提高了企业的融资能力。企业有充分的资本用于购买土地和投资项目，就能够提升企业绩效。因为企业政治关联以提高企业融资能力的方式，间接地提高了企业绩效，这就从作用机制的角度解释了为什么在高杠杆的企业中，政治关联确实发挥了重要的作用。第三，国有企业由于其特殊的国有性质，与政府已经具有很强的关联性，政府对其进行扶持和补贴

的力度较大，企业不需要通过高管的政府任职背景建立私人的、间接的联系以从中获利。对于民营企业，则需要通过政治关联来获得与国有企业相近的福利待遇，因此具有政治关联的民营企业市场表现更好。

4、反腐程度对企业政治关联效用的影响

根据上文中强弱反腐子样本回归结果的对比，我们已经发现在反腐力度加大之后，企业政治关联对绩效的提升作用不再显著。但是由于两年的样本容量较小，拟合优度不到 0.2，因此可能存在较大的误差。因此在这一部分，我们引入了“清廉指数”这一变量来度量我国的反腐力度。

表 6-a、6-b 的 (1) 列展示了方程 (4) 的结果。可以看出，*POL* 和 *PER* 的系数都在 5% 的水平下显著为负，说明反腐力度加强越强，政治关联对企业绩效的促进作用越弱，假设 6 成立。值得一提的是，虽然乘积项系数显著为负，但其绝对值要明显小于 *POL* 或 *PER* 的系数。这一结果表明，虽然反腐力度加大了，但在目前看来，反腐政策只能削弱政治关联对企业绩效的促进作用，但并不能完全抵消。即使在反腐力度加大、官员权力急剧收缩的情况下，房地产企业仍然可以通过与政府建立联系并从中获利。

此外，为了进一步验证假设 3、4、5，我们按照同样的划分标准，将 900 个观测值按照企业规模大小、现金持有量多少和实际控制人性质这三种标准进行了分类。根据回归结果发现，公司规模小、现金存量少以及民营性质的企业中政治关联以及乘积项的系数仍然显著，说明政治关联在这类企业中的确发挥着更大的作用。这一结果进一步验证了假设 3、4、5。

(三) 稳健性检验

1、用其他变量替换托宾 *Q* 值

本文采用会计指标 *ROA*、*ROE* 作为对公司绩效的度量，对托宾 *Q* 值进行了替换，结果都不理想。我们认为其中可能的原因是，这些指标从会计角度分析了企业的盈利能力，但并不能很好地反映市场对企业绩效的评估。

2、内生性检验

本文的一个内生性问题主要存在于，在反腐力度加强之后，企业可能难以聘请到有政府任职背景的高管，或者更极端的情况是，有政府任职背景的高管被查处了。所以有可能是因为政治关联变弱导致其对绩效的促进作用降低，而不是因

为反腐政策导致政治关联的普遍失效。为了解决这个问题，我们将弱反腐和强反腐子样本中的 *PER* 变量按企业取平均值，得到 2008-2012 年弱反腐组和 2013-2014 年强反腐组各 129 个平均值，并通过 *t* 检验对比这两组数据是否有明显的差异。如果没有明显差异，说明在相同强度的政治关联下，反腐力度的加强确实会削弱政治关联的效用。

经过独立样本 *t* 检验，我们发现这两组均值没有明显差异，由此我们可以得出结论，对于企业而言，反腐作为一种政策风险，会削弱企业政治关联对绩效的促进作用。

表 3: 房地产企业政治关联对绩效的影响

	2008-2014		2008-2012		2013-2014	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>POL</i>	2.219*		2.922**		-0.568	
	(0.0557)		(0.0380)		(0.335)	
<i>PER</i>		8.041*		11.60**		-4.642
		(0.0836)		(0.0414)		(0.222)
<i>firm size</i>	-4.230***	-4.181***	-4.208***	-4.203***	-1.396	-1.378
	(0.00161)	(0.00161)	(0.00451)	(0.00454)	(0.166)	(0.162)
<i>lev</i>	15.60*	15.62*	16.04*	16.08*	-6.501	-6.585
	(0.0642)	(0.0643)	(0.0559)	(0.0555)	(0.148)	(0.147)
<i>cash</i>	1.611**	1.655**	1.828**	1.944**	-0.0351	-0.0566
	(0.0200)	(0.0195)	(0.0346)	(0.0316)	(0.908)	(0.851)
<i>top5</i>	-4.227*	-3.955*	-4.147*	-3.666	1.196	1.266
	(0.0570)	(0.0691)	(0.0863)	(0.131)	(0.496)	(0.489)
<i>control</i>	0.0484	-0.432	0.356	-0.310	-0.365	-0.187
	(0.956)	(0.590)	(0.760)	(0.766)	(0.527)	(0.722)
<i>bsize</i>	0.892	0.734	2.372	2.092	-2.586	-2.477
	(0.564)	(0.622)	(0.172)	(0.208)	(0.375)	(0.384)
<i>binde</i>	7.100	6.101	9.476	7.927	2.835	3.135
	(0.120)	(0.172)	(0.116)	(0.172)	(0.364)	(0.343)
<i>land price</i>	0.252	0.145	0.369	0.233	-1.330	-1.295
	(0.725)	(0.842)	(0.639)	(0.773)	(0.248)	(0.253)
<i>GDP</i>	-0.0346	-0.0663	-0.136	-0.198	0.719	0.734
	(0.937)	(0.879)	(0.746)	(0.634)	(0.386)	(0.380)
<i>2009.year</i>	-0.00651	-0.0512	-0.138	-0.231		
	(0.996)	(0.966)	(0.914)	(0.858)		
<i>2010.year</i>	0.600	0.640	0.400	0.429		
	(0.649)	(0.626)	(0.770)	(0.754)		
<i>2011.year</i>	0.0875	0.199	-0.130	0.0180		
	(0.898)	(0.765)	(0.819)	(0.975)		
<i>2012.year</i>	0.485	0.594	0.234	0.380		
	(0.515)	(0.413)	(0.716)	(0.547)		
<i>2013.year</i>	1.177	1.310				
	(0.400)	(0.343)				
<i>2014.year</i>	2.069	2.258*			0.503***	0.464***
	(0.124)	(0.0894)			(0.00638)	(0.00903)
<i>Constant</i>	64.77***	64.92***	57.03***	58.20***	47.38	46.61
	(0.00252)	(0.00233)	(0.00855)	(0.00792)	(0.127)	(0.125)
Observations	900	900	645	645	255	255
R-squared	0.467	0.466	0.522	0.522	0.168	0.171

注: *, **, ***分别为在 10%、5%、1%的水平下显著。

表 4: 不同级别政治关联对企业绩效影响的差别

	2008-2014		2008-2012		2013-2014	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Central</i>	3.950 (0.616)		3.144 (0.717)		-4.595 (0.484)	
<i>Local</i>		7.894* (0.0924)		11.81** (0.0444)		-4.530 (0.219)
<i>firm size</i>	-4.092*** (0.00173)	-4.161*** (0.00163)	-4.112*** (0.00514)	-4.165*** (0.00458)	-1.482 (0.155)	-1.405 (0.162)
<i>lev</i>	15.60* (0.0667)	15.58* (0.0650)	16.06* (0.0584)	16.04* (0.0562)	-6.540 (0.155)	-6.313 (0.148)
<i>cash</i>	1.594** (0.0197)	1.642** (0.0197)	1.880** (0.0333)	1.921** (0.0319)	0.0142 (0.963)	-0.0465 (0.878)
<i>top5</i>	-3.833* (0.0723)	-3.883* (0.0776)	-3.443 (0.142)	-3.635 (0.140)	1.249 (0.497)	1.105 (0.527)
<i>ctrl</i>	-0.227 (0.782)	-0.483 (0.545)	-0.0574 (0.957)	-0.399 (0.701)	-0.348 (0.546)	-0.166 (0.751)
<i>bsize</i>	1.084 (0.506)	0.833 (0.581)	2.739 (0.149)	2.222 (0.189)	-2.560 (0.376)	-2.531 (0.380)
<i>binde</i>	6.620 (0.150)	6.114 (0.169)	8.849 (0.143)	8.012 (0.166)	2.795 (0.364)	3.230 (0.336)
<i>land price</i>	0.0506 (0.946)	0.195 (0.788)	0.0883 (0.917)	0.296 (0.714)	-1.245 (0.257)	-1.343 (0.246)
<i>GDP</i>	0.0226 (0.959)	-0.0610 (0.889)	-0.0434 (0.922)	-0.192 (0.645)	0.709 (0.390)	0.731 (0.382)
<i>2009.year</i>	-0.00604 (0.996)	-0.0604 (0.960)	-0.174 (0.892)	-0.241 (0.853)		
<i>2010.year</i>	0.705 (0.585)	0.626 (0.634)	0.530 (0.695)	0.414 (0.762)		
<i>2011.year</i>	0.216 (0.742)	0.134 (0.846)	0.0429 (0.939)	-0.0687 (0.907)		
<i>2012.year</i>	0.583 (0.420)	0.530 (0.476)	0.360 (0.566)	0.294 (0.650)		
<i>2013.year</i>	1.298 (0.347)	1.253 (0.369)				
<i>2014.year</i>	2.180 (0.103)	2.187 (0.102)			0.509*** (0.00513)	0.476*** (0.00801)
<i>Constant</i>	62.93*** (0.00266)	64.09*** (0.00250)	55.35*** (0.00959)	56.97*** (0.00860)	48.06 (0.124)	47.46 (0.126)
Observations	900	900	645	645	255	255
R-squared	0.463	0.466	0.516	0.522	0.168	0.170

注: *, **, ***分别为在 10%、5%、1%的水平下显著。

表 5-a: 不同特征企业中政治关联对绩效影响的差别 (POL)

	Firm Size		Cash		Actual controller	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PER</i>	3.197*	-0.364	3.634**	0.324	3.092*	-0.0359
	(0.0764)	(0.579)	(0.0463)	(0.259)	(0.0678)	(0.822)
<i>firm size</i>	-7.621***	-0.121	-5.741***	-0.179	-5.959***	-0.826**
	(0.00104)	(0.764)	(0.00256)	(0.107)	(0.00397)	(0.0121)
<i>lev</i>	16.31*	-8.101	15.97*	-3.019	16.15*	0.283
	(0.0599)	(0.110)	(0.0638)	(0.157)	(0.0613)	(0.783)
<i>cash</i>	2.185**	0.0554	1.974*	0.158*	2.426**	0.301
	(0.0182)	(0.872)	(0.0629)	(0.0769)	(0.0191)	(0.118)
<i>top5</i>	-2.596	-0.266	-4.299	0.794**	-5.934	-0.338
	(0.467)	(0.828)	(0.330)	(0.0324)	(0.144)	(0.460)
<i>control</i>	0.0916	-0.760	-1.155	-0.329		
	(0.922)	(0.185)	(0.339)	(0.189)		
<i>bsize</i>	-1.114	0.771	-0.210	0.445	0.591	0.0864
	(0.729)	(0.238)	(0.946)	(0.309)	(0.836)	(0.786)
<i>binde</i>	9.846	-1.450	11.58	-0.519	9.542	-0.400
	(0.196)	(0.318)	(0.138)	(0.540)	(0.242)	(0.672)
<i>land price</i>	-0.298	-0.353	0.720	-0.357	0.166	-0.0940
	(0.789)	(0.443)	(0.612)	(0.251)	(0.904)	(0.471)
<i>GDP</i>	0.315	-0.189	-0.0649	-0.116	0.363	-0.0159
	(0.706)	(0.310)	(0.939)	(0.419)	(0.661)	(0.875)
<i>2009.year</i>	-0.190	0.869**	-0.392	0.745***	-1.166	0.462*
	(0.921)	(0.0236)	(0.833)	(2.29e-05)	(0.583)	(0.1000)
<i>2010.year</i>	-1.128	2.876	0.267	1.296	0.949	0.211
	(0.541)	(0.109)	(0.912)	(0.167)	(0.697)	(0.468)
<i>2011.year</i>	0.497	0.706	0.345	0.360	0.574	-0.110
	(0.604)	(0.233)	(0.744)	(0.305)	(0.661)	(0.689)
<i>2012.year</i>	1.469	0.902	1.017	0.351	0.869	0.0271
	(0.152)	(0.166)	(0.335)	(0.254)	(0.541)	(0.922)
<i>2013.year</i>	3.192	1.038	2.360	0.358	2.268	0.0473
	(0.204)	(0.184)	(0.318)	(0.320)	(0.396)	(0.865)
<i>2014.year</i>	4.392*	1.185	3.473	0.622	3.015	0.678
	(0.0559)	(0.144)	(0.132)	(0.127)	(0.256)	(0.102)
Constant	133.6***	12.19	91.31**	7.949**	91.51**	17.70***
	(0.00369)	(0.246)	(0.0140)	(0.0219)	(0.0150)	(0.000425)
Observations	451	449	451	449	475	425
R-squared	0.551	0.088	0.502	0.074	0.494	0.313

注: *、**、***分别为在 10%、5%、1%的水平下显著。

表 5-b: 不同特征企业中政治关联对绩效影响的差别 (PER)

	Firm Size		Cash		Actual controller	
	(1)	(2)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>PER</i>	18.11** (0.0440)	0.470 (0.763)	21.00** (0.0219)	0.865 (0.378)	17.82* (0.0610)	-0.992 (0.223)
<i>firm size</i>	-7.742*** (0.000758)	-0.199 (0.566)	-5.843*** (0.00206)	-0.160 (0.174)	-5.900*** (0.00375)	-0.800** (0.0132)
<i>lev</i>	16.37* (0.0584)	-7.884 (0.108)	16.05* (0.0615)	-3.074 (0.156)	16.21* (0.0591)	0.228 (0.826)
<i>cash</i>	2.252** (0.0172)	0.103 (0.755)	2.095* (0.0543)	0.164* (0.0785)	2.516** (0.0172)	0.278 (0.140)
<i>top5</i>	-2.169 (0.522)	-0.338 (0.796)	-4.399 (0.308)	0.887** (0.0311)	-6.445 (0.128)	-0.412 (0.358)
<i>control</i>	-0.509 (0.623)	-0.688 (0.158)	-1.987 (0.139)	-0.412 (0.194)		
<i>bsize</i>	-1.502 (0.631)	0.701 (0.260)	-1.098 (0.705)	0.437 (0.304)	-0.106 (0.968)	0.106 (0.744)
<i>binde</i>	8.696 (0.240)	-1.284 (0.394)	10.75 (0.173)	-0.726 (0.457)	8.312 (0.303)	-0.322 (0.727)
<i>land price</i>	-0.241 (0.834)	-0.318 (0.516)	0.536 (0.705)	-0.375 (0.242)	-0.0444 (0.973)	-0.104 (0.436)
<i>GDP</i>	0.110 (0.894)	-0.192 (0.318)	-0.277 (0.736)	-0.108 (0.455)	0.315 (0.698)	0.00581 (0.957)
<i>2009.year</i>	-0.221 (0.908)	0.852** (0.0275)	-0.443 (0.812)	0.745*** (1.09e-05)	-1.266 (0.552)	0.475* (0.0948)
<i>2010.year</i>	-1.065 (0.558)	2.842 (0.110)	0.559 (0.810)	1.300 (0.165)	1.081 (0.652)	0.226 (0.446)
<i>2011.year</i>	0.755 (0.405)	0.689 (0.243)	0.784 (0.448)	0.375 (0.290)	0.935 (0.472)	-0.100 (0.718)
<i>2012.year</i>	1.655* (0.0900)	0.873 (0.170)	1.491 (0.134)	0.359 (0.242)	1.231 (0.378)	0.0280 (0.920)
<i>2013.year</i>	3.445 (0.164)	1.003 (0.189)	2.921 (0.212)	0.365 (0.310)	2.621 (0.326)	0.0528 (0.851)
<i>2014.year</i>	4.708** (0.0386)	1.168 (0.150)	4.115* (0.0765)	0.632 (0.121)	3.500 (0.184)	0.667 (0.101)
Constant	137.5*** (0.00248)	13.04 (0.200)	97.29*** (0.00863)	7.608** (0.0220)	93.01** (0.0122)	17.32*** (0.000431)
Observations	451	449	451	449	475	425
R-squared	0.553	0.087	0.506	0.072	0.497	0.318

注: *、**、***分别为在 10%、5%、1%的水平下显著。

表 6-a: 反腐程度对企业政治关联效用的影响 (POL)

	Firm Size		Cash		Actual Controller		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>POL</i>	28.34** (0.0450)	49.68** (0.0396)	-0.129 (0.991)	47.61* (0.0847)	8.755 (0.331)	44.64* (0.0650)	-1.306 (0.311)
<i>POL*index</i>	-7.115** (0.0481)	-12.68** (0.0425)	-0.0456 (0.988)	-11.94* (0.0953)	-2.269 (0.335)	-11.24* (0.0703)	0.342 (0.330)
<i>index</i>	2.655 (0.288)	8.068* (0.0598)	-1.318 (0.338)	5.845 (0.294)	-0.404 (0.130)	5.861 (0.248)	-0.621*** (0.000315)
<i>firm size</i>	-4.114*** (0.00158)	-7.479*** (0.00113)	-0.221 (0.530)	-5.546*** (0.00250)	-0.267** (0.0108)	-5.612*** (0.00356)	-0.803*** (0.00772)
<i>lev</i>	15.53* (0.0642)	16.17* (0.0603)	-8.188 (0.113)	15.87* (0.0635)	-2.790 (0.159)	16.07* (0.0607)	0.196 (0.848)
<i>cash</i>	1.640** (0.0161)	2.081** (0.0128)	0.186 (0.533)	1.873* (0.0610)	0.254*** (0.00429)	2.258** (0.0166)	0.300* (0.0670)
<i>top5</i>	-4.654** (0.0325)	-3.687 (0.309)	-0.323 (0.797)	-5.653 (0.188)	0.840** (0.0234)	-6.504* (0.0881)	-0.317 (0.467)
<i>state</i>	-0.908 (0.171)	0.0725 (0.933)	-0.796 (0.183)	-1.131 (0.343)	-0.341 (0.209)		
<i>bsize</i>	1.005 (0.524)	-0.880 (0.778)	0.606 (0.290)	-0.180 (0.953)	0.391 (0.365)	0.893 (0.746)	0.0723 (0.821)
<i>binde</i>	7.212 (0.137)	11.13 (0.157)	-1.641 (0.265)	12.43 (0.133)	-0.630 (0.472)	10.16 (0.236)	-0.325 (0.740)
<i>land price</i>	0.553 (0.371)	0.195 (0.845)	-0.250 (0.491)	1.187 (0.338)	-0.335 (0.169)	0.664 (0.572)	-0.0814 (0.443)
<i>GDP</i>	-0.0276 (0.950)	0.406 (0.625)	-0.184 (0.324)	0.0153 (0.986)	-0.138 (0.342)	0.444 (0.597)	0.00261 (0.981)
<i>Constant</i>	50.72*** (0.00566)	97.85** (0.0223)	18.74* (0.0538)	63.47* (0.0824)	10.94*** (1.90e-05)	59.62* (0.0574)	19.43*** (3.08e-05)
Observations	900	451	449	451	449	475	425
R-squared	0.468	0.548	0.068	0.501	0.067	0.493	0.284

注: *, **, ***分别为在 10%、5%、1%的水平下显著。

表 6-b: 反腐程度对企业政治关联效用的影响 (PER)

	Firm Size		Cash		Actual Controller		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>PER</i>	146.5** (0.0326)	267.6* (0.0616)	33.82 (0.278)	310.0** (0.0283)	30.89 (0.345)	294.7** (0.0282)	-4.069 (0.312)
<i>PER*index</i>	-37.59** (0.0344)	-68.52* (0.0727)	-8.945 (0.271)	-79.14** (0.0333)	-8.055 (0.346)	-75.37** (0.0293)	0.817 (0.461)
<i>index</i>	4.378 (0.137)	11.57* (0.0609)	-0.406 (0.629)	10.53 (0.113)	-0.299 (0.441)	8.836 (0.101)	-0.643*** (0.000696)
<i>firm size</i>	-4.065*** (0.00157)	-7.517*** (0.000865)	-0.305 (0.330)	-5.595*** (0.00195)	-0.247** (0.0241)	-5.480*** (0.00362)	-0.779*** (0.00813)
<i>lev</i>	15.55* (0.0637)	16.24* (0.0585)	-8.023 (0.109)	15.95* (0.0606)	-2.940 (0.165)	16.13* (0.0578)	0.141 (0.891)
<i>cash</i>	1.683** (0.0158)	2.117** (0.0122)	0.247 (0.408)	1.969* (0.0531)	0.270*** (0.00480)	2.320** (0.0154)	0.279* (0.0785)
<i>top5</i>	-4.361** (0.0375)	-3.200 (0.346)	-0.329 (0.803)	-5.726 (0.170)	0.966** (0.0225)	-6.962* (0.0782)	-0.400 (0.357)
<i>state</i>	-1.373* (0.0539)	-0.412 (0.657)	-0.753 (0.160)	-1.839 (0.143)	-0.440 (0.209)		
<i>bsize</i>	0.950 (0.527)	-1.065 (0.725)	0.556 (0.309)	-0.871 (0.757)	0.423 (0.351)	0.529 (0.835)	0.0858 (0.793)
<i>binde</i>	6.467 (0.179)	10.12 (0.188)	-1.374 (0.342)	11.70 (0.161)	-0.801 (0.410)	10.26 (0.250)	-0.244 (0.800)
<i>land price</i>	0.485 (0.436)	0.235 (0.821)	-0.210 (0.599)	1.089 (0.377)	-0.352 (0.164)	0.593 (0.593)	-0.0917 (0.401)
<i>GDP</i>	-0.0374 (0.933)	0.284 (0.741)	-0.182 (0.346)	-0.102 (0.902)	-0.119 (0.384)	0.428 (0.611)	0.0237 (0.841)
<i>Constant</i>	43.69** (0.0140)	86.33* (0.0505)	15.98** (0.0489)	49.59 (0.172)	9.911*** (1.31e-06)	46.44 (0.128)	19.19*** (2.17e-05)
Observations	900	451	449	451	449	475	425
R-squared	0.468	0.550	0.069	0.506	0.065	0.497	0.290

注: *, **, ***分别为在 10%、5%、1%的水平下显著。

五、结论

国内外学者对企业政治关联的研究十分广泛，但鲜有考虑政策因素的文献。本文以 2008 至 2014 年 129 家房地产上市企业为样本，研究了在反腐力度加强的政策背景下，企业政治关联对房地产企业绩效影响。

结果发现，从整体上看，政治关联能够显著地提高房地产企业的绩效，并且具有政府任职背景的高管占比越高，这种促进作用就越显著。就政治关联级别而言，由于用地审批、项目开发、税收政策等均要经过地方政府的管控，因此地方级别的政治关联更能够促进房地产企业绩效的提升。就不同特征的企业而言，政治关联能在规模较小、流动性较差的企业中发挥更大的作用，因为政治关联可以在一定程度上减少投资者或消费者对企业财务风险、流动性风险的顾虑，这些企业能够借助政治关联获得融资和开发项目。此外，国有企业无需通过政治关联以获得政府的扶持，因此政治关联对民营企业绩效的提升更为显著。

在 2012 年底中央政府加大了反腐力度之后，政治关联的对绩效的促进作用显著削弱，但并不会完全消失。这反映了我国反腐工作的效果是显著的，官商勾结、政企不分的情况得到了明显改善。但想要完全消除这种情况，构建一个更为透明、自由的市场，还有很长的路要走。

对于房地产企业来说，聘用具有政府任职背景的高管可以降低开发经营成本、获得政策倾斜和补贴，从而改善企业绩效、提高企业声誉。但面临着反腐的政策风险，政治关联的效用降低，企业需要进一步在绩效和高管薪资之间进行平衡。

在后续研究中，我们将对反腐力度进行进一步细化的度量，并继续解决其他潜在的内生性问题。

附录一 变量说明与计算方法

含义		变量名	计算方法
被解释变量	公司价值	<i>Q</i>	(股票市值+净债务)/有形资产现行价值
解释变量	政治关联	<i>POL</i>	1: 该公司具有政治关联, 即公司的董事长或总经理担任或曾经担任过政府官员、人大代表或政协委员 0: 该公司不具有政治关联
		<i>PER</i>	具有政府背景的高层管理者, 即董事会、监事会成员及总经理、副总经理) 的人数占高层管理者总数的百分比
		<i>Central</i>	具有中央级别政府任职背景的高层管理者人数占高层管理者总数的百分比
	反腐力度	<i>Local</i>	具有地方级别政府任职背景的高层管理者人数占高层管理者总数的百分比
		<i>Index</i>	世界透明组织测度的中国清廉指数
控制变量	财务指标	<i>firm size</i>	公司总资产的自然对数
		<i>lev</i>	总负债\总资产
		<i>cash</i>	期末现金及现金等价物总值的自然对数
	实际控制人性质	<i>control</i>	1: 公司实际控制人是各级政府或各级国有资产监督管理委员会 0: 公司实际控制人是自然人或企业法人
		<i>top5</i>	前五大股东持股比例
	董事会特征	<i>bsize</i>	董事会人数的自然对数
		<i>binde</i>	独立董事人数占全部董事人数的百分比
	土地价格	<i>land price</i>	各省土地成交总价\各省土地成交面积
	宏观形势	<i>GDP</i>	国民生产总值
	年份变量	<i>Year</i>	从 2009 至 2014 年共设置 6 个年份虚拟变量。 如果数据所在年份为 2009 年, 则变量 2009.year 取值为 1, 其余为 0。以此类推。

附录二 参考文献

- [1] Ang J S, Ding D K, Thong T Y. Political connection and firm value [J]. *Asian Development Review*, 2013.
- [2] Cai H, Fang H, Xu L C. Eat, drink, firms and government: an investigation of corruption from entertainment and travel costs of Chinese firms [R]. National Bureau of Economic Research, 2005.
- [3] Chan K S, Dang V Q T, Yan I K M. Chinese firms' political connection, ownership, and financing constraints [J]. *Economics Letters*, 2012, 115(2): 164-167.
- [4] Ehrlich I, Lui F T. Bureaucratic corruption and endogenous economic growth [J]. *Journal of Political Economy*, 1999, 107(S6): S270-S293.
- [5] Faccio M. Politically connected firms [J]. *The American economic review*, 2006, 96(1): 369-386.
- [6] Faccio M. Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross - country analysis [J]. *Financial management*, 2010, 39(3): 905-928.
- [7] 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.
- [8] Li H, Meng L, Wang Q, et al. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms [J]. *Journal of development economics*, 2008, 87(2): 283-299.
- [9] Lin C, Morck R, Yeung B, et al. Anti-Corruption Reforms and Shareholder Valuations: Event Study Evidence from China [R]. National Bureau of Economic Research, 2016.
- [10] Méon P G, Sekkat K. Does corruption grease or sand the wheels of growth? [J]. *Public choice*, 2005, 122(1-2): 69-97.
- [11] Park S H, Luo Y. Guanxi and organizational dynamics: Organizational networking in Chinese firms [J]. *Strategic management journal*, 2001, 22(5): 455-477.
- [12] Sarte P D G. Informality and rent-seeking bureaucracies in a model of long-run growth [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2000, 46(1): 173-197.
- [13] Wang Y, You J. Corruption and firm growth: Evidence from China [J]. *China*

Economic Review, 2012, 23(2): 415-433.

[14] Wedeman A. Double paradox: rapid growth and rising corruption in China [M]. Cornell University Press, 2012.

[15] Yuen S. Disciplining the Party: Xi Jinping's anti-corruption campaign and its limits [J]. China Perspectives, 2014 (3): 41.

[16] 敖小波. 政治关联与房地产公司融资便利性研究——基于房地产上市公司的经验数据 [J]. 高等财经教育研究, 2013 (4): 88-94.

[17] 李后建. 经济市场化, 金融发展与反腐败 [J]. 贵州财经大学学报, 2013 (4): 25-33.

[18] 曲亮, 任国良. 高管政治关系对国有企业绩效的影响-兼论国有企业去行政化改革 [J]. 经济管理, 2012, 1: 50-59.

[19] 汤向俊, 刘瑞明, 马光辉. 反腐与转型——理论与中国经验证据 [J]. 南开经济研究, 2015 (5): 140-152.

[20] 田利辉, 张伟. 政治关联影响我国上市公司长期绩效的三大效应 [J]. 经济研究, 2013 (11): 71-86.

[21] 吴冲锋, 刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值 [J]. 经济研究, 2008 (7): 130-141.

[22] 夏立军, 方轶强. 政府控制, 治理环境与公司价值 [J]. 经济研究, 2005, 5: 40-51.

[23] 杨东进, 邓吉. 房地产业的政治关联, 多元化与企业绩效关系研究——基于上市公司的实证分析[J]. 软科学, 2013, 27(11): 17-21.

[24] 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.

[25] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应 [J]. 经济研究, 2012, 9: 125-139.