政治联系、股权性质与公司业绩

袁 鹏[1]，程 芳[2,3]

（1.徐工集团工程机械股份有限公司，江苏徐州 221000；2.徐州徐工筑路机械有限公司，江苏徐州 221000；
3.中国矿业大学管理学院，江苏徐州 221000）

【摘要】政治联系是一把“双刃剑”。本文以2009～2014年工程机械行业上市公司数据为样本，实证检验政治联系与公司业绩的关系。研究结果表明，政治联系与公司业绩呈N型关系，即随着政治联系的增强，公司业绩先上升、后下降、再上升。而且这种非线性关系因公司股权性质的不同而表现出差异：非国有上市公司政治联系与公司业绩是典型的N型关系，但国有上市公司由于管理者行政任命、“准官员”晋升等特殊制度因素，政治联系与公司业绩关系呈现倒U型。本文研究对于厘清政治联系对公司业绩的作用机制及效果、引导不同股权性质公司合理运用政治联系具有一定的指导意义。

【关键词】政治联系；公司业绩；股权性质

一、引言

政治联系在全球范围内普遍存在，尤其是在产权保护环境较弱的国家和地区（罗党论、唐清泉，2009；Chaney et al.，2011），政治联系对公司的作用更明显、更重要。公司与政府部门或官员建立并保持良好的关系，在一定程度上能够获取法律制度尚未允许提供的产权保护、融资便利、财政补贴、税收优惠和减少壁垒等有价值的资源。但不可避免的，公司也必须承担因寻租政府而产生的租金，包括投资效率降低、雇员规模扩大以及公司治理机制受干扰等，从而诱发了额外的成本。因此，政治联系既有可能改善公司业绩（吴文锋等，2008；Goldman et al.，2009），也有可能损害公司业绩（Fan，2007；Boubakri et al.，2008；邓建平、曾勇，2009）。总的来看，学术界关于政治联系与公司业绩关系的研究并没有得出一致的结论，究其原因，一方面可能是政治联系对公司业绩的影响并非是简单的线性关系，而是存在区间效应，如果忽视非线性问题会导致研究结论出现偏差；另一方面可能是由于公司的股权性质不同，导致公司建立政治联系的动机和类型不同，进而对公司业绩的影响也不尽相同。

那么，政治联系与公司业绩之间到底是什么样的关系？公司的股权性质又会如何影响它们之间的关系？针对这些问题，本文以中国工程机械行业2009～2014年上市公司数据为样本，区分不同股权性质，对政治联系与公司业绩的关系进行实证检验。

二、文献综述

（一）政治联系对公司业绩的积极效应

国外许多文献中的研究结果表明，政治关联是改善公司业绩的“帮助之手”。Johson，Mitton（2003）以亚洲金融危机期间的马来西亚为对象研究发现，在政府对资本控制之前，市场预测到政府补贴将会减少，有政治联系的公司价值将会大幅下滑，而在政府实施资本控制之后，与该国总理有紧密联系的公司股票价格大幅上涨。Goldman et al.（2009）针对美国的研究指出，当共和党赢得2000年总统大选时，与共和党有政治联系的公司，其股票市值显著上涨，而那些与民主党相联系的公司，其股票市值却发生下跌。Cooper et al.（2010）采用政治捐款衡量企业的政治联系强度，以美国1979～2004年的相关数据实证检验发现，企业的捐款金额与其未来的股票收益率存在显著的正相关关系。

国内的一些研究也支持政治联系对公司价值或业绩有积极影响的观点。吴文峰等（2008）以1999～2004年沪深A股民营上市公司为样本研究发现，政治联系整体上并没有影响公司价值，但区分不同政府背景后，地方政治联系对公司价值的正面影响要显著大于中央政治联系对公司价值的正面影响。罗党论、黄琼宇（2008）的研究结论也表明，民营公司的政治关系对公司价值有显著的正面作用。曾萍、邓腾智（2012）分析发现，政治联系能够显著改善企业的绩效。

（二）政治联系对公司业绩的消极效应

也有研究认为，政治联系是损害公司业绩的“掠夺之手”。Frye，Shleifer（1997）指出，政府官员具有很强的动机通过转移公司资源来实现自己的政治目标。Boubakri et al.（2008）对14个发达国家的研究表明，政治联系公司的总资产收益率与净资产收益率都显著低于非政治联系公

司。Fan et al.(2007)对我国1993~2000年IPO公司的研究表明,政治联系公司IPO后三年的股票收益率比非政治联系公司的股票收益率低18%,并且其后三年的盈余增长、销售增长和销售利润率也显著低于非政治联系公司的同类指标,另外政治联系公司在股票当天的市场表现也差于非政治联系公司。

邓建平、曾勇(2009)以我国2002~2006年民营上市公司为样本,在控制了政治联系与公司业绩的内生性后发现,政治联系与公司业绩显著负相关,实际控制人与政府或官员的政治联系程度越高,公司业绩越差。何镜清等(2013)以我国2006~2010年民营上市公司为样本研究表明,虽然政治联系给公司带来了更多的银行贷款和更长的贷款期限,但这种效应却损害了公司价值,降低了银行资金的信贷配置效率。

还有一些学者更关注政治关联对公司治理机制的负面作用。游家兴等(2010)以我国ST公司为样本研究发现,政治关联降低了高管变更的概率。王俊秋、江敬文(2012)也认为,政治关联会降低民营企业高管变更的可能性与高管变更的业绩敏感性。可见,政治关联弱化了公司治理对高管应有的监督与约束作用,最终会损害公司业绩。

总体而言,对于政治联系与公司业绩关系的研究结论存在较大争议,"帮助之手"和"掠夺之手"这两种观点均在一定范围内获得支持。如引言中所述,为避免单调线性假设和忽视股权性质差异有可能造成的研究偏差,本文将考虑股权性质特征,实证检验政治联系与公司业绩之间的非线性关系。

三、制度背景与研究假设

公司与政府建立并保持良好的关系,其主要原因在于政府掌握着许多经济发展的关键资源。我国现行经济体制最显著的特征之一就是政府对经济的强力干预。相对于缺乏政治联系的公司,拥有政治联系的公司可以更便利地寻租政府,获得更多的银行贷款(Khwaj,Mian,2005)、更长的贷款期限(余明桂、潘洪波,2008)、更多的政府补贴(Faccio et al.,2006;余明贵等,2010)、更低的税负(Faccio,2010;吴文峰等,2009)以及更容易地进入管制行业(Mobarak,Purbasari,2006;罗党论、刘晓龙,2009),还可以避免法律在产权保护和契约执行等方面的缺陷(潘红波等,2008)。因此政治联系能够帮助公司获取发展的外部关键资源,有利于形成竞争优势,从而对业绩提升产生推动作用。

但是,随着政治联系的逐渐增强,政府在向公司提供"帮助之手"的同时,也会伸出"掠夺之手"(Frye,Shleifer,1997)。公司与政府之间的政治联系为政府干预公司的行为打开了方便之门,政府的干预途径更为直接、便利,干预成本也更小。例如,政府为了完成就业目标,会要求公司雇佣更多的员工,提高了公司的经营成本(Bertrand et al.,2007;梁莱歆、冯延超,2010)。而且,由于不断加强的政治联系,公司高管需要耗费更多的时间与精力维持与政府之间的关系,这样就可能减少在内部能力建设上的投入,损害公司治理的有效性,从而降低公司业绩(杨其静,2011)。

然而,当公司政治联系达到较高程度的时候,公司已经与政府建立了密切的"联盟"关系,地方政府尤其是基层政府在干预公司行为时,干预成本将会增加。另外,政治联系公司已经拥有较高的社会声誉,其生产经营活动也更有可能受到外部媒体的关注,政府干预这类公司的行为会变得更加谨慎。因此,此时政治联系的进一步加强,有利于提高公司业绩。基于上述分析,本文提出假设1:

H1:政治联系与公司业绩存在N型关系。

在我国经济转轨过程中,国有企业和非国有企业的经营行为存在明显差异,政治联系与公司业绩之间的关系在这两类公司中也可能存在一定的差异(刘芍佳等,2003)。具体而言,国有公司的管理者基本由政府部门任命,当公司政治联系程度达到一个较高的水平时,意味着其管理者其实已经成为"准官员",甚至他们中的大部分本身就是前政府官员,而且未来仍然有望再次进入"仕途",完成"商、官"间的身份转换,达到政治生涯晋升的目的。很显然,这类管理者会更加热衷于花费大量的时间和精力维护与政府的关系,从而影响其在公司经营上的投入。此外,国有公司更容易受到政府"保增长、促就业"等政治目标的影响,"掠夺之手"可能频繁发生作用。因此,当国有公司的政治联系程度较高时,政治联系的再度加强只会降低公司业绩。相对而言,非国有公司管理者从政机会较小,其主要目标是通过努力经营提升公司业绩以获取更多报酬。区分股权性质后,本文提出假设2:

H2:国有公司政治联系与公司业绩存在倒U型关系,非国有公司政治联系与公司业绩是典型的N型关系。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

工程机械行业是我国的基础支柱产业,在国民经济中占有重要的地位。本文选取2009~2014年沪深两市工程机械行业上市公司为研究样本,行业分类标准选择全球行业分类标准(GICS),工程机械行业分类代码为201060,同时剔除掉ST、*ST等被特殊处理和部分数据缺失的上市公司,共得到835个样本观测值,其中,2009~2014年分别有102、131、147、148、151和156个观测值。

本文所使用数据包括公司财务数据、公司治理数据、政治联系数据和制度环境数据。其中:公司财务数据和公司治理数据来自CCER数据库;政治联系数据来源于手工翻阅上海证券交易所、深圳证券交易所网站提供的公司年报和巨潮资讯网、和讯网的公司高管信息栏。另外,本文对所有连续型变量在1%的水平上进行了winsorize处理。

（二）模型设定与变量定义

为了检验H1，本文构建如下回归模型：

$$Perf_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1\times Political_{i,t-1}+\beta'\times Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Perf_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1\times Political_{i,t-1}+\alpha_2\times Political^2_{i,t-1}+\beta'\times Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Perf_{i,t}=\alpha_0+\alpha_1\times Political_{i,t-1}+\alpha_2\times Political^2_{i,t-1}+\alpha_3\times Political^3_{i,t-1}+\beta'\times Control_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

表1　模型变量定义

变量	变量符号	变量定义
总资产收益率	ROA	净利润/资产总额
净资产收益率	ROE	净利润/所有者权益总额
政治影响力指数	Political	上一期的政治影响力指数
股权性质	Property	如果公司最终控制人为国有，赋值为1，否则赋值为0
公司规模	Size	资产总额的自然对数
成长性	Growth	（本期营业收入－上期营业收入）/上期营业收入
资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
第一大股东持股比例	Top	第一大股东持股比例
独立董事比例	Inde	独立董事人数/董事会人数
高管持股比例	MS	公司高级管理者持股比例
年度虚拟变量	Year	按照年度设置3个虚拟变量

其中，Perf是被解释变量，表示公司业绩。由于我国股票市场并不完善，公司的股票市场业绩易受到市场波动和其他因素的影响，本文采用公司的总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）等会计业绩指标衡量公司业绩。

$Political_{t-1}$表示公司上一期政治影响力指数。目前国内外相关研究在度量政治联系时主要采用虚拟变量，但并没有区分公司政治联系程度的差异。本文拓展潘越等（2009）的定义标准，考虑了公司管理者的政府官员背景、代表委员背景和行业协会背景，计算出每一名管理者的政治影响力得分，得到公司层面的政治影响力指数。本文将公司管理者限定为总经理与董事会成员，具体计算标准为：①政府官员类。如果公司管理者是前任政府官员，按照行政级别，分别赋值：没有任何从政经历赋0分，副科级以下行政经历赋1分，副科级行政经历赋2分，以此类推，最高值为9分。②代表委员类。如果公司管理者是前任或现任人大代表或政协委员，根据政府级别，分别将国家级、省级、市级、县区级人大代表或政协委员赋值为4、3、2、1分。③行业协会类。我国许多行业协会是由国家行政机构改革后的原政府人员组成的人民团体，行业协会与政府联系极强，在一定程度上具有政府部门的管理性质。本文参考1993年《国家公务员暂行条例》的第一条，将人民团体的主要负责人定为省部级，满分为7分，省部级以下依次递减。

根据上述标准，将每一名管理者的最高得分相加，得到公司层面的政治影响力指数，衡量公司的政治联系程度。

参考夏立军、方轶强（2005）和徐莉萍等（2006）的相关研究，选择公司规模、成长性、资产负债率、第一大股东持股比例、独立董事比例、高管持股比例和年度虚拟变量等作为控制变量。具体变量定义如表1所示。

五、实证结果

（一）描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计情况。统计结果显示，2009～2014年我国工程机械行业上市公司的平均总资产收益率为2.08%，平均净资产收益率为3.35%，公司政治影响力指数均值为9.36。样本中，国有上市公司和非国有上市公司数量基本持平。

表2　主要变量的描述性统计

变量	N	均值	标准差	25%分位点	中值	75%分位点
ROA	835	0.020 8	0.037 6	0.005 4	0.021 2	0.035 5
ROE	835	0.033 5	0.041 0	0.022 7	0.037 2	0.062 2
Political	835	9.360 0	6.250 8	5	9	12
Size	835	21.765 0	1.194 4	20.936 0	21.585 5	22.276 6
Lev	835	48.57%	20.14%	34.67%	49.75%	65.22%
Growth	835	0.100 6	0.366 2	−0.122 5	0.063 2	0.158 0
Top	835	38.60%	15.50%	23.55%	37.90%	49.60%
Inde	835	0.376 6	0.057 3	0.333 3	0.333 3	0.383
MS	835	6.05%	12.54%	0.00%	0.00%	5.24%
Property	835	0.49	0.52	0	0	1

（二）相关性分析

表3列示了主要变量的相关系数。由表3可知，政治影响力指数与总资产收益率和净资产收益率显著相关，各控制变量与公司业绩也都存在相关性。而且，各主要变量的相关性系数均低于0.5，表明并不存在严重的多重共线性问题。

（三）多元回归分析

1. 政治联系对公司业绩的影响。表4列示了模型（1）、模型（2）和模型（3）的全样本多元回归结果。分别以ROA和ROE为基础衡量公司业绩的回归结果基本一致，下文以ROA为例进行分析：

模型（1）的回归结果显示，政治影响力指数与公司业绩在5%水平上显著正相关，表明政治联系越强，越有利于提升公司业绩。

模型（2）加入政治影响力指数的平方项，回归结果的调整R^2没有提高，并且政治影响力指数平方项也没有通

表 3　　变量 Pearson 相关系数

	ROA	ROE	Political	Size	Lev	Growth	Top	Inde	MS
ROA	1								
ROE	0.828**	1							
Political	0.117**	0.168***	1						
Size	−0.025	0.219***	0.277***	1					
Lev	−0.316***	0.125***	0.064	0.566***	1				
Growth	0.280***	0.431***	0.055	0.142***	0.166***	1			
Top	0.177***	0.277***	−0.018	0.371***	0.158***	0.087*	1		
Inde	−0.044	−0.025	−0.024	0.247***	0.043	0.051	0.187***	1	
MS	0.232**	0.091*	−0.026	−0.336***	−0.320***	−0.067	−0.058	0.055	1

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上统计显著（双尾检验），下同。

表 4　　全样本的模型（1）、模型（2）和模型（3）的实证结果

变量	ROA			ROE		
	（1）	（2）	（3）	（1）	（2）	（3）
Political	0.001** （2.163）	0.001* （1.748）	0.003** （2.522）	0.001*** （2.800）	0.002* （1.733）	0.009*** （3.300）
$Political^2$		−2.15E−5 （−0.955）	−2.80E−4** （−2.167）		−3.17E−5 （−0.690）	−0.002*** （−2.865）
$Political^3$			5.451E−6** （2.014）			1.533E−5*** （2.955）
Size	0.006*** （3.92）	0.006*** （3. 655）	0.010*** （3.552）	0.013*** （3.575）	0.017*** （3.992）	0.010*** （3.006）
Lev	−0.087*** （−9.212）	−0.081*** （−9.565）	−0.088*** （−8.229）	−0.012 （−0.869）	−0.020 （−0.768）	−0.013 （−0.722）
Growth	0.031*** （6.785）	0.035*** （6.558）	0.031*** （6.660）	0.091*** （8.112）	0.090*** （7.655）	0.074*** （8.010）
Top	0.052*** （4.557）	0.042*** （4.577）	0.045*** （4.176）	0.120*** （5.433）	0.114*** （5.115）	0.105*** （4.233）
Inde	−0.081*** （−3.234）	−0.080*** （−3.223）	−0.076*** （−2.950）	−0.177*** （−3.210）	−0.173*** （−3.150）	−0.145*** （−2.650）
MS	0.055*** （4.669）	0.057*** （4.034）	0.047*** （4.655）	0.104*** （4.111）	0.105*** （4.218）	0.122*** （4.008）
（常量）	−0.07** （−2.18）	−0.080** （−2.311）	−0.088** （−2.290）	−0.256*** （−3.055）	−0.230*** （−3.200）	−0.224*** （−3.226）
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	835	835	835	835	835	835
F值	26.131***	24.090***	22.775***	24.120***	22.433***	23.252***
Adj−R^2	0.329	0.323	0.331	0.322	0.310	0.331

过显著性检验，因此政治联系与公司业绩的二次方关系并不成立。

模型（3）在模型（2）的基础上加入政治联系指数的三次方，模型的调整R^2得到了一定的提高，并且政治影响力指数的三次方项通过了显著性检验，表明政治联系与公司业绩存在N型的曲线关系。

在控制变量方面，与现有研究结论基本一致。公司规模、成长性、第一大股东持股比例和高管持股比例与公司业绩显著正相关，而资产负债率与公司业绩显著负相关；独立董事比例与公司业绩显著负相关，这表明我国的独立董事制度亟须完善，其作为一种公司内部治理机制，并没有发挥应有的作用。

2. 考虑股权性质后，政治联系对公司业绩的影响。表5反映了国有上市公司的政治联系对公司业绩的影响，以ROA为基础进行分析。模型（1）回归结果中，政治影响力指数并没有通过显著性检验；加入政治影响力指数平方项后，回归方程的拟合度调整R^2从0.299上升到0.342，并且政治影响力指数的平方项通过了显著性检验；加入政治影响力指数的三次方项，模型（3）的拟合度调整R^2反而有所下降，并且政治影响力指数的三次方项也没有通过显著性检验。

实证结果表明，在国有上市公司中，政治联系与公司业绩存在倒U型的曲线关系。通过求导可以解出U型关系的拐点，即在政治联系指数为14附近。当Political<=14时，政治联系与公司业绩呈显著正相关关系，表明政治联系的资源效应处于主导地位，随着政治联系的增强，能给公司带来诸多有价值的资源；当Political>14时，政治联系与公司业绩呈显著的负相关关系，表明此时政府的掠夺效应处于主导地位，不利于提高公司业绩。

表6反映了非国有上市公司的政治联系对公司业绩的影响，以ROA为基础进行分析。模型（1）回归结果显示，政治影响力指数的系数并不显著；加入政治影响力指数的平方项后，模型的拟合度调整R^2从0.352提高到0.375，政治影响力指数平方项通过了显著性检验；加入政治影响力指数三次方项，模型的调整R^2进一步提高，从0.375上升到0.393，政治联系三次方项也通过了显著性检验。

实证结果表明，在非国有上市公司中，政治联系与公司业绩呈N型曲线关系。通过求导计算出两个拐点，分别

表 5　　国有上市公司子样本的模型(1)、模型(2)和模型(3)的实证结果

变量	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Political	7.55E−05 (0.260)	0.003*** (3.992)	0.003* (1.900)	4.05E−4 (0.562)	0.006*** (3.220)	0.011*** (2.900)
$Political^2$		−1.06E−4*** (−4.015)	−1.57E−4 (−1.033)		−2.05E−4*** (−3.255)	−0.001** (−1.978)
$Political^3$			1.288E−08 (0.370)			1.16E−06 (1.366)
Size	0.010*** (4.336)	0.011*** (5.233)	0.010*** (5.005)	0.022*** (4.450)	0.024*** (5.054)	0.025*** (4.900)
Lev	−0.078*** (−7.088)	−0.084*** (−7.38)	−0.079*** (−7.001)	−0.045 (−1.600)	−0.047* (−1.709)	−0.039 (−1.401)
Growth	0.032*** (5.435)	0.029*** (5.005)	0.031*** (5.375)	0.087*** (6.56)	0.085*** (6.812)	0.087*** (6.552)
Top	0.019 (1.120)	0.026** (1.933)	0.027** (2.012)	0.035 (1.125)	0.06* (1.855)	0.059** (2.122)
Inde	−0.142*** (−4.330)	−0.128*** (−4.260)	−0.141*** (−4.77)	−0.274*** (−3.809)	−0.3*** (−3.766)	−0.310*** (−4.17)
MS	0.277** (2.312)	0.301** (2.713)	0.330*** (2.898)	0.512* (1.820)	0.578* (2.012)	0.552* (1.967)
(常量)	−0.091** (−2.550)	−0.159*** (−3.766)	−0.160*** (−3.77)	−0.310*** (−3.500)	−0.419*** (−4.502)	−0.410*** (−4.350)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	406	406	406	406	406	406
F值	13.221***	13.699***	12.335***	11.887***	11.550***	11.065***
$Adj-R^2$	0.299	0.342	0.338	0.275	0.303	0.306

表 6　　非国有上市公司子样本的模型(1)、模型(2)和模型(3)的实证结果

变量	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Political	0.001 (1.565)	−0.002** (−2.052)	0.004* (1.715)	0.001** (2.001)	−0.004** (−2.245)	0.008* (1.708)
$Political^2$		1.05E−4*** (2.855)	−4.16E−05** (−2.098)		2.17E−4*** (3.117)	−0.001** (−2.220)
$Political^3$			1.16E−05*** (2.899)			2.32E−05*** (2.890)
Size	0.010*** (2.61)	0.005* (1.800)	0.004 (1.266)	0.014*** (2.914)	0.010** (1.966)	0.008 (1.442)
Lev	−0.078*** (−6.509)	−0.077*** (−6.990)	−0.080*** (−6.357)	0.017 (0.488)	0.017 (0.712)	0.022 (0.933)
Growth	0.029*** (4.330)	0.032*** (4.767)	0.038*** (4.009)	0.078*** (6.034)	0.085*** (6.100)	0.086*** (6.277)
Top	0.08*** (5.001)	0.070*** (5.221)	0.070*** (4.650)	0.189*** (6.370)	0.195*** (6.565)	0.164*** (5.970)
Inde	−0.02 (−0.408)	−0.047 (−1.120)	−0.021 (−0.560)	−0.02 (−0.280)	−0.079 (−0.655)	−0.023 (−0.255)
MS	0.045*** (3.112)	0.042*** (3.350)	0.044*** (3.330)	0.065*** (2.700)	0.075*** (2.90)	0.073*** (2.955)
(常量)	−0.129** (−2.177)	−0.065 (−1.024)	−0.057 (−0.866)	−0.37*** (−3.220)	−0.277* (−1.988)	−0.21* (−1.788)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	429	429	429	429	429	429
F值	15.332***	15.078***	14.810***	18.700***	18.405***	18.050***
$Adj-R^2$	0.352	0.375	0.393	0.405	0.433	0.442

为政治影响力指数在7和17附近，即当Political≤7时，政治联系与公司业绩显著正相关，政治联系的资源效应处于主导地位；当7<Political≤17时，政治联系与公司业绩显著负相关，政府的负面作用处于主导地位；当Political>17时，由于公司已经建立了较高的政治联系，社会声誉和媒体关注度上升，政府干预将会变得更加谨慎，增强政治联系有利于提升公司业绩。

(四)稳健性检验

为了进一步验证研究结论的可靠性，本文进行了稳健性检验：

1. 采用每股收益和营业利润率(利润总额/营业收入)衡量公司业绩，重新检验模型(1)～模型(3)，研究结论没有实质性差异。

2. 考虑到公司规模或董事会规模会影响政治影响力指数的大小，采用人均政治影响力指数(政治联系指数/董事会人数)作为政治联系程度的度量指标，重新检验模型(1)～模型(3)，研究结论基本保持一致。

综上可知，本文的实证研究是稳健的，结论是可靠的。

六、研究结论

当前我国正处于转型过程中，市场机制和法律体系尚不够完善，各级政府为实现经济和社会发展的目标，仍不同程度的干预着市场的运作。在这种背景下，为规避政策风险，与政府建立政治联系成为企业的一种战略选择。但是，企业在通过建立政治联系获取各种优惠和便利的同时，也要承担维护与政府关系的成本，政府的“帮助之手”与“掠夺之手”并存。本文以2009～2014年我国工程机

械行业上市公司为样本，实证检验了政治联系与公司业绩的关系。结果表明，政治联系与公司业绩并不是线性关系，而是N型非线性关系，即随着公司政治联系的增加，公司业绩先上升、后下降、再上升。但这种非线性关系因公司股权性质的不同而表现出差异：民营上市公司政治联系与公司业绩关系是典型的N型，拐点出现在政治联系程度为7和17时；而在国有上市公司中，由于存在管理者行政任命、"准官员"晋升等特殊制度性因素，使政治联系与公司业绩关系呈倒U型，拐点出现在政治联系程度为14时。

本文研究发现政治联系对公司业绩的影响存在一个区间效应，拓展了将二者归为简单线性关系的传统认识，是对政治联系经济后果研究的有益补充，而且可以为不同股权性质的公司是否建立以及建立何种程度的政治联系提供经验证据。总体而言，企业的经济行为与政治行为是交织在一起的，不能孤立地看待政治联系。国有企业凭借与政府的天然关系以及对所在地经济增长、就业和社会公共服务等方面的巨大贡献，享受着政治联系带来的诸多好处；民营企业的经营者也通过当选人大代表或政协委员而积极地参政议政，尝试为企业发展争取更有利的政策环境。但也要认识到，企业激烈的竞争背后隐藏着对政府资源的争夺。政治联系是一把"双刃剑"，企业应根据产权性质的不同而灵活运用。民营企业应通过建立一定的政治联系，以克服法律制度在产权保护、契约执行等方面的缺失与不足，但也要努力避免政治联系与公司业绩N型曲线的底部陷阱，充分发挥政治联系的正面效应，真正让政治联系成为企业腾飞的动力；国有企业需进一步完善管理者的任命、晋升和监督机制，规范和畅通政治联系作为政府政策落实的通道，约束国企管理者过度热衷于自身政治"仕途"的意识以及扭曲化的自利行为。

本文的研究深化了现有文献有关政治联系与公司业绩关系不一致的结论，揭示出政治联系的经济后果因公司股权性质而异，并非一成不变，对于厘清政治联系对公司业绩的影响机制及效果、引导不同股权性质公司合理运用政治联系有较强的现实指导意义。

主要参考文献

罗党论，唐清泉.中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究[J]. 经济研究，2009(2).

Chaney P. K., Faccio M. and Parsley D.. The Quality of accounting information in politically connected firms [J]. Journal of Accounting and Economics，2011(1).

吴文锋，吴冲锋，刘晓筱.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).

Goldman E., Rocholl J. and So J.. Do politically connected boards affect firm value?[J].The Review of Financial Studies，2009(6).

Fan P. H. J., Wong T. J. and Zhang T.. Politically-connected CEOs, corporate governance and Post-IPO performance of China's partially privatized firms[J]. Journal of Financial Economics，2007(2).

Boubakri N., Cosset J. C. and Saffar W.. Political connections of newly privatized firms[J]. Journal of Corporate Finance，2008(5).

邓建平，曾勇.政治关联能改善民营企业的经营绩效吗[J].中国工业经济，2009(2).

Johnson S. and Mitton T.. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia [J]. Journal of Financial Economics，2003(2).

Cooper M. J., Gulen H. A. and Ovtchinnikov V.. Corporate political contributions and stock returns [J]. The Journal of Finance，2010(2).

罗党论，黄琼宇. 民营企业的政治关系与企业价值[J].管理科学，2008(6).

曾萍，邓腾智.政治关联与企业绩效关系的Meta分析[J].管理学报，2012(11).

何镜清，李善民，周小春.民营企业家的政治关联、贷款融资与公司价值[J].财经科学，2013(1).

游家兴，徐盼盼，陈淑敏.政治关联、职位壕沟与高管变更——来自中国财务困境上市公司的经验证据[J].金融研究，2010(4).

王俊秋，江敬文.政治关联，制度环境与高管变更[J].管理评论，2012(12).

Khwaja A. L. and Mian A.. Do lenders favor politically connected firms? Rent seeking in an emerging financial market[J]. Quarterly Journal of Economics，2005(4).

余明桂，潘红波.政治关联、制度环境与民营企业银行贷款[J].管理世界，2008(8).

Faccio M., Masulis R.W. and Mcconnell J. J.. Political connections and corporate bailouts [J]. Journal of Finance，2006(6).

余明贵，回雅甫，潘红波.政治关联、寻租与地方政府财政补贴有效性[J].经济研究，2010(3).

Faccio M.. Difference between politically connected and nonconnected firms: A cross-country analysis [J]. Financial Management，2010(3).

吴文锋，吴冲锋，芮萌.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).

罗党论，刘晓龙.政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据[J].管理世界，2009(5).

潘红波，夏新平，余明桂.政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. 经济研究，2008(4).