

# 公司治理对政治关联与企业绩效的调节效应 ——基于2009—2015年创业板上市民营企业的面板数据

黄英君, 胡乾坤

**摘要:**以2009—2015年中国创业板上市民营企业为样本,实证分析了公司治理对政治关联与企业绩效的调节效应以及制度环境对这种调节效应的影响。结果发现:中国创业板上市民营企业的政治关联降低了企业绩效,公司治理在一定程度上放大了这种反向激励效果。而制度环境的改善可以在一定程度上削弱公司治理对政治关联的企业绩效的负面作用。研究具有一定的现实意义,说明了仅仅依靠公司治理水平的提升,并不能真正减少企业政治关联对企业财务绩效的负面影响。

**关键词:**公司治理; 政治关联; 企业绩效; 制度环境; 调节效应

**作者简介:**黄英君, 经济学博士, 重庆大学经济与工商管理学院教授, 博士生导师, 博士后合作导师; 胡乾坤, 重庆大学经济与工商管理学院硕士研究生。

**基金项目:**国家社会科学基金重大项目“开放经济条件下我国虚拟经济运行安全法律保障研究”(14ZDB148)。

**中图分类号:**F842.01; F019.6 **文献标识码:**A **Doi:** 10.3969/j.issn.2095-042X.2017.06.007

随着中国改革开放的推进和市场经济进程的加快,民营企业在我国经济领域中扮演着日益重要的角色。然而,由于我国对民营企业财产的保护制度不完善,民营企业的发展依然缺乏充分的制度保障,不少民营企业纷纷倾向于依靠政治关联来降低企业发展过程中的不确定性。在此背景下,不少学者纷纷开始对政治关联与企业绩效的关系展开研究,正确理清二者之间的关系对于提高我国民营企业的竞争力具有重要意义。

所谓政治关联,就是企业与政府之间形成的一种长久密切的关系,通过这种关系,企业可以较低成本获得较大利益<sup>[1]</sup>。Faccio<sup>[2]</sup>研究发现,企业的政治关系在全球范围内普遍存在,尤其在中国等转型经济中,这一现象更为普遍。同时,政治关联对企业财务绩效具有积极的促进作用,政治关联作为一种无形资源,可以通过直接影响政府决策来获得潜在投资机会<sup>[3]</sup>,可以有效应对市场的不确定性<sup>[4]</sup>,通过建立政治关联可以让企业在面对融资约束和进入壁垒时获得各种便利<sup>[5-7]</sup>,还可以获得更低的实际税率<sup>[8]</sup>,更多的政府救援、政府补贴、政府采购合同,更优惠的银行贷款和更大的市场份额<sup>[9]</sup>。此外,政治关联会导致高管过度投资<sup>[10]</sup>,地方国有企业高管倾向于优先考虑政治目标,如雇佣更多的劳动力,这在一定程度上增加了企业的人力成本<sup>[11]</sup>。

目前学术界对于政治关联的绩效激励看法并不一致。在什么情况下政治关联可以提升企业绩效?什么情况下政治关联会降低企业绩效?其背后的传导机制是什么?这正是本文关注的核心问题。根据新制度经济学理论,在缺乏有效制度安排的情况下,由于信息不对称等原因委托人会为了自身利益最大化损害受托人的利益。因此在缺乏有效公司治理的上市公司内部,作为代理人的高管很有可能会为了自身的利益利用政治关联来进行寻租,进而损害企业的财务绩效。基于此,本文拟引入公司治理作为调节变量来分析其对政治关联与企业绩效的影响,并引入外部制度环境进行分组检验。

## 一、理论分析与研究假设

### (一) 公司治理对政治关联与财务绩效的调节效应

在中国目前正式制度不完善的背景下,政治关系作为一种典型的非正式制度安排对民营企业具有非常重要的作用<sup>[12]</sup>。但是,如果企业内部缺乏有效的公司治理结构,无法对代理人的行为进行有效制约和监督,代理人在自身利益最大化的驱动下,很有可能会利用政治关联进行寻租,或者通过过度投资、在职消费等方式来满足自身的利益,进而对企业的财务绩效产生负面影响。反之,如果在企业内部能够形成有效的内部治理结构,将会在一定程度上制约公司高管(代理人)的道德风险和逆向选择,由此,提出第1个假设。

H1: 公司治理水平越高,政治关联对企业财务绩效的正面影响越显著。

### (二) 制度环境对公司治理调节效应的影响

在新制度经济学家看来,制度环境对企业的内部契约安排及其效率有着重要影响。一个制度的治理机制的选择在任何时点都受其基本的制度环境和一个国家的基本经济条件的影响。公司治理结构的制度安排往往很好地反映了外在制度对公司治理的约束,不同的公司治理模式往往是不同的外在制度背景的产物<sup>[13]</sup>。当企业的内在制度不能实现与外在制度有效兼容时(譬如转轨国家在市场经济初期),内部人侵占外部所有者的权益,漠视债权人权益,公司治理的成本将会大幅上升。因此,要分析公司治理的调节效应,必须考虑相应的制度环境。

#### 1. 市场化水平

伴随着市场化进程的不断加速,企业的公司治理制度将会进一步完善,进而更好地降低企业的融资成本和履约成本,提升企业的财务绩效<sup>[14-15]</sup>,由此,提出第2个假设。

H2: 市场化水平越高,公司治理对政治关联与财务绩效正向调节效应越显著。

#### 2. 政府干预

由于我国市场经济体制还不健全,上市家族企业的日常经营活动不免会受到政府相关部门的影响。随着市场化程度日益深入,政府由“干预型”向“服务型”转变,政府对家族企业的干预会进一步减少,进而使得政府干预对公司治理制度实施的阻碍越来越少,从而公司治理可以更好地发挥对企业高管进行政治关联的监督和约束作用,由此,提出第3个假设。

H3: 政府干预程度越低,公司治理对政治关联的企业财务绩效正向调节效应越显著。

### 3. 法治水平

法律体系的完善与投资者权益的保护紧密相关。法律体系对公司治理中的积极意义在于,完善的法律体系可以更好地维护外部投资者的合法权益。只有当外部投资者的权利在法律上得到了明确的界定,并且法院等机构可以保证这种权利有效执行时,他们才愿意把资金投入企业,由此,提出第 4 个假设。

H4: 法治化水平越高,公司治理对政治关联与财务绩效正向调节效应也就越显著。

### 4. 金融发展水平

樊纲等<sup>[16]</sup>研究发现,尽管我国金融整体发展水平有所提高,但由于地理位置以及国家政策制度等方面的差异,各地区金融发展水平仍然参差不齐。这种地区差异通过公司治理机制的传导,又会对公司投资行为产生影响。在金融发展水平较高的地区,银行等金融机构通常具有很强的贷款控制能力,他们能够对贷款人施加更强的外在约束和监督,迫使贷款人更加重视投资项目的使用效率,更好地发挥债务治理的作用,进而提高投资效率,由此,提出第 5 个假设。

H5: 金融发展水平越高,公司治理对政治关联与财务绩效正向调节效应也越显著。

## 二、研究设计

选取创业板上市的民营企业作为研究样本,通过主成分分析法提取公司治理关键变量,选取衡量政治关联、企业绩效、制度环境等一系列变量的相关指标。以公司治理为调节变量,以政治关联为解释变量,以制度环境为分组变量,以企业绩效为被解释变量来建立相应的回归模型。

### (一) 样本和数据来源

以 2009—2015 年间创业板上市民营公司为研究样本,并按照以下标准进行剔除:第一,剔除金融行业的上市公司;第二,剔除 ST、\*ST、S、SST 和 S\*ST 的上市公司;第三,删除最终控制人为外资、大学等社会非营利性质团体、其他等类型的上市公司;第四,删除数据缺失或者部分数据异常的上市公司。最终得到 2 132 个年度样本。文中用到的关于公司治理、政治关联和财务绩效的数据来自国泰安 CSMAR 数据库,制度环境数据则来自于樊纲等<sup>[16]</sup>编制的中国各地区(包括 31 个省、自治区和直辖市)市场化进程指标体系。

### (二) 变量选择及定义

#### 1. 公司治理

本文采用因子分析方法对公司治理指标进行衡量,借鉴现有的研究<sup>[17-20]</sup>,采用如下指标作为公司治理的代理变量(见表 1)。对公司治理综合得分的计算方法如下:第一,根据 KMO 检验及球形检验来判断数据是否满足因子分析的相关要求,KMO 检验值为 0.725,  $P=0.000$ ,说明可以进行因子分析;第二,采用主成分分析方法进行公因子提取(见表 2);第三,以公因子得分为基础(见表 3),以方差贡献率为权重,进行加权得分,得到公司治理最终得分 GOV。

表 1 公司治理指标体系

治理要素	变量名称	变量含义
股权结构	股权制衡度	第二到第五大股东持股比例之和
	股权集中度	第一大股东持股比例
董事会、监事会治理	董事长总经理两职设置情况	总经理是否兼任董事长，若是记为 0，否则为 1
	董事会规模	董事总人数
	监事会规模	监事总人数
	独立董事所占比例	独立董事
	年内董事会会议次数	年内董事会会议总次数
	年内股东大会次数	年内股东大会总次数
管理层治理	高管持股比例	高管持股比例
	董事会持股比例	董事会持股比例
	管理层持股比例	管理层持股比例
	高管薪酬	高管前三名薪酬之和

2. 政治关联

本文将政治关联定义为，企业的董事长或者总经理曾经或者正在担任政府官员。若是，则  $POL=1$ ，否则  $POL=0$ 。之所以仅选择董事长或者总经理作为高管人员的指代对象，主要是考虑到中国上市公司的特点，投融资决策大权往往由董事长或者总经理掌控。同时，有学者<sup>[7,21]</sup>在对政治关联指标进行测量时，也考虑二者的政治背景。因此，可以认为，以董事长和总经理的政治背景来衡量政治关联是比较稳健的。

3. 企业绩效

一般来说，对企业绩效的衡量主要采用财务绩效和市场绩效两种指标。具体而言，对于财务绩效，一般主要使用净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）来进行衡量；对于市场绩效，一般采用托宾 Q 值。对于处在成长中的中国资本市场来说，市场投

表 2 主成分列表

分类	主成分	特征根	变异/%	累计方差贡献率/%
初始特征根	1	2.800	23.334	23.334
	2	1.867	15.556	38.890
	3	1.504	12.529	51.419
	4	1.368	11.396	62.815
	5	1.077	8.973	71.788
	6	0.979	8.160	79.948
	7	0.834	6.949	86.896
	8	0.546	4.550	91.447
	9	0.439	3.657	95.103
	10	0.346	2.885	97.989
	11	0.231	1.929	99.918
	12	0.010	0.082	100.000
提取平方和	1	2.474	20.620	20.620
	2	1.727	14.388	35.008
	3	1.560	12.999	48.007
	4	1.493	12.438	60.444
	5	1.361	11.343	71.788

机比较严重，股票价格很多时候不能真正反映企业价值，因此国内大部分学者更倾向于使用总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）来衡量企业绩效<sup>[17,22-23]</sup>。因此，本文首先使用 ROA 来衡量企业绩效，最后用 ROE 进行稳健性检验。

表 3 因子得分系数矩阵

变量	因子得分系数				
第一大股东持股比例	0.009	0.147	−0.835	−0.045	0.100
第二大股东与第四大股东持股比例之和	0.211	−0.044	0.816	−0.117	−0.045
董事长与总经理兼职情况	−0.096	−0.033	0.126	0.032	−0.909
董事人数	−0.086	−0.886	0.068	0.016	0.037
独董比例	0.002	0.889	−0.006	−0.028	0.028
监事规模	−0.053	−0.308	0.061	−0.070	−0.039
董事持股比例	0.955	0.091	0.080	0.018	0.079
高管持股比例	0.661	0.094	0.016	−0.003	0.634
管理层持股比例	0.954	0.095	0.107	0.018	0.077
高管前三名薪酬	−0.388	−0.008	0.393	0.205	0.322
董事会会议次数	−0.017	0.071	0.000	0.856	−0.029
股东大会召开次数	0.016	0.018	−0.020	0.834	0.019

4. 制度环境

参照樊纲等<sup>[16]</sup>的做法选择“市场化指数”“减少政府对企业的干预”“市场中介组织发育程度”“市场化指数”分别表示市场化水平、政府干预水平、法制化水平和金融发展水平。考虑到樊纲等<sup>[16]</sup>的报告并没有提供 2009 年以后的相关数据，因此 2010 年及以后的相关指数参考郭桂花等<sup>[15]</sup>的研究，采用上年指数加前三年市场化指数增加值的平均数进行确定。为了研究的方便，将每个指标转化为哑变量，当分值大于该指标所有观测值的中位数时，赋值为 1，否则赋值为 0。

5. 其他变量

选择财务杠杆、公司规模、成长性以及所属行业和年份作为控制变量。其中财务杠杆用资产负债率表示，公司规模由企业账面总资产取对数求得，成长性由营业收入增长率表示，所属年份以 2009 年为对照组分别设置 2010、2011、2012、2013、2014、2015 年共 6 年为虚拟变量，所属行业按照证监会 2012 年的行业分类分别设置 15 个行业虚拟变量。

（三）模型设定

采用模型（1）和模型（2）进行公司治理对政治关联与企业绩效的调节效应进行实证。模型（1）代表不含调节效应的回归方程，模型（2）代表包含调节效应的回归方程。如果模型（2）相对模型（1）R 方提高并且交互项显著，则公司治理对政治关联与企业绩效具有调节效应。同时，为了检验制度环境对公司治理调节效应的影响，根据制度环境变量的特点，将每个制度变量等于 0 表示为制度环境差的地区，等于 1 表示为制度环境好的地区，分别与模型（2）进行分组回归，然后对回归结果进行比较。

$$ROA_1 = \alpha + \beta_1 POL + \beta_2 GOV + \beta_3 LEV + \beta_4 SIZE + \beta_5 GROW + \beta_i INDUSTRY + \beta_j YEAR + V$$

(1)



$$ROA_2 = \alpha + \beta_1 POL + \beta_2 GOV + \beta_3 POL * GOV + \beta_4 LEV + \beta_5 SIZE + \beta_6 GROW + \beta_7 INDUSTRY + \beta_8 YEAR + V \quad (2)$$

式中,  $ROA$  代表企业财务绩效,  $POL$  代表企业的政治关联,  $LEV$  代表企业的财务杠杆,  $SIZE$  代表企业规模,  $GROW$  代表企业的成长性,  $INDUSTRY$  和  $YEAR$  分别代表行业和年份。

本文所选样本公司数据为短而宽的非平衡面板数据, Hausman 和 F 统计检验结果显示, 采用混合截面模型更为合适。由于本文所选取的样本时间短而截面个体较多, 容易引起异方差, 因此为了最大限度减少估计误差, 以及克服异方差和自相关, 本文选择使用 GLS 的估计方法对模型进行估计。

三、实证分析与检验

在进行了上述研究设计后, 本文首先把公司治理作为调节变量, 来检验其对政治关联与企业绩效关系的调节效应。然后根据制度环境, 将样本进行分类, 检验不同制度环境下公司治理对二者调节效应的差异。

(一) 公司治理调节效应分析

表 4 报告了模型 (1) 和模型 (2) 的回归结果。从整体上看, 无论是否引入交互项, 政治关联均对企业绩效具有显著的反向影响, 这说明了对于以民营企业为主的创业板上市公司, 政治关联对企业绩效具有反向激励效果。这与邓建平等的研究相一致。其原因在于创业板上市的公司大多是民营企业, 公司治理机制相对薄弱, 政治关联在企业发展过程中很大程度上成为高管寻租、在职消费的工具, 这在无形之中增加了企业的交易成本。

通过比较模型 (1) 与模型 (2) 发现, 加入了政治关联与公司治理的交互项后, 方程的  $R$  方有了一定程度增加, 并且交互项对应的  $P$  值非常显著, 说明了公司治理对政治关联与企业绩效具有显著的调节效应。交互项符号为负

表 4 公司治理、政治关联与企业绩效回归结果

变量	(1)	(2)
$POL$	-0.106 <sup>1)</sup> (-2.376)	-0.166 <sup>2)</sup> (13.232)
$GOV$	0.269 <sup>2)</sup> (6.609)	0.256 <sup>2)</sup> (5.400)
$POL * GOV$		-0.183 <sup>2)</sup> (-3.662)
$LEV$	-0.489 <sup>2)</sup> (-4.313)	-0.381 <sup>2)</sup> (-4.793)
$SIZE$	0.410 <sup>2)</sup> (4.389)	0.385 <sup>2)</sup> (4.084)
$GROW$	0.013 (9.822)	0.013 (9.646)
$INDUSTRY$	已控制	已控制
$YEAR$	已控制	已控制
调整后的 $R$ 方	0.571	0.582
DW 值	2.186	2.210
观测值	1 692	1 692

注: <sup>1)</sup> 在 10% 置信水平上显著; <sup>2)</sup> 在 5% 置信水平上显著。

说明了随着公司治理水平的上升, 政治关联对企业绩效带来的负面效应非但没有减弱反而进一步增强。假设 1 没有得到验证, 这似乎与正常的分析不相一致, 因此通常认为公司治理水平的上升可以在一定程度上约束委托人的行为, 使高管更加难以利用企业的政治关联进行寻租, 进而降低企业的交易成本。

这种反常现象可以从制度经济学理论中得到解释。根据制度经济学理论, 任何一项制度的建

立和维持都需要一定的成本，公司治理制度的建立和维持也需要一定的成本，包括监督成本和违法成本。由于我国外部制度环境较差，这无形之中增加了企业公司治理的监督成本，企业为了完善公司治理需要设立各种机构并给相关人员支付各种工资；同时由于我国创业板上市公司大部分都是家族企业，企业的发展在很大程度上依赖的是野蛮式成长，经营者素质相对较低。因此，公司治理制度越完善，作为管理者逃避这种制约制度所耗费的成本也就成倍增加。当监督成本和违法成本的增加超过了企业绩效的提升，就会带来反向的激励效应。

（二）考虑制度环境后公司治理调节效应分析

从市场化水平、政府干预程度、法制化水平和金融发展水平四个层面分析制度环境对公司治理的调节效应。首先把每个指标值为 0 的样本定义为制度环境差的地区，值为 1 的样本定义为制度环境好的地区。然后据此把每个指标的样本分为两组，分别构建模型（2）进行回归。

表 5 给出了制度环境对应的每个指标分组回归结果。通过对比分析发现，在市场化水平高、政府干预水平低、法制化水平高、金融市场发展水平高的地区，政治关联与公司治理交互项的系数绝对值明显变小，说明了市场化水平的提升、政府干预水平的下降、法制化程度进一步增强、金融市场的进一步发展在一定程度上可以减轻公司治理对政治关联与企业绩效的负面效果。也就是说，制度环境的改善可以在一定程度上削弱公司治理的负面调节效应。研究假设 2、3、4、5 由此得到了验证。

表 5 地区制度环境对公司治理调节效应的分析

变量	市场化水平		政府干预水平		法制化水平		金融发展水平	
	高	低	高	低	高	低	高	低
<i>POL</i>	-0.165 <sup>1)</sup> (13.242)	-0.174 <sup>1)</sup> (12.178)	-0.173 <sup>1)</sup> (13.123)	-0.159 <sup>1)</sup> (12.168)	-0.167 <sup>1)</sup> (13.334)	-0.166 <sup>1)</sup> (13.249)	-0.134 <sup>1)</sup> (13.255)	-0.148 <sup>1)</sup> (13.196)
<i>GOV</i>	0.247 <sup>1)</sup> (5.375)	0.276 <sup>1)</sup> (5.289)	0.239 <sup>1)</sup> (5.465)	0.246 <sup>1)</sup> (5.194)	0.238 <sup>1)</sup> (5.231)	0.226 <sup>1)</sup> (5.198)	0.238 <sup>1)</sup> (5.169)	0.259 <sup>1)</sup> (5.468)
<i>POL * GOV</i>	-0.163 <sup>1)</sup> (-3.182)	-0.182 <sup>1)</sup> (-3.287)	-0.176 <sup>1)</sup> (-2.198)	-0.153 <sup>1)</sup> (-3.246)	-0.161 <sup>1)</sup> (-3.289)	-0.186 <sup>1)</sup> (-3.007)	-0.170 <sup>1)</sup> (-3.276)	-0.192 <sup>1)</sup> (-3.192)
<i>LEV</i>	-0.361 <sup>1)</sup> (-4.654)	-0.359 <sup>1)</sup> (-4.321)	-0.337 <sup>1)</sup> (-4.652)	-0.358 <sup>1)</sup> (-4.724)	-0.286 <sup>1)</sup> (-4.716)	-0.352 <sup>1)</sup> (-4.675)	-0.318 <sup>1)</sup> (-4.677)	-0.324 <sup>1)</sup> (-4.579)
<i>SIZE</i>	0.334 <sup>1)</sup> (4.174)	0.331 <sup>1)</sup> (4.256)	0.328 <sup>1)</sup> (4.186)	0.331 <sup>1)</sup> (4.254)	0.369 <sup>1)</sup> (4.151)	0.344 <sup>1)</sup> (4.182)	0.324 <sup>1)</sup> (4.189)	0.328 <sup>1)</sup> (4.163)
<i>GROW</i>	0.024 (10.321)	0.022 (9.216)	0.028 (10.319)	0.027 (10.198)	0.028 (11.093)	0.025 (10.339)	0.021 (10.336)	0.023 (10.318)
<i>INDUSTRY</i>	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
<i>YEAR</i>	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
调整后的 <i>R</i> 方	0.543	0.528	0.541	0.527	0.538	0.548	0.529	0.536
<i>DW</i> 值	2.023	2.156	2.187	2.173	2.159	2.168	2.296	2.120

注：<sup>1)</sup>表示通过 1%置信水平上显著性检验。

（三）稳健性检验

为了克服模型内生性以及变量选择误差对研究结论的影响，本文在进行上述分析后对企业绩效的指标衡量进行稳健性检验，以保证研究结论的可靠性。本文中 ROA（总资产收益率）作为回归模型的因变量，是一个关键指标。为了保证结论的稳健性，本文用另外一个指标 ROE（净资产收益率）作为因变量再次进行回归分析，结果发现上文的关键结论均未发生变化。

## 四、研究结论及不足

本文以2009—2015年中国创业板上市民营企业为样本,研究分析了公司治理对政治关联与企业绩效的调节效应以及制度环境对这种调节效应的影响。研究发现:我国创业板上市民营企业的政治关联降低了企业绩效,公司治理在一定程度上放大了这种反向激励效应;而制度环境的改善,可以在一定程度上削弱公司治理对政治关联与企业绩效的负面作用。由此,本研究具有一定的现实意义,说明仅仅依靠公司治理水平的提升,并不能真正减少企业政治关联对企业财务绩效的负面影响。要真正发挥政治关联对企业绩效的积极效果,必须坚持系统思维,建立与公司治理相适应的外部制度,不断提升我国的市场化、法制化水平,减少政府干预,提高金融发展水平,最大限度减少公司治理的监督成本、提升企业家的个人素质。

当然,本文研究还存在一定的不足之处:首先,所选的样本仅限于创业板上市民营企业,因此本文结论仅适用于创业板上市的民营企业,而对于主板上市公司是否适用,仍需进一步检验;其次,本文仅仅从理论上分析了公司治理对政治关联与企业绩效的反向调节效应的原因,而缺乏进一步的实证证据。而这两个方面的问题和不足,正是我们将来在该领域进一步研究需要注意和加强的。

### 参考文献:

- [1] KRUGGER A O. The political economy of the rent-seeking society [J]. American economic review, 1974, 64 (3): 291-303.
- [2] FACCIO M. Politically connected firms [J]. Social science electronic publishing, 2006, 96 (1): 369-386.
- [3] HELLMAN J S, JONES G, KAUFMANN D. Seize the state, seize the day: state capture and influence in transition economies [J]. Policy research working paper, 2003, 31 (4): 751-773.
- [4] AGRAWAL A, KNOEBER C R. Do some outside derectors play a political role? [J]. Journal of law and economics, 2011, 44 (1): 179-198.
- [5] CHARUMILIND C, KALI R, WIWATTANAKANTANG Y. Connected lending: Thailand before the financial crisis [J]. Cei working paper, 2000, 79 (1): 181-218.
- [6] BOUBAKRIN, COSSET J C, SAFFAR W. The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions [J]. Journal of financial research. 2012, 35 (3): 397-423.
- [7] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款 [J]. 管理世界, 2008 (9): 9-22.
- [8] FACCIO M. Differences between politically-connected and nonconnected firms: across-country analysis [J]. Social science electronic publishing, 2010, 39 (3): 905-928.
- [9] 余明桂, 回雅甫, 潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性 [J]. 经济研究, 2010, 45 (3): 65-77.
- [10] BOUBAKRI N, COSSET J C, SAFFAR W. Political connections of newly privatized firms [J]. Journal of corporate finance, 2008, 14 (5): 654-673.
- [11] BERTRAND M, KRAMARZ F, SCHOAR A. Politically-connected CEOs and corporate outcomes: evidence from France [M]. Illinois: University of Chicago Press, 2008: 23-56.
- [12] 唐松, 胡威, 孙铮. 政治关系、制度环境与股票价格的信息含量——来自我国民营上市公司股价同步性的经验证据 [J]. 金融研究, 2011 (8): 182-194.



- [13] 刘汉民. 所有制、制度环境与公司治理效率 [J]. 经济研究, 2002, 37 (6): 63-68.
- [14] 姚曦, 杨兴全. 市场化进程、财务报告质量与投资现金流敏感性探讨 [J]. 现代财经, 2012 (4): 77-89.
- [15] 郭桂花, 王乃娣. 制度环境、融资结构与公司治理效率——基于我国上市家族企业的实证研究 [J]. 财会月刊, 2015 (8): 51-55.
- [16] 樊纲. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2011: 10-46.
- [17] 荆新, 廖冠民, 毛世平. 公司治理、制度环境与民营化效应——来自中国上市公司大股东变更的经验证据 [J]. 经济理论与经济管理, 2007 (3): 67-71.
- [18] 周建, 刘小元, 程广林. 境外上市战略与企业绩效动态性研究——基于中国在美上市公司的经验 [J]. 山西财经大学学报, 2010 (1): 79-86.
- [19] 牟涛, 向杨, 杨雪. 制度环境、公司治理与上市公司年报披露及时性 [J]. 宏观经济研究, 2012 (10): 38-46.
- [20] 谭利, 杨苗. 不同制度环境下公司治理质量对投资效率的影响 [J]. 证券市场导报, 2013 (12): 28-34.
- [21] 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 applied corporate finance, 2007, 84 (2): 330-357.
- [22] 张川, 娄祝坤, 詹丹碧. 政治关联、财务绩效与企业社会责任——来自中国化工行业上市公司的证据 [J]. 管理评论, 2014 (1): 70-74.
- [23] 郝君富. 政治关联、过度投资与公司业绩——基于地方政府行政干预背景 [J]. 工业技术经济, 2012 (12): 123-134.

## Moderating Effects of Corporate Governance on Political Connection and Corporate Performance

—Based on the Panel Data of Listed Private Enterprises in GEM from 2009-2015

Huang Yingjun, Hu Qiankun

**Abstract:** Listed private enterprises in GEM from 2009 to 2015 are taken as samples, and an empirical study is carried out to analyze the moderating effects of corporate governance on political connection and corporate performance and influences of institutional environment on the regulatory effects. It demonstrates that the political connection of the listed private enterprises in GEM reduces the performance of enterprises, and the corporate governance magnifies the reverse incentive effects to a certain extent while the improvement of the institutional environment undermines the negative effects of corporate governance on the performance of politically connected enterprises to a certain extent. This study has some practical significance. It illustrates that solely relying on the enhancement of corporate governance can not really reduce the negative impacts of political connection on corporate financial performance.

**Key words:** corporate governance; political connection; corporate performance; institutional environment; moderating effects

(收稿日期: 2017-05-18; 责任编辑: 沈秀)