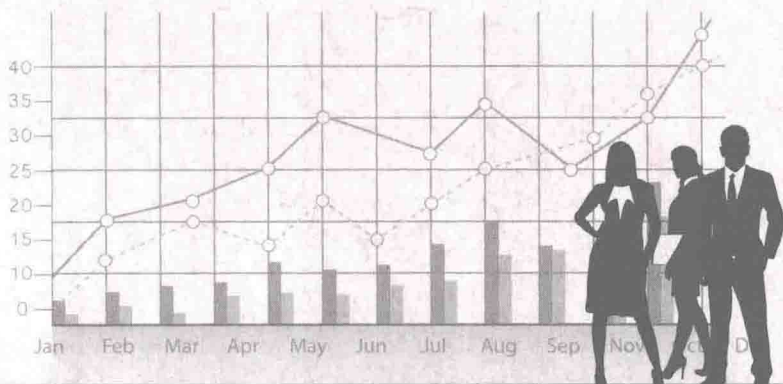


国家自然科学基金资助项目(71172079)  
教育部人文社会科学研究一般项目(10YJC630239)



Political Connections, Earnings Quality and Investor Protection

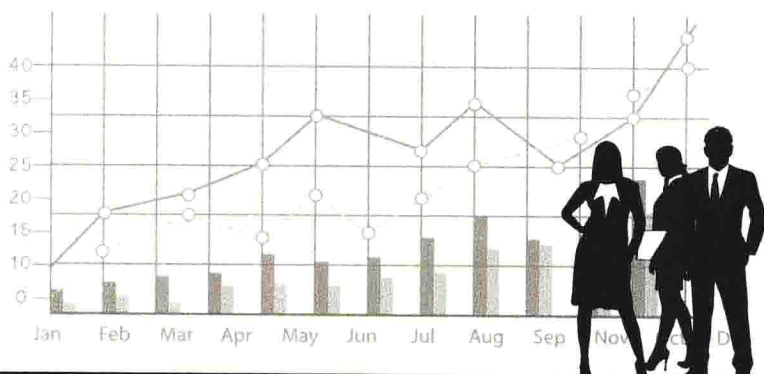
# 政治关联、盈余质量 与投资者保护研究

王俊秋◎著



华东理工大学出版社  
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

国家自然科学基金资助项目(71172079)  
教育部人文社会科学研究一般项目(10YJC630239)



Political Connections, Earnings Quality and Investor Protection

# 政治关联、盈余质量 与投资者保护研究

王俊秋◎著

**图书在版编目(CIP)数据**

政治关联、盈余质量与投资者保护研究 / 王俊秋著. —上海:  
华东理工大学出版社, 2015.7

ISBN 978-7-5628-4373-3

I. ①政… II. ①王… III. ①上市公司-企业利润-管理-研究-中国  
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 199664 号

国家自然科学基金资助项目(71172079)

教育部人文社会科学研究一般项目(10YJC630239)

**政治关联、盈余质量与投资者保护研究**

著 者 / 王俊秋

项目负责 / 刘 军

责任编辑 / 李 骁

责任校对 / 金慧娟

封面设计 / 戚亮轩

出版发行 / 华东理工大学出版社有限公司

地址: 上海市梅陇路 130 号, 200237

电话: (021)64250306(营销部)

(021)64252875(编辑室)

传真: (021)64252707

网址: [press.ecust.edu.cn](http://press.ecust.edu.cn)

印 刷 / 虎彩印艺股份有限公司

开 本 / 710mm×1000mm 1/16

印 张 / 11.75

字 数 / 172 千字

版 次 / 2015 年 7 月第 1 版

印 次 / 2015 年 7 月第 1 次

书 号 / ISBN 978-7-5628-4373-3

定 价 / 48.00 元

联系我们: 电子邮箱 [press@ecust.edu.cn](mailto:press@ecust.edu.cn)

官方微博 [e.weibo.com/ecustpress](http://e.weibo.com/ecustpress)

天猫旗舰店 <http://hdlgdxbs.tmall.com>



## 摘 要

财务会计信息是公司信息的主要来源,在资本市场资源配置和投资者保护中发挥着重要作用。但是,财务会计信息在投资者保护中的作用机制不可避免地受到国家层面制度因素的影响。与此同时,已有研究表明,政治关联是一个世界性的问题,从发达资本主义国家到新兴市场国家都普遍存在。作为一种替代性的非正式机制,政治关联显著影响了宏观经济体的资源配置格局以及微观企业的财务和经营决策。中国作为转型经济国家,政府在资源配置中扮演了重要的角色,企业家建立政治关联的动机更强。那么,在中国转型经济制度的背景下,政治关联是否会影响企业的盈余质量?进一步看,政治关联是否会影响以及如何影响会计盈余信息投资者保护功能的发挥?已有研究对这些问题尚未给出较好的解释。

本研究采用“政治关联—盈余质量—投资者保护”的逻辑思路,旨在为政治关联如何通过会计盈余信息和盈余质量影响投资者保护及资本市场资源的有效配置提供理论支持和经验证据。在梳理并综述政治关联、盈余质量和投资者保护相关文献的基础上,本研究实证检验了政治关联对盈余质量及其投资者保护功能的影响,具体包括:第一,实证检验了政治关联对企业盈余质量的影响;第二,以会计信息的债务契约有用

性和权益资产定价为例,从定价功能视角实证分析并揭示了政治关联影响会计盈余信息投资者保护效应的路径和作用机制;第三,以高管变更为例,从治理功能视角实证分析并揭示了政治关联影响会计盈余信息投资者保护效应的路径和作用机制。

关于政治关联与盈余质量,首先,本研究以国家控股作为政治关联的代理变量,从机会主义会计选择视角展开实证分析。研究发现,国有企业管理层更倾向于机会主义会计选择,董事会独立性和管理层持股比例与机会主义会计选择显著负相关,两职合一与机会主义会计选择显著正相关;相对于民营企业,国有企业的独立董事制度和股权激励制度对管理层机会主义会计行为的约束更加显著。其次,本研究以高管的政府背景衡量企业的政治关联,以盈余信息含量和盈余管理作为盈余质量的代理变量展开实证分析。研究发现,政府为政治关联企业提供的隐性担保部分替代了债权人对高质量信息的需求,减少了企业面临的诉讼风险,降低了政治关联企业提供高质量盈余信息的动机,相对于非政治关联公司,政治关联公司的盈余信息含量更低、盈余管理程度更高;不同所有制情境下,政治关联与盈余质量的关系存在差异,相对于国家控股公司,政治关联对盈余质量的替代和负面影响主要体现在民营企业,说明政治关联更可能替代民营企业会计信息的资源配置功能。

关于政治关联对会计盈余信息定价功能的影响,首先,本研究从会计信息债务契约有用性视角,揭示了政治关联影响会计盈余信息投资者保护效应的路径和作用机制。运用中国民营上市公司数据,研究发现,会计信息具有债务契约功能,民营企业的偿债能力和盈利能力越强,获得的新增银行贷款比率越高、银行贷款成本越低;政治关联部分替代了会计信息在银行贷款决策中的作用,显著降低了盈利能力信息与新增银行贷款比率、银行贷款成本之间的关系;政治关联帮助业绩表现不佳的民营企业获得了较多、较为优惠的银行贷款,说明政治关联对会计信息债务契约功能的影响主要表现在盈利能力较差的民营企业。其次,本研究基于权益资本定价有用性,运用剩余收益模型估算公司的权益资本成

本,以可操控应计和应计质量作为盈余质量的度量,从股东视角实证检验了政治关联对盈余质量定价功能的影响。研究发现,盈余质量与权益资本成本显著负相关;盈余质量与权益资本成本的负相关关系主要表现在无政治关联公司,政府对政治关联企业的保护效应降低了其系统性风险,部分替代了投资者在资产定价决策时对高质量盈余的需求;相比于国家控股公司,政治关联对民营上市公司盈余质量定价功能的替代效应更加显著。以上研究结果表明,政治关联显著影响了会计盈余信息和盈余质量的资源配置功能及投资者保护效应。

关于政治关联对会计盈余信息治理功能的影响,本研究从高管变更视角展开了分析论证。选择高管变更视角,是因为积极约束和更换不称职的高管是一种重要的公司治理安排,也是公司层面重要的投资者保护机制。研究中国沪深A股民营上市公司高管变更数据,可以发现,政治关联显著减少了高管变更的可能性,降低了高管变更与公司业绩的负相关关系,削弱了公司治理对不称职高管的惩戒机制;在法治水平低效、金融发展落后的地区,政治关联对民营企业公司治理效率的负面影响更加显著,企业更可能留任业绩表现不佳但却具有政府背景的高管。以上研究结果表明,政治关联部分替代了会计盈余信息的公司治理功能和投资者保护效应。

如何保护投资者利益和提高资本市场效率,是转型经济背景下中国资本市场改革过程中亟待解决的重要问题之一。本研究的理论意义包括:第一,将政治关联这一现象引入信息披露研究领域,为理解上市公司盈余质量及其投资者保护效果提供了新的解释,拓展了盈余质量和投资者保护的研究文献,有助于我们理解会计盈余信息保护投资者利益、促进资源有效配置的作用机制及影响因素。第二,从盈余质量和投资者保护视角,深入分析了政治关联对会计盈余信息定价功能和治理功能的影响,揭示了政治关联通过会计盈余信息和盈余质量影响资本市场资源配置效率的路径,丰富了政治关联经济后果的研究文献。

本研究的实际应用价值包括:第一,对证券监管部门而言,研究结论

可以为其监管上市公司的信息披露行为、加强投资者保护、提高资本市场资源配置效率提供证据支持和政策建议;第二,对上市公司而言,研究结果可以为其改善盈余质量、降低融资成本、提高公司治理效率提供理论证据和实践指导;第三,对投资者而言,通过了解政治关联与盈余质量的关系,有助于其对股票价格做出正确判断并改进投资决策。

# 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 第一章 导论 .....                    | 1  |
| 第一节 研究动机 .....                  | 1  |
| 第二节 研究思路和研究内容 .....             | 3  |
| 第二章 文献综述 .....                  | 8  |
| 第一节 政治关联与公司价值 .....             | 8  |
| 第二节 政治关联与资源配置 .....             | 15 |
| 第三节 盈余质量与投资者保护 .....            | 25 |
| 第三章 国家控股、公司治理与盈余质量：会计选择视角 ..... | 39 |
| 第一节 文献回顾与研究假设 .....             | 39 |
| 第二节 研究设计 .....                  | 44 |
| 第三节 实证检验结果与分析 .....             | 48 |
| 第四节 研究结论 .....                  | 56 |
| 第四章 政治关联、终极产权性质与盈余质量 .....      | 58 |
| 第一节 文献回顾与研究假设 .....             | 58 |



|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| 第二节 研究设计 .....                 | 67  |
| 第三节 实证检验结果与分析 .....            | 72  |
| 第四节 研究结论 .....                 | 77  |
| <br>第五章 政治关联、会计信息与债务契约 .....   | 79  |
| 第一节 研究假设推演 .....               | 79  |
| 第二节 研究设计 .....                 | 83  |
| 第三节 实证检验结果与分析 .....            | 89  |
| 第四节 研究结论 .....                 | 104 |
| <br>第六章 政治关联、盈余质量与权益资本成本 ..... | 106 |
| 第一节 文献回顾与研究假设 .....            | 106 |
| 第二节 研究设计 .....                 | 110 |
| 第三节 实证检验结果与分析 .....            | 116 |
| 第四节 研究结论 .....                 | 124 |
| <br>第七章 政治关联、制度环境与高管变更 .....   | 127 |
| 第一节 文献回顾与研究假设 .....            | 127 |
| 第二节 研究设计 .....                 | 130 |
| 第三节 实证检验结果与分析 .....            | 135 |
| 第四节 研究结论 .....                 | 148 |
| <br>第八章 研究结论和研究价值 .....        | 150 |
| 第一节 主要研究结论 .....               | 150 |
| 第二节 研究价值 .....                 | 153 |
| <br>参考文献 .....                 | 156 |
| 后记 .....                       | 177 |

# 第一章 导 论

## 第一节 研究动机

政治关联是一个世界性的问题,从发达资本主义国家到新兴市场国家都普遍存在,尤其在金融发展落后、法律体系弱、产权保护差、政府官员腐败的国家和地区,这类现象更加突出(Faccio,2006)。中国作为转型经济国家,政府在资源配置中扮演着重要的角色,企业家建立政治关联的动机更强。最近的一项调查研究显示,越来越多的民营企业主动参政议政,取得了一定的政治地位(陈钊等,2008);尚未参政的民营企业也有“争当人大代表、政协委员”的迫切愿望。并且,很多民营企业还聘请现任或前任的政府官员、人大代表或政协委员担任企业的董事。这说明,我国民营企业广泛存在着政治关联现象。

现有研究表明,政治关联显著影响了公司的投融资行为和企业价值。例如,Fishman(2001)对印尼、Johnson 和 Mitton(2003)对马来西亚、Goldman(2006)对美国、Leuz 和 Gee(2006)对印度尼西亚、Claessens 等(2008)对巴西、罗党论和黄琮宇(2008)对中国民营企业的研究均发

现,政治关联对公司价值具有正面的作用。政治关联企业能够从与政府的关系中获得“好处”,包括融资便利性(Charamilind et al.,2006;Chiu et al.,2004;Khwaja and Mian,2005;余明桂和潘红波,2008;Faccio,2009)、税收优惠(Adhikari et al.,2006;吴文锋等,2009)、行业准入许可(胡旭阳,2006;罗党论和唐清泉,2009)、财务危机时的政府救济和补贴等(Faccio et al.,2006;潘越等,2009)。

与上述文献相左,Shleifer 和 Vishny(1998)、Faccio 等(2006)、Fan 等(2007)发现,政治关联损害了公司价值。Shleifer 和 Vishny(1998)认为,政府对企业有一只掠夺之手。Faccio 等(2006)发现,虽然政治关联企业在陷入困境后更容易得到政府的支持,但获得支持后的数年内业绩显著下降。在中国,Fan 等(2007)发现,政治关联公司 IPO 后的会计业绩和市场价值显著低于非政治关联公司;邓建平和曾勇(2009)发现,政治关联降低了民营企业的经营绩效;张敏等(2010)发现,政治关联企业获得长期贷款后的过度投资行为对企业价值造成了负面影响;余明桂等(2010)发现,与地方政府建立政治联系的民营企业获得的财政补贴与企业绩效负相关。

显然,关于政治关联与企业价值的关系,已有研究尚未能达成一致的结论。鲜有文献考察政治关联对企业盈余质量及其投资者保护功能的影响,而如何实现投资者保护,对于任何一种经济体系都是富有挑战的重要课题。Healy 和 Palepu(2001)指出,资本市场信息不对称阻碍了资源的有效配置,引出了投资者保护中需要解决的两个基本问题:信息问题和代理问题。财务会计信息作为公司信息的主要来源,它主要通过定价功能和治理功能,发挥其在投资者保护中的作用(Bushman and Smith,2001;魏明海等,2007)。其中,财务会计信息的定价功能有助于缓解事前的信息不对称,向投资者提供正确资产定价的价值相关信息,减少由于错误定价带来的损失;财务会计信息的公司治理功能有助于缓解事后的信息不对称,约束公司内部人的机会主义行为,提高公司治理效率,保护投资者获取投资回报(魏明海等,2007)。

然而,财务会计信息在投资者保护中的作用机制不可避免地受到国家层面制度因素的影响。那么,在中国转型经济制度背景下,政治关联作为一种替代性的非正式机制,是否会影响企业的盈余质量?进一步看,政治关联是否会影响以及如何影响会计盈余信息投资者保护功能的发挥?已有研究对这些问题尚未给出较好的解释。因此,本研究立足于“政治关联—盈余质量—投资者保护”的逻辑思路,试图从盈余质量视角考察政治关联的经济后果,为政治关联如何通过会计盈余信息和盈余质量影响投资者保护及资本市场资源的有效配置提供理论支持和经验证据。

如何保护投资者利益并提高资本市场效率,是转型经济背景下中国资本市场改革过程中亟待解决的重要问题之一。本研究的理论意义包括:第一,将政治关联这一现象引入信息披露研究领域,为理解上市公司盈余质量及其投资者保护效果提供了新的解释,拓展了盈余质量和投资者保护的研究文献,有助于我们理解会计盈余信息保护投资者利益、促进资源有效配置的作用机制及影响因素。第二,从盈余质量和投资者保护视角,深入分析了政治关联对会计盈余信息定价功能和治理功能的影响,揭示了政治关联通过会计盈余信息和盈余质量影响资本市场资源配置效率的路径,丰富了政治关联经济后果的研究文献。

本研究的实际应用价值包括:第一,对证券监管部门而言,研究结论可以为其监管上市公司的信息披露行为、加强投资者保护、提高资本市场资源配置效率提供证据支持和政策建议。第二,对上市公司而言,研究结果可以为其改善盈余质量、降低融资成本、提高公司治理效率提供理论证据和实践指导。第三,对投资者而言,通过了解政治关联与盈余质量的关系,有助于其对股票正确定价并改进投资决策。

## 第二节 研究思路和研究内容

本研究的最终目标是了解政治关联对盈余质量、投资者保护功能的影

响,从而为保护投资者利益,以及提高资本市场资源配置效率提供理论依据、经验证据和政策建议。具体研究思路如下:首先,基于中国转型经济的制度背景,检验政治关联对企业信息披露行为和盈余质量的影响,识别出能有效改善上市公司盈余质量的治理机制。其次,由于高质量的会计盈余信息主要通过定价功能和治理功能发挥其在投资者保护中的作用,本研究将分别以会计盈余信息的定价功能和治理功能为研究视角,进一步探讨和揭示政治关联影响会计盈余信息投资者保护效应的路径和作用机制。本研究的主要内容包括以下三方面。

## 一、政治关联是否影响企业的盈余质量

所有制差异作为转型经济时期的重要制度背景,是当前学者研究政治关联与企业行为的重要情境(刘慧龙等,2010)。相对于民营企业,中国的国有企业与政府存在着天然的“血缘”关系。出于“父爱主义”动机,社会主义市场经济中的国有企业一旦发生亏损,政府常常会追加投资、增加贷款、降低税收或提供财政补贴(Kornai,1986)。与此同时,我国已颁布并实施与国际准则趋同的会计准则体系。新会计准则引入公允价值计量,强化确认和计量的判断标准,为上市公司提供了更多的会计政策选择空间。针对新会计准则的研究发现,上市公司通过机会主义会计选择进行盈余管理,从而达到平滑利润和避免业绩下滑的目的(叶建芳等,2009;王玉涛等,2009;宗文龙等,2009)。由于国有企业普遍存在政治关联,我们首先以国有产权作为政治关联的代理变量,从会计政策选择角度出发,实证检验政治关联和治理机制对公司盈余质量的影响。

此外,国内外相关文献认为,政治关联是指企业与拥有政治权利的个人之间形成的隐性政治关系。例如,Faccio(2006)认为,政治关联公司是指那些大股东或高管具有议员、大臣、政府首脑背景或者与政府高官关系密切的企业;Bertrand等(2007)认为,在法国,政治关联公司是指CEO毕业于精英学校,同时也曾在政府任职的企业。在中国,学者们一般以高管的政府背景作为政治关联的代理变量,即如果公司高管是现任或曾经任职于中央或地方政府、军队,或是人大代表、政协委员,那么,该公司就属于政治关联公司

(Fan et al., 2007; 吴文锋等, 2008)。参考以上文献, 我们也采用高管的政府背景衡量政治关联, 从盈余信息含量和盈余管理角度出发, 实证检验政治关联对盈余质量的影响。再进一步研究, 由于国家控股公司和民营企业建立政治关联的动机存在差异, 我们也将深入分析不同所有制背景下政治关联与盈余质量的关系。

## 二、政治关联是否影响会计盈余信息的定价功能

高质量的会计盈余信息有助于缓解信息不对称程度, 通过减少信息风险和估计风险来降低企业的资本成本, 从而发挥其定价功能在投资者保护中的作用(魏明海等, 2007)。在这部分研究中, 我们分别从会计信息的债务契约功能和资本资产定价视角, 分析和揭示政治关联影响会计盈余信息定价功能的路径与作用机理。具体研究内容包括以下两个方面。

第一, 政治关联与会计信息的债务契约有用性。会计信息综合反映了企业的财务状况和经营成果, 可以降低信贷决策中的信息不对称程度, 是银行进行信贷决策的重要信息来源。高质量的会计信息可以降低由于股东与债权人利益冲突所导致的代理成本, 帮助企业获得更低的借款利率(Yu, 2005)。虽然债务契约中的会计信息能在一定程度上反映债务人的偿债和盈利能力, 但由于历史成本计量和应计制等会计技术的局限性, 难以为债务契约提供充分的信息, 其他非会计信息也会影响债务的契约结构(孙铮等, 2006)。其中, 政治关联就是影响债务契约结构的一项非会计信息。研究表明, 具有良好政治关系的私营企业更容易或者以更低的利率获得银行贷款(Khwaja and Mian, 2005; 余明桂和潘红波, 2008)。那么, 政治关联是否会影响以及如何影响会计信息的债务契约功能? 我们将以中国民营上市公司为研究样本, 以高管的政府背景作为企业政治关联的替代变量, 对上述命题展开实证研究, 从会计信息债务契约有用性视角揭示政治关联影响会计盈余信息定价功能的路径和作用机理。

第二, 政治关联、盈余质量与权益资本成本。高质量的盈余信息主要通过以下两条线索影响资本资产定价: 其一, 减少不同类别投资者之间的信息不对称, 从而降低交易成本和权益资本成本。例如, Bhattacharya 等

(2003)的跨国比较研究,以及 Francis 等(2004)对美国的研究均发现,盈余质量低的公司,具有更高的权益资本成本;近期研究中,Dhaliwal 等(2011)、Bath 等(2013)发现,较高的自愿信息披露水平和盈余透明度显著降低了权益资本成本;针对中国资本市场的研究也得到同样的结果(汪炜和蒋高峰,2004;曾颖和陆正飞,2006;黄娟娟和肖珉,2006;于李胜和王艳艳,2007)。其二,减少管理者和投资者之间的信息不对称,降低投资者的预测风险及权益资本成本。Bhushan(1989)、Lang 和 Lundholm(1996)、Byard 和 Shaw(2003)以及方军雄(2007)的研究发现,高质量的信息披露提高了分析师盈余预测的准确性。那么,政治关联作为市场机制的一种替代机制,如果能够给企业带来好处,它是否会影响以及如何影响盈余质量资本资产定价功能的发挥?我们将以具有股权融资资格的 A 股上市公司为研究样本,以高管的政府背景作为企业政治关联的代理变量,对上述命题展开实证研究,从资本资产定价视角,揭示政治关联影响盈余质量资本资产定价功能的路径和作用机制。

### 三、政治关联是否影响会计盈余信息的治理功能

积极约束和更换不称职的高管是一种重要的公司治理安排,也是公司层面重要的投资者保护机制。基于高管更换的研究发现,公司经营业绩越差,高管被更换的可能性越大;会计信息的准确性和敏感性越高,其在高管更换决策中的权重越大(Engel et al.,2003);盈余操纵或财务丑闻显著增加了高管被更换的概率(Desai,2006;Agrawal and Cooper,2007;Hennes et al.,2008)。研究结果表明,会计信息在公司内部治理中也扮演了重要角色,尤其是一个精确的会计业绩衡量体系能够增强会计信息在内部治理中的作用,有效降低内部代理成本。

但是,以上公司治理安排的有效性很大程度上内生于企业所处的制度环境。我国正处于经济转轨时期,各项制度建设还不完善,民营企业的发展面临着法律保护缺乏、政府侵害产权、金融发展落后等制度约束。那么,政治关联对中国民营企业公司治理安排将起到怎样的影响?在不同的制度环境中,政治关联对民营企业公司治理安排的影响是否存在差异?我们将以

中国民营上市公司为研究样本,以董事长或总经理是否具有政府背景来衡量企业的政治关联,对上述命题展开实证研究,从高管更换视角揭示政治关联影响会计盈余信息公司治理功能的路径和作用机制。



## 第二章 文献综述

政治关联是一种全球现象,无论是在美国、英国和法国等发达国家,还是在俄罗斯、巴西、马来西亚、印度尼西亚、泰国、巴基斯坦、中国等发展中国家和转型经济体,企业的政治关联现象都相当普遍(Faccio, 2006; Claessens et al., 2008)。近年来,广泛存在的政治关联现象成为“法与金融”和公司财务等的研究热点。与此同时,投资者保护导向的盈余质量研究一直是会计研究领域的重要问题。因此,本章内容包括:首先,从公司价值和资源配置视角梳理和综述政治关联的相关文献;其次,从盈余质量的定价功能、治理功能视角梳理和综述盈余质量与投资者保护的相关文献。

### 第一节 政治关联与公司价值

#### 一、政治关联的内涵

关于政治关联,到目前为止没有一个统一、明确的定义,一般指公司与拥有政治权利的个人之间形成的隐性政治关系,包括公司的高管(包