

区嘉和 朱宁

摘要：“政治联系”的存在对民营上市公司的经营活动、资本结构、公司价值都有明显的影响。本文从政府补助这一直接影响途径出发，研究民营上市公司高管的“政治联系”对于政府补助数量的影响。我们的研究发现，相比于无“政治联系”的民营上市公司，“政治联系”的存在使得民营上市公司获得政府补助的数量平均提高了 8.9%。同时，本文还利用事件研究的方式，发现民营上市公司主动获取“政治联系”比被动获取会有更大的政府补助数量上的提高。另外，我们还发现政府补助数量上的提高对民营上市公司的盈利能力和投资量有显著的提升。民营上市公司会为了获取更多的政府补助而主动寻求“政治联系”。最后，通过对反腐行动前后的比较，我们发现反腐行动后“政治联系”影响政府补助分配过程的作用在减弱，同时政府补助的分配变得更加有效率。我们的结果更偏向于支持民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变。

关键词：民营上市公司 政治联系 政府补助 寻租 效率

1. 引言(Introduction)

中国是一个关系型的社会，复杂的人情、交错的关系编织出一张张关系的网络。在经济社会中，关系的形成更是体现了对资源、利益的追求。显然，政府与企业相互之间存在着利益的依赖，为了获得持续的、更多的资源与利益，政府官员和企业高管之间会构建起关系的网络，来保证利益获得的稳定性。已有的研究发现，企业高管的政治背景（学者们称之为“政治联系”(political connection)）对企业而言是一种有价值的资源(Fisman(2001))，会对企业价值产生影响；而对于政府而言，地方上市公司的发展可以推动当地经济的发展、解决就业问题以及带来相应的社会效益（唐清泉、罗党论(2007)），对地方的发展产生了正外部性作用。因此，政府官员和企业高管之间“政治联系”的形成是基于双方都有相应的资源、利益需求，也因此“政治联系”成为最近十多年来国内外文献相对关注的领域。

“政治联系”到目前为止也没有一个统一明确的定义。一般是指企业与拥有政治权力的个人形成的隐性政治关系，如企业的高管（包括董事）当时或者曾经在政府（或国会）部门任职、通过选举捐款形成的关系等，但不包含因为政府持股而形成的关系。比如，Roberts(1990)提到的“政治联系”是指企业与参议员 Henry Jacson 有利益关系；Leuz and Oberholzer-Gee(2006)所定义的“政治联系”是企业与印度尼西亚前总统苏哈托之间存在着联系；Claessens, Feijen and Laeven(2008)提到的“政治联系”是指上市公司通过选举捐款而形成的与当选者的关系；Fan, Wong and Zhang(2007)则将其定义为上市公司的总经理当时或曾经在中国的中央政府或地方政府任职。在中国问题的研究当中，较多学者使用最后一种定义，即企业的董事长或者 CEO 当时或曾经在中央政府或地方政府任职（Fan, Wong and Zhang(2007); Li, Meng, Wang and Zhou(2008); 余明桂、回雅甫、潘红波(2010); Chen, Li, Su

and Sun(2011); Wu, Wu and Rui(2012); Wang and Wang(2013); Chen, Guan, Zhang and Zhao(2017)。

已有的研究表明, 首先, “政治联系”是普遍存在的。Faccio(2006)发现在 47 个国家当中, 35 个国家的上市公司都存在明显的“政治联系”, 这些上市公司的市值约占到总市值的 8%。Johnson and Milton(2003), Faccio(2006), Adhikari, Derashid and Zhang(2006), Claessens, Feijen and Laeven(2008), Khwaja and Mian (2008)等学者发现, 在印度尼西亚、马来西亚等政府管制比较多、腐败问题比较严重、法制不那么健全的发展中国家, “政治联系”的存在对企业来说更为重要。即便是在像美国这样市场经济比较发达的国家, Roberts(1990), Kronzner and Strarmann(1998), Ang and Boyer(2007)等也发现企业与国会议员建立的或者通过选举捐款得到的“政治联系”可以帮助企业获取明显的政策上的帮助。

其次, “政治联系”对于企业的经营活动能产生显著的影响。政府出于寻租, 保护企业的目的, 会更多地干涉具有“政治联系”的企业的经营, 从而这些企业的经营策略、资本结构会受到相应的影响 (Shleifer and Vishny, 1994, 1998)。在“政治联系”对资本结构影响的研究上, Khwaja and Mian(2005)使用了 1996-2002 年巴基斯坦的贷款数据, 发现国有银行在选择贷款企业时, 更愿意把钱借给有“政治联系”的企业; Chan, Dang and Yan(2012)发现具有“政治联系”的企业在融资上会受到较小的约束。因此, 具有“政治联系”的企业在经营过程中会更多地使用负债, 有更高的杠杆比率 (Faccio(2003), Johnson and Mitton(2003), Joh and Chiu(2004), Cull and Xu(2005), Claessens, Feijen and Laeven(2008), Boubakri, Cosset and Saffar(2012)); 在“政治联系”对融资成本影响的研究上, Boubakri, Guedhami, Mishra and Saffar(2012)发现“政治联系”的存在能够有效地降低企业的融资成本。然而 Borisova, Fotak, Holland and Megginson(2015)对此提出了不同的意见。他们发现具有“政治联系”的企业在平常情况下债务成本会较高, 但在财务危机下债务成本会变得较低。他们认为平常企业所支付的额外的债务成本, 可以看作是为了在企业财务困境下能够获得政府支持所支付的“保费”。

除了对资本结构产生显著影响外, “政治联系”还会对企业的经营情况产生影响。首先, “政治联系”可以帮助企业提升其经营能力, 对盈利能力有正向的影响 (Li, Meng, Wang and Zhou(2008); Wu, Wu and Rui(2012); Boubakri, Cosset and Saffar(2012))。吴文锋、吴冲锋、芮萌(2009)通过实证分析, 发现民营上市公司高管在中央或地方政府的任职经历能帮助企业获取更多的税收优惠。Chen, Guan, Zhang and Zhao(2017)研究了中国 2006-2011 年的 IPO 事件, 发现拥有“政治联系”的承销商, 其参与的 IPO 项目能够有更高的审核通过的概率。此外, 已有的研究还表明, 具有“政治联系”的企业在遇到财务困境时, 更有可能会获得政府的救助 (Faccio, Masulis, and McConnell (2006); 潘越、戴亦一、李财喜(2009))。然而, “政治联系”的存在也会对企业的经营造成一些负面的影响。Chen, Sun, Tang and Wu(2011)发现, 由于“政治联系”的存在, 政府会对企业的经营造成干预, 这样的干预会使得企业的投资偏离最优水平, 造成了投资不足、无效率的情况。Chaney, Faccio and Parsley(2011)也发现了“政治联系”的存在会降低企业财务信息的质量。

最后, 基于“政治联系”会对企业的经营产生显著的影响, “政治联系”也因此会

对企业的价值产生相应的影响。然而，在“政治联系”对于企业价值的影响上，不同的学者有不同的看法。Pastor and Veronesi(2012)发现当政府的政策发生改变，不确定性增大时，上市公司的股票价格会下跌。所以，“政治联系”对于上市公司来说是有价值的，可以减少由于政策波动所带来的负面影响。Claessens, Feijen and Laeven(2008)利用巴西的数据发现，当竞选者当选后，给予他们竞选资助的那些上市公司的股价在短期内有一个正的超额收益。吴文锋、吴冲锋、刘晓薇(2008)也发现对于中国民营上市公司而言，高管的地方政府任职背景在政府干预更为严重的地区能增加公司价值，他们认为这种正面影响与高管地方政府背景的贷款融资便利性有关。然而，部分学者也提出一些相反的意见。Fan, Wong and Zhang(2007)发现总经理当时或者曾经在政府任职的中国上市公司，在首次公开发行后3年时间里的股价表现要比总经理没有政府背景的公司差。他们认为原因在于这些具有政府背景的高管大多是由政府来任命的，其推荐的董事也大多缺乏经营企业的专业才能，也更容易被政府干预企业的运营来实现“社会功能”。

从已有的研究来看，学者对于“政治联系”影响的研究大多是从政府对企业的资本结构、融资成本产生影响，进而对企业的企业绩效、企业价值产生影响，这样的影响机制进行考虑。而且在“政治联系”对于企业价值的影响上，学者们并未达成一致的看法。同时，已有的研究是基于政府间接影响企业行为的渠道来进行的，传导机制为政府给予贷款机构支持，提供隐性担保等方式，影响借款企业和贷款机构之间的借贷行为，从而实现了政府对于企业融资成本、资本结构的影响。

然而，较少的文献能关注到政府对于企业的直接影响途径。实际上，政府可以通过给予政府补助的方式直接影响到企业的经营活动。已有的研究表明，政府补助是带有一定的目的的。唐清泉、罗党论(2007)发现，政府补助的数量与上市公司的员工数量、上市公司提供公共产品及服务、上市公司的高税率等显著正相关，反映了政府提供政府补助的目的是为了推动当地经济的发展、解决就业问题、实现当地的社会目标。西方发达国家的地方政府也侧重于将政府补助与企业创造的就业机会联系在一起，对创造大量就业机会的项目给予重点扶持(Harris(1991), Wren and Waterson(1999))。因此，地方政府有意愿，通过给予政府补助的方式，扶持一些上市公司的发展。而对于企业而言，政府补助相当于一笔额外的资金，对于企业的经营、投资都会有显著地正向影响。Tzelepis and Skuras(2004)对希腊企业的研究发现，政府的投资补助使得企业有大量的自有资金的流入，提高了企业的偿债能力。陈晓、李静(2001)发现了中国地方政府通过大面积的税收优惠和财政补贴来帮助企业提升企业业绩。因此，企业有动力去获取更多的政府补助来提升企业业绩，政府也可以利用政府补助去直接影响到企业的经营活动。

本文将基于这一直接影响途径，研究中国民营上市公司高管的“政治联系”的存在是否会对公司获取政府补助的数量产生影响，进而研究是否会对公司的经营情况产生影响，以此来填补这方面研究的空白。我们发现，相比于没有“政治联系”的民营上市公司，“政治联系”的存在能帮助民营上市公司获得更多的政府补助，而更多的政府补助也会提升民营上市公司的盈利能力与投资量。同时，对于“政治联系”与政府补助关系的研究，能帮助我们进一步了解政府在提供政府补助背后的动机和决定因素，以及了解民营上市公司寻

求“政治联系”背后的动机。

本文的研究与结论对已有的文献有以下三点的贡献：

(1) 本文扩充了样本数据的时间段，并且第一次验证了“政治联系”的补贴获取效应的因果性。在已有的关于“政治联系”对政府补助的影响的研究里，Wu, Wu and Rui(2012)利用 1999-2006 年中国上市公司的数据，发现“政治联系”的存在可以显著提升民营上市公司获得政府补助的数量，但对地方国有企业及中央国有企业没有明显的影响。类似地，余明桂、回雅甫、潘红波(2010)利用 2002-2007 年中国民营上市公司的数据进行研究，也发现了相同的结论。而且他们还发现，在制度环境越差的地区，“政治联系”的这种补贴获取效应越强。本文的研究利用了 2008-2016 年间中国民营上市公司的数据。从数据的时间段来看，这是对已有研究的一个扩充。我们的研究发现，“政治联系”的存在使得民营上市公司获得政府补助的数量提高了 8.9%，对于上市公司来说是有明显的经济价值的。此外，相比于已有的文献只论证了“政治联系”的存在与政府补助数量的提高具有相关性，我们的研究更进一步，探讨了“政治联系”的补贴获取效应的因果性。通过对民营上市公司高管的任职与离职情况及他们的“政治联系”特征进行分析，我们的研究发现，主动获得“政治联系”的企业在之后三年里政府补助的平均水平比之前三年增长了 77.4%，远比被动获得“政治联系”增长 14.6%要大。研究结果证明了民营上市公司主动获得“政治联系”是导致政府补助数量提高的重要原因。它们之间的正相关关系并非仅受民营上市公司一些不可观测的特征的影响。

(2) 本文发现反腐行动的实施使得“政治联系”的补贴获取效应减弱、政府补助的分配变得更加有效率，为反腐行动的正面影响提供了证据。自 2012 年“十八大”以来，中央在反腐力度上有了明显的提高，违法违纪官员被立案调查的事件显著增多。已有的研究发现，反腐行动对企业的经营状况、企业价值造成影响。Liu, Shu and Wei(2017)利用了薄熙来被调查的事件，验证了政治上的不确定性会对股票价格造成负面的影响。Lin, Morck, Yeung, and Zhao (2016)发现“八项规定”的出台，对于短期内国有企业及民营企业的股价变化有不同的影响。Li, Wang and Zhou(2017)发现反腐行动后，国有企业的贷款减少了，而民营企业的贷款比例有所增加，实际上存在贷款资源重新分配的情况。我们认为，反腐行动所导致的类似的资源重新分配的情况也可能出现在政府补助当中。我们的研究发现，相比于反腐行动前（2008-2012 年），反腐行动后（2013-2016 年）“政治联系”对政府补助数量的提升由 13.0% 下降到 8.4%。此外，在反腐行动后，主动获得“政治联系”不能帮助民营上市公司获取显著增加的政府补助。以上结果都体现了在反腐行动后，“政治联系”的补贴获取效应变弱。我们还对反腐行动前后，政府补助对于企业绩效的影响进行了比较，发现了在反腐行动后政府补助的正面影响效果更为明显。这些结果反映了反腐行动对于政府补助资源的分配方式产生了影响。从提升企业绩效的角度来看，政府对于政府补助的分配在反腐行动后变得更加有效。

(3) 本文的研究结果对民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变这一观点提供了支持。Chen, Firth and Xu(2009)发现，不同类别的股权会对企业的动机、行为产生不同的影响，从而会对企业的经营业绩有不同的影响。Chen, Li, Su and Sun(2011)

发现，地方政府的寻租意愿会促使民营企业去建立起“政治联系”。他们还发现，民营企业会通过建立“政治联系”来获得更多的政府补助。本文通过对 2008-2016 年上市公司中的民营上市公司进行研究，对民营上市公司寻求“政治联系”的公司治理行为及动机进行了探讨。我们从事件分析发现民营上市公司主动获得“政治联系”可以获得更多的政府补助，同时更多的政府补助对企业绩效有更大的提升。因此，从提升企业绩效的角度考虑，民营上市公司有主动寻求“政治联系”的动机。当政策环境发生变化时，为了获取更多的政府补助，民营上市公司会主动寻求“政治联系”。此外，余明桂、回雅甫、潘红波(2010)将民营上市公司寻求“政治联系”的动机分为“效率观”和“寻租观”两种观点。他们早期的数据结果支持了民营企业寻求“政治联系”的寻租假设。相比于他们的研究结果，我们的研究结果发现，在反腐行动后，民营上市公司主动获取“政治联系”对提升政府补助数量的影响减弱。结合在这个时间段里政府补助对企业绩效的提升效果变得更强，我们的结果更偏向于支持民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变。

本文的研究结果是具有一定的政策含义的。余明桂、回雅甫、潘红波(2010)的研究表明，当民营上市公司以寻租的考虑建立“政治联系”来获取政府补助时，政府基于“政治联系”来分配政府补助是没有效率的。这种补助不仅无助于提高企业绩效，而且还会损害社会利益。然而，反腐行动的实施改变了这一现象。反腐行动对于政府补助资源的分配方式产生了影响：“政治联系”的补贴获取效应减弱，但政府补助提升企业绩效的作用在加强，推动着民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变。可以说，更加严格的监察监督环境，有助于经济活动更规范、更有效率地进行。

文章接下来将分为以下六个部分：第 2 部分是基于已有的理论，提出本文所需要检验的假设；第 3 部分是介绍数据来源、样本选择、变量定义以及描述性统计；第 4 部分是有关“政治联系”补贴获取效应的实证研究；第 5 部分探究反腐行动对“政治联系”补贴获取效应的影响；第 6 部分是对本文所得结果的讨论；第 7 部分是全文的总结。

2. 研究假设(Hypothesis Development)

从资源基础理论 (Resource-based Theory) 来分析，特殊的异质性资源能够帮助企业获得持续的竞争优势 (Barney(1991))。对于企业而言，“政治联系”就是这样的一种特殊的异质性资源。理论表明，“政治联系”的存在能够帮助企业获得更多的资源和利益。同时，实证的研究也印证了该论述。已有的研究发现，“政治联系”能够帮助企业更多地获得来源于政府的资源与帮助，具体表现为能够获得更多的银行贷款以及法律上的援助 (Adhikari, Derashid and Zhang(2006), Claessens, Feijen and Laeven(2008))。

政府补助的分配对企业和政府都有重要的意义。一方面，从企业的角度来看，政府补助相当于一笔额外的资源，能够帮助企业在竞争当中获得优势。同时，由于民营企业并非由政府直接掌控，相比于国有企业而言，民营企业缺少政府的帮助和制度上的保护 (McMillan(1995))。因此，民营企业可能会选择建立“政治联系”，寻求更多的资源及保护。另一方面，从政府的角度来考虑，政府对政府补助有更加直接的掌控，可以用它来推

动当地经济的发展、解决就业问题、实现社会目标。为了使目标、行动上更为一致，政府可能会选择给经营活动上更容易被干预的企业提供政府补助。而“政治联系”的存在，可能会意味着政府更容易借此来影响企业的经营活动。综合以上两点，我们提出以下的假设：

Hypothesis 1: 在其他特征相似的情况下，拥有“政治联系”能够帮助民营上市公司获得更多的政府补助。

此外，我们认为不同层级的“政治联系”可能会有不同的影响效果。对于企业而言，更高层级的“政治联系”可能意味着更为重要的关系，能够带来更多的资源；而对于政府而言，更高层级的“政治联系”可以看作是更为牢靠的关系，也更容易通过干预企业的经营来实现自身的目标。因此，基于不同层级的“政治联系”，我们提出以下的假设：

Hypothesis 2: 在其他特征相似的情况下，更高层级的“政治联系”能够帮助民营上市公司获得更多的政府补助。

已有的研究发现，“政治联系”的影响在经济不发达、市场体制不完善、管制较为严重的地区更为显著（Faccio(2006); Claessens, Feijen and Laeven(2008); 余明桂、回雅甫、潘红波(2010)）。我们认为，“政治联系”的补助获取效应可能会随着不同的任职状态、任职机构或地区而有所不同，经济上的不发达或者法制上的不健全会显著提升“政治联系”的补助获取效应。因此，我们提出以下的假设：

Hypothesis 3-1: “政治联系”的补贴获取效应会因任职状态或任职机构类别的不同而有所差异。

Hypothesis 3-2: 对于规模较小的民营上市公司而言，“政治联系”的存在对于政府补助数量的正向影响会比规模较大的民营上市公司更大。

Hypothesis 3-3: 对于市场化程度更高的地区而言，“政治联系”的存在对于民营上市公司获得政府补助数量的正向影响比市场化程度低的地区要小。

在以上的猜想当中，我们检验了“政治联系”和政府补助数量之间的相关性，然而，这样的相关性不能推断出“政治联系”的存在导致了民营上市公司获得更多的政府补助。一方面，这两者之间可能存在反向因果关系，即政府补助的数量会影响到“政治联系”的存在；另一方面，这两者可能同时受第三方因素（一些不可观测的企业特征）的影响，而导致他们之间存在伪相关性。为了排除这些可能性，我们采用事件研究的方式。我们对民营上市公司高管的任职与离职情况进行分析，将“政治联系”发生变动的事件划分为主动获取“政治联系”（民营上市公司从外部聘请具有“政治联系”的人担任董事长/CEO）、被动获取“政治联系”（民营上市公司在任的董事长/CEO 获得“政治联系”）及失去“政治联系”三种情况。假若“政治联系”能够直接影响政府补助的数量，那么民营上市公司主

动获取“政治联系”可以看作是公司对于资源的主动追求，而在公司治理上作出了改变（管理层人员发生了变化），对于政府补助数量的正向影响也应该要比被动获取“政治联系”的情况下要大。同时，失去“政治联系”将意味着政府补助数量的下降。因此，我们提出以下的假设：

Hypothesis 4: 在其他特征相似的情况下，与被动获取“政治联系”的情况相比，主动获取“政治联系”能够给民营上市公司带来更多的政府补助数量的提升；同时，失去“政治联系”会导致政府补助数量的下降。

此外，我们将研究政府补助对于民营上市公司的盈利能力及投资量的影响。尽管更为直接的方法是研究“政治联系”对于民营上市公司的盈利能力及投资量的影响，但是已有的理论对此存在着不同的看法。从资源基础理论（Resource-based Theory）来分析，“政治联系”能为民营企业带来更多的资源，在竞争中获得优势，因此有利于提升企业的盈利能力和投资量；而从委托代理理论（Agency Theory）来分析，“政治联系”会让民营企业的经营活动受到政府的干涉，而政府有提高 GDP 和减少失业率的目标（Jin, Qian and Weingast (2005)）。从委托代理理论来看，“政治联系”可能会对民营企业的盈利能力及投资量有负面的影响。田利辉、张伟(2013)总结了“政治联系”对于中国上市公司长期绩效影响的三个效应，分别是社会负担效应、产权保护效应、政府偏袒效应。三个效应对上市公司的影响不尽相同，可能存在相互抵消的情况。因此，我们转而研究政府补助对于民营企业的盈利能力及投资量的影响。基于资源基础理论，我们提出以下的假设：

Hypothesis 5: 在其他特征相似的情况下，政府补助数量的提高会使得民营上市公司的盈利能力有所提升，同时民营上市公司也会增大其投资量。

最后，我们将探讨反腐行动对于“政治联系”的补贴获取效应和政府补助分配效率的影响。反腐行动的实施意味着中央政府对地方官员有更加严格的监管，这样的监管可能会对地方政府在资源的分配上造成影响。已有的研究发现反腐行动实施后，贷款资源的分配从国有企业转移到民营企业（Li, Wang and Zhou(2017)）。同样地，我们认为反腐行动也会对政府补助的分配产生影响。如果反腐行动后监管变得更加严格，那么“政治联系”对于民营上市公司的作用将会减弱，获得的政府补助也会因此减少。此外，当政府基于“政治联系”来分配政府补助的动机减弱后，政府补助的分配可能会转向扶持企业的发展上，对企业绩效的提升效果可能会变得更强。因此，我们提出以下的假设：

Hypothesis 6-1: 反腐行动后，“政治联系”的存在对于民营上市公司获得政府补助数量的正向影响会比反腐行动前要小。

Hypothesis 6-2: 反腐行动后，政府补助数量的提高对民营上市公司盈利能力及投资量提升的作用会比反腐行动前更明显。

3. 数据(Data)

3.1 样本选择和数据来源

本文以 2008-2016 年间在上海证券交易所及深圳证券交易所（A 股市场）上市的公司为研究样本。其中，因变量——政府补助来源于中国股票市场研究数据库（CSMAR）。该数据是从上市公司年度报告中利润表的营业外收入项目收集而来，全部数据的时间跨度为 2003-2016 年。但由于 2003-2007 年数据不全，所以本文以 2008-2016 年数据作为研究对象。并且，我们在实证当中用到的是政府补助的合计数据，即每个上市公司每年所获得的政府补助总量。本文中所用到的数据频率为年度数据。

自变量中，上市公司高管信息（包括政治背景、任职情况等）来源于国泰安上市公司人物特征数据库。该数据库数据起始时间为 1990 年，但本文主要研究的政治背景数据起始于 2008 年，所以本文以 2008-2016 年数据作为研究对象。此外，财务数据和与上市公司特征相关的数据来源于万得资讯（Wind 资讯）沪深股票数据库和中国股票市场研究数据库（CSMAR）。

同时，考虑到政府补助的数量受到地方政府的行为决策的影响，而地方政府给予的政府补助取决于当地的经济水平发展和财政情况，所以我们在回归当中加入一些与经济发展水平和财政情况相关的指标作为控制变量。对于经济发展水平的刻画，我们选取由国民经济研究所（National Economic Research Institute, NERI）所编制的市场化指数（Fan, Wang and Zhu (2010)）。另一方面，对于财政情况的描述，我们依据 Chen, Li, Su and Sun(2011)所使用的方法，选取以下三个指标：财政支出收入比（FISC）、非税收入占财政收入比（PADM）和可自由支配支出占财政支出比（PSUB）。计算这些指标的数据来源于中国统计局网站。

本文对数据样本进行一些调整和删除，包括如下的处理：（1）剔除上市公司为国有企业的样本，只保留民营的上市公司。我们只研究民营上市公司，一方面是因为我们数据中对于“政治联系”的定义能较好地刻画出民营企业的“政治联系”，但这种方法可能不适用于国有企业；另一方面是因为国有企业和民营企业获得政府补助的背后动机可能不一样，民营企业获得政府补助更偏向于是改善企业的经营情况。因此我们将国有企业的样本剔除；（2）剔除金融业和房地产行业的样本（证监会行业分类为 J 和 K 的行业）；（3）剔除上市公司股票受到特别处理（ST 股）的样本；（4）剔除财务数据存在缺失值的样本。由于变量的构建及实证回归会用到上一年的财务数据及财务指标，因此我们删除上市公司首年的样本。剩余的样本我们对其自变量进行前后 1% 的缩尾处理，以减少极端值所带来的影响。

3.2 一些主要变量的定义说明

首先，本文所涉及的民营上市公司高管包括以下人员：（1）在主体研究中，民营上市公司高管包括总经理/首席执行官（CEO）、董事长（Chairman）和两职位同时兼任的情况；（2）在稳健性检验中，为了构建另外的“政治联系”指标，民营上市公司高管包含公司董事、监事及高管团队所有成员。

其次，本文当中刻画民营上市公司高管“政治联系”的方式如下：根据国泰安（CSMAR）

中国上市公司人物特征研究数据库当中关于董监高个人特征文件政治背景相关字段的描述，一次任职经历可以划分为行政层级、任职机构类别及任职状态三个指标。此外，民营上市公司高管可能存在多次在政府及相关部门的任职经历，数据库里会将其分开标示，并逐一体现。(1)“政治联系”(Political Connection)的划分：根据上市公司高管有无在政府及相关部门的任职经历，我们可以划分为“有政治联系”和“无政治联系”两种情况。(2)“政治联系”的级别：根据上市公司高管任职经历的行政层级，可以分为中央(Central Level)、省级(Province Level)、市级及以下(City Level)、无政府背景(No Political Connection)四个级别。如果该高管有多次的任职经历，并且任职的职位属于不同的行政层级，则以最高级别作为该高管“政治联系”的级别。(3)“政治联系”的类别：任职机构类别及任职状态能帮助我们“政治联系”及其级别进行细分。根据任职机构类别，我们可以划分为政府工作(Government Jobs)(主要为在人民政府、机构部门等任职)和代表职务(Membership)(主要为担任人大代表、政协委员等)两个类别；根据任职状态，我们可以划分为现任(Current)和曾任(Former)两种情况。

其他变量定义如表 1 所示：

表 1 变量定义

简称	定义
Subsidy	政府补助数量
Political Connection	“政治联系”变量，若上市公司高管有“政治联系”，此变量为 1，否则为 0
Central Level	中央层级的“政治联系”，若上市公司高管历任任职经历的最高行政层级为中央级别，此变量为 1，否则为 0
Province Level	省级层级的“政治联系”，若上市公司高管历任任职经历的最高行政层级为省级级别，此变量为 1，否则为 0
City Level	市级及以下层级的“政治联系”，若上市公司高管历任任职经历的最高行政层级为市级及以下级别，此变量为 1，否则为 0
Current	在任的任职状态。若上市公司高管当前有政府及相关部门的任职经历，此变量为 1，否则为 0
Former	曾任的任职状态。若上市公司高管曾经有政府及相关部门的任职经历，此变量为 1，否则为 0
Government Jobs	政府工作的任职经历。若上市公司高管任职经历中有政府工作的职位，此变量为 1，否则为 0
Membership	代表职务的任职经历。若上市公司高管任职经历中有担任代表职务，此变量为 1，否则为 0
PolCon Ratio	上市公司高管中具有“政治联系”的人员比例
Current PolCon Ratio	上市公司高管中具有在任的“政治联系”的人员比例
Former PolCon Ratio	上市公司高管中具有曾任的“政治联系”的人员比例
Government Jobs PolCon Ratio	上市公司高管中具有政府工作任职经历的“政治联系”的人员比例
Membership PolCon Ratio	上市公司高管中具有代表职务任职经历的“政治联系”的人员比例

Age	公司成立年限
Employee	上市公司雇佣的员工数
Total asset	上市公司的总资产
Leverage	总负债/总资产
Market leverage	债务账面价值/股票市值
Market-to-book ratio	(债务账面价值+股票市值)/(债务账面价值+所有者权益)
Tangibility	固定资产/总资产
Top1 (%)	上市公司第一大持股人的持股比例
Return on Assets	净收入/总资产
Return on Equity	净收入/净资产
EBIT to Sales	息税前收入/营业收入
Biggest	如果上市公司的总资产是公司所在地的地级市中最大的，此变量为 1，否则为 0
Capital Expenditure	上一年固定资产净现金支出/上一年平均总资产
Capital Expenditure on Cash	上一年固定资产净现金支出/上一年平均现金持有量
Cash to payment	(利息支出+短期债务)/上年末现金持有量
Market Index	市场化指数（来源于 Fan, Wang and Zhu (2010)）
Deficit	(财政支出-财政收入)/财政收入
FISC	财政支出收入比，Ln(地方政府一般预算支出/地方政府一般预算收入)
PADM	非税收入占财政收入比，地方政府非税收入/地方政府一般预算收入
PSUB	可自由支配支出占财政支出比，地方政府其他支出/地方政府一般预算支出

3.3 描述性统计及相关性分析

相关变量的描述性统计如表 2 所示。从表 2 的 Panel A 中我们可以看到，民营上市公司获得政府补助数据共有 8,917 条，均值为 2,410 万元，中位数为 872 万元。不同的上市公司获得的政府补助数量有明显的差异，其中 1%分位点仅为 7 万元，而 99%分位点为 2.67 亿元。而政府补助数量的差异可能与地方经济的发展、公司的规模、公司的经营情况、年份等因素相关。另外，从 Panel B 我们可以了解到，在 9,262 个样本中，有 8,917 个样本是显示有政府补助的，所占比例为 96.28%，而且该比例随着年份的推移而不断提高。可见民营上市公司获得政府补助是非常普遍的事情，差异更多是体现在政府补助的数量上。

Panel C 到 Panel F 为民营上市公司高管“政治联系”指标的描述性统计。从 Panel C 中我们可以看到，民营上市公司的高管政治背景共有 9,262 条数据，45.36%的民营上市公司拥有“政治联系”。这一结果和 Wu, Wu and Rui(2012)所使用的 1999-2006 年数据，以及余明桂、回雅甫、潘红波(2010)所使用的 2002-2007 年数据中，民营上市公司拥有“政治联系”的比例基本上一致。Panel C 和 Panel D 的结果显示，“政治联系”在时间和行业之间没有明显的差异。此外，Panel E 的结果显示，7.55%的上市公司的高管现在或曾经有中央层级的政治联系，而省级和市级的“政治联系”分别占到 17.57%和 20.24%。数据的分布反映出，高管的政治背景对于民营上市公司而言或许是一种稀缺资源，可能对上市公司

获得政府补助的数量和对公司的经营发展产生影响。而且更高层级的“政治联系”，稀缺性更为明显。

变量之间的相关性分析如表 3 所示。从表 3 的结果中我们可以看到，“政治联系”与众多变量存在相关关系。首先，上市公司规模越大、员工数量越多，存在“政治联系”的可能性越大；此外，“政治联系”与上市公司的盈利能力（ROA、ROE、EBIT to Sales）和投资量（Capital Expenditure）之间存在着正相关关系；最后，“政治联系”与市场化指数存在明显的负相关关系，表明可能在市场化程度较低的地区，“政治联系”对于民营上市公司而言更为重要。考虑到这些指标可能会对民营上市公司获得政府补助数量产生影响，在实证研究当中，我们会把这些指标作为控制变量。

上市公司总资产与市场杠杆率之间存在显著的正相关性（0.46），表明规模越大的上市公司使用债务的比例也相对越高，这也与大公司更容易获取债务融资有关。此外，上市公司总资产与公司的固定资产现金支出比例（Capital Expenditure on Cash）也存在显著的正相关性（0.15），这与规模越大的企业固定资产比例越大相关。固定资产现金支出比例与现金支付比例（Cash to payment）存在显著的正相关性（0.26），表明通常情况下在固定资产上支出比较大的公司，所持有的债务也相对较多，因此未来一年内需要支付的债务占现金的比例也相对较大。

表 2 变量描述性统计

Panel A: Summary Statistics on Firm-Specific Variables								
	Obs.	Mean	SD	P1	P25	Median	P75	P99
<i>Subsidy (Millions)</i>	8,917	24.1	73.4	0.07	3.50	8.72	21.0	267
<i>Ln(Subsidy)</i>	8,917	15.89	1.52	11.16	15.07	15.98	16.86	19.40
Δ <i>Ln(Subsidy)</i>	8,730	0.16	1.02	-2.86	-0.34	0.13	0.63	3.43
<i>Subsidy/Net Income</i>	8,917	0.24	0.65	-0.40	0.03	0.08	0.21	3.93
<i>Age</i>	9,262	15.80	5.12	7	12	15	19	29
<i>Employee</i>	9,262	3,232.00	7,593.38	68	774	1,539.5	3,218	26,951
<i>Total Assets (Billions)</i>	9,262	4.49	9.44	0.25	1.18	2.19	4.38	41.8
<i>Leverage</i>	9,262	0.38	0.20	0.05	0.22	0.37	0.52	0.85
<i>Market leverage</i>	9,262	0.17	0.28	0.00	0.01	0.07	0.19	1.37
<i>Market-to-book ratio</i>	9,262	3.80	3.13	0.99	1.92	2.84	4.48	19.92
<i>Tangibility</i>	9,262	0.26	0.16	0.01	0.14	0.24	0.36	0.70
<i>Top1 (%)</i>	9,262	32.13	14.12	7.64	21.42	29.99	41.06	70.42
<i>Return on Assets</i>	9,262	0.04	0.06	-0.17	0.02	0.04	0.07	0.19
<i>Return on Equity</i>	9,262	0.06	0.12	-0.44	0.03	0.07	0.11	0.31
<i>EBIT to Sales</i>	9,262	0.08	0.19	-0.72	0.03	0.08	0.15	0.52
<i>Biggest</i>	9,262	0.07	0.26	0	0	0	0	1
<i>Capital Expenditure</i>	9,262	0.06	0.05	-0.03	0.02	0.04	0.08	0.25
<i>Capital Expenditure on Cash</i>	9,262	0.51	0.74	-0.28	0.11	0.27	0.61	3.97
<i>Cash to payment</i>	9,262	2.45	4.93	0.00	0.22	1.01	2.72	23.73
<i>Market Index</i>	9,262	7.93	1.70	2.94	6.79	8.23	9.35	9.95
<i>Deficit</i>	9,262	0.61	0.62	0.08	0.20	0.29	1.07	3.15

Panel B: Summary Statistics on Government Subsidy (Classified by Year)

	Total observations	No Subsidy	With Subsidy	Percentage of with Subsidy (%)
2008	417	54	363	87.05
2009	461	37	424	91.97
2010	538	29	509	94.61
2011	822	36	786	95.62
2012	1,105	36	1,069	96.74
2013	1,367	48	1,319	96.49
2014	1,382	47	1,335	96.60
2015	1,488	31	1,457	97.92
2016	1,682	27	1,655	98.39
Total	9,262	324	8,917	96.28

Panel C: Summary Statistics on Political Connection of Chairman/CEO (Classified by Year)

	Total observations	No connection	With connection	Percentage of with connection (%)
2008	417	235	182	43.65
2009	461	248	213	46.20
2010	538	290	248	46.10
2011	822	444	378	45.99
2012	1,105	588	517	46.79
2013	1,367	746	621	45.43
2014	1,382	773	609	44.07
2015	1,488	807	681	45.77
2016	1,682	930	752	44.71
Total	9,262	5,061	4,201	45.36

Panel D: Summary Statistics on Political Connection of Chairman/CEO (Classified by Industry)

	Industry Code	Total observations	No connection	With connection	Percentage of with connection (%)
<i>Agriculture, foster, animal husbandry and fishery</i>	A	146	56	90	61.64
<i>Mining</i>	B	140	104	36	25.71
<i>Manufacturing</i>	C	6,575	3,420	3,155	47.98
<i>Food, beverage</i>	C0	364	186	178	48.90
<i>Textiles, apparel</i>	C1	332	143	189	56.92
<i>Timber, furniture</i>	C2	73	29	44	60.27
<i>Paper making, printing</i>	C3	187	83	104	55.61
<i>Petroleum, chemicals, plastics</i>	C4	899	393	506	56.28
<i>Electronics</i>	C5	980	596	384	39.18
<i>Metal, nonmetal</i>	C6	718	395	323	44.99
<i>Machinery, equipment, instruments</i>	C7	2,179	1,196	983	45.11
<i>Medicine, biological products</i>	C8	747	357	390	52.21
<i>Other manufacturing industries</i>	C9	96	42	54	56.25
<i>Electric power, heat, gas and water production and supply</i>	D	142	56	86	60.56
<i>Construction</i>	E	237	123	114	48.10
<i>Wholesale and retail</i>	F	498	310	188	37.75

<i>Transport, storage and postal service</i>	G	94	41	53	56.38
<i>Accommodation and catering</i>	H	16	6	10	62.50
<i>Information transmission, software and information technology services</i>	I	840	589	251	29.88
<i>Leasing and commercial service</i>	L	139	99	40	28.78
<i>Scientific research and technical service</i>	M	73	54	19	26.03
<i>Water conservancy, environment and public facility management</i>	N	100	37	63	63.00
<i>Education</i>	P	10	9	1	10.00
<i>Health and social works</i>	Q	50	22	28	56.00
<i>Culture, sports and entertainment</i>	R	110	75	35	31.82
<i>Diversified industries</i>	S	92	60	32	34.78
<i>Total</i>		9,262	5,061	4,201	45.36

Panel E: Summary Statistics on Political Connection of Chairman/CEO (Classified by Types)

	Any Types	Current	Former	Government Jobs	Membership
<i>No Political Connection</i>	5,061	7,133	7,201	8,198	5,844
<i>Percentage (%)</i>	(54.64)	(77.01)	(77.75)	(88.51)	(63.10)
<i>Central Level</i>	699	445	238	11	691
<i>Percentage (%)</i>	(7.55)	(4.80)	(2.57)	(0.12)	(7.46)
<i>Province Level</i>	1,627	898	581	42	1,548
<i>Percentage (%)</i>	(17.57)	(9.70)	(6.27)	(0.45)	(16.71)
<i>City Level</i>	1,875	786	1,242	1,011	1,179
<i>Percentage (%)</i>	(20.24)	(8.49)	(13.41)	(10.92)	(12.73)
<i>Total</i>	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262
<i>Percentage (%)</i>	(100.00)	(100.00)	(100.00)	(100.00)	(100.00)

Panel F: Summary Statistics on Another Measurement of Political Connection

	Obs.	Mean	SD	P1	P25	Median	P75	P99
<i>Political Connection Ratio</i>	9,262	0.14	0.10	0.00	0.07	0.13	0.20	0.44
<i>Current Political Connection Ratio</i>	9,262	0.05	0.06	0.00	0.00	0.00	0.08	0.25
<i>Former Political Connection Ratio</i>	9,262	0.08	0.08	0.00	0.00	0.07	0.13	0.35
<i>Government Jobs Political Connection Ratio</i>	9,262	0.08	0.08	0.00	0.00	0.07	0.13	0.33
<i>Membership Political Connection Ratio</i>	9,262	0.05	0.07	0.00	0.00	0.04	0.08	0.27

表 3 变量相关性分析

	<i>Ln</i> (Age)	<i>Ln</i> (Emplo yee)	<i>Ln</i> (Assets)	Market leverage	Market-to- book ratio	Tangibilit y	Top1 (%)	Return on Assets	Return on Equity	EBIT to Sales	Biggest	Capital Expendit ure	Capital Expendit ure on Cash	Cash to payment	Market Index
Political Connection	-0.02**	0.12***	0.11***	0.02*	-0.10***	0.10***	0.03***	0.03***	0.02**	0.02*	0.05***	0.08***	0.07***	0.01	-0.03***
<i>Ln</i> (Age)		0.06***	0.17***	0.07***	0.09***	0.03***	-0.15***	-0.09***	-0.03***	-0.07***	0.02**	-0.20***	-0.02*	0.07***	0.03***
<i>Ln</i> (Employee)			0.68***	0.26***	-0.31***	0.16***	0.10***	0.13***	0.16***	0.04***	0.15***	0.12***	0.15***	0.02	0.04***
<i>Ln</i> (Assets)				0.46***	-0.39***	0.04***	0.07***	0.07***	0.15***	0.09***	0.21***	0.01	0.15***	0.09***	0.06***
Market leverage					-0.35***	0.20***	0.05***	-0.24***	-0.12***	-0.15***	0.17***	0.01	0.17***	0.34***	-0.09***
Market-to-book ratio						-0.17***	-0.05***	0.09***	0.02**	-0.02**	-0.06***	-0.10***	-0.11***	-0.07***	0.04***
Tangibility							0.03***	-0.15***	-0.12***	-0.15***	0.08***	0.40***	0.49***	0.21***	-0.12***
Top1 (%)								0.15***	0.13***	0.11***	0.01	0.11***	0.06***	-0.03***	0.05***
Return on Assets									0.82***	0.76***	0.03***	0.13***	-0.03**	-0.30***	0.05***
Return on Equity										0.62***	0.04***	0.10***	0.01	-0.23***	0.03***
EBIT to Sales											0.02*	0.11***	-0.02	-0.26***	0.04***
Biggest												0.03**	0.06***	0.06***	-0.24***
Capital Expenditure													0.64***	-0.07***	-0.05***
Capital Expenditure on Cash														0.26***	-0.03**
Cash to payment															-0.05***
Market Index															

注：*、**、***分别表示10%、5%和1%的显著水平

4. “政治联系”补贴获取效应的实证研究及结果(Empirical Tests and Results)

4.1 上市公司高管的“政治联系”对政府补助数量的影响

首先,我们将研究中国民营上市公司高管的“政治联系”对于政府补助数量的影响。依照上述的分析,“政治联系”对于民营上市公司来说是一种稀缺资源,能帮助上市公司与政府之间搭建起更紧密的“政企关系”。因此,我们预测上市公司高管的“政治联系”对于政府补助数量有一个正面的影响。**(H1: 在其他特征相似的情况下,拥有“政治联系”能够帮助民营上市公司获得更多的政府补助。)**而且我们进一步猜想,“政治联系”的层级越高,意味着这种资源更加稀缺,“政企关系”更为密切,因此也会获得更多的政府补助。**(H2: 在其他特征相似的情况下,更高层级的“政治联系”能够帮助民营上市公司获得更多的政府补助。)**

因此,我们构建了(1)式和(2)式的模型。其中,因变量是政府补助数量的对数值($\ln(\text{Subsidy})$)。自变量中,Political Connection、Central Level、Province Level 和 City Level 是四个虚拟变量,分别代表有无“政治联系”和中央、省级、市级或以下三个不同级别的“政治联系”。考虑到使用同期的指标可能会存在内生性问题,我们将自变量滞后一期,减少内生性对回归结果的影响。

$$\ln(\text{Subsidy})_t = \alpha + \beta * \text{Political Connection}_{t-1} + \gamma X_{t-1} \quad (1)$$

$$\ln(\text{Subsidy})_t = \alpha + \beta_1 * \text{Central Level}_{t-1} + \beta_2 * \text{Province Level}_{t-1} + \beta_3 * \text{City Level}_{t-1} + \gamma X_{t-1} \quad (2)$$

表4的(1)到(4)列是有关模型(1)的回归结果。从回归的结果中我们可以看到,在控制年份、地区以及行业固定效应后,“政治联系”的存在能帮助民营上市公司获得更多的政府补助。相比于无“政治联系”的民营上市公司,“政治联系”的存在使得 $\ln(\text{Subsidy})$ 有0.085的提升。相比于其均值15.89而言,“政治联系”的存在使得民营上市公司获得政府补助的数量提高了8.9%。这样的提高对于上市公司来说显然是有明显的经济价值的,而且从统计上来说该影响在5%的置信水平下也是显著的。这也证明了,“政治联系”和政府补助数量之间存在相关性,“政治联系”能够帮助民营上市公司获得更多的政府补助。

表4的(5)到(8)列是有关模型(2)的回归结果。从回归的结果来看,尽管“政治联系”能够提高政府补助的数量,但不同层级的“政治联系”对于上市公司获得政府补助的数量的影响有显著的差别。相比于无“政治联系”的民营上市公司,在控制其他条件不变的情况下,中央层级的“政治联系”能帮助民营上市公司在 $\ln(\text{Subsidy})$ 上有0.160的提升。相比于均值15.89来说,中央层级的“政治联系”使得民营上市公司获得政府补助的数量提高了17.3%。这样的提高对于上市公司来说显然是有明显的经济价值的,而且从统计上来说该影响在10%的置信水平下也是显著的。此外,省级的“政治联系”使得民营上市公司的 $\ln(\text{Subsidy})$ 提高了0.200(相当于提高了22.1%),系数的大小及显著性都比中央层级的“政治联系”有所提高。然而,市级及以下的“政治联系”则使得上市公司的 $\ln(\text{Subsidy})$ 降低了0.031(相当于降低了3.1%)。市级及以下的“政治联系”对于上市公司获得政府补助数量几乎没有影响,而且回归结果在5%的置信水平下是不显著的。通过对比,我们发

表 4 上市公司高管“政治联系”对政府补助的影响

<i>Ln(Subsidy)</i>	With/Without Political Connection				Level of Political Connection			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Political Connection</i>	0.270*** (0.058)	0.125*** (0.043)	0.122*** (0.043)	0.085** (0.041)				
<i>Central-level PolCon</i>					0.876*** (0.134)	0.155 (0.100)	0.159 (0.100)	0.160* (0.095)
<i>Province-level PolCon</i>					0.344*** (0.076)	0.258*** (0.059)	0.252*** (0.059)	0.200*** (0.057)
<i>City-level PolCon</i>					-0.028 (0.070)	-0.003 (0.055)	-0.006 (0.055)	-0.031 (0.052)
<i>Ln(Employee)</i>		0.251*** (0.032)	0.254*** (0.032)	0.243*** (0.032)	0.244*** (0.033)	0.246*** (0.033)	0.237*** (0.032)	
<i>Ln(Assets)</i>		0.758*** (0.042)	0.745*** (0.042)	0.750*** (0.041)	0.760*** (0.042)	0.747*** (0.041)	0.747*** (0.041)	
<i>Ln(Age)</i>		-0.311*** (0.078)	-0.291*** (0.077)	-0.249*** (0.076)	-0.314*** (0.077)	-0.295*** (0.077)	-0.252*** (0.075)	
<i>Market leverage</i>		-0.017 (0.123)	0.017 (0.127)	-0.011 (0.114)	-0.011 (0.122)	0.023 (0.126)	-0.005 (0.113)	
<i>Market-to-book ratio</i>		0.039*** (0.010)	0.038*** (0.010)	0.034*** (0.010)	0.039*** (0.010)	0.037*** (0.010)	0.033*** (0.010)	
<i>Tangibility</i>		0.242 (0.176)	-0.002 (0.194)	0.172 (0.188)	0.250 (0.175)	0.008 (0.194)	0.168 (0.188)	
<i>Top1 (%)</i>		-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003** (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003 (0.002)	
<i>Return on Assets</i>		1.955*** (0.461)	1.766*** (0.468)	1.446*** (0.430)	1.954*** (0.460)	1.766*** (0.467)	1.429*** (0.429)	
<i>Biggest</i>		-0.096 (0.103)	-0.090 (0.104)	0.011 (0.128)	-0.111 (0.103)	-0.105 (0.104)	0.004 (0.127)	
<i>Capital Expenditure on Cash</i>			0.115*** (0.031)	0.106*** (0.029)		0.114*** (0.031)	0.106*** (0.029)	
<i>Cash to payment</i>			-0.010 (0.006)	-0.012** (0.005)		-0.010 (0.006)	-0.012** (0.005)	
<i>Market Index</i>				-0.103* (0.058)			-0.099* (0.058)	
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	NO	NO	NO	YES	NO	NO	NO	YES
<i>R²</i>	0.0971	0.3951	0.3973	0.4762	0.1142	0.3974	0.3996	0.4779
<i>Observations</i>	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

现中央层级和省份层级的“政治联系”能为民营上市公司带来显著政府补助数量上的提升，而市级“政治联系”没有带来显著的影响效果，反映了更高层级的“政治联系”能够帮助民营上市公司获得更多的政府补助。

此外，一些控制变量的回归系数也和之前学者的研究结果一致。唐清泉、罗党论(2007)

发现，政府在基于社会目标而给予政府补助时，就业是最主要的考虑因素。他们发现员工数量越多的公司能够获得更多的政府补助。本文的回归结果也印证了这一点， $\text{Ln}(\text{Employee})$ 的回归系数显著为正，表明雇佣人数越多的民营上市公司能够获得越多的政府补助。另外，规模越大，固定资产现金支出比例越多的公司能够获得越多的政府补贴，这也符合政府给予补贴的动机，作为上市公司的流动性支持。同时，市场化指数的回归系数为负，反映了在市场化程度越低的地区，民营上市公司获得政府补助数量越多。我们认为在市场化程度落后的地区，出于对当地上市公司的扶持和帮助，政府往往需要投入更多的政府补助来给予支持。回归的结果也符合我们的猜想。

4.2 “政治联系”对政府补助数量影响的异质性分析

在上一节的分析中，我们发现“政治联系”可以提高获得的政府补助数量。然而，“政治联系”补助获取效应在不同的条件下可能会存在差异。在本节，我们将研究不同的任职状态、任职机构、企业规模和地区对于“政治联系”补助获取效应的影响是否存在差别。

首先，我们研究上市公司高管的任职状态及任职机构类别对于“政治联系”补助获取效应的影响。**(H3-1: “政治联系”的补贴获取效应会因任职状态或任职机构类别的不同而有所差异。)**我们认为，在任的状态意味着更紧密的“政企关系”，因此我们预测在任的状态能帮助上市公司获得更多的政府补助。而曾任的状态意味着原有的与政府部门的“关系”可能已经淡化或者消失，因此猜想它可能对于上市公司获得政府补助没有明显影响。

为了研究任职状态的影响情况，我们构建了(3)式的模型。其中，因变量是政府补助数量的对数值($\text{Ln}(\text{Subsidy})$)。自变量中，*Current*和*Former*是两个虚拟变量，分别代表现任和曾任两种任职状态。而这两个变量的回归系数是我们所关注的对象。

$$\text{Ln}(\text{Subsidy})_t = \alpha + \beta_1 * \text{Current}_{t-1} + \beta_2 * \text{Former}_{t-1} + \gamma X_{t-1} \quad (3)$$

$$\text{Ln}(\text{Subsidy})_t = \alpha + \beta_1 * \text{Government Jobs}_{t-1} + \beta_2 * \text{Membership}_{t-1} + \gamma X_{t-1} \quad (4)$$

表5的(1)到(4)列是有关该模型的回归结果。从回归的结果中我们可以看到，相比于无“政治联系”的民营上市公司，在其他条件相同的情况下，在任的任职状态使得 $\text{Ln}(\text{Subsidy})$ 提高了0.160，相对于均值而言有17.4%的提高。另一方面，曾任的状态则对民营上市公司获得政府补贴的数量有负的影响，政府补贴平均会降低0.4%，但该影响在统计上是不显著的。

考虑到“政治联系”层级和任职状态可能存在影响相互叠加的关系，为了区分每一种状态的影响情况，我们构建了3个层级以及2种任职状态的交叉变量，并且以无“政治联系”作为基本类别，与上述的6种情况进行对比。从回归的结果中我们可以看到，在每个“政治联系”层级里，任职状态的变化对于“政治联系”和政府补助之间的关系有比较明显的影响。

其次，我们用同样的方法研究任职机构类别的影响情况。我们构建了(4)式的模型，

表 5 任职机构类别及任职状态对于政府补助数量的影响

Ln(Subsidy)	Status of Political Connection				Position of Political Connection			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Current PolCon</i>	0.158*** (0.050)	0.160*** (0.046)						
<i>Former Polcon</i>	-0.003 (0.054)	-0.004 (0.051)						
<i>Central-level PolCon</i> × <i>Current</i>			0.077 (0.120)	0.082 (0.112)				
<i>Province-level PolCon</i> × <i>Current</i>			0.273*** (0.062)	0.246*** (0.062)				
<i>City-level PolCon</i> × <i>Current</i>			0.067 (0.071)	0.104 (0.067)				
<i>Central-level PolCon</i> × <i>Former</i>			0.148 (0.123)	0.128 (0.118)				
<i>Province-level PolCon</i> × <i>Former</i>			0.032 (0.101)	0.028 (0.096)				
<i>City-level PolCon</i> × <i>Former</i>			-0.044 (0.065)	-0.040 (0.061)				
<i>Government Jobs PolCon</i>					-0.008 (0.075)	-0.027 (0.071)		
<i>Membership PolCon</i>					0.152*** (0.047)	0.128*** (0.044)		
<i>Central-level PolCon</i> × <i>Government Jobs</i>							0.212 (0.292)	0.126 (0.368)
<i>Province-level PolCon</i> × <i>Government Jobs</i>							0.039 (0.210)	0.004 (0.194)
<i>City-level PolCon</i> × <i>Government Jobs</i>							-0.014 (0.079)	-0.029 (0.075)
<i>Central-level PolCon</i> × <i>Membership</i>							0.157 (0.101)	0.167* (0.096)
<i>Province-level PolCon</i> × <i>Membership</i>							0.267*** (0.060)	0.222*** (0.059)
<i>City-level PolCon</i> × <i>Membership</i>							-0.005 (0.065)	-0.010 (0.060)
<i>Ln(Employee)</i>	0.251*** (0.033)	0.241*** (0.032)	0.248*** (0.033)	0.238*** (0.032)	0.250*** (0.033)	0.241*** (0.032)	0.246*** (0.033)	0.237*** (0.032)
<i>Ln(Assets)</i>	0.750*** (0.041)	0.755*** (0.041)	0.750*** (0.042)	0.753*** (0.041)	0.750*** (0.042)	0.753*** (0.041)	0.749*** (0.042)	0.747*** (0.041)
<i>Ln(Age)</i>	-0.285*** (0.077)	-0.241*** (0.075)	-0.290*** (0.076)	-0.243*** (0.075)	-0.285*** (0.077)	-0.243*** (0.076)	-0.295*** (0.077)	-0.252*** (0.075)
<i>Market leverage</i>	0.014 (0.127)	-0.012 (0.114)	0.020 (0.126)	-0.007 (0.113)	0.018 (0.126)	-0.008 (0.113)	0.019 (0.125)	-0.006 (0.113)
<i>Market-to-book ratio</i>	0.038*** (0.010)	0.034*** (0.010)	0.037*** (0.010)	0.034*** (0.010)	0.038*** (0.010)	0.034*** (0.010)	0.037*** (0.010)	0.033*** (0.010)
<i>Tangibility</i>	0.004 (0.194)	0.181 (0.187)	0.014 (0.194)	0.183 (0.188)	-0.000 (0.194)	0.175 (0.187)	0.010 (0.194)	0.169 (0.188)
<i>Top1 (%)</i>	-0.002 (0.002)	-0.003** (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003** (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003** (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003** (0.002)

<i>Return on Assets</i>	1.754*** (0.467)	1.428*** (0.429)	1.759*** (0.467)	1.425*** (0.429)	1.752*** (0.458)	1.432*** (0.430)	1.759*** (0.468)	1.425*** (0.430)
<i>Biggest</i>	-0.092 (0.104)	-0.000 (0.127)	-0.093 (0.103)	0.008 (0.127)	-0.095 (0.104)	0.003 (0.127)	-0.107 (0.104)	0.002 (0.127)
<i>Capital Expenditure on Cash</i>	0.113*** (0.031)	0.103*** (0.029)	0.114*** (0.031)	0.104*** (0.029)	0.113*** (0.031)	0.105*** (0.029)	0.113*** (0.031)	0.106*** (0.029)
<i>Cash to payment</i>	-0.009 (0.006)	-0.012** (0.005)	-0.010 (0.006)	-0.012** (0.005)	-0.009 (0.006)	-0.011** (0.005)	-0.009 (0.006)	-0.012** (0.005)
<i>Market Index</i>		-0.104* (0.058)		-0.101* (0.058)		-0.104* (0.058)		-0.102* (0.058)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	NO	YES	NO	YES	NO	YES	NO	YES
<i>R²</i>	0.3976	0.4771	0.3988	0.4778	0.3979	0.4768	0.3999	0.4781
<i>Observations</i>	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

自变量换成是 Government Jobs 和 Membership 两个虚拟变量，分别代表政府工作和代表职务两种不同的任职机构类型。

表 5 的（5）到（8）列是有关该模型的回归结果。从回归的结果我们可以看到，相比于无“政治联系”的民营上市公司，在其他条件相同的情况下，政府工作的任职机构类别使得 Ln(Subsidy)降低了 0.027，相当于政府补助数量下降了 2.7%。另一方面，代表职务的类别则对民营上市公司获得政府补贴的数量有显著的正向影响，Ln(Subsidy)平均会增加 0.128，相当于获得的政府补助数量提高了 13.7%。

同样地，我们使用交叉变量的方法来区分不同的任职机构类别和不同的“政治联系”层级之间的影响情况。综合来看，在每个“政治联系”层级里，任职机构类别的不同同样会对“政治联系”和政府补助数量之间的关系造成比较明显的影响。

接下来，我们考虑不同的公司规模对于“政治联系”和政府补助数量之间的关系的的影响。我们认为，相比于规模较大的公司而言，“政治联系”对规模较小的公司更为重要，所带来的影响效果也更为明显。**（H3-2：对于规模较小的民营上市公司而言，“政治联系”的存在对于政府补助数量的正向影响会比规模较大的民营上市公司更大。）**

我们依照每年末民营上市公司总资产规模，将样本划分为小公司和大公司两个子样本，并分别按照模型（1）和（2）进行回归分析。表 6 的（1）到（4）列是关于公司规模异质性分析的回归结果。对于规模较小的公司来说，“政治联系”能使得政府补助提高 15.1%（Ln(Subsidy)增加 0.141），而且这个正向的影响是显著的。然而，对于规模较大的公司而言，“政治联系”仅能使得政府补助提高 1.9%（Ln(Subsidy)增加 0.019）。无论从经济上还是统计上来看，“政治联系”无法使得规模较大的民营上市公司获得政府补助上的提高。进一步比较在不同层级上影响的变化，我们发现在每一个“政治联系”的层级上，“政治联系”对于规模小的公司的正面影响都会比大公司更为明显。

最后，我们研究地区差异对于“政治联系”和政府补助数量间的关系的影响。地区之

表 6 企业规模及地区对于政府补助数量的影响

	Different Sizes				Different Places			
	Small		Large		Developed		Under-Developed	
<i>Ln(Subsidy)</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Political Connection</i>	0.141** (0.055)		0.019 (0.056)		0.061 (0.059)		0.104* (0.056)	
<i>Central-level PolCon</i>		0.221 (0.163)		0.101 (0.114)		0.158 (0.166)		0.155 (0.111)
<i>Province-level PolCon</i>		0.234*** (0.077)		0.137 (0.086)		0.179** (0.081)		0.219*** (0.075)
<i>City-level PolCon</i>		0.059 (0.070)		-0.123* (0.074)		-0.049 (0.071)		-0.019 (0.071)
<i>Ln(Employee)</i>	0.186*** (0.043)	0.180*** (0.043)	0.317*** (0.047)	0.313*** (0.047)	0.235*** (0.050)	0.224*** (0.050)	0.256*** (0.040)	0.253*** (0.040)
<i>Ln(Assets)</i>	0.741*** (0.085)	0.735*** (0.084)	0.775*** (0.066)	0.771*** (0.066)	0.723*** (0.059)	0.718*** (0.059)	0.774*** (0.053)	0.774*** (0.053)
<i>Ln(Age)</i>	-0.276*** (0.105)	-0.285*** (0.105)	-0.143 (0.106)	-0.142 (0.104)	-0.103 (0.097)	-0.115 (0.095)	-0.407*** (0.099)	-0.406*** (0.099)
<i>Market leverage</i>	0.043 (0.431)	0.075 (0.427)	-0.072 (0.127)	-0.072 (0.126)	0.142 (0.178)	0.152 (0.177)	-0.106 (0.152)	-0.096 (0.151)
<i>Market-to-book ratio</i>	0.024* (0.013)	0.023* (0.012)	0.059*** (0.017)	0.057*** (0.017)	0.044*** (0.016)	0.042*** (0.016)	0.038*** (0.012)	0.038*** (0.012)
<i>Tangibility</i>	0.535* (0.290)	0.531* (0.291)	-0.086 (0.245)	-0.097 (0.244)	-0.068 (0.276)	-0.081 (0.275)	0.077 (0.242)	0.082 (0.243)
<i>Top1 (%)</i>	-0.006*** (0.002)	-0.006*** (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.004** (0.002)	-0.004** (0.002)	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
<i>Return on Assets</i>	1.768*** (0.619)	1.757*** (0.619)	0.621 (0.565)	0.589 (0.563)	2.171*** (0.730)	2.140*** (0.728)	1.418** (0.595)	1.393** (0.595)
<i>Biggest</i>	0.439** (0.193)	0.435** (0.195)	-0.144 (0.142)	-0.150 (0.141)	-0.105 (0.246)	-0.114 (0.249)	-0.148 (0.105)	-0.166 (0.105)
<i>Capital Expenditure on Cash</i>	0.106** (0.046)	0.103** (0.046)	0.111*** (0.034)	0.114*** (0.035)	0.130*** (0.047)	0.130*** (0.047)	0.111*** (0.038)	0.110*** (0.038)
<i>Cash to payment</i>	-0.025*** (0.010)	-0.025** (0.010)	-0.002 (0.006)	-0.002 (0.006)	-0.015 (0.011)	-0.014 (0.011)	-0.011 (0.007)	-0.011 (0.007)
<i>Market Index</i>	-0.161* (0.087)	-0.158* (0.087)	-0.080 (0.082)	-0.074 (0.081)	-0.072 (0.086)	-0.063 (0.086)	-0.056 (0.108)	-0.058 (0.108)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>R²</i>	0.3494	0.3505	0.4915	0.4936	0.4073	0.4099	0.4439	0.4458
<i>Observations</i>	4,633	4,633	4,629	4,629	3,924	3,924	5,338	5,338

注：括号中的值为系数的 clustered standard error, *, **, ***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

间市场化程度存在着差异。我们认为，在市场化程度较低的地区，“政治联系”对企业更为重要，所带来的影响效果也更为明显。（H3-3: 对于市场化程度更高的地区而言，“政治联系”的存在对于民营上市公司获得政府补助数量的正向影响比市场化程度低的地区要小。）

我们根据市场化指数的指标，每年按照市场化指数的大小将样本划分为市场化程度较低和较高两个子样本，并分别按照模型（1）和（2）进行回归分析。表6的（5）到（8）列是关于地区差异的异质性分析的回归结果。在市场化程度较高的地区，“政治联系”能使得政府补助提高6.3%（ $\text{Ln}(\text{Subsidy})$ 增加0.061）。而在市场化程度较低的地区，政府补助的增长为11.0%（ $\text{Ln}(\text{Subsidy})$ 增加0.104），且该影响在10%的置信水平下是显著的。与我们的猜想以及余明桂、回雅甫、潘红波(2010)所得到的结果相同，回归结果反映出在市场化程度较低的地区，“政治联系”对于政府补助数量的提高作用比市场化程度高的地区要更大，并且进一步比较在不同层级上影响的变化，我们发现这个差距更多地体现在省级和市级层级“政治联系”的影响变化上。

4.3 稳健性检验

数据当中约有4%的民营上市公司没有获得政府补助，可能是否获得政府补助与企业的一些个体特征相关，也就有可能对我们的结果产生影响。因此，我们采取Heckman两步法的方式去减弱该影响。回归的结果如附录中表A1所示，系数的大小没有发生显著变化， λ 的不显著也反映了在该样本内，是否获得政府补助与公司特征的变量没有显著的相关性。

在前两部分的研究中，我们在样本的地区上没有作出限制，但剔除了上市公司为国有企业和ST股的样本。考虑到这部分样本可能会有不一样的性质，我们对数据样本分别进行了调整：（1）剔除了上市公司注册所在地为北京、天津、上海和重庆四个直辖市的样本；（2）加入上市公司为国有企业的样本；（3）加入ST股的样本；（4）使用上市公司高管中具有“政治联系”的人员占有所有高管的人数比例作为替代指标。我们依照调整后的数据样本分别重新进行回归。回归的结果如附录中表A2所示，在数据样本进行调整后，回归系数都没有发生显著的变化。我们认为，所得到的结果是相对稳定、可靠的。

4.4 “政治联系”补贴获取效应的事件分析

在上述的分析中，我们采用面板回归的方式，在控制一些公司特征和年份、地区以及行业固定效应后，我们发现“政治联系”和政府补助数量之间存在正相关性。在其他条件相似的情况下，拥有“政治联系”的民营上市公司，平均而言获得的政府补助数量会更高。

然而，面板回归的方法无法判断“政治联系”和政府补助数量之间的因果性。两者之间的正相关关系有以下三种可能性：（1）“政治联系”的存在提高了政府补助数量；（2）政府补助数量的提高使得民营上市公司获得“政治联系”的可能性提高；（3）存在另外的一些因素（如一些不可观测的企业特征等），同时影响民营上市公司获得“政治联系”的可能性和政府补助数量。为了排除后两种可能性对结果的干扰，我们采用事件研究的方式，分析“政治联系”的补贴获取效应的因果性。

我们所使用的数据库中，记录着每位上市公司高管的政府背景的任职经历，以及在上

市公司担任高管的任职情况。因此，我们可以清楚地判断每位高管的任职及离职情况，进而可以得到每家民营上市公司“政治联系”的变化情况。因此，我们可以将民营上市公司“政治联系”的变化看作是一个事件，并依照其事件的性质，区分为以下三类：

1. **主动获得“政治联系”**。我们将民营上市公司由无“政治联系”变成有“政治联系”，且变化原因是由于上市公司从外部聘请了有“政治联系”的人担任公司董事长/CEO的事件定义为主动获得“政治联系”事件。如重庆啤酒（600132）在2013年4月12日，原公司总经理陈世杰离职，由赵泽凯担任公司新的总经理。首先，公司由无“政治联系”变成有“政治联系”。此外，赵泽凯之前未在公司担任董事长/CEO的职务，他同时也是宁夏回族自治区第十届人大代表。因此我们将该事件定义为主动获得“政治联系”。
2. **被动获得“政治联系”**。我们将民营上市公司由无“政治联系”变成有“政治联系”，但变化原因是由于上市公司现在的董事长/CEO获得了“政治联系”的事件定义为被动获得“政治联系”事件。如中南建设（000961）董事长兼总经理陈锦石，由2009年6月20日任职至今。此前他没有“政治联系”。在2012年时，他成为了十二届全国人大代表。因此我们将该事件定义为被动获得“政治联系”。
3. **失去“政治联系”**。我们将民营上市公司由有“政治联系”变成无“政治联系”的情况定义为失去“政治联系”事件。这类事件的发生为原来有“政治联系”的董事长/CEO离职导致的。如塔牌集团（002233）原总经理徐惠明于2007年4月28日任职，在2010年6月3日离职。她是第十届全国人大代表。而接任的总经理刁东庆无“政治联系”。因此我们将此事件定义为失去“政治联系”。

在对上述事件进行定义以后，我们采用事件研究的方式，探讨“政治联系”的变化对于政府补助数量的影响。我们考察在变动前三年及后三年里，该公司获得的政府补助数量（ $\ln(\text{Subsidy})$ ）的平均值。考虑到政府在给予上市公司政府补助的时候不一定逐年进行发放，有可能依照其他因素，比如项目的进展程度，当地的财政状况等。因此，为了消除政府补助在时间上的波动性，我们以三年的平均值作为该公司平均所获得的政府补助的数量。我们猜测，获得“政治联系”能为民营上市公司带来更多的政府补助。同时主动获得“政治联系”能带来更大的变化，其原因在于主动获得涉及到高管人员的变换，公司治理发生了更大的变化。而失去“政治联系”将减少政府补助的数量。（**H4：在其他特征相似的情况下，与被动获取“政治联系”的情况相比，主动获取“政治联系”能够给民营上市公司带来更多的政府补助数量的提升；同时，失去“政治联系”会导致政府补助数量的下降。**）

依照以上的标准，我们对样本进行了分组。其中，获得“政治联系”有174个观测值，主动获得“政治联系”的有42个观测值，被动获得“政治联系”的有132个观测值。失去“政治联系”的有136个观测值。考虑到年份对政府补助的水平有显著的影响，以及其他的一些公司特征也可能对政府补助数量造成影响，为了使实验组和对照组在公司特征及时间上更为相似，我们使用 Propensity Score Matching 的方式，使用 Probit Model 来估计每个

表 7 样本匹配

<i>Treatment</i>	Gain Political Connection		Lose Political Connection	
	Pre-Match	Post-Match	Pre-Match	Post-Match
<i>Intercept</i>	-4.974*** (0.996)	-1.242 (1.575)	-5.762*** (1.174)	-1.149 (1.777)
<i>Ln(Employee)</i>	-0.039 (0.043)	-0.062 (0.068)	-0.111** (0.050)	-0.085 (0.083)
<i>Ln(Assets)</i>	0.130** (0.054)	0.037 (0.084)	0.132** (0.063)	-0.012 (0.098)
<i>Ln(Age)</i>	0.270** (0.118)	0.120 (0.180)	0.724*** (0.142)	0.459** (0.222)
<i>Market leverage</i>	-0.061 (0.143)	0.156 (0.207)	0.036 (0.168)	0.074 (0.254)
<i>Market-to-book ratio</i>	0.036*** (0.010)	0.027 (0.017)	0.044*** (0.014)	0.021 (0.019)
<i>Tangibility</i>	0.061 (0.267)	-0.075 (0.395)	-0.115 (0.299)	0.051 (0.446)
<i>Top1 (%)</i>	-0.007*** (0.003)	-0.008** (0.004)	-0.003 (0.003)	0.000 (0.004)
<i>Return on Assets</i>	-0.631 (0.675)	-0.456 (1.058)	-2.487*** (0.798)	-1.763 (1.212)
<i>Biggest</i>	0.106 (0.140)	0.065 (0.205)	0.072 (0.143)	0.178 (0.216)
<i>Capital Expenditure on Cash</i>	0.067 (0.052)	0.077 (0.076)	-0.061 (0.065)	-0.094 (0.089)
<i>Cash to payment</i>	-0.002 (0.009)	-0.008 (0.013)	0.000 (0.010)	0.009 (0.018)
<i>Control</i>	4,495	696	3,771	544
<i>Control (unique obs.)</i>	4,495	546	3,771	433
<i>Treatment</i>	174	174	136	136
<i>Observations</i>	4,669	720	3,907	569
<i>Pseudo R²</i>	0.0265	0.0144	0.0611	0.0221
<i>p-value</i>	0.0000	0.4043	0.0000	0.2438

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

样本获得“政治联系”的概率。我们在对照组内同一行业 and 同一年份中选取得分与实验组样本最接近（绝对值差异最小）的 4 个样本，构建新的对照组。表 7 是匹配的结果，结果显示匹配前公司的规模、年龄等因素会显著影响民营上市公司获得政府补助的概率，且 p-value 显示实验组和对照组之间在特征上存在差异。而匹配后的样本消除了这些因素的影响，特征上的差异也不显著。

表 8 比较了实验组和对照组在事件前后政府补助水平的变化情况。从表中的结果我们可以看到，在不进行匹配时，获得“政治联系”使得民营上市公司前后三年的政府补助水平平均增加 89.6%（Ln(Subsidy)平均增加 0.640），而对照组仅增加 49.0%（Ln(Subsidy)平均增加 0.399），变化的差值 27.3%（0.241）在 1%的置信水平下是显著的，说明获得“政

表 8 “政治联系”变化前后政府补助变化情况

Without Propensity Score Matching					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Gain PolCon				
	Gain Political	from outside (not	Gain	Gain	Lose
<i>Ln(Subsidy)</i>	Connection	from other	PolCon	PolCon	Political
		companies)	from outside	from inside	Connection
<i>Avg: Treatment Difference</i>	0.640	0.943	0.972	0.535	0.463
<i>SE: Treatment Difference</i>	(0.099)	(0.266)	(0.261)	(0.099)	(0.137)
<i>Number of observations</i>	174	41	42	132	136
<i>Avg: Control Difference</i>	0.399	0.399	0.399	0.399	0.379
<i>SE: Control Difference</i>	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.017)	(0.016)
<i>Number of observations</i>	4,495	4,495	4,495	4,495	3,771
<i>Dif-in-difs</i>	0.241***	0.544***	0.573***	0.136	0.084
<i>SE: Dif-in-difs</i>	(0.087)	(0.176)	(0.174)	(0.099)	(0.088)
With Propensity Score Matching					
	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	Gain PolCon				
	Gain Political	from outside (not	Gain	Gain	Lose
<i>Ln(Subsidy)</i>	Connection	from other	PolCon	PolCon	Political
		companies)	from outside	from inside	Connection
<i>Avg: Treatment Difference</i>	0.640	0.943	0.972	0.535	0.463
<i>SE: Treatment Difference</i>	(0.099)	(0.266)	(0.261)	(0.099)	(0.137)
<i>Number of observations</i>	174	41	42	132	136
<i>Avg: Control Difference</i>	0.450	0.428	0.433	0.437	0.346
<i>SE: Control Difference</i>	(0.046)	(0.102)	(0.100)	(0.050)	(0.048)
<i>Number of observations</i>	546	132	135	441	433
<i>Dif-in-difs</i>	0.190*	0.515**	0.539**	0.097	0.117
<i>SE: Dif-in-difs</i>	(0.099)	(0.236)	(0.231)	(0.106)	(0.115)

注：括号中的值为标准误，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

“政治联系”后上市公司获得了更高的政府补助的增长。而对获得“政治联系”的事件进行细分，主动获得“政治联系”形成的变化差值是 77.4% (0.573)，在 1%的置信水平下是显著的；而被动获得“政治联系”形成的变化差值仅为 14.6% (0.136)，且该变化是不显著的。

考虑到民营上市公司主动获得“政治联系”的样本中可能会存在从别的上市公司聘请高管来担任本公司的董事长/CEO 的情况。而这样的主动获得“政治联系”的情况存在着被聘请的人是主动选择该上市公司的可能。这样会导致我们所得到的结果有可能还是受一些不可观测的公司特征的影响。因此，我们排除了这些样本（1 个观测值），而排除后的结果在经济上和统计上的显著性均没有发生明显变化。因此，以上结果说明了，“政治联系”的获得提高了政府补助数量，而这种变化主要是由于民营上市公司主动在公司治理、在管

理层人员上做出改变带来的，而不仅仅是受到公司经营情况等特征的影响。

失去“政治联系”使得民营上市公司前后三年的政府补助水平平均增加 58.9% ($\text{Ln}(\text{Subsidy})$ 平均增加 0.463)，而对照组平均增加 46.1% ($\text{Ln}(\text{Subsidy})$ 平均增加 0.379)，变化的差值为 8.8% (0.084)。虽然我们的样本反映出，相比于拥有“政治联系”的民营上市公司，失去“政治联系”后民营上市公司获得了更高的政府补贴的增长，与我们之前的预测不一致，但这种变化在统计上是不显著的。因此，我们认为，失去“政治联系”在短时间内不会对民营上市公司获得补助的数量造成明显的影响。

同样地，为了减少内生性对于结果的影响，我们使用匹配后的数据重新计算。所得到的结果与不进行匹配的结果相似。以上的结果验证了我们对“政治联系”补贴获取效应的因果性的猜想。

4.5 政府补助变化对民营上市公司企业绩效的影响

在本节当中，我们将探讨政府补助变化对民营上市公司的盈利能力与投资量的影响。从资源基础理论来分析，政府补助作为一种特殊的资源，能够帮助企业获得持续的竞争优势，有利于提升企业的盈利能力。已有的研究也发现，“政治联系”可以帮助企业提升其经营能力，对盈利能力有正向的影响 (Li, Meng, Wang and Zhou(2008); Wu, Wu and Rui(2012); Boubakri, Cosset and Saffar(2012))。同时，拥有更多资源的上市企业，有更大的能力和意愿去做出更多的投资。**(H5: 在其他特征相似的情况下，政府补助数量的提高会使得民营上市公司的盈利能力有所提升，同时民营上市公司也会增大其投资量。)**

在回归当中，因变量我们选取的是盈利能力的变化值 (ΔROA , ΔROE , $\Delta\text{EBIT to Sales}$) 和投资量的变化值 ($\Delta\text{Capital Expenditure}$)，自变量我们使用的是政府补助的变化值 ($\Delta\text{Ln}(\text{Subsidy})$)，控制变量与之前的一致。同样地，考虑到使用同期的指标可能会存在内生性问题，我们将所有的控制变量滞后一期，减少内生性对回归结果的影响。

回归结果如表 9 所示。从回归结果我们可以看到，在控制年份、地区以及行业固定效应后，当政府补助数量变化值处于平均水平时 ($\Delta\text{Ln}(\text{Subsidy})$ 平均值为 0.16)，将会使 ROA 平均增加 0.07%，ROE 平均增加 0.17%，以及息税前收入占总收入比值平均增加 0.07%。这些影响都是在 5% 的置信水平下显著的。此外，当政府补助数量变化值处于平均水平时，会使得资本支出比率提升 0.016%。从回归的结果来看，政府补助数量的增加，会对民营上市公司的盈利能力与投资量有一个显著的正向影响。

余明桂、回雅甫、潘红波(2010)指出，对于有“政治联系”的民营企业，政府补助的数量与企业绩效存在负相关关系，而对于无“政治联系”的民营企业而言则是正相关关系。他们将这样的差异解释为是由于民营企业“政治联系”的寻租造成的，提出了民营企业“政治联系”的寻租假设。为了检验在我们的样本中是否也存在寻租假设，我们将样本分为有“政治联系”和无“政治联系”两个子样本，并重复以上回归。回归结果如附录中表 A3 所示。结果表明，对于两类民营上市公司来说，政府补贴的提升对企业业绩都是正向的影响，并且对于有“政治联系”的民营上市公司来说，影响效果更为明显。

表 9 政府补助变化对民营上市公司的盈利能力与投资量的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Δ ROA	Δ ROE	Δ EBIT to Sales	Δ Capital Expenditure
<i>ΔLn(Subsidy)</i>	0.0045*** (0.0006)	0.0108*** (0.0021)	0.0043** (0.0022)	0.0010* (0.0006)
<i>Ln(Employee)</i>	0.0028*** (0.0008)	0.0059*** (0.0020)	0.0132*** (0.0024)	0.0019*** (0.0006)
<i>Ln(Assets)</i>	0.0015 (0.0012)	0.0001 (0.0035)	-0.0025 (0.0036)	-0.0003 (0.0009)
<i>Ln(Age)</i>	-0.0001 (0.0018)	-0.0061 (0.0045)	0.0127** (0.0052)	0.0012 (0.0016)
<i>Market leverage</i>	-0.0210*** (0.0030)	-0.0449*** (0.0129)	-0.0403*** (0.0080)	-0.0011 (0.0027)
<i>Market-to-book ratio</i>	0.0013*** (0.0004)	0.0023** (0.0010)	0.0061*** (0.0011)	0.0002 (0.0002)
<i>Tangibility</i>	-0.0103** (0.0050)	-0.0177 (0.0138)	-0.0144 (0.0145)	-0.0366*** (0.0053)
<i>Top1 (%)</i>	0.0002*** (0.0000)	0.0004*** (0.0001)	0.0003*** (0.0001)	-0.0000 (0.0000)
<i>Return on Assets</i>	-0.4734*** (0.0238)	-0.9839*** (0.0828)	-0.9460*** (0.0926)	0.0532*** (0.0135)
<i>Biggest</i>	0.0038* (0.0022)	0.0158*** (0.0061)	0.0128* (0.0066)	-0.0018 (0.0022)
<i>Capital Expenditure on Cash</i>	-0.0017* (0.0009)	-0.0056* (0.0029)	-0.0044 (0.0031)	-0.0255*** (0.0013)
<i>Cash to payment</i>	-0.0001 (0.0002)	-0.0002 (0.0009)	-0.0004 (0.0008)	0.0012*** (0.0002)
<i>Market Index</i>	-0.0025 (0.0021)	-0.0011 (0.0055)	-0.0073 (0.0064)	0.0030 (0.0021)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>R²</i>	0.2359	0.1785	0.1232	0.1828
<i>Observations</i>	8,730	8,730	8,730	8,730

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

我们的样本并没有发现民营上市公司因为明显的寻租动机而去建立“政治联系”，这一点与余明桂、回雅甫、潘红波(2010)用早期数据所得到的结果不一致。我们猜想，结果的差异可能是由于样本时间段的不同。随着市场经济、法律体制的逐步完善，以及反腐行动对于政府行为的影响，民营上市公司公司治理的动机因此发生了改变。为了验证这一猜想，我们将在第 5 章中进行更详尽的分析。

4.6 自然实验：民营上市公司会因为追求更多的政府补助而寻求“政治联系”吗？

在以上部分的研究中，我们发现了“政治联系”的存在对民营上市公司获得政府补助的数量有正向的影响，主动获得“政治联系”是得到更多政府补助的一个原因。此外，我们还发现了政府补助数量的提高会使得民营上市公司的盈利能力、投资量有所提升，企业绩效得到改善。那么，从企业价值的角度来考虑公司治理的动机，当民营上市公司希望改善其经营状况，需要获取更多的政府补助时，民营上市公司是否会主动寻求“政治联系”？

为了回答这样的一个问题，我们选取了一个自然实验事件作为参考。如同曾月明、刘佳佳(2016)一样，我们以 2011 年 10 月底北京首次发生的“PM2.5 爆表”事件作为背景。首先，我们认为该事件具有很强的外生性，事件爆发的时间及影响程度在事前无法被预测。其次，我们认为该事件对社会带来了重要的影响。事件的发生吸引了公众的关注，并引发了社会的舆论压力。政府也因为该事件而加快了一系列与环保相关的法律法规的出台（新《环境空气质量标准》、《环境监察办法》(2012)、《关于执行大气污染物特别排放限值的公告》(2013)、《环境保护法》(2014)、《环境保护公众参与办法》(2015)、《大气污染防治法》(2015)），加大了对重污染企业的监督力度和奖惩力度，同时要求各级环保部门同财政部门编制环保资金使用计划，将征收的排污费全部用于环境污染防治。可以说，事件的发生极大地提高了公众和政府对于环境问题的关注。最后，我们认为该事件对不同行业产生不同的影响。对于低污染企业而言，事件的发生对他们的影响很小；而对于重污染企业而言，事件的发生可能对企业的日常经营、项目投资甚至企业的存续造成很大的威胁。因此，我们选取该事件作为一个自然实验的事件。

基于事件的发生以及事件对不同行业造成的影响有所不同，我们研究不同的行业对该事件所做出的反应是否会存在差异。对于重污染企业而言，事件的发生将影响到他们的日常经营、项目投资甚至企业的存续，他们可能需要获得更多的政府补助的支持，来对企业的经营活动进行改变，因此可能会主动寻求“政治联系”；对于低污染企业而言，事件的发生对他们的影响较小，他们对于寻求“政治联系”的动机比较小。因此，我们预测，在事件发生之后，重污染行业中拥有“政治联系”的民营上市公司占比的上升幅度会比低污染行业要更大。

在行业的区分上，我们依照环保部发布的《关于执行大气污染物特别排放限值的公告》，将火电、钢铁、石化、水泥、有色、化工这六个行业定义为重污染行业，而其余行业则定义为低污染行业。我们比较两个子样本内拥有“政治联系”的民营上市公司的占比。统计结果如表 10 和图 1 显示。从数据结果我们可以看到，在全样本中，低污染行业中拥有“政治联系”的民营上市公司的占比始终维持在 45% 左右，并未随着事件的发生而产生明显的变化。反观重污染行业，拥有“政治联系”的民营上市公司占比在事件发生后的短时间内达到一个顶峰，并且相比于事件发生前该比例有一个明显的提升（约 7%）。即便我们只选取那些在样本期内一直存续的民营上市公司作为参考，依然能够得到类似的结果。

从分析的结果来看，在“PM2.5 爆表”这一自然事件发生后，重污染行业中拥有“政治联系”的民营上市公司的占比有一个明显的提升。这个结果也说明了，当政策环境发生变化时，为了获取更多的政府补助，民营上市公司会主动寻求“政治联系”。

表 10 不同行业中拥有“政治联系”的民营上市公司占比的比较

	Full Sample				Exist for entire period			
	Air-polluted Industry		Non-air-polluted Industry		Air-polluted Industry		Non-air-polluted Industry	
	Total observations	Percentage of with connection (%)	Total observations	Percentage of with connection (%)	Total observations	Percentage of with connection (%)	Total observations	Percentage of with connection (%)
2008	54	46.30	363	43.25	38	44.74	244	43.03
2009	69	50.72	392	45.41	38	44.74	244	45.08
2010	71	50.70	467	45.40	38	44.74	244	45.08
2011	115	57.39	707	44.13	38	47.37	244	45.08
2012	160	57.50	945	44.97	38	50.00	244	45.49
2013	191	54.45	1,176	43.96	38	52.63	244	45.49
2014	192	51.56	1,190	42.86	38	50.00	244	43.85
2015	205	50.24	1,283	45.05	38	42.11	244	45.49
2016	226	47.35	1,456	44.30	38	36.84	244	43.44
Total	1,283	51.99	7,979	44.29	342	45.90	2,196	44.67

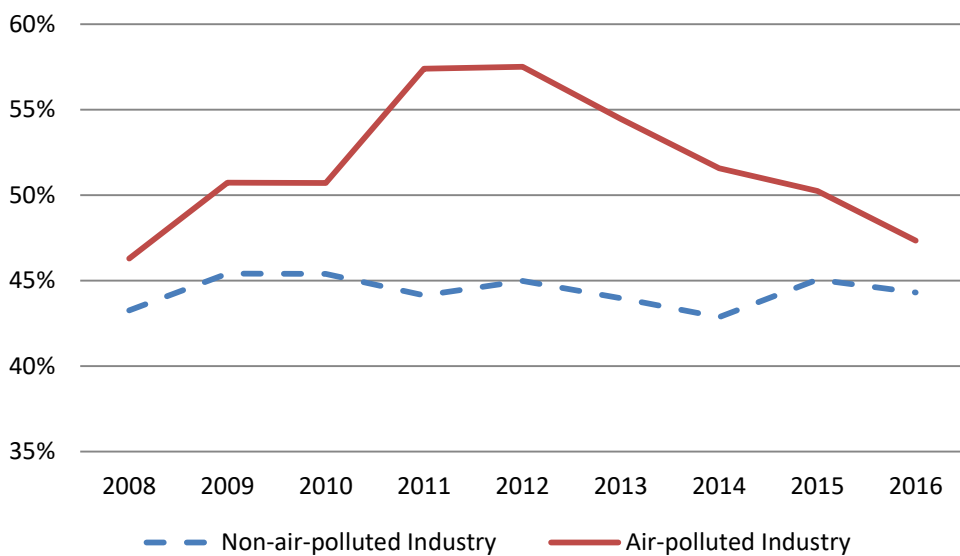


图 1 不同行业中拥有“政治联系”的民营上市公司占比的比较（全样本）

5. 反腐行动分析(Anti-Corruption Campaign Analysis)

自 2012 年末的“十八大”以来，中央在打击腐败事件的力度上有了明显的提高，违法违纪官员被立案调查的事件显著增多。反腐行动的实施意味着中央政府对地方官员有更加严格的监管，而这一事件的发生也给市场环境带来了不小的冲击。我们认为，在反腐行动实施后，政府和企业的行为可能会发生改变。本章里，我们将研究反腐行动前后，“政治联系”补贴获取效应及政府补助提升对民营上市公司企业绩效的影响的变化情况，以此来进一步探讨反腐行动对政府和企业行为的影响。

5.1 反腐行动对“政治联系”补贴获取效应的影响

在反腐行动前后的两个时间段里，监察监督环境变得更加严格了，市场环境也发生了变化。已有的研究发现在反腐行动实施后，贷款资源的分配从国有企业转移到民营企业(Li, Wang and Zhou(2017))。这样的一种政治形势的变化可能会对“政治联系”和政府补助数量间的关系产生影响。我们认为，如果反腐行动对政府行为造成了影响，那么在反腐行动积极推进的形势下，政府基于“政治联系”分配政府补助的动机会减弱，“政治联系”为民营上市公司带来的效益也因此会减弱。**(H6-1: 反腐行动后，“政治联系”的存在对于民营上市公司获得政府补助数量的正向影响会比反腐行动前要小。)**

为了检验这样的一个猜想，我们将样本划分为两个时间段：2008-2012年（反腐行动前）和2013-2016年（反腐行动后），并分别按照模型（1）和（2）进行回归分析。表11的（1）到（4）列是关于反腐行动前后的异质性分析的回归结果。从回归的结果来看，在反腐行动前，“政治联系”能使得政府补助提高13.0%（Ln(Subsidy)增加0.122）。而在反腐行动后，“政治联系”仅能使政府补助提高8.4%（Ln(Subsidy)增加0.081）。相比较后可以发现，“政治联系”对政府补助数量的正向影响在反腐行动前更明显。这个结果也反映了反腐行动影响了政府补助资源的分配。进一步比较在不同层级上影响的变化，我们发现，反腐行动后“政治联系”对政府补助数量的正向影响下降主要是体现在市级层级“政治联系”的变化上。

此外，我们进一步探究了反腐行动导致“政治联系”的补助获取效应下降对哪一类企业影响更大。我们在表6中的回归的基础上，将样本再细分为反腐行动前（2008-2012年）和反腐行动后（2013-2016年）两个子样本，并分别进行回归。回归的结果如表11的（5）到（12）列所示。回归的结果显示，反腐行动导致的“政治联系”补助获取效应下降主要体现在规模较小的企业和市场化程度较低的地区的企业上。这个结果也和我们的预期相一致。已有的研究发现“政治联系”对小型企业和在政府管制比较多、腐败问题比较严重、法制不那么健全的地区有更显著的效果。如果反腐行动能够有效地改善市场环境、影响政府行为，那么在反腐行动后，“政治联系”所带来的影响也应该在小型企业或市场化程度较低的地区的企业上有更加明显的改变。

同样地，我们进一步探究反腐行动是否会对民营上市公司“政治联系”变化前后获得的政府补助变化造成影响。我们使用同样的方法，将表8中的样本也分为反腐行动前和反腐行动后两个子样本，并将两个子样本所得的结果进行对比。结果如表12所示。从结果当中我们可以了解到，相比于反腐行动前，反腐行动后民营上市公司获取“政治联系”使得政府补助增加的效果变弱了（从48.6%下降到21.9%），而且效果变弱主要体现在主动获取“政治联系”的事件当中。反腐行动后，主动获取“政治联系”使得政府补助增加的效果有大幅度的下降，而且在统计上变得不显著了。结合之前所得到的结果，我们认为在反腐行动后，“政治联系”的补助获取效应下降，“政治联系”影响政府补助分配过程的作用在减弱。而这一改变也可能会对民营上市公司寻求“政治联系”的动机造成影响。

表 11 反腐行动对“政治联系”补贴获取效应的影响

	Different Periods				Different Sizes				Different Places			
	2008-2012		2013-2016		Small		Large		Developed		Under-Developed	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>Ln(Subsidy)</i>	0.122*		0.081**		0.267***	0.073	0.032	0.045	0.078	0.050	0.130	0.097*
<i>Political Connection</i>	(0.069)		(0.041)		(0.101)	(0.058)	(0.105)	(0.057)	(0.090)	(0.062)	(0.100)	(0.058)
<i>Central-level PolCon</i>		0.185		0.190**								
		(0.146)		(0.094)								
<i>Province-level PolCon</i>		0.204**		0.209***								
		(0.092)		(0.059)								
<i>City-level PolCon</i>		0.031		-0.048								
		(0.085)		(0.052)								
<i>Ln(Employee)</i>	0.178***	0.168***	0.292***	0.289***	0.155**	0.210***	0.235***	0.389***	0.159***	0.312***	0.231***	0.281***
	(0.045)	(0.045)	(0.036)	(0.036)	(0.071)	(0.052)	(0.067)	(0.051)	(0.061)	(0.055)	(0.069)	(0.047)
<i>Ln(Assets)</i>	0.783***	0.782***	0.718***	0.711***	0.740***	0.754***	0.824***	0.700***	0.769***	0.686***	0.783***	0.745***
	(0.066)	(0.066)	(0.044)	(0.044)	(0.146)	(0.098)	(0.115)	(0.067)	(0.085)	(0.060)	(0.103)	(0.059)
<i>Ln(Age)</i>	-0.283***	-0.286***	-0.224***	-0.230***	-0.434***	-0.254**	-0.041	-0.131	-0.217*	-0.095	-0.416***	-0.394***
	(0.102)	(0.101)	(0.084)	(0.084)	(0.152)	(0.118)	(0.154)	(0.117)	(0.131)	(0.117)	(0.153)	(0.110)
<i>Market leverage</i>	0.096	0.097	-0.076	-0.071	0.414	-0.360	0.064	-0.114	0.195	0.100	-0.124	-0.172
	(0.183)	(0.183)	(0.127)	(0.126)	(0.620)	(0.444)	(0.187)	(0.146)	(0.224)	(0.161)	(0.271)	(0.166)
<i>Market-to-book ratio</i>	0.050**	0.049**	0.027**	0.026**	0.054*	0.016	0.047	0.055***	0.051*	0.027	0.064**	0.028**
	(0.021)	(0.021)	(0.010)	(0.010)	(0.028)	(0.014)	(0.039)	(0.017)	(0.027)	(0.017)	(0.032)	(0.012)
<i>Tangibility</i>	-0.141	-0.146	0.289	0.282	0.191	0.481	-0.603	0.182	-0.275	0.160	0.225	0.198
	(0.284)	(0.285)	(0.213)	(0.214)	(0.465)	(0.362)	(0.376)	(0.273)	(0.402)	(0.296)	(0.415)	(0.282)
<i>Top1 (%)</i>	-0.005**	-0.006**	-0.002	-0.002	-0.005	-0.006**	-0.005	0.001	-0.007**	-0.005**	-0.002	0.001
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.004)	(0.003)	(0.004)	(0.002)	(0.003)	(0.002)	(0.004)	(0.002)

<i>Return on Assets</i>	1.011 (0.743)	0.939 (0.744)	1.396*** (0.495)	1.408*** (0.493)	2.208** (1.128)	1.216* (0.706)	-0.878 (1.001)	1.206* (0.656)	2.276** (0.959)	1.687** (0.763)	-0.280 (1.145)	1.159* (0.673)
<i>Biggest</i>	0.015 (0.180)	0.018 (0.178)	-0.003 (0.134)	-0.026 (0.135)	0.828*** (0.266)	0.151 (0.225)	-0.163 (0.219)	-0.090 (0.158)	-0.262 (0.316)	-0.332 (0.261)	0.091 (0.222)	0.080 (0.145)
<i>Capital Expenditure on</i>	0.137** (0.053)	0.136** (0.053)	0.096*** (0.032)	0.098*** (0.032)	0.111 (0.080)	0.126** (0.053)	0.181*** (0.067)	0.088** (0.039)	0.196*** (0.073)	0.116*** (0.041)	0.083 (0.073)	0.101** (0.044)
<i>Cash</i>	-0.005 (0.013)	-0.005 (0.013)	-0.016*** (0.006)	-0.016*** (0.006)	-0.006 (0.020)	-0.035*** (0.009)	-0.011 (0.015)	-0.001 (0.007)	-0.001 (0.015)	-0.026*** (0.009)	-0.010 (0.023)	-0.013* (0.007)
<i>Cash to payment</i>	-0.153* (0.086)	-0.147* (0.085)	-0.116 (0.086)	-0.118 (0.086)	-0.369*** (0.137)	-0.107 (0.139)	-0.069 (0.123)	-0.122 (0.104)	-0.057 (0.129)	-0.271** (0.136)	-0.185 (0.189)	-0.019 (0.173)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>R²</i>	0.4751	0.4760	0.5077	0.5098	0.4286	0.3722	0.4805	0.5433	0.4440	0.4879	0.5431	0.5402
<i>Observations</i>	3,343	3,343	5,919	5,919	1,673	2,960	1,670	2,959	1,629	2,295	1,714	3,624

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

表 12 反腐行动对“政治联系”变化前后政府补助变化情况的影响

Before Anti-Corruption Campaign					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Ln(Subsidy)</i>	Gain Political Connection	Gain PolCon from outside (not from other company)	Gain PolCon from outside	Gain PolCon from inside	Lose Political Connection
<i>Avg: Treatment Difference</i>	0.843	1.393	1.393	0.484	0.671
<i>SE: Treatment Difference</i>	(0.245)	(0.509)	(0.509)	(0.211)	(0.390)
<i>Number of observations</i>	43	17	17	26	24
<i>Avg: Control Difference</i>	0.448	0.448	0.448	0.448	0.444
<i>SE: Control Difference</i>	(0.031)	(0.031)	(0.031)	(0.031)	(0.030)
<i>Number of observations</i>	1,448	1,448	1,448	1,448	1,270
<i>Dif-in-difs</i>	0.396**	0.945***	0.945***	0.036	0.227
<i>SE: Dif-in-difs</i>	(0.184)	(0.289)	(0.289)	(0.232)	(0.223)
After Anti-Corruption Campaign					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Ln(Subsidy)</i>	Gain Political Connection	Gain PolCon from outside (not from other company)	Gain PolCon from outside	Gain PolCon from inside	Lose Political Connection
<i>Avg: Treatment Difference</i>	0.574	0.624	0.685	0.547	0.418
<i>SE: Treatment Difference</i>	(0.104)	(0.268)	(0.265)	(0.113)	(0.144)
<i>Number of observations</i>	131	24	25	106	112
<i>Avg: Control Difference</i>	0.376	0.376	0.376	0.376	0.346
<i>SE: Control Difference</i>	(0.020)	(0.020)	(0.020)	(0.020)	(0.019)
<i>Number of observations</i>	3,047	3,047	3,047	3,047	2,501
<i>Dif-in-difs</i>	0.198**	0.248	0.309	0.172	0.072
<i>SE: Dif-in-difs</i>	(0.097)	(0.223)	(0.219)	(0.108)	(0.093)

注：括号中的值为标准误，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

5.2 反腐行动前后，政府补助提升对民营上市公司企业绩效的影响变化分析

为了进一步了解政府在提供政府补助背后的动机以及决定因素，以及民营上市公司寻求“政治联系”背后的动机是否存在变化，我们比较了反腐行动前后政府补助对企业绩效的影响。（H6-2：反腐行动后，政府补助数量的提高对民营上市公司盈利能力及投资量提升的作用会比反腐行动前更明显。）

同样地，我们将样本分为反腐行动前和反腐行动后两个子样本，并重复表 11 的回归。回归的结果如表 13 所示，结果显示在反腐行动后，政府补助提升对于企业的盈利水平的正面影响有比较显著的提高。与反腐行动前相比，反腐行动后当政府补助数量变化值同样处于平均水平时（ $\Delta \text{Ln}(\text{Subsidy})$ 平均值为 0.16），ROA 平均多增加 0.07%，ROE 平均多增加

表 13 反腐行动前后政府补助变化对民营上市公司的盈利能力与投资量的影响

	2008-2012				2013-2016			
	△ROA	△ROE	△EBIT to	△Capital	△ROA	△ROE	△EBIT to	△Capital
			Sales	Expenditure			Sales	Expenditure
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
<i>ΔLn(Subsidy)</i>	0.0017** (0.0007)	0.0040 (0.0025)	-0.0002 (0.0023)	0.0016 (0.0011)	0.0064*** (0.0008)	0.0156*** (0.0032)	0.0074** (0.0033)	0.0008 (0.0007)
<i>Ln(Employee)</i>	0.0029** (0.0012)	0.0068** (0.0027)	0.0111*** (0.0035)	0.0012 (0.0012)	0.0031*** (0.0010)	0.0056** (0.0026)	0.0148*** (0.0032)	0.0019** (0.0008)
<i>Ln(Assets)</i>	0.0006 (0.0017)	-0.0061 (0.0056)	-0.0039 (0.0048)	-0.0022 (0.0017)	0.0020 (0.0015)	0.0039 (0.0042)	-0.0021 (0.0048)	0.0010 (0.0011)
<i>Ln(Age)</i>	-0.0009 (0.0031)	-0.0057 (0.0077)	0.0194*** (0.0070)	-0.0050 (0.0031)	0.0002 (0.0023)	-0.0071 (0.0057)	0.0075 (0.0070)	0.0050*** (0.0018)
<i>Market leverage</i>	-0.0149*** (0.0053)	0.0001 (0.0259)	-0.0207 (0.0133)	-0.0072 (0.0055)	-0.0251*** (0.0038)	-0.0675*** (0.0136)	-0.0523*** (0.0104)	0.0039 (0.0029)
<i>Market-to-book ratio</i>	0.0039*** (0.0007)	0.0081*** (0.0020)	0.0069*** (0.0018)	-0.0003 (0.0006)	0.0008** (0.0004)	0.0013 (0.0011)	0.0059*** (0.0013)	0.0005** (0.0003)
<i>Tangibility</i>	-0.0250*** (0.0091)	-0.0367* (0.0220)	-0.0311 (0.0222)	-0.0386*** (0.0104)	-0.0045 (0.0060)	-0.0105 (0.0182)	-0.0089 (0.0192)	-0.0302*** (0.0059)
<i>Top1 (%)</i>	0.0001 (0.0001)	0.0000 (0.0001)	0.0002 (0.0002)	0.0000 (0.0001)	0.0002*** (0.0000)	0.0005*** (0.0001)	0.0004*** (0.0001)	-0.0001 (0.0000)
<i>Return on Assets</i>	-0.4877*** (0.0408)	-0.8904*** (0.1405)	-0.7285*** (0.1216)	0.0617** (0.0246)	-0.4904*** (0.0286)	-1.0669*** (0.1038)	-1.0992*** (0.1191)	0.0497*** (0.0160)
<i>Biggest</i>	0.0016 (0.0031)	0.0126 (0.0083)	-0.0019 (0.0067)	0.0043 (0.0042)	0.0061** (0.0030)	0.0195** (0.0084)	0.0216** (0.0095)	-0.0070** (0.0031)
<i>Capital Expenditure on Cash</i>	-0.0025 (0.0016)	-0.0049 (0.0038)	-0.0060 (0.0051)	-0.0293*** (0.0026)	-0.0013 (0.0011)	-0.0064 (0.0040)	-0.0050 (0.0041)	-0.0250*** (0.0015)
<i>Cash to payment</i>	0.0005 (0.0006)	-0.0004 (0.0021)	0.0012 (0.0014)	0.0011*** (0.0004)	-0.0002 (0.0003)	-0.0002 (0.0010)	-0.0008 (0.0010)	0.0012*** (0.0002)
<i>Market Index</i>	-0.0013 (0.0034)	0.0015 (0.0097)	0.0056 (0.0084)	-0.0003 (0.0036)	-0.0045 (0.0043)	-0.0132 (0.0132)	-0.0262 (0.0166)	0.0015 (0.0049)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>R²</i>	0.2580	0.1817	0.1635	0.2203	0.2714	0.2110	0.1451	0.1923
<i>Observations</i>	3,046	3,046	3,046	3,046	5,684	5,684	5,684	5,684

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

0.19%，以及息税前收入占总收入比值平均多增加 0.12%。尽管在反腐行动后，政府补助提升对于企业投资量的正面影响幅度减弱，但变化幅度是不显著的。从提升企业绩效的角度来看，政府对于政府补助的分配在反腐行动后变得更加有效。

我们将所得结果与已有的研究结论进行对比。余明桂、回雅甫、潘红波(2010)利用早期的数据，发现与地方政府建立“政治联系”的民营企业获得的政府补助与企业绩效及社会绩效负相关，因此推断出民营上市公司寻求“政治联系”存在着“寻租”的行为。然而，我们的研究发现，在反腐行动后，“政治联系”影响政府补助分配过程的作用在减弱，

而且政府对于政府补助的分配也逐渐转向于提升企业绩效上,分配的方式变得更加有效率。此外,如图2所示,无论以ROA还是以ROE来衡量民营上市公司的企业绩效,我们都发现在样本期内,具有“政治联系”的民营上市公司的企业绩效平均水平始终要高于无“政治联系”的民营上市公司。他们所提出的“寻租”的假设对以上这些现象不能进行解释。因此,我们的研究结果不支持民营上市公司建立“政治联系”的寻租假设。

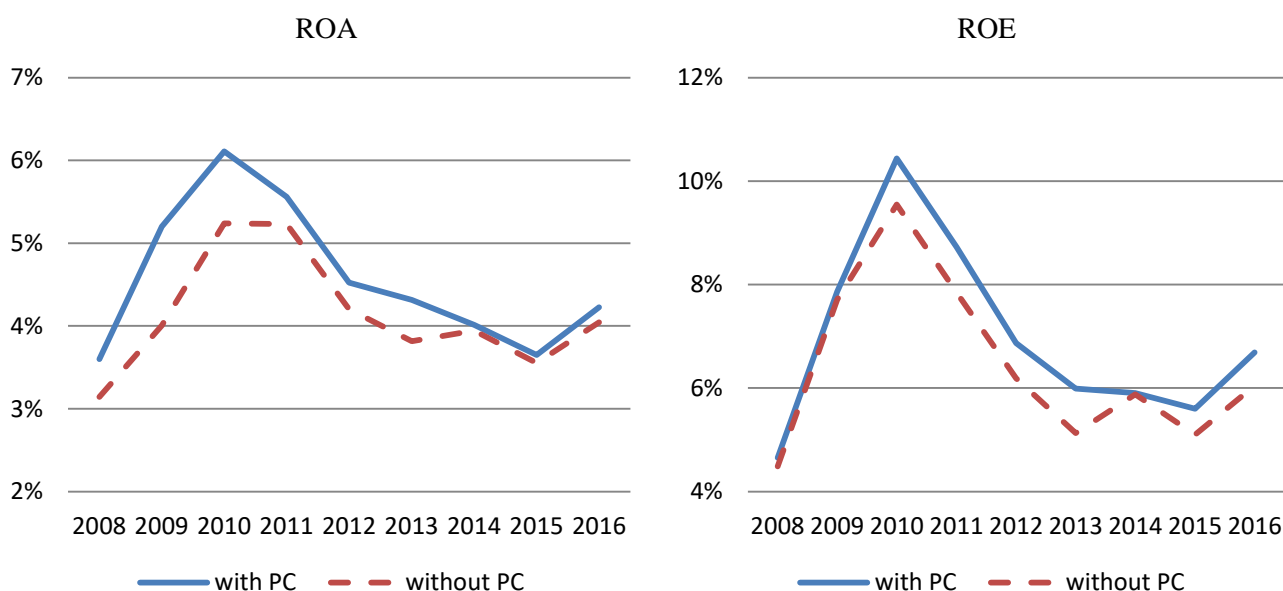


图2 按“政治联系”情况划分的民营上市公司企业绩效情况

结合着“政治联系”影响政府补助分配过程的作用在减弱,而且政府对于政府补助的分配也逐渐转向于提升企业绩效上的情况,我们认为在反腐行动前后,民营上市公司寻求“政治联系”的动机也随之而发生改变。他们寻求“政治联系”的目的是希望获得更加多的政府补助,而且这种政府补助在反腐行动后变得更有效率。结合余明桂、回雅甫、潘红波(2010)所提出的假设,我们的结果更偏向于支持民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变。

6. 研究结果讨论(Discussion)

本文的研究结果发现,“政治联系”对于民营上市公司获得政府补助数量有正面的影响。同时,政府补助数量的提高对企业绩效的提升有一定的帮助。我们的研究结果还发现,为了获取更多的政府补助,民营上市公司存在主动寻求“政治联系”的动机。但与之前研究所得结论不同的是,我们的结果更偏向于支持在反腐行动后,民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变。

尽管我们在实证研究的部分做了大量的稳健性检验,以保证我们所得结论更加的稳健、可靠,但仍然存在一些因素会对我们所得结论的有效性造成影响。在本节中,我们将讨论

这些因素对于我们研究结果的影响程度。

6.1 不同时间段的样本

在本文的研究当中，我们使用了 2008-2016 年中国民营上市公司的数据。我们所使用的数据样本时间段与 Wu, Wu and Rui(2012)和余明桂、回雅甫、潘红波(2010)所使用的数据样本的时间段不相同。因此，使用不同时间段的数据可能是研究结果存在差异的一个重要原因。

我们认为，我们所使用的数据样本更具有代表性，也更能反映出民营上市公司获取“政治联系”的动机随时间变化而发生改变的情况。一方面，我们所使用的数据样本量更大，所得结论更具有普遍性；另一方面，Wu, Wu and Rui(2012)所使用的 1999-2006 年中国上市公司数据中，民营企业仅占 25%，而我们所使用的 2008-2016 年中国上市公司的数据中，民营企业的比例约为 57%。较早的年份中民营企业比例相对较低，也导致民营企业会为了获得更多的资源以及法律上的帮助，而选择与地方政府走的更近，所以早期的数据样本可能更支持民营企业获取“政治联系”的寻租假设。然而，随着上市公司中民营企业比例的提升以及法律环境的改善，民营企业的公司治理可能会随之而发生改变，提升企业绩效可能是企业在现阶段考虑更多的一个因素，寻求“政治联系”的动机也可能会因此而改变。而这也一定程度上解释了我们的研究结果与已有的研究结论存在差异的原因。

6.2 不同的回归方法

考虑到不同的研究方法可能会得到不一致的结论，为了使结果可以相互比较，我们遵循余明桂、回雅甫、潘红波(2010)的方法，将因变量定义为政府补助与净利润之比，并且选取了相同的控制变量及固定效应。回归结果如表 14 所示。

从回归的结果来看，2002-2007 年的数据反映出“政治联系”对于政府补助与净利润之比存在着显著的正向影响，但这一影响效果在 2008-2016 年的数据中明显减弱，并且在统计上变得不显著了。通过进一步比较因变量的数据分布情况，我们发现 2002-2007 年政府补助与净利润之比的数据分布更为分散，更高比例的数据是分布在小于 0 或者大于 1 的范围内，反映出在该阶段内政府补助更多地被用于弥补民营上市公司的亏损上。Faccio, Masulis, and McConnell (2006); 潘越、戴亦一、李财喜(2009)发现具有“政治联系”的企业在遇到财务困境时，更有可能获得政府的救助。因此在 2002-2007 年数据中，“政治联系”的存在有显著的影响效果，主要是体现在“政治联系”能帮助民营上市公司获得更多的用于弥补亏损的政府补助。而 2008-2016 的数据结果的不显著，反映了政府补助作为弥补亏损的用途在这段时间内被减弱，政府补助的分配机制发生了改变。结合表 9、表 12、表 13 的结果，我们认为在这段时间里，“政治联系”影响政府补助分配过程的作用在减弱，政府补助更多地被用到改善上市公司的企业绩效上，间接地反映出政府在资源配置的合理性、有效性上得到提高。这一结果也支持了我们之前所得到的结论：民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变。

表 14 不同时间段样本的比较

<i>Subsidy/Net Income</i>	2002-2007 (Yu, Hui, Pan(2010))		2008-2016	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Political Connection</i>	0.149** (0.071)		0.017 (0.019)	
<i>Central-level PolCon</i>		0.025 (0.028)		0.022 (0.036)
<i>Local-level PolCon</i>		0.170** (0.071)		0.016 (0.020)
<i>Ln(Assets)</i>	-0.145*** (0.056)	-0.144*** (0.056)	-0.029** (0.012)	-0.029** (0.012)
<i>leverage</i>	0.612*** (0.228)	0.620*** (0.230)	0.300*** (0.053)	0.300*** (0.053)
<i>Industry Dummy</i>	0.124 (0.094)	0.126 (0.095)	0.040 (0.028)	0.040 (0.028)
<i>Deficit</i>	0.032 (0.020)	0.033 (0.020)	-0.108 (0.066)	-0.108 (0.066)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Province FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>R²</i>	0.0950	0.0940	0.0170	0.0170
<i>Observations</i>	549	549	9,262	9,262

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

7. 结论(Conclusion)

中国作为一个关系型的社会，关系在日常生活中起到了重要的作用。已有的研究表明，“政治联系”对于企业的经营活动、资本结构和公司价值都有影响。本文从政府补助的角度入手，研究中国民营上市公司高管的“政治联系”的存在对于政府补助的数量是否会产生影响。此外，我们还研究了政府补助变化对民营上市公司的盈利能力与投资量的影响。

从回归的结果来看，民营上市公司高管的“政治联系”会对公司获得的政府补助数量产生正向的影响。平均而言，相比于无“政治联系”的民营上市公司，“政治联系”的存在使得民营上市公司获得政府补助的数量提高了 8.9%。此外，越高层级的“政治联系”能为民营上市公司带来越多的政府补助。然而，通过对任职状态和任职机构类别对“政治联系”的种类进行细分，我们发现担任代表职务和现任的任职状态能为民营上市公司带来显著的影响，而政府工作的任职机构类别和曾任的状态则不会对获得补贴数量产生明显的影响。通过对上市公司规模以及地区进行细分，我们发现对规模较小的公司以及在市场化程度较差的地区，“政治联系”的影响作用会更为明显。

通过事件研究的方法，我们进一步发现，民营上市公司主动获取“政治联系”的事件能帮助他们在短时间内，与其他民营上市公司相比在政府补助数量上有一个明显的提升。而被动获取“政治联系”的事件却不能带来这个影响。另外，我们的分析还发现了政府补助数量的增加，会对民营上市公司的盈利能力与投资量有一个显著的正向影响。最后，通

过北京首次发生的“PM2.5 爆表”这一自然实验事件，我们了解到当政策环境发生变化时，为了获取更多的政府补助，民营上市公司会主动寻求“政治联系”。

此外，通过对反腐行动前后进行分析，我们发现在反腐行动后，“政治联系”对于民营上市公司获取政府补助的影响减少了，“政治联系”影响政府补助分配过程的作用也在减弱。同时，我们发现，在反腐行动后政府对于政府补助的分配逐渐转向于提升企业绩效上。我们的结果更偏向于支持民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变。

我们的研究结果还对政策指导提供一些帮助。我们的研究结果发现了民营上市公司主动获取“政治联系”的行为会对他们获得政府补助的数量产生影响，同时这种政府资源可以提高上市公司的盈利能力。因此民营上市公司会有动机去通过获得“政治联系”来争取这样的资源。此外，“政治联系”的存在影响着政府资源的分配方式。在反腐行动后，“政治联系”对政府补助分配的影响作用在减弱，但政府补助的分配变得更加有效率，推动着民营企业获取“政治联系”的动机由“寻租观”向“效率观”转变。可以说，更加严格的监察监督环境，有助于经济活动更规范、更有效率地进行。这将给未来政策的制定与实施提供一定的帮助。

References

- Adhikari, A., Derashid, C., & Zhang, H. (2006). Public policy, political connections, and effective tax rates: longitudinal evidence from Malaysia. *Journal of Accounting & Public Policy*, 25(5), 574-595.
- Ang, J., & Boyer, C. (2007). Finance and politics: the wealth effects of special interest group influence during the nationalisation and privatisation of conrail. *Cambridge Journal of Economics*, 31(2), 193-215.
- Barney, J. B., Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, (1991), *Journal of Management*, 17, 99-120
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., & Megginson, W. L. (2015). Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 168-191.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *Journal of Financial Research*, 35(3), 397-423.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., & Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 541-559.
- Chan, K. S., Dang, V. Q., & Yan, I. K. (2012). Chinese firms' political connection, ownership, and financing constraints. *Economics Letters*, 115(2), 164-167.
- Chaney, P., Faccio, M., & Parsley, D. C. (2011). The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51, 58-76.
- Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? evidence from China's listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 171-181.
- Chen, D., Guan, Y., Zhang, T., & Zhao, G. (2017). Political connection of financial

- intermediaries: evidence from China's ipo market. *Journal of Banking & Finance*, 76, 15-31.
- Chen, C. J. P., Li, Z., Su, X., & Sun, Z. (2011). Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 229-243.
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259-271.
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of financial economics*, 88(3), 554-580.
- Cull, R., & Xu, L. C. (2005). Institutions, ownership, and finance: the determinants of profit reinvestment among Chinese firms. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 117-146.
- Faccio, M. (2003). Politically connected firms: Can they squeeze the state? Working paper, Vanderbilt University.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *The American economic review*, 96(1), 369-386.
- Faccio, M., Masulis, R. W., & McConnell, J. (2006). Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6), 2597-2635.
- Fan, G., Wang, X., Zhu, H., 2010. NERI Index of Marketization of China's Provinces. *Economic Science Press* (in Chinese), Beijing.
- Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of financial economics*, 84(2), 330-357.
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095-1102.
- Harris, R. I. D. (1991). The employment creation effects of factor subsidies: some estimates for Northern Ireland manufacturing industry, 1955-1983. *Journal of Regional Science*, 31(1), 49-64.
- Jin, H., Qian, Y., & Weingast, B. R. (2005). Regional decentralization and fiscal incentives: federalism, Chinese style. *Journal of Public Economics*, 89(9-10), 1719-1742.
- Joh, S. W., & Chiu, M. M. (2004, August). Loans to distressed firms: Political connections, related lending, business group affiliation and bank governance. *In Econometric Society 2004 Far Eastern Meetings* (No. 790). Econometric Society.
- Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of financial economics*, 67(2), 351-382.
- Khwaja, A. I., & Mian, A. (2005). Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1371-1411.
- Khwaja, A. I., & Mian, A. (2008). Tracing the impact of bank liquidity shocks: evidence from an emerging market. *American Economic Review*, 98(4), 1413-1442.
- Kroszner, R. S., & Stratmann, T. (1998). Interest-group competition and the organization of congress: theory and evidence from financial services' political action committees. *American Economic Review*, 88(5), 1163-1187.
- Leuz, C., & Oberholzer-Gee, F. (2006). Political relationships, global financing, and corporate transparency: evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 411-439.
- Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L. A. (2008). Political connections, financing and firm

- performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of development economics*, 87(2), 283-299.
- Li, B., Wang, Z., & Zhou, H. (2017). China's anti-corruption campaign and credit reallocation from SOEs to non-SOEs. *Social Science Electronic Publishing*.
- Lin, C., Morck, R., Yeung, B. Y., & Zhao, X. (2016). Anti-corruption reforms and shareholder valuations: event study evidence from China. *NBER working paper* No. 22001.
- Liu, L. X., Shu, H., & Wei, K. C. J. (2017). The impacts of political uncertainty on asset prices: evidence from the bo scandal in China. *Journal of Financial Economics*, 125, 286–310.
- McMillan, J., China's nonconformist reforms, in E.P. Lazear, ed., *Economic Transition in Eastern Europe and Russia: Realities of Reform* (Stanford: Hoover Institution Press, 1995), pp. 419–33.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Roberts, B. E. (1990). A dead senator tells no lies: Seniority and the distribution of federal benefits. *American Journal of Political science*, 31-58.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025.
- Shleifer, A., Vishny, R., (1998). *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Tzelepis, D., & Skuras, D. (2004). The effects of regional capital subsidies on firm performance: an empirical study. *Journal of Small Business & Enterprise Development*, 11(1), 121-129.
- Wang, X., & Wang, S. (2013). Chairman's government background, excess employment and government subsidies: evidence from Chinese local state-owned enterprises. *China Journal of Accounting Research*, 6(1), 50-73.
- Wren, C., & Waterson, M. (1991). The Direct Employment Effects of Financial Assistance to Industry. *Oxford Economic Papers*, 43(1), new series, 116-138.
- Wu, W., Wu, C., & Rui, O. M. (2012). Ownership and the value of political connections: evidence from China. *European Financial Management*, 18(4), 695–729.
- 陈晓, & 李静. (2001). 地方政府财政行为在提升上市公司业绩中的作用探析. *会计研究* (12), 20-28.
- 潘越, 戴亦一, & 李财喜. (2009). 政治关联与财务困境公司的政府补助——来自中国 ST 公司的经验证据. *南开管理评论*, 12(5), 6-17.
- 唐清泉, & 罗党论. (2007). 政府补贴动机及其效果的实证研究——来自中国上市公司的经验证据. *金融研究*(6a), 149-163.
- 田利辉, & 张伟. (2013). 政治关联影响我国上市公司长期绩效的三大效应. *经济研究*(11), 71-86.
- 吴文锋, 吴冲锋, & 刘晓薇. (2008). 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值. *经济研究*(7), 130-141
- 吴文锋, 吴冲锋, & 芮萌. (2009). 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠. *管理世界*(3), 134-142.
- 余明桂, 回雅甫, & 潘红波. (2010). 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性. *经济研究* (3), 65-77.
- 曾月明, & 刘佳佳. (2016). 我国重污染企业的政治成本、盈余管理与政府补助——基于“PM2.5 爆表”事件背景. *海南大学学报(人文社会科学版)*, 34(2), 43-50.

Appendix

表 A1 Heckman 两步法回归

<i>Ln(Subsidy)</i>	Heckman 2-stage Model					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: Regression Equation						
<i>Political Connection</i>	0.085** (0.040)					
<i>Central-level PolCon</i>		0.159* (0.093)				
<i>Province-level PolCon</i>		0.200*** (0.056)				
<i>City-level PolCon</i>		-0.031 (0.051)				
<i>Current PolCon</i>			0.159*** (0.045)			
<i>Former PolCon</i>			-0.004 (0.050)			
<i>Central-level PolCon</i> × <i>Current</i>				0.081 (0.110)		
<i>Province-level PolCon</i> × <i>Current</i>				0.245*** (0.061)		
<i>City-level PolCon</i> × <i>Current</i>				0.104 (0.066)		
<i>Central-level PolCon</i> × <i>Former</i>				0.128 (0.116)		
<i>Province-level PolCon</i> × <i>Former</i>				0.028 (0.095)		
<i>City-level PolCon</i> × <i>Former</i>				-0.040 (0.060)		
<i>Government Jobs PolCon</i>					-0.026 (0.070)	
<i>Membership PolCon</i>					0.127*** (0.043)	
<i>Central-level PolCon</i> × <i>Government Jobs</i>						0.125 (0.361)
<i>Province-level PolCon</i> × <i>Government Jobs</i>						0.007 (0.190)
<i>City-level PolCon</i> × <i>Government Jobs</i>						-0.028 (0.074)
<i>Central-level PolCon</i> × <i>Membership</i>						0.165* (0.094)
<i>Province-level PolCon</i> × <i>Membership</i>						0.221*** (0.058)
<i>City-level PolCon</i> × <i>Membership</i>						-0.010 (0.059)
<i>Ln(Employee)</i>	0.241*** (0.031)	0.235*** (0.031)	0.239*** (0.031)	0.236*** (0.031)	0.238*** (0.031)	0.235*** (0.031)

<i>Ln(Assets)</i>	0.751*** (0.040)	0.747*** (0.040)	0.756*** (0.040)	0.754*** (0.040)	0.753*** (0.040)	0.748*** (0.040)
<i>Ln(Age)</i>	-0.245*** (0.074)	-0.249*** (0.074)	-0.237*** (0.074)	-0.239*** (0.073)	-0.238*** (0.074)	-0.247*** (0.074)
<i>Market leverage</i>	-0.011 (0.112)	-0.005 (0.111)	-0.012 (0.111)	-0.008 (0.111)	-0.009 (0.111)	-0.007 (0.111)
<i>Market-to-book ratio</i>	0.034*** (0.009)	0.033*** (0.009)	0.035*** (0.009)	0.034*** (0.009)	0.035*** (0.009)	0.034*** (0.009)
<i>Tangibility</i>	0.176 (0.184)	0.172 (0.185)	0.184 (0.183)	0.187 (0.184)	0.179 (0.184)	0.173 (0.185)
<i>Top1 (%)</i>	-0.003** (0.002)	-0.003** (0.002)	-0.003** (0.002)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.002)	-0.003** (0.001)
<i>Return on Assets</i>	1.434*** (0.422)	1.419*** (0.421)	1.417*** (0.421)	1.413*** (0.421)	1.419*** (0.422)	1.412*** (0.421)
<i>Biggest</i>	0.011 (0.125)	0.004 (0.125)	-0.001 (0.125)	0.007 (0.124)	0.002 (0.125)	0.001 (0.125)
<i>Capital Expenditure on Cash</i>	0.105*** (0.028)	0.106*** (0.028)	0.102*** (0.028)	0.103*** (0.028)	0.104*** (0.028)	0.105*** (0.028)
<i>Cash to payment</i>	-0.011** (0.005)	-0.011** (0.005)	-0.011** (0.005)	-0.011** (0.005)	-0.011** (0.005)	-0.011** (0.005)
<i>Market Index</i>	-0.105* (0.057)	-0.101* (0.057)	-0.106* (0.057)	-0.103* (0.057)	-0.107* (0.057)	-0.103* (0.057)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Panel B: Selection Equation

<i>Rho</i>	-0.041 (0.030)	-0.037 (0.030)	-0.038 (0.031)	-0.042 (0.030)	-0.046 (0.031)	-0.045 (0.032)
<i>p-value of Wald test (Rho=0)</i>	0.1760	0.2087	0.2125	0.1669	0.1375	0.1568
<i>Selection Parameter (lambda)</i>	-0.045 (0.033)	-0.041 (0.033)	-0.042 (0.034)	-0.046 (0.033)	-0.051 (0.034)	-0.050 (0.035)
<i>Observations</i>	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262	9,262

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

表 A2 稳健性检验

	Cities		Nature		ST Stocks		Another Measurement of Political Connection		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Ln(Subsidy)</i>									
<i>Political Connection</i>	0.072*		0.066*		0.085**				
	(0.044)		(0.037)		(0.041)				
<i>Central-level PolCon</i>		0.151		0.168**		0.172*			
		(0.104)		(0.071)		(0.094)			
<i>Province-level PolCon</i>		0.176***		0.103*		0.197***			
		(0.062)		(0.057)		(0.058)			
<i>City-level PolCon</i>		-0.042		0.010		-0.030			
		(0.056)		(0.048)		(0.053)			
<i>PolCon Ratio</i>							0.418**		
							(0.188)		
<i>Current PolCon Ratio</i>								0.722**	
								(0.284)	
<i>Former PolCon Ratio</i>								0.176	
								(0.223)	
<i>Government Jobs PolCon Ratio</i>									0.069
									(0.234)
<i>Membership PolCon Ratio</i>									0.496*
									(0.301)
<i>Ln(Employee)</i>	0.220***	0.213***	0.236***	0.234***	0.226***	0.220***	0.242***	0.240***	0.241***
	(0.034)	(0.034)	(0.031)	(0.032)	(0.031)	(0.031)	(0.032)	(0.032)	(0.032)
<i>Ln(Assets)</i>	0.797***	0.791***	0.747***	0.744***	0.765***	0.760***	0.752***	0.753***	0.754***
	(0.045)	(0.045)	(0.034)	(0.034)	(0.040)	(0.040)	(0.041)	(0.041)	(0.041)
<i>Ln(Age)</i>	-0.265***	-0.267***	-0.153**	-0.151**	-0.225***	-0.228***	-0.249***	-0.247***	-0.248***
	(0.082)	(0.081)	(0.066)	(0.066)	(0.076)	(0.075)	(0.076)	(0.076)	(0.076)
<i>Market leverage</i>	-0.033	-0.023	-0.092	-0.086	-0.069	-0.064	-0.011	-0.008	-0.008
	(0.117)	(0.117)	(0.065)	(0.065)	(0.106)	(0.105)	(0.118)	(0.117)	(0.118)
<i>Market-to-book ratio</i>	0.040***	0.039***	0.038***	0.038***	0.040***	0.039***	0.034***	0.034***	0.034***
	(0.011)	(0.011)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.010)	(0.010)	(0.010)
<i>Tangibility</i>	0.214	0.211	0.288*	0.287*	0.192	0.188	0.207	0.209	0.209
	(0.195)	(0.195)	(0.170)	(0.171)	(0.182)	(0.182)	(0.188)	(0.188)	(0.188)
<i>Top1 (%)</i>	-0.003*	-0.003*	-0.004***	-0.004***	-0.003**	-0.003**	-0.003**	-0.003**	-0.003**
	(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
<i>Return on Assets</i>	1.300***	1.287***	0.930***	0.910**	0.763*	0.744*	1.483***	1.467***	1.464***
	(0.464)	(0.464)	(0.353)	(0.353)	(0.419)	(0.419)	(0.430)	(0.430)	(0.430)
<i>Biggest</i>	-0.020	-0.026	-0.005	-0.008	0.023	0.014	0.010	0.004	0.008
	(0.131)	(0.131)	(0.079)	(0.079)	(0.127)	(0.126)	(0.128)	(0.128)	(0.128)
<i>Capital Expenditure on Cash</i>	0.113***	0.115***	0.048**	0.048**	0.084***	0.084***	0.104***	0.102***	0.102***
	(0.030)	(0.030)	(0.024)	(0.024)	(0.027)	(0.027)	(0.029)	(0.029)	(0.029)
<i>Cash to payment</i>	-0.012**	-0.012**	-0.005	-0.005	-0.009*	-0.009*	-0.012**	-0.012**	-0.012**
	(0.006)	(0.006)	(0.004)	(0.004)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)
<i>Market Index</i>	-0.074	-0.070	-0.055	-0.053	-0.127**	-0.123**	-0.101*	-0.103*	-0.104*
	(0.063)	(0.062)	(0.045)	(0.045)	(0.060)	(0.060)	(0.058)	(0.058)	(0.058)
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

R^2	0.4919	0.4935	0.4853	0.4858	0.4663	0.4679	0.4749	0.4752	0.4747
Observations	7,936	7,936	16,338	16,338	9,703	9,703	9,262	9,262	9,262

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。

表 A3 不同状态下政府补助变化对民营上市公司的盈利能力与投资量的影响

	With Political Connection				Without Political Connection			
	Δ ROA	Δ ROE	Δ EBIT to	Δ Capital	Δ ROA	Δ ROE	Δ EBIT to	Δ Capital
			Sales	Expenditure			Sales	Expenditure
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
Δ Ln(Subsidy)	0.0045*** (0.0008)	0.0093*** (0.0025)	0.0053** (0.0023)	0.0016* (0.0009)	0.0042*** (0.0008)	0.0118*** (0.0031)	0.0034 (0.0034)	0.0005 (0.0008)
Ln(Employee)	0.0039*** (0.0011)	0.0110*** (0.0032)	0.0096*** (0.0034)	0.0028*** (0.0009)	0.0021* (0.0012)	0.0023 (0.0028)	0.0169*** (0.0037)	0.0011 (0.0009)
Ln(Assets)	0.0006 (0.0017)	-0.0068 (0.0062)	0.0012 (0.0059)	-0.0010 (0.0013)	0.0022 (0.0015)	0.0061 (0.0038)	-0.0074 (0.0047)	-0.0005 (0.0013)
Ln(Age)	0.0029 (0.0028)	0.0013 (0.0072)	0.0182** (0.0074)	0.0029 (0.0025)	-0.0029 (0.0027)	-0.0140** (0.0062)	0.0074 (0.0077)	-0.0003 (0.0023)
Market leverage	-0.0214*** (0.0048)	-0.0290 (0.0237)	-0.0413*** (0.0126)	-0.0021 (0.0043)	-0.0229*** (0.0042)	-0.0617*** (0.0145)	-0.0403*** (0.0106)	-0.0007 (0.0036)
Market-to-book ratio	0.0015*** (0.0005)	0.0024 (0.0016)	0.0035** (0.0014)	-0.0002 (0.0004)	0.0015*** (0.0005)	0.0026** (0.0013)	0.0079*** (0.0016)	0.0004 (0.0003)
Tangibility	-0.0122* (0.0073)	-0.0152 (0.0198)	-0.0156 (0.0202)	-0.0506*** (0.0078)	-0.0174** (0.0074)	-0.0274 (0.0199)	-0.0324 (0.0218)	-0.0351*** (0.0077)
Top1 (%)	0.0002*** (0.0001)	0.0005*** (0.0002)	0.0005*** (0.0001)	0.0000 (0.0001)	0.0002** (0.0001)	0.0003* (0.0001)	0.0002 (0.0002)	-0.0001 (0.0001)
Return on Assets	-0.4717*** (0.0384)	-1.0057*** (0.1381)	-0.7328*** (0.1182)	0.0705*** (0.0211)	-0.4993*** (0.0325)	-1.0457*** (0.1093)	-1.1320*** (0.1408)	0.0354** (0.0180)
Biggest	0.0064* (0.0033)	0.0257*** (0.0091)	0.0067 (0.0094)	-0.0016 (0.0037)	0.0015 (0.0039)	0.0037 (0.0109)	0.0162 (0.0114)	0.0003 (0.0036)
Capital Expenditure on Cash	-0.0027** (0.0012)	-0.0084** (0.0036)	-0.0067* (0.0040)	-0.0258*** (0.0017)	-0.0007 (0.0014)	-0.0049 (0.0046)	-0.0019 (0.0051)	-0.0281*** (0.0021)
Cash to payment	-0.0001 (0.0003)	-0.0007 (0.0012)	0.0005 (0.0012)	0.0014*** (0.0002)	0.0001 (0.0003)	0.0008 (0.0014)	-0.0013 (0.0012)	0.0012*** (0.0003)
Market Index	-0.0013 (0.0027)	0.0047 (0.0075)	-0.0013 (0.0069)	0.0014*** (0.0003)	-0.0049 (0.0032)	-0.0087 (0.0080)	-0.0156 (0.0104)	0.0040 (0.0029)
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
City FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
R^2	0.2511	0.1741	0.1489	0.2120	0.2616	0.2153	0.1437	0.1910
Observations	4,058	4,058	4,058	4,058	4,672	4,672	4,672	4,672

注：括号中的值为系数的 clustered standard error，*、**、***分别表示 10%、5%和 1%的显著水平。