

社会资本与盈余持续性*

——来自中国上市公司的经验证据

雷倩华 涂虹羽

[摘要]盈余持续性是盈余质量的重要特征,反映企业业绩的持续性状况。现有文献对上市公司社会资本经济后果的实证研究主要集中在经济利益和特权、经营行为、企业业绩价值、会计稳健性、盈余管理等方面,基本没有文献探讨上市公司社会资本对盈余持续性的影响。本文深入探讨了上市公司社会资本与盈余持续性之间的关系。研究表明,由于获取和维持社会资本需要成本,上市公司社会资本总体上降低了上市公司的盈余持续性。当我们区分上市公司的产权性质后,发现相比于国有上市公司,社会资本降低民营上市公司盈余持续性的程度更大。本文的研究结论丰富了社会资本和盈余质量的研究文献,也为上市公司的监管提供了进一步的经验证据。

关键词:社会资本 盈余持续性 产权性质

JEL 分类号:G38 M19 M41

一、前言

盈余持续性是公司盈余质量的重要组成部分。虽然盈余持续性并不是盈余质量的完整定义,但它常常作为盈余质量的一个主要特征。不同文献对盈余持续性有不同定义,Sloan(1996)认为它是盈余业绩持续到下一期的程度;Lev(1989)认为盈余持续性是盈余创新对未来盈余影响的现值;Lipe(1990)认为盈余持续性是当期盈余创新成为盈余序列一个永久性部分的程度;Anctil and Chamberlain(2005)认为盈余持续性是报告盈余的序列相关性。综合这些定义可知,盈余持续性的大小由盈余持续到未来时期的比例(Sloan,1996)和盈余持续的时间序列(Subramanyam and Wild, 1996)两方面决定。

已有文献对盈余持续性的影响因素的探讨主要集中在经济特征和会计信息误差两方面。几乎没有相关文献探讨上市公司社会资本对盈余持续性的影响。自从 Coleman 发表了“Social Capital in the Creation of Human Capital”以来,社会资本开始受到诸多领域学者的广泛关注。20 世纪 90 年代后期一些学者将社会资本概念引入企业管理研究领域,学术界才开始注意到社会资本的重要作用。一般来说,社会资本包括制度社会资本(企业与政府的关系)、业务社会资本(企业与供应商以及顾客的关系)和技术社会资本(企业与高校以及科研机构的关系)这三种,基于数据的可得性和分析的集中性,本文的社会资本指的是制度社会资本(企业与政府的关系,即政治关系)。

已有的文献大都主要关注社会资本的积极影响。然而,社会资本是企业特有的资源,对企业具有“双刃剑”的作用。一方面能给予企业许多经济利益和特权,比如优惠的银行贷款(Khwaja and

* 雷倩华,华南理工大学工商管理学院会计系,讲师,管理学博士;涂虹羽,中山大学岭南学院,硕士研究生。本文为广东省自然科学基金博士启动项目(项目批号:2015A030310223)、广东省自然科学基金申请项目(项目批号:2016A030313482)和教育部人文社科一般项目青年基金(项目批号:15YJC630051)的阶段性研究成果。

Mian, 2005)、更容易进入管制行业(Helland and Sykuta, 2000)、制度保护(Agrawal and Knoeber, 2001)、高市场占有率(Leuz and Oberholzer, 2006)、优惠的股票发行权(Adhikari et al., 2006)、税收优惠、财政性资源(如政府大宗采购)和财政性补贴(Shleifer and Vishny, 1994),以及面临困境时更可能获得政府的帮助(Faccio et al., 2006)等。这些经济利益和特权能让企业获得更持续的盈余。而从另一方面来看,“世界没有免费的午餐”,社会资本可能使企业承担额外的成本费用。比如,可能政治负担和政府干预会改变企业的经营模式、资本分配、人员安排和投资决策(陈冬华等, 2005)。这些负担和干预可能会降低企业的盈余持续性。

那么,在我国特殊的制度背景下,上市公司社会资本提高还是降低了企业的盈余持续性?本文以 2005~2011 年间在沪深证券交易所上市的所有上市公司为研究对象,采用 Sloan(1996)衡量盈余持续性的模型,分析了上市公司社会资本与盈余持续性之间的关系。研究发现,社会资本总体上降低了上市公司的盈余持续性;区分上市公司的产权性质,发现相比于国有上市公司,社会资本降低民营上市公司的盈余持续性的程度更加显著。这说明,上市公司在获取和保持社会资本的时候,需要充分考虑其带来的企业成本,因为社会资本给上市公司带来经济利益的同时,也带去了更多的负担,损害了上市公司可持续性的盈余状态。2013 年 10 月 19 日中组部下发《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》(中组发[2013]18 号),该文件在篇头便指出,文件颁发的目的是“贯彻落实中央关于从严管理干部的要求,加强干部队伍建设和反腐倡廉建设”,本文从企业与政府关系的社会资本的视角为这个文件的实施和“反腐有利论”提供了基于企业盈余持续性的经验证据。

本文的第二部分是文献述评;第三部分是制度背景与研究假设;第四部分是研究设计与变量定义;第五部分是实证检验;第六部分是稳健性检验与分析,最后部分是本文的结论。

二、文献述评

(一)社会资本的经济后果

国内外文献从不同的角度,对企业获得社会资本的经济后果进行了实证研究。很多研究发现企业通过建立与政府之间的关系能给予企业许多经济利益和特权,比如优惠的银行贷款(Kwahjia and Mian, 2005)、更容易进入管制行业(Helland and Sykuta, 2000)、制度保护(Agrawal and Knoeber, 2001)、高市场占有率(Leuz and Oberholzer-Gee, 2006)、优惠的股票发行权(Adhikari et al., 2006)、税收优惠、财政性资源(如政府大宗采购)和财政性补贴(Shleifer and Vishny, 1994),以及面临困境时更可能获得政府的帮助(Faccio et al., 2006)等。这些利益和特权进一步对企业的融资决策和经营决策产生了重要影响(如 Faccio et al., 2006; Charumilind et al., 2006)。

但企业建立与政府之间的关系是需要成本的,因而现有的关于企业与政府的关系对企业业绩和价值影响的研究结论出现分歧。一部分研究认为企业与政府的关系带来的经济利益和特权能提高企业价值(如 Fisman, 2001; Johnson and Mitton, 2003; Leuz and Oberholzer-Gee, 2006; Goldman et al., 2009; Niessen and Ruenzi, 2010; 罗党论和黄琮宇, 2008)。

另一部分研究则发现企业与政府的关系对企业价值没有影响(吴文峰等, 2008),甚至降低了企业的业绩和价值(Fisman et al., 2007; 李维安等, 2010),许多文献对其原因做出了解释。一部分研究认为,由于政治负担和政府干预改变了企业的经营模式、资本分配、人员安排和投资决策(Faccio et al., 2006; 陈冬华等, 2005),如扩大企业规模、员工数量(Bertrand et al., 2006),安排非相关专业背景的关联官员进入公司管理层或是聘请有关政府部门的人员出任董事会成员(Fan et al., 2007),这些行为降低了总资产收益率、损害了股东的利益,抵消了企业与政府的关系带来的好处,

甚至会损害企业价值(Bennedsen,2000),所以只有当企业与政府的关系的边际收益高于边际成本时才能提高企业的价值(Shleifer and Vishny,1998)。但是邓建平和曾勇(2009)发现,在政府干预程度较低、法律保护较好的地区,企业与政府的关系负面影响会减弱。Li et al.(2008)对我国企业研究,发现企业出于自身利益而建立的与政府的关系能提高企业价值,政府出于自身利益对企业施加的政治关系则会损害企业价值,验证了政府干预的负面影响。

也有文献从代理问题的角度解释企业与政府之间的关系与企业的绩效的负相关关系。田利辉(2005)发现,国有上市公司受企业与政府的关系影响,经理代理成本提高,公司治理水平恶化,降低了公司价值;潘红波和余明桂(2010)发现当企业不存在控股股东资金占用时,企业与政府的关系能改善企业绩效;存在控股股东资金占用时,企业与政府的关系对公司绩效影响不显著;杜兴强等(2009)发现民营企业关键高管与政府存在关系会提高真实业绩,非关键高管与政府存在关系则降低真实业绩,独立董事与政府的关系与真实业绩的关系不显著。

已有文献关于企业与政府之间的关系对会计信息质量影响的研究一般认为,公司如果与政府存在关系则会降低公司的会计稳健性和盈余质量(Bushman and Piotroski,2006;杜兴强等,2009;Leuz et al.,2003;Schipper,1989;Chaney et al.,2011)。Shleifer and Vishny(1998)认为政府的“掠夺之手”导致较差的盈余质量,因为政治家存在强烈的动机通过各种隐蔽的手段来转移企业资源。Leuz et al.(2003)则认为管理层的代理问题是企业盈余质量差的原因,研究发现,管理层倾向于通过隐瞒或者推迟报告政治联系收益以掩饰其“掏空”行为,将收益转移到自己手中。Chaney et al.(2011)认为,企业与政府之间的关系的保护作用使企业缺乏足够的动机去改善盈余质量。杜兴强和杜颖洁(2010)通过对ST、*ST、SL 民营上市公司研究,发现企业与政府之间的关系加剧了盈余管理行为,降低了盈余质量。

总的来说,企业与政府的关系给企业带来许多优惠和补贴的同时,也给企业带来了政策负担和公司治理问题,企业与政府的关系对企业业绩、价值和盈余质量的影响实质上是这两方面的权衡过程。

(二)盈余持续性的影响因素

Dechow et al.(2010)认为以应计为基础的报告盈余由基本盈余(fundamental earnings)和会计信息系统对基本盈余的测量误差(error induced by accounting system)组成,已有文献主要从这两个方面具体分析了盈余持续性的决定因素。Lev(1983)认为盈余持续性受产品类型、行业竞争力、资本密集度和公司规模的影响,这四个变量都与经营不确定性相关联。Baginski et al.(1999)发现用高阶自回归模型(ARIMA)计量盈余持续性能更好地解释 Lev(1983)所阐述的关系。也有研究从增长角度看对盈余持续性的影响(Fairfield et al.,2003)。另一方面,Sloan(1996)发现盈余的应计部分持续性低于现金部分,Richardson et al.(2005)对应计项作了更深入的分类,详细地分析了短期和长期的经营性与金融资产和负债,也得出了同样的结论。Xie(2001)认为非正常应计更可能包含测量误差和管理层的自由应计,由此自由应计比正常应计更不持续。Richardson et al.(2005)把应计分为可靠部分和不可靠部分,发现可靠的应计项持续性更强,Doyle et al.(2007)发现披露至少一项重大内控缺陷的公司盈余持续性更低。还有一些研究从现金流的来源和运用的角度分析其对盈余持续性的影响。Dechow et al.(2008)指出分配给权益投资者的现金比留存现金具有更高的持续性,他们认为这是由于管理层利用留存现金过度投资造成,这对代理问题提供了支持,同时也从另一个角度解释了 Sloan(1996)所发现的应计项持续性低的原因。总的来说,对盈余持续性影响因素的分析主要集中在两个方面:一方面是主要对基本盈余产生影响(如 Lev,1983;Nissim and Penman,2001;Fairfield and Yohn,2003;Soliman,2008),另一方面是主要对会计信息系统计量误差产生影响,从而导致了更低的盈余持续性(Dechow and Dichev,2002;Xie,2001;Richardson et al.,2005;

Doyle et al., 2007)。

从文献回顾可看出,除了一些经济特征(Lev, 1983)外,企业与政府之间的关系是影响盈余持续性的一个因素。企业与政府之间的关系不仅影响了基本盈余(fundamental earnings)(Shleifer and Vishny, 1994),同时也影响会计计量误差(Ball et al., 2003; Bushman and Piotroski, 2006),从而影响了盈余持续性。但无论从企业与政府之间的关系的经济后果还是从盈余持续性影响因素的文献回顾来看,都没有文献直接描述两者的关系,本文尝试对企业与政府之间的关系这种社会资本对盈余持续性的影响作进一步探讨。

三、制度背景与研究假设

McMillan(1997)研究发现,当产品和金融市场化程度低、支持市场发展的法律和司法体系不健全时,政府介入经济资源的配置程度越高。我国正处于经济转型期,总体上市场化程度较低、制度环境较差,产品、金融市场不发达(Allen et al., 2005);法律、司法体系不健全(Walder, 1995)。由此,我国政府在市场经济中对关键资源实施较强的宏观调控,具体表现在对原材料、能源、信贷资金、政府采购、地方保护和歧视性市场准入等资源的控制、行政审批,以及对企业进行范围广泛的干预和规制等方面。

企业的生存和发展离不开关键资源的支持,且当政府介入资源配置的程度越高,企业越倾向于采用非正式制度获取资源(Bartels and Brandy, 2003),现有研究发现,与政府存在关系的企业,银行贷款更多、贷款期限更长(Charumilind et al., 2006)、贷款利率较低(Boubakri et al., 2008),资本市场上发行价格相对较高(Faccio et al., 2006);更容易获得税收优惠、财政性补贴、政府采购(Shleifer and Vishny, 1998)、垄断资源的经营权,进入管制行业(Helland and Sykuta, 2000)。可见,企业与政府之间的关系这种社会资本能有效缓解企业的融资约束、进入高壁垒限制,降低融资成本、税负,提高企业竞争力。

但是,企业与政府建立关系也会存在负面影响。陈运森和朱松(2009)研究发现高管具有政府背景的公司资本投资要显著高于没有政府背景的公司,所以企业与政府建立关系可能导致企业的过度投资。Chen et al.(2011)认为,与政府建立关系的企业过度投资程度高;同时,政府的过度干预作为一种契约摩擦,扭曲企业投资行为,使企业偏离投资最优点,降低投资效率。杜兴强等(2011)从两个方面对Chen et al.(2011)的结论做出解释,从企业承担的政治职能考虑,行政指令使企业的经营目标多元化,包括帮助政府实现解决就业、维护社会稳定等社会职能的目标和投资大量低效项目以实现当地经济增长、刺激经济发展的目标;从高管个人政治利益考虑,关键高管为了个人政治生涯,也会做出过度投资、扩大企业规模等背离盈利目标、凸显其政绩的决策。这两方面的因素都导致了企业的过度投资,降低了投资效率,抵消了企业与政府之间的关系这种社会资本带来的经济利益,降低企业的基本盈余。

此外,企业与政府之间的关系这种社会资本也会从其他方面对企业业绩造成负面影响。李维安和邱艾超(2010)认为,与政府存在关系的企业需要花费较多的时间、成本处理与政府的关系,降低了其财务绩效;同时,与政府存在关系导致企业资产更多与行政相关而非与价值增值相关,这影响了企业内部运转效率,导致较差的资产利用效率,股票市场表现也越差;虽然研究发现任命具有政府联系高管的公司有正的异常收益(Goldman et al., 2009),这源于投资者过高的预期,但政府关系正向影响有限,总体上与政府存在关系的企业市场表现较差。Ferdinand et al.(2006)发现,因与政府存在关系的企业有较高的错报风险,所以其支付的审计费用会较高。同时,行政型治理者的介入会损害董事会的专业性、监督性职能(Fan et al., 2007),导致代理成本提高,公司治理水平恶化

雷倩华、涂虹羽：社会资本与盈余持续性

(田利辉,2005)。许多研究为此提供了证据,与政府存在关系的企业更可能发生管理层通过隐瞒或者推迟报告政治联系收益并将收益转移到自己手中的行为(Leuz et al.,2003);与政府存在关系会加剧控股股东进行利益输送(潘红波和余明桂,2010);政府官员类政治关系与大股东资金占用正相关(杜兴强等,2011)。与政府存在关系还会导致会计信息误差的增加。杜兴强和杜颖洁(2010)通过对ST、*ST、SL 民营上市公司研究,发现与政府存在关系的企业其盈余管理行为更严重,盈余质量更差。

总的来说,与政府存在关系这种社会资本给企业造成了很多负面的影响,降低了基本盈余和增大了企业的会计信息误差,导致企业更低的盈余持续性。

根据上述分析,针对我国上市公司提出以下假设一:

假设一:社会资本降低了上市公司盈余持续性。

许多实证研究发现国有企业的效率比民营企业效率低,林毅夫和李志赞(2004)认为,国有企业承担的政策性负担是导致国有企业效率低下的一个重要原因。历史上,“一五计划”优先发展重工业,国有企业承担战略政策性负担。政府为了巩固国有企业的发展,人为扭曲利率、汇率、原材料价格以降低其成本,保护其垄断地位以提高产品价格。市场化进程中,经济要素和产品价格逐渐由市场竞争决定,国有企业无法获得低成本高收益,传统体制导致国有企业效率低下的现实慢慢显现。国有企业也承担着较重的社会政策性负担,作为一个帮助政府实现其社会职能的主体,国有企业无可避免地需要雇佣大量冗员,提供大量医疗、养老、住房等社会性福利,这些增加企业的成本,降低企业的效率。随着市场经济改革的深化,大部分行业市场进入限制放宽,民营企业的进入加剧了市场竞争,降低了国有企业的利润水平,使国有企业更容易出现亏损(林毅夫和李志赞,2004)。因此,为了弥补因国企自身效率低下、市场竞争加剧带来的亏损,巩固其发展,政府会给予国有企业相比于民营企业更多的政策保护和政府补贴,或是设置市场准入制度以保护其垄断地位。我国银行对民营企业存在“信贷歧视”(Brandt and Li,2003;方军雄,2007),民营企业面临高进入壁垒,难以进入政府管制行业等现象说明了这一点。为了获得研发项目审批、科技创新资金、新产品政府订单、土地与金融支持等等,民营企业往往迫切地与政府建立一定的关系,获得社会资本。

然而,相对于国有企业,这种与政府之间关系的社会资本对民营企业的业绩损害更为突出,许多研究表明民营企业为与政府建立关系付出的成本远远超过了其收益。与国有企业具有天然的政府社会资本相比,民营企业初次建立政府社会资本需要付出较大的交易成本,建立后也需要花费超额的的管理费用处理企业和政府间复杂的关系(李维安等,2010),且政治联系强度大小与管理费用正相关(杜兴强等,2010)。连军等(2011)发现在市场化程度较低的地区,与政府存在联系会使公司投资规模加大,但投资效率低下,并且加剧民营企业固定资产投资对研发投入的侵占,不利于长期发展。民营企业也面临着更加严重的产权侵害,政府部门或政府官员对民营企业“乱摊派、乱收费”,或者向私有企业索取贿赂等腐败行为的现象非常普遍(Cull and Xu,2005)。而相比于国有企业,民营企业因与政府建立关系而获得的政策保护和补贴更少,业绩损害更严重。因此,总体来看,与政府建立关系这种社会资本给民营企业带来的盈余持续性的负面影响比国有企业大。根据以上分析,提出假设二:

假设二:社会资本对民营上市公司盈余持续性的负面影响比国有上市公司更严重。

四、样本选择、变量定义与研究设计

(一)样本选择和数据来源

本文选取 2005~2011 年期间所有在沪深证券交易所上市的公司为原始样本,按照以下标准

进行剔除:

- 1.剔除了当年 IPO 的公司;
- 2.剔除了金融和保险行业的上市公司样本;
- 3.剔除财务数据缺失的样本。

对样本进行上述处理后,最终得到 8234 个样本。本文上市公司社会资本的資料通过手工整理而成,上市公司财务数据来自 Wind 和 Csmar 数据库的合并报表数据。

本文采用 stata10.0 软件进行实证分析。

(二)社会资本变量的定义

本文社会资本指的是制度社会资本(企业与政府的关系),借鉴已有文献(Faccio et al.,2006; Fan et al.,2007;杜兴强等,2009),本文对企业与政府之间关系这种社会资本进行定义如下:如果上市公司中董事、监事或其他高管是现任或前任的人大代表、政协委员,现在或曾经在政府部门工作,就认为其存在与政府关系的社会资本。本文用两个维度度量企业与政府之间关系这种社会资本:一是有政府背景的董事、监事或高管(简称董监高)占有企业董监高总数的比例(Relation1);二是有政府背景的董事、监事或高管的人数(Relation2)。

(三)研究设计

本文采用 Sloan(1996)计量盈余持续性的模型(见公式(1))检验企业与政府之间关系这种社会资本对上市公司盈余持续性的影响:

$$Earnings_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Earnings_{i,t} + \mu \quad (1)$$

首先,为检验本文提出的研究假设一,我们构造以下的多元线性回归模型(见公式(2))来分析企业与政府之间关系这种社会资本对上市公司盈余持续性的影响:

$$Earnings_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Earnings_{i,t} + \alpha_2 \times Earnings_{i,t} \times Relation + \alpha_3 \times Relation + \alpha_4 \times Asset + \alpha_5 \times Debt + \alpha_6 \times Volatility + \alpha_7 \times \Delta Ownership + \alpha_8 \times Float + \alpha_9 \times State + Year + Industry + \mu \quad (2)$$

其次,为检验本文提出的研究假设二,我们构造以下的多元线性回归模型(见公式(3))来分析企业与政府之间关系这种社会资本对国有企业和民营企业的盈余持续性的影响差异:

$$Earnings_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Earnings_{i,t} + \alpha_2 \times Earnings_{i,t} \times Relation + \alpha_3 \times Earnings_{i,t} \times Relation \times State + \alpha_4 \times Relation + \alpha_5 \times Asset + \alpha_6 \times Debt + \alpha_7 \times Volatility + \alpha_8 \times \Delta Ownership + \alpha_9 \times Float + \alpha_{10} \times State + Year + Industry + \mu \quad (3)$$

上述式子中,我们用 ROA 替代公司的 $Earnings$,用存在政府关系的董监高比率(Relation1)和董监高人数(Relation2)替代公司的企业与政府之间关系这种社会资本的状况。此外,本文还控制了公司规模(Asset)、资产负债率(Debt)、股票收益波动性(Volatility)、董监高持股变化($\Delta Ownership$)、流通股比例(Float)。最后,为了控制企业产权性质,我们加入是否国有这个哑变量(State)。

文本同时采用虚拟变量来控制行业影响和年度影响。相关的变量说明见表 1。

五、实证检验

(一)描述性统计分析

表 2 是描述性统计。从表 2 可以看出,上市公司当期的资产收益率 ROA 平均值和方差分别是 0.0257 和 0.0819,最小值为-0.4279,最大值为 0.2045,说明我国上市公司资产收益率总体较低,不同公司资产收益率差别较大。与政府存在关系的董监高比例 Relation1 平均值为 0.0739,标准差为 0.0862,说明了总体上我国与政府存在关系的上市公司的高管比例不高,公司间与政府存在关系

的高管比例差异较大;但是与政府存在关系的董监高人数 *Relation2* 平均值为 1.3606,标准差为 1.6382,最小值为 0,最大值为 8.000,说明我国上市公司董监高与政府存在关系的现象非常普遍,不同公司人数差异较大。与政府存在关系的董监高比例 *Relation1* 和与政府存在关系的董监高的人数 *Relation2* 的描述性统计结果说明我国上市公司普遍与政府存在关系,这与潘红波和余明桂(2008)的统计结果一致。

表 1 变量定义及简要描述

变量简称	变量定义
因变量	
<i>ROA_1</i>	上市公司下一期的资产收益率。
自变量	
<i>ROA</i>	上市公司当期的资产收益率。
<i>Relation1</i>	与政府存在关系的董监高比率。
<i>Relation2</i>	与政府存在关系的董监高人数。
控制变量	
<i>Asset</i>	公司规模,为总资产账面价值的对数。
<i>Debt</i>	公司负债,为总负债/总资产。
<i>Volatility</i>	股票收益波动性,为样本当年股票收益的标准差。
<i>Δownership</i>	董监高持股变化,为样本当年董监高持股变化比例的绝对值。
<i>Float</i>	流通股比例,为流通股总数/总股数。
<i>State</i>	产权哑变量,当上市公司为国有时,此变量为 1;否则为 0。

控制变量中,资产规模对数均值为 21.5202,资产负债率均值为 53.17%,董监高持股变化均值为 0.0057,流通股比例均值为 0.6125。股票收益波动性为 0.0343,比 NYSE/AMEX 的上市公司的波动性 0.0239 (Chung et al., 2010) 要高,但比 NASDAQ 市场的波动性 0.0460 (Chung et al., 2010) 要低。产权属性平均数为 0.6193,说明我国上市公司中国有控股企业比例较大。

表 2 变量描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>ROA_1</i>	8234	0.0309	0.0754	-0.3546	0.2275
<i>ROA</i>	8234	0.0257	0.0819	-0.4279	0.2045
<i>Relation1</i>	8234	0.0739	0.0862	0.0000	0.3913
<i>Relation2</i>	8234	1.3606	1.6382	0.0000	8.0000
<i>Asset</i>	8234	21.5202	1.1820	18.8246	25.1421
<i>Debt</i>	8234	0.5317	0.2487	0.0778	1.7937
<i>Volatility</i>	8234	0.0343	0.0082	0.0184	0.0571
<i>ΔOwnership</i>	8234	0.0057	0.0260	0.0000	0.1886
<i>Float</i>	8234	0.6152	0.2360	0.2005	1.0000
<i>State</i>	8234	0.6193	0.4856	0.0000	1.0000

(二)多变量分析

1.社会资本与盈余持续性关系

表3是企业与政府关系这种社会资本对盈余持续性影响的回归分析,其中, $ROA \times Relation1$ 的系数在5%的显著性水平下显著为负,说明在我国,上市公司与政府之间存在关系总体上会显著降低盈余持续性; $ROA \times Relation2$ 的系数虽不显著,但系数也为负值。由此假设一得到初步的验证。

控制变量中, $Asset$ 的符号显著为正,与预期一致,说明资产规模越大,上市公司下期盈余越大; $Debt$ 的符号显著为负,也与预期一致,说明资产负债率高的公司,其下期盈余更小; $Volatility$ 符号显著为负,且t值较高,说明股票收益波动性越大的上市公司下期盈余越小。

表3 社会资本对盈余持续性影响的回归分析

VARIABLES	全样本	全样本	全样本
	(1)	(2)	(3)
	ROA_1	ROA_1	ROA_1
<i>ROA</i>	0.3527*** (37.661)	0.3087*** (22.654)	0.2951*** (21.743)
<i>Relation1</i>		0.004118 (0.428)	
$ROA \times Relation1$		-0.2383** (-2.1104)	
<i>Relation2</i>			-8.58E-05 (-0.1623)
$ROA \times Relation2$			-0.002607 (-0.4003)
<i>Asset</i>		0.003140*** (4.259)	0.003114*** (4.204)
<i>Debt</i>		-0.02265*** (-6.3755)	-0.02240*** (-6.3070)
<i>Volatility</i>		-0.8071*** (-5.4368)	-0.8116*** (-5.4656)
$\Delta Ownership$		0.1127*** (3.656)	0.1144*** (3.711)
<i>Float</i>		-0.01274*** (-3.2167)	-0.01280*** (-3.2297)
<i>State</i>		-0.006747*** (-3.9472)	-0.006775*** (-3.9575)
<i>Year</i>		control	control
<i>Industry</i>		control	control
<i>Constant</i>	0.02178*** (27.087)	-0.01536 (-0.8968)	-0.01421 (-0.8283)
Obs.	8234	8234	8234
Adj R ²	0.147	0.179	0.179
F	1418.4	72.778	72.57

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

2.上市公司产权性质、社会资本与盈余持续性关系

将上市公司样本按照产权性质划分为国有上市公司和民营上市公司两组,分别对各组的社会资本与盈余持续性关系进行回归分析。表4是上市公司产权性质、社会资本与盈余持续性关系的回归分析结果。国有上市公司样本中, $ROA \times Relation1$ 的正向系数不显著, $ROA \times Relation2$ 的正向

表4 企业产权性质、社会资本与盈余持续性关系的回归分析

VARIABLE	国有	国有	民营	民营	全样本	全样本
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROA_1	ROA_1	ROA_1	ROA_1	ROA_1	ROA_1
ROA	0.3232*** (19.082)	0.3141*** (18.581)	0.2937*** (12.917)	0.2806*** (12.350)	0.3136*** (23.019)	0.3026*** (22.229)
Relation1	0.001234 (0.1146)		-0.002994 (-0.1589)		-0.001564 (-0.1620)	
ROA×Relation1	0.09397 (0.6906)		-0.6592*** (-3.3886)		-0.7761*** (-5.3045)	
Relation2		-1.969e-04 (-0.3420)		-8.168e-04 (-0.7340)		-4.942e-04 (-0.9285)
ROA×Relation2		0.01274* (1.6726)		-0.02895** (-2.4678)		-0.03663*** (-4.1411)
ROA×Relation1×State					0.9613*** (5.7641)	
ROA×Relation2×State						0.05527*** (5.6713)
Asset	0.00253*** (2.9861)	0.00248*** (2.9168)	0.00487*** (3.4237)	0.00500*** (3.5020)	0.002984*** (4.0519)	0.002991*** (4.0431)
Debt	-0.0292*** (-6.1111)	-0.0291*** (-6.0926)	-0.0169*** (-3.0646)	-0.0163*** (-2.9491)	-0.02325*** (-6.5535)	-0.02282*** (-6.4344)
Volatility	-0.5439*** (-3.1408)	-0.5427*** (-3.1348)	-1.0754*** (-3.9869)	-1.0864*** (-4.0247)	-0.7897*** (-5.3290)	-0.7931*** (-5.3499)
ΔOwnership	0.4806*** (3.3288)	0.4838*** (3.3521)	0.09726*** (2.6316)	0.09785*** (2.6449)	0.1135*** (3.6890)	0.1139*** (3.7029)
Float	-0.007526 (-1.5787)	-0.007450 (-1.5629)	-0.0203*** (-2.9442)	-0.0202*** (-2.9307)	-0.01257*** (-3.1787)	-0.01245*** (-3.1481)
State					-0.00801*** (-4.6586)	-0.00806*** (-4.6768)
Year	control	control	control	control	control	control
Industry	control	control	control	control	control	control
Constant	-0.01823 (-0.9065)	-0.01689 (-0.8394)	-0.04234 (-1.3017)	-0.04388 (-1.3475)	-0.01126 (-0.6583)	-0.01080 (-0.6304)
Obs.	5099	5099	3135	3135	8234	8234
Adj R ²	0.218	0.219	0.145	0.144	0.182	0.182
F	60.350	60.478	23.202	22.981	71.531	71.281

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

系数在 10% 显著性水平下显著为正。民营上市公司样本中 $ROA \times Relation1$ 、 $ROA \times Relation2$ 的系数显著为负,说明社会资本降低了民营上市公司的盈余持续性。对全样本进一步分析, $ROA \times Relation1 \times State$ 、 $ROA \times Relation2 \times State$ 在 5% 的显著性水平下显著为正,且 t 值较高,说明了社会资本降低国有企业的盈余持续性程度没那么严重,甚至增加了国有企业的盈余持续性,但社会资本却严重地降低民营企业的盈余持续性。

六、稳健性分析与检验

由于社会资本变量在本文的假设检验中十分重要,为了进一步检验结果的稳健性,我们对社会资本强度进行分类,根据上市公司董事会、监事会或其他高管政府背景的层级的不同,将上市公司社会资本划分为中央等级的社会资本和地方等级的社会资本,同时对国有上市公司和民营上市公司进行分组检验,并分别用比例和人数两方面进行刻画上市公司的社会资本。 Rel_cen1 为存在中央政府关系的董监高比例; Rel_cen2 为存在中央政府关系的董监高人数; Rel_loc1 为存在地方政府关系的董监高比例; Rel_loc2 为存在地方政府关系的董监高人数。表 5 是中央和地方政府关系与盈余持续性关系的回归结果。

国有上市公司 $ROA \times Rel_cen1$ 、 $ROA \times Rel_cen2$ 、 $ROA \times Rel_loc1$ 、 $ROA \times Rel_loc2$ 的系数均为正,但只有 $ROA \times Rel_cen1$ 的系数在 10% 的显著性水平下显著为正,其余都不显著,说明中央等级的社会资本能提高国有上市公司盈余持续性,地方等级的社会资本对国有上市公司盈余持续性无显著影响。民营上市公司 $ROA \times Rel_cen1$ 、 $ROA \times Rel_cen2$ 的系数不显著, $ROA \times Rel_loc1$ 、 $ROA \times Rel_loc2$ 的系数显著为负,说明中央等级的社会资本对民营上市公司盈余持续性影响不显著,地方等级的社会资本对民营上市公司显著负影响。

总的来说,中央等级的社会资本提高国有上市公司盈余持续性,对民营上市公司无显著影响;地方等级的社会资本对国有上市公司无显著影响,对民营企业有显著的负面影响,这与假设二的结果基本一致。假设二检验结果是基本稳健的,说明我们的假设检验结果具有普遍性。

七、结 论

本文分析了企业与政府关系这种社会资本是否有利于上市公司的盈余持续性。我们以 2005~2011 年在沪深交易所的上市公司为样本,以这些上市公司的董事会、监事会或者其他高管是否是现任或者前任的人大代表、政协委员,是否现在或曾经在政府部门工作作为判断上市公司是否存在制度社会资本的标准。实证检验结果表明,总体上,上述社会资本降低了上市公司的盈余持续性;区分上市公司的产权性质后,发现社会资本能提高国有上市公司的盈余持续性,但降低民营上市公司的盈余持续性;两者作对比,社会资本降低民营上市公司的盈余持续性更加显著。这些研究结果表明,企业与政府关系这种社会资本是一把“双刃剑”,上市公司获得社会资本的利益的同时,不可避免地受到政府干预和掠夺,总体上,政府的“掠夺之手”大于“帮助之手”,上述社会资本对上市公司盈余持续性的负面影响更多;同时,政府对产权性质不同的上市公司存在“歧视”,即政府会更多地扶持国有上市公司,也更多地侵害民营上市公司的产权,侵害民营上市公司的产权的行为更普遍。

本文的研究结果意味着,虽然在我国市场化程度低、制度环境差的情况下,社会资本对上市公司的发展有较多的积极作用,但是上市公司依赖与政府的关系获得的经济利益也需要付出高额的成本,对上市公司盈余持续性,特别是民营上市公司的盈余持续性存在十分不利的影响。所以,促进市场发展、构建完善的制度环境,减少非正式机制途径,对上市公司的成长和国家的经济发展十分重要。

雷倩华、涂虹羽:社会资本与盈余持续性

表 5 中央和地方等级的社会资本与盈余持续性关系回归分析

VARIABLES	国有 ROA_1	国有 ROA_1	民营 ROA_1	民营 ROA_1	国有 ROA_1	国有 ROA_1	民营 ROA_1	民营 ROA_1
ROA	0.3235*** (22.102)	0.3257*** (22.369)	0.2501*** (13.189)	0.2540*** (13.373)	0.3265*** (19.887)	0.3173*** (19.504)	0.2867*** (13.143)	0.2738*** (12.435)
Rel_cen1	-0.02939 (-0.7974)		0.05220 (0.8616)					
ROA×Rel_cen1	0.8013* (1.6939)		-0.3103 (-0.5831)					
Rel_cen2		-0.001065 (-0.5326)		0.004036 (1.0994)				
ROA×Rel_cen2		0.02875 (1.2205)		-0.04071 (-1.2212)				
Rel_loc1					0.004428 (0.3856)		-0.008899 (-0.4493)	
ROA×Rel_loc1					0.04973 (0.3707)		-0.6550*** (-3.2341)	
Rel_loc2						-1.112e-04 (-0.1786)		-0.001321 (-1.1120)
ROA×Rel_loc2						0.01127 (1.5327)		-0.02688** (-2.1425)
Asset	0.002537*** (2.9633)	0.002541*** (2.9525)	0.004737*** (3.2839)	0.004668*** (3.2253)	0.002558*** (3.0288)	0.002502*** (2.9571)	0.004838*** (3.4009)	0.004956*** (3.4800)
Debt	-0.02926*** (-6.1211)	-0.02924*** (-6.1180)	-0.01677*** (-3.0317)	-0.01687*** (-3.0526)	-0.02929*** (-6.1233)	-0.02915*** (-6.0946)	-0.01651*** (-2.9905)	-0.01604*** (-2.9042)
Volatility	-0.5297*** (-3.0558)	-0.5312*** (-3.0629)	-1.0890*** (-4.0228)	-1.0953*** (-4.0452)	-0.5430*** (-3.1354)	-0.5451*** (-3.1488)	-1.0584*** (-3.9216)	-1.0714*** (-3.9670)
ΔOwnership	0.4864*** (3.3689)	0.4827*** (3.3439)	0.1060*** (2.8668)	0.1056*** (2.8571)	0.4794*** (3.3214)	0.4809*** (3.3325)	0.09784*** (2.6483)	0.09868*** (2.6681)
Float	-0.007499 (-1.5737)	-0.007463 (-1.5662)	-0.02113*** (-3.0638)	-0.02112*** (-3.0642)	-0.007593 (-1.5916)	-0.007559 (-1.5848)	-0.02041*** (-2.9603)	-0.02015*** (-2.9163)
Year	control	control	control	control	control	control	control	control
Industry	control	control	control	control	control	control	control	control
Constant	-0.01852 (-0.9152)	-0.01862 (-0.9169)	-0.03956 (-1.2062)	-0.03803 (-1.1566)	-0.01908 (-0.9493)	-0.01737 (-0.8647)	-0.04156 (-1.2763)	-0.04278 (-1.3139)
Obs.	5099	5099	3135	3135	5099	5099	3135	3135
Adj R ²	0.219	0.219	0.142	0.143	0.218	0.219	0.145	0.144
F	60.469	60.395	22.640	22.702	60.340	60.459	23.178	22.955

注: ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。Rel_cen1 为与中央政府存在关系的董监高比例; Rel_cen2 为与中央政府存在关系的董监高人数; Rel_loc1 为同意地方政府存在关系的董监高比例; Rel_loc2 为与地方政府存在关系的董监高人数。

参考文献

- 陈冬华、陈信元、万华林(2005):《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》,第2期。
陈运森、朱松(2009):《政治关系、制度环境与上市公司资本投资》,《财经研究》,第12期。
邓建平、曾勇(2009):《政治关联能改善民营企业的经营绩效吗》,《中国工业经济》,第2期。

- 杜兴强、陈韞慧、杜颖洁(2010):《寻租、政治联系与“真实”业绩——基于民营上市公司的经验证据》,《金融研究》,第10期。
- 杜兴强、杜颖洁(2010):《濒死体验、盈余管理、政治联系与朽而不倒——基于ST、*ST、SL类民营上市公司的经验证据》,《山西财经大学学报》,第7期。
- 杜兴强、曾泉、杜颖(2011):《政治联系、过度投资与公司价值——基于国有上市公司的经验证据》,《金融研究》,第8期。
- 杜兴强、周泽将、修宗峰(2009):《政治联系与会计稳健性:基于中国民营上市公司的经验证据》,《经济管理》,第7期。
- 方军雄(2007):《所有制、制度环境与信贷资金配置》,《经济研究》,第12期。
- 李维安、邱艾超(2010):《民营企业治理转型、政治联系与公司业绩》,《管理科学》,第23期。
- 李维安、邱艾超、古志辉(2010):《双重公司治理环境、政治联系偏好与公司绩效:基于中国民营上市公司治理转型的研究》,《中国工业经济》,第6期。
- 连军、刘星、杨晋渝(2011):《政治联系、银行贷款与公司价值》,《南开管理评论》,第5期。
- 林毅夫、李志赞(2004):《政策性负担、道德风险与预算软约束》,《经济研究》,第2期。
- 罗党论、黄琮宇(2008):《民营企业的政治关系与企业价值》,《管理科学》,第6期。
- 田利辉(2005):《国有股权对上市公司绩效影响的U型曲线和政府股东两手论》,《经济研究》,第10期。
- 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》,第7期。
- 潘红波、余明桂(2010):《政治关系、控股股东利益输送和民营企业绩效》,《南开管理评论》,第4期。
- Adhikari, A., C. Derashid and H. Zhang (2006): “Public Policy, Political Connections and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia”, *Journal of Financial Economics*, 88, 544–580.
- Agrawal, A. and C. Knoeber (2001): “Do Some Outside Directors Play a Political Role?”, *Journal of Law and Economics*, 44, 179–198.
- Allen, F., J. Qian and M. Qian (2005): “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77, 57–116.
- Anctil, R. and S. Chamberlain (2005): “Determines of the Time Series of Earnings and Implications for Earning Quality”, *Contemporary Accounting Research*, 22, 483–517.
- Baginski, S., J. Hassell and M. Kimbrough (2002): “The Effect of Legal Environment on Voluntary Disclosure: Evidence from Management Earnings Forecasts Issued in U.S. and Canadian Markets”, *Accounting Review*, 77, 25–50.
- Ball, R., P. Kothari and A. Robin (2000): “The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1–51.
- Bartels, L. and H. Brady (2003): “Economic Behavior in Political Context”, *American Economic Review*, 93, 156–161.
- Beñedsen, M. (2000): “Political Ownership”, *Journal of Public Economics*, 76, 559–581.
- Bertrand, M., F. Kramarz and A. Schoaret (2006): “Politically Connected CEOs and Corporate Outcomes: Evidence from France”, Unpublished Working Paper, University of Chicago.
- Boubakri, N., J. Cosset and W. Saffar (2008): “Political Connections of Newly Privatized Firms”, *Journal of Corporate Finance*, 14, 654–673.
- Brandt, L. and H. Li (2003): “Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information or Incentives?”, *Journal of Comparative Economics*, 31, 387–41.
- Bushman, R. and J. Piotroski (2006): “Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: the Influence of Legal and Political Institutions”, *Journal of Accounting and Economics*, 42, 107–148.
- Chaney, P., M. Faccio and D. Parsley (2011): “The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms”, *Journal of Accounting and Economics*, 51, 58–76.
- Charumilind, C., R. Kali and Y. Wiwattanakantang (2006): “Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis”, *Journal of Business*, 79, 181–218.
- Chen, S., Z. Sun, S. Tang, and D. Wu (2011): “Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 17, 259–271.
- Chung, K. H., J. Elder and H. Kim (2010): “Corporate Governance and Liquidity”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 265–291.
- Cull, R. and L. Xu (2005): “Institutions, Ownership and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms”, *Journal of Financial Economics*, 53, 117–146.
- Dechow, P. and I. Dichev (2002): “The Quality of Accruals and Earnings; The Role of Accrual Estimation Errors”, *Accounting Review*, 77, 35–59.
- Dechow, P., W. Ge and C. Schrand (2010): “Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences”, *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344–401.
- Doyle, J., W. Ge and S. McVay (2007): “Determinants of Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting”, *Journal of Accounting and Economics*, 44, 193–223.
- Faccio, M. (2006): “Politically Connected Firms”, *American Economic Review*, 96, 369–386.

- Faccio, M., R. Masulis and J. McConnell (2006): "Political Connections and Corporate Bailouts", *Journal of Finance*, 61, 2597-2635.
- Fairfield, P., J. Whisenant and T. Yohn (2003): "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing", *Accounting Review*, 78, 353-371.
- Fan, P., T. Wong and T. Zhang (2007): "Politically-connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics*, 84, 330-357.
- Ferdinand, A., J. Tsui and S. Dan (2006): "Non-audit Services, Auditor Quality and the Value Relevance of Earnings", *Accounting and Finance*, 5, 797-817.
- Fisman, R. (2001): "Estimating the Value of Political Connections", *American Economic Review*, 91, 1095-1102.
- Goldman, E., J. Rocholl and J. So (2009): "Do Politically Connected Boards Affect Firmvalue?", *Review of Financial Studies*, 22, 2331-2360.
- Helland, E. and M. Sykuta (2000): "Regulation and the Evolution of Corporate Boards: Monitoring, Advising or Window Dressing?", *Journal of Law and Economics*, 47, 167-193.
- Hillman, A., A. Zardkoohi and L. Bierman (1999): "Corporate Political Strategies and Firm Performance: Indications of Firm-specific Benefits from Personal Service in the U.S. Government", *Strategic Management Journal*, 20, 87-81.
- Johnson, S. and T. Mitton (2003): "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia", *Journal of Financial Economics*, 67, 351-382.
- Khwaja, A. and A. Mian (2005): "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market", *The Quarterly Journal of Economics*, 120, 1371-1411.
- Lev, B. (1983): "Some Economic Determinants of Time-series Properties of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 5, 31-48.
- Lev, B. (1989): "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, 27, 153-192.
- Leuz, C. and F. Oberholzer-Gee (2006): "Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia", *Journal of Financial Economics*, 81, 411-439.
- Leuz C., D. Nanda and P. Wysocki (2003): "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- Li, H., L. Meng, Q. Wang and L. Zhou (2008): "Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms", *Journal of Development Economics*, 87, 283-299.
- Lipe, R. (1990): "The Relationship Between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information", *Accounting Review*, 65, 49-71.
- Niessen, A. and S. Ruenzi (2010): "Political Connectedness and Firm Performance: Evidence from Germany", *German Economic Review*, 11, 441-464.
- Soliman, M. (2008): "The Use of DuPont Analysis by Market Participants", *Accounting Review*, 83, 823-853.
- McMillan, J. (1997): "Markets in Transition," *Advances in Economic and Econometrics*, Volume 2, edited by David M. Kreps and Kenneth F. Wallis, Cambridge: Cambridge University Press, 210-239.
- Nissim, D. and S. Penman (2001): "Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice", *Review of Accounting Studies*, 6, 109-154.
- Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman and I. Tuna. (2005): "Accrual Reliability, Earning Persistence and Stock Prices", *Journal of Accounting Research*, 38, 243-269.
- Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman and I. Tuna. (2006): "The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability", *Accounting Review*, 81, 713-743.
- Schipper, K. (1989): "Commentary on Earnings Management", *Accounting Horizons*, 3, 91-102.
- Sloan, R. (1996): "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flow about Future Earnings", *Accounting Review*, 71, 289-315.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1994): "Politicians and firms", *Quarterly Journal of Economics*, 109, 995-1025.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1998): *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Subramanyam, K. and J. Wild (1996): "Going Concern Status, Earning Persistence and the Informativeness of Earnings", *Contemporary Accounting Research*, 13, 251-273.
- Soliman, M. (2008): "The Use of Dupont Analysis by Market Participants", *Accounting Review*, 83, 823-853.
- Walder, A. (1995): "China's Transitional Economy: Interpreting its Significance", *China Quarterly*, 144, 963-979.
- Xie, H. (2001): "The Mispricing of Abnormal Accruals: a Re-examination", *Accounting Review*, 76, 357-373.

(责任编辑:周莉萍)