

上海交通大学

SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY

学士学位论文

THESIS OF BACHELOR



论文题目：非生产性支出、政治联系与公司价值
——基于中国上市公司的实证研究

学生姓名：王 憧

学生学号：5091209035

专 业：会计学

指导教师：郝盛泉

学院(系)：安泰经济与管理学院



非生产性支出、政治联系与公司价值 ——基于中国上市公司的实证研究

摘要

非生产性支出是指企业从事那些不能直接有助于生产商品或服务活动所导致的支出。在中国，非生产性支出主要用于企业对外公关、高管在职消费、政企关系的“投资”等活动；主要包括寻租成本和在职消费。虽然非生产性支出作为一项费用，会减少企业本期利润；但它也会影响企业的寻租结果，为企业带来收益。因此，研究非生产性支出与公司价值之间的关系这一问题具有深远的意义。政治联系是指公司与拥有政治权利的个人之间形成的隐性政治关系，会影响公司的寻租活动和在职消费水平。因而将政治联系加入到非生产性支出与公司价值关系的研究中也很有意义。

本文以 2005—2011 年沪、深两市 A、B 股 9606 家上市公司为观测样本，研究非生产性支出、政治联系与公司价值之间的关系，研究结果表明：（1）非生产性支出对公司价值具有显著的正向影响，即非生产性支出会增加公司价值；（2）企业的国有最终控制性会降低非生产性支出对公司价值的正向作用，即非生产性支出对民营企业公司价值的正向影响比对国有企业公司价值的正向影响更大；（3）在政府干预度较高的地区，企业（特别是民营企业）的政治联系会显著增强非生产性支出对公司价值的正向影响，即非生产性支出对有政治联系企业（特别是有政治联系的民营企业）公司价值的正向影响强于其对无政治联系企业公司价值的正向影响。

关键词：非生产性支出，政治联系，公司价值



NON-PRODUCTIVE EXPENDITURE, POLITICAL CONNECTION AND CORPORATE VALUE AN EMPIRICAL STUDY OF CHINA'S LISTED COMPANY

ABSTRACT

Non-productive expenditure refers to the expense used for activities which cannot produce products or services directly. In China, enterprises' non-productive expenditures are mainly used for PR activities, individual on-the-job consumptions, government-enterprise relationship investment and so on. Rent-seeking cost and on-the-job consumption are two important forms of non-productive expenditure. Although as an expense, the non-productive expenditure would decrease enterprise's current profits; it can bring benefits to the enterprise by influencing rent-seeking results. So the study of relationship between non-productive expenditure and corporate value is of great significance. Political connection refers to companies' underlying political relationship with individuals who have political rights; it can play an important role in enterprises' rent-seeking activities and on-the-job consumption level. As a result, it's also meaningful to input political connection into the study of relationship between non-productive expenditure and corporate value.

Based on 9606 China's companies listed in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges, this paper studies the relationship among non-productive expenditure, political connection and corporate value. Regression results show: (1) non-productive expenditure has a positive influence on the corporate value, which means that companies' non-productive expenditures can increase corporate values; (2) compared with state-owned enterprises', private enterprises' non-productive expenditures are more efficient to increase the corporate values; (3) in areas where government interventions are severe, enterprises', especially private enterprises', political connections can enlarge the non-productive expenditures' positive influence on corporate value. In another word, in severe government-intervened areas, political-connected enterprises' non-productive expenditures are more efficient to promote the corporate values.

Key words: non-productive expenditure, political connection, corporate value



目 录

第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景及研究内容.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.3 文章结构.....	2
第二章 文献综述与研究假设.....	3
2.1 文献综述.....	3
2.1.1 非生产性支出.....	3
2.1.2 政治联系.....	5
2.2 研究假设.....	6
2.2.1 非生产性支出与公司价值.....	6
2.2.2 非生产性支出、政治联系与公司价值.....	7
2.3 本章小结.....	8
第三章 研究设计.....	9
3.1 数据来源.....	9
3.2 关键变量的衡量.....	9
3.2.1 因变量.....	9
3.2.2 解释变量.....	9
3.3 回归模型.....	10
3.4 本章小结.....	12
第四章 实证结果与分析.....	13
4.1 变量的描述性统计.....	13
4.2 实证检验.....	13
4.2.1 相关性分析.....	13
4.2.2 回归分析.....	15
4.3 稳健性分析.....	22
4.4 本章小结.....	22
第五章 结论.....	23
参考文献.....	24
谢辞.....	26

第一章 绪论

1.1 研究背景及研究内容

企业的非生产性支出可以视为企业除正常生产经营所面临的交易成本之外的所有非生产性成本；换言之，是指企业从事那些从社会生产角度看不能直接或间接有助于生产商品或服务的非生产性活动所产生的额外支出^[1]（万华林，2008）。

在处于经济转型期的中国，企业的非生产性支出正发挥着越来越重要的作用。在刚刚过去的 2012 年，2469 家 A 股上市公司的业务招待费和会务费分别达到了 137.98 亿元和 17.77 亿元，有 12 家（其中 10 家为央企）的业务招待费过亿元。中国人寿、中国铁建和中国交建分别以 14.18 亿元、8.37 亿元和 7.80 亿元的业务招待费遥遥领先于其他企业，占据了业务招待费榜单的前三名。这些高昂的业务招待费被企业用在一些对外联络项目上，常用于与供应商和客户建立、维持良好关系，也用于宴请甚至贿赂政府官员。以上这些由于企业从事对外公关活动而产生的业务招待费就是非生产性支出的一种。企业高管的在职消费是非生产性支出的另一种形式，Cai, Fang and Xu(2005)的研究发现，在 3470 家中国企业的样本中，平均娱乐差旅消费占平均企业工资总额的 20%，平均销售总额的 2.6%，平均利润总额的 4%。这些支出除了用于建立、维持与供应商和客户的关系外，也被用于经理等高管的个人消费^[2]。

一方面，非生产性支出作为企业的一项费用，会降低企业的当期利润，但另一方面，非生产性支出会影响企业的寻租结果，会为企业带来一些好处。那么如此巨大的非生产性支出到底对公司有利还是有弊？非生产性支出对公司的回报率到底有多高？探究非生产性支出与公司价值之间的关系，将是本文的第一个研究主题。

对大多数公司而言，非生产性支出的主要表现为寻租成本和在职消费，前者包括企业对“政府关系”的“投资”支出等项目，后者主要指企业高管获得的除薪酬之外的非货币性利得。与民营企业不同，对国有企业来说，高管面临更严格的薪酬管制和考评制度，在这种薪酬制度下，在职消费成为国有企业高管为己谋求更多利益的替代性选择，可以说，国有企业高管的在职消费在一定程度上内生于国有企业所特有的薪酬管约束束^[3]（陈冬华、陈信元和万华林，2005）。因而，国有企业面临更大的在职消费问题。而对民营企业来说，由于其特有的非政府控制性和市场化的薪酬管理制度，非生产性支出更有可能用于对企业自身有利的地方。由此可以看出，对国有企业和民营企业而言，非生产性支出对公司价值的影响会有所不同。这一问题也将在本文的第一个研究主题下展开讨论。

“政治联系”是近年来公司治理领域的一个研究热点，特别是对中国而言，它具有特殊的现实意义：我国作为一个从中央高度集中的计划经济转型到市场经济的国家，政府并没有完全放松对市场的管制，很多上市公司的政府高官都有政府背景。显然，政治联系构建了企业和政府之间的良好沟通渠道，使得企业有更高的寻租效率。

但政治联系也为公司带来了额外的成本。逯东、林高和杨丹（2011）以 2003—2009 年间的国有公司为样本，研究发现：“官员型”高管倾向于配置更多的资源在非生产性活动上，因而，提高了国有企业的非生产性支出，带来了更高的政治成本和代理成本^[4]；于文超和何勤英（2012）通过对民营上市公司的研究发现：民营企业的政治联系会降低企业的非生产性支出，政治联系虽然对民营企业的生产效率没有直接的影响，但政治联系会显著减弱非生产性支出对生产效率的负向影响^[5]。以上研究结果表明非生产性支出与政治联系存在关系，而且政治联系会影响非生产性支出对公司的影响。探究政治联系会如何影响非生产性支出与公司价值之间关系，将是本文的第二个研究方向。

已有文献表明，在不同的治理环境下，企业政治联系对上市公司的影响并不相同；而且



政治联系会对国有企业和民营企业产生不同的影响。因此，本文还将在控制了企业的治理环境和企业的国有最终控制性之后，进一步研究政治联系对非生产性支出与公司价值之间关系的影响。

总的来说，本文将研究：（1）非生产性支出与公司价值之间的关系，并比较非生产性支出对国有企业公司价值和民营企业公司价值的不同影响；（2）政治联系对非生产性支出与公司价值关系的影响；并比较在不同治理环境下，在国有和民营企业间，政治联系对非生产性支出与公司价值之间关系的不同影响。

1.2 研究意义

本文的贡献和创新性在于：（1）探讨非生产性支出与公司价值之间的关系，这个问题未在已有的研究中进行系统的分析，本文弥补了学术上的这块空白；（2）结合中国国情，研究非生产性支出与公司价值之间的关系在国有和民营企业之间的不同；（3）将政治联系这个变量加入到非生产性支出与公司价值间关系的分析中，这项交叉研究为公司治理带来新的思路，为企业回应政府干预、利用政府干预增加公司价值提出建议。

1.3 文章结构

本文的总体结构安排如下：

第一部分是绪论；介绍非生产性支出和政治关系的定义，并指出论文的研究背景、研究方向以及创新性。

第二部分是文献综述与研究假设；概括总结国内外文献对于非生产性支出以及政治联系的研究成果，并在此基础上提出本文的研究假设。

第三部分是研究设计；首先介绍论文研究的观测样本和数据来源，然后对本文的重要变量进行定义和描述，最后构建研究的回归模型。

第四部分是实证结果与分析；对样本数据进行描述性统计、相关性分析以及模型回归统计，并进行稳健性测试，在此基础上得出本文的结论。

最后一部分是文章的结论；再次对论文成果进行回顾与总结，并提出今后的研究方向。



第二章 文献综述与研究假设

2.1 文献综述

2.1.1 非生产性支出

如上文所述,非生产性支出是指企业从事那些不能直接或间接有助于生产商品或服务的非生产性活动所带来的支出^[1](万华林,2008)。非生产性活动广泛存在于企业内部,具体而言,非生产性活动主要包括企业花费一定的资源、精力和时间与政府部门进行沟通和协商,企业承担额外的开销来满足政府业绩或政府官员个人需求,企业高管为了自身利益而侵占企业的资源^[4](逯东、林高和杨丹,2011)。非生产性支出主要包括企业的寻租成本和高管在职消费,前者主要代表了公共治理对企业外部交易成本的作用,而后者反映了公司治理对企业内部的交易成本的影响。

寻租成本是指企业作为市场的参与者受到市场管制者(政府)施加的额外成本^[6]。Bhagwati(1982)把企业的寻租活动归纳为:各个利益集团(1)为了在政府预算中获得更大的份额、更多的投入而进行的寻租活动;(2)为了能从政府制定的制度(如税种的设立、税率的确等)中获利而进行的寻租活动;(3)为了逃避政府管制、政府干预而进行的寻租活动,包括避税、偷税等。在我国,寻租成本主要包括等待成本、获得经营行业许可的成本、贿赂官员的成本等^[7]。尽管从社会角度出发,寻租活动是通过耗费一些额外的资源以实现财富转移与再分配,导致了社会资源的浪费,但对那些“投标”成功的企业来说,寻租活动为其带来了显著的收益。

在职消费是指企业高管获取薪酬以外的隐性收入,包括高管根据专权而要求获得的特殊待遇、高管执行特定工作而附带得到的额外利益、高管为了自身利益而侵占企业资源等。在国内外学术界,不同的学者对在职消费有不同的解读角度,“代理观”方认为,在职消费是代理问题的一种产物,会对公司产生负面的影响;而“效率观”方认为,公司会从高管在职消费中获取利益,并且这个利益可能超过高管个人获得的利益,故在职消费会提升企业的价值。第一种观点为主流观点,即在职消费是由代理问题带来的。

从以上对非生产性支出的介绍中,我们可以看到,不同于由市场结构决定的交易成本,非生产性支出并不是社会价值创造所必须的。

非生产性支出的国内外文献,主要研究了以下两个方面的问题:

(1) 非生产性支出的影响因素。

(a) 治理环境

万华林和陈信元(2010)在交易成本理论的基础上,研究了治理环境对企业寻租目的以及企业非生产性支出的影响;在研究中,他们参考并改进了 Anderson et al.模型,实现了非生产性支出这一因素的度量;研究表明:企业所在地区的治理环境会显著影响企业的非生产性支出,减少政府干预度、提高政府服务质量、加强企业法律保护均有利于减少企业的非生产性支出^[6]。Shleifer and Vishny(1998)研究发现:在制度并不那么健全的国家,在政府官员权力行使缺乏有效监督的情况下,政府官员权力的集中度越高、政府透明度越低,政府官员手中的权力就越可能被寻租^[8]。吉志辉和李竑(2012)构建了行政联系(政治联系)和政府干预的数学模型,研究发现,政府干预度会影响企业对行政联系(政治联系)的“投资”,政府干预水平越高,企业投入到企业对行政联系(政治联系)中的资源就越多^[9]。刘金伟(2012)以2010年A股国有上市公司为观测样本,研究发现,市场化进程与在职消费之间有负向关系,市场化进程会显著降低国企的在职消费水平^[10]。其他相关文献还有 Chen al(2005),Faccio(2006),McMillan and Woodruff(2002)等。

(b) 薪酬水平

陈冬华、陈信元和万华林（2005）的研究结果表明，高管的绝对报酬与在职消费之间有显著正向关系，即高管的报酬并不会抑制在职消费，反而会促进在职消费；国有企业高管的相对薪酬与在职消费之间呈负相关，高管相对薪酬越低，国企的在职消费水平越高^[3]。李宝宝和黄寿昌（2012）试图建立一个国有企业在在职消费的模型，实证研究表明，管理层现金薪酬的增加会显著抑制高管在职消费^[11]。罗宏和黄文华（2008）对 2003—2006 年 A 股上市公司的研究发现，国企的股利支付率和现金红利与高管在职消费呈显著负相关，即股利支付和现金红利可以显著抑制国企在职消费水平；国有企业和民营企业的高管薪酬与在职消费呈显著正相关^[12]。

(c) 股权结构和治理机制

夏冬林和李晓强（2004）以 2001—2002 中国上市公司为观测样本，研究发现，第一大股东持股比例与高管在职消费有显著的负向关系，第一大股东持股比例越高，高管在职消费越受到抑制^[13]。周大伟（2012）研究表明，股权制衡度、董事会规模、独董比例和高管在职消费之间呈负相关，即股权集中度越高、董事会规模越大、独董比例越高，高管在职消费水平越低^[14]。张兆国、何威风和闫炳乾（2007）研究发现，控股股东持股比例越高，国有上市公司代理成本（主要形式为在职消费）越高，民营上市公司代理成本越低；第二至第十大股东比例越高，代理成本越低；管理者持股比例越高，代理成本越高；社会公众持股比例并不能影响上市公司的代理成本^[15]。

(d) 债权结构

罗宏和黄文华（2008）研究发现民营企业的资产负债率与在职消费显著正相关，资产负债率越高，民营企业的自由现金越多，在职消费水平越高^[12]。曲太峰（2012）基于 2010 年 A 股上市国有企业数据的研究发现，资产负债率与在职消费负相关^[16]。王希（2008）通过对 1047 家沪深两市 A 股上市公司 2000—2006 年数据观测发现，流动负债可以显著地约束高管的在职消费，长期负债对高管在职消费影响不大^[17]。

(2) 非生产性支出对公司的影响。

(a) 寻租成本对公司的影响。

杜兴强、曾泉和王亚男（2012）以 2005—2009 年民营企业作为研究样本，结果发现，虽然寻租行为在短期内会提升公司业绩（营业利润/期初总资产），但从长期来看，寻租活动会显著地损害公司未来的业绩^[18]。申小林（2001）认为，在企业内部，过多的非生产性寻租活动和过高的寻租成本会对公司产生多方面的损害：首先是寻租膨胀，寻租活动会吸引那些创造性强的资源，从而将减少企业的收益；其次是寻租活动会减弱对生产性活动的激励，因而会减少公司收入；最后一点是，长期的寻租活动会降低企业家们的创新能力，从长期来看，这会导致企业技术进步和经济陷入停滞，不利于长期的可持续发展^[19]。Cai, Fang and Xu(2005)首次研究了企业娱乐差旅支出的组成部分以及该项非生产性支出对公司业绩的影响，他们对 2000—2003 年间中国 33 个城市的 3470 家公司研究发现：作为企业寻租成本之一的娱乐差旅费对公司业绩（营业利润/营业收入）具有显著的负面影响，但是在公司的边际回报率较低、政府剥削程度较高、政府服务较差的情况下，娱乐差旅费对公司业绩的负面影响有一定程度的减缓^[2]。

(b) 在职消费对公司的影响。

Rajan and Wulf(2004)从在职消费“效率观”角度出发，认为公司为高管提供在职消费可以提高公司的管理效率、加强高管在员工中的地位 and 权威^[20]。Jensen and Meckling(1976)以及 Hart(2000)认同在职消费的“代理观”，认为在职消费作为一项高管个人消费，给公司带来的成本超过了收益，增加了代理成本，降低了企业价值^[21]。罗宏和黄文华（2008）的研究发现，国有企业在在职消费会对公司业绩（EPS(Earnings Per Share，表示每股盈利)和 ROA(Return On Assets，表示资产回报率)产生显著的负面影响^[12]。张泉（2011）选取 580 家上市公司，研究了作为在职消费与公司业绩（ROE(Return On Equity，表示净资产收益率)间的关系，结果表明：在职消费与公司业绩（ROE）呈正相关关系，即在职消费水平的提高可以提升公司业绩（ROE）水平^[22]。

(c) 非生产性支出对公司的影响。

于文超和何勤英(2012)以2004—2009年沪、深两市民营上市公司为研究样本,探究了民营企业政治联系、非生产性支出与生产效率三者之间的关系;结果表明,对民营企业来说,政治联系会显著降低企业的非生产性支出;特别是在制度环境较差的地区,这种现象更加显著;跟进的研究表明,非生产性支出会降低企业的生产效率,虽然政治联系并不能直接影响企业的生产效率,但政治联系会对非生产性支出与公司生产效率之间的关系产生影响,即有政治联系企业的非生产性支出对其生产效率的负面影响弱于无政治联系企业的非生产性支出对其生产效率的负面影响^[5]。

2.1.2 政治联系

“政治联系”是近20年来国内外企业治理领域的一个研究热点。对“政治联系”,本文参照了吴文锋、吴冲锋和刘晓薇(2008)给出的定义:“政治联系”一般指公司与拥有政治权利的个人之间形成的隐性政治关系,包括公司的高管(包括董事)曾经或者当时在政府(或国会)部门任职、通过选举捐款获得的关系等,但不包括因为政府持股而形成的关系^[21]。显而易见,公司高管拥有的“政治联系”对公司来说是一笔很有价值的无形资产,它作为公司的一个特殊性质,会对公司产生深远的影响。

国内外有关政治联系的文献,主要讨论了以下两方面的问题:

(1) 在宏观层面上,政治联系对公司价值的影响。

(a) 政治联系对公司价值有正面影响。

Leuz and Gee(2006)以印度尼西亚公司作为观测样本,研究发现,在亚洲金融危机之前以及金融危机期间,较强的政治关联可以使印度尼西亚企业获利并能提升企业价值(长期回报率)^[24]。Boubakri, Cosset and Saffar(2008)认为公司在建立政治联系后能提升公司绩效(ROA)和抗风险能力^[25];而吴文锋、吴冲锋和刘晓薇(2008)研究发现虽然民营企业高管的政府背景并没有直接影响公司价值(托宾Q值),但在考虑不同地区的政府干预程度后发现,在政府干预度较高的地方,高管的地方政府任职背景能显著增加公司价值(托宾Q值)^[23]。

(b) 政治联系对公司价值有负面影响。

Bertrand, Kramarz, Schoar and Thesmar(2006)通过法国公司的研究,发现有政治关联公司的CEO会对员工数量以及生产计划做出调整,以此来帮助现任的政治家赢得竞选,特别是在政治色彩较强的地区,这一现象更显著,而这样的调整对公司价值(ROA等)是破坏性的^[26]; Fan, Wong and Zhang(2007)以1993—2001年在沪、深交易所上市的A股公司为观测样本,探究总经理的政府背景会如何影响上市公司IPO之后的业绩,结果表明,在IPO三年后,那些具有政治关联的公司的股价收益率要比没有政治关联的公司低约18%,而且有政治关联公司的利润增长率、主营业务收入增长率、销售利润率等财务指标也更差一些^[27];邓建平和曾勇(2009)认为民营企业的政治关联程度会对企业的经营效率(ROA和ROS(Return On Sales, 表示销售收益率))产生负面影响,实际控制者的政治关联程度也会对企业的经营效率(ROA和ROS)产生不利的影响^[28]。

(2) 在微观层面上,政治联系给公司带来的好处。

(a) 政治联系会带来融资便利性。

Mian and Khwaja(2006)研究了超过90,000家巴基斯坦公司在1996—2002年银行贷款方面的情况,结果表明,拥有政治联系的公司获得的贷款比没有政治联系公司高出45%,而其违约率也高出近50%^[29];刘晓薇(2008)选取1998—2004年沪深两市A股民营企业为样本来研究高管的政府背景对公司融资便利性的影响,研究显示,高管的人大代表背景显著有利于企业获得银行贷款融资^[30];其他相关研究也得出了同样的结论(潘红波、夏新平和余明桂,2008;吴文锋等,2008;等)。

(b) 政府联系能给企业带来税收优惠。

吴文锋、吴冲锋和芮萌(2009)采用1999—2004年在沪、深两地上市的民营企业为样本,研究了高管政府背景对公司所得税优惠的影响,结果表明,当公司所在省市的企业税外负担较重的情况下,高管政府背景可以带来较低的税负^[31];赵佑莹(2011)研究发现,尽管



企业有无政治联系对税收的影响并不大,但对有政治联系的公司来说,政治联系的强度越大,公司承担的税负越低^[32]; Faccio(2006)等研究也得到相似结论^[33]。

(c) 政策联系会带来公司运营层面的好处。

Mobarak and Purbasari(2006)研究发现,在印度尼西亚,拥有与苏哈托总统有政治联系的印度尼西亚公司更容易获得进口许可证,而由许可证带来的垄断地位使得有政府联系的公司拥有更高的利润^[34]; 蔡地和万迪昉(2009)以2004—2007年中国民营上市公司为观测样本分析民营企业家政治关联与企业多元化经营间的关系,研究显示,有政府关联的企业家比没有政府关联的企业家更倾向于多元化地经营企业^[35]; Goldman, Rocholl and So(2009)通过研究500家美国公司股价变动,得出结论:有政治关联的企业可以通过向政府官员获取利润丰厚的政府合同、降低监管要求等方式来影响公司价值(股票回报率)^[36]。

2.2 研究假设

2.2.1 非生产性支出与公司价值

已有的文献尚未系统地研究非生产性支出对公司价值的影响。通过对文献的整理与总结,本文认为,非生产性支出与公司价值之间存在关系。理由是:

(1) 作为非生产性支出之一的寻租成本对公司有正向影响。尽管不少文献表明,寻租成本会对公司产生负面影响(申小林, 2001; Cai, Fang and Xu, 2005等),但本文认为,从长期来看,寻租活动会为公司带来更广的业务,能使公司在市场中处于更特殊的地位(如垄断地位),会为公司带来额外的收益。因而,本文提出,寻租成本会对公司价值产生正向影响。

(2) 作为非生产性支出之一的在职消费对公司有负向影响。已有不少实证研究验证了在职消费的“代理观”论:国有企业在在职消费会对公司业绩(EPS)产生显著的负面影响^[12](罗宏和黄文华, 2008);民营企业在在职消费与公司业绩(ROA)呈显著负向关系,在职消费会损害公司业绩(ROA)^[37](陈其安和李红强, 2013);郑攀攀(2012)等也得到了相同结论。因此,本文支持在职消费的“代理观”,认为在职消费是一项代理成本,会对公司价值产生负面作用。

总结以上分析可知,非生产性支出会影响公司价值,但由于寻租成本会增加公司价值而在在职消费会损害公司价值,故非生产性支出对公司价值的影响方向并不确定。因此,本文提出两个对立的竞争性假设:

假设 1a: 非生产性支出与公司价值之间存在正向关系,即非生产性支出会增加企业的公司价值。(寻租成本主导)

假设 1b: 非生产性支出与公司价值之间存在负向关系,即非生产性支出会降低企业的公司价值。(在职消费主导)

此外,已有研究发现:在国有企业,高管货币报酬偏低使得国有企业完全承担了高管人员的全部在职消费成本,导致了“个人消费账户企业化”现象;高管为了自己的声誉以及升迁而增加了企业的非生产性支出以进行“黑箱”操作;高管由于自我激励泛滥而非法侵占企业资源、国有资产,增加个人在职消费水平^[38](颜剑英, 2002);与民营企业不同,对国有企业来说,高管面临更严格的薪酬管制,其在职消费在一定程度上源于国有企业面临的薪酬管约束^[3](陈冬华、陈信元和万华林, 2005),使企业面临更大的代理成本^[15](张兆国、何威风和闫炳乾, 2007)。

对以上文献的总结中,本文认为:由于薪酬管制、个人声誉和升迁激励等原因,国有企业高管更倾向于扩大在职消费规模以谋求自身利益,从而导致非生产性支出的使用效率低下;而对民营企业来说,由于高管受到更严格的监督,非生产性支出更有可能用于对企业自身有利的地方。所以,对国有企业和民营企业而言,非生产性支出对公司价值的影响不同。在两个竞争性假设 1 的基础上,本文提出两个同样具有竞争性的假设 2:

假设 2a: 企业的国有最终控制性会降低非生产性支出对公司价值的正向作用,即非生产性支出对国有企业公司价值的正向影响弱于其对民营企业公司价值的正向影响。

假设 2b: 企业的国有最终控制性会增强非生产性支出对公司价值的负向作用, 即非生产性支出对国有企业公司价值的负向影响强于其对民营企业公司价值的负向影响。

2.2.2 非生产性支出、政治联系与公司价值

在我国, 由于计划体制的历史, 公共权力仍保持着干预广泛的传统, 即使我国已建立起了社会主义市场经济体制, 但“国家利益部门化、部门利益法律化”以及“部门利益个人化”的现象屡见不鲜, 甚至蔓延到了更广的领域、更多的部门; 相关部门仍然可以通过政府赋予的项目审批权、资金分配权等权力来为自己谋求利益^[40] (杨雪冬, 2006)。因而企业寻租活动与政府官员的权力直接相联系, 即企业的政治联系会影响寻租结果。已有的文献表明: 在我国法律保护水平普遍较低的情况下, 政治关联可以作为法律保护的一种替代手段来保护企业的资源免受政府的掠夺^[41] (潘红波、夏新平和余明桂, 2008); 在 42 个国家内, 有政治联系的企业能获得较低的税负^[33] (Faccio, 2006); 对在税外负担较重地区的民营企业来说, 有政府背景的高管可以为企业带来较高的税收优惠^[31] (吴文锋、吴冲锋和芮萌, 2009); 民营企业高管的人大代表背景能为企业带来显著的银行贷款融资便利性^[30] (刘晓薇, 2008); 民营企业的政治联系有助于缓解负债对公司代理成本的抑制作用, 特别是在政府干预度较高的地区, 这种效应更加明显^[42] (杨宝臣、王立清和尹辉, 2010); 刘慧龙、张敏、王亚平和吴连生 (2010) 研究发现, 在国有企业, 有政治联系公司的高管报酬业绩敏感性低于非政治关联企业^[43]; 高管报酬业绩敏感性会使高管更关注于公司业绩, 在一定程度上使得公司所有者和代理者的利益趋同一致, 从而能够降低代理成本和在职消费^[5] (于文超和何勤英, 2012)。

总的来说, 政治联系可以使得企业的寻租活动更有效, 进而使得寻租活动的经济结果对企业自身更有利 (如获得更多税收优惠、银行贷款等); 同时, 政治联系也会对在职消费带来的代理问题产生影响。基于以上分析, 本文认为, 对有无政治联系的企业, 非生产性支出与公司价值之间的关系不同。因此, 联系前文提出的两个竞争性假设 1, 本文提出两个竞争性假设 3 如下:

假设 3a: 企业的政治联系会增强非生产性支出对公司价值的正向作用, 即非生产性支出对有政治联系企业公司价值的正向影响强于其对无政治联系企业公司价值的正向影响。

假设 3b: 企业的政治联系会减弱非生产性支出对公司价值的负向作用, 即非生产性支出对有政治联系企业公司价值的负向影响弱于其对无政治联系企业公司价值的负向影响。

进一步, 治理环境会对上市公司政治联系与企业之间的关系产生交叉作用。已有文献表明, 在不同的治理环境中, 政治联系会对公司产生不同影响: 在法律制度较差、政府干预水平较高的地区, 民营企业的政治联系能为企业获取更多的长期负债这一现象更显著^[44] (章细贞, 2011); 尽管政治联系在整体上并不能对国有企业的权益资本成本产生影响, 但在政府干预度水平较高的地区, 政治联系能提高企业的权益资本成本^[45] (肖浩, 2011); 企业所处环境的行政干预程度越高, 企业投入到政治联系中的资源就越多^[9] (吉志辉和李竑, 2012)。

以上研究表明, 在控制了政府干预度之后, 政治联系对企业的影响可能会发生变化, 因而本文在竞争性假设 3 的基础上进一步对政府干预度进行了控制, 提出了两个竞争性假设 4:

假设 4a: 相比于政府干预度较低的地区, 在政府干预度较高的地区, 企业的政治联系对非生产性支出与公司价值之间正向作用的推动效应更显著、更强烈。

假设 4b: 相比于政府干预度较低的地区, 在政府干预度较高的地区, 企业的政治联系对非生产性支出与公司价值之间负向作用的缓解效应更显著、更强烈。

此外, 在文献梳理过程中, 本文发现, 政治联系会对国有和民营公司产生不同方向的影响, 对民营企业来说, 政治联系为公司带来的正面效应更多, 也更显著^[43]^[39] (刘慧龙、张敏、王亚平和吴连生, 2010; 张泉, 2012 等)。因此, 本文在验证假设 4 的同时还会考虑企业的国有最终控制性和非国有最终控制性, 并提出了两个竞争性假设 5:

假设 5a: 在政府干预度较高的地区, 相比于国有企业, 民营企业的政治联系对非生产性支出与公司价值之间正向作用的推动效应更显著、更强烈。



假设 5b: 在政府干预度较高的地区, 相比于国有企业, 民营企业的政治联系对非生产性支出与公司价值之间负向作用的缓解效应更显著、更强烈。

2.3 本章小结

本章主要进行了文献综述, 并在此基础上提出了研究假设。前人的文献主要研究了非生产性支出的影响因素、非生产性支出对企业的影响、政治联系在宏观层面和微观层面上对企业的影响。基于文献综述, 本文提出了五组竞争性假设, 具体见上文, 不在此赘述。

第三章 研究设计

3.1 数据来源

本文研究样本为 2005—2011 年沪、深两市的 A、B 股企业，剔除了：（1）ST 企业；（2）金融保险行业的企业；（3）财务数据、高管信息缺失的企业；最终获得 9606 个样本观测值。企业的财务数据来源于 CSMAR 数据库，企业的国有最终控制性根据 CSMAR 数据库中民营企业信息划分，企业政治联系根据 CSMAR 数据库的“高管个人简历”项手工整理获取，各地区政府干预度（GOV）和经济发展程度（MKT）从樊纲、王小鲁和朱恒鹏编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》一书中获取^[46]。

表 3-1 样本分布表

年度	有“政治联系”的企业	无“政治联系”的企业	合计
2005	493(44.41%)	617(55.59%)	1110
2006	508(45.52%)	608(54.48%)	1116
2007	558(45.59%)	666(54.41%)	1224
2008	605(45.37%)	728(54.63%)	1333
2009	658(45.54%)	787(54.46%)	1445
2010	675(44.35%)	847(55.65%)	1522
2011	805(43.37%)	1051(56.63%)	1856
合计	4302(44.78%)	5304(55.22%)	9606

3.2 关键变量的衡量

3.2.1 因变量

对企业价值的度量，本文与大多数研究公司价值的文献相似，采用托宾 Q 衡量。托宾 Q 经常被用来衡量公司的业绩或公司的成长性。尽管我国资本市场发展不完善，托宾 Q 的应用具有一定的局限性，但它仍然可以作为公司价值的一个衡量指标，为我们提供一种研究问题的思路。托宾 Q 的计算公式为公司市值除以总资产，公司市值又可以分为流通股市值、非流通股市值和负债市值，即托宾 Q 计算公式为：（流通股市值+非流通股市值+净债务市值）/总资产²。

3.2.2 解释变量

(1) 非生产性支出

¹ 由于该书未提供 2010—2011 年数据，对于 2010 年数据，本文采用 2009 年数据加上 2006-2009 年这四年数据相对于前一年数据的增加值的平均数代替；对于 2011 年数据，本文采用 2010 年数据加上 2007-2010 年这四年数据相对于前一年数据的增加的平均数代替。

² 由于 CSMAR 数据库中直接提供了托宾 Q 值，其中，非流通股市值用净资产市值代替计算，故本文未自行计算托宾 Q 值，直接采用了 CSMAR 数据库中的数据。



对非生产性支出的度量, 万华林和陈信元(2010)在 ABHJ 模型(2006)基础上进行了改进, 在企业管理费用中剔除了属于生产性支出的正常营业管理费用(主要为高管薪酬、无形资产摊销、坏账准备、存货跌价准备的计提与转销), 对非生产性支出进行了界定^[6]。本文将借鉴万华林和陈信元(2010)的模型, 并将各企业调整后的营业管理费用除以上一期的营业收入来进行标准化, 衡量非生产性支出^[6]。计算公式如下:

调整后的营业管理费用(SG&A)=(营业管理费用-高管薪酬-无形资产的摊销-当年计提(转销)的坏账准备和存货跌价准备)/上年营业收入³

(2) 政治联系

在已有文献(吴文锋、吴冲锋和刘晓薇, 2008; 于文超和何勤英, 2012; 等)的基础上, 本文将政治联系定义为: 公司的董事长或总经理曾经在中央或地方各级政府或军队等其他部门任过职、或是现任的或前任的人大代表、或是现任或前任的政协委员^[23]; 并采用虚拟变量法对政治联系进行衡量: 若公司的董事长或总经理曾经在中央或地方各级政府或军队等其他部门任过职、或是现任的或前任的人大代表、或是现任或前任的政协委员, 则政治联系(PC)=1; 否则, 政治联系(PC)=0^{[5]4}。

3.3 回归模型

为验证假设 1, 构造回归模型 (1):

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG\&A_{i,t} + \beta_2 LNSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 FIXED_RATIO_{i,t} + \beta_7 CPS_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 SHARE_1_{i,t} + \beta_{10} SHARE_2TO5_{i,t} + \beta_{11} BOARD_NUM_{i,t} + \beta_{12} IND_RATIO_{i,t} + \beta_{13} MKT_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

如果 $\beta_1 > 0$, 则验证了假设 1a; 如果 $\beta_1 < 0$, 则假设 1b 成立。

为验证假设 2, 构建回归模型 (2):

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG\&A_{i,t} + \beta_2 STATE_{i,t} + \beta_3 STATE_{i,t} * SG\&A_{i,t} + \beta_4 LNSIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FIXED_RATIO_{i,t} + \beta_9 CPS_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \beta_{11} SHARE_1_{i,t} + \beta_{12} SHARE_2TO5_{i,t} + \beta_{13} BOARD_NUM_{i,t} + \beta_{14} IND_RATIO_{i,t} + \beta_{15} MKT_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

如果 $\beta_1 > 0$, $\beta_3 < 0$, 则验证了假设 2a; 如果 $\beta_1 < 0$, $\beta_3 < 0$, 则验证了假设 2b。

为验证假设 3、4、5, 构建回归模型 (3):

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG\&A_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 PC_{i,t} * SG\&A_{i,t} + \beta_4 LNSIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FIXED_RATIO_{i,t} + \beta_9 CPS_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \beta_{11} SHARE_1_{i,t} + \beta_{12} SHARE_2TO5_{i,t} + \beta_{13} BOARD_NUM_{i,t} + \beta_{14} IND_RATIO_{i,t} + \beta_{15} MKT_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

如果 $\beta_1 > 0$, $\beta_3 > 0$, 则验证了假设 3a; 如果 $\beta_1 < 0$, $\beta_3 > 0$, 则验证了假设 3b。如果在政府干预度较高地区的企业样本的回归系数 $\beta_1 > 0$, $\beta_3 > 0$, 且相比于在政府干预度较低地区的企业, 在政府干预度较高地区的企业样本的回归系数 β_3 更大、显著性更高, 则验证了 4a; 如果在政府干预度较高地区的企业样本的回归系数 $\beta_1 < 0$, $\beta_3 > 0$, 且相比于在政府干预度较低地区的企业, 在政府干预度较高地区的企业样本的回归系数 β_3 更大、显著性更高, 则验证了 4b。在政府干预度较高的地区, 如果对民营企业来说, $\beta_1 > 0$, $\beta_3 > 0$, 且相比于国有企业, 民营企业的回归系数 β_3 更大、更显著, 则验证了假设 5a; 如果对民营企业来说, $\beta_1 < 0$, $\beta_3 > 0$, 且相比于国有企业, 民营企业的回归系数 β_3 更大、更显著, 则验证了假设 5b。

其中 β_0 为截距, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差, $\beta_1 \sim \beta_{15}$ 为系数。Q 为托宾 Q 值, SG&A 为非生产性支出, PC

³ 由于 2007—2011 年计提(转销)的坏账准备和存货跌价准备这两项数据不可得, 且根据 2005—2006 数据计算可知, 该两项数据对 SG&A 影响不大, 本文最终用“调整后的营业管理费用(SG&A)=(营业管理费用-高管薪酬-无形资产的摊销)/上年营业收入”这一公式来衡量非生产性支出。

⁴ 刘慧龙、张敏、王亚平和吴连生(2010), 于文超和何勤英(2012)等也用了此方法来衡量政治联系。

为政治联系，这些变量已经在上文做出解释。此外，Fama and French(1992)发现，较小规模公司的投资回报率比较大规模公司的投资回报率更高^[47]；王力军（2006）研究表明，财务杠杆比率与公司价值之间呈负向关系^[48]；孙永祥和黄祖辉（1999）研究发现，第一大股东持股比例与托宾 Q 之间有倒 U 型曲线关系^[49]⁵；于东志和池国华（2004）证实了，董事会规模与公司业绩存在倒 U 型关系^[50]⁶。本文还参考了夏立军和方轶强（2005），吴文峰、吴冲锋和刘晓薇（2008），逯东、林高、杨丹（2010）等文献的托宾 Q 模型，最终引入了如下控制变量：公司规模(LNSIZE)，即总资产的对数；财务杠杆(LEV)，即资产负债率；业务成长(GROWTH)，即营业收入增长率；盈利能力(ROA)；资产结构(FIXED_RATIO)，即固定资产占总资产的比例；资本支出比(CPS)，即资本支出占营业收入的比例；公司上市年龄(AGE)；第一大股东持股比例(SHARE_1)和第二至第五大股东持股比例(SHARE_2TO5)；董事会规模(BOARD_NUM)，即董事人数；独立董事比例(IND_RATIO)；市场化指数(MKT)。最后，考虑到企业所处的行业和年度会对托宾 Q 产生影响，模型中也加入了行业(IND)虚拟变量和年度(YEAR)虚拟变量进行变量控制。表 3-2 给出了回归模型的变量定义表。

表 3-2 变量定义表

变量名称	变量定义
被解释变量 托宾 Q 值 (Q)	(流通股市值+非流通股市值+净债务市值)/总资产
解释变量 调整后的管理费用 (SG&A)	(企业管理费用-高管薪酬-无形资产摊销)/上年营业收入
国有最终控制性 (STATE)	如果企业为国有企业, STATE=1; 否则, STATE=0
政治联系 (PC)	若公司的董事长或总经理曾经在中央或地方各级政府或军队等其他部门任过职、或是现任的或前任的人大代表、或是现任或前任的政协委员, PC=1; 否则, PC=0
控制变量 公司规模 (LNSIZE)	企业总资产的自然对数
财务杠杆 (LEV)	负债总额/资产总额
业务成长 (GROWTH)	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
盈利能力 (ROA)	净利润/总资产
资产结构 (FIXED_RATIO)	固定资产净额/总资产
资本支出比率 (CPS)	资本支出/主营业务收入
公司上市年龄 (AGE)	公司已上市时间 (年)
第一大股东持股比例 (SHARE_1)	第一大股东持股的比例*100
第二至第五大股东持股比例 (SHARE_2TO5)	第二至第五大股东持股比例*100
董事会规模 (BOARD_NUM)	董事 (含董事长) 人数
独立董事比例 (IND_RATIO)	独立董事人数/董事会人数
市场化指数 (MKT)	参考樊纲、王小鲁和朱恒鹏编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》
年度 (YEAR)	年度虚拟变量
行业 (IND)	行业虚拟变量，参照《中国证监会的行业分类标准》

⁵ 由于第一大股东持股比例与第一大股东持股比例平方有很强的共线性 (VIF>5)，本文只在模型中引入第一大股东持股比例。

⁶ 同上，由于董事会规模与董事会规模平方有很强的共线性 (VIF>5)，本文只在模型中引入董事会规模。



3.4 本章小结

本章是对本文实证研究的整体设计。

首先，说明了数据的来源，本文选取了 2005—2011 年深、沪两市 A、B 股公司作为观测样本，主要从 CSMAR 数据库和《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》一书中获得相应观测数据。

其次，介绍了关键变量的衡量。本文对前人的研究成果进行借鉴和改进，构建了关键变量（公司价值、非生产性支出和政治联系）的衡量模型。这些都在本章做了详细描述。

最后，建立了实证研究的回归模型。本文的研究方法主要为多元线性回归法，在构建公司价值的回归模型时，不仅引入了因变量、解释变量，还查阅了大量文献，引入了其他变量对模型进行控制。

第四章 实证结果与分析

4.1 变量的描述性统计

为了克服变量极端值对研究结果的异常影响，本文对连续型主要变量（Q, SG&A）进行了前后 1%的 winsorize 处理，对连续型控制变量（LNSIZE, LEV, GROWTH, ROA, FIXED_RATIO, CPS, SHARE_1, SHARE_2TO5, IND_RATIO）也进行了前后 1%的 winsorize 处理。表 4-1 中给出了方程（1）（2）（3）中变量的描述性统计，托宾 Q 的极大值为 7.1987，极小值为 0.7899，标准差为 1.1130，说明各公司之间公司价值差异较大；PC 的均值为 0.4478，说明有 45%左右的上市公司具有政府联系，STATE 的均值为 0.5787，说明有 58%左右的上市公司为国有企业。其他变量，SHARE_1 的均值为 36.92，并超过了 SHARE_2TO5 的均值，说明上市公司的股权集中度较高。

表 4-1 变量的描述性统计

变量	均值	极小值	中位数	极大值	标准差
Q	1.7877	0.7899	1.4066	7.1987	1.1130
SG&A	0.1003	0.0035	0.0742	0.7265	0.1013
STATE	0.5787	0	1	1	0.4938
PC	0.4478	0	0	1	0.4973
LNSIZE	21.6196	19.1565	21.4910	25.2212	1.1796
LEV	0.5015	0.0577	0.5083	1.2008	0.2128
GROWTH	0.2449	-0.6828	0.1549	4.5021	0.6019
ROA	0.0360	-0.2480	0.0347	0.2063	0.0633
FIXED_RATIO	0.2755	0.0028	0.2428	0.7742	0.1840
CPS	0.1245	-0.1419	0.0602	1.1980	0.1948
AGE	8.7593	1	9	21	4.6647
SHARE_1	36.8745	9	34.9450	74.9600	15.3895
SHARE_2TO5	15.3262	0.7400	12.7650	46.2000	11.3622
BOARD_NUM	9.2242	3	9	19	1.8868
IND_RATIO	0.3606	0.2500	0.3333	0.5556	0.0485
MKT	8.7167	0.2900	8.7700	12.9963	2.1947

4.2 实证检验

4.2.1 相关性分析

表 4-2 各变量相关性分析

	Q	SG&A	STATE	PC	LNSIZE	LEV	GROWTH	ROA	FIXED_RATIO	CPS	AGE	SHARE_1	SHARE_2TO5	BOARD_NUM	IND_RATIO	MKT
Q	1															
SG&A	0.189***	1														
STATE	-0.142***	-0.123***	1													
PC	-0.029***	-0.025**	-0.025**	1												
LNSIZE	-0.324***	-0.267***	0.307***	0.087***	1											
LEV	-0.191***	-0.030***	0.092***	-0.002	0.242***	1										
GROWTH	0.008	0.372***	-0.033***	0.019	0.095***	0.030***	1									
ROA	0.193***	-0.114***	-0.011	0.047***	0.148***	-0.414***	0.207***	1								
FIXED_RATIO	-0.103***	-0.056***	0.168***	0.025**	0.080***	0.063***	-0.062***	-0.109***	1							
CPS	-0.062***	0.070***	0.014	0.072***	0.110***	-0.097***	-0.001	0.046***	0.193***	1						
AGE	0.074***	0.022**	0.189***	-0.036***	0.149***	0.263***	-0.003	-0.113***	-0.063***	-0.153***	1					
SHARE_1	-0.172***	-0.092***	0.253***	-0.006	0.269***	0.000	0.105***	0.114***	0.054***	0.021**	-0.127***	1				
SHARE_2TO5	0.001	0.087***	-0.214***	0.033***	-0.096***	-0.104***	0.027***	0.075***	-0.025**	0.112***	-0.318***	-0.375***	1			
BOARD_NUM	-0.113***	-0.079***	0.227***	0.042***	0.269***	0.079***	-0.019	0.026**	0.151***	0.075***	-0.034***	0.030***	0.059***	1		
IND_RATIO	0.042***	0.013	-0.076***	-0.003	0.053***	-0.007	0.019	-0.007	-0.071***	-0.020**	0.004	0.011	-0.004	-0.291***	1	
MKT	0.046***	-0.077***	-0.123***	-0.001	0.104***	-0.109***	-0.022**	0.135***	-0.202***	-0.045***	0.000	0.006	0.044***	-0.055***	0.034***	1

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平（双侧）。



模型中各个变量间的相关性结果列示在表 4-2 中,从中可以看出:(1) Q 与 SG&A 呈正相关,且在 1%水平上显著,这在一定程度上验证了假设 1a;(2) Q 与 STATE、SG&A 与 STATE 呈 1%水平上的显著负相关,即 STATE 与 SG&A 和 Q 的变动相反,这似乎表明了假设 2a 成立的可能性;(3) Q 与 PC、SG&A 与 PC 分在 1%和 5%水平上呈显著负相关,即 PC 与 SG&A 和 Q 的变动也相反,这一结果看似并不支持假设 3;(4) Q 与 LNSIZE、LEV、FIXED_RATIO、CPS、SHARE_1、BOARD_NUM 呈显著负相关;Q 与 ROA、AGE、IND_RATIO、MKT 呈显著正相关。但单变量间的相关性分析具有一定的局限性,需要在控制其他变量的情况下,才能对非生产性支出、政治联系和公司价值之间的关系进行进一步分析。此外,通过对各自变量的 VIF 值计算可知,VIF 远小于 5,变量间不存在严重的变量多元共线性问题。

4.2.2 回归分析

(1) 非生产性支出与公司价值

方程(1)的回归结果列示在表 4-3 中,从中可以看出,在控制了其他变量的基础上,对全体样本来说,SG&A 前的系数都为正,并且在 1%水平下显著,这验证了假设 1a,即非生产性支出与公司价值之间存在正向关系,非生产性支出会增加企业的公司价值。这说明,尽管寻租成本和在职消费会分别对公司产生正、负方向的不同影响,但从总体上来说,非生产性支出对公司价值(托宾 Q 值)有正向的影响,即寻租成本对公司价值的正向影响更大,在非生产性支出对公司价值的影响中占据了主导地位。这一结论表明,尽管作为寻租成本和高管在职消费的非生产性支出增加了企业的开销,为企业带来了不小的费用,但一些非生产性活动(如寻租活动)也为企业带来了回报;从总体上说,非生产性活动会增加企业的公司价值。

控制变量方面,公司规模(LNSIZE)、业务成长(GROWTH)、第一大股东持股比例(SHARE_1)、第二至第五大股东持股比例(SHARE_2TO5)前的系数为负,且都在 1%上显著,这说明了公司规模越大,营业收入增长率越高、股份集中度越大,公司价值越低;而盈利能力(ROA)前的系数为正,且显著性较高,这表明企业盈利能力越高、董事规模越大、独董占董事会比例越高,公司价值越大。以上结论与 Fama and French(1992),谢军(2007),张立达、徐向艺(2008),夏立军、方轶强(2005)等人的研究结果一致。

表 4-3 方程(1)的回归系数表

变量	托宾 Q
CONSTANT	7.8564*** (19.27)
SG&A	1.8609*** (5.65)
LNSIZE	-0.3324*** (-14.85)
LEV	-0.0967 (-1.11)
GROWTH	-0.1748*** (-11.03)
ROA	4.1072*** (17.77)
FIXED_RATIO	0.0282 (0.20)
CPS	-0.1613** (-2.37)
AGE	0.0150 (1.70)



续表 4-3

变量	托宾 Q
SHARE_1	-0.0047*** (-6.06)
SHARE_2TO5	-0.0042*** (-5.55)
BOARD_NUM	0.0165*** (3.17)
IND_RATIO	0.6347** (2.24)
MKT	-0.0183** (-2.65)
R-square	0.4158
Fixed Effect	YEAR&INDUSTRY
N	9606

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平

表 4-4 中列示了方程（2）的回归结果。从列（1）、（2）中可以看到，无论是否加入非生产性支出（SG&A）这个变量，国有最终控制性（STATE）前系数的显著性水平都不高。即企业的国有最终控制性并不能直接影响公司价值。进一步，在方程中加入 STATE*SG&A 这一交叉项之后，列（3）显示，STATE*SG&A 之前的系数为-1.0641，且在 1%水平下显著，SG&A 前系数显著为正，这验证了假设 2a，即企业的国有最终控制性会降低非生产性支出对公司价值的正向作用，非生产性支出对国有企业公司价值的正向影响弱于其对民营企业公司价值的正向影响；换言之，民营企业的非生产性支出对公司价值的贡献更大。这一结论说明，与国有企业相比，民营企业从事的非生产性活动产生的回报率更高，非生产性支出的利用率更高。

造成这个结果的原因可能是国有企业面临更高的高管在职消费水平，这也是与国有企业的国有最终控制性息息相关的。作为国有企业的所有者，国有资产管理部门难以对各家国有企业实施切实有效的监督控制或客观公正的业绩考评，这种信息的严重不对称使得政府只能制定整齐划一的国企高管薪酬契约。而这类契约又剥夺了国企高管的薪酬谈判权力，因而在自身利益最大化的驱动下更倾向于侵占企业的剩余利润甚至侵吞国有资产并追求更高水平的在职消费^[3]（陈冬华、陈信元、万华林，2005）。此外，迫于声誉和升迁压力，国有企业高管也更倾向于利用在职消费来巩固与上级领导的关系甚至进行“黑箱”操作^[38]（颜剑英，2002）。

其他变量的回归结果与上文相类似，即：公司规模越大、营业收入增长率越高、股份集中度越高、所在地区市场化进度越高，公司价值越低；企业盈利能力越高、公司上市时间越长、董事规模越大、独董占董事会比例越高，公司价值越大。

表 4-4 方程（2）回归系数表

变量	托宾 Q		
	(1)	(2)	(3)
CONSTANT	8.9066*** (16.94)	7.8036*** (18.42)	7.8512*** (19.37)
SG&A		1.8571*** (5.57)	2.2344*** (5.98)
STATE	-0.0395 (-0.89)	-0.0302 (-0.74)	0.0780** (2.46)
STATE*SG&A			-1.0641*** (-3.52)



续表 4-4

变量	托宾 Q		
	(1)	(2)	(3)
LNSIZE	-0.3748*** (-13.57)	-0.3296*** (-14.68)	-0.3332*** (-15.20)
LEV	-0.1527 (-1.78)	-0.1017 (-1.23)	-0.1148 (-1.47)
GROWTH	-0.0398* (-2.00)	-0.1758*** (-11.46)	-0.1717*** (-12.32)
ROA	3.5541*** (16.78)	4.0996*** (17.49)	4.1034*** (17.90)
FIXED_RATIO	-0.0056 (-0.03)	0.0356 (0.25)	0.0371 (0.25)
CPS	-0.0493 (-0.89)	-0.1621** (-2.38)	-0.1622** (-2.45)
AGE	0.0198* (1.99)	0.0156 (1.79)	0.0154** (1.75)
SHARE_1	-0.0045*** (-4.98)	-0.0045*** (-5.51)	-0.0045*** (-5.51)
SHARE_2TO5	-0.0032*** (-5.77)	-0.0043*** (-6.09)	-0.0043*** (-6.17)
BOARD_NUM	0.0199*** (3.56)	0.0176*** (3.36)	0.0178*** (3.36)
IND_RATIO	0.7162** (2.37)	0.6257** (2.31)	0.6039** (2.26)
MKT	-0.0213** (-2.75)	-0.0189** (-2.89)	-0.0192*** (-3.09)
R-square	0.3955	0.4159	0.4181
Fixed Effect	YEAR&INDUSTRY	YEAR&INDUSTRY	YEAR&INDUSTRY
N	9606	9606	9606

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平

(2) 非生产性支出、政治联系与公司价值

方程 (3) 的回归结果如表 4-5 所示。从列 (1)、(2)、(3) 中可以看出，无论在方程 (3) 中是否加入非生产性支出 (SG&A) 以及政治联系与其交叉项 (PC*SG&A)，政治联系 (PC) 对公司价值的影响都不显著。从列 (3)、(4)、(5) 中可以看到，虽然 PC*SG&A 前的系数为正，但无论对全体样本还是国有企业和民营企业的样本来说，PC*SG&A 前的系数的显著性水平都不高，所以并不能验证假设 3a 或假设 3b，即政治联系并不能影响非生产性支出与公司价值之间的关系。其他变量方面，回归结果与上文相类似，不在此赘述。

表 4-5 方程 (3) 回归系数表

变量	托宾 Q				
	全体样本	国有企业	民营企业		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CONSTANT	8.9783*** (17.57)	7.8568*** (19.06)	7.8618*** (18.95)	6.2292*** (13.89)	12.2081*** (21.97)

续表 4-5

变量	托宾 Q				
	全体样本		国有企业	民营企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
SG&A		1.8610*** (5.63)	1.8133*** (5.17)	1.2262** (2.82)	1.4488*** (3.90)
PC	-0.0012 (-0.04)	0.0012 (0.05)	-0.0107 (-0.34)	0.0012 (0.02)	-0.0661 (-1.69)
PC*SG&A			0.1193 (0.53)	0.3330 (1.08)	0.3009 (1.64)
LNSIZE	-0.3785*** (-13.53)	-0.3324*** (-14.52)	-0.3325*** (-14.51)	-0.2341*** (-8.32)	-0.5493*** (-14.14)
LEV	-0.1463 (-1.64)	-0.0967 (-1.11)	-0.0965 (-1.10)	-0.3389*** (-3.53)	0.1698 (1.13)
GROWTH	-0.0380* (-2.03)	-0.1748*** (-10.94)	-0.1752*** (-10.83)	-0.1185*** (-4.25)	-0.1340*** (-9.28)
ROA	3.5628*** (17.18)	4.1069*** (18.12)	4.1066*** (18.13)	4.2188*** (12.39)	3.4385*** (10.75)
FIXED_RATIO	-0.0154 (-0.09)	0.0282 (0.20)	0.0274 (0.19)	-0.0942 (-0.94)	-0.0128 (-0.06)
CPS	-0.0478 (-0.82)	-0.1615** (-2.28)	-0.1592** (-2.27)	-0.2049*** (-3.55)	-0.0767 (-0.94)
AGE	0.0190* (1.86)	0.0150 (1.69)	0.0150 (1.69)	0.0030 (0.48)	0.0290** (2.38)
SHARE_1	-0.0048*** (-5.27)	-0.0047*** (-5.98)	-0.0047*** (-5.98)	-0.0032*** (-3.14)	-0.0087*** (-6.43)
SHARE_2TO5	-0.0031*** (-4.74)	-0.0042*** (-5.51)	-0.0042*** (-5.44)	-0.0022** (-2.25)	-0.0082*** (-5.16)
BOARD_NUM	0.0184*** (3.44)	0.0165*** (3.19)	0.0165*** (3.18)	0.0133** (2.25)	0.0110 (0.74)
IND_RATIO	0.7282** (2.29)	0.6347** (2.24)	0.6323** (2.26)	0.0815 (0.55)	0.8808 (1.41)
MKT	-0.0205** (-2.53)	-0.0183** (-2.65)	-0.0182** (-2.60)	-0.0213** (-2.88)	-0.0052 (-0.95)
R-square	0.3953	0.4158	0.4158	0.4332	0.4170
Fixed Effect	YEAR	YEAR	YEAR	YEAR	YEAR
	&INDUSTRY	&INDUSTRY	&INDUSTRY	&INDUSTRY	&INDUSTRY
N	9606	9606	9606	5559	4047

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平

进一步，本文注意到政府干预度会影响政治联系对公司的影响。在政府干预度较低的地区，由于政府的市场控制性较低，该地的市场化水平较高，企业的政治联系并不能显著影响寻租结果，故政治联系发挥的作用并不显著；相反地，在政府干预度较高地区，由于政府具有较高的控制权，企业的政治联系能巩固加强政企关系，提高企业寻租成本的使用效率，使得寻租结果对企业更有利。基于此，本文在控制政府干预水平的基础上，进一步研究政治联系对非生产性支出与公司价值关系的影响，并比较在政府干预水平不同的地区，这一影响的不同。对政府干预（GOV）的衡量，本文参考樊纲、王小鲁和朱恒鹏编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》中“减少政府干预”指标的数据，该指标越高，表示该地区政府干预水平越低^[46]。若所在地区“减少政府干预”指标高于所有地区该指标的中位数，政府干预（GOV）取值为 0，反之，取值为 1。

对在政府干预度不同地区的企业样本进行回归,结果(表 4-6)发现,在政府干预水平较低的地区($GOV=0$), $PC*SG\&A$ 之前系数显著不高;在政府干预水平较高的地区($GOV=1$), $PC*SG\&A$ 之前系数为正,且在 1%水平下显著;这说明,在政府干预较高的地区,政治联系能显著加强非生产性支出对公司价值的正向影响;而在政府干预较低的地区,政治联系对非生产性支出与公司价值之间正向关系的影响不大;即在政府干预度较高的地区,假设 3a 得到验证。同时,对 $PC*SG\&A$ 前面系数的卡方检测表明,在政府干预度较高地区企业样本 $PC*SG\&A$ 前系数显著大于在政府干预度较低地区企业样本 $PC*SG\&A$ 前系数。这两项发现充分验证了 4a,即相比于政府干预度较低的地区,在政府干预度较高的地区,企业的政治联系对非生产性支出与公司价值之间正向作用的推动效应更显著、更强烈。以上结论表明,在政府干预度较高的地区,企业的政治联系在政企关系中发挥了更重要的作用,它在政府与企业之间建立了一座桥梁,使得企业能更好地同政府部门进行沟通与协调,从而企业能从寻租活动等其他非生产性活动中获取更大的收益;因此,企业的政治联系能加强非生产性支出对公司价值的正向作用。而在政府干预度较低地区,由于社会资源更依赖于市场来进行分配,所以在该地区,政治联系并不能对非生产性活动产生显著的影响。

表 4-6 方程 (3) 回归系数表

变量	托宾 Q	
	政府干预度高地区样本	政府干预度低地区样本
CONSTANT	8.7222*** (13.80)	7.5713*** (15.47)
SG&A	0.8495*** (3.11)	2.4445*** (5.48)
PC	-0.0842** (-2.61)	0.0319 (0.73)
PC*SG&A	0.9009*** (3.75)	-0.4520 (-1.68)
LNSIZE	-0.3908*** (-11.72)	-0.3099*** (-12.51)
LEV	-0.1138 (-1.09)	-0.0516 (-0.40)
GROWTH	-0.1291*** (-4.79)	-0.1898*** (-9.28)
ROA	2.0821*** (4.30)	5.0074*** (12.55)
FIXED_RATIO	-0.0783 (-0.36)	0.0712 (0.58)
CPS	-0.1014 (-0.99)	-0.1642 (-1.64)
AGE	0.0183 (1.30)	0.0147* (1.84)
SHARE_1	-0.0023 (-1.14)	-0.0054*** (-5.78)
SHARE_2TO5	-0.0052* (-3.91)	-0.0040*** (-3.91)
BOARD_NUM	0.0515*** (6.37)	0.0036 (0.61)
IND_RATIO	0.9497* (2.10)	0.5219* (2.00)
MKT	-0.0292* (-1.80)	-0.0300** (-2.56)

续表 4-6

变量	托宾 Q	
	政府干预度高地区样本	政府干预度低地区样本
R-square	0.4168	0.4241
Fixed Effect	YEAR&INDUSTRY	YEAR&INDUSTRY
N	6834	2772

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平

再进一步，对处于政府干预度高地区的企业，引入国有最终控制性作为控制变量来验证假设 5，回归结果如表 4-7 所示，对国有企业来说，PC*SG&A 前的系数显著性水平不高，对民营企业来说，PC*SG&A 前的系数显著为正。这说明，在政府干预度较高的地区，民营企业的政治联系会显著加强非生产性支出对公司价值的正向影响。但对 PC*SG&A 前系数的卡方检测表明，该系数在国有企业和民营企业之间的差异并不显著，所以假设 5a 只得到了部分验证，即在政府干预度较高的地区，相比于国有企业，民营企业的政治联系对非生产性支出与公司价值之间正向关系的推动作用更显著。以上结论表明：在政府干预度较高的地区，与国有企业相比，民营企业的政治联系能发挥更显著的作用，能为民营企业提供一个与政府进行更好交流的渠道，从而使民营企业的政治联系能更显著地加强非生产性活动为公司价值带来的正向回报，这也在一定程度上解释了民营企业高管总是试图通过担任人大委员、政协委员等社会职务来建立政治联系这一现象；而国有企业由于其自身的行政性，历来都具有良好的政企关系，所以由政治联系带来的优势并不显著。

此外，本文对处于政府干预度较低地区的企业样本也进行了方程（3）的回归，表 4-8 结果表明，国有企业和民营企业样本 PC*SG&A 前的系数显著性都不高。这说明在政府干预度较低的地区，无论对国有企业还是对民营企业来说，政治联系都不能显著影响非生产性支出与公司价值之间的关系。

表 4-7 处于政府干预度较高地区企业方程（3）回归系数表

变量	托宾 Q	
	国有企业样本	民营企业样本
CONSTANT	6.5206*** (8.74)	12.0251*** (13.31)
SG&A	0.4067 (1.00)	0.3481* (2.14)
PC	0.0091 (0.23)	-0.2355*** (-7.92)
PC*SG&A	0.8622 (1.31)	1.2103*** (4.50)
LNSIZE	-0.2509*** (-5.49)	-0.5718*** (-11.16)
LEV	-0.3962*** (-3.17)	0.0876 (0.66)
GROWTH	-0.0847** (-2.67)	-0.0800*** (-3.15)
ROA	3.2547*** (8.74)	0.4333 (0.84)
FIXED_RATIO	-0.2313 (-1.59)	0.1850 (0.74)
CPS	-0.2303** (-2.40)	0.0441 (0.50)



续表 4-7

变量	托宾 Q	
	国有企业样本	民营企业样本
AGE	0.0061 (0.45)	0.03270** (2.32)
SHARE_1	-0.0017 (-1.07)	-0.0019 (-0.53)
SHARE_2TO5	-0.0009 (-0.55)	-0.0072 (-1.50)
BOARD_NUM	0.0327*** (4.13)	0.0526*** (3.85)
IND_RATIO	0.3535 (0.97)	1.0936*** (5.20)
MKT	-0.0540* (-2.16)	-0.0110 (-0.67)
R-square	0.4276	0.4827
Fixed Effect	YEAR&INDUSTRY	YEAR&INDUSTRY
N	1664	1108

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平

表 4-8 处于政府干预度较低地区企业方程（3）回归系数表

变量	托宾 Q	
	国有企业样本	民营企业样本
CONSTANT	6.1987*** (13.05)	12.1667*** (19.34)
SG&A	1.7326** (2.55)	2.0793*** (5.99)
PC	0.0046 (0.06)	-0.0048 (-0.11)
PC*SG&A	0.0055 (0.01)	0.2921 (-0.87)
LNSIZE	-0.2268*** (-8.16)	-0.5364*** (-15.26)
LEV	-0.2506** (-2.62)	0.3044* (2.11)
GROWTH	-0.1402** (-2.93)	-0.1585*** (-9.14)
ROA	4.7021*** (10.52)	5.5350*** (14.07)
FIXED_RATIO	-0.0262 (-0.30)	-0.0593 (-0.31)
CPS	-0.1895* (-2.09)	-0.0623 (-0.49)
AGE	0.0021 (0.44)	0.0305** (2.63)
SHARE_1	-0.0037*** (-3.92)	-0.0108*** (-7.83)
SHARE_2TO5	-0.0028** (-2.71)	-0.0091*** (-4.80)



续表 4-8

变量	托宾 Q	
	国有企业样本	民营企业样本
BOARD_NUM	0.0060 (0.83)	-0.0064 (-0.34)
IND_RATIO	-0.0677 (-0.24)	0.7312 (0.94)
MKT	-0.0299** (-2.62)	-0.0138 (-0.84)
R-square	0.4417	0.4240
Fixed Effect	YEAR&INDUSTRY	YEAR&INDUSTRY
N	3895	2939

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平

4.3 稳健性分析

为了检验本文结论的稳健性，本文也采用其他财务指标来代替托宾 Q 值衡量公司价值。用市盈率（每股市价/每股收益）、市净率（每股市价/普通股每股净资产）代替托宾 Q 值作为公司价值的衡量值进行模型回归，结果表明，假设 1a、假设 2a、假设 4a 均显著成立；且在政府干预度较高的地区，政治联系能加强非生产性支出与企业市净率之间的正向作用（假设 3a 在政府干预水平较高的地区成立）。但假设 5a 并没有得到验证。

此外，本文参照于文超、何勤英（2012）和 Anderson al（2006）的模型，用方程（4）的残差来衡量非生产性支出。

$$SG\&A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Depre_{i,t} + \beta_2 Aversalary_{i,t} + \beta_3 Sale_{i,t} + \beta_4 Sale_{i,t} * Saleddec_{i,t} + \gamma Control + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t}^{[5]} \quad (4)$$

其中，SG&A 为调整后的管理费用；Depre 为企业固定资产折旧/上期营业收入；Aversalary 为员工平均薪酬；Sale 为企业当期营业收入；Saleddec 为虚拟标量，若企业当期营业收入低于上期营业收入，Saleddec 取 0，否则，Saleddec 取 1；此外，方程中还引入了其他控制变量 Control，行业和年度虚拟控制变量。将方程（4）的残差作为非生产性支出的回归结果表明，假设 1a、假设 2a、假设 3a、假设 4a 均显著成立；且在政府干预度较高的地区，民营企业的政治联系能加强非生产性支出与企业价值之间的正向作用，而这个效应在国有企业中并不显著，故假设 5a 部分得到验证。

以上结果表明，当用其他财务指标作为托宾 Q 的替代指标来衡量公司价值或用其他模型来计算非生产性支出时，本文的主要研究结论仍然成立，这说明本文的研究结果具有稳健性。

4.4 本章小结

本章进行了实证研究，是全文的重点章节，主要通过对变量的描述性统计、相关性分析以及多元线性回归统计来实证分析非生产性支出、政治联系和公司价值之间的关系。

分析结果表明，假设 1a、假设 2a、假设 4a 得到证实，同时假设 5a 也部分得到证实，但假设 3a 只在政府干预度较高的地区成立：

- （1）非生产性支出对公司价值具有显著的正向影响，即非生产性支出会增加公司价值。
- （2）企业的国有最终控制性会降低非生产性支出对公司价值的正向作用，即非生产性支出对民营企业公司价值的正向影响比对国有企业公司价值的正向影响更大。
- （3）在政府干预水平较高的地区，相比于没有政治联系的企业，有政治联系的企业（特别是民营企业）的非生产性支出对公司价值的正向推动作用更大。

此外，本章也进行了稳健性分析，结果表明，即使用其他财务指标来衡量公司价值或用其他方法来计算非生产性支出，本文的主要结论仍然成立。

第五章 结论

无论在国内还是国外，非生产性支出都广泛存在于企业中，而对处于经济转型期的中国来说，这项支出正发挥着越来越重要的作用，但国内外学者对非生产性支出的研究还很少，他们也尚未系统地研究过非生产性支出与公司价值之间的关系。本文在回顾和整理了前人文献的基础上，实证研究了非生产性支出与公司价值的关系，并引入了政治联系这一变量来探究其对非生产性支出和公司价值关系的影响。

本文以 2005—2011 年沪、深两市 A、B 股公司为研究样本，搜集和整理了 CSMAR 数据库及相关书籍中的数据，通过多元线性模型对数据进行了回归分析，最终得出以下结论：

(1) 非生产性支出和公司价值之间呈显著的正向关系，即非生产性支出可以显著增加公司价值；

(2) 企业的国有最终控制性会降低非生产性支出对公司价值的正向关系，即相比于国有企业，民营企业的非生产性支出能对公司价值产生更大的正向影响；

(3) 尽管对全体样本来说，政治联系并不能显著影响非生产性支出与公司价值之间的关系；但在控制政府干预度这一变量之后发现，在政府干预度较高的地区，企业的政治联系会增强非生产性支出对公司价值的正向影响，即非生产性支出对有政治联系企业公司价值的正向影响强于其对无政治联系企业公司价值的正向影响。

(4) 相比于政府干预度较低的地区，在政府干预度较高的地区，企业的政治联系对非生产性支出与公司价值之间正向作用的推动效应更显著、更强烈。

(5) 在政府干预度较高的地区，相比于国有企业，民营企业的政治联系对非生产性支出与公司价值之间正向作用的推动效应更显著。

以上研究结论可以说明，尽管寻租成本和在任消费会分别对公司价值产生正、负方向的不同影响，但寻租成本对公司价值的正向影响更大，在非生产性支出对公司价值的影响中占据了主导地位，所以，从总体上来说，非生产性支出对公司价值有正向的影响；而相比于国有企业，民营企业的寻租成本使用效率更高，它更为有效地增加了民营企业的价值；在政府干预度较高的地区，政治联系为企业提供了与政府进行沟通协商的良好渠道，因而，有政治联系的企业（特别是有政治联系的民营企业）的非生产性活动带来了更高的寻租效率，非生产性支出对公司价值的影响程度也就更大。因此，在政府干预水平较高的地区，企业可以通过建立政治联系来增加非生产性支出的使用效率，这也为公司治理提供了新的思路。

虽然本文已研究发现，非生产性支出会提升公司价值，但本文尚未探究这个结论背后的原因，非生产性支出是为公司带来了何种寻租好处？是更大份额的政府预算，对企业更有利的政策制度，还是更低的政府管制水平？这些问题可以作为本文的延伸与拓展，在今后展开讨论。

参考文献

- [1] 万华林. 非生产性支出:理论分析与政策含义[J]. 会计之友(上旬刊),2008,10:14-15.
- [2] Cai H, Fang H, Xu L C. Eat, drink, firms and government: An investigation of corruption from entertainment and travel costs of Chinese firms[R]. National Bureau of Economic Research, 2005.
- [3] 陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究,2005,02:92-101.
- [4] 逯东,林高,杨丹. “官员型”高管、公司业绩和非生产性支出——基于国有上市公司的经验证据[A]. 《中国金融评论》杂志.第四届(2011)《中国金融评论》国际研讨会论文集[C]. 《中国金融评论》杂志:,2011:19.
- [5] 于文超,何勤英. 政治联系、企业非生产性支出与生产效率——来自中国民营上市公司的证据[J]. 投资研究,2012,08:82-95.
- [6] 万华林,陈信元. 治理环境、企业寻租与交易成本——基于中国上市公司非生产性支出的经验证据[J]. 经济学(季刊),2010,02:553-570.
- [7] Bhagwati J N. Directly unproductive, profit-seeking (DUP) activities[J]. The journal of political economy, 1982: 988-1002.
- [8] Shleifer A, Vishny R W. The grabbing hand: Government pathologies and their cures[M]. Harvard University Press, 2002.
- [9] 古志辉,李竑. 行政联系、政府干预与企业决策:一个概念模型[A]. 中国优选法统筹法与经济数学研究会、山东大学、中国科学院科技政策与管理科学研究所、《中国管理科学》编辑部. 第十四届中国管理科学学术年会论文集(上册)[C]. 中国优选法统筹法与经济数学研究会、山东大学、中国科学院科技政策与管理科学研究所、《中国管理科学》编辑部:,2012:6.
- [10] 刘金伟. 市场化进程、现金分红与国企在职消费[J]. 中南财经政法大学研究生学报, 2012,02:38-45+72.
- [11] 李宝宝,黄寿昌. 国有企业管理层在职消费的估计模型及实证检验[J]. 管理世界, 2012,05:184-185.
- [12] 罗宏,黄文华. 国企分红、在职消费与公司业绩[J]. 管理世界,2008,09:139-148.
- [13] 夏冬林,李晓强. 在职消费与公司治理机制[A]. 中国会计学会、中国会计学会教育分会. 中国会计学会第六届理事会第二次会议暨 2004 年学术年会论文集(上)[C]. 中国会计学会、中国会计学会教育分会:,2004:9.
- [14] 周大伟. 董事会特征对在职消费影响研究[D]. 西南财经大学,2012.
- [15] 张兆国,何威风,闫炳乾. 资本结构与代理成本——来自中国国有控股上市公司和民营上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2008,01:39-47.
- [16] 曲太峰. 在职消费、高管薪酬和公司业绩——基于 2010 年 A 股市场国有企业的研究[J]. 商,2012,23:42.
- [17] 王希. 国有企业代理成本的影响因素研究[J]. 经济经纬,2008,05:101-103+107.
- [18] 杜兴强,曾泉,王亚男. 寻租、R&D 投资与公司业绩——基于民营上市公司的经验证据[J]. 投资研究,2012,01:57-70.
- [19] 申小林. 企业家寻租行为及特征分析[J]. 中国工业经济,2001,04:52-59.
- [20] Rajan R, Wulf J. Are perks purely managerial excess?[R]. National Bureau of Economic Research, 2004.
- [21] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [22] 张泉. 在职消费对公司业绩的影响探析[J]. 经济论坛,2011,09:212-214.
- [23] 吴文锋,吴冲锋,刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J]. 经济研究,2008,07:130-141.
- [24] Leuz C, Oberholzer-Gee F. Political relationships, global financing, and corporate transparency:

- Evidence from Indonesia[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 81(2): 411-439.
- [25] Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. Politically connected firms: an international event study[J]. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract>, 2009, 1242402: 01-29.
- [26] Bertrand M, Kramarz F, Schoar A, et al. Politicians, firms and the political business cycle: Evidence from France[J]. Unpublished working paper. University of Chicago, 2006.
- [27] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. *Journal of financial economics*, 2007, 84(2): 330-357.
- [28] 邓建平, 曾勇. 政治关联能改善民营企业的经营绩效吗[J]. *中国工业经济*, 2009, 02: 98-108.
- [29] Mian A, Khwaja A I. Tracing the impact of bank liquidity shocks: evidence from an emerging market[R]. National Bureau of Economic Research, 2006.
- [30] 刘晓薇. 高管的政府背景对融资便利性及公司价值的影响[D]. 上海交通大学, 2008.
- [31] 吴文锋, 吴冲锋, 芮萌. 中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J]. *管理世界*, 2009, 03: 134-142.
- [32] 赵佑莹. 政治联系与企业税负相关性分析[D]. 哈尔滨工业大学, 2011.
- [33] Faccio M. Politically Connected Firms[J]. *The American Economic Review*. 2006, 96(1): 369-386.
- [34] Mobarak A M, Purbasari D P. Corrupt protection for sale to firms: evidence from Indonesia[J]. Unpublished working paper, University of Colorado at Boulder, 2006.
- [35] 蔡地, 万迪昉. 民营企业家政治关联、政府干预与多元化经营[J]. *当代经济科学*, 2009, 06: 17-22+122.
- [36] Goldman E, Rocholl J, So J. Do politically connected boards affect firm value?[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(6): 2331-2360.
- [37] 陈其安, 李红强. 在职消费的影响因素及其对企业经营绩效的影响——来自中国上市公司的经验证据[J]. *技术经济*, 2013, 01: 112-119.
- [38] 颜剑英. 经理行为的激励方式与国有企业激励机制的改革[J]. *江苏大学学报(社会科学版)*, 2002, 02: 104-109.
- [39] 张泉. 高管薪酬、在职消费对公司业绩的影响研究[D]. 浙江理工大学, 2012.
- [40] 杨雪冬 (作者为中共中央编译局比较政治与经济研究中心副研究员). 严惩腐败是维护社会公平正义之剑[N]. *文汇报*, 2006-11-01005.
- [41] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购[J]. *经济研究*, 2008, 04: 41-52.
- [42] 杨宝臣, 王立清, 尹辉. 政治联系、负债与公司治理作用[J]. *安徽师范大学学报(人文社会科学版)*, 2010, 04: 411-416.
- [43] 刘慧龙, 张敏, 王亚平, 吴联生. 政治关联、薪酬激励与员工配置效率[J]. *经济研究*, 2010, 09: 109-121+136.
- [44] 章细贞. 制度环境、政治联系与民营企业债务期限结构[J]. *财经论丛*, 2011, 02: 76-83.
- [45] 肖浩. 政府干预、政治关联与公司价值研究[D]. 华中科技大学, 2011.
- [46] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 经济科学出版社, 2011.
- [47] Fama E F, French K R. The cross-section of expected stock returns[J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(2): 427-465.
- [48] 王力军. 大股东控制、财务杠杆与公司价值——国有及民营上市公司治理的比较研究[J]. *证券市场导报*, 2006, 11: 63-70.
- [49] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. *经济研究*, 1999, 12: 23-30+39.
- [50] 于东智, 池国华. 董事会规模、稳定性与公司绩效: 理论与经验分析[J]. *经济研究*, 2004, 04: 70-79.



谢辞

光阴似箭，四年的大学生涯就要接近尾声了，本科生阶段是我人生中非常重要的四年，我在这段时间里提升了自己的独立性、自学能力和研究能力，也积累了重要的专业知识。我真心感谢在大学里栽培过我的老师们，帮助过我的同学们，还有一直支持着我的父母。

特别要感谢的是我的导师——郝盛泉副教授，他待人和善、学术严谨、认真负责，对我提出了严格的要求。从论文选题、文献查找、数据搜集、数据分析、研究结论到最后的论文修改，他都给予了我悉心的指导和耐心的帮助，也给我提出了宝贵的意见和建议，从而使我的论文能保质保量按时完成，我也从中受益匪浅。作为郝盛泉老师的指导学生，我感到非常荣幸与自豪。

同时，我还要感谢安泰经济与管理学院的其他老师，感谢他们在过去几年里对我的栽培，他们教给了我专业的研究方法，培养了我的研究能力，开发了我的研究潜力，使我有了扎实的学术研究技能来开展毕业设计。我也要感谢 09 级会计系的同学们，他们在我论文选题和写作的过程中给予了我很多帮助。

我还要感谢我的家人，他们总能在我最需要帮助的时候给予我永远的鼓励和支持，这些都是我不断努力、不断进取的动力，如果没有他们，我也不可能取得今天的成绩。

最后，我要向评阅本文的老师们表示衷心的感谢，谢谢你们辛勤的工作，谢谢！

本科生涯的结束意味着人生的另一个起点即将开始，我会仍然按照导师对我的严格要求，以严谨的态度和求真的精神对待学术研究，继续努力，继续收获，继续成长。

王懂

2013 年 5 月

于上海交通大学安泰经济与管理学院



NON-PRODUCTIVE EXPENDITURE, POLITICAL CONNECTION AND CORPORATE VALUE

AN EMPIRICAL STUDY OF CHINA'S LISTED COMPANY

1. Introduction and Research Background

Non-productive expenditure refers to the expense used for non-productive activities which cannot produce products or services directly. Non-productive activity is common in almost every enterprise, to be specific, it mainly refers to the activity where enterprise costs recourses, energies and time to communicate with government, where company shoulders more expenses to satisfy government officials' individual needs and where senior executives rob enterprise's recourses for their own benefits. In China where economic transition is going on, the non-productive expenditure and activity play a more and more important role.

Generally, there are two kinds of non-productive expenditure: rent-seeking cost and senior executives' on-the-job consumption. The former refers to the external cost brought by public governance and the latter reflects the inner cost occurred during the company governance.

Rent-seeking cost is the result of rent-seeking activity which happens when the enterprise tries to get benefit from governmental budget, system and regulation. Although from the social perspective, such activities lead to recourses waste, to those enterprises which are successful in the rent-seeking, such activities can benefit them a lot.

Senior executives' on-the-job consumption refers to senior managers' invisible income besides compensation. In the academic world, there are two perspectives understanding the concept. The "agency view", the most popular perspective, believes that on-the-job consumption is part of agent cost which has a negative impact on the company, while the "efficiency view" thinks that the benefit got from the senior-executives' on-the-job consumption can be higher than the cost.

One important form of rent-seeking cost is business entertainment expense. In 2012 alone, 2469 China's listed companies spent about 13.8 trillion yuan on business entertainment, and the phenomenon is more common among state-owned companies. The expenditure is spent on PR activities, government-enterprise relationship investment and so on. Top managers' on-the-job consumption is also very huge in China. Cai, Feng and Xu(2005) studied 3470 Chinese companies and found that Entertainment and Travel Costs (ETC) are up to 20% of total salaries 2.6% of total sales and 4% of total profits, a proportion of the costs are also used for senior executives' individual consumption.

Then we would think about how much benefit such huge expenditures can bring to the enterprises and how the non-productive expenditure can influence corporate value. So the study of relationship between non-productive expenditure and corporate value is of great significance.

Meanwhile, it is noticed that the agent problem of state-owned company is different from that of private company, so the state-owned property is considered during the study of relationship between non-productive expenditure and corporate value.

Political connection refers to companies' underlying political relationship with individuals who have political rights. Many studies show that political connection can play an important role in enterprises' rent-seeking activities and senior executives' corporate governing efficiency. As a result, it's meaningful to input political connection into the study of the relationship between non-productive expenditure and corporate value.

In addition, literatures show that the government intervenes and state-owned property would influence the political connection's impact on company, so these two factors are also considered in the study of the political connection's effect on the relationship between non-productive expenditure and corporate value.

In summary, this paper studies: (1) the relationship between non-productive expenditure and corporate value; (2) the difference of the relationship between state-owned companies and private companies; (3) political connection's influence on the relationship in different corporate environments and different companies.



The contribution of the paper is: (1) the first systematic study of the relationship between non-productive expenditure and corporate value; (2) provide corporate governance solution by inputting political connection into the study.

2. Hypotheses and Regression Models

Following the literature, five competitive pairs of hypotheses are made.

H1a: Non-productive expenditure has a positive correlation with corporate value; i.e. non-productive expenditure will increase corporate value.

H1b: Non-productive expenditure has a negative correlation with corporate value; i.e. non-productive expenditure will decrease corporate value.

H2a: The state-owned property can enforce the non-productive expenditure's positive effect on corporate value; i.e. compared with the state-owned enterprise, the private enterprise's non-productive expenditure can increase corporate value in a larger degree.

H2b: The state-owned property can relief the non-productive expenditure's negative effect on corporate value; i.e. compared with the private enterprise, the state-owned enterprise's non-productive expenditure can decrease corporate value in a larger degree.

H3a: Political connection can enforce the non-productive expenditure's positive influence on corporate value; i.e. the political-connected enterprise's non-productive expenditure is more efficient to promote corporate value.

H3b: Political connection can relief the non-productive expenditure's negative influence on corporate value; i.e. the political-connected enterprise's non-productive expenditure is more deficient to reduce corporate value.

H4a: Compared with area where government intervenes are not severe, in area where government intervenes are severe, political connection can have a more significant and huge influence to promote the positive relationship between non-productive expenditure and corporate value.

H4b: Compared with area where government intervenes are not severe, in area where government intervenes are severe, political connection can have a more significant and huge influence to relief the positive relationship between non-productive expenditure and corporate value.

H5a: In area where government intervenes are severe, compared with state-owned enterprise, private enterprise's political connection can have a more significant and huge influence to promote the positive relationship between non-productive expenditure and corporate value.

H5b: In area where government intervenes are severe, compared with state-owned enterprise, private enterprise's political connection can have a more significant and huge influence to relief the negative relationship between non-productive expenditure and corporate value.

This paper refers to various literatures to measure the significant variables and to set regression models. For corporate value, we use Tobin's Q= (Equity Market Value + Liability Market Value)/Total Asset; for non-productive expenditure, the formula is SG&A= (Administration Expense-Amortization of Intangible Asset -Executive Compensation-Provision or Recovery for Bad Debt and Inventories)/Last Revenue; for political connection, if the company's chairman or general manager is or was the government official, army official, NPC member or CPPC member, enterprise's political connection (PC)=1, else, political connection (PC)=0.

Then three leaner multivariate formulas are made to verify the hypotheses above respectively.

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG\&A_{i,t} + \beta_2 LNSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 FIXED_RATIO_{i,t} + \beta_7 CPS_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 SHARE_1_{i,t} + \beta_{10} SHARE_2TO5_{i,t} + \beta_{11} BOARD_NUM_{i,t} + \beta_{12} IND_RATIO_{i,t} + \beta_{13} MKT_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

If $\beta_1 > 0$, then H1a is verified; if $\beta_1 < 0$, then H1b is verified.

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG\&A_{i,t} + \beta_2 STATE_{i,t} + \beta_3 STATE_{i,t} * SG\&A_{i,t} + \beta_4 LNSIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FIXED_RATIO_{i,t} + \beta_9 CPS_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \beta_{11} SHARE_1_{i,t} + \beta_{12} SHARE_2TO5_{i,t} + \beta_{13} BOARD_NUM_{i,t} + \beta_{14} IND_RATIO_{i,t} + \beta_{15} MKT_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

If $\beta_1 > 0$ and $\beta_3 < 0$, H2a is verified; if $\beta_1 < 0$ and $\beta_3 < 0$, H2b is verified.

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG\&A_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 PC_{i,t} * SG\&A_{i,t} + \beta_4 LNSIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} +$$



$$\beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FIXED_RATIO_{i,t} + \beta_9 CPS_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \beta_{11} SHARE_1_{i,t} + \beta_{12} SHARE_2TO5_{i,t} + \beta_{13} BOARD_NUM_{i,t} + \beta_{14} IND_RATIO_{i,t} + \beta_{15} MKT_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \sum IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

If $\beta_1 > 0$ and $\beta_3 > 0$, then H3a is verified; if $\beta_1 < 0$ and $\beta_3 > 0$, H3b is verified. If for enterprises in severe-government-intervene areas, $\beta_1 > 0$, $\beta_3 > 0$ and β_3 of such sample is higher and more significant than that of enterprises in areas where government intervenes are weak, H4a is verified; If for enterprises in severe-government-intervene areas, $\beta_1 < 0$, $\beta_3 > 0$ and β_3 of such sample is higher and more significant than that of enterprises in areas where government intervenes are weak, H4b is verified. In areas where government intervenes are severe, if for private enterprises, $\beta_1 > 0$, $\beta_3 > 0$ and β_3 of the sample is higher and more significant than that of state-owned enterprises, H5a is verified; if for private enterprises, $\beta_1 < 0$, $\beta_3 > 0$ and β_3 of the sample is higher and more significant than that of state-owned enterprises, H5b is verified.

In these formulas, Q refers to Tobin's Q; SG&A refers to non-productive expenditure; STATE is a dummy variable, if the company is state-owned, STATE=1, otherwise, STATE=0; PC refers to political connection; LNSIVE refers to natural logarithm of company's total asset; LEV refers to financial leverage (total liability/total asset); GROWTH represents the company's sales growth; FIXED_RATIO shows the fixed asset ratio of the total asset, CPS refers to the capital expense ratio of sales; AGE represents company's listed age; SHARE_1 and SHARE_2TO5 refers to the share percent held by the first stockholder and the second to the fifth stockholders respectively; BOARD_NUM is the number of the board; IND_RATIO represents the independent shareholders ratio of the whole board; MKT refers to the local market index; YEAR and IND are dummy variables.

3. Empirical Study and Conclusions

The study is based on 9606 China's companies listed in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from year 2005 to year 2011, the financial data is mainly from CSMAR data base and related books.

The regression results show that H1a is verified, in other words, non-productive expenditure has a positive influence on the corporate value, which means that companies' non-productive expenditures can increase corporate values. H2a is also verified, i.e. compared with state-owned enterprises', private enterprises' non-productive expenditures are more efficient to increase the corporate values. This paper also finds that although the political connections cannot affect the relationship between non-productive expenditure and corporate value in whole, in areas where government interventions are severe, enterprises', especially private enterprises', political connections can significantly enlarge the non-productive expenditures' positive influence on corporate value. In another word, in severe government-intervened areas, H3a is verified, H4a and part of H5a are also verified; i.e. political-connected enterprises', particularly private enterprises', non-productive expenditures are more efficient to promote the corporate values.

In addition, robustness tests show that even different financial indexes are used to represent corporate value and non-productive expenditure is measured in a different model, the results wouldn't change.

The results imply that although as an expense, non-productive expenditure will decrease the company's current profit and performance, it can increase corporate value which represents the enterprise's long-term performance and growth. Besides, given the special property of the state-owned companies, the non-productive is less efficient to promote corporate value in those companies. The last implication is that in areas where government intervention is severe, company's political connection builds a channel between the government and enterprise, which can make the company's, particularly the private company's rent-seeking activities more efficient. And as a result, non-productive expenditure can increase corporate value in a larger degree. All of these findings above can bring new ideas in company governance.