

# 政治关系与民营企业 IPO 机会

章铁生<sup>1</sup>, 徐德信<sup>2</sup>, 祝传玲<sup>1</sup>

(1. 安徽工业大学 管理学院, 安徽 马鞍山 243002; 2. 安徽工业大学 公司治理与运营研究中心, 安徽 马鞍山 243002)

**[摘要]**以我国 2006—2009 年民营企业的 IPO 申请为研究样本, 同时考察企业拥有的企业层面政治关系和所在辖区层面政治关系, 实证研究了政治关系是否有助于民营企业得到 IPO 机会。研究发现政治关系对民营企业的 IPO 机会存在显著影响, 拥有政治关系越多的民营企业越可能通过发审委 IPO 审核。研究结果表明, 在中国这样的缺乏正式的法律和司法体系、私有产权容易遭到政府侵害的制度环境下, 政治关系作为一种重要替代机制正在发挥作用。

**[关键词]**政治关系; 民营企业; IPO 机会; 制度环境; 私有产权; 企业外部融资

**[中图分类号]**F235.19 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2012)03-0076-10

## 一、引言

外部融资对民营企业的发展具有重要作用, 高效的法律体系与产权保护、发达的金融体系有利于民营企业得到外部融资, 实现更快发展<sup>[1-3]</sup>。然而, 在新兴转型经济中, 这些制度还相当缺乏, 民营企业往往依靠基于关系、声誉等基础之上的替代性的非正式机制得到外部融资<sup>[4-6]</sup>, 政治关系就是其中一种重要替代机制<sup>[7-12]</sup>。企业拥有政治关系是全球现象, 特别是在制度落后国家更为普遍<sup>[13]</sup>, 在这样的制度环境中, 民营企业拥有政治关系可以得到更多的银行贷款<sup>[8, 11-12, 14-22]</sup>、更高的股票发行价格<sup>[23-24]</sup>或更多的政府补贴<sup>[25-26]</sup>等。与这些已有研究不同的是, 本文研究政治关系是否有助于民营企业得到 IPO(首次公开发行股票)机会。

我国资本市场一直受到高度管制, IPO 资格更是管制重点。1989 年至 1998 年之间是“审批制”<sup>[27]</sup>, 1998 年后, 中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)引入股票发行审核委员会(以下简称发审委)制度, “审批制”开始向“核准制”过渡, 2001 年 3 月开始, 证监会正式采用“核准制”, 其核心是公司若想进行 IPO, 就需要通过发审委对其 IPO 申请的审核。尽管不同时期程度上存在差别, 但迄今为止证监会一直拥有公司上市的遴选权<sup>[28]</sup>。近年来, IPO 遴选的信息披露制度不断完善。2003 年底开始, 在发审委召开 IPO 申请审核会议前, 证监会有关职能部门要将发审委会议审核的申请 IPO 公司名单和会议时间在证监会网站上公布, 发审委会议对公司 IPO 申请表决后, 证监会在网站上公布表决结果。自 2006 年开始, 公司的 IPO 申请文件被证监会受理后, 发审委审核前, 还要将其招股说明书(申报稿)在证监会网站预先披露, 公司和全体董事、监事以及高级管理人员应保证预先披露的招股说明书(申报稿)的内容真实、准确、完整, 这些为我们考察政治关系是否影响证监会对民营企业 IPO

**[收稿日期]**2011-05-10

**[基金项目]**国家社科基金项目(10CJL022、11BJL019); 安徽工业大学研究生创新研究基金项目(2011045); 全国会计领军(后备)人才项目

**[作者简介]**章铁生(1974—), 男, 安徽枞阳人, 安徽工业大学管理学院、公司治理与运营研究中心副教授, 博士, 从事公司治理与企业融资、内部控制研究; 徐德信(1957—), 男, 安徽庐江人, 安徽工业大学公司治理与运营研究中心教授, 从事制度分析与企业理论研究; 祝传玲(1986—), 女, 安徽岳西人, 安徽工业大学管理学院硕士研究生, 从事公司治理与企业融资研究。

申请的遴选提供了很好的研究机会<sup>①</sup>。

根据《首次公开发行股票并上市管理办法》，公司的 IPO 申请文件被证监会受理后，若能通过证监会相关职能部门初审、发审委审核和证监会核准，则可以在证监会核准后 6 个月内进行 IPO<sup>②</sup>。由于目前信息披露的限制，从公开信息无法知晓本文样本期间哪些公司 IPO 申请未通过初审。而公司 IPO 申请只要能通过发审委审核，一般都可以通过证监会核准，成功进行 IPO<sup>③</sup>，因此本文的研究定位于发审委审核环节，这是公司是否能够获得 IPO 机会的关键。

本文以 2006—2009 年民营企业的 IPO 申请为研究样本，旨在考察政治关系是否有助于民营企业得到 IPO 机会。我们同时考察民营企业拥有的企业层面政治关系和所在辖区<sup>④</sup>层面政治关系。民营企业拥有的企业层面政治关系以董事会成员中拥有政治关系的人数占董事会总人数的比例来衡量，若民营企业某董事会成员是人大、政协或中国共产党代表大会代表，曾在政府部门任职，或在社团担任一定职务，均认为他拥有政治关系。民营企业拥有的所在辖区层面政治关系则以民营企业 IPO 申请进入发审委审核会议当年或上年所在辖区是否拥有现任或上一任期在此地任职的中共中央政治局委员来衡量。研究发现政治关系对民营企业的 IPO 机会存在显著影响，拥有政治关系越多的民营企业越可能通过发审委 IPO 审核。

本文的研究贡献在于：第一，丰富和拓展了政治关系给民营企业带来融资便利的相关文献。现有文献发现新兴转型经济中的民营企业拥有政治关系可以得到更多的银行贷款、更高的股票发行价格和更多的政府补贴，但他们没有研究在 IPO 遴选市场拥有政治关系是否也能够为民营企业带来融资便利。本文对此进行了分析，发现结论是肯定的，民营企业拥有政治关系有助于得到 IPO 机会。第二，深化了在正式制度缺乏的条件下，对政治关系这种非正式的替代性机制运行机理的分析，进一步推进了 Allen 等人的相关研究<sup>[5-6]</sup>。Allen 等人的相关研究呼吁需要深入分析在中国、印度这样的正式机制缺乏或不完善的制度环境中，基于关系、声誉等非正式的替代性机制到底如何帮助民营企业实现了外部融资从而得到发展<sup>[5-6]</sup>，本文从企业拥有的所在辖区和企业自身两个层面的政治关系，深入研究了政治关系这种非正式的替代性机制如何作用于民营企业的 IPO 遴选过程，对此进行了进一步的分析。

## 二、理论分析、制度背景与研究假设

近年来，证监会不断推动新股发行市场化改革，市场机制得到较大完善，市场化资源配置功能得到一定程度的发挥，但是，我国资本市场的发展难以脱离经济发展的整体水平和体制改革的整体进程，在市场经济体制不完善、社会信用体系不健全的大背景下，资本市场新兴转型的基本特征没有发生根本性变化，股票发行体制仍然是行政色彩较浓的核准制，证券监管机构拥有股票发行的实质审批权<sup>[28]</sup>。不过，证监会虽然大权在握，但它要确保资本市场的稳定与发展，目标非常明确，收益和责任边界也非常清晰，有了成绩别人无法争功，若上市公司出现问题损害资本市场的活力与发展，自然也难咎其辞，甚至可能影响主要官员的仕途<sup>[29]</sup>，因此，证监会会有意愿和责任遴选出高质量的申请 IPO 公司给予其 IPO 机会。

---

①《首次公开发行股票并上市管理办法》(中国证券监督管理委员会令第 32 号，自 2006 年 5 月 18 日起施行)第五十八条规定：“申请文件受理后，发行审核委员会审核前，发行人应当将招股说明书(申报稿)在中国证监会网站(<http://www.csrc.gov.cn/>)预先披露。”第五十九条规定：“发行人及其全体董事、监事和高级管理人员应当保证预先披露的招股说明书(申报稿)的内容真实、准确、完整。”资料来源：[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418\\_14502.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418_14502.htm)

②《首次公开发行股票并上市管理办法》第四十八条规定：“中国证监会受理申请文件后，由相关职能部门对发行人的申请文件进行初审，并由发行审核委员会审核。”第五十条规定，“中国证监会依照法定条件对发行人的发行申请作出予以核准或者不予核准的决定，并出具相关文件。自中国证监会核准发行之日起，发行人应当在 6 个月内发行股票；超过 6 个月未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。”资料来源：[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418\\_14502.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418_14502.htm)

③在本文研究样本里，只有珠海银邮光电技术发展股份有限公司和深圳市恒波商业连锁股份有限公司这两家公司已经通过发审委审核，但到目前为止没有找到证监会核准文件，也没有进行 IPO，通过公开信息未获知其具体原因。

④本文中所在辖区指省、自治区或直辖市范畴。

由于信息不对称,对于申请 IPO 公司的质量,证监会不可能完全掌握。为降低信息不对称,选出高质量的公司,证监会近年来积极创新监管方式,采用和完善了若干市场化机制,诸如申请 IPO 公司要将其招股说明书(申报稿)在发审委审核前预先披露并接受社会监督,将发审委会议审核的发行人员名单、会议时间、发行人承诺函和参会发审委委员名单在证监会网站上公布以提高新股发行审核工作信息透明度,以及要求保荐人等中介机构签署承诺函等,这些措施对确保进入发审委审核会议的 IPO 申请的合规性、提高证监会 IPO 遴选效率无疑具有重要意义,那么拥有政治关系是否可以传递申请 IPO 的民营企业的质量信息从而有助于它得到 IPO 机会呢?

民营企业拥有政治关系具备信号传递功能,从而提高成功 IPO 概率的原因在于:一方面民营企业拥有政治关系表明企业具有相当的经济实力和规模,经营风险较低。在我国经济现实中,民营企业的产权往往缺乏有效的正式法律保护,容易遭到政府侵害,但拥有政治关系则大大降低了民营企业的经营风险<sup>[11]</sup>,当企业发生经济纠纷时常常是由政府官员而不是通过法院来解决的,有政治关系的企业在发生经济纠纷时可以得到政府官员的保护<sup>[30]</sup>。当民营企业的产权面临政府侵害的威胁时,民营企业拥有政治关系则可以避免或减少企业的产权受到侵害<sup>[8,31]</sup>。另一方面,不少民营企业政治关系的获得直接来自自身经营的成功,这些民营企业拥有政治关系本身就是自己具有良好质量的表现<sup>①</sup>。因此,民营企业拥有政治关系表明企业经营风险较低,具有良好的发展前景和较高的社会贡献,得到政府和社会的承认,传递了企业质量较好的信号,有助于企业获得外部融资机会<sup>[10,21,32]</sup>。证监会若在做出 IPO 资源分配决定时对于有政治关系的民营企业给予一定倾斜,可以帮助公司有效规避申请 IPO 失败的风险。

不仅民营企业拥有的企业层面政治关系能够传递企业风险较低、质量较好的信号,民营企业拥有的所在辖区层面政治关系对企业而言也具有重要意义。事实上,我国经济转型的成功很大程度上归功于我国在经济领域的分权式改革,以及伴随经济分权改革的晋升激励<sup>[33]</sup>,引起了地区之间的竞争,搞对了激励机制<sup>[34]</sup>,地区竞争机制激发了地方政府对辖区内公司的关注和利用,以争夺资本市场资源。一方面,IPO 遴选的相关法规则为此提供了制度保障,《首次公开发行股票并上市管理办法》规定,证监会在 IPO 资格审查过程中,将征求发行人注册地省级人民政府是否同意发行人发行股票的意见<sup>②</sup>。另一方面,中国证监会的组织级别定位也为地方政府影响其决策提供了可能。地方政府最高领导人为正部级或以上,而中国证监会的组织级别虽一路变迁,但一直没有高于正部级<sup>[28]</sup>。1992 年 10 月,国务院证券委员会(简称国务院证券委)和中国证监会宣告成立,标志着中国证券市场统一监管体制开始形成,国务院证券委是国家对证券市场进行统一宏观管理的主管机构,中国证监会是国务院证券委的监管执行机构,依照法律法规对证券市场进行监管。1995 年 3 月,国务院正式批准《中国证券监督管理委员会机构编制方案》,确定中国证监会为国务院直属副部级事业单位。1997 年 8 月,国务院决定将上海、深圳证券交易所统一划归中国证监会监管,同时在上海和深圳两市设立中国证监会证券监管专员办公室;同年 11 月,中央召开全国金融工作会议,决定对全国证券管理体制进行改革,理顺证券监管体制,对地方证券监管部门实行垂直领导,并将原由中国人民银行监管的证券经营机构划归中国证监会统一监管。1998 年 4 月,根据国务院机构改革方案,决定将国务院证券委与中国证监会合并组成中国证监会,同年 9 月,国务院批准了《中国证券监督管理委员会职能配置、内设机构和人员编制规定》,进一步明确中国证监会为国务院直属正部级事业单位,并一直延续至今。陈冬华等发现,政治地位较高的地区会获得更多的 IPO 资源<sup>[29]</sup>。因此,地方政府既有动机也有可能帮助辖区内申请 IPO 公司得到 IPO 机会。对于地方政府来说,当地最高领导人任职中共中央政治局委员或在当地任职后晋升为中共中央政治局委员将使得当地

① 比如有些民营企业在申请 IPO 之前就做得比较成功,已经是当地的纳税大户,受到当地政府的高度关注,该企业董事长或法人代表因此被推荐成为人大代表或政协委员,自然该企业申请 IPO 的成功概率也比较高。对这种情形分析受到了匿名审稿人建议的启发,十分感谢匿名审稿人。

② 见《首次公开发行股票并上市管理办法》第四十九条:“中国证监会在初审过程中,将征求发行人注册地省级人民政府是否同意发行人发行股票的意见。”资料来源:[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418\\_14502.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418_14502.htm)

的政治地位相对较高,而证监会是隶属国务院的正部级事业单位,在执法时可能会给予政治地位相对较高辖区一定的政策照顾。因此,本文预期证监会在对民营企业的 IPO 申请进行审查时,可能会对所在辖区政治地位较高的民营企业予以关照。

基于上述分析,提出本文的研究假设。

假设 1:民营企业拥有的企业层面政治关系越多其 IPO 申请越可能通过发审委审核。

假设 2:民营企业拥有的所在辖区层面政治关系越多其 IPO 申请越可能通过发审委审核。

### 三、数据、样本与研究设计

#### (一) 样本选择和数据来源

本文的样本区间为 2006 年 1 月至 2009 年 12 月,共计 319 个民营企业 IPO 申请<sup>①</sup>进入发审委审核会议,由于申请 IPO 公司的首次公开发行股票招股说明书(申报稿)是证券监管机构审核 IPO 申请的重要依据,也是获取本文研究数据的重要信息来源,我们先后剔除了 IPO 申请中首次公开发行股票招股说明书(申报稿)缺失的公司、拟上市交易所不详以及一起特例<sup>②</sup>样本,剩余 259 个 IPO 申请成为本文的研究样本,具体样本选择和分布见表 1。

我们的研究数据主要来自申请 IPO 公司的首次公开发行股票招股说明书(申报稿),发审委审核时间数据来源于证监会网站(www.csrc.gov.cn),保荐人数据来自中国证券业协会网站(www.sac.net.cn),会计师事务所数据来自中国注册会

表 1 样本选择与分布

年份	2006	2007	2008	2009	小计
民营企业 IPO 申请数	42	102	86	89	319
其中:申报稿缺失	26	26	5	0	57
拟上市交易所不详	0	1	1	0	2
特例	0	0	1	0	1
剩余样本数	16	75	79	89	259
其中:IPO 申请通过发审委审核	15	56	65	79	215

计师协会网站(www.cicpa.org.cn),公司所在辖区政治地位数据来自新华网(news.xinhuanet.com),公司所在辖区市场化进程数据来自樊纲等所著的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告》<sup>[35]</sup>,这些数据均通过手工收集获得。

#### (二) 研究模型和变量定义

本文通过检验拥有政治关系越多的民营企业是否更可能通过发审委的审核来研究政治关系与民营企业 IPO 机会的关系。根据上文理论分析,建立以下 logit 回归模型来检验假设:

$$\text{logit}(Pass = 1) = \alpha_0 + \alpha_1 Firm-pol + \alpha_2 Local-pol + \alpha_3 Roe + \alpha_4 Turnover + \alpha_5 Lev + \alpha_6 Sales-grow + \alpha_7 Market + \alpha_8 Trader + \alpha_9 Auditor + \alpha_{10} Exchange + \alpha_{11} Size + \sum_{i=12}^{15} Ind + \sum_{j=16}^{18} Year + \varepsilon$$

模型中被解释变量 Pass 为民营企业 IPO 申请是否获得发审委审核通过,如果通过则为 1,否则为 0。解释变量 Firm-pol 为民营企业拥有的企业层面政治关系,以申请 IPO 的民营企业董事会成员中拥有政治关系的人数占董事会总人数的比例来衡量。通常情况下,民营企业董事会成员拥有政治关系的渠道主要有:(1)直接参与,即成为人大、政协或中国共产党代表大会代表,或曾经在政府部门任职;(2)间接

①这是进入主板发审委审核会议的民营企业 IPO 申请数,由于创业板发审委 2009 年 9 月才开始审核 IPO 申请,且审核标准与主板不一致,故没有进入本文研究样本。

②该特例是宁波立立电子股份有限公司,该公司 IPO 申请虽然开始通过了发审委审核和证监会核准,但是后来因发现影响发行条件的重大事项,发审委举行会后事项发审委会议否决了该公司 IPO 申请,证监会据此撤销了此前做出的同意该公司 IPO 核准的行政许可。关于宁波立立电子股份有限公司 IPO 机会得而复失的具体过程,中国证券监督管理委员会《关于撤销宁波立立电子股份有限公司首次公开发行股票行政许可的决定》(证监许可[2009]278 号)对此有详细说明,具体参见 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjh-public/G00306202/201002/i20100224\\_177299.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjh-public/G00306202/201002/i20100224_177299.htm)

参与,如通过在社团组织担任一定职务,从而与政府部门保持密切联系等。本文对民营企业董事会成员是否拥有政治关系的衡量包括来源于这两个渠道,即若该董事会成员是人大、政协或中国共产党代表大会代表,或曾在政府部门任职,或在社团担任一定职务,均认定他拥有政治关系。*Local-pol* 为民营企业拥有的所在辖区层面政治关系,民营企业 IPO 申请历经股份制改制、保荐人辅导推荐、材料申报并通过证监会初审等一系列流程才可能进入发审委审核会议,需要比较长的时间,因此,若民营企业 IPO 申请进入发审委审核会议当年或上年,其所在辖区拥有现任中共中央政治局委员或现任中共中央政治局委员上一任期在此地任职,*Local-pol* 取 1,否则为 0。根据假设 1,我们预测  $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$  的系数应该为正,即民营企业拥有政治关系越多,IPO 申请获得发审委审核通过的可能性越大。

因为能够进入发审委 IPO 审核会议的公司都已经通过了证监会内部相关职能部门的初审,符合 IPO 资格的基本条件<sup>①</sup>,发审委需要在此基础上好中选优,审慎掌握审核标准,因此我们在模型中控制了以下因素。(1)公司财务状况,本文分别用净资产收益率(ROE)、总资产周转率(Turnover)、资产负债率(Lev)、销售收入增长率(Sales-grow)衡量公司盈利能力、营运能力、偿债能力以及成长能力,这几个指标均根据申报稿中相关数据计算申请 IPO 前三年的平均值。(2)公司外部环境(Market),采用樊纲等所著的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告》中的各省区市场化指数总体评分<sup>[35]</sup>,该指数越大,表示公司所在地市场化相对进程越快,不管是政府的运作效率,还是产品、要素市场的发育程度和竞争程度以及法治水平等外部环境都较好,这些地区申请 IPO 的公司的运作会更为规范,质量也会相对较好,给予它们 IPO 机会将有助于发展和完善资本市场,证券监管机构应该会予以考虑<sup>[36]</sup>。若民营企业所在辖区的这个指数大于所有 31 个省份的中位数时,我们将公司外部环境(Market)定义为 1,否则为 0。此指数目前只编制到 2007 年,由于各地区市场化进程在不同年度间相对稳定,借鉴夏立军等的做法,2008 年和 2009 年采用 2007 年度数据<sup>[37]</sup>。(3)保荐人声誉(Trader),我们根据中国证券业协会公布的前一年承销家数排名,前 20 位为 1,否则为 0<sup>②</sup>。(4)审计师声誉(Auditor),采用中国注册会计师协会公布的前一年全国排名来衡量会计师事务所声誉,如果是前 10 位为 1,否则为 0。(5)拟上市交易所(Exchange),本文研究样本所在期间深圳证券交易所和上海证券交易所分别接受中小板和主板上市申请,发审委对这两个板块 IPO 申请的审核可能存在一定的差异,若拟上市交易所为深圳证券交易所为 1,否则为 0。(6)公司规模(Size),采用申报稿中申请 IPO 前三年资产总额(取自然对数)的平均值,公司规模越大对资本市场的冲击可能越大,发审委审核时也会越谨慎。(7)行业(Ind),根据首次公开发行股票招股说明书(申报稿)中关于公司所处行业的说明确定所属行业,为减少主观判断,本文采用 6 类行业划分标准<sup>③</sup>,样本不涉及金融业,以商业为基准,相应设置 4 个虚拟变量 Ind1 ~ Ind4,分别表示公用事业、房地产、综合和工业。(8)年份(Year),在本文考察期间,股市状况年度间差异比较明显<sup>④</sup>,如果样本的审核年份属于被观察期间,取值为 1,否则取 0,样本涉及 2006—2009 年 4 个年份,以 2006 年为基准,相应设置 3 个虚拟变量 Year1 ~ Year3,分别表示 2007 年、2008 年和 2009 年。

具体变量定义见表 2。

①以募集资金投资项目是否符合国家产业政策和投资管理的规定为例,《首次公开发行股票并上市管理办法》第四十九条规定,“中国证监会在初审过程中,将就发行人的募集资金投资项目是否符合国家产业政策和投资管理的规定征求国家发展和改革委员会的意见。”这表明能够通过初审的 IPO 申请是符合国家有关规定的。资料来源: [http://www.csre.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418\\_14502.htm](http://www.csre.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418_14502.htm)

②由于 2005 和 2006 年中国证券业协会公布了前 20 名的排名,所以我们也参考这一标准,另外 2005 年我国新股发行数量较少,因此证券业协会对 2005 年的排名是以券商综合业务收入水平排名,我们遵循这个排名。

③因首次公开发行股票招股说明书(申报稿)中关于公司所处行业的说明与证监会的行业分类并不对应,据此确定所属的证监会 13 类行业有较大主观性,为减少人为判断,本文采用了 6 类行业划分标准。

④2006 年伴随股改利好,股市比较活跃,2007 年不单延续 2006 年的上涨行情,更是异常火爆,2008 年由于金融危机的影响状况较差,2009 年随着一系列经济刺激政策的出台,股市又渐渐回暖。

表2 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
IPO 申请是否通过发审委审核	Pass	民营企业 IPO 申请获得发审委审核通过取 1, 否则取 0
企业层面政治关系	Firm-pol	民营企业有政治关系的董事会人数/董事会总人数
所在辖区层面政治关系	Local-pol	民营企业申请 IPO 当年或上年所在辖区拥有中央政治局委员或中央政治局委员上一任期在此地任职取 1, 否则为 0
公司盈利能力	ROE	公司申请 IPO 前三年净资产收益率的平均值, 其中: 净资产收益率 = 净利润/平均净资产 × 100%
公司运营能力	Turnover	公司申请 IPO 前三年总资产周转率的平均值, 其中: 总资产周转率 = 营业收入/平均资产总额
公司偿债能力	Lev	公司申请 IPO 前三年资产负债率的平均值, 其中: 资产负债率 = 负债总额/资产总额
公司成长能力	Sales-grow	公司申请 IPO 前三年销售收入增长率的平均值, 其中: 销售收入增长率 = 本年营业收入增长额/上年营业收入 × 100%
公司外部环境	Market	采用樊纲等所著的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告》中的各省区市场化指数总体评分 <sup>[35]</sup> ; 若民营企业所在辖区的这个指数大于所有 31 个省份的中位数时为 1, 否则为 0
保荐人声誉	Trader	公司聘请的保荐人上年在全国排名前 20 的为 1, 否则为 0
审计师声誉	Auditor	公司聘请的会计师事务所上年在全国排名前 10 的为 1, 否则为 0
拟上市交易所	Exchange	若拟上市交易所为深圳证券交易所为 1, 否则为 0
公司规模	Size	公司申请 IPO 前三年总资产(取自然对数)的平均值
行业变量	Ind	虚拟变量, 以 6 行业分类为标准, 样本不涉及金融业, 以商业为基准, 相应设置 4 个虚拟变量 Ind1 ~ Ind4, 分别表示公用事业、房地产、综合和工业
年份变量	Year	虚拟变量, 如果样本属于被观察年份, 取值为 1, 否则取 0, 样本涉及 2006—2009 年 4 个年份, 以 2006 年为基准, 相应设置 3 个虚拟变量 Year1 ~ Year3, 分别表示 2007 年、2008 年和 2009 年

#### 四、实证分析和结果

##### (一) 描述性统计

表 3 是 IPO 申请是否通过发审委审核的两组样本间政治关系的比较, 从表中可以看出, IPO 申请通过发审委审核的民营企业拥有企业层面政治关系的均值为 0.381, 所在辖区层面政治关系的均值为 0.730, 而 IPO 申请未通过发审委审核的民营企业拥有的企业层面政治关系的均值为 0.319, 所在辖区层面政治关系的均值为 0.591, 通过和未通过发审委审核的民营企业之间在拥有的企业层面和所在辖区层面政治关系方面都有显著差异, 并且分别在 5% 和 10% 水平下显著, 与假设 1、假设 2 的预期一致。

表3 IPO 申请是否通过发审委审核的两组样本间政治关系的比较

变量	通过 (pass = 1)				未通过 (pass = 0)				均值差 (t 值)
	样本数	最大值	最小值	均值	样本数	最大值	最小值	均值	
Firm-pol	215	1	0	0.381	44	0.857	0	0.319	0.062(1.99**)
Local-pol	215	1	0	0.730	44	1	0	0.591	0.139(1.85*)

注: 括号内为 t 值, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著水平。

表 4 是主要变量间的 Pearson 相关系数表, 变量 Pass (IPO 申请是否通过发审委审核) 与企业层面和所在辖区层面政治关系变量 Firm-pol 和 Local-pol 相关性均显著, 这与表 3 结果一致。另外, 各自变量间相关系数均不超过 0.5, 表明自变量间不存在严重的多重共线性问题。

表4 相关系数表

变量名	Pass	Firm-pol	Local-pol	ROE	Turnover	Lev	Sales-grow	Market	Trader	Auditor	Exchange
Firm-pol	0.123										
	0.048										
Local-pol	0.115	-0.002									
	0.065	0.975									
ROE	-0.090	-0.200	0.071								
	0.149	0.001	0.255								
Turnover	0.093	-0.055	0.016	0.206							
	0.137	0.377	0.802	0.001							
Lev	-0.033	0.002	-0.091	-0.033	0.041						
	0.603	0.974	0.144	0.595	0.514						
Sales-grow	-0.035	0.075	0.132	0.011	-0.025	-0.035					
	0.580	0.227	0.034	0.859	0.689	0.581					
Market	0.139	-0.011	0.496	0.054	0.114	0.049	0.072				
	0.025	0.862	<.001	0.388	0.067	0.435	0.246				
Trader	0.130	-0.014	-0.007	0.084	0.035	0.059	0.027	0.009			
	0.037	0.820	0.918	0.181	0.572	0.342	0.670	0.888			
Auditor	-0.064	0.023	0.049	0.015	-0.034	-0.095	-0.040	-0.041	-0.056		
	0.306	0.710	0.429	0.811	0.592	0.128	0.523	0.510	0.367		
Exchange	0.086	-0.035	0.156	-0.014	0.028	-0.032	0.049	0.149	-0.036	-0.084	
	0.168	0.571	0.012	0.826	0.649	0.613	0.436	0.017	0.562	0.179	
Size	-0.026	0.061	-0.128	-0.137	0.052	0.487	-0.110	-0.084	0.057	0.097	-0.324
	0.676	0.329	0.040	0.027	0.405	<.001	0.076	0.178	0.361	0.120	<0.001

注:各方格内上一数字为相关系数,下一数字为显著性水平。

## (二) 回归结果

表5是政治关系与民营企业IPO机会的回归结果,从表5可以看到,Firm-pol的系数为2.665,并且在5%的水平下显著,这说明企业层面政治关系与民营企业IPO机会显著正相关,拥有企业层面政治关系越多的民营企业在申请IPO时更可能通过发审委的审核,假设1得到验证。Local-pol的系数为0.881,在10%的水平下显著,表明民营企业拥有的地区层面政治关系与其IPO机会显著正相关,与假设2预期一致,发审委在审核时对来自政治地位较高地区的IPO申请会给予一定关照。根据描述性统计和回归结果,总体而言,本文的证据与假设预期一致,民营企业拥有政治关系越多在申请IPO时更可能通过发审委审核。Trader的系数显著为正,说明保荐人声誉越高公司IPO申请越可能获得发审委审核通过。年份虚拟变量2007年显著为负,可能是由于2007年进入发审委审核的IPO申请比较多,发审委为防止IPO节奏过快适当从严掌握了审核标准。ROE的系数显著为负,可能是由于IPO申请中ROE普遍很高,太高的ROE反而不利于通过发审委的审核<sup>①</sup>。另外,其他几个财务状况指标:审计师声誉、拟上市交易所、规模、行业等变量也不显著,表明进入发审委审核会议的IPO申请符合国家有关制度在这些方面的要求,已经不是审核重点。

表5 政治关系与民营企业IPO机会

	系数	Z值
_cons	18.997	0.02
Firm-pol	2.665	2.49**
Local-pol	0.881	1.70*
ROE	-3.488	-1.72*
Turnover	0.209	0.53
Lev	-1.085	-0.69
Sales-grow	-0.166	-0.48
Market	0.416	0.58
Trader	1.238	3.07***
Auditor	-0.774	-1.60
Exchange	1.746	1.27
Size	-0.169	-0.58
Ind1	-15.238	-0.02
Ind2	-15.121	-0.02
Ind3	-15.900	-0.02
Ind4	-14.314	-0.02
Year1	-3.159	-1.97**
Year2	-2.643	-1.65
Year3	-1.439	-0.88
N		259
Pseudo R <sup>2</sup>		0.1917

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著水平。

<sup>①</sup>根据CSMAR相关数据统计发现,本文样本期间,沪深股市上市公司的ROE平均值只有5.56%(由于上市公司ROE有明显的异常值,故剔除了其中上下1%的部分),而本研究中IPO申请企业ROE平均值为26.45%,远高于同期沪深股市上市公司ROE的平均水平。这一方面说明IPO申请企业ROE普遍很高,另一方面,若IPO申请企业ROE太高,则意味着比较异常,可能反而不利于通过发审委的审核。

### (三) 稳健性检验

表6是政治关系与民营企业IPO机会的稳健性检验结果。(1)因为珠海银邮光电技术发展股份有限公司和深圳市恒波商业连锁股份有限公司虽然也通过了发审委IPO审核,但到目前为止没有进行IPO,也没有找到证监会的核准文件,可能因为某种原因失去了IPO机会,(A)列是剔除这两个样本的回归结果。(2)由于2006年执行的是旧会计准则,(B)列是进一步剔除2006年样本的检验结果。(3)考虑到变量极端值可能影响结果的稳健性,我们将模型中连续型变量上下1%进行缩尾调整(winsorize)处理,对表5和表6(A)、(B)列模型重新进行回归,结果见表6(C)、(D)、(E)列。表6的各列回归结果显示,Firm-pol和Local-pol的系数一直为正,并且Firm-pol系数在5%的水平下显著,Local-po系数在10%的水平下显著,与表5的结果一致,这表明拥有政治关系越多的民营企业在申请IPO时更可能通过发审委审核的结果是稳健的。

表6 政治关系与民营企业IPO机会的稳健性检验

	(A)		(B)		(C)		(D)		(E)	
	系数	Z值	系数	Z值	系数	Z值	系数	Z值	系数	Z值
_cons	18.980	0.02	18.069	0.02	19.989	0.02	19.714	0.02	18.198	0.02
Firm-pol	2.650	2.48**	2.570	2.41**	2.664	2.48**	2.651	2.47**	2.574	2.40**
Local-pol	0.880	1.70*	0.869	1.69*	0.864	1.66*	0.863	1.66*	0.852	1.65*
ROE	-3.514	-1.73*	-3.461	-1.71*	-3.343	-1.61	-3.370	-1.62	-3.305	-1.59
Turnover	0.214	0.54	0.230	0.59	0.305	0.74	0.309	0.75	0.327	0.80
Lev	-1.059	-0.67	-0.823	-0.52	-0.977	-0.60	-0.953	-0.59	-0.755	-0.47
Sales-grow	-0.163	-0.47	-0.144	-0.42	-0.672	-1.12	-0.666	-1.11	-0.631	-1.06
Market	0.411	0.57	0.312	0.43	0.456	0.64	0.451	0.63	0.359	0.50
Trader	1.232	3.06***	1.165	2.87***	1.278	3.14***	1.272	3.12***	1.205	2.94***
Auditor	-0.767	-1.59	-0.786	-1.63	-0.745	-1.55	-0.738	-1.53	-0.759	-1.58
Exchange	1.744	1.27	1.066	0.66	1.807	1.32	1.805	1.32	1.177	0.74
Size	-0.168	-0.58	-0.220	-0.76	-0.211	-0.71	-0.211	-0.71	-0.250	-0.84
Ind1	-15.225	-0.02	-15.788	-0.01	-15.443	-0.02	-15.178	-0.02	-15.489	-0.02
Ind2	-15.114	-0.02	-15.343	-0.01	-15.265	-0.02	-15.006	-0.02	-15.008	-0.01
Ind3	-15.892	-0.02	-16.479	-0.01	-16.032	-0.02	-15.772	-0.02	-16.118	-0.02
Ind4	-14.312	-0.02	-14.900	-0.01	-14.485	-0.02	-14.230	-0.02	-14.568	-0.01
Year1	-3.152	-1.97**	-3.217	-1.98**	-3.210	-1.98**				
Year2	-2.643	-1.65*	0.520	1.15	-2.703	-1.66*	-2.703	-1.66*	0.514	1.14
Year3	-1.435	-0.88	1.721	3.03***	-1.637	-0.98	-1.631	-0.98	1.583	2.72***
N	257		241		259		257		241	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.190		0.165		0.197		0.195		0.170	

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示10%、5%和1%的显著水平。

## 五、结论

本文研究政治关系是否有助于民营企业得到IPO机会。我们以我国2006—2009年民营企业的IPO申请为研究样本,同时考察民营企业拥有的企业层面政治关系和所在辖区层面政治关系,研究发现政治关系对民营企业的IPO机会存在显著影响,拥有政治关系越多的民营企业越可能通过发审委IPO审核。

本文的研究结果表明,在中国这样的缺乏正式的法律和司法体系、私有产权容易遭到政府侵害的制度环境下,政治关系作为一种重要替代机制正在IPO遴选市场发挥作用,帮助民营企业获得IPO机会。但替代机制有其局限性,正如Cull和Xu指出,随着转型进程的推进,依靠正式机制获得外部融



资对民营企业的发展越来越重要<sup>[32]</sup>。因此,提高我国资本市场和法律体系的效率、加强政府对产权的保护,改善正式制度环境则更为根本和迫切。

## 参考文献:

- [1] Demirguc-Kunt A, Maksimovic V. Law, finance and firm growth[J]. *Journal of Finance*, 1998, 53: 2107 - 2137.
- [2] Claessens S, Laeven L. Financial development, property rights and growth[J]. *Journal of Finance*, 2003, 58: 2401 - 2436.
- [3] Beck T, Demirguc-Kunt A, Maksimovic V. Financial and legal constraints to firm growth: does size matter? [J]. *Journal of Finance*, 2005, 60: 137 - 177.
- [4] McMillan J, Woodruff C. The central role of entrepreneurs in transition economies[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2002(16): 153 - 170.
- [5] Allen F, Chakrabarti R, De S, et al. Financing firms in India [D]. World Bank Policy Research Working Paper, 2006: 3975.
- [6] Allen F, Qian J, Qian M J. Law, finance and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77: 57 - 116.
- [7] Li H, Meng L S, Zhang J S. Why do entrepreneurs enter politics? Evidence from China[J]. *Economic Inquiry*, 2006, 44: 559 - 578.
- [8] Bai C E, Lu J, Tao Z. Property rights protection and access to bank loans: evidence from private enterprises in China[J]. *Economics of Transition*, 2006(14): 611 - 628.
- [9] 孙铮, 刘凤委, 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据[J]. *经济研究*, 2005(5): 52 - 63.
- [10] 胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江民营百强为例[J]. *管理世界*, 2006(5): 107 - 113, 141.
- [11] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. *管理世界*, 2008(8): 9 - 21, 39.
- [12] 罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. *金融研究*, 2008(12): 164 - 178.
- [13] Faccio M. Politically connected firms[J]. *The American Economic Review*, 2006, 96: 369 - 386.
- [14] Johnson S, Mitton T. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 67: 351 - 382.
- [15] Khwaja A I, Mian A. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120: 1371 - 1411.
- [16] Fraser D, Zhang H, Derashid C. Capital structure and political patronage: the case of Malaysia[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2006, 30: 1291 - 1308.
- [17] Charumilind C, Kali R, Wiwattanakitang Y. Connected lending: Thailand before the financial crisis[J]. *Journal of Business*, 2006, 79: 181 - 217.
- [18] Claessens S, Feijen E, Laeven L. Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88: 554 - 580.
- [19] Li H, Meng L S, Wang Q, et al. Political connections, financing and firm performance: evidence from Chinese private firms[J]. *Journal of development economics*, 2008, 87: 283 - 299.
- [20] Fan J P H, Rui O M, Zhao M X. Public governance and corporate finance: evidence from corruption cases[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2008, 36: 343 - 364.
- [21] 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(7): 130 - 141.
- [22] 张敏, 张胜, 申慧慧等. 政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2010(11): 143 - 153.
- [23] Francis B B, Hasan I, Sun X. Political connections and the process of going public: evidence from China[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2009, 28: 696 - 719.

- [24] 吴水亭,徐扬. 发行管制下政治关系对民企再融资择时行为的影响[J]. 系统工程,2010(2):55-62.
- [25] 潘越,戴亦一,李财喜. 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[J]. 南开管理评论,2009(5):6-17.
- [26] 梁莱歆,冯延超,杨继伟. 实际控制人的政治身份与审计师选择——来自我国民营上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究,2011(2):39-46.
- [27] 李东平. 大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡[D]. 上海财经大学博士学位论文,2001.
- [28] 中国证券监督管理委员会. 中国资本市场发展报告[M]. 北京:中国金融出版社,2008.
- [29] 陈冬华,章铁生,李翔. 法律环境、政府管制与隐性契约[J]. 经济研究,2008(3):60-72.
- [30] 黄少卿. 中国转型时期一个非正式合同执行机制:背景、模型与解说——地方官员在转轨过程中的合同执行功能[J]. 制度经济研究,2006(1):47-69.
- [31] Chen C, Li Z, Su X. Rent seeking incentives, political connections and organizational structure: empirical evidence from listed family firms in China[D]. Working Paper. City University of Hong Kong, 2005.
- [32] Cull R, Xu L C. Institutions, ownership and finance: the determinants of profit reinvestment among Chinese firms[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77:117-146.
- [33] 周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J]. 经济研究,2004(6):33-40.
- [34] 王永钦,张宴,章元等. 中国的大国发展道路——论分权式改革的得失[J]. 经济研究,2007(1):4-16.
- [35] 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 2009 年报告[M]. 北京:经济科学出版社,2010.
- [36] Jiang D Q, Liang S K, Chen D H. Government regulation, enforcement and economic consequences in transition economy: empirical evidences from Chinese listed companies conducting split share structure reform[J]. China Journal of Accounting Research, 2009(2):71-99.
- [37] 夏立军,方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据[J]. 经济研究,2005(5):40-51.

[责任编辑:高 婷]

## The Relationship between Politics and Private Enterprises' Access to IPO

ZHANG Tiesheng<sup>1</sup>, XU Dexin<sup>2</sup>, ZHU Chuanling<sup>1</sup>

(1. School of Management, Anhui University of Industry, Maanshan 243002, China;

2. Center for Corporate Governance and Operation, Anhui University of Industry, Maanshan 243002, China)

**Abstract:** In this paper, we have analyzed whether political relationship is conducive to China's private enterprises access to IPO. Taking as our samples of the private enterprises applied IPO to CSRC from 2006 to 2009, and by examining the enterprises' political relationship from the point of enterprise and province, we find that enterprises with more political relations are more possibly achievable to IPO. The results of our study indicate that, at the present China with poor law enforcement and weak system protection for property rights, the political relationship has been working as an informal substitute mechanism, to lessen the obstruction caused by the backward system.

**Key Words:** political relationship; private enterprises; access to IPO; institutional environment; private ownership; enterprise outside financing