

转轨背景下官员兼职规制的经济效应

龙小宁, 张训常, 杨进

[摘要] 本文以中组部〔2013〕18号文为背景,分析了限制政府官员与高校领导干部在企业兼职、任职的文件宣告后企业的市场和财务表现。基于生存分析法的研究发现:18号文的出台显著缩短了政府官员或高校领导在企业担任独立董事的时间,使其离职概率相对提高了38.72%。采用事件研究法的结果显示:18号文发布后,处理组企业在事件窗(-5,+5)的9个交易日内股票累计超额收益率比对照组平均下降了1.14%,并且政府关联企业 and 高校关联企业都受到显著的负面影响。结合样本企业的季度数据构建DID模型发现:18号文发布后,处理组企业的贷款规模以及销售收入同比增长率发生显著下降,但企业的研发支出水平显著上升。本文的研究发现可能意味着18号文这一官员兼职规制文件正逐渐切断政府官员、高校领导与企业之间的利益输送机制,对于理顺政企关系、抑制政府官员和高校领导的寻租行为将发挥重要促进作用。

[关键词] 官员兼职规制; 政府关联; 高校关联; 事件研究法

[中图分类号]JF271.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2016)07-0040-17

一、问题提出

在中国市场化改革进程中,公共部门人员在私人部门兼职任职的现象屡见不鲜,这不仅在一定程度上干扰了市场的正常竞争,妨碍社会稀缺资源的有效配置,而且也强化了私人部门和公共部门之间的寻租行为^①,尤其独立董事制度的引进,更是成为公共部门人员在企业兼职、任职的重要通道。为有效遏制官员在企业兼职、任职的现象,防止政商勾结,中共中央组织部(简称中组部)于2013年10月19日下发《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,简称“18号文”),严格限制了党政领导干部以及参照公务员法管理的人民团体、群众团体、事业单位领导干部在企业兼职、任职的行为,并要求不合规定的独立董事在3个月内辞去职务。由此,18号文可以被认为中国针对官员兼职现象的最新规制举措。

[收稿日期] 2016-05-20

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“产业政策的微观基础和我国产业结构转型研究:基于产品空间理论的考察”(批准号71273217);中央高校基本科研业务费专项资金项目“大数据时代知识产权与创新发展研究”(批准号20720151287)。

[作者简介] 龙小宁(1971—),女,内蒙古包头人,厦门大学王亚南经济研究院教授,经济学博士;张训常(1991—),男,江西赣州人,厦门大学经济学院博士研究生;杨进(1986—),男,四川雅安人,西南财经大学财税学院讲师,经济学博士。通讯作者:龙小宁,电子邮箱:cxlong@xmu.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

与现任官员兼职现象类似的是“旋转门”现象,在两种现象中,相关人员通过在公共部门和私人部门之间同时或先后就职,建立起与政府的联系,并通过这种联系来为私人部门和自身牟利。官员兼职规制或“旋转门”管制则通过降低公共部门人员在私人部门的就业机会,使企业更难建立与公共部门之间的关联,令兼职和“旋转门”机制对企业的作用不复存在^[2,3]。以美国为例,当联邦政府实施更严格的“旋转门”法案后,企业建立政治关联将不再对其价值产生显著影响^[4]。在中国,18号文下发以来,官员独立董事和高校领导独立董事大量离职,这是否意味着当官员兼职受到更加严格的管制时,中国公共部门人员在私人部门中的实际就业机会受到了限制?企业之前建立的政府关联和高校关联是否也将因此逐渐消失?这是否会降低企业的市场价值?同时对企业的长期业绩又会造成怎样的影响?关于这些问题的研究,可以更深入地理解18号文的政策涵义和效果,为中国现行的官员反腐和高校反腐提供经验分析,也可以为国内官员任职规制作用的相关文献作重要补充。

国外对于官员在企业任职的经济效应研究主要是从“旋转门”视角来考察,并且大多数研究认为,企业建立“旋转门”并取得政治联系,能够使企业获得一定的政治资本^[5],得到更多的优惠贷款、销售合同以及市场准入机会等^[6-10],从而对企业的价值产生正向影响^[11-14]。不过,也有部分研究发现,企业建立政治关联产生的寻租行为对企业会产生负面效应^[15,16]。就国内文献而言,针对官员兼职作用的探讨是从政治关联的角度出发来研究,多数文献关注政治关联建立后的经济后果^[1,17-20],而对于失去政治关联的相关讨论相对缺乏。与本文有类似之处的是,邓晓飞等^[21]也以18号文为背景,讨论了政治关联丧失的经济后果,但他们是以官员独立董事离职为事件,并且只分析了政治关联丧失后股票市场的反应,以此探究政治关联的作用。与该文不一样的是,本文以18号文公布日作为事件日,能够更为准确地了解18号文的影响。不仅如此,考虑到中国的特殊背景,本文从政府关联和高校关联两个角度对中国官员兼职现象的影响予以考察。

具体来说,企业通过聘用官员在企业兼职来建立与政府之间的联系。而在中国特殊的制度背景下,除在政府机构任职的官员以外,其他参照公务员法管理的机构中的领导人员也具有官员的性质,包括中国的高校领导。按照行政级别,中国高校被划分为副部级高校、厅级高校和副厅级高校,因此,高校领导也与政府官员一样具有相应的行政级别。虽然两者之间存在较大差别,但高校领导因其行政级别所拥有的社会资源不逊于政府官员,并且由于与政府部门之间存在千丝万缕的联系,还可以获得不菲的政治资源。这可能是中国企业不仅热衷于与政府部门人员建立联系,而且也热衷于与高校领导建立联系的重要原因,这意味着官员兼职也适用于解释高校关联。同时,18号文这一官员兼职规制文件不仅适用于政府官员,而且也明确规定适用于高校领导,因而通过分析政府关联和高校关联的企业受文件的影响大小来充分考察官员兼职规制文件的经济效应,这是本文考察高校关联的又一原因。当然,企业与高校领导建立联系也可能是为了得益于后者作为高级专业人才所具有的专业才能或管理经验。因此,本文在后文中也将针对这种可能性进行讨论并提出对政策建议的影响。

与现有的相关研究相比,本文具有以下创新点:①研究的官员兼职现象不仅包括政府关联,也包括高校关联,并在此基础上分析了中国背景下官员兼职规制的经济效应,拓展了关于中国官员兼职现象的研究。②以中组部下发的18号文这一外生冲击为研究背景,采用事件研究法,实证分析了限制政府官员和高校领导在企业兼职对企业股票收益率的影响,在很大程度上避免了以往研究存在的内生性问题。③采用2012—2015年的季度数据,结合双重差分模型,研究了18号文件对企业的长期影响,为官员兼职的作用机制提供了经验证据。

二、理论分析与假说

官员在企业兼职、任职可以实现个人在公共部门和私人部门之间双向转换角色、穿梭交叉为个人和利益集团牟利。在美国等联邦制国家,这一功能更多地是依靠官员退休后的游说行为为私人部门牟利而实现^[23],而在中国转型时期的制度背景下,庞大的社会网络关系使“官员兼职”成为更重要的作用机制。本质上,官员在企业兼职实现了信息、资源和利益在公共部门和私人部门之间的相互传输。一方面,私人部门通过支付一定的报酬聘请公共部门人员担任公司职务,希望借助公共部门人员这一桥梁获得相应的有利资源,比如信息资源、贷款资源以及人脉资源等;另一方面,公共部门人员从企业中获得收入,在履行自己正当职责的同时,也为企业提供自己所拥有的其他资源。企业作为利益最大化的“经济人”,在成本与收益之间进行权衡,做出有利于自身利益的最优决策。基于以上分析,18号文件发布以后,市场预期企业通过聘请官员兼职独立董事所建立的政治联系将在不久之后不复存在,而企业通过政治联系得到的好处也将逐渐消失。根据有效市场理论,由于股票价格的变化是对未来预期的反应,影响企业预期利润的消息能够快速反应在股票价格上。因此,对于以往依赖于政治联系的企业,18号文的颁布对其而言是一项负面的消息,将导致该类企业的股票累计超额收益率在事件窗内低于其他企业。据此,本文提出:

假设 1:18 号文颁布后,官员兼职企业受到负面消息的冲击,在事件窗内其股票累计超额收益率将低于非官员兼职企业。

根据寻租理论,在市场不完备的情况下,资源的配置往往掌握在政府手中,而政府依靠权力配置资源。企业在探寻新的利润增长点的过程中便有很强的动机支付给政府人员一定的“租金”以获取稀缺资源,或者与政治家结盟建立政府联系,并通过影响政治环境和政治过程为相关利益集团谋求“租金”^[23,24],所以政府关联在大多数国家均有重要的意义。对于上市公司来说,一种常用的方法是通过聘请官员担任独立董事来建立与政府的联系,并从中获得一定的政治资本。比如 Agrawal and Knoeber^[25]基于美国上市公司数据的研究发现,官员独立董事可以授予企业更多的合同,降低监管要求,并对竞争对手施加关税,等等。在中国,随着独立董事制度的引进,企业通过聘任党政官员担任独立董事建立政府关联的现象变得相当普遍。据估算,截至 2013 年 10 月,超过 1/3 的上市公司聘任了具有党政官员背景的独立董事。在此基础上,如果市场判断企业将丧失政府关联时,其负面影响将反映为企业的股票超额收益率下降。

除了与政府官员的联系之外,高校作为中国行政化管理体制中的事业单位也有重要的关联作用,尤其是通过高校领导干部建立的高校关联的作用。由于高校师资特别是领导的门生遍布各行各业,高校独立董事除了能从专家的角度为企业提供相关政策建议外,企业也能利用其学术影响力、社会关系等无形资源为自身带来价值的提升以及社会信任度。关于高校人员独立董事作用的研究较少,且得出了不同的结论。例如,Audretsch and Lehmann^[26]的研究发现,具有学术背景的独立董事有助于德国企业进入新的行业以及吸收外部知识溢出,从而提高公司的竞争优势;而 White et al.^[27]和 Cheng^[28]的研究则发现,聘用高校人员担任独立董事对美国和中国企业的作用有限。虽然以上研究对于高校人员担任独立董事如何影响企业存在争议,但如果聚焦高校领导,本文认为会有更加明确的结果。作为高校机构的管理层,高校领导所拥有的社会资源以及学术影响力往往超过一般高校教师,不仅可以提供有价值的专业信息或知识,而且高校领导拥有一定的政府人脉,也可以为企业带来政治资源效应。因此,本文预期聘请高校领导担任独立董事所建立的高校关联对企业也具有正向作用。据此,本文提出:

假设 2:18 号文颁布后,政府关联企业和高校关联企业都会受到负面影响。

接下来,本文关注官员兼职规制的异质性影响。一般而言,国有企业由于其独特的产权属性,具有天然的政府联系,因此,官员在国有企业中兼职对企业的作用有限。而对于民营企业,由于其在信贷和市场准入等方面受到诸多限制,政府关联和高校关联能在很大程度上给民营企业带来更多的竞争优势,从而有利于民营企业价值的提高。据此,本文提出:

假设 3:18 号文颁布后,聘用政府官员或高校领导担任独立董事的民营企业会受到更大的负面影响。

政府的治理水平也可能影响官员兼职规制的作用。一方面,腐败越严重的地区,由于企业与政府之间的利益输送更频繁,以及政府与高校之间的联系也更加密切,政府关联或高校关联给企业带来的隐性作用也会更大。例如,Faccio et al.^[15]发现在腐败水平比较严重的国家,政府关联更加普遍。另一方面,在政府干预程度越高的地区,企业可以从政府和社会关联中获得的利益越大,因此,官员独立董事或者高校领导独立董事在政府干预程度较高的地区对企业的作用越大。据此,本文提出:

假设 4:在腐败水平较高的地区,官员兼职企业受 18 号文的负面影响更大。

假设 5:在政府干预程度较高的地区,官员兼职企业受 18 号文的负面影响更大。

三、数据描述与独立董事离职分析

1. 研究样本、数据来源与数据描述

本文选择 2013 年沪深交易所上市的所有 A 股上市公司作为初始样本。考虑样本数据中存在的异常情况与本文研究的需要,根据文献通常的做法对样本进行了如下处理:①删除事件窗口期(-5,+5)内无连续交易行情数据的公司;②由于估计窗口过短可能导致估计的不准确,删除估计窗口不足 90 天交易日的公司;③删除 2013 年之后上市的公司;④剔除金融类,以及 ST 类、ST* 类上市公司;⑤剔除缺少独立董事信息的公司。经过筛选,本文的研究样本包括 1759 家上市公司,所使用的具体数据包括样本公司的独立董事信息数据、股票价格数据、指数交易数据、企业特征数据、企业财务数据以及地区相关数据。其中,企业层面的数据来自 CSMAR 相关数据库和锐思数据库,并且本文依据上市公司独立董事简介和百度搜索等工具确认独立董事的类型,并以此界定企业是否存在政府关联或高校关联。具体地,本文根据独立董事的个人信息,将现任或曾经担任党政领导干部^①的独立董事归类为“官员独立董事”,将现任或曾经担任高校领导干部^②的独立董事归类为“高校领导独立董事”,并将官员独立董事和高校领导独立董事统一归类为“官员或高校独立董事”,对于不具有党政领导干部背景或者高校领导干部背景的独立董事则归类为“其他独立董事”;然后根据企业的独立董事成员中是否具有官员独立董事或高校领导独立董事来判断企业是否建立了政府关联或高校关联,并以企业是否建立政府关联或高校关联为标准来判断企业是否存在官员兼职现象,进而将政府关联企业和高校关联企业界定为官员兼职企业,作为处理组,而将其他企业界定为非官员兼职企业,作为控制组。

经过整理,本文最终得到 2013 年 1759 家上市公司涉及 7063 名独立董事的详细信息数据,占 2013 年所有 A 股上市公司独立董事总人数的 75%左右。详细描述见表 1。表 1 中 Panel A 是关于独立董事的信息,包括 2013 年末样本公司中在任以及离职的所有独立董事。在本文研究的 7063 名独立董事中,12.98%的独立董事具有党政领导干部背景,13.66%的独立董事具有高校领导干部背景,

① 由于 18 号文针对的是副处级以上领导干部,本文的党政领导干部包括副处级以上地方政府官员、人大常委、政协委员,以及其他政府工作部门或机关内设机构的副处级以上领导成员。

② 本文的高校领导干部只包括副部级、厅级和副厅级高校的副院长以上级别的领导干部。

而 25.95% 的独立董事具有党政领导干部或高校领导干部之一的背景。从上面三者的比例可以发现,只有极少数的独立董事既具有党政领导干部背景又兼有高校领导干部背景。表 1 中的 Panel B 从公司层面进行描述,这里剔除事件后上任的独立董事以及事件前离职的独立董事,只考虑事件日这个时间点样本企业内的独立董事任职情况。观察发现,在中组部 18 号文公布日,每家上市企业平均拥有独立董事 3.32 人,在研究的公司样本中有 33.48% 是政府关联企业,34.11% 是高校关联企业,而 57.08% 是官员兼职企业,说明中国党政领导干部和高校领导干部在上市企业中任职已非常普遍。并且初步比较各类型企业的占比可以发现,只有 10.51% 的企业既是政府关联企业又是高校关联企业,多数企业只建立了政府关联和高校关联中的一个。

表 1 独立董事信息描述

Variable	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
Panel A: 独立董事					
官员独立董事	7063	0.1298	0.3361	0.0000	1.0000
高校领导独立董事	7063	0.1366	0.3435	0.0000	1.0000
官员或高校独立董事	7063	0.2595	0.4384	0.0000	1.0000
Panel B: 企业层面					
企业独立董事人数	1759	3.3160	0.7564	1.0000	8.0000
政府关联企业	1759	0.3348	0.4721	0.0000	1.0000
高校关联企业	1759	0.3411	0.4742	0.0000	1.0000
官员兼职企业	1759	0.5708	0.4951	0.0000	1.0000
非官员兼职企业	1759	0.4392	0.4951	0.0000	1.0000

资料来源:作者整理。

2. 独立董事离职分析:“18 号文”与独立董事生存时间

2013 年 10 月 19 日中组部 18 号文的下发,引发了一轮独立董事离职潮。受文件的影响,在企业兼任独立董事的党政官员相继辞去独立董事职位。据新浪财经报道,在文件下发后的短短 8 个月内,有将近 300 位独立董事离职,其中有超过 120 名官员独立董事。此外,高校独立董事在文件发布后也出现了大量的离职。然而,这一批独立董事的离职是否主要受 18 号文的影响,抑或是正值换届或其他因素的作用,是需要进一步探究的问题。毕竟 2013 年末有大量独立董事因为任期结束而离职,并且在文件下发后 8 个月内离职的 300 名独立董事中也只有不到 1/2 是官员独立董事,因此,如果不剔除其他独立董事离职的影响因素,将可能夸大 18 号文的作用。

更重要的是,18 号文在多大程度上影响官员或高校独立董事的离职行为,这是研究官员兼职规制有何影响的前提,因此,需要进行认真细致的验证。基于此,本文将采用生存分析法对其进行研究,在建立生存分析模型并控制影响生存时间的其他相关因素的基础上,试图准确估计 18 号文对企业独立董事生存时间的影响大小。这里以 2013 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日为考察时间段,定义独立董事生存时间为 2013 年 1 月 1 日至其离职时间所经历的时间长度。选取研究样本公司涉及的 7063 名独立董事作为分析对象。为了排除其他因素的影响,本文构建了基准的连续时间生存分析模型,以更加准确地估计各因素对生存时间的影响^①。模型基本设定如下:

^① 本文采用 Kaplan-Meier 生存曲线初步考察了 18 号文对各类独立董事在考察期内生存时间的影响,所描述的结论与实证结果一致,鉴于篇幅的限制,本文不再列出。

$$\ln h(t, X)_{ijt} = \alpha + \beta_1 \text{director}_{ijt} \times \text{policy}_{jt} + \beta_2 \text{director}_{ijt} + \beta_3 \text{policy}_{jt} + \gamma X_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, i 表示公司, j 表示独立董事, t 表示时间。 $h(t, X)$ 表示连续时间风险率(此处为独立董事离职率), 协变量 X_{ijt} 是影响独立董事 j 在考察期内生存时间长度的相关因素, 包括已任职时间长度 (*tenure*)、独立董事年龄 (*age*)、性别 (*gender*)、担任独立董事公司的行业性质 (*industry*) 以及公司的地理位置 (*province*)。虚拟变量 $\text{director}=1$ 表示官员或高校独立董事, 即本文预期主要受影响的独立董事类型, $\text{director}=0$ 表示其他独立董事; policy 表示 18 号文出台后的虚拟变量, 文件出台后取值为 1, 否则为 0, 用以考量对所有独立董事离职率的影响。交叉项 $\text{director} \times \text{policy}$ 的系数 β_1 则反映了文件出台后对官员或高校独立董事离职率的影响。同时, 本文采用模型 (2) 来估计 18 号文对官员独立董事和高校领导独立董事离职的不同影响:

$$\ln h(t, X)_{ijt} = \alpha + \beta_1 \text{director_govt}_{ijt} \times \text{policy}_{jt} + \beta_2 \text{director_univ}_{ijt} \times \text{policy}_{jt} + \beta_3 \text{director_govt}_{ijt} + \beta_4 \text{director_univ}_{ijt} + \beta_5 \text{policy}_{jt} + \gamma X_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

其中, director_govt 表示官员独立董事的虚拟变量, director_univ 表示高校领导独立董事的虚拟变量, 因此, 模型 (2) 中交叉项系数 β_1 和 β_2 分别反映了 18 号文对官员独立董事和高校领导独立董事的影响大小, 模型中其他变量的定义与模型 (1) 相同。

18 号文对官员独立董事或高校领导独立董事生存时间影响的估计结果见表 2。其中第 (1) 列和第 (2) 列是采用 Weibull 模型对模型 (1) 和模型 (2) 估计所得到的结果, 第 (3) 列和第 (4) 列则是采用 COX PH 模型估计的结果。从估计结果看, 无论是基于哪一种模型, 在控制其他影响独立董事生存时间的因素后, 交叉项 $\text{director} \times \text{policy}$ 的系数在 5% 的水平下都显著为正, 表明 18 号文提高了官员或高校独立董事离职的风险率, 缩短了该类独立董事的生存时间。系数 0.3273 表示对于官员或高校独立董事而言在文件出台后, 其离职风险率(生存率)显著的高于(低于)文件出台前; 该值表示, 在任何一个时间点, 18 号文会使官员或高校独立董事离职风险率显著提高 38.72%, 即离职概率提高 38.72%。^① 类似地, 将独立董事细分成官员独立董事或高校领导独立董事两个组别后, 发现 18 号文对于这两类独立董事都有显著的影响。由此得到的结论是, 中组部 18 号文确实起到了割断企

表 2 连续时间模型估计结果

	Weibull 模型		COX PH 模型	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>director</i> × <i>policy</i>	0.3273** (0.1415)		0.3228** (0.1300)	
<i>director_govt</i> × <i>policy</i>		0.3610** (0.1419)		0.3551** (0.1422)
<i>director_univ</i> × <i>policy</i>		0.3819*** (0.1235)		0.3742*** (0.1241)
控制变量	是	是	是	是
Industry	是	是	是	是
Province	是	是	是	是
观测值	7063	7063	7063	7063

注: **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著, 括号内为稳健标准误; 限于篇幅, 只列出了交叉项的估计系数。
资料来源: 作者利用 Stata 软件估计得到。

① 风险比(即受影响独立董事离职几率与不受影响独立董事离职几率的比值)为 $\exp(0.3273)=1.3872$ 。

业政府关联或高校关联的作用, 官员兼职为企业建立起的联系作用随着官员独立董事和高校领导独立董事的离职可能会逐渐淡化。

四、研究设计与实证分析

1. 研究方法

本文将结合事件研究法分析股票市场对中组部 18 号文的反应, 本文从外部角度对这一问题进行探讨, 在较大程度上可以缓解研究中的内生性问题。首先, 由于 18 号文的发布是在企业预期之外, 其影响体现在文件发布以后带来的对企业股票收益率的非预期变化。因此, 在事件发生之前的一段时间, 各组企业之间的股票超额收益率不应该存在与文件发布有关的显著区别。其次, 由于文件的发布只影响已经聘请官员独立董事或高校领导独立董事的企业, 而对其他类型企业没有影响, 因此, 可以将受影响企业作为处理组而将其他企业作为控制组, 进而估计文件发布引起的官员或高校领导独立董事离职的冲击对处理组企业的股票超额收益率的影响^[29,30]。具体地, 这里主要参照 MacKinlay^[31]和 McWilliams and McWilliams^[32]对事件研究法的介绍。

(1) 定义事件和事件窗。本文以 2013 年 10 月 19 日中央组织部下发 18 号文这一事件作为研究对象。以该文下发日作为事件日, 并将事件日前 5 天和后 5 天, 即 $(-5, +5)$ 定为事件窗口, 其中事件窗口从 18 号文公布前 5 日开始是为了分析事件是否存在消息泄露的可能。由于文件下发日为周六, 事件窗口包括了 9 个交易日的数据, 为了验证结果的稳健性, 本文也考虑了 $(-5, +0)$ 、 $(-5, +2)$ 这两个事件窗口。而估计窗口的选择参考 Nguyen and Nielsen^[33]的研究, 采用事件前 300 天至前 46 天作为估计窗口, 共计 166 天的交易日数据。

(2) 计算累计超常收益率。超常收益率即实际收益率与期望收益率之间的差值, 计算公式为 $AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$, 其中, AR_{it} 表示股票 i 在 t 时期的超常收益率, R_{it} 和 R_{mt} 分别表示 t 时期的股票实际收益率和市场收益率, 这里 R_{mt} 采用股票 i 所属市场的指数回报率衡量。具体地, ①利用估计窗口数据计算每只股票的 α 值和 β 值; ②根据 CAPM 模型计算期望收益率 $E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$; ③计算出每只股票的超常收益率 AR_{it} , 再通过公式 $CAR(n, m) = \sum AR_{it}$ 可计算出股票 i 在事件窗 (n, m) 内的累计超额收益率。

2. 变量定义、描述性统计与模型设定

由于 18 号文限制的是党政领导干部以及参照公务员法管理的人民团体、群众团体、事业单位领导干部在企业兼职、任职的行为, 其中, 官员独立董事和高校领导独立董事无疑是受影响最大的两大群体, 前文已采用生存分析法对此进行了验证。基于此, 本文以 18 号文下发这一事件为自然实验, 分析具有官员或高校领导独立董事的上市公司在股票市场上对这一事件的反应, 从而考察官员兼职规制对公司价值的影响。根据前面的定义, 将具有政府关联或者高校关联的企业定义为官员兼职企业, 并以其作为研究的处理组, 以虚拟变量 RDC_i 表示, 而其他企业则作为对照组, 即 $RDC_i = 1$ 表示 i 为官员兼职企业(处理组企业), $RDC_i = 0$ 表示 i 为非官员兼职企业(对照组企业)。另一方面, 当一个企业中拥有不同数量的官员独立董事或高校领导独立董事时, 受事件的影响程度可能会存在差别, 因此, 本文也采用两类独立董事人数在企业独立董事总人数中的占比这一变量对这一问题进行分析。

传统的事件研究法通过直接检验处理组的超常收益率或累计超常收益率的均值是否显著异于

0 来分析事件的影响,与此不同的是,本文采用多元线性回归,通过比较事件发生后不同组别企业累计超额收益率的差异来分析事件对处理组的影响是否显著异于对照组,从而考察文件对有官员独立董事或高校领导独立董事的企业股票收益率的异常影响,并且通过控制其他影响因素以保证估计结果的准确性。具体地,本文以不同窗口期的累计超额收益率为被解释变量,区分两组企业的虚拟变量(RDC_i)作为解释变量进行多元回归,并控制其他影响股票收益率的因素,从而对本文的假设进行验证。其他影响因素包括企业规模、独立董事规模、托宾 Q、债务股权比率和企业的资产净利率等企业层级变量,也包括股票市场类型、行业效应和地区效应。相关变量的定义见表 3,变量的描述性统计见表 4。

表 3 变量定义

变量符号	变量定义
$CAR(n,m)$	事件窗口 (n,m) 内的股票累计超额收益率(单位:%)
RDC	表示企业是否是官员兼职企业(处理组)的虚拟变量
$RDC_{percent}$	表示企业中官员或高校领导独立董事占总独立董事人数的比重
RDC_{govt}	表示企业是否是政府关联企业的虚拟变量
RDC_{univ}	表示企业是否是高校关联企业的虚拟变量
$Log(asset)$	企业资产规模;采用企业的资产总额取对数表示(单位:元)
$No.of\ director$	独立董事总人数
ROA	企业的资产净利率;净利润/总资产
$Debt/asset$	债务股权比例;负债总额/所有者权益
$TobinQ$	托宾 Q; 市场价值/资产总计
SSE	股票市场类型,取值 1 表示企业属于沪市 A 股,取值 0 表示企业属于深市 A 股
$Industry$	行业虚拟变量
$Province$	省份虚拟变量

资料来源:作者整理。

表 4 相关变量描述性统计

变量	处理组企业			对照组企业		
	观测值	平均值	标准差	观测值	平均值	标准差
$CAR(-5,+0)$	1004	-0.0174	5.6248	755	0.6063	5.9573
$CAR(-5,+2)$	1004	-0.1738	6.2500	755	0.6119	6.3951
$CAR(-5,+5)$	1004	-0.3359	7.8080	755	0.6561	7.5861
$Log(asset)$	1004	22.2351	1.3009	755	21.8920	1.2178
$No.of\ director$	1004	3.4143	0.8060	755	3.1841	0.6629
ROA	1004	0.0273	0.0349	755	0.0292	0.0354
$Debt/asset$	1004	1.5042	1.6322	755	1.2403	1.4163
$TobinQ$	1004	1.5600	1.5767	755	1.7822	1.6865
SSE	1004	0.4612	0.4987	755	0.4026	0.4908

注: $Log(asset)$ 、 ROA 、 $Debt/asset$ 、 $TobinQ$ 基于样本公司 2013 年第 3 季度的数据。

资料来源:作者整理。

本文采用多元回归模型(3)估计 18 号文对官员兼职企业股票累计超额收益率的影响大小:

$$CAR(n,m)_{ikj} = \alpha + \beta RDC_{ikj} + \gamma Z_{ikj} + SSE_{ikj} + industry_k + province_j + \varepsilon_{ikj} \quad (3)$$

其中, $CAR(n, m)_{ikj}$ 表示在行业 k 省份 j 的企业 i 在事件窗口 (n, m) 内的累计超额收益率, 参照现有文献的研究以及基于事实的考察, 这里主要考虑了 $(-5, +0)$ 、 $(-5, +2)$ 、 $(-5, +5)$ 这三个事件窗口的效应^①。 Z_{ikj} 为相关控制变量, 具体的变量选取见前文。通过对模型(3)的估计可以得到系数 β , 该值反映了 18 号文出台后处理组企业与对照组企业的股票累计超额收益率之间的差异, 即 18 号文对官员兼职企业的影响效应。

3. 基准回归结果

基于前文理论分析, 本文可以预测 18 号文的发布会使官员兼职企业的平均累计超额收益率低于对照组企业, 即模型(3)中的系数 β 符号为负。在基准回归部分, 本文采用 OLS 法进行估计, 为使结果更加稳健, 本文采用稳健标准误作为显著性判断, 估计结果如表 5 所示。估计结果显示, 在控制了资产规模、ROA、债务股权比例等相关因素后, 在考察的所有事件窗内, 官员兼职企业 ($RDC=1$) 的平均累计超常收益率都显著低于对照组企业 ($RDC=0$)。通过对前后 5 天的事件窗 $(-5, +5)$ 进行考察, 本文发现官员兼职企业比对照组企业的平均累计超额收益率低了 1.14%, 并且估计结果在 1% 的水平下显著^②。在表 5 的第(1)列中, 本文对事件窗 $(-5, +0)$ 的累计超额收益率进行了考察, 发现 RDC 变量的系数也显著为负, 体现了消息确实存在泄露的可能。此外, 本文采用企业中官员或高校独立董事占总独立董事人数的比例 ($RDC_percent$) 这一变量替代了前面的虚拟变量, 估计结果为表 5 的第(4)—(6)列, 估计系数 β 的符号与前面一致(不过系数变大了), 这说明 18 号文对存在更多官员或高校独立董事的企业具有更大的负面效应。通过以上结果的分析, 本文得出: 当官员兼职规制的消息宣布后, 市场对受到规制影响的企业具有负面的反应, 显著降低了官员兼职企业的累计超额收益率, 这从侧面说明了官员兼职在企业中的正向作用被市场所认可, 此结果与本文的假设 1 相吻合。

4. 异质性影响分析

(1) 政府关联和高校关联的异质性。本文的基准回归结果肯定了官员兼职受到规制后市场对关联企业的负面预期, 但这里无法区分负面预期到底是由于对政府关联的限制还是对高校关联的限制引起的。因此, 为了检验政府关联和高校关联对企业是否都存在正向的作用, 本文将官员兼职企业分为政府关联企业 ($RDC_govt=1$) 和高校关联企业 ($RDC_univ=1$), 以非官员兼职企业作为对照组进行回归, 估计结果见表 6^③。从表 6 所列的结果可以发现, 无论是政府关联的企业还是高校关联的企业, 18 号文对其都产生了负面效应, 使这两类企业在事件窗内的平均累计超额收益率都显著低于对照组企业^④。在 $(-5, +5)$ 的事件窗口下, 政府关联企业的平均累计超额收益率低于对照组企业 0.82%, 并在 5% 的水平下显著; 而高校关联企业的平均累计超额收益率比对照组企业低了 1.05%, 且在 1% 的水平下显著。这表明政府关联和高校关联在企业中都起到一定的作用, 从而提高了企业

① 本文也考察了事件窗口 $(-10, -5)$ 内的影响, 发现处理组企业的 CAR 并没有显著低于对照组企业。

② 需要强调的是, 因为信息的缺乏, 本文无法剔除不受影响的已退休党政领导干部。但现有结果表明, 即使不剔除不受影响的党政领导干部, 政府关联的企业总体仍受到负面影响。因此, 如果只分析受影响的党政领导干部, 则负面影响应该更大。换言之, 本文的结果是被低估了的 18 号文件的影响, 所以样本的选择对于本文的定性结果不产生影响。

③ 鉴于本文研究的主要目的, 后文中都只对采用虚拟变量的估计结果进行分析。

④ 由于本文样本中既是政府关联企业又是高校关联企业的占比较少, 将 RDC_govt 和 RDC_univ 放在一起回归不存在共线性的问题, 当然, 本文也将同是这两类企业的样本删除后进行了估计, 所得结果一致。

表5 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(-5,+0)	(-5,+2)	(-5,+5)	(-5,+0)	(-5,+2)	(-5,+5)
<i>RDC</i>	-0.6874** (0.2833)	-0.8862*** (0.3145)	-1.1449*** (0.3722)			
<i>RDC_percent</i>				-1.1453** (0.5247)	-1.5443*** (0.5977)	-2.0786*** (0.7056)
<i>Log(asset)</i>	-0.4842*** (0.1491)	-0.4619*** (0.1616)	-0.6469*** (0.1821)	-0.4784*** (0.1499)	-0.4525*** (0.1623)	-0.6324*** (0.1827)
<i>No.of director</i>	0.2973 (0.1896)	0.4091** (0.2037)	0.5500** (0.2423)	0.2600 (0.1888)	0.3620* (0.2025)	0.4903** (0.2407)
<i>ROA</i>	4.9581 (5.8030)	11.9518* (6.5817)	18.4642*** (7.1136)	4.9024 (5.7894)	11.8638* (6.5558)	18.3307*** (7.0914)
<i>Debt/asset</i>	-0.1948** (0.0993)	-0.2250** (0.1059)	-0.2221* (0.1176)	-0.1929* (0.0993)	-0.2221** (0.1060)	-0.2176* (0.1177)
<i>TobinQ</i>	-0.6158*** (0.1355)	-0.6563*** (0.1584)	-1.0716*** (0.1675)	-0.6153*** (0.1355)	-0.6554*** (0.1581)	-1.0699*** (0.1670)
<i>SSE</i>	0.1628 (0.3175)	0.7112** (0.3487)	-0.2660 (0.4083)	0.1559 (0.3177)	0.7016** (0.3489)	-0.2792 (0.4083)
<i>constant</i>	14.8404*** (3.6420)	14.0656*** (3.9712)	17.9912*** (4.4031)	14.7640*** (3.6524)	13.9354*** (3.9778)	17.7840*** (4.4115)
<i>Province</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Industry</i>	是	是	是	是	是	是
样本数	1759	1759	1759	1759	1759	1759
R ²	0.0949	0.0852	0.1446	0.0942	0.0846	0.1443

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著,括号内为稳健标准误。下表同。

资料来源:作者利用 Stata 软件估计得到。

的价值,而限制政府关联和高校关联造成目标企业的股票收益率降低^①。该结果不仅肯定了官员独立董事的作用,同样也为高校领导独立董事在企业中的作用提供了支持,与前文假设 2 相一致。

(2)国有企业和民营企业的异质性。为了区分官员兼职规制对不同所有制类型企业的影响,本文按企业的实际控制人性质把样本企业分为民营企业、国有企业和其他企业。具体地,将实际控制人为个人的企业归为民营企业,而将实际控制人为地方国有企业、地方政府、地方国资委、中央政府以及国资委的企业归为国有企业。根据这一方法界定后,本文的样本中共有 811 家民营企业、785 家国有企业以及 163 家其他企业。为了考察官员兼职规制对不同所有制类型企业的影响是否存在差别,本文将民营企业和国有企业进行分组回归,其结果见表 7。研究发现,18 号文发布以后,政府关联或高校关联的国有企业和民营企业都受到了负面的影响。但从估计系数看,民营企业所受到的负面影响在各个窗口期均大于国有企业,说明相对于国有企业而言,官员兼职在民营企业中的作用

① 这组结果肯定了高校领导独立董事在企业中的作用,但由于高校领导独立董事可能也是某个领域的专家甚至是权威,可以提供有价值的专业信息或知识,进而给企业带来价值,因此,这里无法得出高校领导建立的高校关联的作用是由于政治资本效应还是专业效应。对此,本文剔除了具有工科背景的高校领导独立董事的企业再进行回归,结果仍然稳健。

表 6 政府关联企业和高校关联企业的区分

	(1)	(2)	(3)
	(-5,+0)	(-5,+2)	(-5,+5)
<i>RDC_govt</i>	-0.5430* (0.2924)	-0.6723** (0.3360)	-0.8207** (0.3979)
<i>RDC_univ</i>	-0.5205* (0.2876)	-0.7285** (0.3212)	-1.0532*** (0.3833)
控制变量	是	是	是
<i>Province</i>	是	是	是
<i>Industry</i>	是	是	是
样本数	1759	1759	1759
R ²	0.0950	0.0855	0.1455

注:控制变量与表 5 中的控制变量相同。下表同。

资料来源:作者利用 Stata 软件估计得到。

表 7 民营企业与国有企业的异质性分析

	国有企业			民营企业		
	(-5,+0)	(-5,+2)	(-5,+5)	(-5,+0)	(-5,+2)	(-5,+5)
<i>RDC</i>	-0.5429 (0.3687)	-0.5922 (0.4055)	-1.0174** (0.5106)	-0.8802* (0.4674)	-1.1817** (0.5363)	-1.3325** (0.6213)
控制变量	是	是	是	是	是	是
<i>Province</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Industry</i>	是	是	是	是	是	是
样本数	785	785	785	811	811	811
R ²	0.2203	0.1819	0.2659	0.0891	0.0846	0.1198

资料来源:作者利用 Stata 软件估计得到。

更大;而国有企业由于其特殊的国家性质,政府关联或高校关联能给企业带来的利益有限,这和本文的理论假设 3 基本吻合。

(3)制度环境的异质性。18 号文作为反腐倡廉的一项文件,目的在于加强干部队伍建设和反腐倡廉建设。为更好理解 18 号文出台的背景以及政策效应,有必要探讨腐败程度不同的地区,市场对 18 号文的不同反应,从而对假设 4 进行验证。为此,本文采用 2013 年中国各省份每万人公职人员中贪污贿赂和渎职侵权人数作为衡量地区腐败程度的指标,并将高于全国中位数腐败水平的地区归类为高腐败地区,低于全国中位数腐败水平的地区归类为低腐败地区,进而对两类地区的样本进行分组回归,结果见表 8 的第(1)列和第(2)列。结果显示:在高腐败地区的官员兼职企业,处理组的股票累计超额收益率比对照组企业更低;与此不同的是,对于低腐败地区的官员兼职企业,处理组的股票累计超额收益率虽然比对照组企业低,但差别并不显著,说明低腐败地区的该类企业并没有受到文件的显著负面影响,这也间接说明官员兼职在高腐败地区对企业的作用更大,为本文的假设 4 提供了实证支持。

另一个值得关注的问题是,政府的干预程度对官员兼职作用的影响。为此,本文采用樊纲等^[34]2011 年《中国市场化指数》中“减少政府干预”这一指标来衡量地区政府干预程度水平,将得分高于中位数的地区定义为低干预地区,得分低于中位数的地区定义为高干预地区,对两类地区的企业进

行分组回归,所得结果见表8的第(3)列和第(4)列。这里发现:对于高干预地区的官员兼职企业其平均累计超额股票收益率的下降幅度大于低干预地区的企业,说明在高干预地区,官员兼职企业对18号文件的负面反应更强烈,这与本文的理论假设5相一致。

表8 制度环境的异质性分析

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	高腐败地区		低腐败地区		高干预地区		低干预地区	
	(-5,+0)	(-5,+5)	(-5,+0)	(-5,+5)	(-5,+0)	(-5,+5)	(-5,+0)	(-5,+5)
<i>RDC</i>	-0.8752** (0.3480)	-1.3400*** (0.4519)	-0.1121 (0.4686)	-0.6405 (0.6373)	-1.3155** (0.6490)	-1.7559* (0.8996)	-0.5016 (0.3178)	-0.9722** (0.4123)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>Province</i>	是	是	是	是	是	是	是	是
<i>Industry</i>	是	是	是	是	是	是	是	是
样本数	1308	1308	451	451	390	390	1369	1369
R ²	0.0994	0.1495	0.1410	0.1669	0.1230	0.1703	0.0957	0.1448

注:由于篇幅限制,这里省略了事件窗口(-5,+2)的结果汇报,该窗口的估计结果与其他窗口的结果一致。

资料来源:作者利用Stata软件估计得到。

5. 稳健性检验

这里对本文的估计结果做一系列稳健性检验:①检验以上估计结果对不同的超常收益率估计方法是否稳健。为了验证本文的结论并不受超额收益率估计方法的影响,分别采用均值调整模型和市场调整模型来估计超额收益率,进而对上述结果进行稳健性检验。结果发现,在两种估计方法下,前文所得到的结果依然成立,说明本文的结论并不取决于超常收益率的估计方法。②为了消除公司其他重大事件对事件窗内股票收益率的影响,剔除了事件窗内发布年度报告、并购公告以及分红公告等事件的公司,以消除其他事件的影响,所得到的估计结果依然与前文一致,进一步证实了结果的稳健性。③由于金融类上市公司也普遍存在政府关联和高校关联的现象,并且官员兼职对该类上市公司也存在一定的作用,在初始样本中保留这一部分样本进行回归,所得结果并无区别^①。综上,本文得到的实证结果支持下面的论断:18号文在考察的事件窗内显著降低了官员兼职企业的公司价值,并且这一实证发现是稳健的。

五、长期影响分析

1. 模型与数据

前文通过事件研究法验证了18号文降低了市场对官员兼职企业股票收益率的预期,支持了官员兼职在企业中具有一定作用的论断,并且发现18号文在不同所有制企业类型、不同地区制度环境下对企业股票收益率的影响存在异质性。然而,比较上面的短期效益,更为重要的是18号文这一官员兼职规制文件在长期内对企业会产生什么样的具体影响?企业又会作出什么样的行为调整?对于这些问题的研究不仅可以佐证前面的结论,也可以帮助了解这一文件的具体作用渠道,并且对分析官员兼职规制如何影响企业的长期决策具有很大的现实意义。基于此,本文采用2012—2015年14个季度的数据,建立以下双重差分(DID)模型:

① 由于篇幅限制,略去具体结果表格。有兴趣的读者可以向作者索要。

$$Y_{ijkt} = \beta_0 + \beta_1 RDC_{ijk} \times quarter_t + \gamma Z_{ijkt} + \alpha_i + \tau_t + province_j + industry_k + \varepsilon_{ijkt} \quad (4)$$

其中, i 表示企业, j 表示省份, k 表示行业, t 表示时间。 Y_{ijkt} 是模型的考察变量, 主要选取企业贷款规模 ($Loan/asset$)、销售收入同比增长率 ($Sales\ growth$)、税费水平 ($Income\ tax/profit$) 以及企业研发支出 ($R\&D/asset$)。 RDC 的定义与上文相同。 $quarter_t$ 是季度虚拟变量, 18 号文发布后的季度取值为 1, 之前的季度取值为 0。由于 18 号文是在 2013 年第 4 季度发布的, 在分析时, 本文剔除了这一季度的数据, 因此, 只包括了文件公布前和公布后各 7 个季度的数据。 α_i 和 τ_t 分别表示个体固定效应和时间固定效应, 而交互项 $RDC_{ijk} \times quarter_t$ 的系数 β_1 表示了 18 号文对官员兼职企业的平均处理效应。 Z_{ijkt} 为相关控制变量, 基于现有文献和考虑到数据的可获得性, 本文控制以下影响被解释变量的企业特征变量: 企业规模 ($Log(asset)$)、杠杆比率 ($Leverage$)、资产净利率 (ROA)、独立董事规模 ($Log(indirector)$), 以及企业的托宾 Q 值 ($TobinQ$)。为了避免极端值对估计结果的影响, 对于连续变量这里进行了 5% 和 95% 百分位的 Winsorize 处理。各变量的涵义、计算公式以及描述性统计结果见表 9。

表 9 长期影响研究变量描述性统计

变量符号	变量涵义	平均值	标准差	最小值	最大值
$Loan/asset$	贷款规模: (短期借款+长期借款)/总资产	0.1666	0.1401	0.0000	0.4528
$Sales\ growth$	销售收入同比增长率	0.1009	0.3259	-0.4123	0.9736
$Income\ tax/profit$	税负水平: 企业所得税/税前利润	0.1715	0.1546	-0.1396	0.5307
$R\&D/asset$	研发支出水平: 研发支出/总资产	0.0009	0.0025	0.0000	0.0098
$Log(asset)$	企业规模, 用总资产的对数表示	22.1079	1.1224	20.3053	24.3840
$Leverage$	杠杆比率: 总负债/总资产	0.4659	0.2096	0.1101	0.8189
ROA	资产净利率	0.8637	1.1875	-1.2364	3.6821
$Log(indirector)$	独立董事规模: 独立董事人数的对数值	1.3657	0.2821	1.0986	1.9459
$TobinQ$	托宾 Q 值	1.7044	1.2956	0.3031	5.1801

注: 独立董事规模采用各季度所属年份的独立董事总人数计算。

资料来源: 作者整理。

2. 实证结果

本文对模型(4)进行了估计^①, 其结果列于表 10。基于以往政治关联效应的研究, 这里主要考察了 18 号文对企业贷款规模 ($Loan/asset$)、销售收入同比增长率 ($Sales\ growth$)、税费水平 ($Income\ tax/profit$) 以及企业研发支出 ($R\&D/asset$) 的影响。表 10 第(1)列和第(2)列是对企业贷款规模的估计结果, 本文发现, 处理组企业的贷款规模在文件发布以后下降了 0.0052 个水平单位, 与平均值相比下降幅度为 3% 左右, 并且即使在控制了其他因素后, 结果依然显著。由于企业建立政府关联能够使企业更容易获得政府的销售合同^[35], 表 10 第(3)列和第(4)列对销售收入同比增长率进行了分析, 估计结果发现 18 号文确实显著降低了处理组企业的销售收入同比增长率, 使销售收入同比增长率下降了 2.67%。鉴于税收优惠是重要的政府资源, 本文也对企业的税负水平进行了考察, 结果显示处理组企业的税负水平虽有所增加, 但并不显著。可能的原因是官员兼职企业的独立董事作为官员领导或者高校领导干部, 享有较高的社会声誉, 被税务部门、社会各界关注的程度较高, 依靠政治权力避税的

① 采用 DID 模型的前提是对照组和处理组存在平行趋势, 本文通过在模型中加入时间趋势项以检验平行趋势, 估计结果通过了平行趋势假设检验。限于篇幅文中并没有报告该部分结果, 有兴趣的读者可以向作者索要。

可能性比较小,即存在“政治成本效应”^[36],因此,官员兼职能给企业带来的税负降低效应有限。通过以上分析,得出结论:官员兼职规制在长期降低了企业获得银行贷款和销售合同上的优势,官员兼职能给企业带来的利益将不复存在。这也为企业股票收益率下降的解释提供了证据。

面对官员兼职规制,企业如何应对呢?由于规制降低了企业从公共部门获得的寻租收益,预期企业会将更多的资源分配到生产性活动中。因此,本文对企业的研发支出水平进行了回归,结果显示,文件发布后企业的研发支出水平在1%的水平下显著提高了0.0001,与企业的平均研发支出水平值0.0009相比,企业的研发支出水平上升了11.11%左右。可能的原因为:①随着官员和高校领导独立董事的离职,企业通过聘任拥有学术背景的研究人员弥补离职后的空缺,从而导致研发水平的提高;②由于官员兼职给企业带来的优势逐渐消失,企业只有通过加大自主研发的投入,以保持市场上的竞争优势。因此,虽然官员兼职的规制使处理组企业在短期内失去了政府关联和高校关联带来的好处,但是长期可能有助于企业提高自主创新能力。

表 10 双重差分模型估计结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Loan/asset</i>	<i>Loan/asset</i>	<i>Sales growth</i>	<i>Sales growth</i>	<i>Income tax/profit</i>	<i>Income tax/profit</i>	<i>R&D/asset</i>	<i>R&D/asset</i>
<i>RDC×quarter</i>	-0.0090*** (0.0014)	-0.0052*** (0.0012)	-0.0300*** (0.0079)	-0.0267*** (0.0079)	0.0039 (0.0036)	0.0031 (0.0037)	0.0001*** (0.0000)	0.0001*** (0.0000)
<i>Log(asset)</i>		0.0163*** (0.0016)		0.1980*** (0.0107)		0.0149*** (0.0052)		-0.0001** (0.0000)
<i>Leverage</i>		0.4498*** (0.0049)		0.2874*** (0.0327)		-0.0346** (0.0162)		0.0002** (0.0001)
<i>ROA</i>		-0.0014*** (0.0002)		0.0159*** (0.0011)		0.0036*** (0.0006)		-0.0000 (0.0000)
<i>Log(indirector)</i>		-0.0037*** (0.0014)		0.0010 (0.0091)		0.0036 (0.0042)		0.0001*** (0.0000)
<i>TobinQ</i>		-0.0002*** (0.0000)		0.0004 (0.0004)		-0.0002 (0.0002)		-0.0000 (0.0000)
<i>Constant</i>	0.1692*** (0.0013)	-0.3862*** (0.0349)	0.1177*** (0.0075)	-4.3713*** (0.2326)	0.1750*** (0.0034)	-0.1450 (0.1130)	0.0008*** (0.0000)	0.0022*** (0.0008)
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本数	24173	23302	23857	23000	23060	22269	24142	23271
R ²	0.0087	0.3096	0.0105	0.0434	0.0015	0.0040	0.0072	0.0082

资料来源:作者利用 Stata 软件估计得到。

六、结论与启示

本文以中组部下发 18 号文为自然实验,通过检验 18 号文发布后中国股票市场的反应来估计企业聘任政府官员和高校领导担任独立董事对公司价值的影响,从而探究官员兼职对企业的作用。

基于 2013 年 1759 家上市企业的财务数据和独立董事信息数据,对相关问题进行分析后发现:①中组部 18 号文发布后,官员独立董事或高校领导独立董事的离职风险率提高了 38.72%,证实了 18 号文是导致独立董事离职潮的主要原因;②中组部下发 18 号文的消息公布后,对官员兼职企业产生负向的冲击,并且在事件前后 5 天的时间窗内,官员兼职企业的平均累计超额收益率比非官员兼职企业低了 1.14%;③异质性影响分析发现,政府关联企业和高校关联企业都受到 18 号文的负向冲击,聘用官员兼职独立董事的民营企业比国有企业受到的负向冲击更大。此外,在腐败水平较高的地区,以及政府干预程度较高的地区,18 号文对官员兼职企业的负向冲击更大。

除了短期效应,本文还检验了 18 号文对企业绩效的长期影响。通过采用 2012—2015 年样本企业的季度数据,结合双重差分模型估计了 18 号文发布以后对企业贷款规模、销售收入同比增长率、税负水平以及研发支出水平的影响。结果表明:18 号文的出台使官员兼职企业的贷款规模降低了 3%,销售收入同比增长率降低了 2.67%。这说明政府关联和高校关联为企业提供销售订单以及帮助企业获得贷款的优势,随着官员兼职规制文件的出台将逐渐消失。另一方面,本文发现 18 号文显著提高了处理组企业的研发支出水平,说明随着官员兼职给企业带来的优势逐渐消失,企业转为通过加大自主研发的投入,以保持市场上的竞争优势。

本文的研究结果不仅为中国当前的政治反腐以及高校反腐提供了相应的经验研究,对今后的相关政策制定具有借鉴意义,也对中国上市公司的公司治理和企业管理具有一定的参考意义。①本文研究结论在一定程度上证实了官员兼职在企业中的作用,发现企业聘用官员兼职独立董事的寻租行为能够给企业带来更多的销售合同以及优惠贷款等,表明官员兼职这一非正式的经济手段妨碍了企业的公平竞争,佐证了反腐的必要性和迫切性。②本文的研究结论突出了改善制度环境的重要性。政府的行为对企业的发展起着重要的作用,廉洁的政府能够减少寻租行为,从而避免利益在公共部门和私人部门间频繁传输;此外,减少政府的干预程度,使企业遵循市场规律展开竞争,能够改善公司的经营环境,使企业进行更多的创新投入。③与以往的限制官员在企业兼职的条款相比,18 号文对于切断政府官员、高校领导与企业之间利益输送机制更加有效,在很大程度上降低了官员领导和高校领导在企业的任职机会。不过由于高校领导干部除了能为企业带来声誉和关系等社会资源以外,其自身的专业技术知识也能够帮助企业提高管理水平和创新能力。因此,如何在规范高校领导干部在企业兼职的同时促进企业和高校之间的交流合作,在政策的制定方面需要更加审慎。④随着独立董事制度的引进,中国上市公司的治理结构得到初步改善,然而也出现了独立董事制度在中国水土不服的现象,并且独立董事制度更成为企业建立政企关联的重要通道,“政府依赖症”和“高校依赖症”也因此成为中国上市公司的普遍症状。而随着 18 号文等官员兼职规制的引入,中国企业的营商环境将会更加公平和规范,企业应该从竞相争夺政治资源和高校资源,转向更多地改善自身的治理结构,创新利润增长点。

[参考文献]

- [1]回雅甫,余明桂,潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. 经济研究, 2010,(3):65-77.
- [2]Law, M. T., and C. X. Long. Revolving Door Laws and State Public Utility Commissioners [J]. Regulation & Governance, 2011,5(4): 405-424.
- [3]Law, M. T., and C. X. Long. What Do Revolving-door Laws Do [J]. Journal of Law and Economics, 2012,55(2):421-436.
- [4]Gely, R., and A. Zardkoohi. Measuring the Effects of Post Government Employment Restrictions [J]. American Law and Economics Review, 2001,3(2):288-301.

- [5]Faccio, M. Politically Connected Firms[J]. *American Economic Review*, 2006,96(1):369-386.
- [6]Li, H., L. Meng, Q. Wang, and L. A. Zhou. Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms[J]. *Journal of Development Economics*, 2008,87(2):283-299.
- [7]Claessens, S., E. Feijend, and L. Laeven. Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008,88(3):554-580.
- [8]Wu, W., C. Wu, C. Zhou, and J. Wu. Political Connections, Tax Benefits and Firm Performance: Evidence from China[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2012,31(3):277-300.
- [9]Kim, T. Does a firm's Political Capital Affect Its Investment and Innovation[R]. University of Illinois at Urbana Champaign Working Paper, 2014.
- [10]Acemoglu, D., S. Johnson, A. Kermani, J. Kwak, and T. Mitton. The Value of Connections in Turbulent Times: Evidence from the United States[R]. NBER Working Paper, 2013.
- [11]Fisman, R. Estimating the Value of Political Connections[J]. *American Economic Review*, 2001,91(4):1095-1102.
- [12]Johnson, S., and T. Mitton. Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003,67(2):351-382.
- [13]Ferguson, T., and H. J. Voth. Betting on Hitler: The Value of Political Connections in Nazi Germany [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2008,123(1):101-137.
- [14]Luechinger, S., and C. Moser. The Value of The Revolving Door: Political Appointees and the Stock Market [J]. *Journal of Public Economics*, 2014,119(8):93-107.
- [15]Faccio, M., R. Masulis, and J. J. McConnell. Political Connections and Corporate Bailouts [J]. *The Journal of Finance*, 2006,61(6):2597-2635.
- [16]Fan, J. P., T. J. Wong, and T. Zhang. 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.
- [17]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):19-39.
- [18]罗党论,刘晓龙. 政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. *管理世界*, 2009,(5):97-106.
- [19]于蔚,汪淼军,金祥荣. 政府关联和融资约束:信息效应与资源效应[J]. *经济研究*, 2012,(9):125-139.
- [20]田利辉,张伟. 政府关联影响我国上市公司长期绩效的三大效应[J]. *经济研究*, 2013,(11):71-86.
- [21]邓晓飞,辛宇,滕飞. 官员独立董事强制辞职与政治关联丧失[J]. *中国工业经济*, 2016,(2):130-145.
- [22]Vidal, J. B. I., M. Draca, and C. F. Rosen. Revolving Door Lobbyists[J]. *American Economic Review*, 2012,102(7):3731-3748.
- [23]Krueger, A. O. The Political Economy of The Rent-seeking Society [J]. *American Economic Review*, 1974, 64(3):291-303.
- [24]Shleifer, A., and R. W. Vishny. Politicians and Firms [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1994,109(4):995-1025.
- [25]Agrawal, A., and C. R. Knoeber. Do Some Outside Directors Play a Political Role [J]. *Journal of Law and Economics*, 2001,44(1):179-198.
- [26]Audretsch, D. B., and E. Lehmann. Entrepreneurial Access and Absorption of Knowledge Spillovers: Strategic Board and Managerial Composition for Competitive Advantage [J]. *Journal of Small Business Management*, 2006,44(2):155-166.
- [27]White, J. T., T. Woitke, H. A. Black, and R. L. Schweitzer. Appointments of Academic Directors[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014,28(12):135-151.

- [28]Cheng, L. Estimating the Value of Political Connections in China: Evidence from Sudden Deaths of Politically Connected Independent Director[R]. Berkeley Department of Agricultural & Resource Economics Working Paper, 2015.
- [29]Kothari, S. P., and J. B. Warner. Econometrics of Event Studies [A]. Eckbo, E. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance[C]. North-Holland: Elsevier, 2004.
- [30]Roberts, M. R., and T. M. Whited. Endogeneity in Empirical Corporate Finance [A]. George, M. C., M. Harris, and R. M. Stulz. Handbook of the Economics of Finance[C]. North-Holland: Elsevier, 2013.
- [31]MacKinlay, C. Event Studies in Economics and Finance [J]. Journal of Economic Literature, 1997,35 (1):13-39.
- [32]McWilliams, T. P., and V. B. McWilliams. Another Look at Theoretical and Empirical Issues in Event Study Methodology[J]. Journal of Applied Business Research, 2000,16(3):1-11.
- [33]Nguyen, B. D., and K. M. Nielsen. The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths[J]. Journal of Financial Economics, 2010,98(3):550-567.
- [34]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]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- [35]Xu, L. C. The Fundamental Institutions of China's Reforms and Development [J]. Journal of Economic Literature, 2011,49(4):1076-1151.
- [36]冯延超. 中国民营企业政治关联与税收负担关系的研究[J]. 管理评论, 2012,(6):167-176.

Economic Effects of Dual Employment Regulation during Economic Transition

LONG Xiao-ning^{1,2}, ZHANG Xun-chang², YANG Jin³

(1. Wang Yanan Institute for Studies in Economics of Xiamen University; 2. School of Economics of Xiamen University; 3. School of Public Finance and Taxation of Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: Using the release of Document No. 18 by the Organization Department of CCP as a natural experiment, this paper empirically studies how the ban on the hiring of government officials and college leaders in listed firms affects their stock return and financial performance. We conduct a survival analysis and find that the regulation significantly increased the daily departure rate of independent directors who are targeted by 38.72%. Based on this result, we study how the regulation affects targeted firms' stock returns by employing the event study approach. We find that the cumulative abnormal stock returns of firms in treatment group is 1.14% lower than that in the control group in the event window (-5,+5) after release of Document No. 18. The effects are significantly negative for both government-connected firms and university-connected firms. Finally, we adopt the difference-in-difference method to explore how Document No. 18 affects firm financial performance based on quarterly data. We provide evidence that the release of Document No. 18 significantly reduced loan access and sale growth of affected firms but increased their expenditure on R&D activities. These results suggest that the dual employment regulation is shutting off the channels through which government officials, university leaders and firms exchange interests, which is crucial for straightening the government-firm relationships and restraining the rent-seeking behaviors of government officials and university leaders.

Key Words: dual employment regulation; government connection; university connection; event study method

JEL Classification: K23 M20 P48

[责任编辑:覃毅]