

资本成本、政治关联与社会福利^{*}

——基于逆向 GLS 模型的经验研究

肖永慧 鲁桂华

内容提要:本文对政治联系如何影响资本成本及其福利含义进行了经验分析,结果表明,在控制已知因素后,资本成本与政治联系存在显著的负相关关系,IPO公司与公共部门之间的政治联系越紧密,资本成本越低。这意味着,一方面,与公共部门紧密的政治联系,降低了投资者的预期投资回报从而降低了投资者福利;另一方面,资本成本因政治联系而降低时将大大高估IPO公司实物投资的净现值,从而导致稀缺资本被低效率使用,降低实体经济的资源配置效率。我们的经验分析,对监管部门改进上市、退市制度以及促进资本市场的公正公平和资源配置效率,具有一定的政策含义。

关键词:资本成本 政治联系 逆向 GLS 模型

一、引言

证券投资者为赚取未来现金流而在当前预付现金,即构成资本市场上资本的供给。资本供给者或证券投资者的预期回报率,决定着资本供给者当前供给的现金流与未来索取的现金流之间的交换比率。实物资产的投资人,为实物项目融入现金的同时,必须承诺未来向资本的供给者给付现金,即构成资本市场上资本的需求。资本需求者当前融入的资本与未来承诺给付之间的比率,决定着资本需求者的资本成本。资本市场均衡时,资本供给者的预期回报等于资本需求者的资本成本。因此,资本成本,既影响证券投资者的福利,也影响融资者的实物投资决策,进而影响资源配置的效率^①。

除已知因素之外,上市公司与公共权力之间的人事渗透,即所谓的政治联系,是否影响资本成本?进而影响投资者福利和实体经济资源配置的效率?我们以2008—2010年中国A股市场的IPO公司为研究样本,运用逆向GLS模型估计资本成本,运用IPO公司和公共部门之间的人事渗透来度量政治联

系,对政治联系如何影响资本成本及其福利含义进行了经验分析,结果发现:在控制影响资本成本的已知因素后,IPO公司与公共部门之间的政治联系越紧密,资本成本越低。这一研究结果表明,与公共部门紧密的政治联系,一方面降低了投资者的预期投资回报从而降低了投资者福利;另一方面,低融资成本使得负NPV的实物投资变得可行,降低实体经济的资源配置效率,从而同时恶化证券投资和实物投资的福利水平。

资本成本的研究与公司财务理论同样久远。在没有交易成本、不对称信息等市场摩擦的完美资本市场中,如果投资者有一致的预期,投资者的预期回报率或资本成本,唯一决定于系统风险水平或Beta系数(Sharper,1964;Lintner,1965)。

但现实的资本市场存在诸多的不完美性,如信息不对称程度上升时,股票价格极有可能被低估,融资者承诺给付等量的现金流,只能融入较少的现金,从而提高了资本成本(Botosan,1997;Richardson & Welker,2001)。

不同企业与公共权力之间距离的远近,或政治

^{*} 肖永慧,中央财经大学会计学院、云南民族大学管理学院,邮政编码:100081,电子邮箱:xiaoyonghui-2002@163.com;鲁桂华,中央财经大学会计学院。本文受到国家自然科学基金项目“股票价格操作行为的度量、手段与经济后果:基于中国市场的经验研究”(70772037)的资助。感谢编辑与匿名审稿专家提出的意见和建议,文责自负。

联系程度的差异,在公共权力不同程度的干预资本市场时,也形成一种市场的不完美性。政治联系是否影响资本成本? Boubakri et al(2012)以 1999—2001 年的 25 个国家为样本,发现政治联系与权益资本成本之间存在显著的负相关关系,即有政治联系相对于没有政治联系的公司,具有显著更低的权益资本成本。

国内学者也对政治联系与资本成本的关系进行了研究,但结论迥异。肖浩、夏新平(2010)以 1999—2001 年中国 A 股上市公司为样本,得出与成熟市场相反的结论。他们发现,与 Boubakri et al(2012)不同,A 股市场上的政治联系与权益资本成本间存在显著的正相关关系。连军(2012)发现政治联系对权益资本成本的影响受地区的市场化程度影响,市场化程度低的地区,有政治联系的企业权益资本成本高,市场化程度高的地区,有政治联系的企业权益资本成本低。苏志秦(2013)认为,中国资本市场中政治联系与权益资本成本显著负相关,而这种效应在政治关联强的公司中更为明显。

鲁桂华、肖永慧(2015)研究了政治联系的福利后果发现政治联系与 IPO 估值高度正相关。但 IPO 估值高,一定意味着资本成本低吗? 如果政治联系提高了公司未来的盈利,同时提高了股票价格,那么投资者支付更高的价格去购买更多的预期未来盈利或预期未来现金流,资本成本有可能不变。

本文的主要贡献在于:第一,用与 DDM 模型等价的逆向 GLS 模型,用已经实现的会计数据来估计股权资本成本,进而研究股权资本成本与政治联系的关系,为已有文献提供更为稳健的经验证据的支持。第二,研究政治关联与资本成本的关系而不是股票价格,能够更加清晰地揭示政治联系在资本市场上的福利后果,这也是本文相对于鲁桂华、肖永慧(2015)的边际贡献。

二、理论分析与假说演绎

假设 IPO 公司的会计盈利 $X_t(t=1,2,\dots,+\infty)$ 服从随机游走,并且全部的盈利均向投资人分配(或假设股利政策与价值无关),那么下式成立:

$$E(X_t) = E(X_1), \forall t \geq 1 \quad (1)$$

如果投资者一致预期的投资回报率亦即股权资本成本为 r ,并且每年的资本成本均相同,那么该公司的股票价格为:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{E(X_t)}{(1+r)^t} = \frac{E(X_1)}{r} \quad (2)$$

下面,我们探讨政治联系的可能影响。如果 IPO 公司与公共部门存在更紧密的人事渗透关系或更紧密的政治联系,有可能帮助 IPO 公司获得更多的订单、获得更多的税收优惠、财政补助,降低经营风险,从而能够提高公司预期未来的盈利 $E(X_t)$,如果投资是理性的,并具有一致的预期,那么 IPO 价格将因此而提高,但投资者的预期回报率或 IPO 公司的股权资本成本可能并不受政治联系的影响。

政治联系也有可能使公共部门更加便利地从上市公司中获得利益,比如政府可能要求 IPO 公司承担更多的社会责任,可能要求 IPO 公司承担政府的某些支出,从而降低 IPO 公司预期的现金流或预期盈利 $E(X_t)$ 。如果投资者是理性的并具有一致预期,IPO 价格将因此下降,而资本成本可能保持不变。

政治联系的这两种影响都将会影响 IPO 价格而不是资本成本,并且当式(2)成立时,投资者的福利也不受政治联系的影响。这或许就是国内已关于政治联系与权益资本成本关系的研究得出混合性结论的原因。

也正是由于政治联系的这两种可能影响,并不影响资本成本,政治联系对资本成本的影响就只剩下一条路径了,即有意高估未来盈利或未来现金流,或有意高估 IPO 的价格,以谋求低的融资成本。但这两个“高估”,都须以投资者的非理性为前提。

投资者是完全理性的吗?事实上,A股市场以个人投资者为主,而个人投资者显然并不具有信息、技能等优势。鲁桂华(2012)发现,投资者并不能识别盈余管理、现金流、非操控性应计、操控性应计,认为其对 IPO 价格影响基本相同。如果将操控性应计视之为“假”利润,鲁桂华(2012)的这一发现,意味着 A 股市场的投资者并不能区分“真”利润和“假”利润。另外,赵宇龙、王志台(1999)发现,我国 A 股市场不符合半强式效率假说,市场存在“功能锁定”现象。李平、曾勇(2004)用一个简单的模型分析了我国证券市场上的非理性交易行为引起了交易者之间的羊群效应。杨德明等(2007)从盈余惯性的影响因素方面研究了我国市场投资者的一些非理性投资行为的显著影响。俞红海等(2014)基于行为金融学视角进行研究,发现基金拆分现象是理性的管理者

迎合并利用投资者非理性偏好来实现其自身利益的一种方式。由此可见,我国A股市场上的个人投资者,并不是完全理性的(Unsophisticated)。

如果投资者并非完全理性,那么具有政治联系的IPO公司,有没有可能利用这种政治联系降低潜在的诉讼风险,并诱使甚至胁迫承销商、审计师等中介机构与其串通,有意系统性的高估预期未来的现金流或预期未来的盈利,从而谋求高发行价格,降低资本成本?比如投资者预期的回报率 $r=10\%$,如果不系统性高估,预期未来盈利 $E(X_t)=E(X_1)=5$ 元,那么IPO价格为50元;如果系统性地将 $E(X_t)=E(X_1)$ 高估至20元,那么IPO价格为200元,真实的资本成本将不再是 10% ,而是非高估的预期盈利5元除以高估之后的IPO价格200元,资本成本仅为 2.5% 。

因此,本文的基本研究假设如下:

原假设:如果政治联系并不导致IPO公司和中介机构串谋,并不高估预期现金流和IPO价格,那么政治联系将与股权资本成本无关。

如果我们拒绝原假设,将得到备择假设。

备择假设:当政治联系,可能导致IPO公司和中介机构串通,通过系统性高估预期现金流,谋求高IPO价格时,资本成本与政治联系负相关。

不仅如此,如果我们的经验证据拒绝原假设并支持备择假设时,意味着投资者的预期回报率将显著更低,这将降低投资者的福利。当IPO公司的资本成本因政治联系而降低时,将大大高估IPO公司实物投资的净现值,从而导致稀缺资本被低效率使用,降低实体经济的效率。

我国学者对A股资本市场上市公司的IPO效应研究表明,IPO之后业绩变脸已成常态。李常青、刘清昌(2005)通过对沪市A股上市公司的实证研究表明,我国资本市场同其他国家一样,新股存在IPO业绩下滑现象;尹自永、新宇(2014)从承销商和投资者行为角度系统研究了IPO业绩变脸现象,这为我们的假说提供了证据。

上述效应,在极端的情况下,不仅降低资本成本,甚至可能导致资本成本为负。若资本成本出现负值,说明该上市公司的股东不仅没有获得预期的投资收益,反而造成了自身的严重亏损。因为本文的收益模型终值选用的是2013年末的股票收盘价,在投资收益、终值不再是分析师预期的数值时,我们获得了IPO上市公司经历数年市场检验后的真实权益资本成本,IPO定价反映了公司内部人对

投资收益的预期。难道他们自愿血本无归?答案是否定的,公司内部信息掌握者早已在股权解禁期减持,而为此买单的终将是处于信息劣势的中小投资者。

三、研究设计

(一)主要控制变量

对于资本成本的影响因素,采用企业特征来考察其对权益成本的影响,并加入政治联系变量。参照已有文献,本文主要控制了以下变量:

企业风险因素。对于企业风险的表征变量Beta值,资本资产定价理论认为,市场风险反映了股票的系统风险。Malkiel(1997)认为企业未来的投资回报应当与贝塔系数正相关;负债率Lev,根据Modigliani & Miller(1958)的理论,权益融资成本与杠杆率成正比。

市场因素(收益波动性Vol、换手率Turnover)。收益波动性作为经营风险的表征变量,因企业的经营风险越大,股东所要求的相应回报也越高,因此与资本成本有关。Fama(1965)等发现,账面市值比B/M较高的公司,其股价容易被低估,因此投资者要求的投资回报率相对较低。

公司治理因素(第一大股东持股比例First)。第一大股东持股比例越高,则企业的代理问题越严重,从而资本成本越高;企业规模(Size)越大,其抵抗各种风险的能力越强,股东所承受的投资风险越小,规模大的企业更容易为公众所了解,与外部投资者之间的信息不对称程度较低。Diamond & Verrecchia(1991)的研究表明,大企业更愿意增加信息披露,因为其从融资成本降低上受益更多。

此外,实证过程中还对公司的行业、年份、上市公司所处资本市场板块进行了控制。

(二)政治联系的衡量

董事、监事或高管如果曾经在政府部门任职、如果曾经担任或现在正担任政协委员、人大代表、如果曾经在部队任职,我们就界定其具有政治联系^②。记IPO公司的政治联系为P,用两种方式来衡量这一变量:其一,存在政治联系的董事占全部董事的比率Pcrate^③(Boubakri et al, 2008);其二,将政治联系定义为哑变量Politic,存在政治联系为1,否则为0。各变量的设计详见表1。

(三)资本成本的估计

在财务理论与理财实务中,我们总是估计投资者的预期回报率,并用其来估计融资者的资本成

本。Sharpe-Lintner 的资本资产定价模型、Fama-French 的三因素模型,莫不如此。经验研究中,最为常用的估计资本成本的方法是用股票价格数

据、借助市场模型和统计与计量方法,来估计投资者的预期回报率,并用其来衡量企业的融资成本。

表 1 变量定义表

类型	变量符号	变量名称	计算说明
被解释变量	r	权益资本成本	依据 GLS 模型,代入历史会计数据计算权益资本成本求得
解释变量	Pcrate	政治联系比率	董事会、高管成员中具有政治背景人数/董事会、高管成员总数×100%
	Politic	是否具有政治关联	董事会、高管成员具有政治关联取 1,否则取 0
	Pgovern	政府官员比率	董事会、高管成员中曾经在政府部门任职的人数/董事会、高管成员总数×100%
	Prd	人大代表、政协委员比率	董事会、高管成员中曾经或现正在担任人大代表、政协委员的人数/董事会、高管成员总数×100%
	Parmy	部队任职比率	董事会、高管成员中曾经在部队任职的人数/董事会、高管成员总数×100%
控制变量	Assetturnover	资产周转率	年销售收入/年末总资产
	Size	公司规模	公司总资产的自然对数
	Beta	贝塔系数	股票的系统风险
	Vol	收益波动性	近 3 年净利润的标准差/近 3 年净利润的平均值
	Lev	负债率	年末总负债/年末总资产
	Guarant	资产担保价值	(存货+固定资产)/总资产
	B/M	面值市值比	年末股东权益的账面价值/年末股东权益的市场价值
	First	第一大股东	第一大股东持股比例
	Turnover	换手率	当年成交总股数/年末流通股数
	Roa	盈利率	净利润/总资产

本文从已经实现的会计数据出发,将其折现到过去的某个时刻,使现值等于过去某时刻的股票价格,这一折现率即为投资者的内部报酬率,我们用其估计资本成本。比如,投资者购买股票,支付的价格是其投资,持有期间的红利及持有期末的价格是其回报,将股票回报折现至购买股票时,并使其现值等于股票的购买价格,此时的折现率就是购买并持有股票的内部报酬率。如果购买股票时对未来回报的预期是无偏的,那么这一事后(ex post)的内部报酬率,与购买股票时的事前(ex ante)的预期回报率应该是相同的,我们可以用这一回报率来估计资本成本。不妨假设当前为 0 时刻,股票的实际价格为 P_0 ,在 $-T$ 时刻支付 P_{-T} 购买了该股票,持有期间的红利为 D_{-T+t} ($t=1,2,\dots,T$),记自 $-T$ 时刻至当下 0 时刻的内部报酬率为 IRR ,那么 IRR 即为方程 (3) 的解。

$$P_{-T} = \frac{D_{-T+1}}{(1+IRR)} + \frac{D_{-T+2}}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{D_0 + P_0}{(1+IRR)} \\ = \sum_{t=1}^T \frac{D_{-T+t}}{(1+IRR)^t} + \frac{P_0}{(1+IRR)^T} \quad (3)$$

定义第 $-T+t$ 期的净资产报酬率 $ROE_{-T+t} = EPS_{-T+t}/BVPS_{-T+t-1}$,即定义为本期的每股盈利除以期初的每股净资产,并假设清洁盈余关系成立,即:

$$BVPS_{-T+t} = BVPS_{-T+t-1} + EPS_{-T+t} - D_{-T+t} \\ (\text{或 } D_{-T+t} = BVPS_{-T+t-1} + EPS_{-T+t} - BVPS_{-T+t}) \quad (4)$$

将式(4)代入式(3),经过计算得:

$$P_{-T} = BVPS_{-T} \\ + \sum_{t=1}^T \frac{BVPS_{-T+t-1} (ROE_{-T+t} - IRR)}{(1+IRR)^t} \\ + \frac{P_0 - BVPS_0}{(1+IRR)^T} \quad (5)$$

式(5)所示的模型,本质上同 Ohlson(1995)的模型以及 Gebhardt et al(2001)的模型是等价的,但我们是从小已经实现的会计数据折现至过去,因此可以将这一模型称之为逆向 GLS 模型。这一模型是我们估计 IPO 公司资本成本的基本模型,也是本文最重要的经验研究设计。以 2008 年 IPO 的公司为例,记其 IPO 价格为 $P_{i,IPO}$ 。其中,下标 i 表示样本公司中的第 i 家公司,下标 IPO 表示 IPO 时点,估计资本成本的样本期间为 2008—2013 年,记这一期间已经公告的每股净资产和净资产回报率分别为 $BVPS_{i,t}$ 和 $ROE_{i,t}$ ($t=2008,2009,\dots,2013$),记其 2013 年年末的股票价格为 $P_{i,2013}$,记从 IPO 时取得股票并持有至 2013 年年底的内部报酬率为 IRR_i ,那么,我们可以将式(5)所示的逆向 GLS 模型表述为:

$$P_{i,IPO} = BVPS_{i,2008} + \sum_{t=1}^5 \frac{BVPS_{i,2008+t-1} (ROE_{2008+t} - IRR_i)}{(1+IRR_i)^t} + \frac{P_{i,2013} - BVPS_{i,2013}}{(1+IRR_i)^5} \quad (6)$$

我们将该模型估计出的内部报酬率视之为资本成本,并重新记之为 r_{iz} 。

(四) 经验研究模型

在预测资本成本时,企业有关特征的线性组合构成了其影响因素,并加入政治联系变量:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 P_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

其中,被解释变量为式(6)求得的权益资本成本 $r_{i,t}$,解释变量为政治联系 $P_{i,t}$,其他为控制变量 $Control_{i,t}$ 。在此模型中,当 $\beta_1 = 0$ 时,原假设成立,即政治联系与股权资本成本无关;当 $\beta_1 \neq 0$ 时,备择假设成立,即政治联系可能导致 IPO 公司和中介机构串通,通过系统性高估预期现金流,谋求高 IPO 价格,即资本成本与政治联系负相关。

(五) 样本和数据

本文选取中国沪深 A 股在 2008—2010 年 IPO 的上市公司为样本,然后剔除金融行业、相关数据缺失或无法获得数据的公司,以及负债率大于 1 的公司,最后得到 493 个观测样本,公司高管的政治联系信息通过 IPO 招股说明书、年报手工搜集整理而得,其他上市公司相关数据来源于 WIND、CSMAR 数据库,权益资本成本采用 MATLAB 软件求解方程进行计算,统计分析由 STATA12.0 完成。为克服极端值对结论的影响,对连续变量进行了前后各 1% 的 Winsorize 缩尾处理。

表 2 列示了各变量的描述性统计结果,包括资本成本、有政治联系董事会成员比例以及其他企业特征的主要控制变量的均值、中位数、标准差、最小值和最大值。

表 2 变量描述性统计

变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
r	0.146	0.121	0.209	-0.209	0.789
Pcrate	0.224	0.222	0.187	0.000	0.778
Beta	0.797	0.659	1.087	-0.768	6.146
Vol	0.281	0.255	0.152	0.027	0.727
Lev	0.218	0.173	0.158	0.018	0.705
Guarant	0.235	0.218	0.137	0.019	0.653
Size	21.104	20.926	0.892	19.699	24.872
B/M	0.260	0.243	0.109	0.000	0.709
First	0.392	0.384	0.154	0.089	0.760
Turnover	0.052	0.032	0.071	0.000	0.529
Roa	0.091	0.087	0.038	0.020	0.237
Assetturnover	0.748	0.643	0.454	0.196	2.645

由表 2 可知,权益资本成本的均值为 14.65%,这一数值比以往学者采用 GLS 模型时选用预计的

未来盈利值估算的资本成本高^④。这是因为,本文在利用剩余收益模型时采用的是上市公司 IPO 价

格和实际收益率,而终值为 2013 年年底收盘价格,因此核算的权益资本成本实质上是二级市场投资者持股的实际回报率。另外,样本区间不同,本文选用 2008—2010 年的 IPO 上市公司为研究样本,会受到创业板的效应影响,创业板自 2009 年 10 月开盘以来,股指一路飙升至 2013 年年底的 1304.44 点,势必对回报率有所影响。

权益资本成本的中位数是 12.08%,均值大于中位数,说明只有较少的公司具有较高的权益资本成本。这些综合证据说明,2008—2010 年的 IPO 公司,股价存在显著性的高估,即式(5)所示的理论模型中的净资产报酬率、每股净资产等参数存在系统性的高估。这在一定程度上扰乱了 A 股市场的资源效率。政治联系或既得利益,可能是导致这一现象的一个重要原因。

政治联系比率均值为 22.37%,中位数为 22.22%,最大值达到了 77.78%,493 家上市公司中,有政治联系的公司达到 314 家,占总样本的 63.7%,说明在 IPO 上市公司中政治联系是普遍现象。中国股票市场的发行制度由审批制改为核准制,IPO 定价机制也自 2005 年 1 月 1 日起实施询价制,但由于中国资本市场发展不成熟,发行价格必须要经过证监会审核才能确定为最终的发行价格,加之 IPO 资格的门槛设置,反映出政府对市场实施了必要的干预。理论上说,凡是能够影响经济主体行为的政府行为,都属于政府干预的范畴,政府干预为寻租行为提供了可能性。政府这种对股票供给的管制容易引起人为的供不应求,从而导致市场对于获准发行公司的股票所能接受的价格,比在充分竞争市场条件下要更高,这部分高出来的价格,即为管制经济学意义上的“租金”。上市公司董事、高管成员的政治联系程度构成了政府干预程度的差异,存在政治联系的上市公司通过其社会资本的关系获取稀缺资源,获得竞争优势,在证券市场获得 IPO 准入资格和更高的 IPO 定价。

因保荐机构、承销商与发行方的利益绑定,只

要作为发行方的上市公司能得到新股发行审批,保荐机构在保荐费的利润驱使下,会将发行方包装成一个高盈利、高成长性的“潜力股”,更有甚者有些保荐机构实行“保代持股”以获取更大的利益。而承销商没有询价后调整发行价格的权力,承销商对发行价格的影响主要体现在询价前对询价对象申购意向的引导上,这就使得发行价格直接依据询价对象整体申购意向确定,机构投资者为申购成功,往往报价偏高。趋利性使得机构投资者又会在申购成功后托市以抬高新股价格,从中获利,进而将风险和可能的损失转嫁给中小投资者。因此获得负的投资回报率的投资者都是散户或信息劣势的机构投资者。Piotroski & Roulstone(2005)的研究表明,内部人在交易时很可能利用业绩预测或估值判断两种优势,估值判断优势即内部人能更准确的评估公司的内在价值,从而识别市场价格是否被高估或低估的偏差机会。由此可知,负的权益资本成本证明了上市公司当初 IPO 时价格的高估,而内部人已识别出 IPO 价格的高估套利机会,因此在解禁期一到立即出现高管或机构投资者等内部人大量减持的情况。

表 3 列示了不同权益资本成本水平下政治联系比率分布情况:权益资本成本越小其政治联系的比率越高,其中 2008 年在 $r < 0$ 的公司中政治联系的均值达到 43.21%,是同时期 $r > 0.1$ 公司(13.05%)的 3.3 倍,而 2009、2010 年度政治联系比率的均值在 $r < 0$ 的公司均大于同时期的 $r > 0$ 的公司。在权益资本成本越小的区域内,政治联系程度越高。

在 $r < 0$ 区域内,2008—2010 年权益资本成本均值越来越小($-0.072 > -0.074 > -0.084$),可知,2009 年监管方取消发行市盈率限制后,发行价格高估程度愈演愈烈。事实上,2009 年 6 月 11 日至 2012 年 4 月 27 日,新股定价市场化程度最高,破发主要集中在这一期间。因此 2012 年 4 月 28 日以后,监管方再次实行发行市盈率限制措施。

表 3 不同权益资本成本水平下的政治联系比率

权益资本成本区间	政治联系比率分布	2008		2009		2010	
		均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
$r < 0$	r	-0.072	-0.060	-0.074	-0.513	-0.084	-0.073
	Perate	0.432	0.444	0.304	0.437	0.255	0.222

续表 3

权益资本成本区间	政治联系比率分布	2008		2009		2010	
		均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
0 < r < 0.1	r	0.052	0.053	0.038	0.036	0.039	0.031
	Pcrate	0.264	0.278	0.362	0.348	0.212	0.143
r > 0.1	r	0.299	0.243	0.270	0.214	0.303	0.253
	Pcrate	0.131	0.111	0.242	0.222	0.195	0.191

四、经验研究结果与分析

(一) 变量间的相关系数分析

表 4 是主要变量进行 Pearson 相关性分析的相关系数表,我们发现个别解释变量之间的相关系数较高。权益资本成本与政治联系解释变量(有政治联系的董事、高管占董事会总人数的比例)之间存在 1%水平上的显著负相关关系,即在没有考虑其他的企业特征等控制变量的条件下,已得到权益资本成本与政治联系的显著负相关关系。运用普通最小二乘法(OLS)估计模型(1)得到对应的方差膨胀因子 VIF 仅为 2.13,表明模型解释变量间不存在明显的多重共线性。

(二) 政治联系与权益资本成本的多变量分析

本文的目的是,在中国制度背景下研究有政治

联系的董事会成员比例与权益资本成本的关系。从表 5 中模型(1)的回归结果可知,政治联系比率(Pcrate)与权益资本成本(r)在 5%水平上显著负相关,即模型中的 $\beta_1 \neq 0$,原假设被拒绝,接受备择假设,资本成本与政治联系负相关。在其他条件相同情况下,存在政治联系的上市公司,其权益资本成本更低,IPO 价格高估程度更严重。如果用董事、监事和高管是否存在政治联系这一虚拟变量来度量 IPO 公司的政治联系,观察其回归结果,该变量(Politic)与权益资本成本(r)在 1%水平上显著负相关,与我们用董事会成员具有政治联系的比例来衡量 IPO 公司的政治联系的经验含义是一致的,这意味着权利和商业的结合,促使资本成本被人为扭曲、低估,进而降低投资者福利,可能扭曲资源配置效率。

表 4 主要变量的相关系数

	权益资本成本	贝塔系数	收益波动	负债率	资产担保价值	规模	面值市值比	第一大股东	换手率	盈利率	资产周转率	政治联系比率
权益资本成本	1.00											
贝塔系数	0.03	1.00										
收益波动	0.03	-0.05	1.00									
负债率	-0.10**	0.07	0.048	1.00								
资产担保价值	-0.15***	0.09**	-0.03	0.57***	1.00							
规模	-0.34***	0.01	0.13***	0.47***	0.19***	1.00						
面值市值比	-0.20***	0.10**	-0.15***	0.22***	0.35***	0.25***	1.00					
第一大股东	-0.07	0.06	-0.01	0.25***	0.15***	0.32***	0.12***	1.00				
换手率	-0.02	-0.02	-0.07	0.05	-0.02	-0.03	0.03	-0.01	1.00			
盈利率	0.09**	-0.07	0.36***	-0.42***	-0.29***	-0.06	-0.31***	-0.01	-0.05	1.00		
资产周转率	-0.01	0.06	0.09*	0.38***	0.22***	0.12***	0.05	0.13***	-0.01	0.05	1.00	
政治联系比率	-0.18***	0.09*	-0.03	0.14***	0.05	0.25***	0.02	0.12***	0.03	-0.06	0.02	1.00

注:*,**,***分别表示在 10%,5%,1%水平下显著。

为避免因政治联系界定造成的偏差,使结果更加稳健,我们又用董事会成员中政府官员比率

(Pgovern)、人大代表、政协委员比率(Prd)、部队任职比率(Parmy),作为政治联系的替代变量,结果除

人大代表、政协委员比率外,其他两个变量分别在5%、1%水平上显著负相关,通过了稳健性检验,说明我们的结果不受政治联系的变量界定影响。人大代表、政协委员比例对权益资本成本的影响不显著,一个可能的解释是,在中国现有的权力结构中,人大代表、政协委员虽然具有政治身份,但并不拥有分配资源的能力。影响权益资本成本的其他因素在回归分析中得到控制。

第一,公司规模(Size)、面值市值比(B/M)与权益资本成本(r)呈较为显著的负相关关系。公司规模与资本成本负相关,与预期一致;因企业规模越大,其抵抗各种风险的能力越强,股东所承受的投资风险越小,规模大的企业更容易为公众所了解,与外部投资者之间的信息不对称程度较低,从融资成本降低上受益更多;面值市值比较高的公司,其股价容易被低估,因此投资者要求的投资回报率相对较低,两者负相关。

第二,企业风险(Beta)、资产负债率(Lev)、市场因素(收益波动性 Vol)、公司治理因素(第一大股东持股比例 First)与权益资本成本(r)呈正相关关系但不显著。对于企业风险的表征变量 Beta 值,与企业未来的投资回报正相关。根据 MM 理

论,权益融资成本应当与杠杆率成正比,符号与预期相同。收益波动性作为经营风险的表征变量,因企业的经营风险越大,股东所要求的相应回报也就越高,因此与资本成本正相关。第一大股东持股比例越高则企业的代理问题越严重,从而资本成本越高。

第三,换手率(Turnover)与资本成本(r)负相关,在10%水平下显著。说明投资者购买股票时,除了要考虑其收益和风险,股票的流动性也是其重要的考虑因素。我们这里以股票的换手率来反映其流动性,股票换手率越高,则股票融资成本越低。盈利率(Roa)、资产周转率(Assetturnover)对权益资本成本(r)的影响呈负相关关系,且均不显著。

如表5所示,在进行多因素回归分析时,我们同时控制了行业变量和上市公司所处的板块以及年度变量。其中,上市公司所处板块及年度变量并不显著,说明中国资本市场主板、中小板和创业板同时存在IPO高估现象。行业变量中,Ind_11代表的是传播与文化产业,该行业变量与权益资本成本在5%水平上显著正相关,这与传播与文化产业行业准入难、垄断利润高的特点有关。

表5 模型1~5回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	r	r	r	r	r
Beta	0.007 (0.85)	0.005 (0.60)	0.007 (0.88)	0.006 (0.74)	0.006 (0.75)
Vol	0.048 (0.79)	0.050 (0.81)	0.040 (0.64)	0.051 (0.82)	0.046 (0.74)
Lev	0.032 (0.27)	0.046 (0.39)	0.027 (0.22)	0.033 (0.27)	0.045 (0.37)
Guarant	-0.206** (-2.39)	-0.201** (-2.32)	-0.199** (-2.29)	-0.212** (-2.41)	-0.211** (-2.42)
Size	-0.058*** (-3.35)	-0.056*** (-3.27)	-0.059*** (-3.37)	-0.060*** (-3.43)	-0.062*** (-3.53)
B/M	-0.592*** (-4.83)	-0.593*** (-4.80)	-0.592*** (-4.79)	-0.595*** (-4.80)	-0.592*** (-4.78)
First	0.053 (0.91)	0.039 (0.67)	0.056 (0.96)	0.049 (0.84)	0.046 (0.79)
Turnover	-0.174* (-1.68)	-0.165 (-1.65)	-0.172* (-1.68)	-0.176* (-1.69)	-0.180* (-1.73)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	r	r	r	r	r
Roa	-0.005 (-1.57)	-0.005 (-1.46)	-0.005 (-1.47)	-0.005 (-1.55)	-0.005 (-1.54)
Assetturnover	-0.011 (-0.34)	-0.008 (-0.24)	-0.009 (-0.27)	-0.011 (-0.33)	-0.010 (-0.31)
Pcrate	-0.095** (-2.01)				
Politic		-0.051*** (-2.86)			
Pgovern			-0.144** (-2.28)		
Prd				-0.024 (-0.36)	
Parmy					-0.267* (-1.67)
_lind_11	0.258** (2.18)	0.255** (2.16)	0.263** (2.26)	0.263** (2.25)	0.253** (2.17)
Constant	1.793*** (5.39)	1.754*** (5.37)	1.781*** (5.35)	1.826*** (5.45)	1.861*** (5.56)
Observations	493	493	493	493	493
R-squared	0.288	0.293	0.288	0.282	0.284

注：*，**，***分别表示在10%，5%，1%水平下显著。

五、结论

本文的经验证据表明,资本成本与政治联系存在显著的负相关关系,即政治联系可能导致IPO公司和中介机构串通,通过系统性高估预期现金流,谋求高IPO价格。在控制影响资本成本的已知因素后发现,IPO公司与公共部门之间的政治联系越紧密,资本成本越低。这意味着上市公司与公共部门紧密的政治联系,既降低了投资者的预期投资回报、降低了投资者福利,也降低了实体经济的资源配置效率,从而有可能同时恶化证券投资和实物投资的福利水平。通过2008—2010年IPO的上市公司资本成本的实证研究结果观察到这一效应存在极端情况。三年的资本成本均存在负值现象,说明上市公司的股东存在严重亏损,而公司内部信息掌握者早已在股权解禁期减持,为此埋单的终将是处在信息劣势中的中小投资者。显然这种政治联系会影响资源的分配效率和社会公平,不利于资本市场的健康发展,同时也使生产经营者失去提高经济效率的动

力,极易导致经济资源大量耗费于寻租活动,并且通过贿赂和宗派活动增大经济中的交易费用。因此,改进上市、退市制度,促进社会公平和社会整体福利的增加,是需要进一步解决的问题。

注:

- ①资本市场是由供给和需求两方组成的,资本的需求者即融资者,资本的供给者即投资者。从融资者的角度看,资本的价格即融资成本,融资成本越低,融资者的福利越好;从投资者的角度看,资本的价格即投资回报率,投资回报率越高,投资者的福利自然越好。
- ②高管的政治背景即为董事长或CEO是否曾经在政府部门任职(Fan et al, 2007)。
- ③以存在政治联系的董事占全部董事的比率来衡量政治联系强度。
- ④沈艺峰等(2005)估计的权益资本成本均值为5.39%,陆正飞、叶康涛(2004)估计的权益资本成本均值为5.37%。

参考文献:

- 李常青 刘清昌,2005:《沪市公司IPO业绩效应研究》,《南开管理评论》第1期。
鲁桂华,2012:《坐庄行为、股票价格对会计盈余的过度反应

- 与资本配置效率》，《南开管理评论》第6期。
- 鲁桂华 肖永慧，2015：《逆向 GLS 模型、IPO 估值泡沫与政治联系》，《中央财经大学学报》第2期。
- 连军，2012：《政治联系、市场化进程与权益资本成本——来自中国民营上市公司的经验证据》，《经济与管理研究》第2期。
- 李平 曾勇，2004：《基于非理性行为的羊群效应分析：一个简单模型》，《中国管理科学》第3期。
- 沈艺峰 肖珉 黄娟娟，2005：《中小投资者法律保护与公司权益资本成本》，《经济研究》第6期。
- 苏忠秦，2013：《政治关联与上市公司资本成本研究——来自中国的经验证据》，西南交通大学博士论文。
- 罗斯·瓦茨 杰罗尔德·齐默尔曼，1999：《实证会计理论》，中译本，东北财经大学出版社。
- 肖浩 夏新平，2010：《政府干预、政治关联与权益资本成本》，《管理学报》第7期。
- 杨德明 林斌 辛清泉，2007：《盈利质量、投资者非理性行为与盈余惯性》，《金融研究》第2期。
- 余桂明 回雅甫 潘红波，2010：《政治联系、寻租与地方政府补贴有效性》，《经济研究》第3期。
- 俞红海 陆蓉 徐龙炳，2014：《投资者名义价格幻觉与管理者迎合——基于基金拆分现象的研究》，《经济研究》第5期。
- 尹自永 王新宇，2014：《IPO 公司业绩变脸、承销商甄别和投资者认知》，《山西财经大学学报》第4期。
- 朱红军 钱友文，2010：《中国 IPO 高抑价之谜——“定价效率观”还是“租金分配观”》，《管理世界》第6期。
- 赵宇龙 王志台，1999：《我国证券市场“功能锁定”现象的实证研究》，《经济研究》第9期。
- Adhikari, A., C. Derashid & H. Zhang (2006), “Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia”, *Journal of Accounting and Public Policy* 25:574-595.
- Botosan, C. (1997), “Disclosure level and the cost of equity capital”, *Accounting Review* 72(3):323-349.
- Boubakri, N., J. C. Cosset & W. Saffar (2008), “Political connections of newly privatized firms”, *Journal of Corporate Finance* 14(5):654-673.
- Boubakri, N. et al (2012), “Political connections and the cost of equity capital”, *Journal of Corporate Finance* 18(3):541-559.
- Fama, E. F. & K. R. French (1965), “The behavior of stock-market prices”, *Journal of Business* 38(1):34-105.
- Fama, E. F. & K. R. French (1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”, *Journal of Financial Economics* 33(1):3-35.
- Fan, J. P. H., T. J. Wong & T. Zhang (2007), “Politically connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China’s partially privatized firms”, *Journal of Financial Economics* 84(2):330-357.
- Goldman, E., J. Rocholl & J. So (2008), “Political connections and the allocation of procurement contracts”, SSRN Working Paper 965888.
- Gebhardt, W., C. Lee & B. Swaminathan (2001), “Toward an implied cost of capital”, *Journal of Accounting Research* 39(1):135-176.
- Lintner, J. (1965), “The valuation of risky assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets”, *Review of Economics and Statistics* 47(1):13-37.
- Li, H. et al (2008), “Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms”, *Journal of Development Economics* 87:283-299.
- Li, H. Y. & Y. Zhang (2007), “The role of managers political networking and functional experience in new venture performance: Evidence from Chinese private from China’s transition economy”, *Strategic Management Journal* 28(8):791-804.
- Miller, M. & F. Modigliani (1961), “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, *Journal of Business* 34(4):411-433.
- Malkiel, B. G. & Y. Xu (1997), “Risk and return revisited”, *Journal of Portfolio Management* 23(3):9-14.
- Modigliani, F. & M. Miller (1958), “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, *American Economic Review* 48(3):261-297.
- Ohlson, J. A. (1995), “Earnings, book value, and dividends in equity valuations”, *Contemporary Accounting Research* 11(2):661-687.
- Piotroski, J. D. & D. T. Roulstone (2005), “Do insider trades reflect both contrarian beliefs and superior knowledge about future cash flow realizations?”, *Journal of Accounting & Economics* 39:55-81.
- Richardson, A. & M. Welker (2001), “Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital”, *Accounting Organizations and Society* 26(7):597-616.
- Sharpe, W. F. (1964), “Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk”, *Journal of Finance* 19(3):425-442.

(责任编辑:陈建青)