

## 市委书记更替、风险感知与私营企业投资

——基于第十次中国私营企业调查的实证研究

作者简介：

许金花（1986-），女，湖南长沙人，中山大学管理学院博士生，研究方向：并购重组与公司治理等。

李善民（1963-），男，四川巴中人，中山大学管理学院教授，博士生导师，中山大学并购重组研究中心主任，研究方向：并购重组与公司治理等。

张 东（1987-），男，四川广安人，中山大学社会学与人类学学院博士生，研究方向：经济社会学等。

王 凯（1989-），男，山东聊城人，南开大学中国公司治理研究院、南开大学商学院博士生，研究方向：公司治理与公司财务、组织理论等。

通信地址

广东省广州市海珠区新港西路135号中山大学管理学院 邮编：510275

联系电话：13602870523

电子邮箱：skyye41@126.com

# 市委书记更替、风险感知与私营企业投资

——基于第十次中国私营企业调查的实证研究

[摘 要]众所周知,中国经济仍处于转型时期,政治环境的不确定对私营企业的投资决策有着重要的影响,但是关于私营企业投资的研究还远远不足。本文运用第十次全国私营企业调查数据,从政治环境不确定性和风险感知的视角实证研究了市委书记更替对私营企业总投资及投资战略的影响。研究发现:①整体上,市委书记更替对私营企业总投资没有显著影响;②由于不同特征的企业对政治不确定性风险的感知存在差异,当区分企业的政治关联及所处的法律制度环境时,市委书记更替对私营企业投资的影响存在较大不同。具体地,对于政治关联私营企业,投资支出显著减少,相反,对于非政治关联私营企业,市委书记更替带来投资支出增加;当私营企业所处的法律制度环境较好时,投资支出显著减少,相反,当私营企业所处的法律制度环境较差时,市委书记更替会带来投资支出增加;③当区分官员异质性时,发现“外调”官员会导致上述关系更为显著;④拓展研究表明,市委书记更替对企业不同类型的投资的影响存在一定程度的差异。因此,官员更替所带来的政治不确定性对长期经济增长的影响还不能最终确定。

[关键词]市委书记更替;政治不确定性;私营企业;投资类型;政治关联

## 一、引言

新制度主义强调环境对于企业的影响,认为任何一个组织都必须适应环境而生存,企业行为深受环境的制约和影响(North, 1990)。企业所面临的环境主要包括技术环境和制度环境,其中,政治环境是一种重要的制度环境。关于政治环境不确定性的研究一直是学术界关注的一个重要问题,相关研究主要讨论了政治不确定性的经济后果,证实了政治不确定性对资产定价(Belo et al., 2013; Kelly et al., 2015; Brogaard & Detzel, 2015)、城市债发行(罗党论、余国满, 2015)、融资成本(Waisman et al., 2015)、股票价格(P ástor & Veronesi, 2012, 2013)、企业投资(Bloom, 2007; Yonce, 2010; 陈艳艳、罗党论, 2012; Julio & Yook, 2012; 徐业坤等, 2013; 曹春方, 2013; Durnev, 2013; Yonce, 2015; An et al., 2016)、IPO 活动(Colak et al., 2014)、银行破产概率(Liu & Ngo, 2014)、企业 R&D 支出(Atanassov et al., 2015)和现金持有水平(姜彭等, 2015)等存在重要影响。

当前,中国正处于经济转型时期,经济模式为政府主导型的混合经济,政府在经济中的持续作用成为当前中国经济的显著特征,政治环境对企业的影响更加明显,如大量研究从静态的视角证明政府干预导致了地方国企的过度投资(程仲鸣等, 2008; 唐雪松等, 2010)。地方政府由地方官员所组成,由于官员任期和工作交流等原因,地方官员会经常发生变动,地方官员的定期轮换更替已经成为一种常态(王贤彬等, 2009)。由于官员的异质性以及“晋升锦标赛”体制的存在,地方政府换届往往意味着地方经济政策的变动,进而使得地方经济环境面临不确定性,对当地经济和企业发展具有重要影响(曹春方, 2013)。

近年来,国内学术界越来越关注地方官员更替对地区政治生态变化,以及这种变化究竟会对地区宏观经济发展和微观企业行为产生何种影响。部分研究从微观层面入手证明了政府换届对企业的慈善行为(戴亦一等, 2014; Tan et al., 2015)、投资行为(陈艳艳、罗党论, 2012; 徐业坤等, 2013; 曹春方, 2013)、城市债发行(罗党论、余国满, 2015)、股利政策调整(雷光勇等, 2015)、现金持有水平(姜彭等, 2015)等都有显著影响。这些研究大多以上市公司和工业企业为研究对象。而由于法律对中国数量众多的私营企业的产权保护不明确,私营企业的发展环境存在天然的不确定性(Johnson et al., 2002)。在私营企业蓬勃发展的同时,政府对企业发展所需关键资源的控制使其有能力给企业带来不确定性,也可能提高企业的交易成本

(Williamson, 1979)。且由于地方官员更直接地控制辖区内的企业和资源(周黎安, 2007), 本文以市委书记的变更事件作为外部政治冲击来研究政治不确定性对中国私营企业投资行为的影响。

总结已有关于官员更替与企业投资行为的研究, 主要有两种竞争性的结论与解释逻辑(图 1 所示)。一种结论认为: 官员更替带来的政治不确定性会导致企业降低投资支出水平(Julio & Yook, 2012; Durnev, 2013; 徐业坤等, 2013; 曹春方, 2013)。我们总结为“市场逻辑”, 即当存在政治不确定性时, 经济政策也将面临不确定性, 企业等待投资的期权价值升高, 由于实物投资支出的不可逆性, 公司会倾向于理性地推迟投资或提高现金持有水平, 直到政治不确定性基本消除(Julio & Yook, 2012; Durnev, 2013; 姜彭等, 2015)。另一种结论则认为: 地方官员更替导致辖区企业的投资支出增加, 投资效率下降(陈艳艳、罗党论, 2012), 同时对私人企业可能会有“挤出效应”, 使得私人企业的投资降低(Yonce, 2010; Cohen et al., 2011; 徐业坤等, 2013), 我们总结为“政治逻辑”, 由于中国典型的官员晋升机制, 中央政府主要根据地方经济发展指标来考核辖区官员, 在换届之际提拔表现优异的官员(周黎安, 2007)。因此, 新上任官员为了尽可能在任期内提高经济绩效, 在上任之初往往会迅速推行新的经济政策, 地方官员的投资冲动会带动整个辖区的企业扩大其投资支出。同时, 政府扩大投资对于私人企业可能存在“挤出效应”, 这可能是由于政府的新增投资主要使得国有企业从中受益, 私人投资支出可能会降低, 在一定程度上会挤出私人企业的投资。

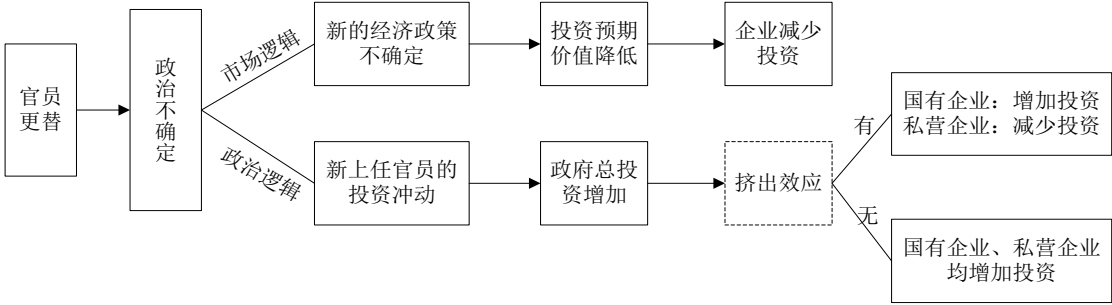


图 1 关于官员更替影响企业投资的已有研究范式<sup>①</sup>

上述两种逻辑实际上是研究政治环境与企业行为的关系的两种范式, 具有重要理论和实践意义, 有利于理解中国企业的行动逻辑。然而, 已有研究虽然提出了两种合理的解释逻辑, 但是具体的影响机制仍有待进一步深入研究。①“政治逻辑”范式, 其分析的行动者是地方官员, 主要研究的是地方官员对于地方宏观经济的影响。因此, 在这一研究范式中, 企业并不是分析的中心, 而是不确定性的经济政策被动接受者。尽管我们可以推论政治不确定性对企业行为具有影响, 但是却难以深入探索这种影响的微观作用机制。同时, “政治逻辑”范式往往过于强调“晋升锦标赛”体制所带来新上任官员的投资冲动, 对官员个体的异质性重视度不够, 事实上, 法制环境、官员异质性都可能影响官员的行动逻辑。②“市场逻辑”范式以企业作为基本分析单位, 研究企业如何应对政治不确定性的风险。这一范式存在两个较强的前提假设: 第一, 地方官员的更替对经济政策的影响是同质的, 不存在异质性, 经济政策不确定性将对经济产生消极影响。这一假定同样忽视了官员异质性、法制环境等因素对不确定性的调节效应。同时也忽略了官员“晋升锦标赛”体制可能导致换届后政府短期内推出一系列新经济政策来提振经济, 可能造成企业投资机会的增加。第二, 企业是同质的, 遵循同样的市场理性逻辑。这一假定忽视了企业本身的异质性。而实际上, 一方面, 由于企业的政治关系网络、所在地区的制度环境等方面的差异, 企业面临信息不对称的程度不同, 因此, 企业所感知到的不确定性风险也存在较大差异。另一方面, 国有企业与私营企业, 其行动逻辑也是有差异的。对于国有企业而言, 其行为不仅遵循市场逻辑, 也遵循政治逻辑。而对于私营

① “挤出效应”是否存在是有争议的, 故而使用虚线框。

企业，其行为则主要遵循市场逻辑。

综上所述，关于官员更替如何影响企业行为的研究，除了实证证据上的众多不一致，在理论上至今也很单薄。现有文献大多从“政治逻辑”和“市场逻辑”的角度来理解官员更替所带来的政治不确定性如何影响企业投资支出，但缺乏从理论机制上更深层次解释企业面对不确定性的政治环境时的行动逻辑。无论是从宏观层次出发的“政治逻辑”范式，还是从微观企业层次出发的“市场逻辑”范式，对制度环境、企业异质性及官员异质性的重视都不够。且现有研究多从一种研究范式出发，缺少宏观与微观相结合的综合分析。因此，对官员更替所带来的宏观不确定性如何影响微观企业行为的作用机制，仍存在诸多不明确和有待进一步研究的地方。基于此，笔者以为，分析官员更替等宏观环境变化对企业行为的影响，应当遵循两条原则。第一，应当把企业带回分析的中心，以企业作为分析的基本单位，坚持宏观与微观的结合；第二，更具根本性的一个理论问题是，要着重分析宏观不确定性由宏观向微观行动者的传导机制。

本文选择私营企业样本，综合上述两种研究逻辑，构建综合的理论分析框架，实证研究政府官员更替对私营企业投资行为的影响。本文力图回答以下问题：政府官员更替是否会影响私营企业投资行为？如果会，影响的机制是什么？制度环境、官员异质性、企业风险感知力等如何“形塑”这种影响？本文主要贡献有：①从理论上，以企业为分析单位，综合微观与宏观视角，构建了政治不确定性如何从宏观环境传导到微观组织，通过影响企业的风险感知，最终作用于企业决策的理论逻辑。并实证检验了宏观的政治变动对微观企业行为影响的机制，丰富了关于政治环境不确定性影响企业行为的理论，为政治权力如何干预企业运行提供了新的经验依据。②本文选择私营企业作为分析样本，扩展了相关领域研究的分析对象。已有研究主要集中讨论官员更替如何影响上市公司投资，并区分民营上市公司和国有上市公司(陈艳艳、罗党论, 2012; 曹春方, 2013)，较少关注中国数量众多的小微型私营企业。③本文从市委书记更替的视角，引入企业对政治不确定性风险的感知，提供了市委书记更替影响以及如何影响私营企业总体投资的微观证据，并进一步区分企业具体的投资类型，研究了官员更替带来的政治不确定性对企业不同类型的投资的影响，拓展了政治不确定性的微观经济后果的研究。

本文研究发现：①从总体上看，市委书记更替对于私营企业的投资支出没有显著影响，但是并不意味着市委书记更替对于私营企业投资没有影响，而是由于制度环境、官员异质性和企业风险感知力使得影响方向不一致，进而导致整体影响不显著；②当区分政治关联企业和非政治关联企业时，市委书记更替对私营企业投资的影响存在显著的差异。对于存在政治关联的私营企业，市委书记更替会带来企业投资的支出减少，与徐业坤等(2013)结果一致；对于非政治关联私营企业，市委书记更替会带来企业投资支出的增加（没有显著减少），为陈艳艳、罗党论(2012)的研究提供了进一步的佐证；③进一步发现，私营企业处在不同的法律制度环境下，地方官员更替对辖区内企业投资的影响也存在显著差异。当私营企业所处的法律制度环境较好时，市委书记更替与企业投资支出负相关；当私营企业所处的法律制度环境较差时，市委书记更替会带来企业投资支出的增加（没有显著减少）；④市委书记更替带来的政治不确定性对企业投资支出的影响与地方官员异质性有关，官员更替类型为“外调”时会带来更大程度的政治不确定性，对私营企业投资支出的影响更甚。⑤拓展研究表明，市委书记更替对企业不同类型的投资的影响存在一定程度的差异。因此，官员更替所带来的政治不确定性对长期经济增长的影响还不能最终确定，需要分情况来看。

余文内容安排如下：第二部分为理论分析与研究假设；第三部分为研究设计，主要包括样本选择、模型构建以及变量说明；第四部分为实证过程与结果分析；最后为主要结论与启示。

## 二、理论分析与研究假设

如前文所述，本文以企业为分析单位，综合微观与宏观视角，探讨宏观的政治变动对微观企业行为的影响机制，理论框架如图2所示。简单而言，市委书记更替将在某种程度上带来当地政治生态的变动，过渡时期的政治将面临不确定性，造成当地宏观经济环境的不确定性，主要包括换届时经济政策和政企关系存在不确定的因素，最终导致企业运行面临外部环境的不确定性。具体表现为：①政治的不确定性将导致经济政策和施政策略的不确定，新的领导班子将执行何种经济政策存在不确定性(P ástor & Veronesi, 2012,2013)；②政治不确定性也将影响当地的生态，进而某种程度上影响原有的政企关系重构(蒋德权等, 2015)，这也会对企业的发展带来风险。

Hirschman(1970)曾提出，在企业面临不确定性风险或者经营困境时，由于不同利益相关者面对公司风险有不同的感知能力，因此反应也不尽相同，退出(Exit)、重新评估合作关系(Voice)或者继续合作(Loyalty)等是常见的企业应对策略。唐清泉、罗党论(2007)将以上分析框架应用于公司治理领域的研究，从风险感知力的视角研究了独立董事辞职行为。我们认为，Hirschman 的分析框架同样适用于分析私营企业主对政治不确定性的风险感知，从而影响企业投资支出。不管做出何种选择，其行为背后都是依据其对公司所面临的政治不确定性风险的感知所做出的，即宏观环境中客观存在的政治不确定性对于不同企业的影响存在差异，取决于企业的自身特征和所处的制度环境情境。私营企业主的投资决策取决于对企业环境状况的扫描(Environmental Scanning)，通过这种扫描来获取和感知公司所面临的政治不确定性环境信息，从而调整公司投资决策。

制度的设计能降低不确定性、减少交易成本。新制度主义强调制度在经济增长中的关键作用，这里的制度包括正式与非正式制度两种，经济社会中的企业行为除了受到正式制度的影响，同时也受到非正式制度的规范(Williamson, 1985; North, 1990)。同样的，私营企业对政治不确定性的风险感知也会受到正式制度和非正式制度两方面因素的影响。因此，在本文的研究框架中，特别加入了制度环境对不确定性的调节效应。具体地，本文的理论框架表示如下：首先，官员换届带来的宏观经济环境的不确定性主要包括经济政策、施政策略的不确定和政企关系的变动与重构；而这一不确定性的大小受到制度环境、官员异质性等的影响。其次，宏观经济环境的不确定性被微观企业感知到，主要通过两条路径实现这一传导过程。第一条路径是新经济政策不确定性，导致资源投向、规模不确定，进而使企业感知到不确定性；第二条政企关系变动与重构，影响企业获取资源的能力出现不确定性。特别地，上述两条传导机制都受到正式制度（企业所处的制度环境）和非正式制度（政治关系网络）的影响，与企业主特征、行业特征等因素共同影响企业感知到的不确定性风险程度。最后，企业根据所感知到的不确定性风险，调整投资策略，直至不确定性消除。接下来，本文将以企业为分析主体，详细论述这种影响机制。

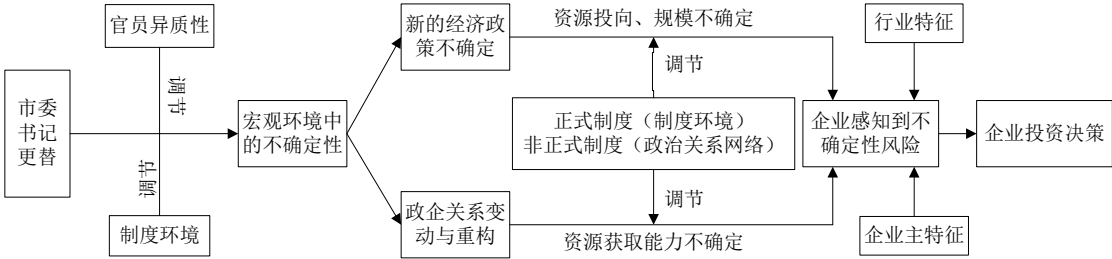


图2 官员更替影响私营企业投资的逻辑框架图

### 1. 市委书记更替与私营企业投资

官员变更作为一个外部不确定性信号将会对企业的决策带来影响，关于官员更替对企业投资的影响，国外研究大多以民主选举制度为背景并结合实物期权理论来研究大选对于企业

总投资的影响。大量研究证明,在大选期间,企业的投资支出会减少(Bloom, 2007; Yonce, 2010; Durnev, 2013; Julio & Yook, 2012; Yonce, 2015)。Bloom(2007)通过构建理论模型证明,当企业面临的政治不确定性程度较大时,持币等待的价值将会增加,且调整成本的存在使得企业投资具有部分不可逆的特征,因此企业会通过调整策略来应对不确定性风险,投资将会更加谨慎并减少总投资。当企业能预期国家的政治选举时间时,政治所带来的不确定性会导致企业削减投资支出(Yonce, 2010)。Julio & Yook(2012)及 Durnev(2013)通过对跨国样本进行检验发现普选制国家重要官员的更替所带来的经济政策的不确定性会显著降低企业在政治选举发生期间的投资支出。以上研究证明了政治不确定性对于公司实体投资的负向影响。Atanassov et al. (2015)则区分企业投资具体类型,研究了美国州长选举对企业创新投资支出的影响,实证结果表明,政治不确定性使得公司的 R&D 投资支出显著增加,且这种影响在高产品市场竞争、高成长期权的公司以及政治敏感度高的行业会更强。该研究启示我们,讨论政治不确定性对企业投资的影响可能需要进一步区分具体的投资类型及公司特征等。

根据以上的分析,从长期来看,政治不确定性对经济的影响不能最终确定。与普选制国家不同,我国的政治体制有其独特性,地方政府官员的更替并非通过普选产生,也不一定是在党代会时产生。一些研究讨论了转型期中国省级官员和市级官员的更替对辖区企业投资的影响。王贤斌、徐现祥(2008)通过研究省级官员(省长和省委书记)的变更与本省经济增长的关系发现了官员变更与经济增长负相关的证据。周黎安(2007)研究发现,各地官员展开“晋升锦标赛”,在上任之初会迅速推行新的经济政策,地方官员的投资冲动会带动整个辖区的企业扩大其投资支出。与本文相近的论文主要有:陈艳艳、罗党论(2012)从地方城市市长更替的视角,区分国有企业和民营企业,运用中国工业企业数据库进行研究,结果发现:市长更替会导致辖区企业的投资支出增加,投资效率下降,并且这种影响在国有企业和外地调任官员中尤甚。曹春方(2013)以中国 A 股上市公司为样本,发现省长更替会导致地方国企投资量和过度投资的降低,且异地调入的官员更替影响更大,并认为中国的地方官员更替更适合从事实政治权力逻辑解释,并未找到法定政治权力转移影响公司投资的证据。徐业坤等(2013)在以上研究的基础上,同时考虑了官员更替类型和企业政治关联,检验了市委书记更替对民营上市公司投资的影响,证实了官员更替影响企业投资的政治不确定性逻辑。研究表明,民营企业的投资支出会明显下降,并证明国有企业在面临法定政治权力转移时其投资支出也会明显下降。

依据前文的理论分析,本文认为,市委书记换届之所以会影响企业投资,根本上的原因是因为政治不确定性将导致企业所能获取的资源存在不确定性。接下来,我们从私营企业资源获取的角度来分析:①市委书记换届将导致地方经济政策本身出现不确定性。在换届后的短期内,政府经济资源的投向、投资规模、产业政策等都存在不确定性,进而导致市场投资机会不确定,市场投资风险也同时增加。具体而言,在中国特有的以相对绩效为核心的官员晋升考核机制下(Li & Zhou, 2005; 周黎安, 2007),新上任官员的投资冲动会带动整个辖区的企业扩大其投资支出。但是,由于制度环境、官员异质性、官员行动逻辑等存在差异,必然导致新经济政策的出台的方式、内容和力度可能会不同。因此,对于企业来说,这种宏观经济政策的不确定性,将导致企业未来投资方向、资源获取存在不确定性风险。在此种情况下,企业等待投资的期权价值升高,公司会倾向于理性地推迟投资或提高现金持有水平,直到政治不确定性基本消除(Julio & Yook, 2012; 姜彭等, 2015)。②市委书记换届将导致当地的政治生态的变化,这种政治生态的变化必将导致原有政企关系的变更。由于我国普遍存在法律保护的不健全,私营企业通常使用非正式机制而不是正式的法律手段来获取企业发展所需要的各种资源。政企关系的变动将使得企业获取政府经济资源的能力出现变动,这也将使企业面临资源获取的不确定性风险。在这种情况下,企业将也将倾向于推迟投资或提高现金持有水平,直到政企关系不确定性基本消除。

根据以上分析, 本文提出以下假设:

假设 1: 市委书记更替会导致私营企业的投资支出下降。

## 2. 市委书记更替、政治关联与私营企业投资

一个企业所面临的挑战不仅是通过生产取得市场的竞争地位, 更重要的是获得企业生存所需要的各种资源(周雪光, 2005)。由于中国经济结构和政治制度的特殊性, 地方政府掌握着私营企业发展所需要的重要行政和经济资源(周黎安、陶婧, 2009; Xu, 2011)。对企业发展具有重要影响。尤其在中国, 不同于国有企业与地方官员有着天然的政企联盟关系, 且具有较大的话语权(蒋德权等, 2015), 私营企业在很多方面依然处于较弱势的地位, 加上我国普遍存在着法律制度保护的不健全等原因使得私营企业处于不确定性较高的环境中。私营企业要获得更好的生存和发展, 从政府获得合法性是私营企业最关键的需求(于蔚等, 2012)。因此, 通过与政府(官员)构建良好的政治联系, 成为私营企业家获取政治合法性的重要渠道, 也是其获得企业发展所需要的政府资源的有效途径。政治关联不同于腐败, 在法律层面上是完全合法的, 企业完全不用担心可能导致的法律风险(Faccio, 2006)。已有研究发现, 政治关联能促进企业的发展, 如带来更多优惠的投资政策(Faccio, 2006)、获取更多银行贷款(Fan et al., 2007; 余明桂、潘红波, 2008), 其中, 余明桂、潘红波(2008)发现企业政治关联可以保护企业产权免受地方政府损害, 保护企业利益。也有研究发现, 政治关联对企业可能存在负面影响, 如政治关联会导致民营企业的过度投资等(张敏等, 2010; Chen et al., 2011)。

笔者认为, 政治关联作为私营企业与政府之间建立紧密联系的一个重要渠道, 在政治不确定的情境下, 无疑将会影响政治不确定性与企业投资的关系。根据本文的理论逻辑框架, 我们从两个方面进行分析:

首先, 从官员更替带来新经济政策不确定这一思路来分析。地方政府控制了地方经济中几乎所有的企业发展所需要的重要生产要素(财政补贴、税收减免、项目审批等)(周黎安, 2008)。在换届后的短期内, 新上任官员可能会基于自身利益来制定本地区经济战略和产业政策, 有着实施差异化经济政策的动机(王贤彬等, 2009), 此时, 与前任政府关系密切的企业, 其获得资源的优势可能会被削弱。另外, 由于项目审批等各种条件的便利, 政治关联企业可能大量投向于前任官员所鼓励和支持的产业, 若新上任官员推行不同的经济政策, 对于企业未完成的投资项目也可能造成较大的影响。因此, 当官员更替时, 存在政治关联的企业所感知到的政治不确定性风险也会更大。

其次, 从官员更替带来的政企关系变动与重构这一思路来分析。综合已有研究, 政治关联至少可以通过信息传播与资源分配两种机制来调节官员更替对企业投资的影响。

①在信息传播方面, 政治关联会影响企业对不确定性风险的感知力。具体地, 对于有政治关联的企业, 由于信息优势, 可能会提前获得官员更替信息和经济政策信息, 并且对这些信息的敏感性非常高。因此, 政治关联企业能感知到的政治不确定性风险也相对较强, 从而及时调整其投资决策来应对这种不确定性可能带来的风险(Durnev, 2013)。政治关联能够帮助企业利用其信息优势, 尽早调整企业投资决策, 减少投资支出。对于非政治关联企业来说, 由于缺乏政企联系的纽带和信息优势, 对政府官员更替信息的敏感性较低, 官员变更信息的来源也存在局限和滞后(徐业坤等, 2013), 非政治关联企业能感知到的政治不确定性风险也相对较低。因此, 市委书记换届对没有政治关联的企业影响更小。

②在资源分配方面, 企业对于政府的依赖程度不对称, 政治关联对于私营企业的发展具有正向效用, 有政治关联的企业可以获得更多的政府资源, 其对政府的依赖程度高于没有政治关联的企业。与此同时, 由于换届所带来的政治生态变化, 也将给政治关联企业原先建立的政企关系带来挑战, 进而增加了企业未来继续享受政府各种优惠政策的不确定性。如政治不确定性会削弱政治关联企业的信贷资源优势(徐业坤, 2013)。而对于没有政治关联的企业, 对政府的依赖程度更低, 也不用担心政企关系的变动风险, 相反, 官员更替将带来政企

关系的重构,这也会给非政治关联企业带来机会(蒋德权等,2015)。所以,相对于有政治关联的企业,对于非政治关联的企业,投资策略更可能主要取决于市场供求变动,基于企业当年的现金持有水平以及整体的市场环境和机会的考虑,而更少受到政治换届的影响。

综上所述,官员更替通过造成经济政策的不确定性、政企关系的变动最终影响企业投资。这种政策不确定性、政企关系变动也受到官员异质性的影响。我们将官员更替区分为“内升”和“外调”两种类型,以此检验官员更替异质性对政治不确定性的影响。当新上任市委书记直接由本地官员提拔而来,对已有经济政策比较适应,在经济政策方面往往会具有一定的连续性,进而使得换届带来的政治不确定性较小,政企关系也相应的变动较小。而对于“外调”的官员,则其与原有的官员联系不深,对原有的经济政策也并不熟悉,因此对于当地的政治生态和经济政策都将带来较大的变动。综上,相对于“内升”型官员,如果新上任的市委书记为外地调任,其带来的经济环境不确定性程度可能要大于“内升”官员(戴亦一等,2014)。

基于以上分析,我们提出以下假设:

假设 2: 市委书记换届对政治关联企业的投资支出存在负向影响,且在“外调”官员中影响更大;相对于有政治关联的企业,市委书记换届对非政治关联企业的投资支出的负向影响更小。

### 3. 市委书记更替、法律制度环境与私营企业投资

根据前文的理论逻辑,宏观环境中的政治不确定性对企业的影响与正式制度(企业所处的制度环境)有关,正式制度(企业所处的制度环境)也会影响企业感知到的不确定性风险程度。地区的制度环境会通过两个维度来影响官员更替与企业投资的关系:①制度环境会影响官员更替所带来的地区宏观经济政策不确定性的程度;②企业所在地区的制度环境会影响企业自身能感知到的不确定性风险的度,进而官员更替对企业的影响也不同。关于制度环境,樊纲等(2011)对中国各个省区的制度环境因素进行了综合评价,构建了市场化指数,该指数主要包括五个维度的制度环境指标:政府与市场关系指数、非国有经济发展指数、产品市场发育程度、要素市场发育程度和中介组织发育和法律制度环境指数。本文选择其中的法律制度环境指数来反映地区的法制化程度,该指数被近来的研究广泛采用,能相对客观地反映各地区企业所面临的法律制度环境水平,而法制化程度往往直接影响政府对企业的干预程度。具体分析如下:

首先,从官员更替带来新的经济政策不确定这一思路来分析。在法律制度环境较差的地区,一把手的权力相对较大(周黎安,2007),经济发展程度也较低,新上任官员更有动机且有能力在上任之初通过调整其施政策略以及增加辖区的总投资来改善经济发展速度,官员的行动逻辑可以概括为“有为”和“可为”,新上任官员带来的辖区经济政策调整可能会非常迅速,企业短期内能感知到的政治不确定性相对较小。相反,在法律制度环境较好的地区,一把手的权力相对较小(周黎安,2007),新上任官员有动机但未必有能力在上任之初迅速调整其施政策略,而是渐进推行新政策,官员的行动逻辑可以概括为“想为”但“难为”,官员更替带来的经济政策的不确定性较大,此时,私营企业“持币”等待的期权价值更高,企业短期内感知到的不确定性风险也越大。

其次,从官员更替带来的政企关系变动与重构这一思路来分析。法律制度环境不同,政府对企业的干预程度不同,进而官员更替对企业投资的影响不同。周黎安、陶婧(2009)的研究发现,在中国法制建设不完善的情况下,政府掌握着大量的民营企业发展所需的经济资源和行政资源,私营企业主为了得到企业发展所需的关键资源,可能会导致腐败的发生。腐败是对掌握权力的官员进行贿赂以获取企业发展的资源(Aidt,2009)。因此,在法律制度环境较差的地区,腐败也可能更为严重。由于政治关联不同于腐败,企业无需担心可能导致的法律风险。因此,在法律制度环境较好的地区,企业尤其是私营企业建立政治关系的动机也更强烈。当市委书记更替时,政企关系的变动对私营企业的影响也更大。

假设 3：在法律制度环境较好的地区，市委书记更替对私营企业投资的负向影响更强。

### 三、研究设计

#### （一）样本选择与数据来源

本文选择第十次全国私营企业调查数据为实证数据，之所以选择私营企业为研究样本是因为：①目前学术界对于官员更替与企业行为的研究主要集中在上市公司和资本市场，绝大部分是基于大型上市民营企业与国有企业进行的(陈艳艳、罗党论, 2012; 徐业坤等, 2013; 曹春方, 2013; 罗党论、余国满, 2015)，缺乏对数量众多的小微型私营企业的研究。因此，官员变更对企业的作用受到了很多的约束，相关研究结论对于私营企业未必具有指导意义；②随着我国经济体制改革的深入，大大提高了私营企业在国民经济中的地位，私营企业的二代传承问题、多元化战略、企业主特征等公司治理问题受到越来越多的关注(张建君、李宏伟, 2007; 何轩等, 2014; 陈东, 2015)。事实上，对于我国的私营企业，委托代理关系没有普遍的适用性，企业出资人大部分也是企业的实际管理者，掌握着企业最重要的投资决策权，私营企业面对风险的反应会更迅速。地方政府官员更替将对私营企业的投资行为具有更直接的影响。③中国私营企业正处于转型关键时期，并且数量众多，其生存环境本身存在着较大的不确定性。2012 年第十次全国私营企业调查首次搜集了私营企业的投资决策数据，为我们从更微观层面来研究政治不确定性如何影响私营企业投资提供了很好的检验样本。

该调查由中共中央统战部、国家工商行政管理总局、中华全国工商业联合会、中国民(私)营经济研究会组成的课题组，依托各省、自治区、直辖市工商局与工商联的力量完成的。调查采取多阶段抽样方式，并由各地工商局与工商联进入私营企业进行问卷调查，保证了数据的可靠性。调研对象为我国的私营企业，共计划调查 4800 家私营企业<sup>②</sup>，涵盖国家统计局定义的 19 个行业大类。我们以该数据库作为原始数据样本。并根据以下基本原则筛选样本：①剔除主要变量有缺失值的个案；②剔除营业收入等财务数据缺失的样本。经过筛选后，最终得到 3801 个个案样本。

用于衡量政治不确定性的市委书记更替数据，我们参照戴亦一等(2014)的搜集方法，从择城网<sup>③</sup>、百度百科等网络资料，手工收集整理私营企业注册地所在城市的市委书记更替及官员的来源等信息，其中，部分缺失的数据通过人民网、新华网等政务披露网站补充获得。笔者手工整理了样本企业所在的 144 个地级城市（市、自治州、盟、地区）的市委书记（含州委书记、盟委书记、地委书记，下同）的更替信息。其中，有 22 个地级市在 2010 年更换了市委书记，占地级市样本的 15.28%。衡量法制化水平的数据来源于樊纲等编写的《中国市场化指数——2011 年各地区市场化相对进程报告》；地区 GDP 数据来源于中经网统计数据库<sup>④</sup>。

#### （二）模型设定与变量说明

为了检验本文的研究假设，我们设计了如下计量模型：

$$\begin{aligned} Lninvest = & \alpha + \beta_1 Turnover + \beta_2 Male + \beta_3 Age + \beta_4 Age2 + \beta_5 Edu + \beta_6 Size \\ & + \beta_7 Fage + \beta_8 Lninc + \beta_9 Lev + \beta_{10} Trust + \beta_{11} GDP\_r + \beta_{12} Law \\ & + \beta_{13} Pc + \sum \beta_j Industry + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

② 抽样调查4800户，由工商联和工商局各完成2400户，而实际最终完成的调查共5073户(中国私营企业研究课题组报告)。

③ 择城网网址：<http://www.hotelaah.com/>

④ 中经网统计数据库：<http://202.116.65.15/page/Default.aspx>

$$\ln\left(\frac{P(\text{Invedum}=1)}{1-P(\text{Invedum}=1)}\right) = \alpha + \beta_1 \text{Turnover} + \beta_2 \text{Male} + \beta_3 \text{Age} + \beta_4 \text{Age2} + \beta_5 \text{Edu} \\ + \beta_6 \text{Size} + \beta_7 \text{Fage} + \beta_8 \text{Lninc} + \beta_9 \text{Lev} + \beta_{10} \text{Trust} \\ + \beta_{11} \text{GDP\_r} + \beta_{12} \text{Law} + \beta_{13} \text{Pc} + \sum \beta_j \text{Industry} + \varepsilon \quad (2)$$

本文旨在检验市委书记更替、企业风险感知对私营企业投资支出的影响，因此，模型中被解释变量有两个：①衡量企业投资支出的连续变量 **Lninvest**，即新增投资支出的自然对数；②衡量企业新增投资支出的哑变量 **Invedum**，即企业是否有新增投资。

模型中的主要解释变量包括：

#### （1）市委书记更替（Turnover）

本文的核心解释变量是市委书记换届。在中国，地方政府的行政权力主要集中于各级党委，党委书记作为地方政府的“一把手”（周黎安, 2007），因此，我们使用市委书记的更替来衡量政治不确定性。参考王贤斌等(2009)以及徐业坤等(2013)的做法，如果在当年1月份到12月份之间，有更换市委书记，则视为当年有换届，记为1；反之，则视为当年没有换届，记为0。考虑到市委书记换届对企业行为的影响存在一定的时滞效应，且为了降低可能存在的内生性，故而本文取滞后一期，也即2010年的地方政府换届变量（Turnover）作为解释变量。同时，为了更清楚的反映换届类型对私营企业投资影响的差异，本文根据新市委书记来源，构建换届类型变量。如果当年换届且市委书记由本地官员担任（简称“内升”），记为 **Turn\_in**；换届且市委书记由外地调任（简称“外调”），记为 **Turn\_out**。

#### （2）政治关联（Pc）

根据前文的理论分析与研究假设，本文选取政治关联及法律制度环境作为影响企业风险感知的变量。

政治关联研究中经常采用高管是否具有政府背景作为判断企业是否具有政治关系的标准，参考吴文锋等(2008)以及 Chen et al.(2011)的定义，并结合私营企业调查问卷的设计，我们用私营企业主是否为人大或政协委员、或者在乡/镇/街道及以上政府单位任职来衡量政治关联（Pc）<sup>⑤</sup>。如果是，则将其定义为政治关联企业，记为1；反之，则视为非政治关联企业，记为0。

#### （3）法律制度环境（Law）

对于法律制度环境这一代理变量的衡量，依据前文分析，使用樊纲等(2011)撰写的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》中的市场中介发育和法律制度环境指数来度量，该数据的截止年限为2009年，考虑到地区治理环境具有稳定性和延续性，本文利用2009年的指数大小来衡量2010和2011年的法律制度环境。具体定义的方法为：先按照法制化指数中位数进行分组生成（Law）。法制化指数大于中位数为1，代表法律制度环境较好，记做 **Law\_H**；市场化指数小于或等于中位数为0，代表法律制度环境较差，记作 **Law\_L**。各省的分组结果如表1所示。

表1 各省区法律制度环境

| 法律制度环境       | 省份                                                |
|--------------|---------------------------------------------------|
| <b>Law_L</b> | 甘肃、广西、贵州、海南、河北、黑龙江、吉林、江西、内蒙古、宁夏青海、山西、陕西、西藏、新疆、云南、 |
| <b>Law_H</b> | 安徽、北京、福建广东、河南、湖北、湖南、江苏、辽宁、                        |

⑤ 需要注意的是，本文选择的是2010年市委书记的更替作为政治冲击变量，而第十次调查是对中国私营企业2011年度的情况进行的调查，我们无法从问卷中直接得出私营企业的政治关联是官员变更之前还是之后所处的状态。但是，由于政企关系重构需要一段较长时间，并且2010年和2011年度均不是人大换届的年份，因此，本文认为问卷中私营企业的政治关联在官员发生更替之前已存在。

模型的主要控制变量：

我们主要从企业家个体特征、公司特征以及行业和环境特征这几个可能影响企业投资的因素进行了控制。从企业家个体来讲，我们控制了企业家的性别（Male）、教育水平（Edu）、年龄（Age）和年龄的平方（Age2）。其中，企业主教育程度为类别变量，分为四类：初中及以下（合称“初中”）、高中、大专、大学及以上（合称“大学”）。在实证模型中，以初中（Edu=1）为参照组，高中（Edu2）、大专（Edu3）和大学（Edu4）分别作为虚拟变量放入模型。

从企业层面来看，我们控制了公司规模（Size）、企业成立的年数（Fage），此外，企业的财务状况对企业投资会产生明显的影响，如资产负债率高的企业可能会受到财务困境的约束降低投资规模，而企业营业收入和盈利水平越高则会增加投资规模，即现金流越充裕的企业投资支出越多，因此，参考张敏等(2010)检验政治关联与过度投资关系的做法，在模型中引入资产负债率（lev）、营业收入的自然对数（Lninc）作为控制变量。参照 Julio & Yook(2012)的做法，对这些变量均作了一阶滞后处理，以控制内生性。

需要指出的是，有别于上市公司的企业大部分企业利润均为正值，在私营企业调查数据中，相当一部分中小微企业的净利润为负，部分企业甚至出现资不抵债的现象<sup>⑥</sup>，如果按照传统上市公司文献将企业的盈利水平取对数处理，那么会丢失很多的样本，不具代表性。若直接将净利润进行回归，有难以避免回归中的异方差等问题。因此，我们采用企业的营业收入的自然对数（Lninc）这个指标来衡量企业的绩效<sup>⑦</sup>。

在行业和环境特征方面，已有研究表明，企业的投资支持会受到辖区市场环境的影响，基于调研的情况，我们控制了企业的信用环境和法制化环境。关于企业的信用环境（Trust），在中国私营企业调查问卷中对企业发展环境做了调研，其中有一项调研为“您对目前市场信用环境是否满意”，参照陈东(2015)的方法，我们将企业出资人的回答为非常满意和基本满意视作企业所处的信用环境好，取值为 1，其他三项回答取值为 0。区域的经济发展水平会显著影响辖区内的企业投资(Julio & Yook, 2012; 徐业坤等, 2013)，因此在模型中我们引入反映经济发展水平的各省 GDP 的同比增长率（GDP\_r）作为控制变量；

从企业投资来看，不同行业受政府的影响也存在差异，因此，政治不确定性对企业投资的影响同样也会受到行业类型的影响。因此，为消除该影响，在计量模型中对行业（Industry）也进行了控制。调查数据中的行业类型包括 19 种行业，我们按照三大产业的标准对其进行合并归类，最终合并为农业、工业和服务业三大行业类型。在实证模型中，以农业为参照组，工业和服务业分别作为虚拟变量放入模型。相关变量的说明如表 1 所示。

表 2 变量说明

|       | 变量名      | 变量定义                                         |
|-------|----------|----------------------------------------------|
| 被解释变量 | Lninvest | 2011 年企业新增投资金额（万元）的自然对数，用于衡量投资规模             |
|       | Invedum  | 2011 年企业新增投资的哑变量，有新增投资取值为 1，否则取值为 0，用于衡量投资倾向 |
| 解释变量  | Turnover | 市委书记更替，当年有市委书记更替，记为 1；反之记为 0                 |
|       | Turn_in  | 当年换届且市委书记由本地官员担任（简称“内升”）                     |
|       | Turn_out | 当年换届且市委书记由外地调任（简称“外调”）                       |
| 控制    | 企业主特征    |                                              |

⑥ 一个可能的影响因素为，2008 年以后，国际金融危机和全球经济不景气的大环境对小微企业的经营产生了重要的影响。

⑦ 采用企业的营业收入来衡量绩效的其他原因有，一是，考虑到小微企业追求的主要目标未必是立刻获取高的利润，对于企业的成长和企业销售规模可能更看重。此外，调研中的小微企业私营企业的成立时间还不太长，相对于大型上市企业而言，财务制度和公司报表不一定符合规范，因此，本文选取营业收入来衡量企业的绩效更具代表性。

|    |          |                                                                                                                       |
|----|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 变量 | Male     | 民营企业主的性别，男性为 1，女性为 0                                                                                                  |
|    | Age      | 民营企业主的年龄，2011 减去出生年份                                                                                                  |
|    | Edu      | 民营企业主的教育水平，为类别变量，分为四类：初中及以下（合称“初中”，记为 1，用 Edu1 表示）、高中（记为 2，用 Edu2 表示）、大专（记为 3，用 Edu3 表示）和大学及以上（合称“大学”，记为 4，用 Edu4 表示） |
|    | 企业特征     |                                                                                                                       |
|    | Pc       | 政治关联，民营企业主是否人大或政协委员、或者在乡/镇/街道及以上政府单位任职，如果是记为 1；反之记为 0                                                                 |
|    | Size     | 企业规模，2011 年企业用工全年雇佣员工数的自然对数                                                                                           |
|    | Page     | 企业年数，用 2011 减去企业注册为私营企业的年份                                                                                            |
|    | Lninc    | 2011 年企业营业收入的自然对数                                                                                                     |
|    | Lev      | 企业的资产负债率                                                                                                              |
|    | 环境和行业    |                                                                                                                       |
|    | Trust    | 信用环境，定义见上文描述                                                                                                          |
|    | GDP_r    | 所在省份 2011 年度 GDP 增长率                                                                                                  |
|    | Law      | 企业所在地的法律制度环境代理变量，定义见上文描述                                                                                              |
|    | Industry | 行业哑变量，按照三大产业的标准对其进行合并归类，最终合并为农业、工业和服务业三大行业类型                                                                          |

## 四、实证过程与结果分析

### （一）描述性统计

在进行相关分析之前，为了降低异常值对研究结论的影响，我们首先对主要的连续变量（Lev、Size、Income 等）按照 1%分位数进行了 winsorize 处理。表 3 报告了主要变量的描述性统计情况。

从表 3 描述性统计结果来看，样本中衡量私营企业新增投资水平的变量 Lninvest 均值为 2.788，标准差为 1.165，投资支出的哑变量 Invedum 均值为 0.188，标准差为 0.391，不同样本企业的投资支出水平和投资倾向存在一定程度的差异；市委书记更替的平均值为 0.137，表明 2010 年约有 13.7%的企业经历市委书记换届。样本中约有 41.9%为政治关联企业，说明我国私营企业中普遍存在着政治关联的现象。与我们前面分析的结果一致，由于法律对私营企业的产权保护不明确，私营企业在很多方面依然处于较弱势的地位，因此，有天然的通过非正式制度寻求企业发展资源的动机。

对于控制变量，私营企业的营业收入自然对数的平均值为 6.71，资产负债率平均值为 18.206%，从标准差来看，样本企业财务特征存在一定差异，可能对企业的投资决策产生重要影响。此外，从民营企业主的主要特征变量可以看出，该项调查绝大部分的私营企业出资人为男性，均值为 0.839，但是较 2010 年度调查女性企业主的比例增加；年龄均值为 45.845，表明企业家的年龄不低，正如何轩等(2014)的研究指出，我国私营企业主普遍面临二代传承的问题；教育水平均值为 2.883，文化程度普遍不太高（该调查中，大专学历 Edu 记作 3）。

表 3 描述性统计

| 变量名      | 样本量  | 均值     | 中位数    | 标准差   | 最小值    | 最大值    |
|----------|------|--------|--------|-------|--------|--------|
| Turnover | 3801 | 0.137  | 0.000  | 0.344 | 0.000  | 1.000  |
| Pc       | 3801 | 0.419  | 0.000  | 0.493 | 0.000  | 1.000  |
| Invedum  | 3801 | 0.188  | 0.000  | 0.391 | 0.000  | 1.000  |
| Lninvest | 3460 | 2.788  | 2.303  | 1.165 | 2.303  | 7.606  |
| Male     | 3801 | 0.839  | 1.000  | 0.367 | 0.000  | 1.000  |
| Age      | 3801 | 45.845 | 46.000 | 8.899 | 16.000 | 84.000 |
| Edu      | 3801 | 2.883  | 3.000  | 0.954 | 1.000  | 4.000  |
| Size     | 3801 | 3.728  | 3.689  | 1.719 | 0.000  | 7.741  |

|          |      |        |       |        |        |        |
|----------|------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Fage     | 3801 | 8.156  | 8.000 | 5.318  | 0.000  | 22.000 |
| Lninc    | 3801 | 6.710  | 6.909 | 2.649  | 0.000  | 12.025 |
| Lev      | 3801 | 18.206 | 0.000 | 25.569 | 0.000  | 87.000 |
| Trust    | 3801 | 0.725  | 1.000 | 0.446  | 0.000  | 1.000  |
| GDP_r    | 3801 | 0.194  | 0.193 | 0.068  | -0.054 | 0.748  |
| Law      | 3801 | 10.886 | 8.180 | 5.598  | 3.510  | 19.890 |
| Industry | 3801 | 2.373  | 2.000 | 0.601  | 1.000  | 3.000  |

Pearson 相关系数如表 4，市委书记更替与私营企业投资支出虽然负相关，但没有表现出显著性。企业政治关联与法律制度环境这两个变量与企业投资都显著正相关，其余控制变量与企业投资的相关性与已有文献及预期基本一致，这里不再赘述。

表 4 主要变量的相关系数表

|          | Turnover | Pc        | Invedum   | Lninvest  | Male      | Age       | Edu      | Size      | Fage      | Lninc     | Lev       | Trust     | GDP_r     | Law     | Industry |
|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|----------|
| Turnover | 1.000    |           |           |           |           |           |          |           |           |           |           |           |           |         |          |
| Pc       | -0.019   | 1.000     |           |           |           |           |          |           |           |           |           |           |           |         |          |
| Invedum  | 0.008    | 0.159***  | 1.000     |           |           |           |          |           |           |           |           |           |           |         |          |
| Lninvest | -0.005   | 0.211***  | 0.815***  | 1.000     |           |           |          |           |           |           |           |           |           |         |          |
| Male     | 0.017    | 0.106***  | 0.068***  | 0.070***  | 1.000     |           |          |           |           |           |           |           |           |         |          |
| Age      | -0.032   | 0.159***  | 0.016     | 0.057**   | 0.115***  | 1.000     |          |           |           |           |           |           |           |         |          |
| Edu      | -0.042*  | 0.130***  | 0.033     | 0.080***  | -0.015    | -0.159*** | 1.000    |           |           |           |           |           |           |         |          |
| Size     | 0.066*** | 0.483***  | 0.198***  | 0.299***  | 0.189***  | 0.237***  | 0.173*** | 1.000     |           |           |           |           |           |         |          |
| Fage     | 0.042*   | 0.300***  | 0.118***  | 0.161***  | 0.110***  | 0.347***  | 0.044*   | 0.439***  | 1.000     |           |           |           |           |         |          |
| Lninc    | 0.026    | 0.422***  | 0.191***  | 0.304***  | 0.152***  | 0.227***  | 0.165*** | 0.760***  | 0.429***  | 1.000     |           |           |           |         |          |
| Lev      | -0.024   | 0.142***  | 0.022     | 0.092***  | 0.088***  | 0.129***  | 0.064*** | 0.317***  | 0.154***  | 0.369***  | 1.000     |           |           |         |          |
| Trust    | -0.022   | 0.073***  | 0.002     | 0.010     | 0.044*    | 0.012     | -0.024   | 0.055**   | -0.000    | 0.033     | 0.001     | 1.000     |           |         |          |
| GDP_r    | 0.006    | -0.051**  | 0.031     | 0.012     | 0.012     | -0.036*   | -0.045** | -0.065*** | -0.099*** | -0.085*** | -0.009    | 0.036*    | 1.000     |         |          |
| Law      | 0.069*** | 0.016     | 0.039*    | 0.055**   | 0.064***  | 0.077***  | 0.030    | 0.171***  | 0.219***  | 0.244***  | 0.156***  | -0.082*** | -0.364*** | 1.000   |          |
| Industry | -0.031   | -0.171*** | -0.118*** | -0.141*** | -0.116*** | -0.148*** | 0.051**  | -0.315*** | -0.134*** | -0.248*** | -0.173*** | -0.049**  | -0.012    | -0.035* | 1.000    |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著。

## （二）市委书记更替与企业投资的回归分析

表 5 中的回归（1）、（2）和（3）报告了计量模型（1）的回归结果，回归（4）、（5）和（6）报告了计量模型（2）的回归结果。从表中的结果可以发现，市委书记更替 *Turnover* 的回归系数均不显著，市委书记更替无论对于私营企业的投资支出规模和投资支出倾向都没有显著影响，假设 1 没有得到验证。该结论与徐业坤等(2013)、曹春方(2013)不同，他们发现，面临政治不确定性时，民营上市企业的投资支出会明显降低。然而需要注意的是，我们并不能根据表 5 中各个模型的结果断定市委书记换届对企业投资没有影响。由前文图 1 所总结的关于官员更替影响企业投资的已有研究范式可以看出，官员更替对私营企业投资可能会存在正负和负向的影响，即官员更替与私营企业投资之间的正向关系可能会部分抵消官员更替对私营企业投资的负向影响。由此可见，市委书记换届与企业投资的总体关系不一定能真正反映市委书记换届对企业投资行为的影响，就需要区分出哪些企业更容易受到政治不确定性的影响，从以下两个方面来分析：

一方面，与国有企业相比，市委书记发生更替时，私营企业感知到的政治不确定性风险相对较低，已有研究也提供了佐证，如陈艳艳、罗党论(2012)的研究表明，地方官员更替对辖区内企业投资的影响在国有企业中表现更为明显；曹春方(2013)认为，官员更替对公司投资的影响因产权性质存在边界，官员更替仅影响地方国企的投资支出，而在民企和央企并不成立。

另一方面，依据前文分析，企业感知到的不确定性风险程度会受到正式制度（企业所处的制度环境）和非正式制度（政治关系网络）等因素的调节。由此，私营企业对于官员换届所带来的不确定性风险感知存在较大的异质性。对整体私营企业而言，政治关系网络以及企业所处的制度环境等均会影响企业对政治不确定性风险的感知。具体地，由于我国的法律、金融等正式制度的不完善，使得私营企业特别是那些与政府关系密切的私营企业，通过建立与政府联系的纽带，即本文所定义的政治关联，才有机会和渠道绕过资源配置的“不完善”，获取企业发展所需的政府资源(周黎安、陶婧, 2009; Xu, 2011; 蒋德权等, 2015)，对于政治不确定性的风险感知程度非常高，当获取该类信息时，会及时调整其投资支出以应对其感知到的不确定性风险。相反，对于没有政治关联的私营企业来说，官员变更的信息来源存在局限和滞后，对于政治不确定性的风险感知程度也较低。另外，企业所在地区的法律制度环境水平也会影响私营企业所感知到的政治不确定性风险的大小。因此，在接下来的回归分析中我们将会区分企业的政治关联及地区的法律制度环境水平。

控制变量方面，反映地区经济发展水平的 *GDP* 增长率变量 (*GDP\_r*) 回归系数显著为正，经济发展水平越高的地区，辖内私营企业的投资支出水平越高(徐业坤等, 2013)；反映企业绩效变量 (*Lninc*) 的回归系数显著为正，表明企业的绩效水平越高投资规模和投资倾向越大(张敏等, 2010)；企业规模 (*Size*) 的回归系数显著为正，而资产负债率 (*Lev*) 的回归系数显著为负，表明规模越大以及现金流充裕的私营企业更倾向于增加投资，与程仲鸣等(2008)的结论一致；私营企业主的性别 (*Male*) 以及教育程度 (*Edu*) 的回归系数均显著为正，表明企业主为男性并且教育程度越高，投资倾向和规模都会越大。政治关联 (*Pc*) 的系数显著正相关，表明政治关联可能是影响私营企业投资支出的一个关键变量。

表 5 政治不确定性与企业投资的回归结果

| 变量       | Invedum |                   |                  | Lninvest |                   |                   |
|----------|---------|-------------------|------------------|----------|-------------------|-------------------|
|          | (1)     | (2)               | (3)              | (4)      | (5)               | (6)               |
| Turnover |         | -0.023<br>(0.123) |                  |          | -0.074<br>(0.055) |                   |
| Turn_in  |         |                   | 0.026<br>(0.169) |          |                   | -0.094<br>(0.077) |

|                       |                      |                      |                      |                     |                     |                     |
|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Turn_out              |                      |                      | -0.069<br>(0.167)    |                     |                     | -0.055<br>(0.074)   |
| Pc                    | 0.283***<br>(0.099)  | 0.282***<br>(0.099)  | 0.284***<br>(0.099)  | 0.131***<br>(0.044) | 0.128***<br>(0.044) | 0.128***<br>(0.044) |
| Male                  | 0.258*<br>(0.134)    | 0.258*<br>(0.134)    | 0.256*<br>(0.134)    | 0.041<br>(0.052)    | 0.041<br>(0.052)    | 0.041<br>(0.052)    |
| Age                   | 0.051<br>(0.040)     | 0.051<br>(0.040)     | 0.051<br>(0.040)     | -0.007<br>(0.015)   | -0.008<br>(0.015)   | -0.008<br>(0.015)   |
| Age2                  | -0.001*<br>(0.000)   | -0.001*<br>(0.000)   | -0.001*<br>(0.000)   | 0.000<br>(0.000)    | 0.000<br>(0.000)    | 0.000<br>(0.000)    |
| Edu2                  | 0.524***<br>(0.190)  | 0.524***<br>(0.190)  | 0.524***<br>(0.190)  | 0.135*<br>(0.072)   | 0.136*<br>(0.072)   | 0.136*<br>(0.072)   |
| Edu3                  | 0.345*<br>(0.187)    | 0.344*<br>(0.187)    | 0.344*<br>(0.187)    | 0.130*<br>(0.071)   | 0.127*<br>(0.071)   | 0.127*<br>(0.071)   |
| Edu4                  | 0.275<br>(0.191)     | 0.274<br>(0.191)     | 0.274<br>(0.191)     | 0.165**<br>(0.073)  | 0.161**<br>(0.073)  | 0.161**<br>(0.073)  |
| Size                  | 0.107**<br>(0.042)   | 0.108***<br>(0.042)  | 0.107**<br>(0.042)   | 0.094***<br>(0.018) | 0.096***<br>(0.018) | 0.096***<br>(0.018) |
| Fage                  | 0.011<br>(0.009)     | 0.011<br>(0.009)     | 0.011<br>(0.009)     | 0.003<br>(0.004)    | 0.003<br>(0.004)    | 0.003<br>(0.004)    |
| Lninc                 | 0.112***<br>(0.028)  | 0.112***<br>(0.028)  | 0.113***<br>(0.028)  | 0.084***<br>(0.011) | 0.083***<br>(0.011) | 0.083***<br>(0.011) |
| Lev                   | -0.005***<br>(0.002) | -0.005***<br>(0.002) | -0.005***<br>(0.002) | -0.001<br>(0.001)   | -0.001<br>(0.001)   | -0.001<br>(0.001)   |
| Trust                 | -0.138<br>(0.096)    | -0.139<br>(0.096)    | -0.137<br>(0.096)    | -0.040<br>(0.042)   | -0.041<br>(0.042)   | -0.041<br>(0.042)   |
| GDP_r                 | 1.910***<br>(0.653)  | 1.911***<br>(0.653)  | 1.894***<br>(0.655)  | 0.717**<br>(0.298)  | 0.730**<br>(0.298)  | 0.738**<br>(0.299)  |
| Law                   | 0.010<br>(0.009)     | 0.010<br>(0.009)     | 0.010<br>(0.009)     | -0.000<br>(0.004)   | 0.000<br>(0.004)    | 0.000<br>(0.004)    |
| Industry              | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                 | Yes                 | Yes                 |
| Constant              | -4.048***<br>(0.966) | -4.045***<br>(0.966) | -4.037***<br>(0.966) | 2.068***<br>(0.370) | 2.079***<br>(0.370) | 2.074***<br>(0.371) |
| N                     | 3801                 | 3801                 | 3801                 | 3460                | 3460                | 3460                |
| AdjR <sup>2</sup>     |                      |                      |                      | 0.123               | 0.123               | 0.123               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.059                | 0.059                | 0.059                |                     |                     |                     |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。

### （三）政治不确定性、政治关联与企业投资的回归分析

为了进一步检验政治关联对市委书记更替与企业投资支出的调节效应，我们按照私营企业是否存在政治关联进行分组，对计量模型（1）和模型（2）进行回归以检验假设 2，结果分别报告在表 6 和表 7。从表 6 和表 7 的结果可以发现，政治不确定性对投资规模和投资倾向的结果基本一致，且在有政治关联和非政治关联的企业中存在显著差异。

具体地，表 6 和表 7 的回归（1）、（2）和（3）报告了政治不确定性对非政治关联私

营企业投资的影响。从结果可以看出，官员更替（Turnover）的回归系数为正，且至少在 1% 的水平上显著，当因变量为投资倾向（Invedum）（见表 7）时，官员更替类型为内升（Turn\_in）和外调（Turn\_out）的回归系数均显著为正，但是回归系数前者小于后者；当因变量为投资规模（Lninvest）（见表 6），官员更替类型为内升（Turn\_in）的回归系数不再显著，只有外调（Turn\_out）的回归系数显著为正。因此，以上结果表明，当政治不确定程度越大时，对于非政治关联私营企业而言，政治不确定性会带来企业投资支出的增加。由于外调官员带来的政治不确定性程度更大，非政治关联的私营企业的投资支出增加越明显。另外，表 6 和表 7 的回归（4）、（5）和（6）则报告了政治不确定性对政治关联私营企业投资的影响。从结果可以看出，官员更替（Turnover）的回归系数为负，且至少在 1% 的水平上显著。当区分官员更替类型时，结果与非政治关联子样本的回归基本一致。综上，假设 2 得到验证。

总的来说，对政治关联作用的检验结果表明，当区分政治关联时，市委书记更替对私营企业投资的影响存在显著的差异。对于非政治关联私营企业，市委书记更替会带来企业的投资支出的增加，并且政治不确定性程度越大，私营企业的投资支出规模和投资倾向增加越明显。对于与政府关系密切的政治关联私营企业，市委书记更替会带来企业的投资支出的减少，并且政治不确定性程度越大，私营企业的投资支出减少得越明显。我们得到的结论与徐业坤等(2013)基本一致，他们的研究证明，在面临政治不确定性时，与非政治关联企业相比，政治关联民营上市企业的投资支出下降地更多。而我们发现，在面临市委书记更替时，非政治关联企业的投资支出显著增加。可能的原因有：①非政治关联企业能感知到的政治不确定性风险相对较低，并且官员更替将带来政企关系的重构(蒋德权等, 2015)，这也会给非政治关联企业带来获取政治关系网络的机会；②对于非政治关联的企业，投资策略更可能基于企业当年的现金持有水平以及整体的市场机会的考虑，更少受到政治换届的影响，而新上任官员由于晋升考核压力会倾向于扩大辖区的政府总投资规模，这也给非政治关联私营企业带来了更多的项目投资和产品市场的机会。因此，相对于政治关联企业，市委书记更替对非政治关联企业的投资支出表现为正向影响。

表 6 政治不确定性、政治关联与企业投资支出规模的回归分析（分组）

| 变量       | Lninvest          |                    |                     |                   |                      |                      |
|----------|-------------------|--------------------|---------------------|-------------------|----------------------|----------------------|
|          | Pc=0              |                    |                     | Pc=1              |                      |                      |
|          | (1)               | (2)                | (3)                 | (4)               | (5)                  | (6)                  |
| Turnover |                   | 0.116**<br>(0.052) |                     |                   | -0.354***<br>(0.115) |                      |
| Turn_in  |                   |                    | 0.041<br>(0.068)    |                   |                      | -0.272<br>(0.177)    |
| Turn_out |                   |                    | 0.203***<br>(0.074) |                   |                      | -0.408***<br>(0.144) |
| Male     | 0.009<br>(0.046)  | 0.006<br>(0.046)   | 0.007<br>(0.046)    | 0.101<br>(0.119)  | 0.092<br>(0.119)     | 0.087<br>(0.119)     |
| Age      | -0.001<br>(0.013) | 0.001<br>(0.013)   | 0.001<br>(0.013)    | -0.016<br>(0.038) | -0.011<br>(0.038)    | -0.011<br>(0.038)    |
| Age2     | -0.000<br>(0.000) | -0.000<br>(0.000)  | -0.000<br>(0.000)   | 0.000<br>(0.000)  | -0.000<br>(0.000)    | -0.000<br>(0.000)    |
| Edu2     | 0.079<br>(0.064)  | 0.075<br>(0.064)   | 0.074<br>(0.064)    | 0.270<br>(0.175)  | 0.258<br>(0.175)     | 0.258<br>(0.175)     |
| Edu3     | 0.118*<br>(0.063) | 0.120*<br>(0.063)  | 0.118*<br>(0.063)   | 0.181<br>(0.168)  | 0.150<br>(0.168)     | 0.149<br>(0.168)     |

|                   |          |          |          |          |          |          |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Edu4              | 0.119*   | 0.125*   | 0.127*   | 0.225    | 0.204    | 0.204    |
|                   | (0.066)  | (0.066)  | (0.066)  | (0.172)  | (0.171)  | (0.171)  |
| Size              | 0.107*** | 0.102*** | 0.103*** | 0.070*   | 0.076**  | 0.075**  |
|                   | (0.018)  | (0.018)  | (0.018)  | (0.037)  | (0.037)  | (0.037)  |
| Fage              | -0.002   | -0.002   | -0.002   | 0.011    | 0.012    | 0.012    |
|                   | (0.004)  | (0.004)  | (0.004)  | (0.008)  | (0.008)  | (0.008)  |
| Lninc             | 0.049*** | 0.049*** | 0.048*** | 0.157*** | 0.154*** | 0.156*** |
|                   | (0.011)  | (0.011)  | (0.011)  | (0.025)  | (0.025)  | (0.025)  |
| Lev               | -0.001   | -0.001   | -0.001   | -0.002   | -0.002   | -0.002   |
|                   | (0.001)  | (0.001)  | (0.001)  | (0.002)  | (0.002)  | (0.002)  |
| Trust             | -0.047   | -0.045   | -0.049   | -0.019   | -0.027   | -0.026   |
|                   | (0.039)  | (0.039)  | (0.039)  | (0.089)  | (0.089)  | (0.089)  |
| GDP_r             | 0.405    | 0.361    | 0.390    | 0.883*   | 0.893*   | 0.862*   |
|                   | (0.326)  | (0.326)  | (0.327)  | (0.522)  | (0.521)  | (0.523)  |
| Law               | -0.003   | -0.003   | -0.003   | 0.006    | 0.008    | 0.007    |
|                   | (0.004)  | (0.004)  | (0.004)  | (0.007)  | (0.007)  | (0.008)  |
| Industry          | Yes      | Yes      | Yes      | Yes      | Yes      | Yes      |
| Constant          | 2.050*** | 2.025*** | 2.004*** | 1.853**  | 1.805*   | 1.827**  |
|                   | (0.329)  | (0.329)  | (0.329)  | (0.933)  | (0.930)  | (0.931)  |
| N                 | 2051     | 2051     | 2051     | 1409     | 1409     | 1409     |
| AdjR <sup>2</sup> | 0.105    | 0.107    | 0.107    | 0.084    | 0.090    | 0.090    |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。

表 7 政治不确定性、政治关联与企业投资支出倾向的回归分析（分组）

| 变量       | Invedum  |          |          |         |           |           |
|----------|----------|----------|----------|---------|-----------|-----------|
|          | Pc=0     |          |          | Pc=1    |           |           |
|          | (1)      | (2)      | (3)      | (4)     | (5)       | (6)       |
| Turnover |          | 0.463*** |          |         | -0.670*** |           |
|          |          | (0.161)  |          |         | (0.201)   |           |
| Turn_in  |          |          | 0.358*   |         |           | -0.550*   |
|          |          |          | (0.211)  |         |           | (0.298)   |
| Turn_out |          |          | 0.586*** |         |           | -0.755*** |
|          |          |          | (0.221)  |         |           | (0.262)   |
| Male     | 0.232    | 0.221    | 0.220    | 0.274   | 0.264     | 0.258     |
|          | (0.182)  | (0.182)  | (0.182)  | (0.201) | (0.202)   | (0.202)   |
| Age      | 0.074    | 0.078    | 0.079    | 0.007   | 0.013     | 0.013     |
|          | (0.053)  | (0.053)  | (0.053)  | (0.062) | (0.062)   | (0.062)   |
| Age2     | -0.001*  | -0.001*  | -0.001*  | -0.000  | -0.000    | -0.000    |
|          | (0.001)  | (0.001)  | (0.001)  | (0.001) | (0.001)   | (0.001)   |
| Edu2     | 0.692*** | 0.661**  | 0.663**  | 0.306   | 0.271     | 0.273     |
|          | (0.266)  | (0.266)  | (0.266)  | (0.282) | (0.284)   | (0.284)   |
| Edu3     | 0.627**  | 0.629**  | 0.627**  | 0.005   | -0.052    | -0.052    |
|          | (0.265)  | (0.265)  | (0.265)  | (0.273) | (0.275)   | (0.275)   |

|                       |           |           |           |          |          |          |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| Edu4                  | 0.512*    | 0.533*    | 0.538**   | -0.051   | -0.091   | -0.091   |
|                       | (0.272)   | (0.272)   | (0.273)   | (0.278)  | (0.279)  | (0.279)  |
| Size                  | 0.198***  | 0.180***  | 0.182***  | 0.008    | 0.019    | 0.018    |
|                       | (0.062)   | (0.062)   | (0.063)   | (0.057)  | (0.058)  | (0.058)  |
| Fage                  | 0.012     | 0.011     | 0.011     | 0.009    | 0.011    | 0.011    |
|                       | (0.015)   | (0.015)   | (0.015)   | (0.012)  | (0.012)  | (0.012)  |
| Lninc                 | 0.121***  | 0.126***  | 0.124***  | 0.111*** | 0.105**  | 0.107*** |
|                       | (0.040)   | (0.040)   | (0.040)   | (0.041)  | (0.041)  | (0.041)  |
| Lev                   | -0.007**  | -0.007**  | -0.007**  | -0.004*  | -0.004*  | -0.004*  |
|                       | (0.003)   | (0.003)   | (0.003)   | (0.002)  | (0.002)  | (0.002)  |
| Trust                 | -0.287**  | -0.278**  | -0.285**  | -0.024   | -0.033   | -0.030   |
|                       | (0.136)   | (0.137)   | (0.137)   | (0.138)  | (0.139)  | (0.139)  |
| GDP_r                 | 1.698     | 1.527     | 1.561     | 2.238*** | 2.194*** | 2.166*** |
|                       | (1.110)   | (1.123)   | (1.124)   | (0.813)  | (0.813)  | (0.815)  |
| Law                   | -0.014    | -0.017    | -0.016    | 0.028**  | 0.031*** | 0.031*** |
|                       | (0.013)   | (0.013)   | (0.013)   | (0.012)  | (0.012)  | (0.012)  |
| Industry              | Yes       | Yes       | Yes       | Yes      | Yes      | Yes      |
| Constant              | -4.872*** | -4.955*** | -4.989*** | -2.194   | -2.215   | -2.210   |
|                       | (1.297)   | (1.301)   | (1.302)   | (1.495)  | (1.498)  | (1.498)  |
| N                     | 2211      | 2211      | 2211      | 1590     | 1590     | 1590     |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.074     | 0.079     | 0.079     | 0.024    | 0.031    | 0.031    |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。

#### （四）政治不确定性、法律制度环境与企业投资

为了进一步检验法律制度环境水平对市委书记更替与企业投资支出关系的影响。我们按照企业所在地区法律制度环境水平的高低进行分组，同样地，对计量模型（1）和模型（2）进行回归以检验假设 3，结果分别报告在表 8 和表 9。从这两个表的结果可以发现，市委书记更替对投资支出规模和投资倾向的结果基本一致，对处在不同程度的法律制度环境水平下的企业投资支出存在显著差异。

具体地，表 8 和表 9 的回归（1）、（2）和（3）报告了企业处在法律制度环境差的地区，政治不确定性对投资水平和投资倾向的影响。从结果可以看出，官员更替（Turnover）的回归系数显著为正，因变量为投资规模（Lninvest）和投资倾向（Invedum）结果基本一致，当官员更替类型为内升（Turn\_in）时回归系数均为 0<sup>®</sup>且不显著，外调（Turn\_out）的回归系数显著为正，在该组中，市委书记更替对投资的影响只存在于外调官员类型中。以上结果表明，当私营企业所处的法律制度环境较差时，市委书记更替会带来企业的投资支出的增加，更具体地，这种影响主要来源于外调官员所带来的更强的政治不确定性。另外，表 8 和表 9 的回归（4）、（5）和（6）则报告了企业处在法律制度环境较好的地区时，市委书记更替对投资支出的影响。从结果可以看出，当因变量为投资支出规模（Lninvest）时，官员更替（Turnover）的回归系数显著为负，当因变量为投资支出倾向（Invedum）时，官员更替的回归系数为负但是不显著，同样地，当区分官员更替的类型时，外调（Turn\_out）的回归系数显著为负，而当官员更替类型为内升（Turn\_in）时回归系数为负但不显著，因此，市委书记更替与投资的负相关关系在官员为外调类型时更为显著。综上，总的来说，当区分市场的法律制度环境时，政治不确定性对私营企业投资的影响存在显著的差异。在法律制度环境较好的地区，市委书

<sup>®</sup> 0 并不表示没有，而是说当保留三位小数后，约等于 0。

记更替对私营企业投资的负向影响更强，假设 3 得到验证。

分析其原因主要有：①从表 10 可以得出，在本文的样本中，法律制度环境差的地区内升官员数量为 0，而外调官员有 102 位，官员更替基本上是通过外调产生的，几乎没有内升的官员。②依据前面理论分析，在法律制度环境差的地区，一把手的权力相对较大，同时，外调官员更有动机在上任之初通过增加辖区的总投资来改善经济发展速度，也相应提高了地区的经济景气程度，给私营企业带来了更多的项目投资和产品市场的机会，私营企业的行动表现为增加投资支出。

表 8 政治不确定性、法律制度环境与企业投资支出规模的回归分析（分组）

| 变量       | Lninvest |          |          |          |          |          |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|          | Law_L    |          |          | Law_H    |          |          |
|          | (1)      | (2)      | (3)      | (4)      | (5)      | (6)      |
| Turnover |          | 0.155*   |          |          | -0.141** |          |
|          |          | (0.092)  |          |          | (0.066)  |          |
| Turn_in  |          |          | 0.000    |          |          | -0.123   |
|          |          |          | (.)      |          |          | (0.082)  |
| Turn_out |          |          | 0.155*   |          |          | -0.168*  |
|          |          |          | (0.092)  |          |          | (0.101)  |
| Pc       | 0.037    | 0.044    | 0.044    | 0.154*** | 0.148*** | 0.149*** |
|          | (0.074)  | (0.074)  | (0.074)  | (0.052)  | (0.052)  | (0.052)  |
| Male     | -0.075   | -0.074   | -0.074   | 0.078    | 0.079    | 0.078    |
|          | (0.074)  | (0.074)  | (0.074)  | (0.065)  | (0.065)  | (0.065)  |
| Age      | 0.016    | 0.018    | 0.018    | -0.009   | -0.009   | -0.010   |
|          | (0.025)  | (0.025)  | (0.025)  | (0.018)  | (0.018)  | (0.018)  |
| Age2     | -0.000   | -0.000   | -0.000   | 0.000    | 0.000    | 0.000    |
|          | (0.000)  | (0.000)  | (0.000)  | (0.000)  | (0.000)  | (0.000)  |
| Edu2     | 0.233**  | 0.234**  | 0.234**  | 0.102    | 0.105    | 0.106    |
|          | (0.113)  | (0.113)  | (0.113)  | (0.088)  | (0.088)  | (0.088)  |
| Edu3     | 0.136    | 0.146    | 0.146    | 0.127    | 0.122    | 0.122    |
|          | (0.109)  | (0.109)  | (0.109)  | (0.086)  | (0.086)  | (0.086)  |
| Edu4     | 0.233**  | 0.251**  | 0.251**  | 0.144    | 0.140    | 0.141    |
|          | (0.112)  | (0.113)  | (0.113)  | (0.089)  | (0.089)  | (0.089)  |
| Size     | 0.113*** | 0.111*** | 0.111*** | 0.084*** | 0.088*** | 0.088*** |
|          | (0.028)  | (0.028)  | (0.028)  | (0.022)  | (0.022)  | (0.022)  |
| Fage     | -0.016** | -0.015** | -0.015** | 0.006    | 0.007    | 0.007    |
|          | (0.007)  | (0.007)  | (0.007)  | (0.005)  | (0.005)  | (0.005)  |
| Lninc    | 0.042*** | 0.042*** | 0.042*** | 0.099*** | 0.098*** | 0.098*** |
|          | (0.015)  | (0.015)  | (0.015)  | (0.014)  | (0.014)  | (0.015)  |
| Lev      | -0.000   | -0.000   | -0.000   | -0.002   | -0.002*  | -0.002*  |
|          | (0.001)  | (0.001)  | (0.001)  | (0.001)  | (0.001)  | (0.001)  |
| Trust    | -0.076   | -0.078   | -0.078   | -0.020   | -0.024   | -0.024   |
|          | (0.068)  | (0.068)  | (0.068)  | (0.050)  | (0.050)  | (0.050)  |
| GDP_r    | 1.316*** | 1.264*** | 1.264*** | 0.847**  | 0.851**  | 0.835**  |
|          | (0.403)  | (0.404)  | (0.404)  | (0.356)  | (0.356)  | (0.359)  |
| Industry | Yes      | Yes      | Yes      | Yes      | Yes      | Yes      |

|                   |                     |                     |                     |                     |                     |                     |
|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Constant          | 1.623***<br>(0.577) | 1.552***<br>(0.578) | 1.552***<br>(0.578) | 2.027***<br>(0.449) | 2.046***<br>(0.449) | 2.051***<br>(0.449) |
| N                 | 805                 | 805                 | 805                 | 2655                | 2655                | 2655                |
| AdjR <sup>2</sup> | 0.122               | 0.124               | 0.124               | 0.122               | 0.123               | 0.123               |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。

表 9 政治不确定性、法律制度环境与企业投资支出倾向的回归分析（分组）

| 变量       | Invedum             |                     |                     |                      |                      |                      |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|          | Law_L               |                     |                     | Law_H                |                      |                      |
|          | (1)                 | (2)                 | (3)                 | (4)                  | (5)                  | (6)                  |
| Turnover |                     | 0.593**<br>(0.292)  |                     |                      | -0.128<br>(0.137)    |                      |
| Turn_in  |                     |                     | 0.000<br>(.)        |                      |                      | -0.040<br>(0.171)    |
| Turn_out |                     |                     | 0.593**<br>(0.292)  |                      |                      | -0.261<br>(0.212)    |
| Pc       | 0.082<br>(0.263)    | 0.127<br>(0.265)    | 0.127<br>(0.265)    | 0.304***<br>(0.107)  | 0.299***<br>(0.107)  | 0.305***<br>(0.107)  |
| Male     | -0.138<br>(0.283)   | -0.155<br>(0.283)   | -0.155<br>(0.283)   | 0.364**<br>(0.154)   | 0.364**<br>(0.154)   | 0.359**<br>(0.154)   |
| Age      | 0.206*<br>(0.116)   | 0.209*<br>(0.116)   | 0.209*<br>(0.116)   | 0.035<br>(0.043)     | 0.035<br>(0.043)     | 0.034<br>(0.043)     |
| Age2     | -0.003**<br>(0.001) | -0.003**<br>(0.001) | -0.003**<br>(0.001) | -0.001<br>(0.000)    | -0.001<br>(0.000)    | -0.001<br>(0.000)    |
| Edu2     | 1.231**<br>(0.562)  | 1.223**<br>(0.562)  | 1.223**<br>(0.562)  | 0.388*<br>(0.205)    | 0.390*<br>(0.205)    | 0.391*<br>(0.205)    |
| Edu3     | 0.824<br>(0.559)    | 0.846<br>(0.559)    | 0.846<br>(0.559)    | 0.257<br>(0.201)     | 0.252<br>(0.202)     | 0.254<br>(0.202)     |
| Edu4     | 1.170**<br>(0.559)  | 1.221**<br>(0.560)  | 1.221**<br>(0.560)  | 0.111<br>(0.207)     | 0.107<br>(0.207)     | 0.109<br>(0.207)     |
| Size     | 0.218**<br>(0.100)  | 0.216**<br>(0.100)  | 0.216**<br>(0.100)  | 0.079*<br>(0.047)    | 0.083*<br>(0.047)    | 0.082*<br>(0.047)    |
| Fage     | -0.023<br>(0.024)   | -0.020<br>(0.025)   | -0.020<br>(0.025)   | 0.015<br>(0.010)     | 0.016<br>(0.010)     | 0.016<br>(0.010)     |
| Lninc    | 0.064<br>(0.059)    | 0.061<br>(0.059)    | 0.061<br>(0.059)    | 0.128***<br>(0.032)  | 0.126***<br>(0.032)  | 0.128***<br>(0.032)  |
| Lev      | -0.005<br>(0.005)   | -0.006<br>(0.005)   | -0.006<br>(0.005)   | -0.005***<br>(0.002) | -0.006***<br>(0.002) | -0.005***<br>(0.002) |
| Trust    | -0.490**<br>(0.238) | -0.511**<br>(0.239) | -0.511**<br>(0.239) | -0.067<br>(0.106)    | -0.071<br>(0.106)    | -0.066<br>(0.106)    |
| GDP_r    | 2.859**<br>(1.138)  | 2.809**<br>(1.143)  | 2.809**<br>(1.143)  | 1.947***<br>(0.747)  | 1.939***<br>(0.746)  | 1.872**<br>(0.752)   |
| Industry | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                  | Yes                  | Yes                  |
| Constant | -7.644***           | -7.868***           | -7.868***           | -3.548***            | -3.529***            | -3.516***            |

|                       |         |         |         |         |         |         |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                       | (2.639) | (2.644) | (2.644) | (1.045) | (1.045) | (1.045) |
| N                     | 871     | 871     | 871     | 2930    | 2930    | 2930    |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.098   | 0.103   | 0.103   | 0.054   | 0.055   | 0.055   |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。

表 10 市委书记更替类型的分布（按 Law 分组）

| 市委书记<br>更替类型 | Total | Law_L |       | Law_H |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 样本数   | 样本数   | 百分比   | 样本数   | 百分比   |
| 未更替          | 3280  | 769   | 23.45 | 2511  | 76.55 |
| 内升           | 258   | 0     | 0     | 258   | 100   |
| 外调           | 263   | 102   | 38.78 | 161   | 62.22 |

### （五）进一步讨论与分析

前文的分析已经证实了地方政府官员的更替对企业的投资规模和投资倾向会产生显著的影响，并且与企业的政治关联以及所在地区法律制度环境有关。正如戴亦一等(2014)指出，新增投资支出变量包含的是企业下一期所有的新增投资项目，因此该变量的代表性受到限制，无法充分反映慈善捐赠与新增投资之间的关系。同样地，现有关于官员更替与企业投资的研究受限于数据的可得性，主要通过检验官员变更对投资不足、过度投资以及投资总额的影响来探讨政治不确定性的经济后果，没有关注到新增投资支出的具体去向。Atanassov et al.(2015)则区分了企业投资具体类型，研究了美国州长选举对企业创新投资支出的影响，实证结果表明，政治不确定性使得公司的 R&D 投资支出显著增加，且这种影响在高产品市场竞争、高成长期权的公司以及政治敏感度高的行业会更强。该研究启示我们：讨论政治不确定性对企业投资的影响还需要进一步区分投资类型，政治不确定性对企业投资支出的真实影响仍取决于投资的具体特征。企业的投资战略属于企业经营的重要决策和核心机密，是企业的重要竞争力。为了进一步拓展政治不确定性的微观经济后果研究，接下来从私营企业的具体投资类型入手讨论政治不确定性对私营企业投资战略的影响。

企业新增投资的战略选择是全国私营企业调研问卷中 2012 年新增加的一项重要调查，调查问卷对企业的新增投资进行了细分，分别为：（1）用于扩大原有产品生产规模；（2）用于企业新产品研发；（3）用于企业技术创新和工艺改造；（4）投向新的实体经济领域；（5）投向股市期货、投向民间借贷；（6）收购、兼并或投向其他企业。这项调查为我们了解企业的微观投资提供了详实的数据。本文将这六大类投资进行分类，其中，（1）为扩大再生产投资，用变量 Expan\_inv 表示；（2）和（3）为企业的创新投资，用变量 Innov\_inv 表示；（4）为实体经济投资，用变量 Real\_inv 表示；（5）和（6）为企业的投机性投资<sup>⑨</sup>，用变量(Capital\_inv)表示。关于这四个投资类型变量的定义见表 11。

表 11 投资类型变量说明

| 变量          | 变量说明                                 |
|-------------|--------------------------------------|
| Expan_inv   | 扩大再生产投资哑变量，该项投资金额大于 0，则取值为 1，否则取值为 0 |
| Innov_inv   | 创新投资哑变量，该项投资金额大于 0，则取值为 1，否则取值为 0    |
| Real_inv    | 实体经济投资哑变量，该项投资金额大于 0，则取值为 1，否则取值为 0  |
| Capital_inv | 投机性投资哑变量，该项投资金额大于 0，则取值为 1，否则取值为 0   |

表 12 是四种投资类型变量的描述性统计情况，从结果来看，投入四种不同类型投资的企业占比均值表现出很大的差异，如样本中 33.7%的公司有投入扩大再生产，比例为 30.2%

⑨在陈东(2015)的研究中，也将此类投资归为企业的投机性投资。

的公司有投入创新研发，而投入实体经济和投机性投资的企业占比相对较小。官员更替所带来的政治不确定性可能会造成企业选择不同的投资类型。因此，市委书记更替对企业不同的投资类型的影响也可能会表现出一定程度的差异。

表 12 投资类型变量的描述性统计

| 变量名         | 样本量  | 均值    | 中位数   | 标准差   | 最小值   | 最大值   |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Turnover    | 3801 | 0.137 | 0.000 | 0.344 | 0.000 | 1.000 |
| Pc          | 3801 | 0.419 | 0.000 | 0.493 | 0.000 | 1.000 |
| Expan_inv   | 3587 | 0.337 | 0.000 | 0.473 | 0.000 | 1.000 |
| Innov_inv   | 3492 | 0.302 | 0.000 | 0.459 | 0.000 | 1.000 |
| Real_inv    | 3426 | 0.039 | 0.000 | 0.194 | 0.000 | 1.000 |
| Capital_inv | 3434 | 0.044 | 0.000 | 0.206 | 0.000 | 1.000 |

表 13 报告了四种投资类型、解释变量（Turnover）和调节变量（Pc）之间的相关系数，可以看出，官员更替与企业的创新投资倾向显著正相关，与其他三种投资类型均正相关，但是不显著。此外，政治关联与投资类型均显著正相关，我们在后面的回归分析中仍会进一步考察企业的政治关联的影响。

表 13 投资类型变量的相关系数表

|             | Turnover | Pc       | Expan_inv | Innov_inv | Real_inv | Capital_inv |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|----------|-------------|
| Turnover    | 1.000    |          |           |           |          |             |
| Pc          | -0.019   | 1.000    |           |           |          |             |
| Expan_inv   | 0.025    | 0.201*** | 1.000     |           |          |             |
| Innov_inv   | 0.043*   | 0.192*** | 0.509***  | 1.000     |          |             |
| Real_inv    | 0.020    | 0.100*** | 0.074***  | 0.043*    | 1.000    |             |
| Capital_inv | 0.001    | 0.091*** | 0.110***  | 0.103***  | 0.166*** | 1.000       |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著。

表 14 总结了以四种投资类型分别作为因变量时的回归结果。从整体样本来看，官员更替只会对企业的创新投资有显著影响，对其他三种投资类型均没有显著影响。从第（3）列的结果可以看出，当因变量为创新投资倾向时，官员更替且为“外调”类型（Turn\_out）时，回归系数显著为正，表明官员更替所带来的政治不确定性会增加企业的创新投资支出的倾向，与 Atanassov et al.(2015)的结果基本一致。按照是否为政治关联企业进行分组后，官员更替对创新投资倾向的影响表现出很大的差异，对于政治关联私营企业，创新投资倾向显著减少，相反，对于非政治关联私营企业，市委书记更替使得企业创新投资倾向显著增加。

关于企业的扩大再生产这种投资类型，不论从总体上还是区分企业类型（是否为政治关联企业），官员更替对企业扩大再生产的投资倾向均没有显著影响；对于企业的实体投资这种类型，从总体上上看，官员更替对实体投资倾向没有显著影响，但是当区分企业类型时，对于非政治关联私营企业，市委书记更替使得企业的实体投资倾向显著增加，而对政治关联私营企业没有显著影响；最后，对于企业的投机性投资这种类型，同样地，总体上官员更替对企业投机性投资的倾向没有显著影响，但是当区分企业类型时，对于非政治关联私营企业，市委书记更替使得企业的实体投资倾向显著增加，相反，对于政治关联私营企业，投机性投资倾向显著减少。

综上，回归结果表明，市委书记更替对企业不同的投资类型的影响表现出了一定程度的差异，企业是否存在政治关系网络也会影响这种差异的大小和方向。

表 14 官员更替对企业投资类型（投资倾向）的回归结果

|  | Full Sample |      |      | Pc=0 |      |      | Pc=1 |      |      |
|--|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|  | Turn        | Turn | Turn | Turn | Turn | Turn | Turn | Turn | Turn |

| 投资类型        | over | _in | _out | over | _in | _out | over | _in | _out |
|-------------|------|-----|------|------|-----|------|------|-----|------|
| 变量          | (1)  | (2) | (3)  | (4)  | (5) | (6)  | (7)  | (8) | (9)  |
| Expan_inv   |      |     |      |      |     |      |      |     |      |
| Innov_inv   |      |     | +    |      |     | +    |      |     | -    |
| Real_inv    |      |     |      | +    |     |      |      |     |      |
| Capital_inv |      |     |      | +    |     | +    | -    |     |      |

注：该表格内“+”表示回归系数显著为正，“-”表示回归系数显著为负，空白的地方表示回归系数不显著，按照是否有政治关联（Pc）进行分组，并同时区分官员更替类型（Turn\_in 和 Turn\_out），四个回归的详细结果见附表 15-18 所示。

#### （六）稳健性检验

1.考虑到天津，北京，上海，和重庆这 4 个直辖市属于省一级，因此可能会影响结果的稳健性。我们剔除注册地所在城市为直辖市的样本后，重新进行回归分析，主要结果基本不变。

2.对市委书记更替变量的重新定义。本研究对市委书记是否发生更替的衡量以 2010 年度为标准，此外，我们还参考戴亦一等(2014)、Julio & Yook(2012)的做法，如果市委书记在当年的 1-6 月更换，当年即为更替年份，更替发生在 7-12 月的，则下一年记作更替年份。将重新定义的市委书记更替变量纳入回归模型，重新进行回归分析，结论保持不变。

### 五、主要结论与启示

企业行为深受环境的制约和影响，由于法律对私营企业的产权保护不明确，私营企业的发展环境存在天然的不确定性(Johnson et al., 2002)。官员更替将在某种程度上带来当地政治生态的变动，过渡时期的政治将面临不确定性，也会同时会增加当地宏观经济环境的不确定性风险。在转型经济体中，政治环境的持续和稳定一直是社会经济发展中面临的突出问题。一些研究探讨了政府官员对宏观经济的影响，对于政府官员更替如何影响企业层面的微观经济行为则关注较少，而从企业层面分析政府官员更替的影响不仅能够提供官员更替影响经济增长的微观证据，还具有重要的实践价值。本文以第十次中国私营企业调查数据匹配 2010 年度市委书记更替数据实证分析了市委书记更替对中国私营企业投资的影响。

私营企业对政治不确定性的风险感知存在差异，一方面受到官员更替所带来的宏观环境中客观存在的政治不确定性的影响，另一方面，还取决于私营企业本身对地区政治不确定性风险的感知力。因此，我们进一步讨论了正式制度（企业所处的制度环境）和非正式制度（政治关系网络）对企业不确定性风险感知的作用，证实了市委书记更替这种政治冲击带来的不确定性能影响私营企业的投资决策，但是这种影响存在较大差异。

实证研究发现，不考虑其他因素的影响，市委书记更替对于私营企业投资支出没有影响，当区分政治关联和企业所处的法律制度环境时，市委书记更替对不同私营企业投资的影响存在显著差异。具体地，市委书记更替某种程度上会推高私营企业的投资，并且仅体现在与非政治关联私营企业中，相反，对于政治关联私营企业，投资支出显著减少；当私营企业所处的法律制度环境较差时，市委书记更替与投资支出正相关，相反，当私营企业所处的法律制度环境较好时，与投资支出负相关。进一步考虑官员异质性时，发现“外调”官员导致上述关系更为显著。本文的研究表明，市委书记更替显著影响私营企业的投资决策，而政治关联和法律制度环境作为影响企业对政治不确定性风险感知的两种重要因素，在其中具有重要作用。

最后，本文证明了市委书记更替对企业不同类型的投资的影响存在一定程度的差异，官员更替所带来的政治不确定性对长期经济增长的影响还不能最终确定。因此，在后续研究中，我们可以深入探讨政治不确定性影响企业特定投资类型的机制。本文的结论也启示我们在研究不确定性如何影响企业微观行为决策时，同时应充分考虑政治制度因素的影响。2008 年

国际金融危机之后，我国私营经济部门扩张速度减慢，面临的转型压力也增加，私营企业转型变得愈加困难。在转轨经济与新兴市场并存的中国，企业发展所处环境的不确定性越来越大，在适应经济“新常态”的基本要求下，无论对于国有企业还是私营企业，除了考虑技术、市场等不确定性因素以外，也应充分考虑政治制度环境的动态变化所带来的不确定性风险，采取合理的投资战略实现进一步发展。

### 参考文献

- Aidt T S. Corruption, Institutions, and Economic Development. *Oxford Review of Economic Policy*. 2009, 25(2):271~291.
- An H, Chen Y, Luo D, Zhang T. Political Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. 2016. 36(2):174-189.
- Atanassov J, Julio B, Leng T. The Bright Side of Political Uncertainty: The Case of R&D. Working Paper. 2015.
- Belo F, Gala V D, Li J. Government Spending, Political Cycles and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*. 2013, 107(2):305-324.
- Bloom N, Bond S, Reenen J V. Uncertainty and Investment Dynamics. *Review of Economic Studies*. 2007, 74(2):391-415.
- Brogaard J, Detzel A. The Asset Pricing Implications of Government Economic Policy Uncertainty. *Management Science*. 2015, 61(1):3-18.
- Chen S, Sun Z, Tang S, Wu D. Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. 2011, 17(2):259-271.
- Cohen L, Coval J D, Malloy C. Do Powerful Politicians Cause Corporate Downsizing. *Journal of Political Economy*. 2011, 119(6):1015-1060.
- Colak G, Durnev A, Qian Y. Political Uncertainty and IPO Activity: Evidence from U.S. Gubernatorial Elections. 2014, Working Paper.
- Durnev A. The Real Effects of Political Uncertainty: Elections and Investment Sensitivity to Stock Prices. 2013, Working paper, University of Iowa.
- Faccio M. Politically Connected Firms. *American Economic Review*. 2006, 96(1):369-386.
- Fan J, Wong T, Zhang T. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms. *Journal of Financial Economics*. 2007, 84(2):330-357.
- Hirschman A O. Exit, Voice, and Loyalty, Response to Decline in Firms, Organizations and States. Cambridge: Harvard University Press. 1970.
- Johnson S, McMillan J, Woodruff C., Property Rights and Finance. *American Economic Review*. 2002, 92(5):1335-1356.
- Julio B, Yook Y. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *The Journal of Finance*. 2012, 67(1):45-83.
- Kelly B T, Pastor L, Veronesi P. The Price of Political Uncertainty: Theory and Evidence from the Option Market. Working Papers. 2015.
- Li H, Zhou L. Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China. *Journal of Public Economics*. 2005, 89(9-10):1743-1762.
- Lin K J, Tan J, Zhao L, Karim K. In the Name of Charity: Political Connections and Strategic Corporate Social Responsibility in a Transition Economy. *Journal of Corporate Finance*. 2015, 32: 327-346.
- Liu W, Ngo P. Elections, Political Competition and Bank Failure. *Journal of Financial Economics*. 2014, 112(2):251-268.

North D C. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge: Cambridge University Press. 1990.

P ástor L, Veronesi P. Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *Journal of Finance*. 2012, 67(4):1219-1264.

P ástor L, Veronesi P. Political Uncertainty and Risk Premia. *Journal of Financial Economic*. 2013, 110, 520-545.

Waisman M, Ye P, Zhu Y. The Effect of Political Uncertainty on the Cost of Corporate Debt. *Journal of Financial Stability*. 2015, 16: 106-117.

Williamson O E. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law & Economics*. 1979, 22(2):233-261.

Williamson O E. The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting. New York: The Free Press. 1985.

Xu C. The Fundamental Institutions of China's Reforms and Development. *Journal of Economic Literature*. 2011, 49(4):1076-1151.

Yonce A. Uncertain Growth Cycles, Corporate Investment and Dynamic hedging. Dissertation of University of California. 2010.

Yonce A. US Corporate Investment Over the Political Cycle. *Quarterly Journal of Finance*. 2015, 5(1):1-37.

陈东. 私营企业出资人背景、投机性投资与企业绩效. *管理世界*, 2015(8):97-119

樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各省区市场化相对进程2011年度报告. 北京: 经济科学出版社, 2011.

唐雪松, 周晓苏, 马如静. 政府干预、GDP增长与地方国企过度投资. *金融研究*, 2010(8):99-112.

张敏, 张胜, 申慧慧, 王成方. 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. *管理世界*, 2010(11):143-153.

陈艳艳, 罗党论. 地方官员更替与企业投资. *经济研究*, 2012(2):18-30.

曹春方. 政治权力转移与公司投资: 中国的逻辑. *管理世界*, 2013(1):143-155.

程仲鸣, 夏新平, 余明桂. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资. *管理世界*, 2008(9):37-47.

戴亦一, 潘越, 冯舒. 中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗? ——来自市委书记更替的证据. *经济研究*, 2014(2):74-86.

何轩, 宋丽红, 朱沆, 李新春. 家族为何意欲放手? ——制度环境感知、政治地位与中国家族企业主的传承意愿. *管理世界*, 2014(2):90-101.

姜彭, 王文忠, 雷光勇. 政治冲击、不确定性与企业现金持有. *南开管理评论*, 2015(4): 130-138.

蒋德权, 姜国华, 陈冬华. 地方官员晋升与效率: 基于政绩考核观和官员异质性视角的实证考察. *中国工业经济*, 2015(10):21-36.

雷光勇, 王文忠, 刘莱. 政治不确定性、股利政策调整与市场效应. *会计研究*, 2015(4):33-39.

罗党论, 余国满. 地方官员变更与地方债发行. *经济研究*, 2015(6):131-146.

唐清泉, 罗党论. 风险感知力与独立董事辞职行为研究——来自中国上市公司的经验. *中山大学学报(社会科学版)*, 2007(1): 91-98.

王贤彬, 徐现祥, 李郇. 地方官员更替与经济增长. *经济学(季刊)*, 2009, 8(4):1301-1328.

王贤彬, 徐现祥. 地方官员来源、去向、任期与经济增长——来自中国省长省委书记的证据. *管理世界*, 2008(3):16-26.

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. *经济研究*, 2008(7):130-141.

徐业坤, 钱先航, 李维安. 政治不确定性民营企业投资、政治关联与——来自市委书记更替的证据. 管理世界, 2013(5):116-130.

于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效应与资源效应. 经济研究, 2012(9):125-139.

余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款. 管理世界, 2008(8):9-21.

张建君, 李宏伟. 私营企业的企业家背景、多元化战略与企业业绩. 南开管理评论, 2007(5):12-25.

周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究. 经济研究, 2007(7):36-50.

周黎安, 陶婧. 政府规模、市场化与地区腐败问题研究. 经济研究, 2009(1):57-69.

周雪光. “关系产权”:产权制度的一个社会学解释. 社会学研究, 2005(2):1-31.

## 附录:

表 15 政治不确定性、政治关联与企业投资（扩大再生产投资）

|          | (1)                 | (2)                 | (3)                 | (4)                 | (5)                 | (6)                 | (7)                 |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|          |                     |                     |                     | Pc=0                | Pc=0                | Pc=1                | Pc=1                |
| 变量       | Expan_inv           | Expan_inv           | Expan_inv           | Expan_inv           | Expan_inv           | Expan_inv           | Expan_inv           |
| Turnover |                     | 0.074<br>(0.110)    |                     | 0.172<br>(0.148)    |                     | -0.036<br>(0.163)   |                     |
| Turn_in  |                     |                     | -0.009<br>(0.153)   |                     | 0.140<br>(0.191)    |                     | -0.273<br>(0.254)   |
| Turn_out |                     |                     | 0.152<br>(0.147)    |                     | 0.214<br>(0.212)    |                     | 0.118<br>(0.205)    |
| Pc       | 0.264***<br>(0.087) | 0.267***<br>(0.087) | 0.264***<br>(0.087) |                     |                     |                     |                     |
| Male     | 0.044<br>(0.112)    | 0.044<br>(0.113)    | 0.048<br>(0.113)    | 0.128<br>(0.150)    | 0.128<br>(0.150)    | -0.092<br>(0.175)   | -0.076<br>(0.175)   |
| Age      | 0.037<br>(0.034)    | 0.037<br>(0.034)    | 0.038<br>(0.034)    | 0.035<br>(0.043)    | 0.036<br>(0.043)    | 0.034<br>(0.058)    | 0.035<br>(0.058)    |
| Age2     | -0.001<br>(0.000)   | -0.001<br>(0.000)   | -0.001<br>(0.000)   | -0.001<br>(0.000)   | -0.001<br>(0.000)   | -0.001<br>(0.001)   | -0.001<br>(0.001)   |
| Edu2     | 0.275*<br>(0.155)   | 0.273*<br>(0.155)   | 0.275*<br>(0.155)   | 0.198<br>(0.196)    | 0.199<br>(0.196)    | 0.375<br>(0.258)    | 0.378<br>(0.258)    |
| Edu3     | 0.088<br>(0.151)    | 0.090<br>(0.151)    | 0.091<br>(0.151)    | 0.079<br>(0.196)    | 0.077<br>(0.196)    | 0.108<br>(0.248)    | 0.116<br>(0.248)    |
| Edu4     | 0.042<br>(0.155)    | 0.044<br>(0.155)    | 0.046<br>(0.155)    | 0.091<br>(0.201)    | 0.092<br>(0.201)    | 0.009<br>(0.252)    | 0.014<br>(0.253)    |
| Size     | 0.298***<br>(0.038) | 0.296***<br>(0.038) | 0.297***<br>(0.038) | 0.295***<br>(0.054) | 0.295***<br>(0.054) | 0.265***<br>(0.054) | 0.268***<br>(0.054) |
| Fage     | -0.005<br>(0.008)   | -0.005<br>(0.008)   | -0.005<br>(0.008)   | 0.006<br>(0.013)    | 0.006<br>(0.013)    | -0.015<br>(0.011)   | -0.015<br>(0.011)   |
| Trust    | 0.030<br>(0.088)    | 0.032<br>(0.088)    | 0.028<br>(0.088)    | 0.042<br>(0.121)    | 0.039<br>(0.121)    | 0.020<br>(0.130)    | 0.015<br>(0.130)    |
| Lninc    | 0.088***<br>(0.025) | 0.088***<br>(0.025) | 0.087***<br>(0.025) | 0.087***<br>(0.034) | 0.087***<br>(0.034) | 0.096**<br>(0.038)  | 0.091**<br>(0.038)  |
| Lev      | -0.002              | -0.002              | -0.002              | -0.004              | -0.004              | 0.000               | 0.000               |

|                       |           |           |           |          |          |         |         |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|---------|---------|
|                       | (0.002)   | (0.002)   | (0.002)   | (0.002)  | (0.002)  | (0.002) | (0.002) |
| GDP_r                 | 0.750     | 0.742     | 0.773     | 0.064    | 0.076    | 1.234   | 1.310*  |
|                       | (0.594)   | (0.595)   | (0.596)   | (0.978)  | (0.979)  | (0.760) | (0.763) |
| Law                   | 0.024***  | 0.023***  | 0.024***  | 0.024**  | 0.024**  | 0.019*  | 0.020*  |
|                       | (0.008)   | (0.008)   | (0.008)   | (0.011)  | (0.011)  | (0.011) | (0.011) |
| Industry              | Yes       | Yes       | Yes       | Yes      | Yes      | Yes     | Yes     |
| Constant              | -2.812*** | -2.824*** | -2.841*** | -2.419** | -2.427** | -2.524* | -2.555* |
|                       | (0.825)   | (0.826)   | (0.826)   | (1.057)  | (1.058)  | (1.411) | (1.411) |
| N                     | 3587      | 3587      | 3587      | 2101     | 2101     | 1486    | 1486    |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.121     | 0.121     | 0.121     | 0.120    | 0.120    | 0.062   | 0.063   |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。

表 16 政治不确定性、政治关联与企业投资（创新投资）

|          | (1)                 | (2)                 | (3)                 | (4)                  | (5)                  | (6)                 | (7)                 |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| 变量       | Innov_inv           | Innov_inv           | Innov_inv           | Pc=0<br>Innov_inv    | Pc=0<br>Innov_inv    | Pc=1<br>Innov_inv   | Pc=1<br>Innov_inv   |
| Turnover |                     | 0.111<br>(0.116)    |                     | 0.232<br>(0.160)     |                      | -0.017<br>(0.170)   |                     |
| Turn_in  |                     |                     | -0.217<br>(0.167)   |                      | -0.042<br>(0.210)    |                     | 0.293<br>(0.211)    |
| Turn_out |                     |                     | 0.400***<br>(0.154) |                      | 0.575**<br>(0.225)   |                     | -0.545*<br>(0.279)  |
| Pc       | 0.216**<br>(0.092)  | 0.220**<br>(0.092)  | 0.208**<br>(0.093)  |                      |                      |                     |                     |
| Male     | -0.037<br>(0.121)   | -0.036<br>(0.121)   | -0.020<br>(0.122)   | 0.017<br>(0.163)     | 0.022<br>(0.163)     | -0.110<br>(0.186)   | -0.076<br>(0.187)   |
| Age      | 0.021<br>(0.036)    | 0.021<br>(0.036)    | 0.023<br>(0.036)    | 0.054<br>(0.047)     | 0.056<br>(0.047)     | -0.030<br>(0.059)   | -0.026<br>(0.059)   |
| Age2     | -0.000<br>(0.000)   | -0.000<br>(0.000)   | -0.000<br>(0.000)   | -0.001<br>(0.000)    | -0.001<br>(0.000)    | 0.000<br>(0.001)    | 0.000<br>(0.001)    |
| Edu2     | 0.086<br>(0.164)    | 0.083<br>(0.164)    | 0.092<br>(0.164)    | -0.028<br>(0.213)    | -0.021<br>(0.214)    | 0.217<br>(0.264)    | 0.222<br>(0.264)    |
| Edu3     | 0.065<br>(0.159)    | 0.068<br>(0.159)    | 0.074<br>(0.159)    | 0.040<br>(0.210)     | 0.034<br>(0.211)     | 0.076<br>(0.253)    | 0.090<br>(0.253)    |
| Edu4     | 0.214<br>(0.162)    | 0.218<br>(0.162)    | 0.229<br>(0.162)    | 0.299<br>(0.213)     | 0.313<br>(0.214)     | 0.130<br>(0.257)    | 0.139<br>(0.257)    |
| Size     | 0.352***<br>(0.041) | 0.349***<br>(0.041) | 0.354***<br>(0.041) | 0.400***<br>(0.059)  | 0.404***<br>(0.059)  | 0.293***<br>(0.057) | 0.299***<br>(0.057) |
| Fage     | 0.012<br>(0.009)    | 0.012<br>(0.009)    | 0.012<br>(0.009)    | 0.014<br>(0.013)     | 0.015<br>(0.014)     | 0.007<br>(0.012)    | 0.007<br>(0.012)    |
| Trust    | -0.163*<br>(0.093)  | -0.161*<br>(0.093)  | -0.174*<br>(0.093)  | -0.362***<br>(0.127) | -0.383***<br>(0.127) | 0.073<br>(0.136)    | 0.065<br>(0.137)    |
| Lninc    | 0.040<br>(0.026)    | 0.041<br>(0.026)    | 0.037<br>(0.026)    | 0.048<br>(0.037)     | 0.046<br>(0.037)     | 0.029<br>(0.039)    | 0.020<br>(0.039)    |

|                       |                      |                      |                      |                      |                      |                     |                     |
|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| Lev                   | -0.001<br>(0.002)    | -0.001<br>(0.002)    | -0.001<br>(0.002)    | -0.003<br>(0.002)    | -0.003<br>(0.002)    | 0.001<br>(0.002)    | 0.001<br>(0.002)    |
| GDP_r                 | 1.061*<br>(0.629)    | 1.052*<br>(0.629)    | 1.172*<br>(0.630)    | 0.762<br>(1.061)     | 0.863<br>(1.062)     | 1.438*<br>(0.789)   | 1.597**<br>(0.793)  |
| Law                   | 0.036***<br>(0.008)  | 0.036***<br>(0.008)  | 0.037***<br>(0.008)  | 0.038***<br>(0.012)  | 0.039***<br>(0.012)  | 0.031***<br>(0.011) | 0.032***<br>(0.011) |
| Industry              | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                 | Yes                 |
| Constant              | -3.082***<br>(0.877) | -3.095***<br>(0.877) | -3.167***<br>(0.878) | -3.866***<br>(1.163) | -3.941***<br>(1.165) | -1.420<br>(1.446)   | -1.534<br>(1.447)   |
| N                     | 3492                 | 3492                 | 3492                 | 2052                 | 2052                 | 1440                | 1440                |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.153                | 0.153                | 0.155                | 0.160                | 0.162                | 0.092               | 0.095               |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。

表 17 政治不确定性、政治关联与企业投资（实体经济投资）

|          | (1)                | (2)                 | (3)                 | (4)                 | (5)                 | (6)                | (7)                |
|----------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
|          |                    |                     |                     | Pc=0                | Pc=0                | Pc=1               | Pc=1               |
| 变量       | Real_inv           | Real_inv            | Real_inv            | Real_inv            | Real_inv            | Real_inv           | Real_inv           |
| Turnover |                    | 0.326<br>(0.242)    |                     | 0.601**<br>(0.355)  |                     | 0.032<br>(0.343)   |                    |
| Turn_in  |                    |                     | 0.319<br>(0.350)    |                     | 0.499<br>(0.469)    |                    | 0.056<br>(0.545)   |
| Turn_out |                    |                     | 0.331<br>(0.308)    |                     | 0.708<br>(0.464)    |                    | 0.018<br>(0.422)   |
| Pc       | 0.441**<br>(0.214) | 0.455**<br>(0.214)  | 0.454**<br>(0.214)  |                     |                     |                    |                    |
| Male     | 0.354<br>(0.316)   | 0.363<br>(0.316)    | 0.363<br>(0.316)    | 0.395<br>(0.490)    | 0.394<br>(0.490)    | 0.295<br>(0.417)   | 0.293<br>(0.419)   |
| Age      | -0.062<br>(0.074)  | -0.064<br>(0.074)   | -0.064<br>(0.074)   | -0.207**<br>(0.094) | -0.206**<br>(0.094) | 0.107<br>(0.139)   | 0.107<br>(0.139)   |
| Age2     | 0.000<br>(0.001)   | 0.000<br>(0.001)    | 0.000<br>(0.001)    | 0.002**<br>(0.001)  | 0.002**<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001)  |
| Edu2     | -0.195<br>(0.389)  | -0.193<br>(0.389)   | -0.193<br>(0.389)   | -0.243<br>(0.559)   | -0.243<br>(0.559)   | -0.325<br>(0.554)  | -0.326<br>(0.555)  |
| Edu3     | 0.168<br>(0.360)   | 0.186<br>(0.360)    | 0.187<br>(0.361)    | -0.039<br>(0.531)   | -0.042<br>(0.531)   | 0.215<br>(0.511)   | 0.213<br>(0.511)   |
| Edu4     | -0.141<br>(0.377)  | -0.126<br>(0.377)   | -0.126<br>(0.377)   | -0.434<br>(0.573)   | -0.427<br>(0.573)   | -0.122<br>(0.526)  | -0.123<br>(0.526)  |
| Size     | 0.060<br>(0.087)   | 0.053<br>(0.087)    | 0.053<br>(0.088)    | 0.344**<br>(0.143)  | 0.347**<br>(0.144)  | -0.098<br>(0.111)  | -0.098<br>(0.111)  |
| Fage     | 0.034*<br>(0.019)  | 0.034*<br>(0.019)   | 0.034*<br>(0.019)   | 0.040<br>(0.034)    | 0.041<br>(0.034)    | 0.030<br>(0.023)   | 0.030<br>(0.023)   |
| Lninc    | 0.155**<br>(0.061) | 0.157***<br>(0.061) | 0.157***<br>(0.061) | 0.115<br>(0.094)    | 0.114<br>(0.094)    | 0.178**<br>(0.082) | 0.179**<br>(0.082) |

|                       |                     |                     |                     |                     |                     |                    |                    |
|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| Lev                   | -0.002<br>(0.004)   | -0.002<br>(0.004)   | -0.002<br>(0.004)   | -0.004<br>(0.006)   | -0.004<br>(0.006)   | -0.003<br>(0.005)  | -0.002<br>(0.005)  |
| Trust                 | -0.188<br>(0.202)   | -0.183<br>(0.202)   | -0.183<br>(0.203)   | 0.042<br>(0.337)    | 0.034<br>(0.338)    | -0.352<br>(0.256)  | -0.351<br>(0.256)  |
| GDP_r                 | 2.524**<br>(1.136)  | 2.523**<br>(1.144)  | 2.524**<br>(1.145)  | 7.063***<br>(2.332) | 7.080***<br>(2.331) | 1.268<br>(1.437)   | 1.262<br>(1.441)   |
| Law                   | -0.037**<br>(0.019) | -0.040**<br>(0.019) | -0.040**<br>(0.019) | -0.033<br>(0.034)   | -0.032<br>(0.034)   | -0.040*<br>(0.024) | -0.040*<br>(0.024) |
| Industry              | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                 | Yes                | Yes                |
| Constant              | -2.813<br>(1.784)   | -2.820<br>(1.788)   | -2.821<br>(1.789)   | -3.196<br>(2.539)   | -3.224<br>(2.541)   | -4.653<br>(3.291)  | -4.650<br>(3.292)  |
| N                     | 3426                | 3426                | 3426                | 2032                | 2032                | 1394               | 1394               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.082               | 0.083               | 0.083               | 0.108               | 0.108               | 0.060              | 0.060              |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。

表 18 政治不确定性、政治关联与企业投资（投机性投资）

|          | (1)                | (2)                | (3)                | (4)                | (5)                | (6)                | (7)                |
|----------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|          |                    |                    |                    | Pc=0               | Pc=0               | Pc=1               | Pc=1               |
| 变量       | Capital_inv        | Capital_inv        | Capital_inv        | Capital_inv        | Capital_inv        | Capital_inv        | Capital_inv        |
| Turnover |                    | -0.014<br>(0.247)  |                    | 0.631**<br>(0.321) |                    | -0.850*<br>(0.437) |                    |
| Turn_in  |                    |                    | -0.072<br>(0.360)  |                    | 0.490<br>(0.410)   |                    | -0.598<br>(0.481)  |
| Turn_out |                    |                    | 0.033<br>(0.318)   |                    | 0.813*<br>(0.432)  |                    | -1.587<br>(1.019)  |
| Pc       | 0.472**<br>(0.201) | 0.471**<br>(0.202) | 0.469**<br>(0.202) |                    |                    |                    |                    |
| Male     | 0.174<br>(0.270)   | 0.174<br>(0.270)   | 0.176<br>(0.271)   | 0.341<br>(0.420)   | 0.344<br>(0.420)   | -0.003<br>(0.359)  | 0.012<br>(0.359)   |
| Age      | 0.021<br>(0.078)   | 0.021<br>(0.078)   | 0.021<br>(0.078)   | -0.007<br>(0.109)  | -0.006<br>(0.110)  | 0.057<br>(0.119)   | 0.058<br>(0.119)   |
| Age2     | -0.000<br>(0.001)  | -0.000<br>(0.001)  | -0.000<br>(0.001)  | -0.000<br>(0.001)  | -0.000<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001)  |
| Edu2     | -0.092<br>(0.361)  | -0.092<br>(0.361)  | -0.092<br>(0.361)  | 0.442<br>(0.564)   | 0.438<br>(0.564)   | -0.840*<br>(0.499) | -0.840*<br>(0.499) |
| Edu3     | -0.247<br>(0.351)  | -0.248<br>(0.351)  | -0.246<br>(0.351)  | 0.084<br>(0.580)   | 0.078<br>(0.580)   | -0.668<br>(0.453)  | -0.662<br>(0.454)  |
| Edu4     | 0.073<br>(0.349)   | 0.073<br>(0.350)   | 0.074<br>(0.350)   | 0.356<br>(0.579)   | 0.361<br>(0.579)   | -0.328<br>(0.453)  | -0.326<br>(0.453)  |
| Size     | 0.182**<br>(0.082) | 0.182**<br>(0.082) | 0.182**<br>(0.082) | 0.205<br>(0.135)   | 0.209<br>(0.136)   | 0.156<br>(0.107)   | 0.157<br>(0.108)   |
| Fage     | 0.026<br>(0.018)   | 0.026<br>(0.018)   | 0.026<br>(0.018)   | 0.076**<br>(0.030) | 0.076**<br>(0.030) | -0.004<br>(0.023)  | -0.004<br>(0.023)  |

|                       |                      |                      |                      |                     |                     |                    |                    |
|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| Lninc                 | 0.044<br>(0.056)     | 0.044<br>(0.056)     | 0.043<br>(0.057)     | -0.019<br>(0.085)   | -0.020<br>(0.085)   | 0.084<br>(0.079)   | 0.080<br>(0.079)   |
| Lev                   | 0.007**<br>(0.003)   | 0.007**<br>(0.003)   | 0.007**<br>(0.003)   | 0.004<br>(0.006)    | 0.004<br>(0.006)    | 0.009**<br>(0.004) | 0.009**<br>(0.004) |
| Trust                 | 0.125<br>(0.201)     | 0.125<br>(0.201)     | 0.123<br>(0.201)     | -0.176<br>(0.292)   | -0.190<br>(0.292)   | 0.374<br>(0.288)   | 0.370<br>(0.288)   |
| GDP_r                 | 3.401***<br>(1.018)  | 3.401***<br>(1.018)  | 3.409***<br>(1.018)  | 5.676**<br>(2.286)  | 5.732**<br>(2.285)  | 2.845**<br>(1.163) | 2.865**<br>(1.161) |
| Law                   | -0.001<br>(0.017)    | -0.001<br>(0.017)    | -0.001<br>(0.017)    | 0.033<br>(0.030)    | 0.034<br>(0.030)    | -0.023<br>(0.022)  | -0.022<br>(0.022)  |
| Industry              | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                 | Yes                 | Yes                | Yes                |
| Constant              | -5.670***<br>(1.865) | -5.669***<br>(1.865) | -5.674***<br>(1.864) | -6.987**<br>(2.806) | -7.024**<br>(2.807) | -5.100*<br>(2.874) | -5.119*<br>(2.872) |
| N                     | 3434                 | 3434                 | 3434                 | 2036                | 2036                | 1398               | 1398               |
| Pseudo R <sup>2</sup> | 0.064                | 0.064                | 0.064                | 0.064               | 0.065               | 0.060              | 0.062              |

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10% 统计水平显著，括号内为标准误差。Edu1 为参照组，行业效应已控制，回归结果没有报告。