政治关联、代理冲突与财务欺诈处罚效率

王 庆

【摘要】本文以因财务欺诈而被监管部门处罚的上市公司为研究对象，根据代理冲突的来源，划分了两类财务欺诈行为，并实证考察了政治关联与财务欺诈查处周期的关系。研究发现：政治关联上市公司财务欺诈查处周期显著长于非政治关联上市公司；相对于证券交易所的处罚，证监会的处罚效率更容易受政治关联的影响；管理层具有政治关联能够显著延长第一类财务欺诈的处罚周期；大股东具有政治关联能够显著延长第二类财务欺诈的处罚周期。

【关键词】政治关联；代理冲突；财务欺诈；处罚周期

【中图分类号】F830　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)03-0008-5

一、引言

现代企业管理者一般由职业经理人担任，企业所有权与经营权广泛分离，由此产生的代理冲突成为管理层操纵财务报表、引发财务舞弊的重要原因。传统意义上的代理问题是指经理层与股东之间的利益冲突，主要表现为经理层的过度投资和在职消费等行为背离了股东价值最大化的目标，损害了企业股东的利益。近年来，公司大股东与外部中小股东的利益冲突引起了学术界的关注，大股东通过关联交易、转移定价、提供担保等隧道行为“掏空”上市公司的财富，侵占中小股东的利益，由此产生了新的代理冲突。本文将传统代理问题界定为第一类代理冲突，由此引发的财务欺诈界定为第一类财务欺诈；将公司大股东与中小股东的利益冲突界定为第二类代理冲突，由此引发的财务欺诈界定为第二类财务欺诈。

上述两类代理问题在我国资本市场中普遍存在，并持续引发大量的财务欺诈行为，不仅导致广大投资者财富遭受损失，还阻碍了证券市场的健康发展（汪昌云、孙艳梅，2010）。根据本文的统计，2001～2015年间，证券监管部门（证监会和沪深交易所）共发布398份财务欺诈处罚公告，主要涉及“欺诈上市”、“虚构利润（资产）”、“虚假记载（重大遗漏）”等财务舞弊行为。其中，查处周期（财务欺诈处罚日与实施日的时间间隔）平均有1629天，标准差达859天。查处周期反映了监管单位的执法效率，该周期如此之大的离散程度引起了笔者的关注。

以往大量的研究表明，政治关联会给企业带来经济利益。那么，人们不禁猜测，政治关联是否也会影响监管部门对上市公司财务欺诈的处罚呢？从理论上来讲，具有政治关联的上市公司可能借助行政力量干预监管部门的执法，从而降低监管部门的执法效率。更进一步，财务欺诈是代理冲突的经济后果。那么，代理冲突在政治关联的上述影响路径中扮演什么角色呢？分析以上问题，对于进一步规范我国证券监督制度具有重要的指导意义。

二、理论分析与研究假说

Faccio（2006）指出，企业寻求政治关联是一个非常普遍的现象，在法律制度不健全的发展中国家尤其突出。企业建立政治关联的主要目的是与政府保持良好的关系，并从中得到某种政治保护，进而实现自身利益（张建军、张志学，2005）。大量的实证研究表明，政治关联确实给企业带来了经济利益。罗党论和唐清泉（2009）研究指出，具有政治关联的民营上市公司更容易进入政府管制和房地产行业，且更容易得到政府补贴。于蔚等（2012）研究发现，政治关联有助于民营企业缓解外部融资约束。那么，政治关联是否也会干预法律的执行呢？陈信元等（2009）的研究表明，地方政府对法院的干预确实会影响投资者保护法律的实施。王永进（2012）研究发现，政治关联有助于提高商业纠纷中企业的契约执行概率。龙小宁和王俊（2014）基于知识产权纠纷处理案件的实证研究表明，我国确实存在司法地方保护主义。因

此，可以预测具有政治关联的上市公司更有可能借助行政力量干预证券监管部门的执法，降低监管部门的执法效率，延长财务欺诈的查处周期。据此，提出本文的假设1：

H1：因财务欺诈被处罚的上市公司中，政治关联上市公司的查处周期长于无政治关联上市公司。

证监会和证券交易所是我国主要的证券监管单位，具有对上市公司财务欺诈的处罚权限。从行政级别上看，证监会隶属国务院，人事和财政等重要决策由国务院支配，自身的独立性难以保持，很容易受其他部门的行政干预。一般而言，上市公司是促进地方经济发展的明星企业，对地方政府政绩提升具有促进作用，更容易受到地方保护主义的庇佑。当证监会对相关企业展开调查时，政治关联企业就可能利用政治资源阻碍证监会的调查，地方政府为了保护地方利益，也可能会迎合上市公司的要求，从而降低证监会的执法效率，延长财务欺诈的处罚周期。肖钢（2013）曾毫不讳言地指出证监会执法的尴尬处境：执法体制不适应，地方保护主义干扰严重；人情世故导致监管不敢硬碰，最终使得证监会立案调查的案件有一半以上不了了之。证券交易所虽然由证监会监督管理，但是从其组织形式上看，具有相对较强的独立性，受外部政治压力的影响较小。据此，提出本文的假设2：

H2：相对于证券交易所的处罚，证监会的处罚效率更容易受政治关联的影响。

在上文中，笔者划分了两类代理冲突：

第一类代理冲突的双方是企业管理层和股东，由于双方目标导向不一致，可能出现管理层对外部股东利益的侵占，显然这种利益侵占是外部股东不能容忍的。为了隐瞒自己的侵占行为，管理层可能提供并不真实的会计信息，从而构成财务欺诈。第一类财务欺诈一旦被识别，管理层将承担较为不利的后果。因此，具有政治关联的管理层有可能会借助政治力量干预证券监管部门的执法。

第二类代理冲突的双方是企业大股东和外部中小股东。Claessens et al.（2000）研究发现，由于大股东的控制权和现金流权存在分离，大股东可能会借助其地位优势掏空上市公司的资源以谋求私人利益。为了隐瞒自己的掏空行为，大股东有强烈的动机“美化”财务报告，以逃避处罚及相应责任。一旦掏空行为被发现，具有政治关联的大股东有可能会借助政治力量干预证券监管部门的执法。

根据上述分析，提出假设3和假设4：

H3：管理层具有政治关联能够显著延长第一类财务欺诈的处罚周期。

H4：大股东具有政治关联能够显著延长第二类财务欺诈的处罚周期。

三、研究设计

1. 样本选取。本文以因财务欺诈而被证券监管部门处罚的上市公司为研究对象，并将研究期间确定为2000～2015年。样本筛选过程如下：通过国泰安数据库下载上市公司违规处罚数据，主要包括证监会、沪深证券交易所正式立案调查，并做出相应行政处罚、通报批评、公开批评和谴责的案例，并将案例进行分类。根据上文的定义，第一类财务欺诈主要包括虚列资产、虚增利润、重大遗漏、虚假陈述等行为；第二类财务欺诈主要包括大股东关联交易、资金占用、内部交易、转移定价、资产剥离等掏空行为。在筛选的过程中，笔者主要遵循如下原则：①对于证监会和证券交易所同时处罚的样本公司，按照先证监会后交易所的原则只保留一个样本；②针对存在连续多次财务欺诈行为的样本公司，只保留第一次财务欺诈行为；③删除不能被归类为这两类财务欺诈行为的样本；④删除其他数据缺失的样本。经过上述筛选，一共收集到398条违规处罚记录。其中，第一类财务欺诈样本256个，第二类财务欺诈样本142个；证监会处罚样本281个，证券交易所处罚样本117个。

2. 变量定义和度量。

（1）财务欺诈查处效率。财务欺诈查处周期是查处效率的集中体现，因此本文以查处周期度量查处效率，查处周期越短、查处效率越高（许行年等，2013）。定义“财务欺诈查处周期P_cycle”为财务欺诈处罚日与实施日的时间间隔，财务欺诈处罚日为行政处罚决定书的发文日期，财务欺诈实施日根据如下原则确定：①当上市公司出现持续性财务欺诈行为时，以首次欺诈行为的日期为财务欺诈实施日；②针对欺诈上市的公司，以招股说明书的发布日期为虚假陈述实施日；③处罚公告中没有明确提及财务欺诈实施的日期时，若提到“20××年”，则取该年度最后一天，若提到“20××年×月”，则取该月份的最后一天，若只提到“20××年年度报告虚假陈述”，则取第二年的4月30日。

（2）政治关联。参考余蔚等（2012）的研究，若企业董事会成员或高管曾经或目前是政府官员、人大代表或政协委员，则认为企业具有政治关联。通过Wind数据库收集企业董事会成员或高管的背景资

料，若处罚公告前一年末财务欺诈上市公司具有政治关联，则定义政治关联虚拟变量PC=1，否则PC=0。笔者进一步区分管理层政治关联和大股东政治关联。若企业高管具有政治关联，定义管理层政治关联虚拟变量PC_M=1，否则PC_M=0。现阶段我国公司治理并不完善，大股东在公司董事会中占据较大的比例且能够影响企业的生产经营，董事会更倾向于大股东的利益，因此，如果董事会成员（独立董事除外）具有政治关联，则定义大股东政治关联虚拟变量PC_C=1，否则PC_C=0。

3. 模型设定。构建如下模型对H1～H4进行验证：

$$P_cycle=\alpha+\beta_1 PC+\sum control+\varepsilon$$

$$P_cycle=\alpha+\beta_1 PC+\beta_2 PC\times punish+\sum control+\varepsilon$$

$$P_cycle_1=\alpha+\beta_3 PC_M+\sum control+\varepsilon$$

$$P_cycle_2=\alpha+\beta_4 PC_C+\sum control+\varepsilon$$

被解释变量P_cycle是上市公司财务欺诈查处周期，核心解释变量PC是上市公司政治关联虚拟变量。根据H1，β_1应该显著为正，P_cycle和PC计算方法见前文。punish是财务欺诈处罚实施主体虚拟变量，当财务欺诈处罚实施主体是证监会时，定义punish=1；当实施主体为证券交易所时，定义punish=0。根据H2，β_2应该显著为正。P−$cycle_1$是第一类财务欺诈样本的处罚周期，P−$cycle_2$是第二类财务欺诈样本的处罚周期，根据H3和H4，β_3和β_4应该显著为正。

此外，本文还引入以下控制变量：①所有权性质虚拟变量Owner，当上市公司最终控制人为国家时，定义Owner=1，否则取0。国有企业更可能干预证监会的调查，预计待估系数为正。②处罚类型虚拟变量P_type，当对上市公司处以罚金时，定义P_type=1，未处罚金取0。是否“处以罚金”体现了虚假陈述案情的严重程度，一般而言，案情越严重查处周期越短，预计待估系数为负。③总资产收益率ROA和资产负债率DR，财务绩效和财务状况越差，越可能引起监管部门的注意。④企业规模Lnsize，规模越大，调查难度越大，查处周期越长，预计待估系数为正。此外，本文还引入上市地点虚拟变量Exchange、欺诈类型虚拟变量fraud_type和处罚年度虚拟变量year（控制证监会监管严厉程度）。上市公司财务数据来自于Wind数据库，对所有连续变量进行上下1%的Winsorize处理。

四、实证结果与分析

1. 描述性统计。表1为变量的描述性统计分析结果。由表1可知，我国财务欺诈平均查处周期较长，均值为1629天，即4.4年，最长的一起欺诈案件查处周期达7.7年，反映了我国财务欺诈执法效率较低。第一类财务欺诈的查处周期明显大于第二类财务欺诈的查处周期，表明上市公司管理层与外部股东之间的代理冲突比大股东与中小股东之间的代理冲突更为严重。样本上市公司中，38.7%的上市公司存在政治关联，24.4%的上市公司存在管理层政治关联，26.9%的上市公司存在大股东政治关联，12.6%的上市公司管理层和大股东均存在政治关联。

表1　描述性统计分析

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
P_cycle	1629	859	49	1687	2798
P_cycle_1	1927	1092	621	1887	2798
P_cycle_2	1226	702	49	1283	1624
PC	0.387	0.488	0	0	1
PC_M	0.244	0.430	0	0	1
PC_C	0.269	0.444	0	0	1
punish	0.706	0.456	0	1	1
Owner	0.475	0.500	0	0	1
P_type	0.520	0.500	0	1	1
ROA	0.068	0.079	−0.692	0.071	0.486
DR	0.482	0.531	0.193	0..471	0.874
Lnsize	23.291	1.236	19.295	23.082	26.998

2. 均值差检验。表2为样本上市公司按财务欺诈类型和政治关联分组的均值差检验结果。

表2　政治关联与非政治关联上市公司财务欺诈查处周期的均值差检验

财务欺诈类型	政治关联上市公司		非政治关联上市公司		政治关联组与非政治关联组均值差检验
	Number	P_cycle	Number	P_cycle	
第一类	117	1732	139	1401	331***（0.003）
第二类	58	1298	84	1190	108*（0.059）
全样本	154	1798	244	1506	292**（0.042）

注：①***、**、*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平显著，括号内为均值差检验的P值；②全样本的政治关联组上市公司，PC=1；第一类财务欺诈样本的政治关联组上市公司，PC_M=1；第二类财务欺诈样本的政治关联上市该公司，PC_C=1；由于部分上市公司PC_M=1且PC_C=1，因此117+58>154。

如表2所示，全样本中154家上市公司具有政治关联、244家上市公司没有政治关联。政治关联上市公司的财务欺诈查处周期平均为1798天，非政治关

联上市公司的财务欺诈查处周期平均为1506天，两者差292天且通过5%的显著性水平检验。由欺诈类型来看，第一类财务欺诈样本上市公司中，政治关联组与非政治关联组的查处周期相差331天，且通过了1%的显著性水平检验。第二类财务欺诈样本上市公司中，政治关联组与非政治关联组两者的查处周期相差108天，且通过了10%的显著性水平检验。以上证据表明，政治关联确实能够影响监管部门对上市公司财务欺诈的处罚。

3. *多元回归分析*。表3报告了处罚周期影响因素的多元回归结果，模型的方差膨胀因子（VIF）均远小于10，表明模型不存在严重的多重共线性问题。根据模型1的估计结果，在不控制上市地、欺诈类型和处罚年度的情况下，处罚周期与政治关联显著正相关。模型3的回归结果表明，在控制了上市地、虚假陈述类型和处罚年度之后，处罚周期与政治关联也显著正相关（通过了5%的显著性水平检验）。模型5进一步控制了其他可能影响处罚周期的因素，估计结果显示，政治关联与处罚周期在1%的水平上显著正相关。平均来看，具有政治关联会使虚假陈述处罚周期延长301天。以上实证结果支持本文提出的H1，表明具有政治关联的上市公司更可能借助行政力量干预监管部门的执法，进而降低监管部门的执法效率。

根据模型2的回归结果，PC×punish的系数在10%的显著性水平上为正。当控制了上市地、欺诈类型和处罚年度后，两者仍然正相关，且显著性有所提高；在控制了其他相关变量之后，结论依旧没有变化，且显著性进一步增强。以上结果表明，当财务欺诈处罚实施主体为证监会时，政治关联的作用更明显，从而验证了本文提出的H2。

另外，考察控制变量的情况。所有权性质Owner与处罚周期正相关，但是没有通过显著性检验。处罚类型与处罚周期显著负相关，表明虚假陈述案情越严重，查处周期越短，与预期一致。总资产收益率、资产负债率和企业规模与处罚周期不存在显著的相关关系，可能的原因是虚假陈述上市公司存在财务舞弊行为，上述财务数据未必真实。

表 3　　处罚周期影响因素的多元回归结果

变量	预测	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
Constant	?	1.4e+03*** (0.000)	1.4e+03*** (0.000)	1.2e+03*** (0.000)	1.2e+03*** (0.000)	1.5e+03 (0.133)	1.5e+03 (0.191)
PC	+	295.786** (0.031)	255.786** (0.038)	282.593** (0.029)	272.593** (0.012)	301.151*** (0.009)	286.391*** (0.008)
PC×punish	+		105.164* (0.080)		92.532** (0.042)		104.192*** (0.004)
Owner	+					121.844 (0.551)	124.429 (0.395)
P_type	−					−5.8e+02*** (0.001)	−5.8e+02*** (0.002)
ROA	+					1.062 (0.603)	1.051 (0.739)
DR	−					0.100 (0.791)	0.100 (0.629)
Lnsize	+					−19.829 (0.465)	−20.741 (0.502)
Exchange	?	不控制	不控制	控制	控制	控制	控制
fraud_type	?	不控制	不控制	控制	控制	控制	控制
year	?	不控制	不控制	控制	控制	控制	控制
N		398	398	398	398	398	398
Adj_R^2		0.012	0.012	0.267	0.289	0.391	0.414
F		4.017	4.152	5.209	5.062	5.401	5.094
VIF		1	1	2.19	2.21	2.97	2.87

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著；括号内数值为对应系数的P值；VIF为主要解释变量方差膨胀因子的最大值，下同。

4. 进一步分析。进一步区分财务欺诈类型，分别考察第一类财务欺诈和第二类财务欺诈中上市公司政治关联扮演的角色，回归结果如表4。

表 4　　分欺诈类型回归结果

变量	预测	第一类财务欺诈		第二类财务欺诈	
Constant	?	1.8e+03 (0.192)	1.8e+03 (0.188)	1.1e+03 (0.237)	1.1e+03 (0.286)
PC_M	+	325.167*** (0.008)		188.607* (0.098)	
PC_C	+		356.279 (0.189)		166.723** (0.032)
Owner	+	205.417 (0.294)	274.269 (0.254)	148.129 (0.438)	194.603 (0.482)
P_type	−	−6.2e+02*** (0.000)	−6.2e+02** (0.012)	−5.7e+02* (0.078)	−5.7e+02* (0.083)
ROA	+	0.862 (0.418)	0.917 (0.402)	0.627 (0.383)	0.643 (0.462)
DR	−	0.132 (0.610)	0.129 (0.592)	0.202 (0.502)	0.293 (0.423)
Lnsize	+	−20.019 (0.429)	−21.018 (0.427)	−18.121 (0.321)	−19.008 (0.323)
Exchange	?	控制	控制	控制	控制
fraud_type	?	控制	控制	控制	控制
year	?	控制	控制	控制	控制
N		256	256	142	142
Adj_R^2		0.401	0.371	0.274	0.289
F		4.049	3.402	3.893	4.381
VIF		2.12	2.17	2.08	2.19

如表4所示，首先考察第一类财务欺诈。PC_M的系数在1%的显著性水平上为正，表明管理层政治关联延长了第一类财务欺诈的处罚周期；PC_C的系数为正，但是并不显著，表明大股东政治关联并没有起到相应的作用，以上结果表明H3成立。接着考察第二类财务欺诈，PC_M的系数为正，且刚好通过10%显著性水平的检验，PC_C的系数为正且通过5%显著性水平的检验，表明在第二类财务欺诈中，管理层和大股东的政治关联均延长了处罚周期，且大股东的“延长效应”更为明显。本文认为，管理层是企业财务会计信息的提供者，当发生财务欺诈时，管理层也要对此负责，此时管理层与大股东是“同谋”关系，因此有动机去影响监管部门的惩罚。综上所述，H3和H4成立。

5. 稳健性检验。本文采用以下两种方法对假设进行稳健性检验：①考虑到计量模型可能存在异方差问题，采用“OLS+稳健标准误”估计，实证结论没有受到影响。②对于证监会和证券交易所同时处罚的样本，按照先证监会后证券交易所的原则只保留一个样本。在H3和H4的稳健性检验中删去这些样本，实证结论没有受到影响。

五、结论与启示

本文以因财务欺诈而被监管部门处罚的上市公司为研究对象，根据代理冲突的来源，划分出两类财务欺诈行为，并实证考察了政治关联与财务欺诈查处周期的关系。研究发现：①政治关联上市公司财务欺诈查处周期显著长于非政治关联上市公司；②相对于证券交易所的处罚，证监会的处罚效率更容易受到政治关联的影响；③管理层具有政治关联能够显著延长第一类财务欺诈的处罚周期；④大股东具有政治关联能够显著延长第二类财务欺诈的处罚周期。

基于以上研究结论，笔者认为：首先，为了提升监管部门对财务欺诈的查处效率，必须提升其自身的独立性，减少其他部门对证监会和证券交易所的行政干扰，促使证监会和证券交易所能够独立地履行职责。其次，我国财务欺诈查处周期普遍较长，且惩罚力度较小，“隔靴搔痒”的行政处罚难以起到应有的惩处效果，可以考虑建立司法机关介入的查处机制，并进一步完善财务欺诈的民事诉讼制度。最后，企业上市是市场化行为，如果纳入政绩考核范畴，那么地方政府更可能连同辖区上市公司干扰监管部门的调查，因此，要进一步改进地方政府的政绩考核体系。

主要参考文献：

汪昌云，孙艳梅. 代理冲突、公司治理和上市公司财务欺诈的研究[J]. 管理世界，2010(7).

罗党论，唐清泉. 政治关系、社会资本和政策资源获取:来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 世界经济，2009(7).

于蔚，汪淼军，金祥荣. 政治关联和融资约束:信息效率和资源效应[J]. 经济研究，2012(9).

龙小宁，王俊. 中国司法地方保护主义：基于知识产权案例的研究[J]. 中国经济问题，2014(3).

肖钢. 监管执法：资本市场健康发展的基石[J]. 求是，2013(15).

作者单位：西藏民族大学财经学院，陕西咸阳 712082