



兰州大学

本科毕业论文（设计）

论文题目（中文） 高管政治背景与分析师盈利预测
——基于 A 股上市企业

论文题目（英文） Political connections and analyst earnings forecast
——Based on A-share listed companies

学生姓名 陈麗因

指导教师 罗劲博教授

学 院 管理学院

专 业 管理学基础理论班（会计学）

年 级 2017 级

兰州大学教务处

诚信责任书

本人郑重声明：本人所提交的毕业论文（设计），是在导师的指导下独立进行研究所取得的成果。毕业论文（设计）中凡引用他人已经发表或未发表的成果、数据、观点等，均已明确注明出处。除文中已经注明引用的内容外，不包含任何其他个人或集体已经发表或在网上发表的论文。

本声明的法律责任由本人承担。

论文作者签名： 陈麗园

日期： 2021.5.25

关于毕业论文（设计）使用授权的声明

本人在导师指导下所完成的论文及相关的职务作品，知识产权归属兰州大学。本人完全了解兰州大学有关保存、使用毕业论文的规定，同意学校保存或向国家有关部门或机构送交论文的纸质版和电子版，允许论文被查阅和借阅；本人授权兰州大学可以将本毕业论文的全部或部分内 容编入有关数据库进行检索，可以采用任何复制手段保存和汇编本毕业论文。本人离校后发表、使用毕业论文或与该论文直接相关的学术论文或成果时，第一署名单位仍然为兰州大学。

本毕业论文研究内容：

可以公开

不宜公开，已在学位办公室办理保密申请，解密后适用本授权书。

（请在以上选项内选择其中一项打“√”）

论文作者签名： 陈麗园

导师签名： 李红华

日期： 2021.5.25

日期： 2021.5.29

高管政治背景与分析师盈利预测 ——基于 A 股上市企业

中文摘要

政治关联在我国上市企业中非常普遍，本研究跳出传统的企业视角，从利益相关者的角度探讨高管政治背景对分析师盈利预测质量的影响以及其中的作用机制。本研究以 2010-2019 年沪深 A 股为样本，实证研究发现：有政治背景或政治背景强度越大的公司，分析师盈利预测的准确度越高，分歧度越低，分析师追踪人数越多。盈余质量在政治背景与盈利预测的关系中起到了中介作用，即高管的政治背景正向影响盈余质量进而影响分析师行为。进一步研究发现，不同市场化水平下政治背景与分析师行为的关系存在显著差异，即高度市场化水平下政治背景会提高准确度、降低分歧度，反之低市场化水平会使分析师盈利预测出现偏差，而且高度市场化水平更刺激分析师追踪的积极性。

关键词:政治关联；盈余质量；预测准确度；预测分歧度；分析师追踪数量

POLITICAL CONNECTIONS AND ANALYST EARNINGS FORECAST-BASED ON A-SHARE LISTED COMPANIES

Abstract

Political connections are very common in listed companies in my country. This study jumps out of the traditional corporate perspective and explores the impact of senior management's political background on the quality of analysts' earnings forecasts and the mechanism of action from the perspective of stakeholders. This study uses Shanghai and Shenzhen A shares as a sample from 2010 to 2019. The empirical study found that: companies with political backgrounds or stronger political backgrounds, the higher the accuracy of analyst earnings forecasts, the lower the degree of divergence, and the greater the number of analysts tracked. Earnings quality plays an intermediary role in the relationship between political background and earnings forecasts, that is, the political background of executives positively affects earnings quality and then analyst behavior. Further research found that there are significant differences in the relationship between political background and analyst behavior at different levels of marketization, that is, political background at a high level of marketization will improve accuracy and reduce divergence. On the contrary, a low level of marketization will bias analysts' earnings forecasts, and a high level of marketization will stimulate analysts' enthusiasm for tracking.

Key words: earnings quality; forecast accuracy; forecast dispersion; number of analysts tracked; Political connection

目 录

中文摘要.....	I
Abstract.....	II
第一章 绪 论.....	1
1.1 选题背景.....	1
1.2 研究意义.....	1
1.2.1 理论意义.....	1
1.2.2 现实意义.....	2
1.3 研究思路和方法.....	2
1.3.1 研究思路.....	2
1.3.2 研究方法.....	3
1.4 创新之处.....	3
第二章 文献综述与假设提出.....	5
2.1 文献回顾.....	5
2.1.1 政治背景.....	5
2.1.2 分析师盈利预测.....	6
2.1.3 文献述评.....	6
2.2 理论分析和研究假设.....	7
2.2.1 高管政治背景与分析师盈利预测.....	7
2.2.2 盈余质量的中介作用.....	8
2.2.3 市场化水平对高管政治背景与分析师盈利预测之间关系的影响.....	8
第三章 研究设计.....	9
3.1 数据来源.....	9
3.2 样本选择.....	9
3.3 变量度量.....	9
3.3.1 解释变量.....	9
3.3.2 被解释变量.....	10
3.3.3 中介变量.....	10
3.3.4 控制变量.....	11
3.4 实证模型.....	11
第四章 实证检验.....	13
4.1 描述性统计.....	13

4.2 相关性分析.....	15
4.3 回归分析.....	17
4.3.1 高管政治背景与分析师预测盈利预测的回归分析.....	17
4.3.2 盈余质量的中介效应分析.....	17
4.3.3 市场化程度对高管政治背景与分析师盈利预测之间关系的影响.....	20
第五章 稳健性检验.....	21
5.1 更换解释变量.....	21
5.2 倾向得分匹配法.....	22
5.3 不考虑模型的滞后效应.....	23
5.4 更换中介变量.....	23
第六章 结论与展望.....	26
6.1 研究结论.....	26
6.2 政策建议.....	26
6.2.1 分析师应提高对非财务信息的关注.....	26
6.2.2 非正式制度可以作为正式制度的替代，但是监管必不可少.....	27
6.2.3 进一步加强市场化建设.....	27
6.3 不足与展望.....	27
参考文献.....	28
致 谢.....	30

第一章 绪论

1.1 选题背景

企业政治关联在全世界普遍存在（Faccio, 2006），尤其像中国这种处于新兴加转型时期的发展中国家更为常见。再者，中国深受“关系”文化的影响，企业为获得稀缺资源努力融入政治圈子数见不鲜。30 多年来，中国经济一直高速增长，被世人誉为“经济奇迹”。普通的经济增长理论已经不能解释“中国奇迹”的诞生，中国独特的制度在经济增长中扮演了重要角色。周黎安（2007）认为“经济奇迹”产生的重要原因在于我国政府官员晋升采用锦标赛模式，当地政府官员升迁与 GDP 增长率挂钩，政府有充足的动机扶持企业来发展经济。因此，无论是政府还是企业都有理由来建立或加强彼此之间的联系，以企业发展促进当地经济发展。Allen et al.（2005）认为中国的司法和其它制度如投资者保护、公司治理、会计标准和政府质量等跟不上经济发展的步伐，但依然实现了连多年的高速增长，其中非正式制度代替正式制度发挥了作用。

不仅如此，中国证券市场不仅持续落后于中国的实体经济，更落后于世界上大多数其他主要股票市场（Li G 等，2015）。中国资本市场发展存在严重的信息不对称，信息不对称大致可以分为两种，一种是上市公司与投资者之间的信息不对称，另一种是机构投资者与中小投资者之间的信息不对称，此时证券分析师就在资本市场资源配置中起到了重要的作用。一方面，证券分析师通过对上市公司所披露的信息进行专业的解读与分析，以发布盈利预测报告或者口头方式向投资者传递信息，起到信息中介的作用；另一方面，通过盈利预测的途径向市场传播上市公司的相关信息，缩小了投资者与管理层之间的信息鸿沟，能够间接约束公司管理层的机会主义行为，减少内在价值与市场价值的偏离度，在资本市场中发挥着外部监督作用。

那么在“政治集权，经济分权”的特色制度背景下，面对正式制度不健全的困境，且资本市场发展不完善的现状下，政商关系会如何影响资本市场的运行呢？本研究将以分析师行为作为切入对象，探究企业的政治背景将如何影响证券分析师的预测行为，具体体现在准确度、分歧度和追踪企业的积极性三个方面。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

以往国内外学者对于政治关联的作用范围研究主要集中在企业层面，探究该非正式制

度对企业各个方面的影响。本研究另辟蹊径，从证券分析师这一利益相关者的角度出发，去探究高管政治背景与分析师盈利预测之间的关系及作用路径，是对以往政治关联文献的拓展与补充，也丰富了分析师盈利预测的研究视角。而且，本研究从中国独特的制度背景出发，来解释本研究与 Chen（2010）以全球 17 个司法管辖区的 349 家公司为样本得出的结论相反的原因，发现在法律金融等正式制度不健全的情况下，非正式制度可以弥补正式制度落后带来的不足，帮助政府实现既定的经济目标，也为解释“中国经济之谜”和地区经济发展提供了一点参考建议。

1.2.2 现实意义

对资本市场而言，探究企业的政治关联对分析师盈利预测的影响，从而为非正式制度在证券市场的影响力以及监管的必要性提供初步证据，了解高管政治背景给中国证券市场带来的经济后果，为注册制证券市场改革提供指导方向。使得市场中经济资源可以得到更合理的配置，实现资本市场合规与效率兼顾的稳定发展。

对分析师而言，提醒分析师除了关注企业的财务信息，还应将非财务信息纳入盈利预测模型，对于政商关系这种对企业业绩存在不确定性的因素应该慎重考虑，对于提高分析师预测质量提供一定的参考建议。

对投资者而言，可以辅助投资者解读高管政治背景的信息含量，以实现企业价值的更准确判断，帮助其降低投资风险，提高中小投资者参与证券市场的积极性。

1.3 研究思路和方法

1.3.1 研究思路

本研究的研究思路主要是围绕“提出研究问题——研究问题阐述——研究设计——实证检验——稳健性检验——结论与展望”的路径而展开。具体的研究框架如图 1.1 所示：

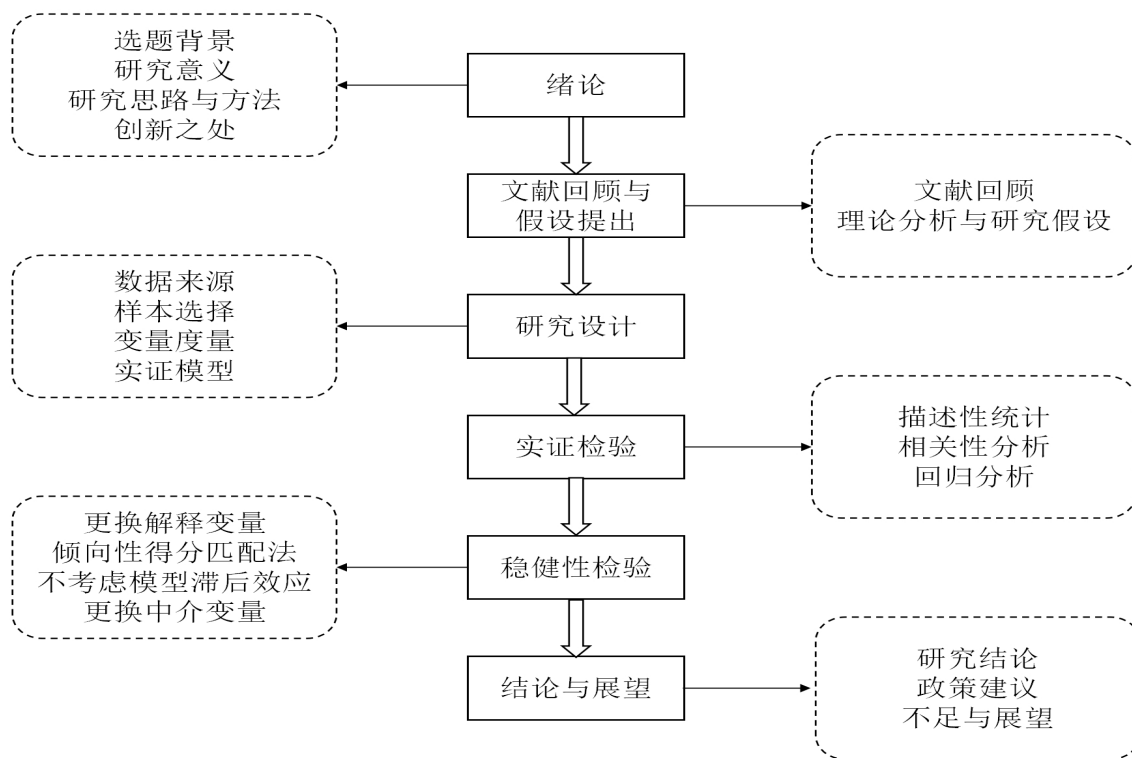


图 1.1 研究框架

1.3.2 研究方法

(1) 规范研究法

本研究通过广泛地阅读国内外文献，梳理总结目前关于高管政治背景和分析师盈利预测的研究现状，并尝试从新的角度去解释两者关系的内在逻辑，最终决定使用盈余质量这一指标作为中介变量。在此基础上，综合理论背景和文献综述提出了本文的研究假设。

(2) 实证研究法

本研究以 2010-2019 年期间沪深 A 股中有分析师关注的上市公司为样本，对高管政治背景与分析师盈利预测之间的关系进行实证检验。为了进一步理清两者之间的作用机制，引入了盈余质量的中介变量，并探究在不同市场化水平条件下政治背景对分析师预测的影响方向和程度。此外，还通过更换解释变量定义、更换中介变量定义、倾向性得分匹配法和不考虑模型的滞后效应进行回归，数据分析结果表明本研究的结论是稳健的。

1.4 创新之处

其一，为理解中国经济奇迹和地区经济发展提供了一个新的重要研究视角。本研究将微观层面的政商关系与宏观层面的资本市场运行联系起来，发现了政治背景会对分析师的盈利预测产生正向影响，深化了人们对政治背景对企业对外披露的信息质量的理解，有助

于提高市场资源的配置效率，丰富了已有解释中国经济增长微观基础的文献。

其二，本研究提供了政治背景影响分析师行为的经验证据，拓展了关于政治关联的文献研究。虽然政治关联的研究成果非常丰富，但是关注的焦点主要在建立政治关联带来的成本与效益分析，即政治关联会如何增进企业的价值和会如何损害企业的价值，很少研究政治关联对其他利益相关者的影响，而本研究创新性地探究高管的政治背景对分析师盈利预测的影响，深化了政治关联的经济后果研究。

其三，探究政治背景这种非财务因素对盈利预测的影响，丰富了分析师盈利预测的研究视角，帮助分析师对企业信息实现更有效地利用，为分析师“战胜”统计模型提供助力。

第二章 文献综述与假设提出

2.1 文献回顾

2.1.1 政治背景

在国外文献中存在“政治背景”这样的名词,如 *political relationship*、*political connection*、*political connected* 等等,而在国内如“政治关联”、“政治联系”或者“政治参与”这样的名词在研究领域使用也非常广泛。关于政治关联的定义,由于国内外的政治体制存在差异,研究对象也不相同,因此目前对于政治关联并没有形成统一的定义。Faccio (2006) 认为,如果公司的高级管理人员或大股东与政府官员或者和某高官/政党有着密切的联系,则认为该公司具有政治关联。Fisman (2001) 研究发现印尼前总统苏哈托公布病情后,与他关联的企业集团业绩大幅缩水。Chen 等 (2005) 认为,如果公司的董事长或者 CEO 现在或曾经担任过政府机构的官员、政协委员或者是人大代表等,该公司就具有政治背景。田志龙 (2020) 将政商关系分为两类,一类是企业处理政府/政治相关事项过程中采取的策略与行动;另一种是把政商关系作为企业的社会资本,即企业及企业管理者与政府部门及官员之间形成的关系状态。本研究中的政治关联属于第二类即社会资本的范畴,将其定义为董事长或 CEO 现在或曾经在政府、人大、政协、检察院或法院任职,或是现在或曾经担任党代表、人大代表或者政协委员等则表示企业高管具有政治背景。

政治关联在和信贷资源、税收优惠、行业进入、企业并购、公司业绩等方面相结合的研究成果较为丰富。潘洪波 (2008) 发现如果民营企业具有政治关联,它可以用更低的利率获得来自银行的贷款,且如果当地法制建设不完善,这种现象会更加突出。罗党论 (2008) 提出地方产权保护越差,政府的干预程度越高,政府在当地经济发展中掌握的稀缺资源越多,民营的上市公司更有动机与政府建立政治关系。Faccio (2007) 以及吴文锋等 (2009) 发现政治关联公司可以获得更低的税率。张雯等 (2013) 认为政治关联会对企业的并购产生负面影响,政治关联企业尤其是国有企业的并购绩效会更低。在行业进入方面,罗党论 (2006) 高管的政治背景可以帮助企业进入政府管制的企业,从而使得企业获得垄断优势而增加竞争力。

政治关联在影响企业的盈余质量方面,目前并没有形成统一的意见。Chaney (2011) 认为政治关联会降低信息透明度,使得盈余质量下降。黄琮宇 (2014) 发现之所以上市企业的盈余质量降低,是因为通过政府关联可以轻松获得政治资源,企业对外提供高质量的盈余信息的动机减小。然而,张志平等 (2013) 发现政府会对有政治背景的企业进行更严格的政策法规方面的监督与指导,逯东等 (2013) 也有相同的观点。这种干预无疑会促使

企业更积极地提高会计信息质量，减少盈余管理行为，使其满足政府要求。罗进辉（2014）认为政治关联企业为了帮助企业实现既定的经济目标，也为了从政府处获得的好处（如税收优惠、低利率贷款）能够持续，减少被司法机关处罚的可能性，会严格落实证券监管部门的信息规定。由此看来，政治关联企业会降低盈余管理空间，加强内部控制，从而政治关联企业的盈余质量会提高。因此，高管的政治背景影响盈余质量方向目前还未形成定论，需要通过实证研究进一步验证。

2.1.2 分析师盈利预测

证券分析师作为资本市场的信息中介，利用其信息收集和专业分析能力的优势，为投资者发布相关决策报告，评估目标企业的实际价值和未来盈利预测，有助于降低信息不对称，保护买方利益。国内外大多数学者认可分析师的盈利预测对投资者来说是有价值的，如 Givoly et al.（1979）、吴东辉等（2005）。但是，分析师进行盈利预测时难免存在偏差，根据偏差方向的不同可以分为客观估计和悲观估计。Butler（1991）认为分析师在盈利预测乐观或悲观的表现存在明显的持续性。Dov and Fried（1982）通过对 10 年的分析师盈利数据进行研究，提出分析师的盈利预测存在乐观性倾向。吴东辉（2005）通过实证研究发现证券分析师盈利预测普遍存在乐观估计。因此，分析师的盈余预测普遍是存在误差的，且大部分表现为预测数较实际数偏高。

影响分析师盈利预测行为主要包括三个因素：市场环境因素、公司特征和分析师自我认知，国内外学者大多是从这三个因素的具体方面进行研究。在外部环境方面，Heflin（2003）研究发现美国证券交易委员会公平披露规则的实施增加了分析师跟进的人数，提高了盈利预测的准确性。李丹（2009）发现制度越完善，市场机制越健全，分析师盈利预测的准确度会越高。在公司特征方面，Lan 等（1996）信息披露越完善的公司会有较多的证券分析师跟进，证券分析师的预测准确度和预测集中度也比较高，而且盈利预测的修正程度不大。Chen（2016）发现企业的内部治理水平越高，越能够有效控制企业的盈余管理行为，提高分析师获取企业信息的可行性和准确度，从而有利于分析师预测。分析师的预测水平也与其专业能力相关，贾琬娇（2015）认为实地调研增加了分析师的行业知识和经验，对实地调研公司和同行业公司盈利预测准确度提高。刘永泽等（2014）认为随着分析师的从业经验和行业知识的增加，他盈利预测的质量会随之提高。在本研究中，主要探究的是公司特征对于分析师预测质量的影响。

2.1.3 文献述评

根据文献回顾发现公司特征是影响分析师盈利预测质量的因素之一，而关于被分析公司特征的研究主要集中在公司规模、信息披露质量、审计质量等这些方面，几乎没有从“关系文化”这一角度出发，探究高管的政治背景会对分析师盈利预测的准确度、分歧度甚至是跟进数量产生何种影响。“关系文化”是中国经过数千年形成的独特文化，我国的政治

经济行为深受“关系文化”的影响，探究高管政治关联对于分析师盈利预测的关系，有助于厘清政商关系在我国经济发展过程中扮演的角色，为经济转型升级和证券市场改革提出相关政策建议。

2.2 理论分析和研究假设

2.2.1 高管政治背景与分析师盈利预测

分析师作为投资者和上市公司之间的信息中介，通过收集来自各种渠道的信息并进行处理，基于自己的专业和特质，对上市公司发布盈余预测报告，辅助投资者进行决策。搜集数据的来源和范围不同会影响证券分析师的盈利预测质量和分歧度（李茹，2018），如果分析师不能识别企业政治关联这一重要的非财务信息，会增加预测失误的风险。Chen（2010）指出政商关系使得分析师收集到的信息质量下降，给预测工作增加难度，进而导致分析师预测准确性降低，且地区腐败越严重，预测准确性会越低。官峰等（2018）认为政商关系会导致企业价值的不确定和披露信息的谨慎性，贪污官员落马后企业信息环境得到改善，使得分析师预测准确度增加、分歧度降低追踪人数增加。具有政治关联的公司会计稳健性和会计信息质量会降低，更有甚者地方政府为了政绩会参与公司的盈余管理行为。企业盈余管理行为的增加，会损害股东利益和对企业环境造成负面影响，会影响到分析师对企业真实价值的判断，导致分析师的盈利预测质量降低。

另一方面，当企业具有政治关联时，管理层与政府官员之间更能实现有效的沟通，可以用更低的寻租成本获得政府掌控的稀缺资源，由寻租行为产生的超额收益远大于没有政治关联的公司。政治关联会给企业经营带来很多收益，如税收优惠、行业进入、低利率贷款、公司业绩的提升等，这些都意味着企业的经营成本下降而收益增加，有助于公司获得更大的竞争优势，对企业价值有正向的促进作用。不仅如此，胡旭阳（2006）指出，高管政治背景降低了民营企业进入金融行业的壁垒，为外部融资提供了便利，降低了融资压力。Farrell et al.（2014）实证研究发现对外部融资需求越高的企业越容易使用应计盈余管理的手段来管理企业收益。政治关联的存在降低了企业对外部融资的需要，没有动机通过盈余管理、平滑收益等手段来粉饰报表，企业报表的盈余质量会增加。而且，中国政府官员受到晋升锦标赛机制的激励，企业的发展与当地官员的发展是一体的。政府为了更好地实现政治目标，会要求政治关联企业更严格地执行相关监管政策和法律法规。企业为了政治关联产生的收益能够持续，可以不断地从政府处获得优势资源，降低被司法调查的风险，会更严格落实证券监管机构的信息披露要求，提高信息披露质量，减少企业的盈余管理行为。因此，高管的政治背景这一非财务因素，很有可能会造成企业盈余动机的下降，信息披露质量的提高，这些因素企业盈利更容易被预测。企业的盈利可预测性就越好，随之分析师的预测准确度会越高（Eamas et al, 2003）。

基于此，提出假设 1：

H_1 ：政治背景显著影响分析师盈利预测。

由于政治背景正向或负向影响分析师盈利预测的可能性都存在，于是提出两个对立的具体的假设 H_{1a} 和 H_{1b} ：

H_{1a} ：政治背景负面影响分析师盈利预测，具体表现为会降低分析师盈利预测的准确度，增大预测分歧度，减少分析师的追踪人数。

H_{1b} ：政治背景正向影响分析师盈利预测，具体表现为会增加分析师盈利预测的准确度，减小预测分歧度，增加分析师的追踪人数。

2.2.2 盈余质量的中介作用

政治关联会影响企业的盈余质量已经得到普遍认可，但是影响盈余质量的方向并没有形成统一的意见。一方面，政治背景会使得外界对企业的监管减弱，如果企业内部不存在良好的治理机制，其内部的盈余质量会降低。另一方面，政治背景使企业以更低的成本获得了政府分配的稀缺资源，促进了竞争优势的增强，进行盈余管理的动机下降。此外，随着反腐倡廉的持续推进，明面上的政商交易反而受到监察机构的制约，政治关联企业对政府的“租金”反而降低，不需要通过改变利润的时间序列来平滑收益，盈余质量就会越高。

盈余质量对分析师盈利预测质量的影响是毋庸置疑的，真实的业绩报告能够更准确地反映企业的价值，分析师收集的信息越真实有效，能够降低分析师预测的风险，从而提高准确性。反之，通过粉饰的财务数据更容易让分析师得出有偏的结果。

基于此，提出假设 2：

H_2 ：企业的盈余质量在政治背景和分析师盈利预测的关系中起到中介作用。

2.2.3 市场化水平对高管政治背景与分析师盈利预测之间关系的影响

如前所述，政治关联这一非正式制度作为我国经济转型时期正式制度不完全现状的替代，不同市场化水平会对高管政治背景与分析师盈利预测之间的关系产生怎样的影响呢？市场化水平越高，当地的法治建设水平越好，企业越是会根据市场化原则进行交易。企业与政府之间更容易进行平等地沟通，理解落实政府制定各项政策以实现企业的良性发展，最终使得企业的价值更容易被预测。然而，在市场化程度较低的地区，政府掌握企业发展核心资源的权利更大，寻租的空间越大。企业要想获得竞争优势，使用“关系”比单纯的市场化方式更容易成功，企业需要掩盖寻租产生的“租金”成本，就可能对业绩进行盈余管理，企业的盈余质量和信息披露质量下降，给分析师的盈利预测增加难度。Chen（2010）以 17 个国家的企业数据为样本，发现在腐败程度相对较高的国家，盈利预测的准确性更容易受到公司政治背景的负面影响。基于此，提出假设 3：

H_3 ：在其他条件相同情况下，高的市场化条件会对政治背景影响分析师盈利预测产生更积极的作用。

第三章 研究设计

3.1 数据来源

本研究选择 2010-2019 年沪深两市中有分析师关注的 A 股上市公司作为初始样本，上市公司特征数据、财务数据与分析师盈利预测数据来自 CSMAR 数据库，高管的政治背景数据需要通过新浪财经、和讯网、巨潮资讯网等网站进行手动收集整理，市场化指数参考樊纲等（2018）发布的《中国分省份市场化指数报告》。

3.2 样本选择

企业样本按照以下标准进行筛选：（1）剔除当年退市或 ST 的公司；（2）剔除金融、房地产和保险公司；（3）删除相关财务数据缺失的公司；（4）考虑到异常值的影响，对所有的连续变量在 1%和 99%的水平上进行缩尾处理。

分析师预测样本的筛选方法如下：（1）删除分析师预测每股收益缺失的数据；（2）删除分析师公布报告日晚于预测终止日的数据（异常数据）；（3）删除分析师公布预测终止日期的年度晚于预测终止日年度的样本（长期数据）；（4）借鉴相关文献的处理方法，如果分析师在一年内对同一公司发布了多份报告，只保留最后一份预测报告的数据（重复数据）；（5）删除分析师姓名缺失的数据，无法证明是否为某分析师在某年针对某公司发布的最后一份预测报告数据。

3.3 变量度量

3.3.1 解释变量

在西方较为成熟的资本市场，CEO 由董事会提名，全权管理公司的日常事务；在我国，CEO 仅仅是董事会决策的执行者，董事长是公司的法人代表和实际负责人，其职权比 CEO 更高，而且在我国双职合一（董事长和 CEO 由一人担任）的情况比较普遍。多数学者在（Chen et al, 2005 等）研究我国的政治关联时，也仅仅考虑董事长和 CEO，因此本研究也将高管界定为 CEO 和董事长。

关于政治背景的度量方式，主要有三种方式。其一是虚拟变量度量，若存在政治背景则取值为 1，否则取值为 0。国外如 Faccio（2006）、Boubakri（2008）或国内余明桂（2008）、邓新明（2009）、胡永平（2009）的研究等使用了这一方法。这一方法的特点是简单明了但结果太过绝对。其二是构建政治关联指数模型，将高管的企业职位和政治背景分为不同

的层级并赋权，这种计算方式考虑到了政治关联的层级性、时效性和规模性，但是计算方式过于复杂。第三种是将政治关联设置为分类变量，考虑到了强度差异并简化了计算。

本文采用第三种方式进行度量，参考 Fan et al (2007) 和贾明等 (2010) 的研究，将政治关联设置为定序变量，用 PC Level 表示。若董事长或 CEO 现在或曾经在政府、人大/政协常设机构、检察院或法院任职，分四级对 PC Level 赋值：科级为 1、处级为 2、厅级为 3、部级为 4，无政治关联为 0；若企业董事长或 CEO 现在或曾经担任党代表、人大代表或政协委员，同样分四级对 PC Level 赋值：县级及以下为 1、市级为 2、省级为 3、国家级为 4，无政治关联为 0。如果关于 PC Level 的分类两种方法均有数据，则取两者的最大值为政治关联数值。

3.3.2 被解释变量

分析师盈利预测主要包括三个方面：准确度 (Accuracy)、分歧度 (Dispersion) 和分析师追踪数量 (Follow)。

(1) 准确度

准确度采用 Butler (1991) 的方法，以所有分析师对每股收益预测的平均值和实际每股收益之差的绝对值再除以期初的股价进行度量。此处无论是正值还是负值均是对真实值的偏离，因而取绝对值。Accuracy 越大，说明分析师误差越大，准确度越低。

$$Accuracy_{i,t} = \frac{|EPS_{i,t}^f - EPS_{i,t}|}{P_{i,t-1}} \quad (1)$$

其中， $EPS_{i,t}^f$ 为预测每股收益平均值， $EPS_{i,t}$ 为实际每股收益， $P_{i,t-1}$ 为期初股价。

(2) 分歧度

分歧度 (Dispersion) 指面对同一家上市公司，不同分析师之间预测的差异。即跟踪该公司的所有分析师盈余预测之间的标准差，再除以期初股价。Dispersion 越大，盈利预测分歧度越大。

$$Dispersion_{i,t} = \frac{STD(EPSt)}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

(3) 分析师追踪数量

分析师追踪数量 (Follow) 使用某年度对某上市公司每股收益进行预测的分析师人数的自然对数进行衡量。

3.3.3 中介变量

使用操纵性应计利润作为盈余管理的度量，采用修正的琼斯模型，借鉴黄梅等 (2009) 的研究成果，残差的绝对值为操纵性应计利润。企业的操纵性应计利润越少，说明管理层的盈余管理水平越低，企业盈余质量较高。操纵性应计利润的模型如下：

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $TA_{i,t}$ 表示表示 i 公司第 t 年的营业利润减去经营活动产生的现金流量净额;
 $\Delta REV_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年主营业务收入的变化; $\Delta REC_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年应收账款的变化;
 $PPE_{i,t}$ 表示 i 公司第 t 年固定资产账面原值; $A_{i,t-1}$ 表示 i 公司第 t-1 年总资产。

3.3.4 控制变量

本研究需要对可能影响分析盈利预测的数据进行控制, 参考沈洪波等 (2014)、薛雨佳 (2020) 等研究选取了以下控制变量, 此外还控制了年份 (Year) 和行业 (Industry) 的固定效应。下面是具体的变量定义及说明:

表 3.1 变量定义表

	变量名称	变量符号	变量定义及说明
被解释变量	盈利预测准确度	Accuracy	按照公式 (1) 计算
	盈利预测分歧度	Dispersion	按照公式 (2) 计算
	分析师追踪数量	Follow	对某上市公司进行预测的分析师人数的自然对数
解释变量	高管政治背景	PC Level	详见“变量度量”
中介变量	操纵性应计利润	DA	按照公式 (3) 计算
	公司规模	Size	企业当年总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
	总资产报酬率	Roa	总利润/总资产
	是否亏损	Loss	企业当年实际 EPS<0 取 1, 否则取 0
	第一大股东持股比例	First	第一大股东股份占总股份的比例
	控制变量	双职合一	Dual
产权性质		State	国有企业取 1, 否则取 0
行业		Industry	根据中国证监会关于上市公司的行业分类标准, 构建 19 个哑变量分别代表各个行业 (根据 2019 年上市公司行业分类指引)
	年份	Year	所属年份哑变量

3.4 实证模型

为了验证假设 1、1a 和 1b, 构建模型 (4) - (6), 其中分析师盈利预测为被解释变

量，高管政治背景为解释变量。

$$Accuracy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PCLevel_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 Loss_{i,t-1} + \beta_6 First_{i,t-1} + \beta_7 Dual_{i,t-1} + \beta_8 State_{i,t-1} + \sum Industry_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \varepsilon \quad (4)$$

$$Dispersion_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PCLevel_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 Loss_{i,t-1} + \beta_6 First_{i,t-1} + \beta_7 Dual_{i,t-1} + \beta_8 State_{i,t-1} + \sum Industry_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \varepsilon \quad (5)$$

$$Follow_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PCLevel_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 Loss_{i,t-1} + \beta_6 First_{i,t-1} + \beta_7 Dual_{i,t-1} + \beta_8 State_{i,t-1} + \sum Industry_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \varepsilon \quad (6)$$

为了验证假设 2，构建模型（7）-（10），检验盈余质量是否为高管政治背景和分析师盈利预测的中介变量。

$$DA = \beta_0 + \beta_1 PCLevel_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 Loss_{i,t-1} + \beta_6 First_{i,t-1} + \beta_7 Dual_{i,t-1} + \beta_8 State_{i,t-1} + \sum Industry_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \varepsilon \quad (7)$$

$$Accuracy_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PCLevel_{i,t-1} + \beta_2 DA_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 Loss_{i,t-1} + \beta_7 First_{i,t-1} + \beta_8 Dual_{i,t-1} + \beta_9 State_{i,t-1} + \sum Industry_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \varepsilon \quad (8)$$

$$Dispersion_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PCLevel_{i,t-1} + \beta_2 DA_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 Loss_{i,t-1} + \beta_7 First_{i,t-1} + \beta_8 Dual_{i,t-1} + \beta_9 State_{i,t-1} + \sum Industry_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \varepsilon \quad (9)$$

$$Follow_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PCLevel_{i,t-1} + \beta_2 DA_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 Loss_{i,t-1} + \beta_7 First_{i,t-1} + \beta_8 Dual_{i,t-1} + \beta_9 State_{i,t-1} + \sum Industry_{i,t-1} + \sum Year_{i,t-1} + \varepsilon \quad (10)$$

第四章 实证检验

4.1 描述性统计

研究中主要变量的描述性统计结果如表 4.1 所示。样本中有政治关联的数据是 5749 份，没有政治关联的数据是 10439 份，表明有超过三分之一的企业存在政治关联，说明政治关联现象在我国比较普遍。关于预测准确度，政治关联企业的均值是 0.0162，非政治关联企业是 0.0148，非政治关联企业的预测偏差显著高于非政治关联企业（ $p < 0.01$ ），非政治关联企业的分歧度均值高于政治关联企业，但是不显著，而且非政治关联企业分析师追踪人数的均值显著低于政治关联企业（ $p < 0.01$ ）。因此，可以初步拒绝假设 1a，接受假设 1b。但是真正的因果关系需要通过回归分析进一步验证。

不仅如此，政治关联企业中的国有企业多于非政治关联企业的国有企业，这与我国的实际情况相符，国有企业与政府之间的联系更加紧密，且政治关联企业的上市公司董事长兼任总经理的情况更加普遍（ $p < 0.01$ ）。

表 4.1 描述性统计

VARIABLES	N	Non-Political				Political				Mean Diff	
		mean	sd	min	max	N	mean	sd	min		max
Size	10,439	22.34	1.307	20.10	26.39	5,749	22.37	1.316	20.10	26.39	-0.026
Lev	10,439	0.416	0.200	0.0511	0.842	5,749	0.416	0.197	0.0511	0.842	0.000
Roa	10,439	0.0590	0.0575	-0.138	0.237	5,749	0.0609	0.0539	-0.138	0.237	-0.002**
Loss	10,439	0.0306	0.172	0	1	5,749	0.0273	0.163	0	1	0.003
First	10,439	35.43	14.87	9	75	5,749	35.32	15.18	9	75	0.112
Dual	10,439	0.282	0.450	0	1	5,749	0.236	0.425	0	1	0.045***
State	10,439	0.387	0.487	0	1	5,749	0.352	0.478	0	1	0.034***
Accuracy	10,439	0.0162	0.0255	7.37e-05	0.160	5,749	0.0148	0.0219	7.37e-05	0.160	0.001***
Dispersion	10,439	0.00745	0.00944	0	0.0536	5,749	0.0073	0.00897	0	0.0536	0.000
Follow	10,439	1.445	1.201	0	3.784	5,749	1.548	1.207	0	3.784	-0.103***
DA	10,439	0.0695	0.0647	0.00099	0.350	5,749	0.0702	0.0651	0.00099	0.350	-0.001

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著

4.2 相关性分析

选取Pearson系数和双尾检验（Two-tailed）来进行相关性分析。从表4.2中可以看出高管政治背景与分析师盈利预测的准确度和分析师追踪人数存在强相关，其与预测准确度（Accuracy）和分析师追踪人数的相关系数分别为-0.029和0.063，虽然系数的绝对值不大，但是均在1%水平上高度显著；其与预测分歧度的相关系数-0.002，未达显著水平。由此可以初步判断高管的政治背景会增加分析师盈利预测的准确度，吸引更多的分析师追踪该企业。值得一提的是，显著的相关系数只能说明两变量之间的密切程度而不能解释其中的因果关系，不显著的相关系数不能完全否定变量之间的因果关系。接下来在控制其他相关变量的情况下，使用OLS混合回归来验证高管政治背景与分析师盈利预测之间的因果关系。此外，剩余相关变量的系数均小于0.5，说明变量之间不存在严重的多重共线性。

4.2 相关性分析

	Size	Lev	Roa	Loss	First	Dual	State	Accuracy	Dispersion	Follow	PC	PC Level	DA
Size	1												
Lev	0.575***	1											
Roa	-0.12***	-0.40***	1										
Loss	-0.054 ***	0.060***	-0.399 ***	1									
First	0.199***	0.074***	0.092***	-0.076 ***	1								
Dual	-0.211 ***	-0.161 ***	0.048***	0.044***	-0.054 ***	1							
State	0.417***	0.332***	-0.12***	-0.14***	0.251***	-0.30***	1						
Accuracy	0.096***	0.197***	-0.454 ***	0.464***	-0.039 ***	-0.019**	0.024***	1					
Dispersion	0.208***	0.150***	-0.066 ***	0.036***	0.048***	-0.037 ***	0.057***	0.433***	1				
Follow	0.204***	0.019**	0.198***	-0.058 ***	0.067***	-0.013*	-0.018**	-0.073 ***	0.132***	1			
PC	0.009	-0.001	0.016**	-0.009	-0.004	-0.049 ***	-0.034 ***	-0.027 ***	-0.008	0.041***	1		
PC Level	0.031***	0	0.022***	-0.011	0.001	-0.039 ***	-0.052 ***	-0.029 ***	-0.002	0.063***	0.941***	1	
DA	0.042***	0.152***	-0.08***	0.141***	0.00400	-0.001	0.033***	0.176***	0.081***	0.006	0.005	0.001	1

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著

4.3 回归分析

4.3.1 高管政治背景与分析师预测盈利预测的回归分析

如表 4.3 所示，高管政治背景与 Accuracy 的系数是-0.000517，区别于 0，在 1%的水平上显著；与 Dispersion 的系数是-0.0001807，在 1%的水平上显著；与 Follow 的系数是 0.027072，在 1%水平上显著。Accuracy 代表某一分析师预测值与实际值之间的偏差，越小越好。同理，Dispersion 代表不同分析师预测值之间的偏差，越小越好。说明高管政治背景会提高分析师预测的准确度，降低预测的分歧度，增加分析师的追踪人数。即拒绝假设 1a，接受假设 1b。

表 4.3 高管政治背景对分析师盈利预测的影响

VARIABLES	(1) Accuracy	(2) Dispersion	(3) Follow
PC Level	-0.000517*** (-3.73)	-0.0001807*** (-3.56)	0.027*** (4.11)
Size	0.002*** (7.13)	0.002*** (19.52)	0.280*** (24.04)
Lev	0.015*** (9.27)	0.005*** (8.17)	-0.126* (-1.66)
Roa	-0.047*** (-9.45)	0.013*** (6.95)	4.798*** (20.32)
Loss	-0.005*** (-3.13)	-0.000 (-0.44)	0.327*** (3.96)
First	-0.000*** (-4.86)	-0.000 (-1.12)	0.001 (1.42)
State	-0.003*** (-6.08)	-0.001*** (-6.72)	-0.254*** (-9.47)
Dual	0.000 (0.00)	-0.000 (-0.14)	0.010 (0.38)
Constant	-0.010* (-1.84)	-0.028*** (-14.17)	-4.476*** (-17.75)
Year/Industry	Yes	Yes	Yes
Observations	12,277	12,277	12,277
Adj-R ²	0.0744	0.0941	0.101
F	29.18	37.43	40.56

注：括号内为 T 值，*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著

4.3.2 盈余质量的中介效应分析

使用 Baron 和 Kenny 提出的层次回归分析法来检验盈余质量的作用，中介机制检验的

结果如表 4.4 所示。列（1）验证中介变量在自变量上的回归，列（2）-（4）验证因变量在中介变量上的回归，列（5）-（7）验证因变量在自变量和中介变量上的回归。列（1）表明高管政治背景与操纵性应计利润负相关（ $t=-0.001$ ， $p<0.1$ ），列（2）-（4）说明操纵性应计利润显著影响预测准确度（ $t=24.37$ ， $p<0.01$ ）、预测分歧度（ $t=11.40$ ， $p<0.01$ ）、分析师追踪人数（ $t=2.60$ ， $p<0.01$ ），列（5）-列（7）因变量与自变量和中介变量的系数同时显著，即盈余质量在高管政治关联与分析师盈利预测的准确度、分歧度和追踪人数的关系中起到部分中介作用。

基于此，假设 2 得到验证。

表 4.4 盈余质量的中介效应检验

VARIABLES	(1) DA	(2) Accuracy	(3) Dispersion	(4) Follow	(5) Accuracy	(6) Dispersion	(7) Follow
PC Level	-0.001* (-1.72)				-0.0004658*** (-3.44)	-0.0001718*** (-3.41)	0.027*** (4.16)
DA		0.088*** (24.37)	0.015*** (11.40)	0.458*** (2.60)	0.088*** (24.33)	0.015*** (11.35)	0.469*** (2.67)
Size	-0.003*** (-5.76)	0.002*** (8.25)	0.002*** (19.94)	0.286*** (24.65)	0.002*** (8.55)	0.002*** (20.19)	0.281*** (24.16)
Lev	0.051*** (12.97)	0.011*** (6.71)	0.004*** (6.94)	-0.160** (-2.09)	0.010*** (6.60)	0.004*** (6.83)	-0.150* (-1.96)
Roa	0.020 (1.62)	-0.048*** (-9.98)	0.012*** (6.87)	4.775*** (20.21)	-0.049*** (-10.03)	0.012*** (6.82)	4.789*** (20.29)
Loss	0.008* (1.79)	-0.006*** (-3.55)	-0.000 (-0.58)	0.318*** (3.85)	-0.006*** (-3.60)	-0.000 (-0.63)	0.323*** (3.91)
First	-0.000 (-0.40)	-0.000*** (-4.87)	-0.000 (-1.08)	0.001 (1.42)	-0.000*** (-4.89)	-0.000 (-1.09)	0.001 (1.43)
State	0.000 (0.20)	-0.003*** (-5.91)	-0.001*** (-6.43)	-0.267*** (-10.01)	-0.003*** (-6.26)	-0.001*** (-6.77)	-0.254*** (-9.48)
Dual	0.003** (2.09)	-0.000 (-0.32)	-0.000 (-0.22)	0.004 (0.16)	-0.000 (-0.46)	-0.000 (-0.36)	0.008 (0.33)
Constant	0.155*** (11.93)	-0.023*** (-4.32)	-0.030*** (-15.23)	-4.599*** (-18.14)	-0.023*** (-4.48)	-0.030*** (-15.38)	-4.549*** (-17.94)
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	12,277	12,277	12,277	12,277	12,277	12,277	12,277
Adj-R ²	0.0424	0.116	0.103	0.101	0.117	0.103	0.102
F	16.53	47.12	41.14	40.24	46.18	40.35	39.65

注：括号内为 T 值，*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著

4.3.3 市场化程度对高管政治背景与分析师盈利预测之间关系的影响

参考樊纲等（2018）发布的《中国分省份市场化指数报告》将研究对象以 Market 的中位数为限分为高低两组¹，并进行分组回归。在高的市场化条件下，高管的政治背景与 Accuracy 之间的系数为-0.001，在 5%水平上显著，但是低的市场化条件下两者的系数均为正值且不显著，说明高的市场化条件政治背景会增加盈利预测的准确度，低的市场化条件会降低预测准确度。同理，高的市场化条件政治背景会降低盈利预测的分歧度，低的市场化条件会增加预测分歧度，可惜的是两者均未达显著水平。不仅如此，高的市场化条件会显著增加分析师追踪人数（ $t=4.85$ ， $p<0.01$ ）但是在市场化程度较低时这种现象不显著。因此，假设 3 得到部分验证。

面对我国新兴加转轨的特殊背景，各地区市场化发展不平衡。在市场化程度较低的地区，正式制度还不够完全，企业难以通过市场化方式去获得经济资源，权力腐败寻租的情况更容易发生。这种情况下企业的政治背景会使其本身甚至是资本市场造成负面影响，从而使分析师的盈利预测产生偏差。相反，在市场化程度较高的地区，企业的政治背景使得企业与政府的沟通更加顺畅，这种协同作用促进企业竞争优势的增强，从而使得分析师的盈利预测更为准确，也会提升分析师追踪该企业的积极性。

表 4.5 市场化水平的分组回归检验

VARIABLES	Accuracy		Dispersion		Follow	
	Low market	High market	Low market	High market	Low market	High market
PC Level	0.002 (1.47)	-0.001** (-2.11)	0.001 (1.24)	-0.000 (-1.06)	0.093 (1.63)	0.104*** (4.36)
Constant	-0.006 (-0.79)	-0.018** (-2.20)	-0.027*** (-10.91)	-0.028*** (-9.25)	-4.659*** (-14.65)	-4.093*** (-9.93)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	7,897	4,380	7,897	4,380	7,897	4,380
Adj-R ²	0.0748	0.0726	0.0927	0.0947	0.0962	0.122
F	19.23	10.79	24.06	14.09	25.01	18.35

注：括号内为 T 值，*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著

¹ 注：参考官峰等（2018）的研究，由于《中国分省份市场化指数报告》只更新到 2016 年，2017-2019 年的 market 指标按照 2016 的指数进行分组。

第五章 稳健性检验

5.1 更换解释变量

将高管政治背景设置为 0-1 虚拟变量，即总经理和董事长中若存在政治背景则取值 1，否则取值为 0。回归的结果如表 4.1 所示，在控制了行业和年份的固定效应后，预测准确度 ($t=-0.001$, $p<0.01$)、预测分歧度 ($t=-0.001$, $p<0.01$)、分析师追踪人数 ($t=0.067$, $p<0.001$) 与高管政治背景之间的关系仍然显著，即高管政治关联会增加分析师盈利预测的准确度和追踪人数，降低盈利预测的分歧度，这与前述的结果分析相一致，进一步验证了假设 1b。

表 5.1 更换政治背景定义后的回归分析

VARIABLES	(1) Accuracy	(2) Dispersion	(3) Follow
PC	-0.001*** (-3.06)	-0.001*** (-3.08)	0.067*** (3.02)
Size	0.002*** (6.96)	0.002*** (19.41)	0.282*** (24.33)
Lev	0.015*** (9.33)	0.005*** (8.22)	-0.131* (-1.73)
Roa	-0.047*** (-9.44)	0.013*** (6.96)	4.795*** (20.30)
Loss	-0.005*** (-3.11)	-0.000 (-0.43)	0.325*** (3.93)
First	-0.000*** (-4.87)	-0.000 (-1.14)	0.001 (1.44)
State	-0.003*** (-5.95)	-0.001*** (-6.61)	-0.259*** (-9.68)
Dual	0.000 (0.01)	-0.000 (-0.14)	0.009 (0.36)
Constant	-0.009* (-1.67)	-0.027*** (-14.02)	-4.525*** (-17.96)
Year/Industry	Yes	Yes	Yes
Observations	12,277	12,277	12,277
Adj-R ²	0.0740	0.0939	0.101
F	29.04	37.33	40.31

注：括号内为 T 值，*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著

5.2 倾向得分匹配法

高管的政治背景可能受到政府干预程度、法治水平、人均 GDP、市场化程度等外在因素的影响，为了解决可能存在的内生性问题，使用 PSM 来检验自变量的内生性。使用有政治背景的企业样本作为处理组去匹配没有政治背景的企业样本（对照组），构建 Logistic 模型去计算倾向得分，然后使用配对后的样本重新进行检验。使用最近邻匹配法检验政治背景对分析师盈利预测的平均效应。如表 5.2 所示，预测准确度的 ATT 估计值为-0.00086，在 5%水平上显著（ $t=-2.01$ ）；预测分歧度的 ATT 值不显著，但是与前述回归分析中政治背景与预测分歧度的关系方向相一致；分析师追踪人数的 ATT 值为 0.077，在 1%水平上显著（ $t=3.52$ ）。基本说明可以说明高管政治背景与分析师盈利预测之间的关系是稳健和可靠的。

表 5.2 政治关联对分析师盈利预测的影响评估

	处理组	对照组	ATT	T 值
Accuracy	0.00148	0.0157	-0.00086	-2.01**
Dispersion	0.0073	0.0075	-0.00016	-0.96
Follow	1.55	1.47	0.077	3.52***

注：括号内为 T 值，*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著

以高管政治背景和预测准确度为例，进一步进行平衡性检验，结果如表 5.3 所示。匹配后的所有变量标准化偏差都小于 10%，且所有 t 检验的结果不拒绝处理组与对照组无系统差异的原假设，除第一大股东持股比例（First）外，其他变量在匹配后在匹配后均有所降低，由此说明匹配效果较好。受制于篇幅，关于预测分歧度和分析师追踪人数的平衡性检验不再赘述，结果和前述相同，因此我们的回归结果并未受到内生性的显著影响。

表 5.3 关键变量的平衡性检验

Variable	Unmatched Matched	Mean		%reduct		t-test	
		Treated	Control	%bias	bias	t	p>t
Size	U	22.366	22.340	2		1.2	0.232
	M	22.366	22.360	0.5	77	0.24	0.810
Lev	U	0.416	0.416	-0.2		-0.1	0.924
	M	0.416	0.415	0.6	-258.5	0.3	0.762
Roa	U	0.061	0.059	3.4		2.08	0.037
	M	0.061	0.061	-0.2	93.2	-0.13	0.900
Loss	U	0.027	0.031	-1.9		-1.17	0.242
	M	0.027	0.030	-1.5	21	-0.83	0.409
First	U	35.323	35.435	-0.7		-0.46	0.648
	M	35.320	34.898	2.8	-275.4	1.51	0.131

表 5.3 关键变量的平衡性检验

Variable	Unmatched		Mean		%reduct		t-test	
	Matched	Treated	Control	%bias	bias	t	p>t	
Dual	U	0.236	0.282	-10.4		-6.27	0.000	
	M	0.236	0.243	-1.5	86	-0.8	0.425	
State	U	0.352	0.387	-7.1		-4.32	0.000	
	M	0.352	0.343	1.9	72.7	1.05	0.292	

5.3 不考虑模型的滞后效应

不考虑滞后效应，使用当年的高管政治背景数据去匹配当年分析师盈利预测的数据，并进行回归。表 5.4 的结果表明高管政治背景显著增加分析师盈利预测的准确度、降低分歧度，增加分析师追踪人数，本文的研究结论再次得到验证。

表 5.4 不考虑滞后效应的回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	Accuracy	Dispersion	Follow
PC Level	-0.0003314*** (-3.35)	-0.0001459*** (-3.28)	0.026*** (4.67)
Constant	-0.007* (-1.76)	-0.030*** (-17.97)	-4.924*** (-23.30)
Controls	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes
Observations	16,188	16,188	16,188
Adj-R ²	0.339	0.0895	0.121
F	231.3	45.17	62.65

注：括号内为 T 值，*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著

5.4 更换中介变量

参考 Ball and Shiwakumar(2005)的非线性应计模型，计算操控性应计利润。其中， $ACC_{i,t}$ 表示当年的营业利润减去经营活动现金流净额， $CFO_{i,t}$ 表示当年经营活动现金流量净额， $DCFO_{i,t}$ 表示 $CFO_{i,t}$ 减去 $CFO_{i,t-1}$ 的值 < 0 时取值为 1，否则取值为 0。 ε 表示回归残差的绝对值即表示操纵性应计利润，绝对值越大企业的盈余管理空间越大，盈余质量越差。计算模型如下：

$$ACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 DCFO_{i,t} + \beta_5 DCFO_{i,t} * CFO_{i,t} + \varepsilon \quad (11)$$

表 5.5 是更换中介变量定义后盈余质量的中介效应的回归结果。列 (1) 高管政治背景与操纵性应计利润的系数为 -0.00003384，在 10% 水平上显著，说明企业的政治背景越强，进行盈余管理的空间越小，盈余质量也就越好。列 (2) - (4) 验证中介变量与因变量之间

的关系，操纵性应计利润与预测准确度的系数为 0.037，在 1%水平上显著；与预测分歧度的系数为 0.016，在 1%水平上显著；与追踪人数之间没有显著关系。说明企业的盈余质量越好，分析师预测得越准确，不同分析师之间的分歧也会显著降低。列（5）-（7）验证盈余质量的中介效应，盈余质量在高管政治背景与分析师预测准确度（ $t=6.04$ ， $p<0.01$ ）和预测分歧度（ $t=6.52$ ， $p<0.01$ ）的关系中起到了部分中介作用，对于分析师追踪人数没有起到中介作用。基本可以证明假设 2 的结果是稳健的。

表 5.5 更换中介变量定义后的中介效应检验

VARIABLES	(1) DA2	(2) Accuracy	(3) Dispersion	(4) Follow	(5) Accuracy	(6) Dispersion	(7) Follow
PC Level	-0.00003384* (-1.81)				-0.0004353*** (-3.32)	-0.0001746*** (-3.31)	0.027*** (3.88)
DA2		0.037*** (6.10)	0.016*** (6.58)	0.363 (1.14)	0.037*** (6.04)	0.016*** (6.52)	0.386 (1.21)
Constant	0.075*** (10.81)	-0.009* (-1.78)	-0.028*** (-13.76)	-4.731*** (-17.84)	-0.010* (-1.95)	-0.028*** (-13.92)	-4.677*** (-17.63)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	14,800	11,101	11,101	11,101	11,101	11,101	11,101
Adj-R ²	0.117	0.0734	0.0959	0.104	0.0742	0.0967	0.105
F	55.53	26.10	34.64	37.91	25.71	34.01	37.32

注：括号内为 T 值，*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著

第六章 结论与展望

6.1 研究结论

政治关联的现象在中国的上市公司非常普遍，本研究以 2010-2019 年期间沪深 A 股上市公司为样本，探究高管政治背景与证券分析师盈利预测之间的关系，并从盈余质量的角度探讨了政治关联和分析师盈利预测之间的中介效应，验证了本研究的假设，并得到了一些有价值的结论。

第一，高管政治背景会增加分析师盈利预测的准确度，降低不同分析师预测的偏差，同时也会吸引更多的分析师追踪。这与 Chen 等（2010）得出的结论相反，这或许是由于我国制度与西方制度存在根本上的差异。该结果表明政治关联作为一种非正式制度，可以弥补我国现下转型时期正式制度不健全带来的困境，提高资本市场的资源配置效率，也从另一个角度解释了中国特色的制度在“经济奇迹”中扮演的重要角色。

第二，探究了高管政治背景与分析师盈利预测之间的作用机制。分析师影响企业盈余质量的行为，是影响分析师盈利预测的路径之一。一方面政治关联使得企业融资成本下降，企业从政府获得的稀缺资源会增大企业的价值，降低企业对外部融资的需求，企业为获取债务融资而粉饰财务报表的动机降低。另一方面，企业为使政治关联获得的收益能够持续，降低被监管部门处罚的可能性，会加强内部控制来约束盈余管理行为，更加诚实地履行对外信息披露义务。企业的盈余质量会增加，这更有助于提高分析师盈利预测的准确性，降低分歧度，吸引更多的分析师（团队）追踪。

第三，研究发现在其他条件相同的情况下，高的市场化条件会对政治背景影响分析师盈利预测产生更积极的作用。相较于市场化水平低的地区，高市场化水平下政治背景会提高准确度、降低分歧度、分析师追踪人数也会显著增加，而低的市场化水平政治背景会使分析师行为发生偏差。

6.2 政策建议

6.2.1 分析师应提高对非财务信息的关注

研究发现企业高管的政治背景会对分析师的盈利预测产生正向作用，因此分析师在进行盈利预测时，关注的焦点不应该仅仅局限在财务信息，像高管政治背景这样的非财务信息同样不可忽视，而且要谨慎判断非财务信息影响盈利预测的方向，以此不断提高自身的预测能力和报告的预测质量，发挥好资本市场中的信息中介作用，让经济资源得到更合理

的配置，让资本市场实现合规和效率的发展。

6.2.2 非正式制度可以作为正式制度的替代，但是监管必不可少

本文的研究结果表明，相较于没有政治背景的公司，有政治背景的公司分析师盈利预测的准确度更高，分歧度更低，而且分析师追踪人数也更多。说明政治关联可以作为正式制度的替代，在一定程度上可以提高资本市场的资源配置效率，帮助政府部门和监管机构实现下相应的经济目标。但是，在具体实施的过程中，很容易滋生腐败等行为，官商勾结、企业违规的风险增加。纪检部门应该对政治关联现象加强监管，将权利关进制度的笼子里，让政治关联实现企业业绩和宏观经济的双赢发展，将腐败扼杀在摇篮中。

6.2.3 进一步加强市场化建设

虽然像政治背景这样的非正式制度可以作为正式制度不健全时的替代，但会导致更高的道德风险。我国仍然应该进一步加强市场化建设，完善相关的金融和法律制度，更多地采用市场化原则去配置资源而不是通过政府调控手段，弱化政府“有形之手”的作用，才能实现经济的长期稳定发展。

6.3 不足与展望

由于目前从政治关联角度去研究分析师盈利预测的尝试较少，本研究势必存在一些不足，针对这些不足，提出了对未来研究的展望。

第一，样本虽然选取了 2010-2019 期间十年的样本，时间跨度较大，但是政治关联对于企业的影响是长期的，并存在一定的滞后性。在未来的研究中，可以进一步扩大样本时间跨度，增强研究成果的外推性与普适性。

第二，政治背景的度量虽然参考了很多权威文献，设置为分类变量，但是目前学界中有较为成熟的政治关联指数模型测量方法。此外，政治背景有显性和隐性之分，显性政治背景可以有效衡量，而隐形的政治关系无法考察，这会在一定程度上影响本文结论的可靠性。在未来的研究中，可以设计更加完善的政治关联测量模型，准确度量企业与政府之间的政治关联。

第三，本研究着重探讨了政治背景对企业与分析师的影响关系，没有研究由此产生的经济后果，这对预测报告使用者投资者产生怎么的影响？在未来的研究中，可以继续深化高管政治背景的经济后果，探究政商关系影响分析师预测的现象将如何影响投资者的决策。

参考文献

- [1] Faccio M . Politically Connected Firms[J]. American Economic Review, 2006, 96(1):369-386.
- [2] 周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J].经济研究,2007(07):36-50.
- [3] Allen F , Qian J , Qian M . Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. Soc-ial Science E lectronic Publishing.
- [4] Li G , Zhou H . Political connections and access to IPO markets in China[J]. China Economic R eview, 2015, 33:76-93.
- [5] Fisman, Raymond. Estimating the Value of Political Connections.[J]. American Econ-omic Review, 2001.
- [6] Chen, C. , Li, Z., Su, X. Rent Seeking Incentives, Political Connections and Orgn-izational Str ucture: Empirical Evidence from Listed Family Firms in China[R]. Working paper, 2005.
- [7] 田志龙,陈丽玲,李连翔,何金花.中国情境下的政商关系管理:文献评述、研究框架与未来研究方向[J].管理学报,2020,17(10):1564-1580.
- [8] 罗党论,黄琮宇.民营企业的政治关系与企业价值[J].管理科学, 2008,21 (06) : 21-28.
- [9] 吴文锋,吴冲锋,芮萌.中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J].管理世界,2009(03):134-142.
- [10] 张雯,张胜,李百兴.政治关联、企业并购特征与并购绩效[J].南开管理评论,2013,16(02):64-74.
- [11] 黄琮宇,程敏英,黎文靖,魏明海.上市方式、政治支持与盈余质量——来自中国家族企业的证据[J].会计研究,2014(07):43-49+96.
- [12] 张志平,方红星.政府控制、政治关联与企业信息披露——以内部控制鉴证报告披露为例[J].经济管理, 2013,35(02):105-114.
- [13] 逯东,王运陈,王春国,杨丹.政治关联与民营上市公司的内部控制执行[J].中国工业经济,2013(11):96-108.
- [14] 罗进辉,罗劲博,王笑竹.政治联系与股价崩盘风险[J].当代会计评论,2014,7(02):116-140.
- [15] 吴东辉,薛祖云.财务分析师盈利预测的投资价值:来自深沪 A 股市场的证据[J]. 会计研究, 2005, 000(008):37-43.
- [16] butler K C, Lang L H P. The Forecast Accuracy of Individual Analysts: Evidence of Systematic Optimism and Pessimism [J] . Journal of Accounting Research, 1991,29(1):150-156.
- [17] Dov, Fried, and, et al. Financial Analysts' Forecasts of Earnings: A Better Surrogate for Market Expectations[J]. Journal of Accounting & Economics, 1982.
- [18] 李丹,贾宁.盈余质量、制度环境与分析师预测[J]. 中国会计评论, 2009, 007(004):351-370.
- [19] 贾琬娇,洪剑峭,徐媛媛.我国证券分析师实地调研有价值吗?——基于盈余预测准确性的一项实证研究[J].投资研究,2015,34(04):96-113.
- [20] 刘永泽,高嵩.信息披露质量、分析师行业专长与预测准确性——来自我国深市 A 股的经验证据[J].会计研究,2014(12):60-65+96.
- [21] 李茹.地方政府官员变更对证券分析师盈利预测的影响分析[D].厦门大学,2018.
- [22] CHEN C J P, DING Y, KIM C. High- level Politically Connected Firms, Corruption, and Anal yst Forecast Accuracy around the World [J] .Journal of International Business S-tudies, 2010, 41(9):1505-1524.
- [23] 官峰,王俊杰,章贵桥.政商关系、分析师预测与股价同步性——基于腐败官员落马的准自然实验[J].

财经研究,2018,44(07):114-125.

[24] 胡旭阳.民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例[J]. 管理世界, 2006(05):107-113.

[25] Eames M J , Glover S M . Earnings Predictability and the Direction of Analysts' Earnings Forecast Errors[J]. Accounting Review, 2003, 78(3):707-724.

[26] Joseph, P. H , Fan, et al. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007.

[27] Boubakri N , Cosset J C , Saffar W .Political Connections of Newly Privatized Firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2008, 14(5):654-673.

[28] 余明桂, 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界, 2008(08):9-21.

[29] 邓新明. 我国民营企业政治关联、多元化战略与公司绩效[J]. 南开管理评论, 2011, 014(004):4-15, 68.

[30] 胡永平, 张宗益. 高管的政治关联与公司绩效:基于国有电力生产上市公司的经验研究[J]. 中国软科学, 2009(06):128-137.

[31] 贾明,张喆.高管的政治关联影响公司慈善行为吗?[J]. 管理世界, 2010, 000(004):99-113.

[32] 黄梅,夏新平.操纵性应计利润模型检测盈余管理能力的实证分析[J]. 南开管理评论, 2009, 012(005):136-143.

[33] 沈红波,杨玉龙,潘飞.民营上市公司的政治关联、证券违规与盈余质量[J]. 金融研究(1):194-206.

[34] 薛雨佳.董事海外背景与分析师盈利预测——基于企业绩效与信息质量的中介效应[J]. 北京工商大学学报:社会科学版, 2020(5):83-94.

致 谢

曾经觉得四年是一段漫长的时间，转眼间，却到了该说分别的时候了，心中不免感慨良多。细细回忆，四年之中，收获大于遗憾，喜悦多于伤感。在此论文完成之际，向在求学过程中给予我帮助和鼓励的老师、亲人、朋友和同学表示深深的感谢。

首先深深感谢我的指导老师罗劲博教授！从选题、确定研究框架到数据分析、论文撰写都给予了我很多指导，没有老师的帮助，我不可能顺利完成毕业论文的写作。感谢老师引领我走进学术研究的殿堂，初窥学术研究之美，并在实证研究过程中夯实理论基础和学习数据分析技能，这将是未来求学生涯中的一笔宝贵财富。

衷心感谢我的班主任洪兆富教授。虽然未曾有幸听过您讲课，但我始终不忘您在我整个学业过程中对我的帮助，指引我未来前进的方向，在我犹豫不决之时给予我的建设性建议，在我左右为难之际解决我的后顾之忧，在此对洪老师致以最真挚的感谢！

感谢管理学院会计系的所有任课老师，你们的谆谆教诲不仅使我掌握了扎实的专业知识，而且使我的人生观和价值观受到了良好的引导，这些也将一直激励着我在人生的道路上不断前行，勇攀高峰。

感谢我的父母，他们在任何时候都永远支持和陪伴我，自己默默承受来自生活的重担；感谢我的哥哥，时常倾听我大学生活的苦闷与烦恼，给予我欢笑与力量，企盼你能早日康复、恢复如初，和我一起爱笑爱闹爱自由；感谢我的男朋友，有了你，这四年更加丰富多彩！

最后，感谢母校的栽培之恩，感谢我们的双向选择。正如严纯华校长所说的那样：“世间的大学千所万所，能够接纳你的那一所就是你最好的大学。”祝福母校越来越好！

毕业论文（设计）成绩表

导师评语

论文选题新颖，立足于中国独特的制度背景，实证分析了高管的政治背景对分析师盈利预测的影响，具有很强的应用价值。论文结构完整、思路清晰、观点准确，论据充分，对解释中国的经济发展具有一定的学理支撑作用，直观的数据分析为资本市场改革提供了新的思路与方向，但理论分析不够深入，稳健性检验略有欠缺。总体来说是一篇合格的毕业论文。

建议成绩

中

指导教师（签字）

李功华

答辩委员会意见

答辩委员会负责人（签字）

成绩

学院（盖章）

年 月 日