

政治关联、寻租环境与民营企业融资约束

李莉¹, 薛冬辉²

(1. 南开大学 商学院财务管理系, 天津; 2. 南开大学 商学院财务管理系, 天津)

摘要: FHP 从信息不对称角度解释了融资约束的存在, 但在如我国这样非市场化资源配置环境中, 政治关联是通过降低企业与金融机构间的信息不对称程度还是通过企业和政府官员间的寻租机制影响民营企业所受融资约束仍有待考察。本文首次从寻租视角, 以构建博弈模型的方式, 研究政治关联影响融资约束的机制, 并创造性地设计实证方法以在管制行业内经营的民营企业为样本对理论推导结果加以检验。本文认为在我国政治关联主要通过寻租机制降低民营企业的融资约束程度, 且在非市场化资源配置地区, 在管制行业内经营的民营企业无论是否政治关联都可以因使用寻租手段而不受融资约束; 在市场化资源配置地区, 政治关联因可降低寻租成本而使民营企业不受融资约束。

关键词: 政治关联、寻租环境、融资约束、民营企业

中图分类号: F

文献标识码: A

1. 绪论

民营企业已成为推动我国经济发展的重要力量, 当前其经济总量已占到我国 GDP 的 65% 以上, 且占年度经济增量的 70-80%, 而且民营企业解决我国 70% 以上人口的就业问题, 为政府提供 50% 以上的所得税收入。然而我国的民营企业却未能得到与其地位相一致的制度支持, 特别是在融资方面, 民营企业很难如国有企业一样获得充裕的资金支持。这既有民营企业自身的原因, 如财务信息不准确、抗风险能力差、缺少抵押物、公司治理机制不健全、代理问题严重等。但也存在制度性的原因, 如我国的银行体系受控于政府, 且受到“父爱主义”的影响, 银行会优先为国有企业提供信贷支持, 民营企业往往只能少量剩余部分。虽然中小企业^[1]融资难问题在世界范围内普遍存在, 但在发达国家中, 中小企业融资难主要是民营企业自身特点和市场规则自然发展的结果, 且各国政府一般会通过政策调节这种市场配置资源时发生的“失灵”现象, 为中小企业融资提供支持。但我国政府恰恰相反, 虽然也颁布相关

¹ 由于与国有企业相比, 我国民营企业的规模普遍较小, 因此我国的民营企业融资难问题可以类比西方国家的中小企业融资难。

政策法规支持民营企业融资，但其支持范围十分有限，多数民营企业仍难逃融资困难的束。

然而在我国民营企业普遍遇到融资困难制约的背景下，有些企业却能及时获得其生存发展所需的资金，如胡旭阳（2006）发现民营企业家的政治身份有利于企业涉足金融业；罗党伦、甄丽明（2008）发现在我国有政治关系的民营企业受到的融资约束较少。且这种现象不只在我国存在，国外学者的相关研究为其提供了深厚的理论基础，早在1994年 Shleifer, Vishny（1994）就发现在转型经济国家，政府的权力可能凌驾于法律之上，并在此基础上提出了帮助之手（The helping hand）和掠夺之手（The grabbing hand）的概念，且 Faccio（2002、2006、2007）的跨国研究将学界对政治关联问题的研究推向高潮。我国学者在研究企业政治关联对融资约束的影响时往往以银企关系为视角进行分析，认为民营企业融资难的原因在于信息不对称，而政治关联使民营企业有可能以政府为中介，降低与银行间的信息不对称程度，从而更容易获得外部融资支持。但国外学者的研究却从寻租视角出发，认为在如我国一样的转型经济中，银行等金融系统受政府控制，且由于政府和民营企业间可能存在寻租关系从而带来融资便利（Fisman, 2001 等），甚至有学者将矛头直指腐败（Fan, 2007）。那么在我国政治关联对民营企业融资约束的影响机制是加强了信息沟通效率还是寻租呢？如果是因为加强信息沟通的效率，则政治关联可能成为缓解民营企业融资约束，提高社会资源配置效率的有效手段；而如果是寻租，则可能损害我国整体经济发展效率，甚至可能滋生腐败。

随着我国民营企业经济地位的提高，当前政府不仅使用行政手段调节民营企业的经营领域，而是以经济手段为主，对进入各类行业的标准进行区分，从而有效调节民营企业 and 国有企业各自的经营范围：一般来说政府会鼓励民营企业进入信息技术产业、制药业、农业、流通业等虽具有较大发展潜力，但却不会关系到国计民生的产业；而国有企业则主要进入采矿业，煤、水、电等城市基础设施供应业，运输设施建设业等对国民生活影响大，且具有自然垄断特征的行业。财政、货币政策是政府常用的经济调节工具，一般来说，政府会对在其鼓励进入行业内经营的民营企业给予融资支持，促进其发展；同时会对在其管制行业内的民营企业的融资加以限制，迫使其转型进入政府鼓励的行业领域之中，我国2009年以来进行的产业结构调整就是上述过程的真实写照。

如果按照上文的逻辑，在管制行业内经营的民营企业无论其是否政治关联将因政策影响而无一例外地受到融资约束，因为即便政治关联可以降低银行和民营企业间的信息不对称，政府官员也应按照政策规定，告诫银行和民营企业如其主营业务不转变，获得贷款将变得十分困难等相关信息。但如果政治关联带来的是寻租成本降低，则就是另一故事了，这些在管制行业内经营的民营企业，可以以更低的寻租成本诱使政府官员“搞定”银行，从而在较低的融资约束下继续扩大其在管制行业内的投资规模，并给中央政府的产业结构政策推行制造障碍。

那么现实情况如何呢？本文以在管制行业内经营的民营企业为样本进行研究，发现非政治关联样本企业受到融资约束；在市场化资源配置地区的样本企业受到融资约束。且在对政治关联和资源配置方式的双重影响进行分析时，本文发现非政治关联的样本企业受到融资约束，其它样本企业所受融资约束不显著。

本文在对相关理论进行综述后；对我国民营企业政治关联的形成机制，及政府官员能给政治关联企业提供的益处进行分析；此后，构建政府官员与民营企业间的寻租关系模型，并通过模型推演得出在寻租视角下，政治关联减轻民营企业所受融资约束的内在机理；而后利用实证研究方法以我国管制行业内的民营企业为样本，分析政治关联对融资约束的影响；最后得出结论。

2. 相关理论综述

2.1 政治关联相关研究

学界对政企关系的研究由来已久，早在 1994 年 Shleifer, Vishny (1994) 就发现在转型经济国家，政府的权力可能凌驾于法律之上，对企业来说如果通过寻租手段获取资源的边际成本低于通过经济手段获取同样资源的边际成本，企业就会求助于寻租。其后，Fyre, Shleifer (1997) 提出了政府对于企业来说所扮演的扶助之手 (the helping hand) 和掠夺之手 (the grabbing hand) 角色：认为如果一国政府权利凌驾于法律之上，并对企业予以帮助的话，政府就相当于扮演了扶助之手的角色；而如果政府掠夺企业资源的话，政府就相当于扮演了掠夺之手的角色。Fisman (2001) 发现在印度尼西亚，与总统家族有关联的企业可以获得税收优惠、信贷支持等好处，而总统的突然病逝会给关联企业经营带来影响。Faccio (2002、2006、2007) 对 47 个国家 20202 个企业进行了跨国研究，发现政治关联在世界范围内是普遍存在的，且政治关联企业普遍可以以更低的成本获得外部融资。Marianne Rertrand, Francis Kramarz, Antoinette Schoar David Thesmar (2004) 对法国公司政治关联的研究发现，法国公司的 CEO 可能通过同学，同事与政要产生联系，这种联系对 CEO 决策和企业业绩会产生一定影响，且他们认为这种影响是负面的。与其它研究不同的是，该文的视角并不局限于政治关联对企业业绩的影响，他们认为政府官员可能从这种联系中获利，在竞选时期，公司的 CEO 可能会通过增加雇工的方式支持政党参与竞选，使政要获得政治利益。Asim, Atif (2004) 发现在巴基斯坦政治关联越紧密的公司越容易从国有银行获得贷款，并且这些政治关联紧密的公司容易获得预算软约束 (Softened Budget Constraints) 的优势，但它们的贷款违约率也越高。Eitan Goldman, Jörg Rocholl, Jongil So (2006) 在对美国的

研究中发现,政治关联问题不仅发生在转型经济中,美国公司也存在着显著的政治关联问题,当美国民主党和共和党政权更替的时候,与不同党派联系紧密的公司其业绩会受到影响。Tomas, Voth (2008)对德国公司的政治关联进行研究,认为对特殊政治时期的研究更能揭示政治关联与公司业绩间存在的潜在关系,他们研究了在纳粹德国这一特殊时期,德国公司与希特勒纳粹德国间的政治关联与其公司业绩之间的关系等等。

香港学者范博红等(2006、2007)最先对我国民营企业的政治关联问题进行研究,发现在我国与政府高官联系越紧密的企业越容易获得银行贷款,且企业价值更高,但如果高官“落马”,这些企业的股价会受到显著的负面影响,且发展 CEO 的政治关系对企业 IPO 后的业绩变化产生影响,CEO 具有政治关系的民营企业 IPO 后业绩更好。胡旭阳(2006)发现民营企业家的政治身份有利于企业涉足金融业;罗党伦、甄丽明(2008)发现在我国有政治关系的民营企业受到的融资约束较少。冯天丽、井润田、王国锋(2008)对企业政治资本与企业借贷能力间的关系进行分析,发现在我国政治资本越多的企业,借贷能力越强。余明桂、潘红波(2008)发现我国民营企业的总经理或董事长如果曾任政府官员,企业更容易获得长期贷款,且在制度越不健全的地区,这种影响越明显。然而除范博红外上述我国学者理论研究均认为政治关联之所以会给民营企业带来好处,是因为具有政治关联的民营企业,在政府官员的努力协调下,企业与银行间的信息不对称程度,从而降低了民营企业所受的融资约束。但范博红(2006),余明桂、回雅甫、潘红波(2010)却认为政治关联在我国会给政府官员设租和民营企业寻租带来便利,但这两篇文章均未对政治关联导致寻租的理论机理进行分析,且其并未将管制壁垒因素引入实证设计,因此政治关联通过寻租机制影响民营企业融资能力的内在机理仍需进一步考察。

3. 行业管制相关研究

政府的行业管制是行业进入壁垒的一种表现形式。在进入壁垒研究方面,新古典微观经济学理论认为“进入是一种市场限制力、是一种使产业形成竞争性市场结果的纠错机制”。从这个意义上讲,市场进入本质上是对市场超额利润的平滑。然而市场却无法达到古典经济学所推崇的那种“均衡”,在现实生活中可能存在着市场进入的障碍。最早对进入壁垒进行研究的学者是 Bain (1956, 1968),以他为代表的哈佛学派认为,市场进入障碍是“行业内的现有企业相对于进入企业而言具有的某种优势,这种优势反映了再为企业能够持续把价格提高到竞争水平之上而不会导致新企业进入的一种程度”。Gilbert (1994)形象地称 Bain 所提出的进入障碍为“在位者租金”,在位者租金的高低决定着产业超额利润的大小。然而, Bain 等的观点是基于完全市场化环境得出的,市场进入壁垒可分为市场性(结构性)壁垒、策略性(行为性)壁垒和管制性壁垒三类(杨惠馨、郑军,2006)。以 Stigler(1971)和 Demsetz 为代表的芝加哥学派认为管制性壁垒是三类壁垒中最重要的一类(Demsetz, 1982)。特别是在如中国一样的转型经济国家,管制性壁垒的影响尤为突出。当前,我国民营企业并不是完全

不可能进入管制性行业，只是相关行业政策对管制性行业的进入标准作出了近乎“苛刻”的规定，致使民营企业一般很难达到进入管制行业的标准。同时，政府也可以通过行业管制，有效配置社会资本在各行业中的配置结构，以使我国的产业向高级化、合理化方向发展。

4. 融资约束相关理论

在完美市场中，企业可以自由获取其生存发展所需要的资金，企业内部资金与外部资金间是没有差异的。然而，现实中市场并不会是完美的，Jensen 和 Meckling（1976）系统刻画了代理问题，Meyers 和 Majluf（1984）提出了信息不对称理论，在存在代理成本和信息不对称的情况下，企业在进行外源融资是因存在信息不对称，投资者会要求更高的收益率，进而会导致逆向选择，形成“柠檬市场”从而导致企业难以合理的成本获得资金支持。Fazzari Hubbard and Peterson（1988，简称 FHP）最先针对融资约束问题进行了实证研究，发现在受到融资约束的公司中，企业内部资金会对企业的投资行为产生显著影响；而在融资不受约束的企业，内部资金并不会约束企业的投资行为。Kaplan 和 Zingales（1997，简称 KZ）对无法充分解释 FHP 模型隐含的投资现金流敏感度随着融资约束程度增长这种单调关系的理论原因作出解释。Rajan and Zingales（1998）基于跨国数据研究了金融发展对一国一类外部融资行业成长性的硬性，结果发现在金融市场比较发达、规模较大的国家，哪些依赖外部融资的行业会有更好的成长性，者说明融资便利是企业快速成长的重要条件。

我国学者也对融资约束问题进行了深入研究，刘彪、王东京（1992）较早研究了我国的信贷约束软化问题，发现即便国有企业的资金来源已完成了从财政拨款到银行贷款的转变，但由于政府、银行、国有企业间的利益趋向一致，造成国有企业信贷约束软化的客观现实。张纯、吕伟（2007）从机构投资者进入视角，对终极产权与融资约束间的关系问题进行深入研究，发现由于机构投资者的介入有助于降低信息不透明程度，其对降低我国民营企业所受融资约束程度产生显著影响。李斌、江伟（2006）研究金融发展对融资约束的影响，发现金融发展有助于降低企业的融资约束，金融发展追捧较高的地区企业融资更为便利，受到的融资约束较少，从而企业发展的速度也较快。沈红波、寇宏、张川（2010）除发现我国金融发展程度高的地区企业所受融资约束较低，民营企业受到的融资约束较高外，还发现金融发展水平越低的地区，企业所受融资约束的缓解速度越快。

在将融资约束与政治关联联合起来考虑方面，罗党论、甄丽明（2008）发现民营企业的政治关联具有降低其所受融资约束的作用，具有政治关联的民营企业所受的融资约束较小，且越是在生产不发达的地区，政治关联民营企业所受融资约束程度越低。然而，其研究是从信息不对称视角进行，其理论依据在于因政府的介入可以大大降低银行和民营企业间的信息不对称程度，从而降低民营企业所受到的融资约束。可真的是这样吗，在政治关联的作用下，

民营企业和政府间是否会形成寻租关系,从而在政府的帮助下,可以像某些国有企业一样“无限制^[2]”地获取资金支持。为验证这一问题,本文设计特定的情境,进一步探究具有政治关联的民营企业,在我国获取融资支持的真正路径。

3. 制度背景分析

3.1 民营企业政治关联的获取路径分析

正如张耀伟(2006)所述,我国民营企业的发展历程可以看作是政府对民营企业管制逐步放松的过程。建国以后,我国政府对民营经济进行了历史上最严格的管制,实行“消灭”民营经济的政治制度,民营企业主不可能具有政治关联。改革开放初期,发展非公有制经济的目的是搞活经济促进就业,当时非公有制经济的从业人员多是无业人员和手工业者,这些人长期处于社会底层,很难具有一定的政治关联。此后,非公有制经济的发展重点转移到了农村,为了充分吸收生产力提升解放出来的农村剩余人口,乡镇企业成了当年非公有制经济的发展主力。这些乡镇企业一部分是私营的,另一部分是所谓的“红帽子企业”,此类企业多出现于江浙一带,其实体是当地村民兴办的企业,但却在乡镇政府挂靠,以集体企业的形式注册,目的是绕过当时对民营经济的限制政策。这部分企业中的佼佼者不断发展壮大,由于其具有“红帽子”特征,形成了一部分具有政治关联的企业,但数量较少,且往往规模不大。

具有政治关联民营企业队伍的形成是在90年代中期和2000年之后,这两个阶段又有各自的特点:90年代中期,下海经商的官员中出现了一批佼佼者,并形成一大批产权清晰、权责明确、管理科学民营企业,但有趣的是这些企业却未必是“政企分开”的,原因很简单,因为创业者手中的政治权力能给他们的企业经营带来巨大的政治便利。2000年之后,民营企业主参政、入党又成了民营企业政治关联发展的主要形式,由于政治关联能给民营企业带来显而易见的好处,企业主参政的积极性十分高,一旦政策放开了对民营企业的管制,企业主就积极向政府考虑,一时间“资本家入党”等成了社会的热门词汇。

由此看来我国具有政治关联的民营企业主要出现在90年代和2000年前后:其中一部分是具有先天政治联系的民营企业,其大多由下海经商的政府官员创办,此类企业在投融资过程中自然可以得到创业者诸多“老关系”的帮助,并获得成长便利;还有一部分民营企业,虽然创办人并非政府官员,但民营企业家为获得政治关联的好处而变得“思想觉悟很高”,

² 虽然具有政治关联的民营企业不可能真正无限制地获取资金支持,但其获取资金的能力可能会因寻租大幅提升。

积极参政议政，其中的佼佼者成为人大代表、政协委员，从而有渠道将其诉求直接传达给政府部门。

3.2 政府影响民营企业经营的主要权力

那么我们不禁要问，政府手中究竟掌握了怎样的核心资源，致使我国的民营企业如此积极地参政、议政呢？这些权利又会对民营企业的绩效产生怎样的影响呢？本文认为至少我国政府掌握着如下两种核心权力。

首先是项目审批权，在大中规模项目上马决策方面，我国企业是没有完全自主权的，政府通过各种审批手续，控制着大中规模项目的投资方向。例如在汽车行业，民营企业生产汽车需要办理销售许可手续，而当年吉利汽车在没能办完手续的情况下，私自生产汽车属于违章生产，即便造出汽车也无法销售。再如，房地产行业，企业在售房前需要办理《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》、《建筑工程施工许可证》、《国有土地使用证》和《商品房预售许可证》，五证齐全才可预售。由此可见，在我国政府的项目审批权对民营企业来说至关重要。

再有是对企业融资的干预权。企业的发展离不开融资，企业的投资项目需要大量资金支持，而我国民营企业的融资渠道被牢牢掌控在政府手中。我国的商业银行与西方国家的商业银行并不完全相同，无论国有银行还是股份制银行，政府都会在其中占有相当比例的股份，此外，我国的银行几乎不会面临破产的威胁，即便银行破产，普通储户也不会受到损失，中央银行会全额赔付储户的存款。这在提高我国银行安全性的同时，也使银行不得不经常与政府打交道。进而导致我国银行成了一个“很听政府话的机构”，从而使政府对企业的信贷融资产生间接影响。而对缺少发展资金的民营企业来说，政府的态度往往决定着企业是否能够继续生存和发展。

4. 数学建模与推演

由此看来，我国民营企业在投资的项目选择和融资能力方面都受制于政府，因此与政府的关系对民营企业来说，政企关系十分重要，民营企业发展的过程中少不了对政府的“公关”，正如张建军、张志学（2005）所说，虽然在我国不同民营企业可能会采取不同的政治战略，但其难免要与政府打交道。民营企业是通过合法途径与政府打交道，并尽可能争取自身利益无可厚非，但如果民营企业仅与政府中的“某些官员”打交道，并形成寻租机制，通过不公

平的竞争手段获利，则可能对我国经济的整体发展不利。

罗党论、甄丽明（2008）已从信息不对称视角就政治关联对民营企业融资约束影响问题进行数学建模和推导，认为政治关联可以给民营企业带来更好的声誉，虽然银行仍无法观测到民营企业的信息，但银行认为政治关联可以给企业带来诸如审批便利、税收优惠、补贴支持等好处，从而降低了银行的贷款风险。由于此机制是前人已有的研究成果，本文在此不再赘述。

那么政治关联民营企业如何通过寻租机制获得融资便利呢？

4.1 前提假设与模型构建

现在假设一个民营企业因需开展一个信贷投资项目而需向银行申请贷款，且：

1. 本文只关注于因贷款行为而付出的成本，不关心资本的具体投向，且该企业的项目不违法相关法律法规；
2. 该民营企业短期内很难从证券市场上利用出售股权获得资金支持，只有负债融资一种方式；
3. 该民营企业不存在最优资本结构，新增贷款不会因破坏了该民营企业的最优资本结构而给其带来额外的效率损失；
4. 当地地方政府对银行信贷的发放有较大影响，政府官员可以决定银行贷款的投向和贷款利率；
5. 银行贷款属负债融资可以给民营企业带来一定程度的税蔽好处。
6. 不考虑货币的时间价值，假设投资一旦做出就会获得固定比率的收益。

民营企业计划投资于新业务开发项目，该项目的预计收益率为 r_p ，当企业在为项目筹措资金付出的成本低于 r_p 时项目实施，高于 r_p 时则放弃该项目。

民营企业的新项目使用负债融资方式获得资金支持，所需融资规模为 B_i ，银行的基本贷款利率为 r_r ，且因为是以负债方式融资，融资成本可以在税前扣除，因此该笔融资可以给民营企业带来规模为 $B_i r_r T$ 的税蔽好处，其中 T 表示所得税率。

但由于民营企业并不完全符合银行贷款支持的有关规定，如其以经济方式获得银行贷款支持，需要额外付出一定融资成本，折合到单位融资额，其所支付的额外成本相当于付出了 r_{be} 的额外贷款利率。

除以经济方式获取信贷支持外，民营企业还可能通过向地方政府官员寻租的方式获得信贷支持，在政府官员的支持下，民营企业可以以基本贷款利率为 r_r 获得信贷资金，但其需付出一定的寻租成本，折合到单位融资额，该寻租成本相当于付出了 c_{rf} 的额外贷款利率。政府官员可以从企业付出的寻租成本中获得一部分的个人收益，设其比例为 $\beta_1(\gamma)$ ，且 $0 < \beta_1(\gamma) < 1$ 。由于地方政府所管辖的地区的资源配置方式对政府官员的设租能力，和将寻租成本转化为自身收益的效率产生影响，本文设该地区的市场化资源配置程度为 γ ，则地方政府官员从民营企业寻租成本中获得好处的能力是市场化资源配置程度的函数，且 $\beta_1'(\gamma) < 0$ 。

民营企业项目投资成功会增加地方的所得税额，当民营企业以经济方式获取银行贷款时，项目实施带来的所得税额为 $B_i T(r_p - r_r - r_{be})$ ，当民营企业以寻租方式获取银行贷款，项目实施带来的所得税额为 $B_i T(r_p - r_r - c_{rf})$ 。地方政府官员可以从地方税收增加中获得好处，设其所能获得好处的比例是 $\alpha(\gamma)$ ，且 $0 < \alpha(\gamma) < 1$ 。同样 α 也是市场化资源配置程度的函数，且 $\alpha(\gamma)' > 0$ ，中央政府和地方政府对政府官员的寻租行为进行监管，如发现其寻租会做出惩罚，但政府官员的寻租行为未必会被发现，假设其官员因可能受到惩罚而付出成本的期望值为 C_m 。

如果民营企业政治关联则企业高管与政府官员间的信息不对称程度较低，更容易取得相互信任，因此政治关联的民营企业只需支付比率为 λ 的寻租成本，就可以说服地方政府官员通过影响银行为其提供信贷支持， $0 < \lambda < 1$ 。且存在政治关联企业政府官员间的寻租行为更不容易被发现，假设政府官员因可能受到惩罚而付出的成本期望值变为 C_m 。

如果以上假设成立，则民营企业和政府官员间的寻租问题可以看做是一个完全信息静态博弈过程^[3]，当不考虑政治关联时，政府官员和民营企业的博弈过程如下表所示：

4.2 博弈过程与模型推导

³ 这里选择完全信息静态博弈过程，是因为在我国现实中政府官员是否设租和民营企业是否寻租的决策几乎是同时作出的，并不存在先后的信号传递关系；而且政府官员和民营企业有实力在进行决策前对双方决策后果进行全面考察，因此对对方选择某种行为的后果和影响因素是完全可以预知的。

表 1 不考虑政治关联时民营企业与政府官员完全信息静态博弈表

民营企业 政府官员	寻租 (q)	不寻租 (1-q)
设租 (p)	$\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - c_r) + \beta(\gamma)c_r - c_m, r_p - r_b - c_r$	$\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e) - c_m, r_p - r_b - r_e$
不设租 (1-p)	$\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e - c_r), r_p - r_b - r_e - c_r$	$\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e), r_p - r_b - r_e$

为求解这个博弈的混合策略纳什均衡：令 p 为政府官员设租的概率，则不设租的概率为 $1-p$ ； q 为民营企业寻租的概率，则不寻租的概率为 $1-q$ 。

对政府官员来说，设租的期望效用为：

$$[\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - c_r) + \beta(\gamma)c_r - c_m]q + [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e) - c_m](1-q) \quad (\text{式 4.1})$$

不设租的期望效用为：

$$[\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e - c_r)]q + [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e)](1-q) \quad (\text{式 4.2})$$

此时，政府官员的决策临界点为自身设租与不设租所获得收益的平衡点，即设租的期望效用应与不设租的期望效用相等：

$$\begin{aligned} & [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - c_r) + \beta(\gamma)c_r - c_m]q + [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e) - c_m](1-q) \\ & = [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e - c_r)]q + [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e)](1-q) \end{aligned} \quad (\text{式 4.3})$$

求解 4.3 式，得

$$q^* = c_m / [\alpha(\gamma)Tr_e + \beta(\gamma)c_r] \quad (\text{式 4.4})$$

同理，对民营企业来说，其寻租的期望效用为：

$$(r_p - r_b - c_r)p + (r_p - r_b - r_e - c_r)(1-p) \quad (\text{式 4.5})$$

不寻租的期望效用为：

$$(r_p - r_b - r_e)p + (r_p - r_b - r_e)(1-p) \quad (\text{式 4.6})$$

此时，民营企业决策的临界点是自身寻租与不寻租所获得收益的平衡点，即寻租的期望效用应与不寻租的期望效用相等：

$$\begin{aligned} & (r_p - r_b - c_r)p + (r_p - r_b - r_e - c_r)(1-p) \\ & = (r_p - r_b - r_e)p + (r_p - r_b - r_e)(1-p) \end{aligned} \quad (\text{式 4.7})$$

求解 4.7 式得：

$$p^* = c_r / r_e \quad (\text{式 4.8})$$

因此，政府官员和民营企业这一混合策略纳什均衡是：

$$\begin{cases} p^* = c_r / r_e \\ q^* = c_m / [\alpha(\gamma)Tr_e + \beta(\gamma)c_r] \end{cases} \quad (\text{式 4.9})$$

即对民营企业而言，如果政府官员的设租概率大于 c_r / r_e ，民营企业的最优选择是寻租；反之民营企业的最优选择是不寻租。对政府官员而言，如果民营企业寻租的概率大于 $c_m / [\alpha(\gamma)r_e + \beta(\gamma)c_r]$ ，其最优选择是设租，反之选择不设租。

当考虑政治关联时，政府官员与民营企业间的博弈过程如下表所示：

表 2 考虑政治关联时民营企业与政府官员完全信息静态博弈表

民营企业 政府官员	寻租 (q)	不寻租 (1-q)
设租 (p)	$\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - \lambda c_r) + \beta(\gamma)\lambda c_r - \lambda c_m$, $r_p - r_b - \lambda c_r$	$\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e) - \lambda c_m$, $r_p - r_b - r_e$
不 设 租 (1-p)	$\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e - \lambda c_r)$, $r_p - r_b - r_e - \lambda c_r$	$\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e)$, $r_p - r_b - r_e$

在存在政治关联的情况下，对政府官员而言设租的期望效用为：

$$[\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - \lambda c_r) + \beta(\gamma)\lambda c_r - \lambda c_m]q + [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e) - \lambda c_m](1-q) \quad (\text{式 4.10})$$

不设租的期望效用为：

$$[\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e - \lambda c_r)]q + [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e)](1-q) \quad (\text{式 4.11})$$

在存在政治关联的情况下，政府官员的决策临界点为自身设租与不设租所获得收益的平衡点，即设租的期望效用应与不设租的期望效用相等：

$$\begin{aligned} & [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - \lambda c_r) + \beta(\gamma)\lambda c_r - \lambda c_m]q + [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e) - \lambda c_m](1-q) \\ & = [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e - \lambda c_r)]q + [\alpha(\gamma)T(r_p - r_b - r_e)](1-q) \end{aligned} \quad (\text{式 4.12})$$

求解 4.12 得：

$$q_p^* = \lambda c_m / [\alpha(\gamma)T r_e + \lambda \beta(\gamma)c_r] \quad (\text{式 4.13})$$

同理，在存在政治关联的情况下，对民营企业来说，其寻租的期望效用为：

$$(r_p - r_b - \lambda c_r)p + (r_p - r_b - r_e - \lambda c_r)(1-p) \quad (\text{式 4.14})$$

其不寻租的期望效用为：

$$(r_p - r_b - r_e)p + (r_p - r_b - r_e)(1-p) \quad (\text{式 4.15})$$

在存在政治关联的情况下，民营企业的决策临界点为自身寻租与不寻租所获得收益的平衡点，即寻租的期望效用应与不寻租的期望效用相等：

$$\begin{aligned} & (r_p - r_b - \lambda c_r)p + (r_p - r_b - r_e - \lambda c_r)(1-p) \\ & = (r_p - r_b - r_e)p + (r_p - r_b - r_e)(1-p) \end{aligned} \quad (\text{式 4.16})$$

求解 4.16 得：

$$p_p^* = \lambda c_r / r_e \quad (\text{式 4.17})$$

则在存在政治关联是，政府官员和民营企业的最优博弈均衡是：

$$\begin{cases} p_p^* = \lambda c_r / r_e \\ q_p^* = \lambda c_m / \lambda c_m / [\alpha(\gamma)Tr_e + \lambda\beta(\gamma)c_r] \end{cases} \quad (\text{式 4.18})$$

与不存在政治关联时相比较：

$$p_p^* / p^* = \lambda < 1, \quad (\text{式 4.19})$$

政治关联使政府官员设租的临界值大为降低，政府官员更容易做出设租决策。

同样：

$$\begin{aligned} q_p^* / q^* &= \frac{\lambda c_m / [\alpha(\gamma)Tr_e + \lambda\beta(\gamma)c_r]}{c_m / [\alpha(\gamma)Tr_e + \beta(\gamma)c_r]} = \frac{\alpha(\gamma)Tr_e + \lambda\beta(\gamma)c_r - (1-\lambda)\alpha(\gamma)Tr_e}{\alpha(\gamma)Tr_e + \lambda\beta(\gamma)c_r} \\ &= 1 - \frac{(1-\lambda)\alpha(\gamma)Tr_e}{\alpha(\gamma)Tr_e + \lambda\beta(\gamma)c_r} < 1 \end{aligned} \quad (\text{式 4.20})$$

因此，政治关联使民营企业是否寻租决策的临界点提前，也就是说使民营企业更容易作出寻租决策。

从上述分析可以看出，当我国的民营企业具有政治关联时，更容易采用寻租方式获取融资资源。那么在我国政治关联是通过降低信息不对称方式还是通过寻租方式帮助民营企业降低融资约束呢？从模型分析上看，两种情况似乎都有可能，下面本文将设计一个实验来识别政治关联在我国民营企业获取融资约束过程中的作用机制。

5. 实证研究设计

5.1 研究假设

政治关联能以降低信息不对称方式帮助民营企业解决融资约束问题有一个前提，即如果政府官员会主动为具有政治关联民营企业协调银企之间的关系，从而因民营企业绩效提高而获得“政绩”，那么政府官员就绝不会做出为不符合政策导向的民营企业提供融资帮助这种有损“政绩”的事情。因此，在管制性行业内经营的民营企业理应很难因政治关联而获得融资便利。然而在我国现实未必如此，比较典型的是我国的房地产行业，近年来政府利用税收、信贷等多种手段对行业进行管制，甚至直接规定房地产企业的重要原料——土地的使用范围，那么在房地产行业内的民营企业理应受到融资约束。可现实是房地产行业内的民营企业非但能够经受住政府的一轮轮调控，且仍能确保资金链不断，创造一个个价格“神话”。

因此本文的实证设计思路是找出我国在管制行业内经营的民营企业，考察在这样一个特殊的行业群体内，政治关联是否仍然能有效降低民营企业所受的融资约束，如果政治关联仍能降低融资约束，则证明政治关联提高这类民营企业融资能力的机制不是降低信息不对称程度而是寻租。

无论是国外学者（如：Fisman, 2001; Faccio, 2002, 2006, 2007); Marianne Rertrand 等, 2004; Asim 等, 2004) 还是国内学者（如：范博红等, 2006, 2007; 胡旭阳, 2006); 罗党伦、甄丽明, 2008; 冯天丽、井润田、王国锋, 2008; 余明桂、潘红波, 2008) 的相关研究都表明，政治关联可以给企业带来融资便利。本文的研究目标是考察政治关联给企业带来融资便利的作用机制，如果寻租机制起作用，本文就有理由认为即便以在管制行业内经营的民营企业为样本，政治关联仍能减轻企业所受融资约束。

由此本文提出假设 1：在政府管制行业内经营的民营企业中，具有政治关联的企业未受到融资约束。

此外，其它对融资约束问题的研究思路多是从地区金融发展视角，认为在金融越发达的地区，民营企业所受的融资约束越少，当政治关联以减少信息不对称方式影响民营企业融资时确实如此。但如果政治关联可以通过寻租方式降低民营企业所受的融资约束，则影响融资约束地区差异的就不再是金融发展程度，而是各地的资源配置方式，在非市场化资源配置的地区，政府官员对金融资源有更强的控制能力，并较容易促成寻租，且更能有效地将民营企业的寻租成本转化为自身的设租收益，从而会使民营企业 and 政府官员间的寻租行为更容易发生，因此，政治关联对民营企业所受融资约束的影响与地区的市场化资源配置程度有关。

由此本文提出假设 2：在法律制度不健全的地方，在管制行业内经营的民营企业中，具政治关联对企业融资能力的影响更显著。

5.2 样本选取与数据来源

虽然我国的民营企业中，上市公司只占其中的一少部分，但上市公司的经营数据可以通过其所公布的年报获得，资料相对真实可靠，因此以往学者的实证研究大多也是以上市公司为数据样本。因此本文以 2005-2009 年在上海证券交易所、深圳证券交易所上市的所有民营企业为初始研究样本，共 2359 组。在此基础上，借助陈斌（2008）的分类方法，本文将

房地产业^[4]、建筑与工程、能源设备与服务(石油、天然气与供消费用燃料)、金属、非金属与采矿、汽车、资本市场、电力、燃气、复合公用事业及水务、公路与铁路运输(交通基础设施)、媒体、海运、航空及航空物流和货运(航天、航空)及国防、多元电讯服务行业作为政府管制行业。由于陈斌(2008)的分类方法比CSRC行业分类和GICS行业分类更细致,且存在一些企业由于多元化程度较高主营业务行业不易辨别,为确保行业分类的准确性,本文查阅了所有民营企业年报的“公司主营业务收入分行业构成情况”,将其主营业务行业与上文提到的高壁垒管制行业相比照,如在管制行业内的营业收入占总营业收入总额的50%以上,则认为该民营企业在管制性行业内经营。经过筛选和整理本文共得到在管制性行业内经营企业的样本895组,其中2005年148组,2006年163组,2007年172组,2008年188组,2009年224组。

本文的全部财务数据来源于国泰安(CSMAR)数据库和CCER金融研究数据库。但对民营企业是否政治关联的判段来源于作者对全部样本公司董事长、总经理简历的手工整理。对民营企业所在地区法律规范情况的数据来源于作者对样本公司注册地进行手工整理后,与樊纲指数(2006)相对照赋值的结果。对行业受管制程度的测度根据Wind数据库编制的我国各行业所受行政性壁垒指数。

5.3 研究变量的定义说明

(1) 政治关联

当前,国内外对刻画政治关联的指标存在争议,Faccio(2006)用企业主及其子女、父母、亲属、朋友是否在政府或军队任职来判定该企业是否存在政治关联。在对中国的研究方面Fan(2007)通过对CEO政治背景的考察来判定企业是否存在政治关联;吴文峰、吴冲锋、芮萌(2009)认为我国董事长对企业决策也可能产生重要影响,在Fan的基础上加上了对董事长政治经历的考察;罗党论、刘晓龙(2009)则是以董事会中具有政治背景董事所占比例来衡量企业的政治关联程度。本文采用吴文峰等(2009)的方法认为只有董事长、总经理中一人具有政治经历,则该公司存在政治关联,并使用虚拟变量(PoliConn)来测度。

(2) 民营企业注册地的资源配置方式

⁴ 虽然按照陈斌的分类方法,房地产业属于进入壁垒中等的行业,但近年来针对房地产的政策频出,且政府已明确指出要依靠货币政策,对房地产行业的运行进行宏观调控,因此本文将房地产业作为管制型行业来研究。

樊纲指数是我国学者常用的评价我国市场化程度、政府干预经济发展程度、税负程度的研究，我国很多学者在研究地区差异对上市公司经营的影响时都会借助樊纲指数予以分类，如吴文峰、吴冲锋、芮萌（2009）等。在樊纲指数中与本文研究主题相关的有“政府与市场关系”、“市场分配经济资源的比重”、“减少政府对企业的干预”三项，以往学者在研究政企关系时多用“政府与市场关系”这个综合指标，然而本文认为该指标包含内容过广，不利于代理政府对资源配置影响能力这一范围相对狭窄的构念，而“减少政府对企业的干预”则带有政府行为对企业经营产生不利影响的倾向，与本文所研究的政府“帮助”民营企业降低融资约束不相符。因此，本文使用“市场分配经济资源的比重”这一指标对全国各省（市）进行排序，并将排位大于平均值的地区设为市场化资源配置地区，排位小于平均值的地区设为非市场化资源配置地区。

5.4 融资约束检验模型与实证思路

对融资约束的测量指标方法曾经引起过学术界的争论，由于融资约束是不可观测的，因此无法用一个指标来衡量企业所受融资约束程度的大小，只能通过分组检验的方法观测融资约束是否存在。最早 FHP（1988）从公司是否发放股利的视角研究融资约束的存在，根据公司股息发放的多少将其分为低股息公司和高股息公司，并通过进一步分析其规模对投资—现金流敏感性的影响，考察其所受融资约束是否存在差异。此后，Kaplan 和 Zingales（1997）为代表的理论观点论证了即使在一期模型，投资对现金流的敏感性并不必然地随着融资约束程度的减弱而减弱。Almeida et al（2002）则认为，由于公司所受到的融资约束同样影响了公司的现金持有政策，而现金是一个金融变量，因此他提倡使用现金—现金流敏感度来研究融资约束问题。对我国民营企业来说，融资本已十分困难，基本不可能因应对未来的投资而过度持有现金，现金—现金流敏感性模型在对我国民营企业的研究中是否合适有待商榷，因此本文仍使用最初 FHP 提出的投资—现金流敏感性加以分析。

以往学者为了构造投资—现金流模型时较为常用的是欧拉方程投资模型和托宾 Q 模型，但在各类数据库中我国民营上市公司托宾 Q 值多有缺失，因此本文选用基于欧拉方程的投资模型，并借鉴 Laeven（2003）、Bond and Meghir（1994）的作法，并在此基础上对模型中的控制变量加以调整，作为本文进行数理统计分析所使用的多元回归模型，特别值得提出的是以往学者的研究中一般不对年份加以控制，但由于本文所选样本期间为 2005—2009，期间我国对会计政策作出过重大调整，这会使 2007 年以前和 2007 年之后的数据可能不具有连贯性，因此本文对年份变量加以控制。本文的检验模型如下：

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_3 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + Year_{2005} + Year_{2006} + Year_{2007} + Year_{2008} + Year_{2009} + \varepsilon_{it} \quad (\text{式 } 5.1)$$

对投资支出 I_t ，主要有三种计量方法。一是采用固定资产净值的变化值；二是采用固定资产的变化值加上折旧费用；三是采用现金流量表中的“固定资产投资支付的现金”这一指标。前两种方法实际上只是估算的数据，不能准确核算企业实际的投资金额，因此本文采用第三种计量指标。同时，本文对投资支出 I_t 除以了期初的总资产以剔除规模的影响 K_t ，本文采用的是期初总资产， Y_t 本文采用的是 t 期的主营业务收入， CF_t 为企业 t 期的经营活动现金净流量， $Year_{2005} - Year_{2009}$ 是年份控制变量，对属于某年份的数据，该年份的控制变量值为 1，其余为 0。

对于式 5.1 来说，衡量融资约束大小的标准体现在系数 β_4 上，假如 β_4 显著为正，说明企业的投资受到内部现金流的显著影响，或者说企业的投资依赖于内部现金流，即企业受到了外部的融资约束。

5. 实证研究结果

5.1 描述性统计

本文重点研究在管制行业内经营的民营企业，共 895 组样本，占全部民营企业 2353 组样本的 38.0%，由此可见，即便管制行业对民营企业的进入要求极为苛刻，但可能是受到管制行业高利润率的驱使，我国民营企业仍对进入管制行业具有较高的热情。同时我们发现在全部民营企业样本中有 20.9% 的企业具有政治关联，而在管制性行业内经营的民营企业样本中有 28.2% 的企业具有政治关联，由此可见在管制行业内经营的民营企业具有更高的政治关联比例，这与张敏、黄继承（2009）的实证结果基本一致，即在我国具有政治关联的企业更容易突破行政性行业进入壁垒，进入管制行业内经营。按照企业注册地的资源配置方法进行分类，可得在管制行业内经营且在资源配置市场化程度较低地区注册的民营企业所占比例较高为 48.4%，在资源配置非市场化的地区，民营企业更倾向于经营管制性行业。

在管制行业内经营的民营企业各变量描述性统计结果如下表所示：

表 6.1 管制行业内经营民营企业模型变量描述性统计结果

	<i>Policonn</i>	$\left(\frac{I}{K}\right)_{it}$	$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$	$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2$	$\left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1}$	$\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$
平均值	0.281564	0.057735	0.070025	0.022394	0.78722	0.04526
中位值	0	0.028512	0.031273	0.000978	0.545423	0.045872
市场化资源配置组						
平均值	0.272727	0.056264	0.075455	0.028151	0.831932	0.041747
中位值	0	0.027807	0.033121	0.001097	0.598299	0.042357
非市场化资源配置组						
平均值	0.291667	0.059309	0.064218	0.016237	0.739403	0.049017
中位值	0	0.028704	0.029925	0.000896	0.490474	0.047048

由上表可知，在管制行业内经营的民营企业中，注册地再非市场资源配置程度较高地区的，具有政治关联的比例略高于注册地在市场化资源配置程度较低的地区。且在非市场化资源配置组的营业收入相对较低，同时投资率和现金持有率却相对较高，可见非市场化资源配置地区的民营企业虽然业绩相对较差，但投资和获取现金的能力却相对较强。

如将上述统计指标再按是否政治关联进一步分组可得如下结果：

6.2 按是否政治关联分组模型变量描述性统计结果

		$\left(\frac{I}{K}\right)_{it}$	$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$	$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2$	$\left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1}$	$\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$
政治关联组	平均值	0.05845	0.078659	0.025262	0.841956	0.046659
	中位值	0.029023	0.034408	0.001184	0.54423	0.046332
非政治关联组	平均值	0.057455	0.066636	0.021268	0.765735	0.044711
	中位值	0.027269	0.029465	0.000868	0.546305	0.04577
市场化资源配置地区						
政治关联组	平均值	0.056932	0.084306	0.023224	0.882701	0.043636
	中位值	0.024569	0.035418	0.001255	0.566244	0.051466
非政治关联组	平均值	0.056013	0.072136	0.022999	0.812894	0.041038
	中位值	0.029961	0.032456	0.001053	0.608457	0.04147
非市场化资源配置地区						
政治关联组	平均值	0.059969	0.073011	0.0273	0.801211	0.049682
	中位值	0.032746	0.033539	0.001125	0.507448	0.045512
非政治关联组	平均值	0.059038	0.060597	0.011681	0.713952	0.048743
	中位值	0.024642	0.024637	0.000607	0.473084	0.049863

由上述描述性统计结果可知，总体来看无论是用平均值还是中位值进行比较，政治关联组拥有更高的投资率、主营业务收入和现金；当按是否为市场化资源配置方式对全样本分组后，无论是在市场化资源配置地区还是在非市场化资源配置地区，政治关联组的的投资率、主营业务收入和现金都高于非政治关联组，但相比之下在非市场化资源配置地区政治关联的作用效果略为明显。

5.2 实证检验结果

为了检验政治关联对在管制行业内经营民营企业融资约束的影响，本文采用分组的方法来检验，首先本文将全部进入管制行业的民营企业分为具有政治关联组和不具有政治关联组，观察政治关联对融资约束的整体影响；之后在按照各地区的资源是否按照市场化配置将其分为市场化资源配置组和非市场化资源配置组，并比较两组样本是否受到融资约束；最后分别在市场化资源配置组和非市场化资源配置组内部再按照是否政治关联将样本分组，考察在市场化资源配置地区和非市场化资源配置地区政治关联所起作用的差异。

实证结果如下表所示：

表 6.3 政治资源、市场化资源配置独立影响下样本企业融资约束差异

	全部样本	全部样本		全部样本	
		政治关联组	非政治关联组	市场化资源配置组	非市场化资源配置组
常数项	0.032 (4.607)	0.023 (1.694)	0.034 (4.247)	0.042 (5.167)	0.017 (1.477)
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$	0.437 (13.287)	0.406 (4.797)	0.485 (11.454)	0.468 (11.825)	0.475 (6.353)
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-0.182 (-9.718)	-0.205 (-2.100)	-0.195 (-9.570)	-0.200 (-10.344)	-0.267 (-2.954)
$\left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1}$	-0.002 (-0.832)	0.006 (.987)	-0.006 (-1.768)	-0.003 (-0.815)	0.000 (-0.167)
$\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	0.050 (2.359)	0.050 (1.262)	0.045 (1.763)	0.083 (3.214)	0.023 (0.679)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制

N	895	250	625	464	431
Adj_R^2	0.183	0.174	0.186	0.268	0.132
F	25.974	7.590	19.368	22.084	9.201

由上表可知，我国在管制行业内经营的民营企业普遍受到融资约束，说明我国的政府行业管制会对民营企业融资约束造成影响，我国产业政策并不鼓励民营企业进入上述管制行业。但如果按照政治关联分类，我们发现政治关联组的样本企业未受到显著的融资约束，而非政治关联组的样本企业受到的融资约束程度显著，这说明政治关联对缓解在管制行业内经营民营企业所受融资约束有一定作用，政治关联企业可能利用其与政府官员间的关系，促成政府官员与民营企业间的寻租行为，以使其所受融资约束程度减弱。同时，由于本文所选的样本企业是在管制行业内经营的民营企业，即便政治关联会降低信息不对称程度，也理应不会获得融资好处，但实证结果却发现政治关联仍会使企业所受融资约束程度降低，这也初步证明政治关联在缓解我国民营企业融资约束过程中起作用的机制并不是降低信息不对称，而是促成民营企业与政府官员间的寻租行为。在将民营企业注册地按资源配方式区分后，我们发现在市场化资源配置地区管制行业内经营的民营企业受到显著的融资约束，而在非市场化资源配置地区管制行业内经营的民营企业却未受到融资约束。这或可解释为在非市场化资源配置地区政府官员对融资资源的控制力更强，如果降低民营企业融资约束的机制是寻租，则在此类地区，政府官员设租的能力更强，从而通过寻租机制人为降低了民营企业所受的融资约束。

政治关联和各地区的资源配置方式双重影响下，在管制行业内经营的民营企业所受融资约束情况如下表所示：

表 6.3 政治资源、市场化资源配置双重影响下样本企业融资约束差异

	市场化资源配置组		非市场化资源配置组	
	政治关联组	非政治关联组	政治关联组	非政治关联组
常数项	0.049 (2.254)	0.016 (2.076)	0.003 (0.156)	0.026 (2.110)
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$	0.612 (4.081)	0.550 (12.000)	0.352 (2.845)	0.701 (6.153)
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-0.672 (-2.586)	-0.223 (-11.465)	-0.114 (-0.924)	-0.881 (-3.817)
$\left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1}$	-0.002 (-0.219)	-0.004 (-1.367)	0.010 (1.379)	-0.007 (-1.042)

$\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	0.063 (1.078)	0.066 (2.386)	0.019 (0.365)	0.029 (0.658)
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
N	124	335	125	305
Adj_R^2	0.167	0.353	0.234	0.129
F	4.111	23.887	5.777	6.624

如上表所示，在资源配置方式和政治关联的双重影响下，所有在管制性行业经营的民营企业中，只有在市场化资源配置地区不具有政治关联的企业受到了显著的融资约束，其它几组受到的融资约束均不显著。这说明在市场化配置资源程度较高的地区，在管制性行业内经营的民营企业受我国产业政策的影响较大，在融资困难的驱使下，企业可能被迫转型，从而使我国的产业政策收到应有的效果。但让我们感到吃惊的是，即便在资源配置市场化程度较高的地区，政治关联仍能降低在管制行业内经营的民营企业所受融资约束程度，如果民营企业真的以寻租方式获得资金支持，则在我国市场化资源配置程度较高的地区，政府官员仍可能通过设租来获取私人收益。同时，我们也看到在非市场化资源配置的地区，即使是在管制行业内经营的民营企业也基本不受融资约束，从上文的模型分析可知，如果政治关联其作用的方式是寻租，政治关联起作用的方式不过是能降低企业的寻租成本和官员因设租行为败露而获得的平均惩罚成本，如果是在非市场化资源配置地区，官员对社会资源的控制力极强，且其将民营企业寻租成本转化为自身收益的效率极高，即便民营企业并没有政治关联，也可能在寻租行为发生情况达到博弈均衡，从而减少民营企业所受融资约束的程度。

6. 结论

自 FHP (1988) 发现融资约束现象以来，学术界就从未间断过对融资约束问题的研究，然而以往的研究多是从地区的金融发展程度入手，考察金融发展对融资约束的影响。但在如我国一样的转型经济中，市场并不是资源配置的唯一手段，政府官员有可能左右金融机构的决策，从而对民营企业的融资约束产生影响，而政治关联企业则可能利用自身与政府间的特殊关系而在金融资源攫取的竞争中获得优势。虽然当前已有从政治关联视角对民营企业融资约束问题的研究，但其往往沿着 FHP (1988) 对融资约束的理解思路，认为政治关联可以降低民营企业与金融机构间的信息不对称，从而能降低民营企业所受融资约束程度。可是信息不对称本身是在资源配置市场化的完全市场经济中衍生出的学术概念，用其来解释资源配置市场化程度不高转型经济中政治关联的影响未免有些牵强。

本文从寻租视角出发，通过一个完全信息静态博弈模型的推演，分析在存在政治关联和不存在政治关联情况下的博弈均衡状态，发现政治关联因能够有效降低政府官员的设租风险和民营企业的寻租成本而使寻租行为更容易发生，特别是在政府官员控制资源能力强的地区更是如此。从而构建了政治关联对民营企业融资约束产生影响的寻租机制。

为能验证本文的观点，本文专门设计了一套实证方法，即：以我国在产业结构调整过程中，民营企业和国有企业各自的分工角色为指导，专门以在管制行业中经营的民营企业为样本，考察政治关联对这些不符合产业政策的民营企业融资约束产生的影响，如果政治关联企业仍未收到融资约束，则恰好可以证明政治关联通过寻租机制降低民营企业所受融资约束的观点。同时，由于是否以市场方式配置资源，直接决定了政府官员对金融资源的掌控能力，因此本文在实证分析的过程中引入了资源配置市场化这一因素，考察政治关联和资源配置方式对在管制行业内经营民营企业的双重影响。

通过实证，本文发现：总体来说在管制性行业内经营的民营企业普遍受到融资约束；但政治关联的样本企业和在非市场化资源配置地区注册的样本企业不受融资约束；且在市场化资源配置地区经营的没有政治关联的样本企业受到的融资约束程度最高。实证结果很好地验证了本文通过博弈模型推演得出的结论，从而证明在我国政治关联对民营企业融资约束起作用的方式是寻租。因此本文建议中央政府应加大对各地政府官员的监管力度，特别是要加强对非市场化资源配置地区政府官员的监管，而且中央政府要特别注意监管具有政治关联的民营企业，减少寻租行为对我国金融资源合理配置的影响。同时，各级政府应加大力度对符合产业政策民营企业的金融扶持，以降低他们所受融资约束的程度。

参考文献

- [1] SHLEIFER A, VISHNY R. Politicians and FIRMS[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 995-1025.
- [2] T FRYE, A SHLEIFER. The invisible hand and the grabbing hand[J]. The American Economic Review, 1997.
- [3] FACCIO, MAYA, LANG H.P. The ultimate ownership of Western European corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002 (65): 365-395.
- [4] FACCIO, M., MASULIS, R., MCCONNELL, J.J. Political connections and corporate bailouts[J]. Journal of Finance, 2006 (61):2597-2635.
- [5] FACCIO, MARA. The Characteristics of Politically Connected Firms. Unpublished working paper

2007,Vanderbilt University.

[6] FACCIO, MARA. The Characteristics of Politically Connected Firms. Unpublished working paper 2007,Vanderbilt University.

[7] MARIANNE BERTRAND, FRANCIS KRAMARZ, ANTOINETTE SCHOAR, DAVID THESMAR. Politically Connected CEOs and Corporate Outcomes: Evidence from France[J].Journal of Finance,2004.

[8] ASIM IJAZ KHWAJA, ATIF MIAN. Do Lenders Favor Politically Connected Firms?Rent provision in an Emerging Financial Market. Working paper, 2004.

[9] EITAN GOLDMAN, JÖRG ROCHOLL, JONGIL SO. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?[J]. Working paper, 2006.

[10] THOMAS FERGUSON, HANS-JOACHIM VOTH. BETTING ON HITLER—The Value of Political Connections in Nazi Germany[J]. Quarterly Journal of Economics Volume123, Issue1 Pp. 101-137.

[11] FAN J., OLIVER MENG RUI AND MENGXIN ZHAO. Rent Seeking and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases[J]. Corporate Finance and Intermediation, 2006: 253-303.

[12] FAN J., WONG TJ, ZHANG T. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007:324~353.

[13] 冯天丽, 井润田, 王国锋. 私营企业政治资本与企业借贷来源的实证分析[A]. 第三届(2008)中国管理学年会论文集, 2008: 409-417.

[14] 潘红波, 夏新平, 余明桂. 政府干预、政治关联与地方国有企业并购. 经济研究, 2008(4): 41-52.

[15] 余明桂, 回雅甫, 潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性. 经济研究, 2010(3): 65-77.

[16] BALDWIN,JOHN R.,1998,"The Dynamics of Industrial Competition",Cambridge:Cambridge U.Press.pp.360.

[17] BAIN,J.,1956,Barriers to New Competition,Harvard University Press, Cambridge.Mass.

[18] BAIN,J.,1968,Industrial Organization,New York: Wiley.pp.252

[19] GRIER K.,MUNGER M., ROBERTS B.,1994,"The Determinants of Industry Political Activity,1978~1986",American Political Science Review, (88) ,pp.911~926.

[20] 杨蕙馨, 郑军. 转型经济条件下的企业进入和成长——评“进入壁垒与民营企业的成长——吉利集团

案例研究[J], 中国制度变迁的案例研究, 2006年浙江卷第5集.

[21] STIGLER, GEORGE J. 1971, "The Theory of Economic Regulation", Bell Journal of Economics and Management Science, 2, pp. 3~21.

[22] DEMSETZ, H., 1982, "Barriers to Entry", American Economic Review, Vol. 72, pp. 47~57.

[23] 刘彪, 王东京. 企业信贷约束软化研究[J]. 经济研究, 1992(11): 44~51.

[24] 张纯, 吕伟. 机构投资者、终极产权与融资约束[J]. 管理世界, 2007(11): 119~127.

[25] 李斌, 江伟. 金融发展、融资约束与企业成长[J]. 南开经济研究, 2006(3): 68~78.

[26] 沈红波, 寇宏, 张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J]. 中国工业经济, 2010(6): 55~64.

[27] 罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2008(12): 164~178.

[28] 张耀伟. 政府权力与民营经济演进路径[J]. 经济理论与经济管理, 2006(9): 18~23.

[29] 陈斌, 余坚, 王晓津, 赖建清. 我国民营上市公司发展实证研究[J]. 证券市场导报, 2008(4): 42~47.

[30] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数[M]. 经济科学出版社, 2010(1): 260~263.

Political Relation, Rent-seeking Environment and Financing Constraint of Private Enterprise

LI Li1, XUE Dong-hui1, 2

(1. Research Center for Corporate Governance, Nankai University, Tianjin 300071, China; 2. Business School, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: FHP explains the existence of financing constraint from the perspective of information asymmetry. But in non-market resource allocation environment like China, it is to be discussed that whether political relation reduces the information asymmetry between enterprises and financial institutions or through power rent-seeking between executives and government officials, to influence the constraint of private enterprise. From rent-seeking perspective, this paper studies the mechanism between political relation and financing constraint by building game theory model, and with the sample of enterprises in regulated industries, creatively designs empirical method to verify the theoretical results. This paper believes that political relation reduces the financing constraint of private enterprise by

rent-seeking mechanism. In non-market resource allocation area, private enterprise in regulated industries could avoid financing constraint by rent-seeking no matter it has political relation. In market resource allocation area, political relation could reduce the cost of rent-seeking to make private enterprise to avoid financing constraints.

Key Words: Political Relation; Rent-seeking Environment; Financing Constraint; Private Enterprise

收稿日期: 2011-7-7;

作者简介: 李莉 (1961-), 女, 河南省开封人, 南开大学商学院财务管理系, 教授, 管理学博士, 博士生导师。研究方向: 公司财务、公司治理; 薛冬辉 (1981-), 男, 江苏省无锡市, 南开大学商学院财务管理系, 博士研究生, 研究方向: 公司财务、公司治理。