

# 政治关系与借款违约

## —基于中国民营上市公司的实证研究

叶飞腾

(上海立信会计学院, 会计与财务学院, 201620)

**摘要:** 本文以 2003—2005 年沪深两市详细披露长期借款信息民营上市公司为样本, 检验了政治联系与借款违约之间的关系。研究发现: 具有政治关系的民营企业更容易发生借款违约, 在借款违约的可能性和违约金额和逾期时间上都显著高于无政治关系的民营企业。而且这种效应在市场化程度低、政府干预较强的地区更加明显。

**关键词:** 政治关系; 借款违约; 制度环境; 民营企业

中图分类号: F830

文献标识码: A

### 一、引言

经济学家早就对贫穷的国家为什么会贫穷感兴趣, 并试图从地理、社会学、政治、经济等不同的角度解释这一问题。其中政治关系、以及由此引发的腐败和裙带资本主义(cronyism)这一视角可能成为叩开这一问题的“钥匙”。近期政治关系也成为学术研究的热点。例如 Faccio 发现在 47 个国家中, 有 541 家上市公司具有政治关系, 占全球总市值的 8%。可见政治关系对资本市场的发展有重要影响<sup>[4]</sup>。

那么政治关系怎样影响经济的发展以及怎样影响一国的资源配置, 这成为学者们迫切想解决的问题。现有研究发现政治关系可以通过以下途径影响资源配置: 银行贷款和融资<sup>[11: 5; 13: 8]</sup>、税收优惠<sup>[1]</sup>、政府补贴<sup>[15]</sup>、政府订单<sup>[4]</sup>以及政府担保和救助<sup>[5]</sup>。在政府对银行信贷影响的途径上, 国内学者余明桂和潘红波发现有政治关系的中国民营企业更容易获得银行借款, 而且借款的期限也更长<sup>[17]</sup>。民营企业通过政治关系可以获得更多借款, 但要知道在这一途径上政治关系怎样影响资源配置, 还要进一步深入分析民营企业获得借款后怎样使用这些借款。本文以政治关系获得的银行借款是否更可能违约作为切入点, 分析政治关系对资源配置的效率的影响, 具体地, 我们检验有政治关系的民营企业相对与无政治关系的民营企业是否更可能违约。

La porta 等人的一系列研究表明, 制度环境对处于其内的经济行为有着重大影响。中国的一个明显的制度特征是政府干预<sup>[2]</sup>, 政府手中掌握着大量的资源, 对资源配置有重大的影响力。因此在中国, 政治因素对经济行为具有更强的解释力。而制度环境(包括政治环境)对债务契约的影响直到最近才引起学者的关注, 但现有研究主要集中于制度环境对债务契约中的债务结构期限<sup>[7: 16]</sup>、借款金额<sup>[17]</sup>的影响, 未考虑制度环境怎样影响债务契约的履约情况。本文考察并研究了制度环境(特别是市场化程度、政府干预程度和政治关系)对债务违约行为的影响, 因此补充和拓展了这一类文献, 有利于我们更好地理解制度对内生于其内的经济行为的决定性作用。

以 2003—2005 年沪深两市详细披露长期借款信息民营上市公司为样本, 研究发现具有政治关系的民营企业更容易发生借款违约, 在借款违约的可能性和违约金额上都显著高于无政治关系的民营企业。进一步地发现政治关系借款违约效应在市场化程度低、政府干预强的地区更加明显。

本文之所以选择民营上市公司, 研究制度环境、政治关系对企业借款违约行为影响, 是因为: 第一民营企业的政治关系是自发建立的, 建立政治关系的目的是为了企业或者个人利益; 而国有企业的政治关系是以从上到下或行政命令方式建立, 大多是国家任命国有企业的官员, 而政府委派具有政府背景的高管到这些国企是为了要它们承担更多政府的社会功能。因此两者在政治关系的性质上不同。第二国有企业承担着众多“政策性负担”而造成了亏损, 国家为了弥补国有企业的损失, 通过国有银行向国有企业发放了大量的“政策性贷款”。由于其与国有企业正常银行借款性质迥异, 因此它们逾期的原因也相差很大。比如, 银行在发放“政策性贷款”时可能就知道它们是会逾期的, 但还是要贷给国有企业。因此国有企业的借款逾期的动机和行为更加复杂。我们的研究集中在民营企业的借款逾期行为, 以便更好地理解有自发建立的政治关系是怎样影响公司的借款行为。

本文其余部分安排如下: 第二部分为文献回顾部分; 第三部分进行理论分析并提出研究假说; 第四部分是研究设计; 第五部分是实证结果; 最后是结论。

## 二、文献回顾

政治关系具有普遍性, Faccio 发现在 47 个国家中, 有 541 家上市公司具有政治关系, 占全球总市值的 8%<sup>[4]</sup>。那么公司为什么要建立政治关系? 一个合理的推断是政治关系对上市公司来说是一种有价值的资源。利用印度尼西亚总统苏哈托的身体健康状况作为 Shock 事件, Fishman 首次验证了上述论断<sup>[9]</sup>。Johnson 和 Mitton 也发现在亚洲金融危机期间, 马来西亚上市公司中具有政治关系的公司股价下降的更多, 他们认为这是由于市场预期政府对有政治关系的企业的“资助”会减少<sup>[10]</sup>。

如果政治关系对上市公司来说一种有价值的资源, 那么政治关系怎样提升公司的价值, 即政治关系提高公司价值的机制是什么? Khwaja 和 Mian 发现政治关系可以为企业带来融资便利, 有政治关系的企业比无政治关系的企业的借款比例高出 45%<sup>[11]</sup>。同样地, Leuz and Oberholzer-Gee 发现有政治关系的公司去跨境上市的可能性更小, 因为他们更容易从国有银行获得贷款解决融资约束<sup>[12]</sup>; 政治关系还可以为企业带来税收上的更多优惠, Adhikari 等发现有政治关系的企业的实际税率(ETR)更低<sup>[1]</sup>。并且有政治关系的企业在发生财务困境的时, 政府更可能去“救火”<sup>[5]</sup>。

政治关系可能给企业带来政治便利(比如, 前面提到的融资便利), 但也可能损害企业价值。Shleifer 和 Vishny 发现政府官员作为“掠夺之手”, 会从企业中抽走一部分“租金”<sup>[14]</sup>。Fan 等以中国进行 IPO 的国有公司为样本发现, 以总经理是否曾经或者上市时在政府任职作为政治关系的衡量, 发现有政治关系的公司在 IPO 后 3 年时间里经营业绩、股票收益率要比没有政治关系的公司差一些, 且公司高管的政府背景对公司董事会的职业化程度具有负面影响<sup>[7]</sup>。而且政治关系的国有企业更容易多元化, 而且国有企业的多元化是因为要满足地方政府的政治需要(政策性负担), 因而进入的都是低成长性、低盈利、与主业不相关的行业<sup>[6]</sup>。

由于本文以民营企业的政治关系作为研究对象, 这里有必要回顾一下民营企业建立政治关系动机的文献。Faccio 在 2006 考察了 47 个国家中上市公司的政治联系情况, 研究发现, 在腐败程度越高、限制对外投资越严重、国家透明度越高(例如, 新闻更加自由)以及官员行为越不受约束的国家中, 具有政治联系的公司更加普遍<sup>[4]</sup>。总的来说, 民营企业是否建立政治关系是由建立政治关系的收益和成本决定的。通过建立政治关系可以在银行贷款和融资<sup>[11]</sup>:

5: 13: 8]、税收优惠<sup>[1]</sup>、政府补贴<sup>[15]</sup>、政府订单<sup>[4]</sup>以及政府担保和救助<sup>[5]</sup>上取得便利。而不建立政治关系的成本则是民营企业经常遭受“乱摊派”、“乱收费”，民营企业的私有产权遭受政府的“侵害”。因此，在法律制度不完善，政府干预较强的情况下，政治关系可以作为正式制度的替代机制来保护产权。现有的研究基本上验证了上述推论。Li 等考察了中国的民营企业为什么要参政议政，研究发现，民营企业家参政概率受到当地市场化程度的影响和制度环境的影响，在市场化程度高和市场制度完善的地方，民营企业家更不倾向于参政<sup>[13]</sup>。罗党论和唐清泉也得出了类似的结论。

### 三、理论分析和研究假说

我国的民营企业热衷于建立政治关系，聘请前任政府官员、人大代表和政协委员进入公司的董事会<sup>[3]</sup>。通过建立政治关系，民营企业可以获得很多政治便利。那么通过借款逾期这种手段，变相的延长借款期限，进而得到更多的借款便利，就成为了民营企业家充分发挥“政治关系”价值的一种手段。因此，有政治关系的企业更容易借款逾期，我们把它称之为“政治便利”观。同时，我们认为逾期这种形式还可以减少交易成本，由于每次从国有银行取得借款，必须通过“繁琐”的手续，期间还存在银行人员的寻租行为，因此通过借款逾期这种形式减少贷款的次数有利于遏制银行人员寻租所导致的成本。

有政治关系的企业，政府更可能为其提供担保，当政治关系的企业在发生财务困境的时候，政府更可能去“救火”<sup>[5]</sup>。因此即使借款违约，银行也相信最后能收回借款，因此对有政治关系的企业的借款的监督更不严格，进而造成有政治关系的企业更容易借款违约，我们把它称之为“政府担保”观。

而且银行对有政治关系企业和无政治关系企业的借款违约的惩罚力度也不一样。由于通过政治关系借到银行借款从本质上来说是一种关系型契约，契约双方可能是比较“熟悉的其”，因此相对与无政治关系企业的借款违约来说，其惩罚会轻一些。相反，如果是无政治关系的企业借款违约，则银行会对其进行严厉的处罚，甚至列入“借款黑名单”。由于预期到违约会造成巨大的惩罚，无政治关系的企业会想尽办法避免借款违约。因此有政治关系的企业相对与无政治关系的企业更可能借款违约，我们把它称之为“违约成本”观。

综上所述提出假说 1:

相对与无政治关系的民营企业，有政治关系的民营企业更容易借款违约

为了语言表述上更加简便，我们把有政治关系的民营企业更容易借款违约，称之为政治关系的违约效应。下面，我们讨论制度环境如何影响政治关系的违约效应。首先在市场化程度较高、政府干预比较少的地区，通过政治关系获取政治便利的难度加大，同时由于政府干预较少，政府为有政治关系的民营企业“救火”的可能性也降低。同时市场化程度的提高，也促使了银行的借贷契约由关系型（relation-based）向市场型转变（market-based），因此政治关系企业的违约成本也加大。

基于以上讨论提出假说 2:

在市场化程度高、政府较少的地方，政治关系的违约效应更不明显。

### 四、研究设计

#### （一）变量定义

本文的主要变量定义见表 1。被解释变量是借款违约变量，解释变量是政治关系变量。借款违约用三个指标衡量：是否借款违约（Default）、借款违约金额（Default\_value）、逾期时间（Default\_period）。政治关系变量中的 POL2 参考了 chen li and su（2005）、余明桂和潘红波（2008）对政治关系的定义，而 POL1 则增加了在现在或曾经在银行部门任职的董事长和总经理<sup>1</sup>。为了检验结果的稳健性，我们的回归模型结果都

列示了两种政治关系的回归结果。

表 1 变量定义

变量名	变量定义
Default	借款违约虚拟变量，如果上市公司有一笔或以上借款逾期，则我们认为公司借款违约，该变量取值为 1，否则取 0。其中，逾期的确定方法是：上市直接披露的借款逾期，或者借款的到期日早于年报披露日
Default_value	借款违约金额，等于某一上市公司所有逾期借款金额的总和。
Default_period	逾期时间，表示逾期了多长时间没有归还，等于截至年报披露日，逾期借款的逾期时间的总和。
POL1	政治关系虚拟变量，如果公司的董事长或总经理的经历中有过在政府部门、军队任职或曾经或现任是人大代表或政协委员或者在银行部门任过职的，则为 1，否则为 0。
POL2	政治关系虚拟变量，如果公司的董事长或总经理的经历中有过在政府部门、军队任职或曾经或现任是人大代表或政协委员，则为 1，否则为 0。
Roa	总资产收益率
Ebitdebt	息税折旧摊销前利润 / 负债
Intcov	利息保障倍数
Growth	公司的成长性，等于 3 年的营业收入增长率
Size	公司规模，等于总资产的自然对数
Mkt dum	市场化指数虚拟变量。市场化指数越大表示市场化程度越高，当市场化指数大于中值时为 1，否则为 0。
Gvt dum	政府干预指数虚拟变量。政府干预指数越大表示政府干预越少，当政府干预指数大于中值时为 1，否则为 0。
law dum	法制化虚拟变量。法制化指数越大表示法律制度越好，当法制化指数大于中值时为 1，否则为 0。

## （二）模型设定

我们用如下模型检验假说 1：

$$\text{Default} = a_0 + a_1 \text{Pol} + a_2 \text{ROA} + a_3 \text{Ebitdebt} + a_4 \text{Intcov} + a_6 \text{Growth} + a_7 \text{Size} + \varepsilon \quad (1)$$

其中因变量 Default var 表示借款违约变量，分别使用 Default、Default\_value、Default\_period 其中之一；POL 表示政治关系变量，分别使用 POL1、POL2 其中之一。

为了检验假说 2，我们用制度变量与政治关系变量的交乘项来检验制度对政治关系违约效应的影响。回归模型如下：

$$\text{Default} = a_0 + a_1 \text{Pol} + a_2 \text{Inst} + a_3 \text{Pol} * \text{Inst} + a_4 \text{ROA} + a_5 \text{Ebitdebt} + a_6 \text{Intcov} + a_7 \text{Growth} + a_8 \text{Size} + \varepsilon \quad (2)$$

其中：Default 是借款违约虚拟变量，这里为了简便我们只使用了 Default 代表借款违约。Inst 代表制度虚拟变量，是 mkt dum、gvt dum、law dum 其中之一。因此方程 (2) 是 Logit 回归。

## （三）数据来源

本文的财务数据来源于 WIND 资讯，政府干预指数、市场化指数以及法治指数来源于樊刚、王小鲁、朱恒鹏的《中国市场化指数—各地区市场化相对进程 2006 年报告》。借款违约数据从年报披露的详细长期借款信息手工收集而成，政治关系数据参考深圳国泰安信息技

术有限公司开发的 CSMAR 数据库中“股本股东”详细披露的公司历任董事长和总经理以及各公司年报手工收集整理而成。

本文以 2003—2005 年沪深两市披露详细长期借款信息的民营上市公司为样本<sup>2</sup>。主要删除了长期借款详细信息不可得的公司，最后我们得到 158 个观测。

## 五 实证结果

### (一) 描述性统计

表 2 是关于政治关系的描述性统计，从政治关系的统计结果来看，当以 POL1 代表政治关系时，有政治关系的民营企业占总的民营企业的比例为 57.76%，当以 POL2 表示政治关系时，有政治关系的民营企业占总的民营企业的比例为 52.17%。这一比例略高于全体民营企业为样本时的政治关系比例。Bankrelation 是 POL1 与 POL2 定义中差异的部分，它并不等于 POL1 减去 POL2 的原因是，因为很多在银行部门任过职的高管也同时在政府部门任过职。

表 2 政治关系的描述性统计

	0		1	
	N	percent	N	percent
Pol1	68	42.24	93	57.76
Pol2	77	47.83	84	52.17
Bankrelation	137	85.09	24	14.91

POL1 和 POL2 的定义见表 1，bankrelation 代表公司是否有银行关系，是指公司的董事长或总经理曾经或现在在银行部门任过职的。

表 3 比较了有政治关系与无政治关系的企业在被解释变量和控制变量之间的差异。首先看政治关系用 POL1 表示，表 3 显示有政治关系的企业与无政治关系的企业在借款期限上存在显著差别，有政治关系的企业的平均借款期限为 2.01 年，而无政治关系的企业平均借款期限为 1.52 年。这说明利用政治关系为公司融资带来了便利，使得借款的期限更长。同时表 2 还显示有政治关系企业比无政治关系企业的借款更容易违约。无政治关系企业的借款违约的概率为 0.19，而有政治关系企业借款违约的概率达到了 0.32，是没有政治关系企业的 1.68 倍。在违约金额上，政治关系企业也大大超过了无政治关系企业，分别为 0.14 和 0.05，两者的差异在 1% 水平下显著。这意味着，对于有政治关系的企业，从银行借来的 100 块钱中，平均来讲有 14 块钱不能按时归还，而无政治关系企业则只有 5 块钱。从逾期时间上看，有政治关系的企业逾期的平均时间是 15 个月，而无政治关系的企业逾期时间只有 3.3 个月。两者的差异在统计上也是显著的。当政治关系用 POL2 表示时，结论大体上相同。在 term 和 Default\_period 的比较上虽然均值大小符合预期但统计上不显著。同时表 3 还显示，有政治关系的企业，在规模上稍大，而在成长性、盈利能力和偿债能力上稍差，但两者在控制变量上的差异在统计上并不显著。

表 3 单变量分析

	POL1=1	POL1=0	P 值	POL2=1	POL2=0	P 值
Default	0.323	0.191	0.028**	0.310	0.221	0.063*
Default_value	0.143	0.055	0.009***	0.151	0.057	0.008***
Default_period	15.075	3.324	0.005***	11.476	8.623	0.291
Ebitdebt	0.052	0.059	0.868	0.066	0.042	0.552

Intcov	4.819	8.033	0.475	5.625	6.728	0.789
Roa	3.374	4.455		3.453	4.301	
Growth	1.144	1.343	0.690	1.091	1.378	0.524
Size	20.907	20.752	0.244	20.900	20.778	0.343

其中，变量定义见表1。\*、\*\*和\*\*\*分别表示双尾显著性水平为10%、5%和1%，以下皆同。

## (二) 回归结果

表4列示了政治关系对借款违约的回归结果。模型(1)的因变量是借款违约虚拟变量，POL1的系数显著为正，即公司政治关系对借款违约有显著的影响，具有政治关系的企业更可能发生借款违约。模型(2)的因变量是借款违约的金额，POL1的系数在5%水平显著为正，表明有政治关系的企业相对于无政治关系的企业违约金额更高。模型(3)的因变量是借款逾期时间，POL1系数的符号在5%的水平显著为正，表明有政治关系的企业借款逾期的时间也更长。模型1—3的结果验证了我们的假说1，具有政治关系的企业更容易借款违约、借款违约金额更多、违约时间越长。模型4—6是用POL2表征政治关系，在模型(5)POL2系数在5%水平显著为正，表明具有政治关系的企业借款逾期违约金额越高，模型(4)和模型(6)中POL2系数为正但不显著。综上所述我们认为假说1得到了证实，具有政治关系的企业更容易借款违约。

表4 方程(1) 政治关系对借款违约影响的回归

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Default	Default	Default	Default	Default	Default
		_value	_period		_value	_period
POL1	0.122*	0.088**	12.082**			
	(0.069)	(0.039)	(5.294)			
POL2				0.091	0.098**	3.335
				(0.077)	(0.039)	(5.307)
Roa	0.001	0.001	-0.089	0.001	0.000	-0.057
	(0.003)	(0.002)	(0.245)	(0.004)	(0.002)	(0.249)
Ebitdebt	-0.470*	-0.190	-4.442	-0.485	-0.195	-6.866
	(0.279)	(0.159)	(21.349)	(0.366)	(0.158)	(21.663)
Intcov	-0.002	-0.000	-0.079	-0.002**	-0.000	-0.095
	(0.001)	(0.001)	(0.111)	(0.001)	(0.001)	(0.112)
Growth	-0.011	-0.012*	0.904	-0.011	-0.012*	0.838
	(0.012)	(0.007)	(0.917)	(0.010)	(0.007)	(0.933)
Size	-0.068	-0.061**	-2.174	-0.064	-0.059**	-1.708
	(0.046)	(0.026)	(3.484)	(0.052)	(0.026)	(3.533)
Constant	1.662*	1.362**	47.862	1.611	1.321**	43.874
	(0.953)	(0.540)	(72.818)	(1.101)	(0.537)	(73.958)
Observations	158	157	158	158	157	158
R-Squared	0.134	0.141	0.057	0.126	0.148	0.027

Default是借款违约虚拟变量；Default\_value是借款违约的金额；Default\_period是逾期时间；其他变量定义见表1。

表 5 考察了制度环境对政治关系的借款违约效应的影响。因为表 4 的结果表明政治关系对代表借款违约的三个变量都有显著影响，这里为了简便，我们只对是否违约 (Default) 这一变量进行分析。表 5 的第 1 列表明，市场化程度会降低政治关系企业借款违约的可能性。POL1\*Mkt dum 的符号为负，而且在 5% 水平上显著。市场化程度的提高会降低有政治关系企业贷款违约的概率是因为：首先，市场化程度越高，民营企业利用政治关系获得银行贷款的可能性越小 (余明桂和潘红波, 2008)，进而具有政治关系的民营企业借款违约的概率下降。其次，市场化程度的提高会直接影响具有政治关系企业违约的成本 (或后果)，市场化程度高的地区，银行的信贷决策也更加市场化，因此对具有政治性关系企业的违约行为的惩罚会更加严格，最终导致政治性关系企业的违约概率下降。在第 2 列和第 3 列，我们用政府干预程度和法制化指数替代市场化程度，结果发现，POL1\*Gvt dum 和 POL1\*Lawdum 交乘项的符号仍为负，但不在显著。表 3 的第 4 到第 5 列，我们用 POL2 定义政治关系，结果显示 POL2\*Mkt dum、POL2\*Gvt dum 交乘项的符号为负，而且在 5% 的水平上高度显著。但 POL2\*Lawdum 交乘项不显著。Lawdum 的交乘项在两种情况下与 mkt dum 和 gvt dum 出现不一致的情况，可能与本文所采用的法制化指数的衡量有关系，因为它只是用“律师人口占当地总人口的比例”较粗略地替代法制化水平。综上所述表 5 的发现证实了假说 2

表 5 方程 (2) 制度环境对政治关系的借款违约效应的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
POL1	0.319** (0.123)	0.271** (0.123)	0.253* (0.133)			
POL2				0.300** (0.121)	0.312*** (0.117)	0.188 (0.130)
POL1*Mkt dum	-0.310** (0.155)					
POL1*Gvt dum		-0.237 (0.153)				
POL1*Lawdum			-0.191 (0.160)			
POL2*Mkt dum				-0.336** (0.153)		
POL2*Gvt dum					-0.352** (0.148)	
POL2*Lawdum						-0.147 (0.157)
Mkt dum	0.163 (0.123)			0.159 (0.116)		
Gvt dum		0.085 (0.121)			0.131 (0.111)	
Lawdum			0.094 (0.127)			0.055 (0.120)
Roa	0.002 (0.003)	0.002 (0.003)	0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	0.002 (0.003)	0.001 (0.003)

Ebitdebt	-0.509*	-0.512*	-0.493*	-0.506*	-0.550**	-0.492*
	(0.278)	(0.279)	(0.280)	(0.278)	(0.277)	(0.281)
Intcov	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Growth	-0.012	-0.011	-0.013	-0.012	-0.012	-0.012
	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)	(0.012)
Size	-0.045	-0.061	-0.056	-0.033	-0.044	-0.054
	(0.047)	(0.046)	(0.047)	(0.047)	(0.046)	(0.047)
Constant	1.088	1.461	1.353	0.845	1.108	1.375
	(0.990)	(0.979)	(0.988)	(1.012)	(0.987)	(0.988)
Observations	158	158	158	158	158	158
R-Squared	0.158	0.152	0.143	0.156	0.164	0.132

因变量为借款违约虚拟变量 (Default), 其他变量定义见表 1。

## 六 结论

文章以 2003—2005 年沪深两市披露详细长期借款信息的民营上市公司为样本, 研究了民营企业政治关系和企业借款违约之间的关系。研究表明具有政治关系的民营企业更容易发生借款违约、借款违约金额更大、借款逾期时间更长。制度环境对于政治关系和借款违约之间的关系有一定影响。在市场化程度低、政府干预较强的地区政治关系和借款违约的关系更强。这说明政治关系对资源配置的作用受到了地区制度环境的影响。

文章的发现对于解释为何民营企业热衷于建立政治关系提供了一定的经验证据。民营企业是在市场机制不完善的环境中发展起来的, 与国有企业相比民营企业在发展中获取的资源更少, 得到的保障更低。这影响了民营企业的成长, 而政治关系这种社会资源在一定程度上有助于民营企业获取发展所需的资源。我们的研究也证实了民营企业通过政治关系达到借款违约的目的, 从而获取低成本的资本成本。而通过建立有效率的市场机制、引入公平的游戏规则、提升地区市场化水平、减少政府干预和提高法制程度等, 可以为民营企业的发展创立一个更良好的发展环境, 在这一环境中民营企业可以获得公平的待遇、更好的发展。因此建立政治关系所带来的收益也降低, 或者说政治关系给民营企业发展带来的好处也下降。我们的研究为了解民营企业政治关系建立的动因和后果、制度环境对资本配置的影响做出了有力的补充。

### 参考文献:

- [1] Adhikari, A., C. Derashid, and H. Zhang. Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006, 25(5): 574-595.
- [2] Ball, R., S. Kothari, and Robin, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2000, 29(1): 1-51.
- [3] Chen, J., Z. Li, and X. Su. Rent seeking incentives, political connections and organizational structure: Empirical evidence from listed family firms in China [J]. Working Paper, 2005
- [4] Faccio, M. Politically connected firms [J]. *The American economic review*, 2006, 96(1): 369-386.
- [5] Faccio, M., R. Masulis, and J. McConnell. Political connections and corporate bailouts [J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6): 2597-2635.
- [6] Fan, J., T. Wong, and T. Zhang. Organizational structure as a decentralization device: Evidence from corporate pyramids [J]. Working Paper, 2007



- [7] Fan, J., T. Wong, and T. Zhang. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms [J]. *Journal of financial economics*,2007,84(2): 330-357.
- [8] Firth, M., C. Lin, P. Liu, and S. Wong. Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector [J]. *Journal of Banking & Finance*,2009,33(6): 1144-1155.
- [9] Fisman, R. Estimating the value of political connections [J]. *American Economic Review*,2001,91(4): 1095-1102.
- [10] Johnson, S., and T. Mitton. Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia [J]. *Journal of financial economics*,2003,67(2): 351-382.
- [11] Khwaja, A., and A. Mian. Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market\* [J]. *The Quarterly Journal of Economics*,2005,120(4): 1371-1411.
- [12] Leuz, C., and F. Oberholzer-Gee. Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia [J]. *Journal of financial economics*,2006,81(2): 411-439.
- [13] Li, H., L. Meng, Q. Wang, and L. Zhou. Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms [J]. *Journal of Development Economics*,2008,87(2): 283-299.
- [14] Shleifer, A., and R. Vishny. Politicians and firms [J]. *The Quarterly Journal of Economics*,1994,109(4): 995-1025.
- [15] 陈冬华. 地方政府、公司治理与补贴收入——来自我国证券市场的经验证据 [J]. *财经研究*, 2003, 29(9): 5-12.
- [16] 孙铮, 刘凤委, and 李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的检验证据 [J]. *经济研究*, 2005, 52-63
- [17] 余明桂, and 潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业贷款 [J]. *管理世界*, 2008, 8): 9-21.

## **Political Connection and Loan Contract Default: Empirical Evidence from the Chinese Private Enterprise**

Ye Fei-teng

(Shanghai Lixin University of Commerce, Shanghai, 201620)

**Abstract:** Based on the detailed long term loan contract information disclosed by 99 private listed firm, this paper studies the relationship between political connection and loan contract default. Our findings show that private firm with political connection are more likely in contract default compared with private firm without political connection in terms of default possibility, default mount and default period. Fourthmore, this phenonmenan is more significant in area with lower marketlization and more government intervention.

**Key Words:** political connection; loan contract default; institution environment; private enterprise

---

<sup>1</sup> 比如, 董事长或总经理曾担任过四大国有银行某分行的行长或信贷部主任等等。

<sup>2</sup> 长期借款的详细信息主要包括: 每一笔长期借款的类别、长期借款的金额、长期借款的起始日和到期日、以及长期借款的利率。