政治关联对企业成长及风险承担的影响分析

谢赤, 殷大刚

(湖南大学工商管理学院, 湖南省长沙市, 410082)

摘要: 本文对政治关联、企业成长与风险承担之间的关系进行理论分析, 并以 2010 年至 2013 年中国民营上市企业的数据为样本, 运用多元回归分析方法, 实证研究了政治关联对企业成长及风险承担的影响。结果发现, 政治关联对企业成长具有显著的、负向的影响, 表明企业的政治关联不利于企业成长; 政治关联对企业承担的风险具有显著的、正向的影响, 即政治关联企业在成长过程中承担的风险要比非政治关联企业大。

关键词: 政治关联 企业成长 风险承担 民营上市企业

中图分类号: F276.5 **文献标识码:** A

一、引言

目前, 中国正处于经济转轨、社会转型的特殊历史时期, 政府职能正在逐渐转换, 但是由于我国市场经济制度还不完善, 政府仍然扮演着资源分配者的角色, 对市场的管制强度和企业经济活动的干预力度很大, 于是企业往往会寻求与政府建立“政治关联”, 以获得更多的政策信息和社会资源。

所谓政治关联, 是指人们在社会生活中基于特定的利益要求而形成的、以政治强制力量和权利分配为特征的社会关系, 主要包括企业高管曾在政府部门任职以及通过选举等形式建立的与政府间的利益关系。对于中国民营企业, 政治关联主要是指企业通过政治参与而形成的关系, 如民营企业聘请前任政府官员担任董事会成员, 或者民营企业的高管当选为人大代表、政协委员而具有参政议政的权力。政治关联在法律层面上是完全合法的, 而且在法律制度不完善的新兴市场与发展中国家, 政治关联作为一种广泛存在的非正式机制, 对企业的经营和成长过程产生着越来越重要的影响。

中国民营经济在改革开放以来的三十多年间持续高速增长, 民营企业为了赢得生存发展空间, 通常会通过企业家参与政治生活等方式与政府形成各种显性或者隐性的关系。政治关联对民营企业业绩及其成长的影响引起了管理学和经济学学者的长期关注和讨论。一些研究表明, 政治关联可以作为一种替代性的非正式机制给企业, 特别是民营企业带来融资便利、降低融资成本、获取税收优惠以及改善经营绩效等诸多明显的好处^[1~3]。另有一些学者认为政治关联企业承担了更多的社会“义务”, 其盈利能力和企业价值低于非政治关联企业^[4,5]。现有文献对这一问题研究结论的不一致性, 促使我们对其进行深入的探讨。

企业在复杂的环境中生存和发展总要面临各种风险。高层管理者是决定企业发展的核心因素, 企业是否愿意承担风险以及风险承担的程度取决于管理者的风险偏好。那么, 管理者花费时间和金钱建立政治联系这样一种有价值的资源会不会使管理者为了追求超额利润而承担更大的市场风险呢? 鉴于此, 本文还分析了政治关联对公司风险承担的影响, 以检验政

治关联作为一种替代性的非正式机制是否能够得到市场的认可。

二、理论分析与研究假设

(一) 政治关联与企业成长

从Krueger探讨印度和土耳其的企业家通过“寻租”与政府官员建立关系，以期给企业带来利益开始，政治关联与企业绩效之间的关系主要存在两种相互竞争的观点：“关系”观和“干预”观^[6]。“关系”观点认为，政治关联是企业主动与政府建立的一种关系，可以作为不完善的制度环境下的有效替代机制，从而提高公司业绩。“干预”观点则将企业的政治关联视为政府干预企业的手段，其增加了企业的政策性负担，同时企业为了建立政治关联需要付出大量时间和金钱。这些都会降低企业的业绩，不利于企业成长。

1. “关系”观点

在此观点下，学者们往往得出政治关联对企业有利的结论。Faccio来自 42 个国家的企业为样本进行分析，发现具有政治关联的企业市场影响力、债务比率明显高于非政治关联企业，而且能够获得较高的税收优惠^[4]。Chiu和Sung对韩国企业的研究发现，政治关联企业能够获得比非政治关联企业更多的银行贷款^[7]。Faccio对不同国家的分析得出，企业的价值在建立政治关联后明显上升，而且企业在陷入财务困境后更容易获得政府的帮助^[8]。政治关联确实在企业发展过程中发挥着其特有的作用。

作为一个从计划经济转轨到市场经济的发展中国家，中国也有大量的上市公司高管具有政治背景，以企业政治关联为主题的研究近年也逐渐兴起。吴文锋、吴冲锋和芮萌研究表明，高管具有政府背景的公司所得税税率上要显著低于高管没有政府背景的公司^[9]。张敏和黄继承则认为，政治关联企业更容易进入政府管制的行业，达到多元化经营的目的^[10]。曾萍和宋铁波对珠三角地区 166 家企业的研究发现，对于非知识密集型企业，政治关联可以通过促进组织学习和提升企业动态能力而间接地提高绩效水平^[11]。基于上述分析，本文提出：

假设 1：政治关联能提高民营企业的经营绩效，有利于企业成长。

2. “干预”观点

在此观点下，政府通过政治关联作为手段对企业进行干预，会增加企业的政策性负担，对企业的经营绩效和内部治理产生不利影响。Vickers和Yarrow发现，政府干预使得企业的内部监督和激励结构较差，会降低经营绩效^[12]。Shleifer和Vishny则认为，政府干预会干扰管理者的决策过程，导致企业目标混乱，这是政府干预使得企业效率低下的主要原因^[13]。Claessens, Feijen和Leaven认为，政治关联企业需要承受政策性负担而存在较多的非效率投资，从而导致政治关联企业的Tobin Q低于非政治关联企业^[5]。Fan, Wong和Zhang考察了中国上市企业IPO前后的业绩变化，发现政治关联企业IPO之后的会计业绩和股价表现均比其它企业要差^[14]。吴文锋、吴冲锋和刘晓薇实证分析了高管的政府背景与企业价值之间的关系，发现高管具有政府背景整体上并没有影响公司价值^[15]。

基于上述分析，本文提出：

假设 2：政治关联会降低民营企业的经营绩效，不利于企业成长。

(二) 政治关联与风险承担

目前，关于政治关联对企业风险承担的影响的文献还比较少。Fisman证实了政治关联企业能获得更多的银行贷款、税收优惠，从而占有更大的市场份额，应对外部环境变化的能力也更强^[1]。张敏和黄继承通过对中国证券市场的研究发现，政治关联能够显著降低企业在多元化过程中面临的股票市场风险^[10]。马永强和孟子平在研究企业风险缓冲与政府政策选择

时提出, 高管人员良好的政治背景可能会增强企业的风险承担能力^[17]。基于上述分析, 本文提出:

假设 3: 政治关联能降低企业成长过程中所承担的风险。

但是, Faccio 曾经指出, 政治关联企业中的高层管理者并不一定是有能力的企业家。尽管政治关联企业能获得更多的银行贷款、税收优惠和政府财务补助, 但管理者很可能会因为能获得大量贷款而进行盲目或者过度的负债融资, 债务比率过高导致企业承担的财务风险加大, 进而影响企业的总体风险^[4]。同时, 由于中国特有的制度环境, 政府有动机也有能力干预企业的经营活动, 使得企业必须要承担政府的社会性职能, Claessens, Feijen 和 Leaven 认为, 政治关联企业因为要承受政策性负担而存在着较多的非效率投资, 这种政策性负担会使企业经营活动在一定程度上偏离价值最大化的目标, 进而加大企业的经营风险^[5]。基于上述在两种观点下的分析, 本文提出:

假设 4: 政治关联会加大企业成长过程中所承担的风险。

三、实证研究设计

(一) 政治关联的界定与度量

目前的研究对于如何衡量政治关联还没有一致的标准, 以高管特征为基础的虚拟变量法已成为衡量政治关联的最主要的方法, 当企业高管中至少有一位曾经或者现在担任政府官员, 则认为该企业具有政治关联。对于中国企业来说, 董事长和总经理往往对企业的经营决策起着决定性的影响, 同时结合民营企业家族控制的特点, 我们采用以下标准定义政治关联: 董事长、总经理以及实际控制人中至少有一位曾任或现任政府官员、人大代表或者政协委员, 该企业就属于政治关联企业。

(二) 样本选择与数据来源

本文选取 2010 年 1 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日在沪深两市交易的 A 股非金融类民营上市公司作为样本进行研究, 并按照以下标准对进行筛选: (1) 剔除了通过股权转让转变为民营企业的样本, 只包括了直接上市的民营企业; (2) 剔除 ST 和 PT 的公司样本; (3) 剔除信息披露不详和数据有缺失的企业。本文使用的财务数据来源于国泰安数据库, 有关政治联系的数据是通过阅读巨潮资讯网披露的公司年报, 手工整理获得的。

经过筛选后, 我们得到了 2213 个样本企业, 其中有 1091 个样本属于政治关联企业, 占有的比重高达 49.30%, 从各年的数据来看, 2010 年到 2013 年政治关联企业的比例基本上维持在 50% 左右, 表明政治关联在我国民营企业中是一个比较普遍的现象。

(三) 模型设定与变量定义

本文将运用多元回归方法来检验政治关联与企业成长以及风险承担之间的关系。为了验证假设 1 和假设 2, 将待检验的回归模型设定为:

$$Growth = \alpha_0 + \alpha_1 Pol + \alpha_2 ProR + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Size + \sum_{i=1}^4 \alpha_i Year_i + \sum_{j=1}^{11} \alpha_j Ind_j + \varepsilon \quad (1)$$

其中, *Growth* 为企业成长变量, 本文年营业收入增长率作为企业成长性的衡量指标, 该指标的值越大, 表示企业的成长性越好。 *Pol* 为政治关联变量, 本文采用虚拟变量法, 即当企业具有政治关联时, 政治关联变量的值为 1, 否则为 0。此外, 模型中还控制了其他一些对企业成长有影响的变量。 *ProR* 表示企业的营业利润率, 营业利润率高意味着企业可以获得充足的资金, 有助于促进企业的成长。 *Lev* 为资产负债率, 用总负债与总资产的比值表示, 企业保持适度的负债比率有利于企业提升业绩。 *Size* 为企业规模, 用总资产的自然对数

表示，一般说来，企业规模越大，资源就越充足，越能更快更好地成长。变量的具体含义如表 2 所示。

为了验证假设 3 和假设 4，将回归模型设定为：

$$Beta = \beta_0 + \beta_1 Pol + \beta_2 ROA + \beta_3 Tobin'Q + \beta_4 Lev + \beta_5 Size + \sum_{j=1}^4 \beta_j Year_j + \eta \quad (2)$$

Beta 为企业风险承担变量，用年度贝塔系数表示，该指标的值越大，企业承担的风险就越大，该指标直接取自 CSMAR 数据库。变量 *Pol*、*Lev* 和 *Size* 的含义与模型(1)相同。*ROA* 为企业的总资产收益率，用净利润与总资产的比值表示，衡量企业的盈利能力，盈利能力越强，企业承担的风险越低。*Tobin'Q* 是指资本的市场价值与其重置成本之比，*Tobin'Q* 值越大，企业承担的风险越低。变量的具体含义如表 1 所示。

表 1 主要变量的定义

变量名称	符号	变量定义
企业成长	Growth	年营业收入增长率
风险承担	Beta	企业年度贝塔系数
政治关联	Pol	如果企业具有政治关联，取值 1；否则取值 0
营业利润率	ProR	营业利润/营业收入
资产负债率	Lev	总负债/总资产
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
总资产收益率	ROA	净利润/总资产
托宾 Q 值	Tobin'Q	市场价值/重置成本
年度变量	Year	年度的虚拟变量
行业特征	Ind	行业的虚拟变量，将样本公司划分为 12 大行业（不包括金融保险业）

四、实证结果和分析

(一) 描述性统计特征

表 2 数据显示，在全部 2213 家样本企业中，企业的年平均营业收入增长率为 58.14%，表明我国民营企业的成长性较好。从 Beta 来看，企业之间的差异较大，但是平均值接近于 1，表明中国民营上市企业承担的股票市场风险并不大。而拥有政治关联的企业占比为 49.40%，可见民营上市企业建立政治关联的现象较为普遍。此外，企业的平均营业利润率为 11.19%，平均资产负债率为 37.68%，企业规模的平均值为 21.2994，平均总资产收益率 (ROA) 为 5.46%，Tobin'Q 平均值为 2.0176，但这些指标在不同样本之间差异较大。

表 2 主要财务指标描述性统计

变量	平均值	最大值	最小值	标准差	观察值
Growth	0.5814	168.9826	-2.4255	5.3586	2213
Beta	1.0229	1.9000	0.2300	0.2692	2213
Political	0.4940	1.0000	0.0000	0.5001	2213
Profit R	0.1119	1.7322	-3.1874	0.1571	2213
Lev	0.3768	0.9403	0.0071	0.1942	2213
Size	21.2994	25.4003	19.0208	0.9386	2213
ROA	0.0546	0.3739	-0.4366	0.0529	2213
Tobin'Q	2.0176	12.0820	0.4395	1.2446	2213

(二) 实证检验结果及其分析

1. 政治关联与企业成长(营业收入增长率)的回归结果

表 3 列出了对模型(1)进行回归得到的结果。模型整体上显著(F 值的显著性水平为 0.0000), 政治关联虚拟变量(*Pol*)的回归系数为-0.0641, 且在 5%水平上显著, 说明政治关联与企业成长负相关, 验证了研究假设 2, 支持了政治关联的“干预”观点。

在控制变量的回归结果方面, *Size* 的符号为负, 与预期不符, 表明企业的规模对企业成长的影响不大。*Lev* 的回归系数显著为正, 与预期一致, 表明民营上市企业保持较高的资产负债率, 对企业成长有促进作用。*ProR* 的回归系数也显著为正, 符合预期, 企业的营业利润率越高, 成长性越好。

2. 政治关联与风险承担(贝塔系数)的回归结果

表 4 报告了模型(2)回归分析得到的结果。模型整体上也显著(F 值的显著性水平为 0.0000), 政治关联虚拟变量(*Pol*)的回归系数为 0.0263, 且在 5%水平上显著, 验证了研究假设 3, 说明政治关联企业承担的市场风险要大于非政治关联企业。

从控制变量的回归结果来看, *Size* 和 Tobin'Q 的回归结果为负, 但是不显著。*Lev* 的回归系数显著为正, 与预期一致, 表明企业的资产负债率越高, 承担的股票市场风险越大。*ROA* 的回归系数显著为负, 符合预期结果, 表明企业的总资产收益率越高, 风险越小。

表 3 政治关联与企业成长的回归结果(因变量为营业收入增长率 *Growth*)

变 量	系数	P 值
常数项	0.7024***	0.0000
<i>Pol</i>	-0.0641**	0.0195
<i>Size</i>	-0.0278	0.1447
<i>Lev</i>	0.0862**	0.0117
<i>ProR</i>	0.3819***	0.0000
<i>Year</i>	YES	YES
<i>Ind</i>	YES	YES
F 检验	26.26***	0.0000
调整R ²	0.1772	
样本量	2213	

表 4 政治关联与市场风险承担的回归结果 (因变量为风险承担 *Beta*)

变 量	系数	P 值
常数项	1.1374***	0.0000
<i>Pol</i>	0.0263**	0.0355
<i>Size</i>	-0.0059	0.4681
<i>Lev</i>	0.1328***	0.0008
<i>ROA</i>	-0.8866***	0.0000
Tobin'Q	-0.0018	0.7466
<i>Year</i>	YES	YES
<i>Ind</i>	YES	YES
F 检验	16.7663***	0.0000
调整R ²	0.0500	
样本量	2213	

注: *, **, ***分别表示在 10%, 5%, 1%置信水平下显著。

五、结论

随着中国民营经济的迅猛发展, 众多学者开始关注和研究民营企业。在中国特定的制度

环境下,不能单纯地从企业特征层面研究民营企业,政治关联对于民营企业的成长与发展来说非常重要,有时甚至起着决定性的作用。基于上述原因,本文从理论和实证两方面分析了政治关联对企业成长及风险承担的影响。研究表明,政治关联与企业成长之间呈显著负相关关系,表明企业的政治关联会限制企业成长;政治关联与企业风险承担之间呈显著正相关关系,表明企业在成长过程中承担的风险要比非政治关联企业大。

本文的研究贡献在于:首先,现有研究主要关注政治关联对企业绩效的影响,而企业成长更关注企业经营绩效的增长性,是衡量企业绩效的一个动态概念。我们选择企业成长和 risk 承担作为研究对象,丰富了政企关系方面的文献,同时为研究公司 risk 承担的影响因素提供了一个新的视角;其次,基于民营企业家族控制的特点,本文不光从高管角度对企业的政治关联进行了全面的衡量,还从实际控制人的角度分析了民营企业的政治关联。

本文的现实意义在于:政治关联具有“双刃剑”效应,尽管民营企业建立政治关联的现象广泛存在,国内外一些研究也证实了政治关联会给企业带来利益,但是这些研究没有考虑到民营企业为了建立政治关联可能要付出的寻租成本以及政府通过政治关联对企业进行的干预,这种寻租成本和干预会损害企业的经营效率甚至降低企业的价值,不利于企业成长。所以,民营企业在自身发展的过程中,没有必要盲目地追求政治关联。

参考文献

- [1] Fisman R. Estimating the Value of Political Connections[J]. American Economic Review, 2001(91): 1095-1102.
- [2] Goldman E, Rocholl J. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value[R]. Working Paper, 2006.
- [3] Boubakri N, Cosset J and Saffar W. Political Connections of Newly Privatized Firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2008(14): 654-673.
- [4] Faccio M. Politically-Connected Firms: Can They Squeeze the State?[R]. Working Paper, 2002.
- [5] Claessens S, Feijen E, Leaven L. Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions[R]. Working Paper, 2006.
- [6] Krueger A. The Political Economy of the Rent-seeking Society[J]. American Economic Review, 1974, 3(64): 291-303.
- [7] Chiu M M, Sung W J. Loans to Distressed Firms: Political Connections, Related Lending, Business Group Affiliations, and Bank Governance[R]. Working Paper, 2004.
- [8] Faccio M. Politically-Connected Firms [J]. American Economic Review, 2006, 96(1): 369-386.
- [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, (3): 134-142.
- [10] 张敏, 黄继承. 政治关联、多元化与企业风险[J]. 管理世界, 2009, (7): 156-164.

- [11] 曾萍, 宋铁波. 政治关系与组织绩效的关系研究[J]. 管理学报, 2012, 9(3): 364-370.
- [12] Vickers J, Yarrow G. Economic Perspectives on Privatization[J]. The Journal of Economic Perspectives, 1991, 2(5): 111-132.
- [13] Shleifer A, Vishny R. Politician and Firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 995-1025.
- [14] Fan J P H, Wong T J and Zhang T. 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.
- [15] 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[J]. 经济研究, 2008, (7): 130-141.
- [16] 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, (8): 9-21.
- [17] 马永强, 孟子平. 金融危机冲击、企业风险缓冲与政府政策选择[J]. 会计研究, 2009, (7): 50-56.

Political Relations, Enterprise Growth and Risk Taking —Empirical Evidence From Private Listed Enterprises of China

XIE Chi, YIN Da-gang

(College of Business Administration, Hunan University, Changsha 410082)

Abstract: Proceed from the background of economic transition and institutional environment of China, this paper analyzes the relevance of political relations, enterprise growth and risk taking in theory. Meanwhile, this paper empirically examines the effect of political relations on the enterprise growth and risk taking based on the experimental data from 2010 to 2013 of Chinese private listed enterprises through multiple regression analysis. The empirical results show that political relations has a significant negative influence on the enterprise growth, that is to say, political relations conducive to enterprise growth. And political relations has a significant positive influence on the risk taking of enterprise, suggesting that the enterprises with political relations take greater risks in the growth process than their non-connection peers.

Keywords: Political Relations; Enterprise Growth; Risk Taking; Private Listed Enterprises

作者简介 (可选): 谢赤, 男, 湖南大学工商管理学院教授, 博士生导师。研究方向: 公司治理

殷大刚, 男, 湖南大学工商管理学院硕士研究生。研究方向: 公司治理