

# 政治联系、公司治理与企业价值的研究综述

严继超(博士) 刘瑞涵(教授)

(北京农学院经济管理学院 北京 102206)

**【摘要】** 本文通过对1990~2011年29篇相关文献的归纳分析后发现:①政治联系可以划分为两个大类14个子类进行指标设定与测度。②政治联系与企业价值存在三种关系,即政治联系产生收益、收益与损失并存、产生损失,绝大部分的实证支持政治联系产生收益这一观点。③政治联系对公司治理的影响目前主要集中在四个方面:即政治联系降低会计信息披露质量、增长企业有政治背景董事数量、促进企业多元化、降低CEO报酬。

**【关键词】** 政治联系 公司治理 企业价值

同股权、现金流量权和投资者保护等正式制度安排相比,政治联系作为一种非正式制度安排,对于公司治理和企业价值具有极其重要的影响。公司的股东、董事会、监事会、经理层通过建立政治联系来获取各种经济上的收益与政治上的收益,在获取各种收益的同时,也要为这种关系付出建立和维系成本,当这种成本远大于收益时就会与股东利益企业价值发生明显的冲突,这使得政治联系、公司治理与企业价值之间的关系变得更加复杂。2003年Faccio的政治联系研究范式取得了开创性的突破。

## 一、政治联系的理论基础

**1. 企业社会资本理论。**“社会资本”的概念首先由Loury(1977)在经济领域提出,Burt(1992)将社会资本概念引入了企业,认为企业的社会资本是企业内部和企业间存在的各种关系。边燕杰和丘海雄(2000)认为企业的社会资本就是企业通过纵向联系、横向联系和社会联系摄取稀缺资源的一种能力。周小虎(2005)认为社会资本是企业的一种战略资源。尽管社会资本还没有统一的概念,但归纳起来看它有两个特征,一是它本身是一种资源,能够创造价值,二是它是一种能力,能够获取资源。因此,政治联系属于企业社会资本的范畴。

**2. 寻租、创租与抽租理论。**Tullock(1967)提出了寻租理论的思想,Krueger(1974)正式提出了寻租的概念,即个人或组织耗费稀缺资源,通过控制或影响资源分配的管治者,攫取一种额外的利益或好处的行为,这种额外的利益或好处是一种人为创造的财产的转移。寻租产生往往与政府干预的特权有关,寻租产生的条件是存在限制市场进入或市场竞争的制度或政策。McChesney(1987)提出政治创租和抽租概念,创租指政客们利用行政手段人为增加企业的利润,并诱使企业家们向他们行贿以获得这

种好处,“抽租”指政客们以提出会损及企业家利益的政策作要挟,敲企业家们的“竹杠”,从他们的既得利益中抽取一块为自己所用。从寻租发展到创租和抽租,意味着权力资本形成。企业通过构建政治联系进行寻租,政府(或官员)为实现自身目标进行创租和抽租。

**3. 无为之手、扶持之手与掠夺之手理论。**Smith在自由竞争理论基础之上,提出了“无为之手”模型,认为无需任何政府,自由竞争的市场可以使得社会福利最大化;Keynes在福利经济学基础之上,提出了“扶持之手”模型,认为政府的目标是追求社会福利的最大化,面对普遍的市场失灵,政府干预是必不可少的;Shleifer和Vishny(1998)在公共选择学派和制度经济学基础上,提出了“掠夺之手”模型,认为政治家们的目标并不是社会福利的最大化,而是追求自己的私利,掠夺之手又分为政府掠夺、政府官员掠夺、私人通过政府授权进行掠夺。Frye和Shleifer(1997)对三者在法律环境、监管环境做了明确区分。

表1 转轨时期政府的作用

模式	法律环境	监管环境
无为之手	政府不是处于法律之上;政府用其权力提供最小限度的公共产品;法院执行契约	政府遵循监管,监管最小化;低腐败
扶持之手	政府处于法律之上;政府用其权力扶持商业;政府官员执行契约	政府积极的监管促进一些商业发展;有组织的腐败
掠夺之手	政府处于法律之上;政府用其权力榨取租金;法律系统失效;黑社会取代了政府来执行契约	掠夺式的监管;无组织的腐败

对于大多数国家而言,政府是无为之手、扶持之手、掠夺之手三种模式的混合。政治联系能为企业获利,即是政府“扶持之手”发挥作用,政治联系的维持需要付出一定成本,即是政府“掠夺之手”发挥作用。

4. 礼物交换理论。Choi 和 Thum(2009)认为,公司和专制政权的政治联系公开地出现在很多发展中的经济体。在政治联系公司与政府之间存在礼物交换,政府通过强迫政治联系的企业支持政府并发挥其稳定社会的效果进行寻租,作为回报,政治联系的公司获得了进入有利可图的市场并从政权敲诈中豁免。Chen、Li、Su 和 Sun(2011)认为在一些经济缺乏市场导向的地区和当地政府对配置经济资源有自由裁量权的地区,公司更可能建立政治联系。政府官员寻租动机的存在刺激了私有公司通过政治联系寻求替代的安全保障。

5. 企业家参政理论。李宝梁(2001)认为从政治参与主体的行为上看,私营企业主的政治参与过程,实际上是在超经济强制下不断寻求关系性合意的过程。通过与政治系统及其官员的个别接触来求得个人参与目的的实现,这既是参与主体所追求和期待的,同时在经济上也是合算的。民营企业企业家参政需求呈倒U形状,即企业家的参政热情在达到一定的程度以后会趋于消退。

## 二、政治联系的定义与分类

1. 政治联系定义。Roberts(1990)首次提出政治联系的概念,即政治联系为公司对政治家竞选进行捐助。而 Faccio 和 Parsley(2006)认为政治联系体现为公司全部处于政治家的家乡,Ferguson 和 Voth(2008)认为政治联系体现为公司对政党的支持。相较而言,Faccio(2003)对政治联系的定义比较全面,即政治联系是公司的大股东(即直接或间接控制了至少10%的表决权)或者董事(即CEO、总裁、副总裁或秘书)是议会或国会成员、或者是部长(包括首相)、或者是国家元首(即独裁者、总统、国王或者王后)、或者与高级政客有亲密联系。Faccio 于2010年又对以上定义做了补充和完善。

2. 政治联系的分类型与测度指标。Faccio(2006)将政治联系划分为两种主要类型,一种是政治家成为公司董事或股东,另一种是企业股东或董事通过竞选成为政治家。前者属于被动政治联系,或者属于主动政治联系,结合政治联系的定义,本研究将政治联系的分类型归纳为下表所示的两大类14子类,这也是政治联系直接测度指标。

表 2 政治联系的分类型

大 类	子 类
直接政治联系	主动政治联系 ①大股东竞选成为官员;②董事竞选成为官员;③总经理竞选成为官员
	被动政治联系 ④官员投资成为大股东;⑤官员被委任成为董事;⑥官员被委任为总经理
间接政治联系	⑦大股东、董事、总经理的朋友是官员;⑧公司与前任官员有联系;⑨公司前任大股东、董事、总经理进入政界;⑩公司与国外政治家有联系;⑪公司对政治家竞选捐助;⑫公司总部处于政治家的故乡;⑬公司对政党的支持;⑭其他

## 三、政治联系与企业价值的关系

政治联系与企业价值大致存在三种主要关系:①政治联系产生收益,包括提升企业绩效或企业价值;使企业获得了低税率、延期贷款;使企业获得政府补贴、政府救助和生存能力。②政治联系产生收益与损失并存。③政治联系产生损失,即降低企业绩效或企业价值。

### 1. 政治联系产生收益。

(1)政治联系提升企业绩效或企业价值。Roberts(1990)采用事件研究法,研究了美国某议员成功竞选与死亡对与其有联系的企业价值的影响。结果发现在该议员竞选成功消息发布后公司股票价格显著上升,在该议员死亡消息发布后公司股票价格显著下降。

Fisman(2001)选取了印尼79家与苏哈托总统有政治联系的公司,采用1995~1997年的数据,研究公司股票价格与总统健康状况的关系。结果发现,总统健康的不利消息会影响公司股票价值下降。

Choi 和 Zhou(2001)调查了中国1993年1440家私营企业,研究国家政策影响干部和私有企业之间的交互作用。结果表明,私营企业合法化导致了干部政治权力与企业家经济权利的渗透,从而使得企业家政治联系的价值明显增长。

Faccio(2006)采用47个国家2001~2003年20202个公司数据样本,研究政治联系与股票价值的关系。研究发现,绝大多数国家的公司都存在着政治联系,在高腐败、施加外资限制的国家政治联系更加普遍,而在政治利益冲突受到苛刻限制的国家并不普遍。不同的政治联系具有不同的价值,对于委任官员进入公司董事会并没有显著增长企业价值,这和De Soto(1989)、Shleifer 和 Vishny(1994)的研究是一致的。

Bunkanwanicha 和 Wiwattanakantang(2006)以泰国总理2001年第一次任命为事件窗口,分析泰国政治联系与公司股票价值的关系。研究发现,企业大亨获胜胜利成为国家领导人(总理或内阁)后,这些企业大亨所拥有的企业股票价格在随后的两年都在持续的上升。

Claessens、Feijen 和 Laeven(2008)采用了巴西1998年、2002年540家公司的样本数据,研究公司对联邦代表竞选捐助与企业价值之间的关系,结果发现,在样本期内提供竞选捐助的公司比非捐助公司表现出较高的股票回报。在每次选举后,提供捐助的公司增长了大量银行融资。

Li、Meng、Wang 和 Zhou(2008)采用中国2002年3258家私有公司的中的2324个有效观测值,研究政治联系与企业绩效的关系。结果表明,在控制了人力资本等相关变量后,私营企业家党员身份正向影响其企业价值,有助于私营企业家从银行或其他国家机构获得了贷款。

Ferguson 和 Voth(2008)采用德国1933年的789家公

司为样本,研究政治联系与股票回报率的关系。研究发现,有政治联系的公司表现出了高的股票回报率,高出非政治联系的公司5%~8%。

Goldman、Rocholl和So(2009)采用美国标准普尔500家公司1996~2000年手工数据,研究了董事会成员政治联系与企业价值的关系。研究发现,有政治关联的个人被任命进入董事会的公告发布后,公司出现了正的异常股票回报率。

Francis、Hasan、和Sun(2009)采用中国1994~1999年423家IPO公司数据,研究董事会的政治联系与股票发行价格的关系。结果表明,具有政治联系的发行公司在上市过程中获得了显著的优先收益。无论产权性质如何,在较强的政治联系的公司具有相对较高的发行价格、较低的抑价、上市过程中较低的固定成本。

Wong(2010)采用了香港2003~2008年公司样本非平衡面板数据,研究股东和董事兼任选举委员会成员的政治联系与企业价值的关系。研究发现政治联系提高了股票回报率和净值市价比。

(2)政治联系使企业获得了低税率、延期贷款。Khwa-ja和Mian(2005)采用了巴基斯坦1996~2002年90 000家公司为样本,把董事是否参与政治选举作为政治联系的标准,45%以上政治联系的公司从政府银行贷款的拖欠违约率高于50%。这种优惠待遇仅存在政府银行而非私人银行。这种政治租金随着公司政客的权力以及其所在政党执政与否而增长,随其选举参与程度而降低。政治租金成本占每年GDP的0.3%~1.9%。

Adhikari、Derashid和Zhang(2006)分析了马来西亚公司政治资助与实际税率(ETR)之间的关系,发现政治联系更倾向于关系导向国家而非市场导向的国家。在经济以关系导向的国家里,政治联系是实际税率(ETR)的一个重要的决定因素。实证分析表明长期提供政治资助的公司获得了显著低的实际税率。

(3)政治联系使企业获得政府补贴、政府救助和生存能力。Johnson和Mitton(2003)选取了马来西亚1997~1998年424家公司作为样本,研究表明,在1997年亚洲金融危机初始阶段,政府对有政治联系的公司缩减了大量补贴。在1998年实行资本管制的时候,与总理有强政治联系的公司获得了大量补贴。

Faccio、Masulis和McConnell(2006)采用1997~2002年35个国家450家公司为样本,研究政治联系与政府救助的关系,发现非同政治联系的公司相比,政治联系的公司被政府救助的可能性非常显著。当国际货币基金组织和世界银行对政府提供金融援助的时候,有政治联系的公司更可能得到救助。在被救助的公司中,救助时以及救助后,有政治联系的公司比非政治联系公司表现出显著

的较差财务绩效。

Du和Sourafel(2010)采用中国1999~2004年106 000家私有公司为样本,把政治联系分为高度政治联系(与中央和地区的联系)、中等政治联系(与县镇的联系)、地方政治联系(与当地政府的联系)。研究发现,政治联系通过干扰市场选择过程导致了次优的资源配置。没有政治联系的公司显示出较快的生产率增长,但更可能退出市场,而对于有政治联系的公司而言,政治联系促进了其成长。

Chen、Li、Su和Sun(2011)采用中国1993~2008年276家IPO私有控股公司数据,实证发现在一些经济缺乏市场导向的地区和当地政府对配置经济资源有自由裁量权的地区,公司更可能建立政治联系。政府官员寻租动机的存在刺激了私有公司通过政治联系寻求替代的安全保障。政治联系的公司控股者更倾向于集中股权,通过担任董事长或CEO来支配董事会,这种股权集中的控制结构促进了政治联系的寻租,允许控股者保留所有从政治家手中获得的利益。

2. 政治联系产生收益与损失并存。Faccio(2003)应用了42个国家532个公司的样本数据,检验控股股东、总经理建立与议会政府的政治联系对企业绩效的影响。研究发现这种政治联系非常普遍,尤其在高腐败的国家。有政治联系的公司很容易取得债务融资、低税率、强市场支配力等利益。当部长或者经验丰富的政客成为公司股东,更加增长了这种政治联系公司的利益。进一步而言,当这种公司在高腐败、低产权保护、高政府干预、非民主体制的国家里经营时,这种利益会变得更加巨大。虽然政治联系能够获得显著的利益,但正因如此,造成了公司过低的绩效表现。政治联系扭曲了资金分配与投资决策。

Faccio(2010)采用了47个国家16 191家公司为样本,研究了高管层和股东的政治联系与企业价值的关系。发现政治联系的公司比非政治联系公司有较高的财务杠杆、较高的市场份额、较低的税率,但同时具有较低的ROA和市场价值。

3. 政治联系产生损失(降低企业绩效或市场价值)。Fan、Wong和Zhang(2007)采用1993~2001年中国790家IPO公司为样本,检验CEO的政治联系与公司绩效。研究发现27%的CEO是前政府官员或现任政府官员。基于IPO后三年的股票回报率分析,CEO有政治联系的公司绩效低于非政治联系公司18个百分点,并且有较差的盈余增长、销售增长、销售利润率增长。政治联系的负效应还体现在首日股票回报。处于有政治联系CEO领导下的公司,更愿意委任官员而不是专业人士进入董事会。

Boubakri、Cosset和Saffar(2008)研究发现新私有化公司的政治联系是一个普遍现象,其中87家公司的董事会有一位政治家或者前任政治家。政治联系公司一般注册

在高财务杠杆的城市。在这些新私有化公司中,产生政治联系的可能性与公司剩余政府产权正相关,而与外国所有权负相关。政治联系的公司比非政治联系公司表现出较差的会计绩效。

Mitchell和Joseph(2010)分析了马来西亚1998~2006年625家上市公司数据,在Johnson和Mitton(2003)基础上将政治联系的公司划分为三类,即与政府要员有私人亲密联系的公司、政府直接控制的公司以及政府投资公司参股公司,研究发现政府投资公司(参股公司)具有较高的财务杠杆、低流动性和低获利能力。

#### 四、政治联系与公司治理的关系

政治联系不仅影响企业价值,同时也在影响着公司治理,具体包括:①政治联系降低会计信息披露质量。②政治联系增加了企业有政治背景董事数量。③政治联系促进企业多元化。④政治联系降低了CEO报酬。

1. 政治联系降低会计信息披露质量。Riahi-Belkaoui(2004)研究发现,收入不透明性与上市公司中有政治联系公司的百分比呈正相关,与市场资本化程度和法律执行程度呈负相关。

Gul(2006)研究发现,在金融危机时期由于提供虚假审计报告的风险增加,有政治联系的公司审计费用远超非政治联系公司,实行金融管制后,对有政治联系的公司进行政府补贴后,审计费用有所下降。

Chaney、Faccio和Parsley(2011)分析了19个国家的4500个公司的数据,研究认为,政治联系公司的收益报告质量显著低于非政治联系公司。由于较少需要对提升信息质量压力做出市场反应,政治联系公司能够承担得起披露低质量会计信息的影响。

2. 政治联系增加了企业有政治背景董事数量。Agrawal和Knoeber(2001)分析了美国260家制造及电力行业公司发现,公司政治需求程度影响有政治背景董事的数量。如果与政府的合作越发重要(如向政府销售产品增加,或者出口增加),那么有政治背景的董事数量就越多。

3. 政治联系促进企业多元化。Chi-Nien和Ishtiaq(2006)采用台湾100家大的集团1986年、1990年、1994年时间序列数据,研究发现在市场自由化之前,正式的政治联系促进了集团多元化,市场自由化之后,非正式的政治联系对多元化产生更大的影响。

4. 政治联系降低CEO报酬。Yu(2009)采用台湾2001~2004年199家公司的数据,研究表明,董事会政治联系与CEO总报酬负相关,有政治联系的董事会给予了CEO较低的股票薪金。这说明为了平衡公众利益与股东利益,政治介入减少了CEO股票薪金,对CEO利益和股东利益有负向的影响。

#### 五、总结与展望

政治联系广泛存在于世界各国,由于国别的差异、社会与经济环境的差异、政治联系指标测定的差异等因素,政治联系对企业价值、政治联系对公司治理有不同的作用效果。就政治联系对企业价值的影响而言,大致存在三种影响:①政治联系产生收益,包括提升企业绩效或企业价值;使企业获得低税率、延期贷款;使企业获得政府补贴、政府救助和生存能力。②政治联系产生收益与损失并存。③政治联系产生损失,即降低企业绩效或企业价值。就政治联系对公司治理的影响而言,目前的研究主要体现在四个方面:①政治联系降低会计信息披露质量。②政治联系增加了企业有政治背景董事数量。③政治联系促进企业多元化。④政治联系降低了CEO报酬。

通过对1990~2011年29篇有关政治联系实证文献归纳后发现,关于政治联系的研究主要集中在政治联系对企业价值的影响(23篇),主要观点是政治联系能够提升企业价值(18篇)。而在政治联系对公司治理影响方面的研究较少(6篇)。因此未来的研究重点可能会落在三个方面:①政治联系对公司治理的影响,在已有研究基础上进行深化。②公司治理在政治联系与企业价值之间的传导效应,目前的研究尚属空白。③公司治理对政治联系的影响,目前的研究尚属空白。

【注】本文受“粮经作物产业技术体系北京市创新团队”建设项目基金与北京农学院青年基金项目“蔬菜质量安全的供应链治理”(项目编号:2047516005)资助。

#### 主要参考文献

1. R. S. Burt. Structural Holes: The Social Structure of Competition. Cambridge: Harvard University Press, 1992
2. 边燕杰,丘海雄.企业的社会资本及功效.中国社会科学,2000;2
3. 周小虎.企业理论的社会资本逻辑.中国工业经济,2005;3
4. Fred S. McChesney. Rent Extraction and Rent Creation in the Economic Theory of Regulation. Journal of Legal Studies, 1987; 16
5. A. Shleifer, R. Vishny. The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures. Cambridge: Harvard University Press, 1998
6. Timothy Frye, Andrei Shleifer. The Invisible Hand and The Grabbing Hand. American Economic Review, 1997; 87
7. 林钟高,程慧慧.价值创造目标下的公司治理与内部控制.财会月刊,2007;35
8. 海洋,杨鲁等.公司治理、代理成本与会计信息价值相关性.财会月刊,2010;33