

政治关系如何影响公司价值:融资约束与行业竞争的证据^{*}

徐龙炳^{1,2}, 李 科²

(1.上海财经大学 财经研究所,上海 200433;2.上海财经大学 金融学院,上海 200433)

摘要:政治关系影响了公司价值,但对于如何影响公司价值还知之甚少。文章从资本结构与行业竞争关系的角度检验政治关系如何影响公司价值。基于1998—2007年中国上市公司中制造行业的公司数据,文章发现政治关系提高了行业竞争对资本结构的敏感性。在使用两种不同的融资约束划分标准后,研究发现不同融资约束下公司政治关系的价值不同,对于存在融资约束的公司而言,政治关系更深地影响了行业竞争对资本结构的敏感性,因此具有更高的价值。文章的证据支持了政治关系有助于公司获取融资资源从而提高公司价值的观点。

关键词:政治关系;融资约束;资本结构;行业竞争;公司价值

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2010)10-0060-10

一、引言

各国的公司,特别是在发展中国家,都热衷于建立公司的政治关系,例如在印尼的苏哈托政府和马来西亚的马哈蒂尔政府时期,大量的公司都与政府建立了某些政治关系。已有研究认为政治关系影响了公司价值,但是对政治关系是否正面影响公司价值这一点上存在分歧。一些经济学家认为公司从政府那里得到了各种好处,如获取信贷便利(Khwaja 和 Mian, 2005)、政府所有企业的优待(Dinc, 2005)、对有问题的公司放松管制或者对对手进行严格管制(Kroszner 和 Stratmann, 1998)以及对陷入财务困境的公司进行救助(Faccio 等, 2006)等。但是,另外一些研究发现政治关系使公司承担了政府寻租成本,政治关系伤害了公司价值(Fan 等, 2007)。解决这一争论的方法在于进一步理解政治关系如何影响公司价值。政治关系的重要作用之一是帮助企业获取更多的融资资源,而融资约束的减少则可以使公司更加积极地参

收稿日期:2010-06-04

基金项目:国家自然科学基金项目(70803027、70873080、71073100);教育部新世纪优秀人才支持计划项目(NCET-07-0533);上海市哲学社会科学规划项目(2008BJB003)

作者简介:徐龙炳(1964—),男,江苏丹徒人,上海财经大学财经研究所、金融学院教授,博士生导师;
李 科(1978—),男,湖北仙桃人,上海财经大学金融学院博士,上海证券交易所博士后流动站研究人员。

与行业竞争(李科、徐龙炳,2009),那么政治关系是否能够通过缓解融资约束而增加公司价值呢?

融资约束对公司行为的影响是公司金融中的重要研究领域。金融市场存在摩擦,公司资产负债状况影响了公司行业竞争地位(Brander 和 Lewis, 1986; Maksimovic, 1988; Bolton 和 Scharfstein, 1990)。如果公司没有融资约束,能够无成本获取外部融资,那么在行业竞争中公司就能够采取最优的市场竞争策略,增加公司价值。相反,如果公司面临过多的融资约束,公司将不得不放弃行业竞争中的机会,最终降低公司价值。如果政治关系能够帮助公司获取更多融资渠道,缓解融资约束,那么,政治关系对于公司行业竞争是有价值的。考察不同融资约束下政治关系对行业竞争的影响能进一步识别融资约束对公司价值造成的影响及其各种经济作用机制。具体来说,本文致力于如下问题的研究:第一,公司的政治关系是否影响了资本结构与行业竞争的关系;第二,不同融资约束下公司政治关系影响的差异。

本文使用 1998—2007 年中国制造业上市公司数据检验政治关系对公司行业竞争和资本结构关系的影响以及不同融资约束下政治关系的价值。为检验不同融资约束下政治关系对行业竞争的影响,本文首先根据最终控制人的类别将公司分为政治关系较多的组和政治关系较少的组。其次,本文区分有融资约束和没有融资约束的公司。由于融资约束的区分标准在公司金融领域还处于激烈的争论之中,本文选取了两种不同的融资约束区分标准:Kaplan 和 Zingales (1997)的度量标准(KZ 指数)和公司规模。这两种度量标准在公司金融领域已被广为使用(Fazzari 等,1988; Lamont 等, 2001; Almeida 等, 2004)。根据这两种度量标准,本文参照先前的研究将整个样本划分为高融资约束公司、中等融资约束公司和低融资约束公司三个子样本,然后比较有融资约束样本和没有融资约束样本的公司行为差异。

二、政治关系、融资约束和行业竞争

(一)融资约束与行业竞争。融资约束从两方面弱化了公司的市场竞争力。一方面融资约束减少了公司投资(Fazzari 等, 1988),这意味着公司产出相对减少。当投资机会出现时,融资约束较高的公司得不到投资项目所需的资金而不得不放弃项目。融资约束减少意味着公司会有更多的外部融资渠道和更低的外部融资成本,只要投资项目的未来收益高于融资成本,公司总能获得外部融资,因此融资约束较少的竞争对手更有可能抓住有利的投资机会,最终公司相对于竞争对手在行业竞争中表现更消极。另一方面,融资约束较高意味着融资成本更高(Lamont 等, 2001),即使投资项目未来收益较好,由于代理和激励问题,融资约束较高的公司金融市场摩擦成本更高,公司不一定能获得外部融资。因为如果资金供给者为公司提供资金,公司很可能进行高风

险项目投资使资金供给者承担代理成本,为避免高风险,投资者会拒绝提供资金(Bolton 和 Scharfstein, 1990)。融资约束较低的竞争对手采取降价等积极竞争策略能够减少对手的未来收益,进一步恶化了对手的融资状况,迫使其消极竞争。

总之,融资约束迫使公司放弃投资,减少市场份额,在产品市场中表现消极。

(二)融资约束、政治关系、资本结构与行业竞争。资本结构对行业竞争主要产生两种影响:债务承诺效应和掠夺效应。Brander 和 Lewis(1986)从代理成本的角度得出了债务承诺效应,而 Bolton 和 Scharfstein(1990)从金融市场摩擦成本的角度得出了掠夺效应。两种观点存在差异的一个重要原因在于两种理论对融资约束的假定不同。Brander 和 Lewis(1986)认为金融市场比较完美,融资摩擦较小。而 Bolton 和 Scharfstein(1990)认为金融市场不完美,融资摩擦较多。因此,融资约束程度是影响资本结构与行业竞争关系的重要因素。

融资约束减少有利于公司利用负债增强其在行业竞争中的地位,而高融资约束使公司丧失了杠杆优势,在行业竞争中处于劣势地位。高负债情形下有融资约束的公司遭受被掠夺的可能性大大增加。如果有融资约束的公司承担更多债务,竞争对手能够利用金融市场的摩擦进一步提高公司的融资成本阻止公司获取外部资金。巨大的偿债压力迫使公司减少投资,在产品市场上竞争更加温和。融资约束较少时,由于公司的竞争策略能改变公司未来的收益,有限责任导致公司追求股东价值最大化而非公司整体价值最大化,负债越多使股东和债权人的利益冲突更大,公司管理者会选择高风险项目,采取积极的竞争策略(Brander 和 Lewis, 1986)。政治关系影响企业价值的重要渠道是帮助企业获取更多的外部融资(Khwaja 和 Mian, 2005),因此,政治关系能够通过提高公司行业竞争对资本结构的敏感性而提高公司价值。

总之,公司政治关系正面影响了资本结构对行业竞争的作用。相对于没有融资约束的公司,存在融资约束的公司建立的政治关系更深地影响了公司行业竞争对资本结构的敏感性。

三、数据与变量

(一)数据。本文从 Wind 数据库选择了上市公司中制造业 1998—2007 年的年度财务数据作为研究样本。本文从 CCER 上市公司治理数据库获取公司实际控制人类别数据,剔除未能观测的数据,最终整个样本共获取 4451 个观测值。根据中国证监会公布的《上市公司行业分类指引》,本文将制造业按二级分类标准分为 10 个行业。

(二)变量及度量

1. 公司的竞争:本文选择公司销售增长率相对于行业中值的变化作为公司在产品市场上的竞争地位的度量。Campello(2003)认为公司相对于行业的

销售额的变化能够综合反映定价策略、投资以及其他竞争策略的信息，这一代理变量对于度量公司行业竞争策略是合适的，因为这一变量在各个行业 and 各个时期能得到一致的度量；另外，由于这一变量对各个行业具有一般性，样本中行业特殊的竞争机制不会影响变量的度量。本文跟随已有研究的度量方法选择公司销售增长率相对于行业中值的变化作为公司竞争地位的度量。

2. 资本结构：本文使用经行业中值调整后的总资产负债率作为公司资本结构的度量，总资产负债率定义为公司债务的账面价值与总资产账面价值的比率。使用这一度量的理由在于：第一，相对于市场价值，账面价值较少受到资本市场对公司估值波动的影响。第二，行业中每个公司根据自身特征确定其负债率，从而决定了其在行业中负债水平的相对地位，通过行业中值标准化使本文可以消除行业间负债水平的差异。

3. 政治关系：本文跟随 Berkman、Cole 和 Fu(2009)使用公司实际控制人的类型定义公司的政治关系。如果公司实际控制人的类型为国有控股，本文定义公司为政治关系型企业，否则定义公司为非政治关系型企业。

4. 融资约束的度量：公司融资约束的度量方法是公司金融领域仍在争论的重要问题，本文分别使用了两种标准度量公司融资约束。首先，本文构建 KZ 指数，按 KZ 指数划分融资约束组别。本文在计算出每年每个公司的 KZ 指数后，并将所有公司按照 KZ 指数排序，指数越高说明公司融资约束更多。本文选取 35% 和 65% 的分位点将公司分为低融资约束公司（低 KZ 指数）、中等融资约束公司（中间 KZ 指数）和高融资约束公司（高 KZ 指数）。其次，本文按公司规模划分融资约束组别。本文参照 Almeida 等（2004）的方法每年将公司规模排序，指数越高说明公司规模越大。本文选取 35% 和 65% 的分位点将公司分为低融资约束公司（大公司）、中等融资约束公司（中等公司）和高融资约束公司（小公司）。

四、实证结果

（一）描述性统计量。表 1 给出了公司销售增长和资本结构变量的描述性统计量。根据两类融资约束标准，本文分别报告了高融资约束公司、低融资约束公司以及两组之间差异的统计量。表 1 中的变量都是经过行业调整后的值。

从表 1 中可以看出在不同融资约束下的公司行为有巨大差异。尽管两种分类标准对公司的划分产生了重大的差异，但是在描述性统计上两种标准产生了相似的结果，只是在程度上有所不同。受到融资约束的公司平均来说有更高的负债率和更低的销售增长率。按照 KZ 指数的标准，平均来说受到融资约束的公司其负债水平不仅会高出行业约 16%，而且会失去约 12% 的市场份额；而没有受到融资约束的公司其负债水平会低于行业约 5%，同时会多得到约 6% 的市场份额，两者之间的差异无论在统计上还是在经济上都是非常

表 1 不同融资约束标准下销售增长和资本结构的描述性统计量

		Mean	Std. Dev.	t-statistic	Observations
KZ 指数	Constrained Firms	-0.123	0.620		1710
	Unconstrained Firms	0.056	0.313		1346
	Difference	0.179		9.66	
leverage	Constrained Firms	0.161	1.77		1710
	Unconstrained Firms	-0.045	0.479		1346
	Difference	-0.206		-4.12	
公司规模	Constrained Firms	-0.094	0.695		1388
	Unconstrained Firms	0.027	0.350		1700
	Difference	0.120		6.23	
log(sales)	Constrained Firms	0.172	2.067		1517
	Unconstrained Firms	0.017	0.168		1845
	Difference	-0.155		-3.08	

显著的。按照公司规模的标准,平均来说受到融资约束的公司其负债水平不仅会高出行业约 17%,而且会失去约 9%的市场份额;而没有受到融资约束的公司其负债水平会高于行业约 1%,同时会多得到约 3%的市场份额,两者之间的差异无论在统计上还是在经济上显著性都有所降低。

(二)融资约束、政治关系和资本结构对行业竞争的影响

1. 融资约束与行业竞争。在表 2 第(1)列和第(3)列中,本文使用 OLS 模型对整个样本进行回归分析。在第(1)列中本文根据 KZ 指数将样本区分为高融资约束、中等融资约束和低融资约束三组,回归结果发现高融资约束对公司行业竞争产生了负面影响,高融资约束的模型估计系数约为 0.15,这一估计系数无论在经济意义上还是统计意义上都是非常显著的。在第(3)列中本文根据公司规模将样本区分为高融资约束、中等融资约束和低融资约束三组,回归结果与 KZ 指数分类结果类似,高融资约束对公司行业竞争产生了负面影响。在表 2 第(2)列和第(4)列中,本文使用 2SLS 模型控制资本结构的内生性问题对整个样本进行回归分析,回归结果与 OLS 模型的回归结果一致,公司融资约束总体来说对公司行业竞争产生了负面影响。

2. 政治关系对行业竞争与资本结构关系的影响。表 2 中的回归结果还显示政治关系对公司行业竞争与资本结构的关系产生了正面影响。在表 2 第(1)列中本文根据 KZ 指数将样本区分为高融资约束、中等融资约束和低融资约束三组,回归结果发现政治关系对公司行业竞争与资本结构关系产生了正面影响,(政治关系 $\times$ 资产负债率)的模型估计系数约为 0.07,这一估计系数无论在经济意义上还是统计意义上都是非常显著的。在第(3)列中本文根据公司规模将样本区分为高融资约束、中等融资约束和低融资约束三组,回归结果与 KZ 指数分类结果类似,政治关系对公司行业竞争与资本结构关系产生

了正面影响。

表 2 政治关系对行业竞争与资本结构敏感性的影响

Variable	OLS(1)	2SLS(1)	OLS(2)	2SLS(2)
	(1)	(2)	(3)	(4)
资产负债率	-0.020*** (0.006)	0.001 (0.007)	-0.020*** (0.006)	0.001 (0.007)
政治关系	0.004 (0.016)	0.007 (0.015)	-0.005 (0.015)	0.001 (0.015)
政治关系×资产负债率	0.074** (0.023)	-0.008 (0.035)	0.049** (0.023)	-0.035 (0.035)
高融资约束	-0.154*** (0.017)	-0.148*** (0.017)		
中等融资约束	-0.024 (0.018)	-0.021 (0.017)		
小公司			-0.069*** (0.017)	-0.069*** (0.017)
中等公司			-0.024 (0.017)	-0.024 (0.017)
滞后一期销售增长率变化	-0.085*** (0.017)	-0.081*** (0.017)	-0.074*** (0.017)	-0.071*** (0.017)
滞后两期销售增长率变化	-0.133*** (0.018)	-0.132*** (0.018)	-0.126*** (0.018)	-0.125*** (0.018)
滞后一期非流动资产增长率	-0.107*** (0.030)	-0.110*** (0.030)	-0.091*** (0.031)	-0.095*** (0.031)
滞后两期非流动资产增长率	0.034 (0.024)	0.038 (0.024)	0.036 (0.024)	0.040 (0.024)
滞后一期资产增长率	0.590*** (0.041)	0.594*** (0.042)	0.588*** (0.042)	0.591*** (0.043)
Intercept	0.045*** (0.016)	0.039** (0.017)	0.014 (0.017)	0.011 (0.017)
Adj R-Sq	0.086	0.082	0.070	0.066
Number of Observations	4 451	4 451	4 451	4 451

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平下显著,下同。

(三)不同融资约束下政治关系、资本结构对行业竞争的影响

1. KZ 指数分类标准下的基本影响

在表 3 中,本文根据 KZ 指数将样本区分为三组,比较高融资约束公司和低融资约束公司在政治关系、资本结构与行业竞争相互关系的差异。表 3 第(1)列和第(3)列中,本文发现政治关系对公司行业竞争与资本结构关系产生的影响在两组中表现不同,相对于没有融资约束的公司,存在融资约束公司的政治关系对公司行业竞争与资本结构的相关性产生了更深的影响。在表 3 第(1)列中,回归结果表明对于高融资约束的公司,政治关系对公司行业竞争与资本结构关系产生了正面影响,(政治关系×资产负债率)的模型估计系数约为 0.09,且非常显著。相反,在表 3 第(3)列中,回归结果表明对于低融资约束的公司,政治关系对公司行业竞争与资本结构关系没有产生系统性影响。表 3 第(1)列和第(3)列中回归结果表明政治关系对存在融资约束的公司更能提高行业竞争与资本结构的相关性,因此更加具有价值。

在表 3 第(2)列和第(4)列中,本文利用滞后两期的负债率作为工具变量,使用 2SLS 模型控制资本结构的内生性问题对两组不同融资约束公司进行回归分析。在控制资本结构的内生性后,本文发现了与 OLS 模型相似的证据:政治关系对存在融资约束的公司更能提高行业竞争对资本结构的敏感性。表 3 第(2)列显示对于高融资约束公司而言,政治关系对公司行业竞争对资本结构敏感性产生了正面影响,(政治关系 $\times$ 资产负债率)的模型估计系数约为 0.07,且是显著的。相反,在表 3 第(4)列中,对于低融资约束公司而言,政治关系对公司行业竞争对资本结构敏感性产生了负面影响,(政治关系 $\times$ 资产负债率)的估计系数约为-0.31,且是显著的。

总之,政治关系对不同融资约束的公司具有不同价值,政治关系能够缓解公司融资约束,因此,对于存在融资约束的公司更有价值。

表 3 不同融资约束下政治关系的价值:KZ 指数

Variable	高融资约束组		低融资约束组	
	OLS(1)	2SLS(1)	OLS(2)	2SLS(2)
	(1)	(2)	(3)	(4)
资产负债率	-0.024*** (0.008)	-0.004 (0.010)	0.084*** (0.018)	0.102*** (0.020)
政治关系	0.025 (0.032)	0.031 (0.032)	-0.022 (0.017)	-0.044** (0.020)
政治关系 $\times$ 资产负债率	0.091*** (0.034)	0.072* (0.040)	0.019 (0.043)	-0.315** (0.142)
滞后一期销售增长率变化	-0.078*** (0.029)	-0.071** (0.029)	-0.069*** (0.026)	-0.058** (0.027)
滞后两期销售增长率变化	-0.027 (0.036)	-0.026 (0.037)	-0.157*** (0.020)	-0.160*** (0.021)
滞后一期非流动资产增长率	0.029 (0.060)	0.029 (0.060)	-0.113*** (0.036)	-0.147*** (0.040)
滞后两期非流动资产增长率	0.007 (0.049)	0.019 (0.049)	0.020 (0.029)	0.029 (0.029)
滞后一期资产增长率	0.612*** (0.079)	0.628*** (0.079)	0.464*** (0.049)	0.465*** (0.051)
Intercept	-0.108*** (0.028)	-0.112*** (0.028)	0.072*** (0.015)	0.073*** (0.015)
Adj R-Sq	0.059	0.057	0.107	0.062
Number of Observations	1 710	1 710	1 346	1 346

2. KZ 指数分类标准和公司规模分类标准

表 4 第(1)列和第(3)列 OLS 模型中,公司规模分类标准下的回归结果表明,对于高融资约束公司而言,政治关系对公司行业竞争与资本结构关系产生了正面影响,(政治关系 $\times$ 资产负债率)的估计系数约为 0.076,且是显著的;对于低融资约束公司而言,政治关系对公司行业竞争与资本结构关系没有产生系统性影响,(政治关系 $\times$ 资产负债率)的估计系数非常不显著。这一证据

与根据 KZ 指数分类标准下的回归结果一致:政治关系对存在融资约束的公司来说更能提高行业竞争与资本结构的相关性,因此更加具有价值。

表 4 第(2)列和第(4)列中,公司规模分类标准下的回归结果表明,对于高融资约束公司而言,政治关系对公司行业竞争与资本结构关系没有产生系统性影响;对于低融资约束公司而言,政治关系产生了负面影响,(政治关系 $\times$ 资产负债率)的模型估计系数约为-0.40,且是显著的。这一证据与 KZ 指数分类标准下的回归结果一致:相对于没有融资约束公司,政治关系对存在融资约束的公司来说更能提高行业竞争与资本结构的敏感性,因此更有价值。

总之,尽管两种分类方法对融资约束样本的区分存在差异,但是无论哪种分类方法提供的证据都表明政治关系对不同融资约束的公司具有不同价值,对于存在融资约束的公司政治关系更加具有价值。

表 4 不同融资约束下政治关系的价值:公司规模

Variable	高融资约束组		低融资约束组	
	OLS(1)	2SLS(1)	OLS(2)	2SLS(2)
	(1)	(2)	(3)	(4)
资产负债率	-0.017* (0.009)	-0.001 (0.011)	0.121 (0.115)	0.408*** (0.135)
政治关系	0.016 (0.037)	0.029 (0.038)	-0.053*** (0.020)	-0.045** (0.020)
政治关系 $\times$ 资产负债率	0.076** (0.036)	-0.042 (0.056)	-0.079 (0.127)	-0.408*** (0.150)
滞后一期销售增长率变化	-0.129*** (0.033)	-0.128*** (0.033)	-0.043* (0.026)	-0.044* (0.026)
滞后两期销售增长率变化	-0.159*** (0.035)	-0.160*** (0.035)	-0.173*** (0.028)	-0.176*** (0.028)
滞后一期非流动资产增长率	-0.070 (0.064)	-0.080*** (0.065)	-0.261*** (0.043)	-0.251*** (0.043)
滞后两期非流动资产增长率	0.039 (0.054)	0.036 (0.055)	0.053* (0.031)	0.057* (0.031)
滞后一期资产增长率	0.778*** (0.093)	0.766*** (0.095)	0.570*** (0.057)	0.558*** (0.057)
Intercept	-0.059* (0.031)	-0.067** (0.031)	0.061*** (0.019)	0.053*** (0.019)
Adj R-Sq	0.072	0.064	0.082	0.079
Number of Observations	1 388	1 388	1 700	1 700

五、结 论

使用 1998—2007 年中国上市公司制造行业的公司数据,本文发现公司政治关系对公司行业竞争产生了重要正面影响。如果公司资本结构对行业竞争产生了正面影响,公司政治关系就强化了这种正面影响;如果公司资本结构对行业竞争产生了负面影响,公司政治关系就弱化了这种负面影响。不同融资

约束下公司政治关系的价值不同,对于存在融资约束的公司,公司政治关系具有更高的价值。

本文的证据表明融资约束对公司行业竞争产生了负面影响,因此降低公司融资约束能够提高公司价值。政治关系能够帮助公司获取更多融资资源,从而减少公司融资约束;融资约束的减少提高了行业竞争对资本结构的敏感性,进而提高了公司价值。不同融资约束下公司政治关系的价值不同,高融资约束公司的政治关系价值明显高于低融资约束公司。

* 本文还得到上海财经大学“211 工程”三期重点学科建设项目和上海财经大学重要学术期刊论文后续研究项目的资助。李科感谢上海财经大学优秀博士学位论文培育基金的资助。

参考文献:

- [1]姜付秀,刘志彪. 行业特征、资本结构与产品市场竞争[J]. 管理世界,2005,(7):74—81.
- [2]李科,徐龙炳. 资本结构、行业竞争与外部治理环境[J]. 经济研究,2009,(6):116—128.
- [3]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.
- [4]Almeida Heitor, Murillo Campello, Michael S Weisbach. The cash flow sensitivity of cash[J]. Journal of Finance, 2004, 59: 1777—1804.
- [5]Berkman Henk, Rebel A Cole, Lawrence J Fu. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China[J]. Journal of Banking and Finance, 2009, 33: 141—156.
- [6]Bolton Patrick, David S Scharfstein. A theory of predation based on agency problems in financial contracting[J]. American Economic Review, 1990, 80: 93—106.
- [7]Brander James, Tracy Lewis. Oligopoly and financial structure: The limited liability effect[J]. American Economic Review, 1986, 76: 956—970.
- [8]Campello Murillo. Capital structure and product market interactions: Evidence from business cycles[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 68: 353—378.
- [9]Dinc I Serdar. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging countries[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77: 453—479.
- [10]Faccio M, J McConnell, R Masulis. Political connections and government bailouts[J]. Journal of Finance, 2006, 61:2597—2635.
- [11]Fan, Joseph P H, T J Wong, Tianyu Zhang. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84: 330—357.
- [12]Fazzari Steven, R Glenn Hubbard, Bruce Petersen. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, 1: 141—195.
- [13]Fisman R. Estimating the value of political connections[J]. American Economic Review, 2001, 91: 1095—1102.
- [14]Kaplan Steven, Luigi Zingales. Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112: 169—215.

- [15]Kaplan Steven, Luigi Zingales. Investment-cash flow sensitivities are not useful measures of financial constraints[J]. Quarterly Journal of Economics, 2000, 115: 707—712.
- [16]Khwaja, Asim Ijaz, Atif Mian. Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market[J]. Quarterly Journal of Economics, 2005, 120: 1391—1411.
- [17]Kroszner R S, T Stratmann. Interest-group competition and the organization of congress: Theory and evidence from financial services' political action committees[J]. American Economic Review, 1998, 88: 1163—1187.
- [18]Lamont Owen, Christopher Polk, Jesus Saa-Requejo. Financial constraints and stock returns[J]. Review of Financial Studies, 2001, 14: 529—554.
- [19]Maksimovic Vojislav. Capital structure in repeated oligopolies[J]. Rand Journal of Economics, 1988, 19: 389—407.
- [20]Phillips Gordon M. Increased debt and industry product markets: An empirical analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37: 189—238.

How Political Connections Affect Corporate Value: Evidence from Financing Restrictions and Industrial Competition

XU Long-bing^{1, 2}, LI Ke²

(1. *Institute of Finance and Economics, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 2. *School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*)

Abstract: Political connections have effects on corporate value, but there is little evidence for how to affect corporate value. Based on the data of listed companies in manufacturing from 1998 to 2007, the paper finds that political connections improve the sensitivity of industrial competition to capital structure. By using two different classification criteria for financing restrictions, it shows that the value of political connections differs due to different financing restrictions. In companies with financing restrictions, political connections have more significant effects on the sensitivity of industrial competition to capital structure. It provides support for the idea that political connections help the corporation to get more financial resources, leading to the improvement of corporate value.

Key words: political connection; financing restriction; capital structure; industrial competition; corporate value (责任编辑 喜 雯)