

政治关系、制度环境与上市公司资本投资^{*}

陈运森¹, 朱 松²

(1. 清华大学 经济管理学院, 北京 100084;

2. 北京师范大学 经济与工商管理学院, 北京 100875)

摘要: 在尚处转型过程中的中国, 政府在资源分配中具有很大的话语权, 企业与政府的政治关系会对企业投资活动产生重要影响。文章研究发现, 政治关系使企业拥有更多的外部融资便利, 可以降低对内部资金的依赖而降低融资约束, 并减少与政府的协调成本, 从而提高投资效率, 降低投资一现金流敏感度; 制度环境作为外部治理机制会影响企业的投资效率; 政治关系对企业投资的作用不受制度环境差异的影响; 企业与地方政府关系对企业投资的作用要强于与非地方政府的的关系。进一步研究发现, 企业的政治关系和制度环境主要影响的是由于融资约束而导致的投资效率问题。

关键词: 高管政治关系; 制度环境; 资本投资; 投资一现金流敏感度

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2009)12-0027-13

一、引言

企业在经营和发展过程中要面对竞争的市场环境和非市场环境, 而政企之间密不可分的“关系”^①就是中国企业生存和发展的重要的非市场环境。企业要成长壮大, 其与政府之间的“关系”发挥着至关重要的作用。良好的政治联系可以为企业带来很多的利益, 比如更多的优惠条款、较轻的税负、更多的补贴和宽松的管制等(Khwaja 和 Mian, 2004; Goldman 等, 2006; Faccio, 2007 等)。中国作为经济转型国家, 政府在资源配置中扮演了重要的角色。2008 年开始的全球经济危机促使国家实施了“四万亿”经济刺激计划和“十大行业振兴计划”, 这些由政府主导的投资项目对很多行业以及企业来说, 都是一个巨大的机会。而投资的具体去向以及投资份额等都受到政府的控制, 探讨政治关系与企业投资的联系能够为政府投资以及受政府影响的企业投资效率问题提供更多经验证据。本文试图深入探讨我国上市公司与政府建立的政治关系对其资本投资的影响, 并结合我国不同地区的环境差异来研究政府关系发

收稿日期: 2009-06-11

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70772017)

作者简介: 陈运森(1985—), 男, 江西赣州人, 清华大学经济管理学院会计系博士研究生;

朱 松(1982—), 男, 陕西西安人, 北京师范大学经济与工商管理学院讲师, 博士。

挥作用是否受到制度层面因素的影响。

本文基于投资—现金流敏感度分析,检验了上市公司高管的政府背景对其资本投资的影响,同时还探讨了与不同层级政府的“亲密”程度的经济后果。本文为研究企业的政治关系在其投融资中发挥的作用提供了更多经验证据,也为揭示政府官员在自由竞争市场中的作用提供了线索。本文还结合制度环境差异探讨了宏观因素对政治关系的影响,为政治关系发挥作用的外部约束机制研究提供了初步证据。

本文第二部分对理论文献进行了回顾,第三部分提出研究假设,第四部分为研究设计,实证分析在第五部分,第六部分对全文进行了总结。

二、文献回顾

企业的政治关系带来的价值包括:企业获得的优惠条款、较轻的税负、宽松的管制等。Khwaja 和 Mian(2004)发现,有政治联系的公司获得了优惠的待遇,与没有政治联系的公司相比,他们获得了两倍多的大额贷款,而且这些贷款的违约率超过 50%。Goldman 等(2006)的研究结果显示,如果公司任命具有政治联系的董事,那么股票市场上会有显著的超额收益回报。Faccio(2007)发现,有政治联系的公司拥有更高的资产负债率、更低的税率,以及比没有政治联系公司更高的市场份额。在腐败概率大、对外国投资限制大的国家,企业的政治关系的作用更普遍(Faccio,2004)。Li 等(2006)用中国的数据说明企业家在不成熟的市场环境和低层次的法律保障体系中参与政治的可能性大大增加。Fan 等(2007)发现,在中国,CEO 具有政治背景的上市公司的股价表现和会计业绩都要相对较差,其董事会中有政府背景的成员比例较高,有专业背景的成员比例较低。吴文锋等(2008)发现,高管具有政府背景整体上并没有显著影响公司的价值,但区分不同政府背景后,高管的地方政府背景对公司价值的正面影响要大于中央政府背景的影响。而考虑不同地区的政府干预程度后,高管的地方政府任职背景在政府干预比较严重的地区能增加公司价值。余明桂、潘红波(2008)发现,有政治关系的企业比无政治关系的企业能够获得更多的银行贷款和更长的贷款期限,而且在金融发展越落后和政府侵害产权越严重的地区,政治关系的这种贷款效应越显著。罗党论、甄丽明(2008)发现,相对于没有政治关系的民营企业来说,有政治关系的民营企业其外部融资时所受的约束更小。吴文锋等(2009)从税收角度研究发现,在税收负担较重的省市,高管具有政府背景的公司所得税适用税率和实际税率上都要低于高管没有政府背景的公司。张敏、黄继承(2009)发现,有政治关联企业多元化程度要显著高于无政治关联企业,但随之带来的风险却小于无政治关联企业。

那么,高管的政府背景对企业投资行为会产生什么样的影响,不同的政府

背景与政府关系密切程度其经济后果是否一致,制度环境的差别对高管政治背景的作用有什么影响,已有的研究对这些问题尚未有较好的解释。

三、研究假设

在关系型社会的中国,有相当一部分资源掌握在政府手中,政府直接通过资源控制权、拥有权和间接通过银行等金融机构的贷款行为影响企业的投资行为(孙铮等,2005)。然而,资源总是有限的,这就使企业有了为争夺有限资源而与政府建立特殊联系的机会主义动机。尽管我国市场化改革逐步深化,政府职能的转变和国资监管体制的改革等使政府在经济活动中的作用逐渐减弱,但由于市场竞争的激烈程度和以 GDP 为地方政府考核方式的存在,政府对资源分配、企业经营和投融资活动的干预依然较大。企业由此有了为自身利益而与政府建立关系的充分理由。具有政府背景的高管凭借其已有的或者现有的政治关系,积累了大量的“人脉”关系,能够获取较多的资源来支持企业的投资。而这种资源来自于两个方面:融资渠道与投资渠道。

首先,从融资渠道来看,政治关系在一定程度上可以作为法律保护的替代机制来保护企业产权免受损害(潘红波等,2007)。银行为了规避风险,会要求更高的利率或者增加其贷款的难度以及贷款合同的苛刻程度,从而使一般的企业在投资时面临很大的融资约束(余明桂、潘红波,2008)。而“政治关系”是一种重要的声誉机制(孙铮等,2005),在司法体系尚不完善的制度环境下,可以为企业的借款提供“隐性担保”,从而降低贷款人对借款人事后违约的预期成本,使得银行更愿意贷款给这类企业。由于主要的国有银行和区域性商业银行都由政府控制,高管具有政府背景的企业在政府的支持下就能获得更多的贷款。贷款的额度、利率和约束条件较一般企业更优惠。由于政府的产权控制和市场管制权力使得政府控制的银行的经理们必然服从政府的意志,况且贷款总是要贷出去的,与其贷给一般企业,还不如贷给高管具有政府背景的企业。有政治关系的企业比无政治关系的企业可以获得更多的银行贷款和更长的贷款期限(余明桂、潘红波,2008)。

因此,高管具有政府背景的企业就能够获得更多的银行贷款和更优惠的贷款条件,面临的融资约束要比高管没有政府背景的企业低很多,从而使得企业有更多的资源进行投资。具有政治关系的企业不会因为融资约束而错失 NPV 为正的投资项目,从而可以提高投资效率,同时也可使企业更少地依赖内部资金进行投资,进一步降低投资—现金流的敏感度。

其次,从投资渠道来看,具有政府背景的高管可以依赖其政治背景获得更多的诸如土地等投资所必需的资源 and 基本设施,特别是对于需要有较高进入门槛的投资项目,这种优势更加明显。例如,对一些投资项目进行审核时政府要求投资者必须先拿到诸如国土、环境、卫生等部门的批文,很多没有政府背

景的公司在面临 NPV 为正、但是审核要求较高的投资项目时往往会选择放弃,因为与诸多政府部门打交道的协调成本会降低企业的投资效率。而对于高管具有政府背景的企业面临政府审批时,企业与政府之间的协调成本往往要低于没有政治关系的企业。

因此,高管具有政府背景为企业获得了更多的投资机会和投资渠道,使企业可以投资于更多更好的项目。而良好的投资机会和协调成本的减少也会提高投资效率。基于高管政府背景对企业融资来源和投资渠道的影响,我们提出如下假设。

假设 1:相对于高管没有政府背景的企业,高管具有政府背景的企业会进行更多的投资。

假设 2:高管具有政府背景的企业投资一现金流敏感度要低于高管没有政府背景的企业。

制度环境作为公司治理的外部环境,对内部公司治理功能的发挥起了很大的作用(白重恩等,2005)。负债作为内部公司治理机制的重要组成部分,会限制和约束企业管理层的投融资决策,而其治理效力的发挥依赖于较好的制度环境。谢德仁和陈运森(2009)指出,负债要成为一种有效的公司治理机制,其首要条件是债权人是真正自为的市场主体,且要存在有效的债务合约履约机制。在制度环境较完善的地区,金融机构等债权人的经营独立性增加,进而信贷风险控制能力越强,债权人对公司资金运用的监督力度也就越大,管理层过度投资以建立“企业帝国”的机会主义行为就更容易受到限制,此外,由于法治环境好,负债合约的第三方监督履约机制就能自动发挥作用,迫使债务人不得不重视声誉,此时负债依靠声誉的自动履约机制产生的约束力更强,促进负债企业管理层关注自身财务风险、避免过度投资,以及提高资金的利用效率。基于以上理由,我们提出假设 3。

假设 3:与制度环境较差的地区相比,制度环境较好的地区企业的投资一现金流敏感度更低。

由于资源禀赋、地理位置及国家政策等差异,我国各个地区的市场化程度存在较大差异(樊纲等,2007),这种差异的一个重要特征就是政府对市场的干预程度不同。已经有很多经验证据(吴文锋等,2008;余明桂、潘红波,2008)表明,在制度环境越差、政府干预程度越高的地区,政府对当地经济活动的干预程度就越高,地方政府在开发权、土地审批、税收优惠方面的支配权也越容易被各种“关系”左右,企业与政府部门沟通、协调等成本(交易成本的一种)就越高。另外,在制度环境差的地区,银行信贷资源的市场化配置程度低,再加上很多银行都是国有的,其贷款决策易受政府和官员的控制,在此种情况下政治关系对获得银行信用的作用就更为重要,因此,高管的政府背景就越能发挥其政治资源优势。而在制度环境较好的地区,企业的资源更多是基于市场配置,

政府在直接资源配置中的作用变小,更多的是充当“裁判员”而非“教练员”的角色。政府职能的转化弱化了其对企业投资行为的影响程度,企业通过政治关系为自身争取有利资源变得更加困难,从而降低了政治关系发挥作用的余地。基于此,我们提出假设4。

假设4:与制度环境较差地区相比,在制度环境好的地区高管政府背景对企业投资—现金流敏感度的影响更弱。

四、研究设计

(一)研究模型和变量定义

我们基于 Fazzari 等(1988)模型来考察高管政治关系与企业投资的关系。Fazzari 等(1988)实证检验了公司投资和内部现金流的关系,证明了存在投资—现金流敏感度。很多学者分别从融资约束假说和自由现金流假说研究了投资—现金流的敏感度问题(Goergen 和 Renneboog, 2001; 饶育蕾、汪玉英, 2006 等)。Biddle 和 Hilary(2006)结合融资约束和过度投资两个方面解释资本投资效率,考虑会计信息质量对资本投资的影响。本文同样同时通过这两个方面来解释投资—现金流敏感度,并考察政治关系和制度环境对投资—现金流敏感度的影响。如果高管政府背景为企业提供了更多的融资渠道与投资机会,那么必然会对投资本身及投资—现金流敏感度产生影响。而不论是“融资约束”还是“无效投资”,高管政治背景的影响都会降低投资—现金流敏感度。制度环境则通过直接和间接作用也会影响投资—现金流敏感度。具体的,我们采用如下模型:

$$I = \alpha + \beta_1 \text{Pol} + \beta_2 \text{Pol} \times \text{CF} + \beta_3 \text{Market} + \beta_4 \text{Market} \times \text{CF} + \beta_5 \text{Market} \times \text{Pol} \\ \times \text{CF} + \beta_6 \text{CF} + \beta_7 \text{Lev} + \beta_8 \text{Size} + \beta_9 \text{Q} + \beta_{10} \text{Sale} + \beta_{11} \text{Age} + \beta_{12} \text{Year} \\ + \beta_{13} \sum \text{Inds} + \epsilon$$

资本投资(I)采用两种指标表征, I_1 为现金流量表中购置固定资产、无形资产及相关资产的现金、权益性投资、债权性投资支出所支付的现金之和减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金,除以期初总资产(杨华军、胡奕明,2007); I_2 为当期长期资产的变化,用期初总资产标准化(饶育蕾和汪玉英,2006; 杨华军和胡奕明,2007),作为稳健性检验指标。我们采用 Fan 等(2007)及吴文锋等(2008)的方法,用董事长或 CEO 的政府任职经历作为高管的政府背景,并采用哑变量 Pol 表征,如果同时在或者曾经在中央政府、地方政府或者军队任过职,Pol 为 1,否则为 0。本文将高管的政府背景具体划分,分别考察高管拥有地方政府任职(loc)和其他政府背景(中央政府任职以及军队任职)对企业投资行为的不同影响。制度环境变量采用樊纲等编制的《中国市场化指数》(2007 版)中的政府干预指数,^②同时采用市场化进程指数进行稳健性检验。其他变量定义见表 1。

表1 变量定义

变量	变量解释
Market	当地制度环境变量,哑变量,1表示当地制度环境高于全国平均水平,否则为0,采用政府干预指数(指数越高,政府干预越少,制度环境越好)。本文还采用市场化进程指数进行稳健性测试
CF	第t-1期经营活动现金净流量/第t期期初资产总额(饶育蕾、汪玉英,2006;支晓强、童盼,2007等)。本文也采用t期经营活动现金流/t期期初总资产总额以及其他指标进行了稳健性检验
Lev	t-1期末总负债/t-1期末总资产
Size	t-1期末资产总额的自然对数
Q	t-1期末Q值,为(流通股市值+非流通股账面值+负债账面值)/总资产账面值
Sale	t-1期主营业务收入/t-1期末总资产
Age	公司上市年龄
Year	年度哑变量
Loan	t年短期借款与长期借款之和占总资产的比例
Inds	11个行业哑变量,证监会行业分类13类,剔除金融行业,剩下12个行业

(二)样本选择

我们选择了2004—2006年的所有上市公司(为了避免数据口径不统一,本文选择了2007年以前旧会计准则下的公司样本进行分析),剔除金融保险行业和数据缺失的样本,最终样本为3 278个上市公司/年。由于《中国市场化指数》(2007版)的指数只到2005年,为了结果的准确性,我们选择2004—2006年的样本对假设1和假设2进行验证(结果在稳健性检验中),单纯研究政治关系对公司资本投资的影响。而对其他主要模型,我们采用2004—2005年样本。^③政治关系数据从年报中手工摘录,其他财务数据来自于Wind数据库。本文对回归模型中的被解释变量资本投资上下1%样本都进行winsorize处理,以避免异常值的影响。

五、实证分析

(一)单变量分析

表2对比了高管是否具有政府背景的上市公司其资本投资和所获贷款的平均值和中位数(限于篇幅,变量的描述性统计和相关系数统计未报告)。高管具有政府背景的上市公司其资本投资规模要显著高于对比公司(均值在0.01水平上显著、中位数在0.05水平上显著),采用两种资本投资衡量方法的结果一致。从银行贷款的均值和中位数比较情况可以看出,高管具有政府背景的上市公司其贷款水平要高于对比公司,而且在0.05水平上显著。表2的结果表明,企业高管现在或者曾经在政府任过职,可能会给上市公司带来更

多的融资优势,使企业可以进行更多的投资。分析结果初步支持了假设 1。

表 2 上市公司投融资的单变量分析

变量	平均值				中位数			
	Pol=0	Pol=1	Dif	t-test	Pol=0	Pol=1	Dif	z-test
I ₁	0.1	0.117	-0.017***	-3.35	0.066	0.077	-0.011**	2.51
I ₂	0.057	0.075	-0.018***	-2.85	0.027	0.038	-0.011**	2.06
Loan	0.243	0.285	-0.042**	1.95	0.235	0.249	-0.0143**	2.34

注:***、**、* 分别表示在 0.01,0.05,0.10 水平上显著,括号内为 t 值,下表同。

(二)回归分析

表 3 第 1 列检验了高管的政府背景对上市公司资本投资以及投资—现金流敏感度的影响。Pol 的系数为 0.0125,显著为正,表明高管具有政府背景的公司其资本投资要显著高于没有政府背景的公司,假设 1 得到验证。而高管的政治关系与现金流的交叉变量(Pol×CF)的回归系数为-0.099,显著为负,表明高管的政治关系可以有效地降低投资—现金流敏感度,假设 2 得到验证。第 2 列验证了制度环境对企业投资行为的影响:较好的制度环境能够降低企业的投资—现金流敏感度,表现为 Market×CF 的系数在 0.10 水平上显著为负(-0.096),假设 3 得到验证。

表 3 政治关系、制度环境与上市公司资本投资

变量	1	2	3	4	5	6
Pol	0.0125 (2.49)**		0.0236 (3.31)***	0.0046 (0.67)	0.0135 (2.72)***	0.0138 (2.78)***
Pol×CF	-0.099 (-1.97)*		-0.1117 (-1.80)*	-0.1456 (-1.87)*	-0.109 (-2.24)**	-0.1588 (-2.10)**
Market		0.0216 (4.67)***			0.0224 (4.92)***	0.0228 (5.03)***
Market×CF		-0.096 (-1.85)*			-0.1034 (-2.12)**	-0.1353 (-2.31)**
Market×Pol×CF						0.0769 (0.83)
CF	0.1875 (5.54)***	0.2112 (5.01)***	0.1552 (3.49)***	0.2682 (6.54)***	0.2597 (6.35)***	0.2807 (6.62)***
Lev	-0.0112 (-1.21)	-0.0109 (-1.23)	-0.0057 (-0.81)	-0.0526 (-4.98)***	-0.0116 (-1.26)	-0.0116 (-1.26)
Size	0.0092 (3.16)***	0.0088 (3.03)***	0.0093 (2.48)**	0.0078 (1.67)*	0.0086 (2.95)***	0.0085 (2.93)***
Sale	0.0056 (3.21)***	0.0052 (3.24)***	0.0083 (2.97)***	0.0021 (1.97)**	0.0052 (3.24)***	0.0051 (3.22)***
Q	0.0089 (1.06)	0.0084 (1.01)	0.0131 (1.29)	0.0039 (0.3)	0.0084 (1)	0.0083 (1)
Age	-0.01 (-13.3)***	-0.0103 (-13.7)***	-0.0094 (-10.1)***	-0.0114 (-9.03)***	-0.0102 (-13.5)***	-0.0102 (-13.5)***
Year/ Inds	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2 437	2 437	1 303	1 134	2 437	2 437
R ²	0.1815	0.1855	0.1797	0.2252	0.1887	0.1889

注:各个回归模型中 VIF 都小于 5,下表同。

我们还分别检验了高制度环境(第 3 列)与低制度环境(第 4 列)下高管的政治关系与公司资本投资的联系有无变化。无论在高制度环境还是低制度环

境下, Pol×CF 交叉变量都显著为负, Pol 单变量为正(在低制度环境中不显著)。总的来讲, 假设 1 和假设 2 得到验证。第 5 列加入了政府干预变量, 考察制度环境对融资和投资的影响, 以及控制了制度环境差异影响后, 高管政府背景对投资的效用。Pol 的系数在 0.01 水平上显著为正, 假设 1 得到进一步证明。Pol×CF 系数显著为负, 证明了假设 2。同时, Market 系数显著为正, 而 Market×CF 回归系数为负, 假设 3 得到进一步证明。第 6 列综合考察了高管政府背景与市场化环境对资本投资的影响。Pol 的回归系数依旧为正, 并在 0.01 水平下显著, Pol×CF 系数显著为负, Market×CF 回归系数也为负, 假设 1、假设 2、假设 3 都得到证明。但是, 高管政府背景、市场化环境的交叉影响对于投资活动并不显著, 假设 4 没有得到验证。

总之, 表 3 的结果很好地支持了本文提出的前 3 个假设。

(三) 稳健性检验

表 4 第 1 列采用当期长期资产的变化/期初总资产来衡量的资本投资, 第 2 列采用市场化进程指数表征制度环境。不论是采用不同的投资计量方法, 还是采用不同的市场化环境指标, 高管的政治关系对企业投资行为的影响与之前的结论一致。第 3 列和第 4 列检验了国有上市公司与民营上市公司中高管政府背景对资本投资的影响。对于最终控制人为非国有的上市公司来讲, 高管政府背景对于投资的影响虽然符号与预期相同, 但是统计上不显著。第 5 列加入 2006 年样本验证高管的政治关系对资本投资的影响。结果显示结论依旧不变。

表 4 稳健性检验

变量	1. I _t	2. 市场化进程指标	3. 国有	4. 民营	5. (2004—2006 年)	6. Cash
Pol	0.0131 (1.96)*	0.0144 (2.79)***	0.0163 (2.69)***	0.0098 (1.16)	0.0108 (2.52)**	0.0147 (2.09)**
Pol×CF	-0.1802 (-1.71)*	-0.1567 (-2.10)**	-0.2228 (-2.79)***	-0.0115 (-0.07)	-0.0742 (-1.66)*	-0.0878 (-2.51)**
Market	0.0065 -1.07	0.0158 (3.39)***	0.0135 (2.47)***	0.032 (4.04)***		0.0261 (3.84)***
Market×CF	-0.1353 (-1.76)*	-0.1633 (-2.60)***	-0.1117 (-1.56)	-0.1596 (-1.65)*		-0.0989 (-3.45)***
Market×Pol×CF	0.1214 (0.98)	0.059 (0.62)	0.0571 (0.55)	0.1584 (0.82)		0.092 (2.67)***
CF	0.2314 (3.73)***	0.2941 (5.67)***	0.2824 (5.76)***	0.2905 (3.82)***	0.1982 (6.94)***	0.1743 (7.08)***
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2 437	2 437	1 686	751	3 278	2 437
R ²	0.1231	0.1863	0.1893	0.2476	0.1604	0.1794

企业持有的现金流起到了流动性储备的作用(Gamba 和 Triantis, 2008), 因此, 我们在 CF 指标中加入 t-1 期末的货币资金, 主要结果未变(见第 6 列)。另外加入 t-1 期期末货币资金、短期投资、t 期经营活动现金流, 以及 t-1 期期末货币资金和 t 期经营活动现金流两种方法进行替换, 结果基本不变(限于篇幅, 结果未报告)。无论用何种现金流指标, 结果与表 3 一致, 而且

此时 $\text{Market} \times \text{Pol} \times \text{CF}$ 显著为正,说明与制度环境较差地区相比,在制度环境好的地区高管政府背景对上市公司投资—现金流敏感度的影响更弱,即在此情况下假设 4 也得到验证。

(四)进一步分析

1.政治关系亲密程度的不同对资本投资的影响

在政府对经济的干预作用中,不同类型的政府部门其干预程度是有区别的。首先,相对于中央政府而言,地方政府的行为更像一个代理人,而且在一定程度上也需要依赖上市公司的支持,因此更有可能帮助高管具有政府背景的上市公司;其次,与中央政府的激励不一样,中国地方政府推行的是一种锦标赛制度(周黎安,2007),这种制度会使地方政府更有激励去干预企业的经营和投资。因此,高管与地方政府的政治关系对企业投资的作用要大于与中央政府的关系。表 5 将高管的政府背景进一步划分,具体分为地方政府任职和其他政府任职(中央政府任职和军队任职),检验不同类型的高管政治背景对企业投资行为的影响(限于篇幅,省略控制变量回归结果)。前 2 列为高管同时在或者曾经在地方政府任过职($\text{loc}=1$),比较地方政府背景与非地方政府背景(包括具有中央政府背景、军队背景以及无任何政府背景, $\text{loc}=0$)的差别。我们发现高管具有地方政府背景对企业投资的影响是显著的。后 2 列仅限于高管具有政府背景的上市公司样本,从中可以看出,地方政府背景($\text{loc}=1$)相对于其他政府背景($\text{loc}=0$)的差异。同样,高管具有地方政府背景的上市公司投资—现金流敏感度降低,表明地方政治关系对于企业投资的作用要强于其他政治关系。 $\text{Market} \times \text{Loc} \times \text{CF}$ 显著为正表明,相对于制度环境较差的地区,在制度环境较好的地区,“政治关系”发挥的余地会减少,因此投资—现金流更敏感。

表 5 高管不同政府背景对投资影响的差异

变量	1	2	3	4
Loc	0.012 (2.04)**	0.0141 (2.41)**	0.0048 (0.5)	0.0087 (0.92)
Loc×CF	-0.139 (-2.85)***	-0.2152 (-2.90)***	-0.2228 (-1.89)*	-0.3476 (-1.73)*
Market		0.0234 (5.17)***		0.0378 -0.7
Market×CF		-0.1407 (-2.44)**		-0.2458 (-1.10)
Market×Loc×CF		0.1017 (1.1)		0.1636 (4.14)***
CF	0.1949 (5.93)***	0.2914 (6.81)***	0.2575 (2.27)**	0.4294 (2.21)**
控制变量	控制	控制	控制	控制
N	2 437	2 437	821	821
R ²	0.1823	0.1901	0.1943	0.21

表5的结果表明:政治关系的作用会因不同层级政府的“亲密”程度而有差别,高管与地方政府的政治关系对企业投资的作用要强于高管与中央政府的关系。^④

2. 融资约束还是机会主义行为?

对于投资—现金流敏感度的解释有融资约束理论和由管理层机会主义行为导致的自由现金流理论,而政治关系和制度环境从两方面都可以对上市公司投资—现金流敏感度产生影响。本节进一步检验这种影响主要是由融资约束造成的,还是由机会主义行为造成的,抑或是两者都有?

我们采用分组方法进行检验(Franzoni, 2009)。用公司 $t-1$ 年是否发放股利和发放股利多少两种方法来区分公司是否面临融资约束(若公司没有发放股利, $Ddiv$ 为 0, 否则为 1; 当公司发放的股利大于整体样本的 75 分位数, 则 $D75div$ 为 0, 否则为 1)。^⑤ 对于区分管理层是否过度使用自由现金流, 我们用董事长和总经理是否两职合一, 以及董事会规模等治理变量来区分(如果董事长和总经理不兼任, 则 $Ddual=0$, 否则为 1, 如果董事会规模小于样本 75% 分位数, 则 $Dboa=0$, 否则为 1, 此时视为管理层机会主义行为概率更大)。^⑥ 我们对表 3 的综合模型分组回归, 结果如表 6 所示(限于篇幅, 省略控制变量回归结果)。在面临融资约束的样本组中, Pol 的系数显著为正, 表明公司的政治关系能给企业带来更多投资, $Pol \times CF$ 的系数则说明政治关系能够降低投资—现金流敏感度, 验证了假设 1 和假设 2, $Market \times CF$ 的结果与假设 3 也是相符的。而在未面临融资约束的样本组中, 只有在 $Ddiv=1$ 组中 Pol 的系数显著为正, 但 $Pol \times CF$ 和 $Market \times CF$ 却不显著, $D75div=1$ 组则四个指标都不显著。此类分组结果说明对面临融资约束的公司, 政治关系和制度环境的作用更大。从机会主义行为为分组结果看, 在机会主义行为概率小的样本组, 四个变量都显著正相关, 很好地支持了本文的三个假设; 在机会主义行为概率大的样本组, 我们关注的指标几乎都不显著, 在 $Dual=1$ 组 Pol 显著, 但负相关。可以说明, 政治关系和制度环境并不能解决机会主义行为导致的过度投资行为。综上所述, 政治关系和制度环境主要解决的是由融资约束而导致的投资效率问题。

表 2 的单变量分析显示: 具有政治关系组样本的银行贷款确实高于没有政治关系组。为了进一步确认高管政府背景能否更多的带来银行贷款而缓解融资约束问题, 我们控制影响银行贷款的主要变量之后的回归分析发现, 政治关系与银行贷款显著正相关, 也说明政治关系确实能缓解由融资约束带来的投资效率问题(限于篇幅, 回归结果未报告)。

表 6 对是否融资约束和是否机会主义行为的分组检验

变量	融资约束分组回归				机会主义行为分组回归			
	Ddiv=0	Ddiv=1	D75div=0	D75div=1	Dual=0	Dual=1	Dboa=0	Dboa=1
Pol	0.01 (1.79) [*]	0.023 (2.64) ^{***}	0.012 (2.16) ^{**}	0.021 (1.42)	0.019 (3.63) ^{***}	-0.03 (-1.91) [*]	0.015 (2.65) ^{***}	0.002 (0.16)
Pol×CF	-0.14 (-1.81) [*]	-0.174 (-1.44)	-0.145 (-1.95) [*]	-0.319 (-1.53)	-0.23 (-3.23) ^{***}	0.352 (1.07)	-0.164 (-2.14) ^{**}	-0.211 (-1.12)
Market	0.011 (1.97) ^{**}	0.018 (1.99) ^{**}	0.019 (3.8) ^{***}	0.002 (0.12)	0.021 (4.03) ^{***}	0.016 (1.13)	0.024 (4.54) ^{***}	0.007 (0.53)
Market×CF	-0.169 (-2.60) ^{***}	-0.074 (-0.74)	-0.163 (-2.59) ^{***}	0.118 (0.76)	-0.158 (-2.63) ^{***}	0.2 (1.1)	-0.152 (-2.43) ^{**}	0.033 (0.21)
Market×Pol×CF	0.123 (1.29)	0.002 (0.02)	0.053 (0.58)	0.28 (1.28)	0.123 (1.43)	-0.287 (-0.81)	0.073 (0.8)	0.275 (1.19)
CF	0.192 (3.61) ^{***}	0.352 (4.17) ^{***}	0.279 (5.37) ^{***}	0.153 (1.13)	0.3 (6.06) ^{***}	-0.166 (-1.01)	0.297 (5.63)	0.098 (0.8)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1 135	1 302	1 899	538	2 098	339	2 045	392
R ²	0.095	0.144	0.1855	0.1797	0.1745	0.2157	0.1883	0.1346

六、结 论

在转型经济的中国,与政府(官员)的“关系”对于企业的发展和经营活动产生了重要的影响。本文发现,企业的政治关系使得企业拥有更多的外部融资便利,进而可以进行更多的资本投资。同时也可以降低对内部资金的依赖,降低融资约束,从而降低投资—现金流敏感度。而且,与政府的密切关系使企业有更多的投资渠道,减少与政府的协调成本,从而提高投资效率,进一步降低投资—现金流敏感度。制度环境作为外部治理机制会影响企业内部投资效率,但企业的政治关系对投资的作用不受制度环境差异的影响。企业与地方政府的政治关系对企业投资作用要强于与非地方政府的的关系。进一步研究发现,政治关系和制度环境主要解决的是由于融资约束而导致的投资效率问题。

* 本文得到北京师范大学青年教师社会科学基金资助(项目号 107190)。

注释:

- ①本文所提到的“关系”、政治联系、政治关系都是相同的意思,指企业高官的政治背景,即企业与政府之间的联系。
- ②政府干预指数越高,表明政府干预越少,则表征制度环境越好。
- ③需要指出的是,虽然我们的主要样本为 2004—2005 年,但基于中国转轨经济的背景和长期以来政府对企业干预的现实情况,政府和企业之间的关系是渐变而非裂变(这也与中国政府主导改革为渐进性改革相通),这种关系在比较长的时间内是稳定的,所以本文的实证结果有着一般性的意义。
- ④我们也对高管是否为人大代表或者政协委员进行了分析,发现这些身份对企业投资影响不显著。
- ⑤由于样本中有 50%左右公司没有发放股利,如果按照中位数或者平均数来区分,则与

Ddiv 分组没有多大差别,所以我们采用发放的股利是否大于 75%分位数作为第二个融资约束指标。

⑥我们还用独立董事比例中位数、75 分位数和用董事会规模的中位数进行区分,所得结果类似。

参考文献:

- [1]白重恩,刘俏,陆洲,等.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005,(2):81—91.
- [2]樊刚,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数(2007版)[M].北京:经济科学出版社,2007.
- [3]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[J].经济研究,2007,(4):41—52.
- [4]罗党论,甄丽明.民营控制、政治关系与企业融资约束[J].金融研究,2008,(12):164—178.
- [5]饶育蕾,汪玉英.中国上市公司大股东对投资影响的实证分析[J].南开管理评论,2006,(9):67—73.
- [6]孙铮,刘凤委,李增泉.市场化程度,政府干预与企业债务期限结构[J].经济研究,2005,(5):52—63.
- [7]杨华军,胡奕明.制度环境与自由现金流的过度投资[J].管理世界,2007,(9):99—116.
- [8]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.
- [9]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.
- [10]吴文锋,吴冲锋,芮萌.中国上市公司高管的政治背景与税收优惠[J].管理世界,2009,(3):134—142.
- [11]谢德仁,陈运森.金融生态环境,产权性质与负债的治理效应[J].经济研究,2009,(5):118—129.
- [12]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.
- [13]支晓强,童盼.管理层业绩报酬敏感度、内部现金流与企业投资行为[J].会计研究,2007,(10):73—81.
- [14]Biddle G C, Hilary G. Accounting quality and firm-level capital investment [J]. The Accounting Review, 2006,(5): 963—982.
- [15]Faccio M. Politically connected firms[R]. Working Paper, Vanderbilt University, 2004.
- [16]Faccio M. The characteristics of politically connected firms[R]. Working Paper, Vanderbilt University, 2007.
- [17]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.

- [18]Fazzari S M, Hubbard R G, B C Peterson. Financing constraints and corporate investment[J]. *Brooking Papers on economic activity*,1988,(1): 201—219.
- [19]Franzoni F. Underinvestment vs. overinvestment: Evidence from price reaction to pension contributions[J]. *Journal of Financial Economics*,2009,92(3):491—518.
- [20]Gamba A, Triantis A J. The value of financial flexibility[J]. *Journal of Finance*, 2008, 63, 2263—2296.
- [21]Khwaja A I, Mian A. Do lenders favor politically connected firms? [R]. Working Paper, Harvard University,2004.
- [22]Li H, Meng L, Zhang J. Why do entrepreneurs enter politics? Evidence from China[J]. *Economic Inquiry*,2006,(5): 559—578.

Political Connection, Institutional Environment and Capital Investment of Listed Companies

CHEN Yun-sen¹, ZHU Song²

(1. *School of Economics & Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China*;2. *School of Economics & Business Administration, Beijing Normal University, Beijing 100875, China*)

Abstract: During the transition period, the governments in China have great power in resources allocation, and the political connections between enterprises and the governments affect the investment activities of enterprises. The paper finds that the political connections provide more external financing convenience, loosen internal financing constraints, and reduce the coordinative costs with governments, so it can raise the investment efficiency and reduce the invest-cash sensitivity. As the external governance mechanism, the institutional environment will influence the internal investment efficiency, not the effect of political connections on the enterprise investment. The effects of the political connections between enterprises and local governments on the enterprise investment are stronger than the ones of the political connections between enterprises and non-local governments. Furthermore, the political connections and institutional environment of enterprises mainly affect the problem of investment efficiency caused by financial constraints.

Key words: managerial political connection; institutional environment; capital investment; investment-cash sensitivity

(责任编辑 金 澜)