

市场深化弱化了民营企业政治关系的作用吗?

——来自民营上市公司政治关系贷款效应的经验证据

胡旭阳, 孟顺杰

(浙江财经大学金融学院, 浙江 杭州 310018)

摘 要: 本文从政治关系经济效应形成的市场替代机制与政府偏袒机制视角揭示市场深化影响民营企业政治关系贷款效应动态变化的理论机理, 并以2003~2017年上市民营企业为研究样本, 采用公司固定效应模型对相关理论假设进行实证检验。本文的理论和实证研究结果显示: 第一, 样本期内, 民营企业政治关系的贷款效应呈现动态弱化趋势; 第二, 民营企业政治关系贷款效应的动态弱化与中国转轨过程中市场化总体水平的上升密切相关。本文的研究理论意义在于为体制转轨与企业政治关系经济影响动态变化关系的理论争议提供了来自世界最大转轨经济体的经验证据; 从现实意义看, 可为“亲清”新型政商关系建设提供启示。

关键词: 民营企业; 政治关系; 市场深化; 市场替代机制; 政府偏袒机制

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1004-4892(2019)11-0041-10

一、引 言

已有文献表明, 作为市场替代机制, 民营企业政治关系在促进中国民营企业和民营经济发展中发挥了作用^[1]。在市场支持制度不健全和要素市场不完善的情况下, 民营企业政治关系作为市场替代机制发挥了保护民营企业产权^[2]、便利民营企业融资^{[3][4]}、去除政府管制行业准入壁垒^[5]等作用。虽然现有研究已对民营企业政治关系的经济影响做了广泛而深入的研究, 但鲜有文献直接考察民营企业政治关系的经济作用是否随我国市场化改革而动态弱化, 而这是一个兼具重要现实意义和一定理论意义的问题。

从现实角度看, 党的十九大报告明确提出了“构建亲清新型政商关系, 促进非公有制经济健康发展和非公有制经济人士健康成长”的要求, 如何构建“亲清”新型政商关系成为各级党委政府和民营企业面临的共同任务。而关于市场深化与民营企业政治关系经济作用的动态变化关系的研究有助于了解市场化改革是否促进民营企业通过市场途径而非依赖政商关系来获取生产要素, 这对“亲清”新型政商关系的构建显然具有重要参考价值。

在理论方面, 尽管许多文献都认为转轨国家的企业政治关系对企业战略选择和绩效有重要影

收稿日期: 2019-03-25

基金项目: 浙江省哲学社会科学规划课题(19NDJC159YB); 国家自然科学基金面上项目(71572172; 71773105); 浙江省自然科学基金项目(LY17G030024)

作者简介: 胡旭阳(1969-), 男, 安徽休宁人, 浙江财经大学金融学院教授; 孟顺杰(1994-), 男, 浙江诸暨人, 浙江财经大学金融学院硕士生。

响^{[6][7]}，然而关于企业政治关系的作用是否随体制转轨而动态弱化或消失，理论界并未达成一致意见。一种观点认为，在转轨初期，由于缺乏成熟的要素市场和市场支持制度，企业采取基于关系网络型战略比市场型战略更能取得竞争优势；而随着转轨国家的市场深化和经济自由度提升，市场战略逐步取代关系型战略占据主导地位，包括企业政治关系在内的社会资本的作用势必会弱化^[8]。另一种观点认为，转轨国家的市场深化和经济自由度提升并不一定会使企业政治关系价值动态弱化。市场深化使经济总量增加，政府掌握了更多的经济资源^[9]；同时市场深化和经济自由化并不代表转轨国家的政府完全撤出经济领域，政府部门仍拥有再分配和监管权力，可通过金融监管、产业政策和反垄断政策、税收、政府购买等途径对很多经济领域施加影响；因而，企业政治关系仍会发挥作用，甚至可能会强化^{[10][11][12]}。因而从理论发展角度看，对中国市场深化与民营企业政治关系经济作用动态变化关系的研究可以为上述理论争议提供来自世界最大转轨经济体的经验证据。

针对上述理论争议，Nee 和 Oppen(2010)认为^[7]，仅从总体上评价转轨国家企业政治资本的作用是消失或强化，既不全面也很难得到明确结论，需要关注政治关系价值动态变化的异质性；Siegel(2007)认为^[10]，对于一个国家经济自由化后企业政治关系价值问题，应该从它是否发挥作用转向它如何发挥作用的讨论。而在中国转轨过程中，民营企业政治关系能够给关联企业带来贷款便利^{[3][4]}、政府税收优惠和财政补贴^{[13][14]}、管制行业准入^{[5][15]}等经济利益，这些经济效应的形成机理不尽相同。因而根据 Nee 和 Oppen(2010)^[7]和 Siegel(2007)^[10]的观点，从市场深化与形成机制视角分析政治关系不同经济效应动态变化的异质性有助于了解中国转轨过程中政治关系价值的动态变化特征。

基于此，以中国民营企业政治关系的贷款效应作为具体的研究对象，本文从市场替代机制和政府偏袒机制角度分析市场深化影响民营企业政治关系贷款效应动态变化的理论机理，提出理论假设；然后以 2003~2017 年民营上市公司为研究样本对相关理论假设进行检验。本文的实证研究结果显示：第一，样本期内，民营企业政治关系的贷款效应呈现弱化的动态特征；第二，民营企业政治关系贷款效应的动态弱化与中国转轨过程中市场化总体水平的提升密切相关。

二、理论分析与理论假设的提出

民营企业政治关系经济效应的形成有两个基本机制：市场替代机制和政府偏袒机制。市场替代机制认为，在中国转轨过程中，民营企业发展面临市场基础制度和要素市场体系不完善的制约；在这种情况下，民营企业政治关系在功能上发挥了市场替代机制的作用，缓解了市场基础制度不健全和要素市场不完善对民营企业发展的不利影响^{[1][16]}。而政府偏袒机制则强调，政治关联企业所具备的良好政企关系使政府部门在配置其所掌握的资源或要素时偏袒关联企业，使关联企业获得更多的诸如财政补贴、税收优惠等经济好处^{[2][14]}。

民营企业政治关系的贷款效应是指政治关系能够给关联企业带来银行贷款的便利^{[3][4]}。下面分析民营企业政治关系通过市场替代机制和政府偏袒机制形成贷款效应的理论机理，以及在中国市场深化过程中源于上述两种机制的贷款效应动态变化趋势。

(一) 市场替代机制、市场深化与政治关系贷款效应的动态变化

1. 政治关系作为市场替代机制对民营企业政治关系贷款效应形成的影响

中国转轨过程中，民营企业发展面临金融体系不发达、所有制歧视等不利外部环境带来的融资难问题。在这种背景下，作为市场替代机制，民营企业政治关系便利关联企业获得银行贷款，形成政治关系的贷款效应，具体而言：

(1) 产权保护不充分与民营企业政治关系的贷款效应。在中国转轨初期，由于意识形态和法律

制度对民营企业产权保护不充分,民营企业经常遭受乱摊派、乱收费等形式的地方政府或官员“掠夺之手”的侵害^[17]。地方政府“掠夺之手”对民营企业产权的侵害使企业的经营风险增大,增加了银行贷款风险,导致银行对民营企业贷款采取谨慎态度,增加了民营企业获得银行贷款的难度^{[2][18]}。

而政治关系可以作为法律替代机制发挥保护民营企业产权的作用,避免或减少来自地方政府或官员“掠夺之手”的侵害^[2]。在这种情况下,民营企业政治关系通过降低来自政府部门的侵害而保护民营企业的权益,进而减少银行向企业贷款的风险,增加企业从银行获得贷款的可能性。因而政治关系作为产权保护替代机制形成民营企业政治关系的贷款效应^{[2][18]}。

(2) 信贷市场信息不对称与民营企业政治关系的贷款效应。在转轨初期,民营企业往往没有建立健全的会计和财务制度,或者为了规避政府“掠夺之手”的潜在威胁而刻意隐匿企业的真实信息,信息不对称成为银行向民营企业提供贷款的重要障碍。在这种情况下,民营企业政治关系成为传递企业质量的信号,有助于降低关联企业与企业间的信息不对称,增加银行向关联企业贷款的可能性。民营企业建立政治关系有两种基本途径:企业家参政议政和聘请前政府官员出任企业高管^{[19][20][21]}。一般而言,民营企业经济实力越强、纳税越多,企业家越可能获得参政议政资格;同时前政府官员也更愿意前往规模大、实力强的企业出任高管,因而民营企业政治关系起到了向银行传递关联企业质量信号的作用,促进民营企业政治关系贷款效应的形成^[4]。

2. 市场化改革与政治关系作为市场替代机制作用的弱化

(1) 要素市场完善与政治关系作为市场替代机制作用的弱化。中国改革开放过程是一个要素市场总体上不断完善的过程。由于户籍制度和土地国有的原因,在人才、土地、资本三大要素中,中国资本要素的市场化程度更高、政府的干预程度更低。中国证券市场从无到有以及多层次资本市场体系的建设增加了民营企业的直接融资途径;而银行业从改革之初的“四大行”寡头垄断到股份制商业银行、城市商业银行“群雄并起”的竞争格局拓展了民营企业的间接融资渠道。因而,金融市场体系的发展和完善降低了民营企业在融资方面对政治关系的依靠^{[7][16]}。

同时,随着中国资本市场的发展,许多民营企业上市融资愿望强烈。而健全和完善的财务会计制度是企业上市的前提条件,上市动机敦促和激励民营企业完善财务会计制度,进而促进民营企业财务会计信息的规范化。而规范、透明的财务会计信息降低了企业与银行间的信息不对称,使政治关系作为向银行传递民营企业质量信号的作用下降。

(2) 产权保护制度的完善与政治关系作为市场替代机制作用的弱化。中国市场化改革过程也是伴随对私有产权的保护逐步完善的过程。改革开放之初,“姓社姓资”的意识形态问题困扰民营企业的发展,许多私营企业通过“戴红帽”、挂靠等方式来规避上述风险^[22]。而1988年中华人民共和国宪法修正案提出了国家保护私营经济的合法权利和利益,首次从宪法层面强调对私营企业产权保护;1993年11月召开的党的十四届三中全会提出了赋予私营经济平等的竞争地位,此后党中央一直强调各种所有制经济同等受到法律保护。因而总体上,民营企业的产权保护随市场化改革而不断完善。

产权保护制度的完善可以从两方面弱化民营企业政治关系的贷款效应。一方面,产权制度的完善制约了地方政府“掠夺之手”对民营企业财产权利的侵害,降低了银行向民营企业贷款的顾虑,进而使政治关系作为产权保护替代机制便利关联企业获得银行贷款的作用弱化。另一方面,在法律对私营企业产权保护逐步完善的情况下,民营企业对政府“掠夺之手”的顾虑下降,通过不规范的财务会计制度隐匿企业真实信息的动机下降,这使得民营企业政治关系作为向银行传递企业质量信号的作用再度下降。

(二) 政府偏袒机制、市场深化与民营企业政治关系贷款效应的动态变化

除了市场替代机制外,民营企业政治关系还通过政府偏袒机制给关联企业带来融资便利。La Porta 等(2012)认为^[23],政府拥有银行的所有权往往便利政府官员通过银行信贷来实现政治目标而非经济目标。在中国,地方政府拥有地方金融机构(城市商业银行、信用社)的所有权和高层管理人员的人事任免权,从而可以间接影响地方金融机构的信贷投向^[24]。而政府官员更可能偏袒关联企业,因而政治关联企业凭借与政府的良好关系,更可能从地方金融机构获得信贷资源,即民营企业政治关系通过政府偏袒机制形成贷款效应^{[2][24]}。

尽管市场深化弱化了源于市场替代机制的贷款效应,但在中国市场深化与政府干预并存的背景下,它未必会弱化源于政府偏袒机制的贷款效应。

一方面,市场深化促进了一国经济发展和经济总量的增加,政府掌握的经济资源更多^[9]。随着中国体制转轨和经济总量的迅速增加,地方政府控制的地方金融机构数量和规模都大幅度上升。另一方面,中国对经济活动的干预程度仍旧比较高。中央政府通过制定“五年规划”来确定国家未来重点发展方向,通过产业政策来引导产业发展。由于政府官员的自由裁量权,在市场化过程中掌握更多资源的地方政府官员可以在产业政策的实施中偏袒关联企业,使关联企业获得包括更多银行贷款在内的经济好处。比如,祝继高等(2015)发现^[25],产业政策支持行业的政治关联企业获得了更多的长期银行贷款。

综上可知,在中国转轨过程中,民营企业政治关系通过市场替代机制和政府偏袒机制给关联企业带来贷款便利,而市场化对上述两种机制的影响有差异:源于市场替代机制的贷款效应随市场深化而弱化,源于政府偏袒机制的贷款效应未必会随市场深化而弱化,因而市场化与民营企业政治关系贷款效应的动态变化关系取决于哪种效应占据主导地位,为此本文提出如下两个对立的理论假设:

理论假设 1: 市场替代机制占据主导地位,政治关系的贷款效应随市场深化而弱化;

理论假设 2: 政府偏袒机制占据主导地位,政治关系的贷款效应随市场深化而强化。

为了检验上述理论假设,本文的实证研究需要解决如下两个问题:第一,在研究样本期内,民营企业政治关系的贷款效应总体上是否呈现动态弱化趋势?第二,如果民营企业政治关系的贷款效应呈现动态弱化趋势,那么上述动态弱化趋势是否与我国的市场化改革有关。在下面的实证研究中,本文先分析第一个问题;如果实证分析结果显示民营企业政治关系的贷款效应呈现动态弱化趋势,那么继续分析其与市场深化之间的联系。

三、民营企业政治关系贷款效应的动态特征分析

(一) 研究设计

1. 样本数据

国泰安金融数据库关于上市公司实际控制人的数据起始年份为 2003 年,因而本文的研究样本期间为 2003 ~ 2017 年。本文通过国泰安数据库获得上市公司实际控制人的数据,并按照如下规则选择最终的研究样本企业:第一,实际控制人为自然人的民营上市企业;第二,去除在样本期间退市和数据缺失的样本;第三,由于在研究方法上,本文采用基于面板数据的公司固定效应模型来降低公司个体不变异质性引起的内生性问题,而实际控制人对民营上市企业的决策具有决定性影响,如果实际控制人发生变更,就难以保证公司层面个体特征的稳定,因而本文把研究样本限制在 2003 年后或上市后(2003 年以后上市的民营企业)实际控制人没有发生变化的样本企业。这样最后得到年份-公司截面样本数为 10399 个。

2. 模型设定

为了考察民营企业政治关系贷款效应的动态特征，本文建立如下的公司固定效应模型：

$$loan_{it} = \alpha + \beta_1 \times pc_{it} + \beta_2 \times term_{it} + \beta_3 \times pc_{it} \times term_{it} + Control + \gamma_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中，解释变量 pc 表示民营企业的政治关系，调节变量 $term$ 表示时间趋势， $Control$ 为其他控制变量集合， γ_i 表示公司固定效应。

(1) 被解释变量

本文的被解释变量为 $loan$ ，借鉴余明桂和潘红波(2008)^[3]的做法，把 $loan$ 定义为公司贷款总额/资产总额，以百分比表示。

(2) 解释变量

本文以变量 pc 表示民营企业政治关系。借鉴已有文献的做法^{[20][21]}，如果民营上市公司的实际控制人或董事长或总经理当选各级人大代表或政协委员，或是前政府官员，那么 pc 值为 1，否则为 0。本文除了考虑董事长或总经理的政治关联外，还考虑了实际控制人的政治关联，因为即使不担任董事长，实际控制人也对民营企业决策具有重要影响。

(3) 调节变量

$term$ 为调节变量，用以考察民营企业政治关系贷款效应在样本期内的动态变化情况；其取值为 $t - 2003$ ，其中 t 的取值区间为 2003 至 2017，2003 年度 t 取值为 2003，2004 年度 t 取值为 2004，如此类推；如果交互项 $pc \times term$ 的系数 β_3 显著小于零，那么表明在样本期内民营企业政治关系的贷款效应呈现动态弱化趋势。

(4) 控制变量

本文还控制以下变量的影响，以尽可能降低遗漏变量所产生的偏误： $asset$ 为上市公司的规模，以公司年度报告中的资产规模(单位亿元)来代表，并取自然对数以降低异方差的影响； $fasset$ 为固定资产比例，以上市公司固定资产占总资产的比重来表示； em 为企业就业贡献，以上市公司员工总数来表示，并取自然对数以降低异方差的影响； $salary$ 表示公司高管的薪酬水平，以公司薪酬前三名的报酬总额(单位万元)取自然对数来表示； $director$ 表示上市公司董事会总人数； $indep$ 表示独立董事占董事总人数的比例； $zyzzl$ 表示主营业务增长率； roa 表示公司总资产净收益率； $gd1$ 表示上市公司第一大股东持股比例； $dual$ 表示上市公司的董事长与总经理是否兼任，如果兼任取值 1，否则取值 0。

对所有连续变量均在 1% 水平缩尾处理，以降低异常值的影响；在系数的显著性检验方面，本文采用公司层面聚类的稳健标准误。

(二) 变量的描述性统计结果

表 1 是相关变量的描述性统计结果。统计结果显示，被解释变量 $loan$ 的均值为 11.8491，银行贷款占企业总资产的平均比重为 11.8491%，标准差为 12.4332，最大值为 69.7545，最小值为 0，企业间的银行贷款比例差异较大；解释变量 pc 的均值为 0.6848，68.48% 的样本企业存在政治关系，这说明民营企业政治关系是一种较为普遍的现象；调节变量 $term$ 的均值为 10.1724，标准差为 3.2393。

表 1 相关变量的描述性统计结果

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
$loan$	10628	11.8491	12.4332	0.0000	69.7545
pc	10628	0.6848	0.4646	0.0000	1.0000
$term$	10628	10.1724	3.2393	0.0000	14.0000
$asset$	10628	3.0497	0.9485	0.1802	6.1133
$fasset$	10628	19.6924	13.1381	0.1851	62.9475

续表

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
em	10628	7.3267	1.0407	2.5649	12.2108
salary	10602	14.0410	0.6925	11.5787	15.9004
director	10599	8.3497	1.5152	3.0000	16.0000
indep	10599	0.3746	0.0544	0.1429	0.6667
dual	10435	0.3932	0.4885	0.0000	1.0000
gd1	10626	34.0575	13.7380	2.1970	86.4900
roa	10628	7.0170	5.8450	-27.7312	29.6381
zyzzl	10628	21.5288	35.8762	-75.8298	314.2181

(三) 民营企业政治关系贷款效应动态特征的实证分析结果

1. 民营企业政治关系贷款效应的动态特征分析

表 2 是关于民营企业政治关系贷款效应动态变化特征的实证分析结果。由于调节变量 term 的取值随时间变化, 如果控制年份效应, 那么会产生多重共线性问题。为此, 本文分别给出了控制年份效应和不控制年份效应的分析结果。在控制年份效应的情况, 本文的回归分析没有控制变量 term 的影响, 以降低多重共线性的影响。

表 2 民营企业政治关系贷款效应动态特征的实证分析结果

变量	模型1	模型2	模型3	模型4
pc	1.0646 **	4.0559 ***	1.0220 *	3.8429 ***
term	-0.8948 ***	-0.6224 ***	-	-
pc * term	-	-0.3381 ***	-	-0.3182 ***
asset	5.4922 ***	5.4524 ***	5.3216 ***	5.2877 ***
fasset	0.1744 ***	0.1719 ***	0.1578 ***	0.1556 ***
em	0.3385	0.2386	0.3420	0.2486
salary	-0.8154 *	-0.7770 *	-0.4860	-0.4555
director	-0.1800	-0.1830	-0.1423	-0.1445
indep	-0.2179	-0.8484	0.3248	-0.2643
dual	0.0311	0.0217	0.1614	0.1496
gd1	0.1050 ***	0.1072 ***	0.1175 ***	0.1197 ***
roa	-0.2770 ***	-0.2737 ***	-0.2708 ***	-0.2686 ***
zyzzl	0.0095 ***	0.0097 ***	0.0085 ***	0.0087 ***
_ Cons	8.7098	6.7409	5.2074	3.3318
年份效应	未控制	未控制	控制	控制
Adj. R ² (with-in)	0.1352	0.1382	0.1505	0.1532

注: *** 表示 1% 水平显著, ** 表示 5% 水平显著, * 表示 10% 水平显著。

表 2 的模型 1 和模型 2 是没有控制年份效应的分析结果。没有考虑调节效应的模型 1 结果显示, 解释变量 pc 的系数为 1.0646, 大于零且在 5% 水平显著, 这说明在研究样本期间, 民营企业政治关系存在贷款效应。模型 2 的分析结果显示, 在考虑调节变量 term 影响的情况下, 解释变量 pc 的系数为 4.0559, 大于零且在 1% 水平显, 民营企业政治关系具有显著的贷款效应; 变量 term 的系数为 -0.6224, 小于零且 1% 水平显著, 在样本期内, 银行贷款的比重呈现下降趋势; 而交互项 pc * term 的系数为 -0.3381, 小于零且在 1% 水平显著, 这表明, 政治关联企业的贷款比例下降得更快, 民营企业政治关系的贷款效应呈现动态弱化趋势。

模型 3 和 4 区别于模型 1、2 之处在于控制了年份效应而没有控制变量 term。模型 4 的分析结果显示, 变量 pc 的系数为 3.8429, 大于零且在 1% 水平显著, 民营企业政治关系具有显著的贷款效应, 同时交互项 pc * term 的系数为 -0.3182, 小于零且在 1% 水平显著, 与模型 2 的结论相似。

由此可见，样本期内民营企业政治关联的贷款效应呈现动态弱化趋势。

2. 工具变量的分析结果

本文借鉴 Fisman 和 Svensson(2007)^[26]、于蔚等(2012)^[4]提出的构造分组平均值作为工具变量的思路来进一步缓解内生性问题的影响。我们选取企业政治关系的省份-行业-t 年度均值 pc_i^m 作为工具变量。这样民营企业政治关系被分解成： $pc_{it} = pc_i^m + pc_{it}^s$ ，其中， pc_i^m 表示企业所在行业-省份-年度 t 的政治关系均值， pc_{it}^s 表示每年企业政治关系与行业-省份均值的差异。上述分解使得企业层面的非观测因素造成的影响与 pc_{it}^s 有关，而 pc_i^m 与 pc_{it} 相关但与企业层面的非观测因素不相关，满足对工具变量的相关性和排他性要求。

表 3 是采用 stata12 软件中 xtivreg2 命令的分析结果。表 3 模型 5 是没有控制年份效应的分析结果，模型 6 则是控制了年份效应而没有控制变量 term 的分析结果。Stock-Yogo 弱工具变量的检验结果显示，Cragg-Donald Wald F 统计量的值均远高于临界值，不存在弱工具变量的问题。

表 3 利用工具变量的回归分析结果

变量	模型5		模型6	
	系数	稳健标准误	系数	稳健标准误
pc	7.8529 ***	1.7526	9.7575 ***	1.7022
term	-0.1978	0.1445	-	-
pc * term	-0.7596 ***	0.1595	-0.9418 ***	0.0859
asset	5.3035 ***	0.3691	4.9838 ***	0.3562
fasset	0.1603 ***	0.0128	0.1445 ***	0.0129
em	0.2102	0.3086	0.1873	0.3098
salary	-0.6365 **	0.3142	-0.5000	0.3128
director	-0.1800	0.1241	-0.1127	0.1231
indep	-0.6673	2.8313	-0.4345	2.8083
dual	-0.1087	0.2818	-0.0123	0.2788
gdl	0.1217 ***	0.0219	0.1341 ***	0.0221
roa	-0.2477 ***	0.0247	-0.2477 ***	0.0248
zyzzl	0.0085 ***	0.0032	0.0087 ***	0.0033
Adj. R ² (with-in)	0.1253		0.1331	
年份效应	未控制		控制	
Cragg-Donald Wald F	312.86 (7.03)		400.47 (7.03)	

注：*** 表示 1% 水平显著，** 表示 5% 水平显著，* 表示 10% 水平显著；Cragg-Donald Wald F 统计量后面括号中为 10% 水平临界值。

表 3 模型 5 的分析结果显示，变量 pc 的系数为 7.8529，大于零且在 1% 水平显著；同时，交互项 pc * term 的系数为 -0.7596，小于零且在 1% 水平显著，这说明，民营企业政治关系的贷款效应呈现动态弱化趋势。在表 3 的模型 6 中，变量 pc 的系数为 9.7575，大于零且 1% 水平显著，同时交互项 pc * term 的系数为 -0.9418，小于零且在 1% 水平显著，民营企业政治关系的贷款效应呈现动态弱化趋势，结果与模型 5 类似。

四、政治关系贷款效应动态弱化能归因于市场深化吗？

以上的公司固定效应模型和工具变量的分析结果表明，在研究样本期内，民营企业政治关系的贷款效应呈现动态弱化趋势，那么上述动态弱化趋势是否与中国转轨过程中的市场深化有关？而分析上述问题的关键是选择市场深化的度量指标。由于王小鲁等编制的中国市场化指数被广泛采用作为度量中国市场深化程度的指标，因而本文采用他们编制的市场化指数来表示市场深化程度。王小鲁等编制的市场化指数有 2009 版、2011 版、2016 版，其中最新的是 2016 版，它给出了 2008 ~

2014 年各省份的市场化总指数和各分项指标的数值^[27]。由于 2016 版的市场化指数编制方法不同于以前版本,与以前版本的数据不具可比性,因而本文采用 2016 版市场化指数,并以变量 mk 来表示市场化指数。由于市场化指数的数据只包含 2008 ~ 2014 年度,因而下面分析中其他数据的期间也是 2008 ~ 2014 年。

现有文献一般侧重于分析市场化指数的截面差异影响^[3],而忽略了市场化指数的动态特征。为此,本文通过简单线性回归方程, $mk_t = \alpha_0 + \alpha * term_t + \varepsilon_t$, 把 2008 ~ 2014 年间的各省市场化总指数(变量 mk)划分成如下两个构成部分:趋势部分(t_mk)和随机部分(e_mk),其中趋势部分 $t_mk = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha} * term$ ($\hat{\alpha}_0$ 、 $\hat{\alpha}$ 为回归系数)与时间趋势(调节变量 term)有关。

如果满足以下两个条件,那么表明民营企业政治关系贷款效应的动态弱化趋势与中国市场化总体水平的提高有关:第一,在上述回归模型(第三部分的式 1),以变量 mk 替代变量 term(交互项 pc * mk 代替 pc * term),如果交互项 pc * mk 的系数显著为负,那么说明市场化导致政治关系贷款效应的动态弱化;第二,把变量 mk 划分为趋势部分 t_mk 和随机部分 e_mk 后,如果交互项 pc * t_mk 的系数在统计上显著为负,而交互项 pc * e_mk 的系数在统计上不显著,那么表明市场化对政治关系贷款效应的影响完全来源于趋势项,进而支持市场深化与民营企业政治关系贷款效应动态弱化之间密切相关。

在表 4 的模型 7 中,交互项 pc * mk 的系数均显著小于零,说明民营企业政治关系的贷款效应随市场化程度提高而弱化。当把市场化指数划分成趋势部分和随机部分后,表 4 模型 8 的结果显示,交互项 pc * t_mk 的系数为 -1.6444,小于零且在 1% 水平显著,民营企业政治关系贷款效应随着市场指数的增加而弱化;相比之下,交互项 pc * e_mk 的系数在统计上并不显著。由此可见,市场化导致民营企业政治关系贷款效应的动态弱化主要源于市场化指数的趋势部分而非随机部分,进而说明民营企业政治关系贷款效应的动态弱化趋势与我国的市场化水平总体上升趋势密切相关。

综合以上实证分析结果可知,本文的实证分析结果支持理论假设 1,即在样本期内,民营企业政治关系的贷款效应总体上呈现动态弱化趋势,并且这种动态弱化趋势与中国转轨过程中市场深化密切相关。

表 4 市场深化与民营企业政治关系贷款效应动态变化关系的实证分析结果

变量	系数(模型7)	标准差(模型7)	变量	系数(模型8)	标准差(模型8)
pc	4.9479 **	1.9691	pc	12.8628 ***	4.0116
mk	-0.5439	0.4120	t_mk	-1.5461 ***	0.5443
pc * mk	-0.6040 **	0.2462	pc * t_mk	-1.6444 ***	0.5256
asset	5.7058 ***	0.9850	e_mk	0.9210 *	0.5204
fasset	0.1477 ***	0.0206	pc * e_mk	-0.1718	0.2598
em	0.4623	0.5451	asset	7.2695 ***	1.0433
salary	-0.9108 **	0.4577	fasset	0.1629 ***	0.0203
director	-0.3085 *	0.1823	em	0.3554 **	0.5393
indep	-0.9610	4.5385	salary	-0.1440	0.4576
dual	0.2251	0.3959	director	-0.4063	0.1721
gd1	0.2614 ***	0.0588	indep	-0.1530	4.2605
roa	-0.1759 ***	0.0397	dual	0.2441	0.3915
zyzzl	0.0107 ***	0.0040	gd1	0.2241 ***	0.0585
_ Cons	0.7071	7.1581	roa	-0.2044 ***	0.0398
			zyzzl	0.0094 **	0.0040
			_ Cons	-4.7388	7.1747
Adj. R2	0.1310		Adj. R ²	0.1497	
样本数	5389		样本数	5389	

注: *** 表示 1% 水平显著, ** 表示 5% 水平显著, * 表示 10% 水平显著。

五、结论与讨论

以 2003 ~ 2017 年上市民营企业为研究样本, 本文分析了体制转轨与民营企业政治关系贷款效应的动态变化特征。本文的实证研究结果表明, 市场深化使作为市场替代机制的政治关系在便利民营企业融资方面的作用下降。

虽然政治关联企业通过偏袒机制获得融资便利在世界范围内是一个普遍现象, 比如即使是在美国, 政治关联企业也能够从政府偏袒机制中获得融资便利和政府的金融救助^{[28][29]}, 但本文的分析结果表明, 我国的市场化改革确实使政治关系作为市场替代机制的作用下降, 民营企业可以更多依赖市场而非政府关系来获得资金要素, 这显然可以减少“官商勾结”的可能性, 有助于“亲清”新型政商关系的形成。本文研究结论的启示是, 进一步的市场化改革是“亲清”新型政商关系建设不可或缺的制度保证。

尽管本文的实证研究设计有助于识别市场深化对民营企业政治关系贷款效应的综合影响, 但无法识别出市场替代机制和政府偏袒机制各自的具体影响, 这是论文的不足之处, 有待进一步研究。此外, 在中国转轨过程中, 民营企业政治关系除了产生贷款效应外, 还具有政府补贴效应、税收优惠效应、管制行业准入便利效应, 上述效应是否如贷款效应一样呈现动态弱化趋势也需要进一步研究。

参考文献:

- [1] 罗党论, 唐清泉. 中国民营上市公司制度环境与绩效问题研究 [J]. 经济研究, 2009, (2): 106 - 118.
- [2] 田利辉, 张伟. 政治关联影响我国上市公司长期绩效的三大效应 [J]. 经济研究, 2013, (11): 71 - 86.
- [3] 余桂明, 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, 39.
- [4] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应 [J]. 经济研究, 2012, (9): 125 - 139.
- [5] 罗党论, 刘晓龙. 政治关系、进入壁垒与企业绩效 [J]. 管理世界, 2009, (5): 97 - 106.
- [6] Peng, M. W. Institutional Transitions and Strategic Choice [J]. Academy of Management Review, 2003, 28(2), pp. 275 - 296.
- [7] Nee, V. and S. Opper. Political Capital in a Market Economy [J]. Social Forces, 2010, 88(5), pp. 2105 - 2132.
- [8] Peng, M. W., S. Sun, B. Pinkham. The Institution-based View as a Third Leg for a Strategy Tripod [J]. Academy of management Perspective, 2009, 23(4), pp. 63 - 81.
- [9] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, et al. The Quality of Government [J]. Journal of Law, Economics and Organization, 1999, 15 (1), pp. 222 - 279.
- [10] Siegel, J. Contingent Political Capital and International Alliances: Evidence from South Korea [J]. Administrative Science Quarterly, 2007, 52(4), pp. 621 - 666.
- [11] Shi, W., L. Markoczy, & C. Stan. The Continuing Importance of Political Ties in China [J]. Academy of Management Perspectives, 2014, 28(1), pp. 57 - 75.
- [12] Haveman, H., N. Jia, J. Shi, et al. The Dynamics of Political Embeddedness in China [J]. Administrative Science Quarterly, 2017, 62(1), pp. 67 - 104.
- [13] 余明桂, 回雅甫, 潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性 [J]. 经济研究, 2010, (3): 65 - 77.
- [14] 吴冲锋, 吴文锋, 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.
- [15] 胡旭阳, 史晋川. 民营企业政治资源与民营企业的多元化投资: 以中国民营 500 强为例 [J]. 中国工业经济, 2008, (4): 5 - 14.
- [16] Zheng, W., K. Singh, & C. Chung. Ties to Unbind: Political Ties and Firm Sell-offs During Institutional Transition [J]. Journal of Management, 2017, 43(7), pp. 2005 - 2036.
- [17] Cull, R., C. Xu. Institutions, Ownership and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment among Chinese Firms [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1), pp. 117 - 146.
- [18] Bai, C. E., J. Lu, Z. Tao. Property Rights Protection and Access to Bank Loans: Evidence from Private Enterprises in China [J]. E-

- economics of Transition, 2006, 14, pp. 611 – 628.
- [19] 邓建平, 曾勇. 政治关联能改善民营企业的经营绩效吗? [J]. 中国工业经济, 2009, (2): 98 – 108.
- [20] 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.
- [21] 胡旭阳. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江民营百强为例 [J]. 管理世界, 2006, (5): 107 – 113.
- [22] 曹正汉. 民营企业在组织形态上的政治特征及其演变——温州的案例 [J]. 新政治经济学评论, 2006, (2): 24 – 55.
- [23] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer. Government Ownership of Banks [J]. Journal of Finance, 2012, 57(1), pp. 265 – 301.
- [24] 胡旭阳. 民营企业的政治关联及其经济效应分析 [J]. 经济理论与经济管理, 2010, (2): 74 – 79.
- [25] 祝继高, 韩非池, 陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资——基于 A 股上市公司的实证研究 [J]. 金融研究, 2015, (3): 176 – 191.
- [26] Fisman, R., J. Svensson. Are Corruption and Taxation Really Harmful to Growth? Firm Level Evidence [J]. Journal of Development Economics, 2007, 83(1), pp. 63 – 75.
- [27] 王小鲁, 樊纲, 余静文, 等. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [28] Duchin, R., D. Sosyura. The Politics of Government Investment [J]. Journal of Financial Economics, 2012, 106(1), pp. 24 – 48.
- [29] Kostovetsky, L. Political Capital and Moral Hazard [J]. Journal of Financial Economics, 2015, 116(1), pp. 144 – 159.

Does Market Deepening Weaken the Value of Political Connection of Chinese Private Firms ——Evidence from the Loan Effect of Political Connection of Publicly Listed Private Firms

HU Xuyang, MENG Shunjie

(School of Finance, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China)

Abstract: This article aims to investigate theoretically and empirically whether the loan effect of political connection weakens during the process of Chinese institutional transition. Theoretically, the article explains the mechanism by which market deepening affects the dynamic change of the loan effect of political connection from the viewpoint of the two formation mechanism of political connection's economic effect: the market substitution mechanism and the government favoritism mechanism. The empirical research based on a sample of publicly listed firms from 2003 to 2017 with firm-fixed effect model produces the following findings: firstly, the loan effect of political connection of private firms does weaken during the sample period; secondly, the weakening trend of the loan effect of political connection is highly correlated with the trend of market deepening. Our research not only enriches the literature on the dispute as to whether the market-oriented reform reduces the value of political connection, but also gives an insight into the construction of a Close-Clear government-business relationship in China.

Key words: Private Firm; Political Connection; Market Deepening; Market Substitution Mechanism; Government Favoritism; Mechanism

(责任编辑: 原 蕴)