



政治联系对企业价值的影响研究

——基于中国上市公司的经验证据

赵娜 孙妮娜 李心芳 / 著

RESEARCH ON IMPACT OF POLITICAL
CONNECTIONS ON FIRM VALUE EVIDENT FROM
THE LISTED COMPANIES OF CHINA

海外篇

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press



政治联系对企业价值的影响研究

——基于中国上市公司的经验证据

赵娜 孙妮娜 李心芳 / 著

RESEARCH ON IMPACT OF POLITICAL
CONNECTIONS ON FIRM VALUE EVIDENT FROM
THE LISTED COMPANIES OF CHINA

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

政治联系对企业价值的影响研究：基于中国上市公司的经验证据 / 赵娜，孙妮娜，李心芳著. —北京：经济科学出版社，2018. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9245 - 2

I. ①政… II. ①赵… ②孙… ③李… III. ①上市公司 - 价值论 - 影响因素 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 083436 号

责任编辑：谭志军 李 军

责任校对：隗丽娜

责任印制：王世伟

政治联系对企业价值的影响研究

——基于中国上市公司的经验证据

赵娜 孙妮娜 李心芳 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮箱：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

北京财经印刷厂印装

710 × 1000 16 开 14 印张 139000 字

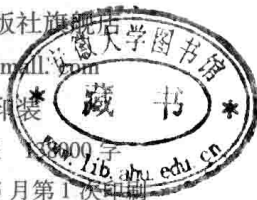
2018 年 5 月第 1 版 2018 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9245 - 2 定价：42. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)



前 言

政治联系是关乎企业生存发展的一种重要经济行为，给企业价值带来巨大影响。然而，目前我国上市公司企业价值的考量多以财务因素作为判断依据，对政治联系因素考虑较少。鉴于此，本书对我国上市公司政治联系与企业价值的关系进行研究，理论分析政治联系影响企业价值，并揭示政治联系影响企业价值的机理，以丰富政治联系与企业价值的相关研究，有效指导投资者的投资实践。主要包括以下内容：

理论分析政治联系对上市公司企业价值的影响。以资源基础理论、委托代理理论、信息不对称理论、寻租理论以及生命周期理论为基础，运用文献分析法和规范分析法，分析政治联系对上市公司企业价值的影响。在理论分析中，以上市公司管理层人员的政治背景为考察政治联系的替代变量，对政治联系各相关变量进行研究，并最终确定从内在分析上市公司政治联系动因及传导过程，从外在分别以不同行业、不同所有制、不同生命周期阶段三个角度进行实证研究，以此作为全书研究的理

论基础。

通过政治联系对企业价值影响的内在机理研究，揭示了基于企业价值提升的上市公司政治联系的动因、方式和内在交互作用。以委托代理理论为基础，研究发现政治联系的动机是提升工作成绩获取经济利益，旨在进行权利、利益的寻租；在政治联系方式选择研究中，发现上市公司更倾向于选择聘用制的形式建立政治联系；多元回归分析还证实了政治联系强度、政治联系深度以及政治联系增长度之间的交互作用。

通过对不同行业政治联系对企业价值的影响研究，发现政治联系综合能力强的行业，其政治联系对企业价值具有积极影响；而政治联系综合能力较弱的行业，其政治联系对企业价值具有消极影响。自然垄断行业的政治联系强度对企业价值具有积极影响，而竞争较为充分的行业其政治联系强度对企业价值的影响具有消极作用。受地方保护主义影响较大的行业，其政治联系深度越大，对该行业上市公司的企业价值越不利。政治联系增长快的行业，其企业价值并未得到相应的提升；而政治联系发展平稳缓慢的行业，反而有利于所在行业企业价值的提升。

通过对不同所有制上市公司政治联系对企业价值的影响研究，揭示因所有制结构的不同，而导致政治联系对上市公司企业价值影响的差异性。结果表明，政治联系对上市公司企业价值的影响，无论在国有企业或是非国有企业总体上均对企业价值具有积极影响，其中，非国有上市公司的政治联系综合能力略大于国有企业。

通过对不同生命周期阶段的上市公司政治联系对企业价值的影响研究，发现在上市公司的初创期和成熟期，政治联系综合能力指标对企业价值具有显著消极影响；而在成长期和衰退期，政治联系综合能力指标对企业价值具有显著积极影响。政治联系综合能力指标下的各子指标对企业价值也具有不同程度的直接影响或间接影响。

国内外学者在进行政治联系与企业价值的关系研究时大多基于单一视角，本书基于政治联系指标的综合分析构建。从理论上来看，本书可以为政治联系与企业价值的进一步研究提供理论依据；有助于丰富和完善政治联系的理论内涵，丰富企业价值理论；有助于反映政治联系对企业价值的影响机理和影响效应。从实践上来看，本书有助于上市公司完善管理经济行为，合理披露政治联系的相关信息，提升公司市场价值；有助于投资者重视政治联系因素并依此对企业价值进行判断，做出科学的投资决策；有助于政府及中介各方明确各自的责任与作用，促进资本市场的健康稳定发展。

目 录

第1章 绪 论	1
1.1 选题背景与问题提出	1
1.2 研究目的与研究意义	3
1.3 研究现状及评述	7
1.4 研究内容	19
1.5 研究方法	21
第2章 政治联系影响企业价值的理论分析	24
2.1 政治联系与企业价值的内涵	24
2.2 上市公司政治联系影响企业价值的理论依据	32
2.3 上市公司政治联系对企业价值影响的分析路径	43
2.4 本章小结	45

第3章 基于价值提升的政治联系影响企业价值的内在机理分析	47
3.1 委托代理模型下基于价值提升的政治联系动机的 博弈分析	47
3.2 委托代理模型下基于价值提升的政治联系方式的 博弈分析	53
3.3 政治联系综合能力指标构建的合理性检验	62
3.4 本章小结	73
第4章 政治联系对不同行业上市公司企业价值的影响研究	74
4.1 不同行业间上市公司政治联系影响企业价值的 研究假设	74
4.2 政治联系对上市公司企业价值影响的模型构建	78
4.3 政治联系对不同行业上市公司企业价值影响的 实证检验	83
4.4 不同行业间政治联系提升企业价值的策略	98
4.5 本章小结	106
第5章 政治联系对不同所有制形式上市公司企业价值的 影响研究	107
5.1 不同所有制的上市公司政治联系影响企业价值的 研究假设	107

5.2 政治联系对不同所有制上市公司企业价值影响的 模型构建	109
5.3 政治联系对不同所有制上市公司企业价值影响的 实证检验	114
5.4 不同所有制下政治联系提升企业价值的策略	137
5.5 本章小结	140
第6章 基于生命周期理论政治联系对企业价值的影响研究	141
6.1 生命周期理论下政治联系影响企业价值的模型	141
6.2 政治联系对各生命周期阶段上市公司企业价值的 实证检验	145
6.3 实证检验结果与分析	147
6.4 各生命周期阶段下的政治联系策略	182
6.5 本章小结	185
第7章 基于信息时效的政治联系协同管理创新模型	186
7.1 政治联系协同管理的研究假设	186
7.2 基于信息时效期的政治联系单目标协同管理模型构建	188
7.3 本章小结	194
结 论	195
参考文献	199

第 1 章

绪 论

1.1 选题背景与问题提出

1.1.1 选题背景

目前,企业中存在的政治联系现象已经十分普遍^[1],关于政治联系的研究在我国乃至世界范围内的早已成为学术焦点。在我国,上市公司管理层中具有政治背景的管理层成员已经占据相当一部分的比例,他们作为政治联系的重要“载体”,其建立起的政治联系已成为政府与企业间的一条重要“纽带”。因此,基于企业价值的提升,系统深入地分析上市公司政治联系行为,具有重要的理论意义与实际意义。

在我国上市公司的经营活动中,企业通过各种政治联系方式与政府建立显性或隐性的关系。其中,在显性政治联系中,有的上市公司管理层人员是人大代表、政协委员,有的曾经担任过党政机关的领导,而在

隐性的政治联系中，因其隐蔽性，一般难于考量与把握，有的政治联系人往往在企业、政府、社会利益权衡之间，触犯到党纪国法。在其他国家，企业的政治联系也由来已久。一些大型企业集团成立了专门的政治行动委员会（political action committee, PAC），而一些较小的企业也以联盟的形式成立行业的 PAC^[2]。法乔（Faccio）发现有的公司管理层人员是总理、国会议员、州长，甚至是总统、国王，企业通过他们与政府保持着一种“密切关系”，即为政治联系^[3]。

政府不仅拥有行业的准入权和监管权力，而且拥有重要的政策信息、技术、资金、土地等资源，而能否获得这些资源决定了上市公司的企业价值与竞争优势，因此企业积极建立政治联系，并将政治联系交织分布于政府部门。研究显示，管理层人员建立政治联系的目的是为了使公司在经营中受益。此外，政府出台的相关法律和政策会影响上市公司的竞争地位和成本结构。而过多的政治联系则会变成政府干预，使上市公司承担更多的社会责任而加大经营成本，也会在经营中产生隐性的风险，损害企业的价值。

1.1.2 问题提出

既然政治联系客观存在于我国上市公司，那么上市公司建立政治联系的动机与方式是什么？上市公司管理层为何与政府保持各种的联系？上市公司管理层人员在财富积累到一定程度后，由于各方面原因，开始谋求“政治权利”？或上市公司企业价值的提升是因为政治联系？政治联

系对企业价值的影响是积极的还是消极的？政治联系如何影响上市公司的企业价值？这些影响是否有行业差异？是否与企业的所有制形式有关？政治联系在企业不同发展阶段对企业价值的影响是否存在差异？这些方面的研究目前并不深入，文献累积尚不足，值得进一步研究。

因此，系统研究政治联系理论，并将其应用于提高我国上市公司企业价值，有助于为政府有效监管、制定政策提供理论建议，为投资者提供投资参考，以及为企业提高自身价值提供理论依据。因此，在我国特有的经济背景下，本书将深入研究政治联系对我国上市公司企业价值的影响。

1.2 研究目的与研究意义

1.2.1 研究目的

本书研究的主要目的在于基于提升上市公司的企业价值，分析研究政治联系对企业价值影响的路径，分析政治联系相关机理，提出适用于上市公司情况的政治联系策略，具体包括以下几点。

(1) 揭示上市公司政治联系影响企业价值的机理。在分析和总结国内外研究成果的基础上，综合运用博弈理论、委托代理理论、信息不对称理论、生命周期理论和寻租理论等，将上市公司的政治联系行为与公司价值、公司业绩联系起来，寻求和验证上市公司政治联系影响企业价

值的关键路径，从理论上诠释政治联系影响企业价值的机理。

(2) 构建上市公司政治联系影响企业价值的数理分析模型。以提升上市公司企业价值为导向，运用博弈模型、委托代理模型分析政治联系的动机和方式，建立多元回归模型，分析政治联系内部政治联系强度、政治联系深度、政治联系增长度的多元交互作用，确定立体的政治联系综合能力指标，为政治联系影响企业价值的研究提供关键变量。

(3) 揭示政治联系对不同类别上市公司企业价值的差异性影响。基于政治联系影响企业价值的理论分析，以上市公司所处的不同行业、不同所有制、不同生命周期阶段三个角度为分析路径，揭示政治联系对上市公司企业价值影响的差异性，从而深化和拓展政治联系和企业价值的相关理论。

(4) 提出基于上市公司企业价值提升的政治联系策略。针对我国不同上市公司政治联系对企业价值的影响差异，提出与企业特征相适宜的政治联系策略。将政治联系这一影响企业价值的新驱动因素加入评价企业价值模型中，并与资产收益率、公司规模、资产周转率等因素相结合，将为上市公司进行科学决策提供依据。

1.2.2 研究意义

1.2.2.1 理论意义

(1) 有助于丰富和完善政治联系理论内涵。系统分析政治联系对企业价值的影响，从全新的视角运用博弈理论、双重委托代理理论、寻租

理论分析揭示基于企业价值提升的政治联系动机与方式。全新定义政治联系的度量指标,即政治联系综合能力指标及其三维子指标——政治联系强度、政治联系深度和政治联系增长度。进而建立政治联系综合能力指标,这将深化对政治联系的内在机理认识,有助于丰富政治联系的理论内涵。

(2) 有助于拓展和深化政治联系对企业价值影响机制研究。本书从内部分析政治联系的内在机理,从外部分析上市公司不同行业、不同所有制、不同生命周期阶段下政治联系对企业价值影响的差异性,进而探讨和展现基于企业价值提升的上市公司政治联系选择策略,这些将拓展和深化政治联系对企业价值的影响研究,有助于为以后相关实证研究提供更为扎实的理论基础。

(3) 有助于充实和发展公司治理理论。本书分析了政治联系对企业价值的影响机制,将我国上市公司管理层的背景信息作为研究政治联系的替代变量,将政治联系纳入企业价值的评价模型中,不仅有助于丰富公司治理的相关研究内容,而且有助于公司管理者明确公司利益相关者的权力、责任和影响,完善委托代理人之间激励兼容的制度安排,提高企业战略决策能力。

(4) 有助于增强政治联系对企业价值影响的理论适用性。本书从内而外研究政治联系对企业价值的影响,揭示政治联系机理,提出适宜上市公司特征相适应的政治联系策略,有助于上市公司对政治联系形成科

学判断,及时调整经营策略,实现企业价值最大化。这将使本书的理论研究更接近企业管理实践,增强理论研究的适用性。

1.2.2.2 实践意义

(1) 有助于投资者做出科学决策。本书关于政治联系影响上市公司企业价值的研究,有助于投资者通过分析上市公司政治联系行为,合理地判断企业未来走势,指引投资者关注政治联系在上市公司企业价值方面发挥的影响,为其更全面地权衡上市公司企业价值,作出更为科学的投资决策提供理论依据。

(2) 有助于上市公司管理决策并提升公司企业价值。本书通过对上市公司政治联系影响企业价值的机理研究,揭示政治联系对上市公司企业价值影响的差异性,将有助于上市公司明确政治联系的发展方向和重点,补充上市公司经营管理中的决策依据。管理层可以依据上市公司自身的特征及所处阶段,选择适合的政治联系策略,最终达到提升上市公司的企业价值的目的。

(3) 有助于资本市场的稳健发展。本书依据政治联系内部三因素的交互作用,建立政治联系综合能力指标,并将其纳入政治联系影响企业价值的评价模型中,这些指标和模型,有助于资本市场的参与者科学判断企业的投资价值提供重要参考;并为证券监管机构规范上市公司行为提供理论依据,推动资本市场的高效运行和有序发展,保护资本市场参与者各方的利益。

(4) 有助于促进政治体制的健全完善。本书所展示政治联系强度、政治联系深度、政治联系增长度及政治联系在政府部门中的分布,不仅能够揭示政治联系对企业价值的影响差异性,而且间接为国家政府的组织结构和管理体制及相关法律和制度的健全完善提供方向和重点,合理建立政企联系的科学导向,为实现社会、政府、上市公司的多方共赢提供重要参考。

1.3 研究现状及评述

1.3.1 政治联系基础理论的相关研究

1.3.1.1 政治联系的含义

政治联系即指公司与政府间的紧密联结^[4],也有人将其译为“政治关系”“政治纽带”“政治联系”,公司可以利用此种联系取得各种形式的政治租金^[5]。

目前,关于“政治联系”的界定尚未有统一明确,许多学者(Johnson & Minton, Faccio, Khwaja & Mian)认为政治联系是指一种政治关系,存在于拥有政治权力的个人与公司之间,包括公司的管理层人员(含董事)曾任政府公职,或以其他方式而获得关系等^[6,7-8]。例如,罗伯茨(Roberts)研究指出的公司与某位参议员间的利益关系^[9];一些学者(Claessens, Feijen & Laeven)认为公司通过选举捐款与当选者形成的关

系就是一种形式的政治联系^[10]；范（Fan）则指出总经理曾经在中国中央或地方政府任职，则说总经理及其所在公司存在政治联系^[11]。国外研究大多认同玛拉法西奥（Mara Faccio）对政治联系的定义，认为政治联系至少应该满足以下两个条件之一：第一，公司中直接或者间接拥有公司大于等于10%的投票权的股东或者公司管理层人员（首席执行官、主席、副总或者秘书）是国会成员、部长或者国家元首、总理；第二，公司和高层政治人物有着密切的关系，这里的“密切关系”包括：a. 某种友谊；b. 公司股东、管理层人员与现任或者曾任国家地区元首、总理有亲戚关系；c. 公司股东、管理层人员是前任国家地区元首或者总理；d. 公司股东、管理层人员和国外政治家存在联系；e. 公司股东或管理层人员和政党间的一定关系^[3]。

国内研究大多把公司股东或高管曾任或现任政府公职或担任人大代表界定为管理层人员具有政府背景。卫武认为政治联系区别于政治干预，其目的是企业寻求某种利益^[12]；而政治干预是通过与企业管理层人员建立政治联系对企业进行政治干预而达到政府的公共目的，或政府官员出于个人利益，达到利用企业资源服务自身利益的目的^[13]。

1.3.1.2 政治联系的本质

（1）政治联系与政治腐败之间的区别。政治联系在法律意义上应是合法的，它是公司通过政治联系人影响政府获取其他公司所不具有的优势。吴文锋认为，尽管我国改革日渐深化，然而政府对公司经济活动的