政治关联与公开债务融资*

毛新述　周小伟

（北京工商大学商学院　100048）

【摘要】本文以2005－2013年沪深两市A股上市公司为样本，从公开债务融资选择、规模和期限三个维度，实证检验了政治关联与公开债务融资的关系。研究表明，董事长或总经理的政治关联更有利于公司获取公开债务融资；相对国有企业而言，这一影响在民营企业中更为显著。而同一期间内我们没有找到政治关联对私人债务融资具有显著影响的证据。这表明，债券市场的政府管制特征和商业银行的股份制改革改变了公司债务融资活动中的寻租行为，公司更倾向于通过政治关联获取公开债务融资，而不是银行借款等私人债务融资；进一步推动债券发行中的市场化改革，构建公平的市场环境，是我国未来债券市场改革的重要方向。

【关键词】政治关联　所有权性质　公开债务融资

一、引言

在债务融资中，按债务发行市场的不同，可分为私人债务融资和公开债务融资。其中，私人债务融资是指公司向银行等特定金融机构或银团等贷款而进行的融资；而公开债务融资是指公司向社会公众和机构投资者等公开发行债券而进行的融资。长期以来，我国公司的债务融资主要是股票融资和银行贷款（私人债务融资）。近年来我国债券市场发展迅速。2008－2013年，我国上市公司通过公开发行债券融资43 498.67亿元，这一金额远远超过了同期上市公司27 477.08亿元的股票融资规模。其中2012年和2013年，债券融资金额分别达到10 682.25亿元和9 807.92亿元，而同期股票融资金额分别仅为3 287.18亿元和2 975.44亿元①。

尽管如此，在我国，股票和债券融资仍然是一种稀缺资源。政府既通过审批或核准控制企业的直接融资，又通过放松或紧缩银根和信贷指标控制企业的间接融资。例如，我国公司股票发行制度先后经历了审批制（包括额度管理和指标管理两个阶段）、核准制（包括通道制和保荐制两个阶段），注册制才刚刚起步。从债券融资看，目前对不同债券类型实施分类监管，其中发改委对企业债实施审批制，上海证券交易所固定收益平台实施核准制，交易商协会实施注册制。无论审批制还是核准制，政府在企业融资活动中都发挥着不可忽视的作用。在这一背景下，与政府建立良好的关系，获取政府的支持，就成了我国企业破解融资约束的一条重要途径。通常将企业与政府之间因社会互动或人际交往而形成的纽带称为政治关联（或政治关系）。政治关联有利于缓解企业的融资约束（胡旭阳，2006；罗党论和甄丽明，2008；于蔚等，2012），政治关联的这种融资约束缓解效应在管制行业的民营企业中表现的尤为明显（李维安等，2015）。特别是，大量的研究专门考察了政治关联对以银行信贷为主的私人债务融资的影响，并发现政治关联对银行贷款的期限、融资成本、数量等均有显著影响（白重恩等，2005；孙铮等，2005；薛玉莲，2008；Yanget al.，2014；余明桂和潘红波，2008）。尽管近年来我国债券市场取得了快速发展，市场化程度不断扩大，但仍属于政府管制的市场，具有新兴和转轨特征。在我国双轨运行的这一特殊经济体制背景下，相对于银行贷款等间接融资，政治关联对债券发行等直接融资的影响更为直接。2014年，国家发改委财金司、证券处多位负责人因在企业债发行中滥用职权被查处，多家银行、券商、基金、信托等机构的固定收益部业务骨干和高管被调查，债券发行和交易中的违法违规行为开始被揭开。这从一个侧面反映出，通过政治关联的寻租活动可能广泛存在于受管制的债券市场。本文以2005－2013年沪深两市A股上市公司作为样本检验了政治关联对公开债务融资的影响。研究发现，企业的政治关联更有利于公司获取公开债务融资；相对国有企业而言，这一影响在民营企业中更为显著，并且政治关联对民营企业公开债务融资的影响主要来自代表委员类政治关联。而同一期间内我们没有找到公司政治关联对私人债务融资具有显著影响的证据。这表明，债券市场的政府管制特征和商业银行的股份制改革改变了公司债务融资活动中的寻租行为，公司更倾向于通过政治关联获

* 本文的研究得到了国家自然科学基金项目（71202023），北京市属高等学校青年拔尖人才培育计划项目（CIT&TCD201304027），北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目（GZ20131002、GZ20130801）的资助。

① 数据来源：债券融资数据来自iFinD数据库，股票融资数据来自证监会披露的统计数据。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

取公开债务融资，而不是银行贷款等私人债务融资。本文的贡献在于以债券市场的快速发展和政府管制特征为制度背景，分析了公司政治关联对公开债务融资行为的影响，以及政治关联在公开债务融资和私人债务融资活动中寻租行为的差异，扩展了政治关联与债务融资行为的研究视角，可为我国债券市场的未来改革和发展提供政策支持。

二、已有文献的回顾

大量文献讨论了政治关联对公司融资（Fan et al.，2007；Francis et al.，2009）、公司价值（Fisman，2001；吴文峰等，2008）、税收状况（Adhikari et al.，2006）等的影响。就政治关联与公司融资来看，已有文献主要考察了政治关联对融资约束、债务融资和股票融资的影响。

在融资约束方面，胡旭阳（2006）发现，民营企业家的政治身份具有传递民营企业质量良好的信号功能，因而可以减少民营企业进入金融业的限制，增强其资本获取能力。罗党论和甄丽明（2008）的研究表明，在民营企业的债务融资活动中，与非政治关联企业相比，政治关联企业受到的融资约束更少，获得银行借款的能力更强。于蔚等（2012）从信息效应和资源效应视角分析了政治关联在缓解民营企业外部融资约束方面的微观作用机理。

在债务融资方面，因为国有银行的“强政府性”，经常会受到政治活动的影响和牵连（Cole，2004；Dinc，2005），因此，企业融资政策不仅要考虑企业和行业因素的影响，同时更应注意国家制度因素的影响（Fan et al.，2007）。Backman（1999）的研究描述了前印度尼西亚总统苏哈托在任职期间，其儿子如何利用父亲总统身份轻易取得债务融资的情况。在印度尼西亚国内，鉴于政治关联在企业获得资金方面的显著作用，大多数政治关联企业更喜欢选择在国内融资，而不愿选择在国外融资（Leuz and Oberholzer－Gee，2006）。在对捷克、匈牙利和波兰的研究中，弗里德曼（2002）发现，银行对具有政府背景的企业表现出明显的金融软约束。Khwaja and Mian（2005）发现，在巴基斯坦，有政治关联的企业获得了更多的银行贷款。Claessens et al.（2008）发现，在巴西的国会议员选举过程中，与那些为未当选议员提供资金支持的企业相比，那些为当选议员提供资金支持的企业获得了更多的银行贷款。从我国来看，Fan et al.（2007）研究发现，那些与政府官员保持密切联系的企业，在银行贷款规模和期限方面都表现出显著的优势，但随着这些政府官员因腐败而下台，这种优势会明显减少。在民营企业中，与非政治关联民营企业相比，政治关联民营企业具有更强的银行贷款获得能力，能够获得更大规模的贷款额和更长的贷款期限（Bai et al.，2006；Li et al.，2008；余明桂和潘红波，2008）。政治关联的存在，能够使公司更容易以较低的抵押率获得较多的长期贷款（Charumilind et al.，2006），并且随着公司关联政治家权力的增加以及其所处政党的当权，会不断增加这种政治寻租（Khwaja and Mian，2005）。潘越等（2009）发现，在企业陷入财务困境时，具有政治关联的民营上市公司更容易获得政府的补助。上市公司的政治关联导致政府和商业银行对公司的双重预算软约束，在公司处于财务困境的情况下，具有政治关联的民营企业比较容易获得银行等金融机构的贷款支持，以走出当前的困境（薛玉莲，2008）。企业通过建立政治关联不仅更容易获得银行等金融机构的贷款，他们还能够以更低的融资成本获得更长期限的长期贷款，节约融资成本，获得较长期限的融资效益（何贤杰等，2008；Leuz and Oberholzer，2006；Yang et al.，2014）。

政治关联对股权融资同样也具有显著影响。例如，Francis et al.（2009）发现，在上市过程中，政治关联企业的发行价格会更高、抑价程度和发行成本都会更低。

本文主要探讨在政府管制的具有新兴和转轨特征的债券市场中，政治关联会如何影响公司对公开债务融资和私人债务融资的选择，这种影响是否会随着公司所有权性质的不同而不同，从而为当前政治关联对债务融资行为的研究提供补充。

三、理论分析与假设提出

（一）政治关联与公开债务融资

政治关联对公司融资的影响主要源于寻租理论。寻租是指政府运用行政权力对企业和个人的经济活动进行干预和管制，从而创造少数有特权的进入者取得超额收入的活动。产生寻租活动的目的是为了获得租金，即某种要素在一种制度或权力的作用下可以得到的收入与它在另一种不同的制度或权力作用下可获得的收入之间的差额。政府干预的存在，使得寻租者把政府作为获取垄断并取得自我保护的一种工具。相对于实施市场经济的发达国家，在转型经济的发展中国家，寻租活动更为普遍（Bertrand et al.，2004；Xin et al.，1996）。自改革开放以来，我国政府逐步放宽了对市场的控制，在新旧经济体制交替阶段的双轨经济运行体制下，信息的不对称和未来的不确定性给企业带来了很大的政策风险（张维迎，2001）。因此，各个经济主体的寻租动机强烈，希望通过影响政府各种公共权力的运用，以此来获取租金。

就我国债券发行市场而言，从目前来看，仍然是一个具有明显政府管制的市场。我国非金融企业发行的债券包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据、资产支持票据、中小企业集合票据、超短期融资券和非公开定向工具等。其中，企业债是特指发改委主管下的企业债券。从其管理方式看，企业债由发改委审批或核准；公司债由证监会负责核准，并实行保荐制度；短期融资券、中期票据、资产支持票据、中小企业集合票据、超短期融资券和非公开定向工具实施注册制，交易商协会对其进行自律管理。周小川（2005）总结了我国企业债券市场存在的若干问题。包括：对企业债券的发行额度、发行企业的家数等进行计划分配；行政性定价和对价格限额的管制；没有建立有效的市场约束，充分发挥市场机制对公司债的发行和交易而产生的自我约束效应；在处理发行人违约问题上，行政干预更严重。经过近10年的发展，我国企业债券市场化取得了丰硕成果。随着国务院关于取消和调整行政审批项目的决定（先后取消了企业债券发行年度计划审核、发行

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

可转换公司债券审批、境外上市公司发行可转换为股票的公司债券审批）等法律法规和政策的颁布，一些问题已得到不同程度的解决，但总体来看，债券的发行仍然由政府机构，如发改委、证监会直接监管，或者由政府主管的机构，如交易商协会②注册发行，因此，政府行政干预在债券发行中仍发挥着举足轻重的作用。并且，相对于银行等私人债务融资方式，在公开债务融资中，政治关联有利于公司与债券发行监管机构直接建立联系，其作用更为直接。因此，具有政治关联的公司可以获得更高的债券发行概率，更大的债券发行金额和更长的债券发行期限。基于此，我们提出假设1：

假设1：政治关联对公开债务融资选择、规模和期限具有显著影响。

（二）政治关联、所有权性质与公开债务融资

在我国，与国有企业相比，民营企业仍难以与国有企业公平竞争，其中，最为突出的问题是民营企业的融资更加困难。一方面，我国资金市场上，对于企业未来经营状态，资金供需双方存在高度的信息不对称现象，由此导致的逆向选择问题会妨碍民营企业的融资（白重恩等，2005；李志赟，2002；林毅夫和李永军，2001；Myers and Majluf，1984）。另一方面，以国有商业银行为主的高度集中的金融体制，也会妨碍民营企业的融资（Huang，2003）。Sapienza（2004）、Dinc（2005）指出，在我国，国有银行政府背景的存在，会使其放贷行为受到政治目标的控制和掠夺。尽管，由于国有商业银行的股份制改革和上市的推行，使得地方政府对银行地方分支行的“话语权”不断减弱，但是，目前我国各级政府推动经济增长的手段依然主要借助银行体系的力量，因此，商业银行仍然不能完全摆脱政府的干预（吴军和白云霞，2009）。所以，民营企业仍面临严重的融资歧视（李广子和刘力，2009；林毅夫和李永军，2001；陆正飞等，2009；余明桂和潘红波，2008）。在公开债务融资方面，因债券发行受政府管制，民营企业同样面临融资歧视。相对国有企业，其债券发行规模更小、发行失败概率更高、发行利率也更高（刘小平，2014）。

政治关联作为企业最重要的资产类型之一，能够帮助民营企业获取的资源主要包括市场准入和金融资源。前者有助于民营企业进入原本被排斥在外的高利润垄断行业，拓宽企业的投资领域；后者则有助于企业获取发展和投资所需的资金支持，包括融资机会、财政补贴和税收优惠等。并且，政治关联在欠发达国家以及转型经济体的企业活动中发挥着更为重要的作用（Dinc，2005；Faccio，2006；Li et al.，2008）。相对于国有企业，政治关联在民营企业的融资活动中发挥着更重要的作用。于蔚等（2012）指出，政治关联通过以下两种机制可以缓解民营企业的融资约束。一方面，政治关联能传递企业未来业绩有效的信号，降低资金供需双方的信息不对称问题。另一方面，政治关联发挥着民营企业与政府建立紧密关系的桥梁作用，缓解了政策性歧视，在核心要素分配与市场准入等方面获得类似国有企业待遇。由中华全国工商业联合会提供的《1993－2006中国私营企业大型调查》显示，我国私营企业主的政治态度表现出鲜明的利益特征，更多地体现在经济层面。其调查结果显示，28.8%的私营企业主认为“争取当人大代表、政协委员”最为迫切。这表明，相对于国有企业而言，民营企业的政治关联对获得债务融资的影响更显著。基于此，我们提出假设2：

假设2：相对于国有企业，政治关联对民营企业公开债务融资选择、规模和期限具有更显著的影响。

四、研究设计

（一）样本选取与数据来源

自2005年中国人民银行发布了《短期融资券管理办法》规定以来，我国上市公司的债券发行呈现出快速增长的态势。根据iFinD数据库统计，2005－2013年期间，我国上市公司共发行债券2 439次。其中债券类型包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、金融债、可转债、分离交易可转债和资产支持证券。因此，我们将样本研究期间设定为2005－2013年。考虑到金融企业的特殊性，剔除了发行债券的金融企业样本。为了检验结果的可比性，进一步将研究样本限定为沪深两市的A股上市公司，扣除仅发行B股的公司。对1年内多次发行债券的公司，发行金额和发行面值取多次发行之和，发行期限和利率按发行金额加权计算，将同一年度内的多次发行合并为一个观测值，从而避免统计检验中的伪相关（Anderson et al.，2004；Klock et al.，2005；Liu et al.，2010）。扣除相关数据不全的公司后，最终公开债务融资研究样本为1 447家，未进行公开债务融资的研究样本为15 384家。主要数据来源：上市公司政治关联数据通过手工从年报中收集，债券发行数据来自iFinD数据库，其他研究数据均来自CSMAR数据库。

表1　2005－2013研究样本中发行债券期限结构、发行金额与利率分年度描述性统计

年度	发行公司数	发行期限均值	发行金额总额（亿元）	发行利率均值
2005	21	1.37	413.17	3.07%
2006	76	1.83	1 068.90	3.39%
2007	91	3.17	1 689.86	4.06%
2008	76	2.98	2 079.12	4.88%
2009	120	3.14	4 130.85	4.14%
2010	149	2.22	3 502.19	3.71%
2011	265	2.91	5 157.95	5.98%
2012	356	3.16	7 666.87	5.81%
2013	293	2.70	6 392.29	5.55%
合计	1 447	2.82	32 101.19	5.11%

从表1看，2005－2013年，公开债务融资的公司数和金额总额基本呈递增趋势（2013年略有下降）。公开债务融

② 交易商协会的业务主管部门为中国人民银行。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

资的平均期限为2－3年，说明债券发行主要满足中短期的融资需求。公开债务融资的平均借款成本为5.11%，相对于2011年前，2011－2013年度，债券发行成本明显上升。不过总体而言，发行债券比银行贷款的资本成本低（毛新述，2014）。

（二）模型设计与变量解释

本文主要分析政治关联对上市公司公开债务融资选择、规模和期限的影响，检验模型设计如下：

1. 政治关联与公开债务融资的检验模型

$$Public = \alpha + \beta_1 Pol + \gamma_1 Size + \gamma_2 Lev + \gamma_3 Roi + \gamma_4 Growth + \gamma_5 Tangible + \gamma_6 Credit + \sum_{i=1}\delta_i Ind_i + \sum_{j=1}\varphi_j Year_j + \varepsilon \quad \text{模型1}$$

（1）被解释变量。被解释变量为公开债务融资（*Public*）。本文参照Khwaja and Mian（2008）、罗党论等（2008）、毛新述（2014）、张兆国等（2011）等的研究，主要通过公开债务融资选择、规模和期限三个维度来考察政治关联对公开债务融资（*Public*）的影响。当被解释变量*Public*为公开债务融资选择（*PublicIssue*）时，采用Logit模型进行回归。公司当年公开发行债券时，*PublicIssue*取1，反之取0。当被解释变量*Public*为公开债务融资规模（*PublicDebt*）时，以公司公开债务融资额/期末总资产测度，其中公开债务融资额为资产负债表中应付债券和当年短期融资券发行额之和，或公司当年公开发行债券的融资额。当被解释变量*Public*为公开债务融资期限（*PublicTerm*）时，采用增量法以公开债务的发行期限来直接测度公开债务融资期限。当被解释变量为公开债务融资规模和期限时，鉴于绝大部分上市公司（约占90%）未发行公开债务，若采用普通回归模型进行分析会产生较大偏差，因此选择Tobit模型进行回归分析以避免因大部分变量为0时产生的测度偏差。

（2）解释变量。政治关联（*Pol*）。借鉴Faccio（2006）、余明桂和潘红波（2008）对政治关联的定义，若上市公司的董事长或总经理曾经或目前在政府部门任职或者曾经或目前当选人大代表或政协委员，则认为其具有政治关联，Pol取1，否则为0。

（3）控制变量。控制变量包括资产规模（*Size*）、资产负债率（*Lev*）、成长机会（*Growth*）、盈利能力（*Roi*）、有形资产比重（*Tangible*）、信用状况（*Credit*）、行业（*Ind*）和年度（*Year*）。模型1中，α为常数项（截距），β、γ、δ和φ为回归系数，ε为随机扰动项。

2. 所有权性质对政治关联－公开债务融资关系影响的检验模型

$$Public = \alpha + \beta_1 Pol + \gamma_1 Size + \gamma_2 Lev + \gamma_3 Roi + \gamma_4 Growth + \gamma_5 Tangible + \gamma_6 Credit + \gamma_7 State + \gamma_8 State \times Pol + \sum_{i=1}\delta_i Ind_i + \sum_{j=1}\varphi_j Year_j + \varepsilon \quad \text{模型2}$$

State为所有权性质，我们以公司实际控制人的性质进行测度。如果公司的实际控制人为政府（国有企业），则取1，反之（民营企业），则为0。其他变量的定义同模型1。

为了减少极端值对统计分析的影响，本文对资产负债率（*Lev*）、盈利能力（*Roi*）、成长机会（*Growth*）5%和95%分位数以外的值进行了缩尾（winsorize）处理。

相关变量定义如表2所示。

表2　　变量定义

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	公开债务融资选择	*PublicIssue*	是否进行公开债务融资，是取1，反之取0
	公开债务融资规模	*PublicDebt*	公开债务融资额/期末总资产，其中公开债务融资等于资产负债表中应付债券和当年短期融资券发行额之和。并采用当年公开债务融资额/期末总资产进行稳健性测试
	公开债务融资期限	*PublicTerm*	公开债务的发行期限
解释变量	政治关联	*Pol*	若上市公司的董事长或总经理曾经或目前在政府部门任职或者曾经或目前当选人大代表或政协委员，则我们就认为其具有政治关联，将其赋予虚拟变量值1，否则为0
控制变量	资产规模	*Size*	期末总资产的自然对数
	资产负债率	*Lev*	期末总负债/期末总资产
	盈利能力	*Roi*	息税前利润/平均总资产，其中息税前利润＝利润总额＋财务费用。
	成长机会	*Growth*	（当年销售收入－上年销售收入）/上年销售收入
	有形资产比重	*Tangible*	固定资产净值/期末总资产
	信用状况	*Credit*	基于Altman Z得分计算的违约概率测度。借鉴姜付秀等（2009）的研究，如果Z值大于1.8，我们将Z取1，否则取0
	所有权性质	*State*	以公司实际控制人的性质进行度量。若公司的实际控制人为政府（国有企业）时为1，反之（民营企业），则为0
	行业	*Ind*	按证监会发布的行业分类标准分类，制造业按二级行业标准分类，其他行业按一级行业标准分类。当处于该行业时为1，反之为0
	年度	*Year*	当处于该年度时为1，反之为0

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

五、统计分析

(一) 描述性统计

上市公司公开债务融资选择、政治关联和所有权性质分布见表3。从表3看，2005－2013年，上市公司公开债务融资的公司数呈逐年上升趋势（2013年略有下降），从2005年的1.57%上升到2013年的11.86%，平均年公开债务融资公司占比约为8.60%。有政治关联上市公司占比总体较为稳定，平均占比约为31.54%。国有企业占比总体呈逐年下降趋势，从2005年的67.79%下降到2013年的40.50%，平均占比约为50.52%。

表3　　上市公司公开债务融资选择、政治关联和所有权性质分布

年度	公开债务融资选择			政治关联			所有权性质		
	未发行 *PublicIssue* = 0	发行 *PublicIssue* = 1	发行占比	无 *Pol* = 0	有 *Pol* = 1	有政治关联占比	非国有 *State* = 0	国有 *State* = 1	国有占比
2005	1 314	21	1.57%	1 003	332	24.87%	392	825	67.79%
2006	1 337	76	5.38%	1 077	336	23.78%	475	836	63.77%
2007	1 428	91	5.99%	1 061	458	30.15%	568	857	60.14%
2008	1 497	76	4.83%	1 063	510	32.42%	607	875	59.04%
2009	1 600	120	6.98%	1 224	496	28.84%	740	904	54.99%
2010	1 921	149	7.20%	1 365	705	34.06%	1 053	942	47.22%
2011	2 036	265	11.52%	1 517	784	34.07%	1 291	947	42.31%
2012	2 073	356	14.66%	1 593	836	34.42%	1 399	963	40.77%
2013	2 178	293	11.86%	1 619	852	34.48%	1 428	972	40.50%
合计	15 384	1 447	8.60%	11 522	5 309	31.54%	7 953	8 121	50.52%

注：表3中发行占比、有政治关联占比、国有占比是指选择公开债务融资公司数、具有政治关联公司数、国有上市公司数分别占全部上市公司的比例。

相关数值型变量的描述性统计结果见表4。

表4　　相关数值型变量描述性统计

变量名	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
PublicDebt	16 828	0.013	0.000	0.038	0.000	0.523
PublicTerm	16 828	0.242	0.000	1.037	0.000	15.000
Size	16 828	21.585	21.450	1.330	10.842	28.482
Lev	16 828	0.472	0.480	0.216	0.069	0.962
Roi	15 641	0.060	0.056	0.058	－0.166	0.215
Growth	15 575	0.161	0.128	0.295	－0.454	1.222
Tangible	16 828	0.301	0.265	0.204	0.000	0.985

从表4可知，尽管我国上市公司公开债务融资呈现出快速增长的趋势，但是公开债务融资占总资产的比例（*PublicDebt*）并不高，仅为1.3%，发展潜力仍很大。我国上市公司资产对数规模（*Size*）的均值为21.585，中位数为21.450，标准差为1.330，这表明对资产规模取对数后，有效减少了规模量差对统计结果的影响。上市公司资产负债率（*Lev*）的均值和中位数分为0.472和0.480，均低于50%，这说明我国上市公司平均负债水平并不高。盈利能力（*Roi*）的均值和中位数分别为6.0%和5.6%，成长机会（*Growth*）的均值和中位数分别为16.1%和12.8%，有形资产比重（*Tangible*）的均值和中位数分别为30.1%和26.5%，表明企业的债务担保能力都比较好。

(二) 回归分析

政治关联、所有权性质对公开债务融资影响的回归分析结果见表5。

表5　　政治关联、所有权性质对公开债务融资影响的回归分析

	Logit 模型	Tobit 模型	Tobit 模型	Logit 模型	Tobit 模型	Tobit 模型
	PublicIssue	*PublicDebt*③	*PublicTerm*	*PublicIssue*	*PublicDebt*	*PublicTerm*
Pol	0.178***	0.013***	0.459***	0.283***	0.022***	0.731***
	(2.60)	(3.23)	(2.93)	(2.70)	(3.62)	(3.04)
Size	0.864***	0.065***	2.088***	0.893***	0.066***	2.138***
	(30.52)	(38.52)	(31.94)	(29.29)	(37.20)	(30.68)
Lev	1.151***	0.073***	3.203***	1.147***	0.077***	3.253***
	(6.06)	(6.83)	(7.46)	(5.85)	(7.09)	(7.40)

③ 采用“当年公开债务融资额/期末总资产”计算 *PublicDebt* 进行回归，结论不变。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

续表

	Logit 模型	Tobit 模型	Tobit 模型	Logit 模型	Tobit 模型	Tobit 模型
Roi	3.518***	0.171***	7.347***	3.518***	0.168***	7.012***
	(5.20)	(4.31)	(4.59)	(5.06)	(4.18)	(4.30)
Growth	-0.417***	-0.031***	-1.010***	-0.453***	-0.032***	-1.059***
	(-3.42)	(-4.38)	(-3.59)	(-3.60)	(-4.52)	(-3.69)
Tangible	0.723***	0.064***	1.661***	0.913***	0.080***	2.103***
	(3.57)	(5.61)	(3.63)	(4.36)	(6.86)	(4.52)
Credit	0.151	0.007	0.616***	0.170*	0.009	0.672***
	(1.61)	(1.28)	(2.84)	(1.76)	(1.57)	(3.03)
	PublicIssue	*PublicDebt*	*PublicTerm*	*PublicIssue*	*PublicDebt*	*PublicTerm*
State				-0.179*	-0.017***	-0.421**
				(-1.92)	(-3.31)	(-2.01)
Pol_State				-0.235*	-0.019**	-0.634**
				(-1.66)	(-2.31)	(-1.97)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	15 573	15 573	15 573	14 854	14 854	14 854
Chi 值/F 值	1 944.95***	85.65***	52.30***	1 861.55***	77.53***	47.71***
Rsq	0.25	0.57	0.16	0.25	0.58	0.16

注: *** 表示在1%的水平下显著,** 表示在5%的水平下显著; * 表示在10%的水平下显著。括号内为控制分布设定误差后的稳健T值。

从表5看,政治关联(Pol)对公开债务融资选择(*PublicIssue*)、规模(*PublicDebt*)和期限(*PublicTerm*))的影响均在1%的水平下显著为正,这表明,在控制其他影响因素的基础上,相对于不具有政治关联的公司,具有政治关联的公司获得公开债务融资的概率更高、金额更大和期限更长。在控制所有权性质(State)和所有权性质与政治关联的交互项(*Pol_State*)后,政治关联(*Pol*)均在1%的水平下显著为正,这表明民营上市公司的政治关联可以显著促进其公开债务融资,所有权性质与政治关联的交互项(*Pol_State*)分别在10%、1%和5%的水平下显著为负,这说明国有上市公司政治关联对公开债务融资的影响要显著低于民营上市公司。进一步的研究发现,尽管国有上市公司政治关联对公开债务融资的影响为正,但统计上并不显著。

此外,从表5我们还可以看出,对控制变量的回归结果而言,资产规模(*Size*)、盈利能力(*Roi*)、有形资产比重(*Tangible*)与公开债务融资在1%的水平下显著正相关,这同已有研究结论一致,即企业的规模越大、盈利能力越强、有形资产比重越大,其承担债务偿还的能力就越强,因此,也就越容易获得公开债务融资。信用状况(*Credit*)对公开债务融资的影响总体来说为正。资产负债率(*Lev*)对公开债务融资的影响显著为正,可能的原因是资产负债率越高的公司越倾向于通过发行债券来改善其债务结构,或者通过发行新债来偿还旧债。成长机会(*Growth*)同公开债务融资显著负相关。因为高成长性公司的财务困境成本更高,自由现金流较少,对于使用债务融资降低股权代理成本的需求也较低。

(三)进一步分析与稳健性检验

1. 政治关联对私人债务融资与公开债务融资的影响比较

政治关联对公司银行借款的影响已得到大量经验研究结果的支持。在我国债券市场快速发展的背景下,政治关联是否也同等地影响了银行借款等私人债务融资,还是存在异质性或替代关系,尚未有相关证据。借鉴余明桂和潘红波(2008)的方法,本文进一步考察了2005-2013年期间政治关联对私人债务融资的影响(见表6)。研究发现,在同一样本研究期内,政治关联对私人债务融资规模(*PrivateDebt*)没有显著影响,并显著降低了私人债务融资期限(*PrivateTerm*);政治关联对私人债务融资的影响在国有企业和民营企业中也不存在显著差异,这意味着公司更倾向于利用政治关联来寻求公开债务融资。我们认为,可能的原因包括:首先,在公开债务融资中,债券发行由政府部门直接或间接监管,政治关联的作用更为直接,而私人债务融资中,一方面政治关联通过政府干预银行间接发挥作用,另一方面随着国有商业银行的股份制改革和上市,地方政府对银行地方分支行的影响逐步弱化;其次,公开债务融资中被寻租方(发行监管部门)和最终风险承担方(投资者)是分离的,而在私人债务融资中,主要被寻租方(银行)和最终风险承担方(银行)是统一的,因此私人债务融资中银行具有更强的监督动机;并且银行可以获取公司的交易账户和大量非公开信息,具有更强的监督能力,这会增大公司寻租的成本;再次,公开债务融资的成

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

本更低，期限更长，因而可以使公司获得更大的收益。这些因素可能导致公司更倾向于利用政治关联来寻求公开债务融资。

表6　2005－2013年政治关联对私人债务融资的影响

	PrivateDebt		*PrivateTerm*	
	OLS模型	Tobit模型	OLS模型	Tobit模型
Pol	－0.048	－0.068	－0.016**	－0.029**
	(－1.03)	(－0.98)	(－2.14)	(－2.44)
Size	－0.214	－0.010	0.059***	0.102***
	(－1.08)	(－0.10)	(25.67)	(30.42)
Roi	－0.961	－3.466*	0.269***	0.384***
	(－1.43)	(－1.79)	(5.31)	(4.87)
Growth	－0.086	0.034	0.025***	0.041***
	(－0.98)	(0.67)	(2.68)	(3.06)
Tangible	0.165***	0.807**	0.283***	0.410***
	(6.86)	(2.49)	(16.82)	(17.35)
Credit	－0.172***	－0.374***	－0.023***	－0.049***
	(－10.43)	(－3.52)	(－3.87)	(－5.84)
State	0.032	0.054	0.006	0.012
	(0.62)	(0.78)	(0.98)	(1.24)
Pol_State	0.072	0.023	0.004	0.013
	(1.14)	(0.37)	(0.35)	(0.86)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
N	14 854	14 854	12 880	12 880
F值	28.30***	15.35***	146.44***	158.74***
Rsq	0.01	0.00	0.29	0.25

表6中私人债务融资规模（*PrivateDebt*）等于私人债务融资额/期末总资产，其中私人债务融资等于资产负债表中短期借款和长期借款之和④；私人债务融资期限（*PrivateTerm*）等于长期借款/（短期借款＋长期借款）。

2. 政治关联类型的影响

借鉴杜兴强等（2009）的研究，本文将企业的政治关联进一步分为政府官员类政治关联（Gov）和代表委员类政治关联（Pcc）两种类型。借鉴这一分类，我们进一步检验了不同类型政治关联对公开债务融资的影响。当上市公司的董事长或总经理曾经或目前在政府部门任职，则将其划分为政府官员类政治关联，Gov取1，未有政治关联的取0；若上市公司的董事长或总经理曾经或目前当选为人大代表或政协委员，则将其划分为代表委员类政治关联，Pcc取1，未有政治关联的取0。检验发现，政府官员类政治关联对国有和民营上市公司公开债务融资均无显著正影响，而代表委员类政治关联对公开债务融资具有显著正影响（未报告结果）。这意味着，政治关联对民营企业公开债务融资的影响主要来自代表委员类政治关联。进一步的分析发现，在民营企业的政治关联中，代表委员类政治关联约占80%。这说明，目前我国民营上市公司主要是通过参与人大政协的方式建立政治关联，而通过在政府部门寻求职务或者政府官员下海从商的方式建立政治关联的相对较少。同时，民营企业家一旦成为代表委员，这种身份更有可能扮演“关系”的角色，从而更有助于企业的公开债务融资。

3. 市场化进程与政治关联的交互影响

我国各地区的经济发展水平很不均衡，市场化程度和制度环境差异很大（樊纲等，2007）。通常，市场化程度越高、制度环境越好，企业越可能按照市场化规则配置资源，政治关联对资源配置的影响越少。利用2007－2009年的数据，我们检验了民营上市公司政治关联与市场化进程对公开债务融资的影响，在市场化进程的均值水平上，政治关联对公开债务融资规模和期限仍具有显著影响，并且市场化程度越高，政治关联对公开债务融资的影响越大（未报告结果）。可能的原因是，在市场化程度越高的地区，经济发展水平越高，对融资的需求越大，当债券市场受政府管制时，公司债券发行竞争更激烈，因此通过政治关联获取资源的动机越强烈。

由于2007年我国上市公司开始执行新企业会计准则，这将对财务指标的计算产生系统性的影响，为了排除会计准则对研究结论的影响，我们采用2007－2013年的样本重新进行了检验，结论不变。

六、结论与政策建议

本文以我国沪深两市2005－2013年度A股上市公司作为研究样本，从公开债务融资选择、规模和期限三个维度，实证检验了政治关联对公开债务融资的影响。研究发现，政治关联显著提高了公开债务融资的概率、规模和期限。相对于国有企业，这种影响在民营企业中更加显著，并且政治关联对民营企业公开债务融资的影响主要来自代表委员类政治关联。而同一样本研究期内，政治关联对私人债务融资规模没有显著影响，并显著降低了私人债务融资期限。这说明，在我国受管制的公开债券市场环境下，随着国有商业银行的股份制改革，公司更愿意通过政治关联取得政府的支持，以获取公开债务融资。可能的原因是：一方面，债券发行由政府部门直接或间接监管，相对于银行贷款等私人债务融资，政治关联在公开债务融资中的作用更为直接。并且公开债务融资的成本更低，期限更长，从而使公司可以获得更大的寻租和融资收益。另一方面，公司通过政治关联进行寻租时，被寻租方银行作为贷款风险的承受者，具有更强的监督动机和监督能力，这会增大公司的寻租成本，并削弱公司通过政治关联进行私人债务融资的动机。

在公开债务融资中，民营企业的政治关联同样发挥了积极的推动作用。这意味着在公开债务融资方面，可能同

④　以现金流量表中“取得借款收到的现金”作为私人债务融资的替代测度，结论基本不变。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

样存在对民营企业的“政策歧视”现象，而通过建立政治关联可以为民营企业公开债务融资提供隐性保障。但这种通过政治关联的隐性担保功能来消除“政策歧视”的方式，也可能为公开债务市场的持续稳健发展带来隐患。因此，进一步推动债券发行中的市场化改革，减少政府干预行为，放松债券发行管制，构建公平的市场环境，消除政策性歧视，是我国未来债券市场改革的重要方向。

主要参考文献

杜兴强，郭剑花，雷宇. 2009. 政治联系方式与民营上市公司业绩 “政府干预”抑或“关系”？金融研究，11：158～173

樊纲，王小鲁，朱恒鹏. 2007. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年度报告. 北京：经济科学出版社

何贤杰，朱红军，陈信元. 2008. 政府的多重利益驱动与银行的信贷行为. 金融研究，6：1～20

胡旭阳. 2006. 民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江省民营百强企业为例. 管理世界，5：107～113

姜付秀，张敏，陆正飞等. 2009. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境. 经济研究，1：131～143

李志赟. 2002. 银行结构与中小企业融资. 经济研究，6：38～45

陆正飞，祝继高，樊铮. 2009. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失. 金融研究，8：124～136

林毅夫，李永军. 2001. 中小金融机构发展与中小企业融资. 经济研究，1：10～18

李维安，王鹏程，徐业坤. 2015. 慈善捐赠、政治关联与债务融资. 南开管理评论，1：4～14

罗党论，甄明丽. 2008. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据. 金融研究，12：164～178

毛新述. 2014. 公开债务融资、财务报告与公司治理. 北京：中国人民大学出版社

潘越，戴亦一，李财喜. 2009. 政治关联与财务困境公司的政府补助——来自中国ST公司的经验证据. 南开管理评论，5：6～17

孙铮，刘凤委，李增泉. 2005. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构——来自我国上市公司的经验证据. 经济研究，5：52～63

吴文锋，吴冲锋，刘晓薇. 2008. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值. 经济研究，7：130～141

吴军，白云霞. 2009. 我国银行制度的变迁与国有企业预算约束的硬化——来自1999－2007年国有上市公司的证据. 金融研究，10：179～191

薛玉莲. 2008. 经营困境、政治关系与银行贷款差异——基于持续经营不确定上市公司的经验证据. 经济经纬，4：79～82

于蔚，汪淼军，金祥荣. 2012. 政治关联和融资约束：信息效应与资源效应. 经济研究，9：125～139

余明桂，潘红波. 2008. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款. 管理世界，8：9～21

张维迎. 2001. 企业寻求政府支持的收益、成本分析. 新西部，55～56

Adhikari，A.，C. Derashid，and H. Zhang. 2006. Public Policy，Political Connections and Effective Tax Rates：Longitudinal Evidence from Malaysia. Journal of Accounting and Public Policy，25（5）：574～595

Claessens，S.，E. Feijen，and L. Laeven. 2008. Political Connections and Preferential Access to Finance：The Role of Campaign Contributions. Journal of Financial Economics，88（3）：554～580

Charumilind，C.，R. Kali，and Y. Wiwattanakantang. 2006. Connected Lending：Thailand before The Financial Crisis. Journal of Business，79：181～218

Dinc，S. 2005. Politicians and Banks：Political Influences on Government－owned Banks in Emerging Countries. Journal of Financial Economics，77（2）：453～479

Faccio，M. 2006. Politically Connected Firms. American Economic Review，96（1）：369～386

Fisman，R. 2001. Estimating the Value of Political Connections. American Economic Review，91（4）：1095～1102

Francis，B.，L. Hasan，and X. Sun. 2009. Political-Connections and the Process of Going Public：Evidence from China. Journal of International Money and Finance，28（4）：696～719

Khwaja，A.，and A. Mian. 2005. Do Lenders Favor Politically Connected Firms？Rent Provision in An Emerging Financial Market. Quarterly Journal of Economics，120（4）：1371～1411

Leuz，C. and F. Oberholzer－Gee. 2006. Political Relationships，Global Financing and Corporate Transparency：Evidence from Indonesia. Journal of Financial Economics，81（2）：411～439

Li，H.，L. Meng，Q. Wang，and L. Zhou. 2008. Political Connections，Financing and Firm Performance：Evidence from Chinese Private Firms. Journal of Development Economics，87（2）：283～299

Sapienza，P. 2004. The Effect of Government Ownership on Bank Lending. Journal of Financial Economics，72（2）：357～384

Xin，K，and J. Pearce. 1996. Guanxi：Connections As Substitute for Formal Institutional Support. Academy of Management Journal，39（6）：1641～1658

Yang，D.，Z. Lu，and D. Luo. 2014. Political Connections，Media Monitoring and Long－term Loans. China Journal of Accounting Research，7（3）：165～177

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Abstracts of Main Papers

Preliminary Reflections on the Construction of Public Sectors´ Certified Public Accountants Auditing System

Liu Guangzhong et al.

Constructing the public sectors' CPA auditing system is essential to deepen social and economic reform, improve national economic supervision system, and modernize national governance capability. Such audit is also indispensible for enhancing the transparency and credibility of public sectors. Influenced by systematic, cultural and many other factors, China has a large number of public sectors, which are various in types and bear heavy responsibilities. To develop CPA audit system in public sectors, we should not only draw on foreign experience, but also consider China´s national reality. Based on the results of pilot projects in recent years, we need to continue emphasizing on legal system building, standard setting and talents cultivating. It is also imperative to improve mechanisms to guarantee funding and the application of auditing results, and to coordinate the relationship between CPA audit, and other forms of audit or assessment.

Study on the Governmental Financial Report Institution Reform Problems under the China´s Governance Context

Li Jianfa & Zhang Guoqing

The public environment shapes the reform path of governmental financial reporting. Presently, it is the most prominent public environment to set up the system of modern state governance with Chinese characteristics, and to establish the socialist country ruled by law. Based on the new public governance theory, this essay explores the related issues on accrual – based governmental comprehensive financial reporting system which is open, transparent, and consistent with international conventions. It investigates how to found the state governance – oriented accrual – based governmental comprehensive financial reporting system in terms of objectives and model of governmental financial reporting, governmental accounting and financial reporting standards system, accrual – based governmental accounting system, and the preparation of accrual – based governmental comprehensive financial reporting using accounting method. Moreover, it analyzes the obstacles and problems on the process of establishment and provides some public policy suggestions.

Book – Tax Differences, Earnings Growth and Investors´ Perception

Xie Xiangbing

The book – tax differences which arise from the difference between accounting system and tax regulations can not be eliminated. Using the samples of Chinese listed companies from 2008 to 2012, we build a portfolio based on the relationship between book – tax differences and the prospect of future earnings, and then calculate the buy and hold abnormal return (BHAR) to observe whether investors can use the information to get excess returns. The results show that the book – tax differences are significantly associated with the company´s future earnings growth; By building the portfolio, we can obtain the significant abnormal returns. The research findings indicate that the book – tax differences can provide the incremental information to investors.

Political Connections and Public Debt Financing

Mao Xinshu & Zhou Xiaowei

This paper examines the effects of political connections on choice, amount and term of public debt financing by using A share listed companies from 2005 to 2013. We find that firms with political connections get more public debt financing and longer bond maturity than those without political connections. Compared to Stated – owned Enterprises, the influence of political connections of private enterprises on public debt financing is more significant. We don't find any evidence about the effect of political connections on private debt in the same period. The evidence suggests that, political connections play a more important role in the public debt financing than in the private debt financing. Further promoting the market – oriented reform of bond issue, building a fair market environment, and eliminating policy discrimination, is an important direction of our future bond market reform.

Financial Ecological Environment and the Cost of Local Government´s Debt Financing ——Empirical Tests Based on the Investment Bonds of Cities at the Provincial Level

Pan Jun et al.

Increasing debt under financing platform for local government has brought about tremendous pressure. The financial ecological environment across different districts of China is significantly different. Thus, this will induce the different cost of local governments´ debt financing. We use provincial data during the period of 2006 – 2012 as sample, examine the impact of financial ecological environment on the debt cost of local governments. The empirical results suggest: When other factors are the same, a good financial environment can create better financing conditions for attracting local funds, thus effectively reducing the cost of local governments´ debt financing; The better the economic bases are, the lower the cost of local governments´ debt financing, especially in the districts with higher degree of fiscal decentralization; The higher the level of government governance is, the lower the cost of local governments´ debt financing, especially in the districts with weaker legal environment. Our findings have reference value for the issuance and governance of local governments´ debt.

Labor Protection, Labor Intensity and Investment Efficiency

Lu Chuang et al.

Based on the non – financial firms listed on the China Stock Markets during 2004 – 2013, this paperuse the difference – in – difference approachto analyzethe effect of labor protection on investment efficiency. It reveals that: with the strengthen of the labor protection, companies with high labor intensity have more possibility to be under – investment. And this phenomenon is much more serious for non – state – owned companies and companies in provinces with high law executing efficiency. These findings have enriched the research on the economic consequence of labor protection, and also provide empirical evidence for policy consequences of the implementation of the new "Law of Labor Contract" in 2008.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net