

# 寻租、制度变革与公司价值

## ——基于“八项规定六项禁令”的实证检验

颜恩点

(上海财经大学会计学院, 上海 200434)

**摘要:** 文章基于交易费用和制度变迁理论, 利用“八项规定六项禁令”公布这一外生事件, 从公司微观层面深入研究寻租行为对公司价值的影响, 并进一步讨论在中国新兴市场中寻租行为和公司价值之间的关系如何受到不同产权性质和管制行为的影响。文章实证发现, 当“八项规定六项禁令”公布后, 市场整体存在显著正的收益。企业“八项规定六项禁令”公布之前的寻租活动越多, “八项规定六项禁令”对公司的增值作用越显著。进一步考察发现, 民营企业的价值增加更显著, 而国有企业不显著; 管制行业公司的价值增加更显著, 而非管制行业公司不明显。研究结果表明, 寻租行为损害了公司的价值, 特别是民营企业和管制行业公司的价值。制度变革能够减少寻租活动, 降低交易费用, 提高公司价值, 进而提高经济的发展水平。文章对我国进一步深化改革, 认识制度的作用及其变迁具有重要的指导意义。

**关键词:** 寻租; 制度变革; 公司价值; 产权性质

**中图分类号:** F275   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1009-0150(2016)05-0066-13

### 一、引言

改革开放30多年来, 中国的经济增长取得了巨大的成就, 堪称“中国的奇迹”(林毅夫等, 2014)。在经济发展取得成功的同时, 我们也看到, 对于转型时期的中国, 法律和市场等制度的建设还相对落后, 一个突出的表现是, 政府对经济的干预还很普遍。Cheung(1974)指出, 政府管制经济的后果是形成无主的产权, 由此产生寻求利润最大化的寻租动机。寻租者从自身利益角度考虑, 只要收益大于成本, 就会投入资源去界定无主的产权。因此, 在政府强干预的发展模式下, 寻租活动盛行, 对公司治理的良性运作产生了负面影响。

有观点指出, 作为一种非生产性的寻利活动, 寻租仅是对社会既得利益的再次分配, 消耗社会资源却不产生社会财富, 因此被称为是一个零和游戏(Murphy等, 1993)。而且, 寻租还易滋生腐败, 不仅损耗经济资源, 还会降低资源配置效率, 由此阻碍经济增长(Asiedu和Freeman, 2009)。然而, 也有观点认为, 在法律制度较落后的发展中国家, 寻租是不可避免的, 寻租能起到“润滑剂”的作用, 以保证政府职能机构的有效运转(陈刚, 2015)。因此, 关于寻租的经济后果尚存争议, 尤其是对于新兴市场国家, 需要深入研究。

就经验证据而言, 现有寻租活动的分析主要集中于宏观层面, 尚缺乏对公司个体的考察。Krueger(1974)研究发现, 发展中国家因限制进口而产生的寻租活动造成了社会资源的浪费。胡

收稿日期: 2016-03-09

基金项目: 国家自然科学基金项目(71372038)。

作者简介: 颜恩点(1988—), 男, 江苏徐州人, 上海财经大学会计学院博士生。

鞍钢(2001)统计指出,我国20世纪90年代后半期每年由于各类寻租活动而产生的经济损失约占GDP的15%。尽管实施寻租的个体为公司,但由于多数寻租活动不合法,公司具有隐蔽的动机,所以难以获取公司层面寻租数据来展开分析,由此制约了我们对公司寻租活动的认识(Bertrand和Mullainathan, 2001)。

对于转轨时期的中国,探讨在新兴市场中如何降低交易费用和实现制度的变迁,进而提高经济效率,对中国未来经济的良性发展具有重要的现实意义。在2012年12月4日,习近平总书记主持召开中共中央政治局会议,审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的“八项规定六项禁令”,由此揭开了新中国成立以来时间长、强度大的一项制度变革。这一事件为我们从公司层面研究寻租提供了良好的契机。为此,本文基于“八项规定六项禁令”的颁布,检验了市场对该法令颁布的反应。我们的研究发现,当“八项规定六项禁令”颁布后,市场整体存在显著正的收益,由此表明,通过制度变革抑制公司寻租,提高了公司价值。进一步的分析显示,在寻租活动越严重的公司,公司增值越显著,这说明制度变革能够降低公司寻租活动,提高其价值,进而提高经济的发展水平。

在已有研究的基础之上,本文的研究贡献如下:首先,关于寻租的经济后果,结论尚不明晰,尤其对于新兴市场,本文的研究为这方面的经验研究提供了部分证据。我们利用“八项规定六项禁令”公布这一外生事件,从公司价值角度进行了分析,通过对市场业绩和会计业绩两方面的考察,揭示了在转型时期中国寻租活动抑制经济发展的现象,有益于增进对新兴市场寻租行为的了解。其次,不同于已有研究从宏观层面考察寻租的经济后果(Krueger, 1974; 胡鞍钢, 2001),本文基于中央颁布“八项规定六项禁令”这一事件,就这一制度变革如何抑制了寻租进而影响公司价值进行了考察,有助于从微观个体的视角认识寻租活动,并深化了对寻租损害公司价值现象的认知。再次,关于寻租行为的研究一直受到内生性的干扰,本文利用“八项规定六项禁令”公布这一外生事件,可以作为一次准自然实验,能够缓解内生性的影响(马双等, 2012; Fisman, 2001)。最后,我们的研究表明,产权性质和行业管制等影响了公司寻租的收益,由此左右着公司的寻租动机。因此,今后需加强法律体制和市场机制等制度的建设,让市场成为真正资源配置的主体。

文章其余部分的内容安排如下:第二部分是文献回顾和假说发展,介绍了“八项规定六项禁令”的颁布及相关的研究文献,在理论分析的基础上提出本文的研究假说;第三部分是研究设计,界定了样本、变量和回归模型;我们在第四部分报告了实证分析的结果;为验证本文结论,第五部分进行了若干稳健性检验;最后总结全文。

## 二、制度背景、文献回顾和研究假说

### (一) 制度背景

2012年12月4日,习近平总书记主持召开中共中央政治局会议,审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的“八项规定六项禁令”,并要求中央政治局全体同志遵守,要求从中央政治局做起,要求别人做到的自己先要做到,要求别人不做的自己坚决不做。切实规定了党政干部工作、生活的行为标准,使求真务实的作风得以弘扬,使廉洁效率得以增进。

“八项规定”的主要内容为:第一项中的“切忌走过场、搞形式主义”,“要轻车简从、减少陪同、简化接待……不安排宴请”;第二项中的“严格控制以中央名义召开的各类全国性会议和举行的重大活动”,“未经中央批准一律不出席各类剪彩、奠基活动和庆祝会等”;第三项中的“没有实质内容、可发可不发的文件、简报一律不发”;第四项中的“严格控制出访随行人员,严格

按照规定乘坐交通工具”；第五项中的“减少交通管制，一般情况下不得封路、不清场闭馆”；第六项中的“改进关于中央政治局出席会议的新闻报道”；第七项中的“个人不公开出版著作、讲话单行本，不发贺信、贺电，不题词、题字”；第八项中的“严格执行住房、车辆配备等有关工作和生活待遇的规定”。这“八项规定”要求中央政治局全体同志改进工作作风，密切联系群众，约束了中央政治局全体同志的行为，也进一步约束了全体党员和政府官员的行为。“六项禁令”的主要内容为：第一项中的“严禁用公款搞相互走访、送礼、宴请等拜年活动”；第二项中的“严禁向上级部门赠送土特产”；第三项中的“严禁违反规定收送礼品、礼金、有价证券、支付凭证和商业预付卡”；第四项中的“严禁滥发钱物，讲排场、比阔气，搞铺张浪费”；第五项中的“严禁超标接待”；第六项中的“严禁组织和参与赌博活动”。这“六项禁令”对中央政治局同志的工作作风进行了更严格和细致的规定。

总的来说，“八项规定六项禁令”对官员的行为增加了一项约束，会在边际上改变官员的预期，其相应的行为也会发生改变。李雪莲等(2015)指出2012年反腐力度的加大，当女性配偶为公务员且有职位背景时，其男性配偶的创业概率降低了1.2个百分点，降低了其权利寻租的动机。Li(2004)发现基层组织对基层政府的信任度最低，越到中央政府信任度越高，“八项规定六项禁令”不仅明确规定了具体的内容，执行力也得到了保障。刘启君和彭亚平(2012)进一步指出假定不考虑主体的心理成本、工资及其他收入因素，官员介入腐败交易的期望收益与腐败行为败露后受到查处的概率负相关，与被查处后受到的惩罚负相关。在“八项规定六项禁令”之后，官员受到查处的概率增加，被查处后受到的处罚也会提高，减少了官员介入腐败交易的期望收益。新制度经济学认为，按照适者生存的自然法则，制度变革倾向于减少社会的交易费用，提高资源的配置效率。王小鲁(2000)深入研究了中国经济高速发展的原因，指出最重要的贡献来自于制度变革引起的资源重新配置，未来的经济发展取决于若干深层次体制改革和政策调整。张五常(2015)指出，1992年到2007年中国的县际竞争制度，赋予县级部分相当大的自主权，中国经济的发展举世瞩目，但2007年以来中国经济的发展受阻，GDP的增长率也开始下降，表明制度的变革更加重要。如果当前制度的运行成本过高，阻碍社会的发展，建立新的制度带来的收益能够完全弥补制度转变的成本，就可以满足经济学的帕累托条件，会显著提高社会的福利水平。

## (二) 文献回顾

在新兴国家新旧制度替代过程中，有关产权和税收的法律在这些国家中并未得到有效实施(Aidis等，2008)。法律制度的不健全和对政府的弱约束，导致政府权力过大和对市场干预度过强，营商环境变得更加复杂，社会更偏向于人治而非法治。在这样的社会环境下，公司面临的经营风险高，制度不确定性大，企业家很难得到有效的产权保护和公正的社会待遇，反而经常遭受来自政府及其相关部门的歧视和掠夺(Fan等，2008)，迫使企业家必须通过与政府建立政治联盟的方式来规避政府的不公正待遇，或者通过政治联盟优先于竞争对手获取由政府控制的稀缺资源和相关特权。送礼、宴请等显性或隐性的行贿方式则成为建立这种政治联盟的有效手段。因此，在政府强干预的发展模式下，形形色色的寻租活动盛行，这在制度环境较为落后的新兴市场则更为普遍，但关于寻租的经济后果尚存争议。

有一种观点认为，在经济发展初期和法律制度较落后的发展中国家，寻租活动是不可避免的，寻租能起到“润滑剂”的作用，可以保证政府职能机构的有效运转(陈刚，2015)，只要寻租的边际收益大于寻租的边际成本，寻租就不会停止，公司的价值因此也会更高。相对于尚不健全的资本市场，寻租是节约交易成本的一种良好机制，提高了资源的配置效率，对经济的发展起

到重要的推动作用。由于建立政治联盟最明显的方式是建立政治关系,国外许多研究从公司层面考察了公司的政治关联与公司价值之间的关系,发现政治关联可以给公司带来收益,政治关联的破坏损害公司的价值。例如,Fisman(2001)从印度尼西亚上市公司微观角度出发,考察上市公司政治关联与总统苏哈托病情之间的关系,实证发现病情越严重,政治关联越强的公司,公司价值下降越多。Faccio(2006)则以美国的上市公司为样本,研究发现政治关联的公司更容易受到公司的救助。近年来,大量的学者对中国的寻租行为进行了研究,得出了类似的结论。例如,Allen等(2005)对中国经济发展的奇迹相当着迷,但是他们发现正式制度无法解释中国经济的快速发展,提出非正式制度对经济的发展有显著影响。中国的学者对寻租行为正向影响的研究也很丰富,研究发现政治关系能够获得政府的优惠政策和银行的低息贷款、获取更多的政府订单和降低融资成本(Fan等,2008;Allen等,2005;黄玖立和李坤望,2013),进而可以提高并购的绩效、提高投资效率和增加企业价值(李善民和朱涛,2006;罗党论和甄丽明,2008;陈运森和朱松,2009)。还有学者发现寻租行为可以给企业带来繁荣,提高企业的生存能力,对企业的长期发展至关重要(黄玖立和李坤望,2013;魏下海等,2015)。以上的研究表明,由于寻租活动是企业家的主动行为,寻租活动可以帮助企业家获取更多的资源,得到政府或其他行业的保护,免遭政府的掠夺,减轻税收负担,提升公司的价值。

还有一种观点认为,寻租活动是对社会既得利益的再次分配,消耗社会资源却不产生社会财富,阻碍了市场的公平竞争,对经济健康发展造成损害(Krueger,1974;Cheung,1983;Stigler,1971)。从公司的角度看,Krueger(1974)就指出,竞争性的寻租活动导致经济在生产可能性边界内运行,诱发某些活动的私人成本和社会成本出现巨大差异。寻租从总体上看没有配置价值,一方面造成经济资源配置的扭曲,妨碍更有效的生产方式实施;另一方面占用了本该用于生产性活动的社会经济资源,造成了巨大的资源浪费(Cheung,1983)。从官员的角度看,在寻租过程中,官员从自身利润最大化的角度考虑,会主动设租,谋求各种利益(章贵桥和潘俊,2013)。Becker(1976)认为,在管制立法和管制执法两个层次上存在“政府管制市场”,被管制者总会千方百计进行寻租投资,企图影响管制立法和管制执法,而管制者通常会被收买。李世刚和尹恒(2014)指出寻租的魅力把社会精英都吸引过去,形成了人才的错误配置。从社会福利的角度看,在完全竞争市场条件下寻租活动是一种负和博弈,具有负的外部效应(席彦群等,2003)。胡鞍钢(2001)统计显示,我国20世纪90年代后半期每年由于各类寻租活动而产生的经济损失约占GDP的15%。杨灿明和赵福军(2004)也指出行政腐败行为的发生浪费了大量的公共支出,行政腐败降低了我国经济增长率。由此可知,寻租者构建有效的垄断地位,以确保其获得超额经济利润,导致寻租活动的私人成本和社会成本出现巨大差异;政府官员也会主动设租或被收买,造成社会公共资源与公共利益的浪费。

综上所述,寻租活动与经济业绩存在两种相反的观点,对寻租行为的经济后果存在很大的争议。在新兴经济体,政府主导资源配置和经济发展一方面推动了经济的快速发展,另一方面也造成了政府权力过大、政商合谋和权力腐败的现象,对经济发展产生负面影响。陆铭和李爽(2008)研究指出社会关系往往与政治权力结合起来,形成政治上的裙带关系,一方面可以给公司带来可观的利润,另一方面也可能危害到整个国家的发展。因此,对于新兴市场国家,寻租扮演的角色尚不清楚,需要深入研究。

### (三) 研究假说

目前,我国的法律尚不健全,政府的权力过大,对市场干预度过强,在制度环境越差的地方,寻租现象越严重。而制度的变革则可以起到抑制寻租活动、提高公司价值和社会福利的作用,主要原因如下:

第一,企业的寻租行为越严重,浪费的资源越多,资源的配置效率越低。尤其是在一些制度落后的地区,公司经营风险更高,面临的不确定性更大,企业家难以得到有效的产权保护和公正的社会待遇,反而会时常遭受来自政府及其相关部门的歧视和掠夺(Fan等,2008)。一方面,寻租活动导致公司不得不把生产性盈利活动的资金转到非生产性的寻租活动当中,造成经济资源配置的扭曲;另一方面,寻租活动虽占用了本该用于生产性活动的社会经济资源,但却没有创造社会财富,造成了巨大的资源浪费。

第二,在寻租行为中,官员可能也是主动的一方,如果主动设租的活动越多,就会形成一个巨大的寻租市场。一方面,政府的一部分资源被用于建立寻租市场,造成政府资源的浪费;另一方面,本该用于提供政府服务的资源被移动到其他地方,降低了政府效率。从社会整体上看,行政腐败行为的发生浪费了大量的公共支出,降低了我国经济增长率(杨灿明和赵福军,2004)。

第三,寻租行为的恶性循环。如果一个地方寻租现象严重,准备成立的新公司和已经存在的公司预期生产经营将会面临较大的不确定性和高昂的交易成本,就会“用脚投票”,选择其他的生产经营场所,公司之间难以实现范围经济和地区效应。对政府官员而言,Tirole(1996)曾研究了声誉对个体行为的影响,一个刚出道的官员会认为,即使自己力图洁身自好也将无济于事,于是也会选择腐败,腐败传统由此代代相传,寻租的活动越严重。

“八项规定六项禁令”这一外生事件的出台,提供了从微观层面研究寻租活动对公司价值影响的契机。增加政府官员的腐败成本,会减少政府官员相应的腐败行为,从而降低公司与政府之间的寻租活动。李雪莲等(2015)指出2012年反腐力度的加大,当女性配偶为公务员且有职位背景时,其男性配偶的创业概率降低了1.2个百分点,降低了寻租的动机。制度的变革可以抑制寻租活动,改变了参与者的预期,使市场在经济生活中扮演更加重要的角色,提高了资源配置的效率(陆宇建和蒋玥,2012)。因此,当官员的行为发生改变时,提高政府的服务水平,对未来形成良好的预期,企业的寻租动机也会受到抑制,能够改善公司的生产经营状况,提高公司的价值。更多的经济活动交由市场安排,降低了制度运行的成本,使资本得到更加充分的使用。由此,提出本文的第一个研究假说:

假说1:公司之前的寻租活动越多,“八项规定六项禁令”对公司的增值作用越显著。

在我国,国有经济是市场发展的主体,国有企业本身就是一个行政单位,具有天然的政策和资源优势,需要执行国家的经济政策,担负国家经济管理的职能,国有企业更注重社会和政治目标,而对经济效益关注不足(陆正飞等,2012)。因此,国有企业可以以较低的成本获得银行贷款和更多的政府税收优惠政策的倾斜(Piotroski等,2015),与民营企业相比,其寻租行为相对较少。而民营企业与之不同,其经营风险更高,面临的不确定性更大,民营企业家为了生意不得不与官员保持着千丝万缕的关系,消耗大量的非生产时间对外公关(魏下海等,2015),企业家得不到有效的产权保护和公正的社会待遇,因此其寻租的动机更强(罗党论和刘晓龙,2009)。在“八项规定六项禁令”之后,官员的行为受到约束,民营企业因为寻租导致的交易费用降低,更多的资源将会通过市场机制分配,资源将会得到充分的利用,民营企业的价值提升更多。据此,提出本文的第二个研究假说:

假说2:与国有企业相比,民营企业之前的寻租活动越多,“八项规定六项禁令”对其的价值增值作用越显著。

在我国,行业管制现象依然不变,政府部门对某些行业和部门仍然存在过度管制的现象,这些管制行业的准入在我国一直受到政府审批和法律法规的约束,行业的进入壁垒很高,政府

部门对市场的过度管制,可能抑制潜在企业家的创业活动,进而对中国经济造成诸多负面影响(陈刚,2015)。转型时期的中国,政府一方面具有行政审批的管制偏好,另一方面政府边界模糊,导致管制结构不合理(张少辉,2015)。行业的管制会产生超额利润,在均衡的市场经济中,经济利润为零,超额利润就是前期投资的回报,因此存在大量寻租成本(Cheung, 1974; Krueger, 1974),导致资源的错误配置并减少了社会的福利水平。罗党论和刘晓龙(2009)的研究表明公司会进行寻租行为,建立政商关系,以求进入管制行业,获取超额利润。张少辉(2015)研究发现,放松行业管制能有效促进生产服务业的发展。在“八项规定六项禁令”之后,官员寻租行为受到遏制,资源更多地通过价格机制的引导,流到回报率高的领域。管制行业企业会更多地通过市场机制配置资源,以节约寻租成本,进而提高公司价值。据此,提出本文的第三个研究假设:

假设3:与非行业管制公司相比,行业管制公司之前的寻租活动越多,“八项规定六项禁令”对其的价值增值作用越显著。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择

本文选取2012年沪深两市上市公司作为研究样本,所有数据都来自公开披露的信息,数据来自CSMAR数据库和Wind数据库。首先,在搜集数据时,我们剔除了ST、ST\*股票和金融行业股票。其次,在计算2012年前后十天窗口的超额回报率时,剔除样本不满足市场模型计算要求的样本310个。再次,剔除财务数据缺失的样本64个。最后,为了剔除数据极端值对回归结果的影响,在1%的水平上Winsorize。经过上述的筛选过程,最终得到2012个有效样本。本文使用Stata12统计软件进行分析。

#### (二) 模型与变量定义

针对本文的假设,借鉴Fan等(2007),研究模型设定如下:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 Rent + \beta_2 Beta + \beta_3 Stdret + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 Growth + \Sigma Ind + \varepsilon$$

其中,企业价值变量根据市场模型计算所得,本文选取CAR[-1, +1]和CAR[-2, +2]反映“八项规定六项禁令”前后公司价值的变化,超额累计收益率越大,企业的价值变化越大;Rent为寻租活动支出,以“企业在娱乐和旅游上的支出”为代理变量,企业所在地的“企业在娱乐和旅游上的支出”越多,企业所在地的地区制度环境越差,企业所在地的寻租行为越严重。“企业在娱乐和旅游上的支出”来自世界银行2006年《政府治理、投资环境与和谐社会:中国120个城市竞争力的提高》;Beta为通过市场模型计算的企业的市场风险系数;Stdret为根据市场模型计算的标准差;Size表示公司的规模变量;Lev表示公司的资产负债率;Growth表示销售收入增长率。

分组变量包括两类:第一类是国有企业和民营企业的划分,如果是民营企业则取1,如果是国有企业则取0,数据来自CSMAR数据库的最终控制人信息;第二类是管制行业和非管制行业的划分,根据夏立军和陈信元(2007)与罗党论和刘晓龙(2009)的划分标准,本文把电力、自来水、煤气、煤炭、石油、钢铁、有色金属、航空航天、采盐、烟草、铁路、电信和邮政行业划分为管制行业。具体变量定义见表1。

表1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
超额收益率	CAR[-1, +1]	根据市场模型计算得到,窗口为[-1, +1]
超额收益率	CAR[-2, +2]	根据市场模型计算得到,窗口为[-2, +2]

续表1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
寻租变量	Rent	企业在娱乐和旅游上的支出,来自世界银行2006年《政府治理、投资环境与和谐社会:中国120个城市竞争力的提高》
风险系数	Beta	根据市场模型计算的市场风险系数,回归窗口为[-210,-10]
市场波动	Stdret	根据市场模型计算的残差的标准差,回归窗口为[-210,-10]
公司规模	Size	公司的规模变量,取总资产的对数
资产负债率	Lev	企业杠杆,等于负债除以总资产
公司成长性	Growth	企业销售收入增长率
产权性质	Soe	公司性质变量,民营企业取1,国有企业取0
管制行业	Regulnd	行业管制变量,管制行业取1,非管制行业取0

## 四、实证分析

表2 主要变量的描述性统计

变量名	样本	均值	标准差	p10	p90
CAR[-1,+1](%)	2012	-0.086	32.26	-34.50	35.70
CAR[-2,+2](%)	2012	-0.513	42.75	-45.29	51.63
Rent	2012	1.065	0.311	0.711	1.350
Beta	2012	1.019	0.215	0.738	1.286
Stdret	2012	1.841	0.498	1.225	2.540
Size	2012	21.90	1.243	20.52	23.62
Lev	2012	0.431	0.223	0.124	0.737
Growth	2012	0.138	0.425	-0.184	0.438
Soe	2012	0.398	0.490	0	1
Regulnd	2012	0.181	0.385	0	1

## (一) 描述性统计

表2报告了本文主要变量的描述性统计结果。为减轻潜在异常值可能对本文研究结论的可靠性产生影响,本文在回归分析中还对所有连续变量在1%和99%的水平上进行了Winsorize处理。从中可以发现,CAR[-1,+1]的均值为-0.086,标准差为32.26,说明在“八项规定六项禁令”公布日,市场存在大幅波动,公司之间存在差异。CAR[-2,+2]统计显示,均值为-0.513,标准差为42.75,公司间对“八项规定六项禁令”的反应存在明显差别。Rent企业的寻租活动支出的统计表明,均值为1.065,中值为1.031。其他变量的统计显示,公司的系统性风险为1.019,收益率的波动为1.841,公司的规模均值为21.90,资产负债率为43.1%,销售增长率为13.8%,39.8%的公司为国有企业,管制行业的比例达到18.1%。

## (二) 事件期市场收益率与波动分析

表3 公布当日市场收益率与波动

“八项规定六项禁令”的公布,公司当天的市场收益率较高,且存在较大的波动,具体如表3所示。公布当日,市场平均收益率为1.26%,而其他相同时间长度窗口平均收益率仅为0.0255%,在1%的水平上存在显著差别;公布当日,市场收益率的波动为0.43%,而其他相同时间长度窗口平均的波动仅为0.0277%,在1%的水平上存在显著差别。这说明市场受到“八项规定六项禁令”公布的影响很大,不同的公司之间存在显著差异。

	公布当日	其他相同时间长度窗口	DIFF	p值
收益率	0.0126	0.000255	0.012345	<0.001
方差	0.0043	0.000227	0.004073	<0.001

## (三) 寻租与公司价值

本文首先检验了寻租活动对公司价值的影响,表4报告了相应的统计结果。我们选择了两个事件窗口CAR[-1,+1]和CAR[-2,+2],分别对应表4的两个回归结果。在第(1)列和第(2)列中分别报告了寻租活动对企业价值的影响,Rent的系数分别为3.866和6.837,分别在10%和5%的水平上显著为正。从经济意义上看,Rent1个标准差的变动,CAR[-1,+1]和CAR[-2,+2]分别增加了1.2和2.13,即考虑到CAR[-1,+1]和CAR[-2,+2]的均值仅为-0.086和-0.513,经济意义上是显著的。这一统计结果与我们的预期一致,说明在“八项规定六项禁令”颁布之前公司的寻租活动越多,

那么“八项规定六项禁令”出台之后公司的价值增值也越显著,从而支持了假说1。产生这种结果的原因可能有:一是寻租活动越多的地方,需要经常与政府、监督机构等打交道,公司的非生产性成本越高,越严重损害公司的价值,在“八项规定六项禁令”之后,公司节约了非生产性成本,可以拓宽公司的生产经营范围,提高了公司运营效率;二是“八项规定六项禁令”约束了政府及其相关机构的行为,抑制了设租活动,政府机构提高了服务的效率,减少了设租的行为,促进了公司价值的提升。

#### (四) 产权性质、寻租与公司价值

我们进一步考察了产权性质对寻租活动和公司价值之间关系的影响,结果如表5所示。在第(1)列和第(3)列检验了在民营企业样本中,寻租活动对公司价值CAR[-1, +1]和CAR[-2, +2]的影响,回归显示,Rent的系数分别为7.612和13.245,对应的t统计量分别为2.46和3.18。这说明在民营企业样本中,之前寻租活动越多,“八项规定六项禁令”之后,公司价值增值越显著。在第(2)列和第(4)列列示了寻租活动对公司价值CAR[-1, +1]和CAR[-2, +2]的影响在国有企业样本中的回归结果,Rent的系数分别为-1.543和-2.436,均不显著,表明在国有企业样本中,寻租活动对公司价值不存在显著影响。在分样本的SUEST检验中,在第(1)列和第(2)列的民营企业和国有企业的回归中,Rent的系数分别为7.612和-1.543,卡方值为4.2,在5%的水平上存在显著差别。在第(3)列和第(4)列,民营企业样本的回归系数为13.245,国有企业样本的回归系数为-2.436,卡方值为6.96,在1%的水平上存在显著差别。

表5 产权性质、寻租与公司价值的回归结果

	CAR[-1, +1]		CAR[-2, +2]	
	(1)民营	(2)国有	(3)民营	(4)国有
Rent	7.612** (2.46)	-1.543(-0.47)	13.245*** (3.18)	-2.436(-0.56)
Beta	-14.63*** (-2.85)	-5.61(-0.85)	-17.66*** (-2.68)	-0.521(-0.06)
Stdret	4.623** (2.21)	4.828* (1.79)	8.898*** (3.20)	9.518*** (2.68)
Size	5.609*** (5.22)	4.455*** (3.61)	6.805*** (4.92)	6.293*** (3.81)
Lev	-4.130(-0.78)	9.662(1.31)	-0.940(-0.14)	9.584(1.07)
Growth	-1.496(-0.65)	-1.448(-0.60)	0.182(0.06)	-1.245(-0.41)
Constant	-134.7*** (-5.35)	-123.1*** (-4.05)	-175.3*** (-5.31)	-186.0*** (-4.53)
Industry	YES	YES	YES	YES
NO.	1211	801	1211	801
Adj-R <sup>2</sup>	0.079	0.136	0.121	0.174
SUEST	Chi2(1)=4.2 P=0.0405		Chi2(1)=6.96 P=0.0083	

以上结果表明,之前公司的寻租活动越多,民营企业在“八项规定六项禁令”之后的公司价值增值越显著,而国有企业的价值变化不显著。其中的原因可能在于,民营企业与国有企业存在产权性质的差别,民营企业的非生产性成本更高,需要与政府和监管机构打交道,而在“八项规定六项禁令”之后,降低了民营企业的寻租成本,改善了公司治理,提升了公司的价值。

表4 寻租与公司价值的回归结果

	(1)CAR[-1, +1]	(2)CAR[-2, +2]
Rent	3.866* (1.70)	6.837** (2.24)
Beta	-11.827*** (-2.92)	-11.325** (-2.17)
Stdret	5.643*** (3.40)	9.969*** (4.59)
Size	5.093*** (6.54)	6.800*** (6.68)
Lev	1.902(0.44)	3.244(0.62)
Growth	-1.518(-0.88)	-0.653(-0.30)
Constant	-129.581*** (-6.85)	-184.411*** (-7.37)
Industry	YES	YES
NO.	2012	2012
Adj-R <sup>2</sup>	0.096	0.137

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在10%、5%和1%水平上显著。下同。



### (五) 行业管制、寻租与公司价值

本文进一步考察了寻租活动与公司价值之间的关系是否受到行业管制的影响,具体结果如表6所示。在第(1)列和第(3)列检验了在管制行业样本中,观察寻租活动对公司价值CAR[-1, +1]和CAR[-2, +2]的影响, Rent的系数分别为14.307和23.097,均在5%的统计水平上显著,说明在管制行业样本中,“八项规定六项禁令”颁布前公司的寻租支出越多,“八项规定六项禁令”的颁布对公司价值的增值作用越显著。在第(2)列和第(4)列列示了寻租活动对公司价值CAR[-1, +1]和CAR[-2, +2]的影响,在非管制行业样本中的回归结果中, Rent的系数分别为1.789和3.559,对应的t统计量分别为0.78和1.18,均小于1.64,这表明在非管制行业样本中,寻租对公司价值不存在显著影响。在分样本的SUEST检验中,在第(1)列和第(2)列管制行业和非管制行业的回归中, Rent的系数分别为14.307和1.789,卡方值为2.96,在10%的水平上存在显著差别。在第(3)列和第(4)列,管制行业样本的回归系数为23.097,非管制行业样本的回归系数为3.559,卡方值为3.73,在10%水平上存在显著差别。以上结果表明,“八项规定六项禁令”颁布之前寻租支出越多,“八项规定六项禁令”的颁布对管制行业公司价值的增值越显著,而对非管制行业公司价值的影响不明显。这种结果可能源于,“八项规定六项禁令”颁布之前管制行业的寻租成本高,需要不断地与政府和监管机构打交道,在“八项规定六项禁令”之后,则减少了寻租的成本,改善了公司的生产经营环境,提高了公司资源利用的效率。

表6 行业管制、寻租与公司价值的回归结果

	CAR[-1, +1]		CAR[-2, +2]	
	(1)管制	(2)非管制	(3)管制	(4)非管制
Rent	14.307** (2.07)	1.789(0.78)	23.097** (2.55)	3.559(1.18)
Beta	10.376(1.02)	-17.23*** (-3.86)	15.397(1.10)	-17.05*** (-3.05)
Stdret	10.358** (2.30)	4.550** (2.57)	18.148*** (2.98)	8.055*** (3.54)
Size	7.523*** (4.13)	4.792*** (5.60)	11.185*** (4.64)	6.015*** (5.44)
Lev	-4.771(-0.44)	3.288(0.70)	-8.695(-0.65)	5.659(1.00)
Growth	0.617(0.20)	-2.235(-1.10)	0.065(0.02)	-0.733(-0.28)
Constant	-233.8*** (-5.02)	-113.5*** (-5.64)	-326.5*** (-5.19)	-155.1*** (-5.89)
Industry	YES	YES	YES	YES
NO.	365	1647	365	1647
Adj-R <sup>2</sup>	0.096	0.103	0.124	0.148
SUEST	Chi2(1)=2.96 P=0.0852		Chi2(1)=3.73 P=0.0533	

### (六) 进一步检验：寻租对长期会计业绩和信息质量的影响

为了进一步证实寻租与公司价值之间的正向关系,本文进一步检验了“八项规定六项禁令”之后,寻租行为对公司会计业绩的影响。借鉴Fan等(2007)和王克敏等(2015)的研究,我们选择“八项规定六项禁令”公布后下一年的资产收益率和净资产收益率作为会计业绩的衡量指标,为了保证会计业绩的稳定性,我们用行业均值进行调整,控制变量定义见表1,实证检验结果如表7所示。从表7中可以发现, Rent的系数分别为0.01和0.021,均在1%的水平上显著为正,说明“八项规定六项禁令”颁布后,之前寻租越严重的公司,其会计业绩表现越好,这与假设1是一致的,进一步证实了寻租行为损害了公司的价值。制度的变革,降低了制度费用,市场的资源配置功能得到更充分的发挥,提高了资源使用的效率,公司的价值得以提高。

接下来,我们考察寻租对会计信息质量的影响。既有的文献研究表明,企业的寻租活动越

多,由于对外披露信息的需求不高和信息披露的成本太大,财务报表的信息质量就越差(席彦群等,2003;潘琰和辛清泉,2004)。本文预期,“八项规定六项禁令”出台之后,寻租行为受到抑制,企业更需要与外部利益相关者交流信息,以降低企业的生产经营成本和提高企业效率。因此,本文以Jones模型和调整的Jones模型计算的可操纵性应计作为因变量,进而计算2012年前后两年信息均值的差额,如果差额小于中值,则取1,否则为0。本文在表8中报告了相关结果,从中可以发现,在第(1)列和第(2)列因变量分别为以Jones模型和调整的Jones模型计算的信息质量,Rent的系数分别为0.276和0.335,分别在10%和5%的水平上显著为正,说明“八项规定六项禁令”出台之前寻租支出越多,企业的信息质量提高越显著。产生这种结果的原因是,在“八项规定六项禁令”出台之后,寻租的行为和收益受到约束,企业需要更多地与外部利益相关者交流,这时财务报表的信息变得更加重要,信息质量得以提高。

### 五、稳健性检验

为使研究结论更为稳健,本文还对主要研究结果进行了下列检验(篇幅所限,表略):(1)改变寻租活动的衡量方法。第一,将世界银行2006年《政府治理、投资环境与和谐社会:中国120个城市竞争力的提高》中的“对合同和财产权利保护信心”指标代入模型当中,我们发现结果依然成立。第二,樊纲等在2011年编制了《中国市场化指数:各地区市场化相对进程2011年报告》,我们从中选择“中国地区市场化指数”、“政府对市场的干预程度”和“对生产者的保护程度”指标,对模型再次检验,结果依然成立。(2)更改计算公司价值的方法。本文采用了市场模型,为了使结果更加稳健,我们使用Fama-French模型计算公司的超额收益率,分别计算了CAR[-1,+1]和CAR[-2,+2]对回归模型的重新回归,发现主要的结果没有发生变化。(3)在“八项规定六项禁令”出台之后,对其餐饮业和烟酒行业的经营影响比较大,本文剔除餐饮业和烟酒行业,对模型进行重新回归,发现主要结果依然存在。

### 六、结论

转型时期的中国,法律、市场等制度的建设相对落后,一个突出的表现是,政府控制经济生活的大部分资源,对经济的干预相当普遍。在寻租活动比较严重的地方,公司经营风险高,不确定性大,企业家难以得到有效的产权保护和公正的社会待遇,反而会经常遭受来自政府及其相关部门的歧视和掠夺(Fan等,2008),企业家不得不进行寻租活动,以获得政府的支持和保护,造成了社会资源的浪费,严重制约了经济的发展。目前,中国的生产方式和法律制度处于变革和转型之中,探讨制度变革和转型的成本与收益,特别是克服旧体制的缺陷,实现制度的变迁,提高社会的福利水平,具有特别重要的现实意义。

表7 寻租与长期会计业绩

	(1)ROA	(2)ROE
Rent	0.010 <sup>*</sup> (1.79)	0.021 <sup>*</sup> (1.76)
Beta	-0.113 <sup>***</sup> (-11.59)	-0.208 <sup>***</sup> (-8.85)
Stdret	0.504(1.12)	0.886(0.81)
Size	0.010 <sup>***</sup> (4.60)	0.025 <sup>***</sup> (4.58)
Lev	-0.082 <sup>***</sup> (-7.58)	-0.113 <sup>***</sup> (-3.43)
Growth	0.017 <sup>***</sup> (3.00)	0.042 <sup>***</sup> (2.75)
Constant	-0.132 <sup>***</sup> (-2.74)	-0.473 <sup>***</sup> (-3.88)
Industry	YES	YES
NO.	1 507	1 507
Adj-R <sup>2</sup>	0.137	0.094

表8 寻租与会计信息质量

	(1)EM1	(2)EM2
Rent	0.276 <sup>*</sup> (1.80)	0.335 <sup>**</sup> (2.17)
Beta	-0.034(-0.14)	-0.076(-0.30)
Stdret	8.493(0.76)	18.165(1.61)
Size	0.045(0.89)	-0.035(-0.69)
Lev	0.034(0.12)	0.142(0.52)
Growth	0.317 <sup>***</sup> (2.80)	0.218 <sup>**</sup> (1.99)
Constant	-1.409(-1.13)	-0.041(-0.03)
Industry	YES	YES
NO.	1 799	1 799
Pse-R <sup>2</sup>	0.007	0.008

本文利用“八项规定六项禁令”公布这一外生事件,从公司微观层面研究寻租行为对公司价值的影响。我们的研究发现,“八项规定六项禁令”公布之前公司的寻租活动越多,“八项规定六项禁令”对公司的价值增值就越显著。这说明在经济转型的过程中,寻租活动严重制约了经济的发展,损害了企业的利益,制度变革势在必行。此外,本文还发现,在民营企业和管制行业当中,在“八项规定六项禁令”公布之后,企业的寻租活动越多,公司的价值增值就越显著。这说明民营企业和管制行业企业在“八项规定六项禁令”公布之前不得不转移大部分生产性资金用于非生产性的寻租活动,扭曲了企业的资源配置,严重损害了企业的价值。

本文的研究首先从公司价值角度对公司的寻租活动进行了分析,可以增进我们对新兴市场寻租行为的了解。其次,与以前的研究有所不同,本文基于中央颁布“八项规定六项禁令”这一事件,就这一制度变革如何抑制了寻租进而影响公司价值进行了考察,从而有助于从微观个体的视角认识寻租活动,并深化了对公司寻租后果的认知。最后,我们的研究表明,产权性质和行业管制等影响了公司寻租的收益,由此左右着公司的寻租动机。新制度经济学认为,按照适者生存的自然法则,制度变革倾向于减少社会的交易费用,降低制度的运行成本,提高资源的配置效率。王小鲁(2000)深入研究了中国经济高速发展的原因,指出最重要的贡献来自于制度变革引起的资源重新配置,并指出中国经济正面临增长方式转换的挑战,未来的经济发展取决于若干深层次体制改革和政策调整。

基于上述研究结论,为了进一步深化中国新兴市场的制度变革,提高经济运行的效率和社会的财富水平,真正让市场机制在经济生活中发挥资源配置的作用。首先,降低信息的搜集成本和和在位者的反对成本,完善有效的产权体系,稳步推进科学合理的市场化改革,逐步减少企业通过寻租行为提高自身生存机会但降低社会经济效率的行为。其次,逐步完善市场竞争制度,有计划地减少由于产权性质和行业管制等导致企业拥有的垄断优势地位,推动各种类型的企业基于市场机制进行公平竞争,建立公平、开放、透明的市场规则,充分发挥市场的资源配置功能,把政府不该管的事交给市场,让市场在所有能够发挥作用的领域都充分发挥作用,推动资源配置实现效益最大化和效率最优化。最后,深入推进服务型政府建设,严格约束政府的“掠夺之手”,界定政府的职责和权限,在法律法规的框架下从“全能型政府”到“服务型政府”转变,严格依法行政,切实履行职责,提高公司经营制度环境的稳定性和持续性,防止政府行政权力干预市场机制,让企业和个人有更多的活力和更大空间来发展经济和创造财富。

此外,虽然本文在已有的研究上有所进展,但是本文依然存在一定的局限。首先,制度的变迁要求约束条件转变的长期稳定性,最终的效果评估可能需要若干年的时间,且制度变迁涉及的因素多而复杂,各种因素相互交织、相互影响,本文的研究只是局部的经济效率或者福利水平的变化。其次,由于上市公司没有披露寻租支出,在微观层面很难具体确定公司的寻租行为,这可能导致据此得出的结论因为数据不全面而存在一定的偏差。需要后续研究进一步细化对寻租行为经济后果的考量,以更全面地考察中国制度变迁的动因和经济后果。

#### 主要参考文献:

- [1] 陈刚.管制与创业——来自中国的微观证据[J].管理世界,2015,(5).
- [2] 陈运森,朱松.政治关系、制度环境与上市公司资本投资[J].财经研究,2009,(12).
- [3] 胡鞍钢.中国:挑战腐败[M].杭州:浙江人民出版社,2001.
- [4] 黄玖立,李坤望.吃喝、腐败与企业订单[J].经济研究,2013,(6).
- [5] 李善民,朱滔.多元化并购能给股东创造价值吗?——兼论影响多元化并购长期绩效的因素[J].管理世界,2006,(3).

- [6] 李世刚,尹恒.寻租导致的人才误配置的社会成本有多大?[J].经济研究,2014,(7).
- [7] 李雪莲,马双,邓翔.公务员家庭、创业与寻租动机[J].经济研究,2015,(5).
- [8] 林毅夫,蔡昉,李周.中国的奇迹:发展战略与经济改革[M].上海:格致出版社,2014.
- [9] 刘启君,彭亚平.行为环境、社会资本与腐败均衡的演化机制[J].经济社会体制比较,2012,(5).
- [10] 陆铭,李爽.社会资本、非正式制度与经济发展[J].管理世界,2008,(9).
- [11] 陆宇建,蒋玥.制度变革、盈余持续性与市场定价行为研究[J].会计研究,2012,(1).
- [12] 陆正飞,王雄元,张鹏.国有企业支付了更高的职工工资吗?[J].经济研究,2012,(3).
- [13] 罗党论,刘晓龙.政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据[J].管理世界,2009,(5).
- [14] 罗党论,甄丽明.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[J].金融研究,2008,(12).
- [15] 马双,张劼,朱喜.最低工资对中国就业和工资水平的影响[J].经济研究,2012,(5).
- [16] 潘琰,辛清泉.所有权、公司治理结构与会计信息质量——基于契约理论的现实思考[J].会计研究,2004,(4).
- [17] 王克敏,杨国超,刘静,李晓溪.IPO资源争夺、政府补助与公司业绩研究[J].管理世界,2015,(9).
- [18] 王小鲁.中国经济增长的可持续性 with 制度变革[J].经济研究,2000,(7).
- [19] 魏下海,董志强,金钊.腐败与企业生命力:寻租和抽租影响开工率的经验研究[J].世界经济,2015,(1).
- [20] 席彦群,赵宏,罗媛媛.论寻租理论与会计政策选择[J].管理世界,2003,(5).
- [21] 夏立军,陈信元.市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定[J].经济研究,2007,(7).
- [22] 杨灿明,赵福军.行政腐败的宏观经济学分析[J].经济研究,2004,(9).
- [23] 张敏,张胜,王成方,申慧慧.政治关联与信贷资源配置效率——来自我国民营上市公司的经验证据[J].管理世界,2010,(11).
- [24] 章贵桥,潘俊.权力寻租、隐性福利与有效的政府会计报告[J].经济体制改革,2013,(3).
- [25] 张少辉.管制与生产服务业发展的国际经验——以OECD国家为例[J].财经研究,2015,(4).
- [26] 张五常.经济解释[M].北京:中信出版社,2015.
- [27] Aidis R., Estrin S., Mickiewicz T. Institutions and Entrepreneurship Development in Russia: A Comparative Perspective[J]. Journal of Business Venturing, 2008, 23(6): 656-672.
- [28] Allen F., Qian J., Qian M. J. Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 57-116.
- [29] Asiedu E., Freeman J. The Effect of Corruption on Investment Growth: Evidence from Firms in Latin America, Sub-saharan Africa, and Transition Countries[J]. Review of Development Economics, 2009, 13(2): 200-214.
- [30] Becker G. Toward a more General Theory of Regulation[J]. The Journal of Law and Economics, 1976, 19(2): 245-248.
- [31] Bertrand M., Mullainathan S. Are CEOs Rewarded for Luck? The ones without Principals are[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(3): 901-932.
- [32] Cheung S. N. S. A Theory of Price Control[J]. Journal of Law and Economics, 1974, 17(1): 53-71.
- [33] Cheung S. N. S. The Contractual Nature of the Firm[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(1): 1-21.
- [34] Faccio M. Politically Connected Firms[J]. The American Economic Review, 2006, 96(1): 369-386.
- [35] Fan J. P. H., Rui O. M., Zhao M. X. Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases[J]. Journal of Comparative Economics, 2008, 36(3): 343-364.
- [36] Fan J. P. H., Wong T. J., Zhang T. Y. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84(2): 330-357.
- [37] Fisman R. Estimating the Value of Political Connections[J]. The American Economic Review, 2001, 91(4): 1095-1102.

- [38] Krueger A. O. The Political Economy of the Rent-seeking Society[J]. *The American Economic Review*, 1974, 64(3): 291–303.
- [39] Li L. J. Political Trust in Rural China[J]. *Modern China*, 2004, 30(2): 228–258.
- [40] Murphy K. M. , Shleifer A. , Vishny R. W. Why is Rent-seeking so Costly to Growth?[J]. *The American Economic Review*, 1993, 83(2): 409–414.
- [41] Piotroski J. D. , Wong T. J. , Zhang T. Y. Political Incentives to Suppress Negative Information: Evidence from Chinese Listed Firms[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(2): 405–459.
- [42] Stigler G. J. The Theory of Economic Regulation[J]. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 1971, 2(1): 3–21.

## Rent Seeking, Institution Reform and Corporate Value: Evidence from “Eight Rules and Six Bans”

Yan Endian

*(School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200434, China)*

**Abstract:** Based on trading fees and institutional change theory, this paper uses the publication of “Eight Rules and Six Bans” as an exogenous event and deeply examines the effect of rent-seeking behavior on corporate value at corporate micro level. Then it further discusses the effects of property rights and regulation behavior on the relationship between rent-seeking behavior and corporate value in China as an emerging market. It empirically finds that after the announcement of “Eight Rules and Six Bans”, there are significantly positive returns in the market as a whole. In addition, more rent-seeking behavior before the announcement of “Eight Rules and Six Bans” leads to the more significant role of “Eight Rules and Six Bans” in the increase in corporate value. Further analysis shows that the increase in corporate value in private companies is more significant, and the one in state-owned companies is not significant; the increase in corporate value in regulated industries is more significant and the one in non-regulated industries is not obvious. It indicates that rent-seeking behavior harms corporate value, especially in private companies and companies in regulated industries. Institution reform can help to reduce rent seeking and trading fees, and improve corporate value and thereby economic development. It is of great guidance significance to further deepening the reform and the understanding of the role of institutions and their changes.

**Key words:** rent seeking; institution reform; corporate value; property right

(责任编辑: 喜 雯)