

Федеральное государственное автономное образовательное
учреждение высшего образования
«Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

На правах рукописи

Трифонов Дмитрий Александрович

Влияние политических связей на стоимость российских компаний

РЕЗЮМЕ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
д.э.н., профессор
Авдашева С.Б.

JEL: G32, G34, G38, P26

Москва – 2022

1 Актуальность

Развивающиеся и переходные экономики не всегда работают в соответствии с принципами классической экономической теории. Для глубокого понимания таких экономик необходимо ясное представление о действующих в них институциональных механизмах. Ярким примером такого механизма являются **персональные связи аффилированных лиц корпораций с государственными чиновниками**. Помогая фирмам получать стратегические конкурентные преимущества на рынке, такие политические связи¹ становятся важным механизмом извлечения ренты в условиях развивающихся и переходных экономик. Известно, что собственники и директора 3% торгуемых на мировом фондовом рынке компаний, на которые приходится около 8% капитализации мирового фондового рынка, занимали высшие государственные посты в прошлом и настоящем (Faccio, 2006).

Российская экономика обеспечивает подходящую институциональную среду для того, чтобы политические связи стали важным инструментом извлечения экономической ренты. Несмотря на это, роль корпоративных политических связей в российской экономике изучена недостаточно глубоко. Те работы, которые посвящены проблеме корпоративных политических связей в России, не учитывают проблему эндогенности, фокусируются на узких группах стейкхолдеров или политиков, либо посвящены частным эффектам корпоративных политических связей², а не их общему эффекту³ (см. напр. Berkowitz et al., 2014; Klarin & Ray, 2019; Lamberova & Sonin, 2018; Okhmatovskiy, 2010; Szakonyi, 2018). Настоящая работа представляет собой междисциплинарное исследование на пересечении институциональной

¹ С этого момента я использую термины *персональные политические связи*, *корпоративные политические связи*, *политические связи* и *политическая аффилированность* как контекстуальные синонимы в рамках этого документа.

² То есть влиянию политических связей на отдельные финансовые или операционные показатели компаний, например выручку или прибыль.

³ То есть влиянию политических связей на стоимость фирмы.

экономики, финансов, корпоративного управления, права и политологии, призванное заполнить этот информационный разрыв.

2 Цели и задачи исследования

Целью данного исследования является оценка воздействия корпоративных политических связей на результаты деятельности российских компаний. Я провожу такую оценку путем анализа влияния политических связей на стоимость фирмы.

Вопросы, на которые пытается ответить данное исследование:

1) О влиянии корпоративных политических связей на стоимость российских компаний:

- Оказывают ли политические связи положительное или отрицательное влияние на результаты деятельности российских компаний?
- Различаются ли политические связи собственников, исполнительных директоров и неисполнительных директоров с точки зрения их влияния на стоимость фирмы?
- Какое влияние государственная собственность оказывает на экономический эффект политических связей?
- Как влияние политических связей на стоимость российских компаний менялось со временем?

2) О распространении корпоративных политических связей в России:

- Каковы масштабы политических связей в России?
- Каким образом масштабы политических связей менялись за последние 20 лет?
- Существуют ли факторы, на основе которых можно предсказать степень политической аффилированности российской компании?
- Являются ли разные отрасли российской экономики одинаковыми с точки зрения проблемы корпоративных политических связей, или нет?

Задачи, которые были выполнены для того, чтобы получить ответы на поставленные вопросы:

- 1) Проанализировать существующий академический задел по проблеме корпоративных политических связей с целью выработки жизнеспособной исследовательской стратегии. Это включало в себя изучение истории вопроса, анализ теорий, образующих фундаментальную основу для эмпирических исследований политических связей, анализ концептуальных основ эмпирических исследований политических связей, анализ текущего состояния международных исследований политических связей, а также изучение институциональной специфики России в отношении проблемы корпоративных политических связей.
- 2) Выработать отвечающий целям и задачам исследования подход к определению, выявлению и количественной оценке политических связей.
- 3) Оценить распространение корпоративных политических связей в России на основе имеющихся данных. Это подразумевало оценку масштабов корпоративных политических связей, анализ динамики корпоративных политических связей в России за последние 20 лет, а также изучение влияния различных факторов на уровень политической аффилированности российских компаний (в т.ч. влияние экономико-географического положения, возраста фирмы и принадлежности к той или иной отрасли экономики на уровень политической аффилированности).
- 4) Оценить влияние корпоративных политических связей на стоимость российских компаний посредством событийного анализа. Это включало в себя оценку общего влияния корпоративных политических связей на стоимость российских компаний, изучение различий во влиянии на стоимость российских компаний между разными группами политически-аффилированных стейкхолдеров

(собственников, исполнительных директоров, неисполнительных директоров), анализ влияния госсобственности на стоимостные эффекты корпоративных политических связей, а также оценку динамики стоимостных эффектов корпоративных политических связей во времени.

3 Обзор литературы

Теория рентоориентированного поведения (Harberger, 1954; Krueger, 1974; Tullock, 1967) предполагает, что фирмы могут устанавливать политические связи с целью извлечения экономической ренты (Civilize et al., 2015). Политические связи помогают фирмам получать помощь в случае финансовых трудностей (S. H. Lee et al., 2018) и избегать банкротства (Halford & Li, 2019; Han & Zhang, 2018), получать доступ к заемному финансированию (Y. He et al., 2019; Y. Wang et al., 2019) и акционерному финансированию (Li & Zhou, 2015), получать доступ к привилегированным режимам кредитования (Bliss et al., 2018) и налогообложения (W. Wu et al., 2012), получать госконтракты (Goldman et al., 2013), выходить на международные рынки (X. Wang et al., 2019), стимулировать инновации (Cheng et al., 2019) и получать другие преимущества на рынке. Ресурсная концепция менеджмента (Barney, 1991) предполагает, что корпоративные политические связи могут являться источником стратегических конкурентных преимуществ для фирмы (см. Sun, Mellahi, et al., 2011), что обуславливает положительное влияние корпоративных политических связей на стоимость фирмы.

В то же время корпоративные политические неизбежно влекут за собой альтернативные издержки. Эти издержки бывают двух видов: политические и социальные (W. Wu et al., 2012). Они возникают из-за того, что фирмы под влиянием политических связей вынуждены принимать неэффективные экономические решения.

Политические издержки могут принимать форму прямых пожертвований в пользу политических партий и кампаний (Da Silva et al.,

2018; S. H. Lee et al., 2018), завышенных премий и бонусов политически аффилированных директоров (Banerji et al., 2018), альтернативных издержек в случаях, когда политики тратят корпоративные ресурсы на укрепление собственного политического капитала (Dang et al., 2018; Schweizer et al., 2019), альтернативных издержек, которые несут фирмы в связи с необходимостью следовать стратегиям политиков в ущерб корпоративным интересам (Okhmatovskiy, 2010), альтернативных издержек, связанных с более низкой управленческой квалификацией политически аффилированных директоров (Fan et al., 2007), а также другие виды альтернативных издержек.

Социальные издержки политических связей возникают, когда под действием политических связей фирмы вынуждены направлять ресурсы на обеспечение социальных интересов в ущерб корпоративным. Примерами социальных издержек могут быть издержки, на которые идут фирмы ради сокращения безработицы (Q. Liu et al., 2019), поддержки школ и детских садов (W. Wu et al., 2012), благотворительные пожертвования (Yang & Tang, 2018), а также альтернативные издержки неэффективной реализации товаров и услуг на внутреннем рынке в ущерб экспорту, продиктованной необходимостью удовлетворять социальные потребности (Cingano & Pinotti, 2013), особенно в период экономического кризиса (Johnson & Mitton, 2003).

Альтернативные издержки политических связей обоих видов обуславливают отрицательное влияние корпоративных политических связей на стоимость фирмы.

Таким образом, общий эффект корпоративных политических связей можно представить в виде весов, на одной чаше которых находится экономический эффект от конкурентных преимуществ политических связей, а на другой – альтернативные издержки политических связей. Другими словами, общий экономический эффект политических связей определяется тем, насколько эффективно конкурентные преимущества политических связей компенсируют альтернативные издержки политических связей (Han & Zhang, 2018; K. Zhang & Truong, 2019).

Международные исследования выявляют в этом отношении некоторые закономерности, связанные с институциональными особенностями различных экономик (Banerji et al., 2018; Faccio, 2006; Qin & Zhang, 2019). Известно, что корпоративные политические связи имеют более положительный экономический эффект в экономиках с менее развитыми рыночными институтами (H. Wu et al., 2018), более слабыми механизмами корпоративного управления (Newton & Uysal, 2019), и более высоким уровнем коррупции (Faccio, 2006). Чем больше уровень государственного вмешательства в экономику, тем сильнее корпоративные политические связи в этой экономике (Banerji et al., 2018). В этом отношении Россия является естественной лабораторией для изучения проблемы корпоративных политических связей в развивающихся и переходных экономиках, представляя собой институциональную среду со слаборазвитыми рыночными механизмами (Rochlitz, 2014), слабыми правовыми институтами (Gans-Morse, 2012) и высоким уровнем государственного вмешательства в экономику (Chernykh, 2008).

При этом Россия имеет ряд собственных институциональных особенностей в свете проблемы политических связей. Как правило, международные эмпирические исследования имплицитно предполагают, что корпоративные политические связи устанавливаются по инициативе фирм. Однако Россия имеет глубокие институциональные корни установления государственного контроля над компаниями по инициативе государства (Frye & Iwasaki, 2011; Trifonov, 2018; Yakovlev et al., 2014). Другими словами, установление политических связей в России может представлять собой одновременный двусторонний процесс: в то время, как фирмы стремятся устанавливать связи с государством с целью извлечения из этих связей конкурентных преимуществ, государство стремится установить контроль над наиболее крупными и успешными корпорациями (Trifonov, 2018). В этом процессе фирмы и государство влияют друг на друга одновременно.

Роль, которую играют корпоративные политические связи в российской экономике, не изучена до конца. Одним из самых известных исследований по проблеме политических связей в России является работа М.Фаччио, показавшая, что степень политической аффилированности российского бизнеса является самой высокой среди обследованных ей стран. В 1997–2001 гг. на политически аффилированные компании приходилось 86,75% капитализации российского фондового рынка, а 12% анализируемых М.Фаччио российских фирм оказались аффилированы с министрами и членами парламента (Faccio, 2006). Однако выборка М.Фаччио была ограничена 25 крупнейшими российскими компаниями. Других комплексных попыток оценки масштабов корпоративных политических связей в России после М.Фаччио не предпринималось. Те же работы, в которых предпринимались попытки оценить экономический эффект корпоративных политических связей в России, не принимают во внимание проблему эндогенности, фокусируются на узких группах аффилированных лиц или политиков (например, только на членах совета директоров или членах региональных парламентов), либо же исследуют частные эффекты корпоративных политических связей², а не их общий эффект³ (см. Berkowitz et al., 2014; Klarin & Ray, 2019; Lamberova & Sonin, 2018; Okhmatovski, 2010; Szakonyi, 2018). Настоящая работа ориентирована на то, чтобы заполнить этот информационный разрыв.

4 Методология

4.1 Идентификация и количественная оценка политических связей

Данная работа берет за основу методологию исследования (Faccio, 2006), количественно оценивая корпоративные политические связи посредством бинарной переменной, принимающей значение 1, если как минимум одно аффилированное лицо компании (а именно, собственник, исполнительный директор или неисполнительный директор) было признано политически аффилированным, и значение 0 в противном случае. Аффилированные лица признавались политически аффилированными, если

они когда-либо занимали высшие государственные должности, или были в родстве с таким человеком. Я фокусировался на следующих государственных постах: министры, члены обеих палат парламента, руководители администрации президента, советники президента, руководители исполнительных органов государственной власти (федеральных служб и федеральных агентств).

Описанный выше методологический подход к определению, идентификации и количественной оценке политических связей являлся центральным и базовым в данном исследовании. Однако я также стремился обеспечить сопоставимость результатов своего исследования с другими международными исследованиями по этой проблеме. Для этого создавались отдельные подвыборки, в которых применялась точная методология этих исследований. Такие случаи прямо оговорены в тексте.

Корпоративные политические связи выявлялись в 2 этапа. На первом этапе я анализировал годовые отчеты компаний и квартальные отчеты эмитентов ценных бумаг, раскрываемые торгуемыми на фондовом рынке компаниями публично. Данные отчеты содержат описание опыта работы аффилированных лиц не менее чем за последние 5 лет. Я анализировал эти описания на предмет занятия высших государственных постов, перечисленных выше. На втором этапе я сопоставлял перечень аффилированных лиц компаний моей выборки со списком первых лиц государства, собранным мной вручную из открытых источников. Список охватывает период с 1991 по 2015 гг. включительно⁴ и включает более 5 тыс. человек. Совпадения по результатам проведенного сопоставления признавались политическими связями. Аффилированное лицо компании признавалось политически аффилированным в том случае, если политические связи были выявлены на любом этапе проверки.

⁴ Такой период выбран в связи с тем, что я рассматриваю корпоративные политические связи в качестве нематериального актива, который мог накапливаться на протяжении длительного периода времени.

4.2 Оценка влияния корпоративных политических связей на стоимость российских компаний

Традиционным для международных исследований методом оценки влияния политических связей на стоимость компаний является событийный анализ (см. напр. Cheng & Sun, 2019; Dang et al., 2018; Faccio, 2006; Gray et al., 2016; Han & Zhang, 2018; L. He et al., 2014; J. S. Lee et al., 2019; Lehmann-Hasemeyer & Opitz, 2019; Lehrer, 2018; F. Liu et al., 2018; Su et al., 2013; Sun, Xu, et al., 2011; Tian et al., 2019; Y. Wang et al., 2019; K. Zhang & Truong, 2019; W. Zhang & Mauck, 2018, и многие другие). Предполагая, что фондовый рынок аккумулирует всю информацию о компаниях в котировках акций (Fama, 1970), событийный анализ позволяет сделать вывод о влиянии отдельных событий на результаты деятельности фирмы. Для этого анализируется реакция фондового рынка на те или иные события. Я фокусировался на следующих событиях: выборы в совет директоров, назначения исполнительных директоров, приобретение инвесторами крупных пакетов акций. Законодательство обязывает российские компании публиковать сообщения о существенных фактах в открытом доступе. Я узнал о корпоративных перестановках и изменениях в составе собственников из этих сообщений.

Будучи подобием естественного эксперимента, событийный анализ помогает обойти проблему одновременности и обратной причинно-следственной связи, упомянутую выше. В то же время, имея связь с показателями бухгалтерской и рыночной стоимости фирмы⁵, фондовые котировки дают возможность получить представление об общем влиянии политических связей на стоимость фирмы. В рамках данного исследования опираюсь на следующую гипотезу:

A1: Если корпоративные политические связи достаточно важны для российских компаний, они оказывают существенное влияние на

⁵ См. теоретическое обоснование в (Ohlson, 1995), см. эмпирические свидетельства напр. в (Khanna & Sonti, 2004) и (Vázquez et al., 2007).

стоимость российских компаний, что выражается в положительной рыночной реакции в случае, если политические связи оказывают положительное влияние на стоимость фирмы, и отрицательной рыночной реакции в противном случае.

Я опирался на методологию событийного анализа из работы (Faccio, 2006). Вслед за М.Фаччио, для расчета нормативной доходности в пределах 245-дневного расчетного окна я использовал рыночную модель на основе индекса Московской биржи (MICEX), как это описано в работе (Brown & Warner, 1985). Анализировались следующие типы событий: выборы в совет директоров, назначение исполнительных директоров, приобретение акций физическим лицом, приобретение акций государственным органом, приобретение акций компанией с госучастием, приобретение акций государственной корпорацией. День события определялся как день официального объявления о корпоративных перестановках или покупке акций. Использовались 3 событийных окна разной длины, а именно 3-дневное событийное окно (дни от -1 до +1 по отношению ко дню события), 4-дневное событийное окно (дни от -2 до +1 по отношению ко дню события), и 5-дневное событийное окно (дни от -2 до +2 по отношению ко дню события). Для оценки статистической значимости результатов я использовал как параметрические, так и непараметрические методы. В качестве параметрического теста я применял кросс-секционный тест в соответствии с методологией работы (Brown & Warner, 1985). В качестве непараметрических тестов я использовал метод знаков (Cowan, 1992) и тест Уилкоксона (Wilcoxon, 1945), как это описано в соответствующих работах.

Выборка охватывает 1739 событий в 204 компаниях, из которых 374 события в 81 компании произошли с участием политически аффилированных лиц. Для анализа отдельных характеристик политических связей генеральная совокупность делилась на отдельные подвыборки на основе различных критериев (в т.ч. форма собственности, типы событий и т.п.).

5 Выборка

Выборка охватывает все российские компании, торгуемые на Московской бирже в 2011–2015 гг. включительно, которые имели ликвидность акций не менее 80 торговых дней в год и достаточное качество раскрытия отчетности. Это 204 компании (64 компании с госучастием и 140 частных компаний), представляющие собой около 1% всех акционерных компаний в России. Данная выборка кажется узкой до тех пор, пока мы не примем во внимание роль этих компаний в российской экономике.

Экономика России отличается высокой степенью концентрации. Другими словами, в российской экономике есть небольшое число компаний, создающих львиную долю национального ВВП. В этом свете компании моей выборки можно назвать локомотивом российской экономики. На компании выборки приходится до четверти российской экономики: суммарная выручка компаний выборки в 2015 году соотносилась с годовым ВВП России на уровне 26%, а также составляла около 20% выручки всех российских компаний. Суммарная стоимость активов компаний выборки соотносилась с годовым ВВП на уровне 89%. На компании выборки приходилось 93% капитализации российского фондового рынка. На ПАО «Газпром», лишь одну компанию из моей выборки, в 2014 году приходилось 9% доходов госбюджета, тогда как в 2008 году этот показатель составлял 11%.

6 Основные результаты

6.1 Распространение корпоративных политических связей в России

Из 204 компаний выборки 56 фирм (27,45% выборки) имели среди собственников и директоров хотя бы одно лицо, занимавшее в прошлом или настоящем высшие государственные посты.

Российские частные компании и компании с госучастием должны рассматриваться отдельно, когда речь идет о проблеме корпоративных политических связей. Тест Чоу показывает, что подвыборки частных и государственных компаний являются статистически неоднородными и могут быть подчинены разным трендам в отношении корпоративных политических

связей. Этот вывод подтверждают результаты дисперсионного анализа, свидетельствующие о статистически значимых на доверительном интервале 99% различиях в уровне политической аффилированности частных компаний и компаний с госучастием.

Таблица 1 – Политические связи в частных и государственных компаниях

Показатель	Государствен ные компании	Частные компании	Всего
Число фирм, ед.	64	140	204
Фирмы с политически аффилированными директорами, ед.	32	24	56
Доля фирм с политически аффилированными директорами, %	50.0	17,1	27.5
Число политически аффилированных директоров, чел.	103	34	137
Политически аффилированных директоров в расчете на одну фирму, чел.	1.6	0.2	0.7
Максимальное число политически-аффилированных директоров, чел.	11	3	11
Доля политически аффилированных директоров в общей численности директоров, %	9.5	2.1	5.1
Максимальный удельный вес политически аффилированных директоров в общей численности директоров, %	44.0	23.1	44.0

Государственная собственность ассоциирована с более высоким уровнем политической аффилированности. Таблица 1 показывает, что государственные компании привлекают больше политически аффилированных директоров (как в численном выражении, так и в процентном отношении к общему числу директоров). Политически аффилированные директора составляют 9,5% всех директоров государственных компаний, тогда как в частных компаниях этот показатель составляет 2,1%.

Масштабы политических связей существенно расширились с 2011 года. Этот вывод можно сделать на основании анализа отдельной подвыборки, включающей в себя 188 фирм, которые торговались на фондовом рынке непрерывно на протяжении 5 лет начиная с 2011 года. Подвыборка показывает, что удельный вес политически аффилированных директоров в общей численности директоров возрос (с 4,1% в 2011 году до 5,2% к концу

2015 года). Существенный скачок числа политически аффилированных директоров произошел в 2013 году.

Возраст фирмы не имеет связи с уровнем политической аффилированности, в отличие от Таиланда, Индонезии и США, где уровень политической аффилированности выше в более старых компаниях (Civilize et al., 2015; Leuz & Oberholzer-Gee, 2006; Unsal et al., 2016). Коэффициент парной линейной корреляции между возрастом фирмы⁶ и показателями политической аффилированности является статистически незначимым.

Политически аффилированные компании в России не тяготеют к столичному региону, хотя исследование (Chaney et al., 2011) выявило такую зависимость в 19 странах мира.

Уровень политической аффилированности различается по отраслям (Таблица 2). Наибольший удельный вес политически аффилированных директоров в общем количестве директоров имеют компании в секторе авиации, банки и страховые компании, а также нефтегазовые компании⁷. Уровень политической аффилированности в упомянутых отраслях выше, чем среднее по выборке значение в 5,2%.

Таблица 2 – Распределение политически аффилированных компаний по отраслям⁷

Отрасль	N фирм	N политически аффилированных фирм					% политически аффилированных фирм					N политически аффилированных директоров				
		2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015
Авиация	5	5	5	5	5	5	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	15.5	15.9	15.9	16.8	19.0

⁶ Под возрастом фирмы подразумевается разница между датой учреждения юридического лица и датой 31.12.2015, выраженная в годах.

⁷ В данном исследовании я применяю собственную классификацию отраслей на основе классификатора ОКВЭД и анализа однородности политических связей. Авиация объединяет в себе компании в сфере авиастроения и авиаперевозок. Электроэнергетика объединяет фирмы, занимающиеся как производством, так и распределением электроэнергии. Компании, занимающиеся программным обеспечением, микроэлектроникой и производством электронных приборов, объединены в отрасль «Высокие технологии». Нефтегазовая отрасль включает в себя широкий спектр компаний, занимающихся добычей, переработкой и распределением углеводородного топлива и его производных. В отрасль «Производство» включены различные производственные компании, не попавшие в другие группировки. СМИ, компания-сельхозпроизводитель и компания, специализирующаяся на гостиничном бизнесе, образуют группу «Прочее».

Отрасль	N фирм	N политически аффилированных фирм					% политически аффилированных фирм					N политически аффилированных директоров				
		2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015
Банки и страхование	10	4	5	6	5	7	40.0	50.0	60.0	50.0	70.0	12.2	13.8	13.8	12.2	15.5
Высокие технологии	5	2	2	3	3	3	40.0	40.0	60.0	60.0	60.0	2.3	2.3	2.3	3.4	2.2
Инвестиции	8	1	1	1	1	1	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Медицина и фармацевтика	5	1	1	1	1	1	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Машиностроение	15	8	8	8	7	7	53.3	53.3	53.3	46.7	46.7	5.0	5.5	5.5	5.1	4.5
Металлургия	12	4	4	4	4	3	33.3	33.3	33.3	33.3	25.0	4.1	4.2	4.2	3.2	3.2
Нефть и газ	14	8	8	8	8	8	57.1	57.1	57.1	57.1	57.1	5.6	5.6	5.6	6.1	9.0
Полезные ископаемые (драгоценные)	5	2	2	3	2	2	40.0	40.0	60.0	40.0	40.0	4.0	7.4	7.4	4.4	4.5
Полезные ископаемые (прочие)	9	3	2	2	2	1	33.3	22.2	22.2	22.2	11.1	5.6	5.4	5.4	3.6	1.8
Продукты питания	5	1	1	1	2	2	20.0	20.0	20.0	40.0	40.0	1.8	1.9	1.9	3.7	3.7
Производство (прочее)	16	4	4	4	4	4	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	1.4	1.4	1.4	1.4	2.0
Связь	8	4	4	4	4	4	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	0.0	3.2	3.2	4.0	3.0
Строительство	5	3	3	3	4	4	60.0	60.0	60.0	80.0	80.0	1.4	2.7	2.7	5.4	4.9
Торговля	4	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Транспорт	4	3	2	1	1	1	75.0	50.0	25.0	25.0	25.0	4.3	2.1	2.1	0.0	1.9
Электроэнергия	53	33	32	31	31	31	62.3	60.4	58.5	58.5	58.5	2.3	3.1	3.1	3.7	3.6
Разное	5	1	1	1	1	1	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	4.3	6.1	6.1	7.0	7.0
Итого	188	87	85	86	85	85	46.3	45.2	45.7	45.2	45.2	4.1	4.7	4.7	4.8	5.2

6.2 Влияние политических связей на стоимость российских компаний

Событийный анализ показывает, что политические связи оказывают общее негативное влияние на стоимость российских компаний, которое является статистически значимым (Таблица 3). В целом, публичные объявления политических связей вызывают статистически значимое снижение цен на акции на 1,34% в среднем в течение 5 торговых дней (p-value 0.01). Полученный результат примерно совпадает с результатом М.Фаччио по масштабу, но различается по направлению (Faccio, 2006)⁸.

⁸ На основе выборки компаний из 47 разных стран, М.Фаччио обнаружила, что публичные объявления политических связей приводят к статистически значимому росту цен на акций на 1,43% в среднем (Faccio, 2006).

Сила рыночной реакции различается по группам аффилированных лиц. Наиболее сильную рыночную реакцию в виде снижения цен на акции на 1,83% (p-value 0.01) в течение 5 торговых дней вызывают публичные объявления о политически аффилированных собственниках. Это можно объяснить тем, что собственники обладают наибольшей корпоративной властью среди всех групп аффилированных лиц, и играют ключевую роль в российском корпоративном управлении (Dolgopyatova, 2007). Более того, в случае, если политически аффилированный собственник являлся физическим лицом, цена на акции снижается в среднем на 4,33% (p-value 0.05) в течение 5 торговых дней. То же самое происходит, когда долю в фирме приобретает компания с госучастием – цены на акции снижаются на 1,14% (p-value 0.1) в течение 3 торговых дней.

Компании с госучастием являются в целом более чувствительными к негативным эффектам политических связей, что выражается в более сильном снижении цен на акции после объявлений о корпоративных политических связях по сравнению с частными компаниями. Объявления политических связей приводят к падению цен на акции компаний с госучастием на 1,42% в среднем в течение 5 торговых дней (p-value 0.01), тогда как в частных компаниях снижение цен на акции в аналогичных случаях несколько мягче и составляет в среднем 1,23% в течение 5 торговых дней (p-value 0.01). Это может происходить потому, что финансовый рынок ожидает, что компании с госучастием несут более высокие альтернативные издержки политических связей по сравнению с частными компаниями. Однако компании с госучастием более стабильны, когда речь идет о появлении новых политически-аффилированных собственников. Тогда как рыночная реакция на появление новых политически-аффилированных собственников является статистически незначимой для компаний с госучастием, в частных компаниях снижение цен на акции является статистически значимым и резким, составляет 4,0% в течение 5 рабочих дней (p-value 0.01). Это кажется естественным с учетом того, что компании с госучастием уже имеют

политически аффилированного контролирующего собственника, и их ситуация не меняется существенно с появлением новых. Как следствие, компании с госучастием более чувствительны к политическим связям через аффилированных лиц (падение цен составляет 1,04% в течение 4 торговых дней, p-value 0.1), тогда как падение цен на акции частных компаний в подобных случаях почти в 2 раза слабее (0,55% в течение 4 торговых дней, p-value 0.1).

В целом, можно сделать вывод о том, что госсобственность усугубляет негативное влияние корпоративных политических связей на стоимость российских компаний.

Политически аффилированные исполнительные директора оказывают более выраженное влияние на стоимость российских компаний по сравнению с неисполнительными директорами с политическими связями. В то время, как публичные объявления о политически аффилированных исполнительных директорах вызывают статистически значимое снижение цен на акции на 1,77% в течение 5 торговых дней (p-value 0.01), новости о политически аффилированных неисполнительных директорах приводят к более мягкому падению котировок, и цена акций снижается на 1,16% в среднем в течение 5 торговых дней (p-value 0.05). С точки зрения корпоративного управления это можно объяснить тем, что исполнительные директора имеют более широкие возможности влияния на стоимость компаний, имея полномочия принимать оперативные управленческие решения.

Политические связи были менее значимыми для российских компаний до 2014 года. После событий 2014 года на Украине сила рыночной реакции на политические связи возросла в 5 раз. Если до 2014 года фондовый рынок реагировал на политические связи статистически значимым падением цен на акции на 0,46% в среднем в течение 5 торговых дней (p-value 0.05), то после 2014 года фондовый рынок стал реагировать на политические связи гораздо более резким падением цен на акции на 2,40% в среднем в течение 5 торговых дней (p-value 0.05).

Таблица 3 – Реакция рынка на политические связи

Показатель	N событий	Рыночная реакция, %			Статистическая значимость (тестовая статистика) ⁹								
					кросс-секционный тест (Brown & Warner, 1985)			метод знаков (Cowan, 1992)			тест Уилкоксона (Wilcoxon, 1945)		
		CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)
<i>В целом</i>													
Всего	374	-0.620	-0.926	-1.340	-2.387 **	-3.247 ***	-2.618 ***	2.172 **	3.413 ***	3.723 ***	-1.716 *	-2.298 **	-2.834 ***
Директора (все)	309	-0.554	-0.819	-1.236	-1,856 *	-2,535 **	-2,041 **	0,967	2,560 **	2,674 ***	-1,071	-1,696 *	-2,137 **
Исполнительные директора	44	-0.651	-1.116	-1.771	-1,746 *	-2,468 **	-3,415 ***	0,603	1,508	2,111 **	-0,586	-1,089	-1,989 **
Неисполнительные директора	266	-0.542	-0.777	-1.157	-1,587	-2,112 **	-1,656 *	0,858	2,207 **	2,085 **	-0,861	-1,351	-1,500
Собственники	65	-0.934	-1.431	-1.832	-2,000 **	-2,514 **	-2,993 ***	3,101 ***	2,605 **	3,101 ***	-1,345	-1,580	-1,867 **
<i>Собственники</i>													
Государственные органы	14	-0.522	-1.647	-1.264	-0,796	-2,024 **	-1,605	2,138 **	2,138 **	1,604	-0,644	-0,954	-0,644
Государственные корпорации	11	0.497	1.028	-0.658	0,374	0,809	-0,409	0,302	0,302	0,905	0,660	0,786	0,031
Компании с госучастием	29	-1.139	-1.613	-1.603	-1,844 *	-2,133 **	-2,027 *	2,043 **	1,671	1,671	-1,040	-1,024	-0,826
Физические лица	11	-2.347	-3.138	-4.334	-1,618	-1,602	-2,065 **	1,508	1,508	2,111 **	-0,786	-0,849	-1,226

⁹ * – значимо на 90% доверительном интервале;
 ** – значимо на 95% доверительном интервале;
 *** – значимо на 99% доверительном интервале.

Показатель	N событий	Рыночная реакция, %			Статистическая значимость (тестовая статистика) ⁹								
					кросс-секционный тест (Brown & Warner, 1985)			метод знаков (Cowan, 1992)			тест Уилкоксона (Wilcoxon, 1945)		
		CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)
<i>Компании с госучастием</i>													
Всего	216	-0.745	-0.965	-1.421	-1.873 *	-2.228 **	-1.682 *	1.905 *	2.313 **	2.722 ***	-1.573	-1.637	-1.947 *
Директора (все)	171	-0.797	-1.041	-1.565	-1,638	-1.970 *	-1.482	0,841	1.759 *	2,065 **	-1,008	-1,291	-1.611
Исполнительные директора	21	-1.035	-1.826	-1.796	-1,738 *	-2,405 **	-2,931 ***	0,655	1,528	1,964 *	-0,467	-0,959	-1,598
Неисполнительные директора	150	-0.764	-0.931	-1.533	-1,392	-1,571	-1,277	0,653	1,306	1,470	-0,762	-1,887	-1,058
Собственники	45	-0.545	-0.676	-0.871	-1.161	-1.264	-1.541	2.534 **	1.640	1.938 *	-0.910	-0.774	-0.902
<i>Частные компании</i>													
Всего	158	-0.450	-0.873	-1.229	-1.567	-2.693 ***	-3.361 ***	1.114	2.546 **	2.546 **	-0.733	-1.502	-1.988 **
Директора (все)	138	-0.253	-0.545	-0.828	-0.884	-1.775 *	-2,352 **	0,511	1,873 *	1,703 *	-0,346	-0,976	-1,334
Исполнительные директора	23	-0.300	-0.467	-1.748	-0.668	-0.977	-2,134 **	0.209	0.626	1.043	0.054	-0.290	-1.065
Неисполнительные директора	116	-0.254	-0.579	-0.670	-0.773	-1.638	-1,740 *	0,557	1,857 *	1,486	-0,341	-1,906	-1,990
Собственники	20	-1.807	-3.131	-3.995	-1.697	-2.355 **	-2.822 **	1.789 *	2,236 **	2,683 **	-0,792	-1,294	-1,689

Показатель	N событий	Рыночная реакция, %			Статистическая значимость (тестовая статистика) ⁹								
					кросс-секционный тест (Brown & Warner, 1985)			метод знаков (Cowan, 1992)			тест Уилкоксона (Wilcoxon, 1945)		
		CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)	CAAR (-1; 1)	CAAR (-2; 1)	CAAR (-2; 2)
<i>До 2014</i>													
Всего	205	-0.084	-0.214	-0.464	-0,377	-0,880	-1,761 **	0,070	1,187	1,327	-0,176	-0,244	-1,041
Директора (все)	177	0.026	-0.114	-0.414	0,116	-0,474	-1,569	0,676	0,977	1,278	0,255	-0,028	-1,064
Исполнительные директора	26	-0.873	-1.036	-1.859	-1,729 *	-1,676	-2,971 ***	0,392	1,177	1,961 *	-0,404	-0,512	-1,625
Неисполнительные директора	152	0.170	0.027	-0.187	0,690	0,103	-0,660	0,811	0,649	0,649	0,555	0,271	-0,472
Собственники	28	-0.778	-0.841	-0.784	-1,027	-0,932	-0,806	1,890 **	0,756	0,378	-0,547	-0,274	0,032
<i>После 2014</i>													
Всего	169	-1.271	-1.790	-2.402	-2,524 **	-3,250 ***	-2,223 **	3,154 ***	3,769 ***	4,077 ***	-2,224 **	-2,961 ***	-2,933 ***
Директора (все)	132	-1.332	-1.765	-2.339	-2,137 **	-2,613 **	-1,711 *	2,263 **	2,785 ***	2,611 **	-1,763 *	-2,311 **	-1,905 *
Исполнительные директора	18	-0.330	-1.231	-1.644	-0,615	-1,894 *	-1,852 *	0,471	0,943	0,943	-0,108	-0,785	-0,908
Неисполнительные директора	114	-1.491	-1.849	-2.449	-2,083 **	-2,386 **	-1,553	2,248 **	2,622 ***	2,435 **	-1,760 *	-2,064 **	-1,630
Собственники	37	-1.052	-1.878	-2.626	-1,796 *	-2,599 **	-3,457 ***	2,466 **	2,795 ***	3,781 ***	-1,099	-1,685	-2,379 **

7 Вклад в литературу, посвященную оценке эффектов политических связей компаний

Вклад данного исследования состоит в следующем:

- 1) Дана комплексная оценка масштабов корпоративных политических связей в России.
- 2) Дана оценка интегрального влияния корпоративных политических связей на стоимость российских компаний.
- 3) Выявлены различия во влиянии на стоимость российских компаний политических связей разных групп аффилированных лиц (собственников, исполнительных директоров, неисполнительных директоров).
- 4) Выявлены ограничения теории рентоориентированного поведения – центральной теории, привлекаемой в международных исследованиях для объяснения причин установления политических связей. Исследование выявило следующий парадокс: корпоративные политические связи устанавливаются в России даже вопреки их отрицательному экономическому эффекту. С точки зрения теории рентоориентированного поведения нет смысла устанавливать политические связи, если они имеют отрицательный экономический эффект.
- 5) Предложена альтернативная сложившейся в международных эмпирических исследованиях концепция анализа политических связей. Как правило, международные исследования имплицитно предполагают, что инициаторами установления политических связей являются сами фирмы. Однако в переходных экономиках это не всегда так: государство тоже может играть важную роль в процессе установления политических связей. Как следствие, проблема политических связей может представлять собой сложный одновременный процесс. Фокусируясь на стимулах как фирм, так и государства, исследование предлагает рассматривать политическую

аффилированность как игру 2 игроков с конфликтующими интересами по поводу использования ограниченного ресурса, которым они владеют сообща.

- б) Показано, что в развивающихся экономиках, и особенно в переходных экономиках, политические связи могут порождать агентский конфликт между государством, преследующим неэкономические цели, и частными акционерами, максимизирующими стоимость фирмы. Агентский конфликт принимает форму проблемы принципала-агента (первой проблемы корпоративного управления), когда корпоративные политические связи устанавливаются на уровне исполнительных и неисполнительных директоров, и проблемы принципала-принципала (проблемы нескольких принципалов) в случае, когда политические связи устанавливаются на основе права собственности (включая как госсобственность, так и политически аффилированных частных собственников).

8 Список оригинальных статей автора

- 1) *Trifonov, Dmitri*. Political connections of Russian corporations: Blessing or curse? [Политические связи российских корпораций: благо или проклятие?] // Journal of Behavioral and Experimental Finance. 2021. Vol. 29. Article 100458
- 2) *Trifonov, Dmitri*. Political connections of Russian corporations: Blessing or curse? [Политические связи российских корпораций: благо или проклятие?] / National Research University Higher School of Economics. Series WP BRP "Basic research program". 2020. No. 230/EC/2020.
- 3) *Трифонов Д. А.* Политическая аффилированность в системе корпоративного управления: обзор международных исследований и их проекция на российскую корпоративную среду // Вестник

Московского университета. Серия 6: Экономика – 2018. – 2. – С.
118–148.

Библиография

- Banerji, S., Duygun, M., & Shaban, M. (2018). Political connections, bailout in financial markets and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 50, 388–401.
- Barney, J. B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Berkowitz, D., Hoekstra, M., & Schoors, K. (2014). Bank privatization, finance, and growth. *Journal of Development Economics*, 110, 93–106.
- Bliss, M. A., Goodwin, J. A., Gul, F. A., & Wong, A. (2018). The association between cost of debt and Hong Kong politically connected firms. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 14(3), 321–334.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31.
- Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1–2), 58–76.
- Cheng, L., Cheng, H., & Zhuang, Z. (2019). Political connections, corporate innovation and entrepreneurship: Evidence from the China Employer-Employee Survey (CEES). *China Economic Review*, 54, 286–305.
- Cheng, L., & Sun, Z. (2019). Do politically connected independent directors matter? Evidence from mandatory resignation events in China. *China Economic Review*, 58.
- Chernykh, L. (2008). Ultimate ownership and control in Russia. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 169–192.
- Cingano, F., & Pinotti, P. (2013). Politicians at Work: The Private Returns and Social Costs of Political Connections. *Journal of the European Economic Association*, 11(2), 433–465.
- Civilize, S., Wongchoti, U., & Young, M. (2015). Political connection and stock returns: A longitudinal study. *Financial Review*, 50(1), 89–119.
- Cowan, A. R. (1992). Nonparametric Event Study Tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2, 2, 343–358.
- Da Silva, J. C., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). The influence of political connections on the cost of capital and the performance of companies listed on B3. *Brazilian Business Review*, 15(4), 317–330.
- Dang, V. Q. T., So, E. P. K., & Yan, I. K. M. (2018). The value of political connection: Evidence from the 2011 Egyptian revolution. *International Review of Economics and Finance*, 56, 238–257.
- Dolgopyatova, T. G. (2007). Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний, эмпирическое свидетельство (in Russian) [Ownership Concentration and Corporate Development: Empirical Evidence]. *Voprosy Ekonomiki*, 1, 82–97.
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *American Economic Review*, 96(1), 369–386.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

- Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 330–357.
- Frye, T., & Iwasaki, I. (2011). Government directors and business-state relations in Russia. *European Journal of Political Economy*, 27(4), 642–658.
- Gans-Morse, J. (2012). Threats to Property Rights in Russia: From Private Coercion to State Aggression. *Post-Soviet Affairs*, 28(3), 263–295.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2013). Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. *Review of Finance*, 17(5), 1617–1648.
- Gray, S., Harymawan, I., & Nowland, J. (2016). Political and government connections on corporate boards in Australia: Good for business? *Australian Journal of Management*, 41(1), 3–26.
- Halford, J. T., & Li, C. (2019). Political connections and debt restructurings. *Journal of Corporate Finance*.
- Han, J., & Zhang, G. (2018). Politically connected boards, value or cost: evidence from a natural experiment in China. *Accounting and Finance*, 58(1), 149–169.
- Harberger, A. C. (1954). Monopoly and resource allocation. *American Economic Review*, 44(2), 77–87.
- He, L., Wan, H., & Zhou, X. (2014). How are political connections valued in China? Evidence from market reaction to CEO succession. *International Review of Financial Analysis*, 36, 141–152.
- He, Y., Xu, L., & McIver, R. P. (2019). How does political connection affect firm financial distress and resolution in China? *Applied Economics*, 51(26), 2770–2792.
- Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 351–382.
- Khanna, N., & Sonti, R. (2004). Value creating stock manipulation: Feedback effect of stock prices on firm value. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 237–270.
- Klarin, A., & Ray, P. K. (2019). Political connections and strategic choices of emerging market firms: Case study of Russia's pharmaceutical industry. *International Journal of Emerging Markets*, 14(3), 410–435.
- Krueger, A. O. (1974). The Political Economy of the Rent Seeking Society. *The American Economic Review*, 64(3), 291–303.
- Lamberova, N., & Sonin, K. (2018). Economic transition and the rise of alternative institutions: Political connections in Putin's Russia. *Economics of Transition*, 26(4), 615–648.
- Lee, J. S., Yen, P. H., & Lee, L. C. (2019). Political connection and stock returns: Evidence from party alternation in Taiwan. *International Review of Economics and Finance*, 63, 128–137.
- Lee, S. H., Ozer, M., & Baik, Y. S. (2018). The impact of political connections on government bailout: the 2008 credit crunch in the United States. *Economics of Governance*, 19(4), 299–315.
- Lehmann-Hasemeyer, S., & Opitz, A. (2019). The value of active politicians on

- supervisory boards: evidence from the Berlin stock exchange and the parliament in interwar Germany. *Scandinavian Economic History Review*, 67(1), 71–89.
- Lehrer, N. D. (2018). The value of political connections in a multiparty parliamentary democracy: Evidence from the 2015 elections in Israel. *European Journal of Political Economy*, 53, 13–58.
- Leuz, C., & Oberholzer-Gee, F. (2006). Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*, 81, 411–439.
- Li, G., & Zhou, H. (2015). Political connections and access to IPO markets in China. *China Economic Review*, 33, 76–93.
- Liu, F., Lin, H., & Wu, H. (2018). Political connections and firm value in China: An event study. *Journal of Business Ethics*, 152(2), 551–571.
- Liu, Q., Luo, T., & Tian, G. G. (2019). How do political connections cause SOEs and non-SOEs to make different M&A decisions/performance? Evidence from China. *Accounting and Finance*, 59, 2579–2619.
- Newton, A. N., & Uysal, V. B. (2019). A closer look at politically connected corporations: evidence from Citizens United. *Managerial Finance*, 45(5), 637–653.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Okhmatovskiy, I. (2010). Performance implications of ties to the government and SOEs: A political embeddedness perspective. *Journal of Management Studies*, 47(6), 1020–1047.
- Qin, X., & Zhang, X. (2019). De-politicization and innovation: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(4).
- Rochlitz, M. (2014). Corporate raiding and the role of the state in Russia. *Post-Soviet Affairs*, 30(2–3), 89–114.
- Schweizer, D., Walker, T., & Zhang, A. (2019). Cross-border acquisitions by Chinese enterprises: The benefits and disadvantages of political connections. *Journal of Corporate Finance*, 57, 63–85.
- Su, J., Zhang, M., & Zhang, W. (2013). The effect of political connections on acquisition-evidence from Chinese nonSOEs. *Applied Financial Economics*, 23(24), 1871–1890.
- Sun, P., Mellahi, K., & Liu, G. S. (2011). Corporate governance failure and contingent political resources in transition economies: A longitudinal case study. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 853–879.
- Sun, P., Xu, H., & Zhou, J. (2011). The value of local political capital in transition China. *Economics Letters*, 110(3), 189–192.
- Szakonyi, D. (2018). Businesspeople in elected office: Identifying private benefits from firm-level returns. *American Political Science Review*, 112(2), 322–338.
- Tian, M., Xu, G., & Zhang, L. (2019). Does environmental inspection led by central government undermine Chinese heavy-polluting firms' stock value? The buffer role of political connection. *Journal of Cleaner Production*, 236, 117695.

- Trifonov, D. (2018). Political affiliation in corporate governance: International studies review and their implications for the Russian corporate environment (in Russian). *Vesnik Moscovskogo Universiteta. Seria 6. Economica*, 2, 118–148.
- Tullock, G. (1967). The welfare costs of tariffs, monopolies, and theft. *Economic Inquiry*, 5(3), 224–232.
- Unsal, O., Hassan, M. K., & Zirek, D. (2016). Corporate lobbying, CEO political ideology and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 38, 126–149.
- Vázquez, R. D., Valdés, A. L., & Herrera, H. V. (2007). Value Relevance of the Ohlson model with Mexican data. *Contaduría y Administración*, 223, 1–12. <http://redalyc.uaemex.mx>
- Wang, X., Feng, M., & Xu, X. (2019). Political connections of independent directors and firm internationalization: An empirical study of Chinese listed firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 58, 101205.
- Wang, Y., Yao, C., & Kang, D. (2019). Political connections and firm performance: Evidence from government officials' site visits. *Pacific Basin Finance Journal*, 57, 101021.
- Wilcoxon, F. (1945). Individual Comparisons by Ranking Methods. *Biometrics Bulletin*, 1(6), 80–83.
- Wu, H., Li, S., Ying, S. X., & Chen, X. (2018). Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay. *Journal of Business Research*, 91, 169–180.
- Wu, W., Wu, C., Zhou, C., & Wu, J. (2012). Political connections, tax benefits and firm performance: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(3), 277–300.
- Yakovlev, A., Sobolev, A., & Kazun, A. (2014). Means of production versus means of coercion: Can Russian business limit the violence of a predatory state. *Post-Soviet Affairs*, 30(2–3), 171–194.
- Yang, Y., & Tang, M. (2018). Finding the Ethics of “Red Capitalists”: Political Connection and Philanthropy of Chinese Private Entrepreneurs. *Journal of Business Ethics*, 1–15.
- Zhang, K., & Truong, C. (2019). What's the value of politically connected directors? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 15(3), 100161.
- Zhang, W., & Mauck, N. (2018). Government-affiliation, bilateral political relations and cross-border mergers: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 220–250.