

珞珈管理评论

LUOJIA MANAGEMENT REVIEW

2017年卷 第3辑 (总第22辑)

武汉大学经济与管理学院主办

■ 许为宾 周建 周莉莉
政府治理、董事会资本及其匹配与企业投资效率

■ 谢伏金 张玮玮 李祎
产融结合与实体企业投资效率
——基于上市公司持股金融企业的实证研究

■ 陈荣 田静 张梦倩
新产品推出早晚期消费者的促销偏好差异研究

■ 黄敏学 彭捷 李萍
企业微博的内容对其传播效果的影响研究



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

中文社会科学引文索引 (CSSCI) 来源集刊

珞珈管理评论

LUOJIA MANAGEMENT REVIEW

2017年卷 第3辑 (总第22辑)

武汉大学经济与管理学院主办



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

珞珈管理评论. 2017 年卷. 第 3 辑: 总第 22 辑/武汉大学经济与管理学院主办. —武汉: 武汉大学出版社, 2017. 9

ISBN 978-7-307-19660-5

I. 珞… II. 武… III. 企业管理—文集—IV. F272-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 216930 号

责任编辑: 陈 红

责任校对: 汪欣怡

版式设计: 韩闻锦

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 武汉中科兴业印务有限公司

开本: 787×1092 1/16 印张: 12.75 字数: 301 千字

版次: 2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-19660-5 定价: 28.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购买我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

目 录

政府治理、董事会资本及其匹配与企业投资效率	许为宾 周 建 周莉莉(1)
公司风险投资与新创企业创新绩效：决策环境的约束机制	汪 丽(18)
中国背景下员工力量和申诉体系有效性对员工申诉行为的影响	
——基于三个决策阶段的整体考察	郑晓涛 俞明传 王 琦 孙 锐(33)
工作场所中“男女搭配”能否带来“干活不累”	
——基于资源保存理论的视角	陈建安 武雪朦(49)
产融结合与实体企业投资效率	
——基于上市公司持股金融机构的经验研究	谢获宝 张玮玮 李 玮(63)
管理层权力、制度环境与董事会报告可读性	
——来自我国上市公司的经验证据	陈银娥 江 媛(84)
新产品推出早晚期消费者的促销偏好差异研究	陈 荣 田 静 张梦倩(100)
企业微博的内容对其传播效果的影响研究	黄敏学 彭 捷 李 萍(113)
渠道公平感对分销商关系学习的影响及路径研究	詹志方 王 辉(130)
混搭产品的混搭方式对消费者购买意愿的影响研究	
——以感知创新和感知侵扰为中介	李 晓 党毅文(147)
基于 PCI 的特色街区旅游心理容量测定	
——以武汉户部巷民俗街区为例	龚 箭 李淑贤 王 蓉(162)
美丽乡村建设与乡村旅游发展的耦合互动关系研究	
——以浙江省安吉县为例	陈婷婷 熊莎莎(173)
基于 VAR 模型的碳价格影响因素研究	
——以湖北碳排放交易为例	郑君君 邵 聪(185)

CONTENTS

Enterprises' Investment Efficiency Implications of Aligning Government Governance with Board Capital	
.....	Xu Weibin Zhou Jian Zhou Lili(1)
Corporate Venture Capital and Enterprise Innovation Performance: Decision Making Environment's Role in the Relationship	
.....	Wang Li(18)
The Impact of Employee Power and Effectiveness of Grievance Processing on Employee Grievances; The Overall Investigation of the Three Decision-Making Stages	
.....	Zheng Xiaotao Yu Mingchuan Wang Qi Sun Rui(33)
Can "Mixed-sex Dyad" in Workplace Stimulate Individual's Tireless Working Experience? Based on the Conservation of Resources Theory	
.....	Chen Jianan Wu Xuemeng(49)
Integration of Industrial-finance Capital and Investment Efficiency of Entity Enterprises: An Empirical Study on the Shareholding of Financial Institutions	
.....	Xie Huobao Zhang Weiwei Li Yi(63)
Management Power, Institutional Environment and Readability of Board Report	
—An Empirical Study of Listed Companies in China	
.....	Chen Yin-e Jiang Yuan(84)
Study on Consumers' Preference on Promotion Tools with Timing of New Product Launching	
.....	Chen Rong Tian Jing Zhang Mengqian(100)
The Effect of the Content of Enterprise's Micro-blog on Its Diffusion: An Empirical Study	
.....	Huang Minxue Peng Jie Li Ping(113)
The Path of the Channel Fairness Influencing the Distributor's Relationship Learning	
.....	Zhan Zhifang Wang Hui(130)
Research on Influence of Cultural Mixing Mode of Product on Consumers' Willingness to Purchase	
—With Perceived Innovation and Perceived Intrusiveness as Mediators	
.....	Li Xiao Dang Yiwen(147)
Measuring of Tourism Psychological Capacity in Characteristic Street Based on the PCI: A	

Case Study in Wuhan Hubu Lane

..... Gong Jian Li Shuxian Wang Rong(162)

Coupling Relationship between Construction of Beautiful Village and Development of Rural Tourism

—From the Empirical Evidence of Anji County

..... Chen Tingting Xiong Shasha(173)

Research of Carbon Price Influence Factors Based on VAR Model

—A Case Study of Hubei Carbon Emissions Trading

..... Zheng Junjun Shao Cong(185)

政府治理、董事会资本及其匹配 与企业投资效率*

● 许为宾¹ 周建² 周莉莉³

(1, 3 贵州大学管理学院 贵阳 550025; 2 南开大学商学院 天津 300071)

【摘要】文章检验中国地方政府治理差异如何改变企业董事会资本配置以及两者的匹配性对企业投资效率的影响是什么。研究发现:政府治理状况越差,企业对董事会社会资本的诉求越强烈,而这一影响在固定资产比例较高的企业中更显著;政府治理状况越好,企业对董事会人力资本的诉求越强烈,但这一影响并不依赖于企业的固定资产比例而发生变化;同时,就企业董事会资本配置与政府治理水平的匹配性问题而言,在政府治理水平较好的情况下,企业强化董事会人力资本建设有助于改善投资效率;在政府治理水平较差的情况下,企业则需要通过强化董事会社会资本建设来促进企业投资效率的提升。

【关键词】政府治理 董事会资本 投资效率

[中图分类号]F272.91, F271 [文献标志码]A

1. 引言

当前中国宏观经济发展的下行压力,使得微观企业投资效率问题的重要性再次凸显。而在中国“权力+市场”的转型体制中,企业投资效率的改善需要在两个方面有所突破:一是要提升作为决策主体的董事会在投资决策中的治理有效性(内治);二是要积极应对外部的政府干预行为(外攘)。

中国企业在“内治”与“外攘”之间的投资决策及其经济后果,在很大程度上取决于其所处的制度环境。制度会影响企业的投资行为函数,在决定企业资本投资和配置的微观机

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“差异化组织治理、董事会战略决策权配置与企业战略决策有效性研究”(71672088);贵州省科技厅软科学项目:贵州省“城市矿产”基地建设研究(黔科合R字(2014)2027);贵州省教育厅高校人文社科研究基地项目:食品安全供应链研究(12JD019);教育部人文社科重点研究基地重大项目:政府治理对我国企业董事会资本配置与战略决策机制的影响研究(15JJD630002)。

通讯作者:周建, E-mail: 284934797@qq.com。

制中发挥规范、激励和约束的作用(斯蒂格利茨,曹荣湘,2001)。而当前中国制度环境中最重要的变量之一是:构建国家治理体系。政府治理作为国家治理体系的重要组成部分,不可避免地会涉及政企之间的边界与行动规则问题。那么,摆在研究者面前的问题是:中国企业的公司治理变革如何适应政府治理情境的变化?它们的投资决策行为及其经济后果如何?

事实上,近年来,公司治理与企业投资决策问题的研究,虽然成果颇丰,但已有成果重点关注的是传统的两类代理问题,即股东与经理人之间的第一类代理问题,以及大小股东之间的第二类委托代理问题,而忽视了政企之间的代理问题。政府如何与企业内部人交互作用,进而影响企业投资行为的研究,尚未在现有研究中得到充分重视(Durnev, Fauver, 2009)。而这一问题更进一步的延伸则是:企业董事会治理与投资效率关系问题的研究,没有考虑外部政府治理情境的嵌入性及其影响。在此背景下,本研究从企业自身对政府治理和董事会资本的内生反应入手,剖析政府治理、董事会资本与企业投资效率之间的关系。

2. 理论分析与研究假设

2.1 政府治理与企业董事会资本配置

2.1.1 政府治理与企业董事会社会资本

理论上,政府治理职能的有效发挥可以弥补市场机制存在的缺陷与不足,市场机制和政府治理相结合,才能更好实现社会资源的有效配置。但在现实经济生活中,政府组织并不总是运行良好和富有成效的。根据公共选择理论的观点,政治市场中的政府官员,同经济市场中的个体没有差异,都是具有利己动机的“理性经济人”,而并不是以追求社会福利最大化为目标的“理性公共人”(Mueller, 1989)。由追求个人利益最大化的官员组成的政府机构,自然会把个人偏好带入政府决策及政府行为过程中,从而使得政府运行出现低效率和浪费严重的现象。同时政府也并不总是代表公共利益,政府的政策倾向取决于官员之间,以及利益集团之间的利益冲突和协调。政府政策可能符合社会公共利益,也可能只代表少数人利益。因此,政府对经济活动的干预并不总是会取得预期效果,有时还会妨碍市场机制的正常运行,影响经济发展,带来一系列负面影响。对于企业来讲,当政府治理水平较低时,会引发如下问题:

一是政府治理水平较低,会导致规范市场经济运行的各种正式制度供给不足,并缺乏有效的执行机制。根据已有研究,企业与其他组织之间交易契约的顺利签订和执行,需要清晰可靠的法律保障。市场自身也可以发展一套解决纠纷与惩罚的机制,但这一机制的出现与维持,需要依靠一个社会的政治和司法制度。而政府作为最主要的公共制度供给者,需要为此提供稳定的秩序,并在该交易机制被违背时充当最后的执行机构的角色。地方政府治理水平是地方市场生态环境中的一个关键要素,政府行为在很大程度上影响市场交易机制的正常运行与功能发挥。当地方政府治理水平较低时,难以为市场交易合约的顺利签订与执行提供可靠的保障,从而会增加经济主体之间的交易成本。在此情境下,企业有动

机通过董事会社会网络关系来缓解企业交易成本。

二是政府或者更准确地说,官僚机构及官员对企业利益的侵占,是转型经济国家发展过程中常见的社会现象。由于政府部门及其官员拥有资源分配或自由裁量的权力,这种权力便可能成为政府部门及其官员谋取私利的工具(Shleifer, Vishny, 1994)。在政府治理水平较低的情况下,政府机构及官员为谋取私利,而滥用政府权力的行为出现的可能性更高。政府机构及官员会利用其所掌握的政治权力,通过立法保护、禁止性政策、行业管制、财税政策甚至索取贿赂等方式,来侵占企业利益或特殊照顾“部分”企业。当企业面对政府的侵占或帮扶时,作为一种理性选择,企业会构建社会网络关系来应对政府代理的负面效应(Tan, 2007)。

因此,就公司治理而言,政府治理水平低下将导致企业难以依靠公共制度供给,构建起有效的外部治理机制。而根据 North(1990)和 Scott(1995)的研究,当正式制度缺乏时,非正式制度将会弥补正式制度的缺失,来约束行为主体的行为。那么,当政府难以提供有效的正式制度供给时,非正式制度将会替代正式制度发挥作用。在此情景下,企业的交易行为更多的是关系行为,而不是市场行为。

Xin 和 Pearce(1996)的研究表明,在正式制度缺失的情况下,企业会通过其社会资本来寻求非正式的制度性支持,以降低企业的经营风险和交易成本。Fukuyama(1999)的研究指出,社会资本的经济功能之一是降低交易成本。而中国正处于经济转型的重要时期,传统文化惯性和转型时期的制度环境,都会使中国企业更倾向于通过社会关系网络获取资源和政府支持(Peng, Luo, 2000)。Danis(2010)和 Ismail(2012)的研究均表明,在新兴经济体中,政府所提供的正式制度越不完善,企业越倾向于构建和利用自己的社会资本。而董事会作为企业的边界中介者之一,是企业与外界联系的重要行为主体。如前文所述,一方面,对外部社会而言,董事会是企业的最高管理层和象征,是企业与外部社会联系的纽带;另一方面,对企业内部而言,董事会成员的社会资本也能够为企业所用。因此,在政府治理水平较低的情况下,企业会通过强化董事会社会关系网络的形式,与其他商业组织和政府机构及其官员建立关系,以此获得企业发展所需的资源和政治庇护,降低外部环境不确定性给企业发展带来的风险。基于上述分析,我们提出如下假设:

H1: 政府治理水平越低,企业对董事会社会资本的诉求越强烈。

2.1.2 政府治理与企业董事会人力资本

边燕杰和邱海雄(2000)的研究指出,在经济转型时期,企业需要通过非正式关系渠道来缓解体制间隙和漏洞所引发的问题,因此,企业社会资本的作用会越发重要;而随着市场经济的日渐成熟,企业社会资本的作用会相应减弱。依此类推,在政府治理水平较差的情况下,企业需要通过强化董事会社会资本建设来获得企业发展所需的资源和政治庇护。而随着政府治理的改善,政府能够为市场经济的规范运行提供良好的制度保障;能够为企业与其他组织之间交易契约的顺利签订和执行提供可靠的政治和司法保障,从而有利于市场交易机制的正常运行(陈晓红等, 2012)。

同时,政府治理水平的改善,也有利于提高政府行政效率,规范政府机构及官员的资源分配和自由裁量权的行使,从而有助于减少政府机构及其官员利用行政权力,对企业进行侵害或提供特殊照顾的行为,降低企业所面临的政府代理成本。在此情况下,企业会相

应地减少对社会关系网络的依赖性。在这种情况下,董事会社会资本发挥的作用越来越小,董事会人力资本则会产生越来越大的影响。事实上,进一步来看,董事会是否强化其人力资本配置,取决于制度环境对企业董事会人力资本配置的约束和激励(Bohren, Strom, 2010)。

在政府治理水平较低时,企业可以通过强化董事会社会资本建设来降低交易成本和获取市场收益。在此情况下,即便企业董事会人力资本水平不高,企业仍旧可以通过董事会社会资本获得可观的收益。而在政府治理水平较高的情况下,经济发展的规范化程度越来越高,市场逐渐在资源配置中发挥主导作用,企业通过董事会社会资本获取收益的空间变小。

而外部市场竞争的压力,要求企业董事会提高其决策质量,提升企业的市场竞争力,这就在客观上要求企业必须配置高质量的董事会人力资本,低质量的董事会人力资本将被市场淘汰。那么在此情况下,外在的压力将会迫使企业强化其董事会人力资本配置。同时,在一个规范运作的市场经济环境中,每个企业都会通过各种方式使自己的董事会人力资本由效率较低的状态,转移到效率较高的状态。然而,假若外在的体制环境状态不理想,如个体流动受限、经理人市场的歧视与分割,那么企业优化董事会人力资本配置的成本就会比较高。

而政府治理水平的改善,则有助于上述体制环境的改善,从而能够缓解企业优化董事会人力资本配置的体制性困难。同时,良好的政府治理,能够为市场经济的规范运作提供诸如产权保护、法律保障等良好的制度供给(方军雄, 2007),能够确保董事会人力资本的创造性成果收益的未来预期,从而能够保障和提高董事会人力资本配置的边际收益。那么,在此情况下,企业有动力强化董事会人力资本建设。基于上述分析,我们提出如下假设:

H2: 政府治理水平越高,企业对董事会人力资本的诉求越强烈。

2.2 董事会资本与政府治理的匹配对企业投资效率的影响

权变理论认为企业组织是社会大系统中的一个开放型的子系统,企业组织必须根据其所处的环境,采取相应的组织管理措施,使组织保持对环境的最佳适应(Woodwards et al, 1980)。因而,组织环境是组织形式的重要决定因素。战略管理的任务就是如何让组织更好地与环境相匹配(何铮等, 2006)。而就董事会治理研究来看,企业的董事会资本配置是否适当并有效,可以从该董事会资本配置状况是否实现了企业与其所面对的组织权变因素之间的良好匹配(Fitor Alignment)来衡量。

Hillman 和 Dalziel(2003)在整合代理理论和资源依赖理论的基础上,提出董事会资本概念时指出,董事会资本与董事会治理能力之间存在清晰的关系,但对于董事会资本与外部环境及企业经济后果之间的关系,并未进行深入探究,而是潜在地认为无论在何种情况下,董事会人力资本和社会资本都有助于企业经济后果(本文研究主要聚焦于企业投资效率这一经济指标)的改善。一般来讲,尽管匹配有时可能是偶然或运气的结果,但对处于转型经济背景下的中国企业来讲,政府依然控制着市场资源的微观配置权,从而能够在一定程度上影响企业部门的生产经营活动(赵静,郝颖, 2014)。因而,企业仍然需要根据

外部政府治理情境的变化来调整董事会资本配置,使其成为企业重要而稀缺的组织资源。所以,企业董事会资本配置与政府治理情境密不可分。

而从研究现状来看,关于企业董事会资本与政府治理情境之间的匹配对企业投资效率影响的研究尚不多见。多数研究集中于探析企业社会资本与投资效率或其他经济绩效的关系,如何依赖于政府所提供的制度环境的问题。此类研究尽管与本研究并不直接相关,但其研究逻辑却可以为本研究提供间接证据。具体如下:

从已有相关研究来看,在法律和金融等正式制度不完善的地区,企业的社会资本更有利于提高企业投资效率。辛明磊和高勇强(2014)的研究表明,企业的政治关联等政治性资本有助于企业进行公司债融资,但这种影响会随着地区市场化程度的提高而降低。石军伟和付海燕(2010)的研究表明,在经济欠发达地区,企业更偏向于利用等级制社会资本获取市场权力,但在市场化程度较高的地区,等级制社会资本与企业经营效率显著负相关。陈倩倩和尹义华(2014)的研究证实,制度环境越差,企业越渴望加强其社会资本建设。同时,在制度环境较差的情况下,权力性社会资本对企业价值影响较大,而在制度不断完善的情况下,市场性社会资本的影响越来越大。

从上述经验证据可发现,不同的企业社会资本对企业经济后果(投资效率或经济绩效)的影响存在差异,而两者之间的关系又依赖于制度环境发生变化。我们以陈倩倩和尹以华(2014)的研究为例进行分析,可以得到这样的逻辑:在制度环境较差的情况下,企业在其社会资本配置中强化权力性社会资本,则有利于提升企业价值;在制度环境不断完善的情况下,企业在其社会资本配置中不断强化市场性社会资本,则有利于企业价值的提升。即企业需要根据外在环境变化,有选择地进行其社会资本配置,实现其与制度环境的匹配,从而有利于企业价值提升。

从上述研究逻辑中我们可以得到这样的启示:从本研究主题来看,一个企业如果能够不同的政府治理情境下,有选择地强化董事会资本的不同配置,实现董事会资本与外部政府治理情境之间良好的匹配,将有利于企业董事会发挥其监督控制和资源供给职能,缓解公司代理成本和政府代理成本,获取信息和资源,降低企业所面对的外部环境的不确定性风险,最终提升企业投资效率。

从现有研究来看,当研究涉及两个变量之间的匹配并且以效率指标(如有效性、绩效等)作为测量标准时,才较多地采用中介或调节的方式。而调节/交互的观点较好地反映了一个隐含概念:等效性。“当从不同的最初状态出发,通过不同的方式实现最终状态的相同时,这一状况称之为等效性”(Katz, Kahn, 1978)。根据等效性的观点,不同的董事会资本配置都可能对企业投资效率产生积极影响。企业投资效率不仅依赖于企业董事会资本本身,更依赖于董事会资本配置的有效性。因此,企业在进行董事会资本建构以提升投资效率的过程中,应当具有相当程度的董事会资本配置选择性和灵活性。

基于以上分析,本文将匹配视为两个变量的共同作用,即两个变量的交互作用。也就是说,企业可以有针对性地进行董事会资本配置,而不同的政府治理情境对企业的董事会资本要求不同。鉴于中国当前的转型经济背景下,正式制度虽然日臻完善但依然欠缺,政府依然控制着市场资源的微观配置权,地方政府及其官员的行为,构成了企业外部治理环境的重要组成部分。我们预期在政府治理水平较低的地区,企业强化董事会社会资本配

置,更有利于企业获取相关政策和资源性支持,缓解企业融资约束,增加企业的投资机会,提升企业投资效率。而在政府治理水平较高的地区,政府职能逐渐到位,对微观经济组织的干预性行为相对较少,市场能更好地发挥其对资源配置的基础性作用。而较高的市场化程度和竞争压力要求企业配置较高的人力资本。那么在此情况下,企业强化董事会人力资本建设,更有助于提高企业投资决策质量,提升企业投资效率。基于以上分析,本文提出如下假设:

H3a: 政府治理较好的情况下,企业强化董事会人力资本配置能够改善企业投资效率。

H3b: 政府治理较差的情况下,企业强化董事会社会资本配置能够改善企业投资效率。

3. 数据与模型

3.1 样本选择与数据来源

本文以 2010—2013 年沪深 A 股上市公司为样本。其中,自变量政府治理水平和董事会(社会/人力)资本的观测期间为 2010—2012 年,为了避免可能存在的内生性问题,以及考虑到企业投资决策对外部环境变化和董事会治理变化做出反应的滞后性,本文将企业投资效率指标滞后一期,观测期为 2011—2013 年。

样本经过以下处理程序:(1)考虑到 ST 企业财务处理的特殊性,对此类样本企业进行删除;(2)考虑到金融类和公共事业类企业的特殊性,对此类样本企业进行了删除;(3)对数据严重缺失的样本企业进行了删除。最后,为消除异常值的影响,在进行实证分析前,对主要连续变量在 1%水平上进行了 Winsorize 处理,最后得到 3 年共计 2679 个观测值。

3.2 模型构建

根据理论分析,本文构建了如下 4 个回归模型对假设进行实证检验。具体如下:

模型 1:

$$\begin{aligned} \text{BSC} = & a_0 + a_1\text{GGL} + a_2\text{CONTROLS} + \text{CONTROL_IND} \\ & + \text{CONTROL_YEAR} + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (1)$$

模型 2:

$$\begin{aligned} \text{BHC} = & b_0 + b_1\text{GGL} + b_2\text{CONTROLS} + \text{CONTROL_IND} \\ & + \text{CONTROL_YEAR} + \varepsilon_2 \end{aligned} \quad (2)$$

模型 3:

$$\begin{aligned} \text{INV} = & c_0 + c_1\text{BHC} + c_2\text{GGL} + c_3\text{BHC} \times \text{GGL} + c_4\text{CONTROLS} \\ & + \text{CONTROL_IND} + \text{CONTROL_YEAR} + \varepsilon_1 \end{aligned} \quad (3)$$

模型 4:

$$\begin{aligned} \text{INV} = & d_0 + d_1\text{BSC} + d_2\text{GGL} + d_3\text{BSC} \times \text{GGL} + d_4\text{CONTROLS} \\ & + \text{CONTROL_IND} + \text{CONTROL_YEAR} + \varepsilon_2 \end{aligned} \quad (4)$$

3.3 变量定义

(1)投资效率(absInv)。关于投资效率的衡量, Richardson (2006)通过估算企业正常的资本投资水平,然后用模型残差的绝对值作为企业投资效率的代理变量,以考察公司的投资效率水平。姜付秀等(2009),李焰等(2011),詹雷、王瑶瑶(2013)等用该方法对企业投资行为进行了研究。本文借鉴 Richardson(2006),辛清泉等(2007)的研究构建模型计量企业的投资效率,我们以模型中的残差绝对值(absInv)表示公司投资效率。具体模型如下:

$$\begin{aligned} \text{Inv}_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{Gro}_{t-1} + \beta_2 \text{Lev}_{t-1} + \beta_3 \text{Cfo}_{t-1} + \beta_4 \text{Roa}_{t-1} + \beta_5 \text{Siz}_{t-1} \\ & + \beta_6 \text{Inv}_{t-1} + \beta_7 \text{Age} + \beta_i \text{Ind} + \beta_j \text{Year} + \varepsilon \end{aligned}$$

在模型中, Inv_t 代表企业第 t 年的新增投资。 Gro_{t-1} 为第 $t-1$ 年的主营业务收入增长率,代表企业成长能力。 Lev_{t-1} 为第 $t-1$ 年的资产负债率, Cfo_{t-1} 为第 $t-1$ 年的经营活动现金流。 Roa_{t-1} 为第 $t-1$ 年的资产收益率,代表企业的盈利能力。 Siz_{t-1} 为企业上期资产规模。 Inv_{t-1} 为企业上期新增投资, Age_{t-1} 为企业上市年龄, Ind 代表行业虚拟变量, Year 为年度虚拟变量。我们以模型残差绝对值表示企业投资效率水平,该值越大,则投资效率越低。

(2)政府治理(GGL)。政府治理是指政府部门为了实现对社会资源的有效配置而制定的制度和行为总和。好的政府主要体现为:产权保护良好,公共服务廉洁高效,税负较低,对企业干预较少(La Porta, 1999)。根据上述认知,同时借鉴已有的对于政府治理的研究(如 La Porta, 1999; 陈德球等, 2012; 周建, 许为宾, 2016),我们从《中国分省经营环境指数报告》中选取了政府行政管理、企业经营的法制环境和企业税费负担等三个方面的指标,构建综合测量指标来测度地方政府治理水平。具体方法是:

对各个地区的政府行政管理、企业经营的法制环境和企业税费负担等三方面的指标进行百分位排序,得到各个地区在每个指标中的相对百分位。然后求得各个地区在各指标中的相对百分位值并进行平均,就得到该地区政府治理水平的综合测量值,这个综合测量值在 0 与 1 之间,该数值越小,表示政府治理越好。为了保持该测量指标与企业投资效率经济意义的同向性,我们用 1 减去上述所求得的测量数值,再乘以 10,这样我们便为每个地区赋予一个 0 与 10 之间的政府治理数值,这个数值越大则代表政府治理水平越好。

(3)董事会人力资本(BHC)。本文基于以往研究成果,结合本研究的主题,选取年龄异质性、受教育程度、职业背景、行业经验和团队异质性等五个方面的指标进行综合评价。具体测量方法如表 1 所示。

(4)董事会社会资本(BSC)。目前关于企业社会资本(社会关系)的测量都是基于 Peng 和 Luo(2000)的研究,从企业高管的商业关系和政治关系两个维度进行测量。本研究对企业高管的商业关系的测度主要采用关联董事数量和行业关联情况进行测量。其中,关联董事数量用董事会成员在外兼职(或担任连锁董事)的公司(包括科研机构和事务所合伙人)数量的平均值进行测量。行业关联情况的测度如下:首先,当董事在行业协会中任正职时赋值为 2,任其他职位赋值为 1。然后计算董事会成员在行业关联方面所获得的总分为

表 1

董事会人力资本测度

指标类型	指标名称	测 量 方 式
董事会人力资本	年龄异质性	利用董事会成员年龄之间的标准差系数进行计算：董事会成员年龄的标准差/年龄均值
	受教育程度	以董事会成员学历的算术平均值代表董事会人力资本中的受教育程度
	职业背景	采用董事会中具有法律背景、会计背景或其他专业类型高级职称的董事占全体董事会成员的比例进行测量
	行业经验	采用董事会成员中曾经或现在担任同行业董事或高管的董事占全体董事会成员的比例进行测量
	团队异质性	采用董事会成员专业背景的异质性程度对董事会人力资本的团队异质性进行测度

注：董事会人力资本综合指标的测量方法为，对上述董事会人力资本不同属性指标的原始数据进行标准化处理，构建无量纲化的纯数值，从而有利于不同量级或数量单位的指标进行比较。本研究通过将董事会人力资本中年龄异质性、受教育程度、专业背景、行业经验和团队异质性等五个指标进行标准化后计算算术平均值，得到董事会人力资本综合指标数值。

董事行业关联的最终得分。本文对企业政治关系的测度如下：首先，将董事会成员在政治关联方面的情况分为两类：一类是曾经担任人大代表或政协委员；另一类是曾经担任行政领导。首先，将公司董事现任或曾经担任人大代表或政协委员的得分，分为国家级、省级和其他级别三级，赋值为 3、2、1。其次，公司董事现任或曾经担任行政领导的得分，分为省部级以上、省部级和其他级别三级，赋值为 3、2、1；然后分别计算公司董事在政治性社会资本项目上所获得的总分值。

在上文基础上，本研究对上述董事会社会资本不同属性指标的原始数据进行了标准化处理，构建无量纲化的纯数值，从而有利于不同量级或数量单位的指标进行比较。最后，本文通过将上述各指标分别进行标准化后计算算术平均值，得到董事会社会资本综合指标的数值。

(5)控制变量。参考已有研究，本文的控制变量主要包括：公司规模(SIZE)，采用企业总资产的自然对数进行测量。财务杠杆(LEV)，采用企业资产负债率进行测度。CEO 权力(CEOP)主要用于测度 CEO 对企业的控制程度，该变量是一个综合变量，根据已有研究我们选择 CEO 任期(用 CEO 任职年限测量)、领导权结构(若董事长和总经理两职合一，记为 1，否则为 0)、CEO 所有权(用 CEO 持股比例测量)等三个指标，参考 Haynes 和 Hillman(2010)的处理方式，我们对上述三个指标的测量数据进行标准化处理，然后计算

其算术平均值为 CEO 权力得分。高管持股比例(ESH)采用高层管理者中持股高管的持股比例之和进行测度。机构持股比例(INST)，采用机构投资者持股比例之和进行测度；股权集中度(PFIVES)采用赫芬达尔指数进行测量，取值为公司前五位大股东持股比例的平方和；此外，本文还控制了行业效应(IND)和年度效应(YEAR)，其中，行业类别采用 CSRC 行业分类标准，制造业取 2 位行业代码，其他行业取 1 位。

4. 回归结果与分析

4.1 描述性统计与相关分析

表 2 给出了样本公司在 2010—2013 年主要变量的描述性统计结果。企业投资效率(INV)的最小值为 1.270、最大值为 6.905、平均值为 3.651、标准差为 1.148，这说明不同企业的投资效率存在一定的差异。全样本上市公司所在地区的政府治理水平(GGL)的最小值为 0.555、最大值为 9.666、均值为 5.943、标准差为 1.881，这表明不同地区的政府治理水平存在一定的差异。全体样本上市公司的董事会人力资本(BHC)和社会资本(BSC)最小值分别为-0.835 和-0.985、最大值分别为 2.804 和 1.955、均值分别为 0.679 和 0.959、标准差分别为 0.681 和 0.585，这表明样本企业的董事会社会资本和董事会人力资本两方面均存在较大差异。高管持股(ESH)的平均值和标准差分别为 0.059 和 0.133，这说明上市公司管理者持股比例比较有限，这与于东智和谷立日(2001)、胡铭(2003)的研究结论一致。其余变量的描述性统计结果见表 2。

表 2 主要变量的描述性统计				
变量	最小值	最大值	平均值	标准差
INV	1.270	6.905	3.651	1.148
GGL	0.555	9.666	5.943	1.881
BHC	-0.835	2.804	0.679	0.681
BSC	-0.985	1.955	0.959	0.585
SIZE	19.875	25.521	21.850	1.195
LEV	0.028	0.832	0.423	0.218
CEOP	-2.078	1.872	-0.038	0.062
ESH	0.000	0.630	0.059	0.133
INST	0.000	0.721	0.177	0.172
PFIVES	0.012	0.612	0.178	0.122
SOE	0	1	0.430	0.496

从主要变量的 Pearson 相关系数来看，各变量之间的两两相关系数绝对值均小于 0.4

(最大值为 0.361)，表明各变量之间相互影响的重叠程度不高，初步表明不存在多重共线性问题。因此，适合进行进一步的多元统计回归分析(限于篇幅，未给出 Pearson 相关分析表，欢迎索取)。

4.2 政府治理水平与企业董事会社会资本关系的检验

本文采用最小二乘法(OLS)对模型 1~4 进行检验，其中模型 1 用于验证政府治理水平(GGL)与企业董事会社会资本(BSC)之间的关系，检验结果如表 3 所示。在表 3 中，根据第(1)列的检验结果可知，自变量政府治理水平(GGL)的系数在 1‰的显著性水平上显著为负，估值系数为-0.236。这表明政府治理水平与企业董事会社会资本配置存在负向的

表 3 政府治理水平与董事会社会资本关系

变量	BSC						
	总样本 (1)		固定资产比例 较低样本组(2)		固定资产比例 较高样本组(3)		分组系数 差异(4)
	系数	VIF	系数	VIF	系数	VIF	F 检验
Constant	7.969*** (5.365)	—	5.051** (3.249)	—	7.978*** (4.224)	—	2.596* (p=0.047)
GGL	-0.236*** (-4.031)	1.091	-0.192* (-2.489)	1.095	-0.296*** (-3.514)	1.134	
SIZE	-0.268* (-2.137)	1.979	-0.122 (-0.717)	1.966	-0.422* (-2.164)	2.155	
LEV	2.005*** (4.586)	1.651	3.932*** (5.104)	1.801	3.587*** (4.412)	1.489	
CEOP	0.404+ (1.769)	1.993	0.171 (0.579)	2.268	0.760* (2.070)	1.588	
ESH	-1.010 (-0.950)	2.148	0.151 (0.118)	2.502	-3.297* (-2.030)	1.600	
INST	2.302*** (3.573)	1.083	2.450** (2.922)	1.138	2.160* (2.103)	1.082	
PFIVES	1.692+ (1.816)	1.161	2.202+ (1.817)	1.154	-0.041 (-0.0270)	1.305	
SOE	-1.871*** (-4.301)	1.423	-2.028*** (-5.034)	1.389	-1.787*** (-4.368)	1.463	
IND/YEAR	控制		控制		控制		
F 值	17.045***		14.370***		14.639***		
Adj-R ²	0.263		0.261		0.287		

注：+、*、**、***分别表示相应系数的显著性水平为：p<0.10、p<0.05、p<0.01、p<0.001(双尾)，括号中为 t 值。

相关关系。即政府治理水平越差,企业董事会社会资本配置水平越高。这也在一定程度上反映出,随着政府治理水平的降低,企业对董事会社会资本的诉求更加强烈。检验结果支持了本文的研究假设 1。

为了更清楚地理解政府治理水平对企业董事会社会资本配置的影响,本文进一步进行分样本检验。从已有研究文献来看,面对政府部门及其官员的侵害行为,企业隐匿和转移固定资产比隐匿和转移无形资产更困难。同时,企业固定资产又经常是政府进行课税和摊派的主要标准(聂辉华等,2014)。这也就意味着,固定资产比例比较高的企业对政府治理状况更敏感。在此情况下,固定资产比例不同的企业对董事会社会资本的渴求程度,可能会存在差异。因此,我们根据样本企业固定资产比例(固定资产净值除以总资产)均值,将样本企业分为固定资产比例较高和较低两个样本组进行检验。

表 3 中第(2)列和第(3)列为分组检验结果。我们发现,在固定资产比例较低的样本组,政府治理水平(GGL)的系数在 5%的显著性水平上显著为负,估值系数为-0.192。在固定资产比例较高的样本组,政府治理水平(GGL)的系数在 1%的显著性水平上显著为负,估值系数为-0.296。政府治理水平(GGL)的系数在两个子样本之间的差异为 0.104,进一步的 F 检验发现,政府治理水平(GGL)系数的这一差异在 5%的显著性水平上显著。上述检验结果表明,相对于固定资产比例较低的企业,政府治理水平变化对企业董事会社会资本配置的影响,在固定资产比例较高的企业中更显著。这也反映出固定资产比例较高的企业对政府治理状况的变化更敏感。

4.3 政府治理水平与董事会人力资本关系的检验

表 4 是模型 2 的检验结果,以验证政府治理水平(GGL)与企业董事会人力资本(BHC)之间的关系。在表 4 中,根据第(5)列的检验结果可知,自变量政府治理水平(GGL)的系数在 1%的显著性水平上显著为正,估值系数为 0.247。这表明政府治理水平与企业董事会人力资本配置存在正向的相关关系。即政府治理水平越高,企业董事会社会资本配置水平越高。这也在一定程度上反映出,随着政府治理水平的提高,企业对董事会人力资本的诉求更加强烈。检验结果支持了假设 2。

同上文一样,根据企业固定资产比例均值,将样本企业分为固定资产比例较高和较低两个样本组进行分组检验。表 4 中第(6)、(7)列为分组检验结果。结果表明:在固定资产比例较低的样本组,政府治理水平(GGL)的系数在 5%的显著性水平上显著为正,估值系数为-0.224。在固定资产比例较高的样本组,政府治理水平(GGL)的系数在 1%的显著性水平上显著为正,估值系数为 0.290。政府治理水平(GGL)的系数在两个子样本之间的差异为 0.066,进一步的 F 检验发现,政府治理水平(GGL)系数的这一差异并不具有统计意义上的显著性。