

解读中国企业在不同的政府治理情境下，实现董事会治理有效性和投资决策有效性的内在逻辑。

政府治理、 董事会资本与 企业投资效率 研究

A Research on
Government Governance,
Board Capital and Enterprises'
Investment Efficiency

许为宾 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

资助项目

本书得到贵州大学社科学术出版基金资助（部分资助）

本书为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）阶段性研究成果

本书为国家自然科学基金资助项目（71862006）阶段性研究成果

政府治理、 董事会资本与 企业投资效率 研究

A Research on
Government Governance,
Board Capital and Enterprises'
Investment Efficiency

许为宾——著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

政府治理、董事会资本与企业投资效率研究/许为宾著. —北京: 经济管理出版社, 2018. 12
ISBN 978-7-5096-6172-7

I. ①政… II. ①许… III. ①上市公司—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 294037 号

组稿编辑: 杨雅琳
责任编辑: 杨雅琳
责任印制: 黄章平
责任校对: 董杉珊

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 12.25

字 数: 249 千字

版 次: 2019 年 5 月第 1 版 2019 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-6172-7

定 价: 48.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

序言一

在金华秋实的九月，很高兴看到又一位国内管理学界的青年才俊，也是我指导过的博士研究生——贵州大学管理学院许为宾博士的个人学术专著《政府治理、董事会资本与企业投资效率研究》即将付梓，不禁感慨良多。

中国的经济转型自改革开放以来，一直是全球管理学研究难以离开的一个焦点。有关中国企业管理的研究，不仅逐渐成为全球管理学界的热点关注领域，更是基于中国企业管理实践进行管理理论构建的重要土壤。这样的研究趋势也在逐步推动传统的公司治理研究边界的扩展。单一治理主体的价值创造过程，日益和多治理主体的价值创造相联系，如治理机制之间的相互作用，就被证明是改善企业绩效的重要途径。公司治理主体价值创造的多元化结构和机制，也就进一步成为中国企业，特别是国企改革实践的重要力量。

20世纪90年代中国的国企改革，如果说是以制度安排设计为核心的现代企业制度导入为标志，则其目标不妨抽象为“0到1”的过程。于中国国企而言，就是国营企业（SREs）改制为国有企业（SOEs）的过程。这一过程背后的逻辑推手，则是著名的市场经济制度背景下为特征表现的“两权分离”，即企业的所有权和控制权的分离。中国企业这种“0到1”的制度转型过程，本质上还是体现于治理结构的转化，如曾经广为流传的“老三会”变“新三会”。不过，这种治理结构的转化中，令人印象深刻的，是董事会制度的建设。由于董事会在现代企业制度，或者说独有的法人治理结构中，同时充当代理人和委托人的双重角色，董事会治理通常被称为公司制企业的关键枢纽，或者说在企业决策权力优化配置基础上进行科学决策的“牛鼻子”。抓住了“牛鼻子”，企业的绩效因为决策科学性水平的提高而降低决策风险，从而有助于提高企业在产品市场上的经营绩效。正因如此，国务院国资委前主任李荣融就认为，中国国企改革的核心，本质上就是董事会制度的建设。

不过，中国企业特别是国企完成“0到1”的过程后，发现重要性异乎寻常的董事会治理，却因为委托人的单一特性和产权关系的虚化，导致中国国企董事



会由于股东单一或者国有股长期一股独大而诱致结构和机制几乎同时形式化，逐步开始显现出僵化刻板，甚至成为一种摆设的现象。党的十八大以来提出的国企混改制度设计，本质上是将中国企业特别是国企的现代企业制度的建设过程，从“0到1”推进到“1到多”，即通过基于现代企业制度的制度设计，导入活性更高、更大的其他资本，单一股东变为多股东，真正建设体现代理人和委托人合二为一的董事会治理结构和机制。当前，中国企业的混改在全国各地陆续展开，方兴未艾，值得关注。实际上，董事会制度如此重要的作用，也是吴敬琏教授长期以来倡议的法人治理结构的核心。

聚焦董事会治理及其和企业绩效的关系，从公司治理体系来看，实际上还是在公司治理的内部治理边界内。但是，上述有关中国企业改革和改制的过程，却并不能够完全从公司治理的内部治理视角进行解释、解读和解构。许为宾博士的这部学术专著，正是上述中国企业改制过程中，顺应公司治理研究趋势，聚焦企业董事会的一项有意思的成果。该成果围绕三个关键词，即政府治理、董事会资本以及企业投资效率。从企业价值创造的开放视角看，政府治理应该是公司治理体系中的外部治理范畴，董事会资本则是将董事会治理这一内部治理机制的边界进行了结构化的扩展，对主导科学决策主体董事会的价值创造行为进行了微观刻画。至于企业投资效率，不难理解，属于公司治理中科学决策的结果评价。这样一来，上述三个关键词就构成了涉及整合公司治理内外部治理机制的平面乃至立体问题，而非单一治理主体导向的价值创造机制问题。这样的结构布局对于深化董事会治理，特别是中国制度背景下政府在资源配置中的作用的变化认知，具有显而易见的积极作用。

许为宾博士采用政府治理（Government Governance）而非政府管理这样的提法，是有其深刻含义的。作为现代企业制度核心表现的公司治理，或者法人治理结构制度，其应用范围实际上是所有类型的组织形态。公司治理通过对经济组织决策权优化配置和制衡的制度设计，旨在实现提升经济组织科学决策的水平，最终提升经济组织绩效的目标。因此，相对于组织管理的系统封闭属性，公司治理是用开放系统的组织思想，通过协作机制，认知经济组织面向投入品主体和产品/市场矩阵中客户的资源配置效率和效果。从而，作为影响企业价值创造因素之一的政府和企业的关系，不是简单线性的，而是具有丰富的行为内涵的互动关系。中国独特的转型经济制度环境，折射出中国政府在企业价值创造活动中的独特作用，不容忽视。这样一来，政府治理而非政府管理，就成为公司治理研究领域一个重要的因素。许为宾博士正是敏锐地抓住了政府治理这一新的治理机制，并嵌入公司治理制度框架中发挥着“牛鼻子”作用的董事会治理领域，尝试建立起政府治理、董事会资本和企业投资效率这样一个围绕公司治理内外部治理机

制和科学决策结果评价展开的分析框架，具有比较显著的理论和实践价值。

就具体的中国企业公司治理实践而言，企业嵌入在“权力+市场”的转型制度背景中。中国企业的投资决策面临两方面问题：一方面表现为以政府为主导来推动市场和企业的发展，政府（官员）过多地介入微观经济活动中，企业的投资决策经常面临产权保护、法律及市场环境等制度性困局；另一方面表现为公司内部治理机制不完善，作为公司治理核心机制的董事会制度，在投资决策过程中并没有完全发挥有效的治理作用。这使得企业一方面要改善内部治理，提升董事会投资决策中的治理有效性（内治），另一方面要积极应对外部的政府干预行为（外攘）。由此，所引发的一个科学问题是：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？

至今我都还记得2011年那个炎热夏天，我在贵州大学讲学期间的间歇，当时还是云南大学教师的许为宾和我见面的情景。当时他在硕士阶段的研究积累，特别是他在管理学学术研究方法上的娴熟运用，给我留下了深刻的印象。几番谈话和沟通后，我鼓励他报考2012年我在南开大学的博士招生计划。2012年9月，许为宾以优异的入学成绩入读南开大学中国公司治理研究院和南开大学商学院公司治理专业博士研究生，开始了他对于上述有关政府、董事会和企业投资关系问题的思考和研究历程。2012年至今，他心无旁骛，潜心研究，力求有所作为，有所研究心得。天道酬勤。求学期间，他专注于董事会治理机制在政府和企业投资效率之间关系如何发挥作用的问题，发表了一系列相关论文，并在此基础上鼓作气完成了博士学位毕业论文。毕业后，许为宾博士直接进入贵州大学管理学院任职，随后经过进一步的拓展和深化，最终形成了今天这部学术著作，可喜可贺。

这部学术著作聚焦于作为公司治理核心机制的董事会的资本配置异质性，探索中国地方政府治理状况改变企业董事会资本配置，并进而影响企业投资效率的内在机理。研究结果不仅能够折射出中国宏观制度变迁和政府演进所隐含的治理变化对微观经济主体治理与决策行为的影响，也可以在更一般的意义上，反映地区公共治理与公司治理的差异状况和效率问题。为中国企业理解和建设董事会、提升董事会治理有效性提供新的思路和借鉴。也有助于厘清当前公共治理与公司治理在影响企业投资效率方面的互动关系，以及规范中国上市公司在特定治理结构下的投资决策模式。

由于研究对象的特殊性和数据收集的困难，书中难免有一些不尽如人意的地方。但从总体上来说，许为宾博士这本个人学术专著是我国政府治理与公司治理交叉领域中的探索性成果，也体现了一位中国高校青年教师和学者长期在求学路上求真务实、不浮不躁的心路历程。作为许为宾的博士生导师，感记以上文字，



并以朱熹《观书有感》鞭策为宾：“半亩方塘一鉴开，天光云影共徘徊。为渠哪得清如许，为有源头活水来。”千江有水千江月，万里无云万里天。祝为宾学术之心常在，学术之树长青。

周 建

南开大学商学院

南开大学中国公司治理研究院

2018年9月

序言二

获悉为宾要出版其著作——《政府治理、董事会资本与企业投资效率研究》，非常羡慕。为宾要我在此次出版写序，自忖不够资格写序，不敢接受，但是几经思考仍然写了。主要是感念与为宾在南开大学的同门之谊，同时也希望透过这样的机会一起为中国企业公司治理略尽绵薄之力，唤起各界重视公司治理的作用。爱不揣浅陋贻笑大方。

为宾的著作针对中国上市公司董事会治理做了创新视角的深入探讨，尤其是解读经济下行以来，企业转型过程中企业与政府治理互动下内化的因应和政府治理之间的反应，检视企业董事会治理绩效和企业发展的关联性，并寻求有效的企业董事会治理模型。这是一个创新的研究视角，也是对于当前企业发展极具参考价值的创新研究，尤其经过前沿计量分析的数据，更极具参考价值。

企业公司法人的人格独立性，是各国公司法实践和理论的基础，所谓法人人格独立的意义在于，公司法人是法律赋予拟人化的组织，给予法律上的人格，和自然人一样具有法律行为能力和权利能力，同时也负有法律行为的义务能力。这是公司之所以能存在的法律基础，公司组织的设计也是现代文明的最大发明之一。公司法人具有独立人格，但是无法自己作为，依赖于组织的代理行为而进行法律行为，进而在社会公民中完成公司的价值体现。公司的代理人制度因此产生，对于代理人和公司自身权益的关系治理，牵涉结构的建制和机制的运作，公司法规定了各种公司组织的规则和运作机制，现代公司治理学的大量理论与实践论述，包括各种评价标准和数据的发布也应运而生。公司治理因为近年来多宗治理舞弊案的发生，成为现代高院学校研究的新显学，政府也极度重视企业的治理现状和相关法律的完善与监督机制加强的。董事会是企业运作过程中兼有代理人和委托人双重身份的企业的重要组织，对于企业的长期发展和日常运作占有绝对关键的地位，是企业的灵魂中枢，对于研究董事会治理绩效的论述具有极为重大的意义和实际价值。

中国企业发展历程历经改革开放的四十年，从混沌模糊的“0到1”，现在又



即将转型为“1+N”的发展。作为在大陆生活和学习三十年的台湾人，我参与了这个发展历程，更多地以客观者的视角观察研究了我国企业发展的各种情况，尤其这两年参与了多笔破产重组个案的法律和实际作业，审慎理解企业发展的困难与瓶颈，虽然各种因素牵扯着企业发展的各种可能，但是最主要的还是企业董事会运作的效益，这是直接导致企业是否走向破产的主要关键因素。

我和为宾等四位同门同时参加博士论文开题，而他是第一个毕业的，毕业后他到了贵州大学授课，现在学校为他出版论文著作，这是值得庆贺的事情，更是我们同门的最大荣耀，祝为宾学术之路越走越宽。

游志郎

台湾理慈科技法律事务所 高级顾问

台湾中华香道协会 理事长

台湾高点电视台 高级顾问

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究问题的提出	2
一、研究背景	2
二、研究问题	8
第二节 研究内容与研究方法	9
一、研究内容	9
二、研究方法	11
第三节 技术路线与结构安排	13
一、技术路线	13
二、结构安排	14
第四节 研究意义与创新之处	16
一、研究意义	16
二、创新之处	18
第二章 文献回顾与研究述评	21
第一节 政府治理相关研究	21
一、政府与企业的互动：经济学看待政府视角的转变	21
二、政府治理的基础理论及中国的逻辑	23
三、政府干预与企业投资：动因、路径与结果	29
第二节 董事会资本相关研究	39
一、董事会资本的理论基础	39
二、董事会资本与企业投资：经验证据	42
第三节 投资效率相关研究	45
一、信息不对称视角下的企业投资研究	45



二、委托—代理视角下的企业投资研究	47
三、行为金融学视角的企业投资研究	48
四、政府干预视角的企业投资研究	50
第四节 研究述评	53
第三章 理论分析与研究模型	57
第一节 核心概念的界定与测量	57
一、政府治理的概念理解与测量	57
二、董事会资本的概念理解与测量	65
三、企业投资效率的概念理解与测量	74
第二节 理论模型构建	75
一、政府治理与企业董事会资本配置的关系	76
二、董事会资本与企业投资效率	79
三、政府治理与董事会资本在影响企业投资效率方面的关系	81
四、本书的研究模型	83
第四章 政府治理对企业董事会资本配置的影响	84
第一节 研究假设	84
一、政府治理与企业董事会资本配置	85
二、产权性质的影响	87
第二节 数据与模型	89
一、样本选择与数据来源	89
二、变量设计	90
三、模型构建	91
第三节 实证检验结果与分析	92
一、描述性统计与相关分析	92
二、回归结果与分析	94
三、稳健性检验	102
第五章 董事会资本影响企业投资效率的机制	107
第一节 理论分析与研究假设	107
一、董事会治理职能的理解	108
二、董事会资本影响企业投资效率的监督效应	109
三、董事会资本影响企业投资效率的资源效应	110

第二节 数据与模型	112
一、样本选择与数据来源	112
二、变量设计	113
三、模型构建	115
第三节 实证检验结果与分析	116
一、描述性统计与相关分析	116
二、回归结果与分析	118
三、稳健性检验	124
第六章 政府治理与董事会资本在影响企业投资效率方面的关系	126
第一节 政府治理与企业投资效率：董事会资本的中介效应	126
一、研究假设	126
二、数据与模型	129
三、实证检验结果与分析	131
第二节 董事会资本与政府治理的匹配对企业投资效率的影响	141
一、研究假设	141
二、数据与模型	143
三、实证检验结果与分析	146
第七章 研究结论与建议	151
第一节 主要研究结论	151
一、政府治理与董事会资本配置的关系	151
二、董事会资本影响企业投资效率的机制	152
三、政府治理与董事会资本在影响企业投资效率方面的关系	152
第二节 对策建议	153
一、对政府治理的建议	153
二、对企业董事会治理的建议	154
第三节 研究局限性及未来展望	155
一、政府治理的测量及进一步拓展	155
二、董事会资本概念的理解与测量问题	155
参考文献	157
后 记	180

第一章 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。在中国“权力+市场”的转型体制中（魏下海等，2015），中国企业的投资决策面临两方面问题：一方面表现为以政府为主导来推动市场和企业的发展，政府（官员）过多地介入微观经济活动中，企业的投资决策经常面临产权保护、法律及市场环境等制度性困局。另一方面表现为公司内部治理机制不完善，作为公司治理核心机制的董事会，在投资决策过程中并没有完全发挥有效的治理作用。这使得企业一方面要改善内部治理，提升董事会在投资决策中的治理有效性（内治），另一方面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制中发挥规范、激励和约束的作用（斯蒂格利茨、曹荣湘，2001）。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？

因而，在此背景下，探析政府治理、企业董事会资本配置与投资效率关系的问题，不仅能够折射出中国宏观制度变迁和政府演进所隐含的治理变化，对微观经济主体治理与决策行为的影响。也可以在更一般的意义上，反映地区公共治理与公司治理的差异状况和效率问题。更进一步来说，在公司治理框架内，阐释、甄别和探究影响企业投资决策有效性背后的公司内部治理机制，以及其与外部环境治理之间的关系，不仅是当前公司治理研究领域的迫切问题，而且对于提高中国上市公司投资决策的有效性，提升企业投资效率，助力宏观经济发展具有重要的理论和政策意义。



第一节 研究问题的提出

一、研究背景

企业投资决策及其形成的经济结果，不仅受剩余索取权和资产经济属性的影响，而且内生于公司治理环境和治理机制（陈德球等，2012）。企业投资效率是外部治理环境与内部治理机制交互作用的结果。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）。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路径。下文将从理论与现实背景两方面就该问题作更进一步的论述。

（一）理论背景

董事会治理与企业投资效率之间的关系问题，一直是备受管理学界关注的重要研究问题。从以往研究来看，关于企业董事会治理与投资效率关系的研究成果很多。这些研究成果从理论上揭示了董事会治理影响企业投资行为及其经济后果的作用机制，在实践上也推动了上市公司董事会治理变革 [如《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和证监会相关法律，明确了对上市公司董事会独立性的要求等]。但令人遗憾的是，无论是在欧美等成熟市场国家，还是在中国等新兴经济国家，关于董事会治理与企业投资行为之间的经验证据都是混合的，甚至是相互冲突的（Maere et al., 2014）。什么样的董事会最好，什么样的人担任董事，治理效果更明显，企业的投资效率更高？这些看似简单的问题其实并没有得到有效解答。

从现有文献来看，以往研究多是根据外在易见的董事会结构性特征变量（如董事会规模、独立董事比例、领导权结构等）来研究董事会的治理作用（Pugliese et al., 2009），并以此为企业投资效率的前导性因素进行实证检验。上述数量性的结构特征变量，并不能很好地反映董事会成员的实际工作能力和工作有效性。为什么公司之间具有相同或相似结构特征的董事会，其投资行为及其经济后果却迥然不同？为什么许多投资决策频频失误、投资效率低下的公司却有一个结构配置



良好、运行管理规范的董事会？这些问题都很难通过对董事会数量性的结构特征变量的检验获得答案（马连福、冯慧群，2014）。董事会结构性特征视角研究的局限性，是当前关于董事会治理与企业投资效率关系研究，未能得出有效性结论的重要原因之一。

另一个比较突出的原因是，由于现代主流的董事会治理与企业投资决策研究，采用了形式主义研究范式。这一范式主要表现为“零嵌入性”和“普遍主义”情结，即忽视了社会文化、法律机制、政治和权力干预以及对竞争优势的追求等因素所导致的具体公司治理情境的影响（李心合，2004）。把董事会视为一个完全独立而理性的决策行为主体，将文化、制度、组织惯性等基本因素游离于董事会治理之外。并试图通过复杂的推理和经济计量技术对相关特征变量进行检验，来获取最佳董事会治理模式，以此为突破点来解决董事会治理与企业投资效率之间的关系问题。

近年来，随着研究积累和认识加深，人们意识到在公司治理领域中，并不存在适用于一切情况（One Size to All）的最佳治理模式（Bhagat et al., 2008）。因此，学术研究焦点开始转向企业如何根据其所根植的治理环境选择有效的治理机制上（Aguilera et al., 2008）。这种选择行为既受到企业内部制度安排的影响，也依赖于企业所处的外部制度环境（Filatotchev, Allcock, 2010）。具体到董事会治理与企业投资效率问题，则表现为两者之间的关系对制度环境的依赖性。

根据新制度主义的战略管理观点：受制度环境因素的影响，企业决策主体对企业战略决策行为的作用非常有限。投资效率作为企业投资决策的直接经济反映，不仅会受到作为企业战略决策主体的董事会的影响，也会受到外在制度环境的制约。事实上，国内外多项研究已注意到制度安排对投资效率的影响（Claessens, Laeven, 2003；郝颖等，2014）。近年来，法与金融方面一系列研究成果的出现，也彰显出从制度安排视角出发进行研究的重要性（La Porta et al., 2001）。但令人遗憾的是，将制度环境、董事会治理与企业投资效率纳入同一框架进行研究的文献尚不多见，即使有所涉及也限于主题而未能深入。

因此，重新审视和理解董事会治理与企业投资效率之间的关系，需要从两个方面进行突破。一是超越数量性结构特征的边界，重新挖掘能够反映董事会特质的相关因素变量；二是突破“零嵌入性”情结，将制度环境因素的嵌入性及其影响路径，纳入董事会治理与企业投资效率关系研究框架中进行综合分析。

在第一个方面，根据现有文献，董事会治理研究正在逐步实现从结构特征视角到行为能力视角的转变（Krause et al., 2014）。目前，此方面的研究已经推进到了以技能、经验、社会关系网络以及信息和知识获取能力为主要内容的董事会

资本的层面上（周建等，2010）。董事会资本概念由 Hillman 和 Dalziel（2003）在整合代理理论和资源依赖理论相关知识的基础上提出，该研究认为，董事会资本包括人力资本和社会资本。其中，人力资本是指董事会成员知识、技能和经验的有机组合；董事会社会资本则是董事会成员通过社会网络关系为企业提供资源性支持的能力集合（Chen，2014）。董事会资本是董事会有效发挥其监督职能和资源供给职能的重要保障，能够反映出董事会能力的特质性差异（Haynes，Hillman，2010）。

该方面的研究日益受到西方学者的重视，在 EBSCO 等主要文献数据库中，以“Board Capital”“Board Capability”“Director Capability”“Director Human Capital”“Director Social Capital”等为关键词进行检索，可以发现该方面的研究文献和引文数量逐年增多，且研究成果大多发表于 AMJ、AMR、ASQ、SMJ 等国际权威管理学学术期刊上。这一方面反映出金融危机后管理学界对于董事会治理功能的关注，另一方面也指出了董事会治理研究的未来发展方向。近年来国内关于董事会资本的研究也逐渐增多。在中国知网（CNKI）数据库中，以“董事会资本”为关键词进行学术趋势检索发现，自 2011 年起，关于董事会资本的学术关注度呈逐年上升趋势（见图 1-1），说明中国情境下的董事会资本问题已经引起了学术界的重视。

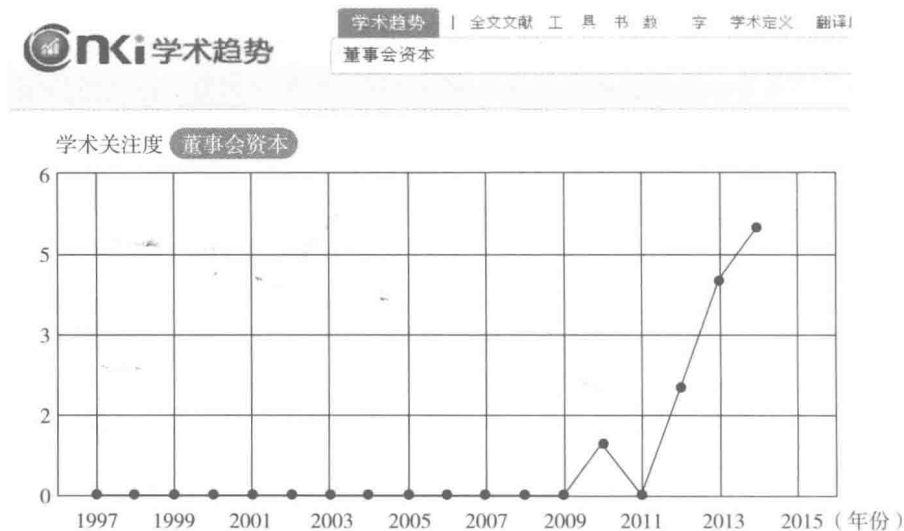


图 1-1 董事会资本学术关注度

资料来源：以“董事会资本”为关键词在 CNKI 学术趋势进行检索的结果。



从现有关于董事会资本的研究来看，尽管该主题的研究已经取得了一定的研究进展，但现有文献主要集中于对董事会资本概念内涵的认识，以及董事会资本对企业发展带来了哪些正面或负面的影响。对于企业如何进行董事会资本配置，以及企业拥有一定的董事会资本之后的内生反应，即董事会资本如何影响企业决策行为尚未进行深入探讨，也缺乏相应的经验证据。因而也就难以深入理解董事会资本对企业决策行为及其经济后果的影响，并对其做出客观的评价。相对于董事会结构性因素，董事会资本在反映董事会特质方面的优越性，使其能够为我们进行董事会治理与企业投资效率关系的研究，提供新的有效研究视角。因此，超越董事会结构特征的边界，从董事会资本视角出发研究中国企业投资效率问题。探析董事会资本如何影响企业投资效率，以及具体影响这一重要经济后果的路径。既能为董事会资本研究进行有益的拓展，也能够为重新理解董事会治理与企业投资效率之间的关系带来新知识。

在第二个方面，制度环境对投资效率的重要性已经被广泛认可（Bekaert et al., 2005）。近年来，随着研究认识加深，对该主题的研究已经推进到分析公共治理与治理结构、公司行为之间关系的层面上（陈德球、陈运森，2013）。但从现有文献来看，已有研究更多的是从宏观层面上关注制度对投资的影响作用，分析制度与微观经济组织投资决策的研究依然较少，相关经验证据也缺乏深入性。另外，法与金融的一系列文献主要集中于分析法律机制等如何影响企业行为，但对于法律机制背后的政府治理问题缺乏足够的重视（陈德球等，2012）。

事实上，从本质上来看，当前主流研究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代理问题，而忽视了政企之间的代理问题。Stulz（2005）在对经济转型国家的制度特征进行分析后，提出了由政府（官员）、公司内部人与投资者构成的双重代理模型。其中，“第一重代理问题是公司内部人利用公司资源谋取私人利益，即公司内部人与投资者之间的代理问题。第二重代理问题是政府及其官员利用政治权力，通过侵占或帮扶企业来谋取利益，即企业存在着政府（官员）和公司所有投资者之间的代理问题”（Stulz，2005）。第二重代理问题会影响到企业内部的董事会治理行为与投资决策行为。

“制度通过组织发挥对经济主体的作用，制度的变迁和组织的演进隐含了治理的变化程度”，与公共治理环境关系最紧密的组织是（地方）政府（陈德球、李思飞，2012）。已有研究表明，公共制度的供给与执行有效性会因政府治理差异而有所不同。政府作为公共制度的主要供给者和执行者，其治理行为及质量直接影响整个制度环境的优劣（李稻葵，2002）。政府通过公共层面的制度设计与安排，影响企业资源配置。在此影响下，企业的治理行为、投资决策及其经济后