

政治关系、社会资本与公司投资效率

——基于投资—现金流敏感度视角的分析

陈晓芸^{1,2}, 吴超鹏¹

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005 2. 集美大学 工商管理学院, 福建 厦门 361000)

[摘要]从高管的政治关系和地区社会资本视角出发,研究了非正式制度对公司投资效率的影响,结果发现,政治关系和社会资本不仅会缓解信息不对称导致的投资不足问题,而且抑制了内部人对现金流滥用导致的过度投资行为。进一步的研究还发现,我国上市公司普遍存在过度投资行为,政治关系和社会资本改善了投资效率,提高了公司价值。综合研究结果,可以认为,在法律和金融等正式制度较不完善的中国,政治关系和社会资本这些非正式制度可以起到替代作用,帮助企业提高投资效率,进而促进企业的扩张和价值的提升。

[关键词] 政治关系; 社会资本; 投资效率; 投资不足; 过度投资

[中图分类号] F832

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2013)06-0091-11

Political Connections, Social Capital and Investment Efficiency

---Based on Investment-Cash Flow Sensitivity

CHEN Xiao-yun^{1,2}, WU Chao-peng¹

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005;

2. School of Business, Jimei University, Xiamen 361000, China)

Abstract: From political connections and social capital perspective, this paper studies the impact of non-formal institutions on investment efficiency of listed companies in China. The results show that political connections and social capital alleviate underinvestment problem arising from information asymmetries. The authors also find that political connections and social capital mitigate the over-investment. In addition, overinvestment is more dominated distortion. There is a positive relation between political connection and firm value. In high-social capital areas, Tobin's Q of local firms is higher. This paper illuminates informal institutions, such as political connections and social capital, can be alternative mechanism of under-developed financial markets and poor investor protection in China and help add value to firms, i.e., increasing investment efficiency.

Key Words: political connection; social capital; investment efficiency; underinvestment; overinvestment

一、引言

2009年诺贝尔经济学奖得主 Williamson(2000)在其著名的社会分析四层次模型中指出,高层次的非正式制度会对较低层次的企业经济活动(包括投

资行为)产生了重要影响^[1]。Allen等(2005, 2009)也提出,在法律和金融体系均不完善的中国和印度,建立在信任和关系基础上的非正式制度支持了企业的快速发展^[2-3]。那么,非正式制度能否提高企业的投资

[收稿日期] 2013-05-12

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71002042, 71272082);福建省自然科学基金项目(2010J05152)

[作者简介] 陈晓芸(1977-),女,江西丰城人,厦门大学管理学院博士研究生,集美大学工商管理学院教师,研究方向是公司财务与证券投资;吴超鹏(1979-),男,福建漳州人,厦门大学管理学院副教授,管理学博士,研究方向是公司财务与证券投资。

效率,进而促进企业的扩张和价值的提升。对于这一重要问题,Allen等没有予以论证,其他人的研究也鲜有涉及。鉴于此,本文基于信息不对称、代理成本和社会资本理论,结合我国的制度背景构建了4个研究假设,并选取我国2004~2011年间10156家上市公司为研究样本,从投资—现金流敏感度视角考察了高管的政治关系、地区社会资本对投资效率和公司价值的影响。

我们认为选择政治关系和社会资本两个维度可以较为全面地反映我国企业面临的非正式制度^①,而且能够直接显示Allen等^[2]所指出的中国企业的关系和信任度。第一,政治关系是企业关系网络中非常重要的方面^[4]。企业与政府的关系同时会影响企业与银行的关系^[5-6],以及企业与供应商、客户的关系^[7]。第二,Putnam(1993)^[8]、Guiso等(2008)^[9]等研究均认同,社会资本较高地方的主要特征就是人们之间的互信度较高。信任作为度量社会资本的一项重要指标,在经济学研究中已得到广泛应用^[10-12]。

有别于前人的研究,本文的创新主要体现在两个方面。第一,拓展了非正式制度与公司财务行为的研究领域。目前的研究主要集中于探讨政治关系对融资行为(Fan等,2008^[5];Claessens等,2008^[7])、投资机会(胡旭阳,2006^[13];罗党论和刘晓龙,2009^[14];Xu等,2011^[15])、公司绩效(Faccio,2006^[16];吴文峰等,2008^[17])等方面的影响,还有少量文献探讨了社会资本对企业对外股权投资(潘越等,2009)和研发投入(Ang等,2011^[18])的影响。但是,单独地讨论高管的政治关系或者地区社会资本只能反映我国企业所面临的非正式制度的某一个维度。本文弥补了此方面的缺陷,并且将社会资本引入公司投资效率的研究中,填补了学术界在该研究领域的空白。第二,从投资效率视角探讨非正式制度影响公司价值的内在机理。不同于以往文献单纯地研究政治关系对公司价值的影响(王庆文和吴世农,2008;吴文峰等,2008^[17]),本文依据“非正式制度→公司财务行为→公司绩效”的研究范式,从投资效率视角讨论了政治关系和社会资本影响公司价值的路径和内在机理。

二、理论分析和研究假设

(一)投资—现金流敏感度分析:投资不足和过度投资

影响投资效率最重要的因素是信息不对称和代理问题^[19],它们增加了公司的对外融资成本^[20],导致投资对内部现金流存在较强的依赖,即投资与现金流的高敏感性^[21]实质上反映了融资约束下的投资不足和过度投资问题。Myers和Majluf(1984)^[22]指出,公司内部人与外部投资者之间的信息不对称增加了

好公司的外部融资成本。此时,追求股东利益最大化的公司高管不愿通过对外融资来满足投资需求,导致投资不足。Jensen(1986)^[23]则指出,代理问题^②导致公司对外融资成本上升。此时,当公司内部现金流增加时,内部人为谋取私利,将会增加投资,甚至于投资一些净现值小于零的项目,造成过度投资。

(二)政治关系、社会资本与投资不足

首先,高管的政治关系能否缓解信息不对称导致的投资不足问题?

一方面,政治关系会减少公司内、外部之间的信息不对称^[24]。这是因为,高管的政治关系使企业与政府部门的沟通、协调更加便利,高管通过参政议政可以与各级政府官员维系良好的关系,保持便捷的沟通^[13]。第二,高管的政治身份会发挥传递信号、降低信息不对称程度的作用。政治关系是一种重要的声誉机制^[25],来自历史较长的企业的高管更可能成为各级人大代表或政协委员^[26],而企业的存续时间越长,外部对企业的了解相对就越多,其声誉价值也较存续时间短的企业更高^[27]。在这种情况下,高管的政治身份具备了传递信号的功能。

另一方面,政治关系会增加公司内、外部之间的信息不对称程度。Chaney等(2011)发现,与无政治关系的公司相比较,有政治关系公司的盈余信息质量较差,这是因为对于具有政治背景的公司而言,信息披露质量较低对其产生的消极影响很小^[28]。基于此,在拥有政治关系的公司中,较低的盈余信息质量加大了公司内、外部之间的信息不对称程度^[6]。

以上两种机制的综合影响有三种可能:(1)政治关系降低了信息不对称程度,缓解了投资不足问题;(2)政治关系会增加信息不对称程度,加剧投资不足问题;(3)政治关系不影响信息不对称程度和投资不足问题。综上分析,我们分别提出假设1a、1b和1c。

假设1a:高管的政治关系有助于缓解内部现金流短缺公司的投资不足问题。

假设1b:高管的政治关系会加剧内部现金流短缺公司的投资不足问题。

假设1c:高管的政治关系对内部现金流短缺带来的公司投资不足问题不会产生影响。

其次,地区社会资本是否会影响当地公司内部人与外部投资者之间的信息不对称?

从信息收集成本的角度来看,在社会资本较高的地区,当地社团组织较为发达,社会关系网络更为广泛^[8],人们之间、组织之间的信息沟通渠道更为通畅。从信息量的角度出发,根据Granovetter(1973)的“弱关系”假说,基于朋友和亲戚等熟人的关系网络获得的信息重复性较高,而基于高社会资本水平的

社会网络获得的信息重复度较低^[29]。所以,在社会资本较高的地区,由于社会网络的广泛分布,企业与外部投资者之间信息交流也更为广泛,这有助于降低企业内、外部之间的信息不对称程度,使投资不足问题得到缓解。由此,我们提出假设 2。

假设 2:与社会资本较低地区的公司相比较,社会资本较高地区的公司投资不足问题得到缓解。

(三)政治关系、社会资本与过度投资

第一,高管的政治关系对抑制公司过度投资行为同时存在正面和负面影响。

一方面,政治关系帮助公司获得更多且收益更高的投资机会^[7],降低了将现金流投向 NPV 小于 0 投资项目的可能,减少了过度投资。处于转轨经济的中国,各级政府影响甚至主导着商业资源的分配^[5],良好的政企关系有助于企业更为便利地获取投资所需的各种政策资源,可谓“关系是企业的第一生产力”^[4]。对于整体利润率较高的行业,其行业准入大多受到各级政府审批的限制,高管的政治关系降低了这些受管制行业的进入壁垒。胡旭阳(2006)以万向集团为例,证实其实际控制人鲁冠球的政治身份帮助企业成功进入了受政府高度管制的金融业^[13]。罗党论和刘晓龙(2009)^[14]也发现,民营企业的政治关系越强,就越容易进入高管制性壁垒的行业,而且这些进入管制性行业的新增投资产生了较高的收益^[14]。

另一方面,政治关系会降低公司内、外部的治理水平,削弱公司治理机制对内部人的监督,从而加剧了内部人对自由现金流滥用导致的过度投资问题。从外部治理角度来说,政治关系降低了投资者法律保护的执行力度。我国法律法规的执行力度是具有差别化的,当政治关联公司的内部人发生机会主义行为时,市场监管制度可能被推迟执行,甚至没有真正执行^[30-31]。从内部治理角度来说,CEO 有政治关系的公司董事会中具备经营阅历和专业背景的董事更少^[32],公司盈余信息质量也较低^[28]。

以上正、反两方面的综合影响会导致三种可能:(1)如果正面影响大于负面影响,则政治关系会抑制过度投资;(2)如果正面影响小于负面影响,则政治关系会加剧过度投资;(3)如果正面、负面影响相互抵消,则政治关系对过度投资行为不产生影响。由此,我们分别提出假设 3a、3b 和 3c。

假设 3a:高管的政治关系会抑制公司内部人对现金流滥用的过度投资行为。

假设 3b:高管的政治关系会加剧公司内部人对现金流滥用的过度投资行为。

假设 3c:高管的政治关系不会影响公司内部人

对现金流滥用的过度投资行为。

第二,社会资本是否会对当地公司内部人滥用现金流的过度投资行为产生影响?

过度投资行为源于公司高管、大股东对中小股东受托责任的缺失。社会资本的主要构成要素——社会互信能显著缓解代理问题^[9],它通过以下两个机制提高人们的诚信度:(1)社会道德对人们不守信行为的内在约束;(2)社会舆论对人们不守信行为的外部惩罚^[33]。在 20 世纪初,各国的法律体系远没有今日健全,政府也缺乏对市场的有效监管,但当时股票市场仍然能正常运转。Mayer(2008)指出,社会资本是维系当时资本市场有效运转的重要原因^[34]。进一步地,Guiso 等(2008)跨国研究也发现,在社会资本较高的地区,人们对股票等高风险资产的投资意愿也相对更高,因为被上市公司和券商欺骗的可能性较低^[9]。此外,较高的社会资本能够降低信息收集成本,并提高信息质量^[8,29],因而增加了外部投资者对内部人实施有效监督的可能性。据此,我们可以推测,地区社会资本的提髙有助于减少当地公司内部人的道德风险和机会主义行为,进而抑制公司的过度投资行为,由此提出了假设 4。

假设 4:与社会资本较低地区的公司相比较,社会资本较高地区公司的过度投资行为得到抑制。

三、研究设计

(一)研究样本与数据来源

本文选择 2004~2011 年在深沪两市上市的 A 股公司作为研究样本。在样本选择时本文剔除了如下类型的企业:(1)金融保险类公司;(2)ST、PT 公司以及财务数据异常的公司;(3)相关数据缺失的公司。最后,共得到 10 156 个观测值。本文中各省社会资本数据来自张维迎和柯荣住(2002)^[11]对中国企业家跨省调查的分析结果,公司政治关系数据来源于对上市公司年报披露的高管简历的手工整理,省际控制变量数据来源于樊纲、王小鲁和朱恒鹏(2011)编制的《中国市场化指数》一书^[35],其余数据来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。

(二)检验模型及相关变量说明

为检验本文提出的理论假设,本文构造了如下回归模型:

$$\text{Inv}_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{CF}_{it} + \beta_3 \text{pcdum}_{it} + \beta_4 \text{pcdum}_{it} \times \text{CF}_{it} + \beta_5 \text{social capital}_{it} + \beta_6 \text{social capital}_{it} \times \text{CF}_{it} + \beta_7 \text{province_controls}_{it-1} + \beta_8 \text{firm_controls}_{it-1} + \text{yeardummy} + \text{industrydummy} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

为减少内生性问题,所有的省际制度变量和公司层面控制变量都滞后一期。

1.被解释变量的度量。

(1)公司投资。借鉴经典文献 Rajan 和 Zingales

(1998)、Malmendier 和 Tate(2005)^[36]的界定,投资 Inv_{it} 有两种度量方法。(1) Inv_1 基于权责发生制原则和资产负债表信息度量公司 i 在第 t 年的新增投资支出,等于 I_{it} 除以长期资产总额 K_{it-1} ,其中 I_{it} 为长期资产在第 t 年的净增加值,长期资产总额 K_{it-1} 等于第 t 年初长期股权投资、固定资产、在建工程、工程物质和无形资产五项之和。(2) Inv_2 基于现金收付制原则和现金流量表信息度量公司的新增投资支出,等于 CFI_{it} 除以长期资产总额 K_{it-1} ,其中 CFI_{it} 为投资活动的现金流中购置固定资产、无形资产及权益性投资所支付的现金之和减去处置固定资产、无形资产和权益性投资收回的现金。

(2)公司现金流。公司现金流 CF_{it} 等于 C_{it}/K_{it-1} ,即第 t 年的经营性现金流量净额 C_{it} 除以第 t 年年初的长期资产总额 K_{it-1} ,估计系数 β_2 就是投资—现金流敏感度。

2.解释变量的度量。首先,考虑到本文研究的是公司投资行为,因此将各省社会资本采用各省企业守信程度予以度量。各省企业的守信程度变量来自于张维迎和柯荣住^[11]对中国企业家的跨省调查分析。^③其次,公司政治关系的度量借鉴 Faccio^[16]、吴文峰等^[17]的研究,将政治关系 $PcDum$ 界定为哑变量,如果公司 i 董事长或总经理曾经在各级政府部门任职,或者曾任或现任人大代表、政协委员,则认定该公司具有政治关系,取值为 1,否则为 0。为了增加对政治关系考量的合理性,我们将 pc_govn 和 pc_comm 作为对公司政治关系度量的替代指标。如果公司董事长或总经理曾在各级政府部门任职,则政府背景 pc_govn 取值为 1,否则为 0。如果公司 i 董事长或总经理在上一年度为现任的各级人大代表或政协委员,则参政议政背景 pc_comm 取值为 1,否则为 0。

3.控制变量的度量。

(1)各省制度变量的定义与计算。社会资本地区间的差异可能同时反映了各地金融发展的差异,如果不对各地区的金融发展水平因素加以控制,那么可能得出伪相关结果。此外,公司的投资行为也会受到除社会资本之外的其他制度变量的影响。因此,我们要控制省际制度变量对公司投资行为的影响。省际制度变量原始数据来源于樊纲、王小鲁和朱恒鹏《中国市场化指数》^[35]一书。本文选取政府与市场关系指数衡量政府行政干预的弱化程度,以要素市场发展中金市场化指数度量各省金融发展水平,以市场中介组织发育和法律制度环境指数反映各省的法律保护力度。以上三个省际制度变量均为哑变量,若上市公司所在省份的当年得分高于全国得分的中

位数,取值为 1,否则为 0。

(2)公司层面研究变量的定义与计算。本文选取了多个与投资行为相关的公司层面的控制变量,主要为公司治理变量和财务指标^[15]。治理变量包括公司产权性质(是否民营控股)、董事长和总经理是否两职分离,两个治理变量均为哑变量。财务指标方面,我们分别以公司总资产的自然对数、近三年营业收入的平均增长率、公司已注册成立时间、期初货币资金和短期投资之和除以期初长期资产总额、期初营业收入与期初长期资产总额的比值分别度量公司规模、投资机会、公司经营年限、现金储备、营业收入。同时,本文还控制了年份和行业对公司投资行为的影响。

四、实证结果与分析

(一) 相关系数分析

根据表 1 可知,公司投资 Inv_1 和 Inv_2 之间的相关系数为 0.36。尽管这两个指标高度相关,但它们度量的重点和内容有所不同, Inv_1 基于资产负债表信息度量企业的新增长期资产, Inv_2 则基于现金流量表信息考察企业长期资产的新增投资情况。因此,实证研究中同时采用这两个度量指标,以提高实证结果的稳健性。公司投资 Inv_1 、 Inv_2 和现金流 CF 之间相关系数均高度显著为正,这意味着存在公司投资和现金流的高敏感性。

表 1 被解释变量的相关系数表

变量名	相关系数	投资 Inv_1	投资 Inv_2	现金流 CF
投资 Inv_1		1		
投资 Inv_2	0.36 (0.00)		1	
现金流 CF	0.16 (0.00)	0.21 (0.00)		1

(二) 回归结果分析

1.政治关系、社会资本对投资不足影响的分组回归分析。Hubbard(1998)认为,与固定资产投资相比较,企业的无形资产投资更容易产生信息不对称问题,而与无形资产投资相比较,企业的固定资产投资更容易产生过度投资问题^[37]。基于此,我们以无形资产投资与固定资产投资的比值度量公司面临的信息不对称程度^[37]。如果某一公司该比值高于全部样本公司的中值,则为信息不对称较高的公司,反之就界定为信息不对称较低的公司。我们分别以两个子样本的数据对模型 1 进行回归估计,检验结果列于表 2。为提高实证结果的稳健性,我们改变了被解释变量中投资和解释变量中公司政治关系的度量标准,重新对模型 1 进行回归分析,估计结果报告于表 3。

表 2 中(1)~(3)列表明,在信息不对称较高的公

司,投资—现金流的敏感度显著为正且更强,高管的政治关系和现金流交乘项的系数均显著为负,公司所在地区社会资本与现金流交乘项的系数也显著为负。表2中(4)~(6)列则显示,在信息不对称较低的公司,上述两个交乘项的系数均与零无显著差异。这

些结果意味着,高管的政治关系和地区社会资本能够降低公司内、外部之间的信息不对称程度,进而缓解融资约束下的投资不足问题。表3的结果显示,稳健性检验没有改变我们的基本研究结论,同样支持假设1a和假设2。

表2 信息不对称程度高、低的分组检验

因变量	投资Inv ₁					
	信息不对称程度高			信息不对称程度低		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
自变量						
现金流	0.490 (2.86) ^{***}	0.451 (2.21) ^{**}	0.886 (3.12) ^{***}	0.143 (0.91)	0.319 (1.70) [*]	0.457 (1.81) [*]
政治关系×现金流	-0.089 (1.88) [*]		-0.118 (2.33) ^{**}	0.006 (0.18)		-0.010 (0.03)
社会资本×现金流		-0.026 (1.65) [*]	-0.042 (1.67) [*]		-0.005 (0.25)	-0.026 (1.20)
政治关系	0.034 (2.19) ^{**}		0.040 (2.51) ^{**}	0.008 (0.64)		0.008 (0.71)
社会资本		0.002 (0.12)	0.009 (0.71)		-0.013 (1.25)	-0.013 (1.17)
政府行政干预的弱化	0.005 (0.34)	0.005 (0.38)	0.004 (0.30)	0.006 (0.50)	0.006 (0.50)	0.006 (0.47)
金融发展水平	0.004 (0.33)	0.004 (0.26)	0.004 (0.26)	0.035 (3.10) ^{***}	0.040 (3.37) ^{***}	0.040 (3.38) ^{***}
法律保护力度	-0.011 (0.74)	-0.012 (0.65)	-0.011 (0.60)	-0.042 (3.25) ^{***}	-0.027 (1.74) [*]	-0.027 (1.75) [*]
产权性质	0.036 (2.64) ^{***}	0.035 (2.73) ^{***}	0.036 (2.64) ^{***}	-0.008 (0.71)	-0.009 (0.86)	-0.009 (0.84)
两职是否合一	0.042 (2.52) ^{**}	0.041 (2.66) ^{***}	0.042 (2.54) ^{**}	0.018 (1.31)	0.018 (1.32)	0.018 (1.32)
现金储备	0.019 (2.34) ^{**}	0.020 (3.97) ^{***}	0.019 (2.31) ^{**}	0.021 (4.42) ^{***}	0.022 (5.51) ^{***}	0.022 (4.37) ^{***}
营业收入	0.003 (1.38)	0.003 (2.34) ^{**}	0.003 (1.41)	0.001 (0.49)	0.001 (0.74)	0.001 (0.52)
公司规模	0.016 (3.35) ^{***}	0.016 (3.30) ^{***}	0.016 (3.27) ^{***}	0.011 (2.33) ^{**}	0.012 (2.51) ^{**}	0.012 (2.47) ^{**}
投资机会	-0.002 (1.68) [*]	-0.002 (0.76)	-0.002 (1.78) [*]	-0.007 (1.11)	-0.007 (1.49)	-0.007 (1.13)
公司经营年限	-0.012 (8.89) ^{***}	-0.012 (9.09) ^{***}	-0.012 (8.88) ^{***}	-0.009 (7.68) ^{***}	-0.009 (7.82) ^{***}	-0.009 (7.72) ^{***}
常数项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业和年份效应	0.102 (0.59)	-0.151 (1.27)	-0.155 (1.35)	0.013 (0.09)	-0.007 (0.06)	-0.004 (0.02)
观测值	5066	5066	5066	5090	5090	5090
Adj-R ²	0.11	0.10	0.11	0.09	0.09	0.09

注:所有的回归模型中都包含5个年份哑变量和21个行业哑变量作为控制变量,为节约篇幅,这些哑变量都省略未报告;系数下面括号中报告了回归系数所对应的t统计量;***、**、*分别表示该变量估计系数在1%、5%、10%的水平上显著。

表3 信息不对称程度高、低的分组检验

因变量	投资 Inv_2					
	信息不对称程度高			信息不对称程度低		
自变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
现金流	0.497 (2.91) ^{***}	0.612 (2.17) ^{**}	0.903 (3.17) ^{***}	0.109 (0.71)	0.103 (3.67) ^{***}	0.395 (1.57)
政府背景×现金流	-0.094 (2.01) ^{**}		-0.124 (2.45) ^{**}	0.031 (0.95)		0.024 (0.76)
社会资本×现金流		-0.036 (1.82) [*]	-0.043 (1.72) [*]		-0.028 (1.50)	-0.024 (1.09)
政府背景	0.033 (2.05) ^{**}		0.038 (2.37) ^{**}	-0.001 (0.06)		0.000 (0.02)
社会资本		0.027 (0.63)	0.009 (0.71)		-0.015 (1.36)	-0.013 (1.23)
政府行政干预的弱化	0.005 (0.36)	0.039 (0.86)	0.004 (0.32)	0.006 (0.49)	0.010 (0.90)	0.006 (0.47)
金融发展水平	0.004 (0.34)	-0.049 (0.76)	0.004 (0.28)	0.036 (3.11) ^{***}	0.024 (2.20) ^{**}	0.040 (3.39) ^{***}
法律保护力度	-0.011 (0.77)	0.032 (0.74)	-0.011 (0.62)	-0.042 (3.28) ^{***}	-0.022 (1.47)	-0.028 (1.76) [*]
产权性质	0.036 (2.68) ^{***}	-0.003 (0.05)	0.037 (2.68) ^{***}	-0.008 (0.71)	0.015 (1.36)	-0.010 (0.85)
两职是否合一	0.041 (2.50) ^{**}	0.062 (1.44)	0.042 (2.52) ^{**}	0.018 (1.30)	0.025 (2.02) ^{**}	0.018 (1.31)
现金储备	0.019 (2.34) ^{**}	0.144 (3.79) ^{***}	0.019 (2.32) ^{**}	0.021 (4.41) ^{***}	0.019 (1.67) [*]	0.022 (4.35) ^{***}
营业收入	0.003 (1.35)	-0.014 (1.13)	0.003 (1.38)	0.001 (0.46)	0.000 (0.16)	0.001 (0.50)
公司规模	0.016 (3.42) ^{***}	0.034 (1.77) [*]	0.016 (3.35) ^{***}	0.011 (2.34) ^{**}	0.015 (3.32) ^{***}	0.012 (2.48) ^{**}
投资机会	-0.002 (1.67) [*]	0.004 (1.15)	-0.002 (1.77) [*]	-0.007 (1.10)	-0.002 (0.24)	-0.007 (1.13)
公司经营年限	-0.012 (8.90) ^{***}	-0.010 (1.65)	-0.012 (8.89) ^{***}	-0.009 (7.66) ^{***}	-0.007 (6.80) ^{***}	-0.009 (7.70) ^{***}
常数项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业和年份效应	-0.156 (1.37)	-0.627 (1.59)	-0.159 (1.39)	0.013 (0.09)	-0.171 (1.67) [*]	-0.003 (0.02)
观测值	5066	5066	5066	5090	5090	5090
Adj-R ²	0.11	0.14	0.14	0.09	0.11	0.11

注：同表2。

2. 政治关系、社会资本对过度投资影响的分组回归分析。投资—现金流的较高敏感性既可能体现为公司内、外部之间信息不对称导致的投资不足问题，也可能反映了高管等内部人对公司自由现金流滥用带来的过度投资问题^[23]。我们以代理成本的高低考察了高管对公司自由现金流过度使用的可能性。我们分别以公司前五大股东持股之和与前五大股东 Herfindahl 指数的高低考量公司代理成本的高低。如果公司前五大股东持股之和高于全部样本公司的中值，则为高代理成本公司，反之就界定为低代理成本公司。同理，如果公司前五大股东 Herfindahl 指数高于全部样本公司的中值，则为高代理成本公

司，反之就是低代理成本公司。

基于此，我们将总样本划分为代理成本较高和代理成本较低的两个子样本，然后分别在两个子样本中考察社会资本、政治关系对公司投资—现金流敏感度的影响。我们重新以子样本的数据对模型 1 进行回归估计，检验结果列于表 4。

首先，在代理成本较高的公司，投资—现金流的敏感度显著为正而且更强，政治关系和现金流交乘项的系数均显著为负；在代理成本较低的公司，政治关系和现金流交乘项的系数与零无显著差异。这一结果证实高管的政治关系对抑制过度投资的正面影响大于负面影响，从而支持了假设 3a。此外，表 4 还

显示,在代理成本较高的公司,公司所在地区的社会资本与现金流的交乘项系数显著为负;在代理成本较低的公司,该交乘项的系数均不显著。这一结果表明,地区社会资本能够有效地减少外部投资者的信息搜集成本,强化其对内部人滥用自由现金流的约束和监督机制,进而抑制代理问题带来的过度投资问题,从而支持了研究假设4。

为提高研究结果的稳健性,我们分别改变对政治关系和代理成本高低的界定标准。我们以两个标准来区别公司代理成本的高低程度。(1)公司第一大股东与第二大股东持股比例之比(以下简称Z指

数)。Z指数越大,第一大股东与第二大股东对公司的控制力差异越大,第一大股东的优势就越明显,因此Z指数能够较好地界定第一大股东对公司的控制能力。若Z指数的值高于总样本的中值,则认为该公司代理成本较高,若低于或等于总样本公司的中值,则认为该公司的代理成本较低。(2)董事长和总经理两职是否合一。如果董事长和总经理为同一个人担任,则认为公司代理成本较高,反之则认为该公司代理成本较低。相关的检验结果列于表5。稳健性检验也没有改变我们的基本研究结论,从而支持了假设3a和假设4。

表4 代理成本高、低的分组检验

因变量	投资 Inv_t			
	前五大股东持股之和高低		前五大股东 Herfindahl 指数高低	
	代理成本高	代理成本低	代理成本高	代理成本低
自变量				
现金流	0.401 (2.56)**	0.277 (1.56)	0.469 (2.01)**	0.323 (1.81)*
政治关系×现金流	-0.080 (1.85)*	0.018 (0.40)	-0.075 (2.18)**	-0.051 (0.85)
社会资本×现金流	-0.149 (2.71)***	-0.107 (0.83)	-0.131 (2.17)**	-0.114 (1.28)
政治关系	0.026 (1.87)*	0.009 (0.72)	0.062 (3.42)***	0.006 (0.40)
社会资本	-0.043 (0.96)	-0.002 (0.11)	0.022 (0.65)	-0.021 (1.06)
政府行政干预的弱化	0.002 (0.14)	0.009 (0.73)	0.004 (0.30)	0.007 (0.55)
金融发展水平	0.028 (2.24)**	0.009 (0.77)	0.023 (1.59)	0.021 (1.62)
法律保护力度	-0.023 (1.70)*	-0.030 (2.21)**	-0.019 (1.29)	-0.025 (1.69)*
产权性质	0.027 (1.92)*	0.006 (0.56)	0.022 (1.15)	0.010 (0.97)
两职是否合一	0.038 (2.49)**	0.019 (1.28)	0.051 (2.45)**	0.021 (1.46)
现金储备	0.019 (4.66)***	0.026 (2.40)**	0.034 (2.77)***	0.017 (2.20)**
营业收入	0.004 (1.82)*	-0.001 (0.29)	0.002 (0.87)	0.004 (1.53)
公司规模	0.004 (0.93)	0.027 (5.22)***	-0.004 (0.71)	0.023 (4.13)***
投资机会	-0.004 (1.11)	-0.001 (1.09)	-0.002 (0.54)	-0.002 (1.33)
公司经营年限	-0.009 (6.95)***	-0.009 (6.89)***	-0.010 (6.11)***	-0.010 (8.19)***
常数项	Yes	Yes	Yes	Yes
行业和年份效应	-0.055 (0.57)	-0.188 (0.96)	0.524 (2.40)**	-0.121 (0.83)
观测值	5063	5093	5072	5084
Adj-R ²	0.09	0.08	0.09	0.09

注:同表2。

表 5 代理成本高、低的分组检验

因变量	投资 Inv ₂			
	Z 指数		董事长和总经理两职是否合一	
自变量	代理成本高	代理成本低	代理成本高	代理成本低
现金流	0.412 (2.64) ^{***}	0.245 (1.40)	0.254 (1.79) [*]	0.210 (1.29)
政府背景×现金流	-0.0781 (1.75) [*]	0.0477 (0.94)		
参政议政×现金流			-0.082 (1.77) [*]	0.007 (0.17)
社会资本×现金流	-0.157 (1.87) [*]	-0.018 (0.17)	-0.139 (3.99) ^{***}	0.016 (0.22)
政府背景	0.024 (1.66) [*]	0.007 (0.47)		
参政议政			0.062 (3.20) ^{***}	0.017 (1.12)
社会资本	0.001 (0.07)	-0.038 (1.47)	-0.026 (0.63)	-0.008 (0.34)
政府行政干预的弱化	-0.002 (0.18)	0.009 (0.73)	-0.001 (0.08)	0.007 (0.55)
金融发展水平	0.030 (2.33) ^{**}	0.009 (0.78)	0.014 (1.24)	0.018 (1.43)
法律保护力度	-0.025 (1.78) [*]	-0.030 (2.24) ^{**}	-0.016 (1.31)	-0.026 (1.85) [*]
产权性质	0.022 (1.58)	0.006 (0.57)	0.021 (1.51)	0.006 (0.64)
两职是否合一	0.03810 (2.49) ^{**}	0.020 (1.29)		
现金储备	0.01940 (4.71) ^{***}	0.026 (2.40) ^{**}	0.030 (4.41) ^{***}	0.013 (2.00) ^{**}
营业收入	0.003 (1.72) [*]	-0.001 (0.30)	-0.001 (0.55)	0.00430 (1.81) [*]
公司规模	0.008 (1.88) [*]	0.027 (5.25) ^{***}	0.007 (1.71) [*]	0.024 (4.65) ^{***}
投资机会	-0.004 (1.14)	-0.001 (1.11)	-0.001 (0.31)	-0.002 (1.27)
公司经营年限	-0.010 (7.21) ^{***}	-0.009 (6.89) ^{***}	-0.008 (6.24) ^{***}	-0.008 (7.15) ^{***}
常数项	Yes	Yes	Yes	Yes
行业和年份效应	0.060 (0.60)	-0.192 (0.98)	-0.090 (1.04)	-0.228 (1.77) [*]
观测值	5070	5086	1406	8750
Adj-R ²	0.09	0.08	0.09	0.08

注：同表2。

五、进一步检验和讨论

表 4、表 5 均显示，在代理成本较高的公司里，高管的政治关系和现金流交乘项的回归系数显著为负。我们认为这一结果意味着，高管的政治关系抑制了公司内部人对现金流滥用的过度投资行为，从而支持了假设 3a。但同时，此结果也可能有完全相反的解释，即在代理成本较高的政治关联公司，公司治理水平较差^[28,30-32]，对内部人滥用自由现金流以谋取控制权私利的约束和监督机制较弱，所以，即使没有好的投资机会，甚至是 NPV<0 的投资项目，他们也会倾向于凭借政治关系获取更多的外部融资^[5,7,15]。因而表现为如表 5 所示的在代理成本较高的公司，政治关系降低了投资—现金流敏感度，而在代理成本较低的公司，公司治理水平较高，从而较为有效地限

制了内部人控制权私利的获取。所以，虽然政治关系带来了融资便利，但他们也仅仅在有好的投资机会时（如 NPV>0 的投资项目）才会对外融资，因而表现为如表 4、表 5 所显示的在代理成本较低的公司，政治关系没有降低公司投资—现金流敏感度。综上所述，我们的实证结果也可能被解释为，政治关系加大了公司发生过度投资行为的可能性，从而支持研究假设 3b。

基于此，我们拟通过分析政治关系、投资对公司价值的影响来进一步验证假设 3a（政治关系可以抑制公司内部人对现金流滥用的过度投资行为）是否成立。我们的检验模型如下：

$$\text{Tobin's } q_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Inv}_{it} + \beta_3 \text{pcdum}_{it} \times \text{Inv}_{it} + \beta_4 \text{privated}_{it} \times \text{Inv}_{it} + \beta_5 \text{pcdum}_{it} \times \text{privated}_{it} \times \text{Inv}_{it} + \beta_6 \text{Province_controls}_{it-1}$$

$+\beta_7 Firm_controls_{it-1} + Yeardummy + Industrydummy + \varepsilon_{it}$

(2)

我们以 2004~2011 年间的 10 156 个观测值为样本 对模型 2 进行回归估计 表 6 报告了检验结果。

表 6 投资、政治关系、社会资本与公司价值

因变量	公司价值Tobin'q							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
自变量								
投资Inv _i	-0.203 (3.47) ^{***}	-0.260 (4.21) ^{***}	-0.218 (3.63) ^{***}	-0.296 (4.87) ^{***}	-0.174 (2.23) ^{**}			
投资Inv _i ×政治关系		0.286 (2.25) ^{**}		0.348 (2.56) ^{**}				
投资Inv _i ×产权性质			0.052 (0.42)	0.118 (0.89)				
投资Inv _i ×政治关系×产权性质				-0.280 (0.80)				
投资Inv _i ×社会资本					0.129 (1.76) [*]			
政治关系						0.056 (1.91) [*]		0.060 (2.06) ^{**}
社会资本							0.114 (3.98) ^{***}	0.116 (4.02) ^{***}
政府行政干预的弱化	-0.004 (0.13)	-0.007 (0.23)	-0.005 (0.15)	-0.008 (0.27)	-0.009 (0.29)	-0.033 (1.08)	-0.030 (0.99)	-0.033 (1.10)
金融发展水平	-0.010 (0.30)	-0.009 (0.27)	-0.010 (0.33)	-0.010 (0.32)	-0.027 (0.88)	-0.012 (0.38)	-0.043 (1.38)	-0.04 (1.34)
法律保护力度	0.066 (1.93) [*]	0.067 (1.97) ^{**}	0.066 (1.92) [*]	0.067 (1.96) [*]	0.050 (1.39)	0.082 (2.34) ^{**}	-0.024 (0.58)	-0.023 (0.55)
两职是否合一	0.071 (1.79) [*]	0.075 (1.87) [*]	0.071 (1.78) [*]	0.074 (1.86) [*]	0.084 (2.06) ^{**}	0.092 (2.30) ^{**}	0.097 (2.42) ^{**}	0.100 (2.50) ^{**}
公司规模	-0.157 (10.53) ^{***}	-0.159 (10.59) ^{***}	-0.157 (10.37) ^{***}	-0.158 (10.44) ^{***}	-0.147 (10.00) ^{***}	-0.155 (10.27) ^{***}	-0.161 (10.39) ^{***}	-0.163 (10.47) ^{***}
财务杠杆	-0.004 (0.49)	-0.004 (0.48)	-0.004 (0.49)	-0.004 (0.48)	-0.004 (0.44)	-0.004 (0.56)	-0.004 (0.51)	-0.004 (0.53)
公司经营年限	0.025 (8.51) ^{***}	0.024 (8.43) ^{***}	0.025 (8.57) ^{***}	0.024 (8.47) ^{***}	0.024 (8.31) ^{***}	0.024 (8.16) ^{***}	0.024 (8.11) ^{***}	0.023 (8.08) ^{***}
财务绩效roe	0.213 (1.61)	0.212 (1.60)	0.213 (1.61)	0.212 (1.60)	0.188 (1.56)	0.195 (1.57)	0.194 (1.55)	0.196 (1.57)
行业和年份效应	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
常数项	4.535 (13.91) ^{***}	4.585 (13.96) ^{***}	4.521 (13.64) ^{***}	4.566 (13.71) ^{***}	4.638 (14.67) ^{***}	4.561 (14.24) ^{***}	4.690 (14.24) ^{***}	4.721 (14.30) ^{***}
观测值	10156	10156	10156	10156	10156	10156	10156	10156
Adj-R ²	0.09	0.09	0.09	0.09	0.08	0.07	0.07	0.07

注 同表2。

首先,列(1)考察了投资对公司价值的影响,结果显示,投资Inv_i的系数高度显著为负,公司投资每增加1%,则公司价值就降低0.2%。这意味着投资越多,公司价值越低,即总体而言中国上市公司投资效率低下,普遍存在过度投资问题,这也与诸多国内研究结论一致^[38]。

列(2)中我们加入公司投资Inv_i和高管政治关系的交乘项,以检验政治关系对投资效率的影响,结果显示,投资Inv_i的系数高度显著为负,投资Inv_i与政治关系交乘项的系数在5%的水平上显著为正,这意味着公司高管的政治关系可以减少过度投资行为,显著提高公司的投资效率,从而支持了假设3a。这一发现具有显著的经济意义,对于高管无政治背景的公司,投资每增加1%,公司价值降低0.26%,而对于高管有政治背景的公司,投资每增加1%,公司价值反而提高0.03%(0.29%-0.26%=0.03%)。

列(3)中考察了国有上市公司和民营上市公司是否在投资效率方面有所差异,结果显示,投资Inv_i的系数在1%的水平上显著为负,投资Inv_i和公司最终控制人产权性质交乘项的系数不显著,这意味着就平均而言,国有上市公司和民营上市公司的投资效率都较低,他们之间没有显著差异。列(4)中进一步考察了在国有上市公司和民营上市公司中政治关系对公司投资效率影响的差异,结果显示,投资和公司最终控制人产权性质交乘项的系数不显著,投资、政治关系和最终控制人产权性质三者交乘项的系数也不显著,这表明,政治关系对公司投资效率的影响不会因为公司产权性质的差异而有所不同。此外,与列(2)类似,列(4)同样发现政治关系可以显著提高公司投资效率,减少过度投资,从而支持了假设3a。

列(5)中我们加入公司投资Inv_i和地区社会资本的交乘项,以检验地区社会资本对投资效率的影

响。结果显示,投资的系数高度显著为负,投资与地区社会资本交乘项的系数显著为正,这意味着,地区社会资本可以抑制当地公司的过度投资行为,提高公司的投资效率,从而支持假设4。这一发现也具有显著的经济意义,在社会资本最高的地区(上海),当地公司投资每增加1%,公司价值则上升0.11%,而在社会资本最低的地区(西藏),当地公司投资每增加1%,公司价值降低0.17%。

列(6)单独考虑了政治关系对公司价值的影响,结果显示,政治关系的系数显著为正,即政治关系会提升公司价值,这与Faccio(2006)^[16]、Goldman等(2009)^[39]的发现一致。列(7)单独考虑了地区社会资本对公司价值的影响,结果显示,社会资本的系数高度显著为正,即在社会资本较高的地区,当地企业的公司价值相对较高。Adler和Kwon(2009)^[40]认为,社会资本是对其他资本的补充。社会资本作为无形的公共物品,通过降低企业与客户、供应商之间的交易成本,提高了企业财务资本的收益^[41]。列(8)综合考查了政治关系和社会资本对公司价值的作用效果,结果仍然发现,政治关系和社会资本的回归系数均高度显著为正。

综合列(1)~(8)的检验结果,我们的实证结果发现,高管的政治关系和地区社会资本抑制了过度投资行为,改善了公司投资效率,因而有助于提高公司价值。

六、结论和启示

本文结合中国的制度背景,以2004~2011年10156家上市公司为样本,从政治关系和社会资本视角,实证检验了非正式制度对公司投资行为的影响,我们的结论是:(1)政治关系会改善公司的投资效率。一方面,政治关系会降低信息不对称导致的投资不足;另一方面,虽然政治关系会弱化内、外部公司治理机制,但其帮助政治关联企业获得收益更高、更好的投资项目,因而政治关系会抑制公司内部控制人对现金流滥用导致的过度投资行为。(2)地区社会资本可以缓解投资不足和投资过度问题,提高当地公司的投资效率。(3)总体而言,中国上市公司普遍存在过度投资行为,而且这种投资的低效率不会由于上市公司最终控制人的产权性质不同而有所差异。(4)作为企业特殊隐形资产的政治关系和公共物品的地区社会资本,改善了公司的投资效率,进而促进了公司价值的提高。

本文结论具有重要的理论意义和现实意义。第一,本文结论是对“非正式制度与公司财务行为”这一新兴领域研究的有益补充。我们的研究表明,在法律保护较弱和金融市场欠发达的中国,作为非正式

机制的政治关系和社会资本能够有效发挥作用,它缓解了企业面临的融资约束,提高了投资效率,增加了企业价值,而一个国家或地区的社会资本水平,其实是可以通过政府的政策支持和舆论导向来提高的。例如,中国政府自2006年10月以来大力倡导并积极推动构建和谐社会,和谐社会的重要基础就是提高社会资本,包括提高社会互信、社会公德和团队友爱互助精神等。具体地,政府应重视介于个人与政府之间社团组织的发展,通过建立协会、联盟、俱乐部、民间教育组织等自发性、非血缘性关系的社团来培育和提高人们之间的信任度。第二,从投资效率视角揭示了政治关系和社会资本影响股东价值的内在机理。我们的研究发现,在社会资本水平比较高的地区,当地企业的投资效率较高,企业价值也较大。因而,当企业新设子公司或对外参股时,应选择社会资本水平较高的地区作为投资目标地。特别是企业在当地欠缺政治关系时,尤其应当到社会资本水平较高的地区进行投资。

注释:

① Williamson(2000)在其四层次模型中所提及的非正式制度包括宗教、社会习俗和文化等,本文重点选择政治关系和社会资本两个视角考察中国企业所面临的非正式制度。一方面,作为关系性嵌入的政治关系是关联企业专有的隐性资产;另一方面,作为结构性嵌入的社会资本是区域公共物品。

② 企业的经营者和控制性股东可能产生一系列的机会主义行为(Jensen,1986;LLSV,1998),如公司高管为自身利益盲目构建企业帝国、公司控制性股东高价将其资产注入上市公司。

③ 张维迎和柯荣住(2002)委托“中国企业家调查系统”在2000年对中国大陆15000家企业做了信任度调查,并据此对大陆31个省市自治区的信用度做了排名。Putnam(1993)、Guiso等(2004,2008)研究指出,导致各地区社会资本差异的重要因素是宗教、文化和历史发展,而宗教和文化的演化是自发的,也是最漫长的,以百年或千年计(Williamson,2000)。基于此,我们认为地区的社会资本水平具有相对的稳定性,我们以2000年的调查数据来度量现行我国大陆各省市自治区的社会资本水平是可行的。

【参考文献】

- [1] Williamson O. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead [J]. Journal of Economic Literature, 2000,38(3): 595-613.
- [2] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance and economic growth in China [J]. Journal of Financial Economics, 2005,77(1):57-116.
- [3] Allen F, Chakrabarti R, De S, Qian J, Qian M. Financing Firms in India[Z]. Unpublished working paper, 2009.
- [4] 陆铭,潘慧. 政企纽带: 民营企业家成长与企业发展[M]. 北京: 北京大学出版社, 2009: 4-8.

- [5] Fan J P H,Rui O M,Zhao M.Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases[J].Journal of Comparative Economics,2008,36(3):343-364.
- [6] Houston J F,Jiang L I,Lin C Ma Y.Political Connections and the Cost of Bank Loans [Z].Unpublished working paper,2012.
- [7] Claessens S,Feijen E, Laeven L.Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions [J].Journal of Financial Economics,2008,88 (3):54-580.
- [8] Putnam R.Making democracy work: civic traditions in modern Italy[M]. Princeton University Press,1993.
- [9] Guiso L,Sapienza P,Zingales L.Trusting the stock market[J].Journal of Finance,2008,63(6):2557-2600.
- [10] La Porta R,Lopez-de-Silanes F,Shleifer A,Vishny R. Trust in large organizations [J].American Economic Review, 1997,87(5):333-338.
- [11] 张维迎,柯荣住.信任及其解释:来自中国的跨省调查分析[J].经济研究,2002(10) 90-100.
- [12] Bottazzi L, Da Rin M, Hellmann T. The importance of trust for investment: evidence from venture capital [Z].ECGI Working Paper,2010.
- [13] 胡旭阳.民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利——以浙江民营百强企业为例 [J]. 管理世界,2006(5): 107-113.
- [14] 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) 97-106.
- [15] Xu N H,Xu X Z,Yuan Q B.Political Connection, Financing Frictions, and Corporate Investment: Evidence from Chinese Listed Family Firms [J].European Financial Management,2011,forthcoming.
- [16] Faccio M.Politically Connected Firms [J]. American Economic Review,2006, 96(1): 369-386.
- [17] 吴文峰,吴冲锋,刘晓薇.中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J].经济研究,2008(7):130-141.
- [18] Ang J S,Chen Y M,Wu C P.The Role of Social Capital and Cultural Biased in the Investment Behavior of Foreign High-Tech Firms[Z].SSRN working paper,2011.
- [19] Stein J C.Agency, information and corporate investment [C]//George Constantinides, Milt Harris,René Stulz. Handbook of the Economics of Finance. Elsevier,2003:111-165.
- [20] Stulz R.Managerial discretion and optimal financing policies [J].Journal of Financial Economics,1990,26(1):3-27.
- [21] Fazzari S,Hubbard R,Petersen B.Financing Constraints and Corporate Investment [J].Brookings Papers on Economic Activity,1988(1):141-195.
- [22] Myers S,Majluf N.Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have [J].Journal of Financial Economics,1984, 13(1):187-221.
- [23] Jensen M.Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J].American Economic Review,1986,76 (2):323-329.
- [24] Bian Yanjie.Bringing Strong Ties Back In: Indirect Connection, Bridges and Job Searches in China [J].American Sociological Review,1997,62(3):366-385.
- [25] 孙 铮,刘凤委,李增泉.市场化程度、政府干预与企业债务期限结构[J].经济研究,2005(5) 52-63.
- [26] 陈 钊,陆 铭,何俊志.权势与企业家参政议政:一项实证研究[J].世界经济,2008(6) 39-49.
- [27] Baker M,Stein J C,Wurgler J.When does the market matter? stock prices and the investment of equity-dependent firms [J]. Quarterly Journal of Economics,2003, 118(3):969-1006.
- [28] Chaney P K,Faccio M,Parsley D.The quality of accounting information in politically connected firms[J].Journal of Accounting and Economics,2011, 51(1): 58-76.
- [29] Granovetter M.The Strength of Weak Ties [J]. American Journal of Sociology, 1973,78(6):1360-1380.
- [30] Berkman H,Cole R A,Fu L J.Political connections and minority shareholder protection:Evidence from securities - market regulation in China [J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2010,45(6):1391-1417.
- [31] 许年行,江轩宇,伊志宏,袁清波.政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗?[J]. 经济学(季刊), 2013,12(2): 373-406.
- [32] Fan J P H,Wong T J,Zhang T.Politically Connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Partially Privatized Firms [J].Journal of Financial Economics,2007,84(2): 330-357.
- [33] Portes A.Social capital: Its origins and applications in modern sociology [J]. Annual Review of Sociology,1998,24(1): 1-24.
- [34] Mayer C.Trust in financial markets [J]. European Financial Management, 2008, 14(4): 617-632.
- [35] 樊 纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告[M].北京 经济科学出版社 2011.
- [36] Malmendier U,Tate G.CEO Overconfidence and Corporate Investment[J]. Journal of Finance,2005,60(6): 2261-2700.
- [37] Hubbard R.Capital market imperfections and investment[J].Journal of Economic Literature,1998,36 (3):193-225.
- [38] 俞红海,徐龙炳,陈百助.终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究,2010(8) :103-114.
- [39] Goldman E,Rocholl J, So J. Do politically connected boards affect firm value? [J]. Review of Financial Studies, 2009,22(6): 2331-2361.
- [40] Adler P,Kwon S. Social capital: the good, the bad and the ugly[Z]. Marshall Research Paper Series,working paper,2009.
- [41] Lazerson M.A New Phoenix? Modern Putting out in the Modena Knitwear industry [J].Administrative Science Quarterly,1995,40(1):34-59.

[责任编辑:李莉]