

社会资本、政治关系与公司投资决策*

潘越 戴亦一 吴超鹏 刘建亮

内容提要: 本文引入“社会资本”这一社会学概念,首次从微观视角实证研究了我国各省社会资本水平差异对上市公司的对外投资决策、股权投资类型选择以及多元化投资决策的影响,并进而深入探讨了社会资本与公司政治关系在影响公司投资决策方面的相互替代作用。结果发现:在社会资本水平较高的省份,上市公司更倾向于对外投资,也更愿意与其他企业组成共同控制的合营企业,并且其多元化投资的意愿更强。而且社会资本与政治关系在公司投资决策中所起的作用是可相互替代的,即当公司没有政治关系可利用时,社会资本对公司投资决策的影响程度更强,反之反是。本文的研究不仅丰富了社会资本在财务学领域的研究内容,而且开拓了社会资本与政治关系交叉研究的新领域。

关键词: 社会资本 政治关系 投资决策

一、引言

Allen et al(2005)提出了著名的“中国之谜”(Puzzle of China)——中国的法律保护薄弱、金融体系落后,但其经济增长却相当强劲,这似乎与LLSV的法律与经济发展理论相悖。本文对中国上市公司投资行为的考察也发现:根据世界银行公布的投资者法律保护指数(Kaufmann et al, 2003),中国的法律保护水平远低于世界上主要国家和地区,在全球195个国家中仅排名第95位,但是1999—2008年间,中国上市公司投资的平均增长率高达30%,¹远高于世界上其他国家。这一现象是否意味着在中国,投资者法律保护根本不起作用?还是存在其他可以替代投资者法律保护的作用机制呢?对于这些问题,学界存在两种假说:Allen et al(2005)认为:中国的关系机制(主要是政治关系)和声誉机制起到了替代法律保护机制的作用;而Ang et al(2009)则通过考察社会资本在吸引外资高科技企业投资方面的重要作用,表明社会资本也是法律保护的一个替代机制。对于第一种观点,目前已有相当多的研究从微观层面提供了经验证据支持(Park and Luo, 2001; 孙铮等, 2005; 吴文锋等, 2008; 罗党论、唐清泉, 2009等),但对于第二种观点,学术界在这方面的研究基本还是空白。那么,在中国这么一个投资者法律保护薄弱的国家里,社会资本究竟能否真正起到支持经济强劲增长的作用呢?社会资本和政治关系这两种作用机制之间是否也可以相互替代呢?

本文将通过从微观层面探讨社会资本对公司投资决策的影响机制,以及社会资本与政治关系的交互作用,对上述问题做出回答。这不仅有助于人们理解中国经济强劲增长背后的制度和文化传播力,而且可为政府部门思考如何进行文化建设,改善投资软环境,促进企业投资提供新的理论

* 潘越、刘建亮,厦门大学经济学院金融系,邮政编码:361005,电子信箱:panyue@xmu.edu.cn;戴亦一、吴超鹏,厦门大学管理学院。本研究得到国家自然科学基金项目(70902039)、教育部人文社会科学研究项目(01JA910002)、福建省社科基金项目(2009C009)的资助。作者感谢厦门大学宏观经济研究中心刘愉教授在计量方法上的帮助,同时感谢匿名审稿人富有启发性的评论和修改意见,但文责自负。

¹ 该数据由作者根据1999—2008年中国上市公司年报中披露的资料整理得到。

依据。

作者首先基于社会资本的概念和原理进行理论分析,构建了4个研究假设,进而通过收集2005—2007年间,沪深两市1200多家上市公司为研究样本,实证考察了我国各省社会资本水平差异对上市公司的对外投资决策、股权投资类型选择、多元化投资决策的影响,并深入探讨了社会资本与公司政治关系在影响公司投资决策方面的相互替代作用。有别于前人的研究,本文的创新工作体现在:第一,拓展了社会资本作用的研究领域。虽然目前已有不少研究考察了社会资本对经济增长(LLSV, 1997)、金融发展(Guiso et al, 2004)、股市参与(Guiso et al, 2008a)、跨国投资(Guiso et al, 2008b; Ang et al, 2009)以及风险投资(Bottazzi et al, 2008)等方面的影响,但将“社会资本”的概念和原理引入研究公司对外投资决策和多元化投资决策等问题,本文尚属首次;第二,开拓了政治关系和社会资本交叉研究的新领域。本文从投资的视角探讨了政治关系与社会资本这两种外部环境机制的替代作用,这是在以前的政治关系类和社会资本类文献中从未出现过的研究思路,这有助于更准确地理解和把握政治关系与社会资本在公司财务领域的微观作用机制。

本文第二部分是理论分析和研究假设;第三部分为研究设计;第四部分是实证结果并对结果进行分析;最后一部分是本文的结论与建议。

二、理论分析与研究假设

(一) 社会资本的经济概念及其在经济金融领域的作用机制

社会资本是个社会学概念,其社会学定义的范畴比较广泛,详细可以参见Adler和Kwon(2009)。本文主要探讨社会资本的经济学定义及其作用机制。

LLSV(1997)在总结了Gambetta(1988), Coleman(1990), Putnam(1993)和Fukuyama(1995)等人研究的基础上,提出社会资本是指“一个社会中人们的合作倾向,也就是说,在社会资本比较高的社会里,人们倾向于通过信任与合作来获得社会效率的最大化,而不是互相猜疑、互相算计导致‘囚徒困境式’无效率的结果。”Knack和Keefe(1997)则进一步强调社会诚信、道德规范和团队精神都属于社会资本的经济学定义范畴。

社会资本的作用,主要体现在其可以提高社会诚信水平,并进而促进人们相互间的合作。Portes(1998)认为,社会资本通过以下两个渠道提高社会诚信:第一,社会道德对人们不守信行为的内在约束;第二,社会舆论对人们不守信行为的外部惩罚。

在全面梳理目前经济学领域社会资本文献的基础上,吴超鹏(2009)进一步总结了社会资本在经济金融领域起作用的两大机制:¹

第一,社会资本主要强调的是陌生人之间的信任与合作。在社会资本水平较高的社会中,人与人之间比较容易打交道,特别是在陌生人之间,或者在陌生的环境下,互相欺骗的情况较少发生。信任可以建立对彼此诚实守信合作行为的预期,减少不确定性,最终促进合作行为的产生。

第二,社会资本通过提高人们的诚信,可以减少商业合同执行过程中的机会主义行为和道德风险问题,从而使得合同可以有效地被执行。例如Guiso et al(2004)就认为,不仅法律对合同的强制执行很重要,诚信对于金融合同的履行也是同样重要的。

(二) 社会资本与公司的对外投资决策

企业对外投资是指企业对其他经济实体的投资,包括金融资产投资和长期股权投资。本文认

¹ 吴超鹏(2009)还将社会资本在法律保护薄弱情况下发挥更大作用视为社会资本的第三大作用机制,但社会资本与法治的替代关系是否应该被视为社会资本的作用机制尚存争议。感谢匿名审稿人的意见。

为, 社会资本会显著影响企业的对外投资, 因为对外投资需将资金委托给其他人管理,¹ 代理问题使得代理人有可能滥用资金, 而信任在解决代理问题方面作用显著。Guiso, Sapienza 和 Zingales (2004, 2008a) 发现, 在社会资本水平较高的地区, 人们投资股票等风险资产的意愿比较高。

因此, 社会资本对企业对外投资决策的影响作用主要体现在: 一方面, 在社会资本水平较高的地区, 人与人之间的互信度较高, 投资人更容易相信他人, 更有可能主动进行对外投资活动; 另一方面, 在社会资本水平比较高的地区, 企业守信用的程度也比较高, 当投资人来自较为诚信地区时, 被投资方也更容易认可和接受来自这些地区的外来投资, 双方的合作自然也较易达成。鉴于以上两方面原因, 本文推出如下假设:

假设 1: 在社会资本水平比较高的省份或地区, 当地企业更可能提高对外投资的比例。

(三) 社会资本与公司的股权投资类型选择

依据对被投资企业经营控制权所产生的影响, 企业对外投资中的长期股权投资, 通常又可以细分为如下四种类型: (1) 控制, 是指有权决定一个企业的财务和经营政策; (2) 共同控制, 是指以组建合营企业的形式, 按合同约定对某项经济活动所共有的控制; (3) 重大影响, 是指以组建联营企业的形式, 对一个企业的财务和经营政策有参与决策的权力, 但并不决定这些政策; (4) 无控制、无共同控制且无重大影响。

在以上四种股权投资类型中, 本文尤其关注企业与其他实体组建合营企业的投资行为, 原因是高社会资本所带来的社会诚信对于维系这种合作特别重要: 合营企业是由两个或多个企业或个人共同投资建立, 此类企业的财务和经营政策必须由投资双方或若干方共同决定。因此股东之间的相互信任是维系企业运营的基础。如果股东之间互不信任, 则在合作过程中, 股东之间很容易引起意见分歧, 企业容易陷入控制权争夺战, 并导致投资失败。正因为如此, 组建合营企业这种投资形式并不常见, 除非合作双方非常信任对方, 否则企业轻易不会与其他实体组建合营企业。Ang、Cheng 和 Wu(2009) 在研究外资高科技企业在中国投资的股权投资形式时发现, 在社会资本水平较低的省份, 外资高科技企业与当地企业组成合资企业的可能性较小。由此, 本文推出如下假设:

假设 2: 在社会资本水平比较高的省份或地区, 当地企业更可能与其他经济实体设立共同控制的合营企业。

(四) 社会资本与公司多元化投资决策

企业选择专业化还是多元化经营, 既是企业重要的战略选择, 也是其重要的投资决策。究竟是什么因素影响企业的多元化投资? 这一问题在前人的研究中已被广泛地探讨, 具体可参见 Martin 和 Sayrak(2003)。与以往研究不同的是, 本文考虑了社会资本在公司多元化投资决策中的作用。社会资本在影响公司多元化投资方面的作用主要表现在以下三个方面:^④首先, 从信息机会的角度来看, 在社会资本水平较高的省份, 社团组织较为发达(Putnam, 1993), 人际间的交流比较广泛, 信息沟通相对通畅, 企业可以了解到更多、更有效的投资机会信息, 这样企业多元化投资的可能性也就大大增加; 其次, 多元化经营往往会将企业带入一个相对陌生的行业环境。在社会资本水平较高的地区, “欺骗”和“欺生”现象较少发生, 人们较容易与陌生人打交道并很快融入陌生的环境中, 有助于减轻新进入企业对陌生行业的担心或恐惧感; 第三, 跨行业投资对专业技术人才要求很高, 正所谓“隔行如隔山”, 企业通常需要聘请专业人员代为经营管理, 这就产生代理问题。在社会资本水

¹ 企业投资股票、债券或者票据, 大多是委托当地的证券公司或者专业理财机构进行, 而通过参股方式与其他实体组成联营或合营企业进行长期股权投资, 通常企业不占绝对控股权, 也是将资金转移给对方企业经营管理。

^④ 通常, 企业的多元化投资大都在企业所熟悉的区域范围内进行, 因为跨行业多元化经营的风险本来就高, 如果再加上跨地域投资, 风险更是陡增。根据笔者对我国上市公司的统计发现, 高达 80% 以上的企业多元化投资项目分布在企业所在省份范围内。鉴此, 本文在研究社会资本对企业多元化投资决策的影响时, 没有对投资方与被投资方所在区域的社会资本水平进行区分。

平较高的地区,人际间的信任度和道德约束水平相对较高,企业比较不担心职业经理团队出现机会主义和败德行为,彼此的信任与合作更有助于多元化投资效率的提高。基于以上原因,本文提出如下假设:

假设3:在社会资本水平比较高的省份或地区,当地企业进行多元化投资的意愿相对较高。

(五) 社会资本与政治关系在影响公司投资决策方面的替代作用

社会资本在促成某项交易活动的达成和有效实施过程中都起着关键性的作用。但是,LLSV(1997)指出,交易如果是在熟悉的人之间进行,社会资本所起的作用就比较小。他们的解释是:在亲戚、朋友、生意伙伴之间,关系和声誉起到了维系合作的作用,因为对熟悉的人撒谎很容易被发现,更会让撒谎人声誉扫地,从而失去未来大量的合作机会,得不偿失。因此,如果合作是依靠关系进行,那么,强调陌生人信任的社会资本在维系合作方面的作用就不再那么重要。

LLSV(1997)提到的“关系”,主要是指血缘、人缘等人情关系,而政治关系作为一种众所周知的、有效的“关系”资源,¹同样可能在一定程度上替代社会资本在合作中的重要作用。政治关系对公司投资决策的影响表现在:企业不仅可以利用政治关系获得诸多优惠,促进企业的投资,而且在投资过程中如果出现违约现象,具有政治关系的企业可以直接利用政治权力制止投资合同中违约行为的发生,甚至可能通过影响法律,对合作方的违约行为施以严厉的行政或法律惩罚,保证投资合同的有效执行。这样,合作方就不敢轻易违约,合作中的不守信现象将会减少,企业的投资意愿就会增强。

根据LLSV(1997)的观点,人情关系之所以在维系合作方面的作用大于社会资本,是因为如果在合作中出现不守信行为,人情关系的惩罚力度要大于社会资本——在熟人圈子中丧失声誉的代价自然要比陌生人之间社会道德规范的约束更大。同样地,政治关系对不守信行为的惩罚——行政处罚或法律制裁,也远比社会资本依靠社会公德与社会舆论的谴责严厉得多。这一惩罚机制使得具有政治关系的企业在投资时较少地考虑被投资企业所在地社会资本水平的高低。在社会资本水平低的地区,合作方对没有政治关系的投资者可能不诚信,但对具有政治关系的投资者却不敢不守信用。可见,在存在政治关系维系合作的情况下,社会资本的作用会被大大弱化,甚至可能不起作用,尤其是在中国这种法律保护相对薄弱的国家,关系的作用可能更加突出(Allen、Qian和Qian, 2005)。由此,本文推出如下假设:

假设4:社会资本与政治关系在影响公司投资决策方面存在替代关系,即对比没有政治关系的公司,具有政治关系的公司的对外投资决策、股权投资类型决策和多元化投资决策对社会资本水平的依赖程度较低;反之则反是。

三、研究设计

(一) 研究样本与数据来源

本文选择2005—2007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公司以及财务数据极端异常的公司;(3)相关数据缺失的公司。最后本文得到2005年1195个样本观测值,2006共1296个观测值,2007年1254个观测值,合计3745个观测值。

本文中社会资本数据来自张维迎和柯荣住(2002)以及张俊生、曾亚敏(2005),公司合营下属企

¹ Faccio(2006)对全球42个国家的样本研究发现,公司拥有政治关系在各个国家都是比较普遍的。目前的文献研究表明,政治关系有利于公司获得各种好处,如贷款融资的便利性、税收优惠、陷入财务困境时获得政府救助以及克服行业进入壁垒等,进而提升公司价值。具体的研究综述可参见吴文锋、吴冲锋和刘晓薇(2008)。

业数据、多元化投资数据, 以及公司政治关系数据均来源于对上市公司年报中披露的关联方、业务分部报告和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(2007)编制的《中国市场化指数》。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, 构造了如下两个基本检验模型:

模型一:

$$Investment_{i,t} / JointDum_{i,t} / DiverDum_{i,t} = \alpha + \beta_1 social\ capital + \beta_2 provincial - controls_{i,t-1} + \beta_3 firm - controls_{i,t-1} + \beta_4 industry + \beta_5 year + \epsilon_{i,t}$$

模型二:

$$Investment_{i,t} / JointDum_{i,t} / DiverDum_{i,t} = \alpha + \beta_1 social\ capital \times PcDum + \beta_2 social\ capital \times (1 - PcDum) + \beta_3 provincial - controls_{i,t-1} + \beta_4 firm - controls_{i,t-1} + \beta_5 industry + \beta_6 year + \beta_7 PcDum + \epsilon_{i,t}$$

模型中各有关变量的定义见表1。为避免内生性问题, 在模型中, 公司政治关系变量和省际控制变量以及公司层面控制变量都滞后一期。

表1 变量定义及计算方法

含义	变量名	变量定义
因变量		
对外投资	Investment	旧准则:(短期投资+长期投资)/总资产 新准则:(交易性金融资产+可供出售+持有到期+长期股权投资)/总资产
股权投资类型	JointDum	设立合营公司取1, 否则取0
多元化投资	DiverDum	多元化经营取1, 否则取0
解释变量		
社会资本1	Social capital 1	中国各省守信状况调查
社会资本2	Social capital 2	各省人均无偿献血率(工具变量)
政治关系	PcDum	董事长或总经理曾经或现在政府, 或人大或政协工作, 则认定为有政治关系公司, 标示为1, 否则取0
省际控制变量		
金融发展水平	FinDum	当样本公司当年所在省份得分高于全国平均水平取1, 否则取0
法律保护水平	LawDum	当样本公司当年所在省份得分高于全国平均水平取1, 否则取0
公司控制变量		
公司规模	Size	Log(公司总资产)
可支配现金流	CF	(公司当年折旧前的营业性利润-税收总额-短期和长期负债的利息总额-普通股股利)/当年年初的固定资产净值
成长性	Growth	当年营业收入/上年营业收入-1
公司年龄	Age	log(当年年份-公司注册年年份)
股权结构	Top	第一大股东持股比例
企业性质	Pridum	民营企业取1, 否则取0

1. 被解释变量

本文涉及的公司投资决策变量主要是对外投资变量、股权投资类型变量以及多元化投资变量。

具体度量方法如下:

(1) 对外投资决策变量 Investment: 以对外投资比率来衡量, 等于对外投资额与总资产的比值。¹

(2) 股权投资类型决策变量 JointDum: 以是否设立合营公司来表示, 若年报中关联方披露有下属合营公司, 则取 1; 否则取 0。

(3) 多元化投资决策变量 DiverDum: 以公司是否多元化经营来表示, 参考 Servaes(1996)的方法, 若年报中披露业务分部^④个数大于 1, 且各分部属于不同行业, 则认为企业多元化经营, 变量取 1; 否则取 0。

2. 解释变量

(1) 社会资本变量 Social capital: 社会资本领域的多数研究, 如 Putnam(1993), Guiso et al(2004)等, 一般认为社会资本较高的地方其主要特征就是人与人之间的互信程度较高。而 Knack 和 Keefer(1997)在其经典性研究中, 也将一国的社会资本水平度量为该国人民的诚信程度, 具体而言, 就是在世界价值观(World Value Survey)的调查研究中, 一个国家中有多少百分比的被调查者认为“大多数人是值得信任的”。借鉴前人的研究, 并且考虑到本文所要研究的问题是我国上市公司在各省区的投资问题, 本文将各省的社会资本水平度量为各省企业守信程度。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 15,000 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作了排名。本文借用张维迎和柯荣住(2002)的数据度量我国大陆各省市自治区的信任度。

社会公德也被公认为是社会资本的重要组成部分(Putnam, 1993; Guiso et al, 2004)。Guiso et al(2004)研究认为, 一个地区的无偿献血率能够反映一个社会人们的公德心, 因此本文选用 2000 年我国各省无偿献血率指标作为社会资本测度的另一个替代指标, 在稳健性检验过程中作为工具变量使用。^④各省无偿献血率是以一省当年无偿献血毫升数除以该省人口数来计算得到。考察信任度指数与无偿献血率之间的相关性, 结果发现两个指标之间的相关系数高达 0.855, 这说明一个地区的人民公德心越强, 则该地区企业越守信用。

(2) 政治关系变量 PcDum: 对公司政治关系的刻画采取国际上研究文献通用的方法, 如 Faccio(2006)的定义是, 只要公司的控股股东或高管是国会议员、总理或跟某位高官以及政党有紧密联系都认为是政治关系。国内学者吴文锋等(2008)、吴文锋等(2009)同样将公司的政治关系定义为高管的政府背景, 即公司的董事长或总经理曾经在中央或地方各级政府或军队等其他部门任过职。与以上研究类似, 本文将公司的政治关系定义为公司的董事长或总经理是否是人大、政协委员或者曾经在政府部门任职, 如果具备这种任职经历, PcDum 取 1; 否则取 0。

3. 控制变量

(1) 省际控制变量: 由于社会资本变量在地区间的差异可能还反映了各地经济、金融发展的差异信息, 如果不对各地区的发展水平因素加以控制, 那么很可能得出的是伪结果, 而且公司的投资决策还可能受到除社会资本之外的其他制度变量的影响。为了尽可能控制其他省际制度变量对投资决策的作用, 本文在模型中加入各省金融发展和法律保护制度变量。省际制度变量数据来源于樊纲等(2007)编制的《中国市场化指数》,^⑤ 本文选取其中“金融业的市场化”指数代表我国各省区的

¹ 由于 2007 年施行新会计准则, 对外投资的会计科目发生重大调整, 因此 2005 年、2006 年的数据依据旧会计准则计算, 2007 年的数据依据新会计准则计算。

^④ 我国企业会计准则(CAS)规定: 销售额、资产或利润超过企业总额 10% 的业务应在业务分部中详细披露。

^⑤ 无偿献血率并没有包括西藏自治区的数据, 为了不损失西藏自治区上市公司的观测值样本, 本文将西藏自治区的无偿献血率设定为 0。

^⑥ 由于樊纲等(2007)中披露的全国各地区市场化数据截止到 2005 年, 本文中 2006 年的变量以 2005 年的数据近似替代。

金融发展水平, 选取“律师人数与当地人口的比例”这一指标代表各省区的法律保护水平。以上两个指数的得分越高, 表示地区的金融发展水平和法律保护水平越高。本文用虚拟变量 FinDum 表示地区金融发展水平, 若上市公司所在省份的当年得分高于全国平均得分, 则 FinDum 取 1; 否则为 0。同样, 本文用虚拟变量 LawDum 表示地区法律保护水平。

(2) 公司控制变量: 参考有关公司投资决策方面的文献, 本文选取了多个与投资决策相关的公司层面控制变量, 包括: 公司规模 Size, 可支配现金流 CF, 成长性 Growth, 公司年龄 Age, 第一大股东持股比例 Top, 企业性质 Pridum。

(3) 其他控制变量: 本文同时采用虚拟变量来控制行业影响和年度影响。行业虚拟变量 Industry 依据中国证监会颁布的《指引》中的行业分类进行设定; 年度虚拟变量 Year 则以不同年份设定。

4. 模型说明

模型一用于检验我国大陆各省的社会资本对上市公司投资决策的影响, 这些投资决策包括: 第一, 是否倾向于对外投资? 第二, 是否与其他企业设立合营企业? 也就是股权投资类型选择; 第三, 是否进行多元化投资? 根据本文的理论假设, 我国各省区的社会资本会显著地影响着当地上市公司的投资决策: 在社会资本水平较高的地区, 公司进行对外投资的比例更高, 与其他公司设立合营企业的意愿更强, 而且更可能进行多元化投资。如果假设成立, 则对应于对外投资比率 (Investment)、是否合营 (Jointdum)、是否多元化 (Diverdum) 三个因变量, 可以预期模型一中的 β_1 显著为正。

模型二用于验证社会资本与政治关系的相互替代作用。根据本文的理论预期, 如果公司具有政治关系, 则社会资本对公司投资决策的影响力会大大减弱。如果假设成立, 则相对于不同的投资决策变量, 模型二中交乘项 Social capital \times PcDum 的系数 β_1 会显著小于另一个交乘项 Social capital \times (1 - PcDum) 的系数 β_2 , 表明具备政治关系的公司其投资决策对社会资本的依赖程度要显著低于没有政治关系的公司。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计结果

1. 各省区社会资本

图 1 是社会资本的度量指标——信任度在全国各地区的分布情况。如图所示, 我国不同地区的社会资本存在着较大的差异, 发展不平衡。

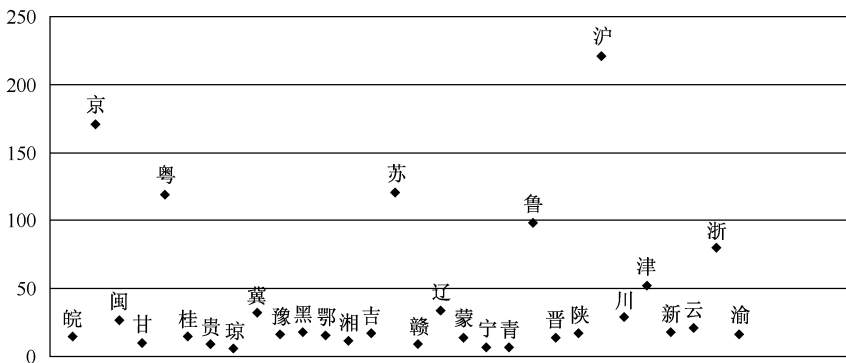


图 1 各地区信任得分

2. 主要变量的描述性统计

将总样本按照社会资本的高低(以信任度衡量)分成两组,得到相关变量的描述性统计结果如表2所示。

由表2看出,平均而言,高社会资本地区的公司对外投资比例和多元化投资程度显著高于低社会资本地区的公司,这一结果初步证实了本文的研究假设。但设立合营企业的公司比例并没有因所在地区的社会资本水平高低而存在明显差异。从表2的结果来看,公司的政治关系并不受社会资本高低的影响,但在社会资本水平较高的地区,当地的法律保护水平和金融发展水平也相应较高。另外,从公司特征变量来看,在社会资本较发达的地区,公司规模更大,持股比例更集中,民营企业的比例更高。除此之外的其他变量并无显著性差异。

表2 变量描述性统计

	高社会资本			低社会资本			均值检验
	最小值	最大值	均值	最小值	最大值	均值	P值
Investment	0	0.7902	0.0737	0	0.8751	0.0635	0.0028
JointDum	0	1	0.1419	0	1	0.1290	0.4940
DiverDum	0	1	0.4279	0	1	0.3477	0.0032
PcDum	0	1	0.2047	0	1	0.2199	0.2412
LawDum	0	1	0.4774	0	1	0.1698	< 0.0001
FinDum	0	1	0.8581	0	1	0.5137	< 0.0001
Size	12.3143	27.1111	21.2853	17.0825	24.7277	21.0859	< 0.0001
CF	-381.8	60.0896	0.6457	-13.4731	29.0676	0.6953	0.8522
Growth	-1.0455	74.4738	0.2930	-1.0000	16.2753	0.2649	0.6455
Age	0	3.8918	2.2261	0	3.1355	2.2211	0.7666
Top	0.0225	0.9087	0.3990	0.0853	0.8117	0.3829	0.0034
PriDum	0	1	0.3894	0	1	0.3277	< 0.0001

限于篇幅,本文没有报告相关性分析的结果列表,仅报告其中几个重要发现:第一,社会资本(Social capital)与对外投资比率(Investment)、是否合营(JointDum)、是否多元化(DiverDum)等公司投资决策变量呈显著正相关,这与本文的理论假设一致,即社会资本对公司对外投资等决策具有显著的正面影响;第二,社会资本(Social capital)与政治关系(PcDum)呈显著负相关,这一结果也符合本文的预期:在公司投资决策过程中,社会资本与政治关系的作用是可以相互替代的。本文将通过回归分析来进一步验证这些假设。

(二) 回归结果分析

1. 社会资本对公司投资决策的影响

表3报告了模型一、二的估计结果。在以公司对外投资比率为因变量的方程中,本文采用OLS回归方法,在以是否合营和是否多元化为因变量的方程中,则采用Probit模型。¹在模型估计中,本文对模型标准误进行异方差调整和公司观测值自相关调整,以获得较准确的t统计量。

表3的前三列是社会资本对公司投资决策影响的检验结果。其中,列1统计的是各省社会资本水平对当地上市公司对外投资规模的影响结果。从列1的结果来看,在控制省际水平的制度变量、公司特征变量以及年份、行业效应之后,社会资本的系数显著为正,这表明一省的社会资本水平

¹ 本文在估计模型一时,同时采用基于随机效应的面板数据模型进行分析,结论没有发生变化。

越高, 人与人之间的信任度较高, 企业更可能进行对外投资活动。在各种控制变量中, 首先引入的是省际制度变量。结果显示, 法律保护水平对上市公司的对外投资决策有显著影响, 即一省的法律保护水平越高, 则公司对外投资规模越大, 但一省的金融发展水平对公司对外投资决策的影响却显著为负。列 1 中还包括了公司层面的控制变量。结果发现, 在各种公司特征变量中, 研究发现: 如果公司的规模越小、成长性越差、公司成立年份越久、第一大股东持股比例越低, 则公司对外投资的比例越高。

表 3 假设检验结果

因变量 (估计方法)	社会资本对公司投资决策的影响			社会资本与政治关系的替代作用		
	对外投资 OLS	是否合营 Probit	是否多元化 Probit	对外投资 OLS	是否合营 Probit	是否多元化 Probit
Social capital	0.0002** (6.27)	0.0024** (2.85)	0.0014* (2.05)			
Social capital × PcDum				0.0001 (0.79)	0.0011 (0.81)	0.0011 (0.85)
Social capital × (1-PcDum)				0.0002*** (3.87)	0.0027* (2.95)	0.0015 [†] (2.06)
LawDum	0.0103* (2.38)	0.0446 (0.39)	0.0722 (0.72)	0.0098* (1.91)	0.0438 (0.39)	0.0719 (0.71)
FinDum	-0.0118** (-2.92)	-0.0923 (-0.90)	0.0241 (0.29)	-0.0115* (-2.33)	-0.0871 (-0.85)	0.0255 (0.30)
Size	-0.0034* (-1.84)	0.2190** (4.80)	-0.0155 (-0.42)	-0.0035 (-1.65)	0.2170** (4.74)	-0.0164 (-0.45)
CF	-0.0001 (-1.22)	-0.0065 (-0.77)	-0.0158 (-1.14)	-0.0001 (-0.77)	-0.0061 (-0.72)	-0.0157 (-1.14)
Growth	-0.0014* (-1.89)	-0.0314 (-0.82)	-0.0273 (-1.08)	-0.0014 (-1.55)	-0.0314 (-0.85)	-0.0276 (-1.10)
Age	0.0180** (3.77)	0.1740 (1.16)	0.2460* (1.96)	0.0186** (2.51)	0.1670 (1.12)	0.2440 (1.95)
Top	-0.0283** (-2.34)	-0.3790 (-1.07)	-0.3670 (-1.33)	-0.0305 (-1.19)	-0.3850 (-1.09)	-0.3670 (-1.33)
PriDum	0.0014 (0.36)	-0.1190 (-1.15)	-0.1730* (-2.04)	0.0010 (0.14)	-0.124 (-1.20)	-0.1730* (-2.05)
PcDum				0.0083 (0.96)	0.1400 (0.88)	0.1590 (1.24)
Industry & Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3745	3745	3745	3745	3745	3745
Adj R ² /Pseudo R ²	0.0776	0.0690	0.0440	0.0781	0.0717	0.0462

注: 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% 水平上显著。

表 3 中列 2 统计的是各省社会资本水平对当地上市公司设立合营企业决策的影响结果。Probit 的回归结果显示, 在控制各种可能影响因素之后, 社会资本 Social capital 的系数始终为正, 而且在 1% 水平上显著, 这说明在社会资本水平较高的地方, 社会互信水平较高, 因此上市公司与其

他企业设立共同控制的合营企业的概率更大。从控制变量的结果来看,除了公司规模,其他公司特征变量和省际控制变量对公司设立合营企业的选择都不产生影响。对此的解释可能是,公司是否与其他企业设立共同控制的合营企业,最关键的考虑因素就在于彼此间的信任,对于设立合营企业这种利益关系难以靠诸如法律保护等因素来平衡的股权投资类型,社会资本的作用尤显重要。

表3的列3检验的是各省社会资本水平如何影响企业的多元化投资选择。与前述结果一致,社会资本的影响系数始终显著为正,说明在社会资本水平较高的地方,人际间的信任度较高,因此上市公司进行多元化投资的概率较大。在各种控制变量中,省际控制变量的影响虽然为正,但不显著,公司特征变量中只有公司成立年份与企业性质影响企业多元化投资的概率,即公司成立时间越长,公司进行多元化投资的可能性越大,而且国有企业更可能进行多元化投资,这与洪道麟、熊德华(2006)以及陈信元、黄俊(2007)的研究结论是相吻合的。

总体而言,模型一的统计结果相当稳健。与本文的研究假设1、2、3相一致,在控制各种影响因素之后,一省的社会资本水平显著影响着当地上市公司的投资决策:在社会资本水平较高的省份,当地上市公司对外投资的比率更高,更可能与其他公司设立合营企业,进行多元化投资的意愿更为强烈。

2. 社会资本与政治关系的替代作用

表3后三列检验了公司的政治关系是否影响我国上市公司在进行投资决策时对社会资本的依赖程度。本研究具体考察了下列投资活动:对外投资决策、股权投资类型决策和多元化投资决策。

表3的结果显示,在三种投资活动中,一省社会资本与公司政治关系交乘项 $Social\ capital \times PcDum$ 的回归系数 β_1 虽然为正值,但都没有通过显著性检验,而 $Social\ capital \times (1 - PcDum)$ 的回归系数 β_2 却始终显著为正,而且从系数值上来看, β_2 均大于 β_1 。这一结果表明,在公司制定投资决策的过程中,社会资本与政治关系这两种影响机制是可相互替代的:在公司没有政治关系可以利用的情况下,社会资本在公司投资决策过程中发挥着重要的影响作用;但当公司建立起政治关系,由于公司可以利用政治关系通过对不守信行为的行政法律惩罚机制来减少合作中违约现象的发生,因此公司在决策时会比较多地依赖政治关系资源,较少地,甚至不考虑投资地社会资本水平的高低。这一结论支持本文的研究假设4。¹此外,模型二中控制变量的影响与模型一基本一致。

五、稳健性检验

正如 Ang et al (2009)所指出的,前述分析可能存在“逆向因果问题”(Reverse Causality),也就是说不是较高的社会资本吸引了公司进行投资,而是企业的投资活动提高了当地的社会资本水平。此外,也可能存在一个“遗漏变量”同时决定了社会资本和企业投资,从而导致二者存在正相关关系。为了解决这个问题,参考 Ang et al (2009)的研究,本文采用工具变量法,选择的工具变量是一个省份的无偿献血率。根据 Guiso et al (2004)的研究,无偿献血率反映一个地区人们的公德心,一个讲公德的社会,其社会资本水平也比较高。而最重要的是,无偿献血率不受企业投资的影响,所以能够避免“逆向因果问题”的干扰。表4是采用工具变量法对本文需要研究的两个问题的实证检验结果。表4最后一行披露了工具变量的有效性检验值——第一阶段回归方程的偏R²和偏F统计量。结果显示,无偿献血率是非常有效的工具变量,而且本文的研究结果是稳健的,采用无偿献血

¹ Williams (2009)认为,在离散变量模型中,如果比较不同子样本之间某个变量的显著性差异,采用传统估计方法,可能会因为分样本回归的异方差问题,令估计结果发生较大偏误。为此,本文参考 Williams (2009)的研究,采用 Heterogeneous Choice Model 对以是否合营和是否多元化为因变量的模型二重新进行系数 β_1 和 β_2 的比较。结果显示, Heterogeneous Choice Model 的估计结果并没有改变原有结论。

率作为工具变量并没有改变本文的基本结论。¹

表 4 稳健性检验结果——工具变量法

因变量	对外投资 (Investment)		是否合营 (JointDum)		是否多元化 (DiverDum)	
	1	2	3	4	5	6
Instrument Variable	0.0002 ^{***} (2.98)		0.0019 ^{***} (2.84)		0.0014 ^{**} (2.83)	
Instrument Variable × PcDum		0.0002 (1.67)		0.0016 (1.01)		0.0004 (0.74)
Instrument variable × (1-PcDum)		0.0002 ^{**} (3.24)		0.0020 ^{***} (2.87)		0.0017 ^{***} (2.74)
LawDum	0.0127 [*] (2.58)	0.0128 ^{**} (2.58)	0.0558 (0.97)	0.0584 (1.01)	-0.0056 (-0.09)	-0.0027 (-0.04)
FinDum	-0.0116 ^{**} (-2.29)	-0.0117 [*] (-2.28)	0.0351 (0.53)	0.0326 (0.50)	0.0854 (1.27)	0.0813 (1.23)
Size	-0.0046 ^{**} (-2.15)	-0.0046 ^{**} (-2.19)	0.0511 (1.26)	0.0508 (1.25)	-0.0349 (-1.53)	-0.0366 [*] (-1.65)
CF	-0.0001 (-0.56)	-0.0001 (-0.57)	0.0045 [*] (1.92)	0.0044 ^{**} (1.99)	-0.0017 (-0.60)	-0.0018 (-0.64)
Growth	-0.0015 [*] (-1.71)	-0.0015 [*] (-1.71)	-0.0075 (-0.96)	-0.0076 (-0.95)	-0.0231 (-0.98)	-0.0235 (-1.02)
Age	0.0210 ^{**} (2.74)	0.0210 ^{**} (2.70)	0.0630 (0.53)	0.0627 (0.52)	0.2150 ^{**} (2.01)	0.2170 ^{**} (1.98)
Top	-0.0258 (-1.00)	-0.0258 (-1.01)	-0.2570 (-1.01)	-0.2630 (-1.02)	-0.1790 (-0.70)	-0.1760 (-0.67)
PriDum	0.0031 (0.44)	0.0030 (0.41)	-0.0300 (-0.26)	-0.0378 (-0.32)	-0.1270 (-1.37)	-0.1360 (-1.45)
PcDum		0.0028 (0.36)		0.0971 (0.66)		0.1540 [*] (2.39)
Industry & Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3745	3745	3745	3745	3745	3745
Adj R ² /Pseudo R ²	0.0805	0.0806	0.0220	0.0227	0.0387	0.0404
Partial R2	0.7225		Partial F (P 值)		9469.02(0.0000)	

注: 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% 水平上显著。

六、结论与建议

由于中国地域辽阔, 而且各地区间社会文化因素差异颇大, 导致中国各地区间社会资本水平存

¹ 无偿献血率也可能受到其他因素的深刻影响, 导致其不能恰当地反映当地居民的道德水平, 如不同地区的城市化程度差异也可能是导致不同地区间居民无偿献血率差异的重要因素。为此, 本文在稳健性检验中控制城市化的影响, 城市化率= 地区的城市人口/该地区的总人口。结果显示, 在控制城市化率的影响后, 无偿献血率仍然是有效工具变量, 而且文章的基本结论没有发生改变。

在很大差异。这一独特的社会文化环境,为本文直接研究社会资本在企业投资决策层面的作用提供了极为理想的样本。基于此,本文以2005—2007年在深沪两市上市的A股公司作为研究样本,系统考察了我国各省社会资本水平的差异对各地公司对外投资决策、股权投资类型选择决策以及公司多元化投资决策等行为产生的影响。为了更清楚地了解社会资本在公司投资决策过程中的作用机制,本文还进一步考察了上市公司的政治关系对地区社会资本作用效果的影响。本文的主要研究结论如下:


(1) 社会资本显著而广泛地影响着我国上市公司的投资决策:在控制了各省的法律保护水平、金融发展水平以及各种公司特征影响因素之后,相比于社会资本水平较低的省份,在社会资本水平较高的省份,当地上市公司更倾向于对外投资,也更愿意与其他企业组成共同控制的合营企业,而且其多元化投资的意愿更强。

(2) 社会资本与政治关系在影响公司投资决策方面的作用是可相互替代的:在公司没有政治关系可资利用的情况下,社会资本会显著影响公司的各种投资决策;但当公司存在政治关系可以利用时,具有政治背景的公司的投资决策对社会资本水平的依赖程度就会大大降低,因为对于那些具有政治关系的公司而言,他们可以利用基于政治权力的行政或法律制裁等严厉的惩罚机制,来应对合作中的不诚信行为,所以他们在投资决策中可以较少、甚至不考虑社会资本的因素。

本文的结果具有如下重要启示:首先,通过政府的政策支持和舆论引导提高一个国家或地区的社会资本水平,加强以“社会互信、社会公德和团队合作精神”等为主要内容的社会“精神文明”建设,改善投资软环境,也是促进本地投资、吸引外来投资不可忽视的有效措施之一;其次,本文的结论为当前学术界的一场名为“中国之谜”的学术争论提供了新的证据支持。在法律保护相对薄弱的中国,近30年来其经济发展速度之所以名列世界前茅,可能的原因就是中国存在相应的法律保护替代机制。儒家文化熏陶下较高的社会资本水平,以及政商和谐的政治关系,都是法律保护之外十分重要的替代性投资保护机制,是促进社会投资,进而推动经济发展的文化源泉。

参考文献

- 陈信元、黄俊,2007:《政府干预、多元化经营与公司业绩》,《管理世界》第1期。
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2007:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年度报告》,经济科学出版社。
- 洪道麟、熊德华,2006:《中国上市公司多元化与企业绩效分析》,《金融研究》第11期。
- 罗党论、唐清泉,2009:《中国民营上市公司的制度环境与绩效问题研究》,《经济研究》第2期。
- 孙铮、刘凤委、李增泉,2005:《市场化程度、政府干预与企业债务期限结构》,《经济研究》第5期。
- 吴超鹏,2009:《知识产权保护薄弱的国家如何发展高科技产业?——来自中国高科技企业的理论与实证证据》,博士学位论文,厦门大学管理学院。
- 吴文锋、吴冲锋、刘晓薇,2008:《中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值》,《经济研究》第7期。
- 吴文锋、吴冲锋、芮萌,2009:《中国上市公司高管的政府背景与税收优惠》,《管理世界》第2期。
- 张俊生、曾亚敏,2005:《社会资本与区域金融发展》,《财经研究》第4期。
- 张维迎、柯荣住,2002:《信任及其解释:来自中国的跨省调查分析》,《经济研究》第10期。
- Adler, P., and Kwon, S., 2009, “Social Capital: the Good, the Bad, and the Ugly”, Marshall Research Paper Series Working paper.
- Allen, F., Qian, J. and Qian, M., 2005, “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77(1): 57—116.
- Ang, J., Cheng, Y., and Wu C., 2009, “Social Capital, Cultural Biases, and Foreign Investment in Innovation: Evidence from China”, Working paper, Florida State University.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, T., 2007, “The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital”, ECGI Working Paper.
- Coleman, J., 1990, *Foundations of Social Theory*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Faccio, M., 2006, “Politically Connected Firms: Can They Squeeze the State?”, *American Economic Review*, 96, pp. 369—386.

- Fukuyama, F., 1995, *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, New York: Free Press.
- Gambetta, D., 1988, *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*, Blackwell, Cambridge.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2004, "The role of Social capital in Financial Development", *American Economic Review*, 94, pp. 526—556.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2008a, "Trusting the Stock Market", *Journal of Finance*, 63, pp. 2557—2600.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2008b, "Cultural Biases in Economic Exchange", *Quarterly Journal of Economics*. Forthcoming.
- Kaufmann, D., Kraay, A., and Mastruzzi, M., 2003, "Governance Matters  Governance Indicators for 1996—2002", *World Bank Policy Research Report Series* 3106, Washington, D. C.
- Knack, S., Keefer, P., 1997, "Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross Social Capital: its Origins and Applications in Modern Sociology", *Annual Review of Sociology*, 24, pp. 1—24.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny R., 1997, "Trust in Large Organization", *American Economic Review*, 87, pp. 333—338.
- Martin, J. D. and Sayrak, A., 2003, "Corporate Diversification and Shareholder Value: a Survey of Recent Literature", *Journal of Corporate Finance*, 9, pp. 37—57.
- Park, S.H., and Luo Y., 2001, " Guanxi and Organizational Dynamics: Organizational Networking in Chinese Firms", *Strategic Management Journal*, 22, pp. 455—477.
- Putnam, R., 1993, "Marking Democracy Work Civic Traditions in Modern Italy", Princeton University Press.
- Servaes, H., 1996, "The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave", *Journal of Finance*, 51, pp. 1201—2225.
- Williams, R., 2009, "Using Heterogeneous Choice Models to Compare Logit and Probit Coefficients Across Groups", *Sociological Methods & Research*, 37(4), pp. 531—559.

Social Capital, Political Connections and Corporate Investment Decision

Pan Yue^a, Dai Yiyi^b, Wu Chaopeng^b and Liu Jianliang^a

(a: Department of Finance, School of Economics, Xiamen University; b: School of Management, Xiamen University)

Abstract: This paper introduces the sociological concept of "social capital", and for the first time ever, empirically studies the influence of the different levels of social capital of Chinese provinces on outward investment decisions, selection of the desired type of equity investment, and investment diversification decisions, from a micro perspective. Furthermore, we conduct an in-depth analysis of the interchangeability of the roles of social capital and corporate political connections in corporate investment decisions. We find that in provinces with higher levels of social capital, public-listed companies are more inclined towards outward investment and more willing to form joint ventures with other enterprises and show a stronger desire to diversify their investments. We also find that the roles of social capital and political connections are interchangeable in corporate investment decisions; in other words, when no political connections are available, social capital tends to have a stronger influence on the company's investment decision, and vice versa. Our study has not only enriched the research of social capital in the context of financial science, but also opened up a new field in the interdisciplinary research of social capital and political connections.

Key Words: Social Capital; Political Connections; Investment Decision

JEL Classification: M110, M140, L290

(责任编辑: 晓喻)(校对: 梅子)