

经济政策不确定性、党组织参与公司治理与民营企业固定资产投资

叶永卫 云 锋 袁 溥*

摘要: 基于政策传导视角,本文系统考察了党组织参与公司治理如何影响民营企业的投资-政策不确定性敏感度。实证结果显示,当党组织参与公司治理时,经济政策不确定性对民营企业固定资产投资的抑制作用被显著弱化;且该效应在市场化程度高的地区和融资约束轻的企业中更为凸显。进一步研究发现,党组织参与公司治理的作用效果还会因党组织参与公司治理的方式不同而存在显著差异,具体表现为:当党组织参与公司董事会治理或管理层治理时,经济政策不确定性对固定资产投资的抑制作用被显著弱化;而当党组织参与公司监事会治理时,该效应并不存在。作用机制检验发现,党组织参与公司治理有助于提升民营企业的政策信息获取能力和理解能力,从而降低了企业层面的不确定性。本文结论表明,党组织参与公司治理可以帮助民营企业及时获取并准确理解政策信息、掌握政府经济调控方向,从而缓解经济政策不确定性对企业投资的负向冲击。

关键词: 党组织参与公司治理;政策不确定性;企业投资;政策传导

一、引言

自改革开放以来,中国的经济发展取得了举世瞩目的成就,年均GDP增长率一度高达10%以上,被称为中国经济增长奇迹。然而2012年以后,中国经济发展进入新常态,GDP增速和全社会固定资产投资增速开始放缓,表现为:GDP增长率从2012年的9.4%降至2019年的6.1%,全社会固定资产投资增速从2012年的20.9%下降到2019年的5.4%。^①与此同时,伴随着经济发展进入新常态,前期经济高速增长所掩盖的一系列结构性问题逐步凸显,例如经济金融化趋势加剧、企业杠杆率居高不下,等等(张成思、张步昙,2016)。在此背景下,为了重构中国经济增长的内生动力并提高经济发展质量,中国政府于2015年11月实施

*叶永卫,上海财经大学公共经济与管理学院,邮政编码:200433,电子信箱:yeyongwevip@163.com;云锋,华南师范大学经济与管理学院,邮政编码:510006,电子信箱:2019010014@m.scnu.edu.cn;袁溥(通讯作者),北京师范大学国际商务与管理研究中心(珠海),邮政编码:519087,电子信箱:yuanpu@bnuz.edu.cn。

本文得到上海财经大学研究生创新基金项目“固定资产加速折旧政策的就业创造效应”、广州市哲学社会科学规划课题“儒家文化影响企业债券信用利差的理论和实证研究”(项目编号:2021GZGJ43)的资助。感谢《经济评论》编辑部开放日·审稿快线第5期评审专家的宝贵意见,作者文责自负。

①GDP增长率和全社会固定资产投资增速的相关数据来源于国家统计局。

了供给侧结构性改革,旨在调整经济结构,促使各种生产要素实现最优配置。在经济结构调整期间,一系列与改革相关的产业政策、财政政策和货币政策相继实施。政策的频繁出台致使实体企业无法较好地掌握政策的调控方向,由此企业面临经济政策不确定性(Liu and Zhang, 2020)。特别是对于民营企业,经济政策不确定性影响了其投资信心与预期(李凤羽、杨墨竹, 2015;谭小芬、张文婧, 2017),导致民营企业固定资产投资大幅减少。

通常来说,为了最大化政策效果,政府部门在进行宏观经济调控时,会致力于向企业传递经济政策信号以减少信息不对称,促使企业形成稳定预期。因此,建立起政府部门与微观主体之间的信息沟通渠道能够有效降低经济政策不确定性(林建浩等, 2017),继而重塑民营企业的投资信心与预期。作为中国共产党的“神经末梢”,企业基层党组织在微观企业层面贯彻党和国家的意志与政策主张,发挥着“把方向、管大局、保落实”的政治领导作用(魏下海等, 2015)。2021年1月28日,中共中央政治局会议强调,要加强党对基层治理的领导,将基层党组织的政治优势、组织优势转化为治理效能。那么,党组织参与公司治理能否成为政府部门与民营企业的信息沟通桥梁,帮助民营企业获取更多当前宏观经济政策的具体信息,从而缓解经济政策不确定性对企业固定资产投资的负面影响?本文试图通过回答这一问题,剖析党组织参与公司治理在政策信息获取方面的特殊作用。

相较于前期文献,本文的边际贡献主要体现在以下几个方面:第一,丰富了政企关系领域的研究文献。尽管诸多前期文献研究了政府实施宏观经济调控政策对微观企业行为决策的影响(何捷等, 2017;陈小亮、陈伟泽, 2017;李广众、贾凡胜, 2020),但鲜有文献关注到企业政策信息获取能力和理解能力在政策传导过程中的重要性。本文研究发现,党组织参与公司治理可以帮助民营企业提升政策信息获取能力和理解能力,从而缓解经济政策不确定性对企业投资的负向冲击,这一工作有助于丰富和拓展该领域的研究文献。第二,揭示了党组织参与公司治理的政策传导作用。现有党组织治理的相关文献侧重于探讨党组织治理对企业的监督治理作用(马连福等, 2013;郑登津等, 2020),本文则揭示了党组织参与公司治理的政策传导作用,扩展了对党组织参与公司治理经济后果的认识边界。第三,具有一定的政策启示意义。在全球经济低迷和新冠肺炎疫情蔓延双重压力叠加的现阶段,调整宏观经济政策以刺激实体经济成为政府部门的首要工作之一。本文的研究结果表明,政府在实施宏观经济调控时,应当充分发挥党组织在政府部门与微观企业间的信息桥梁作用,构建必要的政策传导机制,这对于稳定民营企业投资预期和信心、维持国民经济的稳定增长具有重要意义。

本文余下内容安排如下:第二部分为文献综述与研究假说,对相关的文献进行回顾并在此基础上提出本文的研究假说;第三部分为研究设计,对计量模型、变量定义、数据来源和变量的描述性统计等进行了详细介绍;第四部分报告并解释了实证分析的结果,包括基准回归结果、一系列稳健性检验结果以及异质性分析结果;第五部分为全文总结,结合理论分析和实证结果提出政策建议。

二、文献回顾与研究假说

(一) 文献回顾

本文的核心问题是党组织参与公司治理如何影响民营企业的投资-政策不确定性敏感

度,因而与以下两支文献紧密相关。

第一支文献探讨了党组织参与公司治理的经济效应。由于党组织参与公司治理是具有中国特色的公司治理制度,这支文献主要以中国企业作为研究对象并重点探讨了党组织参与公司治理的监督治理效应。大量文献的研究结果表明,党组织参与公司治理能够发挥显著的监督治理效应,例如抑制国有企业高管攫取超额薪酬(马连福等,2013;陈仕华等,2014)、提升财务审计需求(程博等,2017)、在董事会表决中起到监督制衡作用(柳学信等,2020);除此之外,党组织参与公司治理还能够一定程度上抑制国有资产流失(陈仕华、卢昌崇,2014)、防止国有企业过度投资(郭宏等,2020)、减少企业盈余管理(郑登津等,2020)、加强内部控制的有效性并提升企业经营绩效(何晓斌、柳建坤,2020;柳学信等,2020)。通过文献梳理可知,尽管有少数文献探讨了党组织参与公司治理对企业投资的影响,但其研究对象大多是国有企业,并且聚焦于党组织参与公司治理的监督治理效应,而对于党组织参与公司治理在民营企业中的作用,以及党组织参与公司治理是否具有政策信息获取优势,从而发挥党组织在企业中“把方向、管大局、保落实”的重要作用则鲜有讨论。因此,十分有必要从政策传导视角考察党组织参与公司治理的经济效应,以丰富和拓展现有文献。

第二支文献考察了经济政策不确定性对企业投资决策的影响。这支文献均以实物期权理论作为分析工具,并一致认为经济政策不确定性会强化企业的谨慎性,从而显著抑制企业固定资产投资。上述观点不仅得到来自美国等发达经济体经验数据的支持(Baker et al., 2016; Gulen and Ion, 2016; Kim and Kung, 2017),而且也与中国等发展中国家的实证结果相吻合(李凤羽、杨墨竹,2015;谭小芬、张文婧,2017)。特别地,部分文献还进一步考察了资产可逆性、融资约束以及政治关联等因素对企业投资-政策不确定性敏感度的调节作用,认为融资约束的存在将进一步强化经济政策不确定性对固定资产投资的抑制作用,而当企业资产可逆性越高或者企业拥有政治关联时(Gulen and Ion, 2016;谭小芬、张文婧,2017;刘贯春等,2019),经济政策不确定性对固定资产投资的抑制作用将被弱化(Wang et al., 2014; Wellman, 2017; Pham, 2019)。

通过梳理可知,上述文献的侧重点在于剖析经济政策不确定性对企业投资决策的整体效应以及企业固有特征的调节作用,很少涉及组织治理形式是否以及如何影响企业投资-政策不确定性敏感度。与西方发达国家不同,党组织参与公司治理是中国企业一大特色所在(马连福等,2013;陈仕华、卢昌崇,2014)。党组织参与公司治理是否以及通过何种渠道影响了企业投资-政策不确定性敏感度尚未得到足够关注,而且回答这一问题对于不确定性背景下的政策设计具有重要意义。因此,本文试图基于中国非金融类民营上市公司的面板数据,实证检验党组织参与公司治理对企业投资-政策不确定性敏感度的影响,并从政策传导视角提供一种理论解释。

(二) 研究假说

进入经济新常态以后,中国的经济增速明显放缓,GDP增长率由2012年的9.4%下降至2020年的2.3%。因此,为推进国民经济由高速增长阶段向高质量发展阶段转变,重构中国经济增长的内生动力,政府部门推行了一系列的改革举措(如供给侧结构性改革等)。在这一过程中,财政政策和货币政策的频繁出台,致使公众和实体企业既无法对现行的宏观经济

政策形成一致预期,也无法准确把握政府部门未来的调整方向,经济政策不确定性由此产生(李凤羽、杨墨竹,2015;Gulen and Ion,2016;刘贯春等,2019)。在经济政策不确定性背景下,企业投资项目前景不明,因而减少当前固定资产投资是企业的最佳选择(谭小芬、张文婧,2017)。尤其是对于民营企业而言,在面临经济政策不确定性风险时,它们往往会表现出更强的警惕性(于蔚等,2012),从而延迟固定资产投资的倾向更大。

在经济政策不确定性背景下,民营企业之所以表现出更强的警惕性,根源在于民营企业对政府的宏观经济调控政策理解不足甚至是理解错误(Aidis et al.,2008)。实物期权理论强调,面临不确定性风险时,企业倾向于在投资之前获得有关该项目的更多信息,这表明由延迟投资带来的信息积累有利于增加投资的价值(Bloom,2009;刘贯春等,2019)。因而不难理解,不具有政策传导优势的民营企业会表现出更强的警惕性,延迟当前投资。所以,为了降低经济政策不确定性对民营企业固定资产投资的抑制作用,需要建立起政府部门与企业之间的政策传导机制,以增强民营企业对经济调控政策信息的获取能力和理解能力。

作为政府部门与民营企业之间的桥梁,企业党组织承担着企业与各级政府党委之间的政策传导、信息交流等任务(蒋铁柱、沈桂龙,2006),因而党组织参与公司治理将有助于民营企业获取并理解政策信息,从而消除经济政策不确定性对固定资产投资的负面影响。具体而言,一方面,党组织参与公司治理促使民营企业决策层能够更加及时地获取当前的经济政策信息。为最大化政策效果,政府部门在实施经济政策时,需要最大程度地减少信息不对称,促使公众和企业形成稳定预期(Schuler et al.,2002;王宇伟等,2019)。此时,企业党组织自然而然成为政策制定者向民营企业内部传递经济政策信号的重要渠道,帮助企业管理层了解包括时间安排、调整方向在内的政策实施细节。此外,企业领导者由于自身的党员身份,平时对中央的方针政策变化持有较高的敏感性和关注度,会主动了解政策调控信息。另一方面,党组织参与公司治理还有助于民营企业决策层更加准确地理解当前的政策信号。具备党员身份的领导者强调对中央政府方针政策的关注和党中央治国理政思想的学习,这促使企业管理层拥有较高的政策理解能力。加之,企业党组织会定期开展组织活动,召开集中学习会议,对党员员工尤其是领导者进行党的知识教育,传达并学习中央和上级党组织的文件,这有助于进一步强化企业管理层的政策理解能力。因此不难理解,党组织参与公司治理能够帮助企业较为准确地把握和判断当前的经济政策信息并及时纠正认知偏差,从而增强民营企业对经济政策的理解能力,更好把握政府未来的发展战略。综上所述,党组织参与公司治理一方面提高了民营企业的政策信息获取能力,另一方面增强了民营企业的政策信息理解能力,从而缓解经济政策不确定性对企业投资决策的负面影响。基于此,本文提出如下待检验假说:

研究假说:党组织参与公司治理可以缓解经济政策不确定性对民营企业固定资产投资的抑制作用。

三、研究设计

(一) 计量模型

由前文理论分析可知,党组织参与公司治理可以缓解经济政策不确定性对民营企业固定资产投资的抑制作用。为对这一理论假说进行验证,本文借鉴 Kim 和 Kung(2017)、刘贯

春等(2019)的方法,构建如下计量模型:

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{it} \times Party_{it} + \alpha_2 Party_{it} + \beta X_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1)式中:下标*i*和*t*分别表示企业和年份;被解释变量*Inv*表示企业的固定资产投资;*EPU*表示经济政策不确定性;*Party*表示党组织参与公司治理;*X*代表一系列企业层面的特征变量。 μ_i 表示个体固定效应,用于控制不随时间变化且不可观测的企业固有特征; γ_t 表示时间固定效应,用于控制影响企业固定资产投资的宏观经济因素。特别地,为消除时间序列相关性和异方差对估计结果造成的潜在影响,本文对回归系数标准误在企业层面进行聚类调整。在计量模型(1)中,估计系数 α_1 是本文关注的重点,它刻画了党组织参与公司治理对民营企业投资-政策不确定性敏感度的影响。结合研究假说,本文有如下预期: α_1 显著大于0,即党组织参与公司治理会显著降低经济政策不确定性对企业固定资产投资的抑制作用。这里需要特别说明的是,经济政策不确定性指数是一个国家层面的时间序列,这就意味着在计量模型(1)中加入时间固定效应之后,*EPU*与时间虚拟变量存在完全共线性,因而模型中不再加入独立项*EPU*。

(二)变量定义

1.被解释变量。本文的被解释变量*Inv*为企业固定资产投资(元)的对数,与既有文献的定义方式一致(刘啟仁等,2019),本文采用购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金支出总额来对企业固定资产投资进行度量。

2.解释变量。本文的核心解释变量为经济政策不确定性与党组织参与公司治理的交互项*EPU*×*Party*,其中对于经济政策不确定性*EPU*,本文将Baker等(2016)提供的中国经济政策不确定性月度指数^①加总至年度层面,然后求平均值再除以100得到经济政策不确定性年度指数;对于党组织参与公司治理*Party*,本文借鉴陈仕华和卢昌崇(2014)的方法,当党组织成员兼任董事会、监事会或管理层成员时,*Party*赋值为1,否则*Party*赋值为0。

3.控制变量。在控制变量方面,本文借鉴既有研究的做法(Kim and Kung,2017;李凤羽、杨墨竹,2015;谭小芬、张文婧,2017;刘贯春等,2019),选取6个企业层面的特征变量,依次包括:托宾Q值、资产负债率、盈利能力、企业规模、企业年龄以及经营现金流。各变量的度量方式如表1所示,这里不再逐一进行说明。

表1 控制变量的定义及说明

变量名	变量符号	变量定义与计算
托宾Q值	<i>TQ</i>	股票市场价值与债务账面价值之和除以企业总资产账面价值
资产负债率	<i>Lev</i>	负债合计除以企业总资产
盈利能力	<i>Roa</i>	净利润除以企业总资产
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产(元)取自然对数
企业年龄	<i>Age</i>	企业成立年限
经营现金流	<i>Cfo</i>	经营活动产生的现金流净额除以企业总资产

^①Baker等(2016)利用文本检索法对《南华早报》进行统计分析,估算出提及“经济”“政策”“不确定性”等关键词的文章比例,进而构建了中国经济政策不确定性的月度指数,详细构建过程参见<http://www.policyuncertainty.com/research.html>。

(三) 数据来源与变量描述性统计

本文选取中国 A 股非金融类民营上市公司作为研究对象,时间跨度为 2007—2019 年。在数据来源方面,企业层面的财务数据来源于国泰安 (CSMAR) 数据库;经济政策不确定性指数则来源于网站 <http://www.policyuncertainty.com/research.html>;党组织参与公司治理的原始数据来源于国泰安 (CSMAR) 数据库,但由于这一数据并非强制披露,因而存在较多缺漏值,对于存在缺漏的数据,本文进行手工搜索,以进一步核实董事会、高管和监事会成员兼任党组织成员的具体信息。在数据处理方面,对样本进行如下处理:(1)剔除在样本期内所有的 ST、ST* 类企业;(2)剔除变量缺失严重以及相关数据异常的样本;(3)为剔除异常值,对所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行缩尾处理。经过处理后,最终样本一共包含 15 584 个年度观测值。

对样本处理后的主要变量进行描述性统计,结果如表 2 所示。不难看出,民营企业固定资产投资 *Inv* 的均值为 18.170,标准差为 2.078,说明不同企业间的固定资产投资存在一定差异;党组织参与公司治理 *Party* 的均值为 0.132,表示样本企业中约有 13.2% 的民营企业具备党组织参与公司治理的组织架构;经济政策不确定性 *EPU* 的均值为 2.631,远高于经济新常态之前的 1.466,这意味着现阶段中国的经济政策不确定性处于较高水平,标准差为 1.654,表明不同年份间的经济政策不确定性波动较大。其余变量均值和标准差均处于合理范围内,在一定程度上可以排除异常值对模型参数估计的影响,这里不再赘述。

表 2 变量描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	25 分位数	中位数	75 分位数
<i>Inv</i>	15 584	18.170	2.078	17.119	18.307	19.405
<i>Party</i>	15 584	0.132	0.339	0	0	0
<i>EPU</i>	15 584	2.631	1.654	1.236	1.812	3.638
<i>Size</i>	15 584	22.032	1.343	21.182	21.769	22.672
<i>Roa</i>	15 584	0.035	0.075	0.021	0.033	0.059
<i>Lev</i>	15 584	0.370	0.354	0.215	0.342	0.486
<i>Age</i>	15 584	17.872	3.312	14	17	21
<i>Cfo</i>	15 584	0.620	0.481	0.310	0.494	0.768
<i>TQ</i>	15 584	2.054	1.173	1.274	1.653	2.399

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果分析

为对前文提出的研究假说进行验证,本文首先检验了经济政策不确定性与企业固定资产投资的关系,结果如表 3 第(1)、(2)列所示。不难发现,无论纳入控制变量与否,对于企业固定资产投资,经济政策不确定性的估计系数均显著为负,这说明经济政策不确定性会显著抑制民营企业的固定资产投资,与前期文献的研究结论一致(Gulen and Ion, 2016;李凤羽、杨墨竹, 2015;谭小芬、张文婧, 2017)。在此基础上,本文依据计量模型(1)进一步考察了党组织参与公司治理如何影响经济政策不确定性与民营企业固定资产投资的负相关关系,回归结果见表 3 第(3)、(4)列。可以看出,无论纳入控制变量与否,交互项 *Party*×*EPU* 的估计系数均为正值(0.391、0.272),且均通过了 1% 水平的显著性检验,这表明当民营企业党组织参与公司治理时,经济政策不确定性对固定资产投资的抑制作用会被显著弱化,从而证实了本文的研究假说。

表 3 基准回归结果

变量	被解释变量:固定资产投资 <i>Inv</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EPU</i>	-0.347*** (-5.221)	-0.306*** (-5.176)		
<i>Party</i> × <i>EPU</i>			0.391*** (3.648)	0.272*** (3.603)
<i>Party</i>			0.126 (0.233)	0.186 (0.752)
<i>Lev</i>		-2.970*** (-13.443)		-2.494*** (-13.707)
<i>Roa</i>		0.424* (1.831)		0.114 (0.519)
<i>Cfo</i>		-0.686*** (-8.235)		0.517*** (3.236)
<i>TQ</i>		0.079*** (4.579)		0.199*** (12.685)
<i>Size</i>		0.182 (1.245)		0.274*** (5.131)
<i>Age</i>		-0.432*** (-21.967)		-1.005*** (-24.760)
常数项	6.807*** (7.218)	6.832*** (7.211)	8.479*** (5.327)	8.907*** (5.218)
时间固定效应	否	否	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
调整 R^2	0.082	0.089	0.207	0.212
观测值	15 584	15 584	15 584	15 584

注:括号内为 *t* 值; *、** 和 *** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平。下同。

(二) 稳健性测试

为了进一步验证上述结论的可靠性,本文从克服内生性问题、考虑遗漏变量以及考虑行业和地区的时变特征等多个角度进行了稳健性测试。

首先,考虑内生性问题。为了缓解基准回归中可能存在的内生性问题,本文采用工具变量法进行重新回归。具体而言,采用美国经济政策不确定性作为中国经济政策不确定性的外生工具变量进行两阶段回归。这一做法的背后逻辑在于:第一,美国和中国是世界上最大的两个经济体,两国间的贸易活动较为频繁,因而美国的经济政策不确定性会对中国的经济政策不确定性产生影响,满足相关要求;第二,美国的经济政策不确定性并不会直接影响中国民营企业的固定资产投资,满足外生性要求。工具变量回归结果列示于表 4 第(1)列,可以发现,交互项的估计系数仍为正值,且通过了 1% 水平的显著性检验。由此可见,在尽可能解决潜在的内生性问题之后,基准回归结果依旧稳健。

其次,考虑遗漏变量问题。尽管本文的基准回归控制了个体固定效应,但仍不可避免地会出现遗漏变量的问题,如计量模型(1)中缺少公司治理层面的变量和宏观层面的变量。因此,在计量模型(1)的基础上,本文纳入了更多控制变量,具体做法为:(1)考虑到公司治理同样会影响企业固定资产投资,增加三个公司治理层面的控制变量,包括董事会规模、两职合一和管理层持股,对应的度量方式依次为董事会人数、董事长和总经理是否为同一人的虚拟变量以及管理层持股比例;(2)考虑到地区层面因素也会影响企业固定资产投资,增加地区人均 GDP 作为控制变量,对应的度量方式为省份的 GDP 总量除以该省的总人口。可以

发现,与基准回归结果相比,表4第(2)、(3)列中交互项的估计系数并未发生根本性变化。

再次,考虑EPU指标敏感性问题。为了考察改变经济政策不确定性的度量指标是否影响基准回归结果,本文采用Huang和Luk(2020)构建的中国EPU指数^①,重新考察了党组织参与公司治理对民营企业投资-政策不确定性敏感度的影响。从表4第(4)列可以发现,回归结果仍然支持本文的基本结论。此外,考虑到经济政策不确定性对民营企业固定资产投资的影响可能存在滞后性,本文将EPU指数作滞后一期处理,结果如表4第(5)列所示,不难看出,交互项的估计系数仍显著为正。

最后,考虑行业和地区的时变特征。理论上,经济在行业和地区上的周期性波动也有可能给本文的参数估计带来干扰,因而即使计量模型(1)加入时间固定效应对中国整体的宏观经济加以控制之后,仍需要尽可能考虑经济在行业和地区上的周期性波动。针对这一问题,借鉴前期文献的做法(张成思、刘贯春,2018),本文在计量模型(1)的基础上还对省份-时间交互固定效应和行业-时间交互固定效应进行了控制。回归结果见表4第(6)列,可以发现,交互项的估计系数亦显著为正值,与基准回归结果一致。

表4 稳健性检验回归结果

变量	被解释变量:固定资产投资 <i>Inv</i>					
	考虑内生性	纳入公司治理变量	考虑宏观因素	变换EPU指标	EPU滞后处理	多维固定效应
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Party</i> × <i>EPU</i>	1.958*** (9.651)	0.301*** (3.112)	0.259*** (3.253)	0.221** (2.213)	0.207* (1.894)	0.222** (2.278)
<i>Party</i>	0.038 (0.091)	0.044 (1.021)	0.126 (0.952)	0.056 (0.659)	0.046 (1.132)	0.367 (1.110)
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
省份-时间固定效应	否	否	否	否	否	是
行业-时间固定效应	否	否	否	否	否	是
调整 R^2	0.101	0.289	0.257	0.149	0.222	0.287
观测值	15 584	14 965	15 584	15 584	13 682	14 645

注:限于篇幅,工具变量法的第一阶段回归结果以及控制变量的估计系数未予汇报;另外,Cragg-Donald Wald弱工具变量检验表明本文选取的工具变量有效。

(三) 异质性分析

前文研究证实,党组织参与公司治理能够提升民营企业的政策信息获取能力和理解能力,从而缓解经济政策不确定性对企业固定资产投资的负面影响,并在一系列稳健性检验之后依然成立。但这些结果均是在整体层面的讨论,忽略了不同类型企业、不同地区之间的异质性。有鉴于此,本文接下来将从地区市场化程度、企业融资约束以及党组织参与公司治理方式三个维度展开异质性分析。

首先,考虑地区市场化程度的差异性。区域环境是企业投资决策的关键外部决定因素,

^①基于中国大陆十大主流报纸,Huang和Luk(2020)采用文本分析法构建了中国的经济政策不确定性指数。十大主流报纸包括:《北京青年报》《广州日报》《解放日报》《人民日报》《新闻晨报》《南方都市报》《新京报》《今晚报》《文汇报》和《羊城晚报》。

可能会影响民营企业固定资产投资对经济政策不确定性的反应。因此,党组织参与公司治理的作用在不同区域之间可能是异质的。理论上,在市场化程度较低的地区,政府部门与民营企业之间的信息沟通渠道可能较为单一且作用有限;同时,这一地区的地方投资推动很大程度上依赖于国有企业而非民营企业。这两个典型的事实表明,一个地区的市场化程度越高,党组织参与公司治理越容易获得政策信息。因此,本文预测,较之低市场化程度地区,党组织参与公司治理对投资-政策不确定性敏感度的弱化作用在高市场化程度地区更强。为对这一预测进行验证,本文根据王小鲁等(2017)编著的《中国分省份市场化指数(2016)》,将中位数及以上地区划分为高市场化程度组,中位数以下地区划分为低市场化程度组。随后进行分组估计,结果如表5第(1)、(2)列所示,可以发现,交互项的估计系数在高市场化程度组显著为正,但在低市场化程度组则未通过10%水平的显著性检验,而且前者系数明显大于后者。这些结果充分说明,与低市场化程度地区相比,党组织参与公司治理对投资-政策不确定性敏感度的弱化作用在高市场化程度地区更强。

其次,考虑融资约束的差异性。根据前文的理论分析,党组织参与公司治理能够增强民营企业经济政策不确定性背景下的投资信心并新增部分投资,从而使经济政策不确定性对企业固定资产投资的抑制作用得以缓解。但这一理论分析存在一个潜在假定,即企业获取政策信息后新增部分投资所需的资金需求能够通过内部融资和外部融资得到满足。但事实上,中国的民营企业普遍面临“融资难、融资贵”的困境(刘贯春等,2019;梅冬州等,2021)。据此可以推断:民营企业面临的融资约束越严重,新增部分投资所需的资金需求越难得到满足。换言之,与高融资约束的民营企业相比,党组织参与公司治理对投资-政策不确定性敏感度的弱化作用在低融资约束的民营企业中更强。为验证这一理论推断,本文借鉴前期文献的方法对民营企业融资约束进行刻画(Hadlock and Pierce,2010),依据SA指数^①,将中位数及以上企业划分为高融资约束组,中位数以下企业划分为低融资约束组。随后进行分组估计,结果如表5第(3)、(4)列所示,可以发现,交互项的估计系数在低融资约束组显著为正,但在高融资约束组则未通过10%水平的显著性检验,而且前者系数明显大于后者。结果充分说明,与高融资约束的民营企业相比,党组织参与公司治理对投资-政策不确定性敏感度的弱化作用在低融资约束的民营企业中更强。

表5 异质性分析 I :市场化程度和融资约束的差异性

变量	被解释变量:固定资产投资 <i>lnw</i>			
	市场化程度低	市场化程度高	融资约束低	融资约束高
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Party</i> × <i>EPU</i>	0.032 (0.101)	0.394** (2.101)	0.378*** (2.654)	0.098 (1.113)
<i>Party</i>	-0.552* (-1.933)	-0.417 (-1.138)	0.036 (0.313)	-0.285* (-1.678)
时间固定效应	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
调整 <i>R</i> ²	0.107	0.120	0.322	0.294
观测值	6 239	7 804	8 412	7 172

①SA指数的计算公式为: $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$ 。其中,SA指数越大,企业融资约束越严重。

最后,考虑党组织参与公司治理方式的差异性。由前期文献(马连福等,2013;陈仕华、卢昌崇,2014)可知,党组织参与公司治理可以进一步细分为党组织参与董事会治理、党组织参与管理层治理以及党组织参与监事会治理。本文认为董事会和管理层拥有经营决策权,因而当党组织参与董事会治理或管理层治理时,这一组织架构能够有效融合党组织的行政职能与董事会、管理层的经济职能,使党组织真正获得企业决策的实际权力,为党组织发挥自身政治领导作用提供有效保障,从而最大化党组织参与公司治理的政策信息获取能力和理解能力。而监事会的职能侧重于监督治理,并不具有真正的经营决策权,即使其能够获取政策信息也难以对企业的投资决策产生影响。因此,本文认为当党组织参与董事会治理或管理层治理时,经济政策不确定性对固定资产投资的抑制作用才会被弱化;而当党组织参与监事会治理时,该效应可能不存在。为验证这一理论推断,本文借鉴陈仕华和卢昌崇(2014)的做法,分别采用党组织成员是否兼任董事会成员、党组织成员是否兼任管理层成员以及党组织成员是否兼任监事会成员来度量党组织参与董事会治理 *Party1*、党组织参与管理层治理 *Party2* 和党组织参与监事会治理 *Party3*。随后,基于计量模型(1)依次进行回归,结果如表6所示。从第(1)、(2)列结果可以发现,党组织参与董事会治理与经济政策不确定性交互项 $Party1 \times EPU$ 的估计系数显著为正;同样地,党组织参与管理层治理与经济政策不确定性交互项 $Party2 \times EPU$ 的估计系数也显著为正。这些结果充分表明当党组织参与董事会治理或管理层治理时,经济政策不确定性对民营企业固定资产投资的抑制作用被显著弱化。然而,从第(3)列结果可知,党组织参与监事会治理与经济政策不确定性交互项 $Party3 \times EPU$ 的估计系数并未通过10%水平的显著性检验,这意味着党组织参与监事会治理并不会对经济政策不确定性与固定资产投资之间负相关关系产生显著影响。

表6 异质性分析II:党组织参与公司治理方式的差异性

变量	被解释变量:固定资产投资 lnw		
	(1)	(2)	(3)
$Party1 \times EPU$	0.646 *** (3.831)		
$Party2 \times EPU$		0.923 *** (2.722)	
$Party3 \times EPU$			0.118 (0.321)
时间固定效应	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
调整 R^2	0.197	0.166	0.159
观测值	15 584	15 584	15 584

(四)作用机制检验

根据前文的理论分析可知,党组织参与公司治理之所以可以弱化经济政策不确定性对民营企业固定资产投资的负向冲击,根本原因在于:党组织参与公司治理可以强化企业的政策信息获取能力和理解能力,降低企业层面的不确定性。据此,本文接下来将对这一机制进行验证。

民营企业的政策理解能力无法具体度量,因而无法直接验证党组织参与公司治理对民营企业政策理解能力的提升作用。然而,如果党组织参与公司治理确实可以强化企业的政

策理解能力,那么对于具有党组织参与公司治理的民营企业而言,即使外部环境具有较高的经济政策不确定性,企业感知到的不确定性程度理应会较小。由此,可以通过考察党组织参与公司治理对经济政策不确定性与企业层面不确定性关系的调节作用,来间接识别党组织参与公司治理对于民营企业政策理解能力的提升作用。基于此,本文参考 Hassan 等(2019)的研究方法,采用文本分析法对上市公司年报进行关键词搜索,构建了企业层面的不确定性指数 $Fepu$ 。具体做法是,统计了上市公司年报“经营管理与讨论”模块^①中同时包含“经济政策”和“不确定性”的句子数量,以此构建企业层面的不确定性指数,随后考察党组织参与公司治理如何影响企业感知到的不确定性。

观察表 7 第(1)、(3)列结果可知,经济政策不确定性的估计系数均为正值,且一致通过了 1%水平的显著性检验,这说明经济政策不确定性越高,企业感知到的不确定性也越高。进一步地,将党组织参与公司治理及其与经济政策不确定性的交互项 $EPU \times Party$ 纳入回归方程。结果如表 7 第(2)、(4)列所示,可以发现,交互项的估计系数均为负值,且均通过了 1%水平的显著性检验。这一结果充分说明,党组织参与公司治理显著弱化了经济政策不确定性与企业层面不确定性之间的正相关关系。由此可见,给定相同外部经济政策不确定性,党组织参与公司治理可以帮助民营企业提升政策信息获取能力和理解能力,降低企业层面的不确定性,从而间接证实了党组织参与公司治理的政策传导机制。此外,本文还通过考察党组织参与公司治理对不同类型的投资-政策不确定性敏感度的差异化影响来间接验证党组织参与公司治理的政策传导机制。从理论上来说,具有政治关联的民营企业可以及时获取并准确判断当前的经济政策信息,因此政治关联会在一定程度上替代党组织参与公司治理的政策传导机制。换言之,如果可以观测到党组织参与公司治理的作用效果因政治关联的存在而被削弱,则可以说明党组织参与公司治理政策传导机制的存在。基于此,本文将董事长或总经理曾担任政府官员、人大代表、政协委员的企业视为政治关联企业,反之视为非政治关联企业,随后进行分组估计。观察表 7 第(5)、(6)列结果可以发现,党组织参与公司治理对民营企业投资-政策不确定性敏感度的弱化作用在政治关联企业组更弱($0.198 < 0.571$),从而再次验证了党组织参与公司治理的政策传导机制。

表 7 党组织参与公司治理的作用机制检验

变量	被解释变量:企业层面不确定性指数 $Fepu$				被解释变量:固定资产投资 Inv	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5) 政治关联企业	(6) 非政治关联企业
EPU	0.046*** (23.100)		0.0411*** (20.550)			
$EPU \times Party$		-5.718*** (-18.154)		-4.9652*** (-17.385)	0.198*** (2.712)	0.571*** (3.954)
控制变量	否	否	是	是	是	是
时间固定效应	否	是	否	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
调整 R^2	0.241	0.272	0.270	0.294	0.139	0.211
观测值	14 292	14 292	14 292	14 292	4 518	10 374

^①在上市公司年报“经营管理与讨论”模块,企业披露了其经济政策不确定性的认知,因此可以根据这一模块中同时包含“经济政策”和“不确定性”的句子数量来度量企业感知到的经济政策不确定性。

五、结论与政策建议

党组织参与公司治理是中国企业公司治理体系的一大特色所在。已有研究发现,党组织参与公司治理作为企业完善监督治理机制的重要手段之一,可以帮助企业加强内部控制的有效性并提升企业经营绩效等。但是,较少文献研究党组织参与公司治理是否可以帮助民营企业获取宏观经济政策信息以减轻经济政策不确定性对固定资产投资的负面影响。有鉴于此,本文遵循经济政策不确定性影响固定资产投资的实证框架,使用2007—2019年中国A股非金融类民营上市公司的面板数据来考察党组织参与公司治理的政策传导效应。

计量结果显示,当民营企业党组织参与公司治理时,经济政策不确定性对固定资产投资的抑制作用被显著弱化,并且在考虑了模型内生性、遗漏变量等问题之后,上述结果依旧稳健。从地区和企业层面的差异性研究发现,上述效应在市场化程度高的地区和融资约束轻的企业更为凸显。进一步研究发现,上述效应还会因党组织参与治理的方式不同而存在显著差异,具体表现为:当党组织成员兼任企业董事会或高管团队成员时,经济政策不确定性对固定资产投资的抑制作用才会被弱化;而当党组织成员兼任企业监事会成员时,该效应不存在。作用机制检验发现,党组织参与公司治理显著弱化了经济政策不确定性与企业层面不确定性之间正相关关系,从而证实了党组织参与公司治理的政策传导渠道。

结合理论分析和实证结果,本文提出以下三个方面的政策建议:(1)建立并优化民营企业党组织参与公司治理的组织架构。本文的研究结果表明,党组织参与公司治理能够提升民营企业的政策信息获取能力和理解能力,从而缓解经济政策不确定性对企业固定资产投资的负面影响。因此,为最大化这一效应,应当建立并进一步优化民营企业党组织参与公司治理的组织架构,特别注重鼓励和支持党组织成员进入董事会和高管层,确保民营企业基层党组织能够发挥“把方向、管大局、保落实”的重要作用。(2)为民营企业提供更多融资便利。本文的一个重要结论是:与高融资约束的民营企业相比,党组织参与公司治理对投资-政策不确定性敏感度的弱化作用在低融资约束的民营企业中更强。据此,为减少经济政策不确定性对民营企业固定资产投资的负面冲击,在加强党组织参与公司治理的同时,还应当进一步拓宽民营企业的融资渠道,为民营企业提供更多融资便利,从而缓解民营企业的融资约束。(3)加强政府部门与民营企业之间的信息沟通。经济政策不确定性之所以抑制民营企业的固定资产投资,其根本原因在于民营企业未能及时获取并准确理解当前的政策信息。因此,政府在实施宏观经济调控时,一方面要注重保持调控方向的一致性,另一方面要加强政府部门与民营企业的信息交流,从而促使企业形成稳定预期、增强投资信心。

参考文献:

1.陈仕华、姜广省、李维安、王春林,2014:《国有企业纪委的治理参与能否抑制高管私有收益?》,《经济研究》

第10期。

2. 陈仕华、卢昌崇, 2014:《国有企业党组织的治理参与能够有效抑制并购中的“国有资产流失”吗?》,《管理世界》第5期。
3. 陈小亮、陈伟泽, 2017:《垂直生产结构、利率管制和资本错配》,《经济研究》第10期。
4. 程博、宣扬、潘飞, 2017:《国有企业党组织治理的信号传递效应——基于审计师选择的分析》,《财经研究》第3期。
5. 郭宏、李婉丽、高伟伟, 2020:《政治治理、管理层权力与国有企业过度投资》,《管理工程学报》第2期。
6. 何捷、张会丽、陆正飞, 2017:《货币政策与集团企业负债模式研究》,《管理世界》第5期。
7. 何晓斌、柳建坤, 2020:《政治联系对民营企业经济绩效的影响研究》,《管理学报》第10期。
8. 蒋铁柱、沈桂龙, 2006:《企业党建与公司治理的融合》,《社会科学》第1期。
9. 李凤羽、杨墨竹, 2015:《经济政策不确定性会抑制企业投资吗? ——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》,《金融研究》第4期。
10. 李广众、贾凡胜, 2020:《财政层级改革与税收征管激励重构——以财政“省直管县”改革为自然实验的研究》,《管理世界》第8期。
11. 林建浩、赵文庆、李仲达, 2017:《央行沟通与实际干预的频域政策效果研究》,《管理科学学报》第8期。
12. 刘贯春、段玉柱、刘媛媛, 2019:《经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资》,《经济研究》第8期。
13. 刘啟仁、赵灿、黄建忠, 2019:《税收优惠、供给侧改革与企业投资》,《管理世界》第1期。
14. 柳学信、孔晓旭、王凯, 2020:《国有企业党组织治理与董事会异议——基于上市公司董事会决议投票的证据》,《管理世界》第5期。
15. 马连福、王元芳、沈小秀, 2013:《国有企业党组织治理、冗余雇员与高管薪酬契约》,《管理世界》第5期。
16. 梅冬州、温兴春、吴娱, 2021:《财政扩张、信用违约和民营企业融资困境》,《经济研究》第3期。
17. 谭小芬、张文婧, 2017:《经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析》,《世界经济》第12期。
18. 王小鲁、樊纲、余静文, 2017:《中国分省份市场化指数报告(2016)》,社会科学文献出版社。
19. 王宇伟、周耿、吴瞳、范从来, 2019:《央行的言辞沟通、实际行动与企业投资行为》,《中国工业经济》第5期。
20. 魏下海、董志强、金钊, 2015:《工会改善了企业雇佣期限结构吗? ——来自全国民营企业抽样调查的经验证据》,《管理世界》第5期。
21. 于蔚、汪淼军、金祥荣, 2012:《政治关联和融资约束:信息效应与资源效应》,《经济研究》第9期。
22. 张成思、刘贯春, 2018:《中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角》,《经济研究》第12期。
23. 张成思、张步昙, 2016:《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》第12期。
24. 郑登津、谢德仁、袁薇, 2020:《民营企业党组织影响力与盈余管理》,《会计研究》第5期。
25. Aidis, R., S. Estrin, and T. Mickiewicz. 2008. “Institutions and Entrepreneurship Development in Russia: A Comparative Perspective.” *Journal of Business Venturing* 23(6): 656–672.
26. Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis. 2016. “Measuring Economic Policy Uncertainty.” *Quarterly Journal of Economics* 131(4): 1593–1636.
27. Bloom, N. 2009. “The Impact of Uncertainty Shocks.” *Econometrica* 77(3): 623–685.
28. Gulen, H., and M. Ion. 2016. “Policy Uncertainty and Corporate Investment.” *Review of Financial Studies* 29(3): 523–564.
29. Hadlock, C. J., and J. R. Pierce. 2010. “New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index.” *Review of Financial Studies* 23(5): 1909–1940.
30. Hassan, T. A., S. Hollander, and L. V. Lent. 2019. “Firm-Level Political Risk: Measurement and Effects.” *Quarterly Journal of Economics* 134(4): 2135–2202.
31. Huang, Y., and P. Luk. 2020. “Measuring Economic Policy Uncertainty in China.” *China Economic Review* 59(2): 101367.
32. Kim, H., and H. Kung. 2017. “The Asset Redeployability Channel: How Uncertainty Affects Corporate Investment.” *Review of Financial Studies* 30(1): 245–280.

- 33.Liu, G. C., and C. S. Zhang. 2020. "Economic Policy Uncertainty and Firms' Investment and Financing Decisions in China." *China Economic Review* 63(10): 101279.
- 34.Pham, A. V. 2019. "Political Risk and Cost of Equity: The Mediating Role of Political Connections." *Journal of Corporate Finance* 56(3): 64-87.
- 35.Schuler, D. A., K. Rehbein, and R. D. Cramer. 2002. "Pursuing Strategic Advantage through Political Means: A Multivariate Approach." *Academy of Management Journal* 45(4): 659-672.
- 36.Wang, Y., C. R. Chen, and Y. S. Huang. 2014. "Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China." *Pacific-basin Finance Journal* 26(3): 227-243.
- 37.Wellman, L. A. 2017. "Mitigating Political Uncertainty." *Review of Accounting Studies* 22(1): 1-34.

Uncertainty of Economic Policy, Participation of Party Organizations in Corporate Governance and Fixed Asset Investment of Private Enterprises

Ye Yongwei¹, Yun Feng² and Yuan Pu³

(1: School of Public Economics and Management, Shanghai University of Finance and Economics;

2: School of Economics and Management, South China Normal University;

3: International Business and Management Research Center, Beijing Normal University at Zhuhai)

Abstract: This paper systematically explores how the party participates in corporate governance affects the investment-policy uncertainty sensitivity of private enterprises from the perspective of policy transmission. The empirical results show that when the party organization participates in corporate governance, the inhibitory effect of the uncertainty of economic policy on the fixed asset investment of private enterprises is significantly weakened, and this effect is more prominent in regions with high marketization and companies with light financing constraints. Further research finds that there exists significant variation in the impact of the party participating in corporate governance due to the different ways that party organizations participate in corporate governance. The specific manifestation is as follows: the inhibitory effect of the uncertainty of economic policy on the fixed asset investment in private enterprises is significantly weakened only when the party organization participates in corporate board governance or corporate governance, whereas this inhibiting effect does not exist when the party organization participate in corporate supervisory board governance. And the mechanism test suggests that the participation of party organization in corporate governance is conducive to improve the policy acquisition and understanding capabilities of private enterprises, and hence reducing the uncertainty at the enterprise level. The conclusions of this paper show that the participation of party organizations in corporate governance can help private enterprises timely obtain and accurately understand the information of policy, grasping the direction of government economic regulation, and hence alleviating the negative impact of economic policy uncertainty on corporate investment

Keywords: Party Organization Participation in Corporate Governance, Policy Uncertainty, Corporate Investment, Policy Transmission

JEL Classification: G31, E60

(责任编辑:彭爽)