



**研究成果:** How Property Rights Matter to Firm Resource Investment: Evidence from China's Property Law Enactment

**作者:** 何文龙, Tony W. Tong, 徐明骏 (通讯作者)

**发表期刊:** *Organization Science*, 2022, 33(1)

产权界定了企业价值获取的边界。因此, 产权保护对于企业的投资回报至关重要。在产权保护不断完善的背景下, 企业对于有形资产和无形资产的投资会如何受到影响? 而在这之中, 企业外部融资又发挥了何种作用? 本文基于产权理论 (Property Rights Theory, PRT) 验证产权保护对企业对有形资产和无形资产投资的促进作用, 以及外部融资的中介作用。

在战略管理研究中, 资源基础观 (Resource-Based View) 从异质资源的角度为企业绩效差异做出了解释, 然而, 其未能解释资源异质的成因。产权理论则可以拓展资源基础观, 指出企业投资构建资源的激励源自于产权的分配与保护。而产权保护影响企业投资这一问题在缺乏明晰的产权制度的情境中尤为重要。如在许多新兴经济体中, 产权保护和边界的界定经历了一个逐渐清晰明确的过程。本文基于中国物权法实施这一背景, 利用准实验方法, 检验产权保护如何影响企业投资决策。具体而言, 物权法通过降低资产侵占风险及缔结契约成本, 更好地保护产权, 从而促进企业对有形资产及无形资产的投资, 这一效应在民营企业中更为显著。进一步地, 作者探讨了上述效应的中介机制。由于产权保护降低资本市场中的摩擦, 并拓宽外部融资 (external financing) 渠道, 包括债权融资 (debt financing) 及股权融资 (equity financing), 使得企业能够进行更多投资。考虑到资产特征与治理机制间的匹配关系, 本文提出债权融资对企业有形资产投资的影响相对更强, 股权融资则与企业无形资产投资的关系更为密切。

当产权得到充分保护时, 企业能够控制所拥有的资源并最大化价值获取 (value appropriation), 具有积极投资的动机。然而, 产权保护强度在不同的制度情境间存在差异。在较弱的产权制度中, 企业有更高的资产被侵权与被挪用风险, 从而弱化投资的潜在收益, 传导至投资决策阶段则会带来投资不足的负面影响。同时, 既有产权制度在不同类型的企业间存在差异, 民营企业往往有更高的资产被侵占的风险。因此, 从企业所有制角度考虑, 产权保护对投资的正面效应, 对民营企业有更强的作用。

进一步地, 本文揭示了上述过程的中介机制。外部资本市场的信息不完备性 (informational imperfections) 限制了资金提供方的投资决策。而产权保护有助于企业实现价值获取, 并降低资本市场的确定性与缔约中的摩擦 (contracting cost), 也提升资金提供方投资意愿。由此, 外部融资作为中介因素, 也促进了“产权保护——企业投资”间的积极效应, 这一效应同样对民营企业更为显著。

同时，考虑到有形资产与无形资产在排他性（excludability）、可交易性（tradability）和可分割性（divisibility）程度上的差异，本文进一步分析有形与无形资产与融资渠道间的匹配关系。由于无形资产更难被定义和保护，也更难以转移与交易，这使得对于无形资产价值的占有及缔约难度更高，因此股权融资与无形资产投资匹配度更高，产权保护通过促进股权融资推动企业构建无形资产的效应更强。而对于有形资产，产权保护通过拓展债权融资推动投资的效应更强。

此研究对战略管理文献及组织经济学均产生理论贡献。首先，相比于主流研究探讨异质性资源如何影响企业绩效，本文则探讨异质性资源的来源，并聚焦于产权保护如何塑造企业投资决策，这对理解企业绩效差异是重要的补充。其次，虽然产权理论被视为组织经济学的重要理论之一，但少有利用外生冲击在企业层面的实证研究检验产权理论，本文直接验证了产权保护促进企业外部融资进而推动投资的效应。同样重要的是，本文提出资产特征与融资方式间的匹配关系，验证了股权融资和债权融资对在产权保护对无形资产与有形资产投资的促进之中的中介作用。

本研究也具有重要的实践和政策意义。第一，研究基于中国物权法实施这一具有代表性的发展中国家背景，验证增强的产权保护对于企业的投资扩张具有重要的促进作用，完善产权保护制度是促进经济增长的重要驱动因素。此外，本研究提出更强的产权保护通过增强资金提供方的信心，有助于缓解企业的融资难问题，从而使得企业可以更广泛的使用股权和债权融资工具构建公司资源投资于有形和无形资产。

文章原文: Wenlong He, Tony W. Tong, Mingtao Xu (2022) How Property Rights Matter to Firm Resource Investment: Evidence from China's Property Law Enactment. *Organization Science* 33(1):293-310.  
<https://doi.org/10.1287/orsc.2020.1418>

供稿：科研事务办公室 编辑：高晨卉 责编：吴淑媛 赵霞