

# 制度环境与上市公司资本配置效率的关系

张波涛(博士)

(北京大学光华管理学院, 北京 100871)

**【摘要】** 本文基于“法与金融”理论,以我国沪深两市2007~2013年A股上市公司为研究对象,检验了政府干预程度、金融发展水平和法治水平对上市公司资本配置效率的影响机理。研究结果表明:制度环境与上市公司资本配置效率正相关,即政府干预程度与资本配置效率呈显著负相关关系,金融发展水平、法治水平与资本配置效率呈显著正相关关系;法治水平对上市公司资本配置效率的影响显著大于其他两种制度环境因素。

**【关键词】** 资本配置效率; 制度环境; 政府干预; 金融发展; 法治水平

## 一、引言

资本配置效率在经济理论界有着至关重要的地位,上市公司的资本配置效率直接影响到企业的健康成长,甚至会影响到国家经济的可持续发展。《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出:经济体制改革是全面深化改革的重点,核心问题是处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用并更好地发挥政府作用。

我国处于经济转轨的特殊时期,政府在市场资源配置中仍发挥着至关重要的作用,但是过度的政府干预、较低的金融发展水平和法治水平也一定程度上制约了我国经济的发展。正如North(1990)所述,制度环境是一切经济交易行为的基础。“法与金融”文献曾围绕着法律在经济领域的作用开展了大量的研究,研究发现,法治水平和投资者保护程度会显著影响企业的经营决策。

在中国特色的制度环境背景下,政府干预、金融发展和法治水平会对上市公司资本配置效率产生什么样的影响,现有文献并未给予明确的回答。鉴于此,本文以2007~2013年沪深两市A股上市公司为研究对象,分别从政府干预程度、金融发展水平和法治水平等视角出发,实证分析了制度环境因素对上市公司资本配置效率的影响。本文拓展了“法与金融”理论在新兴资本市场中的研究范畴,有利于学术界和实务界找出引发我国企业资本配置效率问题的制度根源,因此具有重要的理论价值和现实意义。

## 二、文献回顾与研究假设

陈德球等(2012)认为政府质量对于不同产权性质企业的资本配置效率影响有所差异,政府质量对民营企业资本配置效率的推动作用大于国有企业。Dollar等(2005)指出,地方政府的投资服务职能会对企业项目投资效率

产生重要的影响。郝颖和刘星(2011)研究发现,政府会通过对企业投资取向的干预来损害投资效率。陈德球和李思飞(2012)指出,高质量的政府治理有利于提高企业的投资效率。由于我国大部分的金融机构均为国有控制,政府可以对金融机构的贷款活动产生重要的影响,特别是在政府干预较多的地区。然而在政府干预程度较低的地区,金融机构进行贷款的独立性较强,进而可以有效地发挥信贷风险控制的功效,帮助企业将资金配置到收益较高的投资项目中。基于此,本文提出如下研究假设:

假设1:政府干预程度与上市公司资本配置效率呈负相关关系。具体而言,在政府干预程度越高的地区,上市公司的资本配置效率越低。

King和Levine(1993)研究发现,完善的金融体系可以降低交易成本和信息不对称程度,进而提高资本配置效率。Beck和Levine(2002)的后续研究也证实了金融发展可以提高资本配置效率。林毅夫和姜烨(2006)认为只有与实体经济相适应的金融制度才有利于资本配置效率的提高。王永剑和刘春杰(2011)通过实证研究发现,金融发展对我国不同地区的资本配置效率的影响存在差异,仅有东中部地区的金融发展可以有效地提高资本配置效率。蒲艳萍和成肖(2014)指出,市场化进程和金融发展对服务业资本配置效率存在显著的促进作用。随着金融发展水平的不断提高,金融自由化和金融监管改革可以显著提高银行信贷资金的分配效率。基于此,本文提出如下研究假设:

假设2:金融发展水平与上市公司资本配置效率呈负相关关系。具体而言,在金融发展水平越高的地区,上市公司的资本配置效率越高。

Klapper和Love(2004)研究发现,投资者保护水平的提高可以促使公司将资本配置在能够增加股东收益的项

目上。Almeida 和 Wolfenzon(2005)研究指出,薄弱的投资者保护会制约资本配置的效率。John 等(2008)研究发现,完善的产权保护制度既可以增强企业投资的意愿,还可以帮助企业选择良好的投资机会。McLean 等(2012)认为,在产权保护较好的国家中,企业的投资水平对边际 Q 的敏感性显著高于那些产权保护较差国家中的企业。于文超和何勤英(2013)研究发现,良好的投资者保护可以提升民营上市公司的资本配置效率。法治水平的提高有利于改善公司治理,良好的投资者保护可以有效地抑制内部人对公司资源的侵占,缓解公司代理问题,进而提高公司资源配置效率。基于此,本文提出如下研究假设:

假设 3:法治水平与上市公司资本配置效率呈正相关关系。具体而言,在法治水平越高的地区,上市公司的资本配置效率越高。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文选择 2007~2013 年我国沪深两市非金融类 A 股上市公司为研究对象,剔除了 ST、\*ST 和相关数据不全的上市公司,共获得 4 900 个观测样本。上市公司财务数据、公司治理数据来源于 Wind 中国金融数据库和 CSMAR 数据库,制度环境数据来自樊纲等(2011)编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》(下文简称《报告》)。

#### (二)变量选取与定义

1. 被解释变量:资本配置效率。国际主流衡量资本配置效率的方法有以下两种:

(1)Wurgler(2000)认为在资本配置效率较高的国家中,资本往往会流入报酬率高的产业而流出报酬率低的产业,从而在此思想上构建了资本配置效率的投资弹性系数模型:

$$\ln \frac{I_{ic,t}}{I_{ic,t-1}} = \alpha_{c,t} + \eta_{c,t} \ln \frac{V_{ic,t}}{V_{ic,t-1}} + \varepsilon_{ic,t} \quad (1)$$

其中, $I_{ic,t}$ 是 c 地区 i 行业在第 t 年的固定资产净额; $V_{ic,t}$ 是 c 地区 i 行业在第 t 年的工业增加值; $\eta_{c,t}$ 是 c 地区 i 行业在第 t 年的投资弹性系数,表示资本配置效率。

Wurgler(2000)对资本配置效率的开创性研究得到了后续学者们的广泛运用(Asker 等,2014;Eklund 和 Desai,2014),但是该计量模型主要用来衡量国家、地区和行业的资本配置效率,并不适用于衡量公司层面的资本配置效率。

(2)Richardson(2006)认为企业新增项目投资支出分为预期投资支出和非预期投资支出,从而在此基础上构建了预期资本投资水平估计模型:

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 GROW_{t-1} + \alpha_2 LEV_{t-1} + \alpha_3 CF_{t-1} + \alpha_4 AGE_{t-1} + \alpha_5 SIZE_{t-1} + \alpha_6 RET_{t-1} + \alpha_7 INV_{t-1} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

其中,INV、GROW、LEV、CF、AGE、SIZE、RET 分别代表企业的投资水平、成长能力、资产负债率、现金流量、上市年龄、公司规模、股票收益,该回归模型的残差即为企业非效率投资的程度。

Richardson(2006)的模型可以有效地刻画企业的资本配置效率,该模型受到了李延喜等(2013)、Balakrishnan 等(2014)的推崇。基于此,本文采用 Richardson(2006)的模型来计量资本配置效率,以模型回归残差绝对值的相反数作为资本配置效率的代理变量。

2. 解释变量:制度环境。现阶段,学术界关于中国制度环境(IE)数据应用较为广泛的是樊纲等(2011)编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》,该报告提供了国内最为权威的制度环境数据,受到了刘慧龙和吴联生(2014)、李延喜和陈克兢(2014)等的青睐。

本文主要从政府干预程度、金融发展水平和法治水平等三个方面选取制度环境变量,以《报告》中“政府与市场的关系”指数为政府干预程度(Gov)代理变量,该指标为负向指标,即“政府与市场的关系”指数越大,表明政府干预程度越低。以《报告》中“金融业竞争”指数和“律师、会计师等市场中介组织服务条件”指数,分别作为金融发展水平(Fin)和法治水平(Law)的代理变量,上述指标均为正向指标。

由于《报告》仅提供了我国各地区 2007~2009 年的制度环境数据,借鉴目前主流的做法本文将 2010~2013 年的制度环境数据以 2009 年的数据代替,这主要是因为我国各地区制度环境相对较为稳定,可以假设 2010~2013 年具有与 2009 年相同的制度环境。

3. 控制变量。本文主要从公司特征变量和公司治理变量两个层面进行控制。其中,公司特征变量主要有企业规模 Size、成长能力 Growth、代理成本 Age、资产负债率 Lev 和自由现金流 CFO;公司治理变量主要有董事会规模 SBD、独立董事比例 PID、监事会规模 SBS、股权集中度 OC 等。同时,本文还加入了年度虚拟变量 Year 和行业虚拟变量 Ind,以此来控制年度因素和行业因素对研究结论的影响。具体变量的计量见表 1。

#### (三)模型设计

在前文变量定义的基础上,为了考察制度环境对上市公司资本配置效率的影响,本文将制度环境变量细分为政府干预程度、金融发展水平和法治水平三个方面,构建的检验模型如下所示:

$$CAE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Gov_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Growth_{it} + \alpha_4 Age_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 CFO_{it} + \alpha_7 SBD_{it} + \alpha_8 PID_{it} + \alpha_9 SBS_{it} + \alpha_{10} OC_{it} + \alpha_{11} Year_{it} + \alpha_{12} Ind_{it} + v \quad (3)$$

其中,模型(3)主要检验政府干预程度对上市公司资本配置效率的影响机理,按照本文的研究假设 1,模型(3)

表 1 变量定义与计量

变量类型	变量名称	变量符号	变量计量	
被解释变量	资本配置效率	CAE	采用Richardson模型残差绝对值的相反数作为资本配置效率的代理变量,该值越大则说明资本配置效率越高	
	制度环境(IE)	政府干预程度	Gov	政府干预程度,《报告》中的“政府与市场的关系”指数,负向指标
		金融发展水平	Fin	金融发展水平,《报告》中的“金融业竞争”指数,正向指标
控制变量	法治水平	Law	法治水平,《报告》中的“律师、会计师等市场中介服务条件”指数,正向指标	
	企业规模	Size	总资产的自然对数	
	成长能力	Growth	营业收入增长率	
	代理成本	Age	其他应收款/总资产	
	资产负债率	Lev	负债总额/总资产	
	自由现金流	CFO	经营现金流净额/总资产	
	董事会规模	SBD	董事会总人数的自然对数	
	独立董事比率	PID	独立董事人数/董事会总人数	
	监事会规模	SBS	监事会总人数的自然对数	
	股权集中度	OC	第一大股东持股比例的平方	
	年度虚拟变量	Year	控制年度宏观经济影响,设置6个年度哑变量	
	行业虚拟变量	Ind	控制行业因素影响,设置11个行业哑变量	

的回归系数 $\alpha_1$ 应该显著为正。考虑到政府干预程度代理变量为负向指标,这就表明政府干预程度较低地区的上市公司资本配置效率越高。

$$CAE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 SBD_{it} + \beta_8 PID_{it} + \beta_9 SBS_{it} + \beta_{10} OC_{it} + \beta_{11} Year_{it} + \beta_{12} Ind_{it} + \varepsilon \quad (4)$$

其中,模型(4)主要探讨金融发展水平与上市公司资本配置效率之间的关系,按照本文的研究假设2,模型(4)的回归系数 $\beta_1$ 应该显著为正,即处于金融发展水平较高地区的上市公司资本配置效率较高。

$$CAE_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Law_{it} + \lambda_2 Size_{it} + \lambda_3 Growth_{it} + \lambda_4 Age_{it} + \lambda_5 Lev_{it} + \lambda_6 CFO_{it} + \lambda_7 SBD_{it} + \lambda_8 PID_{it} + \lambda_9 SBS_{it} + \lambda_{10} OC_{it} + \lambda_{11} Year_{it} + \lambda_{12} Ind_{it} + v \quad (5)$$

其中,模型(5)主要分析法治水平对上市公司资本配置效率的作用机理,按照本文的研究假设3,模型(5)的回归系数 $\lambda_1$ 应该显著为正,即处于法治水平较高地区的上市公司资本配置效率较高。

#### 四、实证结果与分析

##### (一)描述性统计分析

表2列示了本文主要变量的描述性统计结果,从中发现资本配置效率CAE的平均值为-0.063,最大值为0,而最小值仅为-0.976,这表明我国上市公司的资本配置效率存在较大的差异。政府干预Gov的平均值为8.753,最大值和最小值分别为10.42和-4.66,这一定程度上反映出我国各地区制度环境存在着显著的差异。另外,本文还进行了Pearson相关性检验和Spearman相关性检验,仅有政府干预、金融发展水平和法治水平等制度环境因素之间的相关系数大于0.6,这说明这三个变量之间可能存在着多重共线性问题。在后续实证分析中本文均单独放入一个制度环境变量,由此来避免上述的多重共线性问题。限于篇幅,本文未列示相关性检验结果。

表 2 变量的描述性统计

变量	均值	中值	标准差	极小值	极大值
CAE	-0.063	-0.032	0.111	-0.976	0.000
Gov	8.753	9.070	1.539	-4.660	10.420
Fin	6.060	6.120	1.724	-0.700	10.000
Law	8.582	8.760	2.222	-2.310	12.100
Size	22.044	21.910	1.191	18.147	26.895
Growth	0.142	0.103	0.334	-0.930	2.176
Age	0.091	0.035	1.220	-37.798	35.860
Lev	0.520	0.536	0.187	0.002	0.895
CFO	-0.026	0.004	0.248	-1.415	0.590
SBD	2.538	2.565	0.304	1.386	3.738
PID	0.341	0.333	0.090	0.059	0.800
SBS	1.660	1.609	0.435	0.099	2.944
OC	0.146	0.106	0.125	0.000	0.726

##### (二)单因素分析

为了分析不同制度环境样本组资本配置效率的差异,本文采用均值T检验和Wilcoxon秩和检验对资本配置效率进行了单因素分析。本文按照制度环境代理变量的平均值将样本划分为两个样本组,低于平均值的为样本组1,否则为样本组2。

表 3 单因素分析

分组变量	样本组一		样本组二		T检验		Wilcoxon秩和检验	
	均值	中位数	均值	中位数	均值之差	T值	中位数之差	Z值
Gov	-0.066	-0.033	-0.060	-0.032	-0.006	-2.354**	-0.001	-1.791*
Fin	-0.067	-0.032	-0.060	-0.032	-0.007	-1.973**	-0.000	-1.818*
Law	-0.067	-0.033	-0.066	-0.032	-0.001	-2.512**	-0.001	-1.615*

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

表3为资本配置效率单因素分析的结果,分别列示了在不同制度环境下资本配置效率的差异。高政府干预样本组的资本配置效率平均值为-0.066,低政府干预样本组的资本配置效率平均值为-0.06,两组的均值差异为-0.006,T检验在0.05的水平上显著,Wilcoxon秩和检验在0.1的水平上显著。这说明在政府干预程度较低地区的上市公司资本配置效率更高,与本文研究假设1的设想一致。

同理,本文还分别分析了在不同金融发展水平和法治水平情况下上市公司资本配置效率的差异,结果显示两组样本的资本配置效率差异均显著。这意味着在金融发展水平较高和法治水平较高的地区,上市公司资本配置效率较高,从而支持了本文的假设2和假设3。

### (三)回归结果分析

表4为本文模型(3)、模型(4)和模型(5)的回归结果,分别检验了政府干预程度、金融发展水平和法治水平等制度环境因素与资本配置效率的关系。

从模型(3)的回归结果可以发现,政府干预程度Gov对资本配置效率CAE的影响系数为0.075,在1%的水平上显著正相关。这可以说明政府干预程度越高的地区,上市公司资本配置效率越低,验证了本文的研究假设1。

从模型(4)的回归结果可以发现,金融发展水平Fin对资本配置效率CAE的影响系数为0.079,在1%的水平上显著正相关。这表明金融发展水平越高的地区,上市公司资本配置效率越高,证实了本文的研究假设2。

从模型(5)的回归结果可以发现,法治水平Law对资本配置效率CAE的影响系数为0.128,在1%的水平上显著正相关。这说明法治水平越高的地区,上市公司资本配置效率越高,本文的研究假设3得到了验证。

另外,通过比较还可以发现,在制度环境因素中法治水平对资本配置效率的影响最大,这也从一定程度上说明一个国家的法治水平可以对企业的资本配置效率产生重要的影响,从而丰富了“法与金融”文献在转轨国家的研究成果,为提高新兴市场资本配置效率提供了可靠的现实证据。

同时,本文进行了自相关检验,D-W检验的结果均在2左右,这说明检验模型中的随机误差项并不具有一阶自回归形式的序列相关问题。为了避免多重共线性问题对最小二乘估计值的影响,本文进行了多重共线性检验,检验结果显示所有方差膨胀因子(VIF)均小于10,根据经验判断本文检验模型并不存在多重共线性,从而进一步说明了本文回归结果的稳健性。

### (四)敏感性分析

1. 替换制度环境代理变量。本文还以樊纲等(2011)的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》中的“市场化指数”作为制度环境的代理变量,回归

表4 制度环境与资本配置效率的回归结果

变量	模型(3)		模型(4)		模型(5)	
	回归系数	VIF值	回归系数	VIF值	回归系数	VIF值
Constant	-0.101*** (-2.297)		-0.103*** (-3.038)		-0.114*** (-3.362)	
IE <sub>it</sub>	0.075*** (5.570)	1.034	0.079*** (5.471)	1.035	0.128*** (8.630)	1.111
Size <sub>it</sub>	-0.001 (-0.829)	1.223	-0.001 (-0.656)	1.226	-0.000 (-0.075)	1.235
Growth <sub>it</sub>	0.024*** (5.107)	1.033	0.023*** (4.965)	1.036	0.018*** (3.707)	1.068
Age <sub>it</sub>	-0.002* (-1.777)	1.005	-0.002 (-1.614)	1.006	-0.002 (-1.547)	1.006
Lev <sub>it</sub>	-0.011 (-1.278)	1.168	-0.013 (-1.448)	1.165	-0.014 (-1.610)	1.164
CFO <sub>it</sub>	0.045*** (7.090)	1.029	0.046*** (7.284)	1.023	0.043*** (6.804)	1.029
SBD <sub>it</sub>	0.003 (0.543)	1.223	0.003 (0.545)	1.223	0.002 (0.382)	1.223
PID <sub>it</sub>	0.094*** (5.257)	1.077	0.093*** (5.197)	1.078	0.084*** (4.729)	1.083
SBS <sub>it</sub>	0.019*** (4.943)	1.136	0.018*** (4.755)	1.137	0.016*** (4.237)	1.143
OC <sub>it</sub>	0.013 (1.004)	1.112	0.012 (0.884)	1.112	0.006 (0.472)	1.115
年度/ 行业	控制		控制		控制	
F	9.866***		9.824***		11.553***	
Adj-R <sup>2</sup>	0.047		0.046		0.055	
D-W	2.020		2.021		2.008	
N	4 900		4 900		4 900	

注:括号内为t值。

结果显示市场化进程与资本配置效率之间存在显著的正相关关系。即市场化程度越高的地区,上市公司的资本配置效率越高,这与本文的结论一致。

2. 制度环境数据问题。由于樊纲等(2011)的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年报告》仅提供了2009年及之前的相关数据,本文2010~2013年的数据均以2009年的数据替代。为了避免这种数据处理方法的缺陷,本文采用了如下两种方法:第一,删除2010~2013年的数据,仅以2007~2009年的数据进行回归分析;第二,按照2007~2009年制度环境数据的平均增加值,推算出2010~2013年的制度环境数据,在此基础上进行回归分析。经过检验后发现,采用这两种方法的回归结果与前文结论基本一致。

3. 增加控制变量。考虑到企业的产权性质、宏观经济环境等因素也会对资本配置效率产生重要的影响,本文

加入了产权性质虚拟变量和经济周期变量进行了重新回归,结果与前文结论无实质性差异。

### 五、研究结论

我国正处于经济转轨的重要时期,特殊的制度环境对上市公司的资本配置行为产生了重要的影响。基于“法与金融”理论,本文以2007~2013年沪深两市A股上市公司4900个观测样本为研究对象,采用普通最小二乘法分别检验了政府干预程度、金融发展水平和法治水平对上市公司资本配置效率的影响机理。

实证结果表明:首先,政府干预程度与上市公司资本配置效率呈显著负相关关系,即随着政府干预程度的加大,上市公司的资本配置效率会显著下降;其次,金融发展水平与上市公司资本配置效率呈显著正相关关系,即较高的金融发展水平可以显著地提高上市公司的资本配置效率;再次,法治水平与上市公司资本配置效率呈显著正相关关系,即较高的法治水平可以显著地提升上市公司的资本配置效率;最后,法治水平对上市公司资本配置效率的影响显著大于政府干预程度和金融发展水平。

### 主要参考文献

North D. C.. Institutions, Institutional Change and Economic Performance [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

陈德球,李思飞,钟昀珈.政府质量、投资与资本配置效率[J].世界经济,2012(3).

Dollar D., Hallward Driemeier M., Mengistae T.. Investment Climate and Firm Performance in Developing Economies [J]. Economic Development and Cultural Change, 2005(1).

郝颖,刘星.政府干预、资本投向与结构效率[J].管理科学学报,2011(4).

陈德球,李思飞.政府治理、产权偏好与资本投资[J].南开管理评论,2012(1).

King R. G., Levine R.. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1993(3).

Beck T., Levine R.. Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank-based System Matter? [J]. Journal of Financial Economics, 2002(2).

林毅夫,姜烨.经济结构、银行业结构与经济发展——基于分省面板数据的实证分析[J].金融研究,2006(1).

王永剑,刘春杰.金融发展对中国资本配置效率的影响及区域比较[J].财贸经济,2011(3).

蒲艳萍,成肖.金融发展、市场化与服务业资本配置效

率[J].经济学家,2014(6).

王雪慧.资本结构与完善公司治理[J].审计月刊,2004(4).

Klapper L. F., Love I.. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets [J]. Journal of Corporate Finance, 2004(5).

Almeida H., Wolfenzon D.. The Effect of External Finance on the Equilibrium Allocation of Capital [J]. Journal of Financial Economics, 2005(1).

John K., Litov L., Yeung B.. Corporate Governance and Risk-Taking [J]. The Journal of Finance, 2008(4).

McLean R. D., Zhang T., Zhao M.. Why Does the Law Matter? Investor Protection and its Effects on Investment, Finance, and Growth [J]. The Journal of Finance, 2012(1).

于文超,何勤英.投资者保护、政治联系与资本配置效率[J].金融研究,2013(5).

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2011年报告[M].北京:经济科学出版社,2011.

Wurgler J. Financial Markets and the Allocation of Capital [J]. Journal of Financial Economics, 2000(1).

Asker J., Farre-Mensa J., Ljungqvist A.. Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle [J]. Review of Financial Studies, 2014(4).

Eklund J. E., Desai S.. Ownership and Allocation of Capital: Evidence from 44 Countries [J]. Journal of Institutional and Theoretical Economics, 2014(3).

Richardson S.. Over-investment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006(2).

李延喜,陈克兢,刘伶,张敏.外部治理环境、行业管制与过度投资[J].管理科学,2013(1).

Balakrishnan K., Core J. E., Verdi R. S.. The Relation between Reporting Quality and Financing and Investment: Evidence from Changes in Financing Capacity [J]. Journal of Accounting Research, 2014(1).

刘慧龙,吴联生.制度环境、所有权性质与企业实际税率[J].管理世界,2014(4).

李延喜,陈克兢.终极控制人、外部治理环境与盈余管理——基于系统广义矩估计的动态面板数据分析[J].管理科学学报,2014(9).

**【基金项目】**国家自然科学基金重点项目“会计信息与资源配置效率研究”(项目编号:71132004)