

非国有股东治理对国企投资效率影响的实证研究

张荣武 罗澜 黄心圆¹

【摘要】：推进国有企业混合所有制改革是当前全面深化国企改革的关键，对于提高政府宏观调控的有效性、提升国有企业投资效率和促进经济高质量发展至关重要。以 2013—2019 年沪深 A 股国有上市公司为样本，从股权结构与高层治理维度来研究非国有股东治理对国企投资效率的影响机制，并选取行业类型与经营环境进行异质性检验，结果表明：非国有股东治理提升了国企投资效率；在非竞争性国企与低市场化地区国企中，非国有股东持股对投资效率的改善作用更为显著，而非国有股东在高层治理机构中委派人员对投资效率的改善作用较弱。国企混改应坚持分类改革思想，对不同行业的国企采用与之相适应的混改推进方式，充分发挥非国有股东的治理功能，提升非国有股东在公司经营决策中的话语权和影响力。

【关键词】：国有企业 混合所有制改革 非国有股东 投资效率 投资不足 公司治理

【中图分类号】：F271 **【文献标识码】**：A **【文章编号】**：1003—854X（2022）05—0043—08

一、引言

国有企业是国民经济的重要支柱，提高国企投资效率既对国有企业经营质量和长远发展产生重大影响，又对维护人民生活安定与经济有序运行具有深远意义。公司治理水平与投资效率联系紧密，政府放开经营管理权后难以有效监督和制衡管理者¹，所有权与经营权分离对企业投资效率可能产生负面影响²，特别是所有者缺位、制衡机制失效、内部人控制等导致国企治理效率低下的问题凸显。近年来国企混改向纵深推进，非国有股东治理提升了国企治理效率，国企逐渐找到了新的平衡点与发展点。混合所有制改革通过引入异质股东打破国企“一股独大”的治理局面，减轻因所有者缺位导致的内部人控制问题，降低了代理成本。随着非国有股东在企业中的话语权和影响力提升，治理效果日益凸显³。30 多年来的国企改革探索为寻找更为科学合理的治理结构与机制奠定了坚实基础，而混合所有制改革作为新时期国企改革的突破口，也为进一步推动国企改革提供了方向与路径指引。研究表明，非国有股东参与治理对国企投资效率提升产生了积极作用⁴。内部治理和外部治理事关企业投资效率⁵，股东、董事与高管是企业投资效率的重要影响因素⁶。本文结合企业内外部治理环境，进一步探讨非国有股东持有国企股份与委派人员直接参与经营决策对国企投资效率的影响及其机理。

本文为测度非国有股东治理效应提供经验证据，其边际贡献具体体现在：（1）企业成长状况是影响企业投资决策的关键因素，本文从国企投资状况与经营增长适配度视角来衡量国企投资效率，更为直观地反映了国企投资决策是否体现自身发展水平。以该指标作为关键变量，能够更好地针对企业成长水平检验非国有股东治理是否有效提升了国企治理效率，从而刺激国企投资决策与自身成长匹配优化。（2）相对于过度投资，国企投资不足问题更为普遍，投资不足是造成国企投资效率低下的重要原因。国企过度投资虽较少发生，但一旦发生，造成的效率偏离程度会更高。（3）非国有股东委派人员深入国企参与实际经营活动是进一步深化国企混改的重要方向。不同于现有文献主要从股权结构视角来研究国企混改与投资效率的关系，本文基于手工收集的混改相关数据，根据国企混改逐步深入发展的现状与趋势，分别实证检验了非国有股东持股与在高层治理机构中委派人员对国企投资效率的影响，其研究结论更为准确而全面。（4）基于非国有股东持股比例与委派董事两个视角，进一步结合国企行业性质与经营环境厘清了非国有股东治理对国企投资效率的影响机制，为非国有股东治理提升国企投资效率、促进国企更好地履行社

作者简介：张荣武，广州大学管理学院教授，广东广州，510006；罗澜，澳门科技大学商学院博士研究生，澳门氹仔，999078；黄心圆，广州大学管理学院，广东广州，510006。

基金项目：国家社会科学基金项目“区块链共享治理机制与混改企业治理效率提升研究”（项目编号：20BGL076）；广州大学引进人才科研启动项目“风险投资机构投后管理模式及其公司治理效应研究”（项目编号：69-18ZX10262）

会职能提供了新思路。

二、文献回顾与研究假设

投资效率、企业发展前景及经营活力息息相关，本文从国企治理结构与治理机制出发，分析非国有股东治理对国企高管投资决策的影响，探讨非国有股东治理对国企投资效率的作用路径。

在传统公司治理结构下，“所有者缺位”导致高管缺乏有效监督，扩大了高管决策自主性。复杂委托代理关系带来的信息不对称，为管理层出于自利目的作出与股东价值最大化目标相背的投资决策提供了便利²。在传统的治理机制下，市场化经营机制的缺乏导致高管产生非效率的经营动机。一方面，国企薪酬制度与投资效率联系紧密⁷，激励不足是国企投资不足的重要原因。国企经营绩效与高管薪酬不匹配，非弹性的薪酬制度导致高管缺乏经营动力⁸，对企业长远发展重视不够，有效投资放缓。当高管转而关注自身利益，更可能出于获取额外收益选择在职消费³，进而重视现金流把控，放弃无法增加个人收益的投资项目，加剧了国企投资不足。另一方面，普遍存在的预算软约束促使国企在谋求高质量发展与承担社会责任中失去平衡，陷入过度负债与盲目扩大投资的非良性循环中。国企本身是政府参与社会经济活动、保障社会有序发展的重要方式，政府为国企可持续经营给予极大的资金与政策扶持，加之政府作为国企的隐性担保人，使其拥有较为宽松的社会融资渠道，由此形成了较高的预算软约束，为高管进行扩张性投资决策提供了重要先决条件。研究表明，地方政府存在为实现目标而增加对国企投资决策影响的可能¹¹，国企则可能为迎合地方政府需求，以不断扩大投资作为寻租方式来获取更为丰富的政府资源，导致过度投资¹²。而部分拥有政治诉求的国企高管为实现政治晋升，则会为迎合地方政府需求，进一步加剧过度投资问题。国企由此陷入过度负债与过度投资的循环中，导致投资效率下降，最终无法有效履行其肩负的社会责任。

基于高管决策空间角度，国企混改从根本上缓解了由于委托代理链条冗长而带来的信息不对称问题，降低高管非效率投资的决策空间，促进企业投资效率的改善。非国有股东参股国企缓解了由于所有者缺位导致的内部人控制问题，且由于利益目标差异，非国有股东出于逐利目的还会加强对高管投资行为的监督。同时，非国有股东通过委派利益代表参与公司治理，提高了话语权，强化了监督与制衡作用。基于高管决策动机角度，国企混改通过引入非国有股东而引入市场化经营机制，缓解了非市场化经营体制和经营过程中产生的矛盾，从而减轻由此带来的对投资效率的负面影响。其一，非国有股东降低了国企高管由于业绩薪酬制度缺乏弹性所产生的非效率自利动机，使其更加重视国企经营质量与投资效率。非国有股东治理促使国企完善薪酬激励机制¹³，提高国企高管薪酬敏感性¹⁴，缓解激励缺乏，从而改变投资不足的局面。其二，非国有股东促使国企高管寻求经济效益目标与社会效益目标有机结合，提升了企业投资效率。经济效益与社会责任是国企经营中皆不可忽视的重要构成。非国有股东参与治理为国企注入经营活力，对国企提升经营效率并更好地实现社会效益产生积极影响。而混合所有制改革削减了国企预算软约束，从根本上弱化了过度投资的基础，提高了高管投资决策的谨慎性。同时，非国有股东参与治理一定程度上改变了国企行政化的评价体系，缓解高管因政治资源诉求而引发过度投资动机，最终在非国有股东明确的经济目标引导下，经济效率更受重视，国企从过度负债与过度投资的循环中脱离出来，为更好地促进社会效益打下坚实基础。综合来看，非国有股东治理抑制了国企高管非效率投资决策，改变了国企投资不足与过度投资的局面。随着国企混改深入发展，非国有股东治理效应会逐步显现，国企投资效率也随之提高。基于此，本文提出以下假设：

H1：非国有股东参与治理的程度越高，国企投资效率越高。

与非国有企业不同，国企行业分布广泛且行业性质差异较大，其占据的市场地位、发挥的社会效益以及对于国家的战略意义不尽相同。部分国企掌握着关系国家安全、经济命脉等相关产业的生产经营活动，具有垄断性，其经营特性及内部运行机制与一般行业的国企有着较大区别，非国有股东治理效果在竞争程度不同的国企中会产生差异。因此，行业竞争程度是探讨国企行业间差异的重要视角，也是寻找深化国企混改发展方向不可忽视的关键一环。我国幅员辽阔，各地区市场环境差异较大，国企发展与所处经营环境联系紧密。一方面，处于不同市场环境下的国企受到的外部影响有别，存在的阻碍经营效率的问题不尽相同，非国有股东治理效果存在差异。另一方面，国企作为我国市场经济的重要主体，其经营发展对经济环境的影响不容小觑，且在不同的

经济环境中所发挥的作用也不同。市场化程度既能够反映制度运行状况¹⁵，也能够反映经济发展秩序，是衡量企业所处经营环境的重要变量。因此，基于国企所处地区市场化进程的差异来检验非国有股东治理效果十分必要。为进一步结合国企内外治理环境，探讨非国有股东治理对国企投资效率影响机制的变化，提升研究的现实意义与实践操作性，本文从国企行业竞争度与所处地区的市场化进程出发，剖析非国有股东治理对国企投资效率影响机制的异质性。

非竞争性国企一般具有较丰富且独特的资源。从高管决策空间视角来看，在国企固有的治理结构下，由于缺乏有效监督，资源禀赋可能加剧国企代理问题¹⁶和内部人控制，扩大高管非效率投资决策空间。从高管决策动机视角考察，一方面，非竞争性国企存在较高的市场壁垒，长此以往导致所面临的外部市场竞争压力较弱；非竞争性国企大多属于中央政府直接管控或加强管控类企业，高管薪酬体系弹性更小，薪酬激励效果难以实现。因此，非竞争性国企高管更可能因激励不足导致投资不足的非效率投资行为。另一方面，非竞争性国企资源环境宽松，资金充裕，经营业务于国家而言更具战略意义，其承担的政策性责任更重。在此背景下，非竞争性国企管理层更可能作出冒进的投资决策，致使企业在谋求自身发展与承担社会责任中出现经营失衡状态。非竞争性国企与政府联系紧密，更可能出现高管为寻求政治晋升而迎合政府目标，导致国企过度投资的非效率投资行为。因此，相对于竞争性国企而言，非竞争性国企的投资效率更低。

非国有股东参与国企治理，强化了对国企高管的监督力度，有助于降低高管作出非效率投资决策的概率。其一，非国有股东参与非竞争性行业的国企治理，在一定程度上打破了国企垄断性，以源自市场的压力来缓解激励缺乏而造成的投资不足问题。其二，非国有股东参与非竞争性行业的国企治理，引导其重新审视自身经济目标，使其从提高企业经营质量与发挥长远社会效益出发进行决策，抑制过度投资。换言之，非国有股东治理对改善非竞争性国企投资效率发挥的积极作用更为显著。基于此，本文提出以下假设：

H2：相对于竞争性国企，非国有股东治理对提高非竞争性国企投资效率更为显著。

经营环境对企业决策具有导向性。基于高管决策空间视角考察，我国低市场化地区的市场运行机制不够完备，国企受到的有序监督相对较弱。因此，低市场化地区的国企更可能出现因内部人控制而导致非效率投资。基于高管决策动机视角考察，由于市场化机制较弱，差序格局在低市场化地区更突出，关系型治理对低市场化地区的国企影响较大。一方面，高管激励机制难以发挥激励作用，加剧了高管激励不足问题，导致国企投资不足；另一方面，政府隐性担保作用更强，预算软约束更明显，出现经营失衡的概率相对较大，且关系型治理诱致的高管晋升动机也会加剧过度投资问题。因此，相对于高市场化程度地区的国企，低市场化程度地区的国企投资效率更低。

非国有股东治理强化了国企监督机制、高管薪酬敏感性¹⁷及预算软约束，压缩了高管非效率投资决策空间，抑制了高管非效率投资决策的动机，改善了低市场化地区国企的投资效率。同时，在低市场化地区国企中引入非国有股东参与治理，强化了国企市场化经营理念与方式，也有助于促进该地区的市场化进程，进而减轻市场化进程缓慢给国企带来的负面效应。综上可见，非国有股东治理对改善低市场化地区的国企投资效率起到的积极作用更为显著。基于此，本文提出以下假设：

H3：相较于高市场化地区，非国有股东治理对提高低市场化地区的国企投资效率更为显著。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

2013年党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确提出积极发展混合所有制经济，自此国企混改加速推进。因此，本文选取2013—2019年沪深A股国有上市公司为研究样本，为排除特殊因素对实证结果的影响，按照以下标准对数据进行处理：（1）剔除金融保险行业样本；（2）剔除ST与*ST类企业；（3）剔除有缺失值的观测值；（4）剔

除前十大股东中只有非国有股东持股的样本。本文有关国有上市公司的股东及人员任职数据皆为手工收集，其他相关数据均来自 CSMAR 数据库与 WIND 数据库，经过筛选最终得到 6617 个观测值。

（二）实证模型与变量

本文实证模型如下：

$$\text{Inefficient}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Nonsoe}_{i,t} + \alpha_2 \text{Controls}_{i,t} + \alpha_3 \sum \text{Year}_t + \alpha_4 \sum \text{Ind}_k + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型（1）的解释变量为非国有股东参与国企治理程度（Nonsoe）：混合所有制改革旨在通过引入非国有资本来改善国企治理结构与治理机制，进而全面增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力和混改企业治理效率。本文参考刘运国等（2016）¹⁸的研究，选取股权结构与高层治理两个核心维度，采用前十大股东中非国有股东持股比例（Nonsoe_Shr1）与非国有股东委派董事比例（Nonsoe_D）两个变量来衡量非国有股东参与国企治理程度。同时，采用第一大非国有股东持股比例（Nonsoe_Shr2）与非国有股东委派董监高比例（Nonsoe_DJG）作为衡量非国有股东参与国企治理程度的替代变量进行稳健性检验。变量值越大，表示非国有股东参与国企治理的程度越高。

为探讨非国有股东治理下国企对与自身成长相匹配的投资机会把握状况的改变，本文参考 Chen 等（2011）¹⁹、代昀昊和孔东民（2017）²⁰的研究，根据模型（2）分行业与年份进行回归，残差即为企业投资效率。当残差大于 0 时，表示企业过度投资程度，反之则为企业投资不足程度。为便于理解，本文将计算结果全部取绝对值表示。同时，借鉴 Biddle 等（2009）的研究²¹，采用模型（3）进行同理计算，得出样本国企投资效率，以此替换衡量国企投资效率的变量，再对主假设进行检验以增强实证结果的稳健性。

$$\text{Inv}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \gamma_2 \text{Growth}_{i,t-1} + \gamma_3 \text{NEG} \times \text{Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Inv}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中， $\text{Inv}_{i,t}$ = 购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金 - 处置固定资产无形资产和其他长期资产收回的现金净额； Growth 为企业营业收入增长率，当营业收入增长率为负时， NEG 取 1，反之取 0。

本文在模型（1）中加入财务杠杆（Lev）、现金比率（Cash）、总资产利润率（Roa）、董事会规模（Board）以及市场化进程（Mrk）作为控制变量来控制企业特征、治理层面和经营环境因素对投资效率的影响，并加入年份（Year）与行业（Ind）虚拟变量来控制时间变化与行业特征的影响。由于本文着重探讨非国有股东治理效应，因此在实证模型中加入第一大国有股东持股比例（Top1_Soe）以控制国有股东的影响，提升检验结果的可靠性。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
投资效率 1	Inefficient1	采用模型（2）计算得出
投资效率 2	Inefficient2	采用模型（3）计算得出
投资不足	Under-Inv	采用模型（2）计算得出

过度投资	OverTnv	采用模型（2）计算得出
非国有股东持股比例	Nonsoe_Shr1	前十大股东中非国有股东持股比例
第一大非国有股东持股比例	Nonsoe_Shr2	前十大股东中第一大非国有股东持股比例
非国有股东委派董事比例	Nonsoe_D	前十大股东中的非国有股东委派董事人数占企业董事总人数的比例
非国有股东委派董监高比例	Nonsoe_DJG	前十大股东中的非国有股东委派董监高人数占企业董监高总人数的比例
财务杠杆	Lev	负债总额/资产总额
现金比率	Cash	现金及现金等价物/流动负债
总资产利润率	Roa	净利润/总资产
董事会规模	Board	董事总人数的自然对数
第一大国有股东持股比例	Top1_Soe	前十大股东中第一大国有股东持股比例
市场化进程	Mrk	采用王小鲁等（2019）提出的企业注册地当年市场化评分来衡量
行业	Ind	借鉴 2012 年证监会发布的行业分类代码，生成行业虚拟变量
年份	Year	年份虚拟变量

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

过度投资（OverInv）的样本均值为 0.052，样本数量为 1908，投资不足（Under-Inv）的样本均值为 0.041，样本数量为 4708。据此推测，在当前市场运行中，国企投资不足的情况更为普遍，激励缺乏可能是影响国企投资效率的重要因素。而过度投资给国企带来的非效率投资程度更高，即国企高管一旦作出过于激进的投资决策，则负面影响更大。通过引入非国有股东，研究发现提升国企经营活力及治理效率的混改目标与提高国企投资效率的改进路径高度契合。

（二）回归结果分析

1. 非国有股东治理与国企投资效率。

为缓解可能存在的内生性问题，我们将非国有股东参与国企治理的变量与控制变量进行滞后一期处理（本文所有回归结果均建立在此基础上）。将所有连续变量在上下 1%水平上进行缩尾处理。基于样本数据，运用模型（1）对非国有股东治理对国企

投资效率影响机制进行实证检验。其中，第（1）列与第（4）列分别为非国有股东持股比例、委派董事与国企投资效率的回归结果；第（2）列与第（5）列是基于国企过度投资样本的检验结果；第（3）列与第（6）列是基于国企投资不足样本的检验结果。在回归结果中，非国有股东持股比例（Nonsoe_Shr1）的影响情况表明非国有股东治理既能改变国企投资不足状况，又能抑制国企过度投资行为，进而提高国企投资效率，H1 得以验证。值得关注的是，非国有股东委派董事（Nonsoe_D）对国企投资不足的改善作用不显著。当前非国有股东委派董事的比例要低于其持股比例。我们推测，在投资不足的国企中，非国有股东委派董事的比例较低，导致其无法发挥治理效应。

出于实证结果稳健性考虑，一方面，本文采用模型（3）计算得出的结果（Inefficient_2）作为替代衡量投资效率的指标对 H1 进行再检验，结果如第（1）、（2）列所示。同时，采用第一大非国有股东持股比例（Nonsoe_Shr2）与非国有股东委派董监高比例（Nonsoe_DJG）作为替代衡量非国有股东治理的指标对 H1 进行再检验，结果如第（3）、（4）列所示。另一方面，为控制可能存在的遗漏变量导致实证结果的偏差问题，本文采用固定效应模型进行再检验，结果如第（5）、（6）列所示。综上再检验结果所得结论均与上文无实质性差别，表明本文核心假设的实证结果具有稳健性。因此，非国有股东深入国企治理，不仅加强了对国企高管的监督力度进而降低非效率投资的可能性，而且改善了国企激励机制并引导其市场化目标归位。

2. 基于行业特征的异质性检验。

为了验证 H2，本文借鉴魏明海等（2017）¹⁰对国企的行业分类标准²²，将经营特定功能业务类的样本划分为非竞争性国企，其余归类为竞争性国企。基于分组样本数据，运用模型（1）分别对非国有股东治理与非竞争性国企、竞争性国企投资效率影响机制进行实证检验。其中，第（1）、（2）列分别为采用非国有股东持股比例（Nonsoe_Shr1）对两类国企投资效率的回归结果，根据 Chow-Test 检验结果，非竞争性国企与竞争性国企样本的回归结果具有显著差异，基于回归系数分析可得，非国有股东治理对非竞争性国企投资效率的提升作用更为显著，H2 得以验证；第（3）、（4）列分别为采用非国有股东委派董事比例（Nonsoe_D）对两类国企投资效率的回归结果，表明非国有股东委派董事对改善竞争性国企的投资效率作用更为显著。国家对于非竞争性国企的控制力度较强，非国有股东进入非竞争性国企的难度相对较大²³。非国有股东委派人员参与国企实际经营，相较于持有国企股份是非国有股东参与治理的更深层次，由于企业所处行业的特殊性带来的壁垒，非国有股东委派人员参与实际经营的难度更大，因此，非国有股东难以在非竞争性国企中委派董事以发挥显著的治理效应。

3. 基于经营环境的异质性检验。

为了验证 H3，本文采用王小鲁等（2019）¹¹估算的我国各省份市场化总评分作为衡量我国各省份市场化程度的指标²⁴，并运用已知评分的平均增长率推算出 2017—2019 年各省份的市场化程度指标。同时，以样本企业注册地所对应市场化总评分的中位数作为分组标准，将处于标准之上的样本划分为处于高市场化地区组，处于标准之下的样本划分为低市场化地区组。基于分组样本数据，运用模型（1）分别对非国有股东治理与低市场化地区国企、高市场化地区国企的投资效率影响机制进行实证检验，回归结果其中，第（1）、（2）列分别为采用非国有股东持股比例（Nonsoe_Shr1）对两类国企投资效率的回归结果，第（3）、（4）列分别为采用非国有股东委派董事比例（Nonsoe_D）对两类国企投资效率的回归结果。根据 Chow-Test 检验结果，低市场化地区的国企与高市场化地区的国企样本的回归结果具有显著差异。根据回归系数，从股权结构视角来看，相对于高市场化地区的国企，非国有股东治理对低市场化地区的国企投资效率的提升作用更为显著，H3 得以验证。从高层治理结构视角来看，相对于低市场化地区的国企，非国有股东治理对高市场化地区的国企投资效率的提升作用更为显著。对于低市场化地区的国企，其关系型治理因素影响更大，因而需要更强的力量对国企高管进行激励与约束，更充分地发挥治理功能。

五、研究结论与启示

本文以 2013—2019 年沪深 A 股国有上市公司为研究样本，从股权结构和高层治理结构两个维度检验了非国有股东治理对投资效率的影响，得出以下结论：

第一，非国有股东治理提高了国企投资效率，因此，应继续深化国企混改，完善企业治理结构与治理机制，全面提升国有企业经营质量，为我国社会经济高质量发展奠定坚实基础。

第二，相对于竞争性行业中的国企，非国有股东持股对非竞争性国企投资效率的提升作用更为显著，而非国有股东委派董事直接参与国企治理对非竞争性国企投资效率的改善效果较弱。本文的研究结论支持国企分类改革思想，对不同行业的国企应采用与之相适应的混改推进方式。

第三，相较于高市场化地区的国企，非国有股东持股对低市场化地区的国企投资效率发挥实质性改善的作用更为显著，而非国有股东委派董事直接参与国企治理对低市场化地区国企投资效率的提升作用较弱。因此，在低市场化地区，应进一步提高非国有股东在公司经营决策中的影响力和话语权，进而促进国企投资效率的提升。

注释：

1 魏明海、柳建华：《国企分红、治理因素与过度投资》，《管理世界》2007年第4期。

2(7)M. C. Jensen, W. H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), pp. 305-360.

3(10)(23)刘运国、郑巧、蔡贵龙：《非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗？——来自国有上市公司的经验证据》，《会计研究》2016年第11期。

4(16)许晨曦、金宇超、杜珂：《国有企业混合所有制改革提高了企业投资效率吗？》，《北京师范大学学报》(社会科学版)2020年第3期；李井林：《混合所有制改革有助于提升国有企业投资效率吗？》，《经济管理》2021年第2期。

5张超、刘星：《内部控制缺陷信息披露与企业投资效率——基于中国上市公司的经验研究》，《南开管理评论》2015年第5期；H. Gulen, M. Ion, Policy Uncertainty and Corporate Investment, *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(3), pp. 523-564.

6U. Malmendier, G. Tate, CEO Overconfidence and Corporate Investment, *The Journal of Finance*, 2005, 60(6), pp. 2661-2700; F. Jiang, W. Cai, X. Wang, et al., Multiple Large Shareholders and Corporate Investment: Evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50, pp. 66-83.

7(8)刘星、台文志：《薪酬管制影响央企投资效率吗？——基于〈薪酬制度改革方案〉的经验证据》，《会计研究》2020年第10期。

8(9)(14)(17)蔡贵龙、柳建华、马新啸：《非国有股东治理与国企高管薪酬激励》，《管理世界》2018年第5期。

9(10)陈冬华、陈信元、万华林：《国有企业中的薪酬管制与在职消费》，《经济研究》2005年第2期。

10(11)唐雪松、周晓苏、马如静：《政府干预、GDP增长与地方国企过度投资》，《金融研究》2010年第8期。

11(12)步丹璐、黄杰：《企业寻租与政府的利益输送——基于京东方的案例分析》，《中国工业经济》2013年第6期。

12(13) 赵璨、宿莉莎、曹伟:《混合所有制改革:治理效应还是资源效应——基于不同产权性质下企业投资效率的研究》,《上海财经大学学报》2021年第1期。

13(15) 马连福、王丽丽、张琦:《混合所有制的优序选择:市场的逻辑》,《中国工业经济》2015年第7期。

14(19) F. Chen, O. Hope, Q. Li, X. Wang, Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets, *The Accounting Review*, 2011, 86(4), pp. 1255-1288.

15(20) 代昀昊、孔东民:《高管海外经历是否能提升企业投资效率》,《世界经济》2017年第1期。

16(21) G. Biddle, G. Hilary, R. Verdi, How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2), pp. 112-131.

17(22) 魏明海、蔡贵龙、柳建华:《中国国有上市公司分类治理研究》,《中山大学学报》(社会科学版)2017年第4期。

18(24) 王小鲁、樊纲、胡李鹏:《中国分省份市场化指数报告(2018)》,社会科学文献出版社2019年版。