

DOI: 10.19361/j.er.2024.05.09

# 经营投资问责能否提升国有企业投资效率?

李玉婷 黄建烨 展望\*

**摘要:** 本文基于国有企业经营投资问责制度分地区、分阶段实施的准自然实验,系统考察了经营投资问责对国有企业投资效率的影响。研究发现,经营投资问责制度实施之后,国有企业的投资效率显著提升,表现为投资-投资机会敏感性显著增加,降低代理成本、提高决策稳健性和缓解信息不对称是经营投资问责制度发挥作用的重要机制。进一步研究表明,经营投资问责对投资效率的提升作用在投资过度、地方国有企业、高管风险偏好较高、内部治理机制较差、外部监督力度较弱的样本中更为明显。同时,经营投资问责发挥投资效率提升效应后显著优化了国有企业的经营表现,实现了国有资本保值增值。本研究可以为健全国有企业经营投资问责制度、推动国有企业高质量发展提供启示。

**关键词:** 经营投资问责;投资效率;代理成本;决策稳健性;信息不对称

**中图分类号:** F832.51

## 一、引言

改革开放以来,投资是驱动我国经济持续高速增长的关键力量。国有企业作为壮大我国综合国力、促进经济社会发展的中流砥柱,其在投资方面更是作出了巨大贡献(李昊楠、郭彦男,2020)。据中经网数据统计,1999—2017年,国有固定资产投资约占全社会固定资产投资的37%,对我国宏观经济的平稳、有序运行十分重要(郭婧、马光荣,2019)。然而,由于“所有者虚置”导致国有企业存在严重的内部人控制和委托代理问题,权责不对称情况下高管往往出于权力寻租动机而做出有损股东价值的投资决策,导致投资饥渴、投资低效等诸多问题不断出现(白俊、连立帅,2014),大大削弱了国有企业和国有资本在推动经济社会发展过程中的主导作用(蔡贵龙等,2018)。随着我国经济已向高质量发展阶段转变,国有企业投资效率损失的问题亟待解决,如何缓解权责不对称、提高国有资本配置效率便成为近年来深化国有企业改革工作的重要方向。

\*李玉婷,暨南大学管理学院,邮政编码:510632,电子信箱:liyutingdd@163.com;黄建烨(通讯作者),中山大学国际金融学院,邮政编码:519082,电子信箱:huangjy378@mail2.sysu.edu.cn;展望,中国社会科学院工业经济研究所,邮政编码:100006,电子信箱:zhanwangcufe@163.com。

本文得到国家自然科学基金重点项目“国有资本并购重组理论、机制与模式研究”(72132010)、广东省自然科学基金项目“混合所有制改革对国有企业创新的影响研究”(2022A1515010784)、中国博士后科学基金面上资助项目“共同富裕视角下人才红利对制造业高质量发展的影响效应与机制研究”(2023M733865)的资助。感谢匿名审稿专家提出的宝贵意见,作者文责自负。

党的十八大以来,党中央作出了一系列的决策部署,全面助力新时代国有企业改革。在高管权力约束方面,以往的改革思路侧重基于事前预防、事中控制的方式予以监督(陈运森等,2022)。为进一步强化监督、防止国有资产流失,2015年《中共中央 国务院关于深化国有企业改革的指导意见》明确提出,建立健全企业国有资产的监督问责机制。在现代公司治理框架中,问责是通过对权力使用者进行事后责任追究从而规范和约束其决策行为的治理机制,是缓解权责不对称、保护委托人权益的有效路径(Keasey and Wright, 1993; 辛宇等, 2022)。基于此,2016年发布的《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》将违规投资经营的责任方明确指向了经营管理有关人员,并且提出实行重大决策终身责任追究制度,以此将国有企业经营投资活动与决策者实现永久性绑定。由此,经营投资问责制度的实施意味着权责清晰、约束有效的国有企业问责体系基本确立,对于实现“权责对等”、规范高管投资决策具有重要意义。那么,一个自然而然的问题是:经营投资问责制度是否有助于提升国有企业投资效率,实现国有资本保值增值? 本文将逐步实施的经营投资问责制度为准自然实验,采用双重差分模型对上述问题进行深入探究。

本文贡献主要体现在以下三个方面:第一,拓展了经营投资问责制度的经济后果研究。关于国有企业改革的以往文献更多关注事前预防、事中限制和薪酬激励等方面的改革成效(池国华等,2016;罗知等,2015;曹春方、张超,2020),而对以事后问责为核心的改革措施关注不足。仅有少量文献从高管违规和风险承担的视角考察经营投资问责制度的政策效应(辛宇等,2022;陈运森等,2022),鲜有文献研究该制度对企业投资效率的影响。为此,本文通过手工查找整理各地区实施经营投资问责制度的时间,实证检验经营投资问责对投资效率的影响,从而补充了经营投资问责方面的相关研究,为经济领域中问责的有效性和必要性提供新的证据。第二,丰富了国有企业投资效率的影响因素研究。以往关于国有企业投资效率影响因素的文献主要聚焦薪酬管制(刘星、台文志,2020)、EVA考核(池国华等,2016)、民营化(Huang and Zhu, 2022)以及政府干预(张训常等,2021)等视角。经营投资问责制度是推进新时代国有企业治理体系建设的重要举措,本文探究该制度对国有企业投资效率的影响及其作用机制,进一步充实了相关研究。第三,研究结论具有重要政策意义。有效提高国有资本配置效率是做强做优做大国有资本、保障经济高质量发展的必然要求。本文研究表明,经营投资问责可以显著提高国有企业投资效率并促进国有资本保值增值,形成了国有企业行稳致远、健康发展的长效机制。这不仅为验证经营投资问责制度的有效性和可行性提供了新的证据,而且可以为当前完善国有企业经营投资问责制度、推动国有资本布局优化和结构调整提供重要思路。

## 二、理论分析和研究假说

为促进国有资本保值增值,防止国有资产流失,党中央、国务院国资委一直强调要强化国有企业经营投资责任追究。2016年《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》出台,该文件全面、系统地提出对国有企业进行经营投资问责,并且首次提出对国有企业经营管理者“实行重大决策终身责任追究制度”,即高管不论离开企业与否,都需对做过的投资决策负责。具体而言,2016年颁布的经营投资问责制度具有以下特点:(1) 问责对象清晰,明确指向“经营管理有关人员”;(2) 责任追究范围较广,包括集团管控、购销

管理、固定资产投资等9个方面54种情形;(3)责任追究“终身制”,只要是造成国有资产损失的经营管理有关人员,不论是违反规定还是未履行职责,也不论是已调任还是退休,都将会被追究责任;(4)资产损失认定和责任划分标准清晰;(5)责任追究处理严厉,将对相关责任人施以减薪、禁入限制、处分、司法移交等处置办法。随着2016年经营投资问责制度的出台,各省、市国资委相继发布经营投资问责制度文件,积极推动国有企业监督问责制度改革。这意味着,国有企业经济领域的问责体系从此得以系统性地构建。同时,由于现实中各地区在建立经营投资问责制度的时间选择上存在差异,使得部分国有企业随机地被分配到实验组,这就为本文研究提供了一个典型的准自然实验场景。

在完美市场假设中,企业根据投资机会做出投资决策,理应投资所有净现值为正的项目,直到投资的边际效益和边际成本相等。但是,现实世界中市场存在各种摩擦,使得企业投资决策通常偏离最优水平,发生投资过度或投资不足现象,进而导致投资效率下降(Jensen and Meckling, 1976)。现有文献将投资效率低下主要归因为代理问题、信息不对称和高管过度自信等因素。首先,代理理论认为,高管在投资决策中通常会考虑构建商业帝国、管理者防御等私人动机,因而可能会大规模投资于有利自身利益却有损股东利益的项目(Jensen, 1986),同时也可能会为了规避风险而放弃净现值可观的优质项目(Hirshleifer and Thakor, 1992)。其次,信息不对称理论认为,相比外部投资者,高管掌握更多公司内部信息,如此形成的信息不对称为高管的非效率投资决策造就了机会和条件,并且外部投资者难以及时阻止(To et al., 2018)。此外,高阶理论认为,高管的心理、性格和行为偏好会影响投资决策(Faccio et al., 2016)。例如,过度自信的高管通常高估自身能力、乐观估计未来前景以及低估相关风险,进而容易做出低效率的投资项目选择(He et al., 2019)。

在两权分离的现代企业制度下,委托人与代理人之间普遍存在代理问题(Jensen and Meckling, 1976),即代理人会做出与委托人利益目标不一致的机会主义行动。而解决这一问题的有效途径则源于委托人利益代表方的监督和问责(Keasey and Wright, 1993)。但是,对于国有企业来说,由于“所有者虚置”导致委托人难以明确,且责任追究范围通常限于高管任期之内却无法追溯到高管离任之外(陈运森等, 2022),因而难以形成长效、显性的问责机制。现实中国有企业高管由于权责不对称而导致权力异化、非效率投资的现象广泛发生。为此,国务院推动构建实现“权责对等”的经营投资问责体系,通过以终身事后责任追究为核心的手段强化对高管权力的监督和约束,从而防止国有资产流失、促进国有资本保值增值。基于经营投资问责制度的构建目标和投资效率损失的形成原理,本文认为,经营投资问责可以从代理成本、决策稳健性和信息不对称三个方面影响国有企业投资效率。

首先,经营投资问责可以缓解代理问题。在委托代理关系中,国有企业高管有动机利用自身权力实施有助于谋取私利而不惜损害股东价值的非效率投资行为(白俊、连立帅, 2014)。但在问责机制下,如果投资决策不当引起重大资产损失,高管将可能要承担直接责任、主管责任、领导责任甚至连带责任,不仅要付出沉重的货币代价,还要承担降职、声誉受损等非货币成本,同时追究处理不只限于任期内,而是“终身”绑定。由此可见,问责制度明确提出了高管违规经营投资的追究范围以及严厉的惩罚处理措施。根据威慑理论,增加惩罚的确定性或严厉性可以加强威慑效应,提升机会主义成本,进而制衡高管权力并扭转高管自利倾向,减少代理问题(Becker, 1968; 辛宇等, 2022)。同时,问责制度强调惩教结合、纠建

并举,通过开展丰富的案例总结和警示教育,可以从思想内在层面提升高管的道德修养,引导高管廉洁自律,树立诚信、合规经营的价值理念 and 责任观。因此,总体而言,经营投资问责制度的实施可以发挥威慑效应和引导效应,降低代理成本,激发高管更好地履行其工作职责,采取符合公司整体利益的投资决策,最终提高投资效率。

其次,经营投资问责能提高国有企业高管的决策稳健性。在任期制和考核制下,投资扩张可以帮助高管实现业绩快速增长。当缺乏约束长效的问责机制时,权力较大可能会扩大高管的过度自信和风险偏好,容易独断专行,从而做出有损企业价值的极端投资决策(He et al., 2019)。而且,就算投资决策不当导致企业遭受巨大损失,高管也无需承担相应责任,这使得高管在投资决策中容易忽视投资失败后的个人风险,进而乐观估计未来前景并高估项目净现值。因此,权责不对称下高管极易做出激进、高风险的投资扩张决策(白俊、连立帅, 2014)。而在永久性的责任人约束机制下,面对严厉的惩罚措施和高昂的代价,高管的终身责任意识 and 风险意识明显增强,风险偏好程度显著降低(陈运森等, 2022),并且逐渐形成谨慎稳健的投资风格,在分析项目成本收益时会同时将长期的企业收益和个人风险纳入考量,从把握全局的角度进行资源配置。由此,决策稳健性提高后高管会加强对投资项目的尽职调查、风险评估和决策程序规范,更加准确地把握投资项目价值,提高决策的质量和科学性,减少因过度自信等因素所致的错误决策,从而避免投资效率损失。

最后,经营投资问责能改善企业的信息不对称程度。政府隐性担保和预算软约束的存在使得国有企业缺乏动力去通过对外披露真实信息以获取资源,以致国有企业存在一定的信息不对称问题(Ding et al., 2020)。而经营投资问责有助于缓解信息不对称。一方面,问责压力下,为了避免自身的操作性失误,以及防止在个人不知情的情况下受到其他高管违规经营投资的责任牵连,国有企业高管有责任 and 意愿主动采取相关手段提高企业的信息透明度,以便形成良好的相互监督环境,规避信息风险。例如,可以通过建立全面有效的内部控制制度(辛宇等, 2022)、提高财务报告质量等,由此促进信息的识别、沟通和流动,进而改善企业的信息不对称程度(叶康涛等, 2015)。另一方面,问责制度背景下,各级国资委将与外派监事会、巡视组、审计机关等部门形成协同配合的责任追究工作机制,对国有企业违法违规违纪问题进行严格监督,一旦失察,相关部门也要被追究失职渎职责任。同时,各级国资委和国有企业需要宣传解释问责制度,深化社会各界共识,营造责任追究工作执行的良好氛围(谢获宝等, 2018)。因此,在问责制度实施后,当地国有企业将面临较大的外界监督压力和社会关注度,使得企业内部与外部的信息不对称随之降低。综上所述,经营投资问责将会有效改善企业信息环境,促进投资者对高管决策的监督和约束,从而压缩内部人发生非效率投资行为的空间和机会,投资效率随之提升。

基于上述理论分析,本文提出如下待检验的研究假说:

研究假说 1:经营投资问责能够显著提升国有企业投资效率。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源和样本选择

本文的研究样本为 2013—2022 年沪深 A 股上市公司,财务数据来自国泰安(CSMAR)

数据库。值得注意的是,中央企业自 2018 年开始实行经营投资问责制度,而地方国有企业并非都在同一时间实施。因为各地区经营投资问责制度的实施时间、范围、步骤等由当地政府或国资委自行决定,所以经营投资问责制度数据需要通过手工收集整理获得。为此,本文基于各地区政府官网和国资委官网、北大法宝以及百度等搜索引擎,手工整理得到省、自治区、直辖市以及地级市层面经营投资问责制度的实施时间。数据预处理如下:(1)剔除金融行业和 ST、PT 类样本;(2)剔除关键变量数据严重缺失样本;(3)剔除资不抵债、营业收入为负以及上市之前的样本;(4)对所有变量进行首尾 1% 水平缩尾处理。最终本文得到了 28 409 个观测值。

## (二) 模型设定和变量说明

现实中各地区在实施经营投资问责制度的时间选择上存在差异,这为本文提供了一个准自然实验的研究场景。参考现有文献的做法(Huang and Zhu, 2022; 张训常等, 2021; 王雄元、徐晶, 2022), 本文采用投资-投资机会敏感性来度量投资效率。进一步, 本文建立双重差分模型, 以受到经营投资问责制度影响的国有企业作为实验组, 以不受到经营投资问责制度影响的国有企业和非国有企业作为对照组, 检验经营投资问责对国有企业投资效率的影响。计量模型设定如下:

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Post_{i,t} \times TobinQ_{i,t} + \beta_2 Post_{i,t} + \beta_3 TobinQ_{i,t} + \varphi X_{i,t} + \sigma_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(1) 式中: 下标  $i$  和  $t$  分别表示企业和年份。被解释变量  $Inv$  为企业投资水平, 采用企业资本性支出与总资产的比值来衡量, 企业资本性支出等于购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额。

解释变量为  $Post$  和  $TobinQ$ 。 $Post$  表示经营投资问责的虚拟变量, 反映企业是否受到经营投资问责制度的影响。如果国有企业所在地区在某年开始实施经营投资问责制度, 则在当年及以后  $Post$  取值为 1, 否则为 0<sup>①</sup>。由于非国有企业不受政策影响, 因此  $Post$  取值始终为 0。 $TobinQ$  为投资机会, 采用托宾  $Q$  来衡量, 等于(企业股票总市值+企业负债账面价值)/企业总资产。企业根据投资机会决定投资水平, 即存在投资-投资机会敏感性,  $\beta_3$  捕捉的则是投资水平对投资机会的敏感性程度。 $\beta_1$  反映的是经营投资问责制度实施后国有企业投资-投资机会敏感性的变化, 本文预期  $\beta_1$  显著为正, 表示经营投资问责提高了国有企业的投资-投资机会敏感性, 即投资效率得以提升, 研究假说 1 成立。

$X$  为企业层面的一系列控制变量, 包括企业规模 ( $Size$ )、企业年龄 ( $Age$ )、资产负债率 ( $Lev$ )、资产回报率 ( $Roa$ )、经营性现金流 ( $Cashflow$ )、无形资产比例 ( $Intang$ )、第一大股东持股比例 ( $Top1$ )、董事会规模 ( $Board$ )、独董比例 ( $Indep$ ) 和两职合一 ( $Dual$ )。此外, 模型还控制公司固定效应  $\sigma$  和年份固定效应  $\gamma$ ,  $\varepsilon$  为模型的误差项。本文估计系数的标准误在省份层面聚类处理。

变量定义及说明如表 1 所示。

① 各地政府或国资委发布的经营投资问责制度文件中都明确指出了该制度的适用对象, 中央政策适用于中央企业, 省级政策适用于省属国有企业, 市级政策适用于市属国有企业。

表1 主要变量定义及说明

变量名称	变量符号	变量说明
企业投资水平	<i>Inv</i>	企业资本性支出/总资产
经营投资问责	<i>Post</i>	国有企业所在地区实施经营投资问责制度当年及以后取值为1,否则为0
托宾Q	<i>TobinQ</i>	(企业股票总市值+企业负债账面价值)/企业总资产
企业规模	<i>Size</i>	企业总资产的自然对数
企业年龄	<i>Age</i>	当年减去企业上市年份加1后的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	总负债与总资产之比
资产回报率	<i>Roa</i>	净利润与总资产之比
经营性现金流	<i>Cashflow</i>	经营活动产生的现金流量净额与总资产之比
无形资产比例	<i>Intang</i>	无形资产净额与总资产之比
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数加1后的自然对数
独董比例	<i>Indep</i>	独立董事人数与董事会人数之比
两职合一	<i>Dual</i>	若董事长和总理由一人兼任,取值为1,否则为0

## 四、实证结果分析

## (一) 描述性统计

表2为变量的描述性统计。可以看出,*Inv*的均值和标准差分别为0.0554和0.0613,*TobinQ*的均值和标准差分别为2.0768和1.3613,表明样本企业间的投资水平和投资机会存在较大差异。经营投资问责*Post*的均值为0.159,表明约有15.9%的观测值在样本期间受到经营投资问责制度的影响。进一步,本文将样本分为实验组和对照组,可以看出,相对于对照组企业,实验组企业的投资水平显著较低。同时,除了经营性现金流以外,在其他特征变量例如投资机会、企业规模、资产回报率等方面,两组之间也存在显著差异,这就意味着在对模型(1)进行回归时有必要将这些特征变量加以控制。

表2 变量描述性统计

变量符号	全样本(N=28 409)				对照组均值 (N=19 475)	实验组均值 (N=8 934)	均值差异
	均值	标准差	最小值	最大值			
<i>Inv</i>	0.0554	0.0613	-0.0185	0.3221	0.0618	0.0416	0.0202***
<i>Post</i>	0.1590	0.3657	0	1	0	0.5056	-0.5056***
<i>TobinQ</i>	2.0768	1.3613	0.8346	8.8193	2.2193	1.7663	0.4530***
<i>Size</i>	22.2993	1.2862	20.0067	26.3369	21.9646	23.0288	-1.0642***
<i>Age</i>	2.1612	0.8196	0.0000	3.3673	1.9200	2.6868	-0.7667***
<i>Lev</i>	0.4211	0.2002	0.0596	0.8849	0.3854	0.4990	-0.1135***
<i>Roa</i>	0.0351	0.0642	-0.2600	0.1997	0.0380	0.0288	0.0091***
<i>Cashflow</i>	0.0483	0.0675	-0.1484	0.2447	0.0486	0.0478	0.0008
<i>Intang</i>	0.0465	0.0517	0.0001	0.3362	0.0445	0.0510	-0.0065***
<i>Top1</i>	0.3408	0.1454	0.0917	0.7382	0.3170	0.3925	-0.0754***
<i>Board</i>	2.2290	0.1731	1.7918	2.7081	2.1981	2.2966	-0.0985***
<i>Indep</i>	0.3776	0.0536	0.3333	0.5714	0.3793	0.3738	0.0054***
<i>Dual</i>	0.2947	0.4559	0	1	0.3862	0.0951	0.2910***

注:\*\*\*表示在1%水平上显著。

(二) 基准回归分析

表3汇报了基于计量模型(1)回归的结果。第(1)、(2)列结果显示, *TobinQ* 的系数均显著为正,表明投资与投资机会具有显著的正相关关系,即企业投资对投资机会存在正向敏感性。第(3)列结果显示,交乘项 *Post*×*TobinQ* 的系数虽然为正,但是不显著。而在控制了公司固定效应后,第(4)列结果显示,交乘项 *Post*×*TobinQ* 的系数显著为正,通过了5%的显著性水平检验,这表明经营投资问责制度实施之后,企业投资对投资机会的敏感性显著提高,即经营投资问责有助于提升国有企业投资效率。同时, *Post* 的系数显著为负。以上结果综合表明,经营投资问责制度的实施可以在一定程度上抑制国有企业的非效率投资,促使国有资本合理配置,进而提升投资效率,本文的研究假说1得以验证。

表3 基准回归结果

	<i>Inv</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>TobinQ</i>	0.0015 *** (4.6391)	0.0010 ** (2.3428)	0.0011 *** (3.7253)	0.0008 * (1.8683)
<i>Post</i> × <i>TobinQ</i>			0.0013 (1.3765)	0.0022 ** (2.3432)
<i>Post</i>			-0.0109 *** (-4.4955)	-0.0052 *** (-2.7579)
<i>Size</i>	0.0048 *** (4.4960)	0.0196 *** (15.2765)	0.0049 *** (4.6542)	0.0196 *** (15.1517)
<i>Age</i>	-0.0241 *** (-13.2571)	-0.0318 *** (-9.5150)	-0.0234 *** (-12.6413)	-0.0323 *** (-10.2135)
<i>Lev</i>	0.0213 *** (5.6944)	0.0156 ** (2.3176)	0.0218 *** (5.8019)	0.0154 ** (2.2871)
<i>Roa</i>	0.1041 *** (13.9341)	0.0914 *** (9.9922)	0.1058 *** (12.9931)	0.0917 *** (10.0256)
<i>Cashflow</i>	0.0879 *** (12.3055)	-0.0137 ** (-2.2444)	0.0838 *** (12.4019)	-0.0140 ** (-2.3051)
<i>Intang</i>	0.1667 *** (8.3053)	0.1637 *** (6.3149)	0.1680 *** (8.3686)	0.1649 *** (6.3825)
<i>Top1</i>	-0.0171 *** (-4.3184)	0.0187 ** (2.4646)	-0.0136 *** (-3.3796)	0.0193 ** (2.5419)
<i>Board</i>	-0.0061 * (-1.8331)	-0.0055 (-1.0203)	-0.0035 (-1.0191)	-0.0057 (-1.0432)
<i>Indep</i>	-0.0088 (-0.7760)	-0.0096 (-0.6058)	-0.0048 (-0.4176)	-0.0097 (-0.6151)
<i>Dual</i>	0.0063 *** (3.9416)	0.0030 ** (2.2250)	0.0056 *** (3.5693)	0.0030 ** (2.2243)
公司固定效应	No	Yes	No	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	28 409	28 409	28 409	28 409
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.1474	0.0921	0.1458	0.0924

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。括号内为标准误差聚类到省份层面后的*t*值,下同。

### (三) 稳健性检验

#### 1. 平行趋势检验

符合平行趋势假定是确保双重差分估计有效性的必备条件,即受到经营投资问责制度影响之前,实验组和对照组的投资-投资机会敏感性变动趋势无显著差异。为此,本文参考张训常等(2021)、王雄元和徐晶(2022)的做法,以事前一期为基期构建以下模型检验平行趋势:

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{s \geq -4, s \neq -1}^4 \beta_s D_s \times TobinQ_{i,t} + \sum_{s \geq -4, s \neq -1}^4 \theta_s D_s + \rho TobinQ_{i,t} + \varphi X_{i,t} + \sigma_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(2)式中: $D_s$ 为虚拟变量,表示企业是否处于受经营投资问责制度影响的第 $s$ 年。其他变量含义与模型(1)一致。表4结果显示,交乘项 $D_s \times TobinQ$ ( $s < 0$ )的系数均不显著,说明受经营投资问责制度影响前,两组间的投资-投资机会敏感性趋势并无明显差异,支持了平行趋势检验。同时, $D_s \times TobinQ$ ( $s \geq 2$ )的系数显著为正,说明经营投资问责对国有企业投资效率的提升作用存在一定的滞后性和持续性。

表4 平行趋势检验结果

	<i>Inv</i>
$D_{-4} \times TobinQ$	0.0012 (0.5577)
$D_{-3} \times TobinQ$	0.0013 (0.8484)
$D_{-2} \times TobinQ$	-0.0015 (-1.1910)
$D_0 \times TobinQ$	0.0020 (1.4442)
$D_1 \times TobinQ$	0.0031 (1.6289)
$D_2 \times TobinQ$	0.0036** (2.3137)
$D_3 \times TobinQ$	0.0036* (2.0218)
$D_4 \times TobinQ$	0.0047** (2.2211)
控制变量	Yes
公司固定效应	Yes
年份固定效应	Yes
观测值	28 409
$R^2$	0.0935

注:限于篇幅,独立项  $TobinQ$  和  $D_s$  的估计系数省略汇报。

#### 2. 安慰剂检验

尽管基准模型已经纳入了一系列控制变量以及固定效应,但仍可能受到其他不可观测因素的干扰。为此,本文进行如下安慰剂检验。具体而言,我们从所有样本中随机选取与原实验组相同数量的样本,采用同时随机生成虚假实验组和虚假政策实施时间的方法,构建解释变量  $Post\_F$  以替代基准回归模型中的  $Post$  回归分析,并将以上随机抽样过程重复 500

次。图1绘制了 $Post\_F \times TobinQ$ 的估计系数的分布情况。可以发现, $Post\_F \times TobinQ$ 的系数聚集在0两侧,且 $P$ 值大多高于0.1,而基准回归 $Post \times TobinQ$ 的估计值处于分布右尾部。这表明,本文的核心结论通过了安慰剂检验,具有较高的可信度。

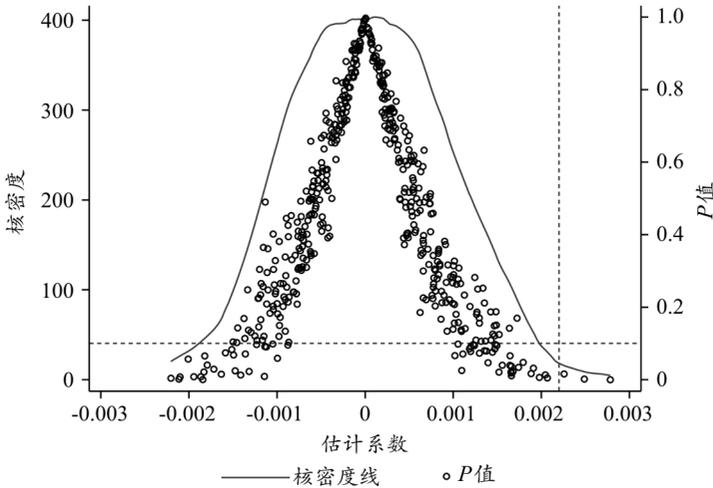


图1 安慰剂检验图

### 3.其他稳健性检验<sup>①</sup>

进一步,本文还进行了其他方面的稳健性检验。第一,为避免研究结论受到投资水平指标敏感性的干扰,本文参考张训常等(2021)、王雄元和徐晶(2022),采用(资本性支出+并购支出-折旧费用)/总资产( $Inv2$ )和(固定资产净额变动额+在建工程净额变动额+研发支出)/总资产( $Inv3$ )衡量投资水平,替换被解释变量后重新回归。第二,为排除在制度实施当年企业未及时做出反应的可能,本文剔除制度实施当年的观测值重新回归。第三,为增强经营投资问责制度实施前后实验组与对照组的可比性,本文将研究样本转化为平衡面板。第四,考虑到国有企业和非国有企业之间存在较大特征差异,可能会导致估计偏误。为缓解组间特征差异的干扰,本文仅保留国有企业作为研究样本重新回归。第五,由于地区或行业层面的特征存在动态变化,因此,本文进一步控制“省份-年份”固定效应、“行业-年份”固定效应,从而避免地区或行业时变因素的影响。经过上述一系列的稳健性检验之后, $Post \times TobinQ$ 的系数仍然显著为正,表明经营投资问责的投资效率提升效应具有较强的稳健性。

## 五、进一步研究

### (一)作用机制检验

在基准回归中,本文证实了经营投资问责显著提高了国有企业投资效率。如理论分析所述,经营投资问责促进国有企业投资效率改善的核心机制在于降低代理成本、提高决策稳健性和改善信息不对称,接下来本文将对其作用机制进行逐一检验。

<sup>①</sup>限于篇幅,其他稳健性检验结果未在正文中汇报,备索。

首先,结合前文理论分析可知,经营投资问责可以发挥威慑效应和引导效应促使高管根据股东利益最大化原则做出投资决策,进而减少由于代理问题引起的非效率投资行为。为检验代理成本机制,本文根据研究惯例采用管理费用率(*Agency*)度量代理成本,并将其作为被解释变量对经营投资问责进行回归。表5第(1)列结果显示,*Post*系数显著为负,说明经营投资问责显著降低了企业的代理成本。鉴于管理费用中涵盖较多科目,因而用来衡量代理成本可能存在一定噪音。而在职消费具有负面的经济后果,可以更加直接反映高管的自利倾向。因此,我们参考陈冬华等(2005)的做法,采用办公费、差旅费、业务招待费、通讯费等八项费用之和与总资产之比计算在职消费水平(*Perk*),并以此来衡量代理成本。表5第(2)列结果显示,*Post*系数显著为负,说明经营投资问责制度实施后高管在职消费水平显著降低。上述结果表明,经营投资问责改善国有企业投资效率的代理成本机制是成立的。

其次,严厉的问责机制有助于增强高管的风险意识和决策稳健性,从而减少投资项目失败所引起的效率损失。为检验决策稳健性机制,本文从战略决策和风险承担两个维度进行检验。一方面,如果经营投资问责促使高管的决策稳健性提高,那么企业应当倾向于实施稳健、保守而非激进的财务决策、融资决策。据此,本文以营运资金(*Wc*)表示财务决策,采用(流动资产-流动负债)/总资产来度量;以负债率(*Lev*)表示融资决策,采用总负债与总资产之比来度量。如果企业持有较高营运资金、维持较低负债率,则可以反映企业高管在做出公司战略时的决策风格较为稳健。表5第(3)、(4)列的结果显示,*Post*系数在第(3)列显著为正,在第(4)列显著为负,表明经营投资问责制度实施后企业的营运资金显著增加,同时负债率水平显著降低,意味着高管的决策稳健性显著提升。另一方面,风险承担反映了高管在投资决策过程中追求高利润而为之付出代价的意愿和倾向,风险承担水平越高则越不愿放弃净现值为正但高风险的项目,因而可以表明高管在投资决策上具有较低的稳健性和风险规避倾向(王彩萍等,2022;陈运森等,2022)。基于此,我们参考王彩萍等(2022)、陈运森等(2022)的做法,采用三年内经行业调整后的*Roa*波动率度量决策稳健性(*RiskT*),*RiskT*值越大表示风险承担水平越高、决策稳健性越低。从表5第(5)列可以看出,*Post*系数显著为负,说明经营投资问责显著降低了高管的风险承担水平,使其决策更加趋于稳健。上述结果总体支持了经营投资问责改善国有企业投资效率的决策稳健性机制。

最后,经营投资问责制度实施后,不论高管是主动为了降低违规风险和 Information Risk,还是受到外部监管和社会关注的压力所致,企业信息不对称程度都将会有所降低,进而减少高管发生非效率行为的机会和空间。为检验信息不对称机制,本文以深交所对上市公司的信息披露质量评级(*Score*)作为信息不对称程度的度量指标,若评分为良好及以上,*Score*取值为1,否则为0。回归结果如表5第(6)列所示,*Post*系数显著为正,表明经营投资问责有助于提高国有企业的信息披露质量评级,使得信息不对称程度显著降低。进一步,本文参考王彩萍等(2022)的做法,采用三年内操控性应计项目绝对值之和来衡量信息不对称程度(*Asymmetry*),*Asymmetry*值越大,信息不对称程度越高。表5第(7)列结果显示,*Post*系数显著为负,说明经营投资问责显著缓解了国有企业的信息不对称程度。以上结果验证了经营投资问责影响国有企业投资效率的信息不对称机制。

表 5 作用机制检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>Agency</i>	<i>Perk</i>	<i>Wc</i>	<i>Lev</i>	<i>RiskT</i>	<i>Score</i>	<i>Asymmetry</i>
<i>Post</i>	-0.0014*** (-2.7800)	-0.0002** (-2.1189)	0.0126*** (3.4770)	-0.0097** (-2.6380)	-0.0121*** (-7.9156)	0.0716*** (5.9497)	-0.0131*** (-3.3403)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	28 409	28 409	28 409	28 409	24 282	14 787	23 974
$R^2$	0.0273	0.1419	0.4825	0.2299	0.1365	0.0710	0.0293

(二) 异质性分析

为了探究经营投资问责对国有企业投资效率的异质性影响,本文接下来从非效率投资类型、企业类型、高管风险偏好、内部治理水平、外部监督力度五个维度进行异质性分析。

1. 非效率投资类型的异质性

造成投资效率低下的非效率投资行为可以进一步区分为投资过度和投资不足 (Richardson, 2006)。现有研究表明,管理层可能会出于私人目标或受到过度自信等因素影响,利用个人权力扩大投资规模,从而造成投资过度 (Jensen, 1986)。同时,管理层也可能会为了规避风险主动放弃净现值为正的项目,从而造成投资不足 (Hirshleifer and Thakor, 1992)。前文已经证实,经营投资问责会通过增强高管责任意识和风险意识改变自身的代理动机和决策偏好,进而提高投资效率。一方面,研究表明过度投资是国有企业投资效率低下的主要原因 (白俊、连立帅, 2014),而且在投资过度的国有企业中,高管面临相对更大的问责压力。因此,经营投资问责对投资效率的提升效应可能主要体现在投资过度的国有企业中。但是另一方面,问责压力下可能也会产生激励不足,导致国有企业高管更倾向于享受“平静的生活”,反而造成投资不足。因此,在投资不足的国有企业中,经营投资问责对投资效率的影响可能不显著,甚至可能为负。

为验证上述推断,本文参考 Richardson (2006) 的预期投资模型<sup>①</sup>测度非效率投资水平 (*Absinv*)、投资过度程度 (*Overinv*) 和投资不足程度 (*Underinv*),将投资过度程度 (*Overinv*) 和投资不足程度 (*Underinv*) 作为被解释变量, *Post* 作为解释变量进行分组回归,结果如表 6 第 (1) 列和第 (2) 列所示。可以看出, *Post* 的系数在第 (1) 列中在 5% 水平上显著为负,而在第 (2) 列中仅在 10% 水平上显著为负,且系数绝对值远小于第 (1) 列。这表明,相较于投资不足而言,经营投资问责对投资效率的提升作用主要体现在投资过度的国有企业中。而对于投资不足的国有企业,经营投资问责对投资效率的提升效应较为有限,但是也并没有进一步引发投资不足,从而损失投资效率。这一结果在一定程度上反映了当前我国国有企业问责体系的科学性和合理性,在缓解过度投资的同时并没有以削弱高管积极性作为代价。

<sup>①</sup> $Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t-1} + \beta_2 Age_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Roa_{i,t-1} + \beta_5 Cashhold_{i,t-1} + \beta_6 TobinQ_{i,t-1} + \beta_7 Ret_{i,t-1} + \beta_8 Inv_{i,t-1} + \pi_j + \gamma_t + \varepsilon_{i,t}$ 。其中, *Inv*、*Size*、*Age*、*Lev*、*Roa* 和 *TobinQ* 的定义与模型 (1) 一致,详见表 1。*Cashhold* 表示现金持有水平,等于 (货币资金+短期投资净额)/总资产, *Ret* 表示年个股回报率,模型控制行业固定效应  $\pi$  和年份固定效应  $\gamma$ 。模型的回归残差绝对值表示非效率投资水平 *Absinv*。进一步,回归残差若大于 0 表示投资过度 *Overinv*;若小于 0 则表示投资不足 *Underinv*,并对其取绝对值度量投资不足的程度。

## 2. 企业类型的异质性

经营投资问责对投资效率的影响可能与企业类型有关。中央企业面临的政府监管和外部关注通常更为严格,公司治理较为规范,重大并购重组、投资等决策必须经过严格的审核程序,因而其投资效率损失较低。而相较而言,地方国有企业被要求开展基础设施建设、增加就业等更多的投资活动以实现地方政府目标,从而造成投资行为扭曲(张训常等,2021)。因此,与中央企业相比,地方国有企业的非效率投资可能更为严重,投资-投资机会敏感性更低,存在投资失败的巨大风险,高管的问责压力明显提升。基于此,本文推测经营投资问责对投资效率的提升作用主要体现在地方国有企业中。为检验这一推断,本文将国有企业划分为中央企业和地方国有企业,其中地方国有企业包括省属国有企业和市属国有企业。表6第(3)列和第(4)列的结果显示, $Post \times TobinQ$ 的系数在地方国有企业中显著为正,而在中央企业中不显著。这一结果表明,相比中央企业,经营投资问责对投资效率的提升作用在地方国有企业中更明显。

表6 基于非效率投资类型和企业类型的异质性分析

	<i>Overinv</i>	<i>Underinv</i>	<i>Inv</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	投资过度	投资不足	中央企业	地方国有企业
<i>Post</i>	-0.0070** (-2.6408)	-0.0015* (-1.9262)	-0.0028 (-1.1237)	-0.0063*** (-3.1245)
<i>Post \times TobinQ</i>			0.0015 (0.9779)	0.0025** (2.5864)
<i>TobinQ</i>			0.0010** (2.2977)	0.0008** (2.2240)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	10 044	15 154	21 883	25 098
$R^2$	0.0591	0.0654	0.0970	0.0940

注:第(3)列对应的样本是“中央企业+非国有企业”,第(4)列对应的样本是“地方国有企业+非国有企业”。

## 3. 高管风险偏好的异质性

如前所述,经营投资问责可以提高高管决策的稳健程度,进而减少过度风险性项目的选择并识别更有价值的投资项目,最终提高投资效率。研究表明,风险偏好较高的高管容易做出随意的极端决策,决策的连续性和一致性较低(Faccio et al.,2016)。由此可以推断,经营投资问责的投资效率改善作用应该在高管风险偏好较高的企业中更明显,而在高管风险偏好较低的企业中较为有限。为了验证这一推断,本文从高管年龄和性别两个维度度量高管风险偏好。一方面,越年轻的高管风险偏好越高,更倾向于做出激进的投资决策(Barker and Mueller,2002)。因此,本文采用高管团队的平均年龄来反映高管风险偏好,并将高管平均年龄年度中位数以上的样本视为高管风险偏好较低,反之视为高管风险偏好较高。另一方面,性别特征也影响高管的风险偏好,相比男性高管,女性高管通常表现出更低的的风险偏好,投资决策更为稳健(Faccio et al.,2016)。因此,本文采用高管团队的女性高管占比来反映高管风险偏好,并将女性高管占比年度中位数以上的样本视为高管风险偏好较低,反之视为高管风险偏好较高。表7汇报了基于高管风险偏好的分组回归结果,可以看出, $Post \times TobinQ$ 的

系数在高管平均年龄小和女性高管占比低组中显著为正,而在高管平均年龄大和女性高管占比高组中不显著。这一结果表明,经营投资问责对投资效率的提升效应在高管风险偏好较高的样本中更显著。

**表 7 基于高管风险偏好的异质性分析**

	Inv			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高管平均年龄小	高管平均年龄大	女性高管占比低	女性高管占比高
<i>Post</i> × <i>TobinQ</i>	0.0049** (2.1934)	0.0009 (1.0503)	0.0030** (2.3798)	0.0019 (1.3171)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	13 632	14 777	14 061	14 348
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.0947	0.0842	0.0825	0.0904
<i>Dif</i> ( <i>P</i> -value)	0.000		0.020	

注:限于篇幅,独立项 *TobinQ* 和 *Post* 的估计系数省略汇报,下同。

4. 公司内部治理机制的异质性

如理论分析部分所述,经营投资问责可以通过缓解代理问题从而提高国有企业投资效率。基于这一逻辑,经营投资问责的投资效率改善效应应在内部治理机制较差的企业中更为凸显,而在内部治理机制较完善的企业中较为有限。为验证上述推断,本文从高管持股比例和独董比例两个维度度量公司内部治理机制。一方面,当高管的持股比例增加时,将与股东的利益目标更加趋同,从而减少代理冲突(Jensen and Meckling, 1976)。因此,本文使用高管持股比例来反映公司内部治理机制的完善程度,并将高管持股比例年度中位数以上的样本视为内部治理机制较好,反之视为内部治理机制较差。另一方面,在我国上市公司履职的独立董事大多是社会各界的知名人士,为避免声誉受损的风险,他们有动力对企业施加监督,从而改善公司内部治理水平。因此,本文采用独董比例作为内部治理机制的度量指标,并将独董比例年度中位数以上的样本视为内部治理机制较好,反之视为内部治理机制较差。表 8 的分组回归结果显示, *Post*×*TobinQ* 的系数在高管持股比例低组和独董比例低组显著为正,而在高管持股比例高组和独董比例高组不显著。这一结果表明,经营投资问责对投资效率的提升效应在内部治理机制较差的样本中更为显著。

**表 8 基于公司内部治理机制的异质性分析**

	Inv			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高管持股比例低	高管持股比例高	独董比例低	独董比例高
<i>Post</i> × <i>TobinQ</i>	0.0035*** (3.0631)	-0.0002 (-0.1493)	0.0032* (1.8118)	0.0007 (0.5776)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	14 206	14 203	14 905	13 504
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.0921	0.0839	0.0929	0.0871
<i>Dif</i> ( <i>P</i> -value)	0.000		0.000	

## 5. 外部监督力度的异质性

当企业面临较强的外部监督时,企业的信息环境更加透明,内部人的非效率投资行为可以得到更有效的约束。由此可以推断,相比外部监督力度较强的企业,经营投资问责的投资效率提升效应理应在外部监督力度较弱的企业中更明显。为验证这一推测,本文从分析师跟踪和媒体报道两个维度刻画外部监督力度。一方面,分析师是挖掘和传递信息的重要中介,他们可以通过分析财务报告、实地调研等方式挖掘和解读与上市公司相关的各类信息,并为其他市场参与者提供研究报告,由此有助于降低公司内部与投资者之间的信息不对称(To et al., 2018)。因此,本文采用分析师关注度(公司被分析师跟踪分析的人数)来衡量外部监督力度,并将该指标年度中位数以上的样本视为外部监督力度较强,反之视为外部监督力度较弱。另一方面,新闻媒体也是资本市场中重要的监督者,其可以通过客观真实的媒体报道揭露企业的内部行为,疏通投资者与企业之间的信息堵塞,进而使得企业的非效率行为受到监督(张建勇等,2014)。因此,本文使用媒体关注度(公司被网络和报刊新闻报道的数量)作为外部监督力度的度量指标,并将该指标年度中位数以上的样本视为外部监督力度较强,反之视为外部监督力度较弱。分组回归的结果如表9所示。可以看出,  $Post \times TobinQ$  系数在分析师关注度低组和媒体关注度低组显著为正,而在分析师关注度高组和媒体关注度高组不显著。这一结果表明,经营投资问责对投资效率的积极作用在外部监督不足的样本中更为显著。

表9 基于外部监督力度的异质性分析

	Inv			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	分析师关注度低	分析师关注度高	媒体关注度低	媒体关注度高
$Post \times TobinQ$	0.0043*** (3.2559)	-0.0006 (-0.5062)	0.0061*** (3.9702)	-0.0006 (-0.4991)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	14 919	13 490	14 265	14 144
$R^2$	0.0869	0.0870	0.0964	0.0964
Dif (P-value)	0.000		0.000	

## (三) 经济后果分析

经营投资问责制度的目标在于落实国有资本保值增值责任。前文已经证实,经营投资问责可以有效提升国有企业投资效率。那么,经营投资问责提升国有企业投资效率后能否进一步改善企业经营表现,促进国有资本保值增值,从而实现国有企业改革目标呢?为回答上述问题,本文采用如下3个指标对企业经营表现进行测度:(1)营业收入增长率( $Growth$ ),采用(当年营业收入-上一年营业收入)/上一年营业收入来度量;(2)资产回报率( $RoA$ );(3)国有资本保值增值率( $EVA$ ),采用经济增加值与营业收入之比来度量(辛宇等,2022)。首先,我们将上述指标作为被解释变量分别对经营投资问责进行回归,表10第(1)–(3)列结果显示,  $Post$  的系数均显著为正,表明经营投资问责制度实施改善了企业的经营表现,实现了国有资本保值增值。其次,本文采用 Richardson(2006)的预期投资模型测度非效率投

资水平,并据此构造一个虚拟变量  $Ineffinv$  与  $Post$  进行交乘。当非效率投资水平高于年度中位数时,表明投资效率较低, $Ineffinv$  取值为 1,否则取值为 0。然后,生成  $Post$  与  $Ineffinv$  的交乘项  $Post \times Ineffinv$ 。表 10 第(4)一(6)列的结果显示, $Post \times Ineffinv$  系数均显著为正,说明当企业投资效率越低时,经营投资问责对企业经营表现的提升作用更强。上述结果总体表明,经营投资问责制度通过提升投资效率,进而提高了国有企业的经营表现并促进了国有资本保值增值。

表 10 经济后果分析回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Growth</i>	<i>Roa</i>	<i>EVA</i>	<i>Growth</i>	<i>Roa</i>	<i>EVA</i>
<i>Post</i>	0.3478 *** (3.0724)	0.0074 *** (3.2937)	0.0137 * (1.9276)	0.2233 ** (2.0757)	0.0064 ** (2.3820)	0.0090 (1.1269)
<i>Post</i> × <i>Ineffinv</i>				0.2957 ** (2.1914)	0.0028 * (1.7642)	0.0113 ** (2.1892)
<i>Ineffinv</i>				0.0785 (1.4622)	0.0038 *** (4.0466)	0.0075 ** (2.6173)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
公司固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	28 405	28 409	26 118	28 405	28 409	26 118
$R^2$	0.0040	0.2108	0.1146	0.0042	0.2123	0.1154

## 六、结论与启示

经营投资问责是防止国有资产流失、落实国有资本保值增值的制度保障。本文以投资效率为切入点,考察经营投资问责制度的经济效应。整体结果表明,经营投资问责显著增加了国有企业的投资-投资机会敏感性,有助于提升投资效率,且该结论经过平行趋势检验、安慰剂检验和替换测度指标等一系列稳健性检验后依然不变。机制检验发现,经营投资问责通过降低代理成本、提高决策稳健性和改善信息不对称,作用于投资效率。进一步研究表明,经营投资问责对投资效率的提升作用在投资过度、地方国有企业、高管风险偏好较高、内部治理机制较弱、外部监督力度不足的样本中更显著。同时,经营投资问责通过提高投资效率显著优化了国有企业的经营表现。本文结论具有以下启示:

第一,应当继续建立和完善国有企业经营投资问责制度。国有企业是促进中国经济高质量发展的顶梁柱,本文的研究结果表明,经营投资问责实现了“权责对等”的终身责任追究机制,堵住了权力监督的最后一环,通过影响高管决策和公司治理进而改善国有企业资本配置效率,实现国有资本保值增值,从而验证了经营投资问责制度的有效性。因此,以“权责对等”为原则、以事后惩罚为核心的问责制度可以作为深化国有企业改革、保障国民经济行稳致远的有力抓手,应当继续坚持建立和完善。

第二,以经营投资问责制度为基础,加强国有企业改革、监管等其他措施的协同。本文研究发现,代理成本降低、决策稳健性提高和信息环境改善是投资效率提升的主要渠道。首先,对于国有企业改革而言,应当以构建经营投资问责制度为基础,注重建立前后呼应、内外结合、相互协同的监管体系,加强内部控制、风险管理、信息披露和审计监督等制度的完善,

与问责制度形成监督合力助推国有企业高质量发展。其次,对于监管部门而言,一方面,应当加强指导上市公司建立和完善全面风险管理制度,强化重大投资项目或业务的投资风险评估,引导高管树立长远发展、稳健经营的价值理念,减少由于过度自信、短视逐利等因素导致的激进扩张行为,防止潜在风险不断积累;另一方面,应当完善信息披露标准等方案,提升企业信息披露的针对性和有效性,同时完善上市公司综合监管体系,督促上市公司真实、及时地披露信息,并且加大对信息披露违规违法企业的处罚力度,促进资本市场更加透明和规范,压缩企业做出非效率投资决策的机会和空间。

第三,经营投资问责制度的建立和完善需要兼顾“严管”和“激励”。本文的研究发现,经营投资问责对投资效率的提升作用主要体现在投资过度的国有企业中,而在投资不足的国有企业中影响较为有限。这一结果虽然印证了经营投资问责制度设计的合理性和科学性,但是,这并不意味着在制度设计上就可以无条件地提高惩罚严厉性、增加高管问责压力。基于一些经验研究也发现,过度的外部监督政策会损害高管的工作积极性和创新意愿。因此需要注意的是,责任追究越严厉不一定效果越好,也有可能就会导致国有企业投资不足,从而损失企业价值。为使监督效果最大化,需要坚持权利和责任相统一、激励机制和约束机制相结合。换言之,在严肃构建问责制度过程中,应当思考如何找到问责压力和激励动力的平衡点,设计与之相互兼容适配的激励制度,做到既能发扬国有企业的企业家精神,又能掌控好国有企业的前进方向,从而确保国有企业在有序、规范的赛道上又稳又快的发展。

#### 参考文献:

- 1.白俊、连立帅,2014:《国企过度投资溯源:政府干预抑或管理层自利?》,《会计研究》第2期。
- 2.蔡贵龙、柳建华、马新啸,2018:《非国有股东治理与国企高管薪酬激励》,《管理世界》第5期。
- 3.曹春方、张超,2020:《产权权利束分割与国企创新——基于中央企业分红权激励改革的证据》,《管理世界》第9期。
- 4.陈冬华、陈信元、万华林,2005:《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》第2期。
- 5.陈运森、蒋艳、何玉润,2022:《违规经营投资责任追究与国有企业风险承担》,《会计研究》第4期。
- 6.池国华、杨金、郭菁晶,2016:《内部控制、EVA考核对非效率投资的综合治理效应研究——来自国有控股上市公司的经验证据》,《会计研究》第10期。
- 7.郭婧、马光荣,2019:《宏观经济稳定与国有经济投资:作用机理与实证检验》,《管理世界》第9期。
- 8.李昊楠、郭彦男,2020:《利润上交能否提高国有企业投资效率?》,《经济评论》第6期。
- 9.刘星、台文志,2020:《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》第10期。
- 10.罗知、赵奇伟、严兵,2015:《约束机制和激励机制对国有企业长期投资的影响》,《中国工业经济》第10期。
- 11.王彩萍、黄建焯、黄志宏、姜彦君,2022:《国有资本参股与民营企业金融风险防范——股价崩盘风险视角的实证研究》,《经济管理》第8期。
- 12.王雄元、徐晶,2022:《放松市场准入管制提高了企业投资效率吗?——基于“市场准入负面清单”试点的准自然实验》,《金融研究》第9期。
- 13.谢葆宝、胡春艳、宋京津、唐大鹏、李升、王光俊,2018:《严肃追责:向央企违规经营投资人员“亮剑”》,《财政监督》第18期。
- 14.辛宇、宋沛欣、徐莉萍、滕飞,2022:《经营投资问责与国有企业规范化运作——基于高管违规视角的经验证据》,《管理世界》第12期。
- 15.叶康涛、曹丰、王化成,2015:《内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗?》,《金融研究》第2期。
- 16.张建勇、葛少静、赵经纬,2014:《媒体报道与投资效率》,《会计研究》第10期。
- 17.张训常、刘晔、周颖刚,2021:《“政资分开”能改善国有企业投资效率吗?》,《管理科学学报》第4期。

18. Barker, V. L., and G. C. Mueller. 2002. "CEO Characteristics and Firm R&D Spending." *Management Science* 48(6): 711–820.
19. Becker, G. S. 1968. "Crime and Punishment: An Economic Approach." *Journal of Political Economy* 76(2): 169–217.
20. Ding, X., O. Guedhami, Y. Ni, and J. A. Pittman. 2020. "Local and Foreign Institutional Investors, Information Asymmetries, and State Ownership." *Pacific-Basin Finance Journal* 63, 101405.
21. Faccio, M., M. Marchica, and R. Mura. 2016. "CEO Gender, Corporate Risk-Taking, and the Efficiency of Capital Allocation." *Journal of Corporate Finance* 39: 193–209.
22. He, Y., C. Chen, and Y. Hu. 2019. "Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence from China." *Research in International Business and Finance* 47: 501–510.
23. Hirshleifer, D., and A. V. Thakor. 1992. "Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt." *Review of Financial Studies* 5(3): 437–470.
24. Huang, K., and Y. Zhu. 2022. "China's Secondary Privatization and Corporate Investment Efficiency." *Research in International Business and Finance* 61, 101651.
25. Jensen, M. C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review* 76(2): 323–329.
26. Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360.
27. Keasey, K., and M. Wright. 1993. "Issues in Corporate Accountability and Governance: An Editorial." *Accounting and Business Research* 23(91A): 291–303.
28. Richardson, S. 2006. "Over-Investment of Free Cash Flow." *Review of Accounting Studies* 11(2–3): 159–189.
29. To, T. Y., M. Navone, and E. Wu. 2018. "Analyst Coverage and the Quality of Corporate Investment Decisions." *Journal of Corporate Finance* 51: 164–181.

## Can the Accountability System for Operation and Investment Improve the Investment Efficiency of State-Owned Enterprises?

Li Yuting<sup>1</sup>, Huang Jianye<sup>2</sup> and Zhan Wang<sup>3</sup>

(1: School of Management, Jinan University; 2: International School of Business & Finance, Sun Yat-sen University; 3: Institute of Industrial Economics, Chinese Academy of Social Sciences)

**Abstract:** Based on the implementation of the operation and investment accountability (OIA) of state-owned enterprises (SOEs) in different regions and stages, this paper systematically examines the impact of the OIA on the investment efficiency of SOEs. The results find that after the implementation of the OIA, the investment efficiency of SOEs is significantly improved, as evidenced by a significant increase in the sensitivity of investment-investment opportunities. The reduction of agency costs, the improvement of decision-making robustness, and the alleviation of information asymmetry are the important mechanisms through which OIA operates. Further research finds that the effect of OIA on investment efficiency is more obvious in samples with excessive investment, local SOEs, higher executive risk appetite, poorer internal governance mechanism, and weaker external supervision. At the same time, OIA significantly optimizes the operational performance of SOEs and realizes the value-added of state-owned capital after investment efficiency improves. This paper provides important policy insights for the improvement of the accountability system of SOEs and for the promotion of the high-quality development of SOEs.

**Keywords:** Accountability System for Operation and Investment, Investment Efficiency, Agency Cost, Decision Robustness, Information Asymmetry

**JEL Classification:** G32, G38

(责任编辑:赵锐、彭爽)