

# 国有资本授权经营与资本结构动态调整

梁上坤, 姜艳峰

(中央财经大学会计学院, 北京 100081)

**摘 要** 资本结构动态调整是企业价值提升的重要条件。本文以 2010–2021 年国有上市企业为样本, 考察了国有资本授权经营制度改革对资本结构动态调整的影响。研究发现, 国有资本授权经营制度改革对提升资本结构调整速度具有显著的促进作用。渠道检验表明, 国有资本授权经营制度改革通过降低社会性负担以及治理管理者代理问题, 提升了资本结构调整速度。进一步研究发现, 在非国有股东持股比例较低、国有资本运营公司控股、低成长性、成熟期以及衰退期的企业中, 国有资本授权经营制度改革提升资本结构调整速度的作用更显著。本文拓展了企业资本结构动态调整影响因素的研究, 并且丰富了国有资本授权经营制度改革效果的研究, 对于优化国有企业资本结构以及完善国有资本授权经营制度具有一定的现实启示。

**关键词** 国有资本授权经营; 资本结构调整速度; 政策性负担; 管理者代理问题

## Authorized Operation of State-owned Capital and Dynamic Adjustment of Capital Structure

LIANG Shangkun, JIANG Yanfeng

(School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

**Abstract** The dynamic adjustment of capital structure is an important factor for the promotion of enterprise value. Taking the state-owned listed enterprises from 2010 to 2021 as a sample, this paper examines the impact of the reform of the authorized operation system of state-owned capital on the dynamic adjustment of the capital structure of state-owned enterprises. This paper finds that the reform can significantly improve the speed of capital structure adjustment of state-owned enterprises. The mechanism test finds that the reform can improve the speed of the capital structure

收稿日期: 2023-01-30

基金项目: 国家自然科学基金面上项目 (72272164, 72073019, 71872196); 国家社会科学基金重大项目 (21&ZD145, 19ZDA098)

Supported by National Natural Science Foundation of China (72272164, 72073019, 71872196); National Social Science Foundation of China (21&ZD145, 19ZDA098)

作者简介: 通信作者: 梁上坤, 博士, 中央财经大学会计学院教授, 博士生导师, 研究方向: 公司治理、公司财务、政府管制与政策, E-mail: Liang\_sk@126.com; 姜艳峰, 博士, 中央财经大学会计学院博士后, 研究方向: 公司治理、公司财务, E-mail: yfjiangjy@163.com.

adjustment of state-owned enterprises by reducing the social burden and governing the managers' agency problem. Further research shows that in enterprises with lower shareholding ratios of non-state-owned shareholders, controlled by state-owned capital operating companies, low growth potential, and in mature and declining periods, the reform plays a more significant role in improving the speed of capital structure adjustment. This paper expands the research on the influencing factors of the dynamic adjustment of enterprise capital structure, and enriches the research on the effect of the reform of authorized operation system of state-owned capital. The conclusion of this paper has some practical enlightenment for optimizing the capital structure of state-owned enterprises and perfecting the authorized operation system of state-owned capital.

**Keywords** authorized operation of state-owned capital; speed of capital structure adjustment; political burden; managers' agency problem

## 1 引言

资本结构决策是现代公司财务研究的最核心内容之一 (姜付秀和黄继承 (2011)). 权衡理论指出, 企业具有目标资本结构, 其实际资本结构与目标值的偏离程度越小, 越有利于企业价值的提升 (Lòðf (2004)). 因此, 理性的管理者会积极调整企业的实际资本结构, 以缩小其与目标值的偏离程度 (Graham and Harvey (2001), Drobetz and Wanzenried (2006)), 其中资本结构调整速度代表了这一调整过程的效率程度. 从价值最大化角度, 企业调整资本结构的速度取决于其成本与收益的权衡 (Morellec et al. (2012), 何瑛等 (2023)). 然而, 我国政府对于国有企业资本结构决策和银行信贷决策有很强的干预能力, 这使得国有企业难以完全依据这一准则进行资本决策 (Fan et al. (2012), 吴秋生和独正元 (2019)). 同时, 出资者缺位、多层委托代理等问题导致国有企业管理层行为缺乏有效约束, 道德风险问题频发 (张敏等 (2010), 郭宏等 (2020)). 这些问题导致国有企业的实际资本结构经常偏离其最优状态 (盛明泉等 (2012), 何瑛等 (2023), 罗栋梁和李克思 (2023)), 不利于国有企业价值的有效提升.

国有资本的主要载体是国有企业, 对资本结构进行及时调整不仅是国有企业生存发展的基础, 更是宏观层面优化国有资本结构的重要微观条件. 随着“十四五”规划步入开局阶段, 国有企业改革进入了攻坚期和深水区, 如何深化理解国有企业的资本决策机制并明确优化方向, 对于提升国有企业竞争力、助力国有资本优化配置具有十分重要的现实意义. 然而, 从文献梳理的结果来看, 目前对资本结构调整的研究主要基于全部上市企业数据, 将研究视角聚焦到国有上市企业的研究较为稀缺. 并且, 这些文献局限于对政府控制、市场化进程、产业政策、数字化金融等要素的考察 (姜付秀和黄继承 (2011), 赵兴楣和王华 (2011), 韩金红和潘莹 (2021), 金丹和田敏嫦 (2023)), 关于国资国企制度改革的影响研究较少. 国资监管模式是影响国有企业资本决策的重要制度特征 (卜君和孙光国 (2021), 陈艳利和姜艳峰 (2021)), 也是当前国有资产管理体制改革的重点领域, 近年来获得了学者们的广泛关注. 因此, 从国资监管的视角考察国有企业资本结构动态调整的影响因素, 是本文重点关注和思考的内容, 有助于对当前国有企业改革发展补充有益的参考.

改革开放以来, 为了提高国有资产经营效率, 国资监管体制改革经历了放权让利 (1987—

1992年), 产权改革(1993–2002年), 国资监管(2003–2012年)以及全面深化改革(2013年至今)四个阶段。在进入全面深化改革阶段之前, 国资委按照“管资产与管人、管事相结合”的方式管理国有企业<sup>1</sup>, 政企不分、政资不分以及监管不到位等问题制约了国有企业公司治理的进一步完善。2013年党的十八届三中全会召开后, “以管资本为主”成为国资监管的核心理念, 国有资本授权经营制度改革也应运而生。此后, 随着《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》《改革国有资本授权经营体制方案的通知》等政策颁布, 国有资本授权经营制度改革进入了试点阶段, 并且每年新纳入试点范围的国有企业数量不断增长。各试点企业在政府授权放权、引入市场化经营机制、完善公司治理结构等方面进行了探索和实践, 这对国有企业的资本经营理念和经营方式产生了重要影响。然而, 目前关于这一改革后果的研究较为局限, 仅仅考察了其对国有企业绩效、非效率投资、薪酬业绩敏感性、负债水平以及全要素生产率的影响(卜君和孙光国(2021), 陈艳利和姜艳峰(2021), 肖土盛和孙瑞琦(2021), 綦好东等(2022), 陈艳利和钱怀安(2023)), 关于国有资本授权经营制度改革与国有企业资本结构动态调整的关系有待探索。

本文以2010–2021年国有上市企业为样本, 分析了国有资本授权经营制度改革与资本结构动态调整之间的内在逻辑, 并采用多期双重差分的方法对两者关系进行了实证检验。研究发现, 国有资本授权经营制度改革对提升资本结构调整速度具有显著的促进作用。渠道检验发现, 这一改革通过降低社会性负担以及治理管理者代理问题提升了资本结构调整速度。进一步研究发现, 在非国有股东持股比例较低、国有资本运营公司控股、低成长性、成熟期以及衰退期的企业中, 国有资本授权经营制度改革提升资本结构调整速度的作用更显著。

本文的研究贡献可能有两点: 第一, 本文从资本结构决策的角度丰富了国有资本授权经营制度改革经济后果的研究。授权经营是“以管资本为主”创新国资监管方式的重要体现, 但是目前关于这一重要改革经济后果的研究较少(卜君和孙光国(2021), 陈艳利和姜艳峰(2021), 肖土盛和孙瑞琦(2021), 綦好东等(2022), 陈艳利和钱怀安(2023)), 尚未涉及到对企业资本结构动态调整决策的考察。本文首次从这一角度, 考察了国有资本授权经营制度改革的影响和作用渠道, 并进一步关注了非国有股东持股、两类公司类型、企业成长性、生命周期的异质性影响, 有助于加深对国有资本授权经营制度改革的理解。第二, 本文从国资监管制度层面拓展了资本结构动态调整影响因素的研究。现有文献从制度因素层面对国有企业资本结构动态调整影响因素的探究较少, 少部分文献研究了国有产权、政策性负担、预算软约束以及混合所有制改革的影响(盛明泉等(2012), 张慧敏等(2021), 马宁(2022), 何瑛等(2023), 罗栋梁和李克思(2023)), 尚未涉及对国资监管制度改革的考察。本文基于深化国资国企改革的现实背景, 以国有资本授权经营制度改革为外生冲击, 考察了国家层面的国资监管制度改革对微观企业资本结构调整的影响, 弥补了现有研究的不足。

<sup>1</sup>国有资产监督管理委员会简称国资委。下同。

## 2 文献回顾、理论分析与假设发展

### 2.1 文献回顾

#### 2.1.1 国有资本授权经营研究

国有资本授权经营制度改革具有中国特色, 国外没有直接相关研究, 国内的相关研究多采用规范分析的方法, 辅以单一的案例研究 (张宁和才国伟 (2021)). 在研究内容上, 现有研究围绕改革的现实意义、经营模式、创新驱动因素以及试点过程中存在的问题等进行了理论层面的探索 (胡锋和黄速建 (2017), 王曙光和徐余江 (2017), 徐文进 (2020), 肖红军 (2021), 潘泽清 (2022), 陈艳利和戚乃媛 (2023)). 然而, 对于国有资本授权经营制度的改革效果, 相关实证考察尚处于起步阶段. 考虑到两类公司的成立是国有资本授权经营制度改革的重要内容之一<sup>2</sup>, 部分学者从该视角对改革的核心举措进行了提炼与总结, 并进一步考察了其对国有企业资本决策的治理作用. 其中, 李端生和宋璐 (2020), 肖土盛和孙瑞琦 (2021) 发现改革有助于提升国有企业的价值. 陈艳利和姜艳峰 (2021), 杨李娟和熊凌云 (2023) 发现改革能够缓解国有企业的非效率投资. 綦好东等 (2022) 发现改革可以通过提高内源融资能力、强化风险规避来降低国有企业负债水平. 梁上坤等 (2023) 发现改革能够提升国有企业的融资效率. 陈艳利和钱怀安 (2023) 发现, 改革能够显著提升国有企业的全要素生产率. 王雪等 (2023) 发现改革能够提升国有企业发布自愿性业绩预告的概率和准确性. 王凯和王辰烨 (2023) 发现改革能够显著提升国有企业的创新水平. 此外, 卜君和孙光国 (2021) 从国资监管职能转变的角度, 发现改革能够提升中央企业的薪酬业绩敏感性. 从已有研究来看, 国有资本授权经营制度改革对于政府干预和内部人控制问题产生了重要的治理作用, 对国有企业的资本决策改善可能具有显著作用 (李端生和宋璐 (2020), 陈艳利和姜艳峰 (2021), 肖土盛和孙瑞琦 (2021), 陈艳利和钱怀安 (2023), 王凯和王辰烨 (2023), 杨李娟和熊凌云 (2023)).

#### 2.1.2 资本结构动态调整研究

基于权衡理论、优序融资理论以及代理理论等理论, 现有研究发现企业资本结构的动态调整受到内外部环境因素的多重影响 (黄继承等 (2016), 胡悦和吴文锋 (2022), 史燕平和杨文涛 (2022)). 具体包括企业财务特征、数字金融、股权融资依赖、股权结构、高管特征等企业基本特征和内部治理因素 (Banerjee et al. (2004), Lòof (2004), Drobetz and Wanzenried (2006), 盛明泉等 (2016), 张博等 (2021), 金丹和田敏嫦 (2023)), 以及政治环境、法律环境、市场化程度、产业政策、经济政策不确定性等外部治理环境 (Öztekin and Flannery (2012), 赵兴楣和王华 (2011), 姜付秀和黄继承 (2011), 郑曼妮等 (2018), 刘贯春等 (2019), 宫汝凯 (2021), 韩金红和潘莹 (2021)). 现有研究表明, 国有企业的资本结构决策相比民营企业具有特殊性 (Qian et al. (2009), 盛明泉等 (2012), 何瑛等 (2023)). 盛明泉等 (2012) 研究认为, 国有企业的预算软约束会加重管理者的道德风险, 这会弱化国有企业进行资本结构动态调整的能力. 张慧敏等 (2021) 研究发现, 非国有股东持股和委派董事能够有效缓解企业的代理问题并促进资本结构调整速度的提升. 马宁 (2022) 的研究认为, 所有者缺位、垄断、管理者选聘的市场化程度不足等问题会阻碍国有企业资本结构调整速度的提升, 而非国有股权的增加能

<sup>2</sup>国有资本投资公司和运营公司简称两类公司. 下同.

够有效缓解这些问题。何瑛等 (2023) 发现, 非国有股东参与国有企业治理能够有效提升资本结构调整速度, 并且能够有效降低资本结构偏离度, 其中完善高管激励机制是非国有股东发挥作用的重要渠道。罗栋梁和李克思 (2023) 发现, 政策性负担阻碍了国有企业资本结构调整速度的提升, 而提升政府放权意愿可以有效缓解这一问题。

## 2.2 理论分析与假设发展

权衡理论、优序融资理论以及代理理论是解释资本结构动态调整的代表性理论。其中, 权衡理论认为, 将实际资本结构向其最优值调整会促进企业价值提升, 所以企业会不断调整实际资本结构向其最优状态靠近。优序融资理论指出, 由于信息不对称的存在, 企业会评估交易成本的大小来选择融资方式, 而非单一地向目标资本结构回归 (Myers and Majluf (1984))。代理理论提出, 融资方式和融资结构的选择取决于代理关系中的契约冲突, 管理者代理问题会提升资本结构调整成本, 并降低资本结构调整意愿。综合而言, 从这些理论中可以提炼出影响企业将资本结构实际水平向目标水平调整的两类要素: 一类是权衡理论强调的价值追求所催生的调整动力; 另一类是优序融资理论、代理理论强调的, 代理成本、交易成本等调整成本导致的调整阻力。对于中国的国有企业, 其资本结构决策特征与其国有产权的特殊性相关 (Qian et al. (2009), 赵兴楣和王华 (2011), 盛明泉等 (2012))。基于政府干预理论和内部人控制理论, 在两权分离和出资者缺位的情况下, 中国的国有企业存在“行政干预下的内部人控制”困境, 导致国有企业根据价值最大化目标调整资本结构的动机较弱, 同时企业效率的提升又受到管理者代理问题的拖累。在资本结构动态调整方面, 政府过多的行政干预和内部人控制问题导致国有企业积极调整资本结构的意愿和能力均受到限制, 致使资本结构调整速度较慢 (张慧敏等 (2021), 罗栋梁和李克思 (2023))。所以, 国有企业资本结构动态调整决策的优化, 既需要减少政府过多的行政干预, 落实更深层次的市场化经营机制, 同时也需要完善监督治理机制, 规范企业内部管理者的行权行为 (盛明泉等 (2012), 张慧敏等 (2021))。为了降低政府对国有企业的行政干预, 改革开放以来, 我国的国资监管部门不断优化放权改革形式, 其中的国有资本授权经营制度改革是新时代以管资本为主创新国资监管模式的核心体现。国有资本授权经营制度改革以制度上的授权放权为核心手段, 以改组组建两类公司来实现出资者、监管者以及经营者的分离和补位, 直接从顶层设计层面降低了政府对国有企业的行政干预能力, 这也体现了政府在制度根本上减少行政干预的态度和决心。同时, 为了提升国有企业自主行权的规范性, 进行国有资本授权经营制度改革的国有企业会配套地完善市场化经营机制以及公司治理机制, 这有助于约束管理者的代理行为, 从而对内部人控制问题起到有效的预防和治理作用。

综合以上分析, 政府干预和内部人控制是制约国有企业资本结构调整速度提升的重要原因。国有资本授权经营制度改革通过授权放权、成立两类公司、规范监督激励机制等改革举措, 有助于缓解这两类问题的影响, 提升管理者根据价值最大化目标及时调整资本结构的动机和能力, 从而促进调整速度的提升。对此, 本文提出假设:

**假设 1** 国有资本授权经营制度改革能够提升国有企业资本结构调整速度。

政府干预理论提出, 政府的行政干预使国有企业承受了政策性负担, 导致国有企业资本决策偏离了价值最大化目标, 这与动态权衡理论的逻辑相违背 (罗栋梁和李克思 (2023))。所

以, 政策性负担成为阻碍国有企业提升资本结构调整速度的重要原因, 具体表现在以下两个方面: 其一, 政策性负担使国有企业进行资本决策时的权衡因素较为复杂, 不仅需要考虑信贷风险、信贷的可获得性等调整成本, 还需要考虑是否能够满足推动 GDP 增长、增加财政收入、保障就业等社会目标, 导致单一的企业价值指标难以反映管理者的贡献 (Lin et al. (1998), 刘慧龙等 (2010)), 这降低了国有企业以价值最大化为目标向最优资本结构进行及时调整的动力 (Qian et al. (2009), 盛明泉等 (2012)). 其二, 政策性负担引发了国有企业的预算软约束问题, 这弱化了负债对管理者的治理作用, 导致代理角度的调整成本偏高 (盛明泉等 (2012)). 国有资本授权经营制度改革实施, 有助于通过降低政策性负担来提升国有企业的资本结构调整速度, 这一渠道具体表现在以下两个方面: 其一, 基于出资者财务理论, 两类公司以市场化主体的角色践行出资者职能, 从治理结构上阻隔行政部门对国有企业经营决策的干预 (胡锋和黄速建 (2017), 陈艳利和姜艳峰 (2021), 陈艳利和钱怀安 (2023), 梁上坤等 (2023)). 同时, 基于治理理论的“自组织”观, 国资监管机构将企业管理职能以授权放权的途径充分地剥离给两类公司, 使国有企业获得更多的自主经营权. 这些举措从职能定位和权限设计上减少了政府对国有企业的行政干预, 直接弱化了政府将政策性任务强制分摊给国有企业的行为, 故而国有企业承担的政策性负担会减少. 这一结果能够有效缓解政策性负担对价值最大化目标的影响, 从而有助于提升管理者调整资本结构的动机和能力. 其二, 在预算软约束理论下, 预算软约束是企业承担政策性负担而享有的特殊待遇, 当企业承担的政策性负担减少时, 政府通过隐性担保、直接的银行信贷干预等途径为企业提供优惠待遇的动机也会减弱. 同时, 管理者也无法再以承担政策性任务为借口来摆脱经营失败责任. 所以, 国有资本授权经营制度改革有助于硬化国有企业的预算约束, 由此造成的市场竞争压力会促使管理者及时调整投融资决策, 从而加快资本结构调整速度.

综合以上分析, 在政府干预方面, “国有资本授权经营制度改革 → 降低政策性负担 → 加速资本结构调整”是国有资本授权经营制度改革发挥作用的重要路径之一. 对此, 本文提出假设:

**假设 2** 国有资本授权经营制度改革能够降低政策性负担, 进而提升国有企业资本结构调整速度.

内部人控制理论是代理理论的继承与发展, 该理论提出国有企业因出资者缺位、多层委托代理、外部监管弱化等问题, 导致管理者的利益寻租等代理问题得不到有效治理, 由此产生的代理成本成为国有企业进行资本结构动态调整的阻力 (张敏等 (2010), 张慧敏等 (2021)), 最终表现为企业实际资本结构偏离其最优状态 (Qian et al. (2009), 盛明泉等 (2012)). 所以, 对管理者代理问题进行治理是缓解这一偏离问题和提升资本结构调整速度的重要途径 (郭雪萌等 (2019), 张慧敏等 (2021), 何瑛等 (2023)). 国有资本授权经营制度改革后, 能够有效缓解国有企业的治理缺陷, 通过治理管理者代理问题来提升国有企业的资本结构调整速度, 该渠道具体表现在以下两个方面: 一方面, 基于出资者治理理论, 两类公司的成立能够完善国有企业的出资者治理结构并落实股东治理职能, 有助于对之前出资者缺位时管理者行为得不到有效约束的难题进行治理 (陈艳利和姜艳峰 (2021), 肖土盛和孙瑞琦 (2021), 王凯和王辰烨 (2023), 王雪等 (2023)), 从而有助于降低代理角度的资本结构调整成本. 同时, 为了规范管理者行权, 纳入改革试点名单的企业会配套完善违规经营责任追究、经理人市场化选聘等监督

激励机制,有助于提升管理者利益获取与企业价值提升的协同性(卜君和孙光国(2021)).由于实际资本结构与其目标值的偏离会对企业价值造成损害,而且在回调速度较慢时,这种偏离度及其造成的价值损失越大(黄继承等(2016),张慧敏等(2021)).那么,在国有资本授权经营制度改革促使激励约束机制更加严格和规范的情况下,管理者及时调整资本结构来维护企业价值提升的决策更有利于自身职位安全,这有助于有效提升管理者进行资本结构调整的动力.另一方面,基于管理幅度理论,有限的要素禀赋会限定组织的有效管理幅度,超过这个幅度会导致管理失效.国资监管机构对两类公司放权后能够从庞杂的企业管事项中抽离出来,将精力集中放到外部监管上,这有助于强化外部监管机制对管理者代理行为的监督约束作用,从而提升其资本结构决策的科学性与及时性.所以,作为国有资本授权经营制度改革的重要内容,出资者治理结构和内外部监督激励机制的完善能够有效治理管理者代理问题,从而加快资本结构的调整速度.

综合以上分析,在内部人控制方面,“国有资本授权经营制度改革→治理管理者代理问题→加速资本结构调整”是国有资本授权经营制度改革发挥作用的重要路径之一.对此,本文提出假设:

**假设 3** 国有资本授权经营制度改革能够治理管理者代理问题,进而提升国有企业资本结构调整速度.

### 3 研究设计

#### 3.1 模型构建与变量定义

##### 3.1.1 资本结构动态调整模型

为检验假设 1,本文参考盛明泉等(2016),顾研和周强龙(2018),首先构建如下模型:

$$\text{Lev}_{i,t}^* = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

$$\text{Lev}_{i,t} - \text{Lev}_{i,t-1} = \frac{D_{i,t}}{A_{i,t}} - \frac{D_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} = \delta(\text{Lev}_{i,t}^* - \text{Lev}_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}. \quad (2)$$

模型(1)估计企业的目标资本结构( $\text{Lev}^*$ ), $X$ 为公司特征变量,包含企业规模(Asset)、盈利能力(Roa)、成长性(Growth)、有形资产占比(Tang)、非债务税盾(Nontax)、资本结构的行业均值(Indlev).模型(2)中 $D$ 为公司负债, $A$ 为公司资产,该模型用来测度企业资本结构的调整情况, $\text{Lev}$ 代表企业的实际资本结构.

然后,利用企业资本结构的实际值( $\text{Lev}$ )和公司特征变量( $X$ )的实际值对模型(1)进行回归<sup>3</sup>.在回归过程中,为了控制影响资本结构的固定差异,本文控制了公司和年份的固定效应.在得到估计的系数后,利用 $X$ 的实际值进一步计算出目标资本结构( $\text{Lev}^*$ ),并将其加入到模型(2)中.随后在模型(2)中加入国有资本授权经营制度改革( $\text{Treat} \times \text{Post}$ ),构建如下模型(3):

$$Y_{i,t} = \text{Lev}_{i,t} - \text{Lev}_{i,t-1} = (\delta_0 + \delta_1 \text{Treat}_i \times \text{Post}_t) \text{Dev}_{i,t} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t}. \quad (3)$$

<sup>3</sup>回归结果详见附表 1.

在模型 (3) 中,  $Y_{i,t} = Lev_{i,t} - Lev_{i,t-1}$ , 表示资本结构的实际调整偏差.  $Dev_{i,t} = Lev_{i,t}^* - Lev_{i,t-1}$ , 表示资本结构的目标调整偏差. 对于国有资本授权经营制度改革 ( $Treat \times Post$ ), 参考陈艳利和姜艳峰 (2021), 采用  $Treat$  与  $Post$  的交乘项表示<sup>4</sup>. 对于改革标识 ( $Treat$ ), 如果某样本企业或者其控股股东进行了国有资本授权经营制度改革, 划分为处理组, 此时  $Treat$  赋值为 1, 否则划分为控制组,  $Treat$  赋值为 0. 对于事件期 ( $Post$ ), 如果观测处于改革之前的年份时,  $Post$  赋值为 0, 处于改革当年和之后的年份时,  $Post$  赋值为 1. 回归时控制公司和年份的固定效应<sup>5</sup>.

模型 (3) 中, 本文重点观察国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 ( $Treat \times Post \times Dev$ ) 的系数, 其衡量了国有资本授权经营制度改革的影响. 若该系数显著为正, 则表明制度改革能够显著提升资本结构调整速度, 即假设 1 得到验证.

### 3.1.2 中介效应模型

为检验假设 2 和假设 3, 本文借鉴温忠麟和叶宝娟 (2014), 在模型 (3) 的基础上进一步设置如下模型 (4) 和模型 (5):

$$M_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Treat_i \times Post_t + \gamma_2 Control_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

$$Y_{i,t} = (\eta_0 + \eta_1 Treat_i \times Post_t + \eta_2 M_{i,t}) Dev_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{i,t}. \quad (5)$$

在模型 (4) 和 (5) 中,  $Control$  为控制变量, 包括企业规模 ( $Asset$ )、盈利能力 ( $Roa$ )、成长性 ( $Growth$ )、公司年龄 ( $Age$ )、股权集中度 ( $Shrcr1$ )、两职合一 ( $Ceo$ )、董事会规模 ( $BS$ )、独立董事比例 ( $IndB$ ).  $M$  为中介变量, 具体指政策性负担 ( $Burden$ ) 和管理者代理问题 ( $Agency$ ). 对于政策性负担 ( $Burden$ ), 借鉴张霖琳等 (2015), 采用资本密集度的实际值 ( $CapInt$ ) 与模型 (6) 估计的预期值 ( $CapInt^*$ ) 的差值的绝对值来度量. 正差值表示承担地区经济增长类任务产生的战略性负担, 负差值表示承担雇佣冗员类等任务的社会性负担.

$$CapInt_{i,t}^* = \beta_0 + \beta_1 Z_{i,t-1} + \sum Firm + \sum Zone + \sum Year + \varepsilon_{i,t}. \quad (6)$$

在模型 (6) 中,  $Z$  为公司特征变量, 具体包括企业规模 ( $Asset$ )、资本结构 ( $Lev$ )、盈利能力 ( $Roa$ )、公司年龄 ( $Age$ )、成长性 ( $Growth$ )、有形资产占比 ( $Tang$ ),  $Zone$  用来控制省份固定效应.

对于管理者代理问题 ( $Agency$ ), 本文借鉴方政等 (2017), 采用总资产周转率来测度, 该指标值越大, 代表管理者代理问题越小.

中介效应的检验步骤如下: 第一步, 如果模型 (3) 中的国有资本授权经营制度改革 ( $Treat \times Post$ ) 的系数显著, 则进行模型 (4) 回归. 第二步, 如果模型 (4) 中国有资本授权

<sup>4</sup>由于国有资本授权经营制度改革是分批试点进行的, 因此本文模型 (3) 属于多时点 DID 模型, 回归时需要控制公司和年度固定效应, 无需增加单独的时间变量  $Post$  和组间变量  $Treat$ .

<sup>5</sup>采用模型 (1) 估计目标资本结构时, 控制公司和年份的固定效应是为了计算出准确的度量指标. 采用模型 (3) 进行实证回归时控制相同的固定效应, 是为了控制影响资本结构的实际调整偏差 ( $Y$ ) 的固定差异, 可以减轻实际调整偏差 ( $Y$ ) 带来的内生性问题, 突出资本结构的目标调整偏差 ( $Dev$ ) 对实际调整偏差 ( $Y$ ) 的净影响.



经营制度改革 ( $Treat \times Post$ ) 的系数显著, 则进行模型 (5) 回归. 第三步, 如果模型 (5) 中国有资本授权经营制度改革 ( $Treat \times Post$ ) 的系数和中介变量 ( $M$ ) 的系数均显著, 表明支持存在部分中介效应.

主要变量的定义如表 1.

表 1 主要变量的定义和说明

变量名称	变量符号	计算方法
实际资本结构	Lev	年末负债总额与年末资产总额的比值
目标资本结构	Lev*	模型 (1) 计算得出
资本结构的实际调整偏差	Y	当年末资产负债率与上年末资产负债率的差
资本结构的目标调整偏差	Dev	当年末目标资产负债率与上年末资产负债率的差
改革标识	Treat	虚拟变量, 曾进行制度改革赋值为 1, 否则为 0
事件期	Post	虚拟变量, 制度改革当年及以后年份赋值为 1, 否则为 0
国有资本授权经营制度改革	$Treat \times Post$	Treat 与 Post 的交乘项
政策性负担	Burden	资本密集度的实际值与预期值的差值的绝对值
代理成本	Agency	年末营业收入与资产总额年度均值的比值
企业规模	Asset	年末资产总额的自然对数
盈利能力	Roa	年净利润与年末资产总额的比值
发展能力	Growth	当年营业收入相比上年的增长率
有形资产占比	Tang	年末固定资产与年末资产总额的比值
非债务税盾	Nontax	年末固定资产累计折旧与年末资产总额的比值
资本结构的行业均值	Indlev	当年所处行业的资产负债率的均值
公司年龄	Age	企业上市年数的自然对数
股权集中度	Shrcr1	年末第一大股东持股比例
两职合一	Ceo	董事长与总经理兼任时赋值为 1, 否则为 0
董事会规模	BS	年末董事会总人数的自然对数
独立董事比例	IndB	年末独立董事与年末董事会总人数的比值
资本密集度	CapInt	年末每百万固定资产净额与职工人数的比值

### 3.2 样本选取与数据来源

本文选取 2010–2021 年国有控股上市企业作为样本. 财务数据来自 CSMAR 数据库. 为增强数据分析的严谨性, 剔除了存在数据缺失类、金融类以及 ST 类样本, 最后剩余 1419 个处理组观测, 8882 个控制组观测, 合计 10301 个观测. 数据使用软件 Stata 处理, 并对连续型变量进行 1% 水平的双边缩尾.

## 4 实证分析与结果

### 4.1 描述性统计

表 2 列示了描述性统计结果. 实际资本结构 (Lev) 的均值为 0.505, 中位数为 0.512, 表明半数以上国有企业的资产负债率超过 0.5, 这与盛明泉等 (2012), 马新啸等 (2021) 的研究较为一致. 目标资本结构 (Lev\*) 的均值为 0.504, 中位数为 0.496. 资本结构的实际调整偏差 (Y) 的均值为 0.004, 中位数为 0.002, 资本结构的目标调整偏差 (Dev) 的均值为 0.004, 中位

表 2 描述性统计

	均值	标准差	下四分位	中位数	上四分位
Lev	0.505	0.204	0.354	0.512	0.658
Lev*	0.504	0.090	0.442	0.496	0.562
Y	0.004	0.067	-0.024	0.002	0.033
Dev	0.004	0.158	-0.109	-0.002	0.112
Treat×Post	0.101	0.301	0.000	0.000	0.000
Burden	0.763	1.151	0.233	0.506	0.893
Agency	0.646	0.414	0.335	0.555	0.853
Asset	22.840	1.416	21.820	22.680	23.720
Roa	0.033	0.051	0.011	0.030	0.056
Growth	0.138	0.368	-0.028	0.087	0.224
Tang	0.252	0.194	0.091	0.206	0.382
Nontax	0.026	0.017	0.013	0.023	0.036
Indlev	0.504	0.084	0.445	0.507	0.533
Age	2.661	0.562	2.485	2.833	3.045
Shrcr1	0.389	0.151	0.267	0.375	0.503
Ceo	0.097	0.295	0.000	0.000	0.000
BS	2.199	0.195	2.079	2.197	2.303
IndB	0.372	0.056	0.333	0.333	0.400
CapInt	1.027	3.697	0.178	0.354	0.819

数为 -0.002, 与郑曼妮等 (2018), 黄俊威和龚光明 (2019) 的研究接近。

表 3 列示了主要变量的相关系数矩阵<sup>6</sup>。可以发现, 资本结构的目标调整偏差 (Dev) 与资本结构的实际调整偏差 (Y) 的相关系数为 0.179, 且在 1% 的水平下显著, 表明样本企业会调整实际资本结构向最优值靠近。由于目标资本结构 (Lev\*)、资本结构的目标调整偏差 (Dev) 的计算需要直接用到实际资本结构 (Lev)、企业规模 (Asset) 以及非债务税盾 (Nontax) 等数据, 导致它们的相关系数绝对值超过了 0.5, 这与黄俊威和龚光明 (2019) 的研究一致。

## 4.2 研究假设检验

### 4.2.1 基准回归

表 4 报告了国有资本授权经营制度改革与国有企业资本结构调整速度的回归结果。第 (1) 列为不含交互项的基本回归结果, 资本结构的目标调整偏差 (Dev) 的系数为 0.327, 且在 1% 水平下显著, 表明本文样本公司存在向目标资本结构调整的趋势, 这一结果与黄继承等 (2016), 张博等 (2021) 的发现接近。第 (2) 列结果显示, 国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 (Treat×Post×Dev) 的系数为正, 且在 1% 水平下显著, 其经济含义为制度改革会使资本结构调整速度发生相对其均值 21.41% (0.070/0.327) 左右的变动。这些结果表明, 国有资本授权经营制度改革显著提升了国有企业的资本结构调整速度, 支持了研究假设 1。由于政府干预和内部人控制问题的存在, 国有企业的资本结构决策难以完全

<sup>6</sup>出于文章篇幅的考虑, 这里仅报告了比较重要的模型 (1) 和模型 (3) 有关变量的相关性分析。

表 3 相关性分析

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)	(I)	(J)	(K)
(A) Lev	1										
(B) Treat×Post	0.002	1									
(C) Lev*	0.606***	0.051***	1								
(D) Y	0.184***	-0.014	-0.029***	1							
(E) Dev	-0.824***	0.020**	-0.216***	0.179***	1						
(F) Asset	0.403***	0.146***	0.819***	0.002	-0.054***	1					
(G) Roa	-0.415***	0.015	-0.269***	-0.224***	0.260***	0.042***	1				
(H) Growth	0.034***	0.006	-0.006	0.112***	-0.006	0.055***	0.206***	1			
(I) Tang	0.006	0.040***	0.048***	-0.051***	0.006	0.054***	-0.087***	-0.037***	1		
(J) Nontax	-0.097***	0.001	-0.082***	-0.056***	0.063***	-0.025***	-0.080***	-0.050***	0.730***	1	
(K) Indlev	0.406***	-0.006	0.476***	0.015	-0.247***	0.229***	-0.122***	0.037***	-0.176***	-0.265***	1

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平. 下同

表 4 国有资本授权经营制度改革与资本结构调整速度

	(1)	(2)
	Y	Y
Dev	0.327*** (39.55)	0.323*** (38.58)
Treat×Post×Dev		0.070*** (3.35)
Constant	0.008*** (3.11)	0.008*** (3.10)
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
Obs#	10,301	10,301
Adj- $R^2$	0.153	0.154

注: 括号内为  $t$  值. 下表同.

遵循价值最大化目标的要求, 降低了资本结构的调整速度. 国有资本授权经营制度改革后, 会实现两类公司履行出资者职能、国资监管机构进行授权放权以及配套完善企业内部治理机制等改革举措, 有助于缓解政府干预和内部人控制问题的影响, 提升企业向目标资本结构进行及时调整的动机和能力, 进而有助于提升国有企业的资本结构调整速度.

#### 4.2.2 渠道检验

##### 1) 国有资本授权经营制度改革、政策性负担与资本结构调整速度

表 5 报告了政策性负担的中介效应检验结果. 其中, 第 (1) 和 (2) 列为全样本的检验结果, 第 (3) 和 (4) 列为战略性负担样本的检验结果, 第 (5) 和 (6) 列为社会性负担样本的检验结果. 第 (1)、(3)、(5) 列为中介效应检验的第二步结果, 被解释变量为政策性负担 (Burden), 国有资本授权经营制度改革 (Treat×Post) 的系数仅在第 (5) 列为负, 且在 10% 水平下显著, 表明国有资本授权经营制度改革能够显著降低社会性负担. 第 (2)、(4)、(6) 列为中介效应检验的第三步结果, 被解释变量为资本结构的实际调整偏差 ( $Y$ ), 政策性负担与资本结构的目标调整偏差的交乘项 (Burden×Dev) 的系数仅在第 (6) 列为负, 且在 1% 水平下显著, 表明在社会性负担组中存在部分中介效应. 这些结果表明, 国有资本授权经营制度改革能够通过降低政策性负担来提升资本结构调整速度, 支持了前文的假设 2, 但是这一作用渠道主要成立在承担了社会性负担的企业中. 社会性负担来源于政府稳定就业的基本社会责任, 与企业价值最大化目标的关系较小, 更容易导致企业经营决策的偏离. 而且, 相比战略性负担, 政府为避免失业率过高引发的社会不安定因素, 有更强的动机干预企业承担社会性负担 (Fan et al. (2013)), 所以国有资本授权经营制度改革通过治理社会性负担来提升资本结构调整速度的作用会更强一些.

##### 2) 国有资本授权经营制度改革、管理者代理问题与资本结构调整速度

表 6 报告了管理者代理问题的中介效应检验结果. 其中, 第 (1) 列为第二步的检验结果, 被解释变量为管理者代理问题 (Agency), 国有资本授权经营制度改革 (Treat×Post) 的系数为正, 且在 5% 水平下显著, 表明国有资本授权经营制度改革能够对管理者代理问题产生显

表 5 国有资本授权经营制度改革、政策性负担与资本结构调整速度

	(1) 全样本 Burden	(2) 全样本 Y	(3) 战略性负担组 Burden	(4) 战略性负担组 Y	(5) 社会性负担组 Burden	(6) 社会性负担组 Y
Treat×Post	-0.039 (-0.96)		-0.038 (-0.26)		-0.028* (-1.75)	
Dev		0.321*** (34.58)		0.366*** (18.89)		0.362*** (24.54)
Treat×Post×Dev		0.069*** (3.34)		0.003 (0.07)		0.069*** (2.98)
Burden×Dev		0.003 (0.56)		0.009 (1.22)		-0.056*** (-3.33)
Asset	0.179*** (9.34)		0.193*** (2.82)		0.126*** (15.46)	
ROA	0.123 (0.66)		0.901 (1.32)		-0.203*** (-2.73)	
Growth	0.002 (0.09)		0.075 (1.35)		-0.033*** (-3.87)	
Age	0.097** (1.98)		-0.063 (-0.44)		0.149*** (6.52)	
Sh1	0.054 (0.45)		0.157 (0.34)		-0.024 (-0.49)	
Ceo	-0.010 (-0.34)		-0.022 (-0.22)		0.001 (0.05)	
BS	-0.119 (-1.57)		-0.024 (-0.09)		0.012 (0.41)	
IndB	-0.400* (-1.87)		-0.982 (-1.21)		-0.018 (-0.22)	
Constant	-2.677*** (-5.76)	0.008*** (3.08)	-1.994 (-1.24)	0.027*** (3.73)	-2.184*** (-11.06)	0.003 (1.12)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs#	10298	10299	2938	2939	7360	7360
Adj- $R^2$	0.042	0.155	0.042	0.177	0.242	0.155

著的治理作用。第 (2) 列为中介效应检验的第三步结果, 被解释变量为资本结构的实际调整偏差 (Y), 管理者代理问题与资本结构的目标调整偏差的交乘项 (Agency×Dev) 的系数为正, 且在 1% 水平下显著, 表明治理管理者代理问题的中介效应是成立的。这些结果表明, 国有资本授权经营制度改革可以对管理者代理问题发挥重要的治理作用, 并能够据此来提升国有企业的资本结构调整速度, 支持了前文假设 3。

表 6 国有资本授权经营制度改革、  
管理者代理问题与资本结构调整速度

	(1) Agency	(2) Y
Treat×Post	0.026** (2.55)	
Dev		0.287*** (22.14)
Treat×Post×Dev		0.067*** (3.20)
Agency×Dev		0.060*** (3.67)
Asset	-0.061*** (-13.08)	
ROA	1.120*** (24.42)	
Growth	0.161*** (34.05)	
Age	0.084*** (7.03)	
Sh1	0.055* (1.86)	
Ceo	0.001 (0.18)	
BS	0.094*** (5.06)	
IndB	0.259*** (4.97)	
Constant	1.502*** (13.23)	0.009*** (3.45)
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
Obs#	10300	10301
Adj- $R^2$	0.290	0.156

### 4.3 稳健性测试

#### 4.3.1 平行趋势检验

严谨的双重差分估计需要通过平行趋势检验。这要求在进行国有资本授权经营制度改革试点之前, 回归中所利用的处理组和控制组样本不存在显著的系统性差异 (张华和冯烽 (2019), 林康等 (2022))。为检验平行趋势假设是否成立, 本文借鉴 Beck et al. (2010), Moser

and Voena (2012), 将模型 (3) 扩展为下述模型 (7):

$$Y_{i,t} = (\delta_0 + \delta_1\text{Base}_{i,t} + \delta_2\text{Before}_{i,t}^n + \delta_3\text{After}_{i,t}^m)\text{Dev}_{i,t} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t}. \quad (7)$$

在模型 (7) 中, 当处理组样本处在被纳入国有资本授权经营制度改革范围的第前  $n$  年时,  $\text{Before}^n$  取值为 1, 当处在第后  $m$  年时,  $\text{After}^m$  取值为 1, 其它样本赋值为 0. 其中,  $n$  取值 1、2,  $m$  取值 0 到 3+. Base 为基期标志, 始终赋值为 0.

表 7 报告了模型 (7) 的回归结果.  $\text{Before}^n \times \text{Dev}$  的系数均不显著, 而当  $m$  等于 0 时,  $\text{After}^m \times \text{Dev}$  的系数均显著为正, 表明在制度改革前, 处理组和控制组样本的资本结构调整速度并无显著差异, 制度改革后才开始出现显著差异, 即支持了平行趋势假设.

4.3.2 安慰剂检验

考虑到不可观测因素可能对改革效应造成的影响, 本文借鉴史贝贝等 (2019), 在处理组和控制组内各随机选出一半的样本, 构建随机国有资本授权经营制度改革 (Random), 来替换模型 (3) 中的国有资本授权经营制度改革 ( $\text{Treat} \times \text{Post}$ ). 其中, 在处理组样本中, 被假想为受到改革影响的样本 RandomA 赋值为 1, 其它赋值为 0. 在控制组中, 被假想为受到改革影响的样本 RandomB 赋值为 1, 其它赋值为 0. 检验结果如表 8 所示, 随机国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 ( $\text{RandomA} \times \text{Dev}$ 、 $\text{RandomB} \times \text{Dev}$ ) 的系数均不显著, 表明国有资本授权经营制度改革对资本结构调整速度的影响并非受其他因素的干扰. 前文结果稳定.

表 7 平行趋势检验	
	Y
Dev	0.319*** (36.828)
Before <sup>2</sup> ×Dev	0.046 (1.198)
Before <sup>1</sup> ×Dev	0.057 (1.480)
After <sup>0</sup> ×Dev	0.093** (2.359)
After <sup>1</sup> ×Dev	0.083** (2.088)
After <sup>2</sup> ×Dev	0.084** (2.145)
After <sup>3+</sup> ×Dev	0.125*** (3.846)
Constant	0.008*** (3.091)
公司固定效应	控制
年份固定效应	控制
Obs#	10301
Adj- <i>R</i> <sup>2</sup>	0.155

表 8 安慰剂检验		
	(1) 处理组 Y	(2) 控制组 Y
Dev	0.426*** (15.814)	0.320*** (32.377)
RandomA×Dev	−0.003 (−0.180)	
RandomB×Dev		−0.001 (−0.103)
Constant	0.022 (0.904)	0.003 (0.127)
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
Obs#	1419	8882
Adj- <i>R</i> <sup>2</sup>	0.222	0.151

### 4.3.3 倾向得分匹配检验

考虑到国有资本授权经营制度改革名单可能是非随机选定的, 样本自选择偏误可能对研究结论造成影响. 所以, 本文借鉴曹清峰 (2020), 梁上坤等 (2020) 进行倾向得分匹配测试. 具体操作层面, 本文按照 1 比 2 最近邻匹配规则进行匹配. 匹配时采用 Logit 回归, 匹配协变量选择公司规模 (Asset)、公司年龄 (Age)、股权集中度 (Shrcr1)、两职合一 (Ceo)、董事会规模 (BS)、独立董事比例 (IndB). 进行倾向得分匹配后, 回归结果如表 9 所示. 其中, 第 (1) 列中国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 (Treat×Post×Dev) 的系数为正, 且在 1% 水平下显著, 表明改革显著提升了国有企业的资本结构调整速度. 第 (2) 到 (5) 列显示, 政策性负担的中介效应在社会性负担样本中显著. 第 (6) 到 (7) 列显示, 管理者代理问题的中介效应显著. 这些发现与前文结果基本一致.

表 9 倾向得分匹配检验

	(1) 全样本 Y	(2) 全样本 Burden	(3) 全样本 Y	(4) 社会性负担组 Burden	(5) 社会性负担组 Y	(6) 全样本 Agency	(7) 全样本 Y
Dev	0.336*** (19.67)		0.330*** (17.33)		0.431*** (14.23)		0.268*** (10.49)
Treat×Post×Dev	0.060*** (2.87)		0.060*** (2.87)		0.043* (1.88)		0.054*** (2.59)
Treat×Post		-0.046 (-1.04)		-0.029* (-1.73)		0.032*** (3.09)	
Treat×Post×Burden			0.007 (0.70)		-0.102*** (-3.25)		
Treat×Post×Agency							0.112*** (3.60)
Constant	0.013** (2.31)	-4.589*** (-4.70)	0.013** (2.29)	-2.425*** (-6.18)	0.010 (1.48)	1.445*** (6.29)	0.015*** (2.64)
Control		控制		控制		控制	
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs#	3645	3645	3645	2679	2679	3645	3645
Adj- $R^2$	0.164	0.026	0.165	0.205	0.177	0.314	0.169

### 4.3.4 替换目标资本结构计算方法

考虑到公司的资本结构可能是部分地向目标资本结构进行调整, 本文借鉴黄继承和姜付秀 (2015), 郑曼妮等 (2018), 在计算目标资本结构 (Lev\*) 时, 先将模型 (1) 代入模型 (2), 得到如下模型 (8), 然后将回归后得到的系数代入到模型 (1) 计算出目标资本结构 (Lev\*).

$$\text{Lev}_{i,t} = (1 - \delta)\text{Lev}_{i,t-1} + \delta\beta X_{i,t-1} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t}. \quad (8)$$

替换目标资本结构 (Lev\*) 的计算方法后, 回归结果见表 10 所示, 前文结果稳定.



表 10 替换目标资本结构计算方法

	(1) 全样本 Y	(2) 全样本 Burden	(3) 全样本 Y	(4) 社会性负担组 Burden	(5) 社会性负担组 Y	(6) 全样本 Agency	(7) 全样本 Y
Dev	0.320*** (39.46)		0.314*** (35.02)		0.339*** (25.29)		0.276*** (24.06)
Treat×Post×Dev	0.045*** (2.80)		0.045*** (2.80)		0.040** (2.24)		0.042*** (2.62)
Treat×Post		-0.039 (-0.96)		-0.028* (-1.75)		0.026** (2.55)	
Treat×Post×Burden			0.008 (1.56)		-0.025* (-1.81)		
Treat×Post×Agency							0.076*** (5.37)
Constant	-0.026*** (-9.93)	-2.677*** (-5.76)	-0.026*** (-10.02)	-2.184*** (-11.06)	-0.029*** (-10.22)	1.502*** (13.23)	-0.026*** (-10.06)
Control		控制		控制		控制	
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs#	10301	10298	10299	7360	7360	10300	10301
Adj- $R^2$	0.158	0.042	0.159	0.242	0.157	0.290	0.161

#### 4.3.5 删除试点当年样本的测试

在实证设计中, 本文将改革当年的时间期 (Post) 赋值为 1, 而考虑到国有资本授权经营的政策落实可能存在滞后, 特别当企业在年末被纳入试点时, 当年受到的政策冲击可能相对较弱. 因此, 本文借鉴李文贵等 (2017), 将政策冲击当年的观测值进行剔除, 直接观察政策冲击前后年的资本结构调整速度差异, 检验结果如表 11 所示, 前文结果稳定.

#### 4.3.6 其他稳健性检验

1) 针对中央企业的测试. 考虑到各省份在公布国有资本授权经营制度改革名单时, 存在年度时间上的非连续性, 那么可能出现已经进行了改革而未被公布的情况. 而中央国有企业是国有资本授权经营制度改革的领头羊, 已明确公布了三批改革企业名单, 其信息披露更为透明、及时, 即出现上述问题的可能性非常小. 所以, 为缓解样本遗漏问题对检验结果造成的可能影响, 本文以中央企业为样本进行回归, 结果见表 12 的第 (1) 列所示. 前文结果稳定.

2) 修改资本结构的度量. 由于总负债中有一部分是经营性负债, 而国有资本授权经营制度改革影响的可能更多的是债务融资、杠杆经营等金融性负债. 所以, 为了缓解度量偏差的可能影响, 借鉴姜付秀和黄继承 (2011), 黄继承等 (2014), 采用年末有息负债总额与年末资产总额的比值来度量资本结构. 有息负债包含短期贷款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、应付票据以及交易性金融负债. 修改资本结构的计算方法后, 检验结果如表 12 的第 (2) 列所示. 前文结果稳定.

表 11 删除试点当年样本的测试

	(1) 全样本 Y	(2) 全样本 Burden	(3) 全样本 Y	(4) 社会性负担组 Burden	(5) 社会性负担组 Y	(6) 全样本 Agency	(7) 全样本 Y
Dev	0.322*** (38.22)		0.320*** (34.29)		0.363*** (24.43)		0.286*** (21.95)
Treat×Post×Dev	0.062*** (2.74)		0.062*** (2.73)		0.061** (2.40)		0.058** (2.56)
Treat×Post		-0.053 (-1.22)		-0.029* (-1.65)		0.038*** (3.53)	
Treat×Post×Burden			0.003 (0.45)		-0.060*** (-3.53)		
Treat×Post×Agency							0.058*** (3.51)
Constant	0.008*** (3.14)	-2.508*** (-5.36)	0.008*** (3.12)	-2.183*** (-10.95)	0.003 (1.22)	1.425*** (12.43)	0.009*** (3.48)
Control		控制		控制		控制	
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs#	10103	10100	10101	7210	7210	10102	10103
Adj- $R^2$	0.153	0.042	0.154	0.243	0.154	0.289	0.155

3) 控制其他特征对资本结构调整速度的影响。考虑到前文模型 (3) 没有控制变量, 那么遗漏变量问题可能对研究结论造成影响。因此, 本文借鉴王朝阳等 (2018), 黄俊威和龚光明 (2019) 的做法, 采用能够添加控制变量的“复合一步式”模型, 具体过程如下:

首先, 将模型 (1) 和模型 (2) 进行联立, 并加入控制变量 ( $C$ ), 得到模型 (9):

$$\text{Lev}_{i,t} - \text{Lev}_{i,t-1} = \delta(\text{Lev}_{i,t}^* - \text{Lev}_{i,t-1}) + \theta C_{i,t-1} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t}. \quad (9)$$

在模型 (9) 中,  $C$  为可能影响企业资本结构调整的因素, 包括公司年龄 (Age)、股权集中度 (Shrcr1)、两职合一 (Ceo)、董事会规模 (BS)、独立董事比例 (IndB), 定义与前文一致。

然后, 参考黄俊威和龚光明 (2019) 的做法, 构建模型 (10):

$$\Delta = \zeta_0 + \zeta_1 \text{Treat}_i \times \text{Post}_t. \quad (10)$$

通过联立模型 (1)、(9)、(10), 得到模型 (11):

$$\begin{aligned} \text{Lev}_{i,t} = & -\zeta_1 \text{Treat}_i \times \text{Post}_t \times \text{Lev}_{i,t-1} + (1 - \zeta_0) \text{Lev}_{i,t-1} + \zeta_0 \beta X_{i,t-1} + \\ & \zeta_1 \beta \text{Treat}_i \times \text{Post}_t \times X_{i,t-1} + \theta \text{Controls}_{i,t-1} + \sum \text{Firm} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (11)$$

模型 (11) 为“复合一步式”回归方程, 主要关注当期国有资本授权经营制度改革与滞后一期实际资本结构的交乘项 ( $\text{Treat}_i \times \text{Post}_t \times \text{Lev}_{i,t}$ ) 系数的相反数, 其衡量了国有资本授权经

营制度改革对资本结构调整速度的影响. 若  $(\text{Treat}_i \times \text{Post}_t \times \text{Lev}_{i,t})$  系数的相反数显著为正, 则表明制度改革能够显著提升资本结构调整的速度.

模型 (11) 的回归结果如表 12 的第 (3) 列所示. 当期国有资本授权经营制度改革与滞后一期实际资本结构交乘项  $(\text{Treat}_i \times \text{Post}_t \times \text{Lev}_{i,t})$  的系数为负, 且在 1% 的水平下显著, 表明国有资本授权经营制度改革能够提高国有企业的资本结构调整速度. 前文结果稳定.

表 12 其他稳健性测试

	(1)	(2)	(3)
	Y	Y	Y
Dev	0.309*** (21.29)	0.411*** (35.40)	
Treat×Post×Dev	0.084*** (2.61)	0.087*** (2.90)	
Treat×Post×Lev <sub>i,t-1</sub>			-0.078*** (-3.761)
Lev <sub>i,t-1</sub>			0.678*** (80.374)
Treat×Post×Asset <sub>i,t-1</sub>			-0.002 (-1.534)
Treat×Post×Roa <sub>i,t-1</sub>			-0.004 (-0.060)
Treat×Post×Growth <sub>i,t-1</sub>			0.002 (0.289)
Treat×Post×Tang <sub>i,t-1</sub>			0.024 (0.922)
Treat×Post×Nontax <sub>i,t-1</sub>			-0.207 (-0.622)
Treat×Post×Indlev <sub>i,t-1</sub>			0.158*** (3.307)
Constant	-0.007 (-1.48)	-0.002 (-0.61)	-0.054 (-1.133)
公司固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
X			控制
C			控制
Obs#	3443	6743	10300
Adj-R <sup>2</sup>	0.147	0.193	0.518

## 5 进一步分析

为了进一步验证国有资本授权经营制度改革对资本结构动态调整的作用, 并加深理解其作用机制, 本文进一步从非国有股东治理、公司类别、成长性以及生命周期的视角深入探讨国有资本授权经营制度改革的影响差异.

### 5.1 基于非国有股东治理的异质性分析

在混合股权结构下, 非国有股东的引入能够缓解国有企业的出资者缺位问题 (马连福等 (2012), 刘运国等 (2016), 蔡贵龙等 (2018), 梁上坤和徐灿宇 (2021)), 增加非国有股东持股比例能够缓解国有股东持股相关的政府干预问题, 并强化股东治理对管理者寻租等代理问题的约束 (蔡贵龙等 (2018), 陈艳利和姜艳峰 (2020), 马新啸等 (2021)). 并且, 张慧敏等 (2021) 发现, 非国有股东持股能够约束国有股东的不当干预和管理者代理行为, 进而有助于提升资本结构调整速度. 那么, 在非国有股东治理作用较强时, 由于政策性负担和管理者代理问题均会得到有效缓解, 此时国有资本授权经营制度改革的作用可能并不明显. 为检验上述推论, 本文以非国有股东持股比例 (SHR\_Nonsoe) 的中位数为基准, 将样本划分为低非国有股东持股组和高非国有股东持股组, 对模型 (3) 进行分组检验. 在具体指标度量上, 借鉴蔡贵龙等 (2018), 马新啸等 (2021), 选择前十大股东持股中第一大非国有股东持股比例 (SHR\_Nonsoe) 来度量, 该比例值越高, 代表非国有股东参与公司治理的能力越强.

表 13 报告了根据非国有股东持股比例分组的回归结果. 其中, 第 (1) 列为低非国有股东持股组, 国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 (Treat $\times$ Post $\times$ Dev) 的系数为正, 且在 1% 水平下显著. 第 (2) 列为高非国有股东持股组, 国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 (Treat $\times$ Post $\times$ Dev) 的系数为正, 但是不显著. 分组检验结果表明, 国有资本授权经营制度改革的作用在非国有股东持股比例较低的企业中更显著. 非国有股东持股比例的增高意味着国有股东持股比例的减少, 政府部门通过股权控制干预国有企业承担政策性负担的难度加大. 同时, 非国有股东持股比例和治理能力的增加, 能够发挥股东治理对管理者行为的约束作用. 所以, 国有资本授权经营制度改革在非国有股东持股比例高的样本中的作用空间有限, 故而其提升资本结构调整速度的作用较弱, 这一发现进一步支持了本文的机制分析.

表 13 基于非国有股东治理的异质性分析

	(1) 低非国有股东持股组 Y	(2) 高非国有股东持股组 Y
Dev	0.331*** (22.79)	0.456*** (32.08)
Treat $\times$ Post $\times$ Dev	0.094*** (3.05)	0.058 (1.41)
Constant	0.009** (2.22)	0.005 (1.24)
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
Obs#	4267	4246
Adj- $R^2$	0.148	0.250

## 5.2 基于公司类别的异质性分析

改组组建两类公司是国有资本授权经营制度改革的重要举措,也是判断一个企业是否实施了改革的重要标志。这两类公司是国资监管部门剥离企业管理职能的过渡载体,它们在授权范围内履行国家出资者职能并将生产经营自主权进一步下放,是推进改革进程的重要载体。从相关政策规定的细节来看,两类公司在功能定位上存在一定差异,投资公司侧重于促进实现宏观结构上的资本布局优化和产业竞争力的提升,而运营公司则更关注投资回报率的提升,可以更多地将政府干预因素从企业资本决策中进行剥离,也更有动机治理有损资本效率的管理者代理问题。故而国有资本运营公司所控股企业受到的制度改革影响可能更显著。为检验上述推论,本文首先根据公司类别 (Type),将处理组样本划分为国有资本运营公司控股的运营公司组和国有资本投资公司控股的投资公司组,然后在各组加入控制组样本后,进行分组回归<sup>7</sup>。

表 14 报告了根据公司类别分组的回归结果。其中,第 (1) 列为运营公司组,国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 ( $Treat \times Post \times Dev$ ) 的系数为正,且在 1% 水平下显著。第 (2) 列为投资公司组,国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 ( $Treat \times Post \times Dev$ ) 的系数为正,但是不显著。分组检验结果表明,相比其他企业,国有资本授权经营制度改革提升运营公司控股企业的资本结构调整速度的作用更显著。这一结果可能与运营公司在功能定位上追求“资本运营效率、资本回报”相关,由于不合理的资本结构会损害国有企业的经营效率,还会造成市场资源配置的扭曲,运营公司控股的企业具有更高的动机对有损运营效率的内部人控制问题进行治理。同时,运营公司基于功能定位获得了相比其他企业更多的自主权,这些权利可以层层下放到其控股的企业,有助于促使资本结构调整速度加快。

表 14 基于公司类别的异质性分析

	(1) 运营公司组 Y	(2) 投资公司组 Y
Dev	0.325*** (38.34)	0.317*** (36.19)
$Treat \times Post \times Dev$	0.078*** (3.26)	0.014 (0.20)
Constant	0.008*** (3.30)	0.009*** (3.44)
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
Obs#	9966	9065
Adj- $R^2$	0.155	0.147

<sup>7</sup>为了保持异质性分析检验方法的统一性,此处没有采用添加交乘项的检验方法。

### 5.3 基于企业成长性的异质性分析

成长性指企业在持续经营过程中获得的成长与发展能力。高成长性企业通常会有较高的治理水平和发展前景 (李倩和焦豪 (2021), 孙平等 (2022)), 能够有效抑制管理者与股东利益目标不一致引发的代理问题, 督促管理者做出有利于企业价值增长的决策。同时, 现有研究表明, 高成长性企业调整资本结构的方式更具灵活性, 其资本结构调整速度也较快 (龚朴和张兆芹 (2014))。所以, 对于高成长性企业, 由于管理者代理问题能够获得有效治理, 并且本身的资本结构调整速度也较快, 导致国有资本授权经营制度改革的作用空间有限, 故而其作用可能并不明显。为检验上述推论, 本文以成长性 (Growth) 的中位数为基准, 将样本划分为低成长性组和高成长性组, 对模型 (3) 进行分组检验。

表 15 报告了根据企业成长性分组的回归结果。其中, 第 (1) 列为低成长性组, 国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 ( $Treat \times Post \times Dev$ ) 的系数为正, 且在 5% 水平下显著。第 (2) 列为高成长性组, 国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项 ( $Treat \times Post \times Dev$ ) 的系数为正, 但是不显著。分组检验结果表明, 国有资本授权经营制度改革的作用在低成长性企业中更显著。对于低成长性企业, 由于缺乏投资机会和存在较多的现金流, 管理者代理问题更为严重, 进行资本结构调整的动力和条件也存在局限性, 此时国有资本授权经营制度改革通过治理管理者代理问题发挥作用的空間更大, 故而其作用效果更显著。

表 15 基于企业成长性的异质性分析

	(1) 低成长性组 Y	(2) 高成长性组 Y
Dev	0.259*** (21.23)	0.393*** (30.54)
$Treat \times Post \times Dev$	0.062** (2.21)	0.0594 (1.54)
Constant	0.007 (1.37)	0.007** (2.25)
公司固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
Obs#	5157	5144
Adj- $R^2$	0.116	0.202

### 5.4 基于企业生命周期的异质性分析

根据生命周期理论, 企业成长是动态的, 通常会包括成长期、成熟期以及衰退期三个阶段<sup>8</sup>。不同生命周期阶段的代理问题状况、财务特征等存在较大差异 (黄宏斌等 (2016), 胡明霞和干胜道 (2018))。从代理问题的角度, 成长期企业拥有良好的发展态势, 管理者与股东的利益一致性较高, 管理者通过及时调整资本结构来抓住发展机会的动机较强。成熟期和衰

<sup>8</sup>现有文献普遍认为我国上市公司已经度过初创期, 故不考虑该阶段。

退期企业的成长机会减少,大量的自由现金流导致代理问题突出(李云鹤等(2011),陈沉等(2016)).从政府干预的角度,成熟期企业比成长期企业更具规模优势,对政府官员在锦标赛中的取胜具有更大、更直观的影响(王凤荣和高飞(2012)).同时,政府基于公众利益考虑,会倾向于为衰退期企业提供一定的政策扶持,从而加剧其预算软约束问题.所以,相比成长期企业,成熟期和衰退期企业的代理问题和政府干预问题会更严重,此时国有资本授权经营制度改革的作用空间更大,故而效果可能更显著.为检验上述推论,本文根据企业所属生命周期阶段的不同,对模型(3)进行分组检验.具体分组时,借鉴李云鹤等(2011),梁上坤等(2019),利用销售收入增长率(Growth)、留存收益率(RER)、资本支出率(CapER)以及公司年龄(Age)这四个指标和综合打分法,将样本划分为成长期组、成熟期组以及衰退期组.

表16报告了根据企业生命周期分组的回归结果.其中,第(1)列为成长期组,国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项( $Treat \times Post \times Dev$ )的系数为正,但是不显著.第(2)和(3)列分别为成熟期组、衰退期组,国有资本授权经营制度改革与资本结构的目标调整偏差的交乘项( $Treat \times Post \times Dev$ )的系数均为正,且分别在5%、1%水平下显著.这一结果表明,国有资本授权经营制度改革的作用在成熟期、衰退期企业中更显著.从代理问题和政府干预的角度,相比成长期企业,成熟期和衰退期企业的问题会更严重,所以国有资本授权经营制度改革的作用会更显著.

表 16 基于生命周期的异质性分析

	(1) 成长期组 Y	(2) 成熟期组 Y	(3) 衰退期组 Y
Dev	0.487*** (17.77)	0.386*** (22.90)	0.265*** (23.16)
$Treat \times Post \times Dev$	0.047 (0.55)	0.105** (2.42)	0.080*** (2.87)
Constant	0.026*** (3.44)	0.008 (1.51)	0.005 (1.35)
公司固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
Obs#	1681	3218	5220
Adj- $R^2$	0.246	0.213	0.129

## 6 结论与启示

本文以2010–2021年国有上市企业为样本,考察了国有资本授权经营制度改革对资本结构动态调整的影响.本文研究发现,国有资本授权经营制度改革对提升资本结构调整速度具有显著的促进作用.渠道检验发现,国有资本授权经营制度改革通过降低社会性负担、治理管理者代理问题提升了资本结构调整速度.进一步分析发现,在非国有股东持股比例较低、国有资本运营公司控股、低成长性、成熟期以及衰退期的企业中,国有资本授权经营制度改革提升资本结构调整速度的作用更显著.此外,本文采用平行趋势检验、安慰剂检验、倾向

得分匹配检验、控制其他特征的影响等稳健性测试后, 研究结论保持稳健。

本文的研究从资本结构决策的视角为考察国有资本授权经营制度改革的影响提供了经验证据, 对于优化国有企业资本结构决策机制、完善国有资本授权经营制度具有重要的现实意义。本文研究启示主要有以下四点:

1) 国资监管部门应该坚持进一步扩大国有资本授权经营制度改革试点范围, 完善相关政策设计, 以助力实现国有资本结构优化调整目标。国有资本授权经营制度改革相关政策文件一直将促进国有资本结构优化调整作为重要的改革目标之一, 而企业资本结构的动态调整是实现这一目标的重要微观基础。本文研究表明国有资本授权经营制度改革能够提升国有企业的资本结构调整速度, 这为相关政策目标的实现提供了较为直接的经验证据, 即表明当前的改革设计是正确且有效的。同时, 当企业的资本结构调整速度较慢时, 或者资本决策效率偏低时, 国有企业可以从资本授权经营或者授权放权的角度寻找治理突破口。尤其对于政策性负担较重、管理者代理问题较为严重的企业, 应该更加重视对国有资本授权经营制度相关改革举措的引入和落实。

2) 建议进一步完善落实有关降低政府干预方面的政策设计。本文发现, 国有资本授权经营制度改革能够通过降低政策性负担来提升资本结构调整速度, 但是这一渠道主要成立在承担了社会性负担的企业中。这说明有关降低政府干预的政策设计发挥了一定的作用, 但是该作用也存在较大的局限性。不同的政策性负担来源于基于不同目的的政府干预, 其中战略性负担来源于政府促进技术和产业发展的经济任务, 社会性负担来源于保障就业率和员工福利的社会任务。政府对不同类型政策性负担的干预动机、影响力大小等存在较大差异, 导致企业的资本决策和制度改革效果也存在较大差异。所以, 国资监管部门在进行授权放权时, 应该综合地考虑授权放权内容对不同政策性负担的影响, 进行分类且多样化的授权放权。同时, 两类公司在履行出资者职能时, 不仅需要注意阻隔政府对于所控股企业的不当干预, 也需要注意自身价值追求与承担政策性负担的关系, 尤其需要注意尚未被有效降低的战略性负担的影响。

3) 建议在加大放权改革力度的同时, 重视完善配套的治理优化举措。本文发现, 治理管理者代理问题是国有资本授权经营制度改革发挥作用的重要路径, 其直接相关的改革举措有改组组建两类公司和约束管理者行权方面的治理机制的完善。所以, 下一步的制度完善, 一方面需要从落实出资者治理职能的角度, 改进两类公司的功能定位设计, 重视对股东治理、董事会治理机制的建立和落实。另一方面, 需要从约束管理者的角度, 加大对市场化经营机制的引入力度, 完善企业内部的激励竞争机制, 有效约束管理者的代理行为。此外, 对于已经纳入国有资本授权经营制度改革试点范围或者即将纳入试点范围的国有企业, 需要充分地认识到系列改革举措对于自身企业价值最大化目标的积极影响。同时, 这类国有企业在提升资本结构决策效率时, 可以考虑从规范管理层行权的角度寻找治理办法。

4) 国有资本授权经营制度设计以及国有企业资本结构决策的完善, 需要综合考虑企业特征。本文发现, 非国有股东治理水平、两类公司的功能定位、企业成长性、所处生命周期阶段等特征会影响企业的资本结构决策, 也会影响国有资本授权经营制度改革的作用效果。这说明, 无论是授权放权、两类公司的功能定位, 还是企业内部治理机制的优化设计, 都不应该是简单的一刀切, 更不应该是照搬照抄已有的试点企业经验。为了使国有资本授权经营制度的



政策设计更加有效, 国资监管部门需要更加深层次地考虑企业各方面的改革现状、治理特征以及财务特征, 进行分类的政策设计, 并细化配套的服务类政策。同时, 也需要根据企业改革过程的实际情况, 及时进行政策评估和反馈, 对于制度改革尚未触及的问题, 以及未能发挥预期改革效果的政策, 进行重点治理和完善。

## 参 考 文 献

- 卜君, 孙光国, (2021). 国资监管职能转变与央企高管薪酬业绩敏感性 [J]. 经济管理, (6): 117–135.
- Bu J, Sun G G, (2021). Transformation of State-owned Assets Supervision Function and Executive Compensation Performance Sensitivity in Central Enterprises[J]. Business Management Journal, (6): 117–135.
- 蔡贵龙, 郑国坚, 马新啸, (2018). 国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革 [J]. 经济研究, (9): 99–115.
- Cai G L, Zheng G J, Ma X X, (2018). Decentralization and Mixed-ownership Reform in China[J]. Economic Research Journal, (9): 99–115.
- 曹清峰, (2020). 国家级新区对区域经济增长的带动效应 —— 基于 70 大中城市的经验证据 [J]. 中国工业经济, (7): 43–60.
- Cao Q F, (2020). Driving Effects of National New Zone on Regional Economic Growth — Evidence from 70 Cities of China[J]. China Industrial Economics, (7): 43–60.
- 陈沉, 李哲, 王磊, (2016). 管理层控制权、企业生命周期与真实盈余管理 [J]. 管理科学, 29(4): 29–44.
- Chen C, Li Z, Wang L, (2016). Managerial Control Power, Corporate Life Cycle and Real Earnings Management[J]. Journal of Management Science, 29(4): 29–44.
- 陈艳利, 姜艳峰, (2020). 非国有股东治理与股利平稳性 —— 基于竞争性国有控股上市公司的经验证据 [J]. 中南财经政法大学学报, (2): 37–47.
- Chen Y L, Jiang Y F, (2020). The Governance of Non-state-owned Shareholder and Dividend Smoothing — An Empirical Evidence Based on Competitive State Owned Listed Companies[J]. Journal of Zhongnan University of Economics and Law, (2): 37–47.
- 陈艳利, 姜艳峰, (2021). 国有资本授权经营是否有助于缓解国有企业非效率投资 [J]. 经济与管理研究, (8): 124–144.
- Chen Y L, Jiang Y F, (2021). Can Authorized Operation of State-owned Capital Alleviate the Inefficient Investment of State-owned Enterprises[J]. Research on Economics and Management, (8): 124–144.
- 陈艳利, 戚乃媛, (2023). 国有资本投资运营公司的创新驱动路径研究 —— 基于扎根理论的探索性分析 [J]. 财经问题研究, (3): 94–105.
- Chen Y L, Qi N Y, (2023). Innovation-driven Paths of State-owned Capital Investment and Operation Companies: Exploratory Analyses Based on Grounded Theory[J]. Research on Financial and Economic Issues, (3): 94–105.
- 陈艳利, 钱怀安, (2023). 国有资本授权经营能否助力国有企业高质量发展 —— 来自 A 股国有上市公司的证据 [J]. 中国地质大学学报 (社会科学版), 23(2): 103–119.
- Chen Y L, Qian H A, (2023). Does Authorized Operation of State-owned Capital Help the High-quality Development of State-owned Enterprises — Evidences from A-share State-owned Listed Companies[J]. Journal of China University of Geosciences (Social Sciences Edition), 23(2): 103–119.
- 方政, 徐向艺, 陆淑婧, (2017). 上市公司高管显性激励治理效应研究 —— 基于“双向治理”研究视角的经验

- 证据[J]. 南开管理评论, 20(2): 122-132.
- Fang Z, Xu X Y, Lu S J, (2017). An Empirical Analysis on Executive Incentive's Effectiveness: A Perspective of "Two-way" Governance[J]. Nankai Business Review, 20(2): 122-132.
- 龚朴, 张兆芹, (2014). 资本结构动态调整速度的异质性研究[J]. 管理评论, 26(9): 11-21.
- Gong P, Zhang Z Q, (2014). Study of Heterogeneity in Speed of Capital Structure Dynamic Adjustment[J]. Business Review, 26(9): 11-21.
- 宫汝凯, (2021). 政策不确定环境下的资本结构动态决策[J]. 南开经济研究, (4): 97-119.
- Gong R K, (2021). Capital Structure Dynamic Decision-making under Environment of Policy Uncertainty[J]. Nankai Economic Studies, (4): 97-119.
- 顾研, 周强龙, (2018). 政策不确定性、财务柔性价值与资本结构动态调整[J]. 世界经济, (6): 102-126.
- Gu Y, Zhou Q L, (2018). Policy Uncertainty, Value of Financial Flexibility and Dynamic Adjustment of Capital Structure[J]. The Journal of World Economy, (6): 102-126.
- 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[J]. 管理工程学报, 34(2): 71-83.
- Guo H, Li W L, Gao W W, (2020). Political Governance, Managerial Power and Over-investment of State-owned Enterprises[J]. Journal of Industrial Engineering and Engineering Management, 34(2): 71-83.
- 郭雪萌, 梁彭, 解子睿, (2019). 高管薪酬激励、资本结构动态调整与企业绩效[J]. 山西财经大学学报, (4): 78-91.
- Guo X M, Liang P, Xie Z R, (2019). Executive Compensation Incentive, the Dynamic Adjustment of Capital Structure and Firm Performance[J]. Journal of Shanxi Finance and Economics University, (4): 78-91.
- 韩金红, 潘莹, (2021). 产业政策、产权性质与资本结构动态调整[J]. 投资研究, 40(3): 131-148.
- Han J H, Pan Y, (2021). Industrial Policy, Property Rights Nature, and Dynamic Adjustment of Capital Structure[J]. Review of Investment Studies, 40(3): 131-148.
- 何瑛, 杨琳, 文雯, (2023). 非国有股东参与治理能提高国有企业融资行为的“市场理性”吗——来自资本结构动态调整的证据[J]. 南开管理评论, 26(1): 118-133.
- He Y, Yang L, Wen W, (2023). Can the Participation of Non-state-owned Shareholders in Governance Improve the "Market Rationality" of Financing Behavior of State-owned Enterprises — Evidence from Dynamic Adjustment of Capital Structure[J]. Nankai Business Review, 26(1): 118-133.
- 胡锋, 黄速建, (2017). 对国有资本投资公司和运营公司的再认识[J]. 经济体制改革, (6): 98-103.
- Hu F, Huang S J, (2017). The Re-Understanding of State-owned Capital Investment Company and Operating Company[J]. Reform of Economic System, (6): 98-103.
- 胡明霞, 干胜道, (2018). 生命周期效应、CEO 权力与内部控制质量——基于家族上市公司的经验证据[J]. 会计研究, (3): 64-70.
- Hu M X, Gan S D, (2018). Life-cycle Stage Effects, CEO Power, and Internal Control Quality: Evidence from China Listed Family Firms[J]. Accounting Research, (3): 64-70.
- 胡悦, 吴文锋, (2022). 信用供给冲击与资本结构的异质性调整——基于去杠杆的证据[J]. 财经研究, 48(10): 138-152.
- Hu Y, Wu W F, (2022). Credit Supply Shock and Capital Structure Heterogeneity Adjustment: Evidence Based on Deleveraging[J]. Journal of Finance and Economics, 48(10): 138-152.
- 黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠, (2016). 企业生命周期、融资方式与融资约束——基于投资者情绪调节效应的研究[J]. 金融研究, (7): 96-112.
- Huang H B, Zhai S P, Chen J N, (2016). Corporate Life Cycle, Financing Methods and Financing

- Constraints — Based on the Moderating Effect Research of Investor Sentiment[J]. Journal of Financial Research, (7): 96–112.
- 黄继承, 姜付秀, (2015). 产品市场竞争与资本结构调整速度 [J]. 世界经济, (7): 99–119.
- Huang J C, Jiang F X, (2015). Product Market Competition and the Speed of Capital Structure Adjustment[J]. The Journal of World Economy, (7): 99–119.
- 黄继承, 阚铎, 朱冰, (2016). 经理薪酬激励与资本结构动态调整 [J]. 管理世界, (11): 156–171.
- Huang J C, Kan S, Zhu B, (2016). Manager Compensation Incentives and Dynamic Adjustment of Capital Structure[J]. Management World, (11): 156–171.
- 黄继承, 朱冰, 向东, (2014). 法律环境与资本结构动态调整 [J]. 管理世界, (5): 142–156.
- Huang J C, Zhu B, Xiang D, (2014). Legal Environment and Dynamic Adjustment of Capital Structure[J]. Management World, (5): 142–156.
- 黄俊威, 龚光明, (2019). 融资融券制度与公司资本结构动态调整 —— 基于“准自然实验”的经验证据 [J]. 管理世界, (10): 64–81.
- Huang J W, Gong G M, (2019). Margin Trading System and Dynamic Adjustment of Corporate Capital Structure: Empirical Evidence Based on the Quasi Natural Experiment[J]. Management World, (10): 64–81.
- 姜付秀, 黄继承, (2011). 市场化进程与资本结构动态调整 [J]. 管理世界, (3): 124–134.
- Jiang F X, Huang J C, (2011). Process of Marketization and Dynamic Adjustment of Capital Structure[J]. Management World, (3): 124–134.
- 金丹, 田敏嫦, (2023). 数字金融与企业资本结构动态调整 —— 基于融资约束视角 [J]. 华东经济管理, 37(5): 9–17.
- Jin D, Tian M C, (2023). Digital Finance and Dynamic Adjustment of Enterprises' Capital Structure: Based on Financing Constraints[J]. East China Economic Management, 37(5): 9–17.
- 李端生, 宋璐, (2020). 国有资本投资运营公司成立提高企业价值了吗? —— 来自中央企业和省级改革试点的经验数据 [J]. 经济与管理研究, (10): 103–120.
- Li D S, Song L, (2020). Has Establishment of State-owned Capital Investment and Operation Companies Increased Enterprise Value? — Empirical Data from Central Enterprises and Provincial Reform Pilot Programs[J]. Research on Economics and Management, (10): 103–120.
- 李倩, 焦豪, (2021). 高管团队内薪酬差距与企业绩效 —— 顾客需求不确定性与企业成长性的双重视角 [J]. 经济管理, 43(6): 53–68.
- Li Q, Jiao H, (2021). Pay Dispersion in Top Management Team and Enterprise Performance: The Dual Perspective of Customer Demand Uncertainty and Enterprise Growth[J]. Business Management Journal, 43(6): 53–68.
- 李文贵, 余明桂, 钟慧洁, (2017). 央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效 [J]. 管理世界, (8): 123–135.
- Li W G, Yu M G, Zhong H J, (2017). Pilot Board of Directors of Central Enterprises and State-owned Listed Companies Agency Costs and Corporate Performance[J]. Management World, (8): 123–135.
- 李云鹤, 李湛, 唐松莲, (2011). 企业生命周期、公司治理与公司资本配置效率 [J]. 南开管理评论, 14(3): 110–121.
- Li Y H, Li Z, Tang S L, (2011). Corporate Life-cycle, Corporate Governance and Corporate Capital Allocation Efficiency[J]. Nankai Business Review, 14(3): 110–121.
- 梁上坤, 姜艳峰, 陈艳利, (2023). 国有资本授权经营与融资效率改进 [J]. 中国经济学, 14(3): 110–121.
- Liang S K, Jiang Y F, Chen Y L, (2023). Authorized Operation of State-owned Capital and Financing

- Efficiency Improvement[J]. *Journal of China Economics*, 14(3): 110–121.
- 梁上坤, 徐灿宇, (2021). 混合所有制程度和国有企业金融资产配置 [J]. *经济管理*, 43(7): 75–92.
- Liang S K, Xu C Y, (2021). Mixed Ownership and Corporate Financial Asset Allocation[J]. *Economic Management Journal*, 43(7): 75–92.
- 梁上坤, 徐灿宇, 司映雪, (2020). 混合所有制程度与公司违规行为 [J]. *经济管理*, 42(8): 138–154.
- Liang S K, Xu C Y, Si Y X, (2020). Mixed Ownership and Corporate Fraud[J]. *Economic Management Journal*, 42(8): 138–154.
- 梁上坤, 张宇, 王彦超, (2019). 内部薪酬差距与公司价值 —— 基于生命周期理论的新探索 [J]. *金融研究*, (4): 188–206.
- Liang S K, Zhang Y, Wang Y C, (2019). The Internal Pay Gap and Firm Value: New Exploration Based on Life Cycle Theory[J]. *Journal of Financial Research*, (4): 188–206.
- 林康, 高翔, 杨翠红, (2022). “一带一路”倡议对企业国内投资的促进效应研究 —— 基于上市公司子公司的视角 [J]. *计量经济学报*, 2(2): 291–313.
- Lin K, Gao X, Yang C H, (2022). The Promotion Effect of the Belt and Road Initiative on Enterprises' Domestic Investment of Enterprises: From the Perspective of Subsidiaries of Listed Companies[J]. *China Journal of Econometrics*, 2(2): 291–313.
- 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 [J]. *经济研究*, (8): 53–70.
- Liu G C, Duan Y Z, Liu Y Y, (2019). Economic Policy Uncertainty, Asset Reversibility, and Real Investment: Evidence from China[J]. *Economic Research Journal*, (8): 53–70.
- 刘慧龙, 张敏, 王亚平, (2010). 政治关联、薪酬激励与员工配置效率 [J]. *经济研究*, (9): 109–121.
- Liu H L, Zhang M, Wang Y P, (2010). Political Connections Compensation Incentive and Employee Allocation Efficiency[J]. *Economic Research Journal*, (9): 109–121.
- 刘运国, 郑巧, 蔡贵龙, (2016). 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 [J]. *会计研究*, (11): 61–68.
- Liu Y G, Zheng Q, Cai G L, (2016). Do Non-state-owned Shareholders Improve the Internal Control Quality in SOEs[J]. *Accounting Research*, (11): 61–68.
- 罗栋梁, 李克思, (2023). 政策性负担、简政放权与地方国企资本结构动态调整 [J]. *经济与管理*, 37(1): 49–60.
- Luo D L, Li K S, (2023). Policy Burden, Streamlining Administration and Delegating Power, and Dynamic Adjustment of the Capital Structure of Local State-owned Enterprises[J]. *Economy and Management*, 37(1): 49–60.
- 马连福, 王元芳, 沈小秀, (2012). 中国国有企业党组织治理效应研究 —— 基于“内部人控制”的视角 [J]. *中国工业经济*, (8): 82–95.
- Ma L F, Wang Y F, Shen X X, (2012). Research on Governance Effects of China's State-owned Companies' Party Organization — A Perspective Based on “Insiders Control”[J]. *China Industrial Economics*, (8): 82–95.
- 马宁, (2022). 混合所有制改革与国有企业资本结构调整 [J]. *现代经济探讨*, (7): 121–132.
- Ma N, (2022). Mixed Ownership Reform and Capital Structure Adjustment of State-owned Enterprises[J]. *Modern Economic Research*, (7): 121–132.
- 马新啸, 汤泰劼, 郑国坚, (2021). 非国有股东治理与国有企业的税收规避和纳税贡献 —— 基于混合所有制改革的视角 [J]. *管理世界*, 37(6): 128–141.
- Ma X X, Tang T J, Zheng G J, (2021). Non-state Shareholders' Governance, Tax Avoidance and Tax Contribution in SOEs: Based on the Perspective of Mixed Ownership Reform[J]. *Management World*,

- 37(6): 128–141.
- 潘泽清, (2022). 完善国有资本投资运营公司治理结构的建议 —— 基于对淡马锡模式的分析 [J]. 财政科学, (12): 66–75.
- Pan Z Q, (2022). Suggestions on Improving the Governance Structure of State-owned Capital Investment and Operation Companies — Based on the Analysis of Temasek Model[J]. Fiscal Science, (12): 66–75.
- 綦好东, 吕振伟, 苏琪琪, (2022). 国有资本授权经营体制改革与国有企业杠杆率 [J]. 经济管理, 44(10): 39–55.
- Qi H D, Lü Z W, Su Q Q, (2022). State-owned Capital Authorized Operation System Reform and SOE Leverage[J]. Business Management Journal, 44(10): 39–55.
- 盛明泉, 张春强, 王烨, (2016). 高管股权激励与资本结构动态调整 [J]. 会计研究, (2): 44–50.
- Sheng M Q, Zhang C Q, Wang Y, (2016). Managerial Equity Incentive and Capital Structure Dynamic Adjustment[J]. Accounting Research, (2): 44–50.
- 盛明泉, 张敏, 马黎珺, (2012). 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整 [J]. 管理世界, (3): 151–157.
- Sheng M Q, Zhang M, Ma L J, (2012). State Owned Property Rights, Soft Budget Constraints, and Dynamic Adjustment of Capital Structure[J]. Management World, (3): 151–157.
- 史贝贝, 冯晨, 康蓉, (2019). 环境信息披露与外商直接投资结构优化 [J]. 中国工业经济, (4): 98–116.
- Shi B B, Feng C, Kang R, (2019). Environment Information Announcement and Structure Optimization of FDI[J]. China Industrial Economics, (4): 98–116.
- 史燕平, 杨文涛, (2022). 资本结构偏离与融资租赁决策 —— 基于资本结构动态权衡理论 [J]. 经济与管理评论, 38(1): 78–91.
- Shi Y P, Yang W T, (2022). Capital Structure Deviation and Financial Lease Decision — Based on the Dynamic Trade-off Theory of Capital Structure[J]. Review of Economy and Management, 38(1): 78–91.
- 孙平, 康文青, 周晓明, (2022). 旅游供应链整合、战略选择与旅游上市公司成长性 —— 基于模糊集定性比较分析 [J]. 南开管理评论, 25(5): 170–181.
- Sun P, Kang W Q, Zhou X M, (2022). Tourism Supply Chain Integration, Strategic Choice and Corporate Growth of Tourism Listed Companies — A Fuzzy-set Qualitative Comparative Analysis[J]. Nankai Business Review, 25(5): 170–181.
- 王凤荣, 高飞, (2012). 政府干预、企业生命周期与并购绩效 —— 基于我国地方国有上市公司的经验数据[J]. 金融研究, (12): 137–150.
- Wang F R, Gao F, (2012). Government Intervention, Enterprise Lifecycle, and Merger and Acquisition Performance: Based on Empirical Data of Local State-owned Listed Companies in China[J]. Journal of Financial Research, (12): 137–150.
- 王凯, 王辰烨, (2023). 国有资本投资运营公司组建对企业创新的影响研究 —— 基于准自然实验的证据 [J]. 管理学刊, 36(1): 120–139.
- Wang K, Wang C Y, (2023). Research on the Influence of the Establishment of State-owned Capital Investment and Operation Companies on Enterprise Innovation: Empirical Evidence from Quasi-natural Experiment[J]. Journal of Management, 36(1): 120–139.
- 王曙光, 徐余江, (2017). 国有资本投资运营平台构建的动机模式与风险规避 [J]. 新视野, (4): 20–26.
- Wang S G, Xu Y J, (2017). The Motivation Model and Risk Avoidance of Constructing a Platform for State-owned Capital Investment and Operation[J]. Expanding Horizons, (4): 20–26.
- 王雪, 廖强, 王钰涵, (2023). 国有资本投资运营公司改革和企业自愿性信息披露 [J]. 当代财经, (3): 144–156.

- Wang X, Liao Q, Wang Y H, (2023). Reform of State-owned Capital Investment and Operation Companies and Corporate Voluntary Information Disclosure[J]. Journal of Contemporary Finance and Economic, (3): 144-156.
- 王朝阳, 张雪兰, 包慧娜, (2018). 经济政策不确定性与企业资本结构动态调整及稳杠杆 [J]. 中国工业经济, (12): 134-151.
- Wang C Y, Zhang X L, Bao H N, (2018). Economic Policy Uncertainty, the Dynamic Adjustment of Enterprises' Capital Structure and Stabilizing Leverage[J]. China Industrial Economics, (12): 134-151.
- 温忠麟, 叶宝娟, (2014). 中介效应分析: 方法和模型发展 [J]. 心理科学进展, 22(5): 731-745.
- Wen Z L, Ye B J, (2014). Analyses of Mediating Effects: The Development of Methods and Models[J]. Advances in Psychological Science, 22(5): 731-745.
- 吴秋生, 独正元, (2019). 混合所有制改革程度、政府隐性担保与国企过度负债 [J]. 经济管理, 41(8): 162-177.
- Wu Q S, Du Z Y, (2019). Mixed Ownership Reform, Government Implicit Guarantee and Excessive Debt of State-owned Enterprises[J]. Business Management Journal, 41(8): 162-177.
- 肖红军, (2021). 深化对国有资本运营公司的认识: 概念界定与功能定位的视角 [J]. 经济体制改革, (5): 11-19.
- Xiao H J, (2021). Enhance the Understanding of State-owned Capital Operating Companies: Perspectives from the Concept Definition and Function Positioning[J]. Reform of Economic System, (5): 11-19.
- 肖土盛, 孙瑞琦, (2021). 国有资本投资运营公司改革试点效果评估 —— 基于企业绩效的视角 [J]. 经济管理, (8): 5-22.
- Xiao T S, Sun R Q, (2021). Performance Evaluation of the Pilot Program of the Reform of State-owned Capital Investment and Operation Companies: Based on the Perspective of Corporate Performance[J]. Business Management Journal, (8): 5-22.
- 徐文进, (2020). “管资本”功能视角下国有资本投资运营公司研究 [J]. 东吴学术, (5): 123-128.
- Xu W J, (2020). Research on State-owned Capital Investment and Operation Companies from the Perspective of “Capital Management” Function[J]. Soochou Academic, (5): 123-128.
- 杨李娟, 熊凌云, (2023). 国有资本投资运营公司改革能提升国有企业投资效率吗 [J]. 当代财经, (3): 131-143.
- Yang L J, Xiong L Y, (2023). Can the Reform of State-owned Capital Investment and Operation Companies Improve the Investment Efficiency of SOEs[J]. Journal of Contemporary Finance and Economic, (3): 131-143.
- 张博, 韩亚东, 李广众, (2021). 高管团队内部治理与企业资本结构调整 —— 基于非 CEO 高管独立性的视角 [J]. 金融研究, (2): 153-170.
- Zhang B, Han Y D, Li G Z, (2021). Internal Governance and Capital Structure Adjustment: Evidence from the Perspective of Non-CEO Executives' Independence[J]. Journal of Financial Research, (2): 153-170.
- 张华, 冯烽, (2019). 绿色高铁: 高铁开通能降低雾霾污染吗 [J]. 经济学报, 6(3): 114-147.
- Zhang H, Feng F, (2017). Green High-speed Rail: Can High Speed-rail Reduce Haze Pollution[J]. China Journal of Economics, 6(3): 114-147.
- 张慧敏, 孙浩然, 李琼, (2021). 非国有股东治理与国有企业资本结构调整速度 [J]. 华东经济管理, (7): 97-107.
- Zhang H M, Sun H R, Li Q, (2021). Governance of Non-state Shareholders and the Speed of Capital

- Structure Adjustment of State-owned Enterprises[J]. *East China Economic Management*, (7): 97–107.
- 张霖琳, 刘峰, 蔡贵龙, (2015). 监管独立性、市场化进程与国企高管晋升机制的执行效果 —— 基于 2003–2012 年国企高管职位变更的数据 [J]. *管理世界*, (10): 117–131.
- Zhang L L, Liu F, Cai G L, (2015). Regulatory Independence, Market-oriented Process and the Implementation of Executives' Promotion Mechanism in SOEs — Based on the SOE Executives Turnover Data from 2003 to 2012[J]. *Management World*, (10): 117–131.
- 张敏, 张胜, 王成方, (2010). 政治关联与信贷资源配置效率 —— 来自我国民营上市公司的经验证据 [J]. *管理世界*, (11): 143–153.
- Zhang M, Zhang S, Wang C F, (2010). Political Relevance and Efficiency of Credit Resource Allocation: Empirical Evidence from Chinese Private Listed Companies[J]. *Management World*, (11): 143–153.
- 张宁, 才国伟, (2021). 国有资本投资运营公司双向治理路径研究 —— 基于沪深两地治理实践的探索性扎根理论分析 [J]. *管理世界*, (1): 108–127.
- Zhang N, Cai G W, (2021). Study on the Bidirectional Governance Path of State-owned Capital Investment Operating Companies: Exploratory Analysis Using Grounded Theory Based on Governance Practices in Shanghai & Shenzhen[J]. *Management World*, (1): 108–127.
- 赵兴楣, 王华, (2011). 政府控制、制度背景与资本结构动态调整 [J]. *会计研究*, (3): 34–40.
- Zhao X M, Wang H, (2011). Government Control, Institutional Environment and Dynamic Capital Structure[J]. *Accounting Research*, (3): 34–40.
- 郑曼妮, 黎文靖, 柳建华, (2018). 利率市场化与过度负债企业降杠杆: 资本结构动态调整视角 [J]. *世界经济*, (8): 149–170.
- Zheng M N, Li W J, Liu J H, (2018). Interest Rate Liberalisation and Deleveraging of Over-indebted Enterprises: A Perspective on Capital Structure Dynamics[J]. *The Journal of World Economy*, (8): 149–170.
- Banerjee H, Heshmati A, Wihlborg C, (2004). The Dynamics of Capital Structure[J]. *Research in Banking and Finance*, (4): 275–297.
- Beck T, Levine R, Levkov A, (2010). Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States[J]. *The Journal of Finance*, 65(5): 1637–1667.
- Drobetz W, Wanzenried G, (2006). What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure[J]. *Applied Financial Economics*, 16(13): 941–958.
- Fan J P H, Wong T J, Zhang T, (2013). Institutions and Organizational Structure: The Case of State-owned Corporate Pyramids[J]. *The Journal of Law Economics & Organization*, 29(6): 1217–1252.
- Fan J, Twite G, Titman S, (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1): 23–56.
- Graham J, Harvey C, (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field[J]. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3): 187–243.
- Lin J Y, Cai F, Li Z, (1998). Competition, Policy Burdens, and State-owned Enterprise Reform[J]. *American Economic Review*, 88(2): 422–427.
- Lòdf H, (2004). Dynamic Optimal Capital Structure and Technical Change[J]. *Structural Change and Economic Dynamics*, 15(4): 449–468.
- Morellec E, Nikolov B, Schürhoff N, (2012). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics[J]. *The Journal of Finance*, 67(3): 803–848.
- Moser P, Voena A, (2012). Compulsory Licensing, Evidence from the Trading with the Enemy Act[J]. *American Economic Review*, 102(1): 396–427.

- Myers S C, Majluf N S, (1984). Corporate Financing Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have[J]. Journal of Financial Economics, 13(2): 187–221.
- Öztekin Ö, Flannery M J, (2012). Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speeds[J]. Journal of Financial Economics, 103(1): 88–112.
- Qian Y, Tian Y, Wirjanto T S, (2009). Do Chinese Publicly Listed Companies Adjust Their Capital Structure toward a Target Level?[J]. China Economic Review, 20(4): 662–676.

## 附录

附表 1 模型 (1) 的回归结果

	Lev
Asset <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.055*** (8.10)
Roa <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.770*** (-6.42)
Growth <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.017*** (5.41)
Tang <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.021 (0.80)
Nontax <sub><i>i,t-1</i></sub>	-0.607** (-2.16)
Indlev <sub><i>i,t-1</i></sub>	0.197*** (3.73)
Constant	-0.766*** (-4.95)
公司固定效应	控制
年份固定效应	控制
Obs#	10301
Adj- <i>R</i> <sup>2</sup>	0.159