

公允价值计量与企业创新资源投入

车培荣, 吴倩倩, 王砚羽

(北京邮电大学经济管理学院, 北京 100876)

摘要: 以 2009-2018 年 A 股上市公司为样本, 对企业采用公允价值计量模式与其创新资源投入之间的关系进行实证研究, 研究发现采用公允价值计量的企业会减少对于创新资源的投入。进一步研究表明, 第一, 企业的所有权性质会影响这种抑制作用, 与非国有企业相比, 国有企业中采用公允价值计量模式的企业对创新资源投入的抑制作用更强; 第二, 企业所在地区的市场化进程水平并不会影响公允价值计量与创新资源投入之间的关系。公允价值计量模式能否有效应用的关键是其能否实现会计政策的设计意图。研究提示, 会计政策不仅仅是一种纯粹的技术手段, 它的变更也会带来经济后果的变化, 关注公允价值计量对企业创新资源投入的影响是评价其经济效果的一个重要维度。

关键词: 公允价值计量; 创新资源投入; 所有权性质; 市场化进程; 会计政策选择

中图分类号: F234.4

Fair Value Measurement and Enterprise Innovation Investment

CHE Peirong, WU Qianqian, WANG Yanyu

(School of Economics and Management, Beijing University of Posts and Telecommunications, Beijing 100876, China)

Abstract: This paper uses the 2009-2018 A-share listed companies as a sample to conduct an empirical study on the relationship between the fair value measurement model adopted by companies and their investment in innovation resources, and finds that companies adopting fair value measurement will reduce their investment in innovation resources. Further research shows that first, the nature of the ownership of the enterprise will affect this inhibition. Compared with non-state-owned enterprises, state-owned enterprises that adopt the fair value measurement model have a stronger inhibition effect on innovation resource input. Second, the level of marketization process in the region where the enterprise is located does not affect the relationship between fair value measurement and innovation resource input. The key to the effective application of the fair value measurement model is whether it can realize the design intent of the accounting policy. This study suggests that accounting policy is not only a purely technical means, its change will also bring about changes in economic consequences. Paying attention to the impact of fair value measurement on the investment of enterprise innovation resources is an important dimension to evaluate its economic effects.

Key words: fair value measurement; innovation investment; proprietary nature; market process; accounting policy options

0 引言

2006 年 2 月财政部发布的《企业会计准则》中, 首次将公允价值作为一种计量属性写入基本准则中, 并在具体准则中大量运用了公允价值计量。相较于历史成本, 公允价值计量能够动态、及时地反映企业的价值变化, 更加符合决策有用观和配比原则的要求, 也更加适

基金项目: 北京市哲学社会科学基金青年项目(18GLC077)

作者简介: 车培荣 (1970-), 女, 北京邮电大学经济管理学院副教授、硕导, 主要研究方向: 财务会计、管理会计与绩效管理

通信联系人: 吴倩倩 (1997-), 女, 主要研究方向: 财务会计、管理会计与绩效管理. E-mail: 757096636@qq.com

应金融创新的需求。同时,公允价值计量还允许将投资性房地产和可供出售金融资产的持有利得视为当期收益,大大增强了管理层的金融投资动机。

但企业的资源是有限的,当企业出于“赚快钱”动机将过多的资源倾斜到金融投资上时,势必会减少企业的其他投资,尤其是风险大的创新投资。而创新是企业经济能够持续稳定增长的决定性因素,它能为企业带来异质性资源,有利于打造企业竞争优势地位和提升企业价值,并且创新驱动发展也是我国在知识经济背景下的优先发展战略。因此,探讨公允价值计量对企业创新投资行为的影响是一项不容忽视的研究。

然而,现有文献中对于公允价值计量和企业创新资源投入二者关系的研究相对匮乏。在以美国为代表的西方会计学界,对于公允价值的研究主要集中于公允价值信息的本质属性^[1],如 Fargher^[2]、Suzuki^[3]等人针对其价值相关性和决策有用性展开讨论,很少有将它作为一项制度研究其是否会对企业投融资决策产生影响。而我国对于公允价值与企业投资行为的研究,最早可以追溯到徐经长等学者的研究,他们认为公允价值计量模式内含的未来价值理念将会激励上市公司的金融投资行为^[4],并从制度涵义的视角考察了公允价值会计对企业金融投资行为的影响机理^[5]。曾雪云^[6]也在其著作中谈到了公允价值计量对企业资源配置的影响,她认为公允价值计量对金融投资行为的激励作用是有弊的,它会对企业长远发展产生不利影响。但从目前的研究成果来看,还未有学者讨论过企业采用公允价值计量是否会对其创新资源投入产生不利影响。对此,本文以 2009—2018 年 A 股上市公司为样本,实证考察企业采用公允价值计量对其创新资源投入的影响,以及企业所有权性质、市场化进程的调节作用。

1 理论分析与研究假设

1.1 公允价值计量与创新资源投入

“经济后果”学说指出,会计选择会对企业、政府、投资者和债权人的决策行为产生影响,进而影响经济后果^[7]。企业对于会计政策的选择或变更会对企业的其他相关决策行为产生影响,例如对于会计计量属性的选择会使企业的利益分配和代理成本发生改变,进而对企业投资行为的倾向性产生影响。

根据传统的成本计量模式,会计的稳健性原则要求企业在确认资产和负债的期末价值时尽量估计或有的损失而不估计可能产生的利润,这就导致管理层不能享有所持有金融资产价格变动带来的收益,却需要承担因其价格变动所产生的损失,这大大降低了管理层对金融资产投资的热情。而在公允价值计量模式下,金融资产当期价格变动所产生的收益和损失都将计入当期损益中去,使得管理层在承担金融资产价格波动造成的损失的同时,也可以享受其带来的收益。此外,徐经长等的研究还揭示了,我国企业在对金融资产的公允价值变动损益管理中,普遍存在着“重奖轻罚”现象,即管理层会从公允价值的“持有收益”中获取更高的薪酬奖励,但是对于公允价值的变动损失却未有所惩罚^[8]。因此在公允价值计量模式下,管理层对于金融资产的投资热情大大增强。

相较之下,创新投资活动往往具有较高的风险、需要较长的时间才能有所产出,并且其带来的收益往往具有长期性和滞后性,管理层可能会在其任期内承担过多的风险却无法取得

相应的收益。并且在现实中,企业对于管理层的能力评价一般是根据公司的财务状况,很少会涉及创新绩效。尽管对高管的创新能力有所评价,也不是依据企业创新资源的投入水平,而是根据企业的创新产出或者创新绩效水平^[9]。因此,相较于具有高风险的长期创新活动,管理层会更偏好于能够短期内获得收益、提高自身绩效水平的经营投资活动。

根据资源基础理论,企业是各种资源的集合,每种资源都有不同的用途,而企业的经营决策就是指定各种资源的特定用途,并且一旦实施后就不可以还原^[10]。对于所有企业而言,资源都是有限的,因此如何实现资源的有效配置成为一个企业能否成功的关键。而在企业拥有的各种资源中,货币资金的投入是管理层关注的重点。在公允价值计量模式下,企业管理层可以通过对金融资产的投资来更快地获取收益^[11],甚至能利用信息不对称来进行盈余管理^[12],提升公司业绩和自身评价。因此在逐利动机的驱使下,金融投资及金融获利机会的增加会使得公司管理层更加倾向于将货币资金投入金融领域,进而侵占用于创新投入的有限资金^[13]。此外,相较于投入金额大、周期长、变现慢的创新研发投入,金融投资具有回报期短、灵活性高的优点,这会进一步削弱企业进行创新的动力,驱使企业将原本用于创新投入的资源用于金融投资。同时,不断增加的金融资产持有量减少了公司内部的可用资金,导致企业更加倾向于进行短期投资,进而制约了长期规划,使得企业长期创新动力缺失^[14]。因此,在资源约束条件下,采用公允价值计量的企业出于市场套利动机,会倾向于增加金融投资,并减少对于创新资源的投入。基于此,本文提出以下假设:

H1: 相较于采用历史成本计量的企业,采用公允价值计量的企业对于创新资源的投入更少。

1.2 产权性质、公允价值计量与创新资源投入

从管理层的激励约束来看,在非国有企业中,股东作为企业资产的所有者,有着获取资产收益和提升企业价值的需求,同时拥有进行重大决策和选择管理层的权力,因此非国有企业股东拥有较强的动机对管理层进行激励约束,进而抑制管理层的利己投资行为。而在国有企业中,我国特殊的层层委托、层层代理的“委托代理关系”导致了国有企业委托人和代理人之间存在非常严重的信息不对称性,使得管理层能更容易地做出对自身有利的投资决策^[15]。因此在公允价值计量模式下,国有企业的管理层会更倾向于对自身绩效有利的金融投资,减少创新投资。

从企业绩效要求来看,根据国有企业的晋升机制,管理层想要晋升往往需要更高的经营业绩,因而在以产出成果作为考察重点的管理层能力要求下,如果在进行较多的创新投入后却未有较大的创新成果,就会对管理层的绩效评价产生不利影响^[16]。而在公允价值计量模式下,国有企业管理层可以通过金融投资来较快地获得收益,并以此提高自身的绩效评价,获取晋升机会。是以即使企业对创新成果有所要求,国有企业管理层在进行资源配置时,也一般会选择在满足创新绩效最低要求的基础上,尽量控制对于创新资源的投入。因此,相较于非国有企业高管,国有企业高管会更倾向于将公允价值计量作为提高自身业绩的手段,进而减少对于创新资源的投入。基于此,本文提出以下假设:

H2: 企业产权的国有性质将会加强公允价值计量与创新资源投入之间的负相关关系。

1.3 市场化进程、公允价值计量与创新资源投入

LaPorta 的研究表明,一个地区的信息环境和法律制度对投资者利益的保护有着重大作

115 用^[17]。在对投资者利益保护较好的地区,企业开展创新研发活动的动机会更高。由于在市场化进程较高的地区,法律监管环境、产权保护措施和金融发展程度都较高,企业在进行创新研发活动时能从市场中获得的支持就较大。这些支持条件不仅能激发企业的创新研发动机,还能从法律制度、金融环境等方面为企业获取创新成果提供保证。相比之下,在市场化进程较低的地区,法律监管和金融环境不够理想,“市场失灵”的程度较大,对于投资者利益的保护也不足^[18]。此外,Cahan 等人的研究成果表明在投资者保护较弱的地区,管理层更可能进行机会主义的盈余管理^[19]。因此在市场化进程较低的地区,企业高管很可能会利用公允价值进行盈余管理,将采用公允价值计量作为谋取私人利益的手段,致使企业将更多的资源用于金融投资,进一步削弱进行创新研发活动的动机。通过以上分析,本文认为企业所处地区的市场化进程越高,公允价值计量对其创新资源投入的抑制作用就越弱。基于此,本文提出以下假设:

H3: 市场化进程越高,公允价值计量与创新资源投入之间的负相关关系会越小。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

本文选取 2009-2018 年中国 A 股上市公司作为初选样本,并按照以下标准筛选样本:

130 (1)剔除财务数据缺失以及研发投入数据缺失的样本;(2)剔除资产总额和所有者权益小于等于零的样本。最终获得 14618 个样本观测值。相关数据来源情况如下:(1)研发投入数据来自国泰安 CSMAR 数据库内研发投入情况表披露的“研发投入占营业收入比”一栏;(2)公允价值计量数据、财务数据均来源于国泰安 CSMAR 数据库;(3)市场化进程数据来源于王小鲁^[20]披露的地区市场化进程指数;(4)上市公司所在地数据来自 Wind 数据库。此外,考虑到上市公司个别财务数据可能会出现异常值,本文对 SIZE、ROA、LEV 三个变量进行了上下 1%的缩尾处理(Winsorize)。

2.2 变量定义

2.2.1 因变量

140 由于企业研发投入金额与公司规模相关,所以若采用研发投入金额的绝对值来衡量企业的研发投入水平具有较大的局限性,因而以研发投入的相对值,即研发投入强度来衡量企业的研发投入水平更为合理。借鉴卢馨^[21]的研究,本文将研发投入强度作为因变量,使用研发支出与营业收入之比,来表示企业创新资源的投入。

2.2.2 自变量

145 本文对于企业是否采用公允价值计量的衡量主要依据利润表中的“公允价值变动损益”一栏。若该栏为空白则视为未采用公允价值计量,取值为 0;否则取值为 1。

2.2.3 调节变量

(1)产权性质。本文根据上市公司的实质控制人性质来区分国有企业与非国有企业。若实质控制人性质为国有产权主体,则取值为 1;反之取值为 0。

150 (2)市场化进程程度。本文采用王小鲁^[20]计算的中国市场化进程总指数来度量企业所

在地区的市场化进程程度。并参照余明桂^[22]、何丹^[23]等的数据处理方式，构建了虚拟变量来表示市场化进程，如果样本所在地区的市场化指数高于当年的中位数，则取值 1，表示该样本所在地区的市场化进程程度更高；反之取值为 0，表示市场化进程程度更低。

2.2.4 控制变量

为了控制其他因素对企业创新资源投入的影响，本文参考现有企业创新理论和实证有关文献，主要采用了企业自身规模、总资产净利润率、资产负债率、固定资产比率、无形资产比率、股权集中度、实质控制人性质、市场化进程程度这几个控制变量，并对行业效应和年度效应进行了控制。具体变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义与测度方法

Tab. 1 Variable definition and measure method

变量类别	变量名称	符号	测度方法
因变量	研发强度	RD	研发支出/营业收入
自变量	是否采用公允价值计 量	FV	若采用公允价值计量，则取值为 1，否则取值为 0
调节变量	实质控制人性质	SOE	实质控制人为国有则为 1，否则为 0
	市场化进程程度	MKT	若样本所在地区的市场化指数高于当年的中位 数，则取值为 1，否则为 0
控制变量	公司规模	SIZE	ln (1+期末总资产)
	总资产净利润率	ROA	净利润/年平均资产总额
	资产负债率	LEV	期末负债总额/期末资产总额
	固定资产比率	PPE	固定资产/总资产
	无形资产比率	INTAN	无形资产/总资产
	股权集中度	TOP10	前十大股东持股比例之和
	实质控制人性质	SOE	实质控制人为国有则为 1，否则为 0
	市场化进程程度	MKT	若样本所在地区的市场化指数高于当年的中位 数，则取值为 1，否则为 0
	行业	INDCD	行业虚拟变量
	年度	YEAR	年度虚拟变量

2.3 模型设定

借鉴杨洋^[24]、张杰^[25]等学者关于企业创新资源投入的研究文献，本文建立了以下回归模型对前文提出的研究假设进行实证检验，回归模型具体如下：

$$RD_{it}=\alpha_0+\alpha_1FV_{it}+\beta Z+\varepsilon_{it}\tag{1}$$

$$RD_{it}=\alpha_0+\alpha_1FV_{it}+\alpha_2SOE_{it}+\alpha_3SOE_{it}\times FV_{it}+\beta Z+\varepsilon_{it}\tag{2}$$

$$RD_{it}=\alpha_0+\alpha_1FV_{it}+\alpha_2MKT_{it}+\alpha_3MKT_{it}\times FV_{it}+\beta Z+\varepsilon_{it}\tag{3}$$

模型（1）检验公允价值计量对企业创新资源投入的影响，按照预期，α 1 应显著为负，表明企业采用公允价值计量模式会抑制其对于创新资源的投入。模型（2）检验企业产权性质的调节作用，依据预期，α 3 应显著为负，表明企业的国有性质有助于加强公允价值计量对企业创新资源投入的抑制作用。模型（3）检验市场化进程的调节作用，按照预期，α 3 应显著为负，表明企业所在地区的市场化进程越高，公允价值计量对企业创新资源投入的抑制

作用将越强。

3 实证结果分析

利用 Stata 16 统计软件对样本进行回归分析, 回归结果如表 2 所示。根据模型 (1) 的检验结果, FV 的回归系数为-0.012, 在 1%的水平上显著, 因此公允价值计量与创新投入负相关, 表明了企业采用公允价值计量会抑制其对于创新资源的投入。该回归结果支持了本文的研究假设 1。

在模型 (2) 的检验结果中, FV 回归系数为-0.011, 在 1%的水平上显著, SOE 回归系数为 0.017, 在 1%的水平上显著, FV 与 SOE 的交乘项回归系数为-0.009, 在 10%的水平上显著。说明了企业的国有性质增强了公允价值计量与创新投入之间的负相关关系。本文的假设 2 得到了验证。

根据模型 (3) 的检验结果, FV 回归系数为-0.009, 在 5%的水平上显著, MKT 回归系数为 0.011, 在 1%的水平上显著, 但公 FV 与 MKT 的交乘项回归系数并不显著, 因此市场化进程对公允价值计量与创新投入负向关系并无显著影响, 回归结果拒绝了假设 3。

表 2 回归结果

Tab. 2 Rregression result

模型 变量	模型(1) 因变量RD	模型(2) 因变量RD	模型(3) 因变量RD
FV	-0.012*** (-6.04)	-0.011*** (-5.39)	-0.009** (-2.31)
FV*SOE		-0.009* (-1.71)	
FV*MKT			-0.003 (-0.86)
SOE	0.009*** (5.79)	0.017*** (3.53)	0.009*** (5.80)
MKT	0.008*** (6.06)	0.008*** (6.07)	0.011*** (3.00)
SIZE	-0.004*** (-8.51)	-0.004*** (-8.49)	-0.004*** (-8.51)
ROA	-0.064*** (-6.19)	-0.064*** (-6.25)	-0.063*** (-6.15)
LEV	-0.055*** (-20.42)	-0.055*** (-20.44)	-0.055*** (-20.40)
PPE	-0.055*** (-18.27)	-0.055*** (-18.32)	-0.055*** (-18.26)
INTAN	-0.038*** (-4.78)	-0.038*** (-4.77)	-0.038*** (-4.78)

TOP10	-0.000*** (-6.55)	-0.000*** (-6.55)	-0.000*** (-6.54)
_cons	0.174*** (19.99)	0.173*** (19.84)	0.172*** (18.71)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
N	14618	14618	14618
Adjusted-R ²	0.154	0.154	0.154
F	193.640	174.591	174.348

注：***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著，括号内为 p 值

4 稳健性检验

190

为了增强上述研究结果的稳健性，本文采用了剔除上期 ROA<0 的观测值的方式进行稳健性检验，总体结果表明研究结果是相对稳定的。总资产净利润率（ROA）由企业当年的净利润与年平均资产总额的比值计算求得，ROA<0 表明企业当期的经营状况亏损。考虑到上年亏损的企业有可能会通过减少当年的研发投入金额来降低支出，以提升经营利润，因而剔除上一年 ROA<0 的观测值重新进行回归分析，结果如表 3 所示，与上文结论无实质性差异。

195

表 3 稳健性检验

Tab. 3 Robustness test

模型 变量	模型(1) 因变量RD	模型(2) 因变量RD	模型(3) 因变量RD
FV	-0.010*** (-4.62)	-0.009*** (-3.87)	-0.008* (-1.78)
FV*SOE		-0.012** (-2.18)	
FV*MKT			-0.003 (-0.64)
SOE	0.010*** (5.67)	0.021*** (3.96)	0.010*** (5.67)
MKT	0.008*** (4.95)	0.008*** (4.96)	0.010** (2.42)
SIZE	-0.003*** (-6.67)	-0.003*** (-6.65)	-0.003*** (-6.67)
ROA	-0.076*** (-6.72)	-0.078*** (-6.82)	-0.076*** (-6.68)
LEV	-0.059*** (-18.87)	-0.059*** (-18.90)	-0.059*** (-18.86)

PPE	-0.058*** (-16.83)	-0.058*** (-16.90)	-0.058*** (-16.82)
INTAN	-0.032*** (-3.54)	-0.032*** (-3.52)	-0.032*** (-3.54)
TOP10	-0.000*** (-6.44)	-0.000*** (-6.43)	-0.000*** (-6.43)
_cons	0.173*** (16.98)	0.171*** (16.83)	0.171*** (16.01)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
N	12020	12020	12020
Adjusted-R ²	0.157	0.157	0.157
F	156.452	141.327	140.840

注：***、**、*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著，括号内为 p 值

5 结论

为了推进公允价值计量准则在我国的科学应用，提高企业会计政策选择的适用性，本文以 2009-2018 年的我国 A 股上市公司为样本，实证检验了企业采用公允价值计量对其创新资源投入的影响以及企业所有权性质和市场化进程的调节作用。实证结果表明：第一，公允价值计量与企业创新资源投入呈显著的负相关关系，这意味着采用公允价值计量的企业会减少对于创新资源的投入。第二，国有产权性质增强了公允价值计量对创新资源投入的负效应，即在国有企业中公允价值计量对创新资源投入的抑制作用更强。第三，企业所在地区的市场化进程水平并不会影响公允价值计量与创新资源投入之间的关系。根据以上研究发现，本文提出以下政策建议。

在会计准则制定和实施层面，准则制定者不应只看到公允价值计量会提高会计信息的相关性、为金融创新提供便利等积极影响，还应该考虑到其可能会对企业发展带来的负面影响。在企业内部治理方面，企业应当加强公司治理力度，优化管理层激励机制，适当增加对高管创新能力的激励比重或实施股份激励，以此避免因代理问题所产生的创新投资抑制行为，促使管理层在进行投资决策时，将自身的利益与企业长期利益联系起来，做出有利于企业长期持续发展的决策。尤其考虑到在国有企业中公允价值计量对创新资源投入的抑制作用更加明显，相关监管机构还应该加大对国有企业采用公允价值计量的监管力度，对国有企业管理层的绩效激励中适当增加对于创新绩效的考察，以此合理引导和激励国有企业的创新投资行为。同时，可以通过制定相关的监管政策，规范国有企业对公允价值计量的选择。

[参考文献] (References)

- [1] WEI CHEN, HUN-TONG TAN, ELAINE YING WANG. Fair Value Accounting and Managers' Hedging Decisions[J]. Journal of Accounting Research, 2013,51(1).
- 220 [2] Neil Fargher, John Ziyang Zhang. Changes in the measurement of fair value: Implications for accounting earnings[J]. Accounting Forum, 2014, 38(3):184-199.
- [3] Suzuki, Tomohiro, Kochiyama, et al. Impact of fair value measurement on corporate investment: other comprehensive income [J]. Hitotsubashi Journal of Commerce & Management, 2017, 51.
- 225 [4] 徐经长, 曾雪云. 金融资产规模、公允价值会计与管理层过度自信[J]. 经济理论与经济管理, 2012, 000(007):5-16.
- [5] 曾雪云, 徐经长. 公允价值计量、金融投资行为与公司资本结构[J]. 金融研究, 2013(03): 181-193.
- [6] 曾雪云. 公允价值计量与金融市场风险[M]. 北京大学出版社, 2014.
- 230 [7] Stephen A. Zeff. The Rise of Economic Consequences[J]. Journal of Accountancy. 1978, 146(6): 56-63.
- [8] 徐经长, 曾雪云. 公允价值计量与管理层薪酬契约[J]. 会计研究, 2010(03): 12-19+96.
- [9] 周铭山, 张倩倩. “面子工程”还是“真才实干”?——基于政治晋升激励下的国有企业创新研究[J]. 管理世界, 2016(12): 116-132+187-188.
- 235 [10] Barney Jay B . Firm Resources and Sustained Competitive Advantage[J]. Advances in Strategic Management, 1991, 17(1): 3-10.
- [11] J Richard Dietrich, Mary S Harris, Karl A Muller. The reliability of investment property fair value estimates[J]. Journal of Accounting and Economics, 2000,30(2).
- [12] Beatty A , Weber J . Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 44(2): 257-288.
- 240 [13] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨笋. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, 20(01): 155-166.
- [14] 许罡, 朱卫东. 金融化方式、市场竞争与研发投入挤占——来自非金融上市公司的经验证据[J]. 科学学研究, 2017, 35(05): 709-719+728.
- 245 [15] 高文亮, 曾永良. 国有企业创新意愿与投入存在理论与现实的落差[J]. 财会月刊, 2018(08):50-56.
- [16] 俞鸿琳, 张书宇. 高管晋升激励、考核机制与国有企业研发投入[J]. 经济科学, 2016(05): 95-110.
- [17] Laporta R , Lopez-De-Silanes F , Shleifer A , et al. Law and Finance[J]. Journal of Political Economy, 106: 1113 – 1155.
- 250 [18] 陈小林. 信息环境、法律制度与投资者利益保护[J]. 经济经纬, 2011(04): 131-135.
- [19] Cahan S F , Liu G , Sun J . Investor Protection, Income Smoothing, and Earnings Informativeness[J]. Accounting Horizons, 2008, 7(1):1-24.
- [20] 王小鲁, 樊纲, 余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- 255 [21] 卢馨, 郑阳飞, 李建明. 融资约束对企业 R&D 投资的影响研究——来自中国高新技术上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2013(5): 51-58.
- [22] 余明桂, 回雅甫, 潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. 经济研究, 2010, 45(03): 65-77.
- 260 [23] 何丹, 汤婷, 陈晓涵. 制度环境、机构投资者持股与企业社会责任[J]. 投资研究, 2018, 37(02): 122-146.
- [24] 杨洋, 魏江, 罗来军. 谁在利用政府补贴进行创新[J]. 管理世界, 2015, (1): 75-86

[25] 张杰, 芦哲, 郑文平等. 融资约束、融资渠道与企业 R&D 投入[J]. 世界经济, 2012, 35(10): 66-90.