

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2026.01.005

# “量质双升”：经营投资问责 对国有企业投资的影响

白玮东<sup>1</sup>, 郭振雄<sup>2</sup>

(1. 山西师范大学 经济与管理学院, 山西 太原 030031; 2. 山西财经大学 会计学院, 山西 太原 030006)

**摘要:**经营投资问责是强制性政府监管的重要创新举措,其如何影响国有企业投资是值得关注的重大问题。以经营投资问责政策的实施为准自然实验构建多期双重差分模型,采用沪深A股上市公司2013—2023年的数据分析发现:经营投资问责显著促进了国有企业投资“量质双升”(即投资规模扩大和投资机会敏感度提升);经营投资问责可以通过提高管理层勤勉程度和缓解信息不对称扩大国有企业投资规模,通过缓解信息不对称和提高内部控制质量提升国有企业投资质量;经营投资问责的投资“量质双升”效应在内源融资能力较弱、供应链话语权较小的国有企业以及政府数字化治理水平较高地区的国有企业中更加显著;经营投资问责对国有企业投资的改善会进一步促进国有企业价值创造。因此,监管部门应优化经营投资问责制度,以追责促整改,问责与容错并举,充分发挥经营投资问责的正向激励作用;国有企业应强化责任追究意识,积极改善信息环境和治理环境,持续推动投资“量质双升”。

**关键词:**强制性监管;投资规模;投资质量;投资机会;管理层勤勉程度;信息不对称;内部控制

**中图分类号:**F276.1;F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2026)01-0055-15

**引用格式:**白玮东,郭振雄.“量质双升”:经营投资问责对国有企业投资的影响[J].西部论坛,2026,36(1):55-69.

BAI Weidong, GUO Zhenxiong. “Dual improvement in quantity and quality”: The impact of accountability for operation and investment on the investment in state-owned enterprises [J]. West Forum, 2026, 36(1): 55-69.

## 一、引言

扩大有效投资,推动“量”的合理增长与“质”的有效提升是实现经济高质量发展的重要基础。国有

\* 收稿日期:2025-07-11;修回日期:2025-11-27

基金项目:国家社会科学基金一般项目(24BJY064);山西省研究生教育创新项目(2023KY494)

作者简介:白玮东(1996),男,山西吕梁人;讲师,博士,主要从事政府监管、公司财务与公司治理研究。郭振雄(1998),通信作者,男,山西晋中人;博士研究生,主要从事国家审计、公司财务研究。

企业是国民经济的重要组成部分,推动其投资规模合理增长与投资质量有效提升是发挥投资带动放大效应的关键所在。在市场经济体制中,需要政府对国有企业进行有效监管,以规范和约束其投资行为。通常来说,治理理念下的政府监管可以划分为柔性监管与强制性监管。柔性监管强调通过激励、协商等非强制性手段实现预期监管目的(蒋建湘等,2013)<sup>[1]</sup>,强制性监管则主要通过行政处罚等刚性手段的运用发挥监管主体的外部监管作用。2016年8月,国务院办公厅印发《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》,强调“严格问责、完善机制,构建权责清晰、约束有效的经营投资问责体系”;此后,国务院国资委、各省(自治区、直辖市)国资监管部门陆续出台适用于所管辖国有企业违规经营投资的问责监管(以下简称“经营投资问责”)政策,经营投资问责监管制度在全国范围内逐步确立。经营投资问责是由各级国资监管部门作为问责主体,针对国有企业违规经营投资行为建立的责任追究制度,属于强制性政府监管(白玮东等,2025)<sup>[2]</sup>。与以往侧重事前防范、事中控制的监管方式不同,经营投资问责通过事后责任追究实现规范与约束企业行为的监管目的(陈运森等,2022)<sup>[3]</sup>,不仅强调实施重大决策终身追责,而且针对具体问题和情形设置明确的标准与底线,使监管更具威慑力和针对性。

随着经营投资问责政策的出台和实施,其对国有企业发展的影响受到学术界高度关注。相关实证研究不仅考察了经营投资问责对国有企业高管违规(辛宇等,2022)<sup>[4]</sup>、机会主义减持(叶永卫等,2025)<sup>[5]</sup>、投融资期限错配(张志远等,2025;马腾飞等,2025)<sup>[6-7]</sup>、股价崩盘风险(李玉婷等,2024)<sup>[8]</sup>等的治理作用,还验证了经营投资问责对国有企业投资效率提升(李玉婷等,2024;杨兴全等,2024)<sup>[9-10]</sup>、创新产出和效率增长(石青梅等,2024;李建发等,2025)<sup>[11-12]</sup>、“脱虚返实”(白玮东等,2025)<sup>[2]</sup>、审计质量改善(Wu et al.,2024;郑晟祺等,2025)<sup>[13-14]</sup>等的促进作用。然而,就经营投资问责对国有企业投资的影响来看,还存在以下研究缺口:在投资“量”的方面,经营投资问责能否促进国有企业投资规模的合理增长,现有文献未予以充分关注;在投资“质”的方面,尽管有文献关注到经营投资问责对国有企业投资效率的影响(李玉婷等,2024;杨兴全等,2024)<sup>[9-10]</sup>,但其中的作用机制与作用边界还有待进一步探究。有鉴于此,本文在已有研究的基础上,探究经营投资问责对国有企业投资规模和投资质量的影响及其作用机制,并采用沪深A股上市公司2013—2023年的数据进行实证检验。

本文的边际贡献主要包括:第一,基于国有企业投资“量”和“质”的双重视角探讨实施经营投资问责的政策效应,丰富了关于政府强制性监管治理作用的理论研究和经验证据。第二,基于管理层行为、信息环境和治理环境探讨经营投资问责影响国有企业投资的作用机制,验证了经营投资问责通过提高管理层勤勉程度、缓解信息不对称、提高内部控制质量改善国有企业投资的传导路径,有助于深入认识政府监管等外部治理影响企业投资的内在机理。第三,基于监管客体和监管主体特征,从企业内源融资能力和供应链话语权以及政府数字化治理水平3个方面考察了经营投资问责影响国有企业投资的异质性,为监管部门进一步优化经营投资问责制度,有效促进国有企业投资“量质双升”提供了参考和启示。

## 二、理论分析与研究假设

### 1. 经营投资问责对国有企业投资规模的影响

一方面,经营投资问责能够提升国有企业管理层的勤勉程度,进而扩大国有企业投资规模。管理层是企业决策的重要主体(李莉等,2022)<sup>[15]</sup>,勤勉程度是其工作努力和投入状态的重要体现。然而,在现代企业制度下,承担成本与潜在收益的不对等使国有企业管理层容易产生“怕担责而不投资”的懈怠心理,进而导致管理层懒惰、享受平静生活等道德风险(王茂林等,2018)<sup>[16]</sup>。经营投资问责能够有效约束

国有企业管理层的懒散和偷懒行为,促使其更积极地履行职责(陈运森等,2025)<sup>[17]</sup>。经营投资问责通过清单形式列示违规经营投资行为,将投资决策责任与具体岗位、流程相匹配,能够让管理层充分认识到合理的投资决策即便失败也无须过度担责,从而显著提升管理层积极履责的内在动力。同时,经营投资问责可以有效约束国有企业管理层的“不作为”(李建发等,2025)<sup>[12]</sup>。经营投资问责制度明确提出因“未履行或未正确履行”的“不作为”造成国有资产流失的需要承担相应责任,这必然会增加管理层“不作为”的潜在成本,使其积极履责。国有企业管理层勤勉程度的提高,意味着其在经营投资过程中能够更主动地跟踪市场变化与政策红利,更积极地捕捉和挖掘优质投资机会,并加快投资决策与项目落地流程,进而显著扩大企业投资规模。

另一方面,经营投资问责能够改善国有企业的信息环境,通过缓解信息不对称扩大国有企业投资规模。根据信息不对称理论,市场经济主体之间的信息不对称会产生道德风险与逆向选择问题,导致企业不敢投资、不愿投资。信息不对称是影响企业投资支出决策的重要因素(孔东民等,2023)<sup>[18]</sup>,而经营投资问责能够有效缓解国有企业的信息不对称。经营投资问责强调因违规披露虚假信息而造成国有资产流失的要严格追究责任,能够有效约束企业的虚假或误导性信息披露行为,显著缓解国有企业与外部利益相关者的信息不对称(叶永卫等,2025)<sup>[5]</sup>。同时,经营投资问责对追责范围的延伸(直接责任、主管责任和领导责任等)使管理层有动机采取各种手段改善企业内部信息环境,以规避被他人的违规经营投资行为无端牵连;此外,违规经营投资的查处与整改会吸引公众、媒体和资本市场信息中介的高度关注,从而进一步提高企业信息透明度(白玮东等,2025)<sup>[2]</sup>。因此,经营投资问责能够有效缓解国有企业的内部和外部信息不对称,使国有企业的信息环境得到显著改善。信息环境的改善不仅能够帮助国有企业把握更多优质投资机会,激发国有企业投资积极性,还能够降低国有企业的融资成本、拓宽国有企业的融资渠道(高山行等,2025)<sup>[19]</sup>,为国有企业投资提供更充分的资金来源,进而显著扩大国有企业的投资规模。

基于上述分析,本文提出如下研究假设:

H1:经营投资问责显著扩大了国有企业投资规模。

H1a:经营投资问责通过提高管理层勤勉程度扩大国有企业投资规模。

H1b:经营投资问责通过改善信息环境扩大国有企业投资规模。

## 2. 经营投资问责对国有企业投资质量的影响

一方面,经营投资问责对国有企业信息环境的改善,不仅有助于国有企业扩大投资规模,还有利于国有企业提升投资质量。投资质量可以从多个维度进行考量,从国有企业投资是否违规的角度来看,关键在于其是否按照价值最大化原则充分利用投资机会进行有效投资(曹越等,2024)<sup>[20]</sup>。因此,本文主要从对投资机会的敏感度角度来分析国有企业的投资质量。市场经济主体之间的信息不对称会产生道德风险与逆向选择问题,是造成企业非效率投资的重要原因(Askarzadeh et al., 2025)<sup>[21]</sup>。信息环境的改善能够有效加强对国有企业管理层投资行为的内外部治理,约束其利用非效率投资谋取个人私利的不当行为,显著提升国有企业的投资质量(Zhang et al., 2023)<sup>[22]</sup>。更为关键的是,良好的信息环境能够帮助国有企业获取更加充分的投融资信息,准确评估投资项目的潜在收益与风险(Zhao et al., 2023)<sup>[23]</sup>,增强投资支出对投资机会的敏感度,进而提升国有企业的投资质量。

另一方面,经营投资问责能够优化国有企业的治理环境,通过提高内部控制质量提升投资质量。根据委托代理理论,利益冲突使身为代理人的国有企业管理层容易做出损害委托人利益的决策,因而需要

有效的监督激励机制协调各方利益。作为重要的企业治理机制,内部控制能够平衡不同群体之间的利益关系,对企业投资行为具有重要影响(徐朝辉等,2022)<sup>[24]</sup>。政府监管部门对企业内部控制活动的关注能够显著提高企业内部控制质量(Liu et al., 2024)<sup>[25]</sup>。经营投资问责制度明确规定因“内控及风险管理制度缺失,内控流程存在重大缺陷”等原因造成资产流失的要严格追责,这必然会促使国有企业完善内部控制机制、提高内部控制效率。此外,监管部门要求企业对存在问题按期整改,同样可以改善企业治理环境(刘金洋,2024)<sup>[26]</sup>。经营投资问责围绕国有企业内部控制存在的问题提出相应的整改建议,并要求其按期整改,能够指导国有企业有针对性地建立健全内部控制体制机制,提高内部控制质量。治理环境的改善可以强化股东的监督作用(Shen et al., 2024)<sup>[27]</sup>,增加国有企业非效率投资的成本和风险,进而显著提升国有企业投资质量。同时,内部控制质量的提升还能够帮助国有企业管理层有效识别投资机会、准确预判投资风险和收益,进而改善投资决策、提升投资质量。

基于上述分析,本文提出如下假设:

H2:经营投资问责显著提升了国有企业投资质量。

H2a:经营投资问责通过改善信息环境提升国有企业投资质量。

H2b:经营投资问责通过提高内部控制质量提升国有企业投资质量。

### 三、实证研究设计

#### 1. 基准模型构建

为检验经营投资问责对国有企业投资规模的影响,构建双重差分模型(1):

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DID_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标  $i$  和  $t$  分别代表企业和年份;被解释变量 ( $INV$ ) 为企业投资规模,用“构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”与“处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金”之差除以总资产再乘以 100 来衡量;核心解释变量 ( $DID$ ) 为是否受到政策影响的虚拟变量,中央企业在 2018 年及以后取值为 1,地方国有企业在本地实施经营投资问责政策当年及以后取值为 1,其他的取值为 0; $Controls$  表示一系列控制变量; $Firm$  和  $Year$  分别表示个体(企业)固定效应和时间(年份)固定效应; $\varepsilon_{i,t}$  为随机干扰项。如果回归系数  $\alpha_1$  显著为正,则说明经营投资问责显著提高了国有企业的投资规模。

借鉴毛聚等(2023)<sup>[28]</sup>、Rawat 和 Chaudhry(2025)<sup>[29]</sup>的研究,选取 13 个企业层面的控制变量:企业规模(总资产的自然对数)、资产负债率(总负债/总资产)、净资产收益率(净利润/股东权益余额)、现金流水平(经营活动产生的现金流量净额/总资产)、成长性(营业收入增长率)、长期借款规模(长期借款/总资产)、董事会规模(董事会人数的自然对数)、独立董事占比(独立董事人数/董事会总人数)、管理层薪酬(管理层薪酬总额的自然对数)、两权分离度(实际控制人拥有上市公司控制权与所有权的差值)、四大会计师事务所审计(被四大会计师事务所审计取值为 1,否则取值为 0)、股票收益率(考虑现金红利再投资的年个股回报率)、企业年龄(观测年份与企业成立年份之差)。

为检验经营投资问责对国有企业投资质量的影响,构建计量模型(2):

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DID_{i,t} + \beta_2 Q_{i,t} + \beta_3 DID_{i,t} \times Q_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Q$  为企业的 Tobin  $Q$  值,以企业市值与总资产之比衡量(Xu et al., 2024)<sup>[30]</sup>,其他变量同模型(1)。Tobin  $Q$  值在一定程度上代表了企业的投资价值, $\beta_2$  能够反映企业投资对市场机会的敏感度, $\beta_3$

则可以反映经营投资问责对企业的投资机会敏感度的影响。若 $\beta_3$ 显著为正,表明经营投资问责能够显著提高国有企业对投资机会的敏感度,使国有企业的投资支出更好地符合了市场趋势,即国有企业的投资质量得以提升。

## 2. 样本选择与数据处理

考虑到十八大前后宏观监管环境的变化以及数据的可得性,本文选取2013—2023年沪深A股上市公司为研究样本,并剔除研究期间出现ST和\*ST的样本、金融行业的样本、变量数据缺失的样本,最终获得28272个有效观测值。相关数据来自CSMAR、CNRDS等数据库,为避免极端值的影响,对所有连续变量在1%和99%水平上进行缩尾处理。采用Stata 16.0进行实证分析,表2为主要变量的描述性统计结果。

表1 主要变量的描述性统计

变 量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
投资规模( <i>INV</i> )	28 272	4.574 2	4.497 7	-1.755 9	3.279 4	22.332 1
投资机会( <i>Q</i> )	28 272	2.077 7	1.282 7	0.854 7	1.672 5	7.900 6
经营投资问责( <i>DID</i> )	28 272	0.179 2	0.383 5	0	0	1
企业规模	28 272	22.269 8	1.254 0	19.660 5	22.085 1	26.094 9
资产负债率	28 272	0.416 9	0.199 0	0.052 9	0.407 6	0.894 3
净资产收益率	28 272	0.047 1	0.142 6	-0.785 6	0.063 7	0.321 2
现金流水平	28 272	0.048 8	0.067 5	-0.170 0	0.047 3	0.252 8
成长性	28 272	0.147 1	0.373 0	-0.579 7	0.090 8	2.257 8
长期借款规模	28 272	0.040 5	0.067 8	0.000 0	0.005 3	0.345 6
董事会规模	28 272	2.107 1	0.196 2	1.609 4	2.197 2	2.708 1
独立董事占比	28 272	0.377 2	0.053 6	0.142 9	0.363 6	0.571 4
管理层薪酬	28 272	15.442 9	0.706 0	12.724 9	15.424 6	17.286 2
两权分离度	28 272	4.427 6	7.085 5	0.000 0	0.000 0	28.618 9
四大会计师事务所审计	28 272	0.055 9	0.229 6	0	0	1
股票收益率	28 272	0.133 9	0.511 5	-0.663 8	0.021 7	2.766 3
企业年龄	28 272	19.558 5	5.761 1	3	20	33

## 四、实证结果分析

### 1. 平行趋势检验与基准回归

使用双重差分模型分析政策效应需要满足平行趋势假设,即在政策实施前,实验组和对照组应有相同的变化趋势。本文通过考察政策实施前后的动态效应进行平行趋势检验,借鉴谢德仁等(2023)的做法<sup>[31]</sup>,以政策实施前4年为基准期并在回归中予以剔除,检验结果见图1。在政策实施前,估计系数未通过显著性检验,说明实验组和对照组的投资规模和投资质量并不存在显著差异,满足平行趋势假设。

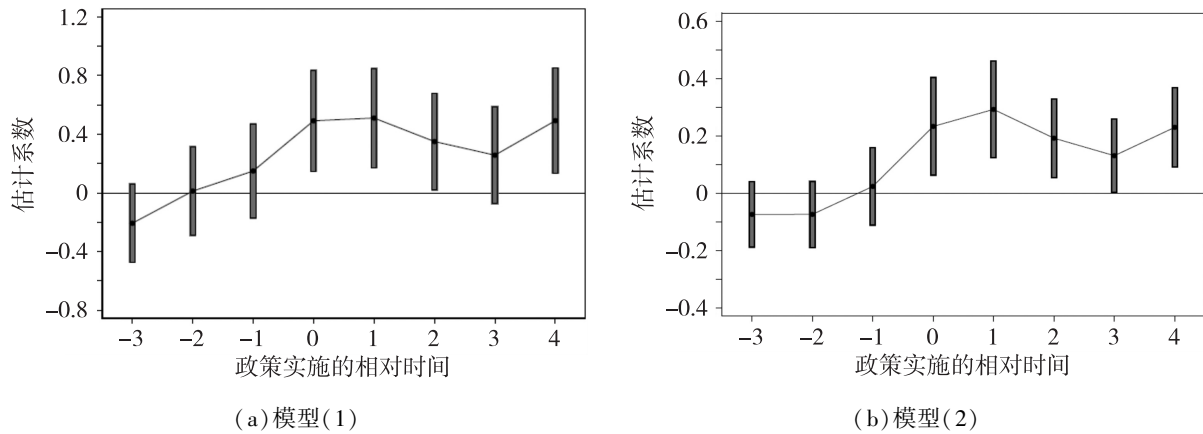


图 1 平行趋势检验结果

模型(1)和模型(2)的检验结果如表 2 所示。

表 2 基准回归结果

变 量	INV			
	模型(1)		模型(2)	
<i>DID</i>	0.359*** (3.163)	0.421*** (3.661)	0.072 (0.448)	0.148 (0.912)
<i>Q</i>			0.046 (1.267)	0.112*** (2.81)
<i>DID</i> × <i>Q</i>			0.178** (2.419)	0.174** (2.344)
企业规模	0.470*** (4.700)	0.268*** (2.588)	0.513*** (4.944)	0.343*** (3.220)
资产负债率	-1.539*** (-4.221)	-1.446*** (-3.988)	-1.582*** (-4.31)	-1.501*** (-4.150)
净资产收益率	1.386*** (6.193)	1.272*** (5.635)	1.340*** (5.920)	1.234*** (5.459)
现金流水平	0.880** (2.021)	0.830* (1.910)	0.820* (1.871)	0.750* (1.717)
成长性	0.029 (0.419)	0.086 (1.236)	0.022 (0.322)	0.089 (1.280)
长期借款规模	10.036*** (10.846)	10.105*** (10.924)	10.077*** (10.897)	10.143*** (10.977)
董事会规模		-0.318 (-0.979)		-0.346 (-1.067)
独立董事占比		-0.150 (-0.156)		-0.232 (-0.241)
管理层薪酬		0.619*** (7.199)		0.606*** (7.048)
两权分离度		0.004 (0.477)		0.004 (0.468)
四大会计师事务所审计		-0.068 (-0.233)		-0.087 (-0.299)
股票收益率		-0.215*** (-4.360)		-0.309*** (-5.609)
企业年龄		-0.055 (-0.632)		-0.058 (-0.659)
常数项	-5.834*** (-2.654)	-9.137*** (-3.070)	-6.859*** (-2.980)	-10.653*** (-3.497)
企业和年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	28 272	28 272	28 272	28 272
调整 $R^2$	0.501	0.504	0.502	0.504

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，()内为  $t$  值(在个体层面进行聚类稳健标准误处理)，下表同。

在模型(1)中,*DID* 的估计系数在 1%的水平上显著为正,表明经营投资问责显著扩大了国有企业的

投资规模。在模型(2)中, $Q$ 的估计系数为正,表明国有企业的投资规模与其投资价值具有正相关性;同时, $DID \times Q$ 的估计系数在5%的水平上显著为正,表明经营投资问责增强了这种正相关性,即国有企业对投资机会的敏感度(投资支出与市场趋势的符合度)得到提高。由此,假设H1和H2得到验证,经营投资问责在扩大国有企业投资规模的同时也提升了国有企业投资质量,产生了“量质双升”的投资效应。

## 2. 稳健性检验

(1)安慰剂检验。为缓解遗漏变量可能对分析结果造成的干扰,本文采用随机生成实验组和对照组的方法进行安慰剂检验(重复抽样1000次),图2为伪政策变量的估计系数分布情况:以正态分布形式集中在零值附近( $P$ 值多数大于0.1),且与基准回归的估计系数(纵向虚线标注处)存在显著差异。因此,实验组国有企业投资的“量质双升”确实是实施经营投资问责政策的结果,而非其他随机因素导致的。

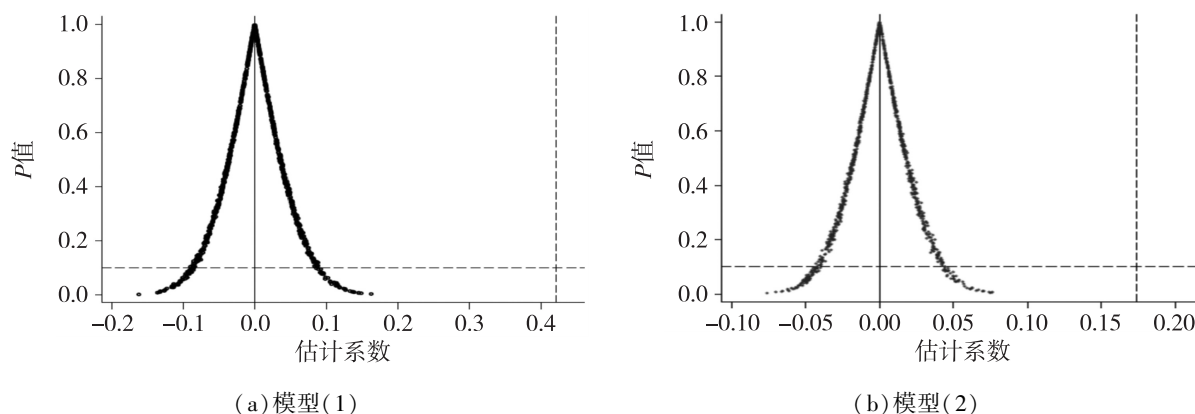


图2 安慰剂检验结果

(2)多期DID异质性处理效应检验。不同地区经营投资问责政策的实施时间存在差异,而政策效果可能随时间变化,这会导致传统双重差分模型产生估计偏误。为缓解因异质性处理效应而造成的估计偏误,借鉴Callaway和Sant'Anna(2021)<sup>[32]</sup>提出的CSDID方法,将样本划分为不同组别,分别计算不同组别的处理效应,然后通过特定策略将不同组别的处理效应进行加总,获得样本期的平均处理效应。运用CSDID模型,分别估计简单加权平均处理效应(*Simple ATT*)、动态平均处理效应(*Dynamic ATT*)、日期平均处理效应(*Calendar Time ATT*)和组别平均处理效应(*Group ATT*),结果如表3所示,4种类型的平均处理效应均显著为正,说明本文的分析结果是稳健的。

(3)PSM-DID检验。为缓解样本选择偏差对估计结果的影响,采用倾向得分匹配法进行样本匹配。以控制变量为协变量计算样本的倾向得分值,然后分别进行最近邻匹配和带宽为0.06的核匹配,采用匹配成功的样本重新进行检验,回归结果见表4的Panel A。

(4)熵平衡法匹配。倾向得分匹配方法高度依赖一阶段的Logit模型,而Hainmueller(2012)<sup>[33]</sup>提出的熵平衡法匹配不受一阶段模型设定的影响,且不会造成样本损失。采用熵平衡法进行对照组与实验组的样本匹配,检验结果见表4的Panel B。

(5)改变标准误聚类方式。为避免异方差和自相关等问题对基准回归产生干扰,分别使用个体行业双重聚类稳健标准误和Driscoll-Kraay标准误重新进行检验,回归结果见表4的Panel C。

(6)调整对照组。考虑到以全部非国有企业为对照组可能导致实验组和对照组缺乏可比性,参考辛

宇等(2022)<sup>[4]</sup>的做法,以国有资本参股的非国有企业为对照组重新进行检验,回归结果见表4的Panel D。

上述稳健性检验结果均显示,经营投资问责政策的实施显著促进了国有企业投资规模扩大和投资质量提升,表明本文的分析结果具有良好的稳健性。

表3 多期 DID 异质性处理效应检验结果

变量	模型(1)				模型(2)			
	<i>Simple</i>	<i>Dynamic</i>	<i>Calendar Time</i>	<i>Group</i>	<i>Simple</i>	<i>Dynamic</i>	<i>Calendar Time</i>	<i>Group</i>
<i>Simple ATT</i>	0.414 [0.013]				0.397 [0.018]			
<i>Pre_avg</i>		0.100 [0.276]				0.078 [0.402]		
<i>Post_avg</i>		0.370 [0.037]				0.358 [0.044]		
<i>CAverage</i>			0.365 [0.017]				0.352 [0.022]	
<i>GAverage</i>				0.409 [0.013]				0.387 [0.020]

注:[ ]内为P值。

表4 稳健性检验结果

变量	Panel A: PSM-DID 检验				Panel B: 倾向得分匹配	
	最近邻匹配(1:2)		核匹配(带宽0.06)		模型(1)	模型(2)
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)		
<i>DID</i>	0.405***(2.855)	0.108(0.539)	0.417***(3.630)	0.145(0.891)	0.358**(2.337)	0.055(0.279)
<i>Q</i>		0.084(1.310)		0.113***(2.838)		0.105*(1.820)
<i>DID×Q</i>		0.184**(2.000)		0.174**(2.342)		0.203**(2.419)
样本量	14 318	14 318	28 259	28 259	28 272	28 272
调整 $R^2$	0.524	0.524	0.504	0.504	0.536	0.536
变量	Panel C: 改变标准误差聚类方式				Panel D: 调整对照组	
	个体行业双重聚类稳健标准误		Driscoll-Kraay 标准误		模型(1)	模型(2)
	模型(1)	模型(2)	模型(1)	模型(2)		
<i>DID</i>	0.421***(3.462)	0.148(0.671)	0.421**(3.001)	0.148(1.171)	0.333***(2.612)	0.127(0.733)
<i>Q</i>		0.112***(2.817)		0.112(1.418)		0.191***(3.744)
<i>DID×Q</i>		0.174*(1.757)		0.174***(3.501)		0.136*(1.706)
样本量	28 272	28 272	28 272	28 272	18 839	18 839
调整 $R^2$	0.504	0.504			0.522	0.523

注:所有模型均控制了企业和年份固定效应以及控制变量,限于篇幅,控制变量和常数项估计结果略,下表同。

### 3. 机制检验

参考江艇(2022)<sup>[34]</sup>的研究,构建模型(3)进行机制检验。

$$M_{i,t} = \varphi_0 + \varphi_1 DID_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $M$ 表示机制变量,其他变量同模型(1)。根据前文理论分析,选取以下机制变量:一是“管理层勤勉程度”。董事会会议是管理层参与决策的重要保障与途径,董事会会议次数能够体现管理层履职频次,故使用董事会会议次数加1的自然对数值衡量样本企业的管理层勤勉程度。二是“内部信息不对称”。内部信息不对称有利于管理层利用自身信息优势进行利润操纵,借鉴韩少真等(2025)<sup>[35]</sup>的做法,采用可操纵性应计利润的绝对值衡量样本企业的内部信息不对称程度。三是“外部信息不对称”。分析师是资本市场重要的信息中介,分析师跟踪人数能够直观地反映企业外部信息的透明度(蔡贵龙等,2025)<sup>[36]</sup>,故使用分析师跟踪人数加1的自然对数值衡量样本企业的外部信息不对称程度,该指标为反向指标,其值越大外部信息不对称程度越低。四是“内部控制质量”。采用迪博内部控制指数除以100衡量样本企业的内部控制质量。

机制检验结果见表5。 $DID$ 对“管理层勤勉程度”的估计系数在1%的水平上显著为正,表明经营投资问责显著提高了管理层勤勉程度; $DID$ 对“内部信息不对称”的估计系数显著为负,对“外部信息不对称”的估计系数显著为正,表明经营投资问责有效降低了国有企业内外部信息不对称程度; $DID$ 对“内部控制质量”的估计系数在1%的水平上显著为正,表明经营投资问责显著提高了国有企业内部控制质量。由此,本文提出的假设H1a、H1b、H2a、H2b得到验证,经营投资问责可以通过提高管理层勤勉程度扩大国有企业投资规模,通过提高内部控制质量提升国有企业投资质量,通过改善信息环境促进国有企业投资“量质双升”。

表5 机制检验结果

变量	管理层勤勉程度	内部信息不对称	外部信息不对称	内部控制质量
$DID$	0.070*** (7.939)	-0.004* (-1.910)	0.056** (1.999)	0.162*** (4.451)
样本量	28 272	28 272	28 272	28 268
调整 $R^2$	0.488	0.209	0.705	0.298

## 五、进一步的讨论

### 1. 异质性分析

作为一种强制性政府监管,经营投资问责对国有企业投资的影响可能在不同情境下具有异质性表现。从监管客体(企业)的角度看,经营投资问责对国有企业投资的影响可能因企业内部资金状况和行业地位的不同而存在显著差异;从监管主体(政府的国资监管部门)的角度看,其信息获取和监管能力会影响经营投资问责政策的执行效果。基于此,本文从企业的内源融资能力和供应链话语权以及政府数字化治理水平3个方面进行异质性分析。

(1)企业内源融资能力异质性。作为重要的融资渠道,内源融资是影响企业投资决策的关键因素(李佳等,2022)<sup>[37]</sup>。内源融资能力强的企业能够获得源源不断的资金支持,进而可以根据市场机会灵活调整投资规模和方向。相比之下,内源融资能力弱的企业可能因融资约束而缺乏投资积极性,容易错

失投资机会。因此,由于内源融资能力较弱的国有企业投资改善空间较大,经营投资问责带来的内外部治理完善能够对其投资产生更显著的“量质双升”效应。本文用“流动资产合计-应收账款-存货”与总资产之比衡量企业的内源融资能力,根据其中位数将样本划分为“内源融资能力弱”和“内源融资能力强”两组,分组检验结果表明(见表6的Panel A):经营投资问责显著促进了内源融资能力较弱的国有企业投资规模扩大和投资质量提升,也显著促进了内源融资能力较强的国有企业投资规模扩大,但该影响相对内源融资能力较弱的国有企业较小(组间系数差异检验的 $P$ 值为0.000),且经营投资问责对内源融资能力较强的国有企业投资质量没有显著影响。

表6 异质性分析结果

Panel A:企业内源融资能力异质性				
变量	模型(1)		模型(2)	
	内源融资能力弱	内源融资能力强	内源融资能力弱	内源融资能力强
$DID$	0.600*** (3.367)	0.417*** (2.846)	0.154 (0.575)	0.181 (0.920)
$Q$			0.127* (1.766)	0.058 (1.240)
$DID \times Q$			0.311** (2.162)	0.131 (1.546)
样本量	14 663	13 609	14 663	13 609
调整 $R^2$	0.526	0.521	0.526	0.521
Panel B:企业供应链话语权异质性				
变量	模型(1)		模型(2)	
	供应链话语权小	供应链话语权大	供应链话语权小	供应链话语权大
$DID$	0.809*** (4.714)	0.012 (0.079)	0.324 (1.286)	-0.029 (-0.129)
$Q$			0.118** (2.152)	0.094 (1.633)
$DID \times Q$			0.288** (2.556)	0.030 (0.271)
样本量	15 175	13 097	15 175	13 097
调整 $R^2$	0.506	0.543	0.506	0.543
Panel C:政府数字化治理水平异质性				
变量	模型(1)		模型(2)	
	数字化水平低	数字化水平高	数字化水平低	数字化水平高
$DID$	0.271 (1.544)	0.724*** (3.534)	0.130 (0.496)	-0.346 (-0.883)
$Q$			0.018 (0.194)	-0.024 (-0.222)
$DID \times Q$			0.084 (0.687)	0.661*** (3.025)
样本量	6 402	5 499	6 402	5 499
调整 $R^2$	0.580	0.583	0.580	0.584

(2)企业供应链话语权异质性。企业对供应商和客户的依赖程度越大(供应链集中度越高),其供应链话语权越小(李颖等,2023)<sup>[38]</sup>。供应链话语权较小的企业,由于供应链集中度较高,往往面临较大的不确定性和现金流波动风险(韩忠雪等,2023)<sup>[39]</sup>,偏好持有更多现金以应对潜在风险,甚至会为维持与上下游关系而进行迎合性投资。因此,经营投资问责的治理优化作用对供应链话语权较小的国有企业投资影响更显著。借鉴李颖等(2023)<sup>[38]</sup>的做法,用前五大供应商采购比例和前五大客户销售比例的均

值衡量企业的供应链话语权,按照其中位数将样本划分为“供应链话语权小”和“供应链话语权大”两组,分组检验结果表明(见表6的Panel B):经营投资问责显著促进了供应链话语权较小的国有企业投资规模扩大和投资质量提升,但对供应链话语权较大的国有企业投资没有显著影响。

(3)政府数字化治理水平异质性。在政府监管实践中,信息不对称会导致监管效果大打折扣(刘春等,2024)<sup>[40]</sup>。数字技术的运用则能够产生信息聚合效应,有效提升政府监管效能。国资监管部门通过运用区块链、云计算等大数据技术打破与企业之间的信息不对称,能更好地落实违规经营责任追究工作,提升问责监管效果。同时,国资监管部门通过数字化治理能够实现与审计机关等其他政府监管部门之间的信息共享共用,形成监管协同效应。因此,政府数字化治理水平越高,经营投资问责对国有企业投资的影响越显著。借鉴于文超和王丹(2024)<sup>[41]</sup>的做法,采用《大数据蓝皮书:中国大数据发展报告》中的“政用指数”衡量政府数字化治理水平(目前该报告仅公布了2016—2020年的数据,因而本部分分析只采用2016—2020年的样本),按照其中位数将样本划分为“数字化水平低”和“数字化水平高”两组,分组检验结果表明(见表6的Panel C):经营投资问责显著促进了政府数字化治理水平较高地区的国有企业投资规模扩大和投资质量提升,但对政府数字化治理水平较低地区的国有企业投资没有显著影响。

## 2. 经济后果分析

有效投资有助于企业保持内生增长动能和实现价值创造(王化成等,2024)<sup>[42]</sup>,那么,经营投资问责对国有企业投资的改善是否促进了国有企业价值创造?对此,本文借鉴Di Giuli和Laux(2022)<sup>[43]</sup>、陈胜蓝等(2023)<sup>[44]</sup>的研究,构建计量模型(4):

$$EVA_{i,t} = \rho_0 + \rho_1 INV\_hat1_{i,t} + \rho_2 INV\_hat2_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + Firm + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,被解释变量EVA为企业价值创造水平,借鉴翟慧君等(2023)的做法<sup>[45]</sup>,用经济增加值与总资产之比衡量;核心解释变量INV\_hat1和INV\_hat2分别为模型(1)和模型(2)的预测值。检验结果见表7,INV\_hat1和INV\_hat2的估计系数均显著为正,表明经营投资问责能够通过扩大投资规模和提升投资质量促进国有企业的价值创造,即经营投资问责带来的国有企业投资“量质双升”最终会转化为实际的经济效益,显著提升企业价值。

表7 经济后果分析结果

变量	EVA	
INV_hat1	0.009*** (3.804)	
INV_hat2	0.012*** (6.107)	
样本量	28 272	28 272
调整R <sup>2</sup>	0.778	0.778

## 六、结论与启示

本文以2013—2023年沪深A股上市公司为研究样本,采用多期差分模型实证检验经营投资问责政策实施对国有企业投资规模和投资质量的影响,研究发现:第一,经营投资问责对国有企业投资产生了显著的“量质双升”效应,表现为国有企业投资规模的扩大和投资质量的提升;第二,经营投资问责能够通过提高管理层勤勉程度和改善信息环境扩大国有企业投资规模,通过改善信息环境和内部治理环境提升国有企业投资质量;第三,经营投资问责对内源融资能力较弱、供应链话语权较小的国有企业以及

政府数字化治理水平较高地区的国有企业具有更显著的“量质双升”效应;第四,经营投资问责对国有企业投资的改善能够进一步促进国有企业价值创造。基于上述结论,得到如下启示:

第一,积极优化经营投资问责监管制度,切实发挥国资监管对国有企业投资的改善效应。其一,国资监管部门应细化国有企业违规经营投资问责清单,构建“敢问责、会问责、严问责”的监管环境。其二,严格落实重大决策终身问责,形成问责长效机制。国资监管部门应明确重大决策的范畴并酌情对日常决策实施终身问责,细化问责标准与流程,尤其是离退休人员的责任认定与问责,彻底扭转国有企业“前人犯错、后人收拾”的局面。其三,聚焦企业个体差异,优化财产损失认定标准。财产损失认定是进行责任追究的重要前提,当前经营投资问责通常以绝对数为标准认定财产损失,忽视了不同企业的异质性。建议结合企业异质性特征制定更为合理的财产损失认定标准(如按照财产损失金额与企业总资产的比值确定),不断提高经营投资问责的合理性与精确性。

第二,坚持以追责促整改,问责与容错并举,注重发挥经营投资问责的正向激励作用。其一,国资监管部门在提出整改要求的同时,应形成相应的整改建议,做好监管的“后半篇文章”。国资监管部门要积极转变监管理念,深入分析国有企业违规经营投资行为背后的体制机制障碍,提出切实可行的整改建议,进而指导、督促国有企业完善内部制度与决策流程。其二,做好问责与容错的平衡,避免过度追责对国有企业经营投资产生消极影响。作为重要的市场经济主体,国有企业在经营过程中不可避免地面临各种风险,这就需要国资监管部门切实区分管理层主观犯错与客观损失,不能一味地将正常商业风险、不可抗力等外在因素导致的财产损失纳入责任追究范畴。同时,应形成差异化的惩戒措施,在保证问责有效的同时切实增强管理层经营投资积极性。

第三,国有企业自身也应强化责任追究意识,持续改善信息环境与治理环境,促进投资“量质双升”。其一,国有企业要不断提升主动追责的思想认识,高度重视违规经营投资的责任追究工作,准确把握问责的潜在价值,切实避免责任追究工作流于形式,谨防“会上重视、会下搁置”现象的发生。其二,国有企业重视信息不对称问题,持续优化信息环境。严格约束管理层信息操纵行为,不断提高信息披露质量;建立健全内部信息沟通与反馈机制,消除不同部门、上下级之间的信息沟通障碍,推动内部信息的共享共用;与分析师、媒体等资本市场信息中介建立良好关系,充分借助外部力量改善信息环境。其三,国有企业要不断提高内部控制质量,持续改善治理环境。建立健全内部控制体制机制,并根据自身所处环境与业务变化,定期检查与评估内部控制的有效性,提高内部控制效率,进而推动投资规模的合理扩大与投资质量的有效提升。

#### 参考文献:

- [1] 蒋建湘,李沫.治理理念下的柔性监管论[J].法学,2013(10):29-37.
- [2] 白玮东,袁春生.经营投资问责推动了国有企业“脱虚返实”吗——来自资本市场的实证检验[J].现代财经(天津财经大学学报),2025,45(5):59-76.
- [3] 陈运森,蒋艳,何玉润.违规经营投资责任追究与国有企业风险承担[J].会计研究,2022(4):53-70.
- [4] 辛宇,宋沛欣,徐莉萍,等.国资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[J].管理世界,2022,38(12):199-221.
- [5] 叶永卫,李琼琼,陶云清,等.出资人监管强化与高管机会主义减持[J/OL].南开管理评论,1-24[2025-04-16].
- [6] 张志远,张正懿,顾炜.国有资产监管如何改善国有企业投融资期限错配?——基于经营投资问责制度的证据[J].财经研究,2025,51(2):154-168.
- [7] 马腾飞,孙光国,刘华.经营投资问责能改善国有企业“短贷长投”吗?[J].投资研究,2025,44(3):4-26.

- [8] 李玉婷,黄建焯,展望. 经营投资问责与国有企业风险防范——基于股价崩盘风险视角的实证研究[J]. 审计与经济研究,2024,39(3):64-74.
- [9] 李玉婷,黄建焯,展望. 经营投资问责能否提升国有企业投资效率[J]. 经济评论,2024(5):146-162.
- [10] 杨兴全,王玲莉. 经营投资问责能否提升国有企业投资效率? [J]. 商业经济与管理,2024(5):40-54.
- [11] 石青梅,李若宾,张赛男. 经营投资问责与国有企业创新效率——基于不完全契约视角[J]. 会计之友,2024(23):36-44.
- [12] 李建发,王子佳,陈文川. 经营投资问责制度与国有企业创新[J]. 经济管理,2025,47(3):85-101.
- [13] WU Y, CHEN W, YAN H. The accountability system for operation and investment and audit quality of state-owned enterprises[J]. *International Review of Financial Analysis*,2024,96:103680.
- [14] 郑晟祺,何威风,洗依婷. 国有企业经营投资问责与审计质量[J]. 审计研究,2025(5):110-121.
- [15] 李莉,程昱,王向前,等. 绩效反馈与企业产研销投资分配决策——基于管理层心理认知视角[J]. 会计研究,2022(10):129-143.
- [16] 王茂林,黄京菁. 内部控制质量与企业税收策略调整——行业层面及时间序列的经验证据[J]. 审计研究,2018(4):103-110.
- [17] 陈运森,蒋艳,黄健焯. 出资人责任追究的创新驱动效应——基于国有企业创新效率的证据[J]. 财经研究,2025,51(2):138-153.
- [18] 孔东民,陶云清. 信息基础设施建设与企业投资——基于“宽带中国”试点政策的准自然实验[J]. 经济科学,2023(2):106-124.
- [19] 高山行,黄振兴,郝志阳. “两全其美”还是“顾此失彼”——政府补贴如何影响企业创新数量与渐进性创新占比? [J]. 科学学与科学技术管理,2025(7):92-109.
- [20] 曹越,辛红霞. 亏损后转年限延长能否提升高新技术企业投资效率[J]. 中国软科学,2024(9):196-209.
- [21] ASKARZADEH A, YUNG K, ASKARZADEH F. The effect of international diversification on investment efficiency [J]. *Research in International Business and Finance*,2025,73:102641.
- [22] ZHANG L, CAI W. Star CEOs and investment efficiency: Evidence from China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*,2023,82: 102145.
- [23] ZHAO L, LI N, Wu Y. Institutional investors' site visits, information asymmetry, and investment efficiency [J]. *International Review of Financial Analysis*,2023,88:102674.
- [24] 徐朝辉,王满四. 数字化转型对实体企业过度金融化的治理效应研究[J]. 证券市场导报,2022(7):23-35.
- [25] LIU G, XIE Z, LIU X, et al. How does finance and accounting supervision affect stock price crash risk [J]. *International Review of Financial Analysis*,2024,96:103672.
- [26] 刘金洋. 证监会行政监管与公司投资效率——基于随机抽查制度的准自然实验[J]. 会计研究,2024(4):126-136.
- [27] SHEN H, CHENG X, SUN Q, et al. Does internal control affect firms' use of derivatives? Evidence from China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*,2024,85:102381.
- [28] 毛聚,谢昊宇,毛新述,等. 政府审计对企业投资行为的影响——基于中央企业层面的经验证据[J]. 会计研究,2023(1):164-178.
- [29] RAWAT S, CHAUDHRY N. Earnings quality, business group affiliation, and investment efficiency [J]. *Research in International Business and Finance*,2025,75:102732.
- [30] XU W, LUO Z, LI D. Investor-firm interactions and corporate investment efficiency: Evidence from China [J]. *Journal of Corporate Finance*,2024,84:102539.
- [31] 谢德仁,史学智,刘劲松. 国企瘦身健体改革的成效评估:基于企业造血功能的视角[J]. 南开管理评论,2023,26(1):4-19.
- [32] CALLAWAY B, SANT' ANNA P H. Difference-in-differences with multiple time periods [J]. *Journal of Econometrics*,

- 2021,225(2):200-230.
- [33] HAINMUELLER J. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies[J]. *Political Analysis*, 2012, 20(1): 25-46.
- [34] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. *中国工业经济*, 2022(5): 100-120.
- [35] 韩少真, 张田, 苗梦露, 等. 智能制造与企业 ESG 表现——资源优化与治理协同的双重效应[J]. *财经论丛* (浙江财经大学学报), 2025(5): 67-77.
- [36] 蔡贵龙, 贺家琼, 邦国坚. 产业型战略股东与国有企业合规风险治理——基于股东—公司经营范围相似度视角[J]. *会计研究*, 2025(5): 62-77.
- [37] 李佳, 闵悦. 中欧班列开通对中国民营企业投资效率的影响研究[J]. *国际贸易问题*, 2022(2): 125-139.
- [38] 李颖, 吴彦辰, 田祥宇. 企业 ESG 表现与供应链话语权[J]. *财经研究*, 2023, 49(8): 153-168.
- [39] 韩忠雪, 高心仪. 跨国经营、市场环境与企业创新效率[J]. *科研管理*, 2023, 44(6): 173-182.
- [40] 刘春, 李善民, 孙亮, 等. 数智化如何影响国资监管? ——基于国资委监督和咨询双重职能视角的研究[J]. *财经研究*, 2024, 50(11): 4-18.
- [41] 于文超, 王丹. 数字政府建设能降低企业非生产性支出吗? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. *财经研究*, 2024, 50(1): 124-138.
- [42] 王化成, 张洁, 张超敏, 等. 品牌竞争力与企业高质量发展——基于投资效率的视角[J]. *中国人民大学学报*, 2024, 38(4): 45-60.
- [43] DI GIULI A, LAUX P A. The effect of media-linked directors on financing and external governance [J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 145(2): 103-131.
- [44] 陈胜蓝, 王鹏程, 马慧, 等. 《中小企业促进法》的稳就业效应——基于政府信用体系建设视角[J]. *管理世界*, 2023, 39(9): 52-68, 88, 69-70.
- [45] 翟慧君, 毛新述, 郭鑫. 国有资产证券化与企业价值创造: 基于中央企业集团的经验证据[J]. *中国软科学*, 2023(9): 127-141.

## “Dual Improvement in Quantity and Quality”: The Impact of Accountability for Operation and Investment on the Investment in State-Owned Enterprises

BAI Weidong<sup>1</sup>, GUO Zhenxiong<sup>2</sup>

(1. *School of Economics and Management, Shanxi Normal University, Taiyuan 030031, Shanxi, China;*

2. *School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, Shanxi, China)*

**Summary:** State-owned enterprises are a vital component of the state sector. Promoting both a reasonable increase in the quantity and an effective improvement in the quality of state-owned enterprise investment is key to leveraging the catalytic and multiplier effects of investment. Accountability for operation and investment is an accountability system established by state-owned asset supervision authorities at all levels, targeting the operational and investment acts of state-owned enterprises. However, as a major innovative measure of mandatory government regulation, how accountability for operation and investment affects the investment level of state-owned enterprises and whether it can promote reasonable investment growth have not been fully examined in the literature; research on its impact on the quality of state-owned enterprise investment also lacks an in-depth exploration of the underlying mechanisms.

This study utilizes a sample of A-share listed companies on the Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2013 to 2023. By leveraging the exogenous shocks from the staggered implementation of accountability supervision policies across regions, a multi-period difference-in-differences model is constructed to systematically examine the regulatory effect of accountability for operation and investment on both the investment scale and quality of state-owned enterprises. Research finds that accountability for operation and investment can promote “dual improvement in quantity and quality” of state-owned enterprise investment, manifesting as a significant increase in investment levels and a substantive enhancement in investment quality in state-owned enterprises. Mechanism analysis demonstrates that accountability for operation and investment can enhance the investment levels of state-owned enterprises by improving management diligence and alleviating information asymmetry, and can improve the investment quality of state-owned enterprises by alleviating information asymmetry and enhancing internal control quality. Heterogeneity analysis based on differences in the characteristics of regulatory objects and subjects finds that the impact of accountability for operation and investment on the level and quality of investment in state-owned enterprises is more obvious in samples with poor internal financing capacity, low supply chain bargaining power, and high digital construction levels of State-owned Assets Supervision and Administration Commission. Economic consequences indicate that accountability for operation and investment enhancing the investment levels and investment quality of state-owned enterprises can effectively promote value creation.

Compared with the existing literature, this study makes extensions in the following two aspects: First, by investigating both the quantity and quality of state-owned enterprise investment, this study provides more comprehensive empirical evidence on the effectiveness of accountability for operation and investment and expands the theoretical literature on accountability regulation at the financial level. Second, from the perspectives of managerial behavior and the organizational environment, this study systematically uncovers the mechanisms through which accountability for operation and investment affects the investment scale and quality of state-owned enterprises. This provides a deeper logical foundation for understanding this relationship and strengthens the theoretical comprehension of how government regulation influences the intrinsic mechanisms of corporate investment decisions.

The findings also hold significant practical implications. This study focuses on the relationship between accountability for operation and investment and state-owned enterprise investment, systematically analyzing variation in effects based on the characteristics of both the regulatory objects and subjects. The findings not only offer important insights for regulatory authorities in differentially advancing the accountability system, optimizing the government regulatory framework, and enhancing regulatory effectiveness, but also provide decision-making references for how to promote the “dual improvement in quantity and quality” of state-owned enterprise investment and fully leverage the catalytic and multiplier effects of investment from the perspective of government regulation.

**Keywords:** mandatory regulation; investment scale; investment quality; investment opportunity; management diligence; information asymmetry; internal control

**CLC number:** F276.1; F272

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2026)01-0055-15

(编辑:朱 艳;刘仁芳)