

世界是平的？财务报告中的地理信息和市场评价

赵子夜¹ 吴秋君²

(1.上海财经大学 会计与财务研究院；2.上海财经大学会计学院 200433)

摘要：公司既可以向高市场化的地区拓展业务，在交易成本较低的环境中获得成功；但公司也可以在低市场化地区弥补市场制度的真空，从而排他性的创造财富。那么，中国公司的经营实务反映了哪一种逻辑呢？本文采用文本检索技术，在中国地区存在市场化差异的实验环境中考察了这一问题。结果表明，财务报告中低市场化地区的提及频率越高，市场反应越好，这一结果在非国有公司中更为明显。基于公司长期后果的测试表明，低市场化地区的提及和公司下期托宾 Q、CEO 的薪酬、以及公司下期申请的专利数量正相关。但是，高市场化地区的提及和短期回报、托宾 Q 和 CEO 高管薪酬则都不相关。综合结论表明，投资者关心基于市场化程度的地理分布，中国公司的业务越多地涉及落后地区，越能引发市场的好评，印证了公司可以通过弥补新兴市场基础设施真空并获得成功的逻辑，这一策略并不牺牲公司的长期创新活动。

关键词：地理偏向；文本检索；市场化程度；经济后果

中图分类号： F239.221 **文献标识码：** A

一、引言

(一)、基于地区差异的地理偏向的经济意义

2007 年，风靡全球的畅销书《世界是平的》预言，随着计算机和物流技术的发展，地理对人们生活中的影响将日趋减少。但是在学术界，地理在经济与管理的跨学科研究中却受到持久的关注。在宏观层面，Morris^[1]在其学术著作中指出地理本身以及地理和社会发展的互动俨然是西方领先于世界的最重要的因素，即所谓经济发展的地理决定论。而具体到微观的公司层面，Garcia 等^[2]开创性地统计了美国公司 10K 报告中提及州名的频率，从而刻画了公司业务的地理分散度，并发现公司业务越集中在少数的几个州，投资者认知越低，年度报告引发的累积超额回报更高，这表明在美国市场中地区间的制度环境差异相对较小时，投资者关心地区分散度的信息。

本文关注于另一个问题，在地区差异相对明显的中国，投资者是否关心财务报告中基于市场化程度差异的地理分布信息。这一问题具有重要的经济意义，因为在经济全球化的过程中资本并没有呈现出马太效应，也就是集中在制度良好的国家和地区，而是在新兴市场中也获得了巨大的成功。这其中除了劳动力成本的因素，还有 Khanna 等^[3]提出的制度真空的可替代性的原因。在承认制度对经济增长至关重要的基础上，如果公司能够将资本带入低市场化地区并替代性地解决制度真空的问题，比如在和地方政府互动中改善地区的制度环境，这能够为落后国家或地区的高速发展提供解释。这种发展模式也在诸多的政策中予以表现，比如中国的西部大开发政策。因此，公司基于市场化程度差异的地理偏向，反映了公司对地区制度差异的理解以及对自身适应制度差异能力的权衡，从而会影响投资者对公司的评价。

具体从理论的角度而言，公司应该选择发达地区还是落后地区进行投资处于激烈的争论

中：一方面，根据交易成本理论，公司应该去选择良好的制度环境，向交易成本低的地区进发，参见 Acemoglu 等^[4]关于国家何以兴衰的论述。另一方面，Khanna 等^[3]提出的制度真空和替代观又强调，跨国公司可以在落后地区获得成功，而全球资本在新兴市场的投资和高回报支持了这一观点。因此，从理论角度出发，我们需要关注中国公司的地理行为更符合哪一种理论预期。

从实务角度而言，公司业务在地理偏向方面呈现出动态的特点。一方面，在公司整体地理战略方面，既有公司如星巴克将业务从高市场化的地区逐渐扩展到低市场化地区，也有如哇哈哈集团很早就开始坚持在中西部地区尤其是革命老区建厂的案例。其次，从动态地理战术方面，既有大量的民营企业在向东部沿海城市的搬迁过程中获得不断发展，又有诸如浙江“宇宙”和“金泰”公司将业务迁往四川南部获得成功的案例。因此，对于这一问题的检验，有利于我们理解在当下中国，公司基于市场化差异的地理导向是否具有经济后果。

(二)、文本技术和中国地区差异的研究环境

借鉴 Garcia 等^[2]的文本统计技术，我们统计了中国公司年报中对省和地级市名称的披露信息，利用中国地区的市场化指数^[5]，考察了市场如何评价公司基于市场化程度的地理偏向。在 Garcia 等^[2]基于美国公司的研究中，不同州在制度环境上仍然是一致的，只是公司业务涉及的州数量多少会改变信息成本并影响投资者的认知。而在新兴中国市场，省际之间的市场化程度存在显著差异，基于新兴市场地方主义政治学也提醒我们注意地方政府之间的显著差异。^[6] 因此，在中国的实验环境中采用文本分析技术可以检验地理偏向的经济后果。我们的检验结果表明，在控制公司年报的地理信息披露水平后，公司披露的低市场化地区频率越高，市场反应越好。同时，高度市场化地区披露则没有明显的经济后果。进一步的测试表明，产权性质对低度市场化地区的经济后果有明显调节效应，非国有公司进入低市场化的行为更能获得市场的好评。在经济显著性方面，根据低度市场化地区披露频率的中位数将非国有公司进行分成两组后发现在[-1, 1]短窗口内投资组合的超额回报约为 0.5%。在长期经济后果的方面，我们发现低度市场化地区被提及的越多，公司的托宾 Q 华为 CEO 薪酬也越高，高度市场化地区的提及则没有任何经济后果。

(三)、研究贡献

本研究的主要贡献为：首先，本研究以新兴市场为对象证明，市场会依据地区市场化差异对公司的地理偏向进行评价，这一结果反映的逻辑是公司进入落后地区的行为也会引发市场的好评，符合资本在新兴市场获得长期增值的经济现象。其次，对新兴市场而言，公司可以选择高度市场化地区享受更健全的基础设施、更完善的法制环境、更高素质的科技员工等好处，但也不排除替代低度市场化地区的制度环境来获得收益的策略，对此本研究从市场感知的角度提供了参考性的经验证据。目前利用地理特征来研究公司行为的方法受到了中国学者关注，比如夏立军等^[7]考察了公司跨省投资和政企关系的问题，孙亮等^[8]考察了公司聘请异地独立董事的问题。本研究则从经济后果的角度考察了地理信息在公司估值中的作用，拓展了此类文献。最后，本研究也为中文文本信息的系列研究提供了参考，赵子夜^[9]以及谢德

仁和林乐^[10]均发现中文的文字情感在独立董事报告或管理层报告中具有经济后果。本文的统计结论则证明中文财务报告中的非情感信息也具有重要的经济后果。

二、 基于市场化程度的地理偏向和经济后果

我们考察公司业务基于市场化程度地理偏向的经济后果,得益于三个条件的存在:第一,在经济地理学的跨学科理论框架中,公司组织和地区之间的互动是有意义的,比如公司将隐性知识在不同地区之间的转移,表现为一种有价值的业务活动。^[11] 这成为投资者对地理信息的需求基础。第二,中国的地区在理论上存在实质性的差异,比如,政治学的新地方主义强调了地方政府的行为差异。^[5] 这一制度环境的特征使得公司在将其业务进行跨地区发展时会经历不同类型的互动活动,比如和各地区政府之间的关系,这些关系又会影响到公司价值。第三,文本技术的发展降低了投资者阅读地理信息的成本,有助于其利用地理信息对公司进行估值。

(一)、公司组织和地理因素的互动: 隐性知识的视角

就公司和地理的互动而言, Gertler等^[11]指出隐性知识在跨越地理边界时,即使有丰富的资源支持,也将遭遇强大的障碍。比如德国本地的生产技术在向美国的分公司传递时,耗费了大量的成本且难以实现。经验证据方面, Landier等^[12]发现公司的业务在地理上越分散,越不容易解聘注册地附近的员工,原因是这些公司在保护软信息行业(员工知识难以长距离转移的行业)。此外由于隐性知识转移的成本巨大,地理因素也是影响中介效率如分析师预测准确度及其跟踪行为的重要因素。^[13、14]

如果隐性知识的传递成本巨大,那么另一个非常直接的证据是,审计服务的质量是否在同一个事务所内也存在地区差异?就此问题而言,如果移动通讯技术和员工培训能够使得审计质量在会计师事务所内保持一致,那么地理对事务所的影响就未必明显。然而,相关的研究却表明,就美国的审计市场而言,一个国家市场的行业领导者未必能够提供高质量的审计服务,除非他也是城市市场的行业领导者。^[15-17] 这说明即使对同一个事务所而言,审计质量也存在地区差异,而在跨地区的大型事务所内部关于特定行业客户的专有审计知识难以转移。

对于公司组织和地理之间的互动,不仅体现为有价值的活动,也能表现为公司的能力,比如, Dicken^[18]指出公司在跨国投资时可以将关闭子公司或分厂作为谈判筹码,要求地方社区进行让步。而张五常^[19]指出在中国以县为单位的招商引资竞争塑造了各地不同的投资环境。因此,这种公司和地区之间的互动包含了谈判能力的信号,可能会影响公司价值。进一步的,夏立军等^[7]的研究表明上市公司跨省投资体现为一种打破地区分割的能力,而这种能力取决于公司高管是否拥有政企纽带。

(二)、中国的地区差异: 跨学科的观点

就中国省级地区的经济制度差异而言，市场化指数很好的刻画了这一点并被学术界广泛使用以研究地区产出或者公司行为的差异。^[20-22] 另一方面，政治学中新兴起的地方主义认为，中国的地方政府在发展经济的过程中面临着来自制度环境的不确定性，从而在行为上体现出差异。^[6] 比如在发展私有经济的过程中，中央对民营企业的定性既没有明确是国有，也没有明确为私有，从而使地方政府产生了不同的解读方式进而对私有企业的态度呈现出显著的地区差异。给定中国地区之间存在差异，诸如官员的异地交流、县级资源的分配、地方政府对金融系统的干预等就成为改变地区经济产出的重要机制。^[23-27]

一个更为具体且及时的案例是，近期中央政府大力反腐，并要求地方政府治理官员家属经商中的腐败问题。在这一原则性目标下，各省在具体执行的细则上仍然有一定的自我裁量权。比如，上海市政府在 2015 年发布“上海市领导干部配偶、子女及其配偶经商办企业行为的规定（试行）（2015）”，该文件的第四条内容为“进一步规范领导干部配偶、子女及其配偶经商办企业行为”。其中的一条是：

.....
(一) 市级领导干部的配偶不得经商办企业；其子女及其配偶不得在本市经商办企业.....

从中可以看出，上海市的执行细则是通过禁止官员家属在本市经商来防止腐败，这一政策解读和执行具有明显的地区特征。官员家属不在本地经商能够减少腐败的概率，可见官商网络也存在地区分割的现象。

除了对中央政策的理解差异，地方政府在推动行业发展的行为上也存在显著差异。比如 Thun^[28] 基于中国汽车行业发展的研究表明，同样是通过合资发展地方的汽车企业，上海、北京和广州地方政府采用了不同的模式。其中上海采用了行政体制下的等级制企业关系，北京和广州则采用了分权的行政体制和相对市场化的企业关系。这两种模式都使得当地的汽车工业有了长足的发展，但上海保留的行政体制推动了汽车零配件行业的发展，有利于汽车的国产化。也因此上汽可以在积极谋求自有品牌的道路上投入大量资源，包括到海外并购韩国双龙，并试图获得 SUV 的自有品牌。

(三)、择优而栖的高度市场化地区偏向

在本土地区间存在诸多差异如文化、资源等方面，本文关注于市场化差异而非其他，主要原因有二：一是从经济发展的研究导向出发，市场化水平和制度更直接地影响着经济产出，其和公司的关联度超过文化和宗教等环境因素。也正因为如此，市场化水平指数在中国本土的顶级经济管理学期刊中的出现频率远远超过其他差异。同时中国经济发展中的制度建设问题受到各界的重点关注，其改良和革新的速度也较之文化等因素更为快速和明显。二是相对于其他差异，中国的市场化水平具有学术界一致认可的量化指标，给研究可行性提供了很好的支持。

当地方政府和制度环境使得中国的省级地区间存在显著差异时，我们便需要直接的经验证据来理解这种差异是否会影响投资者对公司价值的评估。地理偏向的研究意义在于：新制

度经济学强调公司行为受到交易成本的影响，低交易成本更容易吸引资本以及经济增长。在当下中国，东北经济的振兴问题引发了全国的关注，在东北经济持续下滑的过程中，各界都对其原因进行了深刻的讨论和分析，这其中市场化水平受到重点关注。比如，《经济学人》2015年在“东北经济再度告急”的文中指出，东北经济衰落的重要原因之一是“很多人仍不理解或不相信市场的作用”。^①

在市场化程度较低的情况下，资本可能因产权保护等问题而选择离开。正如当下诸多东北的上市公司业绩大幅下滑后以反向并购的方式不断将业务转移出了东北。因此，东北经济衰落的原因较多，但其中制度落后和市场化水平较低的因素和 Acemoglu 等^[4]论述一致，即制度决定了国家的兴衰。择优而栖的地理偏向策略还可见于星巴克进入中国市场的策略：1999 年在北京开店、2000 年上海，2002 年深圳，直到 2011 年才在昆明、合肥、石家庄、郑州和哈尔滨开设第一家分店。但是相比如东北为何会经济衰退，各界更关心的是如何再度振兴东北经济，这意味着资本会再度进入东北，在此过程中，除了政策的支持和东北地方的改革，进入东北的公司是否能解决当下东北市场化程度较低的问题，将决定其能否成功。

（五）、替代真空的低度市场化地区偏向

新兴市场的持续高速发展表明，公司未必一定要到交易成本较低的地区去发展业务。相反，公司可以利用自身资源或者组织结构去应对较高的交易成本或者弥补制度的真空，从而在低市场化的地区获得成功。关于制度真空，Khanna 等^[3]将之定义为产权保护、金融中介、基础设施和交易信息等维度的不足，这些不足将对公司的盈利能力起到巨大的阻碍作用。而在利用制度真空为机会的案例方面，诸如利丰公司在亚洲市场普遍缺乏中介机构的情况下，利用自身处于香港的地缘优势自我实现中介的功能，便是典型。

我们认为，公司选择到低市场化地区拓展业务的策略体现了组织利用自身资源替代制度真空的能力，这与中国的干部培养制度非常类似。鼓励技术人才下基层和挂职锻炼的制度，其逻辑和替代制度真空存在类似之处。许多知识分子到条件艰苦的地区去了解基层，有利于培养其在艰苦条件下展开工作的能力，也就要解决制度缺乏的问题。

此外低度市场化地区自身的努力，也为公司及资本的进入提供了良好的激励。一个典型的例子是中国西南六省的经协会。1984 年西南六省出于经济发展的考虑成立了省际经济协调会，在多年的运作中经协会成功地建立了该地区的市场一体化体系。如 1985 年开始经协会就开始组织国际性的西南商品交易会，为公司提供信息中介的服务。而时任国务院副总理邹家华认为经协会的成功在于运用市场而非行政的手段来解决问题。^[29]

三、研究方法

（一）、研究问题和模型

为考察公司业务的地理偏向的经济后果，我们从短期和长期分别考察公司绩效是否受到影响，研究问题涉及年报披露的短期市场反应，长期托宾 Q，公司创新和 CEO 薪酬，我们

设立了下述研究问题和模型：

1. 地理信息在披露时否引发市场的超额回报？

模型 1 事件研究： $RCAR_{[-t,t]} = f(\text{LOW, HIGH, STATE, POL, DMKT, OP, ST, DE, SIZE, Control Variables})$

2. 业务的地理偏向是否改变公司的托宾 Q？

模型 2 公司绩效模型： $\text{Tobin } Q_t = f(\text{LOW, HIGH, Tobin } Q_{t-1}, \text{STATE, POL, DMKT, INDEP, ROA, ST, DE, SIZE, Control Variables})$

3. 地理偏向是否影响公司的长期创新活动

模型 3 公司创新模型： $\text{Patent} = f(\text{LOW, HIGH, STATE, RDTA, POL, DMKT, INDEP, OP, ROA, ST, DE, SIZE, Control Variables})$

4. 业务的地理偏向是否影响 CEO 的薪酬？

模型 4 薪酬模型： $\text{CEO Compensation} = f(\text{LOW, HIGH, STATE, INDEP, CEODUAL, DROA, LIAGE, FEMALE, OVERSEA, POL, ACA, DE, SIZE, AGE, Control Variables})$

模型 1 以中国上市公司为样本，检验基于市场化指数的地理偏向是否具有经济后果。在预期结果方面，如果 LOW 负显著或者 HIGH 正显著，说明投资者对公司选择高度市场化地区的行为予以好评，符合交易成本理论的预期。如果 LOW 正显著或者 HIGH 负显著，则表明市场对公司进入低度市场化地区予以更高的评价，支持制度真空的替代理论。类似的，模型 2 检验地理信息是否影响公司期末绩效，该模型揭示了公司年报披露的地理信息是否影响投资者对公司的前景的预期。模型 3 考察了地理偏向是否影响公司的长期创新活动，从而从公司长短期业绩的角度提供完整的评价。最后，模型 4 从 CEO 薪酬的角度刻画了董事会是否根据公司地理信息来给 CEO 制定薪酬，其结果有利于我们理解，公司业务的地理分布是否包含了 CEO 改变薪酬的动机，从而保证投资者的市场评价和经理人的理性选择具有一致性。

(二)、变量定义

核心变量的定义方面， $RCAR_{[-t,t]}$ 为用 CAPM 计算的累计超额回报， β 系数的估计期为窗口期前 120 个交易日，超额回报的计算限定在 10 个日历日期限中，事件日前 300 天内有 60 个样本可以估计 β ，CAPM 的拟合系数如果为负则予以剔除。核心自变量为公司披露的低度市场化地区频率 LOW 和高度市场化地区频率 HIGH。其中，LOW 统计方式为，首先统计公司在 t 期年报中披露的处于当年市场化指数中位数以下的低市场化省份（或者这些省份的地级市）的次数 m，然后通过 $LOW = \log(1+m)$ 计算而来。市场化指数根据樊纲等^[5]的综合市场化指数来确定，由于该指数的取值到 2009 年，2009 以后的数值以 2009 年替代。类似的，HIGH 的计算方式为，首先统计公司在 t 期年报中披露的处于当年市场化指数中位数以上的高市场化省份（或者这些省份的地级市）的次数 n，然后通过 $HIGH = \log(1+n)$ 计算而来。在统计年报对地名的统计频率时，首先需要用 JAVA 编程将 PDF 格式的年报统一转化成 TXT 文件，这中间会损失部分无法转换的样本（详见样本数量说明），然后可以用 SAS

软件或者 EXCEL 软件将年报按行导入并统计其中地名的披露频率。我们统计了所有的省份名称以及中国所有的地级市名称，鉴于市场化指数是按照省份取值的，我们将地级市信息转化成了省份。

在模型 1 中，我们还将利用调节变量来测试地理信息的生效路径，以帮助识别检验结果是否因果关系。如果模型 II 存在明显的调节效应的支持，则能够降低模型 I 发现的统计结论是相关性而非因果关系的概率。为此，我们主要测试产权性质和地理信息的披露水平两个调节变量。首先，在产权性质方面，STATE 为虚拟变量，公司最终控制人为国有取 1，否则为 0。我们预期国有公司因其和政府的天然联系，在低度市场化地区受制度真空的负面影响较小，而在高度市场化的地区则要面临相对公平的环境，和民营企业竞争。反之，民营企业进入落后地区，则需要更高的解决制度真空的能力。因此，民营企业进入低度市场化地区或者国有企业进入高度市场化地区的信号更容易引发经济后果，STATE*LOW 预期负显著，而 STATE*HIGH 预期正显著。

最后，在其余控制变量方面，UE 为未预期盈余，t 期利润减去 t-1 期利润再除以期末市场价值。DMKT 为虚拟变量，当公司注册地所在的省份的市场化指数超过当年的中位数取 1，否则为 0。POL 为虚拟变量，当公司总经理有政治关系背景则取 1，否则为 0。OP 为虚拟变量，当公司在 t 期被出具非标准无保留意见取 1，否则为 0。ST 刻画了公司在第 t 期因为连续两年亏损而被标示为特别交易取 1，否则为 0。DE 为资产负债率；SIZE 为期末总资产的自然对数。INDEP 为公司的独立董事的比例。RDTA 为公司研发占年初总资产的比例。TQ1 为公司 t+1 期托宾 q 值。TQ 为公司 t 期托宾 q 值。TQ_1 为公司 t-1 期托宾 q 值。PAT1 为公司 t+1 期总专利数量+1 后取自然对数。PAT2 为公司 t+1 期发明数量+1 后取自然对数。最后，我们还控制了行业虚拟变量和年度虚拟变量，行业代码根据证监会行业代码分类的 2012 版的 3 位代码设定，包含一位字母和两位数字。

在 CEO 薪酬模型中，由于 CSMAR 数据库的 CEO 薪酬从 2005 年开始统计，我们设计的因变量为薪酬的变化额，所以研究期间从 2006 到 2012 年，比其他模型更短。同时，我们剔除了少量一个期间有两个 CEO 的样本。因变量 GPAY 为连续变量，用本期薪酬的自然对数减去上期薪酬的自然对数，DPAY 为虚拟变量，当 CEO 薪酬相对与上期增长 50% 取 1，否则为 0。

（三）、样本和数据来源

本研究数据来源深圳国泰安信息技术有限公司的中国证券市场研究数据库（CSMAR）。本文的研究期间为 2001 到 2012 年，由于事件研究需要使用 t-1 期利润计算未预期盈余，因此我们的初始样本为 CSMAR 数据库中有完整 t 期和 t-1 期的财务数据的非金融 A 股上市公司的 17825 个初始样本中，如果年报无法转化成 TXT 文件，或者转化后整个年报中没有披露任何一个地名的异常样本被剔除，剩余有效样本 15820 个。关于少量能够转化但是没有披露一个地名的异常样本，我们参照 Garcia 等^[2]做法将其予以剔除。随后，在计算累积超额回报中若发现拟合系数为负或者控制变量缺失如最终控制人类型缺失的情况，将这些样本剔

除。如此共获得有效样本 14833 个。为避免极值效应，我们将所有连续变量按年度在上下 1%的水平上进行了缩尾（winsorize），极值处理后的描述性统计见表 1。

表 1 特征变量描述性统计

变量	N	最小值	最大值	标准差	均值	中位数
RCAR _[-1,1]	14833	-0.197	0.388	0.056	-0.004	-0.007
RCAR _[-2,2]	14833	-0.258	0.426	0.069	-0.003	-0.007
LOW	14833	0.000	6.696	1.751	3.415	3.332
HIGH	14833	2.303	7.365	0.896	5.579	5.793
UE	14833	-0.702	0.599	0.078	-0.005	0.002
STATE	14833	0.000	1.000	0.477	0.651	1.000
POL	14833	0.000	1.000	0.373	0.167	0.000
DMKT	14833	0.000	1.000	0.500	0.505	1.000
OP	14833	0.000	1.000	0.263	0.075	0.000
ST	14833	0.000	1.000	0.198	0.041	0.000
DE	14833	0.042	3.362	0.258	0.504	0.499
SIZE	14833	18.697	26.414	1.171	21.496	21.362
INDEP	14833	0.000	0.750	0.102	0.326	0.333
RDTA	14833	0.000	0.111	0.013	0.005	0.000
TQ1	14833	0.150	14.680	1.574	1.691	1.219
TQ	14833	0.182	13.299	1.567	1.756	1.305
TQ_1	14833	0.189	14.364	1.636	1.925	1.459
PAT1	14833	0.000	6.897	1.573	1.276	0.693
PAT2	14833	0.000	5.790	1.202	0.794	0.000

RCAR_[-t,t]: 用 CAPM 计算的累计超额回报, β 系数的估计期为窗口期前 120 个交易日, 超额回报的计算限定在 10 个日历日期限内, 事件日前 300 天内有 60 个样本可以估计 beta, CAPM 的拟合系数如果为负则予以剔除; LOW: 首先统计公司在 t 期年报中披露的处于当年市场化指数中位数以下的低市场化省份 (或者这些省份的地级市) 的次数 m, 然后通过 $LOW = \log(1+m)$ 计算而来。HIGH: 首先统计公司在 t 期年报中披露的处于当年市场化指数中位数以上的高市场化省份 (或者这些省份的地级市) 的次数 n, 然后通过 $HIGH = \log(1+n)$ 计算而来。UE: 未预期盈余, t 期利润减去 t-1 期利润再除以期末市场价值; STATE: 公司最终控制人为国有取 1, 否则为 0; POL: 公司总经理有政治关系背景则取 1, 否则为 0; DMKT: 公司注册地所在的省份的市场化指数超过当年的中位数取 1, 否则为 0; OP: 公司在 t 期被出具非标准无保留意见取 1, 否则为 0; ST: 公司在第 t 期因为连续两年亏损而被标示为特别交易取 1, 否则为 0; DE: 资产负债率; SIZE: 期末总资产的自然对数; INDEP: 公司的独立董事的比例; RDTA: 公司研发占年初总资产的比例; TQ1: 公司 t+1 期托宾 q 值; TQ: 公司 t 期托宾 q 值, TQ_1: 公司 t-1 期托宾 q 值; PAT1: 公司 t+1 期总专利数量+1 后取自然对数; PAT2: 公司 t+1 期发明数量+1 后取自然对数;

从表 1 可以看出, LOW 的中位数和均值约为 3.5, 表明上市公司在年报中平均披露了 27 个低市场化地区, 而 HIGH 的均值和中位数约为 5.5, 表明上市公司在年报中平均披露了 330 个高市场化地区。由此可见, 上市公司的业务主要分布在发达地区。从 75%分位数来看, 有 25%上市公司披露了超过 136 个落后地区, 而有 25%的上市公司披露了超过 494 个高度市场化的地区。其他描述性统计方面, 样本中国有比例约为 65%。

四、 检验结果

(一)、公司业务基于市场化指数地理偏向的经济后果

模型 1 的检验结果见表 2，无论是在[-1,1]还是[-2,2]的短窗口中，低度市场化的偏向指标 LOW 的回归系数均显著为正。另一方面，高度市场化偏向指标 HIGH 的系数均不显著，表明市场对公司偏向低度市场化的业务状况予以了好评，从市场感知的角度出发，这一结论为 Khanna 等^[26]制度真空的替代假说提供了证据，说明公司可以通过制度真空的替代功能，在低度市场化的市场获得成功。也说明在中国的省级地区存在明显的市场化程度差异的情况下，投资者更为欣赏公司在落后地区拓展业务的行为。

表 2 地理信息的经济后果

VARIABLES	(1) RCAR _[-1,1]	(2) RCAR _[-2,2]
UE	1.471** (2.077)	2.252** (2.459)
LOW	0.0690** (2.144)	0.0894** (2.298)
HIGH	0.0644 (0.997)	0.0980 (1.216)
STATE	0.0194 (0.174)	-0.169 (-1.242)
POL	-0.0215 (-0.169)	-0.0587 (-0.376)
DMKT	0.118 (1.068)	0.0642 (0.481)
OP	-0.313 (-1.324)	-0.468 (-1.517)
ST	-2.197*** (-6.751)	-2.673*** (-6.313)
DE	0.650*** (2.751)	0.733** (2.372)
SIZE	0.0639 (1.405)	0.0557 (0.974)
Constant	-2.225** (-2.323)	-1.887 (-1.629)
Observations	14,833	14,833
R-squared	0.021	0.027

表中 P 值经过公司维度的 cluster 调整，双尾；变量定义同表 1

(二)、地理偏向信息的经济后果的生效路径

就向低度市场化开拓业务的策略而言，公司产权性质显然是影响其后果的重要调节效

应。已有的文献揭示，国有和民营公司在制度环境和行为表现上有巨大的差异。^[30-33]为了考察产权性质对公司业务地理偏向市场反应的调节效应，我们在回归模型中加入产权性质与 LOW 以及 HIGH 的交乘项。根据前文的论述，我们预期国有公司进入高度市场化地区意味着去行政化和接受市场竞争，从而 STATE*HIGH 预期正显著。民营公司进入低度市场化的地区则暗示公司有能力弥补市场的制度真空，从而 STATE*HIGH 预期负显著。回归结果如表 3。从中可以看出，STATE*LOW 在[-1,1]和[-2,2]窗口期回归系数均为负，且在 10%的显著性水平上双尾显著，表明产权性质对披露低度市场化地区的经济后果有明显的调节效应，非国有公司进入低市场化的行为更能获得市场的好评，投资者更为支持民营公司向低市场化地区拓展业务。另一方面，STATE 和 HIGH 的交互项并不显著，无论是国有企业还是非国有企业，他们向高市场化地区拓展业务行为的市场反应差别不大。为检验国有公司样本中低度市场化地区是否还有经济后果，我们按照公司最终控制人性质将样本分为两组进行回归，其中 STATE=0 为非国有样本组，STATE=1 为国有企业组。结果表明 LOW 变量的系数在非国有样本中正显著，但在国有样本中并不显著。另一方面，HIGH 变量在两个样本组中系数均不显著。综合结果表明 LOW 的经济后果主要来自于非国有公司，在国有公司中并不明显。

随后，我们考察了 CEO 的政治关系的调节效应。我们预期 CEO 的政治关系有利于公司向低度市场化地区扩张，因为政治关系有利于公司在产权保护较差的地区运作。但是，POL 和 LOW 的交互项并不显著，从而并未支持我们的预期。

再后，我们考察了公司总部所在地的市场化程度的调节效应。我们预期公司总部的市场化程度越高，其向低度市场化地区的拓展更容易引发市场的好评。这符合跨国公司从发达国家向发展中国家拓展，并在新兴市场获得成功的逻辑。统计结果验证了这一假说，DMKT 和 LOW 的交互项正显著，同时，DMKT 和 HIGH 的交互项不显著，说明公司从发达地区到发达地区的拓展策略不能引发投资者的额外好评。

最后，我们用公司的股价同步性 ARSQ 做了调节效应测试。我们预期公司的股价同步性越高，公司的向市场传递的特质信息越少，则公司向低市场化地区的拓展可能引发差评，因为投资者无法判定公司在落后地区是否会成功的应对制度的缺失，从而引发更高的代理成本。反之，公司向产权保护好的地区的拓展则更容易引发市场的好评，因此 ARSQ*LOW 的估计系数负显著，ARSQ*HIGH 的估计系数正显著。统计结果部分的支持了我们的预期，其中，LOW*ARSQ 负显著，表明公司信息透明度的下降，削弱了投资者对公司向低度市场化地区拓展的好感。

鉴于统计结果支持了产权性质，公司总部所在地的市场化指数和股价同步性具有调节效应，我们认为事件研究的统计结果反应了地理偏向信息的投资者评价之间存在因果关系，并非简单的相关性。

表 3 地理信息的经济后果的生效路径

VARIABLES	(1) RCAR _[-2,2]	(2) RCAR _[-2,2]	(3) RCAR _[-2,2]	(4) RCAR _[-2,2]
LOW*STATE	-0.155** (-2.064)			
HIGH*STATE	0.0399 (0.268)			
LOW*POL		0.0492 (0.530)		
HIGH*POL		0.0739 (0.414)		
LOW*DMKT			0.145* (1.914)	
HIGH*DMKT			0.182 (1.170)	
LOW*ARSQ				-0.102** (-1.997)
HIGH*ARSQ				-0.0353 (-0.394)
UE	2.269** (2.479)	2.252** (2.460)	2.258** (2.465)	2.185** (2.367)
LOW	0.194*** (3.068)	0.0804* (1.936)	0.0102 (0.184)	0.0546 (1.388)
HIGH	0.0457 (0.343)	0.0852 (0.998)	-0.0197 (-0.192)	0.0855 (1.056)
ARSQ				0.502 (0.851)
STATE	0.128 (0.134)	-0.168 (-1.229)	-0.179 (-1.315)	-0.168 (-1.228)
POL	-0.0653 (-0.418)	-0.643 (-0.572)	-0.0615 (-0.393)	-0.0560 (-0.358)
DMKT	0.0840 (0.628)	0.0637 (0.477)	-1.436 (-1.518)	0.0625 (0.467)
OP	-0.470 (-1.525)	-0.468 (-1.513)	-0.467 (-1.512)	-0.494 (-1.598)
ST	-2.668*** (-6.299)	-2.673*** (-6.312)	-2.672*** (-6.312)	-2.677*** (-6.320)
DE	0.736** (2.382)	0.735** (2.380)	0.736** (2.377)	0.703** (2.278)
SIZE	0.0579 (1.012)	0.0546 (0.952)	0.0520 (0.910)	0.0640 (1.097)
Constant	-2.031 (-1.490)	-1.768 (-1.498)	-0.855 (-0.678)	-1.881 (-1.583)
Observations	14,833	14,833	14,833	14,833
R-squared	0.027	0.027	0.027	0.027

表中 P 值经过公司维度的 cluster 调整，双尾；变量定义同表 1。

(三)、地理信息和公司托宾 Q

托宾 Q 衡量了公司长期的价值，我们因此也考察地理信息对长期价值的影响，我们同时考察本期地理信息对公司本期 Q 和下期 Q 的影响，在模型中控制上期 Q 的取值，此时，LOW 和 HIGH 刻画了地理信息对 Q 值的增长值的影响，统计结果见表 4。

表 4 地理信息和托宾 Q 值

VARIABLES	预测t期Tobin Q TQ _t	预测t+1期Tobin Q TQ _{t+1}
LOW	0.0203*** (3.499)	0.0103** (1.969)
HIGH	0.0107 (0.840)	-0.00555 (-0.461)
TQ _{t-1}	0.587*** (44.54)	
TQ _t		0.656*** (46.62)
STATE	0.0179 (0.875)	-0.0548*** (-2.808)
POL	0.0477** (2.103)	-0.00298 (-0.142)
DMKT	0.0769*** (3.601)	0.0864*** (4.404)
INDEP	0.106 (0.771)	-0.0329 (-0.254)
ROA	1.688*** (6.802)	0.603*** (2.578)
ST	0.435*** (7.130)	0.186*** (2.647)
DE	0.0392 (0.508)	0.0662 (0.740)
SIZE	-0.290*** (-18.40)	-0.215*** (-15.77)
Constant	6.210*** (19.57)	4.690*** (16.82)
Observations	14,833	14,833
R-squared	0.655	0.645

表中 P 值经过公司维度的 cluster 调整，双尾；变量定义同表 1

从表 4 中可以看出，不论是本期 Q 还是下期 Q 值，LOW 在模型中正显著，但是 HIGH 则不显著，这说明从长期价值的角度而言，同样是低度市场化的提及具有积极的作用，高度市场化地区则没有这一效果。

（四）、地理信息和公司创新

考虑到公司进入低度市场化地区时，需要对制度真空予以替代，这一行为可能会阻碍公司进行长期创新的能力。比如，公司在落后地区构建了市场基础设施，将产品成功的打开当地市场，但因为缺少竞争，从而失去创新的动力。为此，我们考察低度市场化地区的提及和公司创新的关系，统计结果见表 5。

表 5 地理信息和公司创新

VARIABLES	总专利 PAT1	发明专利 PAT2
LOW	0.0332** (2.525)	0.0293*** (2.938)
HIGH	0.183*** (6.834)	0.113*** (5.494)
STATE	-0.0199 (-0.434)	0.0344 (0.975)
RDTA	26.61*** (16.65)	23.17*** (16.56)
POL	0.00104 (0.0210)	0.0263 (0.664)
DMKT	0.267*** (5.556)	0.204*** (5.465)
INDEP	0.664*** (3.176)	0.503*** (2.941)
OP	-0.0920* (-1.675)	-0.0231 (-0.564)
ROA	0.343 (1.522)	0.190 (1.047)
ST	0.0525 (0.919)	0.0628 (1.431)
DE	-0.152** (-2.201)	-0.0935* (-1.763)
SIZE	0.354*** (13.42)	0.285*** (12.92)
Constant	-8.177*** (-15.26)	-6.594*** (-14.53)
Observations	14,833	14,833
R-squared	0.449	0.400

表中 P 值经过公司维度的 cluster 调整，双尾；变量定义同表 1

从表 5 可以看出，不论是下期总专利还是下期发明型专利，LOW 和 HIGH 均正显著，表明公司进入低度市场化地区并没有减少长期价值的创新。但同时，HIGH 的系数显著高于 LOW，说明高度市场化的地区对创新的促进作用更强。

（五）、地理信息和 CEO 薪酬

模型 4 考察地理信息和 CEO 薪酬的影响，如果公司向低度市场化拓展的行为能够改善股东的价值，则也可能通过董事会体现在 CEO 的薪酬合约中，这一结果将有助于我们理解地理偏向在企业家激励中的作用。统计结果见表 6。

表 6 地理信息和 CEO 薪酬

VARIABLES	(1) GPAY	(2) DPAY
LOW	0.00725** (2.372)	0.0492** (0.0212)
HIGH	-0.00260 (-0.385)	-0.0307 (0.0446)
STATE	-0.00410 (-0.423)	-0.0393 (0.0712)
INDEP	0.159** (2.247)	0.771* (0.463)
CEODUAL	0.0273** (2.174)	0.0611 (0.0853)
DROA	0.578*** (6.316)	1.743*** (0.346)
LIAGE	0.0724** (2.044)	-0.296 (0.247)
FEMALE	0.00430 (0.232)	-0.127 (0.141)
OVERSEA	-0.00808 (-0.330)	-0.194 (0.199)
POL	-0.0149 (-1.312)	-0.0559 (0.0843)
ACA	-0.0127 (-0.597)	-0.120 (0.149)
DE	-0.0627** (-2.571)	-0.0950 (0.140)
SIZE	-0.00179 (-0.426)	-0.00323 (0.0291)
AGE	0.00102 (0.0797)	0.101 (0.0932)
Constant	-0.146 (-0.904)	-1.322 (1.204)
Observations	8,021	8,021
R-squared	0.035	
Pseudo R-squared		0.0322

表中 P 值经过公司维度的 cluster 调整，双尾；变量定义同表 1

从表 6 可以看出，不论是以连续变量还是虚拟变量刻画 CEO 薪酬的增长，LOW 变量均为正显著，表明董事会会因为公司进入低度市场化地区的行为而在薪酬上奖励 CEO 而另一方面，HIGH 变量仍然不显著，这印证了模型 1 和模型 2 的结果。

(六)、地区披露的选择性和两阶段最小二乘法测试

在这一部分，我们假设公司披露低度市场化时受到一些因素的驱动，也就是前文的统计

结果可能受到内生性的影响。为此我们设置了会计重述和股价同步性两个工具变量来进行测试。我们选取这两个工具变量的原因是，公司在 $t-1$ 期发生过会计重述，则面临较大的监管和市场压力，会在后期更详细的披露地区信息，从而增加低度市场化地区名称的出现频率。类似地，公司的股价同步性越高说明信息透明度越低，对地区的信息披露也就更为模糊，从而减少低度市场化地区名称出现的频率。这两个工具变量相对于市场属于已知信息，不会引发市场反应，从而符合两阶段最小二乘法的基本要求。两阶段最小二乘法的结果见表 5，从中可以看出，在决定公司披露低度市场化地区因素中，会计重述会引发后续更多的地区披露，股价同步性越高，地区信息越少。其余决定因素方面，国有公司、较高的负债率，以及大公司都会披露更多的地区信息。在考虑了工具变量、其他驱动因素以及因变量的相互影响后，低度市场化地区指标 LOW 在两阶段模型中仍然正显著，这在一定程度上削弱了潜在的内生性对本文结论的影响。

表 7 两阶段最小二乘法

	内生变量 1: RCAR _[-1,1]			内生变量 2: LOW	
	系数	P 值		系数	P 值
截距	-0.0222**	0.03	截距	1.3837*	0.06
UE	0.0135**	0.03	RCAR _[-1,1]	61.0761***	0.00
LOW	0.0006**	0.04	REST [IV]	0.0051**	0.01
HIGH	0.0008	0.22	RSQ [IV]	-0.1582	0.00
DGEO	-0.0007	0.67			
OP	0.0003	0.74	DGEO	0.4413***	0.00
ST	-0.0025	0.21	STATE	0.1772**	0.01
SP	-0.0211***	0.00	DE	0.6847***	0.00
DE	-0.0016	0.25	SIZE	0.0845**	0.01
SIZE	0.0046**	0.03			
样本量	15158			15158	
R2	0.017			0.019	
F 值	7.55***			9.05***	
行业固定效应	控制			控制	
年度固定效应	控制			控制	

REST 为虚拟变量，当公司 $t-1$ 期发生会计重述取 1，否则为 0；RSQ 为公司 t 期股价同步性指标，用个股回报和市场回报回归计算的调整拟合系数；其余变量定义同表 1。

（八）、低度市场化地区披露的经济显著性

为进一步考量低度市场化地理披露的经济显著性，我们在非国有样本的模型中用虚拟变量 DLOW 予以测试，DLOW 的定义方式是，如果公司披露的低市场化地区的频率超过非国有样本组按年度计算的中位数则取值为 1，否则取 0。模型回归结果中，DLOW 的回归系数在两个窗口期中均显著为正，且系数均为 0.005。这表明，如果将非国有样本按照低 LOW 变量的取值分为两组后，在 $[-1,1]$ 的短窗口内的投资组合的超额回报率约为 0.5%，这一超额

回报在将窗口扩大到[-2,2]时不会增加。

（九）、改变超额回报的计算方法

最后，我们采用超额回报的另一种计算方法，即用“考虑现金红利再投资的日个股回报”减去“流通股市值加权平均的市场综合回报”来得出累计超额回报 ACAR 来进行回归，短时间窗口依旧采用[-1,1]和[-2,2]，得出回归结果中，披露低度市场化地区频率 LOW 系数均为正，并在 1% 的显著性水平上显著；产权性质与低度市场化地区频率的交乘项系数均在 5% 的显著性水平上显著为负；而披露高度市场化地区频率 HIGH 及其交乘项系数均不显著。由此可见，改变超额回报的计算方法并不影响本文的结论，即公司披露的低市场化地区的频率越高，市场反应越好并且这种效应在非国有企业中更为显著；同时高度市场化地区的披露则没有明显的经济后果。

（九）、关于劳动力成本假说的讨论

本文的统计结果似乎可以解释为，公司向低市场化地区是为了获得低劳动力成本的优势，从而获得了市场的好评。但是，出于以下原因的考虑，我们认为劳动力成本假说不适合本文的结论。首先，LOW 和 HIGH 是根据市场化程度来分组和定义的，市场化程度越低，未必意味着劳动力成本就越低。即使在落后地区的显性劳动力成本较低，但低度市场化地区的交易成本较高，从而劳工合约的总成本未必就更低，因此，我们也没有看到公司将生产基地一致的向低市场化地区转移。其次，劳动力成本假说和 STATE 的调节效应不符，如果 LOW 刻画的是劳动力成本，则没有理由表明国有公司无法享受和非国有公司一样的劳动力成本优势，因此，STATE*LOW 不应该负显著。第三，我们还考察了公司注册地的市场化指数 MKT 的调节效应，如果市场化指数在我们的模型中刻画了劳动力成本，那么公司注册地所在的市场化指数越高，劳动力成本越高，此时，公司也就更有动机去获得劳动力成本的优势，因此，MKT*LOW 的交互项应该是正显著，但是，实际检验的结果表明 MKT*LOW 并不显著。

五、研究结论和局限

本文以中国上市公司为样本的检验结果表明，公司财务报告呈现出较多的低度市场化地理信息具有显著的经济后果，这体现在年报的短期市场反应和公司长期价值托宾 Q。此外，我们还发现，较多的低度市场化指数的提及，并没有以牺牲公司长期创新活动为代价。最后，我们还发现 CEO 将因为公司进入低度市场化地区而获得薪酬的增长。在生效路径方面，我们发现投资者关注公司基于市场化程度的地理信息，这一结果在民营企业中更为明显，考虑到相对于国有公司，民营企业进入低市场化地区面临的制度真空的问题更为严重，也因此对他们弥补制度真空的能力提出了更高的要求。研究结论符合全球化经济进程中资本在新兴市场获得高额回报的现象，表明公司可以通过合理地应对薄弱基础设施来获得成功。

本研究的主要研究局限在于，由于缺乏公司所在市场化地区政府、社区以及供应商之间互动的公开数据，我们尚难以对公司弥补了什么样的制度真空进行检验，本文的结论仅仅是

利用间接的市场反应来体现的,但研究结论有助于引起各界对公司财务报告中的地理信息的关注。

参考文献

- [1] Ian, Morris. Why the West Rules—For Now: The Patterns of History and What They Reveal About the Future. Profile books, 2011.
- [2] Garcia D., Norli Ø.. Geographic Dispersion and Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 2012, 106(3): 547-565.
- [3] Khanna, Tarun, Krishna, G., Palepu, Richard, Bullock. Winning in Emerging Markets: A Road Map for Strategy and Execution. Harvard Business Press, 2010.
- [4] Acemoglu, D., Robinson, J. Why Nations Fail--The Origins of Power, Prosperity, and Poverty. Crown Business Press, 2012.
- [5] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告. 经济科学出版社, 不同年份(1999、2001、2005、2009).
- [6] Rithmire, M.E.. China's 'New Regionalism': Subnational Analysis in Chinese Political Economy. *World Politics*, 2014, 66(1): 165-194.
- [7] 夏立军, 陆铭, 余为政. 政企纽带与跨省投资——来自中国上市公司的经验证据. *管理世界*, 2011, (7):128-140.
- [8] 孙亮, 刘春. 公司为什么聘请异地独立董事. *管理世界*, 2014, (9): 131-142.
- [9] 赵子夜. “无过”和“有功”: 独立董事意见中的文字信号. *管理世界*, 2014, (5): 131-141.
- [10] 谢德仁, 林乐. 管理层语调能预示公司未来业绩吗?——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析. *会计研究*, 2015(2): 20-27.
- [11] Gertler, M.S.. Tacit Knowledge and the Economic Geography of Context, or the Undefinable Tacitness of being there. *Journal of Economic Geography*, 2003, 3(1): 75-99.
- [12] Landier, A., Nair V., Wulf J.. Trade-offs in Staying Close: Corporate Decision Making and Geographic Dispersion. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(3): 1119-1148.
- [13] Malloy, C. J.. The Geography of Equity Analysis. *The Journal of Finance*, 2005, 60(2): 719-755.
- [14] Patricia, C. O'Brien, Hongping Tan. Geographic Proximity and Analyst Coverage Decisions: Evidence from IPOs. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 59(1): 41-59.
- [15] Ferguson, A., Francis J., Stokes D.. The Effects of Firm-wide and Office-level Industry Expertise on Audit Pricing. *The Accounting Review*, 2003, 78(2): 429-448.
- [16] Francis, J. R., Reichelt, K., Wang D.. The Pricing of National and City-specific Reputations for Industry Expertise in the US Audit Market. *The Accounting Review*, 2005, 80(1): 113-136.
- [17] Reichelt, J. K., D. Wang. National Office-specific Measures of Auditor Industry Expertise and Effects on Audit Quality. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(3): 647– 686.
- [18] Dicken, P. Places and Flows: Situating International Investment. *A Handbook of Economic Geography*. Oxford University Press, 2010.

- [19] 张五常. 中国的经济制度. 中信出版社, 2009.
- [20] 靳庆鲁, 薛爽, 郭春生. 市场化进程影响公司的增长与清算价值吗. 经济学(季刊), 2010, (4): 1485-1504.
- [21] 辛清泉, 谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬. 经济研究, 2009, (11): 68-81.
- [22] 李胜文, 李大胜, 邱俊杰, 李新春, 何轩. 中西部效率低于东部吗? ——基于技术集差异和共同前沿生产函数的分析. 经济学(季刊), 2013, (3): 777-798.
- [23] 周黎安. 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究. 经济研究, 2007, (7): 36-50.
- [24] 张军, 高远. 改革以来中国的官员任期、异地交流与经济增长. 经济研究, 2007, (11): 91-103.
- [25] 李青原, 李江冰, 江春, Kevin, X.D. Huang. 金融发展与地区实体经济资本配置效率——来自省级工业行业数据的证据. 经济学(季刊), 2013, (2): 527-548.
- [26] 陈思霞, 卢盛峰. 分权增加了民生性财政支出吗? ——来自中国“省直管县”的自然实验. 经济学(季刊), 2014, (4): 1261-1282.
- [27] 谭之博, 周黎安, 赵岳. 省管县改革、财政分权与民生——基于“倍差法”的估计. 经济学(季刊), 2015, (3): 1093-1114.
- [28] Thun, E.. Changing Lanes in China: Foreign Direct Investment, Local Governments and Auto Sector Development. Cambridge University Press, 2006.
- [29] 郑永年. 中国的“行为联邦制”: 中央-地方关系的变革与动力. 东方出版社, 2013.
- [30] 曾庆生, 陈信元. 国家控股、超额雇员与劳动力成本. 经济研究, 2006, (5): 74-86.
- [31] 魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资. 管理世界, 2007, (4): 88-95.
- [32] 薛云奎, 白云霞. 国家所有权、冗余雇员与公司业绩. 管理世界, 2008, (10): 96-105.
- [33] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资. 经济研究, 2010, (3): 103-114.

注释

①参见 http://finance.ifeng.com/a/20150102/13402130_0.shtml。

Is the world flat? Economic consequences of geographic information in financial reports

Abstract: Garcia and Norli (2012) extract geographic information in 10 K reports and check the economic consequence of geographic dispersion. We investigate economic consequence of geographic structure of China's listed companies and find that the more provinces (or cities) with poor marketization level are mentioned, the higher the market return will be. We also find that the result is more pronounced in non-state companies. The results suggest that company can win in emerging market by fill the void of infrastructure. The evidence is also consistent with the logic of extending business in poor areas.

Key words: geographic dispersion; economic consequence; marketization level