

# 投资者法律保护、会计信息质量与过度投资

宋文娟 袁媛

(华中科技大学管理学院 武汉 430074 华中科技大学文华学院 武汉 430074)

**【摘要】** 本文利用 2000~2011 年沪深 A 股上市公司的数据实证检验了投资者法律保护对会计信息质量的影响,以及投资者法律保护不同阶段会计信息质量对过度投资的治理效应。研究结果显示:投资者法律保护水平与会计信息质量正相关,与过度投资负相关;提高会计信息质量可以抑制企业过度投资行为。

**【关键词】** 投资者法律保护 会计信息质量 过度投资

股权的相对集中在全世界范围内都非常普遍,中国股权集中程度则更高。在股权集中的产权结构下,内部人更有可能为了自身利益而过度投资,损害中小投资者的利益。如果资本市场缺乏对中小投资者有效保护机制,上市公司过度投资行为将更加严重。国外学者发现会计信息具有治理和定价功能,能够减缓公司管理者和外部投资者的信息不对称,降低道德风险和逆向选择,从而抑制企业过度投资。但会计信息质量可能受到投资者法律保护等因素的影响。我国上市公司股权相对集中,投资者保护的相关法律正经历着从不健全、不平衡到逐步完善的过程,投资者保护水平在不同时期和不同地区呈现出不平衡的特征。已有研究发现,在不同的投资者法律保护阶段,公司的财务行为和市场反应可能存在显著差异,公司外部不同的法律环境能够放大或减缓会计信息在资本配置中的作用。本文研究结果显示:会计信息质量与过度投资互为负相关;投资者法律保护水平与会计信息质量正相关,与过度投资负相关;提高会计信息质量可以抑制企业过度投资行为,在投资者法律保护较强的时期,会计信息质量对过度投资的治理效应更为显著。

## 一、理论分析与研究假设

**1. 会计信息质量与过度投资。**过度投资源于现代企业所有权与经营权分离引致的信息不对称。理论分析认为由于经理人的个人效用函数是企业规模的增函数,因此当企业拥有自由现金流量时,经理人倾向于投资有利于扩大企业规模的项目,从而出现过度投资。在影响投资的诸多因素中,Bushman 和 Smith 将信息不对称及其产生的代理问题视为最重要的因素。国内外经验研究均证实高质量会计信息通过改善契约和监督来缓解信息不对称,抑制公司过度投资行为。因此,我们预期会计信息质量与过度投资负相关,并提出本文的第一个假设:

假设 1:在其他条件一定的情况下,会计信息质量与过度投资负相关。

**2. 投资者法律保护与会计信息质量。**已有研究证实,法律对中小投资者的保护将影响会计信息质量。Francis 利用 31

个国家的数据发现高质量会计存在于对投资者保护较强的国家;Leuz 发现在资本市场发达、所有权结构分散、对股东利益保护较好和法律制度健全的国家中,公司的盈余管理行为较少,强有力的投资者法律保护将限制内部人获取控制权私利的能力,进而削弱其操纵会计信息的积极性。投资者法律保护通过影响控制权的私人收益,影响会计信息质量。当法律对投资者保护较强时,契约的设计和执行的效率更高,对高质量会计信息的需求也就越大,在投资者保护较强的地区,外部投资者很可能对公司管理层施加更大的压力。及时、透明的会计信息能够缓解公司内部人与外部投资者之间的信息不对称。因此,为了缓解公司内部人与外部投资者之间因信息不对称产生的代理问题,公司更有动力提高及时、透明、高质量的会计信息。综合国内外的理论分析与经验研究,我们提出本文的第二个假设:

假设 2:在其他条件一定的情况下,投资者法律保护与会计信息质量正相关。

**3. 投资者法律保护与过度投资。**内部人的利益目标与作为外部人的中小投资者的利益并不总是一致的。过度投资已经成为内部人谋取私有收益、侵害外部人产权利益的重要方式。根据产权理论,投资者将物质资本或货币资本投入到上市公司,形成了对公司的产权。如何为投资者提供有效的保护成为研究的重点。产权本身是一个不完全契约,契约执行在很难被证实或者证实成本很高的情况下,契约并不能保证投资者权益免受侵害,因此,需要法律法规防止内部人侵占外部投资者利益。投资者法律保护是外部投资者防范自身利益受公司内部人侵占的一种外部治理机制,是缓解代理问题的重要途径。投资者法律保护程度越高,内部人损害中小投资者利益的成本也就越高,投资者法律保护在一定程度上限制了利益侵占行为。研究表明,投资者法律保护能够约束内部人的行为,良好的投资者法律保护有助于约束公司激进的投资行为,缓解投资过度。如果投资者法律保护能够控制内部人的行为,那么投资者法律保护就能够发挥其治理机制,抑制过度投资。结合上述分析,我们提出本文的第三个假设:

假设3:在其他条件一定的情况下,投资者法律保护与过度投资负相关。

4. 投资者法律保护、会计信息质量与过度投资。高质量会计信息能够抑制过度投资,而这种抑制作用又受到投资者法律保护对会计信息质量影响的影响,并随着投资者法律保护的加强发生变化。一方面,投资者法律保护降低了内部人操纵会计信息的动机,提高了会计信息质量;另一方面,投资者法律保护增大了内部人侵占外部人利益的成本,约束了内部人的行为,降低了过度投资发生的可能性。我们认为,投资者法律保护对公司过度投资的影响主要是通过改善信息不对称、缓解代理问题从而抑制公司过度投资,而会计信息质量对过度投资的抑制作用同时受到不同投资者法律保护程度的影响。因此,我们提出本文的第四个假设:

假设4:在其他条件一定的情况下,有效的投资者法律保护将加强会计信息质量治理过度投资的效应。

## 二、研究设计

1. 过度投资的度量。尽管一些学者对 Richardson 模型提出质疑,但由于其能够度量特定公司和年度的投资效率,且能够很好地避免估算样本的幸存性偏见,在已有研究中用得更多。本文亦采用 Richardson 模型来估算我国上市公司投资过度水平,用  $OverInv_{i,t}$  表示,其值越大代表过度投资越严重。

2. 会计信息质量的度量。本文沿用辛清泉等的方法,采用 CF-Jones 模型和截面修正 Jones 模型度量会计信息质量,分别用 AQ(1)和 AQ(2)表示。

3. 投资者法律保护的度量。借鉴已有研究,本文采用王小鲁和樊纲市场化指数报告中“市场中介组织和法律制度环境”各省各年度的得分,除以当年所有省份得分的中位数来度量投资者法律保护水平,以消除不同年度“市场中介组织和法律制度环境”分值不可比的影响,结果用  $Law_{i,t}$  表示。考虑到法律实施有一定滞后性, $Law_{i,t}$  采用滞后一期的数值  $Law_{i,t-1}$ 。

为了检验投资者保护水平不同阶段会计信息质量对过度投资的影响,本文沿用陈冬和唐建新的方法,将我国投资者法律保护划分为发展阶段(2000年以前)、强化阶段(2001~2005年)和完善阶段(2006年以后)。

### 4. 模型设定。

(1)检验模型1。当变量间存在相互影响时,仅适用于解释单一经济现象的普通最小二乘法并不适用。已有研究往往使用单方程回归模型独立研究会计信息质量对过度投资的影响,然而会计信息质量不仅影响过度投资,同时也受到过度投资的影响。为了更合理地估计变量间的关系及影响,提高估计精度,本文将会计信息质量和过度投资作为系统内生变量,建立互为解释变量的联立方程,运用三阶段最小二乘法系统估计会计信息质量对过度投资的影响及过度投资对会计信息质量的影响。我们将假设1的检验模型设定为:

$$OverInv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AQ_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t-1} + indu + year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$AQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OverInv_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + indu + year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(1)中被解释变量  $OverInv_{i,t}$  为过度投资,解释变量  $AQ_{i,t}$  为会计信息质量,分别用 AQ(1)和 AQ(2)表示。 $Controls_{i,t-1}$  是一组控制变量,分别为资产负债比率( $Lev_{i,t-1}$ )、公司规模( $Size_{i,t-1}$ )、债务融资( $Def_{i,t-1}$ )、权益融资( $Eqf_{i,t-1}$ )、大股东占款( $Orecta_{i,t-1}$ )以及自由现金流量( $Fcf_{i,t-1}$ )。模型中加入  $indu$  行业虚拟变量和  $year$  年度虚拟变量。模型(2)中  $Controls_{i,t-1}$  分别为控股股东的性质( $State_{i,t-1}$ )、净资产收益率( $Roe_{i,t-1}$ )。第一大股东的持股比例( $Top_{i,t-1}$ )、独立董事比例( $DR_{i,t-1}$ ); $indu$  和  $year$  分别为行业和年度虚拟变量。根据假设,模型(1)系数  $\alpha_1 > 0$ ,模型(2)系数  $\beta_1 > 0$ 。

(2)检验模型2。我们将假设2的检验模型设定为:

$$AQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Law_{i,t-1} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + indu + year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $Controls_{i,t-1}$  同模型(2),根据假设2,投资者法律保护系数  $\beta_1 < 0$ 。

(3)检验模型3。我们将假设3的检验模型设定为:

$$OverInv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Law_{i,t-1} + \alpha_2 Controls_{i,t-1} + indu + year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $Controls_{i,t-1}$  同模型(1),根据假设3,投资者法律保护系数  $\alpha_1 < 0$ 。

(4)检验模型4。为检验假设4,我们在假设1检验模型的基础上,增加投资者法律保护及投资者法律保护与会计信息质量的交乘项,得到以下检验模型:

$$OverInv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 AQ_{i,t} + \alpha_2 AQ_{i,t} * Law_{i,t-1} + \alpha_3 Law_{i,t-1} + \alpha_4 Controls_{i,t-1} + indu + year + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$AQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OverInv_{i,t} + \beta_2 Law_{i,t-1} + \beta_3 Controls_{i,t-1} + indu + year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

模型(5)、(6)中  $Controls_{i,t-1}$  分别同模型(1)、(2)。根据假设4,系数  $\alpha_2 > 0$ ,  $\alpha_3 < 0$ ,  $\beta_2 < 0$ 。

5. 样本选择和数据来源。本文以我国沪深A股市场2000~2011年所有上市公司为初始样本,在剔除了金融行业上市公司,ST、PT类上市公司,无法完整获取相关数据的公司及2008年的数据后,按照证监会2001年颁布的“上市公司行业分类指引”所确定的行业代码(制造业按照二级代码分类,其他行业按照一级代码分类),剔除各年各行业少于20个观察值的上市公司,最终选取3141家样本公司。为消除极端值的影响,我们对连续变量进行1%或5%的winsorize处理。以上数据均来源于CCER数据库。

## 三、实证检验结果与分析

1. 变量描述性统计。表1报告了不同阶段主要变量的描述性统计结果。从表1看, $OverInv$  均值从发展阶段的0.2015降低到强化阶段的0.0668,而在完善阶段又增加至0.1536,这可能是受宏观经济的影响,我国上市公司进入高速发展阶段,导致总体投资规模大幅增长; $AQ(1)$ 均值从-0.6203提高至-0.3524, $AQ(2)$ 均值从0.0154降低至0.0012,表明随着投资者法律保护水平提高,会计信息质量逐步提高; $Law$ 的均值从发展阶段的1.0117增加到完善阶段的1.1282,投资者法律保护平均水平逐渐提高。

表1 主要变量的描述性统计

	OverInv				AQ(1)				AQ(2)				Law			
	mean	std	min	max	mean	std	min	max	mean	std	min	max	mean	std	min	max
发展阶段	0.201 5	0.164 2	0.001 2	0.693 5	-0.620 3	0.714 8	0.011 9	0.102 1	0.015 4	0.102 9	-0.634 8	0.756 4	1.011 7	0.422 9	0.358 9	2.606 6
强化阶段	0.066 8	0.067 7	0.000 1	0.357 2	-0.260 5	0.796 7	0.005 9	0.106 2	0.002 9	0.111 3	-0.275 4	0.914 9	1.036 9	0.526 4	0.351 3	2.756 2
完善阶段	0.153 6	0.278 9	0.000 1	0.797 6	-0.352 4	0.443 2	0.001 2	0.081 4	0.001 2	0.086 5	-0.400 7	0.420 3	1.128 2	0.476 8	0.367 5	2.917 2

表2 各变量的 Pearson 相关系数

	OverInv	AQ(1)	AQ(2)	Law	Lev	Size	Def	Eqf	Orecta	Fcf
OverInv	1.000									
AQ(1)	0.045 6	1.000								
AQ(2)	0.049 7**	0.910 3***	1.000							
Law	-0.023 8*	-0.017 1*	-0.090 9*	1.000						
Lev	-0.057 1*	-0.114 5*	-0.130 6*	-0.034 2	1.000					
Size	0.257 4*	0.010 4	0.002 9	0.082 4*	0.268 4*	1.000				
Def	0.023 3	0.095 8*	0.099 7*	-0.060 7*	0.109 7*	0.137 7*	1.000			
Eqf	-0.035 4	0.118 4**	0.148 7*	-0.037 7	-0.103 1*	0.078 5*	0.089 7*	1.000		
Orecta	0.055 1*	0.027 1	0.015 8	-0.029 2	0.140 5*	-0.247 6*	-0.027 6	-0.001 7	1.000	
Fcf	0.029 9*	-0.311 4*	-0.300 4*	0.025 6	0.060 5*	0.178 2*	-0.010 0	-0.027 1	-0.091 0*	1.000

表2报告了各变量间的 Pearson 相关系数。从表2中可以看出,AQ(1)和AQ(2)与OverInv 相关系数显著为正,Law 与AQ(1)、AQ(2)和OverInv 的相关系数显著为负,与我们的预期一致。Lev 与OverInv 系数显著为负,资产负债率越高,过度投资程度越小,表明高资产负债率能够抑制过度投资;Size 系数显著为正,表明公司规模越大,过度投资程度越大;Def 系数为正,表明债权融资比例越大,过度投资越严重;Eqf 系数显著为负,表明债权融资能够抑制过度投资;Orecta 系数显著为负,表明大股东占款能抑制过度投资;Fcf 系数显著为正,表明自由现金流量越充裕,过度投资越严重。AQ(1)与AQ(2)高度相关,因为计算方法导致二者极为接近。各自变量之间的 Pearson 系数都较小,所以回归中产生共线性的可能性较小。此外,本文还计算了各变量的 VIF 值,最大值为 3.534,远小于 10,说明自变量之间不存在严重的多重共线性问题。

2. 会计信息质量与过度投资关系的检验。表3报告了检验模型1的检验结果。从表3的回归结果可以发现,AQ(1)的系数为0.792 2,AQ(2)的系数为0.719 9,均在10%的水平下显著,AQ(1)和AQ(2)与过度投资的系数均显著为正。AQ(1)或AQ(2)越大,表明会计信息质量越差,OverInv 越大,表明过度投资越严重,因此,会计信息质量与过度投资呈负相关关系。意味着提高会计信息质量能够减少企业过度投资,假设1得到验证。另外,OverInv 与AQ(1)的相关系数为0.275 9,与AQ(2)的相关系数为0.245 8,均在1%水平下显著,表明过度投资越严重,会计信息质量也越差。

3. 投资者法律保护与会计信息质量及过度投资关系的检验。表4为检验模型2和模型3的回归结果。从表4第1、2列中可以发现,Law 与AQ(1)的相关系数为-0.024 5,在1%的水平下显著;Law 与AQ(2)的相关系数为-0.016 1,在5%

的水平下显著。由于Law 越大,表明投资者法律保护水平越高,AQ(1)或AQ(2)越小,表明会计信息质量越高,因此,Law 与AQ 系数显著为负,说明投资者法律保护与会计信息质量呈显著正相关关系,检验结果与假设2一致。

从表4第3列可以看出,Law 与OverInv 的相关系数为-0.013 7,在10%的水平下显著。由于Law 越大,表明投资者法律保护水平越高,OverInv 越大,表明过度投资越严重,因此,Law 与OverInv 系数显著为负,表明投资者法律保护与过度投资呈显著负相关关系,检验结果与假设3一致。这说明投资者法律保护有助于抑制过度投资。

4. 投资者法律保护对会计信息质量治理效应影响的检验。11页表5 Panel A 报告了运用全样本对检验模型4进行回归的结果。AQ(2)、Law 分别与OverInv 在1%的水平下显著负相关,AQ(2)\*Law 与OverInv 的系数在10%的显著性水平下为正,说明加强投资者法律保护能够改善会计信息质量,并在一定程度上增强会计信息质量治理过度投资的效应。

表5 Panel B 报告了运用不同投资者法律保护阶段分组样本对检验模型4进行回归的结果。从表5 Panel B 可以发现,AQ(2)对OverInv 的影响呈阶段性变化,发展阶段,AQ(2)与OverInv 系数为正但不显著,表明这一阶段,会计信息质量尚不具备治理过度投资的效应;从强化阶段到完善阶段,AQ(2)与OverInv 的负相关关系的显著性从5%变化至1%,表明会计信息质量抑制过度投资的治理效应随着投资者法律保护阶段的发展逐渐加强。不同阶段Law 对OverInv 的影响不同,发展阶段,Law 与OverInv 的系数为正,说明这一阶段投资者法律保护未能抑制过度投资,强化阶段和完善阶段,Law 与OverInv 的负相关关系在1%的水平下显著,表明到强化阶段,投资者法律保护才开始显现治理过度投资的效应。

表3 检验模型1回归结果

	OverInv	AQ(1)	OverInv	AQ(2)
Constant	0.4817*** (4.65)	-0.0691*** (-5.39)	0.4031*** (4.14)	-0.0587*** (-4.54)
AQ	0.7922* (1.95)		0.7199* (1.74)	
OverInv		0.2759*** (5.10)		0.2458*** (4.36)
Lev		-0.1229*** (-4.92)		-0.1234*** (-5.69)
Size		0.0115** (2.39)		0.0110*** (2.65)
Def		0.0527 (1.04)		0.0429 (0.89)
Eqf		-0.0151 (-0.65)		-0.0111 (-0.45)
Orecta		-0.1291* (1.66)		-0.1298 (-1.56)
Fcf		0.1115*** (5.36)		0.1399*** (5.82)
State	-0.0065* (-2.01)		-0.0040 (-1.21)	
Top	-0.0019 (-0.23)		0.0008 (0.07)	
DR	-0.0227 (-1.14)		-0.0240 (-1.08)	
Roe	-0.0324*** (-3.67)		-0.0367*** (-3.93)	
Indu	yes	yes	yes	yes
Year	yes	yes	yes	yes
Chi2值	286.89***	95.33***	260.26***	70.65***
Adj-R <sup>2</sup>	0.1356	0.1372	0.0927	0.0794
Obs	3141	3141	3141	3141

注:\*\*\*、\*\*、\*分别为1%、5%、10%的显著性水平,括号内为t值,下同。

Panel B中,AQ(2)与Law交乘项在不同阶段作用不同,发展阶段,交乘项与OverInv的系数为负;强化阶段,交乘项与OverInv的系数为3.4394,在1%的水平下显著;完善阶段,交乘项与OverInv的系数为4.7151,在1%的水平下显著,说明投资者法律保护强化到一定程度才开始显现强化会计信息质量治理过度投资的作用。限于篇幅,表5仅报告了用AQ(2)表示会计信息质量时的回归结果。

5. 稳健性检验。①采用修正的DD模型度量会计信息质量,对检验模型1进行回归,结论未发生实质性改变。②沿用马忠等的方法对修正DD模型进行调整以控制企业业绩的影响,采用调整的修正DD模型度量会计信息质量,对检验模型2进行回归,结论未发生实质性改变。③沿用李青原的方法,采用滞后一期的会计信息质量数值建立计量检验模型,对假设4进行检验。检验结果未发生实质性改变。上述检验表明本文的结论具有一定的稳健性。

表4 检验模型2及检验模型3回归结果

	AQ(1)	AQ(2)	OverInv
Constant	0.0057 (0.38)	-0.0124 (-0.57)	0.1579*** (3.08)
Law	-0.0245*** (-3.01)	-0.0161** (-1.99)	-0.0137* (-1.79)
Lev			-0.0401*** (-3.17)
Size			0.0051** (2.11)
Def			0.0531** (2.35)
Eqf			-0.0542 (-1.32)
Orecta			-0.0667** (-2.31)
Fcf			0.1003*** (4.63)
State	-0.0069* (-1.73)	-0.0019 (-0.39)	
Top	-0.0086 (-0.75)	0.0011 (0.08)	
DR	-0.0476*** (-3.59)	-0.0321** (-2.29)	
Roe	-0.0467*** (-5.37)	-0.05135*** (-5.74)	
Indu	yes	yes	yes
Year	yes	yes	yes
F值	5.02***	3.92***	5.40***
Adj-R <sup>2</sup>	0.0365	0.0283	0.0403
Obs	3141	3141	3141

#### 四、结论

本文结果证实了投资者法律保护水平的改善有助于提高会计信息质量,投资者法律保护能够抑制过度投资,当投资者法律保护较强时,投资者法律保护能够强化会计信息质量治理过度投资的效应。结果表明,法律法规对投资者保护力度的增强,能够提高会计信息质量,改善代理问题,抑制过度投资,保护投资者权益。经过历次立法,我国已建立了基本的投资者保护法律体系,然而总体而言,不同阶段、不同地区我国投资者法律保护水平差异显著,对公司的会计信息质量和投资行为产生不同影响。

投资者法律保护水平在保护投资者权益方面非常重要,进一步完善我国投资者保护法律法规,提高投资者法律保护水平,有助于提高会计信息质量,增强会计信息质量治理过度投资的效应,减少过度投资给投资者带来的损失;提高投资者法律保护水平,保障投资者权益,有助于约束内部人行为,降低过度投资,有助于公司更有效率地利用资本,推进我国证券市场的发展。

【注】本文系国家社会科学基金项目(批准号:10BGL015)的阶段性研究成果。

表 5 检验模型 4 的回归结果

	Panel A		Panel B					
	OverInv	AQ(2)	发展阶段		强化阶段		完善阶段	
	OverInv	AQ(2)	OverInv	AQ(2)	OverInv	AQ(2)	OverInv	AQ(2)
Constant	0.292 0 *** (3.71)	-0.140 6 *** (-3.29)	-	0.184 8 *** (4.53)	-	0.172 5 ** (2.48)	-	0.417 5 *** (4.42)
AQ	1.896 5 *** (2.01)		0.013 3 (0.03)		1.737 9 ** (1.97)		2.239 8 *** (2.91)	
AQ * Law	1.370 2 * (1.65)		-1.413 ** (-2.15)		3.439 4 *** (2.61)		4.715 1 *** (3.89)	
OverInv		0.687 5 *** (9.54)		0.421 9 *** (4.09)		0.335 9 ** (1.98)		0.214 9 *** (3.35)
Law	-0.042 1 *** (-2.71)	-0.100 3 ** (-2.51)	0.064 9 (1.05)	-0.040 4 ** (-2.30)	-0.349 9 *** (-2.62)	-0.009 3 (-0.75)	-0.397 1 *** (-3.45)	-0.019 6 ** (-2.26)
Lev	-0.060 3 *** (-3.17)		-0.133 1 *** (-2.96)		-0.036 3 (-1.61)		-0.101 7 *** (-3.36)	
Size	-0.005 9 (-1.51)		-0.006 8 (-0.92)		0.002 0 (0.29)		-0.020 9 *** (-2.97)	
Def	0.034 9 (1.31)		0.047 9 (0.61)		-0.004 4 (-0.10)		-0.132 5 * (-1.81)	
Eqf	0.009 9 (0.56)		-0.031 5 (-0.61)		0.097 3 ** (2.21)		0.050 8 (0.91)	
Orecta	0.093 2 (1.49)		-0.050 5 (-0.62)		-0.107 2 * (-1.77)		0.052 0 (0.80)	
Fcf	0.070 1 *** (3.16)		0.041 1 (0.82)		0.080 9 * (1.76)		-0.234 8 *** (-5.99)	
State		-0.005 2 (-0.98)		0.007 1 (0.73)		0.009 3 (1.26)		-0.007 6 (-1.10)
Top		-0.003 9 (-0.31)		-0.006 8 (-0.33)		-0.019 8 (-1.11)		-0.041 4 *** (-2.65)
DR		-0.015 4 (-0.52)		-0.042 6 (-1.02)		-0.021 1 (-0.51)		0.057 6 (1.05)
Roe		-0.008 6 (-0.70)		-0.158 9 *** (-4.56)		-0.158 6 *** (-11.78)		-0.028 9 *** (-3.99)
Indu	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Year	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Chi <sup>2</sup>	1 687.22 ***	201.34 ***	686.24 ***	267.39 ***	748.86 ***	273.33 ***	499.07 ***	298.59 ***
Adj-R <sup>2</sup>	0.401 5	0.501 3	0.137 1	0.052 8	0.584 7	0.136 9	0.024 3	0.134 6
Obs	3 141	3 141	302	302	1 306	1 306	1 533	1 533

主要参考文献

1. Shleifer, A., Vishny, R.W. A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance, 1997; 52

2. La Porta, Rafael, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer. Corporate Ownership around the World. Journal of Finance, 1999; 54

3. Biddle G., Gilles Hilary, Verdi. How does Financial Reporting Quality Related to Investment Efficiency. The Accounting Review, 2009; 5

4. Robert M. Bushman, Abbie J. Smith. Financial Accounting Information and Corporate Governance. Journal of

Accounting and Economics, 2001; 32

5. 王鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效. 经济研究, 2008; 2

6. 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验. 经济研究, 2004; 9

7. 何源, 白莹, 文翘翘. 负债融资、大股东控制与企业过度投资行为. 系统工程, 2007; 25

8. 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

9. 李青原. 会计信息质量与公司资本配置效率. 南开管理评论, 2009; 2