

我国上市公司投资质量测度指标体系的设计与应用

吴良海¹, 谢志华², 郭李特², 代英昌²

(1. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081; 2. 北京工商大学 商学院, 北京 100048)

摘要:上市公司投资质量的测度指标包括投资规模(选用回归方程的残差指标)与投资结构(选用多元化指数DT指标)两部分指标。使用2007年至2009年我国上市公司数据进行实证检验,发现该指标体系具有科学性。运用加权平均法对2009年我国上市公司投资质量进行综合的计分与排名,进一步验证了该指标体系具有可行性。

关键词:投资者保护;投资质量;投资规模;投资结构

中图分类号:F279.246 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-8750(2011)04-0011-06 **收稿日期:**2011-05-25

作者简介:吴良海(1970—),男,安徽桐城人,中央财经大学会计学院博士生,安徽工业大学管理学院副教授,主要研究方向为资本市场财务与会计;谢志华(1959—),男,湖南益阳人,北京工商大学商学院教授,博士生导师,主要研究方向为审计与财务理论;郭李特(1988—),女,湖南常德人,北京工商大学硕士生,主要研究方向为财务管理;代英昌(1987—),男,山东临沂人,北京工商大学硕士生,主要研究方向为财务会计。

一、问题的提出

上市公司投资者保护指数的设计,通常涉及对公司赢利能力的评估。现有文献往往是依据净资产收益率指标的高低直接分等和评分^[1],这种过于简单化的做法很值得商榷。净资产收益率是一个基于股东角度、高度综合的、反映股东投资回报的结果指标,它并不能全面反映上市公司的投资质量。按照“以过程指标代替结果指标来构建投资者保护指数”的指导思想,本文试图从投资规模和投资结构两个维度设计投资质量测度指标体系,然后选择指标间的秩相关系数作为确定权重的依据,运用加权平均法对中国上市公司投资质量进行计分和排名,以验证指标体系的科学性和可行性。

二、相关文献回顾

对财务运行质量进行测度是制定投资者保护指数的重要内容之一。作为财务运行质量系统的核心,投资质量测度指标设计的科学性与先进性至关重要。从文献看,与投资质量测度相关的研

究主要包括非效率投资及多元化程度的度量。

(一) 非效率投资程度的度量

在资本市场不存在缺陷和公司内部不存在代理成本的理想世界中,企业的投资规模可以达到使企业价值最大化的最优水平^[2]。然而,在现实世界里,企业投资规模的过度或不足情形均有可能存在,考虑到无论是投资过度还是投资不足均不利于企业价值最大化目标的实现,因此将二者统称为“非效率投资”。Lang 和 Lizenberger 利用托宾 Q 指标作为过度投资的替代变量,基于股利政策提出了“过度投资假说”,研究并检验了自由现金流量假说存在的可能性。他们发现拥有大量自由现金流量的公司容易成为“过度投资”公司,即会接受一些净现值小于零($NPV < 0$)的投资机会,表现为其托宾 Q 值小于 1^[3]。因为现阶段我国上市公司股票价格难以反映公司基本面情况,所以单纯运用托宾 Q 这一市场指标衡量公司的过度投资存在着一定偏差。Blanchard 等人的实证研究结果表明,拥有超额现金而不分红的企业会过度投资,分红可以作为企业是否过度投资的替代变量^[4]。但是我国上市公司投资者保护机

制较差,资本市场效率不高,企业普遍不分红,或者仅仅是为满足证监会的再融资要求而进行很少的分红,企业的分红政策难以作为过度投资的衡量指标。Fazzari 等人使用投资 - 现金流敏感性来衡量企业面临的融资约束程度^[5],Vogt 构建了一个包含投资机会、现金流及其交互项在内的计量模型^[6]。国内文献大多通过分析投资 - 现金流敏感性的可能动因来判断样本公司整体处于过度投资还是投资不足状态^[7-8]。

为确定科学、有效的投资质量测度指标,本文从投资规模的维度选择 Richardson 的非效率投资量化模型分行业回归所得的残差来度量我国上市公司的非效率投资程度^[9]。

(二) 多元化程度的度量

多元化指标可以较好地刻画公司投资结构质量的优劣。多元化经营是现代企业参与市场竞争的重要战略之一,众多理论分析与经验证据表明,多元化与否以及多元化程度如何影响着企业经营绩效^[10-12]。

为了更加精确地衡量企业多元化程度,本文选择熵值计算法来衡量公司经营多元化程度。1979 年 Jacquemin 和 Berry 将熵的概念运用到多元化程度的测量中,提出了熵值计算法^[13]。假设一个企业所涉及的行业部门为 N ,则用熵值计算的该企业总体多元化程度 DT 就可以用以下公式表示:

$$DT = \sum_{i=1}^N P_i \ln(1/P_i), P_i \text{ 满足 } \sum_{i=1}^N P_i = 1, i = 1, 2, 3, \dots, N$$

其中, P_i 为企业第 i 个行业的销售额占总销售额的比重。显然 DT 是各个行业销售的加权平均数,每个行业的权数为其销售占比倒数的自然对数。

三、投资质量测度指标体系设计

本文认为,从投资规模的维度选择残差度量公司非效率投资程度,从投资结构的维度选择多元化测度指标 DT 度量公司投资结构的优劣,可以实现公司投资质量评价中的规模与结构两个维度的有机统一。

(一) 投资规模指标设计

考虑到中国资本市场股票收益分配的现状,本文以资产报酬率(Roa)取代 Richardson 模型中

的股票收益率指标,并通过分行业回归得到各上市公司 2009 年度的残差。具体理论模型如式(1)所示。

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{it-1} + \alpha_2 Lev_{it-1} + \alpha_3 Cash_{it-1} + \alpha_4 Age_{it-1} + \alpha_5 Size_{it-1} + \alpha_6 Roa_{it-1} + \alpha_7 Invest_{it-1} + \sum Yeardummy + \sum Industrydummy + \xi_{it} \quad (1)$$

其中, $Invest_{it}$ 为预期投资, Q_{it-1} 为投资机会, Lev_{it-1} 为期初杠杆, $Cash_{it-1}$ 为期初现金存量, Age_{it-1} 为企业年龄, $Size_{it-1}$ 为期初规模, Roa_{it-1} 为上一年度资产报酬率, $Invest_{it-1}$ 为上一年度投资, $Yeardummy$ 为年度虚拟变量, $Industrydummy$ 为行业虚拟变量。

(二) 投资结构指标设计

考虑到研究目标和数据的可获得性,本文采用了基于 SIC(标准工业分类)体系的熵指数公式计算的多元化程度指标 DT 来度量上市公司投资结构质量的优劣。

$$DT = \sum_{i=1}^n P_i \ln(1/P_i)$$

其中, P_i 为第 i 个产业的销售占总销售额的比重, n 为企业经营的产业数。多元化系数越大,表示企业的多元化程度越高。本文假定公司多元化程度对经济绩效会有影响,因此构造多元回归模型以检验变量间的相互关系,具体理论模型如式(2)所示。

$$Roa_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DT_{it} + \alpha_2 Size_{it-1} + \alpha_3 Lev_{it-1} + \alpha_4 Cash_{it-1} + \alpha_5 Age_{it-1} + \sum yeardummy + \xi_{it} \quad (2)$$

其中, Roa_{it} 为总资产报酬率, DT_{it} 为衡量产业关联性的多元化程度指标,其他符号含义与式(1)相同。

四、投资质量测度指标体系的实证检验

(一) 研究设计

1. 研究假设

根据 Richardson 建立的非效率投资的度量模型,企业的盈利能力越高,效益越好,较高的利润为企业进行投资提供了一定的资本支持,而企业为了扩大生产能力,占领更大的市场,可能进行大量的投资。因此,在一个有效的市场中,投资报酬率越高,则预期投资规模(投资率)越大。为考察能否以回归方程的残差度量上市公司的非效率投资程度,本文提出假设 1。

假设 1. 假定其他条件不变,预期投资规模与资产报酬率显著正相关。

在我国上市公司监管体制仍然不完善的条件下,高度多元化未必能够克服外部市场的低效率,反而有可能导致代理成本上升,从而抵消多元化优势,因此本文提出假设 2。

假设 2. 假定其他条件不变,多元化程度与资产报酬率显著负相关。

2. 回归方程

为了检验假设 1,本文构建的投资规模回归方程见式(3)。

$$Invest_{09} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{08} + \alpha_2 Lev_{08} + \alpha_3 Cash_{08} + \alpha_4 Age_{08} + \alpha_5 Size_{08} + \alpha_6 Roa_{08} + \alpha_7 Invest_{08} \quad (3)$$

其中, $Invest_{09}$ =(2009 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-2009 年处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金)/2009 年初总资产; Q_{08} 为 2008 年托宾 Q 值,托宾 Q_{08} =企业市价(股价)/企业的重置成本; Lev_{08} =2008 年末总负债/2008 年末总资产; $Cash_{08}$ =2008 年末货币资金持有量/2008 年末总资产; Age_{08} 为自 IPO 年度至 2008 年末为止的年数; $Size_{08}$ 为 2008 年末总资产的自然对数; Roa_{08} 为 2008 财务年度的总资产报酬率; $Invest_{08}$ 是与 $Invest_{09}$ 对应的 2008 年度的投资支出^①。

为了检验假设 2,本文构建的投资报酬率回归方程见式(4)。

$$Roa_{09} = \alpha_0 + \alpha_1 DT_{09} + \alpha_2 Size_{08} + \alpha_3 Lev_{08} +$$

$$\alpha_4 Cash_{08} + \alpha_5 Age_{08} \quad (4)$$

其中, Roa_{09} 为 2009 财务年度的总资产报酬率; DT_{09} 为 2009 财务年度的多元化程度 DT 指标值; $Size_{08}$ 为 2008 年末总资产的自然对数; Lev_{08} 为 2008 年末总负债与 2008 年末总资产的比值; $Cash_{08}$ 为 2008 年末货币资金持有量与 2008 年末总资产的比值; Age_{08} 是自 IPO 年度至 2008 年末为止的年数。

3. 数据来源与样本选取

本文运用的是大样本统计推断方法,根据统计推论决定最终的评分规则,以保证上市公司投资质量评分建立在科学的统计理论与方法基础上。最初样本包括 2009 年度主板市场非金融业的全部上市公司(共 1313 家),计算残差的原始数据取自色诺芬和 CCER 的公司治理与财务(非金融)数据库,计算多元化程度 DT 指标值的原始数据取自色诺芬和 CCER 的上市公司主营业务产品和行业分布数据库。本文剔除了以下公司:(1)ST 公司;(2)变量值缺失的公司;(3)预期报酬率回归方程剔除了 Roa 最高和最低的 1% 的观察值(极端值)。最终得到的预期投资回归方程的样本为 967 家公司,预期报酬率回归方程的样本为 945 家公司。本文使用 Excel2007 与 SAS9.0 进行样本筛选与统计分析。

(二) 描述性统计

投资规模回归方程各变量描述性统计结果见表 1。

表 1 投资规模回归方程变量的描述性统计

	样本数	均值	标准差	偏度	峰度	最大值	中位数	最小值
$Invest_{09}$	967	0.0613	0.1104	7.3505	95.644	1.6721	0.0373	-0.421
Q_{08}	967	1.2905	0.4686	3.5625	22.443	6.4301	1.1587	0.5503
Lev_{08}	967	0.5132	0.1795	-0.258	-0.463	0.9568	0.5229	0.0182
$Cash_{08}$	967	0.1485	0.0995	1.5995	4.3143	0.7368	0.126	0.0005
Age_{08}	967	9.8501	3.5801	-0.223	-0.543	18	10	1
$Size_{08}$	967	21.898	1.1921	0.9174	1.632	27.809	21.712	19.021
Roa_{08}	967	0.0398	0.0709	0.0656	6.0484	0.497	0.0345	-0.37
$Invest_{08}$	967	0.0749	0.1663	19.578	510.88	4.4803	0.0439	-0.295

$Invest_{09}$ 一共有 967 个观测值,其中位数、均值、标准差分别为 0.0373、0.0613、0.1104,中位数较均值小,表明在 $Invest_{09}$ 的右侧存在比较大的观察值,使得均值较大,即 $Invest_{09}$ 的分布呈现出右偏的趋势,这与 $Invest_{09}$ 的偏度值 7.3505 反映的右偏特征一致。 $Invest_{09}$ 的峰度为 95.644,与偏度 7.3505 二者均远大于 0,说明本文所考察的我国

主板上市公司 2009 年度的投资率不服从正态分布,正态性检验的 W 统计量对应的概率小于 0.0001 也说

^①因为 $Invest_{08}$ =(2008 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-2008 年处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金)/2008 年初总资产,其中,2008 年初总资产即 2007 年末总资产,故本文样本数据期间涵盖了 2007 年至 2009 年三个会计年度。

明了这一点。 Q_{08} 的分布特征与 $Invest_{09}$ 基本类似,但程度不同。从正态性检验的结果看,表 1 中的 $Invest_{09}$ 、 Q_{08} 等 8 个变量均不服从正态分布,因此本文使用 spearman 秩相关系数检验这些指标间的相关性。

表 2 投资规模回归方程变量的 spearman 相关系数

	mean_ $Invest_{09}$	mean_ $Invest_{08}$	mean_ Lev_{08}	mean_ Q_{08}	mean_ $Cash_{08}$	mean_ $Size_{08}$	mean_ Roa_{08}	mean_ Age_{08}
mean_ $Invest_{09}$	1	0.9768	-0.182	0.2089	-0.35	0.8571	0.7156	-0.872
mean_ $Invest_{08}$	0.9768	1	-0.084	0.1692	-0.443	0.8578	0.654	-0.847
mean_ Lev_{08}	-0.182	-0.084	1	-0.138	-0.201	0.0756	-0.134	0.2213
mean_ Q_{08}	0.2089	0.1692	-0.138	1	-0.035	-0.041	0.2711	-0.129
mean_ $Cash_{08}$	-0.35	-0.443	-0.201	-0.035	1	-0.431	-0.273	0.1772
mean_ $Size_{08}$	0.8571	0.8578	0.0756	-0.041	-0.431	1	0.68	-0.726
mean_ Roa_{08}	0.7156	0.654	-0.134	0.2711	-0.273	0.68	1	-0.713
mean_ Age_{08}	-0.872	-0.847	0.2213	-0.129	0.1772	-0.726	-0.713	1

根据表 2,分组后 $Invest_{09}$ 的均值与 Roa_{08} 、 Q_{08} 、 $Size_{08}$ 及 $Invest_{08}$ 四个变量均值之间呈现正相关关系,而与 Lev_{08} 、 $Cash_{08}$ 及 Age_{08} 三个变量的均值之间呈负相关关系。其中,2009 年的投资率均值 mean_ $Invest_{09}$ 与 2008 年度的总资产报酬率均值 mean_ Roa_{08} 之间的秩相关系数为 0.7156,二者之间秩相关系数为 0 的假设检验的概率为 0.0001,这表明,从统计意义讲,两者不相关的概率只有 0.0001,换言之,两者相关的概率达到了 0.9999,结合 0.7156 的秩相关系数,可以认为二者呈现较高程度的正相关,这一结果为我们进一步进行回归分析提供了依据。

我们将回归样本 967 个公司按 $Invest_{09}$ 变量值从高到低排序并进一步均分成 26 个组别,分别计算每一组别各回归变量的均值,然后计算这些不同组别相应均值变量的 spearman 相关系数,见表 2。

投资报酬率回归方程各变量描述性统计如表 3 所示。与表 2 的算法类似,我们将回归样本 945 个公司按 Roa_{09} 变量值从高到低排序并进一步均分成 25 个组别,分别计算每一组别各回归变量的均值,然后计算这些不同组别相应均值变量的 spearman 相关系数,见表 4。2009 年度的总资产报酬率的均值 mean_ Roa_{09} 与 2009 年度多元化指数的均值 mean_ DT_{09} 之间的秩相关系数为 -0.354,二者之间秩相关系数为 0 的假设检验的概率为 0.0827,这表明,从统计意义讲,两者相关的概率达到了 0.9173,这一结果为我们进一步进行回归分析提供了依据。

表 3 投资报酬率回归方程变量的描述性统计

	样本数	均值	标准差	偏度	峰度	最大值	中位数	最小值
Roa_{09}	945	0.0434	0.0562	-0.407	2.1094	0.2104	0.0395	-0.188
DT_{09}	945	0.7348	0.451	0.0504	-0.741	2.1021	0.7354	0
$Size_{08}$	945	21.907	1.1965	0.9217	1.6143	27.809	21.712	19.021
Lev_{08}	945	0.5159	0.1778	-0.267	-0.425	0.9568	0.5273	0.0182
$Cash_{08}$	945	0.1483	0.0991	1.6171	4.47	0.7368	0.126	0.0005
Age_{08}	945	9.855	3.6034	-0.228	-0.562	18	10	1

表 4 投资报酬率回归方程变量的 spearman 相关系数

	mean_ Roa_{09}	mean_ DT_{09}	mean_ $Size_{08}$	mean_ Lev_{08}	mean_ $Cash_{08}$	mean_ Age_{08}
mean_ Roa_{09}	1	-0.354	0.1508	-0.744	0.7677	-0.228
mean_ DT_{09}	-0.354	1	-0.275	0.0654	-0.175	0.02
mean_ $Size_{08}$	0.1508	-0.275	1	0.2262	-0.192	-0.045
mean_ Lev_{08}	-0.744	0.0654	0.2262	1	-0.577	0.4272
mean_ $Cash_{08}$	0.7677	-0.175	-0.192	-0.577	1	-0.157
mean_ Age_{08}	-0.228	0.02	-0.045	0.4272	-0.157	1

表 5 与表 6 分别从投资规模与投资结构两个

表 5 投资率 ($Invest_{09}$) 对总资产报酬率 (Roa_{08}) 的回归结果

	Q_{08}	$Cash_{08}$	Age_{08}	$Size_{08}$	Roa_{08}	$Invest_{08}$	R^2
参数	0.028 ***	-0.103 ***	-0.004 ***	0.003 ***	0.114 **	0.122 ***	0.303
标准误	0.007	0.035	0.001	0.001	0.052	0.021	
T 值	3.961	-2.899	-4.005	4.754	2.215	5.811	
P 值	0.000	0.004	0.000	0.000	0.027	0.000	

注：*** 和 ** 分别表示在 1% 和 5% 的水平上显著，双侧 t 检验，下同。

表 5 显示，投资率 $Invest_{09}$ 与总资产报酬率 Roa_{08} 在 5% 的水平上显著正相关，而与 Q_{08} 等 5 个变量均在 1% 的水平上显著正相关或负相关，从

而支持了本文的假设 1。由表 5 的回归结果可知，以投资规模回归方程的残差来度量 2009 年我国上市公司的非效率投资程度是比较科学的。

表 6 总资产报酬率 (Roa_{09}) 对多元化程度 (DT_{09}) 的回归结果

	截距	DT_{09}	$Size_{08}$	Lev_{08}	$Cash_{08}$	R^2
参数	-0.071 **	-0.008 **	0.007 ***	-0.087 ***	0.089 ***	0.118
标准误	0.032	0.004	0.002	0.010	0.018	
T 值	-2.191	-2.038	4.602	-8.404	4.950	
p 值	0.029	0.042	0.000	0.000	0.000	

表 6 显示，总资产报酬率 Roa_{09} 与多元化程度 DT_{09} 在 5% 的水平上显著负相关，而与 $Size_{08}$ 、 Lev_{08} 及 $Cash_{08}$ 3 个变量均在 1% 的水平上显著正相关或负相关，从而支持了本文的假设 2。由表 6 的回归结果可知，使用多元化程度指标 DT_{09} 值从投资结构质量的维度度量 2009 年我国上市公司的投资质量是具有科学性的^[14]。

相关关系”的结论，即上市公司多元化程度越低，其总资产报酬率 Roa 会越高。这意味着上市公司 DT 指标值越小，上市公司的投资结构越佳，百分制得分应当越高；如果计算的某家上市公司 DT 值为 0（一元化经营公司），则投资结构维度质量计分为 100 分。

2. 计分公司

为获得 2009 年每一家上市公司的投资质量具体评分，我们采取先对衡量指标逐一计分然后加权的办法，具体计算程序如下。

(1) 残差指标的计分。计分公司为：

残差指标得分 =

$$\frac{\text{残差绝对值的最大值} - \text{计分公司残差绝对值}}{\text{残差绝对值的最大值} - 0} \times 100$$

根据残差指标计分公司，如果回归残差为 0，上市公司该项指标计分为 100 分；残差绝对值最大的上市公司，该项指标计分为 0 分^②。

(2) 多元化指标 DT 的计分。计分公司为：

①本文采用的是大样本统计推断方法，投资规模回归方程样本容量为 967 家上市公司，结论是可以使用残差评价上市公司的非效率投资程度，据此实际纳入评分的上市公司为 1454 家，包括主板和中小板。

②考虑到相关数据的非正态分布，本文采用的矫正方法是在运用插值法时没有选择 2009 年的最大残差绝对值 1.629191441 而选择了相对合理的 0.33607492（残差绝对值的第 99 个百分位数），因而残差若大于等于 0.33607492 的上市公司该项计分为 0 分； DT 项的处理方法与残差一致，采用 DT 绝对值的第 99 个百分位数 1.7782776 作为计分公司中的 DT 最大值。

五、2009 年度上市公司投资质量评分

(一) 计分规则

1. 投资质量测度指标值大小与百分制得分的关系

(1) 关于残差。回归方程的残差大于 0，表示实际投资大于预期投资，即投资过度；残差小于 0，表示实际投资小于预期投资，即投资不足；残差越接近 0，表示投资越适度，百分制得分应当越高；残差等于 0，表示公司投资规模达到最优状态，百分制下得分应当最高，即应得 100 分。

回归结果表明，2009 年度我国上市公司投资不足与投资过度两种非效率投资行为并存。具体讲，1454 家上市公司^①，残差小于 0（即投资不足）的有 934 家，占比 64.24%，残差大于 0（即投资过度）的有 520 家，占比 35.76%，可见投资不足的公司比例远远超过投资过度的公司比例。

(2) 关于 DT 。实证结果明确得出“多元化程度 DT 与资产回报率 Roa 指标之间存在显著的负

$$DT \text{ 指标得分} = \frac{DT \text{ 最大值} - \text{计分公司 } DT \text{ 值}}{DT \text{ 最大值} - DT \text{ 最小值}} \times 100$$

根据这一公式,如果计算的 DT 值为 0, 上市公司的该项指标计分为 100 分; DT 指标值居于最大的上市公司, 该项指标的计分为 0 分。

(3) 加权得分。关于加权得分计算的权重问题, 我们认为可以依据各计分指标与绩效指标 Roa 之间的相关性程度加以确定。根据前文的相关性检验, 投资规模(投资率)与 Roa 的秩相关系数为 0.7156, DT 与 Roa 的秩相关系数为 -0.354, 因此, 加权得分权重可分别计算如下:

$$\text{残差项权重} = 0.7156 / (0.7156 + 0.354) \times 100\% \approx 67\%$$

$$DT \text{ 项权重} = 0.354 / (0.7156 + 0.354) \times 100\% \approx 33\%$$

依据上述评分规则, 我们得到了 1454 家上市公司 2009 年度投资质量的最后得分。

(二) 得分的描述性统计

根据上述计分结果, 2009 年度 1454 家上市公司投资质量评价得分均值为 77.69, 标准差是 13.77, 中位数是 79.20, 最低分 9.86(棱光实业, 股票代码 600629), 最高分为 100(露天煤业, 股票代码 002128)。本文进一步对 2009 年度我国上市公司投资质量得分(score_09)的分布进行正态性检验, 设检验显著性水平为 0.05, 因 $Pchisq < 0.05$, 故 score_09 不服从正态分布, 详见图 1。

通过运用我国上市公司 2009 年度数据对上市公司投资质量进行综合的计分与排名, 我们进一步验证了本文设计的指标体系具有可行性。

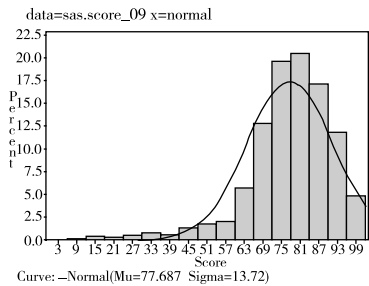


图 1 2009 年我国上市公司投资质量得分直方图及正态分布拟合检验

本文的创新之处在于基于非效率投资与多元化程度度量等相关研究文献, 创造性地提出规模与结构统一的投资质量概念, 并基此进行指标设计、样本描述与统计推断, 第一次详尽而系统地提

供了我国上市公司投资质量的分析评价数据。本文所构造的基于统计方法论的测度指标与评分方法为上市公司投资质量评价提供了一种新颖、科学且有效的解决方案, 这正是本文的主要贡献所在。但是需要指出, 由于研究目的、范围及篇幅所限, 本文并未就 2009 年度我国上市公司投资质量相关问题展开进一步的深入分析, 这些工作将在笔者以后的研究中逐步完成。

参考文献:

- [1] 姜付秀, 伊志宏, 苏飞, 等. 管理者背景特征与企业过度投资行为[J]. 管理世界, 2009(1): 130-139.
- [2] Hayashi F. Tobin' marginal Q and average Q: a neoclassical interpretation[J]. Econometrica, 1982, 50: 213-224.
- [3] Lang L, Litzenger R. Dividend announcements: free cash flow hypothesis[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 24: 181-191.
- [4] Blanchard O J, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. What do firms do with cash windfalls? [J]. Journal of Financial Economics, 1994, 36: 337-360.
- [5] Fazzari S, Hubbard R G, Petersen B. Financing constraints and corporate investment [J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, 1: 141-195.
- [6] Vogt S C. The cash flow/investment relationship: evidence from U. S. manufacturing firms [J]. Financial Management, 1994, 23: 3-20.
- [7] 郑江淮, 何旭强, 王华. 上市公司投资的融资约束: 从股权结构角度的实证分析[J]. 金融研究, 2001(11): 92-99.
- [8] 于富生, 张胜, 李岩. 管理者过度自信与权益资本成本——来自我国证券市场的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2011(1): 72-80.
- [9] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11: 159-189.
- [10] 姚俊, 吕源, 蓝海林. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究[J]. 管理世界, 2004(11): 119-135.
- [11] 张翼, 刘巍, 龚六堂. 中国上市公司多元化与公司业绩的实证研究[J]. 金融研究, 2005(9): 122-136.
- [12] 姜付秀, 刘志彪, 陆正飞. 多元化经营、企业价值与收益波动研究——以中国上市公司为例的实证研究[J]. 财经问题研究, 2006(11): 27-35.

(下转第 57 页)