

媒体负面报道对过度投资的影响

黄雷¹,李明²,叶勇²

(1. 西华大学 管理学院, 成都 610039; 2. 西南交通大学 经济管理学院, 成都 610031)

摘要: 研究了媒体负面报道对公司过度投资的影响, 认为媒体报道可以通过减少信息不对称、声誉机制和规范管理者行为, 减少公司的过度投资。研究发现, 媒体负面报道可以降低公司的过度投资; 在控制性股东股权结构的非国有上市公司里, 终极控股股东的持股比例越高, 媒体负面报道对过度投资的影响越大。说明媒体这种非正式的外部治理机制可以发挥有效的监督作用, 提高上市公司的治理水平。

关键词: 媒体负面报道; 过度投资; 股权结构

中图分类号: F276.6

文献标识码: A

文章编号: 1001-8409(2014)06-0025-04

The Influence of Negative Media Coverage on Overinvestment

HUANG Lei¹, LI Ming², YE Yong²

(1. School of Management, Xihua University, Chengdu 610039;

2. School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031)

Abstract: Studied the impact of media coverage on companies overinvestment, this paper argues that media coverage could regulate the managers' behavior through reduce information asymmetry, reputation mechanism and involvement of administrative organizations. It finds that negative media coverage can reduce the company's overinvestment; In non-state-owned listed companies of controlling shareholder ownership structure. The higher ratio of ultimate controlling shareholders, the greater the impact of media supervision on overinvestment. That is, media as an informal external governance mechanism, would play effective supervisory role, and improve governance level of listed.

Key words: negative media coverage; overinvestment; ownership structure

投资对经济的增长有着重要作用,有效的投资是公司未来现金流增长的重要基础和公司成长的重要推动力,是企业价值增加的根本所在。但是在企业里也存在着盲目投资、投资过度的现象。尤其是我国这样一个“新兴+转轨”经济的国家,对管理者的约束和激励机制还不健全和完善,管理者有着更强烈的动机去通过过度投资获取私利。因此如何减少企业的过度投资以及提高企业的投资效率成为我国经济发展亟待解决的现实问题。由于目前我国公司内部治理机制不完善,加上法律不健全,因此必须重视法律外监督机制的作用。

近年来随着我国经济的发展,媒体的公司治理作用得到了社会各界的广泛重视,媒体监督被认为是新兴市场有效替代司法对投资者保护不足的一项重要制度安

排^[1]。那么媒体作为一种重要的外部治理机制,能否加强对管理者的监督,抑制公司的过度投资?对于这个问题的研究有助于人们进一步了解媒体的公司治理作用,约束管理层的自利行为,从而减少公司的代理成本,保护投资者利益。

1 理论分析与研究假设

关于过度投资。在企业的经营管理中,由于管理者和股东代理问题的存在,管理者有着不同于公司价值最大化的目标,在进行投资时不一定会做出最优的投资行为。管理者出于自身利益考虑,有动机将公司的内部资金用于非价值最大化项目引起过度投资,导致了较高的投资现金流敏感性^[2,3]。Jensen认为经理人的私人收益随着公司规模扩大而增加,因而为了最大化获

收稿日期: 2013-06-08

基金项目: 国家自然科学基金项目(70602035);四川省重点学科“企业管理”建设项目(SZD0801-09-1);教育部人文社会科学基金项目(11YJA790189,12YJC790070);四川省青年科技基金项目(2012JQ0022);西南交通大学大学生科研训练计划(SRTP)项目(130605);西华大学重点科研基金项目(ZW1121508)

作者简介: 黄雷(1981-),女,四川成都人,博士、副教授,研究方向为公司治理;李明(1987-),女,河南漯河人,博士研究生,研究方向为财务治理;叶勇(1974-),男,四川广安人,教授、博士生导师,研究方向为财务管理。

取私人收益,经理有着建立“经理帝国”的冲动,因此经理人会尽可能地利用自由现金流进行投资,即使所投资项目的净现值为负,从而导致公司的过度投资^[4]。

关于媒体负面报道。随着现代通讯技术的迅速发展,媒体在社会生活中发挥着越来越重要的作用。媒体对企业的报道使企业信息在短时间为公众所知晓,这种方式使媒体对公司行为和公司治理产生了重要影响,尤其是新闻媒体对企业负面消息的披露,更易引起社会各界的广泛关注。理论上,媒体负面报道通过以下三种方式可以减少公司的过度投资。首先,媒体负面报道可以减少信息不对称。具体而言,管理者的过度投资行为在某些程度上是由于信息不对称引起的,Jensen指出当信息不对称存在时,股东和经理人之间的利益分配机制未必充分有效,经理人可能会投资一些净现值为负的项目,而且经理人有不断做大公司规模以提高个人声誉的愿望^[4]。而媒体的主要作用就是收集、整理、加工信息并把信息传播给广大受众。媒体通过对公司行为的披露及曝光,可以使其他的股东及时了解公司的行为,加强对管理者的监督,进而会影响管理者的投资行为。叶勇等发现媒体监督可以显著降低公司的代理成本^[5]。其次,媒体负面报道会对管理者的声誉造成影响,为了维护其声誉,管理者会减少危害投资者利益的过度投资行为。Dyck等通过研究发现,媒体治理是通过影响经理人声誉实现的^[6]。李焰等的研究表明,媒体负面报道通过影响独立董事的声誉促使独立董事辞职^[7]。最后,媒体负面报道可以引起行政机构的介入。李培功等发现在我国的上市公司中,媒体对公司治理作用的发挥是通过引起相关行政机构的介入实现的^[8]。在媒体负面报道后,行政机构会加强对公司的监督和管理,此时管理者的行为受到监督和约束,就会减少出于自身利益的过度投资行为。基于上述分析,提出假设:

假设1:媒体负面报道可以降低公司的过度投资。

在控制性股东绝对控股的上市公司中,控股股东有足够的动力对管理层进行监督。Holderness的研究发现控股股东的控制权越大,其增加企业价值的动机就越强^[9]。王化成等发现控股股东更倾向于提高企业的整体价值来实现自己的利益^[10]。黄琨等认为控股股东拥有的股权越多,便会越积极参与公司经营并监督管理层的行为活动,以维护自身及公司的权益^[11]。因此,在媒体负面报道后,控股股东为了维护自己的利益会积极监督管理者。控股股东的持股比例越大,这种动机就越强烈。此时公司的不合理投资行为就可能减少。在股权分散的上市公司中,股东的持股比例都较低,大股东之间合谋获取控制权私利的可能性较小,因此在负面报道后会积极监督管理者来维护自身的利益,使公司的过度投资有较大的减少。根据以上分析,提出假设:

假设2:在控制性股东股权结构中,终极控股股东的持股比例越高,媒体负面报道对过度投资的影响越大。

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

样本选择:选取我国2009~2011年所有A股上市公司为初始研究样本,为了避免内生性的影响,媒体报道选取2008~2010年的数据。按照以下标准对初始样本做了处理:①剔除了金融行业的上市公司;②剔除了财务数据不全和财务数据缺失的公司;③剔除了ST和PT的公司;④剔除了2007年以后上市的公司,最后得到2800个研究样本。

数据来源:①媒体负面报道数据,主要来源于《中国重要报纸全文数据库》(CNKI),通过标题与主题查询两种方式,逐一查阅有关上市公司的负面新闻报道。在对新闻进行筛选的过程中,将媒体负面报道定义为:新闻标题中出现负面词汇或者新闻内容中有对公司批评、质疑或者是负面评价。②终极控制权数据,通过逐一查阅各公司年报手工整理而得。最后再根据我国上市公司的实际情况将控制性股东股权结构定义为:终极控股股东的控制权大于50%、或者终极控股股东的控制权小于50%但是次大股东的控制权小于10%。③财务数据,均来自CCER数据库和CSMAR数据库。

2.2 研究模型与变量定义

2.2.1 被解释变量:企业投资与过度投资

本文借鉴Richardson的预期投资模型^[12]建立模型(1),用上一年度的投资来估算本年度的投资。

$$\begin{aligned} Invest_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{i,t-1} + \alpha_2 Leve_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t-1} \\ & + \alpha_4 Cash_{i,t-1} + \alpha_5 Age_{i,t-1} + \alpha_6 Return_{i,t-1} + \alpha_7 Invest_{i,t-1} \\ & + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

其中 $Invest_{it}$ 表示公司当年实际投资,等于现金流量表中构建固定资产、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,除以年初总资产。 $Growth_{i,t-1}$ 为上年的投资机会,本文采用总资产增长率来表示; $Leve_{i,t-1}$ 为上年度的负债率; $Size_{i,t-1}$ 为上年度公司的总资产; $Cash_{i,t-1}$ 为上年度的现金持有水平; $Age_{i,t-1}$ 为上年度公司的上市年限; $Return_{i,t-1}$ 为上年度的股票收益率; $Year$ 为年度虚拟变量; $Industry$ 为行业虚拟变量。

表1列示了模型(1)的回归结果,可以看出公司的资产负债率、上市时间与公司的投资水平负相关,对公司的投资具有约束作用;公司的投资机会、公司规模、现金持有水平、股票回报率和上年度的投资与公司的投资水平正相关,对公司的投资水平具有促进作用。根据模型(1)算出企业的预期投资水平,用公司的实际新增投资与预期投资的差额来判断公司是过度投资还是投资不足,当差额为正时表示公司过度投资,当差额为负时

表示公司投资不足。

表1 预期投资的回归分析结果

	Constant	Growth	Leve	Size	Cash	Return	Invest _{t-1}	Age	Adj-R ²
系数	-0.007	0.014 ***	-0.005 *	0.006 ***	0.017 ***	0.004 ***	0.010 ***	-0.002 ***	0.551
P 值	(0.672)	(0.000)	(0.056)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	

注: ***、**、* 分别表示1%、5%、10%的显著水平 括号内为P值

根据模型(1)的正残差,建立如下模型检验假设1和假设2。

$$I_{over} = \alpha_0 + \alpha_1 Media_i + \alpha_2 Control + \alpha_3 Separate + \alpha_4 Leve + \alpha_5 Size + \alpha_6 Roa + \alpha_7 Mfee + \alpha_8 Occupy + \alpha_9 Fcf + \varepsilon \quad (2)$$

$$I_{over} = \alpha_0 + \alpha_1 Media_i + \alpha_2 Con + \alpha_3 Media * Con + \alpha_4 Separate + \alpha_5 Leve + \alpha_6 Size + \alpha_7 Roa + \alpha_8 Mfee + \alpha_9 Occupy + \alpha_{10} Fcf + \varepsilon \quad (3)$$

其中,Media_i表示负面报道,i=1时表示媒体负面报道次数,i=0时表示有无媒体负面报道,当有媒体负面报道时取值为1,没有媒体负面报道时取值为0;Control为终极控制权;Separate为控制权与现金流量权的分离度;Leve为资产负债率;Size为公司规模;Roa为公司的盈利能力;Mfee为代理成本;Occupy为其他收款比重;Fcf为自由现金流量,为经营现金流量减去预期投资的余额,其中经营现金流量为经营活动净现金流量与年初总资产的比值。在模型(3)中Con为0、1虚拟变量,按照终极控股股东的持股比例分为高低两组,当在控制权高组时Con取值为1,低组时Con取值为0。

2.2.2 解释变量:媒体负面报道

参照Dyck等的做法^[6],本文采用媒体报道次数来表示,为避免内生性的影响,采用滞后一期的媒体报道量。在进行检验时首先将媒体报道分为有无媒体报道,检验有无媒体报道对过度投资的影响,再进一步检验媒体报道次数对过度投资的影响。

2.2.3 控制变量

参照张丽平等的研究^[13],控制了滞后一期的投资机会(Growth)、资产负债率(Leve)、公司规模(Size)、现金持有水平(Cash)、上市年限(Age)、股票收益率(Return)以及年份与行业虚拟变量。本文在关于过度投资的回归中,把终极控制权(Control)、控制权与现金流量权的分离度(Separate)、自由现金流量(Fcf)、公司规模(Size)、公司负债(Leve)、公司业绩(Roa)、代理成本(Mfee)、其他应收款的比重(Occupy)作为控制变量,并且设置了行业和年度虚拟变量。

3 实证分析结果与分析

3.1 变量的描述性统计

可以看出,我国上市公司的过度投资均值为0.065,表明总体上我国上市公司的过度投资程度不是很高,但是不同上市公司间过度投资程度差异较大,从最小的刚

刚出现过度投资到最大的过度投资程度达到了0.579。类似的,不同公司的媒体负面监督差异也很大,从最小的0次到最大的14次。总体而言,负面监督的力度较弱,媒体的负面报道次数仅有0.787次;从有无媒体报道的均值来看,只有38.5%的公司有媒体对其进行了负面报道,表明媒体的监督作用没有完全发挥,需要进一步加强对公司行为的监督。

表2 变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	观测数
A 栏: 因变量						
I _{over}	0.065	0.078	0.000	0.038	0.579	870
B 栏: 解释变量						
Media ₀	0.385	0.480	0	0	1	870
Media ₁	0.787	1.543	0	0	14	870
C 栏: 控制变量						
Control	0.381	0.155	0.010	0.367	0.863	870
Separate	0.832	0.244	0.041	1.000	1.000	870
Leve	0.527	0.170	0.007	0.538	0.934	870
Size	22.244	1.218	19.073	22.107	28.673	870
Roa	0.045	0.055	-0.275	0.036	0.318	870
Mfee	0.078	0.062	0.004	0.064	0.705	870
Occupy	0.016	0.026	0.000	0.008	0.277	870
Fcf	0.022	0.275	-1.423	-0.011	4.756	870

3.2 实证分析结果

3.2.1 媒体负面报道、股权性质与过度投资

为了更全面地了解媒体负面报道对过度投资的影响,本文分别采用有无媒体负面报道和媒体负面报道的次数对全样本分析进行验证。同时进一步考察了媒体负面报道对国有上市公司和非国有上市公司过度投资的影响,相关结果见表3。

表3的回归结果表明,有媒体负面报道的公司过度投资程度明显低于没有媒体负面报道的公司过度投资程度,并且公司的过度投资程度随着媒体报道次数的增加而减少。无论是国有上市公司还是非国有上市公司,在媒体负面报道后其过度投资程度都会显著地减少。这一结果表明,媒体负面报道可以显著地降低公司过度投资程度,媒体负面报道越多,公司的过度投资减少得越多,媒体发挥了有效的外部治理作用,促进了公司治理效率的提高。回归结果与假设1一致。

表3 媒体负面报道、股权性质与过度投资

变量	全样本 (1)	全样本 (2)	国有样本 (3)	非国有样本 (4)
Media ₀	-0.018 *** (-12.03)			
Media ₁		-0.006 *** (-17.77)	-0.006 *** (-11.18)	-0.003 *** (-7.63)
Control	0.003 (0.47)	-0.006 (-1.14)	-0.015* (-1.91)	0.022 ** (1.97)
Separate	-0.002 (-0.60)	-0.004 (-1.46)	-0.008 (-1.48)	-0.001 (-0.27)
Leve	0.019 *** (3.30)	0.028 *** (4.78)	0.228 *** (2.99)	0.001 (0.17)
Size	0.005 *** (6.22)	0.006 *** (7.04)	0.006 *** (5.16)	0.010 *** (4.62)
Roa	0.080 *** (4.39)	0.099 *** (5.11)	0.115 *** (4.09)	0.029 (1.02)
Mfee	0.057 *** (6.27)	0.067 *** (5.05)	0.100 *** (3.76)	0.019 (0.72)
Occupy	-0.156 *** (-4.53)	-0.149 *** (-4.10)	-0.281 *** (-6.98)	0.010 (0.15)
Fcf	0.010 ** (2.00)	0.013 ** (2.46)	0.009 (1.53)	0.021 *** (3.24)
Constant	-0.069 *** (-3.93)	-0.087 *** (-4.78)	-0.081 *** (-3.42)	-0.106 *** (-2.71)
N	870	870	602	268
Adj-R ²	0.319	0.333	0.258	0.291
F值	46.24 ***	49.17 ***	24.16 ***	13.19 ***

注: ***、**、* 分别表示1%、5%、10%的显著水平,括号内为t值

3.2.2 媒体负面报道、终极控制权与过度投资

表4的回归结果可以看出,无论是在高控制权组还是在低控制权组,媒体负面报道都与过度投资呈现为显著的负相关关系。在第三列加入了媒体负面报道和终极控股股东持股比例高低虚拟变量的交互项,其系数为负但在统计上不显著,意味着媒体负面报道在一定程度上促进了终极控股股东积极参与公司治理。进一步将控制性股东股权结构的公司分为国有上市公司和非国

有上市公司,在国有样本公司中,媒体负面报道对过度投资的影响反而在终极控股股东持股比例高的公司较小;在非国有样本公司中,媒体负面报道与终极控股股东的持股比例高低的系数显著为负。表明在国有上市公司里,终极控股股东持股比例比较高反而不利于媒体发挥监督作用;非国有上市公司的控股股东持股比例越高,越有利于媒体监督作用的有效发挥。

表4 媒体负面报道、控制性股东股权结构与过度投资

变量	高组样本 (1)	低组样本 (2)	全样本 (3)	国有样本 (4)	非国有样本 (5)
Media ₁	-0.006 *** (-12.35)	-0.004 *** (-3.28)	-0.004 *** (-3.78)	-0.007 *** (-9.09)	0.003 *** (2.88)
Con			0.006 ** (2.32)	-0.008 *** (-2.65)	-0.011* (1.86)
Media ₁ * Con			-0.001 (-0.51)	0.002* (1.80)	-0.005* (-1.93)
Separate	-0.024 *** (-3.53)	-0.004 (-0.66)	-0.006 (-1.11)	-0.018 *** (-2.76)	0.015* (1.92)
Leve	0.028 ** (2.35)	0.024 ** (1.97)	0.023 *** (2.70)	0.031 *** (3.47)	-0.009 (-0.63)
Size	0.004 *** (2.70)	0.007 *** (3.06)	0.004 *** (3.48)	0.004 *** (2.60)	0.006 ** (2.37)
Roa	0.050 (1.39)	0.122 *** (3.07)	0.077 *** (4.79)	0.059 ** (2.79)	0.118 *** (2.72)
Mfee	0.051 *** (2.73)	0.012 (0.40)	0.012 (0.51)	0.074 *** (2.59)	-0.037 (-1.10)
Occupy	-0.031 (-0.37)	-0.255 *** (-4.30)	-0.183 *** (-3.19)	-0.289 *** (-4.45)	-0.058* (-1.75)
Fcf	0.010 (1.13)	0.040 *** (2.70)	0.025 *** (3.84)	0.021 ** (2.30)	0.008 (0.59)
Constant	-0.023 (-0.74)	-0.095 ** (-2.06)	-0.036 (-1.36)	-0.028 (-2.84)	-0.072 (-1.26)
N	323	323	646	465	181
Adj-R ²	0.410	0.327	0.292	0.305	0.564
F值	28.99 ***	20.54 ***	27.59 ***	21.31 ***	24.27 ***

注: ***、**、* 分别表示1%、5%、10%的显著水平,括号内为t值,表4样本均指控制性股东股权结构样本

(下转第40页)

偿制度的建立,最大化激励企业技术创新。

参考文献:

- [1] 毛加强,崔敏.创新网络下的产业集群技术创新实证分析[J].软科学,2010(3):19-23.
- [2] 朱兵,王文平,王为东,等.企业文化、组织学习对创新绩效的影响[J].软科学,2010(1):65-70.
- [3] 赵寅君.企业技术创新的障碍及政策建议[J].当代经济,2007(9):54-55.
- [4] 谢科范,赵湜,刘介明.浅谈技术创新的风险补偿体系[J].管理世界,2009(10):58-60.
- [5] 国家统计局,科学技术部,财政部.2011年全国科技经费投入统计公报[EB/OL].http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjgb/rdpcgb.
- [6] 生延超.创新投入补贴还是创新产品补贴:技术联盟的政府策略选择[J].中国管理科学,2008,16(6):184-192.
- [7] 唐清泉,卢珊珊,李懿东.企业成为创新主体与R&D补贴的政府角色定位[J].中国软科学,2008,6:88-98.
- [8] 林承亮,许为民.技术外部性下创新补贴最优方式研究[J].科学学研究,2012,30(5):766-772.
- [9] 王楠.企业技术创新项目政府资助强度决策研究[J].科研管理,2012,33(4):10-15.
- [10] 叶建木,张艳伟.企业项目失败标准的维度分析[J].工业工程与管理,2010,15(2):93-97.
- [11] Paula Savolainen, Jarmo J Ahonen, Ita Richardson. Software De-

- velopment Project Success and Failure from the Supplier's Perspective: A Systematic Literature Review [J]. International Journal of Project Management, 2012, 30: 458-469.
- [12] Phil Nixon, Megan Harrington, David Parker. Leadership Performance is Significant to Project Success or Failure: A Critical Analysis [J]. International Journal of Productivity and Performance Management, 2012, 61(2): 204-216.
- [13] Rick Dove. Decision Making, Value Proposition, Project Failure - Reality and Responsibility [EB/OL]. www.parshift.com, 2011-8-25.
- [14] 张铁亮,周其文,郑顺安.农业补贴与农业生态补偿浅析——基于农业可持续发展视角[J].生态经济,2012(12):27-29.
- [15] 王朋举,叶建木,罗娟.政府资金补偿对科技创新失败项目的作用机理研究[J].科学与科学技术管理,2014,35(1):3-8.
- [16] 李艳萍,倪得兵,唐小我.市场规模、范围经济与供应链聚集可能性[J].管理科学学报,2009(4):15-23.
- [17] 张艳伟.企业失败项目知识资源价值再造研究[D].武汉:武汉理工大学,2010.
- [18] Dasgupta P, Stiglitz J. Entry, Innovation and Exit: Towards a Dynamic Theory [J]. European Economic Review, 1981, 15(6): 137-158.

(责任编辑:李映果)

(上接第28页)

4 结论

投资是企业存续和扩张的重要条件,有效的投资可以促进企业的发展。但是过度投资是我国企业面临的重要问题,一直是人们关注的热点话题。在目前我国公司内部治理机制不健全、投资者法律保护不完善的背景下,媒体能否发挥有效的治理作用,减少公司的过度投资呢?本文基于已有的研究文献,以我国2009~2011年上市公司为研究样本,从媒体的角度对过度投资的关系进行了研究。研究发现,媒体负面报道可以显著降低公司的过度投资;进一步地,不论是国有上市公司还是非国有上市公司,媒体负面报道都可以减少其过度投资程度;在控制性股东股权结构的非国有上市公司里,媒体负面报道随着终极控股股东持股比例的增加对公司过度投资的影响越来越大。

通过本文的研究可以看出,媒体已经开始作为公司的重要外部治理机制,在促进公司治理方面发挥了重要作用。虽然媒体不能直接参与公司的治理,但是可以对管理者进行有效的监督,通过减少信息不对称、声誉机制和行政机构的介入来规范管理者的行为。本文的研究结论深化了对媒体负面报道的公司治理作用的认识,丰富了已有的研究文献。

参考文献:

- [1] Dyck A, Zingales L. The Corporate Governance Role of Media [R]. The Right to Tell: The Role of Mass Media in Development,

Washington, The World Bank, 2002. 107-140.

- [2] 连玉君,程建.投资—现金流敏感性:融资约束还是代理成本? [J]. 财经研究,2007(2):37-46.
- [3] 张翼,李辰.股权结构、现金流与资本投资[J].经济学(季刊),2005(4):229-246.
- [4] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986, 76: 323-329.
- [5] 叶勇,李明,张瑛.媒体关注对代理成本的影响[J].软科学,2013(2):45-49.
- [6] Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia [J]. Journal of Finance, 2008, 63(3): 1093-1136.
- [7] 李焰,秦义虎.媒体监督、声誉机制与独立董事辞职行为[J].财贸经济,2011(3):36-41.
- [8] 李培功,沈艺峰.媒体的公司治理作用:中国的经验证据[J].经济研究,2010(4):14-27.
- [9] Holderness C G. A Survey of Blockholders and Corporate Control [J]. Economic Policy Review, 2003(9): 51-64.
- [10] 王化成,程小可,刘婷立.中国上市公司盈余质量研究[M].北京:中国人民大学出版社,2008. 41-252.
- [11] 黄珺,周春娜.股权结构、管理层行为对环境信息披露影响的实证研究——来自沪市重污染行业的经验证据[J].中国软科学,2012(1):133-143.
- [12] Richardson S. Over-investment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [13] 张丽平,杨兴全.管理者权利、管理层激励与过度投资[J].软科学,2012(10):107-112.

(责任编辑:张勇)