

媒体关注、机构投资者与投资效率

程新生^{1, 2} 刘建梅²

(1. 南开大学中国公司治理研究院 天津 300071; 2. 南开大学商学院 天津 300071)

摘要：本文考察了媒体关注对公司投资效率的影响，通过选取沪深两市 2005-2009 年 953 家公司共 4765 个样本发现：媒体关注对于投资效率具有双刃剑效应，即一方面媒体能够对公司的资源配置带来正面效应，提高投资效率；然而另一方面由于媒体报道信息的质量问题也可能带来负面效应，降低投资效率。本文进一步发现相比个人投资者，复杂的机构投资者会降低对媒体报道的依赖程度，因而机构投资者能够降低媒体的效应。本文的研究有助于引导投资者的理性投资，对于监管层更好的引导媒体发挥治理作用，保护投资者的权益也具有重要的理论价值和现实意义。

关键字：媒体关注；投资效率；机构投资者

中图分类号： F **文献标识码：** A

1 引言

在新古典投资理论的完美假设下，投资项目的边际价值是决定企业投资的唯一因素，所有 NPV 为正的项目都会被投资实施。然而，在实践中，一方面由于信息不对称所导致的逆向选择问题 (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984; Greenwald, Stiglitz and Weiss, 1984)，很多公司面临着较高的融资约束而无法投资于那些潜在收益较高的项目 (Hubbard, 1998)，从而容易导致投资不足；另一方面即使不存在任何融资约束，但由于代理问题的存在，在机会主义动机作用下比如规模扩张可以使经营者获取更多的在职消费以及其他的隐性激励 (魏明海和柳建华, 2007)，公司管理者也可能会过度投资，建造“企业帝国” (Hope and Thomas 2008; 唐雪松等, 2007)，从而损害投资效率。因此，降低由于信息不对称和代理问题所导致的逆向选择和道德风险成为提高公司投资效率的重要途径。已有文献对此进行大量卓有成效的研究，大体可以分为两个方面：一是会计信息。作为公司异质信息的一个重要来源渠道，大量文献发现高质量的财务信息可以通过降低道德风险、缓解逆向选择以及有效发挥资本市场功能三种内在机制来提高投资效率 (Bushman and Smith, 2001; Verdi, 2006; Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009; Lara et al., 2010; Bushman et al., 2011; Balakrishnan et al., 2011; 李青原, 2009; 周春梅, 2009)，程新生等 (2012) 则发现当非财务信息质量较高时，其可以通过获取外部融资的途径缓解投资不足；二是公司治理。大多数的经验证据表明良好的外部治理环境和内部治理机制可以降低代理冲突从而提高投资效率 (Bertrand and Mullainathan, 2003; Dittmar and Mahrt-smith, 2007; Pawlina and Renneboog, 2005; Richardson, 2006; 吕长江等, 2011; 李维安等, 2007)。

媒体监督最近成为国内外理论研究的热点。一方面媒体是信息的载体和中介，能够向资本市场传递相关的信息，缓解信息不对称，提高信息的透明度 (Dyck et al., 2008; Bushee et al., 2010; Joe et al., 2009; Fang and Joel, 2009)；另一方面媒体监督有助于缓解代理冲突，降低控制权私有收益、改善企业业绩、保护中小投资者利益以及履行社会责任 (Core, Guay and Larcker, 2008; Joe et al., 2009; 于忠泊等, 2011; 李培功、沈艺峰, 2010; 郑志刚等,

2011; 徐莉萍, 辛宇, 2011a; 2011b)。因此, 根据上述文献媒体治理应该可以提高投资效率。然而, 也有一些学者认为媒体的监督作用会受到自身能力以及外部环境的影响, 媒体自身知识或能力的不足以及媒体运行环境的竞争性、媒体的寻租行为、所有权结构以及对新闻自由的法律保护程度等因素都会影响媒体报道的独立性和客观性, 进而影响到媒体监督作用的发挥 (Jensen, 1979; Core, Guay and Larcker, 2008; Chen et al., 2009; 郑志刚, 2007)。那么在媒体的作用存在争议的情况下, 其是否能够如监管层所期望的提高投资效率、保护投资者利益在理论上是一个亟需厘清的问题, 进而为实践应用提供重要的理论参考。

本文以 2005-2009 年沪深两市 953 家上市公司为样本, 检验了媒体关注对公司投资效率的影响, 以及机构投资者对媒体效应的影响。研究表明: 虽然正面报道缓解了公司的投资不足, 负面报道抑制了公司的投资过度行为, 但是由于低质量媒体报道的存在, 正面报道又会引发公司的投资过度, 而负面报道也会导致公司的投资不足。这说明媒体关注对投资效率具有“双刃剑”功能, 即不仅能对公司的资源配置带来正面效应, 也可能带来负面效应。更进一步, 本文发现相比个人投资者, 面对可能含有虚假、扭曲和失真信息的媒体报道, 机构投资者对媒体报道的信任度和依赖性会更低, 有一种“规避效应”, 从而减弱了媒体的效应, 具有负向的调节作用。然而, 机构投资者的负向调节作用更多的体现在了正面报道上。

本文的理论贡献: 投资效率一直都是学者关注的热点问题, 以往文献分别从会计信息, 公司治理比如董事会、所有权结构等不同角度对投资效率的影响因素进行了大量的理论分析和实证研究, 而本文选择了一个新的角度, 即媒体, 全面系统分析了其能否以及如何影响投资效率, 并进一步考察了其影响程度是否在不同类型的投资者中有所差异; 同时本文也具有重要的政策贡献, 近年来媒体的作用已经引起了我国监管部门的关注。如上交所研究中心在 2003 年就指出, 要抑制上市公司的不当行为, 就必须充分发挥新闻媒体对这类行为进行曝光和监督的积极作用。中国证监会也已经开始强调媒体的监督作用, 媒体监督已经体现在了出台的大量监管政策中。然而, 通过本文的研究, 政府在制定相关政策时, 既要考虑到媒体的正面效应, 但是同时也不能忽视其负面效应。此外, 本文对媒体“双刃剑”功能的探讨, 有利于投资者增强辨别意识, 正确引导投资者理性的看待媒体的信息报道从而做出投资决策。

本文的结构安排如下: 第二部分是文献综述、理论分析与研究假设; 第三部分是研究样本选择和数据来源、变量定义以及模型设计; 第四部分主要分析了本文的实证结果; 第五部分为结论。

2 文献综述、理论分析与研究假设

(一) 文献综述

1. 信息不对称、代理问题与投资效率

现有文献研究表明, 资源配置的低效率主要源于信息不对称和代理问题。首先, 相对于外部投资者, 经理人掌握了更多有关项目品质的信息, 由于信息不对称, 投资者往往根据市场的平均水平估计公司投资项目的投资收益, 对于优质项目来说, 融资成本过高将导致投资不足; 而对于劣质项目来说, 融资成本过低将造成投资过度 (Narayanan, 1988; Myers and Majluf, 1984)。Myers and Majluf (1984) 认为当投资者低估企业的融资证券价值, 而管理者无法将一个好的投资机会正确传递给外部投资者时, 投资项目将会被搁置。

其次, 代理问题也会造成公司资本配置的低效率。自由现金流假说 (Jensen, 1986)、商业帝国假说 (Empire Building) (Stulz, 1990) 等都认为管理者常常把企业作为私有利益的来源, 从而会引发过度投资。职业防御假说 (Shleifer and Vishny, 1989) 认为管理者为了降低被替换的可能性, 会将资源投资于在自己的掌控下比在其他管理者掌控下资产的价值会

较高的项目，而实际上这些投资并不一定能够导致公司价值的最大化。此外，Brito and John (2002) 研究认为当管理者面临风险较高的净现值为正的项目时，可能会担心项目失败而丧失对公司的控制权，从而放弃一些有利于公司未来发展的项目，造成投资不足。

现有文献主要从会计信息 (Bushman and Smith, 2001; Verdi, 2006; Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009; Lara et al., 2010; Bushman et al., 2011; Balakrishnan et al., 2011; 李青原, 2009; 周春梅, 2009; 程新生等, 2012) 和公司治理 (Bertrand and Mullainathan, 2003; Dittmar and Mahrt-smith, 2007; Pawlina and Renneboog, 2005; Richardson, 2006; 吕长江, 张海平, 2011; 李维安等, 2007) 对投资效率进行了研究。

Biddle 和 Hilary (2006) 选择了 34 个国家的上市公司以盈余激进度、损失规避度、盈余平滑度和及时性作为财务信息质量的替代变量，实证结果表明财务信息质量越高，现金流敏感性越低，因此他们认为高质量的财务信息可以缓解管理者与外部投资者的信息不对称从而提高投资效率。由于现金流敏感性还经常被用来表示融资约束和超额现金，所以 Biddle et al. (2009) 分别采用 Myers (1977) 和 Jensen (1986) 的方法以现金和负债为标准将样本分为过度投资组和投资不足组、基于投资机会直接模型估计预期投资等方法分析了财务信息与投资效率之间的关系，其结果仍旧表明高质量的财务信息可以提高投资效率。周春梅 (2009) 以 2004-2007 年沪深两市的上市公司为研究样本，发现盈余质量的改善一方面能直接提高上市公司的资源配置效率，另一方面则能够通过降低代理成本间接促进上市公司资源配置效率的提高。程新生等 (2012) 则发现当非财务信息质量较高时，其可以通过获取外部融资的途径缓解投资不足。

Richardson (2006) 对公司治理结构与公司自由现金流投资之间关系的检验发现，独立董事能够对经理人进行监督，从而有效降低公司过度投资行为；股东的积极参与也能够缓解自由现金流的过度投资行为。吕长江和张海平 (2011) 研究发现我国的股权激励制度有助于缓解管理层和股东的利益冲突，通过抑制公司非效率投资的路径实现了降低代理成本的目的。江伟 (2011) 的研究结果表明银行贷款对于民营上市公司的控制效应随着地区金融发展水平的提高而有所增强。李维安等 (2007) 认为股东行为治理、董事会治理、利益相关者治理能够抑制过度投资行为，提高公司决策的科学化与规范化。

(二) 理论分析与假设提出

1. 媒体正面作用分析

(1) 媒体关注与外部融资。媒体通过外部融资影响投资效率至少存在两种渠道：

一是媒体可以通过自己的私有渠道获取公司信息并予以公开，从而降低公司与外部投资者之间的信息不对称 (Bushee et al., 2010; Dyck et al., 2002; 2008)。媒体通过公开报道有关公司的信息可以缓解信息不对称，改善企业外部的融资信息环境，从而影响公司的融资成本和融资规模。媒体报道使得投资者获得了相关信息，能够更加准确的估计证券价值和项目的风险，对于有良好的投资机会的公司，投资者在购买证券时会要求一个较低的风险溢价，从而降低公司的融资成本；而对于项目风险较高的公司来说，投资者在购买证券时会要求一个较高的风险溢价来弥补其可能遭受的损失，从而提高公司的融资成本。

二是媒体也可以通过声誉机制间接影响公司的融资 (Dyck et al., 2008; Joe、Louis and Robinson, 2009)。媒体报道是公司声誉的重要来源，媒体报道通过影响公司对于资本市场的声誉，进而影响到公司未来的融资条款和融资能力 (Dyck and Zingales, 2002; Nguyen-Dang, 2005; Francis, 2008; Diamond, 1989; Dyck et al., 2008)。投资者更愿意向具有良好声誉的公司提供资金 (Diamond, 1989; Orlitzky and Benjamin, 2001; 叶康涛等, 2010)，这将会影响公司的融资成本和融资规模。Diamond (1989) 研究了借款人的声誉对

借款利率的影响,他认为具有较高声誉的债权人将尽量避免高风险的项目,这降低了债权人面临的风险,从而债权人更愿意向具有良好声誉的债务人提供资金。贺建刚等(2008)对五粮液关联交易的案例研究分析得出,投资者会对媒体传递的负面信息进行解读,进而反馈到资本市场,降低了市场价值,提高了公司的外部融资成本。叶康涛(2010)研究得出声誉不良的公司,即拥有负面报道的公司不容易获得债务融资。

(2) 媒体关注与代理成本。现有文献表明媒体负面报道可以缓解管理层的代理问题,通过降低管理层的机会主义行为而发挥治理作用(Dyck et al., 2008; 郑志刚, 2011; 李培功和沈艺峰, 2010)。首先,媒体的负面报道可以通过缓解信息不对称、增加信息的透明度来使得资本市场参与者获得相关的信息来监督管理层,从而缓解代理问题。Dyck et al.(2008)研究认为媒体增加了不遵纪守法的代价和危险性,使得市场参与者获得了相关的信息来监督管理层,从而降低代理成本。其次,媒体还可以通过声誉机制或者行政机构的介入而发挥监督和公司治理作用。管理者为了挽回声誉或者不对声誉造成损失,或者出于对市场的压力而克服短视行为,放弃机会主义行为,努力工作提高决策效率,从而降低代理成本。李培功和沈艺峰(2010)研究认为媒体的负面曝光能够通过引起相关行政部门的介入而迫使上市公司改正违规行为。而郑志刚等(2011)研究得出即使没有外部监督部门的介入,理论上媒体负面报道能够形成对注重声誉的经理人行为的外部约束,从而发挥公司治理的作用。此外,媒体还能够通过促进内部治理机制的完善来间接发挥公司治理作用。Joe、Louis and Robinson(2009)以美国《商业周刊》于1996、1997和2000年公布的美国最差董事会为样本研究发现,媒体对美国公司低效董事会的报道会促使董事会改善其效率,从而增加投资者的财富,发挥治理作用。

综上,对于有正面报道的公司来说,媒体对公司外部融资信息环境的改善以及正面报道所带来的正面声誉,使得投资者在购买证券时会要求一个较低的风险溢价,从而降低公司的融资成本、缓解了融资约束,进而使得公司的一些优质项目由原来的不可行变为可行,一些无法获得融资的优质项目获得融资,缓解了公司面临的投资不足问题。相反,对于有负面报道的公司来说,投资者在为公司定价时自然会考虑负面信息。为了取得正常的投资回报,投资者会要求一个较高的风险溢价,提高这些公司的融资成本,从而增强了公司的融资约束。如果负面报道使得公司原本想要投资的某些劣质项目变得不再可行,那么这时抑制了管理者的过度投资行为,提高了投资效率。此外,媒体负面报道可以缓解管理层的代理问题(Dyck et al., 2008; 郑志刚, 2011; 李培功和沈艺峰, 2010),通过降低管理层的机会主义行为而抑制管理者的过度投资。媒体的信息披露可以使得投资者利用相关的信息来更好的监督公司的经营,从而监督管理者把资源投向正现值为正的项目。媒体负面报道也能够形成对注重声誉的经理人行为的外部约束,从而发挥公司治理的作用(郑志刚, 2011)。由此我们提出如下的假设:

H1a: 其他条件不变的情况下,正面报道与投资不足负相关,负面报道与投资过度负相关。

2. 媒体负面作用分析

然而,媒体要能够发挥监督治理作用,首先要确保媒体传递的是准确而客观的信息。有学者研究表明由于受到自身能力以及外部环境的影响,媒体报道可能含有虚假、扭曲和噪音信息。首先,媒体由于自身知识和能力的不足而存在认识误区,对公司信息的解读存在偏差,从而对公司进行了有偏报道。Dyck and Zingales(2003)认为报道者的能力不足或者其懒惰会导致他们被所提供的信息愚弄,不能发现事情的真相,从而导致媒体偏差(media bias)。其次,媒体运行环境的竞争性、媒体的寻租行为、媒体的所有权结构以及对新闻自由的法律保护程度等因素可能会影响媒体信息报道的真实客观性(Besley, Burgess and Prat, 2002;

戴亦一等, 2011; 郑志刚, 2007; 张焯; 2009)。张焯(2009)认为在传播信息的过程中, 媒体基于自身利益的考虑, 其释放的信息具有自身的特质性和有偏性, 从而会导致媒体偏见的形成。戴亦一等(2011)认为政府通常会采取各种手段对媒体进行管制, 政府对媒体的各种干预也可能会影响到媒体的独立性, 并进而影响新闻报道的准确性和客观性。叶康涛等(2010)研究表明, 正面报道有可能被企业所操控, 这增加了正面报道的噪音, 降低了正面报道的可信度。Gurun and Butler(2012)研究得出当地的媒体倾向于对当地的公司进行有偏的报道, 相对于非当地的公司, 媒体对当地公司的负面报道较少。另有学者认为媒体多集中在家族和政府手中, 这就决定了媒体可能与政府或者家族串谋或者被操纵, 从而降低了媒体的可信度(Besley et al., 2002; 郑志刚, 2007)。此外, 为了新闻的娱乐性或者读者的需求, 媒体也可能对某些事件大肆渲染, 通过“有偏的放大机制”形成了“轰动效应”, 与自己肩负的监管责任背道而驰(Jensen, 1979; Core et al., 2008; Chen et al., 2009; 熊艳等, 2011)。Core, Guay and Larcker(2008)以 CEO 薪酬的相关报道来考察媒体角色, 研究发现拥有更多股票期权的 CEO 也获得了更多的负面报道, 由此他们认为高薪丑闻是媒体为迎合受众的娱乐心态而制造出来的轰动新闻, 因此媒体在一定程度上具有“轰动效应”(Sensationalism)。Chen、Pantzalis and Park(2009)研究发现超出预期的报道量会在投资者间引起强烈的情绪而加剧对上市公司的定价偏差。媒体这种追求轰动效应的事件屡见不鲜, 并且很可能会给公司带来负面影响。如在香港联合交易所上市的霸王国际集团因为新闻媒体对霸王洗发水的有偏报道给集团带来了不可恢复的损失。

因此, 如果由于媒体有偏或者虚假正面报道的存在, 一方面公司的一些劣质项目可能因此而获得融资, 这时就导致了投资过度。具体来说, 如果低质量的正面报道使得公司容易获得融资, 获得的大量资金超过了公司投资所需要的最优额度, 那么这为管理者过度投资提供了更为便利的物质资源, 自由现金流的产生驱使管理者扩大投资规模, 将资金用于一些劣质项目, 从而导致过度投资。另一方面, 如果公司因为正面报道而获得了良好的市场声誉, 那么这会降低外部市场参与者的监督努力程度, 增加管理者的道德风险, 从而损害投资效率。这时, 正面报道越多, 投资过度问题可能越严重, 从而使得正面报道具有负面效应。

如果由于媒体有偏的或者虚假的负面报道降低了公司的融资能力、加大了融资约束程度, 使得某些优质投资项目也因此而变得不可行, 那么负面报道就导致了投资不足, 损害了投资效率。如当珠海巨人集团面临危机时, 新闻媒体的大肆渲染影响了其再融资的能力, 资金链断裂, 引发信用危机, 加剧其向不利的方向发展。这时, 负面报道越多, 投资不足问题可能越严重, 从而使得正面报道具有负面效应。综合以上分析我们提出如下的假设:

H1b: 其他条件不变的情况下, 正面报道与投资过度正相关, 负面报道与投资不足正相关。

3. 媒体关注、机构投资者与投资效率

媒体报道可以为投资者提供投资决策的相关信息, 通过缓解信息不对称帮助投资者评估公司的未来价值进而做出投资决策, 从而影响公司的融资。如果由于媒体自身知识和能力的不足或者外部环境的影响导致了报道有失准确和客观, 那么理性的投资者就会降低对媒体报道的信任度和依赖性(周勇, 2009; Gurun and Butler, 2012)。机构投资者拥有专业的职业分析师团队, 其分析能力和信息挖掘能力远胜于一般参与者, 具有一定的专业优势和信息优势(Bjerring, Lakonishok and Vermaelen, 1983; Womack, 1996)。机构投资者往往会主动进行信息搜索, 能够搜集到更多的信息, 也愿意花成本去对投资公司调研, 挖掘内部信息。此外, 机构投资者比较容易接近管理者从而获得内部信息, 从公司角度而言, 公司也愿意与较大规模的机构投资者交流沟通, 从而使得机构投资者获得更多的有用的内部信息。由于机构投资者具有专业优势和信息优势, 其交易行为也相对理性, 投资决策会建立在对各种信息

进行理性分析的基础之上。Shapira and Venezia (2001) 认为机构投资者作为专业性的投资者在资金、专业知识、投资经验、信息资料和分析手段等方面有优势，再加上较为规范的内部监督管理制度，投资决策又一般建立在对宏观经济、行业和公司研究分析的基础上，因此投资行为的理性较强。对媒体报道准确性和客观性的质疑使得机构投资者降低对媒体报道的信任度从而降低依赖程度，而对于个人投资者来说，媒体是其获取信息的便捷途径，个人投资者一般没有足够的动机和能力来进行其他信息搜集，因此会更多的受到媒体报道的影响。此外，也有学者从行为金融学的投资者关注的角度进行了研究。Barber and Odean (2008) 研究了新闻报道对个人投资者与机构投资者行为的不同影响，研究表明新闻报道会更容易的引起个人投资者的关注，而对于比较理性和经验丰富的机构投资者来说会较少的受到新闻报道的影响。作者认为机构投资者会花较多的时间来综合考虑各种信息（比如公司所处的行业 and 市盈率等）进行投资，从而减少对新闻报道的依赖。综上所述，面对可能含有虚假、扭曲和噪音信息的媒体报道，复杂的机构投资者在做出投资决策的时候，会对各种信息进行综合分析，从多角度对公司做出更加全面的评价，从而减少了对媒体报道的依赖程度，有一种“规避效应”。因此，机构投资者会减弱媒体的效应，具有负向的调节作用，即公司机构投资者持股比例越高，媒体报道对公司投资效率的影响就会越低。通过以上分析，本文提出以下假设：

H2： 机构投资者的持股比例对媒体关注与投资效率的关系具有负向调节作用。

3 研究设计

（一）研究样本选择和数据来源

本文选取了2005-2009年沪深两市上市公司，其中剔除了金融行业的上市公司，剔除了五年内没有持续存在或者被ST以及数据不全的公司，最后得到每年953家共4765个样本。本文的数据来源于：（1）国泰安数据库；（2）CCER数据库；（3）Wind数据库；（4）CNKI的“中国重要报纸全文数据库”。我们对数据进行了抽样核对，以保证数据的可靠性。本研究所使用的统计以及数据处理软件为Stata11.0。

（二）变量定义

1. 媒体报道

有关媒体报道的数据手工收集于 CNKI 数据库里的“中国重要报纸全文数据库”，此数据库包括了国内公开发行的 500 多种重要报纸。MediaP 为公司的正面报道次数，MediaN 为公司的负面报道次数。不管是媒体的正面报道还是负面报道，公司的同一事件报道数目超过一次的，只算作一次报道。

2. 投资效率

本文借鉴 Richardson (2006) 的模型来估计投资效率，将总投资分为两部分：一部分是维持公司正常资产运营的支出和预期的投资支出，与公司的成长机会、融资约束以及行业等因素有关；另外一部分是非预期支出，正代表过度投资，负代表投资不足。Richardson (2006) 首次提出了的公司投资期望模型，该模型得到了学者广泛的接受和使用（江伟，2011；吕长江等，2011）。

根据 Richardson 的设计思路，公司正常的投资水平估计模型如下：

$$\begin{aligned}
 Inv_t = & \beta_0 + \beta_1 Grow_{t-1} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Size_{t-1} + \beta_5 Ret_{t-1} + \beta_6 Inv_{t-1} \\
 & + \beta_7 Age_{t-1} + \sum \beta_k Year + \sum \beta_j Industry + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

根据该方法估计出公司的正常投资水平，而后用模型的残差表示公司的无效率投资。如果残差为正，表示过度投资，反之，表示投资不足。其中 Inv_t 表示公司第 t 年的购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金与期初总资产的比值。 $Grow_{t-1}$ 、 Lev_{t-1} 、 $Cash_{t-1}$ 、 $Size_{t-1}$ 、 Ret_{t-1} 、 Age_{t-1} 、 Inv_{t-1} 分别表示第 $t-1$ 年的总资产增长率、资产负债率、现金持有量、资产规模、股票收益率、上市年限以及投资水平，同时控制了行业和年度的虚拟变量。

3. 机构投资者持股比例

不管是短暂型(transient)机构投资者还是专注型(dedicated)机构投资者都具有动机去搜集各种信息进行综合分析和解读，而对媒体的依赖性较少，因此我们没有区分投资者的类型，借鉴现有文献（Ramalingegowda and Yu, 2012；石美娟等，2009）将机构投资者持股比例度量量为年末机构投资者持股之和占流通股比例，数据来自Wind数据库。

4. 控制变量

根据已有学者的研究（Richardson, 2006；Bertrand and Mullainathan, 2003；Dittmar 和 Mahrt-smith, 2007；Pawlina 和 Renneboog, 2005），我们控制了公司的资产规模（Size）、投资机会（TQ）、年龄（Age）、现金比率（CashR）、资产负债率（Lev）、公司属性（State）、风险 β （Beta）、年度（Year）、行业（Indu）以及公司治理的变量包括第一大股东持股比例（TOP）、第二到第五大股东持股比例之和（TOP5）、独立董事比例（Indep）、是否两职合一（Duality）以及董事会规模（Board）。表 1 汇总了主要变量的描述和定义：

表 1 变量设计与说明

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	过度投资	Over	根据 Richardson（2006）计算的大于 0 的残差
	投资不足	Under	根据 Richardson（2006）计算的小于 0 的残差的绝对值
解释变量	正面报道	MediaP	正面报道的次数
	负面报道	MediaN	负面报道的次数
	机构投资者持股比例	Institu	年末机构投资者持股之和占流通股比例
控制变量	规模	Size	公司资产总额对数
	投资机会	TQ	(股权市值+净债务市值) / 期末总资产，其中：非流通股市值用净资产代替计算
	年龄	Age	截止至当年公司 IPO 的年数
	现金比率	CashR	年末货币资金/总资产
	资产负债率	Lev	公司负债率，负债总额/期初总资产
	公司属性	State	虚拟变量，国有控股为 1，否则为 0
	风险 β	Beta	以沪深市场综合回报率为市场回报率计算的 Beta 值
	年度	Year	虚拟变量，属于该年为 1，否则为 0
	行业	Indu	虚拟变量，属于该行业为 1，否则为 0
	公司治理变量	TOP1	公司第一大股东持股比例
	TOP5	第二到第五大股东持股比例之和	
	Indep	独立董事比例	
	Duality	虚拟变量，董事长与总经理是否两职合一，是为 1，	

			否则为 0
		Board	董事会规模

(三) 模型设计

为了验证 H1，本文建立了以下模型：

$$Over_t(or Under_t) = \alpha_0 + \alpha_1 MediaP_{t-1} + \sum \alpha_k Controls + \varepsilon_1 \quad (2)$$

$$Over_t(or Under_t) = \gamma_0 + \gamma_1 MediaN_{t-1} + \sum \gamma_k Controls + \varepsilon_3 \quad (3)$$

为了验证 H2，本文建立了以下模型：

$$Over_t(or Under_t) = \beta_0 + \beta_1 MediaP_{t-1} + \beta_2 MediaP_{t-1} * Institu + \sum \beta_k Controls + \varepsilon_2 \quad (4)$$

$$Over_t(or Under_t) = \eta_0 + \eta_1 MediaN_{t-1} + \eta_2 MediaN_{t-1} * Institu + \sum \eta_k Controls + \varepsilon_4 \quad (5)$$

其中，Controls为各个控制变量。为了控制投资效率与媒体报道之间可能存在的内生性以及考虑到媒体效应的滞后性，相应的媒体报道采用了滞后一年的数据进行回归。

4 实证检验结果与分析

(一) 资本投资模型的回归结果

表2为资本投资模型的回归结果。从表2可以得出，各变量的回归结果都具有显著性，并且系数符号与理论预期一致。这说明借鉴Richardson（2006）的研究模型估计得来的投资不足和投资过度的结果是基本可靠的。

表2 投资效率估计结果

变量	系数	P值
Grow	0.006	0.000
Lev	-0.016	0.000
Cash	0.043	0.000
Size	0.005	0.000
Ret	0.002	0.024
Inv _{t-1}	0.441	0.000
Age	-0.001	0.000
行业	控制	控制
年度	控制	控制
调整R ²	0.329	

(二) 描述性统计分析

表3是相关变量的描述性统计结果。我们发现，每家上市公司被媒体报道的平均次数为12.4384，正面报道和负面报道的平均次数分别为1.3152和0.3316，正面报道明显多于负面报道的次数。而机构投资者的持股比例均值为8.17%。

表3 主要变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	极差
媒体报道	12.4384	30.3312	0.0000	598.0000	598.0000
MediaP	1.3152	2.1955	0.0000	32.0000	32.0000
MediaN	0.3316	0.8232	0.0000	10.0000	10.0000
Under	0.027	0.0222	0.3495	3.36e-7	0.3495
Over	0.046	0.0396	7.70e-06	0.5178	0.5178
Institu	0.0817	0.1525	0.0000	0.9410	0.9410

进一步，由表 4 对 2004-2008 年媒体报道各年度的统计分析可以看出，除了正面报道 2008 年平均次数略有下降外，其他年度呈现出上升趋势。2004 年正面报道平均次数为 0.5519，2007 年上升至 2.4344，2008 年略有下降；而负面报道从均值来看，基本保持上升的趋势，从 2004 年的 0.2288 上升至 2008 年的 0.4512。总体来看，中国上市公司的曝光度呈现出了上升趋势，说明中国的媒体在近几年快速发展的情况。

表 4 各年媒体报道的描述性统计

年份	媒体报道		MediaP			MediaN		
	均值	中位数	均值	中位数	占媒体总报道比例 (%)	均值	中位数	占媒体总报道比例 (%)
2004	5.4124	2	0.5519	0	34.52	0.2288	0	15.22
2005	6.9507	2	0.5813	0	32.84	0.2476	0	17.10
2006	14.2162	7	1.4124	1	57.82	0.3022	0	18.68
2007	19.4617	10	2.4344	2	75.24	0.4281	0	27.28
2008	16.1511	6	1.5960	1	61.07	0.4512	0	28.23

(三) 实证结果分析

1. 媒体报道与投资效率回归结果分析

在表 5 中我们报告了媒体报道与投资效率的实证检验结果。由表 5 可知，正面报道与投资不足在 5% 的水平上显著负相关，这表明正面报道能够显著的降低公司的投资不足；从负面报道与过度投资的回归结果来看，负面报道与投资过度显著负相关，即负面报道抑制了公司的过度投资行为。

此外，由表 5 我们可得，正面报道与投资过度在 1% 的水平上显著正相关，这表明正面报道导致了公司的投资过度。从负面报道与投资不足的回归的结果看，负面报道与投资不足在 1% 的水平上显著正相关，这表明负面报道导致了投资不足。由以上分析我们得出，媒体不仅能对公司的资源配置带来正面效应，也可能带来负面效应，实证结果支持了假设 1a 和 1b。

表 5 媒体报道与投资效率回归分析结果

	Under	Over	Under	Over
MediaP	-0.0400** (-2.45)	0.0964*** (3.22)		
MediaN			0.1500*** (3.83)	-0.1270* (-1.77)

Size	-0.003*** (-6.67)	0.001 (0.51)	-0.003*** (-6.51)	0.002 (0.99)
Lev	-0.013*** (-5.52)	-0.003 (-0.90)	-0.013*** (-5.69)	-0.003 (-0.86)
State	-0.004*** (-3.13)	0.002 (0.64)	-0.004*** (-3.09)	0.001 (0.41)
TQ	-0.0001 (-0.43)	0.0002 (0.37)	-0.0002 (-0.81)	0.0004 (0.78)
CashR	0.0229*** (7.70)	-0.0224*** (-4.08)	0.0228*** (7.70)	-0.0217*** (-3.97)
Age	-0.0006*** (-5.71)	-0.0006*** (-3.28)	-0.0006*** (-5.90)	-0.0006*** (-3.14)
Beta	0.0013 (1.06)	-0.0076*** (-3.29)	0.0015 (1.19)	-0.0078*** (-3.37)
Indep	-0.0073 (-1.20)	-0.0053 (-0.47)	-0.0083 (-1.35)	-0.0043 (-0.38)
TOP1	0.0002 (0.17)	0.0019 (0.93)	0.0002 (0.16)	0.0019 (0.90)
Duality	0.0020** (2.18)	-0.0014 (-0.84)	0.0021** (2.33)	-0.0016 (-0.99)
Board	-0.0026* (-1.70)	-0.0004 (-0.13)	-0.0029* (-1.88)	0.0002 (0.07)
TOP5	0.0006 (0.68)	-0.0016 (-1.02)	0.0008 (0.97)	-0.0020 (-1.23)
Year	已控制	已控制	已控制	已控制
Indu	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj. R ²	0.0708	0.0443	0.0733	0.0429
N	3008	1757	3008	1757

(***表示在 1%水平下显著, **表示在 5%水平下显著, *表示在 10%水平下显著)

2. 机构投资者对媒体报道与投资效率调节作用的假设检验

在表 6 中我们报告了机构投资者对媒体报道与投资效率关系的调节作用的回归结果。由表 6 得出, 正面报道与投资不足显著负相关, 而正面报道与机构投资者的交叉项与投资不足显著正相关; 正面报道与投资过度显著正相关, 而正面报道与机构投资者的交叉项与投资过度显著负相关。这表明从正面报道来看, 机构投资者具有显著的负向调节作用, 无论是投资不足还是投资过度。此外, 负面报道与投资不足显著正相关, 负面报道与机构投资者的交叉项与投资不足负相关, 但是不具有显著性; 负面报道与投资过度负相关, 而负面报道与机构投资者的交叉项与投资过度正相关, 同样不具有显著性。这表明从负面报道来看, 机构投资者虽具有负向调节作用, 但是这种调节作用并不显著。

由以上分析我们得出, 机构投资者的负向调节作用更多的体现在了正面报道上面, 而对负面报道缺乏显著影响, 之所以出现这种情况可能与下面原因有关: 在前文的描述性统计中我们得知, 正面报道的次数明显多于负面报道的次数, 这可能是由于正面报道易被企业所操控导致。叶康涛等 (2010) 研究表明, 正面报道被企业所操控的可能性较高, 而负面报道相对较难被企业所操纵, 这增加了正面报道的噪音, 降低了正面报道的可信度。因此, 正面报

道的可信度相对负面报道来说更低，机构投资者对待正面报道的谨慎态度会更高，从而对正面报道的依赖性比负面报道低，即会更少的依赖正面报道而进行投资，因此对正面报道的调节作用比较明显，而对负面报道的调节作用有限。除此之外，当然这也可能是人们本能的“负面偏好”，即更关注损失等负面信息心理所致。

综上所述，机构投资者对正面报道与投资效率的关系具有显著的负向调节作用，但是对负面报道与投资效率关系的负向调节作用不显著，假设 2 只得到了部分验证。

表 6 机构投资者对媒体报道与投资效率的调节作用

	Under	Over	Under	Over
MediaP	-0.0429* (-1.94)	0.116*** (2.86)		
MediaN			0.149*** (3.29)	-0.121 (-1.46)
MediaP* Institu	0.0012* (1.74)	-0.0026** (-2.12)		
MediaN *Institu			-0.0004 (-0.17)	0.0003 (0.06)
Institu	-0.0170*** (-6.25)	0.0286*** (5.68)	-0.0149*** (-6.39)	0.0242*** (5.61)
Size	-0.003*** (-6.79)	0.001 (0.53)	-0.003*** (-6.61)	0.003 (1.46)
Lev	-0.012*** (-5.12)	-0.002 (-0.58)	-0.013*** (-5.57)	-0.002 (-0.52)
State	-0.004*** (-3.08)	0.002 (0.61)	0.004*** (3.09)	0.002 (0.62)
TQ	0.0002 (0.65)	-0.0003 (-0.56)	0.0001 (0.47)	-0.0002 (-0.37)
CashR	0.0249*** (8.35)	-0.0254*** (-4.62)	0.0251*** (8.44)	-0.0255*** (-4.64)
Age	-0.0006*** (-6.35)	-0.0005*** (-2.71)	-0.0006*** (-6.46)	-0.0005*** (-2.66)
Beta	-0.0009 (-0.73)	-0.0040* (-1.68)	-0.0009 (-0.66)	-0.0039 (-1.63)
Indep	-0.0090 (-1.47)	-0.0027 (-0.24)	-0.0098 (-1.61)	-0.0018 (-0.16)
TOP1	0.0001 (0.11)	0.0020 (0.98)	0.0001 (0.08)	0.0021 (0.98)
Duality	0.0021** (2.33)	-0.0016 (-0.97)	0.0022** (2.43)	-0.0017 (-1.07)
Board	-0.0027* (-1.78)	-0.0001 (-0.05)	-0.0028* (-1.85)	0.0000 (0.01)
TOP5	-0.0003 (-0.36)	-0.0002 (-0.11)	-0.0001 (-0.12)	-0.0004 (-0.27)

Year	已控制	已控制	已控制	已控制
Indu	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj. R ²	0.0792	0.0510	0.0821	0.0501
N	3008	1757	3008	1757

（四）内生性问题以及稳健性检验

为了检验研究结论的稳健性，我们进行了以下的稳健性检验：我们将媒体报道次数取对数进行回归，结果未发生显著性改变；本文以是否存在正面报道或者负面报道虚拟变量进行回归，结果未发生显著性变化；为了更好的控制投资效率与媒体报道之间可能存在的内生性，本文选取了媒体报道滞后两期的数据进行了检验，结果未发生显著性变化；为了消除异常值的影响，本文在 1%水平上采用了 Winsorize 标准化处理方法，重新进行了回归，结果未发生显著性变化。因此本文的实证结果比较稳健。

5 结论与局限性

本文专门研究了媒体关注对投资效率的影响。通过理论分析和实证检验结果发现，媒体关注对投资效率具有“双刃剑”功能，即不仅能对公司的资源配置带来正面效应，也可能带来负面效应：一方面，正面报道缓解了公司的投资不足，负面报道抑制了公司的投资过度行为；另一方面，由于低质量媒体报道的存在，正面报道又会引发公司的投资过度行为，而负面报道也会导致公司的投资不足。此外，本文进一步研究了机构投资者对媒体报道与投资效率之间关系的影响。面对可能含有虚假、扭曲和噪音的媒体报道，复杂的机构投资者在做出投资决策的时候，会对各种信息进行综合分析，从多角度对公司做出更加全面的评价，而减少了对媒体报道的依赖程度，因此机构投资者对媒体关注与投资效率的关系具有负向调节作用，即公司机构投资者持股比例越高，媒体报道对公司投资效率的影响就会越低。然而，机构投资者的负向调节作用更多的体现在了正面报道上，而对负面报道缺乏显著影响，这可能是由于负面报道相对较难被企业所操纵所导致，这也从侧面进一步验证了机构投资者会降低对可能含有虚假信息的媒体报道的信任度和依赖性，对正面报道的信任和依赖性比负面报道更低。当然这也可能是人们本能的“负面偏好”，即更关注损失等负面信息心理所致。

本文的研究局限和未来的研究方向：用人工判断方法来划分正面报道和负面报道较为主观；本文只是针对正面报道和负面报道的次数进行了研究，而没能够对虚假、扭曲的媒体报道数量进行统计，因此未来对媒体报道的质量、媒体偏见问题需要进一步的研究，比如媒体报道的质量以及监督治理作用是否会随着外部制度比如说媒体环境发展程度的不同而有所变化等；本文研究得出媒体报道对公司投资效率既有正面效应也有负面效应，然而至于对于哪一类公司具有正面效应，哪一类公司具有负面效应以及什么样的环境或者手段能够有效发挥媒体的正面效应而制约媒体的负面效应还有待于我们的理论研究和实证检验。考虑到媒体在公司治理中的重要作用，我们相信在该领域的进一步探索将具有重要的理论和现实意义。

参考文献

- [1]程新生，2012，《非财务信息、外部融资与投资效率》，《管理世界》第7期。
- [2]戴亦一、潘越和刘思超，2011，《媒体监督、政府干预与公司治理：来自中国上市公司财务重述视角的证据》，《世界经济》第11期 121-143页。
- [3]贺建刚、魏明海和刘峰，2008，《利益输送、媒体监督与公司治理：五粮液案例研究》，《管理世界》第

10期 141-150页。

[4]江伟, 2011,《金融发展、银行贷款与公司投资》,《金融研究》第4期 113-128页。

[5]李培功和沈艺峰, 2010,《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》第4期 14-27页。

[6]李青原, 2009,《会计信息质量与公司资本配置效率》,《南开管理评论》第2期 115-124。

[7]李维安和姜涛, 2007,《公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据》,《财贸经济》第12期 56-61页。

[8]吕长江和张海平, 2011,《股权激励计划对公司投资行为的影响》,《管理世界》第11期 118-126页。

[9]石美娟和董卫华, 2009,《机构投资者提升公司价值吗?——来自后股改时期的经验证据》,《金融研究》第10期 150-161页。

[10]唐雪松、周晓苏和马如静, 2007,《上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究》,《会计研究》第7期 4-52页。

[11]魏明海, 柳建华, 2007,《国企分红、治理因素与过度投资》,《管理世界》第4期 88-95。

[12]熊艳、李常青和魏志华, 2011,《媒体“轰动效应”:传导机制、经济后果与声誉惩戒——基于“霸王事件”的案例研究》,《管理世界》第10期 125-140页。

[13]徐莉萍和辛宇, 2011,《媒体治理与中小投资者保护》,《南开管理评论》第6期 36-47页。

[14]徐莉萍、辛宇和祝继高, 2011,《媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究》,《管理世界》第3期 135-143页。

[15]叶康涛、张然和徐浩萍, 2010,《声誉、制度环境与债务融资——基于中国民营上市公司的证据》,《金融研究》第8期 171-183页。

[16]于忠泊、田高良、齐堡垒和张皓, 2011,《媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察》,《管理世界》第9期 127-140页。

[17]张焯, 2009,《媒体与公司治理关系研究述评》,《经济学动态》第6期 137-141页。

[18]郑志刚, 2007,《法律外制度的公司治理角色——一个文献综述》,《管理世界》第9期 136-159页。

[19]郑志刚、丁冬和汪昌云, 2011,《媒体的负面报道、经理人声誉与企业业绩改善——来自我国上市公司的证据》,《金融研究》第12期 163-176页。

[20]周春梅, 2009,《盈余质量对资本配置效率的影响及作用机理》,《南开管理评论》第5期 109-117。

[21]周勇和钟布, 2009,《数字时代的媒介信任——关于中国新闻工作者对网络信息与媒体新闻报道信任度的调查》,《国际新闻界》第7期 81-85页。

- [22] Barber B. and Odean T., 2008, "All that Glitters: the Effects of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors," *Review of Financial Studies*, 21, pp. 785–818.
- [23] Balakrishnan, K., J. E. Core and R. S. Verdi, 2011, "Does Financial Reporting Quality affect Firm-Level Investments? Evidence from Shocks to Collateral Value", Working Paper.
- [24] Bertrand M. and Mullainathan S., 2003, "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences," *Journal of Political Economy*, 111(5), pp. 1043-1075.
- [25] Besley, Burgess and Prat, 2002, "Mass Media and Political Accountability, The Right to Tell," Washington, D.C: The World Bank Institute, 2002: 45-60.
- [26] Biddle, G. and G. Hilary, 2006, "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment", *The Accounting Review*, 81, pp.963-982.
- [27] Biddle, G., G. Hilary and R. Verdi, 2009, "How does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, 48, pp.112-131.
- [28] Bushman, R. and A. Smith, 2001, "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp.237-333.
- [29] Bushman, R., J. Piotroski and A. Smith, 2011, "Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses", *Journal of Business Finance and Accounting*, 38, pp.1-33.
- [30] Brian J. Bushee, John E. Core, Wayne Guay and Sophia J.W. Hamm, 2010, "The Role of the Business Press as an Information Intermediary," *Journal of Accounting Research*, 48(1), pp. 1–19.
- [31] Brito J. A. and John K., 2002, "Leverage and Growth Opportunities: Risk Avoidance Induced by Risky Debt," University of New York, Salomon Centre Working Paper.
- [32] Chen C.-W., C. Pantzalis and J.C. Park, 2009, "Press Coverage and Stock Prices' Deviation from Fundamental Value," SSRN eLibrary.
- [33] Diamond Douglas W., 1989, "Reputation Acquisition in Debt Markets," *Journal of Political Economy*, 97(4), pp. 828–862.
- [34] Dittmar A. And Maht-smith J., 2007, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, 83(3), pp. 599-634.
- [35] Dyck Alexander and Luigi Zingales, 2002, "The Corporate Governance Role of the Media," NBER Working Paper.
- [36] Dyck Alexander and Luigi Zingales, 2003, "Asset Prices and the Media," Working Paper.
- [37] Dyck Alexander, Natalya Volchkova and Luigi Zingales, 2008, "The Corporate Governance Role of the

- Media: Evidence from Russia,” *Journal of Finance*, 63(3), pp. 1093-1136.
- [38] Francis J., A. H. Huang, S. Rajgopal and A. Y. Zhang, 2008, “CEO Reputation and Earnings Quality,” *Contemporary Accounting Research*, 25(1), pp. 109-147.
- [39] Greenwald Bruce, Stiglitz Joseph E. and Weiss Andrew, 1984, “Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations,” *The American Economic Review*, 74(2), pp. 194 - 99.
- [40] James H. Bjerring, Josef Lakonishok and Theo Vermaelen, 1983, “Stock Prices and Financial Analysts’ Recommendations,” *Journal of Finance*, 38(1), pp. 187-204.
- [41] Jensen Michael C., 1979, “Toward a Theory of the Press ,” *Martinus Nijhoff Publishing Company*, pp. 267-287.
- [42] Jensen Michael C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review*, 1986, 76(2), pp. 323-329.
- [43] Joe Jennifer, Henock Louis and Dahlia Robinson, 2009, “Managers and Investors Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(3), pp. 579-605.
- [44] John E. Core, Wayne Guay and David F. Larcker, 2008, “The Power of the Pen and Executive Compensation,” *Journal of Financial Economics*, 88, pp. 1-25.
- [45] Hope O. and W. Thomas, 2008, “Managerial Empire Building and Firm Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, 46, pp.591-626.
- [46] Lara, J.M.G, B. Osma and F. Penalva, 2010, “Conditional Conservatism and Firm Investment Efficiency”, Working Paper.
- [47] Lily Fang and Joel Peress, 2009, “Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns,” *The Journal of Finance*, 5, pp. 2023-2052.
- [48] Myers, S., 1977, “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, 5, pp.147-175.
- [49] Myers Stewart and Nicholal S. Majluf, 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have,” *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.
- [50] Myers Stewart, 1984, “The Capital Structure Puzzle,” *Journal of Finance*, 39(3), pp. 575-592.
- [51] Narayanan M.P., 1988, “Debt Versus Equity Under Asymmetric Information,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), pp. 39-51.
- [52] Nguyen-Dang B., 2005, “Is More News Good News? Media Coverage of CEOs, Firm Value, and Rent Extraction,” Working Paper.
- [53] Orlizky M. and J.D. Benjamin, 2001, “Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-analytic

Review,” *Business and Society*, 40(4), pp. 369-396.

[54] Pawlina G. and Renneboog L., 2005, “Is Investment-cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK,” *European Financial Management*, 11(4), pp. 483-513.

[55] R. Glenn Hubbard, 1998, “Capital-Market Imperfections and Investment,” *Journal of Economic Literature*, 36(1), pp. 193-225

[56] Santhosh Ramalingegowda and Yong Yu, 2012, “Institutional ownership and conservatism,” *Journal of Accounting and Economics*, 53, pp. 98-114.

[57] Scott Richardson, 2006, “Over-investment of Free Cash Flow,” *Review of Accounting Studies*, 11(2), pp. 159-189.

[58] Shapira Z. and Venezia I., 2001, “Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors,” *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 1573-1587.

[59] Shleifer A. and Vishny R.W., 1989, “Management entrenchment: The case of manager-specific investment,” *Journal of Financial Economics*, 25(11), pp. 123-139.

[60] Stulz R., 1990, “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies,” *Journal of Financial Economics*, 26(1), pp. 3-27.

[61] Umit G. Gurun and Alexander W. Butler, 2012, “Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value,” *The Journal of Finance*, 67(2), pp. 561-598.

[62] Verdi, R.S., 2006, “Financial Reporting Quality and Investment Efficiency”, Working Paper.

[63] Womack Kent L., 1996, “Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?,” *Journal of Finance*, 51(1), pp. 137-167.

Media, Institutional Investors and Investment Efficiency

CHENG Xin-sheng^{1, 2} LIU Jian-mei²

(1. Research Centre of Corporate Governance of Nankai University;

2. Business School of Nankai University)

Abstract: This paper examines the impact of the media coverage on the investment efficiency. The results show that media can have a positive effect on the investment efficiency. However, if media reports contain false distorted or noisy information, the media may have a negative effect. Facing of the media reports that may contain false, distorted or noisy information, the complicated institutional investors will reduce the reliance on the media reports compared with the individual investors. The higher of the

proportion that hold by institutional investors, the less of the impact of media reports have on the efficiency of investment. This article is conducive for guiding investors to make investment decisions rationally; it has important significance for the regulatory authorities to make the media play a good governance role.

Key words: Media; Investment Efficiency; Institutional Investors

收稿日期: 2013-06-21;

基金项目: 本研究获得了国家自然科学基金项目 (71072095) 与教育部人文社会科学重点研究基地-南开大学公司治理研究中心重大项目 (2009JJD630001)、国家自然科学基金重点课题 (71132001) 的资助。

作者简介: 程新生 (1963-)，男，汉族，山西大同人，南开大学中国公司治理研究院/商学院教授、博士生导师，《南开管理评论》常务副主编、南开大学中国公司治理研究院公司治理评价研究室主任。研究方向：公司治理与公司财务；内部控制及评价。刘建梅 (1985-)，女，汉族，山东潍坊人，南开大学商学院博士研究生；研究方向：公司财务与公司治理。