

# 媒体监督、非效率投资与企业价值

——来自中国制造业上市公司的证据

朱学义,谭雪萍

(中国矿业大学 管理学院, 江苏 徐州 221116)

**[摘要]**以我国2010—2012年制造业违规上市公司为样本,对媒体监督、非效率投资和企业价值之间的动态关系进行研究,结果显示:近几年制造业违规上市公司普遍存在投资不足;媒体监督与非效率投资显著负相关,媒体监督可以明显降低企业非效率投资水平;无论是对于国有上市公司还是对于非国有上市公司来说,媒体监督都能抑制非效率投资,且对非国有企业约束力更强;媒体监督可以抑制和缓解非效率投资对企业价值的损害,保护股东的利益。

**[关键词]**媒体监督;投资过度;投资不足;企业价值;投资效率;投资者利益保护;制造业;违规上市公司;非效率投资

**[中图分类号]**JF230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2014)06-0043-09

近几年,媒体监督对企业投资行为的影响已受到广泛关注,并逐渐成为公司治理领域的研究热点。随着我国企业外部治理环境的完善以及现代通信技术的迅速发展,网络、报纸、电视等媒体对企业的报道日益增多,媒体凭借着能向公众迅速传递企业信息优势,有效缓解了企业与投资者之间的信息不对称,对企业行为和公司治理产生了较大的影响。媒体报道的企业负面新闻会引起公众的广泛关注,最终可能会导致企业名誉受损甚至破产。“美国世通案”、“美国安然丑闻”、“三鹿毒奶粉事件”、“速成鸡事件”、“毒胶囊事件”等都充分体现了媒体监督在约束企业行为以及保护投资者利益方面的积极作用。

针对企业中普遍存在的非效率投资问题,绝大多数学者都是基于委托代理理论,从公司治理结构设置、股利政策优化、现金流量约束以及负债的结构和期限约束等方面进行机制设计,极少有学者研究法律外替代机制对公司的治理作用。Dyck和Zingales首次将媒体监督引入公司治理研究领域,采用跨国数据研究媒体监督对投资者利益的保护作用,提出媒体监督是除法律之外投资者保护的重要因素<sup>[1]</sup>。可见随着通信网络的迅猛发展,在法律外替代机制中,媒体对公司治理的监督作用已经逐渐得到重视。但迄今为止,笔者尚未发现有文献研究媒体监督与企业非效率投资的关系,以及媒体监督对企业价值的作用。

## 一、文献回顾

媒体监督和公司治理问题研究是近几年的热点。在公司治理方面,企业非效率投资方面的研究已经相当丰富,针对如何解决企业非效率投资问题,学者的研究结论存在较多的争议。大量的学者都

**[收稿日期]**2014-06-18

**[作者简介]**朱学义(1953—),男,江苏通州人,中国矿业大学管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为公司治理与风险管理;谭雪萍(1990—),女,四川遂宁人,中国矿业大学管理学院硕士生,主要研究方向为公司风险管理与投资效率。

是从信息不对称和委托代理问题角度上对企业非效率投资进行研究,主要是从完善公司治理结构角度解决非效率投资问题。如 Stein 指出如今影响企业投资效率的主要因素是信息不对称和委托代理问题,委托代理问题既可能造成投资不足也可能造成投资过度,而信息不对称往往造成投资不足<sup>[2]</sup>。Narayanan 对股票市场上现有股东与潜在股东之间由信息不对称而产生的过度投资问题进行了研究,发现企业外部投资者与内部经营者对项目价值拥有不对等的信息<sup>[3]</sup>。Stiglitz 和 Weiss 指出企业与债权人之间的信息不对称也会导致债权人的逆向选择,由此导致很多信誉较高的企业不能筹集到资金,因此导致投资不足<sup>[4]</sup>。Myers 和 Majluf 提出的啄食顺序理论指出,企业融资更倾向于对企业内部信息敏感度相对较弱的资金来源,当企业选择股票融资时将会因为内外部融资成本差异造成投资不足<sup>[5]</sup>。Jensen 提出的自由现金流量假说指出,每个经理人都会有建造经理帝国的冲动,为了最大化自身的利益,将会把现金浪费在净现值小于零的项目上,因此造成严重的投资过度<sup>[6]</sup>。Narayanan 的研究发现,过于注重自身声誉的管理者将会在投资决策中出现严重的短视倾向,同时还会在决策中出现“羊群现象”,因此造成严重的投资过度<sup>[7]</sup>。

随着信息时代的到来,公众的监督力量越发强大,部分学者开始研究法律外替代机制对公司的治理作用。Craven 和 Marston 指出媒体作为公司的信息载体,向资本市场传递相关信息,对企业的行为已经起到了有效的外部监督作用<sup>[8]</sup>。Dyck 和 Zingales 的研究表明,媒体能有效降低控制权的私人收益,即降低高管的私利动机<sup>[9]</sup>。Miller 认为,媒体能够有效揭示企业的会计丑闻<sup>[10]</sup>。国内研究中,杨继东提出媒体是公司正负信息的披露者,也是金融市场的预测者<sup>[11]</sup>。李培功和沈艺峰详细研究了媒体在公司治理中的作用,发现媒体监督对公司治理以及投资者保护产生了积极的影响<sup>[12]</sup>。醋卫华和李培功的研究发现,大量存在问题的上市公司都在证监会正式介入调查之前被媒体进行了负面报道<sup>[13]</sup>。叶勇等选取了受到监管机构行政处罚的违规公司进行实证分析,并研究了法律环境、媒体监督和代理成本之间的动态关系,发现无论何种上市公司,法律环境的改善都可以降低公司的代理成本,而媒体监督对代理成本的影响在不同股权性质的公司中表现出了差异<sup>[14]</sup>。

对我国国有企业和非国有企业公司治理差异性研究方面,魏明海和柳建华检验了我国 2001—2004 年国有上市公司现金股利政策与企业过度投资之间的关系以及该关系是否受到了治理因素的影响,最终发现公司内部治理结构和外部治理结构的改善都会制约国有企业的过度投资<sup>[15]</sup>。汪平和孙士霞发现我国企业存在严重的过度投资行为,而且国有企业比非国有企业严重<sup>[16]</sup>。叶勇等通过研究国有上市公司与非国有上市公司的法律环境和媒体监督对代理成本的影响,发现在不同股权性质的上市公司中媒体监督对代理成本的影响是不一样的<sup>[14]</sup>。

在有关非效率投资对公司价值的影响研究方面,袁春生和杨淑娥认为,非效率投资是一种不以企业或股东价值最大化为目标却更多地体现了经理目标的投资行为<sup>[17]</sup>。王坚强和阳建军也指出,企业价值的增加从根本上取决于企业的投资决策和投资效率,投资有效率则企业价值增加,投资无效率则企业价值减少<sup>[18]</sup>。刘红霞和索玲玲通过研究会计稳健性对非效率投资和企业价值的影响,最终发现在过度投资组,会计稳健性通过改善投资效率提高了企业价值,在投资不足组,会计稳健性通过恶化投资效率降低了企业价值<sup>[19]</sup>。

综上所述,国内外关于公司治理非效率投资的动因和解决方法的研究虽然不少,但是从法律外替代机制方面进行研究的并不多,而且大量的研究还是集中在代理成本研究,基本没有从媒体监督视角研究企业非效率投资问题,更没有深入地研究媒体监督对公司价值的影响。本文拟运用 2010—2012 年制造业违规上市公司数据研究媒体监督对非效率投资及公司价值的作用,并研究媒体监督作用效果在国有企业和非国有企业间的差异。

## 二、理论分析与研究假设

非效率投资包括投资不足和过度投资。投资不足即因企业放弃净现值为正的投资项目而使债权

人利益受损并进而降低企业价值的现象;过度投资即接受对公司价值而言并非最优的投资机会,尤其是净现值小于零的项目,从而降低资金配置效率的一种低效率投资决策行为。根据信息不对称理论,外部投资者和内部经营者对项目价值拥有不对等的信息,企业与债权人之间也存在信息不对称,这些会导致债权人的逆向选择;根据委托代理理论,所有权和经营权的分离,再加上信息的不对称,经理层为了追求个人利益最大化,往往会利用自身的信息优势进行非效率投资,损害股东和企业的利益。媒体监督,即报纸、刊物、广播、电视等大众传媒对各种违法犯罪、渎职腐败行为所进行的揭露、报道、评论或抨击。作为一种信息的传播媒介,媒体真实、及时的报道不仅能降低企业与利益相关者之间的信息不对称,而且能够通过运用控制公司声誉的能力对公司董事和经理层施加压力,迫使他们尽勤勉义务。由此可见,媒体监督可以有效缓解委托代理问题,提高公司投资效率。基于此,本文提出假设1。

H<sub>1</sub>:媒体监督对上市公司的非效率投资有显著的抑制作用。

Fama 曾指出经理人为了获得更好的就业机会以及更高的薪酬,会十分重视自己的声誉<sup>[20]</sup>。由于自身具有特有的开放性与广泛性,媒体监督主要通过声誉机制对上市公司进行监督。Dyck 等人指出媒体通过声誉机制对公司治理发挥监督作用的前提是私有产权和成熟的经理人市场<sup>[21]</sup>。但是李培功和沈艺峰曾指出,我国目前的国有股权还是公司所有权的主要构成部分,同时我国并没形成成熟的经理人市场<sup>[12]</sup>。陈冬华等通过实证研究发现,国有企业高管享有行政特权和高额的在职消费<sup>[22]</sup>,王珺也发现,国有企业高管通常不会因为经营不善被降低待遇或撤职,而仅仅是调到其他岗位<sup>[23]</sup>,因此声誉机制在对我国国有企业的监督方面所起的作用并不显著。在行政治理机制方面,张建君和张志学的研究表明,对于具有行政职务的国企高管,一旦不当行为遭媒体曝光引起了行政机构的介入,将会影响到其政治前途,因此可迫使该国有企业改正违规行为;对于民营企业,通常它会与当地政府建立关系,如果媒体曝光引起了行政机构的注意,势必会损害其与政府的关系,以致影响到未来的发展<sup>[24]</sup>。由此可见我国媒体对国有企业和民营企业的监督作用有较大的差异,国有企业与民营企业之间所有权的差异、高管的背景差异以及市场竞争力的差异决定了媒体曝光的负面新闻对于民营企业将会产生更大的影响,基于此,本文提出假设2。

H<sub>2</sub>:媒体监督对非国有上市公司的非效率投资有更加显著的抑制作用。

企业价值即企业预期现金流量现值,包括股权价值和债务价值。根据股东权益最大化理论,企业的经营应以股东权益最大化为最终目标,以保护股东的权益。投资不足会降低资金利用率,投资过度会损害企业现金流量,因此非效率投资会降低企业价值。而媒体监督可以有效缓解企业非效率投资,迫使经理层做出正确的投资决策,可以合理保证企业价值不被损害,最终确保股东价值最大化。因此可以推断出媒体监督将会降低非效率投资对企业价值的损害。基于此,本文提出假设3。

H<sub>3</sub>:媒体监督可以有效抑制企业非效率投资对企业价值的损害。

### 三、样本选择与研究设计

#### (一) 样本选取与数据来源

本文选取2010—2012年受到监管机构处罚的制造业上市公司作为研究样本,并将2009年相关数据作为滞后一期数据,采用该方法可以有效避免样本数据的内生性,更能体现媒体监督的治理效果。之所以选择制造业上市公司作为样本是由于制造业上市公司数量多、规模大,而且制造业上市公司固定资产投资比例大、资产专用性较强,有较强代表性。为了保证数据的有效性,本文对样本进行了如下筛选:(1)删除模型中所需变量数据缺失或异常的公司样本<sup>①</sup>;(2)删除2009年及以后上市的公司样本。本文最终得到382个样本。样本分布情况如表1所示。本文的违规数据及财务数据来自

<sup>①</sup>本文所删除的异常数据为与平均值的偏差超过三倍标准差的高度异常测定值,包括财务指标为负数或为极大的正数等。

国泰安数据库,并根据和讯网标准行业分类标准筛选出制造业数据。媒体监督数据来自 CNKI 中的《中国重要报纸全文数据库》,并经手工整理而得。

本文使用 Excel 和 SPSS 软件进行数据处理,其中主要用 Excel 软件进行数据排序、筛选、整理和基本统计,用 SPSS 软件进行样本的统计描述与回归分析等。

表 1 样本分布情况

股权性质	2010			2011			2012		
	MS	F	NMS	MS	F	NMS	MS	F	NMS
国有	11	8.87%	16	8	6.25%	5	6	4.62%	7
非国有	58	46.77%	39	71	55.47%	44	88	67.69%	29
合计	69	55.64%	55	79	61.72%	49	94	72.31%	36

注:MS 表示有媒体监督,NMS 表示无媒体监督,F 表示有媒体监督的公司占样本总数的比例。

(二) 模型设计

借鉴 Richardson 的研究<sup>[25]</sup>,本文首先采用模型(1)估计出整体样本的预期投资支出,然后在确定了过度投资与投资不足变量之后,本文使用模型(2)和模型(3)考察媒体监督与非效率投资之间的关系,最后根据公司价值的相关研究,利用本文构建的模型(4)研究非效率投资和媒体监督对企业价值的影响。

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Debt_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 lnsize_{t-1} + \alpha_6 INV_{t-1} + \alpha_7 Return_{t-1} + \alpha_8 ROA_{t-1} + \sum Year + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$OverINV_t = \beta_0 + \beta_1 Media_t + \beta_2 Growth_t + \beta_3 Debt_t + \beta_4 lnSize_t + \beta_5 Div_t + \beta_6 Direpro_t + \beta_7 Czxjl_t + \beta_8 FCF_t + \beta_9 ADM_t + \beta_{10} ORECTA_t + \sum Year + \xi \quad (2)$$

$$UnderINV_t = \beta_0 + \beta_1 Media_t + \beta_2 Growth_t + \beta_3 Debt_t + \beta_4 lnSize_t + \beta_5 Div_t + \beta_6 Direpro_t + \beta_7 Czxjl_t + \beta_8 FCF_t + \beta_9 ADM_t + \beta_{10} ORECTA_t + \sum Year + \zeta \quad (3)$$

$$EBITA = \gamma_0 + \gamma_1 OI + \gamma_2 TOP + \gamma_3 lnsize + \gamma_4 Debt + \sum Year + \sigma \quad (4)$$

其中,模型(1)为预期投资支出模型,模型中变量下标  $t$  和  $t-1$  分别表示当期和滞后一期,模型(1)回归的拟合值与实际投资支出之间的残差即为非效率投资,公式为  $\Delta I = I - I'$ 。当  $\Delta I > 0$ ,为过度投资,当  $\Delta I < 0$ ,为投资不足。模型(1)中的变量含义依次为公司当年实际投资总额  $INV_t$ ,成长机会  $Growth_{t-1}$ ,资产负债率  $Debt_{t-1}$ ,现金持有量  $Cash_{t-1}$ ,上市年数  $Age_{t-1}$ ,公司规模  $Size_{t-1}$ ,上年的实际投资总额  $INV_{t-1}$ ,普通股投资回报率  $Return_{t-1}$ ,会计收益  $ROA_{t-1}$ ,控制变量年份  $Year$ 。具体的变量定义见表 2。

表 2 预期投资支出模型变量设计

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	实际投资支出	$INV_t$	当年构建固定资产、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收回的现金之差/年初总资产
	成长机会	$Growth_{t-1}$	$t-1$ 年营业收入增长率
解释变量	资产负债率	$Debt_{t-1}$	$t-1$ 年资产负债率
	现金持有量	$Cash_{t-1}$	$t-1$ 年货币资金和交易性金融资产/年初总资产
	上市年数	$Age_{t-1}$	截至 $t-1$ 年末的公司上市年龄的自然对数
	公司规模	$lnSize_{t-1}$	$t-1$ 年末的总资产的自然对数
	上年的实际投资总额	$INV_{t-1}$	$t-1$ 年构建固定资产、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收回的现金之差/年初总资产
控制变量	普通股投资回报率	$Return_{t-1}$	$t-1$ 年普通股获利率
	年度	$Year$	虚拟变量,用来控制 3 个年份的影响

模型(2)考察媒体监督与过度投资之间的关系,模型(3)考察媒体监督与投资不足之间的关系。模型(2)和(3)中被解释变量  $OverINV_i$  表示企业投资过度的程度,被解释变量  $UnderINV_i$  表示企业投资不足的程度,这两个变量均为模型(1)所得的回归残差。对于媒体监督变量,本文借鉴叶勇等的度量方法,将上市公司从开始违规到监管机构介入调查时期定义为监督期<sup>[14]</sup>,将监督期内没有媒体负面报道的赋值0,有媒体负面报道的赋值为1,同时统计该期间的媒体负面报道的次数。因此本文选取了有无媒体监督虚拟变量  $Media_1$  作为回归分析解释变量,选取媒体监督次数统计变量  $Media_2$  作为稳健性分析解释变量。根据相关文献的回顾和总结,本文选取了成长能力、资产负债率、企业规模、股利支付率、独立董事比例、筹资现金流、自由现金流、管理费用率、大股东占款等公司治理变量作为控制变量,同时还控制了年度虚拟变量。具体变量定义见表3。

表3 媒体监督与非效率投资关系模型主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	过度投资	$OverINV_i$	预期投资支出模型中大于0的回归残差
	投资不足	$UnderINV_i$	预期投资支出模型中小于0的回归残差
解释变量	媒体监督	$Media_i$	$i=1$ 时,为虚拟变量,有媒体负面报道赋值1,无媒体负面报道赋值为0; $i=2$ 时,表示媒体报道次数
	成长机会	$Growth_t$	$t$ 年的营业收入增长率
	资产负债率	$Debt_t$	$t$ 年的资产负债率
	公司规模	$lnSize_t$	$t$ 年末的总资产的自然对数
	股利支付率	$Div_t$	$t$ 年的股利支付率
控制变量	独立董事比例	$Direpro_t$	$t$ 年董事会中独立董事所占比例
	筹资现金流	$Czxl_t$	$t$ 年筹资活动产生的现金流量净额与年初总资产的比值
	自由现金流	$FCF_t$	$t$ 年的净利润与折旧摊销之和与年初总资产的比值
	管理费用率	$ADM_t$	$t$ 年末管理费用占主营业务收入的比例
	大股东占款	$ORECTA$	$t$ 年末其他应收款占总资产的比例
	年度	$Year$	年度虚拟变量,共3个

模型(4)通过分别对有媒体监督( $Media_1 = 1$ )和没有媒体监督( $Media_1 = 0$ )的样本进行回归,考察非效率投资、媒体监督对企业价值的作用。其中  $EBITA$  为公司价值的替代变量,本文同时将  $ROA$  作为稳健性分析因变量。借鉴辛清泉的做法<sup>[26]</sup>,本文用  $OI$  代替非效率投资,将前文的效率模型的残差绝对值按大中小分为三组,将残差最大和最小的组定义为非效率投资组,赋值  $OI = 1$ ,将残差处于中间的一组定义为效率投资组,赋值  $OI = 0$ 。同时根据相关研究,本文还控制了第一大股东持股比例  $TOP$ 、公司规模  $lnsize$ 、资产负债率  $Debt$  以及年度  $Year$ 。

## 四、实证结果与分析

### (一) 非效率投资水平描述性统计

本文对模型(1)进行回归并计算出每个样本的残差值,衡量样本数据的过度投资和投资不足的程度。将模型(1)回归拟合值的残差序列分别按照大于零和小于零区分为投资过度组和投资不足组,其中投资过度组的样本数为186,投资不足组的样本数为196。可见由于国际经济形势不景气<sup>①</sup>,我国制造业上市公司近几年的非效率投资总体上表现为投资不足<sup>②</sup>。

①2007—2009年美国次贷危机爆发并演变为全球金融危机,蔓延到实体经济后,导致诸多大型金融机构倒闭,并且严重冲击了我国制造业产品销售市场和资本市场的现金流。同时2010年希腊主权债务危机爆发,并向欧洲其他国家扩散,欧元持续贬值,中国外部经济环境也受到极大影响。

②由于篇幅所限,本文没有将模型(1)预期投资支出模型的具体回归结果列出,感兴趣的读者可以向笔者索要。



表4为投资过度和投资不足的描述性统计结果。从表4中可见,在投资过度样本中,国有企业的残差均值大于非国有企业,且波动较大,而在投资不足的样本中,国有企业残差均值小于非国有企业,且波动小于非国有企业,说明近几年国有企业普遍存在投资过度的情况而非国有企业普遍存在投资不足的情况。

表4 非效率投资水平的描述性统计

样本组	N	极小值	极大值	均值	标准差
全样本	186	0.000288	0.47677	0.058	0.076
投资过度 国有企业	25	0.001061	0.27622	0.066	0.080
非国有企业	161	0.000288	0.47677	0.057	0.075
全样本	196	-0.839557	-0.00016	-0.039	0.061
投资不足 国有企业	28	-0.174615	-0.00284	-0.034	0.039
非国有企业	168	-0.839557	-0.00016	-0.040	0.063

(二) 媒体监督与非效率投资模型回归分析

本文采用多元线性回归分析方法对模型(2)和模型(3)进行实证检验,具体回归结果见表5。为了考察不同的股权性质下媒体监督对企业非效率投资的影响,本文将样本分为国有企业组和非国有企业组并分别进行回归,检验媒体监督对非效率投资影响在国有企业和非国有企业中的差异性。本文分别列出了国有企业与非国有企业中媒体监督与非效率投资之间的关系,具体结果见表6。

表5 媒体监督与非效率投资的回归结果

变量	投资过度		投资不足	
	(1)	(2)	(3)	(4)
常量	-2.106*** (-3.397)	-2.099*** (-3.415)	-2.763*** (-4.784)	-2.763*** (-4.869)
Media <sub>1</sub>	-0.046*** (-2.874)		-0.052** (2.216)	
Media <sub>2</sub>		-0.035** (-1.98)		-0.042** (2.474)
Growth <sub>t</sub>	-0.116 (-1.611)	-0.128* (-1.783)	-0.053*** (-3.554)	-0.051*** (-3.455)
Debt <sub>t</sub>	-0.125*** (-6.599)	-0.082*** (-6.356)	-0.245*** (-12.927)	-0.216*** (-12.681)
lnSize <sub>t</sub>	-0.145*** (5.102)	-0.143*** (5.064)	-0.141*** (5.795)	-0.142*** (5.895)
Div <sub>t</sub>	-0.028 (-0.956)	-0.032 (-1.016)	0.019 (0.657)	0.022 (0.763)
Direpro <sub>t</sub>	-0.269* (-1.734)	-0.202 (-1.593)	0.109 (0.21)	-0.011 (-0.022)
Czxjl <sub>t</sub>	0.202*** (30.771)	0.205*** (31.139)	-0.335** (-2.154)	-0.363** (-2.385)
FCF <sub>t</sub>	0.175 (1.582)	0.178 (1.603)	-0.173 (-0.485)	-0.211 (-0.607)
ADM <sub>t</sub>	-0.094 (-0.266)	-0.071 (-0.202)	0.086 (0.877)	0.084 (0.88)
ORECTA	0.171 (0.707)	0.195 (0.792)	-0.162 (-0.887)	-0.011 (-0.022)
Year <sub>1</sub>	控制	控制	控制	控制
Year <sub>2</sub>	控制	控制	控制	控制
NO. s	186	186	196	196
调整后 R <sup>2</sup>	0.935	0.936	0.501	0.515
F 值	223.096	227.406	17.342	18.278

表6 媒体监督与非效率投资模型分组回归结果

变量	国有企业组	VIF <sub>1</sub>	非国有企业组	VIF <sub>2</sub>
常量	-2.326 (-1.679)		-3.593 (-6.796)	
Media <sub>1</sub>	-0.026** (-2.171)	1.827	-0.058** (-2.244)	1.018
Growth <sub>t</sub>	-0.05*** (-2.719)	1.222	-0.326*** (-4.744)	1.187
Debt <sub>t</sub>	-0.308*** (-3.698)	2.141	-0.456*** (-18.416)	1.078
lnSize <sub>t</sub>	0.117** (2.202)	1.829	0.205*** (8.893)	1.235
Div <sub>t</sub>	-0.285 (-0.879)	2.389	0.003 (-0.038)	1.048
Direpro <sub>t</sub>	0.146 (0.542)	1.241	-0.112 (-0.265)	1.027
Czxjl <sub>t</sub>	0.171*** (39.625)	1.265	0.179*** (8.948)	1.131
FCF <sub>t</sub>	-0.088 (-0.089)	1.461	0.050 (1.602)	1.307
ADM <sub>t</sub>	0.149 (0.306)	2.008	0.026 (0.255)	1.334
ORECTA	-0.296 (-1.117)	2.125	-0.267 (-0.351)	1.075
Year <sub>1</sub>	控制	2.183	控制	1.462
Year <sub>2</sub>	控制	1.703	控制	1.403
NO. s	53		329	
调整后 R <sup>2</sup>	0.973		0.617	
F 值	159.732		44.955	

注:括号里报告的是t统计量,\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%、10%的显著性水平(双尾)。下同。

表5中第(1)列和第(2)列的因变量为投资过度,第(3)列和第(4)列的因变量为投资不足,表5第(2)列和第(4)列为稳健性分析。表5中多元回归分析检验了多重共线性的方差膨胀因子VIF值,结果显示4次回归的VIF值均远小于10,容忍度均远大于0.1<sup>①</sup>,说明模型中各变量之间不存在多重共线性问题。由表5可知,有无媒体监督变量 $Media_1$ 与投资过度和投资不足都是显著负相关关系,且分别在1%和5%的水平下显著。这说明在这些违规企业中,相比于没有媒体监督的企业,有媒体监督的企业的过度投资和投资不足都得到了一定的抑制和缓解,假设1得到了验证。同时媒体监督次数 $Media_2$ 与投资过度和投资不足也是显著负相关关系,且都在5%水平下显著,因此更加证实了媒体监督越多,则企业非效率投资的现象越少,这也充分证明了媒体监督在公司治理和投资者利益方面起到了很好的作用。在控制变量中,成长能力和投资不足表现为较强的负相关性,且在1%水平上显著,说明企业成长能力越好,企业投资不足的行为就越少。同时资产负债率变量与投资过度和投资不足都表现为较强的负相关性,说明资产负债率高的企业更注重投资的风险性,更注重投资效率。公司规模也与投资过度和投资不足呈较强的负相关关系,说明规模越大的企业越注重投资的效率,会尽量避免非效率投资。筹资现金流与投资过度表现为较强的正相关性,而与投资不足表现为较强的负相关性,说明筹资现金流越多的企业过度投资的倾向越高,相反筹资现金流越少的企业越容易出现投资不足。

从表6可知,无论是国有企业还是非国有企业,媒体监督与否都与企业非效率投资显著负相关,且在5%水平上显著,说明媒体监督确实能缓解企业的非效率投资,但是也可看出国有企业中媒体监督与非效率投资之间的负相关性小于非国有企业,该结果说明媒体监督对非国有企业的约束力度大于国有企业,假设2得到证实。控制变量中只有企业成长能力、资产负债率、企业规模以及筹资现金流与非效率投资有较强相关性。

### (三) 媒体监督、非效率投资和企业价值模型回归分析

由表7可知,无论是否有媒体监督,非效率投资都与公司价值 $EBITA$ 呈显著负相关关系,且在1%水平下显著,这说明了非效率投资会损害公司价值,同时可见有媒体监督的情况下,非效率投资与企业价值的负相关程度小于无媒体监督的情况,说明媒体监督可以缓解非效率投资对企业价值的损害,因此假设3得到了证实。控制变量中,第一大股东持股比例与公司价值没有明显的相关性,公司规模与公司价值呈显著的正相关,资产负债率与公司价值呈显著负相关,即资产负债率越高,财务风险越大,将会损害公司价值。用 $ROA$ 代替 $EBITA$ 做稳健性检验时,非效率投资仍与公司价值 $ROA$ 呈显著负相关,同时控制变量中,第一大股东持股比例与公司价值没有明显的相关性,公司规模与公司价值呈显著的正相关,资产负债率与公司价值呈显著负相关,该回归结果同样证明了媒体监督可以缓解非效率投资对企业价值的损害,因此本文设计的模型具有一定的稳健性。

表7 媒体监督与公司价值的回归分析及稳健性分析

变量	EBITA		ROA	
	$Media_1 = 0$	$Media_1 = 1$	$Media_1 = 0$	$Media_1 = 1$
常量	-0.165 (-1.534)	-0.184 (-1.934)	-0.177 (-1.703)	-0.187 (-2.112)
$OI$	-0.074 *** (3.102)	-0.044 *** (2.723)	-0.075 *** (3.239)	-0.038 ** (2.498)
$TOP$	0.048 (0.976)	-0.021 (-0.514)	0.055 (1.152)	-0.032 (-0.827)
$lnsize$	0.011 ** (2.119)	0.015 *** (3.162)	0.012 ** (2.341)	0.015 *** (3.477)
$Debt$	-0.092 *** (-4.191)	-0.173 *** (-7.883)	-0.13 *** (-6.101)	-0.206 *** (-10.054)
$Year$	控制	控制	控制	控制
NO. s	140	242	140	242
调整后 $R^2$	0.142	0.219	0.239	0.300
F 值	4.835	12.283	8.286	18.237

①由于篇幅所限,本文没有列出各变量的具体容忍度和VIF值。

## 五、研究结论

本文选取我国 2010—2012 年受到监管机构处罚的制造业违规上市公司作为研究对象,就媒体监督对制造业企业非效率投资行为以及企业价值的影响进行了理论分析和实证研究,具体研究了样本的非效率投资情况、媒体监督与非效率投资的关系、媒体监督作用在国有企业与非国有企业中的差别、媒体监督与企业价值的关系。本文得出如下结论:

第一,依据预期投资支出模型,我们发现 2010—2012 年我国制造业上市公司普遍存在投资不足的现象,总体的原因可能是因为近几年受到国际金融危机的冲击,我国制造业企业为了防范风险,普遍缩小了投资规模。

第二,通过对媒体监督与非效率投资关系的研究,我们发现是否有媒体监督与投资过度和投资不足均显著负相关,同时媒体监督的次数也与投资过度和投资不足显著负相关,说明媒体监督确实可以降低企业的代理成本,缓解企业的非效率投资,而且媒体曝光的负面新闻越多对于企业的约束越明显。

第三,在对国有企业和非国有企业进行分组分析时,我们发现媒体监督对国有企业和非国有企业的非效率投资都有较明显的约束,但是其对非国有企业的约束更加明显,主要的原因可能是国有企业大多都拥有较大市场份额,抗风险性较强,同时国有企业高管普遍具有的政治关联使得媒体监督对国有企业的发展以及国有企业高管的政治生涯的影响相对较小,而非国有企业市场份额较小,抗风险能力弱,媒体负面报道将会使其迅速失去市场份额,损害其与地方政府之间的政治关联,使其很难顺利发展。因此媒体监督对非国有企业的约束力更强。

第四,通过将非效率投资分组,就媒体监督对企业价值的影响进行研究,我们发现不管有无媒体监督,企业非效率投资对企业价值的损害都是很明显的,但是有媒体监督时非效率投资对企业价值的损害会得到抑制。

因此,针对上市公司中普遍存在的非效率投资问题,相关制度设计者不仅要关注企业自身的特征和内部治理因素,还要充分利用媒体的监督作用,通过设计与企业声誉相关联的奖惩激励机制,约束高管的非效率投资行为。媒体监督作用发挥的关键是法律环境的营造,政府需要强化媒体的社会责任,为媒体的发展提供较宽松的环境,特别是国有企业更要设置对高管违规更严厉的处置制度,这样才能使媒体的声誉机制充分发挥作用,缓解非效率投资对企业价值的损害,以更好地保护股东的利益。

### 参考文献:

- [1] Dyck A, Zingales L. The corporate governance role of the media[R]. National Bureau of Economic Research, 2002.
- [2] Stein J. Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior[J]. Quarterly Journal of Economics, 1989, 104: 655 - 669.
- [3] Narayanan M P. Debt versus equity under asymmetric information[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1988, 23: 39 - 51.
- [4] Stiglitz J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. The American economic review, 1981, 71: 393 - 410.
- [5] Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of financial economics, 1984, 13: 187 - 221.
- [6] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American economic review, 1986, 76: 323 - 329.



- [7] Narayanan M P. Managerial incentives for short-term results[J]. The Journal of Finance, 1985, 40: 1469 - 1484.
- [8] Craven B M, Marston C L. Investor relations and corporate governance in large UK companies[J]. Corporate Governance: An International Review, 1997, 5: 137 - 151.
- [9] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: an international comparison[J]. The Journal of Finance, 2004, 59: 537 - 600.
- [10] Miller G S. The press as a watchdog for accounting fraud[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44: 1001 - 1033.
- [11] 杨继东. 媒体影响了投资者行为吗——基于文献的一个思考[J]. 金融研究, 2007(11): 93 - 102.
- [12] 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.
- [13] 醋卫华, 李培功. 媒体监督公司治理的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012(4): 33 - 42.
- [14] 叶勇, 李明, 黄雷. 法律环境、媒体监督与代理成本[J]. 证券市场导报, 2013(9): 47 - 53.
- [15] 魏明海, 柳建华. 国企分红, 治理因素与过度投资[J]. 管理世界, 2007(4): 88 - 95.
- [16] 汪平, 孙士霞. 自由现金流量、股权结构与我国上市公司过度投资问题研究[J]. 当代财经, 2009(4): 123 - 128.
- [17] 袁春生, 杨淑娥. 经理管理防御下的公司财务政策选择研究综述[J]. 会计研究, 2006(7): 77 - 82.
- [18] 王坚强, 阳建军. 基于 DEA 模型的企业投资效率评价[J]. 科研管理, 2010(4): 73 - 80.
- [19] 刘红霞, 索玲玲. 会计稳健性、投资效率与企业价值[J]. 审计与经济研究, 2011(5): 53 - 63.
- [20] Fama E F. Agency problems and the theory of the firm[J]. The Journal of Political Economy, 1980, 88: 288 - 307.
- [21] Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: evidence from Russia[J]. The Journal of Finance, 2008, 63: 1093 - 1135.
- [22] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005(2): 92 - 101.
- [23] 王珺. 双重博弈中的激励与行为——对转轨时期国有企业经理激励不足的一种新解释[J]. 经济研究, 2001(8): 25 - 29.
- [24] 张建君, 张志学. 中国民营企业家的政治战略[J]. 管理世界, 2005(7): 94 - 105.
- [25] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11: 159 - 189.
- [26] 辛清泉, 林斌, 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究, 2007(8): 110 - 122.

[责任编辑: 杨凤春]

## Media Supervision, Inefficient Investment and Corporate Value: Evidence from Chinese Manufacturing Industry

ZHU Xueyi, TAN Xuemei

**Abstract:** This paper studies the dynamic relationship among media supervision, inefficient investment and corporate value based on violations of the manufacturing listed companies subject to regulatory penalties from 2010 to 2012. The results show that: the listed companies are mostly under-investment; the media supervision has significantly negative correlation with the inefficient investment, the media supervision can decrease the inefficient investment obviously; no matter in state-owned companies or in non-state-owned companies, the media supervision can decrease the inefficient investment, and it can restrain the inefficient investment of non-state-owned companies more obviously; the media supervision can restrain the inefficient investment to damage the corporate value, and so to protect the interests of shareholders.

**Key Words:** media supervision; over-investment; under-investment; corporate value; investment efficiency; protection of investors' interest; manufacturing industry; listed company in infringement; inefficient investment