

媒体治理、内部控制对国企投资的影响

伍中信^{1,2}(博士生导师), 徐小航¹

(1.湖南大学工商管理学院, 长沙 410082; 2.湖南财政经济学院, 长沙 410205)

【摘要】本文以2009~2014年中国国有上市公司为样本,基于内外部治理的视角,研究内部控制与媒体治理对我国国企投资行为的影响,结果表明:内部控制与媒体治理在抑制企业投资中的扩张行为上存在互补关系,能够有效地抑制企业的投资规模,两者的整合将成为公司治理的重要途径之一。优化公司治理机制、加强内部控制以及完善媒体的外部监督职能是约束高管扩张性投资行为的有效途径,从而在一定程度上抑制国企高管在投资中的寻租、腐败行为,这也是国有企业改革亟需解决的问题。

【关键词】媒体治理; 内部控制; 投资行为; 投资效率; 国企改革

一、引言

在资本市场高速发展的二十几年中,上市公司财务造假被曝光的事件层出不穷,媒体治理已成为监督上市公司的一种重要方式。与此同时,国有企业投资决策中的腐败案件更是层出不穷。国内监管机构相继出台的一系列关于内部控制的政策规范表明,强化企业内部控制已成为我国提高公司治理水平的重要手段之一。通过媒体监督,结合企业自身内部控制的一系列制度安排来提高企业的经营效率和效果,能够更有效地使国有企业发现并解决问题,最终持续健康地发展。

国有企业作为经济建设的微观主体,在政府政绩以及自身绩效考核的双重压力下,往往追求快速发展与做大做强。而其“一把手”在任期内,通常具有强烈的投资冲动来实现其自身短期绩效,从而偏好于扩大规模的“面子工程”,而产能是否过剩的问题并不由本届高管担责和解决。国有企业多数为以国计民生为主的传统行业,短期强有力的规模扩张使产能过剩的情况在部分行业极为严重,导致其投入产出效率低下,企业业绩乃至行业业绩严重下滑,从而透支了中国经济发展的潜力。在这种情况下,研究内部控制和媒体监督意义重大。内部治理的好坏,管理制度的优劣,决定着企业发展的前景;媒体监督的强弱,关系着国有企业重大决策的实施和内部管理机制的透明度,有效地制约国有企业高管的寻租行为。本文将从公司内外部治理机制相结合的角度,考察能否通过媒体治理与内部控制约束国企投资行为。

二、文献回顾与假设提出

高管作为企业发展战略的制定者,对公司的投资决策有着决定性作用。在理想的情况下,管理者以实现企业价值最大化作为唯一的准绳,来决定企业是否进行某一

项投资(卢馨等,2014)。但是由于“两权”分离使得“理性”经理人更关心投资的“规模私利”而非“规模经济”(Conyon & Murphy, 2000)。管理者这种追求投资规模而非投资效率的行为被称为“经理帝国主义”。通过不断地投资新项目,管理者可以拥有更多的“可控制资源”,从中攫取的私有收益也更多,同时也会获取更多的控制权以及升迁的机会。通过梳理以往的文献和研究结论我们发现,导致企业非效率投资的主要原因之一是股东与管理者之间的信息不对称和代理问题。因此,本文尝试从媒体治理与内部控制两方面对高管所做出的不恰当投资行为进行有效的控制,缓解信息不对称和代理问题,从而有效抑制企业的盲目扩张行为。

(一)媒体治理与企业投资

陈志武(2005)将上市公司监督制度划分为五个层次:董事会、证券市场参与者、媒体、行政监管、司法诉讼,其中媒体治理被认为是一种效率较高的外部公司治理机制,媒体借助外部监督机制与声誉机制,在公司治理中得到广泛的认可(李焰、秦义虎,2011;孔东民等,2013)。国外学者认为媒体能有效地减少高管的私人收益(Dyck & Zingales, 2004),高管认为媒体批评会对其声誉带来极大的威胁,媒体监督的信息传播机制能够强化声誉机制的惩罚效果(Harris Interactive, 2002)。媒体对高管行为具有较强的监督与约束力,可以通过声誉机制发挥外部监督的作用,对高管薪酬产生影响(Luo H. et al., 2013)。同时, Qi et al. (2013)也发现媒体曝光率较高的上市公司其高管的盈余操纵行为较少。国内研究从提高政府效率、减少腐败、纠正上市公司违规行为等方面证明了媒体监督的公司治理功能(李培功、沈艺峰, 2010)。权小锋、吴世农(2012)指出,媒体关注具有深度治理效应,可以有效抑制

高管主观的盈余操纵行为,提高会计信息质量与市场盈余构成信息的定价效率。媒体监督作为一种“自我约束”机制,已成为正式监督机制的必要补充。

在企业投资中,媒体主要通过两个渠道影响企业的投资行为:第一,信息效率观。媒体作为一种信息中介,能够降低资本市场的信息不对称(Bushee et al., 2010),提高企业的投资效率。第二,有效监督观。通过声誉机制发挥监督作用,改善公司治理环境,减少代理问题,限制高管的投机行为,提高企业投资效率。

Ming Jian & Kin Wai Lee(2011)发现获得媒体报道较多的CEO注重长期的声誉积累,在投资时会减少那些短期现金流入较多而长期内现金流入较少的项目,声誉机制能够起到自动约束CEO短视行为的作用。而我国国企高管多在政府中有一定职位,其职位的升迁更容易受职业声誉的影响,媒体通过其声誉机制能够更加有效地约束国企高管行为。Liu B. & McConnell J.J.(2013)研究发现,媒体对上市公司关注度能够影响高管的并购决策,促使高管放弃有损公司价值的并购行为,即使是有政治关联背景的高管,其投资行为也会被强大的社会舆论所约束(吴超鹏, 2012),从而提高公司治理水平。张建勇等(2014)研究发现,媒体报道尤其是正面报道数量越多,投资行为越被关注。根据有效监督观(Liu B. & McConnell J. J., 2013)和信息效率观(Bushee et al., 2010),媒体报道可以改善由企业过度投资产生的非效率投资行为。

综上,提出假设1:在其他条件一定的情况下,媒体关注度越高,企业扩张投资的程度越小。

(二)内部控制与企业投资

我国国有企业“所有者缺位”导致严重的内部控制问题,这为高管建立“企业帝国”提供了深厚的土壤。面对企业普遍存在的“高投资—低效率”行为,企业必须寻求有效治理机制来提高资金的使用效率。作为公司治理体系的重要组成部分之一的内部控制,能在一定程度上缓解公司内外部信息不对称问题,提高代理效率,降低代理成本,从而控制和预防高管做出不恰当的投资决策。内部控制作为企业一种内在制度安排(郑军等, 2013),其激励制度促进高管以投资者利益为中心合理地把握和选择投资机会(伍中信等, 2015),其监督制度能防范高管以权谋私。郭晓果(2011)指出,国企高管产生腐败的关键因素是内部控制管理体系的薄弱,这些企业往往缺乏健全的内部控制制度以及政府和相关监管机构的监督。

健全有效的内部控制体系能够在企业内形成相互制约、相互监督的制衡机制,使得高管的自利行为在一定程度上受到限制(卢锐等, 2011)。Hope & Thomas(2008)发现较低质量的内部控制会减少股东对高管行为的监督,使高管有机会进行“帝国建立”,这就需要在企业内部建立一套制约高管行为的机制(赵息、张西栓, 2013)。而且,

内部控制质量的提高,能够增加上市公司信息披露的范围和力度,有助于降低信息不对称程度,减轻因信息不对称滋生或助长的代理问题(黄寿昌、李芸达, 2010),从而对高管行为进行有效制约,使他们的侵占行为“无处藏身”。如果企业缺乏有效的内部制度安排,高管更有可能偏离正常投资水平(李万福等, 2011;刘焱, 2014),进行“帝国建立”。内部控制质量与国有企业的投资效率显著正相关(孙慧、程柯, 2013)。由此可以看出,内部控制制度的建立和深化将促进公司治理结构的完善,加强企业内部控制制度建设是提高公司投资效率的重要途径之一,内部控制可以减少信息不对称和委托代理问题,使高管在进行投资时做出比较科学的决策,提高投资效率。

综上,提出假设2:在其他条件一定的情况下,内部控制的有效性越高,企业扩张投资的程度越小。

(三)媒体治理、内部控制与企业投资

以往的研究主要集中于研究公司内部治理机制对高管行为的影响,而较少考虑利用外部治理约束来达到更好的综合治理效果,两者的相互监督和制约可以促使管理层从企业价值最大化角度进行投资,改善公司治理问题。因而,理想的情况是内外部治理机制实现最佳配合。所以,我们采用互补效应的观点,预期公司内部控制与媒体治理相互补充作用于高管的投资行为。

梁红玉等(2012)指出,媒体监督能够减少高管与股东之间的信息不对称,在降低代理成本上,能有效激活企业内部治理机制,产生“鲍鱼效应”,与诸多内部治理机制形成显著的互补关系;在提高代理效率上,媒体监督与部分内部治理机制表现出显著的替代关系。虽然公司内外部治理机制的侧重点各不相同,但两者呈现出相互依赖、相辅相成又不断互动与变化的关系,如果只是片面地强调任何一方都不能形成有效的公司治理。因为利用单一的公司治理机制所达到的治理效率总是次优的,通过综合使用不同公司治理机制所实现的公司治理效率往往比单一的公司治理机制更高(郑志刚, 2004)。

外部治理机制的有效发挥,可以提高内部治理机制的直接治理效率,而内部治理机制的完善又会提升外部治理机制的治理参与度。因而,不同公司治理机制的整合将成为公司治理的重要途径之一,从而公司治理机制整体形成对高管行为的有效约束。公司内部治理机制与外部治理机制的相互作用对于改善公司治理机制起到积极作用,同样可以约束高管过度投资的机会主义行为。因此,制约高管的投资行为不能仅仅依靠公司的内部治理机制或外部治理机制,而需要两者共同作用,综合考虑中国当前的市场环境,结合企业具体存在的问题,配合使用不同的治理机制。

综上,提出假设3:内部控制与媒体治理具有互补关系,两者的整合效应更能有效抑制企业扩张投资的程度。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取2009~2014年我国国有上市公司作为研究对象,剔除被特别处理的公司、金融行业上市公司、数据缺失及数据异常的上市公司。由于媒体关注指标滞后一期,实际研究窗口为2010~2014年,最终得到4 635个有效样本。研究需要的财务数据来自于CSMAR数据库。

(二)变量选择

1. 被解释变量。本文采取现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金”衡量企业投资,并且采取除以年初总资产的方法进行标准化处理。

2. 解释变量。

(1)内部控制的计量。本文参照刘焱(2014)的做法,选取迪博风险管理技术有限公司发布的中国上市公司内部控制指数来评价公司的内部控制质量。中国上市公司内部控制指数的数据来源于公司年报的财务数据、“公司治理”、“重要事项”以及“内部控制自我评价报告”等,将内部控制目标、内部控制要素及财务数据有机结合,构建模型量化内部控制质量,以准确地反映公司内部控制质量。IC代表(迪博)中国上市公司内部控制指数的自然对数。为避免内生性问题,内部控制指数为滞后一期的数据。

(2)媒体治理的计量。本文采用Fang & Peress(2009)、李培功等(2010)的做法,选取CNKI数据库中8家主流媒体相关报道作为媒体治理的数据,即《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《第一财经日报》、《证券日报》、《经济观察报》、《21世纪经济报道》、《中国经营报》。通过输入上市公司的简称与股票代码,对《中国重要报纸全文数据库》中的全文文献进行内容检索,从而得到媒体对样本公司的报道次数。

为避免内生性问题,收集以上报纸在前一年内有关该公司年报的所有新闻报道,来度量公司的媒体关注水平(戴亦一等,2011)。与Chen et al.(2013)的处理方式一致,本文使用“1+媒体报道次数”的自然对数来衡量“媒体关注度”。

根据Mitchell & Mulherin(1994),Nguyen(2011) & Qi et al.(2013)的研究,从长期来看,不论是正面媒体报道还是负面报道,都有助于公司价值的提升。因此,本文对此不予区分,主要从宏观层面来探讨媒体治理的影响机制与效果。

3. 控制变量。本文控制了年初的投资支出、现金持有量、负债水平、上市年限、盈利能力、股利支付率等对企业投资的影响。行业变量(Industry)根据证监会行业分类标准,共13个行业,设置12个行业哑变量;共统计2010~2014年5年的上市公司数据作为年度变量(Year)。变量名称、符号及其定义如表1所示。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量计量
投资支出	INV	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金)/年初总资产
媒体治理	Media	(1+媒体报道数量)取自然对数
内部控制	IC	内部控制指数取自然对数
去年投资支出	Inv	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金)/年初总资产
资产负债率	Lev	负债/总资产
现金持有水平	Cash	(货币资金+短期投资)/总资产
公司上市年龄	Age	截至年末的公司上市年数
每股收益	Eps	净利润/股本
股利支付率	Divid	每股股利/每股净收益
行业	Industry	根据证监会行业分类标准共13个行业,设置12个行业哑变量
年份	Year	5个年度,设置4个哑变量

(三)模型设定

本文在参考国内外研究文献的基础上,构建如下模型检验本文的假设。其中,模型(1)用来检验假设1、假设2,模型(2)用来检验假设3。

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Media_{i,t-1} + \beta_2 IC_{i,t-1} + \beta_3 CntrlVars + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Media_{i,t-1} + \beta_2 IC_{i,t-1} + \beta_3 Media_{i,t-1} \times IC_{i,t-1} + \beta_4 CntrlVars + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,CntrlVars代表控制变量。

四、实证检验与结果分析

(一)描述性统计

表2 主要变量描述性统计结果

	Mean	Median	Min	Max	Std. Dev.
INV	0.064 8	0.038 9	0.000 01	0.817 9	0.174 4
Media	3.208 9	3.295 8	0	7.162 4	1.254 6
IC	6.206 5	6.537 2	2.194 6	6.903 4	1.427 6
Eps	0.307 3	0.209 8	-4.236 9	13.979 8	0.570 6
Cash	0.168 9	0.136 4	0.002 6	0.999 0	0.124 9
Lev	0.536 5	0.543 6	0.010 3	8.256 4	0.274 2

表2为主要变量的描述性统计结果。可以看出:2010~2014年我国国有企业每年新投资的均值为年初总资产的0.064 8,中位数为0.038 9,两者不存在显著差异。但是投资支出的最大值为0.817 9,而最小值仅为0.000 01,这说明不同企业之间的投资支出的差异较大。媒体治理的均值为3.208 9,媒体报道数量的最小值为0,最大值为7.162 4,其标准差为1.254 6,可见,样本公司之间的媒体报道数量存在较大差异。企业内部控制质量均值为6.206 5,说明内部控制在我国国有企业中的实施质量较好,但是内部控制质量的最小值为2.194,最大值为6.903,最大值

与最小值相差3.15倍,并且标准差达到1.428,说明我国国有企业之间的内控水平差距较大。

(二)相关性分析

表3 相关系数表

	INV	Media	IC	Eps	Divid	Cash	Lev	Age	Inv
INV	1								
Media	-0.061**	1							
IC	-0.086**	0.221**	1						
Eps	0.004	0.295**	0.197**	1					
Divid	-0.011	0.028	0.040**	0.012	1				
Cash	0.111**	0.003	-0.049**	0.184**	0.028	1			
Lev	0.063**	-0.031*	-0.176**	-0.126**	-0.051**	-0.127**	1		
Age	-0.050**	-0.046**	0.045**	0.002	-0.029	-0.065**	0.093**	1	
Inv	0.062**	0.014	0.033*	0.028	-0.001	-0.049**	-0.006	-0.065**	1

注:*,**,***分别表示在10%、5%、1%水平上双边检验显著,下同。

在Spearman相关系数中,媒体报道(Media)和投资支出(INV)的相关系数为-0.061,并且在5%的水平上显著,初步验证了假设1,而内部控制(IC)和投资支出(INV)的相关系数为-0.086,并且在5%的水平上显著,初步验证了假设2。由于各变量间的相关性受到不同样本个体和年份的干扰,因此只能大致给出各变量之间的相互关系,其具体的关系还需要通过进一步回归分析来确定。各个解释变量之间相关系数较小,不存在严重的线性相关。其余变量之间的相关关系见表3。

(三)模型回归分析

为了检验媒体监督与内部控制对企业投资支出的影响,将媒体监督(Media)和内部控制(IC)同时纳入模型进行回归。表4中检验结果显示,媒体监督(Media)和内部控制(IC)系数均为负,且在1%水平上显著,即媒体治理、高水平的内部控制能有效监督管理层的扩张性投资行为。

媒体报道系数显著为负,说明媒体报道通过对高管的投资决策和实施行为进行监督来提高投资的效率与效果,进而抑制企业的投资规模。虽然Core et al.(2008)认为媒体报道不太可能直接导致高管离职,但由于媒体评价提供的信息可以弥补公司已有公开信息的不足,因此对于公司利益相关者而言媒体报道具有一定参考价值,这也是高管应该重视媒体对其的评价的理由之一。因此,媒体报道对高管自身声誉、公司价值都有较大影响,高管也会高度重视媒体报道对公司以及个人声誉可能造成的危害。媒体的监督效力通过声誉机制发挥作用,并且,迫于外界媒体的压力,高管的机会主义行为有所抑制,说明媒体治理是外部治理中的重要一环,即媒体报道次数越多,企业投资规模越小,印证了假设1。

内部控制系数显著为负,说明内部控制质量越高对管理层盲目投资行为的约束力越强。完善有效的内部控制之下,能够在企业内形成相互制约、相互监督的制衡机

制,使得高管行为受到适当的制约,从而提高公司的投资效率和效果,即内部控制质量越高,企业的投资规模越小,假设2得到验证。

为了研究公司内外部治理机制的共同作用对企业投资的影响,本文设置Media×IC交叉变量检验内部控制与媒体治理对企业投资的共同作用。回归结果见下表4。从中可看出,交乘项Media×IC的系数均为正,且在1%水平上显著,这表明媒体的关注、高水平的内部控制的共同治理对我国国有企业管理层在投资中的扩张行为具有更为显著的制约作用。内部控制与媒体关注在抑制管理层投资中的扩张行为上存在互补关系。公司内外部治理机制均可以约束高管过度投资的机会主义

行为。从表4模型(2)中二者交叉项的系数显著为正可以看出,媒体报道系数与内部控制之间存在一定的替代作用。加大内部控制的监管力度,同时配合使用一定的外部治理机制,是对高管投资行为进行监督与制约的一个有

表4 回归结果

模型	模型(1)		模型(2)	
	系数1	VIF	系数2	VIF
Media	-0.008 409 6*** (-3.85)	1.19	-0.007 089 3*** (3.25)	1.20
IC	-0.007 434 8*** (-3.75)	1.15	-0.00 0362 3 (-0.16)	1.56
Media×IC	—	—	0.007 103 1*** (6.05)	1.48
Eps	0.004 178 3 (0.87)	1.20	0.000 762 9 (0.16)	1.22
Dvid	-0.001 116 3 (-0.45)	1.01	-0.001 199 5 (-0.49)	1.01
Cash	0.198 010 3*** (9.01)	1.18	0.196 704 5*** (8.99)	1.18
Lev	0.053 275 4*** (5.45)	1.14	0.046 447 8*** (4.74)	1.16
Age	-0.000 935 4 (-1.56)	1.22	-0.001 003 8* (-1.68)	1.22
Inv	0.046 042 7*** (3.81)	1.03	0.046 318 6*** (3.42)	1.03
Constant	0.034 079 5 (1.25)		-0.039 249 8* (-1.67)	
Industry	Yes		Yes	
Year	Yes		Yes	
Adj-R ²	0.226		0.299	
F-value	10.47***		11.48***	

注:模型(2)中由于将媒体报道Media和内部控制IC的交叉项纳入回归,为了防止产生严重的多重共线性问题,模型(2)中对媒体报道Media和内部控制IC均进行了中心化处理,交叉项为二者中心化后的乘积结果。

效可行的途径,假设3得到验证。

(四)稳健性检验

为进一步检验假设,本文进行了如下稳健性检验:

1. 按照内部控制指数的高低分成两组,大于中位数的为高水平的内部控制,通过分组回归进行比较,在内部控制水平高和低的两组里面媒体报道所起的作用是否存在差异。结果显示:高质量的内部控制能有效抑制企业扩张性投资。

2. 改变投资支出的取值方法,用当年购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金支出占年初总资产比例作为被解释变量进行稳健性测试,得到的结果没有实质性变化。由此说明,本文研究模型的估计结果具有可靠性。

五、研究结论与政策建议

本文从内外部治理机制两个视角扩展现有文献,主要研究内部控制与媒体治理对我国国有企业投资行为的影响,并且进一步检验内部控制与媒体治理之间是否存在互补或者代替的关系。结果显示,完善的内外部治理机制都能监督高管的扩张性投资行为,需要将公司外部媒体监督治理机制和内部控制治理机制有效整合。经上述研究,得出如下三个结论:一是内部控制通过在企业内部形成制衡机制,具有对高管进行监督和约束的功能,从而有效制约高管在投资决策中的寻租行为。二是媒体通过声誉机制的作用,对高管的投资决策和实施行为进行监督来提高投资的效率,同样具有监督与约束高管行为的功能,是一种有效的外部监督机制。三是内部控制与媒体治理综合作用更能对国企高管投资行为进行有效约束,内部控制更侧重于通过企业内部机制管理上限制高管投资行为,媒体治理则是在内部控制失效时及时跟进,通过舆论压力使得社会对其错误投资行为进行修正。

基于以上研究结论,笔者提出以下建议:第一,深化对内部控制的认识。加强内部控制制度建设,形成利益相关者之间的权力制衡机制,完善上市公司治理体制,从而有效约束国企高管盲目扩张投资中的寻租、腐败行为。第二,重视媒体治理的作用。媒体能在一定程度上监督国企高管的投资行为。因此,不仅应当通过建立和完善各种制度,加大对内部控制的监管力度,也应当考虑媒体的外部监督等方式,让高管在公开透明的环境中作出投资决策,从而增加企业的透明度。第三,有效整合内外部治理机制。无论内部治理机制还是外部治理机制,都不可能完全单独地成为公司治理机制的完美替代。不同公司治理机制的整合将成为公司治理的重要途径之一,从而使公司治理机制整体形成对管理层行为的有效约束,也为企业如何更有效地制约管理层在投资中寻租提供更有效的治理路径。

本文的研究结论及建议,一方面,为企业如何约束高管行为提供一些启发,促使企业充分利用这些有利的外

部制约要素,与内部治理机制共同形成一个完善的治理体系,发挥更好的综合治理效果。另一方面,为上市公司选择合适的治理机制提供借鉴,为抑制企业盲目扩大投资规模提供可行的解决思路,进而有效地降低我国企业高管在投资中寻租行为的发生,为完善国企治理机制、提升投资效率做出贡献。

主要参考文献

刘凤委,李琦.市场竞争、EVA评价与企业过度投资[J].会计研究,2013(2).

陈作华.内部控制质量与内部人寻租——基于内部人交易视角的经验证据[J].证券市场导报,2015(5).

Jensen M.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986(2).

郑志刚,丁冬,汪昌云.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[J].金融研究,2011(12).

刘焱.企业生命周期、内部控制与过度投资[J].财经问题研究,2014(11).

卢锐,柳建华,许宁.内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J].会计研究,2011(10).

车韶红,李启航,于林平.内部控制、高管权力与审计费用——基于2009~2012年非金融上市公司数据的经验研究[J].审计与经济研究,2014(4).

李万福,林斌,宋璐.内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制[J].管理世界,2011(2).

Tetlock P. C.. All the News That's Fit to Reprint: Do Investors React to Stale Information[J]. Review of Financial Studies, 2011(5).

权小锋,吴世农.媒体关注的治理效应及其治理机制研究[J].财贸经济,2012(5).

Liu B., Mcconnell J. J.. The Role of the Media in Corporate Governance: Do the Media Influence Managers' Capital Allocation Decisions [J]. Journal of Financial Economics, 2013(1).

Luo H., Liu B., Zhang W.. The Monitoring Role of Media on Executive Compensation [J]. China Journal of Accounting Studies, 2013(2).

李焰,秦义虎,张肖飞.企业产权、高管背景特征与投资效率[J].管理世界,2011(1).

孔东民,刘莎莎,应千伟.公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜[J].管理世界,2013(7).

梁红玉,姚益龙,宁吉安.媒体监督、公司治理与代理成本[J].财经研究,2012(7).

张建勇,葛少静,赵经纬.媒体报道与投资效率[J].会计研究,2014(10).