

富豪上榜是否导致企业非效率投资？ ——对福布斯富豪榜公司的实证研究

周浩明，黄露露

摘要：本文利用企业实际控制人首次登上“福布斯中国富豪榜”事件，考察上榜后富豪所在公司投资行为的变化。媒体的宣传报道会在一定程度上提升富豪公司的知名度，从而缓解企业的融资约束，而上榜者成为公众人物甚至被奉为企业明星，也可能引起其过度自信的心理，从而在投资上过度乐观并可能导致非效率投资；此外，富豪上榜之后为了降低政治成本倾向于进行盈余管理，从而产生非效率投资；通过对比倾向评分匹配样本和运用双重差分模型实证研究发现，与上榜之前相比，富豪公司的上榜确实与随后的非效率投资行为相关联，而多次上榜的企业相对于一次上榜的企业而言，又呈现出更为显著的非效率投资，从而验证了推断的正确性。

关键词：富豪榜；媒体关注；投资效率

中图分类号：F272.91 **文献标识码：**A **文章编号：**1671-0169(2017)04-0128-11

DOI:10.16493/j.cnki.42-1627/c.2017.04.012

一、引言

继福布斯杂志社发布富豪榜以来，各类榜单层出不穷，每年榜单揭晓都引发广泛关注。关于富豪榜的研究，John Siegfried 等学者相继验证了上榜富豪财富的来源，并且把财富与资本市场相联系，发现大约 2/3 的富豪来自白手起家，且这一比例还在持续增加^{[1][2][3][4](P168)}。Malmendier 等基于全球“福布斯 500 强”公司 CEO 投资组合以及公司投资决策数据，研究了过度自信条件下的投资现金流敏感性，得出拥有过度自信 CEO 的公司的投资对现金流有更大的敏感性^[5]。张雅慧等依据富豪榜上榜事件，验证了媒体关注度高的股票收益反而低于媒体关注度低的股票收益的原因^[6]。贺翔等基于福布斯最佳 CEO 排行榜、cctv 年度经济人物等新闻报道，从 CEO 声誉角度研究得出企业家上榜与公司绩效之间存在正相关关系^[7]。从已有文献可以看出，备受媒体关注的企业家上榜事件，对其实际控制的公司有着一定影响。

由于媒体的广泛报道和社会关注的日益增加，其对上榜企业家及其行为的影响越来越大，并对企业投资、市场反应和公众投资者带来一定的影响。媒体的作用主要表现在以下几个方面：

1. 媒体能够缓解企业面临的融资约束，为企业投资提供现金流。Hubbard 研究发现，很多企业面临着较高的融资约束，无法投资那些潜在的收益较高的项目，导致投资不足^[8]。Myers 和

基金项目：国家自然科学基金项目“商业银行小微企业信贷中的信任研究”（71473275）

作者简介：周浩明，中南大学商学院副教授（湖南 长沙 410083）；黄露露，中南大学商学院硕士研究生

Majluf指出市场参与者由于不够了解公司的投资项目, 进一步考虑到公司高管往往存在掩盖公司负面消息的动机, 最终倾向于低估其所在公司的证券价值, 从而提高了权益融资成本^[9]。媒体的关注和报道能够降低资本市场的信息不对称并影响公司在资本市场上的声誉, 因而进一步影响融资成本与融资规模^[10]。Amihud等的研究发现, 证券的高流动性将会降低市场上的融资成本, 并提高股票价格。因此公司高管可以通过向媒体提供有关公司更多更好的消息, 以此增加公司股票的活跃程度, 降低外部资金成本^[11]。郑建明等实证研究得出媒体正面报道能够改善融资环境, 降低公司的融资约束, 从而缓解投资不足或加剧过度投资^[12]。

2. 媒体可以改变企业家声誉, 从而影响投资效率。Dyck等指出媒体的持续关注与跟进报道可以影响公司高管的声誉水平, 使得公司高管倾向于主动改善公司目前的治理现状, 进而提升已经形成的高的声望, 以此增加自身薪资报酬以及拓宽其职业生涯宽度和长度, 而媒体对公司违规行为的及时曝光增大了公司高管接受行政处罚的概率, 此外, 其造成的轰动效应置监管当局于舆论压力之下, 从而可能加大了行政部门的处罚力度^[13]。可见, 媒体可以通过声誉机制发挥约束监督作用, 改善公司治理, 提高投资效率。然而, Sridhar指出部分管理者可能过于维护声誉, 在进行投资的过程中, 会在投资项目之间进行比较, 从而放弃次优的净收益为正的项目, 导致投资不足^[14]。此外, 叶青等研究发现实际控制人首次上榜后, 为了尽量规避或减少政治成本, 会选择降低会计信息质量^{[15][16][17]}。于忠泊得出媒体的广泛报道将会改变资本市场的信息环境, 给公司高管带来了强大的舆论压力, 为了维护自身声誉以及拓展未来的发展规划, 企业高管将会进行应计盈余管理, 以此来满足市场预期^[18]。而低质量的财务报表, 会增加管理层与投资者之间的信息不对称, 进一步阻碍市场参与者以及公司高管对投资机会的识别, 而融资约束的缓解产生的自由现金流, 加大了管理者构建企业帝国等机会主义行为的概率, 从而降低投资效率^[19]。然而刘慧龙等^[20]发现盈余管理未必会导致投资效率的降低。在公司的决策控制权与制定权分离度较高的情况下, 盈余管理程度越高, 公司的投资效率才会越低。

3. 媒体的广泛报道可能会令上榜者产生过度自信的心理, 在融资约束缓解的情况下, 出现非效率投资。Regeester和Larkin指出媒体的过度关注产生的明星光环可能令其产生过度乐观、过度自信的心理偏差, 从而更加独断, 更容易采取冒险行为^[21]。媒体报道尤其是正面报道越多, 企业的投资行为越被关注, 越会导致管理层的过度自信和投资者情绪高涨, 加上融资约束的缓解, 在某种程度上会增加企业的投资程度, 缓解企业的投资不足甚至导致投资过度^[22]。Hayward和Hambric指出在融资约束缓解的情况下, 过度自信的公司高管倾向于对公司的投资项目有乐观预期, 放松对风险的把控, 以至于投资那些原本净现值为负的项目^[23]。Gervais等发现公司的过度投资水平与高管的过度自信程度正相关, 即便用股票期权进行内部激励, 依旧难以有效杜绝投资过度的现象^[24]。

综上, 上榜引致的媒体关注究竟会提升企业的投资效率, 还是会催化更多的非效率投资呢? 目前尚未有相关文献就富豪榜对与富豪个人财富积累密切相关的公司投资决策进行研究。故而本文针对实际控制人登陆富豪榜这一事件, 从媒体关注的视角探究其对公司投资决策的影响, 并进一步对其影响路径进行了探讨。

本文其余部分安排如下: 第二部分研究设计, 包括提出研究假设、样本来源以及基本统计; 第三部分为模型、实证分析; 第四部分为实证检验; 最后是本文的结论。

二、研究设计

(一) 研究假设

富豪榜引致的媒体关注可以牵引社会舆论形成企业家声誉, 而良好的声誉意味着出色的领导管

理能力，能够更加合理地进行投资。此外，媒体报道有可能通过揭示更多的内部消息或暴露公司治理问题，引起监管部门的注意，增加问题被发现的概率，从而提高公司改正治理违规事项的可能性^[13]，如果上榜者出现谋取私利的行为，媒体报道也会引起行政部门介入，增加了其法律风险。因此，从这个意义上讲，媒体的报道能够有效约束管理者的机会主义行为，抑制过度投资行为，提高企业投资的效率。故而本文提出如下研究假设：

H1a：富豪上榜与企业的非效率投资水平呈现负相关关系。

然而，部分管理者可能过于维护声誉，会更加谨慎地进行投资，从而放弃次优的净收益为正的項目，导致投资不足^[14]。甚至好的声誉未必代表着优秀的领导能力，相反媒体过度关注产生的明星光环可能令其更加独断，采取冒险行为^[21]。媒体的大量报道可能导致管理者过度自信，在融资约束缓解的情况下，呈现出过度投资，降低投资效率。另外，为了迎合市场对明星企业家的高预期或者降低政治成本，富豪在上榜之后倾向于进行盈余管理，从而抛售被高估的股票而获利，而低质量的财务报表又增加了管理者与公司股东、债权人之间的信息不对称，缓解的融资约束，增加了其构建企业帝国的动机，导致过度投资。此外，张正勇等研究发现富豪上榜之后，为了维护甚至提高所在公司的声誉，将会积极履行社会责任^[25]。在我国目前就业形势严峻的情形下，促进就业是企业社会责任的首要内容，而明星企业同时担负着政府更多的期盼，因此，有外部的推动力进行一些投资来改善就业现状。据此本文提出以下对应的研究假说：

H1b：富豪上榜与企业的非效率投资水平呈现正相关关系。

（二）样本选取

本文研究收集了1999年至2015年福布斯中国富豪榜前100位上榜者的榜单资料，榜单数据来自福布斯中文网。用到的财务数据均来自WIND数据库。分析工具为Statal2.0统计软件。依据WIND数据库中上市公司实际控制人名称来与上榜富豪名字进行匹配，辅助查证企业年报等信息，最终确认上榜者是否实际控制该公司。我们采用以下筛选标准：首先是在沪深A股上市的公司；其次，为了使上榜者与股票达到一对一匹配，我们选取由上榜人所控股的、最早上市的公司作为样本；最后，由于无法得到企业上市前的财务数据，最终选择了那些“公司上市在先、登上富豪榜在后”的样本。在剔除数据缺失样本后，共获得A股股票样本72家富豪公司，从上市年度到2015年的财务数据，合计1251个观测值。

为避免时间序列上如经济周期等相关因素的干扰，本文通过倾向评分匹配法为样本股票匹配未上榜股票作为对照组。通过抽取与实验组背景条件最为相近的控制样本，以此排除其他相关因素的影响，达到更纯净的检验结果。本文参考Malmendier等的做法，在控制了行业和年份的基础上，从公司规模、资产报酬率、主营业务收入增长率、公司市值、托宾Q值、资产负债率和考虑现金红利的年个股收益率7个维度，按照同一行业、同一年度进行一对一匹配，分别反映了资产规模、盈利能力、风险水平、成长性、资本结构等方面^[26]。

因福布斯中国富豪榜的公布时间为10月至11月之间，在此我们采用上一年的财务数据指标进行匹配。首先我们考察所选取的匹配指标对上榜是否有影响。以是否上榜为因变量对匹配指标进行logit回归，从表1可以

表1 上榜与否的影响因素

匹配指标	系数	Z统计量
企业规模	-1.33	-2.88***
资产收益率	5.07	2.12**
总市值	1.80	3.60***
资产负债率	0.86	2.21**
主营业务收入增长率	0.29	1.95**
托宾Q值	-0.24	-2.51**
考虑现金红利的再投资个股收益率	0.48	2.29**
行业	控制	
年度	控制	
Adj. R ²	0.146	

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平下显著。

看出本文选取的匹配指标均是上榜与否的影响因素, 其中企业规模和总市值更是在 1% 的水平下显著, 说明本文根据这些变量匹配得到的样本, 可以有效地降低其他因素对上榜效果的干扰。

首先就上榜的相关影响因素, 在上榜样本与沪深 A 股中全部未上榜样本之间进行均值差异 T 检验分析 (如表 2 所示)。可以看出富豪公司与全样本未上榜公司相比, 除了财务杠杆没有显著差异之外, 在其余公司的各个方面存在显著的不同。因此对全样本进行验证难免有失偏颇, 有必要对样本进行匹配。接着从匹配样本的对比结果来看, 两组样本的 P 值没有呈现出显著的差异性, 甚至在资产规模方面 P 值达到了 0.86, 即实现了实验组与对照组在资本结构、盈利能力、风险水平、成长性、资产规模等方面均没有显著差异, 这说明两组样本上榜的可能性相同, 即达到了理性的匹配结果。

表 2 匹配结果描述性统计

变量名称	上榜 (实验组)		未上榜 (全样本)		未上榜 (对照组)		全样本均值 差异 P 值	对照组均值 差异 P 值
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差		
企业规模	21.15	0.11	21.43	1.30	21.12	0.13	0.07*	0.86
资产收益率	0.08	0.01	0.04	0.08	0.07	0.01	0.00***	0.73
总市值	15.29	0.13	14.76	1.26	15.08	0.13	0.01***	0.25
资产负债率	0.42	0.03	0.48	0.25	0.45	0.03	0.29	0.52
主营业务收入增长率	0.28	0.06	0.21	0.59	0.44	0.10	0.05**	0.17
托宾 Q 值	3.26	0.35	2.00	1.71	3.94	0.58	0.00***	0.31
个股收益率	0.36	0.10	0.25	0.74	0.57	0.18	0.06*	0.31

注: *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。

(三) 变量定义

1. 非效率投资。参考 Richardson (2006)^[27], 用如下模型估计企业非效率投资水平:

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{i,t-1} + \alpha_2 lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Return_{i,t-1} + \alpha_7 INV_{i,t-1} + \sum ind + \sum year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $INV_{i,t}$ 为 i 公司 t 年的投资比率, 用下式来衡量: $INV_{i,t} = (\text{第 } t \text{ 年投资支付的现金流量净额} + \text{购买无形资产、固定资产和其他长期资产支付的现金流量净额} + \text{收购子公司及其他营业单位支付的现金流量净额}) / \text{第 } t \text{ 年期初总资产}$; Return 为考虑现金红利再投资的年个股回报率, 其他变量定义如表 3 所示。

表 3 变量定义

变量分类	变量名称	符号	备注
因变量	投资效率	effinv	上榜三年后的平均投资效率
自变量	富豪公司	rich	富豪公司定义为 1, 非富豪公司定义为 0
	区分时间变量	list	上榜事件发生前对应年份定义为 0, 上榜当年及之后定义为 1
	多次上榜	Again	对应样本一次上榜为 0, 多次上榜为 1
控制变量	经营性现金净流量	cf	经营现金净流量/期初总资产
	现金持有量	cash	(货币现金+短期投资净额)/期初总资产
	企业规模	size	Ln(总资产)
	托宾 Q 值	q	(股权市值+债券账面价值)/总资产账面价值
	资产负债率	lev	总负债占总资产的比例
	第一大股东持股比例	firhd	第一大股东持股数/总股数
	两权分离度	depart	实际控制人所有权与控制权分离度

模型（1）回归得到的残差 e 的绝对值（ $effinv$ ），衡量公司的非效率投资程度，其值越大，表示超过预期最优投资规模的非有效投资程度越高，投资效率越低。模型（1）回归得到的残差 e 即为企业过度投资水平 $overinv$ 。参考詹雷和王瑶瑶（2013）的做法，当 $e > 0$ 时，企业过度投资水平为 e ；当 $e < 0$ 时，企业过度投资水平为 0^[28]。为了更确切地考察投资效率，本文分别从年度以及上榜后三年的平均值来衡量非效率投资水平。

2. 控制变量。本文加入了资产规模、财务杠杆等公司特征变量^[22]；参考程新生，用托宾 Q 值来衡量投资机会，还控制了第一大股东持股比例、经营性现金净流量、现金持有量等变量^[29]。此外，考虑到决策控制权与制定权对非投资效率产生的调节作用^[20]，加入了两权分离度。最后，还控制了行业以及年份。

表 4 汇报了主要变量的描述性统计，为了避免异常值的影响，在数据处理的过程中进行了上下 1% 的缩尾处理。从而有利于本文结论具有一般性。

表 4 主要变量描述性统计

变量名称	代码	个数	最小值	均值	中位数	最大值	标准差
投资效率	effinv	1251	0	0.081	0.049	0.653	0.108
经营现金净流量	cf	1251	-0.311	0.055	0.050	0.494	0.115
现金持有量	cash	1251	0.003	0.198	0.153	1.058	0.172
公司规模	size	1251	18.95	21.65	21.61	24.43	1.181
资产负债率	lev	1251	0.088	0.524	0.514	1.355	0.221
托宾 Q 值	q	1251	0.258	2.081	1.390	11.16	2.005
第一大股东持股比例	firhd	1251	0.085	0.368	0.348	0.737	0.147
两权分离度	depart	1251	0	2.348	0	7.605	3.434

三、实证分析

（一）模型构建

1. 上榜对非效率投资的影响。不同组间样本在上榜时可能存在事前差异，故而采取简单的横向或纵向单一的对比会忽略这种差异，从而导致对上榜效应的有偏估计。双重差分模型正是能够有效控制研究对象间的事前差异，将事件的真正影响结果有效分离出来。为对假设进行验证，我们参考余明桂等^[17]，构建了如下双重差分模型来进行回归：

$$effinv = \alpha_1 list + \alpha_2 cf + \alpha_3 cash + \alpha_4 size + \alpha_5 lev + \alpha_6 q + \alpha_7 firhd + \alpha_8 depart + \sum ind + \sum year + \epsilon \quad (2)$$

$$effinv = \alpha_1 rich + \alpha_2 cf + \alpha_3 cash + \alpha_4 size + \alpha_5 lev + \alpha_6 q + \alpha_7 firhd + \alpha_8 depart + \sum ind + \sum year + \epsilon \quad (3)$$

$$effinv = \alpha_1 rich + \alpha_2 list + \alpha_3 rich \times list + \alpha_4 cf + \alpha_5 cash + \alpha_6 size + \alpha_7 lev + \alpha_8 q + \alpha_9 firhd + \alpha_{10} depart + \sum ind + \sum year + \epsilon \quad (4)$$

在模型（2）中， $list$ 的系数表示的是所有样本在上榜前后投资行为的变化。模型（3）中， $rich$ 的系数表示的是实验组相对于对照组投资行为的差异。我们用模型（4） $rich * list$ 的系数来表示两组样本在首次上榜前后的差异。

2. 影响机理分析。叶青等^[18]、余明桂等^[17]已经得出实际控制人上榜将会导致所在公司会计稳健性下降，而 Chen 等得出低质量的财务报表，会增加管理层与投资者之间的信息不对称，从而

降低投资效率^[19]。因此, 本文就另外一条影响渠道进行验证分析, 考察富豪上榜引致的媒体关注是否会造成企业融资约束的缓解以及管理者过度自信, 从而产生非效率投资。参考倪恒旺^[30], 用现金—现金流敏感性的方法衡量融资约束, 构建如下三重差分模型:

$$\text{cashgrw} = \alpha_1 \text{ch} * \text{rich} * \text{list} + \alpha_2 \text{cf} * \text{list} + \alpha_3 \text{cf} * \text{rich} + \alpha_4 \text{rich} * \text{list} + \alpha_5 \text{size} + \alpha_6 \text{Q} + \alpha_7 \text{inv} + \alpha_8 \text{sdebgrw} + \alpha_9 \text{NWgrw} + \sum \text{ind} + \sum \text{year} + \epsilon \quad (5)$$

其中, *cashgrw* 指公司现金增加额与期初总资产的比例, *inv* 为购买固定资产与无形资产支付的现金与期初总资产的比例, *sdebgrw* 为流动负债增加额与期初总资产比例。*NWgrw* 为非现金营运资本净增加额与期初总资产的比例。以 *cf * rich * list* 的系数来衡量上榜对融资约束的影响。

为了检验上榜事件对管理者过度自信的影响, 本文参考姜付秀, 以高管的相对薪酬来衡量过度自信水平^[31]。用最高报酬的前三名报酬之和占有所有高管报酬总和的比例来计算。构建如下双重差分模型:

$$\text{Overcon} = \alpha_1 \text{list} + \alpha_2 \text{rich} + \alpha_3 \text{rich} * \text{list} + \alpha_4 \text{size} + \alpha_5 \text{q} + \alpha_6 \text{lev} + \alpha_7 \text{roe} + \alpha_8 \text{age} + \sum \text{ind} + \sum \text{year} + \epsilon \quad (6)$$

其中, *age* 为企业的上市时间, *roe* 为净资产收益率, 其他定义见表 3。

(二) 回归分析

从表 5 中可以看到, 模型 (2) 结果表明, *list* 的系数不显著, 说明整体而言, 上榜事件发生前后样本并没有发生显著的变化。从模型 (3) 的回归结果来看, *rich* 的系数显著为负, 即实验组与对照组在投资效率方面表现出显著差异。模型 (4) 的结果中, *rich * list* 的系数, 在 1% 的水平下显著为正, 即实际控制人在首次上榜之后, 比对照组出现了更多的非效率投资。这一结论验证了假设 H1b, 即富豪上榜与企业的非效率投资水平呈现正相关关系。媒体对上榜者的过度关注可能令其产生过度自信的心理, 而报道所引起的轰动效应使得市场上投资者情绪高涨, 缓解了企业的融资约束, 从而产生过度投资。或者基于市场压力上榜者可能进行了盈余管理, 增加了管理者的机会主义行为, 出现过度投资, 从而降低投资效率。

为了对非效率投资的具体行为进行研究, 本文接着以过度投资为被解释变量进行回归分析, 并加入了年度的过度投资水平以考察其时间变化趋势 (如表 6 所示)。其中, *Overint n* 表示上榜之后第 *n* 年的过度投资水平。*Moverint* 表示上榜之后三年的平均过度投资程度。从上榜后的平均过度投资水平的回归结果来看, *rich * list* 的系数在 1% 的水平上显著为正。意味着富豪上榜之后, 相对于未上榜公司

表 5 投资效率的回归结果

	(2)	(3)	(4)
	effinv	effinv	effinv
<i>list</i>	-0.012 (-1.57)		-0.027*** (-2.93)
<i>rich</i>		-0.015*** (-2.72)	-0.047*** (-4.00)
<i>rich * list</i>			0.042*** (3.13)
<i>cf</i>	0.076*** (2.91)	0.078*** (3.01)	0.076*** (2.93)
<i>cash</i>	0.095*** (5.10)	0.099*** (5.35)	0.096*** (5.20)
<i>lev</i>	-0.079*** (-5.52)	-0.079*** (-5.54)	-0.078*** (-5.51)
<i>size</i>	-0.014*** (-4.09)	-0.013*** (-3.89)	-0.013*** (-3.90)
<i>q</i>	0.006*** (3.16)	0.007*** (3.55)	0.006*** (3.30)
<i>firhd</i>	-0.061*** (-2.81)	-0.065*** (-2.97)	-0.063*** (-2.87)
<i>depart</i>	0.006*** (3.26)	0.006*** (3.07)	0.006*** (3.15)
<i>_cons</i>	0.387*** (5.12)	0.374*** (4.96)	0.392*** (5.21)
<i>ind</i>	yes	yes	yes
<i>year</i>	yes	yes	yes
Adj. R ²	0.19	0.20	0.20
N	1251	1251	1251

注: 括号内的值为 *t* 统计量; *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。

而言，呈现出更多的过度投资行为。即验证了非效率投资产生的原因是过度投资，同时也对非效率投资回归结果稳健性进行了验证。

表 6 过度投资的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Overinv1	Overinv2	Overinv3	Moverinv
list	-0.024 (-1.49)	-0.029** (-1.97)	-0.025 (-1.58)	-0.030*** (-2.64)
rich	-0.046** (-2.29)	-0.047** (-2.51)	-0.045** (-2.23)	-0.052*** (-3.64)
rich * list	0.041* (1.79)	0.042** (1.97)	0.041* (1.80)	0.047*** (2.89)
cf	0.066 (1.47)	0.090** (2.15)	0.119*** (2.66)	0.089*** (2.82)
cash	0.071** (2.23)	0.045 (1.50)	0.037 (1.16)	0.052** (2.30)
size	-0.010* (-1.78)	-0.004 (-0.76)	-0.007 (-1.19)	-0.011*** (-2.65)
lev	-0.077*** (-3.18)	-0.067*** (-2.99)	-0.058** (-2.37)	-0.076*** (-4.41)
q	0.002 (0.47)	0.002 (0.60)	0.003 (0.80)	0.002 (0.76)
firhd	-0.079** (-2.10)	-0.077** (-2.21)	-0.094** (-2.50)	-0.092*** (-3.49)
depart	-0.002 (-0.52)	0.003 (1.09)	0.009*** (2.81)	0.005** (2.10)
_cons	0.275** (2.06)	0.157 (1.26)	0.230* (1.72)	0.309*** (3.29)
ind	yes	yes	yes	yes
year	yes	yes	yes	yes
Adj. R ²	0.10	0.11	0.11	0.15
N	1251	1251	1251	1251

注：括号内的值为 t 统计量；*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的水平下显著。

从年度效应来看，在上榜后第一年以及第三年，rich * list 的系数在 10% 的水平上显著，而第二年在 5% 的水平上显著，但都显示出正向的影响。可能的解释是媒体对上榜者个人的关注使其容易产生过度自信的心理，而这一心理偏差表现在投资决策上需要一定的时间，因此在第二年的影响更强，之后上榜事件的影响出现淡化。从年度效应也可以看出，媒体监督对公司的治理作用并不如理论上那般有效。一方面，因为我国依旧以国有企业为主，高管的职业生涯与公司业绩关联性不大，难以对其形成有效约束；另一方面，由于我国并未形成竞争性经理人市场，声誉也难以发挥其激励作用。

上榜对融资约束的回归结果如表 7 所示，从模型 (5) 的回归可以看出，cf * rich * list 的系数在 5% 的水平上显著为负，表示富豪上榜能够显著降低现金—现金流敏感度，即缓解了企业的融资约束。媒体对上榜者的广泛报道能够显著降低投资者与企业之间的信息不对称程度，从而使其更公平地对企业进行评估，此外，媒体大量报道造成的轰动效应也使得投资者情绪高涨，争相购买公司债券，降低企业的融资成本，为投资提供更多的自由现金流。

上榜对过度自信的回归结果如表 8 所示，rich * list 的系数在 1% 的水平下显著为正，意味着富豪上榜将会引起管理者过度自信，从而在融资约束缓解的情况下，呈现出非效率投资行为，验证了富豪上榜对过度投资的另外一条影响渠道。

表 7 富豪上榜对融资约束的影响

	cashgrw	
	系数	P 值
cf * rich * list	-0.211**	0.022
rich * list	0.012*	0.066
cf * rich	0.214***	0.002
cf * list	0.251***	0.000
size	0.017***	0.000
q	0.008***	0.000
inv	0.049	0.232
nwgrw	-0.011	0.500
sdebgw	0.119***	0.000
_cons	-0.413***	0.000
ind	yes	
year	yes	
Adj. R ²	0.17	
N	1567	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。

表 8 富豪上榜对管理者过度自信的影响

	Overcon	
	系数	P 值
cf	0.069*	0.067
rich * list	0.057***	0.002
rich	0.050***	0.001
list	0.033**	0.012
size	-0.039***	0.000
q	-0.003	0.360
lev	-0.019	0.350
roe	-0.009	0.622
age	0.002*	0.090
_cons	0.962***	0.000
ind	yes	
year	yes	
Adj. R ²	0.19	
N	1567	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。

(三) 拓展分析

既然实际控制人上榜之后倾向于出现非效率投资, 那么多次上榜对企业投资是否存在更显著的影响呢? 本文按照上榜之后是否再次上榜进行分组, 分别验证上榜后三年的平均过度投资水平, 将 list 重新定义为再次上榜之前为 0, 当年及之后为 1。回归结果如表 9 所示。Again * rich * list 的系数在 1% 的水平下显著, 说明实际控制人多次上榜的企业表现出更多的过度投资。在媒体过多的报道和曝光下, 融资约束可能得到更大程度的缓解, 因而带来更多的自由现金流, 而企业家也可能表现出更多的过度自信, 使得其实际控制的企业反而出现更多的非效率投资。

四、稳健性检验

(一) 平衡趋势检验

为了对双重差分模型进行检验, 本文给出了匹配样本的年度非效率投资趋势 (如图 1 所示)。在上榜之前, 受时间序列事件的影响, 上榜组与未上榜组基本呈现一致的变化趋势, 然而在富豪榜公布之后, 两组的非效率投资呈现出不同的走向。上榜样本相对于未上榜样本组而言, 出现了更多的非效率投资, 再次验证了本文的结论。

表 9 多次上榜的回归结果

	(1)	(2)
	n3me	n3me
rich * list	0.038*** (3.71)	0.034*** (3.35)
Again * rich * list	0.112*** (3.59)	0.099*** (3.11)
Again * rich	-0.014 (-0.59)	-0.005 (-0.20)
Again * list	-0.029 (-1.32)	-0.018 (-0.81)
cf		0.066** (2.03)
cash		0.095*** (2.71)
lev		-0.067*** (-3.65)
size		-0.007 (-1.58)
q		0.002 (0.63)
firhd		-0.077*** (-2.74)
depart		-0.000 (-0.33)
_cons	0.0164 (0.52)	0.226** (2.25)
ind	yes	yes
year	yes	yes
Adj. R ²	0.09	0.12
N	1113	1113

注: 括号内的值为 t 统计量; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。

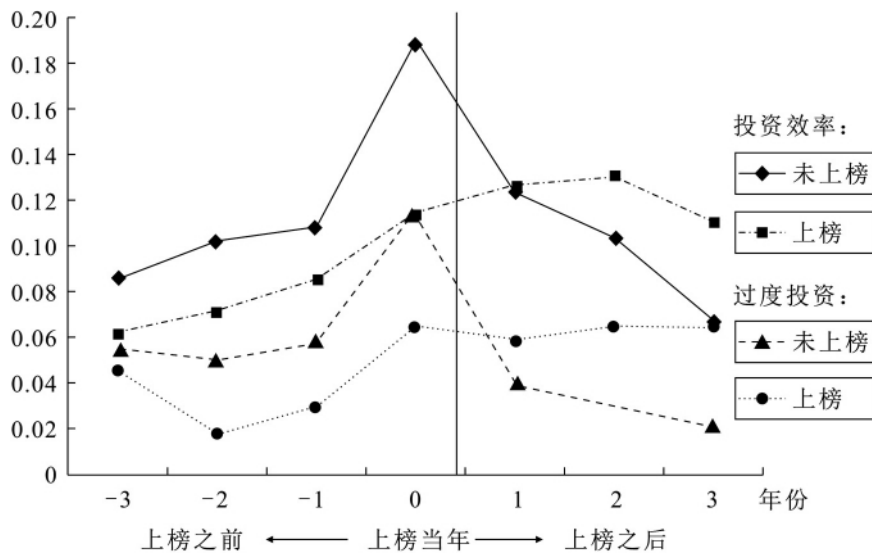


图 1 双重差分模型的平衡趋势检验

（二）内生性检验

本文的研究假定首次登上福布斯富豪榜是具有外生性质的事件。但是，上榜事件是否可能是富豪自主选择的结果呢？福布斯团队对于个人资产的计算方法是对于上市公司和私营企业的股份、房地产、游艇、艺术品、现金以及负债情况进行评估。上市公司锁定统计截止日的收盘价乘以其所持股份算出，非上市公司的价值则通过类上市企业的股价营收比或市盈率估算得出的营收和利润相比较。由于这些数据都是客观可核实的，更何况本文考察的是首次上榜事件，而首次上榜在事前更难以预见，因此我们认为，富豪主动选择是否上榜的可能性很小。

此外，依据 Kothari 的研究，公司相关信息披露时机的选择可以影响股价^[32]。在此我们进一步对上榜前公司股票的每股收益进行考察。由于历届榜单的公布时间在 10 月下旬与 11 月上旬之间，故我们将研究期间设定为企业上榜前最近的第三季度的财务数据进行 T 检验。结果如表 10 所示，均值差异 P 值为 0.812，即两组样本均值不存在显著差异，验证了上榜富豪并没有通过自主选择披露信息的时机来影响股价，因此我们可以认为富豪本身主动寻求上榜的可能性较小。

表 10 每股收益独立样本 T 检验

每股收益	个数	均值	标准差	均值差异 P 值
上榜	68	0.321	0.047	0.812
未上榜	69	0.304	0.056	

五、结论与展望

本文选取了 1999—2015 年间首次登上“福布斯中国富豪榜”的企业实际控制人作为研究对象，检验上榜事件对企业投资决策的影响。为了排除时间序列上的事件影响，采用倾向评分匹配的方法，从公司规模、盈利能力、资本结构、成长性、风险水平和股票价格水平等 7 个指标匹配出相对应的未上榜公司，然后运用双重差分模型，就实际控制人上榜之后对公司的投资行为产生的影响，并对其影响机理进行了实证检验。结果表明，与上榜前相比，富豪公司在首次上榜之后，相对于非富豪公司会出现过度投资，从而降低投资效率。在多次上榜的企业中，这一现象更为明显，说明了

这一结论的稳定性。从影响机理分析,一方面,上榜引致的媒体报道缓解了企业的融资约束,广泛关注和社会崇尚也引起上榜者的过度自信和过度乐观,从而放松对风险的把控而投资于净现值不高甚至为负的项目。另一方面,实际控制人上榜为了降低政治成本,也倾向于进行盈余管理,从而呈现出非效率投资现象。此外,企业出名之后,作为标榜也可能担负着政府的一些期盼,比如为了扩大公司规模以扩大公司的影响力、促进就业等,因而有外部的推动力进行一些投资。

本文的研究结论对于明星企业家公司行为特征的理解以及对公司治理机制的完善有着积极的意义。研究过程中也存在着一些不足,早期媒体数据的缺失,使得本文没有对媒体的中介作用进行验证。随着自媒体的发展,我们可以利用百度新闻搜索条数等对媒体关注度进行分组,考察其对投资效率的影响。在投资方向上,可以进一步考察对固定资产与无形资产的资金分配变化等。这些问题都有待在日后的研究中进一步拓展。

参考文献

- [1] Siegfried, J. J., A. Roberts. How did the wealthiest Britons get so rich? [J]. *Review of Industrial Organization*, 1991, (1).
- [2] Atkinson, A. B., A. J. Harrison. Distribution of personal wealth in Britain [J]. *Economic Journal*, 1978, (351).
- [3] Kopczuk, W., E. Saez. *Top Wealth Shares in the United States: 1916—2000: Evidence from Estate Tax Returns* [R]. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2004.
- [4] Schneider, M. *The Distribution of Wealth* [M]. Australia: Edward Elgar Publishing Ltd, 2004.
- [5] Malmendier, Tate. CEO overconfidence and corporation investment [J]. *The Journal of Finance*, 2015, (12).
- [6] 张雅慧, 万迪防, 付雷鸣. 股票收益的媒体效应: 风险补偿还是过度关注弱势 [J]. *金融研究*, 2011, (8).
- [7] 贺翔, 饶育蕾. CEO 明星效应的影响研究——从 CEO 职业生涯与公司业绩的角度 [D]. 长沙: 中南大学硕士论文, 2012.
- [8] Hubbard, R. G. *Capital-Market Imperfections and Investment* [R]. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997.
- [9] Myers, S. C., N. S. Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. *Journal of financial economics*, 1984, (2).
- [10] Bushee, B. J., J. E. Core, W. Guay, et al. The role of the business press as an information intermediary [J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, (1).
- [11] Amihud, Y., H. Mendelson. The liquidity route to a lower cost of capital [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, (4).
- [12] 郑建明, 夏楸. 媒体报道、融资约束与投资效率 [J]. *财政研究*, 2014, (9).
- [13] Dyck, A., N. Volchkova, L. Zingales. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia [J]. *The Journal of Finance*, 2008, (3).
- [14] Sridhar, S. S. Managerial reputation and internal reporting [J]. *Accounting Review*, 1994, (2).
- [15] 叶青, 李增泉, 李光青. 富豪榜会影响企业会计信息质量吗? [J]. *管理世界*, 2012, (1).
- [16] 吕伟, 张学渊, 余名元. 财富榜、声誉成本与会计稳健性 [J]. *经济科学*, 2013, (6).
- [17] 余明桂, 万龙翔. 富豪榜对企业盈余管理的影响: “声名远扬”还是“引火上身” [J]. *中国地质大学学报(社会科学版)*, 2016, (5).
- [18] 于忠泊, 田高良, 齐保垒, 张皓. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察 [J]. *管理世界*, 2011, (9).
- [19] Chen, F., O. K. Hope, Q. Li, et al. Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in e-

- merging markets[J]. *The Accounting Review*, 2011, (4).
- [20]刘慧龙,王成方,吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. *经济研究*, 2014, (8).
- [21]Regester, M., J. Larkin. Risk issues and crisis management in public relations: A casebook of best practice[J]. *Research, in Nursing & Health*, 2008, (2).
- [22]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).
- [23]Hayward, M. L. A., D. C. Hambrick. Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris[J]. *Administrative Science Quarterly*, 1997, (1).
- [24]Gervais, S., J. B. Heaton, T. Odean. Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Options[J]. *Ssrn Electronic Journal*, 2003.
- [25]张正勇,李相楠. 富豪榜会影响企业社会责任信息披露质量吗?——基于媒体关注的视角[J]. *兰州财经大学学报*, 2016, (1).
- [26]Malmendier, U., G. Tate. Superstar ceos[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2009, (4).
- [27]Richardson, S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, (2-3).
- [28]詹雷,王瑶瑶. 管理层激励、过度投资与企业价值[J]. *南开管理评论*, 2013, (3).
- [29]程新生,刘建梅,王子璇. 媒体关注能提高公司投资效率吗?[J]. *财经论丛*, 2015, (4).
- [30]倪恒旺,李常青,魏志华. 媒体关注、企业自愿性社会责任信息披露与融资约束[J]. *山西财经大学学报*, 2015, (11).
- [31]姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. *经济研究*, 2009, (1).
- [32]Kothari, S. P., X. Li, J. E. Short. The effect of disclosures by management, analysts and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis[J]. *Accounting Review*, 2009, (5).

Does the Actual Controllers' Appearing on the Rich List Lead to Enterprises' Inefficient Investment?

— An Empirical Study on Forbes Rich List

ZHOU Hao-ming, HUANG Lu-lu

Abstract: In view of the actual controllers of enterprises appearing on the “Forbes China Rich List” for the first time, we investigate the changes in an enterprise's investment behavior after its actual controller is listed. The media exposure will enhance the reputation of rich enterprises, which can help to ease their financing constraints, but meanwhile the fact that the listed rich become public figures or even enterprise stars may cause their overconfidence and consequently, their excessive optimism about investment may result in inefficient investment. Besides, in order to reduce political costs, the listed rich tend to carry out earnings management, which leads to the inefficient investment. By using Propensity Score Matching Method and Double Differential Model, we find that rich enterprises being listed are indeed related to the following inefficient investment. Moreover, enterprises listed for many times present more significant inefficient investment than those listed only once and thus the validity of the inference is verified.

Key words: rich list; media attention; investment efficiency

(责任编辑 孙洁)