

# 机构投资者“分心”对企业非效率投资的影响及其机理

——基于2010—2023年沪深A股上市公司样本的考察

王星月, 汪涛, 冯巧根

(南京大学 商学院, 江苏 南京 210093)

**摘要:** 基于有限关注理论, 以2010—2023年沪深A股上市公司为样本, 考察了机构投资者因注意力分配差异而产生的“分心”现象对企业非效率投资的影响及作用机理。研究发现, 机构投资者“分心”显著加剧了企业非效率投资, 且主要表现在过度投资方面。机制检验表明, 机构投资者“分心”加剧了代理冲突和信息不对称, 从而导致企业投资效率的恶化。进一步分析发现, 机构投资者“分心”对于企业非效率投资的影响在专注型机构投资者、管理层权力更大以及分析师关注和媒体关注较弱的样本中显著。

**关键词:** 机构投资者; 有限关注; 代理问题; 非效率投资; 企业

中图分类号: F272.3; F276.6

文献标识码: A

文章编号: 1009-2013(2025)02-0060-12

## The impact and mechanism of institutional investors' "distraction" on corporate inefficient investment—An empirical study based on a sample of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets (2010 - 2023)

WANG Xingyue, WANG Tao, FENG Qiaogen

(Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** Based on the limited attention theory and using a sample of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2010 to 2023, this study examines the impact and underlying mechanisms of institutional investors' "distraction" caused by differences in attention allocation on corporate inefficient investment. The findings show that institutional investors' "distraction" significantly exacerbates corporate inefficient investment, primarily in the form of over-investment. Mechanism analysis reveals that such distraction intensifies agency conflicts and information asymmetry, leading to a deterioration in investment efficiency. Further analysis indicates that the effect of institutional investors' distraction on inefficient investment is more pronounced in samples with dedicated institutional investors, greater managerial power, and weaker analyst and media coverage.

**Keywords:** institutional investors; limited attention; agency problems; inefficient investment; corporate

### 一、问题的提出

投资, 对优化供给结构、促进经济结构调整具有关键性作用。新时代, 加快推动经济高质量发展, 关键在于合理扩大有效投资, 提高投资质量和效益。党的二十大报告强调, 新时期要鼓励机构投资

者深度参与资本市场高质量建设与发展。在此背景下, 有效识别并厘清机构投资者的功能定位, 对于完善公司治理机制、维护资本市场健康稳定发展至关重要。事实上, 作为我国资本市场的重要参与主体, 机构投资者凭借着丰富的行业经验和专业知识, 在公司的信息搜集、分析和处理等方面具有显著优势<sup>[1]</sup>。然而, 由于我国资本市场存在制度不完善、投机现象严重等问题, 机构投资者能否有效发挥信息传递和监督治理作用? 其在企业内到底是扮演监督者、旁观者还是合谋者? 对此进行研究具

收稿日期: 2025-01-06

基金项目: 国家自然科学基金资助重点项目(71732002); 江苏省社会科学应用研究精品工程课题(21SYC-028)

作者简介: 王星月(1995—), 女, 湖南衡阳人, 博士研究生, 主要研究方向为企业社会责任与公司治理。

有重大的现实意义。

机构投资者“分心”相关研究的出现为有效识别并厘清机构投资者的功能定位提供了新思路。Kahneman<sup>[2]</sup>最早提出有限关注理论,并对“分心”现象进行定义,他认为注意力是一种有限资源,由于人类的信息处理能力是有限的,人类会有选择地处理信息,对于不同信息的注意力分配存在差异,由此产生了“分心”的现象。机构投资者同样也不例外,他们不可能对市场中的所有公开信息与投资组合中所有公司的私有信息进行充分挖掘和分析并做出及时处理,同样也不可避免地存在“分心”现象。Kempf等<sup>[3]</sup>基于有限关注理论,将行业极端收益率作为外生冲击度量机构投资者对公司的关注程度变化,构建了机构投资者“分心”综合指标,此后机构投资者“分心”的相关研究开始涌现。事实上,由于认知和精力有限,机构投资者的注意力和关注目标随着投资组合内部的不同公司经营变化而相应调整<sup>[4,5]</sup>。当机构投资者出现“分心”现象后,其对于上市公司的信息传递和监督治理功能均会受到影响,进而影响到企业的行为决策等方面<sup>[6,7]</sup>。从信息传递功能看,机构投资者作为资本市场的重要信息中介,是有效缓解上市公司与外部信息使用者之间信息不对称的重要治理机制<sup>[8]</sup>。当机构投资者“分心”后,其对公司的经营发展方面“关心”不足,进而弱化其对于资本市场的信息传递功能,降低资本市场定价效率。Ni等<sup>[9]</sup>研究发现,机构投资者“分心”会加剧企业与外部环境之间的信息不对称程度,进而加剧股价崩盘风险。李正彪等<sup>[10]</sup>研究发现,随着机构投资者注意力的调整与转移,那些缺乏关注的公司,其股价同步性会显著提高,公司特质信息将更少地融入股价。从监督治理功能看,机构投资者“分心”导致的监督治理弱化使得管理层变得更加“目光短浅”,不利于企业开展长期主义导向下的研发创新活动<sup>[11]</sup>,且可能诱发管理层的盈余管理行为<sup>[12,13]</sup>以及实施更多的杠杆操纵<sup>[14]</sup>。此外,也有学者发现,机构投资者“分心”后的监督治理弱化同样会导致大股东掏空公司利益<sup>[15]</sup>。

关于企业非效率投资的影响因素,学界进行了深入讨论。委托代理理论认为,代理冲突和信息不对称是导致公司投资决策偏离最优投资决策,即产

生非效率投资的重要原因<sup>[16]</sup>。沿着这一思路,国内外学者纷纷以代理冲突和信息不对称为逻辑起点探讨不同因素对非效率投资行为的影响,其中机构投资者行为受到重点关注。然而,尽管已有文献对机构投资者与公司非效率投资的关系展开了深入探讨,但并未得出一致结论。如张敏、商航标等<sup>[17,18]</sup>都采用机构投资者持股比例作为代理变量,但前者认为机构投资者持股比例越高,管理层留住机构投资者的压力越大,上市公司过度投资反而越严重;后者认为机构投资者持股比例越高,越能够发挥监督效应与纾困效应,改善企业投资效率。又如,钟芳、周冬华等<sup>[19,20]</sup>都采用机构投资者实地调研作为代理变量,但前者认为机构投资者实地调研能够缓解融资约束,从而改善企业投资效率;后者认为机构投资者实地调研刺激了投资者非理性情绪,导致管理层为了迎合市场情绪更容易做出过度投资行为,反而降低了投资效率。研究结论不一致的主要原因可能有两点:一是以往研究从机构投资者持股比例、机构投资者实地调研、机构投资者抱团等方面探讨机构投资者治理作用时,存在较为严重的内生性问题。这些指标在很大程度上受到公司本身经营状况、机构投资者持股类型和持股情境的影响,并不能直接转化为机构投资者对公司的监督强度<sup>[12]</sup>。二是以往研究大多聚焦机构投资者“主动治理”模式下(如持股比例提高、调研次数增加等)的经济后果探讨,而相对缺乏对机构投资者“被动缺席”情境下的关注和讨论。著名心理学家弗洛伊德认为,证明“否定性存在”(缺席、空白)的重要性远远超过“肯定性存在”。研究机构投资者“被动缺席”情境,即本研究中所关注的机构投资者“分心”现象或更有利于厘清机构投资者在公司治理中的功能与定位。

基于上述分析,本文选取2010—2023年沪深A股上市公司数据,实证检验机构投资者“分心”对于企业非效率投资的影响及其作用机制。本文可能的贡献包括:一是相较于以往研究更多集中在持股比例提升、调研次数增加等“主动关注”模式方面的局限,本文基于机构投资者注意力分配差异而产生的“分心”现象,较好地缓解了以往研究中存在的内生性问题,为研究机构投资者治理机制提供了新思路;二是面对资本市场上上市公司频繁发生的非

效率投资乱象,本文从机构投资者“分心”考察了其对于企业非效率投资的影响,为企业非效率投资的影响因素研究提供了增量贡献,有利于更好地理解与治理上市公司非效率投资;三是在党的二十大报告强调鼓励机构投资者深度参与资本市场的大背景下,利用外生冲击下的机构投资者“分心”可以更好地识别研究问题的因果关系,进而为监管层在新时期有效厘清机构投资者对于我国资本市场上上市公司的功能定位,规范公司投资决策行为,高质量推动资本市场健康稳定发展提供一定经验参考。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 机构投资者“分心”对企业非效率投资的影响

近年来,投资者“有限关注”成为行为金融领域的研究热点。Kahneman<sup>[2]</sup>指出,人的注意力本质上是一种稀缺的认知资源。特别是在当前的数字化时代,新业态新模式不断涌入资本市场,信息供给呈爆炸式增长,机构投资者虽然更加专业和成熟,但其注意力同样是有限的,不可能同时获取和处理市场上的全部信息,因而会选择性地将其注意力分配到更有价值的信息上<sup>[5]</sup>。因此,当投资组合中的某些公司或者其所在行业(地区)发生重大变化或事件时,如重大新闻事件<sup>[4]</sup>、极端气候变化<sup>[21]</sup>等,机构投资者的注意力会转移到这部分行业公司,同时也必然会减少对其他行业公司的关注,而关注的减少往往意味着机构投资者降低了对这些行业公司的监督强度<sup>[3,12]</sup>。已有研究表明,机构投资者“分心”显著加剧了管理层自利行为,如盈余管理、研发操纵、杠杆操纵、机会主义减持等等<sup>[11,12,14,22]</sup>。

非效率投资是管理层实现自利动机、构建商业帝国的重要手段,表现为管理层对企业有限资源的扭曲配置,不仅会降低公司的盈利能力,而且会影响公司的可持续发展,损害股东的利益。作为公司的重要外部股东,机构投资者有充分的动机发挥监督治理作用,抑制管理层机会主义行为,提高企业投资效率<sup>[23]</sup>。一方面,当机构投资者出现“分心”现象后,其对于上市公司管理层的监督治理效应将会弱化,加剧企业的代理冲突,进而为管理层实施非效率投资提供了较大的操纵空间。现有文献表明,机构投资者“分心”对企业的生产运营等产生

负面影响,比如增加了企业的债务融资成本<sup>[7]</sup>,不利于公司开展研发创新活动<sup>[8,11]</sup>等。因此,企业投资行为作为企业重要的生产经营活动,机构投资者“分心”下的监督治理弱化,同样会给管理层实施非效率投资提供操纵空间,并体现为投资过度或是投资不足。另一方面,机构投资者“分心”会加剧信息不对称,从而导致企业投资效率的降低。事实上,机构投资者往往可以凭借行业经验、知识能力以及团队资源等方面的专业化优势,不断从投资组合公司中挖掘信息,并通过自身的投资交易行为向公开市场的其他投资者提供有用的增量信息<sup>[24]</sup>。孔东民等<sup>[25]</sup>同样发现,机构投资者的投资决策对于资本市场上的其他利益相关方具有重要的信息传递和参考价值。因此,一旦机构投资者对于目标公司的注意力分配发生转移,其对于资本市场的信息传递功能必然会受到影响,进而加剧企业外部信息使用者与企业之间的信息不对称。特别是在资本市场,其往往以散户投资为主体,故管理层更有能力通过信息操纵性行为,加剧企业内外部信息不对称,进而为管理层实施非效率投资“打掩护”。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H<sub>1</sub>: 给定其他条件不变,机构投资者“分心”显著加剧企业非效率投资。

### (二) 机构投资者“分心”影响企业非效率投资的路径

Myers等<sup>[16]</sup>指出,代理冲突和信息不对称是导致公司投资决策偏离最优投资决策,即产生非效率投资的重要原因。首先,代理问题可能会导致公司投资效率的降低。一方面,现代社会所有权与经营权分离,管理层和股东之间的利益并不一致。出于最大化自身利益的目的,管理层很可能会选择利己但损害股东利益的投资项目,从而导致过度投资<sup>[17,26]</sup>。另一方面,相比股东而言,投资项目给管理层带来的风险更高、收益更小。当投资项目成功时,管理层不会获得更高的收益,而当投资项目失败时,管理层需要承担投资失败的风险,管理层个人的业绩考核、职业发展以及管理层声誉都会受到负面影响。为避免承担投资失败的风险,管理层可能会放弃部分投资计划,即使这些投资计划对公司有利<sup>[27]</sup>。其次,资本市场信息不对称问题的普遍存在也会导致企业出现非效率投资。由于信息不对称

的存在,投资者不了解上市公司的真实价值,导致资本市场上出现资源扭曲配置的现象。即使投资项目有利可图,企业也可能因为信息不对称难以以合理的成本筹集项目所需资金,进而导致投资不足<sup>[16]</sup>。相反,即使投资项目潜力较小、前景渺茫,由于投资者与公司之间存在信息不对称,投资者也可能注入资金,导致企业出现过度投资的现象。

本文认为,代理冲突和信息不对称同样是机构投资者“分心”影响企业非效率投资的重要机制。

一方面,从治理效应来看,机构投资者“分心”会加剧管理层与股东之间的代理冲突,从而导致企业投资效率的降低。非效率投资表现为管理层对企业有限资源的扭曲配置,不仅会降低公司的盈利能力,而且会影响公司的可持续发展,损害股东的利益。作为公司的重要外部股东,机构投资者有充分的动机发挥监督治理作用,抑制管理层机会主义行为,改善企业投资效率<sup>[23]</sup>。然而,机构投资者持有的投资组合中往往有多家公司,势必会分配不同程度的注意力<sup>[2,3]</sup>。当行业存在极端收益率、极端交易量等异常情况时,机构投资者会将有限的注意力转移到需要重点关注的公司,造成对其他被投资公司的监管弱化。机构投资者“分心”带来的监管弱化会进一步加剧代理冲突,管理层在自身利益最大化的驱动下可能会选择利己但损害股东价值的投资项目,从而引发投资不足或投资过度。

另一方面,从信息效应来看,机构投资者“分心”会加剧信息不对称,从而导致企业投资效率的降低。在资本市场中,上市公司高管拥有“外部人”所不具备的天然信息优势,其对于企业的经营状况、投资项目选择等方面具有更全面准确的了解<sup>[28]</sup>。因此,企业“内部人”往往可以充分利用自身的信息优势,在投资决策方面选择满足个人私利但损害股东价值的投资项目<sup>[29]</sup>。作为资本市场重要的信息使用者和信息提供者,机构投资者凭借其专业能力和特殊渠道,在获取、分析、处理企业信息方面表现出天然优势。通过机构投资者再加工后的信息能够再度反刍给资本市场其他的信息使用者,从而改善资本市场信息环境<sup>[9,10]</sup>。当机构投资者对企业的关注程度下降时,资本市场上关于企业的特质信息减少,从而加剧外部投资者与企业之间的信息不对称。即使投资项目有利可图,企业也可能因

为信息不对称难以以合理的成本筹集项目所需资金,进而导致投资不足<sup>[16]</sup>。相反,即使投资项目潜力较小、前景渺茫,由于投资者与公司之间存在信息不对称,投资者也可能注入资金,导致企业出现过度投资的现象。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>: 机构投资者“分心”通过加剧代理冲突,从而加剧企业非效率投资。

H<sub>3</sub>: 机构投资者“分心”通过加剧信息不对称,从而加剧企业非效率投资。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取与数据来源

本文选取2010—2023年沪深A股上市公司作为初始研究样本,并作如下处理:剔除金融保险行业上市公司样本;剔除样本期间被ST、\*ST的公司;剔除关键变量数据缺失的样本。经过处理后,最终获得个27 459个公司样本。为消除极端值的影响,对所有连续变量在1% (99%)分位上进行缩尾处理。其中,机构投资者相关数据、上市公司财务相关数据、上市公司治理相关数据等均来自CSMAR数据库。

#### (二) 变量构建与说明

##### 1. 被解释变量:非效率投资

本文参考Richardson<sup>[30]</sup>对非效率投资水平的度量,根据模型(1)来计算企业的非效率投资。

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TobinQ_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 List_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t-1} + \beta_7 Inv_{i,t-1} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中, $Inv_{i,t}$ 是第*t*年*i*企业的资本投资量,为固定资产、在建工程、无形资产、长期投资的净值变化量之和与总资产之比。 $TobinQ_{i,t-1}$ 为第*t*-1年*i*企业的成长机会,使用托宾*Q*值衡量。 $Lev_{i,t-1}$ 为第*t*-1年*i*企业的资产负债率。 $Cash_{i,t-1}$ 为第*t*-1年*i*企业的现金持有量,使用年末货币资金与总资产之比衡量。 $List_{i,t-1}$ 为第*t*-1年*i*企业的上市年数。 $Size_{i,t-1}$ 为第*t*-1年*i*企业的总资产对数。 $Ret_{i,t-1}$ 为第*t*-1年*i*企业的年度股票收益率。 $Inv_{i,t-1}$ 为第*t*-1年*i*企业的资本投资量。 $Industry$ 和 $Year$ 表示在进行回归时控制了行业和年度固定效应。依据模型(1)进行回归,回

归残差则为企业*i*在*t*年度的非效率投资水平。若残差大于0则表明企业存在过度投资,用 $OverINV$ 表示;反之,若残差小于0则表明企业存在投资不足,用 $UnderINV$ 表示。为了便于理解,本文将 $UnderINV$ 做相反数处理,这样若 $UnderINV$ 越大,则代表企业*i*的投资不足程度越高,投资效率越低。同时,本文取残差绝对值( $AbsINV$ )代表企业*i*的投资效率, $AbsINV$ 越大,则表明企业非效率投资越严重。

## 2. 核心解释变量:机构投资者“分心”(Inatt)

参考 Kempf、Liu 等<sup>[3,6]</sup>的研究,构建机构投资者“分心”指标如下:

首先,构建机构投资者在上市公司中的重要性指标( $\omega_{i,f,q-1}$ ):

$$\omega_{i,f,q-1} = \frac{QPWeight_{i,f,q-1} + QPerOwn_{i,f,q-1}}{\sum_{f \in i, q-1} (QPWeight_{i,f,q-1} + QPerOwn_{i,f,q-1})} \quad (2)$$

其中, $QPWeight_{i,f,q-1}$ 和 $QPerOwn_{i,f,q-1}$ 分别表示*q-1*期企业*i*在机构投资者*f*的投资组合中占据的市场价值权重、机构投资者*f*持股数占企业*i*流通股的比例,经从小到大排序后五等分得到取值1~5的整数离散型变量。

其次,将 $\omega_{i,f,q-1}$ 代入式(2)中,得到机构投资者“分心”的季度性公司指标:

$$Distraction_{i,q} = \sum_{f \in i} \sum_{d \neq d_i} \omega_{i,f,q-1} \times \omega_{i,f,q-1}^d \times D_q^d \quad (3)$$

其中, $\omega_{i,f,q-1}^d$ 表示*q-1*期机构投资者*f*在*d*行业持有的总市值与其投资组合的总市值之比。当*d*行业在*q*期在所有行业中出现极端收益率时,则 $D_q^d$ 取1,否则取0。

最后,将式(3)中计算得到的 $Distraction_{i,q}$ 取年度平均值,得到机构投资者“分心”的年度指标Inatt。

## 3. 控制变量

参考郭晓冬、李梅等<sup>[31,32]</sup>的观点,从公司固有特征、财务特征以及治理特征三个维度对可能影响投资效率的因素加以控制。具体包括:公司规模(Size),以期末总资产取自然对数衡量;资本结构(Lev),以资产负债率衡量;成长能力(Growth),以营业收入增长率衡量;盈利能力(Roa),以总资产报酬率衡量;固定资产占比(FixAsset),以固定资产与总资产比值衡量;自由现金流(Cashflow),以经营活动产生的净现金流与总资产比值衡量;董

事会规模(Bsize),以董事会人数取自然对数衡量;管理层持股比例(Manahold),以管理层持股数量占公司总股本比值衡量;机构投资者持股比例(Fundhold),以机构投资者持股占公司总股本比值衡量;机构投资者数量(Fundnum),对同年度持有同一家公司股票机构投资者的数量取自然对数进行衡量;股权性质(Soe),以是否为国有企业衡量;两职合一(Dual),以董事长和总经理是否两职合一衡量。

## (三) 模型设计

为了研究机构投资者“分心”与企业非效率投资之间的关系,本文构建如下回归模型:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inatt_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + Industry + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $Y_{it}$ 为本文的被解释变量,包括非效率投资( $AbsINV$ )、过度投资( $OverINV$ )和投资不足( $UnderINV$ ), $Inatt_{it}$ 为本文核心解释变量机构投资者“分心”。 $i$ 表示企业; $t$ 表示时间; $\beta_0$ 表示常数项; $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 均为系数; $Controls_{it}$ 表示控制变量集合; $Industry$ 、 $Year$ 分别表示行业固定效应和年度固定效应; $\varepsilon_{it}$ 为随机扰动项。模型在企业层面聚类标准误。若 $\beta_1$ 显著为正,则说明机构投资者“分心”加剧了企业的非效率投资。

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计结果

表1报告了研究所涉及主要变量的描述性统计结果。核心解释变量机构投资者“分心”(Inatt)的均值为0.048,25%分位数为0.002,最大值为0.223,说明机构投资者“分心”是普遍存在的现象。被解释变量非效率投资( $AbsINV$ )的均值为0.039,最小值为0.000,最大值为0.295,说明企业的投资效率存在较大差异,部分企业存在投资效率偏低的现象,有待进一步提高。在27 459个公司样本中,过度投资( $OverINV$ )的样本观测值有11 378个,投资不足( $UnderINV$ )的样本观测值有16 081个。被解释变量过度投资( $OverINV$ )和投资不足( $UnderINV$ )的均值分别为0.046和0.035,说明企业过度投资和投资不足的问题都比较严重。其余控制变量的统计特征与相关研究均保持一致,因此不再赘述。

表1 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
<i>Inatt</i>	27 459	0.048	0.053	0.000	0.002	0.030	0.081	0.223
<i>AbsINV</i>	27 459	0.039	0.047	0.000	0.011	0.025	0.048	0.295
<i>OverINV</i>	11 378	0.046	0.063	0.000	0.009	0.024	0.056	0.408
<i>UnderINV</i>	16 081	0.035	0.036	0.001	0.012	0.025	0.045	0.226
<i>Size</i>	27 459	22.420	1.300	19.960	21.510	22.250	23.170	26.410
<i>Lev</i>	27 459	0.450	0.202	0.063	0.292	0.447	0.601	0.896
<i>Growth</i>	27 459	0.367	1.003	-0.750	-0.036	0.123	0.403	7.145
<i>Roa</i>	27 459	0.033	0.064	-0.271	0.011	0.033	0.063	0.197
<i>FixAsset</i>	27 459	0.216	0.162	0.002	0.088	0.183	0.310	0.698
<i>Cashflow</i>	27 459	0.047	0.069	-0.159	0.008	0.046	0.087	0.246
<i>Bsize</i>	27 459	2.248	0.177	1.792	2.079	2.303	2.303	2.773
<i>Manahold</i>	27 459	0.053	0.115	0.000	0.000	0.000	0.030	0.546
<i>Fundhold</i>	27 459	0.333	0.229	0.002	0.108	0.340	0.514	0.826
<i>Fundnum</i>	27 459	1.499	0.554	0.693	1.099	1.386	1.792	3.091
<i>Soe</i>	27 459	0.395	0.489	0	0	0	1	1
<i>Dual</i>	27 459	0.258	0.438	0	0	0	1	1

(二) 多元回归分析

表2报告了机构投资者“分心”对企业非效率投

表2 机构投资者“分心”对非效率投资的影响

	全样本	过度投资样本	投资不足样本
	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>	<i>UnderINV</i>
<i>Inatt</i>	0.023*** (3.48)	0.046*** (3.61)	0.008 (1.45)
<i>Size</i>	-0.004*** (-10.11)	-0.003*** (-4.22)	-0.005*** (-13.10)
<i>Lev</i>	0.007*** (3.00)	0.014*** (2.88)	-0.001 (-0.48)
<i>Growth</i>	0.001*** (2.91)	0.004*** (4.14)	-0.000 (-0.31)
<i>Roa</i>	0.052*** (9.01)	0.076*** (6.57)	0.029*** (4.87)
<i>FixAsset</i>	0.017*** (6.50)	0.016*** (2.99)	0.018*** (8.01)
<i>Cashflow</i>	-0.020*** (-3.85)	-0.014 (-1.40)	-0.022*** (-4.20)
<i>Bsize</i>	-0.005** (-2.42)	-0.003 (-0.83)	-0.006*** (-3.12)
<i>Manahold</i>	-0.003 (-0.75)	0.008 (1.18)	-0.008*** (-2.68)
<i>Fundhold</i>	-0.002 (-1.43)	-0.002 (-0.57)	-0.000 (-0.24)
<i>Fundnum</i>	0.003*** (4.90)	0.004*** (2.70)	0.002*** (3.36)
<i>Soe</i>	-0.011*** (-13.44)	-0.017*** (-11.31)	-0.007*** (-10.10)
<i>Dual</i>	0.002** (2.10)	0.002 (1.38)	0.001 (1.18)
<i>Constant</i>	0.131*** (15.46)	0.109*** (7.09)	0.147*** (18.82)
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	27 459	11 378	16 081
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.071	0.058	0.118

注：\*\*\*、\*\*、\*分别表示1%、5%、10%的显著性水平，括号中的数字为t值，下同。

资影响的基准回归结果。结果表明机构投资者“分心”显著加剧了企业的非效率投资，主要体现在加剧了企业的过度投资行为，而非投资不足行为。可能的原因是，引起企业过度投资的主要原因包括代理问题和信息不对称，而投资不足的原因还包括融资约束。机构投资者“分心”加剧了代理问题和信息不对称，从而加剧了过度投资，但未必能够缓解融资约束从而改善企业投资不足问题。因此，下文主要聚焦机构投资者“分心”影响企业非效率投资，尤其是过度投资的作用机制进一步探讨。

(三) 内生性检验

1. 敏感性分析

本文参考Cinelli的研究<sup>[33]</sup>，采用敏感性分析进一步排除遗漏变量对实证结果的干扰。在进行敏感性分析的过程中，需要引入对比变量，讨论当遗漏变量强度小于对比变量时，基准回归的估计结果是否有效。本文选择机构投资者持股比例 (*Fundhold*) 作为对比变量，这是因为机构投资者持股比例是研究机构投资者“分心”对企业投资效率影响的一个较为关键的控制变量。机构投资者持股比例越高，对企业的监督作用越强，从而影响管理层的机会主义动机与能力，已有文献也证实了机构投资者持股比例对企业投资效率存在显著影响<sup>[18]</sup>。本文讨论当潜在遗漏变量对被解释变量的解释强度分别相当于对比变量对被解释变量的解释强度的0、1、2和3倍时，模型中核心解释变量机构投资者“分心” (*Inatt*) 与被解释变量企业非效率投资 (*AbsINV*) 和

过度投资 (*OverINV*) 相关系数的显著性是否发生变化。若显著性仍保持不变, 则在一定程度上说明回归结果受潜在遗漏变量问题的影响不大。敏感性分析结果表明, 即使潜在遗漏变量对被解释变量的解释强度相当于对比变量对被解释变量解释强度的3倍, 结果仍然成立。这表明基准回归结果受到遗漏变量干扰的可能性较小。

## 2. 工具变量法

本文采用工具变量法来缓解潜在的反向因果所导致的内生性问题。参考吴晓晖、Han等的研究<sup>[14,34]</sup>, 选择上市公司总部所在城市出现极端天气的天数占全年比重作为工具变量。工具变量的选择主要有以下原因: 一方面, 公司总部所在城市出现

极端天气会增加机构投资者到现场实地考察的难度, 减少机构投资者对公司的关注; 另一方面, 公司总部城市的极端天气属于客观的天气状况, 不太可能直接影响公司的投资行为。如表3中的列(1)至列(4)所示, 在采用工具变量法后, 研究结论仍然稳健。*Cragg-Donald Wald F*统计值分别为37.659和16.128, 远远大于Stock-Yogo15%的临界值(8.96), 表明工具变量是有效的。

## 3. 核心解释变量滞后一期

此外, 本文也采用了将核心解释变量滞后一期的方法缓解可能存在的反向因果问题。如表3中列(5)和列(6)所示, 研究结果仍然稳健。

表3 内生性检验

	工具变量 第一阶段	工具变量 第二阶段	工具变量 第一阶段	工具变量 第二阶段	核心解释变量 滞后一期	
	<i>Inatt</i>	<i>AbsINV</i>	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>	<i>Inatt</i>	<i>OverINV</i>
<i>IV</i>	0.038*** (6.14)		0.040*** (4.01)			
<i>Inatt</i>		0.728*** (3.84)		1.034*** (2.63)		
<i>L.Inatt</i>					0.024*** (3.33)	0.036*** (2.72)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Cragg-Donald Wald F</i>		37.659		16.128	—	—
<i>Observations</i>	27 459	27 459	11 378	11 378	21 471	8 841
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.180	0.055	0.179	0.076	0.075	0.060

## (四) 稳健性检验

### 1. 重新测度核心解释变量

除了不相关行业的极端收益冲击会使机构投资者“分心”之外, 不相关行业的异常交易也会吸引机构投资者的注意力, 导致机构投资者“分身乏术”<sup>[3,6]</sup>。因此, 本文采用异常行业交易量替换异常行业收益率, 重新识别引发机构投资者“分心”的外生冲击。如表4中列(1)和列(2)所示, 在改变核心解释变量衡量方式后, 结果仍然稳健。

### 2. 重新测度被解释变量

前文采用了相关研究较为主流的衡量方式, 假设存在最佳投资规模, 但事实上企业的投资决策是根据自身财务状况、未来可能的投资机会和市场环境变化综合考量的结果, 当下的最佳投资规模并不

一定等于未来的最优选择<sup>[35]</sup>。如果某一项投资能够给企业带来持续回报, 就是有效率的投资。在有效市场假设的前提下, 市场价格能够反映所有投资者对未来的预期, 基于此可以通过企业投资对市场价值的影响来衡量投资效率<sup>[36]</sup>。为了进一步增强研究结果的可靠性, 本文参考夏秀芳等<sup>[35]</sup>的研究, 重新构建非效率投资指标 (*Q*) 和过度投资指标 (*OverQ*)。如表4列(3)和(4)所示, 在改变被解释变量衡量方式后, 结果仍然稳健。

### 3. 控制个体固定效应

考虑到可能存在个体层面不随时间变化的因素对实证结果产生影响, 本文进一步控制个体固定效应。如表4列(5)和列(6)所示, 在控制个体固定效应后, 研究结果仍然稳健。

表4 内生性检验

	重新测量核心解释变量		重新测量被解释变量		控制个体固定效应	
	(1) <i>AbsINV</i>	(2) <i>OverINV</i>	(3) <i>Q</i>	(4) <i>OverQ</i>	(5) <i>AbsINV</i>	(6) <i>OverINV</i>
<i>Inatt_AT</i>	2.267*** (2.78)	6.041*** (3.20)				
<i>Inatt</i>			0.017*** (2.60)	0.062*** (4.51)	0.026*** (2.99)	0.066*** (3.54)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	27 459	11 378	27 349	9 055	27 459	11 378
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.071	0.058	0.049	0.056	0.187	0.207

(五) 机制分析

前文就基准回归进行了一系列稳健性检验，结果表明机构投资者“分心”与企业非效率投资之间存在稳定的统计关系。因此，本文继续探讨机构投资者“分心”影响企业非效率投资的作用机理。参考江艇<sup>[37]</sup>的研究，采用两步法进行机制分析。借鉴Ang等<sup>[38]</sup>的研究，采用管理费用率衡量代理冲突

(*Acost*)；借鉴Hutton等<sup>[39]</sup>的做法，采用修正Jones模型计算的可操控应计利润绝对值衡量企业的信息不对称程度(*Opaque*)。表5 Panel A 和Panel B分别展示了中介变量为代理冲突(*Acost*)和信息不对称程度(*Opaque*)的机制检验结果。结果表明，机构投资者“分心”加剧了代理冲突和信息不对称，从而加剧了企业非效率投资，H<sub>2</sub>和H<sub>3</sub>得到验证。

表5 作用机制检验结果

Panel A	全样本		过度投资样本	
	<i>Acost</i>	<i>AbsINV</i>	<i>Acost</i>	<i>OverINV</i>
<i>Acost</i>		0.047*** (7.12)		0.035*** (2.68)
<i>Inatt</i>	0.031*** (2.84)	0.022*** (3.27)	0.043*** (3.10)	0.045*** (3.49)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	27 459	27 459	11 378	11 378
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.317	0.074	0.315	0.058

  

Panel B	全样本		过度投资样本	
	<i>Opaque</i>	<i>AbsINV</i>	<i>Opaque</i>	<i>OverINV</i>
<i>Opaque</i>		0.027*** (3.91)		0.036*** (2.98)
<i>Inatt</i>	0.067*** (11.82)	0.022*** (3.21)	0.071*** (8.46)	0.044*** (3.40)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	27 459	27 459	11 378	11 378
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.738	0.072	0.722	0.058

五、进一步分析

(一) 机构投资者异质性

不同类型的机构投资者在投资理念、交易策略、投资组合和持股比例等方面均存在较大差异，

因此参与被投资公司监督治理的程度也不尽相同<sup>[1]</sup>。参考王垒等<sup>[40]</sup>的研究，本文从机构投资者的治理能力和意愿两个维度，将机构投资者分为专注型机构投资者和临时型机构投资者，进一步探讨不同类型的机构投资者“分心”对企业非效率投资的

影响。专注型机构投资者,往往奉行“股东积极主义”的理念,在被投资公司的监督治理中扮演者“监督者”的角色。一方面,从治理能力来看,专注型机构投资者持股比例更高,持股规模更大,具有较高的话语权,且本身具有较强的资源和信息优势。另一方面,从治理意愿来看,由于持股比例更高,被投资公司在机构投资者的投资组合中占比较大,机构投资者的利益与被投资公司的利益深度捆绑。不同于专注型机构投资者,临时型机构投资者往往倾向于在公司治理的过程中扮演“旁观者”的角色。

临时型机构投资者倾向于追求短期利润,不关心企业的长远发展<sup>[41]</sup>。他们往往投资多家企业,没有太多精力参与公司治理<sup>[42]</sup>,更多地把公司看作是投资组合中的一个选择。此外,临时性机构投资者往往存在严重的“搭便车”问题,因为对这一类投资者而言,积极监督收益低于监督成本。由表6可知,专注型机构投资者“分心”显著加剧了企业非效率投资,主要体现在加剧了过度投资行为,而临时型机构投资者“分心”对企业非效率投资和过度投资没有显著影响。

表6 不同类型机构投资者“分心”程度与非效率投资

	专注型机构投资者“分心”		临时型机构投资者“分心”	
	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>
<i>Inatt_D</i>	0.030*** (5.14)	0.056*** (4.93)		
<i>Inatt_T</i>			0.004 (1.05)	0.008 (1.07)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	27 429	11 352	27 429	11 352
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.074	0.060	0.072	0.058

## (二) 管理层权力

事实上,管理层实施自利行为不仅受到外部监督环境的影响,也受到自身权力大小的影响。当管理层权力越大时,管理层所能支配的资源越多,也更有可能以损害公司利益为代价而保障自身利益。非效率投资尤其是过度投资是管理层实施自利行为、构建商业帝国的重要手段。管理层能够借助权力控制企业内部现金流,减少现金股利发放,而过多的自由现金流会强化管理层进行规模扩张、构建

商业帝国的动机,最终加剧了过度投资<sup>[43]</sup>。因此,本文预期当管理层权力越大时,机构投资者“分心”对于企业非效率投资的正向影响会被强化。借鉴权小锋等<sup>[44]</sup>的研究,采用主成分分析法构建衡量管理层权力的综合指标,并按照行业-年度将样本分为管理层权力较大和较小两组进行进一步分析。由表7可知,当管理层权力较大时,机构投资者“分心”对企业非效率投资的正向影响越显著。

表7 基于管理层权力的进一步分析

	管理层权力较大		管理层权力较小	
	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>
<i>Inatt</i>	0.032*** (3.79)	0.054*** (3.26)	0.008 (0.88)	0.024 (1.32)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	13 350	5 482	13 268	5 537
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.074	0.055	0.064	0.052

## (三) 外部关注与监督

当机构投资者“分心”时,对被投资公司的关注程度会降低,参与监督治理的积极性下滑,弱化了对被投资公司的监督治理,损害了公司的信息环

境。然而,除了机构投资者之外,分析师和媒体也是公司重要的外部监督者和信息中介。分析师和媒体的关注能否在一定程度上弥补由机构投资者“分心”导致的监管缺位,缓解机构投资者“分心”对

企业投资效率的负面影响呢？作为资本市场的信息中介，分析师依靠专业能力和特殊渠道，能够敏锐感知和获取企业信息，并对所获信息进行加工处理，最终以分析师报告形式向资本市场传递企业信息。分析师对公司的持续跟踪能够形成有效监督，抑制管理层机会主义行为，改善企业信息披露质量<sup>[45]</sup>。因此，本文预期分析师关注能够在一定程度上弥补由机构投资者“分心”导致的监管缺位，即当分析师关注程度较高时，机构投资者“分心”对企业投资效率的负向影响会弱化。

媒体在资本市场同样扮演重要角色，是公司治理的重要外部机制<sup>[46,47]</sup>。媒体关注能够推动管理层更加勤勉地履行受托责任，减少管理层机会主义行为。一方面，相较于分析师、审计师等传统资本市场信息中介的信息发布模式，媒体往往在信息内容的阅读门槛、传播速度以及规模方面更具优势，其信息受众更广，尤其深得我国资本市场广大中小散

户投资者的青睐。信息经过媒体传播后，容易迅速放大和扩散，形成螺旋式上升的意见环境<sup>[48]</sup>，即社会舆论。另一方面，媒体报道不仅会传递至投资者，同时也会引发政府等监管层关注，从而对管理层机会主义行为形成有效震慑<sup>[49]</sup>。因此，本文预期媒体关注能够在一定程度上弥补由机构投资者“分心”导致的监管缺位，即当媒体关注程度较高时，机构投资者“分心”对企业投资效率的负向影响会弱化。

参考袁玉等<sup>[50]</sup>的研究，本文以分析师跟踪数量的自然对数衡量分析师关注，以新闻报道数量的自然对数衡量媒体关注，并按照行业-年度中位数进行分组检验。由表8可知，当分析师关注程度较高和媒体关注程度较高时，机构投资者“分心”对企业投资效率的负向影响会弱化，即分析师关注和媒体关注能够较好地对机构投资者“分心”所造成的监督治理弱化进行补位。

表8 外部关注与监督

Panel A	分析师关注程度较高		分析师关注程度较低	
	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>
<i>Inatt</i>	0.006 (0.82)	0.011 (0.85)	0.036*** (3.30)	0.063*** (2.80)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	18 379	7 691	9 035	3 647
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.069	0.055	0.078	0.061
Panel B	媒体关注程度较高		媒体关注程度较低	
	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>	<i>AbsINV</i>	<i>OverINV</i>
<i>Inatt</i>	0.012 (1.24)	0.021 (1.14)	0.030*** (3.42)	0.065*** (3.75)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE &amp; Ind FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	14 242	6 025	13 187	5 340
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.072	0.057	0.075	0.062

## 六、研究结论与启示

本文基于2010—2023年沪深A股上市公司样本，实证检验了机构投资者“分心”对企业非效率投资的影响及其机制。研究发现，机构投资者“分心”显著加剧了企业非效率投资，且主要表现在过度投资方面。机制检验表明，机构投资者“分心”加剧了代理冲突和信息不对称，从而导致企业投资效率的恶化。进一步分析发现，机构投资者“分心”对于企业非效率投资的影响在专注型机构投资者、

管理层权力更大以及分析师关注和媒体关注较弱的样本中显著。

结合上述结论，可以得出如下启示：

首先，对于监管部门而言，应有效厘清机构投资者对于我国资本市场上公司的功能定位，高质量推动资本市场健康稳定发展。一方面，要充分挖掘机构投资者在公司治理中的潜能，通过政策引导与资源调配，助力机构投资者优化内部结构，提升专业素养与服务质量，使其成为推动资本市场良性

发展的核心力量。另一方面,针对机构投资者因注意力分配不均而产生的“分心”现象,监管部门应从制度层面入手,构建更为完善的监督机制,填补因监督弱化产生的管理漏洞,为资本市场营造公平、透明的投资环境。

其次,对于机构投资者而言,应合理配置注意力资源,确保对那些需要持续深入关注和积极干预的公司进行充分监督,进而约束上市公司非效率投资。机构投资者应充分发挥其专业优势、信息优势与治理优势,深入研究宏观经济形势和行业发展趋势,挖掘具有潜力的优质企业,以价值投资为导向,而非短期的投机炒作,陪伴企业成长。另外,机构投资者应坚持长期价值投资的理念,发挥示范引领作用,通过坚持长期投资和专业投资,向广大投资者传递正确的投资价值观,引导市场形成理性投资的氛围。

最后,对于上市公司而言,需要深刻了解非效率投资给企业造成的不良后果以及相关风险。一方面,要持续优化内部治理结构,强化监事会等监督机构的职能,构建权力制衡机制,有效约束管理层的盲目投资行为,降低因代理问题引发的投资风险。另一方面,建立科学合理的管理层薪酬激励体系,将管理层利益与企业长期价值紧密挂钩,抑制其短期逐利冲动,引导管理层制定符合企业长远发展的投资决策。同时,完善投资项目评估体系,引入先进的风险量化与收益评估方法,提升投资决策的科学性与准确性,避免因信息不对称导致的投资失误,为企业的可持续发展奠定坚实基础。

#### 参考文献:

- [1] 梁上坤. 机构投资者持股会影响公司费用粘性吗[J]. 管理世界, 2018, 34(12): 133-148.
- [2] KAHNEMAN D. Attention and effort[M]. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1973.
- [3] KEMPF E, MANCONI A, SPALT O. Distracted shareholders and corporate actions[J]. Review of financial studies, 2017, 30(5): 1660-1695.
- [4] BEN-REPHAELA, DAZ, ISRAELSEN R D. It depends on where you search: Institutional investor attention and underreaction to news[J]. Review of financial studies, 2017, 30(9): 3009-3047.
- [5] ISRAELI D, RON K, SUHAS A S. Unexpected distractions and investor attention to corporate announcements[J]. Review of accounting studies, 2022, 27: 477-518.
- [6] LIU C, LOWA, MASULIS R W, et al. Monitoring the monitor: Distracted institutional investors and board governance[J]. Review of financial studies, 2020, 33(10): 1-43.
- [7] SODOK E G, OMRANE G, SATTAR AM, et al. Institutional investor attention, agency conflicts, and the cost of debt[J]. Management science, 2023, 69(9): 5596-5617.
- [8] 戴亦一, 梁伟娟. 机构投资者分心与企业创新——来自中国市场的证据[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2023, 63(6): 166-178.
- [9] NIX R, PENG Q Y, YIN S R, et al. Attention! Distracted institutional investors and stock price crash[J]. Journal of corporate finance, 2020, 64: 1-19.
- [10] 李正彪, 刘洪颖. 机构投资者“分心”如何影响股价同步性[J]. 金融监管研究, 2022(7): 75-94.
- [11] 王攀, 郭晓冬, 吴晓晖. 机构投资者“分心”与企业研发操纵[J]. 科研管理, 2023, 44(8): 109-118.
- [12] 张宗益, 李雪, 向诚. 机构投资者注意力约束与公司盈余管理: 外生事件冲击的视角[J]. 改革, 2021(6): 136-154.
- [13] ALEXANDER G, JOSE M, ARTHUR P, et al. Institutional investor distraction and earnings management[J]. Journal of corporate finance, 2021, 66: 101801.
- [14] 吴晓晖, 王攀, 郭晓冬. 机构投资者“分心”与公司杠杆操纵[J]. 经济管理, 2022, 44(1): 159-175.
- [15] 李学峰, 蔡新怡. 机构投资者“分心”与大股东掏空[J/OL]. 系统管理学报, 1-22[2025-01-07].
- [16] 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(2): 187-221.
- [17] 张敏, 王成方, 姜付秀. 我国的机构投资者具有治理效应吗?——基于贷款软约束视角的实证分析[J]. 经济管理, 2011, 33(4): 16-23.
- [18] 尚航标, 宋学瑞, 王智林. 监督与纾困!机构投资者持股与企业投资效率的关系研究[J]. 技术经济, 2022, 41(3): 128-138.
- [19] 钟芳. 机构投资者实地调研能缓解企业非效率投资吗[J]. 财经问题研究, 2020(4): 56-65.
- [20] 周冬华, 张启浩. 投资者实地调研会加剧企业过度投资吗[J]. 山西财经大学学报, 2021, 43(7): 83-96.
- [21] 马宁, 蔡晓睿, 靳光辉. 高管会望“雨”而逃吗: 极端强降水与高管机会主义减持——来自天气层面的证据[J]. 系统工程理论与实践, 2024, 44(10): 3217-3237.
- [22] 孙光国, 张淼. 机构投资者分心与高管机会主义减持[J]. 商业经济与管理, 2024(6): 68-87.
- [23] BUSHEE B J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior[J]. Accounting review,

- 1998, 73(3): 305-333.
- [24] 王咏梅, 王亚平. 机构投资者如何影响市场的信息效率——来自中国的经验证据[J]. 金融研究, 2011(10): 112-126.
- [25] 孔东民, 孔高文, 刘莎莎. 机构投资者、流动性与信息效率[J]. 管理科学学报, 2015, 18(3): 1-15.
- [26] JENSEN M C. Agency costs of the free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American economic review, 1986, 76(2): 323-329.
- [27] 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.
- [28] 赵晶, 张宇晴, 丁钰洋. 管理层获取信息优势的来源: 信息渠道还是职务层级[J]. 吉林大学社会科学学报, 2024, 64(1): 150-166, 239.
- [29] 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, 16(3): 36-46.
- [30] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of accounting studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [31] 郭晓冬, 王攀, 吴晓晖. 机构投资者网络团体与公司非效率投资[J]. 世界经济, 2020, 43(4): 169-192.
- [32] 李梅, 王春晖. 机构投资者调研、大股东减持与公司投资效率[J]. 投资研究, 2020, 39(9): 65-81.
- [33] CINELLI S. Split incentives and endogenous inattention in home retrofits uptake: A story of selection on unobservables?[J]. Energy economics, 2021, 104: 105656.
- [34] HAN B, KONG D, LIU S. Do analysts gain an informational advantage by visiting listed companies?[J]. Contemporary accounting research, 2018, 35(4): 1843-1867.
- [35] 夏秀芳, 吴卫星, J DANIEL CHI. “过度投资”是低效率投资吗?——来自中国上市公司的证据[J]. 中国软科学, 2020(12): 117-129.
- [36] MUELLER, DENNIS C R, ELIZABETH A. Rates of return on corporate investment[J]. Southern economic journal, 1993, 60(2): 430-453.
- [37] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100-120.
- [38] ANG J S, COLE R A, LIN J W. Agency costs and ownership structure[J]. The Journal of finance, 2000, 55(1): 20-28.
- [39] HUTTON AP, MARCUS AJ, TEHRANIAN H. Opaque financial reports, R2, and crash risk[J]. Journal of financial economics, 2009, 94(1): 67-86.
- [40] 王垒, 曲晶, 赵忠超, 等. 组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J]. 管理世界, 2020, 36(7): 132-153.
- [41] BENA J, FERREIRA MA, MATOS P, PIRES P. Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership[J]. Journal of financial economics, 2017, 126(1): 122-146.
- [42] PARRINOR, SIAS R W, STARKS L T. Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover[J]. Journal of financial economics, 2003, 68(1)3-46.
- [43] 唐雪松, 周晓苏, 马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究, 2007(7): 44-52, 96.
- [44] 权小锋, 吴世农, 文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究, 2010, 45(11): 73-87.
- [45] 李春涛, 宋敏, 张璇. 分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据[J]. 金融研究, 2014(7): 124-139.
- [46] 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, 45(4): 14-27.
- [47] 杨玉龙, 孙淑伟, 孔祥. 媒体报道能否弥合资本市场上的信息鸿沟?——基于社会关系网络视角的实证考察[J]. 管理世界, 2017(7): 99-119.
- [48] NOELLE-NEUMANN E. The spiral of silence: A theory of public opinion[J]. Journal of communication, 1974, 24(2): 43-51.
- [49] 戴亦一, 潘越, 刘思超. 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[J]. 世界经济, 2011(11): 121-144.
- [50] 袁玉, 吴战箴, 廖佳. 机构投资者分心会加剧管理层语言膨胀吗? ——基于年报文本语调的实证研究[J/OL]. 南开管理评论, 1-33[2025-01-08].

责任编辑: 曾凡盛