

媒体为什么会报道上市公司丑闻？

杨德明^{1,2} 令媛媛³

(1.北京大学光华管理学院, 北京, 100871; 2.云南财经大学会计学院, 云南 昆明 650221;
3.华南理工大学工商管理学院, 广东 广州 510641)

摘要：本文以违规公司为样本，研究了媒体为什么会报道上市公司丑闻。研究发现，在我国资本市场，媒体发挥了一定的监督职能，一般表现为在处罚公告公布前，媒体已经深入报道了其中24.7%的样本的违规行为；但另一方面，媒体的监督却又显得比较有限，这表现在媒体自身发掘有价值新闻的数量非常有限，媒体更多的是对市场已有信息的收集、整理、加工与重新包装。进一步的研究发现，反映市场关注度的媒体覆盖率对媒体报道上市公司丑闻的行为影响显著，这说明媒体总是热衷于关注那些“明星公司”或热点新闻，媒体具有追求轰动效应的倾向。政府对媒体报道的影响只有在一定条件下才会成立，具体来说就是，只有终极控制人为国有时，会对媒体报道丑闻产生显著影响；在市场关注度较低的情况下，终极控制人国有的性质会对媒体报道影响显著，这是因为在市场关注度较低的情况下，政府影响媒体给其带来的声誉损失也相对较低。

关键词：媒体覆盖率；终极控制人；丑闻报道

Abstract: Using the sample of non-compliance listed companies, this paper investigated why media would report their scandals. Our investigation shows that there is a definite monitoring role of the media in China capital market because media has reported 24.7% the violations before punishment announcements. But the supervision of media is relatively limited, as the mount of valuable news independently discovered by media itself is limited, media only plays roles in collecting, settling information, and repacking information which is already available. Further study shows that media coverage which indicates market attentions has significant impact on the behavior of reporting listed companies' scandals. This illustrates media's tendency of focusing on the star companies, hot news and sensationalism. The impact of government on the media can be established only under certain conditions, specifically, only when the ultimate shareholder is the state, government will apply strong impact on the media's reporting of scandals. When the market attention is relatively low, the state-owned-nature of the ultimate shareholder significantly affects reports from the media, as under this condition, government suffers less reputation damage from affecting the media.

Keywords: media coverage, ultimate shareholder, reporting listed companies' scandals

作者简介：杨德明，北京大学光华管理学院博士后，云南财经大学会计学院副教授，研究方向：公司治理。令媛媛，女，华南理工大学工商管理学院讲师，研究方向：公司财务。

中图分类号：F830.9 文献标识码：A

引言

近年来，媒体监督被认为是新兴资本市场上有效替代司法保护不足的一项重要制度安排(Dyck et al., 2008)^[2]，其在资本市场上的作用已经引起了理论界和实务界的广泛关注；媒体通过其监督机制和声誉机制，成为保护投资者利益的一种重要治理机制。在Gillan(2006)^[4]针对公司治理的综述中，媒体被视为是与法律并列的一种重要

的外部治理机制。在我国资本市场，媒体同样发挥着重要的作用。例如，著名的银广夏和郑百文恶性案件，最初就是由媒体所报道的。然而，虽然媒体曝光了我国上市公司许多丑闻，发挥了一定的监督职能，但仍有相当多上市公司侵占投资者利益的各类丑闻并未被媒体所报道。公司丑闻是指公司违规且受到证券监管机构公开处罚的行为(陈冬华等，2008^[8])。那么，媒体为什么会去发掘一些公司的丑闻？政府干预等因素是否会影响媒体报

道丑闻的行为?这构成了本文研究的命题。

理论分析与假设

伴随我国证券市场的发展,报道证券市场的新闻媒体也不断发展。与证券市场类似,报道证券市场的新闻媒体基本具有以下三个特征:

第一,从市场影响力来看,呈现出国有媒体主导、民营媒体为辅的特征。例如,证监会指定信息披露媒体,被称之为四大证券报的《中国证券报》、《证券时报》、《证券日报》与《上海证券报》均为国有性质的终极控制人所掌控,上市公司的各种公告等一手信息必须在这指定媒体报道,这也决定了其市场影响力应当会超过一般媒体。

第二,媒体往往也承担着多重任务,多任务的存在使得媒体成为一个行政和市场的混合体。媒体的报道既需要服从政府的各项管制规定,也需要适应市场发展、迎合广大读者的需求。

第三,随着证券市场市场化进程的不断推进,在这种背景下发展起来的报道证券市场新闻的各家媒体,其发展历程也呈现出多样化、市场化的趋势,新闻报道的深度、广度、力度也随之不断提高。

不难看出,虽然媒体是一个行政和市场的混合体,但由于市场化进程的不断推进,各家媒体不得不面临日益激烈的市场竞争,为了在竞争中生存、发展,就必须努力提高其新闻的市场价值。新闻市场价值的提高,会导致报刊销售量、新闻点击率的提高,从而导致相关媒体收益的提高。那么,如何提高新闻的市场价值呢?简单地说,就是要报道市场关注的热点新闻、明星公司。关注热点新闻、明星公司的另一大好处在于,市场其他信息中介往往也会高度关注这类公司与新闻,明星公司以及相关新闻的发掘面临的信息不对称程度较低,收集相关资料的成本也较低(Miller, 2006)^[6]。当然,报道这类公司以及相关新闻,也存在一定风险。通常,关注明星公司、热点新闻的媒体很多,这意味着媒体之间竞争的加剧。而作为公共物品的新闻信息,一旦被某家公司报道,会被其他媒体迅速转载或报道,发掘出某种独家新闻的媒体不见得会从中获得太多的好处。在激烈竞争的环境下,媒体主要是基于声誉的考虑,愿意为发掘热

点新闻花费大量的成本。假设两家媒体都报道某新闻,但其中一家媒体的报道比另一家提前了一天,由于信息一旦刊出不需要任何成本就可以自由传播,所以所有的声誉都将属于最早报道该新闻的媒体。

基于媒体有偏论(media bias)¹(Jensen, 1979)^[5],亦不难得出结论,媒体往往只是关注那些“明星”企业,关注那些市场热点。当然,媒体治理的相关理论与媒体有偏论之间存在一定的不同:媒体治理理论认为,媒体追逐市场热点是媒体的一种理性选择;而媒体有偏论则认为,媒体追逐市场热点会带来媒体报道的偏误。然而,在我国媒体市场化改革的背景下,为了生存与发展,不难得出媒体会乐于报道市场关注度较高的公司及其新闻,即假设1:市场关注度提高,媒体报道上市公司丑闻的动机也随之提高。参考一系列研究(Dyck et al., 2008; Fang and Peress, 2009; Miller, 2006)^[2,3,6],本文以媒体覆盖率(媒体报道次数)反映市场关注度,因此,在本文中假设1也可以表述为:媒体覆盖率越高,媒体报道上市公司丑闻的动机越高。

由于媒体报道丑闻的行为有可能给企业造成严重的负面影响,企业自然有动机去影响媒体报道,而影响媒体的最有效途径就是影响政府,通过行政干预影响媒体。实际上,即便是在宪法保护媒体独立的国家,政府官员也有可能影响或干预媒体报道。而在我国证券市场,从宏观层面来看,政府借助媒体(如发表在《人民日报》的评论员文章)直接干预股市的情况也时有发生。

作为终极控制人国有的上市公司,相对于非国有上市公司而言,更易获得政府帮助。从另一个角度来看,政府也有动机影响媒体对某些上市公司(尤其是国有上市公司)的新闻报道。根据Bai and Xu(2005)^[11]提出的国有企业改革的多任务理论,在转型经济体中,国有企业经常需要承担着维持社会稳定在内的多重任务。在多任务背景下,经理的激励强度有所降低,这会导致国企经营绩效的降低,从而诱发出上市公司违规的动机²。在这种背景下,政府往往会乐于伸出“扶持之手”,帮助国企解决出现的困难。尤其是当上市公司承担着政府社会目标时,越有可能得到政府“扶持之手”的支援(唐清泉,罗党论, 2007)^[11]。政府对于发生丑闻的国有上市公司的援助,不仅仅在于提供一些补贴,还可能帮助这类公司影

响媒体。一方面,这类公司的各类违规行为往往与其承担的政府社会目标有关;另一方面,在我国的背景下,政府对媒体施加一定的影响也是完全有可能的,我国媒体公司治理作用的发挥是通过引起相关行政机构的介入实现的(李培功,沈艺峰,2010)^[10]。这是因为媒体往往也是一个承担着多重任务的行政和市场的混合体,即便是非国有性质的媒体,也需要服从相关管制制度,服从政府的管理。故得出假设2:上市公司终极控制人性质会影响媒体报道,国有上市公司影响媒体的可能性更大。

上述分析表明,政府有可能会影响媒体报道,但也是有成本的。Mullainathan与Shleifer(2005)^[7]在一个新闻市场竞争模型中表达了这样一个观点,即便媒体想隐瞒某些事实,或者说媒体报道是有偏颇的,随着市场上媒体竞争程度的提高,公众最终还是可以形成正确的认识,除非需求方(公众)需求是有偏的。如果假定公众需求是无偏的³,公众希望有媒体揭发上市公司丑闻,那么竞争应当会促使市场关注度提高,政府影响媒体的成本提高,促使媒体最终报道无偏误的新闻。故可以得出假设3:媒体覆盖率越高,终极控制人国有的性质对媒体报道的影响越低。

数据与研究设计

一、数据

首先,利用WIND数据库收集整理出上市公司2001年至2008年的违规样本⁴,8年间违规样本公司共计580家。在580家样本中,删除了年报、中报、季报推迟披露的样本67家⁵,删除因为类似事件已被处罚的样本111家⁶,再删除处罚原因不明或一些重要数据缺失的公司22家,剩余380家公司为本文研究样本。

在确定研究样本后,通过WIND提供的违规公司相关信息,并利用Baidu搜索等方式确定研究样本因为何种行为被处罚,再阅读每家上市公司在处罚公告发布前的每条新闻,以确定在处罚公告发布前媒体是否已经报道了上市公司的违规行为。在比较了几个重要的数据库后,本文以WIND数据库为主收集媒体报道的各种上市公司新闻⁷。

一般来说,一个公司从发生违规行为到被处罚,会

经历三个阶段(见图1): T_1 表示上市公司发生违规的时间; T_2 表示上市公司自身公告,披露公司违规行为的时间⁸; T_3 表示相关监管部门立案调查或处罚公告的时间。一些公司被处罚,可能不完全包括以上三个时点,例如,一些公司可能自身没有披露公司违规行为的公告,就直接被监管部门立案调查或处罚。

媒体关于上市公司丑闻的报道必然发生在 T_1 之后,否则就成了无中生有。基于图1,我们将媒体报道的时间分为三个区间:(1)如果媒体对上市公司丑闻的相关报道发生在 T_1 之后, T_2 和 T_3 之前,我们认为,媒体报道很好地揭露了上市公司丑闻,很好地发挥了监督职能;(2)如果媒体对上市公司丑闻的相关报道发生在 T_2 之后,但在 T_3 之前,且媒体报道不仅仅是转载上市公司公告,其报道与上市公司公告存在明显不同,我们认为,此时媒体也发挥了一定的监督职能⁹;(3)如果媒体对上市公司丑闻的相关报道发生在 T_3 之后,我们认为,此时相关丑闻早已为市场所知,不能认为媒体发挥了监督职能。根据这三个区间,对380个样本分组如下:

组1(No-news):在处罚公告或监管部门立案调查之前,没有新闻媒体报道关于违规行为的新闻,属于组1;如果在处罚公告或立案调查之前,相关新闻媒体仅仅是转载了上市公司公告,属于组1;如果媒体对上市公司丑闻的相关报道仅仅是发生在 T_3 之后,也属于组1。总之,组1可以理解为媒体没有发挥监督职能的样本。

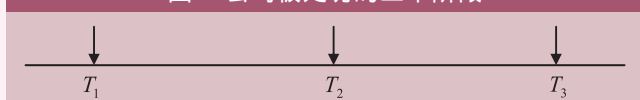
组2(First-news):媒体对上市公司丑闻的相关报道发生在 T_2 和 T_3 之前,且报道与上市公司丑闻直接相关,属于组2。总之,组2属于媒体发挥监督职能最好的一组样本。

组3(Second-news):如果媒体对上市公司丑闻的相关报道发生在 T_2 之后,但在 T_3 之前,且媒体报道与上市公司公告存在明显不同,不仅仅是转载上市公司公告,属于组3。总之,组3属于媒体发挥了一定监督职能的一组样本。

进一步地,分别将组2和组3各自分为两组,即:

组2-1(First-news-self):媒体报道的新闻属于媒体自身发掘,或对多种信息中介¹⁰信息进行综合、加工、整理等;组2-2(First-news-other):媒体报道的新闻主要来自其他某一信息中介。

图1 公司被处罚的三个阶段



组3-1(Second-news-self): 媒体报道的新闻属于媒体自身发掘, 或对多种信息中介信息进行综合、加工、整理等; 组3-2(Second-news-other): 媒体报道的新闻主要来自其他某一信息中介。

表1给出了样本的分布和组成情况。从表1来看, 在处罚公告公布前, 媒体已报道违规公司违规行为的样本共计94家, 且这些报道并不仅仅是转载上市公司公告, 占研究样本的24.7%。这在一定程度上说明了, 在我国资本市场, 媒体确实深入报道了上市公司丑闻, 发挥了一定的监督职能。然而, 组2样本(First-news)仅占总样本的比例5%, 远远小于Miller(2006)^[6]针对美国市场发现的29%¹¹。这在一定程度上说明, 在我国资本市场, 媒体的监督职能远不如美国等成熟市场的。

另外, 还可看出, 媒体自身发掘有价值信息的能力不强。具体来说, 最能反映媒体自身发掘信息的能力应是组2-1(First-news-self)样本, 但在8年间, 仅有8个样本(占总样本比例为2.11%)在处罚公告和上市公司公告前, 通过媒体自身发掘(或对多种信息中介信息进行综合、加工、整理)出了上市公司的违规行为; 在组3中, 另有18个样本(占总样本比例为4.73%), 在上市公司公告后、处罚公告公布前, 通过媒体自身发掘(或对多种信息中介信息进行综合、加工、整理)出了上市公司的违规行为。

二、研究设计

我们认为: 相对组3, 组2应当可以代表更强的媒体监督功能。因为组2曝光的新闻, 应当是市场所并不知道的新闻; 而组3曝光的新闻, 应当已有部分为市场所知晓。这就是说, 组2新闻应当对市场投资者影响更大。另

表1 样本的分布与组成

年份	研究样本	组2(First-news)	组3(Second-news)
2001	67	3(2,1)	5(1,4)
2002	48	0(0,0)	8(1,7)
2003	42	0(0,0)	5(1,4)
2004	44	2(0,2)	12(3,9)
2005	63	2(0,2)	16(3,13)
2006	51	5(1,4)	10(3,7)
2007	37	5(3,2)	9(1,8)
2008	28	2(2,0)	10(5,5)
合计	380	19(8,11)	75(18,57)

注: 括号中第一个数表示媒体自身发掘的信息(或是对多个信息中介信息进行综合整理), 即组2-1和组3-1样本; 括号中第二个数表示媒体报道信息来自审计、法律、分析师、监管、科研高校、投资者检举等某一信息中介, 即组2-2和组3-2样本。

外, 本文认为, 在处罚公告前, 媒体对违规行为的曝光次数, 也能在一定程度反映媒体的监督功能。

基于以上分析, 本文分别采用Logit模型、Order-Logit模型检验假设1和假设2。Logit模型、Order-Logit模型对应的被解释变量分别为 Mc_{g1} 、 Mc_{g2} 。

参考Miller(2006)^[6]、Fang and Peress(2009)^[3]的研究, 以处罚公告公布前媒体覆盖率(MC)衡量市场关注度, 显然媒体报道次数越多, 意味着市场对公司的关注程度越高, 同时也意味着媒体竞争程度越高。如果 MC 对被解释变量分别为 Mc_{g1} 、 Mc_{g2} 的影响显著为正, 则假设1通过。参考夏立军、方秩强(2005)^[12]的研究, 以终极控制人是否国有($State$)衡量政府的干预, 如果终极控制人是国有的上市公司, 其丑闻被报道的可能或次数显著低于其他上市公司, 则假设2通过。对假设3的检验, 主要通过 MC 与 $State$ 的交叉项来完成。

控制变量选择包括: 本文以樊纲等(2006)^[9]提供的各省(市)法治水平指数(Law), 作为衡量外部治理环境的变量; 引入第一大股东持股比例、第二至第十大股东持股比例作为控制变量, 主要是考虑股权集中度和股权制衡会对公司治理产生影响(徐莉萍等, 2006)^[13]。参考Miller(2006)^[6]的研究, 选择媒体曝光前公司是否被处罚($Steal$)以及审计意见($Audit$)作为控制变量, 主要是考虑这

表2 主要变量定义与作用

变量	定义	作用
Mc_{g1}	取1表示组2和组3数据, 取0表示组1数据	被解释变量
Mc_{g2}	取2表示组2数据, 取1表示组3数据, 取0为其他	被解释变量
MC	处罚公告公布前一年媒体覆盖率(即媒体报道次数)的自然对数	反映市场对该公司的关注程度, 用于检验假设1
$State$	终极控制人国有取1, 取0为其他	反映公司内部治理机制, 用于检验假设2
Law	地区法治水平指数	控制变量, 反映外部治理环境
$No1$	上一年度第一大股东持股比例	控制变量, 反映股权集中度(公司内部治理机制)
$No2to10$	上一年度第二至第十大股东持股比例和	控制变量, 反映股权制衡(公司内部治理机制)
$Steal$	媒体曝光前, 公司曾经被处罚取1, 取0表示其他	控制变量, 反映市场对该公司的关注程度
$Audit$	上一年度审计意见, 取1表示非标准审计意见	控制变量, 反映市场对该公司的关注程度
ROA	上一年度资产收益率	反映业绩的控制变量
$Lever$	上一年度资产负债率	控制变量
$Size$	上一年度总资产的常用对数	控制变量

注: 关于 Mc_{g1} 和 Mc_{g2} 数据, 是作者在WIND数据库深度数据基础上整理而成; 关于终极控制人数据主要来自色诺芬数据库与WIND数据库; Law 数据来自樊纲等(2006)^[12]的研究; 其他数据均来自WIND数据库。其他各表数据来源与本表相同。

两个变量也有可能对被解释变量和解释变量产生影响。此外,本文还选择了关于业绩、风险和规模的三个控制变量。主要变量的定义见表2。

实证分析

一、相关假设的检验

表3给出了假设1、2和3的回归结果。在表3的第(1)、(3)列回归中,反映市场关注程度的媒体覆盖率(MC)对媒体报道上市公司丑闻的行为影响显著,三组回归中,MC的系数均显著为正,且都通过了0.01的显著性水平;再考虑表3给出的相关系数矩阵,假设1得到了验证。这说明媒体总是会关注那些被市场广泛关注的“明星公司”与热点新闻,媒体报道上市公司丑闻与媒体追求轰

动效应的特征有着很密切的关系。这在一定程度上验证了Jensen(1979)^[5]所提出的媒体有偏理论。从表3可得,假设3也得到了检验,表现为在表3的第(2)、(4)列回归中, $State \times MC$ 的回归系数显著为正,且都通过了0.01的显著性水平;再结合第(2)、(4)列回归中State的系数,不难得出,随着媒体覆盖率的提高,终极控制人国有的性质对媒体的报道丑闻行为的影响会显著减弱。这验证了Mullainathan and Shleifer(2005)^[7]的理论,即随着竞争的提高,能促使媒体排除政府影响,去报道更多的公司丑

表4 终极控制人细分后假设1、假设2与假设3的检验

	被解释变量为: Mcg ₁		被解释变量为: Mcg ₂	
	(1)	(2)	(3)	(4)
截距	1.186 (0.321)	0.488 (0.139)		
MC	1.324*** (5.616)		1.277*** (6.067)	
Center	-0.913** (-2.127)	-14.012*** (-3.636)	-0.802* (-1.701)	-9.032*** (-4.201)
Local	0.066 (0.214)	-3.979*** (-3.729)	0.086 (0.281)	-3.863*** (-4.060)
Center x MC		3.664*** (3.685)		2.327*** (4.408)
Local x MC		1.267*** (3.839)		1.234*** (4.240)
No1	-0.004 (-0.320)	-0.010 (-0.862)	-0.009 (-0.861)	-0.016 (-1.509)
No2to10	-0.010 (-0.790)	-0.007 (-0.538)	-0.012 (-1.104)	-0.010 (-0.849)
Law	0.024 (0.560)	0.025 (0.576)	0.012 (0.286)	0.016 (0.379)
Steal	0.683** (2.492)	0.718*** (2.608)	0.610** (2.242)	0.657** (2.416)
Audit	-0.183 (-0.628)	-0.092 (-0.322)	-0.143 (-0.500)	-0.082 (-0.290)
ROA	-0.008 (-1.014)	-0.008 (-0.923)	-0.003 (-0.498)	-0.004 (-0.580)
Lever	-0.203 (-0.567)	-0.194 (-0.523)	-0.041 (-0.125)	-0.065 (-0.192)
Size	-0.301* (-1.705)	-0.060 (-0.366)	-0.269 (-1.580)	-0.069 (-0.420)
n	377	377	377	377
F test	5.521**		3.876**	
Pseudo - R ²	0.154	0.136	0.125	0.106

注: 括号中为经过Huber-White修正后的Z统计值; *表示0.1的显著性水平; **表示0.05的显著性水平; ***表示0.01的显著性水平; 对于被解释变量分别为Mcg₁、Mcg₂的回归分别采用了Logit模型、Order-Logit模型。

注: 括号中为经过Huber-White修正后的Z统计值; *表示0.1的显著性水平; **表示0.05的显著性水平; ***表示0.01的显著性水平; 对于被解释变量分别为Mcg₁、Mcg₂的回归分别采用了Logit模型和Order-Logit模型; F test是检验系数是否相等的统计量。

闻。但假设2的检验未通过,表现在表3的第(1)、(3)列回归中, *State*的系数均不显著。

二、终极控制人细分后的检验

需要进一步分析的是,为什么终极控制人是否国有并不会影响媒体的报道上市公司丑闻?这是否意味着,在我国资本市场,政府对媒体并无实质影响?本文进一步将终极控制人为国有的上市公司划分为中央政府控制(*Center*)和地方政府控制(*Local*)两组,表4给出了终极控制人细分后假设1、假设2、假设3的检验结果。基于表4,假设1与假设3依然得到验证。表4还可以得出:在第(1)、(3)列回归中, *Center*的系数均显著(分别通过了0.05和0.1的显著性水平)。这些说明,终极控制人为中央政府的上市公司,有可能利用其高行政级别,影响媒体报道。在回归中, *Local*的系数均不显著,表明终极控制人为地方政府的上市公司,由于其行政级别较低,基本无法影响媒体报道。

表5 按MC分组后假设2与假设3的检验

样本	MC大于等于中位数的样本		MC小于中位数的样本	
变量	被解释变量为: Mcg_1	被解释变量为: Mcg_2	被解释变量为: Mcg_1	被解释变量为: Mcg_2
截距	0.465 (0.102)		4.195 (0.645)	
State	-0.031 (-0.081)	0.033 (0.086)	-0.462 (-0.960)	-0.328* (-1.884)
MC	1.421*** (3.100)	1.213*** (3.114)	1.212** (2.153)	0.658** (2.336)
No1	-0.010 (-0.685)	-0.018 (-1.376)	0.004 (0.200)	0.002 (0.203)
No2to10	-0.019 (-1.318)	-0.020* (-1.649)	0.004 (0.171)	0.002 (0.159)
Law	0.041 (0.766)	0.016 (0.312)	-0.040 (-0.446)	-0.036 (-0.736)
Steal	1.113*** (3.205)	0.990*** (2.757)	-0.293 (-0.529)	-0.207 (-0.740)
Audit	-0.432 (-1.138)	-0.310 (-0.871)	0.446 (0.934)	0.252 (0.966)
ROA	-0.021* (-1.806)	-0.011 (-1.152)	0.003 (0.206)	0.002 (0.276)
Lever	-0.544 (-1.2940)	-0.243 (-0.661)	0.171 (0.245)	0.065 (0.180)
Size	-0.276 (-1.304)	-0.230 (-1.149)	-0.437 (-1.470)	-0.243 (-1.536)
n	187	187	190	190
Pseudo - R^2	0.145	0.097	0.073	0.077

注: 括号中为经过Huber-White修正后的Z统计值; *表示0.1的显著性水平; **表示0.05的显著性水平; ***表示0.01的显著性水平; 对于被解释变量分别为 Mcg_1 、 Mcg_2 的回归分别采用了Logit模型、Ordered-Logit模型。

在表4中,我们利用F检验,检验了系数*Center*和*Local*是否存在显著差异,检验结果表明:系数*Center*和*Local*存在显著差异,F统计值均通过了0.05的显著性水平。这意味着,终极控制人为中央政府的上市公司,其对媒体报道的影响要明显强于终极控制人为地方政府的上市公司。

出现这种情况的原因可能有二:第一,报道我国上市公司新闻的媒体不具有明确的地域性,例如,并不仅仅是北京地方的媒体才会报道北京上市公司的丑闻,其他地方的媒体也有权报道北京的上市公司的丑闻,这就给地方政府影响媒体报道带来了困难。第二,在我国报道上市公司新闻的媒体很多都有高级别政府控制,例如四大证券报,地方政府也很难影响到这类上市公司。

三、稳健性检验

表5中,按照MC划分为两组,一组为MC大于等于中位数的样本,另一组为MC小于中位数的样本,以进一步对假设3进行稳健性检验。检验结果显示,在MC大于等于中位数的样本中,终极控制人因素对媒体报道并无显著影响。而在MC小于中位数的样本中,政府因素对媒体报道存在较为明显的影响,表现为在被解释变量为 Mcg_2 的回归中, *State*系数均显著,通过了0.1的显著性水平。从*State*系数的经济含义上来看,在MC小于中位数的样本中的回归中, *State*系数均为负,且都小于MC大于等于中位数样本中对应的*State*系数。基于表5,进一步验证了假设3,即在市场关注程度较低的情况下,终极控制人性质国有的因素会对媒体报道产生更为明显的影响。

结论

本文研究发现,在我国资本市场,媒体还是发挥了一定的监督功能,表现为在处罚公告公布前,媒体已经深入报道了其中24.7%的样本的违规行为;但从另一方面来看,媒体的监督职能相对美国等成熟市场,还显得比较有限,这表现在媒体自行发掘有价值新闻的数量非常有限,在处罚公告和上市公司公告前,媒体通过自身发掘有价值新闻的数量非常有限,8年内仅有8家样本,占总样本的比例仅为2.1%。

进一步的研究发现,反映市场关注度的媒体覆盖率对媒体报道上市公司丑闻的行为影响显著,这说明媒体具有追求轰动效应的倾向,媒体总是乐于关注那些“明

星公司”和热点新闻。而终极控制人为中央政府的上市公司,有能力利用其与政府的关系来影响媒体报道。终极控制人性对媒体的影响往往只是在市场关注度比较低的情况下才能实现。这是因为政府干预或影响媒体报道可能会给政府带来负面的影响,在市场关注度较高的条件下,政府影响媒体所产生的声誉损失也非常大,这大大抑制了政府干预媒体报道的可能。

本文也存在一些局限性。本文主要是利用WIND数据

库提供的深度数据,整理出国内主要财经媒体关于上市公司的新闻报道。但实际上,现在报道上市公司新闻的媒体极其繁多,且相互之间转载新闻的现象也非常之多,本文仅利用一个数据库,不可避免地存在数据缺失问题,数据处理分组过程中也不可避免地包含了主观判断的因素。

[基金项目:本文得到了国家自然科学基金(项目批准号:71002110)、教育部博士点基金项目(项目批准号:20090172120038)、广东高校优秀青年创新人才培养计划项目(项目批准号:x2gsN909006a)、中国博士后科学基金(项目编号:20100480113)资助]

注释

1.媒体有偏论认为,媒体对企业报道往往较为肤浅,缺乏深入细致的分析,同时媒体具有娱乐导向或追求轰动效应的倾向,媒体往往只是关注那些“明星”企业,而不关注其他企业(Jensen, 1979)^[5]。

2.例如,虚假披露、财务造假、擅自改变资金用途、违规占用资金违规行为等往往都与公司业绩不佳有着直接关系。

3.公众对娱乐新闻的需求、一些民众对政治方面的需求可能是有偏的,但对公司丑闻的需求应当是无偏的。

4.之所以将研究时间界定在2001年至2008年区间,主要是考虑2001年被称作中国证券市场的监管年。2001年的监管范围之广、力度之大、影响之深都是中国证券市场十几年来前所未有的。这一年,从管理层出台的各类法规、征求意见稿、处罚决定等文件的数量看,密集程度超过以往任何一年。这就不难理解为什么在2001年以前,因违规被处罚的公司数量和比重都较小,而2001年之后被处罚的公司数量和比例都有显著增加(陈冬华等,2008)^[6]。另外一个考虑是,本文主要是利用WIND数据库的深度数据提供的各个公司新闻展开研究,而2001年以前的新闻报道数据缺失较为严重,且未提供报道新闻的媒体名称,故很难利用2001年以前数据展开研究。

5.本文主要是以媒体提前报道违规公司违规行为作为衡量媒体治理的变量,而年报、中报、季报推迟披露这种违规行为一旦发生,必然可以被市场所观察到,无法反映出媒体对上市公司违规行为的监督。

6.研究中,我们认为相关的新闻报道发生在被处罚之后,则意味着媒体并未发挥监督职能。因此,如果一家上市公司曾多次因同样问题被立案调查或公开处罚,研究中我们只保留时间最早的那次,

其他样本则被删除。

7.WIND数据库的各家上市公司深度数据中,每日整理来自中国证券报、上海证券报、证券时报、证券日报等100多家媒体报道的各家上市公司新闻,数据基本涵盖了主要财经媒体报道的所有关于上市公司上市之后的相关新闻。WIND数据库的另一个优点是,其统计的上市公司新闻基本只包括媒体报道的一手新闻,不包括转载新闻。

8.根据我国信息披露规范,凡是公司发现可能影响股价的问题,均需披露。因此,一旦上市公司发现了违规行为,就有可能对外披露其违规行为。

9.上市公司自身的信息披露,往往会存在避重就轻、避实就虚的披露管理行为。因此,即便上市公司报道了违规行为,媒体再对其进行详细的报道与深入分析,也应当能为市场参与者提供一定的有用的信息。

10.其他信息中介相关信息主要通过Baidu搜索、巨潮资讯、WIND数据库获得,包括上市公司公告、分析师、审计、监管、科研高校、投资者检举等。

11.Miller(2006)以美国证监会认定的会计舞弊案例为样本,发现在监管处罚和上市公司公告前,已有29%的样本的违规行为已经被媒体所曝光。

12.樊纲等(2006)^[9]提供了各省(市)的2001年至2005年法治水平指数。本文研究期间为2001年至2008年,其中本文2001年至2005年的样本分别采用樊纲等(2006)的2001年至2005年法治水平指数,本文2006年以后的样本均采用樊纲等(2006)的2005年法治水平指数。

参考文献:

[1]Bai, C., and L.Xu, 2005, Incentives for CEOs with multitasks: evidence from Chinese State-owned enterprises, *Journal of Comparative Economics*, (33): 517-539.

[2]Dyck, A., Volchkova, N., Zingales, L., 2008, The corporate governance role of the media: evidence from Russia, *Journal of Finance*, (63): 1093-1135.

[3]Fang, L., Peress, J., 2009, Media coverage and the cross-section of stock returns, *Journal of Finance*, (64): 117-148.

[4]Gillan, S. L., 2006, Recent developments in corporate governance: an Overview, *Journal of Corporate Finance*, (12): 381-402.

[5]Jensen, M. C., 1979, Toward a theory of the press, Working paper, SSRN.

[6]Miller, G. S., 2006, The press as a watchdog for accounting fraud, *Journal of Accounting Research*, (44): 1001-1033.

[7]Mullainathan, S.; Shleifer, A., 2005, The market for news, *American Economic Review*, (95): 1031-1053.

[8]陈冬华, 章铁生, 李翔. 法律环境、政府管制与隐性契约[J], *经济研究*, 2008, (3): 60-72.

[9]樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告[M], 经济科学出版社. 2006.

[10]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.

[11]唐清泉, 罗党论. 政府补贴动机及其效果的实证研究[J], *金融研究*, 2007, (6): 149-163.

[12]夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自我国证券市场的经验证据[J], *经济研究*, 2005, (5): 40-51.

[13]徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J], *经济研究*, 2006, (1): 90-100.