

媒体监督能够起到外部治理的作用吗？

——来自中国上市公司违规的证据

周开国 应千伟 钟 畅

(中山大学岭南学院/港澳与内地合作发展协同创新中心, 广东广州 510275;

四川大学商学院, 四川成都 610064)

摘 要: 本文从中国上市公司违规频率的角度, 直接研究媒体监督能否对公司治理产生影响, 并挖掘其影响机制, 同时详尽分析媒体监督对违规频率不同的公司的治理效果之差异, 发掘出媒体监督治理作用的异质性。实证结果表明, 媒体监督能够显著降低公司违规的频率, 说明媒体监督确实可以起到外部治理的作用。进一步运用分位数回归模型研究发现, 对于越是频繁违规的公司, 媒体监督的治理效果越明显。另外还发现, 媒体监督的治理效果逐年上升, 说明我国媒体对上市公司的外部治理作用日益增强。最后本文还发现, 媒体监督对公司治理产生作用的机制以行政介入机制为主而非声誉机制。

关键词: 媒体监督; 公司治理; 公司违规

JEL 分类号: G10, G14, G34 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2016)06-0193-14

一、引 言

已有大量研究表明, 公司治理的改善可以从不同的角度提高公司价值, 例如保护投资者利益、缓解委托代理问题、降低资本成本等。公司治理分为内部治理和外部治理, 在以往的研究中, 内部治理大多关注股权集中度、董事会结构、CEO、独立董事等因素的作用,

收稿日期: 2015-03-10

作者简介: 周开国, 金融学博士, 中山大学岭南学院教授, 港澳与内地合作发展协同创新中心研究员,
Email: zhoukg@mail.sysu.edu.cn.

应千伟, 通讯作者, 金融学博士, 四川大学商学院副教授, Email: yingqianwei@126.com.

钟 畅, 中山大学岭南学院硕士生, Email: zhongch5@mail2.sysu.edu.cn.

* 周开国感谢国家自然科学基金项目(71572203, 71172161)、教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目(14JZD007)、港澳与内地合作发展协同创新中心, 以及教育部人文社科重点研究基地中山大学港澳珠三角研究中心的资助。应千伟感谢国家自然科学基金项目(71373167, 71003108)、四川大学中央高校基本科研业务费研究专项项目(2013SCU04A32, skqx201608)的资助。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见, 当然文责自负。

外部治理的研究则集中在政府、法律、证券分析师等的作用。但是越来越多的事件表明,随着媒体尤其是网络媒体的快速发展,媒体监督在公司治理中扮演着越来越重要的角色,是公司外部治理的重要因素(Gillan, 2006)。

媒体作为专业的信息收集者、处理者与传播者,在公司的外部治理中弥补法律与政府等力量的不足。尽管研究表明,完善法律可以有效地促进金融市场发展、提高公司治理水平(Demirgüç – Kunt and Maksimovic, 1998),但是,由于中国经济的飞速发展,法律的完善滞后于金融市场的发展水平(Allen et al., 2005),需要其它更多的外部力量来监督公司管理层(郑志刚,2007)。媒体监督被认为是新兴资本市场上有效的监督力量(Dyck et al., 2008)。叶勇等(2013)发现在不同的法律环境下,媒体监督对代理成本的影响不同。

关于中国资本市场上媒体的公司治理作用,国内学者已经展开了众多的研究。例如,李培功和沈艺峰(2010)研究了媒体曝光对上市公司改正违规行为的影响,发现媒体曝光数量越多的公司改正违规行为的概率越高,其研究的着重点是媒体的事后曝光对公司治理纠正的影响,而没有考虑公司违规前媒体的事前监督和震慑作用。孔东民等(2013)则重点研究了媒体关注的事前监督对公司行为的影响,研究了媒体关注对盈余管理、关联交易、公司违规等多方面“坏行为”,以及对慈善捐赠等“好行为”的影响。但是该文并没有对媒体关注与公司违规之间的关系及其影响机制做重点深入的探讨。另外,罗进辉(2012)从双重代理成本视角研究了媒体报道的公司治理作用,发现媒体报道能够有效降低公司的双重代理成本。但是,从该文不能看出媒体监督对公司具体行为产生的直接影响。

在现有文献的基础上,本文从一个新的视角来研究媒体监督对公司违规行为的影响。本文研究的问题是那些曾经违规的公司,在违规曝光后,更高的媒体关注是否能抑制公司再次违规的频率? 在本文的研究设计中,我们去除了那些没有违规过的高声誉的公司,而选择了存在两次违规的公司,验证媒体关注是否会延长再次违规的时间,降低公司违规频率。通过这种独特的研究设计,我们可以更好地解决内生性问题,并更好的凸显媒体对违规公司的监督作用。

进一步,本文详尽分析了媒体监督对违规频率不同的公司的治理效果的差异,并且提供证据说明媒体对公司违规的监督效应主要是通过行政介入机制来实现的。本文的创新点主要体现在以下几个方面:

其一,本文研究公司违规之后媒体监督对该公司后续违规行为的影响,给出了媒体监督的治理作用的直接证据,证实了媒体监督是公司内部治理的重要补充。

其二,本文运用分位数回归模型检验了媒体监督对违规频率不同的公司的治理效果的差异,从而发掘出媒体监督的治理作用的异质性。

其三,对于媒体监督对公司治理产生作用的实现机制,以往文献提出两种:行政介入机制与声誉机制,本文进一步检验了这两种机制中哪一种在中国的媒体监督影响公司违规频率的过程中占主导地位。

二、文献综述

Dyck and Zingales (2002) 作为最早研究媒体对公司治理作用的文献之一,首次提出媒体影响公司治理的三种可能途径:一是媒体曝光增加舆论影响,从而引起政府关注,促使行政监督与介入;二是管理者的声誉机制,媒体曝光会影响管理者在股东中的形象,出于对职业前途和薪酬的考虑,管理者会警惕媒体的监督作用;三是管理者除了考虑股东的利益,也注重自身的公众形象,媒体曝光可能带来舆论压力,管理者会担心媒体曝光带来的负面影响,使自己在社交上出现尴尬处境,从而媒体影响了管理者的行为。

Miller (2006) 发现媒体可以通过传播来自证券分析师等信息中介的信息或者自行调查原始信息来提前揭露公司的会计欺诈行为。随后,Dyck et al. (2008) 采用俄罗斯 1999 年至 2002 年的数据样本研究了媒体报道与上市公司违规之间的关系,结果发现机构投资者的游说会显著增加海外媒体对俄罗斯公司违规的报道,而且媒体曝光显著提高了公司纠正违规行为的概率。同时他们还发现媒体曝光对公司违规的纠正作用主要是通过国际声誉机制和促使监管层介入这两种渠道来实现的。Joe et al. (2009) 则发现缺乏效率的董事会在遭到媒体曝光后,通常会积极采取纠正措施提高董事会效率,提升公司价值。

国内文献在最近几年也有一些相关研究。李培功和沈艺峰(2010) 选取被《董事会》杂志评选出的 50 家“最差董事会”公司,收集了《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《中国经营报》、《经济观察报》和《21 世纪经济报道》等重要报纸关于这些公司违规行为的报道,证明媒体报道有效地促进了公司违规行为的改正。但是该研究存在一定的局限性,一是样本选择问题,样本量偏小,仅限于被评选出的 50 家“最差董事会”公司,而且样本是由媒体评选出来的公司,相对于其他公司,可能受到的媒体关注和影响不同,由此带来样本选择偏差问题;二是研究的对象是针对公司改正违规行为,正如前文所述,这一点忽略了公司屡次违规的事实,而无法看出媒体监督的后续治理效果和持续治理作用。

另有文献从其他不同角度研究了媒体监督的作用。徐莉萍和辛宇(2011) 研究发现媒体关注在股权分置改革中发挥着非常重要的治理作用。戴亦一等(2011) 研究发现来自媒体的负面报道可以显著遏制公司财务重述行为的发生。于忠泊等(2011) 从盈余管理的视角研究了媒体关注的公司治理机制,发现媒体关注会增加公司对应计项目的盈余管理,但会抑制对公司长期业绩影响较大的基于实际经营活动的盈余管理。杨德明和赵璨(2012) 研究发现媒体对高管薪酬中的“天价薪酬”和“零薪酬”等薪酬乱象有一定的监督作用,但只有在政府和行政主管部门介入的条件下,媒体监督才能促使高管薪酬趋于合理。李培功和沈艺峰(2013) 进一步研究了媒体报道对经理薪酬契约所起的公司治理作用,认为媒体报道有助于企业对高管薪酬契约的修正和完善。另外,罗进辉(2012) 从双重代理成本视角研究了媒体报道的公司治理作用,但没有检验媒体监督对公司具体行为产生的直接影响。

当然,也有相对少数的学者对媒体监督的效果提出质疑,例如,Core et al. (2008) 研

究发现媒体倾向曝光薪酬特别高的 CEO,但并未发现这些 CEO 被大量更换的证据,他们认为这说明了媒体并不能影响公司的治理与决策。Gurun and Butler (2012) 的研究指出,地方性媒体的报道有明显的偏袒性,他们会较少地报道本地企业的负面新闻,而且避免使用明显负面色彩的关键词,从而淡化了负面影响。

总结以往相关文献,大部分学者都支持媒体对上市公司存在监督效果和治理作用,并探讨了媒体监督治理作用的实现途径。但是,以往文献大部分关注的是媒体报道能引起哪些利益相关者的反应,也就是公司存在的问题被曝光以后,媒体对事件发展的影响。例如,在违规事件发生后,媒体曝光是否增加了行政介入的概率,是否增加了高管和审计师被更替的概率,是否引起了投资者的注意和市场反应等。要观察媒体监督是否有效果,还需要直接观察媒体的事前震慑作用对公司违规决策的影响。

三、理论分析与研究假设

媒体监督对上市公司违规行为决策的影响,主要反映媒体关注是否有效地威慑了公司的违规行为。以往研究都是“先报道—后决策”的思路,不能直接反映媒体监督的威慑作用,本文将采用“先违规—后报道—再决策”的思路,探讨媒体关注是否有效地影响了公司的违规决策,对违规行为起到威慑作用。

公司的违规行为是公司决策的一种,管理者通过权衡违规得到的收益与可能的损失,来决定是否违规(Dyck et al., 2008)。违规行为可能给公司或决策者带来短期利益,但是,一旦违规行为被揭露,公司必须为此付出代价,例如监管机构的处罚(Correia, 2014);市场对公司的负面评价,可能导致投资者对公司的不信任,增加了未来融资成本(Gomes, 2000);公司形象在消费者中受损,产品销售受阻等。因此,公司总是面临“违规”与“守规”两种选择,决策的出发点便是在违规收益与违规成本之间的权衡。

媒体监督和行政监督一样,实质上都增加了公司违规的成本。首先,媒体曝光带来的舆论压力使公司的公众形象受损,从而导致公司产品销量的下降;其次,媒体曝光更容易使公司的违规行为引起监管机构的注意,从而引起行政介入(李培功和沈艺峰,2010),可能带来的行政处罚也是公司最直接的违规成本;再者,媒体曝光对高管个人的负面影响也是决策者考虑的重要因素,负面报道可能直接影响高管的职业前途与薪酬(吴超鹏等,2012;杨德明和赵璨,2012)。此外,公司高管也会担心媒体曝光其违规行为会使自己的公众形象受损,导致在社交活动中的尴尬局面(Dyck and Zingales, 2002)。因此,媒体监督作为一种隐性的违规成本,成为公司选择是否违规的考虑因素之一。如果媒体关注确实可以威慑公司的违规决策,那么将会降低公司违规的可能性,从而导致公司违规次数减少,违规频率降低,即违规时间间隔变长。据此分析,本文提出以下研究假设:

假设 1: 受媒体关注度越高的公司,违规频率越低,即违规时间间隔越长。

经过改革开放三十多年的发展,我国的媒体报道自由度越来越高,受众越来越广,涵盖内容越来越丰富,这会使得媒体能更有效地曝光公司的负面消息,降低市场上的信息不

对称,从而增强监督效果。为此我们判断,媒体监督效果随着时间的推移逐步变强,媒体关注对公司违规的抑制作用逐年增强,从而提出以下研究假设。

假设2:随着传媒行业的迅速发展,媒体对公司违规的监督效果随着时间的推移逐年增强。

如果媒体的监督作用能够正常的发挥,那么公司的违规行为很容易受到媒体的关注,越是频繁违规的公司(本文称之为“问题公司”)会受到媒体更为密切的关注,在媒体的外部监督作用之下,“问题公司”的违规频率会下降,违规时间间隔会延长,也就是说,媒体对“问题公司”的监督效果更加明显。“问题公司”的违规行为,大部分是由于企业主营业务表现不佳,从而导致管理者无心经营,有更强烈的动机通过弄虚作假获取短期利益;而正常经营的公司的违规行为往往是迫于无奈。相比之下,“问题公司”将违规作为一种短期获利手段,管理者会对违规的收益与成本仔细衡量,因而表现出对媒体监督更加敏感。因此,媒体监督对公司违规的监督效果存在异质性。据此本文提出以下第三个研究假设。

假设3:媒体监督的治理效果存在异质性,对于越是频繁违规的公司,媒体的监督效果愈加明显。

另外,对于媒体监督产生治理作用的机制,有两种重要的观点,一是通过行政介入机制,二是通过公司高管的声誉机制。然而在我国目前的资本市场环境下,声誉机制对公司高管的约束作用还十分有限。上市公司尚未形成由董事会根据公开、合理的程序和完全竞争的方式独立选择公司高管的聘任机制。特别是国有企业,公司往往与政府关系密切,公司高管也拥有一定的行政特权。在政府的庇护作用和信用支持下,国有企业受媒体负面消息和市场声誉的冲击较小。另一方面,由于经营目标的多样性和高管相对稳定的薪酬待遇机制,国有企业高管在市场业绩方面的压力较小,即使公司出了问题,高管也可以通过调任到其它国有企业而保留行政级别以致不容易失业(王珺,2001)。由于缺乏失业的压力,声誉机制难以对国企高管施加有效的威胁。

已有文献表明,在转型经济国家中,由于法律制度的缺失,行政治理可以成为一种保障投资者利益的替代机制(陈冬华等,2008)。但行政治理机制容易受到信息不对称的影响。通过隐瞒或伪造信息,违规企业容易躲过行政监管。而媒体的报道监督能提高信息透明度。媒体对公司违规行为的曝光能够把更真实的信息传递给政府相关部门,引发它们的关注,从而提高其调查违规企业的可能性。

对受命于行政体制的国企高管而言,一旦违规行为在媒体曝光引起行政机构介入,他们的未来前途会受到影响,因此媒体曝光能抑制国有企业违规。就民营企业而言,其发展也与政府支持密切相关,政治关系是民营企业的重要资源(余明桂和潘红波,2008)。一旦媒体曝光引发行政机构介入,民营企业的政治关系会被损害,不利于其持久发展。因此媒体曝光也会抑制民营企业的违规行为。可见,通过引发行政机构介入,媒体能发挥积极的公司治理作用,抑制公司的违规行为。因此,本文提出如下第四个假设。

假设4:媒体监督影响公司违规频率主要是通过引起行政介入的方式来发挥作用。

四、实证结果与分析

(一) 样本选择与数据来源

本文研究的违规行为定义为上市公司受到证券交易所或证监会处理的违规行为,主要包括虚构利润、虚列资产、虚假登记、误导性陈述、推迟披露、重大遗漏、披露不实、欺诈上市、出资违规、擅自改变资金用途、占用公司资产、内幕交易、违规买卖股票、操纵股价、违规担保、一般会计处理不当等。本文研究的样本是于 1998–2011 年间被披露有发生多次违规行为的上市公司。违规处理数据来自于国泰安数据库,包括违规公司、违规类型、违规时间、处罚机构等。剔除了两次违规时间间隔在 15 天以内的样本,因为这样的情形很可能是受相同因素影响,等同于同一次违规。最终得到的样本是 286 次违规事件。

(二) 变量选取及描述性统计

对于媒体关注度的衡量,学术界有多种不同的做法。Fang and Peress (2009) 利用 Lexis – Nexis 数据库收集了四家发行量最大的媒体(纽约时报、今日美国、华尔街日报和华盛顿邮报)的相关报道。李培功和沈艺峰(2010)使用了《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《中国经营报》、《经济观察报》和《21 世纪经济报道》等六份报纸的报道。有的学者直接利用数据库中提供的上市公司新闻进行研究(权小锋和吴世农,2010)。也有学者利用百度新闻搜索引擎编制了相应的媒体覆盖指数(例如罗进辉,2012;周开国等,2014)。考虑到国内网络媒体的作用日益增强,不能仅仅关注纸质媒体等传统媒体的覆盖度,本文借助百度新闻搜索引擎收集媒体报道的次数。

相较于网页搜索,新闻搜索有很强的针对性,百度新闻仅收集正规渠道的新闻报道,覆盖面广,超过 500 个新闻来源。本文用上市公司名称作为标题关键字进行搜索,时间范围设定为同一家公司连续两次违规中间间隔,除掉第一次违规后 7 天和第二次违规前 7 天的媒体报道数据¹,这样处理是考虑到在违规事件曝光前后几天内,媒体对公司的关注度很大程度决定于违规事件的严重性,并不能客观反映媒体在日常监督中的关注程度。最后用新闻搜索得到的相关新闻条数除以时间范围的天数,即得到平均每天的媒体报道次数,作为媒体关注度的度量。

同时,参照以往文献,本文还加入了其他可能影响公司违规的因素作为控制变量,包括公司盈利能力(用资本回报率表示)、偿债能力(用利息保障倍数衡量)、公司规模(用总资产的自然对数衡量)、内部监督机制(用独立董事数量衡量)、股权集中度(用前三大股东持股比例衡量)、董事长 CEO 是否两职合一、销售收入增长率、国有股比例等。

所有控制变量数据均来自国泰安数据库,各个变量的具体说明如表 1 所示,所有变量的描述性统计如表 2 所示(剔除了原样本中三倍标准差以上的异常值)。

¹ 作为稳健性检验,本文还尝试了去除第一次违规后 14 天(30 天、60 天)和第二次违规前 14 天(30 天、60 天)的媒体报道数据,分别得到的回归结果均保持一致。为节省篇幅,后文中不报告这一稳健性检验的具体结果。

表 1 主要变量及说明		
变量名称	符号	变量说明
违规时间间隔	Interval	上市公司两次违规的时间间隔减去 14 天(与新闻搜索时间范围一致) , 以天为单位
媒体关注度	Media	去除第一次违规后 7 天与第二次违规前 7 天后, 两次违规间隔期内平均每天的百度新闻报道数目
高管兼任情况	Dual	虚拟变量, CEO 与董事长由同一人兼任时取 1, 否则取 0
资本回报率	ROE	控制变量, 公司净利润/所有者权益, 反映公司盈利能力
利息保障倍数	TIE	控制变量, 反映公司偿债能力
公司规模	Asset	控制变量, 公司总资产账面价值的自然对数
独立董事数量	Ind	控制变量, 衡量公司内部监督水平
前三大股东持股比例	Top3	控制变量, 衡量公司股权集中度
销售收入增长率	Growth	控制变量, 衡量公司的发展速度与融资动机
国有股比例	State	控制变量, 衡量公司的所有权性质

表 2 变量描述性统计					
变量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Interval	519. 1920	341. 5000	502. 9939	21. 0000	2224. 0000
Media	13. 2469	3. 0492	30. 6766	0. 0000	287. 7551
Dual	0. 1839	0. 0000	0. 3879	0. 0000	1. 0000
ROE	-0. 6909	0. 1234	4. 9524	-43. 9664	9. 4670
TIE	2. 8421	1. 1724	24. 5769	-176. 9159	218. 9768
Asset	6. 9511	3. 9439	0. 9389	4. 818	9. 2198
Ind	3. 0840	3. 0000	0. 7092	1. 0000	7. 0000
Top3	45. 4191	44. 3500	12. 5931	15. 4600	80. 6300
Growth	0. 4260	0. 1314	2. 9333	-4. 9617	35. 6675
State	0. 1844	0. 0651	0. 2214	0. 0000	0. 9063

(三) 回归结果

1. 媒体监督对上市公司违规时间间隔的影响分析

本文首先考虑的是媒体监督是否影响公司的违规频率, 也就是表现为媒体关注度的提高是否会延长上市公司违规的时间间隔。用两次违规的时间间隔(Interval) 作为被解

释变量,媒体关注度(Media)作为核心的解释变量,加入其它控制变量进行回归分析,结果如表3所示。回归模型(1)只引入媒体关注度单一解释变量,结果显示,媒体关注度与违规时间间隔正相关,且在1%水平上显著,说明媒体监督显著延长了违规时间间隔,有效地降低了公司的违规频率。模型(2)加入了相关财务指标作为控制变量,模型(3)加入了反映内部治理的控制变量,模型(4)则包含了所有的控制变量。加入控制变量后,媒体关注度仍然与违规时间间隔显著正相关,Media系数的显著性保持稳定。媒体关注度越高,公司违规频率越低,这一结果直接验证了本文提出的研究假设1。

表3 媒体监督的治理效应回归分析

变量	被解释变量: Interval			
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
Media	0.3518*** (0.0577)	0.2896*** (0.0869)	0.3380*** (0.0577)	0.2432** (0.1014)
Dual			13.2482 (106.2514)	-22.2953 (108.2995)
ROE		11.1195*** (2.4367)		10.6643*** (2.7146)
TIE		-0.6339 (1.5408)		0.7312 (1.6328)
Asset		71.9273* (42.6846)		93.1018* (48.1306)
Ind			-6.8673 (47.4488)	-35.2026 (54.138)
Top3			-4.0745 (3.8994)	-3.7994 (3.9908)
Growth				-2.6612 (8.3359)
State				-168.0967 (192.9478)
常数项	586.7365*** (42.3926)	87.7948 (289.2276)	781.5908*** (224.4686)	249.2266 (322.6506)
样本数	286	273	260	260
R ²	0.0101	0.0289	0.0172	0.0475

注: 括号内为怀特异方差稳健标准误。*表示10%水平显著,**表示5%水平显著,***表示1%水平显著。

2. 媒体监督效果随时间的变化趋势分析

接下来我们依次选取从1998年以后,1999年以后,……,2005年以后的数据样本,检验媒体对上市公司违规行为的监督效果随时间变化的趋势。这里我们取某一年之后的样本,而不截取某一年的样本,原因是因变量是违规的时间间隔,其中很多公司的违规时间

间隔跨度为若干年,如果只截取某一年的样本,会导致样本选择的误差。另外,这里不继续滚动跟踪 2006 年以后的样本组,原因有两点,一是 2006 年以后的样本太少,误差太大,二是因为如果样本限制在 2006 年以后,违规的时间间隔便被限制在 4 年以内了,同样会导致样本选择的误差。

回归分析的结果如表 4 所示。其中 Panel A 为未加入控制变量的回归结果,Panel B 为加入了控制变量的结果。可以看出不管以哪一年为起始点作为回归样本,媒体关注度与公司违规间隔之间始终存在显著的正相关关系,这说明媒体监督对公司违规频率存在抑制作用的实证证据是稳健的,并不受样本起始点的影响。进一步可以看出,媒体关注度 (Media) 的系数从 1998 年起到 2005 年逐年递增,反映了我国媒体对上市公司的监督效果越来越强,以上结果均验证了研究假设 2。随着网络时代的发展,媒体的影响力越来越大,公司也越来越忌惮媒体对其违规行为的报道,从而媒体监督更有效地抑制了公司的违规行为。

表 4 媒体监督在不同起始年份的治理效果回归分析

Panel A 不加入控制变量的回归结果								
被解释变量: 违规间隔								
变量	1998 年后	1999 年后	2000 年后	2001 年后	2002 年后	2003 年后	2004 年后	2005 年后
Media	0.3588 *** (0.0552)	0.3775 *** (0.0484)	0.3922 *** (0.0441)	0.4022 *** (0.0416)	0.4236 *** (0.0376)	0.4366 *** (0.0363)	0.4494 *** (0.0356)	0.4700 *** (0.0346)
常数项	571.5748 *** (38.2165)	545.3991 *** (35.4596)	525.0793 *** (34.1070)	510.0251 *** (32.4748)	465.6409 *** (30.3311)	444.5505 *** (30.5125)	412.2003 *** (29.9091)	372.3932 *** (28.2651)
样本数	285	282	278	276	260	241	220	205
R ²	0.0111	0.0145	0.0174	0.0203	0.0288	0.0349	0.0432	0.0597
Panel B 加入控制变量的回归结果								
被解释变量: 违规间隔								
变量	1998 年后	1999 年后	2000 年后	2001 年后	2002 年后	2003 年后	2004 年后	2005 年后
Media	0.2401 ** (0.1039)	0.2627 *** (0.0957)	0.2912 *** (0.088)	0.3178 *** (0.0764)	0.3676 *** (0.0611)	0.3940 *** (0.0513)	0.4185 *** (0.0452)	0.4494 *** (0.0413)
其他控制变量	与表 3 相同,包括 Dual、ROE、TIE、Asset、Ind、TOP3、Growth、State							
常数项	195.5537 (318.7269)	156.0016 (316.2397)	140.7386 (311.4885)	165.9611 (296.2663)	178.6986 (278.7437)	360.5006 (260.9355)	319.9133 (237.7942)	431.069* (230.7823)
样本数	259	257	255	253	243	230	213	199
R ²	0.0575	0.0622	0.0590	0.0593	0.0545	0.0665	0.0795	0.0919

注: 括号内为怀特异方差稳健标准误。* 表示 10% 水平显著, ** 表示 5% 水平显著, *** 表示 1% 水平显著。

3. 媒体监督对违规频率不同的公司的治理效果分析

本文利用分位数回归考察媒体监督对违规频率不同的公司的治理效果的差异。表 5 为分位数回归结果(由于篇幅限制,表中只列出媒体关注度的系数)。

表 5 媒体监督对违规频率不同的公司的治理效果(分位数回归结果)

被解释变量: 违规间隔					
	分位数	未加控制变量		加入控制变量	
Media	0.1	0.2234	(1.0441)	0.2024	(1.5362)
	0.2	0.5608***	(0.0592)	0.5574***	(0.0666)
	0.3	0.5309***	(0.0716)	0.5352***	(0.0766)
	0.4	0.4952***	(0.0809)	0.4865***	(0.0862)
	0.5	0.4714***	(0.0845)	0.4419***	(0.0943)
	0.6	0.4237***	(0.0810)	0.3893***	(0.0936)
	0.7	0.3505***	(0.0739)	0.2986***	(0.1003)
	0.8	0.2607***	(0.0665)	0.1485	(0.1158)
	0.9	0.1288**	(0.0559)	-0.1022	(0.1072)

注: 括号内为怀特异方差稳健标准误。* 表示 10% 水平显著, **表示 5% 水平显著, ***表示 1% 水平显著。

分位数回归在两端的估计误差比较大,往往难以得到可靠的结果。从表 5 结果可以看出,在 0.2 分位点到 0.8 分位点之间,媒体监督的治理效果是不同的,而且有明显的规律,Media 的系数单调递减。未加入控制变量时,Media 的系数在 0.2-0.9 分位点全部显著,而且单调递减;当加入控制变量时,Media 的系数在 0.2-0.7 分位点都显著,而且变化趋势一致。这一结果说明,对于违规时间间隔越小(即违规频率越高)的公司,媒体的监督效果越明显,从而验证了本文提出的研究假设 3。这一结论对于如何充分利用媒体对公司违规的监督作用有一定的指导意义,对于频繁违规的公司,更应该加强媒体监督,使公司的违规行为及时被曝光,促使公司采取决策时权衡利弊,不敢轻易违规。

4. 媒体监督产生治理作用的机制分析

为了验证媒体监督是否通过行政介入机制来实现的,可以从两个角度来考虑。一是从 CEO 与董事长是否两职合一的角度,二是从公司是否有国有股参与的角度。

从第一个角度来看,当 CEO 与董事长是同一个人时,由于董事长往往是拥有实际控制权的大股东,其兼任 CEO 往往没有被解聘的压力,也没有另觅其它职位的需求。同时由于作为股东本身拥有的财富,也不会太在意来自薪酬的收入。因此,从声誉机制的角度考虑,媒体对于 CEO 与董事长是同一人兼任的公司监督效果较差。但是从引起行政介入的角度出发,行政处罚可能会直接损害公司价值与未来发展前景,对董事长所代表的股东的利益损害巨大,由于代理问题的存在,股东会比 CEO 更加担心媒体的负面报道所引起的行政介入对公司价值的损害。因而,从引起行政介入的角度考虑,媒体对于 CEO 与董事长是同一人兼任的公司监督效果应当更好。根据这个思路,本文根据公司 CEO 与董事

长是否两职合一分组做回归检验本文提出的假设 4。

从第二个角度来考虑,与没有国有持股的纯民营公司相比,存在国有持股的公司与政府的关系往往更为密切,更容易得到政府的庇护和信用支持。而且在此类公司中,高管的聘任机制一般更趋于行政化,市场竞争程度相对较低。这使得市场声誉机制对国有持股公司的惩戒作用往往更难发挥作用。另一方面,也正因为国有股东的存在,使得行政介入机制对国有持股公司及其高管的影响更为直接而有效。因此,如果媒体监督对公司违规频率的影响主要是通过行政介入机制来实现的,那么我们应当发现相比于没有国有持股的民营公司来说,在国有持股的公司中,媒体监督对公司违规频率的影响应当更大。为了验证上述观点,本文根据公司是否存在国有持股进行分组做回归检验,来再次验证本文的假设 4。上述回归检验的结果如表 6 所示。

从表中的分组回归结果可以看出,当在董事长与 CEO 两职合一,或者存在国有持股的公司样本中,媒体监督对公司违规频率的抑制作用(即违规间隔的延长)更明显。两职合一与非两职合一的分组结果中,Media 的系数均显著为正,但是前者的系数更大²。有国有股与无国有股的分组结果中,前者中 Media 系数显著为正,但后者中 Media 系数不显著。由此可见,在我国,媒体监督对公司违规频率的抑制作用主要是通过行政介入机制而非声誉机制来实现的,从而为本文的假设 4 提供了证据支持。

表 6 媒体监督的作用机制回归结果

	被解释变量: 违规间隔			
	按是否两职合一分组		按是否有国有股分组	
	两职合一	非两职合一	有国有股	无国有股
Media	2.3753 ** (1.0682)	0.2465 ** (0.1015)	0.3081 *** (0.0745)	-1.7292 (1.9752)
Dual			120.2291 (156.7468)	-276.0489 (171.4550)
ROE	7.1642 (11.7376)	12.6576 *** (2.5503)	2.0520 (31.2608)	5.7997 (4.0953)
TIE	6.2223 (4.1709)	-0.2716 (1.3165)	-1.0050 (0.9656)	6.7062 * (3.9471)
Asset	166.5250 (129.0406)	79.9977 (53.5545)	62.4065 (45.2444)	179.2565 * (107.9166)
Ind	30.3102	-32.1986	-40.8878	3.0261

2 我们采用联立方程似无关估计方法和卡方检验,进一步检验发现两组间媒体关注度变量(Media) 的回归系数差异在 5% 的水平下是显著的。同时通过设立两职合一虚拟变量与媒体关注度的交叉项加入回归方程,同样发现交叉项是显著为正的,说明当两职合一时,媒体关注度对违规间隔的影响的确显著更大。对于按是否有国有股分组的回归结果,我们同样检验了组间回归系数差异的显著性,发现在 5% 的水平下也是显著的。限于篇幅,这些具体的检验结果不在文中列出。

续表

被解释变量: 违规间隔				
	按是否两职合一分组		按是否有国有股分组	
	两职合一	非两职合一	有国有股	无国有股
	(112. 5562)	(58. 2348)	(53. 2635)	(96. 5875)
Top3	- 4. 0782	- 4. 9557	- 4. 8674	- 5. 4779
	(9. 8704)	(4. 5512)	(4. 8639)	(7. 2065)
Growth	- 52. 8783 **	1. 9097	5. 5705	- 11. 3183
	(20. 3038)	(9. 8346)	(21. 4608)	(10. 2447)
State	125. 8717	- 139. 2834		
	(650. 8935)	(205. 6961)		
常数项	- 552. 8226	379. 8930	443. 7084	- 267. 0674
	(1110. 027)	(338. 4695)	(377. 8470)	(694. 0906)
样本数	43	217	152	108
R ²	0. 1701	0. 0475	0. 0559	0. 0959

注: 括号内为怀特异方差稳健标准误。* 表示 10% 水平显著, **表示 5% 水平显著, ***表示 1% 水平显著。

五、总结与政策建议

本文研究了媒体监督对上市公司违规决策的影响并剖析其机制,从而验证媒体监督的公司治理作用,同时发掘媒体监督治理作用的异质性以及监督效果随时间变化的趋势。在控制了相关变量以后,发现媒体监督的效果显著,受到媒体关注度越高的公司,会更加谨慎地做出违规的决策,从而违规频率下降,违规时间间隔变长。这一结果具有重要的现实意义,我们应该充分利用媒体这一外部治理的力量,对公司内部治理形成良好的补充。相较于政府监管与法律约束,媒体监督的市场化程度更高,起到外部治理的作用效果更强,而且媒体监督属于一种自发行为,具有成本低、覆盖广的特点。

通过按年份分样本发现,媒体的监督效果越来越强,媒体关注度的提高,更有效地延长了公司违规时间间隔。这体现了我国在加强媒体发展,充分利用媒体作为外部监督机制方面取得了长足的进步。过去几年中国的传媒行业发展迅速,覆盖面越来越广,影响力越来越大,作为监督上市公司行为的“第三只眼”起到了很好的作用。

另外,媒体对频繁违规的公司监督效果更明显,可能由于“问题公司”经营状况不理想,管理层主观上欲从违规行为中获取短期利益,而不像其它正常经营的公司的违规行为更多是出于客观因素,因而“问题公司”会对媒体的监督更加敏感。这为我国规范上市公司行为提供了新的思路,通过加强媒体的监督作用,可以有效地针对“问题公司”,从而做到有的放矢,起到威慑作用,为媒体监督有效发挥治理作用营造良好的市场氛围,让市场在监督上市公司行为上发挥主导作用,更为重要的是起到先导作用。

最后还发现,媒体监督对公司违规的抑制效应主要通过行政介入机制而非声誉机制产生作用。如果要发挥声誉机制的作用,进一步提升媒体监督的效果,则需要进一步改进公司高管的竞争和聘任机制,完善市场信用体系,提高公司高管的违规声誉成本。

参考文献

- [1] 陈冬华、章铁生和李翔,2008《法律环境、政府管制与隐性契约》,《经济研究》第3期,第60~72页。
- [2] 戴亦一、潘越和刘思超,2011《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》,《世界经济》第11期,第121~144页。
- [3] 孔东民、刘莎莎和应千伟,2013《公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜》,《管理世界》第7期,第145~162页。
- [4] 李培功和沈艺峰,2010《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》第4期,第14~27页。
- [5] 李培功和沈艺峰,2013《经理薪酬、轰动报道与媒体的公司治理作用》,《管理科学学报》第10期,第63~80页。
- [6] 罗进辉,2012《媒体报道的公司治理作用—双重代理成本视角》,《金融研究》第10期,第153~166页。
- [7] 权小锋和吴世农,2010《投资者关注、盈余公告效应与管理层公告择机》,《金融研究》第11期,第90~107页。
- [8] 王珺,2001《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》,《经济研究》第8期,第71~78页。
- [9] 吴超鹏、叶小杰和吴世农,2012《媒体监督、政治关联与高管变更—中国的经验证据》,《经济管理》第2期,第57~65页。
- [10] 徐莉萍和辛宇,2011《媒体治理与中小投资者保护》,《南开管理评论》第6期,第36~47页。
- [11] 杨德明和赵璨,2012《媒体监督、媒体治理与高管薪酬》,《经济研究》第6期,第116~126页。
- [12] 叶勇、李明和黄雷,2013《法律环境、媒体监督与代理成本》,《证券市场导报》第9期,第47~53页。
- [13] 余明桂和潘红波,2008《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》第8期,第9~21页。
- [14] 于忠泊、田高良、齐保垒和张皓,2011《媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察》,《管理世界》第9期,第127~140页。
- [15] 郑志刚,2007《法律外制度的公司治理角色——一个文献综述》,《管理世界》第9期,第136~147页。
- [16] 周开国、应千伟和陈晓娴,2012《媒体关注度、分析师关注度与盈余预测准确度》,《金融研究》第2期,第139~152页。
- [17] Allen, F., J. Qian, and M. Qian, 2005. "Law, Finance, and Economic Growth in China." *Journal of Financial Economics*, 77(1): 57~116.
- [18] Core, J. E., W. Guay, and D. F. Larcker, 2008. "The Power of the Pen and Executive Compensation." *Journal of Financial Economics*, 88(1): 1~25.
- [19] Correia, M. M., 2014. "Political Connections and SEC Enforcement." *Journal of Accounting and Economics*, 2014, 57(2): 241~262.
- [20] Demircüç-Kunt, A. and V. Maksimovic, 1998. "Law, Finance, and Firm Growth." *Journal of Finance*, 53(6): 2107~2137.
- [21] Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales, 2008. "The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia." *Journal of Finance*, 63(3): 1093~1135.
- [22] Dyck, A. and L. Zingales, 2002. "The Corporate Governance Role of the Media." *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, No. w9309.
- [23] Fang, L. and J. Peress, 2009. "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns." *Journal of Finance*, 64(5): 2023~2052.
- [24] Gillan, S. L., 2006. "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview." *Journal of Corporate Finance*, 12

- (3): 381 ~ 402.
- [25] Gomes, A., 2000. "Going Public Without Governance: Managerial Reputation Effects." *Journal of Finance*, 55(2): 615 ~ 646.
- [26] Gurun, U. G. and A. W. Butler, 2012. "Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value." *Journal of Finance*, 67(2): 561 ~ 598.
- [27] Joe, J. R., H. Louis, and D. Robinson, 2009. "Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(3): 579 ~ 605.

Can Media Coverage Improve Corporate Governance? Evidence from Fraud by Listed Firms in China

ZHOU Kaiguo YING Qianwei ZHONG Chang

(Lingnan College/ Collaborative Innovation Center for the Cooperation and Development of Hong Kong,
Macao and Mainland China, Sun Yat-sen University; Business School, Sichuan University)

Abstract: This paper directly investigates the impact of media coverage on corporate governance as well as the mechanism, from the perspective of corporate fraud frequency, and also analyzes the different governance roles of media coverage on firms with different fraud frequency. The empirical results show that the media coverage does mitigate the frequency of corporate fraud, especially for the firms with more frequent frauds. This paper further discovers that the governance role of media coverage increased year by year. Finally, we find an evidence supporting the argument that the positive role of media coverage in corporate governance mainly works through the government involvement mechanism rather than the reputation mechanism.

Key words: Media Coverage, Corporate Governance, Corporate Fraud

(责任编辑: 李景农) (校对: LN)