

媒体负面报道对控股股东掏空行为影响的实证研究

李 明 叶 勇

(西南交通大学经济管理学院, 成都 610031)

摘要: 作为公司治理的重要外部治理机制, 媒体负面报道对约束控股股东行为、保护投资者利益有着重要影响。基于中国的特殊制度背景, 我们以中国 2010–2012 年的非金融类上市公司为研究样本, 实证检验了媒体负面报道对控股股东掏空行为的影响。研究结果表明, 媒体负面报道能够减少控股股东的掏空; 相对于国有上市公司, 在媒体负面报道后非国有上市公司控股股东掏空程度减少的较大。本文的研究结论不仅有利于进一步认识媒体的公司治理作用, 而且有助于推进公司治理的完善, 保护投资者利益。

关键词: 媒体负面报道; 控股股东; 掏空; 投资者保护

引 言

现有研究发现在世界范围内大多数国家和地区的上市公司普遍存在着集中的股权结构^[1]。Shleifer 等^[2]认为一定的股权集中是降低股东与管理者之间代理问题的有效途径, 但股权集中又增加了控股股东谋取控制权私利的能力。控股股东很可能利用自己的控制权优势, 将公司的资源转移到自己手中, 从而侵害中小股东的利益。Johnson 等^[3]形象的将控股股东的这种行为定义为“掏空”。

对于如何减少控股股东的掏空, 学者们从股权结构、独立董事、制度环境等方面进行了大量的研究。然而控股股东通过掏空侵害投资者利益的问题仍然没有得到很好的解答, 一方面, 目前我国上市公司的内部治理机制不完善, 另一方面, 控股股东的大多数掏空行为比较隐蔽, 现有的法律制度对其监督、约束难度较大, 成本较高, 导致效果不理想。目前, 必须重视法律外替代机制在控股股东掏空行为中作用的研究。在这些替代机制中, 媒体的公司治理作用获得了广泛的重视^[4-5]。同时, 公司治理问题的社会化已经要求公司治理不仅仅局限于公司内部监督与控制, 还要接受社会的监督, 作为社会监督的重要组成部分, 媒体已经成为影响公司治理的一个重要外部因素^[6]。基于此, 本文试图回答以下问题: 媒体对公司负面行为的报道(简称媒体负面报道)能否影响控股股东的掏空行为? 对此问题的考察与探究有助于我们更好的理解媒体的公司治理作用, 同时有助于完善公司治理水平、保护投资者利益, 并且为其他转型国家提供有益的借鉴。

本文的研究将媒体负面报道引入到研究内容中, 深入分析了媒体负面报道与控股股东掏空之间的关系, 丰富了关于控股股东掏空的研究。全文的结构安排如下: 第一部分引言; 第二部分理论分析与研究假设; 第三部分研究设计; 第四部分实证分析结果; 第五部分进一步研究; 第六部分为本文的研究结论。

理论分析与研究假设

1、关于控股股东的掏空行为

La Porta 等^[1]发现除了英美等少数国家外, 世界上的大多数国家普遍存在着集中的所有权结构。当股权结构集中时, 由于大股东拥有控制权优势, 往往容易诱导出大股东的机会主义行为^[7]。因此, 控股股东很可能为了自身利益而凭借其所拥有的控制权优势, 通过关联交易、定向增发等方式实施掏空行为。尤其在一些

收稿日期: 2013–10–31

基金项目: 国家自然科学基金项目(70602035; 71090402); 教育部人文社科基金项目(11YJA790189; 12YJC790070); 四川省青年科技基金项目(2012JQ0022)。

作者简介: 李明, 西南交通大学经济管理学院博士研究生; 叶勇(通讯作者), 西南交通大学经济管理学院教授, 博士生导师, 博士。

法制不完善的新兴经济体国家和地区,由于法律不健全,公司内部治理机制不完善,控股股东通过利益输送来侵占中小股东利益的现象更加普遍^[8]。控股股东的掏空会阻碍金融市场的健康发展、降低整个经济的透明度以及歪曲会计收益数据、降低资本市场配置效率^[3]。

既然掏空严重侵害了投资者利益、阻碍了资本市场的健康发展,因此如何减少控股股东的掏空行为一直是人们研究的热点问题。严也舟^[9]发现上市公司所在地区的法制化水平越高,政府干预程度越低,控股股东占用上市公司的资金越少。Gopalan 和 Jayaraman^[10]发现提高投资者保护水平能够减少控制权私有收益。Liu 和 Tian^[11]发现在股权分置改革后控股股东的掏空明显减少。Braguinsky 和 Mityakov^[12]认为公司工资报告的透明度越高,越有助于减少掏空。学者们还研究了股权制衡、独立董事等?对大股东掏空行为的影响,但是结论并不十分一致。罗党论和唐清泉^[13]通过理论分析框架认为其它股东力量、机构投资者、独立董事和外部审计师等能够减少大股东的利益输送行为。Shan^[14]研究发现独立董事人数越多,越有助于减少掏空。郑国坚等^[15]的研究却发现股权制衡和独立董事不能够制约控股股东的掏空行为。吴冬梅和庄新田^[16]发现在国有股中,股权制衡对控制权私有收益有一定的抑制作用,而在私有股份中,股权制衡不能有效的抑制控制权私有收益。

从以上学者的研究结论可以看出,学者们从制度环境、信息透明度、股权结构、独立董事等对如何减少掏空进行了研究。但是由于目前中国作为一个新兴加转轨经济体国家,法律环境不完善,而法制的完善需要一个较长时期的过程,很难在短时期内有较大改善,因此,制度环境对控股股东掏空的影响有限。同时我国上市公司信息披露透明度一直不高,自愿披露信息程度低,对控股股东掏空行为的约束也是有限的。对于独立董事和股权制衡对掏空的制约作用,学者们并没有得出一致的意见,这可能是由于目前我国上市公司的控股股东持股比例比较高,内部治理机制还不完善,当公司的内部治理结构不同时,股权制衡对控股股东的约束作用不同;由于目前我国独立董事机制还不健全,独立董事在公司中的公司治理作用一直存在争议。因此,其它约束与监督机制对于制约控股股东的掏空行为就显得尤其重要。随着我国经济的发展,媒体的公司治理作用逐渐凸显出来,本文基于我国经济发展的现实情况,研究媒体在约束控股股东行为中的作用。

2、媒体报道与控股股东的掏空

(1) 媒体为什么会发挥监督职能?

近年来,随着现代经济的发展,媒体力量的崛起成为了一种重要的社会现象,在西方国家媒体被认为是独立于司法、立法和行政之外的“第四方权利”。媒体可能是已有信息的公开者,可能是公司负面消息的披露者,可能是金融市场变化的预测者,可能是重大事件的新闻调查者,或是某种观点的大肆渲染者^[17]。戴元光^[18]认为在市场经济中媒体具有“社会公器”和“盈利主体”的双重身份。因此,媒体是否会对公司的行为进行监督主要取决于以下两个方面的因素:一是媒体所处的外部环境是否有利于其发挥监督作用;二是媒体在监督时能否赢得社会声誉、获得商业利润^[19]。

中国的经济体制特点是否为媒体监督提供了足够的空间?首先,从媒体行业的自身发展来说,在上世纪七十年代末我国的媒体行业开始了市场化改革,政府对媒体的管制和财政补贴逐渐减少,媒体开始朝着自由化与商业化的方向发展。尤其是近二十年来网络媒体逐渐兴起,媒体行业竞争加剧,媒体的市场化程度也越来越高。媒体的市场化使媒体报道的广度、深度、力度也随之不断提高^[20]。其次,随着我国市场化程度的不断推进,媒体的竞争环境不断加剧。为了在激烈的竞争环境中生存和发展,媒体开始关注社会热点问题来迎合读者的需要^[19],由于只有提供真实、可靠信息的媒体才能获得读者的持续关注,因此媒体愿意花费时间和精力去挖掘有价值的新闻,同时媒体真实、客观、有深度的报道能够树立媒体的公信力。在媒体公信力增强之后很容易获得读者和广告商的青睐,从而获得更多的商业利润。

(2) 媒体能对控股股东的掏空产生影响?

现代媒体立体化、网络化和快速化的特点使媒体报道往往存在集聚性:一旦公司出现了负面新闻,平面媒体、视频媒体和网络媒体往往一拥而上^[21]。根据传播学的理论,媒体具有议程设置的功能,大量的媒体报道会影响人们的认知。从投资者的角度来看,由于投资者不可能获悉公司所有的内部信息,当公司出现负面信息时,投资者会认为公司的实际情况要比报道的更严重,进而会根据媒体的报道和自己的分析做出判断,并采

取措施来维护自己的利益。从公司的角度来看,大量的负面报道会通过降低公司和管理层的声誉,或者是引起监管机构的介入,或者是通过股价下跌等方式给公司管理层及其控制股东传递巨大的压力。媒体负面报道通过上述几种方式都有可能影响控股股东的掏空行为。

其一,媒体报道可以通过影响公司经理人和董事的声誉来发挥治理作用^[4]。国内外的很多研究都表明董事会或者经理人的声誉会影响公司治理。Fama 和 Jensen^[22]发现,出于对未来就业机会和薪酬的考虑,经理人一般比较重视自身的声誉。Kuhnen 和 Niessen^[5]研究发现在媒体负面报道之后,注重声誉的经理人的期权和有争议类型的支付明显减少。媒体对掏空行为进行报道后,会降低公司董事会和经理人的社会声誉,声誉受损的上市公司及其管理层为重树形象,挽回投资者信心,会促使控股股东减少掏空行为。

其二,陈冬华等^[23]认为在转型经济国家中,由于法律制度的不完善,行政治理是一种有效保障投资者利益的替代机制。李培功和沈艺峰^[6]发现在我国的上市公司中,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。对于国有上市公司的高管来说,一旦媒体报道引起政府机构的介入,他们的前途就会受到影响。因此在媒体负面报道后会减少其掏空行为,以促进短期内公司盈利的提升,提升其政绩。对于非国有上市公司来说,其存在与发展往往依赖政府的支持,政府的介入必然会影响到与政府的关系,危及公司的长远发展,为了保持与政府之间的关系,在媒体负面报道后,一般会减少侵害投资者利益的掏空行为。

其三,当媒体对公司掏空行为进行报道后,对公司失去信心的投资者用“脚”投票导致股价快速波动^[24],公司股价的快速下跌会给控股股东带来严重的损失,也会影响公司的形象并增加今后在资本市场融资的难度。为此,公司的控股股东有动力减少对公司的掏空。

以上分析表明,媒体的负面报道可能会通过声誉压力机制、行政机构介入机制和市场压力机制影响控股股东的掏空行为,在媒体负面报道后控股股东会面临各种压力,为了缓解这种压力获得长远的利益,会减少对公司掏空。因此,我们提出假设:

假设 1: 媒体负面报道会减少控股股东的掏空行为。

根据上述分析,媒体的负面报道会影响控股股东的掏空行为,当终极控制人属性不同时,媒体负面报道对控股股东掏空行为的影响是否会存在着差异?对于国有上市公司来说,其是解决政府的政策性负担和政治晋升的工具。其一,政府承担着税收、就业、社会养老等一些政策性负担,地方政府可能直接对辖区内一些亏损国有企业进行财政补贴,也可能利用盈利的国有企业来收购亏损的国有企业^[25]。其二,由于经济指标是政府官员选拔和提升的标准,这种对政府官员绩效的评价机制导致了地方政府为了 GDP 增长而进行的“晋升锦标赛”^[26]。因此,地方政府有足够的动机和能力要求其控制的国有控股上市公司并购重组地方国有控股的亏损企业、为子公司贷款或者提供信用担保,以便缓解当地的就业压力、增加财政收入等。因此,虽然在媒体负面报道后,国有上市公司基于声誉压力机制、行政机构介入压力机制和市场压力机制会减少掏空,但是为了解决一些政策性负担和个人的政治目标的实现,国有上市公司减少掏空的程度会比较低。

同时在中国社会,政府在社会关系网络中处于绝对的强势地位,控制着企业发展所需要的大量资源,企业对政府有强烈的依赖性^[27]。非国有上市公司一般倾向于与政府建立政治关联来获得优越的竞争条件和有利的发展环境。而媒体的负面报道将不利于这种关系的维持,一方面,从声誉压力机制的角度来讲,媒体的负面报道会影响公司的声誉,进而会不利于与政府之间良好关系的维持,政府对公司的支持与援助也可能会减少。另一方面,从行政机构介入压力机制来讲,一旦媒体报道引发行政机构的介入,非国有上市公司与政府的关系无疑会遭到损害,不利于其长久发展,因此,为了重新树立和政府之间的关系,非国有上市公司在媒体负面报道后有强烈的动机减少其掏空行为。而国有上市公司基于这方面的压力就相对较小。由以上分析可以得出,媒体负面报道对非国有上市公司的掏空行为影响较大。因此,我们提出假设:

假设 2: 媒体负面报道对非国有上市公司的掏空影响较大。

研究设计

1、样本选择与数据来源

样本选择: 本文选取我国 2010-2012 年所有 A 股上市公司为初始研究样本,为了避免内生性的影响,媒

体报道数据选取的是 2009–2011 年的数据。按照以下标准对初始样本做了剔除: (1) 剔除了金融行业的上市公司; (2) 剔除了财务数据缺失的公司; (3) 剔除了财务数据异常的公司; (4) 剔除了 ST 的公司。

数据来源: (1) 媒体报道数据, 主要来源于 CNKI《中国重要报纸全文数据库》, 主要通过标题查询与主题查询两种方式逐一查阅有关上市公司的负面新闻报道。(2) 终极控制权数据, 通过逐一查阅各公司年报的股东和实际控制人情况与“公司与实际控制人之间的产权及控制关系方框图”进行手工整理而得。然后根据终极控股股东的性质将研究样本公司分为国有与非国有两种类型。(3) 法律环境变量, 主要采用樊纲等^[28]编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告》, 用该报告提供的各省(自治区、直辖市)市场化指数来衡量企业所面临的外部法律环境的差异, 该指数越大表明上市公司注册地区的法律环境越好。由于樊纲等^[28]的报告中披露的数据只到 2009 年, 考虑到制度环境的相对稳定性, 本文采用 2009 年的市场化指数作为 2010–2012 年各公司法律环境的替代变量。(4) 财务数据与关联交易数据, 均来自 CCER 数据库和 CSMAR 数据库。

2、变量定义

(1) 被解释变量: 掏空

关联方交易是控股股东实施支持与掏空行为的主要工具, 刘星等^[29]认为通过上市公司年报中“关联方关系及其交易披露部分”查找到的上市公司与其大股东之间的资金往来情况, 可以既考虑到大股东掏空和支持行为的双向存在性, 又可以剔除非大股东关联方的影响。因此, 为了准确衡量控股股东的掏空, 本文参照刘星等^[29]、赵国宇^[30]的方法, 选取关联方交易中的其他应收款、应收账款、预付账款和应收票据作为反映控股股东掏空情况的科目, 其他应付款、应付账款、预收账款、应付票据作为反映控股股东支持情况的科目, 然后用上述总的应收款减去总的应付款。差额为正, 表现的是掏空效应; 差额为负, 表现的是支持效应, 具体计算如下:

$$TUN = \frac{(\text{其他应收款} + \text{应收账款} + \text{预付账款} + \text{应收票据}) - (\text{其他应付款} + \text{应付账款} + \text{预收账款} + \text{应付票据})}{\text{期初总资产}} \quad (1)$$

本文选取模型(1)差额为正的部分。最终共得到 1369 个存在掏空的样本, 其中 2010 年 431 个样本, 2011 年 465 个样本, 2012 年 473 个样本。

(2) 解释变量: 媒体负面报道

本文将负面报道定义如下: 新闻标题中出现负面词汇或者是新闻内容中有对公司批评、质疑或者是负面的评价。国外部分学者采用文本分析法来对媒体报道内容的正负面性质进行判别, 但是由于中文词汇在应用上千变万化, 表达的含义丰富而微妙, 同样一个词语在不同的语言环境下也会表达不同的蕴意^[31]。因此, 本文主要通过人工阅读判别的方法进行判别负面报道。同时为了增强判别结果的可靠性, 在对负面报道进行判别时由三个人同时阅读上市公司的有关新闻, 然后根据负面报道的定义进行判别, 当三个人的判别结果一致为负面报道时就认为该报道为负面报道, 当三个人判别结果不一致时就邀请相关的专家进行讨论并给出最后的判别。

在实证分析时我们首先检验有无媒体负面报道对控股股东掏空的影响, 即将媒体负面报道分为有无负面报道, 有负面报道时取值为 1, 没有负面报道时取值为 0。然后参照 Dyck 等^[4]、李培功和沈艺峰^[6]的做法, 采用媒体负面报道次数来表示媒体负面报道。同时, 为了保证研究结论的可靠性, 我们采用媒体负面报道次数与总的报道次数之比衡量媒体负面报道来做稳健性检验。为了避免内生性的影响, 本文采用的是 $t-1$ 期的媒体报道量。

(3) 控制变量

罗党论和唐清泉^[13]发现独立董事、股权制衡能够抑制控股股东掏空, 因此本文选用独立董事比例(Ibr)、股权制衡(Cr_5)作为控制变量; 严也舟^[9]发现中小投资者保护水平越高, 大股东的掏空程度越低, 因此本文选用制度环境变量(Law)作为控制变量; 赵国宇^[30]认为第一大股东持股比例、公司规模和资产负债率能够影响控股股东掏空, 因此本文选用终极控制权(Control)、公司规模(Size)和资产负债率(Leve)作为控制变量; 同时考虑到两权分离度越大, 控股股东的掏空动机越强^[32], 本文也选用两权分离度(Separate)作为控制变量; 最后本文设置了年份哑变量和行业哑变量来控制时间效应和行业效应。具体的变量定义见表 1。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
掏空	TUN	模型(1)中大于0的值
	Media ₀	有无媒体负面报道,有媒体负面报道时取值为1,没有媒体负面报道时取值为0
媒体负面报道	Media ₁	媒体对上市公司负面新闻的报道次数
	Media ₂	媒体对上市公司负面新闻的报道次数与总的报道次数的比值
终极控制权	Control	终极控制股东直接和间接持有的投票权之和
现金流量权	Cashflow	终极控股股东的控制链条上持股比例的乘积
控制权与现金流量权分离度	Separate	控制权/现金流量权
公司规模	Size	总资产的自然对数
资产负债率	Leve	负债与总资产的比值
独董比例	Ibr	独立董事人数/董事会总人数
股权制衡度	Cr_5	(用前五大股东持股比例之和-终极控股股东的持股比例)/终极控股股东持股比例
法律环境	Law	樊纲等 ^[28] 编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告》中的上市公司所处地区的市场化指数
公司类型	Style	国有上市公司取值为1,非国有上市公司取值为0
行业控制变量	Industry	按照2001年证监会CSRC行业分类标准,划分为12个行业
年度控制变量	Year	共三年,设置2个哑变量

(4) 研究模型

为了考察媒体负面报道对控股股东掏空行为的影响,本文构建了如下回归模型进行检验:

$$\begin{aligned}
 TUN = & \alpha_0 + \alpha_1 Media_i + \alpha_2 Control + \alpha_3 Separate + \alpha_4 Size + \alpha_5 Leve + \alpha_6 Cr_5 \\
 & + \alpha_7 Ibr + \alpha_8 Law + \alpha_9 Style + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
 TUN = & \alpha_0 + \alpha_1 Media_1 + \alpha_2 Style + \alpha_3 Media_1 * Style + \alpha_4 Control + \alpha_5 Separate + \alpha_6 Size \\
 & + \alpha_7 Leve + \alpha_8 Cr_5 + \alpha_9 Ibr + \alpha_{10} Law + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

模型(2)主要是用来验证假设1,检验媒体负面报道对控股股东掏空行为的影响。Style为公司类型,当为国有上市公司时取值为1,为非国有上市公司时取值为0。模型(3)主要用来验证假设2,检验媒体负面报道对不同股权类型公司控股股东掏空行为的影响是否存在着差异。

实证分析结果

1、变量的描述性统计

表 2 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值	观测数
A: 因变量						
TUN	0.032	0.061	0.000	0.011	0.698	1369
B: 解释变量						
Media ₀	0.361	0.480	0	0	1	1369
Media ₁	0.812	1.674	0	0	22	1369
Media ₂	0.109	0.218	0	0	1	1369
C: 控制变量						
Control	0.388	0.165	0.010	0.380	0.852	1369
Separate	1.559	1.739	1.000	1.000	43.150	1369
Leve	0.508	0.187	0.007	0.518	0.948	1369
Size	22.279	1.320	18.951	22.071	27.203	1369
Law	8.901	2.074	4.250	8.810	11.710	1369
IBR	0.370	0.059	0.250	0.333	0.800	1369
Cr_5	0.494	0.174	0.103	0.488	0.929	1369

表 2 是各变量的描述性统计分析结果,可以看出,控股股东的平均资金净占用达到了总资产的 3.2%。从有无媒体负面报道来看,在一个年度内有 36.2% 的上市公司被媒体负面报道,表明媒体已经开始对公司的负面行为进行监督。另外媒体对存在治理问题的公司会进行持续的报道,最高值达到了 22 次。

表 3 主要变量的相关系数矩阵

	TUN	Media ₁	Style	Control	Separate	Leve	Size	Law	IBR	Cr_5
TUN	1									
Media ₁	-0.087***	1								
Style	-0.057**	-0.141***	1							
Control	0.063**	-0.128***	0.196***	1						
Separate	-0.008	-0.009	-0.204***	-0.069**	1					
Leve	0.007	0.019	0.087***	0.053*	0.004	1				
Size	-0.131***	0.014	0.220***	0.360***	-0.032	0.391***	1			
Law	-0.023	-0.049*	-0.000	0.040	-0.018	-0.050*	0.045*	1		
IBR	-0.005	-0.013	0.027	0.094***	-0.040	0.052*	0.194***	-0.006**	1	
Cr_5	-0.013	-0.093***	0.184***	0.430***	-0.053**	0.068**	0.424***	0.038	0.074***	1

注:***, **, * 分别表示 1%, 5%, 10% 的显著水平。

表 3 是各主要变量的 Pearson 相关性检验结果。根据表 3,媒体负面报道次数与掏空显著负相关,表明媒体负面报道能够降低控股股东的掏空。控制变量中,公司类型和公司规模与掏空也都表现为显著的负相关关系,说明非国有上市公司、规模小的公司掏空程度高。终极控股股东持股比例与掏空显著正相关,说明控股股东持股比例越高,掏空程度越低。同时,本文对模型进行了方差膨胀因子 VIF 检验,其值为 2.35,远小于临界值 10,表明了模型的各变量之间不存在明显的共线性问题。

2、实证分析结果

(1) 媒体负面报道与控股股东的掏空

为了更全面的了解媒体负面报道对控股股东掏空的影响,在进行回归分析之前我们首先根据有无媒体负面报道对控股股东掏空做独立样本均值检验和中值检验。

表 4 媒体负面报道与掏空

掏空	有媒体报道		没有媒体报道		均值检验	中值检验
	均值	中值	均值	中值		
TUN	0.023	0.007	0.037	0.013	4.121***	5.617***

注:***, **, * 分别表示 1%, 5%, 10% 的显著水平。

从表 4 可以看出,有媒体负面报道上市公司控股股东掏空的均值为 0.024,显著低于没有媒体负面报道的掏空均值 0.038。中位数检验结果也表现为有媒体负面报道的上市公司控股股东掏空的中值明显小于没有媒体负面报道的中值,这与本文的假设 1 一致,表明媒体负面报道能够减少控股股东的掏空行为,保护投资者利益。

下面我们将通过多元回归分析来对假设进行验证,具体的回归结果见表 5。

表 5 的 (1) 列和 (2) 列检验了媒体负面报道对控股股东掏空的影响,可以看出,有无媒体负面报道 (Media₀)、媒体负面报道次数 (Media₁) 和掏空 (TUN) 表现为显著的负相关关系,表明媒体负面报道对控股股东减少掏空行为产生了积极的影响,有媒体负面报道公司控股股东的掏空程度显著低于没有媒体负面报道的公司,并且随着媒体负面报道次数的增加,控股股东的掏空程度逐渐降低。这一原因可能在于媒体负面报道会给控股股东造成一定的压力,促使其减少自利的掏空行为,并且媒体负面报道越多,给控股股东造成的压力就越大,其掏空程度就降低的越多,验证了本文的假设 1。以上分析表明媒体负面报道在约束控股股东行为,完善公司治理方面发挥了积极的作用。

表 5 的 (3)、(4)、(5) 列检验了媒体负面报道对不同类型公司控股股东掏空的影响,可以看出,对于非国有样本,媒体负面报道和控股股东的掏空 (TUN) 表现为显著的负相关关系,这说明媒体负面报道可以减少非国有上市公司控股股东的掏空;对于国有样本,媒体负面报道和控股股东掏空的关系为负,但是不显著,说明媒体负面报道对国有上市公司控股股东的掏空影响较小。对于全样本,Media₁ 与 Style 的交互项与控股股东

表 5 媒体负面报道与掏空

变量	(1) 全样本	(2) 全样本	(3) 国有	(4) 非国有	(5) 全样本
Media ₀	-0.012 *** (-3.73)				
Media ₁		-0.003 *** (-3.52)	-0.001 (-0.07)	-0.051 *** (-3.84)	-0.005 *** (-3.57)
Style	-0.011 ** (-2.47)	-0.009 ** (-2.27)			-0.013 *** (-2.54)
Media ₁ * Style					0.003 ** (2.29)
Control	0.080 *** (5.49)	0.079 *** (5.42)	0.080 *** (5.13)	0.107 *** (3.16)	0.081 *** (5.51)
Separate	-0.000 (-0.72)	-0.001 (-0.76)	0.003 (1.08)	-0.000 (-0.45)	-0.000 (-0.83)
Leve	0.021 ** (2.45)	0.021 ** (2.21)	0.010 (1.00)	0.070 *** (2.93)	0.022 ** (2.30)
Size	-0.009 *** (-4.48)	-0.009 *** (-4.47)	-0.006 *** (-3.50)	-0.023 *** (-3.31)	-0.009 *** (-4.49)
Law	-0.001 (-0.95)	-0.001 (-0.96)	-0.002 (-1.53)	-0.000 (-0.03)	-0.001 (-0.92)
IBR	0.009 (0.32)	0.012 (0.40)	-0.052 * (-1.83)	0.140 * (1.88)	0.012 (0.40)
Cr_5	-0.040 *** (-3.24)	-0.039 *** (-3.22)	-0.020 * (-1.65)	-0.085 *** (-2.99)	-0.040 *** (-3.25)
Constant	0.231 *** (5.03)	0.227 *** (4.98)	0.189 *** (4.22)	0.460 *** (3.00)	0.232 *** (5.01)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
N	1369	1369	917	452	1369
Adj-R ²	0.086	0.082	0.108	0.112	0.083
F 值	9.69 ***	8.79 ***	4.34 ***	3.28 ***	8.40 ***

注: ***, **, * 分别表示 1%, 5%, 10% 的显著水平, 括号内为 *t* 值。

的掏空 (TUN) 表现为显著的正相关关系, 说明相对于国有上市公司, 媒体负面报道对非国有上市公司控股股东的掏空影响较大。以上研究结论表明: 媒体负面报道给非国有上市公司控股股东带来了较大的压力, 他们会通过减少资金侵占来缓解压力, 从而降低对公司的掏空程度。以上研究结论支持了假设 2。

(2) 稳健性检验

为了保证以上结果的有效性及可靠性, 我们进行了如下稳健性检验。

A. 对媒体负面报道重新进行了衡量, 即采用媒体负面报道次数与总的报道量的比值来表示, 具体的分析结果见表 6。

从表 6 的回归分析结果可以看出, 媒体负面报道比例越高, 股东的掏空程度越低; 在国有上市公司中, 媒体负面报道比例与掏空虽然为负相关关系但是在统计上不显著, 在非国有上市公司中, 媒体负面报道比例与掏空显著负相关, 媒体负面报道比例与公司类型的交互项与掏空也表现为显著的正相关关系, 表明媒体负面报道对非国有上市公司的掏空影响较大。这与表 5 的研究结论基本一致。

B. 对掏空进行了重新的衡量, 即用本公司第 *t* 期的掏空减去第 *t*-1 期的掏空, 然后乘以 -1, 其值如果大于 0 则表示本年度掏空较上一个年度减少, 如果小于 0 则表示本年度的掏空程度较上一个年度增加。我们认为这样可以反映出控股股东掏空的变化程度, 能够较好的反映出媒体的负面报道治理作用的效果。具体的回归结果见表 7。

表 6 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	全样本	国有	非国有	全样本
Media ₂	-0.025 *** (-2.92)	-0.001 (-0.07)	-0.051 *** (-3.84)	-0.045 *** (-4.23)
Style	-0.010 ** (-2.33)			-0.015 *** (3.62)
Media ₂ * Style				0.039 *** (2.64)
Control	0.082 *** (5.59)	0.080 *** (5.13)	0.107 *** (3.16)	0.081 *** (4.64)
Separate	-0.001 (-0.77)	0.003 (1.08)	-0.000 (-0.45)	-0.000 (-0.57)
Leve	0.021 ** (2.21)	0.010 (1.00)	0.070 *** (2.93)	0.021 ** (2.13)
Size	-0.010 *** (-4.68)	-0.006 *** (-3.50)	-0.023 *** (-3.31)	-0.010 *** (-6.23)
Law	-0.001 (-0.77)	-0.002 (-1.53)	0.000 (0.03)	-0.001 (-0.72)
IBR	0.012 (0.41)	-0.052 * (-1.83)	0.140 * (1.88)	0.010 (0.34)
Cr_5	-0.041 *** (-3.29)	-0.020 * (-1.65)	-0.085 *** (-2.99)	-0.039 ** (-2.27)
Constant	0.250 *** (5.11)	0.189 *** (4.22)	0.460 *** (3.00)	0.254 *** (7.54)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	1369	917	452	1369
Adj-R ²	0.084	0.108	0.112	0.088
F 值	8.97 ***	4.34 ***	3.28 ***	5.13 ***

注: ***, **, * 分别表示 1%, 5%, 10% 的显著水平 括号内为 t 值。

表 7 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	全样本	国有	非国有	全样本
Media ₀	0.010 *** (3.14)				
Media ₁		0.002 *** (2.82)	0.000 (0.44)	0.005 *** (3.01)	0.005 *** (3.05)
Style	0.006 * (1.71)	0.005 (1.43)			0.010 ** (2.23)
Media ₁ * Style					-0.005 *** (-2.59)
Control	-0.033 ** (-2.31)	-0.032 ** (-2.24)	-0.047 *** (-2.70)	0.001 (0.03)	-0.036 ** (-2.45)
Separate	0.001 (1.10)	0.000 (1.17)	0.001 (0.48)	0.000 (0.07)	0.001 (1.29)
Leve	-0.022 ** (-2.18)	-0.022 ** (-2.16)	-0.019 * (-1.85)	-0.051 ** (-2.45)	-0.023 ** (-2.28)
Size	0.003 (1.61)	0.003 (1.58)	0.001 (0.58)	0.008 ** (2.28)	0.003 (1.61)

(续表)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	全样本	国有	非国有	全样本
Law	0.001 (1.24)	0.001 (1.25)	0.002*** (2.79)	-0.000 (-0.11)	0.001 (1.25)
IBR	-0.017 (-0.51)	-0.019 (-0.57)	0.022 (0.77)	-0.133** (-2.10)	-0.018 (-0.54)
Cr_5	0.000 (0.03)	0.000 (0.04)	0.011 (0.65)	-0.035 (-0.96)	0.001 (0.09)
Constant	-0.065** (-2.06)	-0.063** (-1.99)	-0.050 (-1.49)	-0.098 (-1.34)	-0.066** (-2.11)
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
N	1348	1348	909	439	1348
Adj-R ²	0.038	0.035	0.049	0.086	0.040
F 值	1.66**	1.55**	1.58**	1.38**	1.60**

注: ***, **, * 分别表示 1%, 5%, 10% 的显著水平, 括号内为 *t* 值。

从表 7 的回归分析结果可以看出, 有媒体负面报道的公司掏空减少较多; 媒体负面报道与掏空的减少程度显著正相关, 即媒体的负面报道越多, 掏空减少得越多; 媒体负面报道对非国有上市公司掏空影响较大, 表明非国有上市公司在媒体负面报道后控股股东的掏空减少得较多。这与前面的研究结论基本一致, 表明本文的研究结论是有效的, 可靠的。

结 论

本文以中国 2010-2012 年 A 股上市公司为研究对象, 通过理论分析探讨了媒体负面报道如何通过声誉压力机制、行政机构介入压力机制和市场压力机制影响控股股东的掏空, 并通过实证分析检验了媒体负面报道对控股股东掏空的影响。实证研究结果表明: 媒体负面报道可以显著降低控股股东的掏空; 相对于国有上市公司, 媒体负面报道对非国有上市公司控股股东的掏空影响较大。本文的研究结论表明, 媒体发挥了积极的公司治理作用, 促进了公司治理的完善。

本文从媒体监督的视角, 不仅深化了媒体公司治理作用的理解, 丰富了文献对转型经济体中媒体负面报道治理效果的认识, 也为其它转型国家提供了借鉴。根据本文的研究结论可以发现, 在我国投资者保护较弱的情况下, 媒体已经作为一种保护投资者利益的替代机制在发挥作用。但是不可否认, 媒体也存在着追求轰动效应的倾向, 使报道的内容偏离事实。因此, 我们认为, 一方面应进一步推进我国市场化建设, 为媒体发展创造一个有利的外部竞争环境, 鼓励媒体对公司行为进行监督, 充分发挥媒体的舆论优势; 另一方面应强化媒体的社会责任, 加强对媒体的舆论引导。

参考文献:

- [1] La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership Around the World[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(2): 471-517
- [2] Shleifer A., Vishny R. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783
- [3] Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 22-27
- [4] Dyck A., Volchkova N., Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. Journal of Finance, 2008, 63(3): 1093-1136
- [5] Kuhn C. M., Niessen A. Public Opinion and Executive Compensation[J]. Management Science, 2012, 58(7): 1249-1272
- [6] 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
- [7] 侯晓红, 李琦, 罗炜. 大股东占款与上市公司盈利能力关系研究[J]. 会计研究, 2008, (6): 77-84
- [8] La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. Journal of Finance, 2002, 57(3): 1147-1170

- [9] 严也舟.外部治理环境、内部治理结构与合谋侵占实证研究[J]. 管理评论, 2012, 24(4): 28-44
- [10] Gopalan R., Jayaraman S. Private Control Benefits and Earnings Management: Evidence from Insider Controlled Firms[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(1): 117-157
- [11] Liu Q., Tian G. Controlling Shareholder, Expropriations and Firm's Leverage Decision: Evidence from Chinese Non-tradable Share Reform[J]. Journal of Corporate Finance, 2012, 18(4): 782-803
- [12] Braguinsky S., Mityakov S. Foreign Corporations and the Culture of Transparency: Evidence from Russian Administrative Data[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117(1): 139-164
- [13] 罗党论,唐清泉.市场环境与控股股东“掏空”行为研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2007, (4): 69-74
- [14] Shan Y. G. Can Internal Governance Mechanisms Prevent Asset Appropriation? Examination of Type I Tunneling in China[J]. Corporate Governance: An International Review, 2013, 21(3): 225-241
- [15] 郑国坚,林东杰,张飞达.大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. 管理世界, 2013, (5): 157-168
- [16] 吴冬梅,庄新田.所有权性质、公司治理与控制权私人收益[J]. 管理评论, 2010, 22(7): 53-60
- [17] 杨继东.媒体影响了投资者行为吗?——基于文献的一个思考[J]. 金融研究, 2007, (11): 93-102
- [18] 戴元光.社会转型与传播理论创新[M]. 上海: 上海三联书店, 2008
- [19] 醋卫华,李培功.媒体监督公司治理的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012, 15(1): 33-42
- [20] 杨德明,刘敏.媒体监督影响了审计师决策么? [J]. 中国会计与财务研究, 2013, 15(1): 1-19
- [21] 姚益龙,梁红玉,宁吉安.媒体监督影响企业绩效机制研究——来自中国快速消费品行业的经验证据[J]. 中国工业经济, 2011, (9): 151-160
- [22] Fama E. F., Jensen M. Separation of Ownership and Control[J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 301-325
- [23] 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, 43(3): 60-72
- [24] 谭松涛,崔小勇,孙艳梅.媒体报道、机构交易与股价的波动性[J]. 金融研究, 2014, (3): 180-193
- [25] 章卫东,张洪辉,邹斌.政府干预、大股东资产注入: 支持抑或掏空[J]. 会计研究, 2012, (8): 34-40
- [26] 周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J]. 经济研究, 2007, 42(7): 36-50
- [27] 张建君,张志学.中国民营企业家的政治战略[J]. 管理世界, 2005, (7): 94-105
- [28] 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 2009 年报告[M]. 北京: 经济科学出版社, 2010
- [29] 刘星,代彬,郝颖.掏空、支持与资本投资——来自集团内部资本市场的经验证据[J]. 中国会计评论, 2010, 8(2): 201-222
- [30] 赵国宇.大股东控制下的股权融资与掏空行为研究[J]. 管理评论, 2013, 25(6): 24-30
- [31] 游家兴,吴静.沉默的螺旋: 媒体情绪与资产误定价[J]. 经济研究, 2012, 47(7): 141-152
- [32] Lin C., Ma Y., Malatesta P., Xuan Y. Corporate Ownership Structure and the Choice between Bank Debt and Public Debt[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(2): 517-534

The Influence of Negative Media Coverage on Tunneling of Controlling Shareholder: Evidence from China

Li Ming and Ye Yong

(School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031)

Abstract: As an important external corporate governance mechanism, negative media coverage has great impacts on restraining controlling stakeholder's behavior and protecting the interest of investors. Under the Chinese especial institutional background, we empirically test the impacts of negative media coverage on controlling shareholder's tunneling behavior, with the sample of 2010-2012 non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen. The empirical results demonstrate that negative media coverage can reduce controlling shareholder's tunneling behavior, and compared with state-owned listed companies, non-state owned listed companies are more likely to reduce the controlling shareholder's tunneling behavior when there's negative media coverage. The research results are not only conducive for a deeper understanding of media's role in corporate governance, but also helpful in promoting the perfection of corporate governance and protecting the interest of investors.

Key words: negative media coverage, controlling stakeholder, tunneling, investor protection