

媒体的负面报道、经理人声誉与 企业业绩改善

——来自我国上市公司的证据

郑志刚 丁 冬 汪昌云

(中国人民大学财政金融学院 中国财政金融政策研究中心, 北京 100872)

摘 要:即使没有外部监管部门的介入,理论上媒体的负面报道将引起普通民众的关注,形成对注重声誉的经理人行行为的外部约束,从而发挥公司治理的作用。基于我国上市公司的数据,本文研究发现媒体对上市公司的负面报道与公司下一期的业绩改善存在显著正相关关系。本文在实证分析中控制了影响企业业绩的各种潜在因素,因此企业下一期的业绩改善很大程度来自于注重声誉的经理人针对媒体负面报道进行的业绩改善。在上述意义上,本文为媒体的负面报道通过影响经理人声誉来扮演公司治理角色提供了间接的证据。本文的研究表明,媒体报道之所以成为我国实现公司治理目的可以借助的法律外制度不仅仅是由于媒体报道导致了行政机构的介入进而促使企业改正,同样可能由于媒体的负面报道将引起普通民众的关注而形成对注重声誉的经理人行行为的外部约束。

关键词:媒体报道;经理人声誉;法律外制度;公司治理

JEL 分类号:G32 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2011)12-0163-14

一、引 言

最近的文献表明,媒体的报道将引起普通民众的关注,形成对注重声誉的经理人行行为的外部约束,因而以往通常在公共政治领域中扮演重要角色的媒体同样可以在公司治理中发挥作用(Dyck and Zingales, 2004、Dyck, Volchkova and Zingales, 2008 等)。回顾上述

收稿日期:2011-01-12

作者简介:郑志刚,经济学博士,中国人民大学财政金融学院教授,Email:zhengzhigang@ruc.edu.cn.

丁 冬,财政部社会保障司,Email:dingdong1_13@yahoo.com.cn.

汪昌云,金融学博士,中国人民大学财政金融学院教授,Email:wangchy@ruc.edu.cn.

作者感谢香港理工大学 Stephen Gong、中国人民大学商学院李焰等对本文的有益评论和孙娟娟对本项研究出色的研究助理工作。郑志刚感谢中国人民大学明德青年学者计划项目(中央高校基本科研业务费专项资金资助项目批准号 11XNJ027)对本项研究的支助;汪昌云感谢国家杰出青年科学基金(项目批准号 70725003)对本项研究的资助。作者文责自负。

文献形成的动机,我们看到,与 La Porta 等(LLSV,1998,2000,2002)认为法律制度的建立和完善是改善公司治理和促进金融发展的关键不同,Zingales 等注意到,既得利益集团的阻挠和已有社会规范和法律传统的制度惯性使得有利于投资者权力保护的法律制度的建立和完善困难重重(Coffee,2001、Sultz and Williamson,2003、Rajan and Zingales,2003 等)。正是观察到法与金融文献的结论和政策含义在付诸实践时存在的局限,Zingales 等开始关注媒体报道等在内的法律外制度可能扮演的公司治理角色。

Dyck, Volchkova and Zingales(2008)等将媒体发挥公司治理作用的途径总结为两个方面,其一是媒体报道导致法律惩罚,其二是媒体报道影响经理人的声誉。基于我国证据,李培功和沈艺峰(2010)的研究表明,在我国媒体报道将会导致行政机构的介入,进而促使企业改正。对于我国上市公司,除了媒体报道引起外部监管部门的介入外,理论上还存在媒体的负面报道通过引起普通民众的关注而形成对注重声誉的经理人行行为的外部约束以发挥公司治理作用的实现机制^①。但由于经理人声誉在计量分析中度量的困难,目前基于我国上市公司的研究并没有提供相关证据。因此,我们还需要基于我国的证据来考察媒体报道是否如同理论预期那样还会通过影响经理人声誉来扮演公司治理角色。

基于我国上市公司的数据和人工采集的媒体负面报道的数据,本文研究发现媒体对上市公司的负面报道与公司下一期的业绩改善存在显著正相关关系。在进一步控制了媒体报道的内生性,并采用网络报道作为媒体报道的新的代理变量开展稳健性检查,我们得到类似的结论。由于本文在实证分析中控制了影响企业业绩的各种潜在经济和分析技术因素,因此,企业下一期的业绩改善很大程度来自于注重声誉的经理人针对媒体负面报道进行的业绩改善。这是由于按照 Dyck, Volchkova and Zingales(2008)等,媒体发挥公司治理作用的途径或者是媒体报道导致法律惩罚,或者是媒体报道影响经理人的声誉。如果我们观察到下一期企业业绩在媒体负面报道之后发生改善,而这种改善既不是由于经营管理和其他治理因素改变引起的,也不是由于媒体报道导致法律惩罚进而改正引起的,也不是由于技术分析的缺陷所导致的,那么其他的可能则是,如果一个公司的负面报道越多,表明公众对其关注程度越高,经理人潜在的声誉损失就会越多,因而经理人改正违规行为的激励增强,最终在即使没有行政介入的情况下改正了违规行为,实现了企业业绩的改善。在上述意义上,本文基于我国上市公司的数据为媒体的负面报道可以通过影响经理人声誉来扮演公司治理角色提供了间接的证据。

本文对媒体公司治理作用文献的贡献主要体现在以下几个方面。首先,本文基于我国上市公司的数据在一定意义上为媒体的负面报道通过影响经理人声誉来扮演公司治理角色提供了间接的证据。其次,在有关媒体报道的现有文献中,一个很自然的批评是媒体报道和违规行为改正的内生性问题,即不是因为由于负面报道(通过引入行政机构介入

^① 事实上,即使从李培功和沈艺峰(2010)提供的行政机构介入的必要性和可能性都很大的样本分析来看,被媒体曝光即使行政机构并未介入但样本公司中改正率依然高达 75%,因而除了导致行政机构的介入,媒体报道显然还将通过影响经理人声誉等来发挥公司治理作用。

最终)促使企业改正违规行为,而是由于存在违规行为(并引起行政机构的介入)引起媒体的负面报道。本文以媒体关于样本公司总的报道量为工具变量采用两阶段最小二乘法(2SLS)来控制以往有关媒体报道实证研究中可能存在的内生性问题。第三,为了消除由于我国长期以来对平面媒体报道的严格管制,我们进一步采用了管制较为放松的网络的负面报道开展稳健性检查,得到类似的结论。我们的研究表明,管制较为放松的网络的公司治理作用更加突出。因而,本文的上述讨论为今后改进媒体报道的公司治理作用提出了可供思考的方向。像其他新兴市场国家一样,我国的法律对投资者权力的保护并不充分,因而,依靠法律对投资者权力保护等法律制度的建立和完善来改善公司治理和促进金融发展需要一个漫长的过程。而本文的研究表明,媒体报道成为资本市场发展可以借助的改善公司治理的法律外制度。因而本文为我国资本市场借助媒体报道等完善公司治理提供了丰富的政策含义。

本文以下各节的内容组织如下:第二部分是关于媒体报道发挥公司治理作用的文献回顾;第三部分报告本文的研究设计、样本选取;第四部分是实证结果;第五部分是稳健性检查;最后简单总结全文。

二、文献回顾

Dyck and Zingales(2004)打破了 LLSV(1998)以来形成的关注法律制度的研究范式,而转向同时关注法律外制度^①。在他们的开创性工作中,公众舆论压力所反映的媒体报道被认为是可以扮演重要治理角色的法律外制度。媒体报道可以帮助外部分散投资者克服在监督经理人问题上存在的理性无知问题,使经理人等行为对外部投资者的利益更加敏感,因而可以将经理人等声誉的建立和关注与投资者的利益连接起来的媒体报道很自然地通过影响经理人等的声誉发挥公司治理作用(Dyck, Moss and Zingales, 2008等)。按照 Dyck and Zingales(2002),媒体通过以下三个途径来影响经理人等的声誉。首先,媒体关注将促使政治家(议员、政府官员等)对现行的公司法加以修改和有效实施。在实行选举政治的国家,政治家担心无动于衷将失去选民手中的选票,最终危及未来的政治生涯(Besley and Prat, 2001)。其次,媒体关注将迫使公司董事(经理人)努力维持“好”的董事(经理人)声誉。按照 Fama(1980)、Fama and Jensen(1983)等,经理人未来的薪酬水平取决于现在雇主(股东)和未来雇主对经理人是否严格履行责任的信念,为了避免长远的货币损失(Kaplan and Reishus(1990)提供的经验证据表明,业绩较差的公司董事,被视为在监督经理人时表现拙劣,很难在其他公司获得相应职位),经理人有激励放弃暂时的内部交易机会,从而形成他是一个“好”经理人的声誉。最后,媒体的关注将影响公司董事(经理人)的社会声誉和公众形象。为了避免在人际交往过程中出现的尴尬,他们将努力维护公众形象。

^① 一个关于包括媒体报道在内的法律外制度的公司治理作用的理论述评见郑志刚(2007)。

Dyck, Volchkova and Zingales (2008) 应用 Becker (1968) 的模型将媒体发挥公司治理角色的现实途径总结为 (1) 式。

$$E(\text{私人收益}) < E(\text{声誉成本}) + E(\text{法律惩罚}) = \sum_i p_i RC_i + \pi B \quad (1)$$

其中, E 表示不同收益或成本的期望价值。 RC_i 表示与社会阶层 i 相关的声誉成本, p_i 是社会阶层 i 获得经理人决策的信息并相信该信息为真的概率; π 是经理人由于该决策而受到法律惩罚的概率, B 是法律惩罚的力度。(1) 式表明, 经理人等特定的道德风险行为尽管可能为自己带来私人收益, 但这样的决策可能不仅会损坏他的声誉, 同时导致法律惩罚。当经理人的特定决策所带来的声誉成本和法律惩罚的期望值高于可能获得的控制权私人收益时, 理性的经理人将选择放弃该项决策, 这将符合外部投资者的利益。Dyck, Volchkova and Zingales (2008) 等由此将媒体发挥公司治理作用的途径总结为两个方面: 其一是媒体报道导致法律惩罚, 其二是媒体报道影响经理人的声誉。

Dyck and Zingales (2004) 在控制权私人收益估计的基础上, 考察了包括媒体报道在内的法律外制度对控制权私人收益的影响。他们的研究发现, 法律外制度可以解释控制权私人收益 24% 的变化, 这与法律因素具有相同的解释力。因而, Dyck and Zingales 认为, 无论法律制度还是法律外制度在限制内部人牟取私人收益上扮演十分重要的角色。Haw, Hu, Hwang and Wu (2004) 从降低内部人盈余管理的角度考察媒体的传播程度等法律外制度在限制内部人盈余管理上可能扮演的角色。

媒体报道的公司治理作用基于我国的证据主要来自李培功和沈艺峰 (2010)。该文以《董事会》杂志联合新浪财经共同评选的 50 家“最差董事会”公司为样本, 从媒体报道是否会导致行政机构的介入, 进而促使企业违规行为改正的角度考察了媒体在中国的公司治理作用。但该文更多的是从法律惩罚 (行政机构的介入) 的视角来考察媒体报道的公司治理作用。最近基于我国上市公司研究媒体报道的治理角色的文献多从给定媒体可以扮演公司治理角色的前提出发来考察其对于公司财务政策制定和公司治理实践的影响, 但没有考察媒体发挥治理作用除了导致行政机构的介入进而促使企业违规行为改正外的其他可能作用机理。例如, 辛宇和徐莉萍 (2010) 考察了媒体在股权分置改革及流通股股东分类表决的制度安排下所发挥的治理职能; 权小锋和吴世农 (2011) 考察了媒体关注对于企业盈余操纵以及应计误定价等的影响。因而对于同样重要甚至更为根本的经理人声誉这一媒体发挥公司治理作用的现实路径需要开展专门的研究。

三、样本选取和主要变量统计

(一) 研究设计和样本选取

即使没有外部监管部门的介入, 理论上媒体的负面报道将引起普通民众的关注, 形成对注重声誉的经理人行为的外部约束, 从而可以在公司治理中发挥作用。但由于经理人声誉度量的困难, 鲜有文献能够为上述理论提供相关证据。为了为媒体报道通过影响经

理人声誉来扮演公司治理角色提供证据,本文采用了以下计量分析技术。如果本文的实证分析在控制了影响企业业绩的各种潜在经济和分析技术因素后发现媒体的负面报道与企业下一期的业绩改善呈显著的正相关关系,则这一结论一定程度表明注重声誉的经理人针对媒体负面报道进行的业绩改善。这样做的合理性在于,第一,由于通过公司治理改善实现的代理成本降低最终将体现在给定其他条件相同企业业绩的改善上(McConnel and Servaes,1990、白重恩等,2005等),如果我们能够控制其他公司治理和企业特征,则企业的这种改善将不再是由于经营管理和其他治理因素改变引起的;第二,如果在控制了影响企业绩效的潜在因素后,我们观察到媒体的负面报道与企业下一期的业绩改善显著正相关,则下一期企业业绩在负面报道之后发生改善将或者与媒体报道导致法律惩罚有关,或者与媒体报道影响经理人的声誉有关。这是由于,按照Dyck,Volchkova and Zingales(2008)等,媒体发挥公司治理作用的途径或者是媒体报道导致法律惩罚(见李培功和沈艺峰,2010等),或者是媒体报道影响经理人的声誉。第三,在样本采集过程中,如果我们通过对负面报道进行严格限定来剔除针对行政机构介入的相关报道,则企业的这种改善将不再是由于媒体报道导致法律惩罚进而改正引起的;第四,最后但同样重要的是,如果我们能够进一步控制诸如媒体报道的内生性以及度量误差等问题,则企业的这种改善将不再是由于技术分析的缺陷所导致的。在控制了上述影响企业业绩改善的各种潜在可能,如果我们依然发现媒体负面报道与下一期的企业绩效改善存在显著正相关关系,则很大的可能来源于,如果一个公司负面报道越多,表明公众对其关注程度越高,经理人潜在的声誉损失就会越多,因而经理人改正违规行为的激励增强,最终在没有行政介入的情况下改正了违规行为,最终实现了企业业绩的改善。

对于媒体负面报道的定义,目前文献中并没有一个严格的定义。这里指的是对于所报道的企业而言,所有可能引起当前投资者对企业投资未来回报实现的担心;影响当前投资者对未来企业投资和消费者对所提供产品的认同;不利于未来业务关联企业继续合作以及政府社区等的支持等,并且可以从相关信息源公开免费获得的报道。由于没有直接可以利用的数据库,关于媒体(负面)报道的数量必须通过手工收集。我们首先将搜索关键词限定在“丑闻”、“黑幕”、“内幕”、“关联交易”、“违规”、“不当”等具有明显贬义的词汇及其同义词,从初步检索出的备选名单中逐一检查是否重复和是否确实是负面报道。

从本文的研究设计出发,我们在样本选择过程中将遵循以下原则。首先,样本公司上市时间比较接近,以避免由于上市时间的差异和监管部门审批标准的导向不同而引起的媒体(负面)报道的差异。其次,尽可能避免股权分置改革、全球性金融危机等引起媒体关于上市公司的报道“大爆炸”的事件;第三,所选取样本在样本期内并未出现经理人的更迭,而且由于新上市与上市时间较长的公司相比,样本公司经理人的声誉更加重视建立良好的经理人声誉,因而便于本文开展媒体报道是否通过经理人声誉来发挥公司治理作用的实证研究。按照上述标准,本文选取在2000年到2002年进行IPO的上市公司为研究对象,经过剔除ST、存在经理人更迭和部分数据缺失的样本,最终进入本文研究的样本量为

278 家。其中关于样本公司 2003 和 2004 年的媒体负面报道数据(报刊报道)利用《中文期刊全文数据库》中的《中国重要报纸全文数据库》通过手工收集完成,网络报道数则通过手工收集完成。当期和滞后一期的财务和公司治理数据则来自国泰安信息技术有限公司 CSMAR 数据库。

(二)变量的构建

1. 因变量——Tobin's Q, M/B 和 Core ROA 及其变化率

由于通过公司治理改善实现的代理成本降低最终将体现在给定其他条件相同,企业业绩的改善上,我们借鉴以往文献选择企业市场业绩 Tobin's Q 和 M/B 等市场业绩指标的变化率来度量企业业绩改善程度。除了公司市场业绩指标,为了避免市场业绩的改善仅仅是由于股价在出现负面报道后过度反应后的回调,本文同时采用了公司会计业绩指标开展稳健性检查。由于较为综合的净资产收益率(ROE)容易被人为操纵,而这在媒体出现负面报道后变得尤为重要,本文采用在一定程度上可以弥补上述缺陷的主营业务资产收益率(Core ROA)。

2. 主要解释变量——样本公司媒体负面报道的数量

负面报道的检索时间分别设置为 2003 年 1 月 1 日到 2003 年 12 月 31 日和 2004 年 1 月 1 日到 2004 年 12 月 31 日,分别获得 2003 年和 2004 年的数据。在最终进入样本之前,我们通过检查排除媒体围绕行政机构介入以及司法裁决等进行的报道,本文最终采用按照上述标准采集的媒体负面报道的数量来刻画媒体的作用。辛宇和徐莉萍(2010)同样利用《中国重要报纸全文数据库》的数据进行了类似指标的设定和度量。

此外,与报刊电视受到更多新闻管制相比,相对宽松的网络报道除了政府背景的新闻导向,还有来自民间的声音(例如,近年来迅速发展的个人博客),因而所代表的媒体报道的广度和客观性更为突出。基于上述考虑,本文同时选取了在 2003 年和 2004 年两年间样本公司网络报道的负面报道数作为媒体报道的另一种代理变量,以开展稳健性检查。我们最终选择那一时期市场和技术相对成熟的 Google 搜索引擎开展样本公司负面报道的采集。我们在采集媒体负面报道的同时还采集了样本期中国重要报纸全文检索关于样本公司的总的报刊报道量(NJ_Q)以作为工具变量开展两阶段的最小二乘回归(2SLS)分析。

3. 其他公司治理指标

借鉴公司治理文献(如白重恩等,2005),本文主要选取了以下几种变量来刻画样本公司的公司治理特征:独立董事在董事会中所占的比例(ratio);CEO 是否兼任董事会主席或副主席的虚拟变量(ceo_top)(兼任取值为 1 否则为 0);高管的持股比例(ms);第一大股东持股比例(top1);是否为国有控股的虚拟变量(so)(国有控股取值为 1,否则取 0);第二至第十大股东的持股集中度(cstr2_10);是否同时发行 B 股和 H 股的虚拟变量(hbshare)(若同时发行取值为 1,否则取 0)。其中 ratio、ceo_top 反映的是董事会的治理特征,ms 反映了经理人薪酬合约设计对于经理人的激励;top1 和 so 反映的是控股股东的特征;cstr2_10 反映的是机构投资者等积极股东可能扮演的公司治理角色。hbshare 则反映样本公司是否由于选择同时发行 B 和 H 股而受到更强的法律和监管环境的约束。

4. 控制变量

类似与其他公司治理研究,本文引入的主要控制变量为企业的规模、企业的盈利能力和行业效应。这里企业的规模采用的是企业总资产规模的对数;企业盈利能力为企业净利润的增长率;研究中同时控制了行业因素。上述公司治理和企业特征当年的数据和为了考察下一期的企业业绩改善的滞后一期的数据均来自国泰安信息技术有限公司 CS-MAR 数据库。表 1 报告本文实证研究采用的主要变量的定义。

表 1 主要变量的定义

Tobin's Q(TQ)及其变化率	重置价值/账面价值
M/B(MB)及其变化率	市值与面值比
主营业务资产收益率(Co_ROA)及其变化率	主营业务收益/年末总资产(相应的变化率为本年年度数额减去上年年度数额,然后除以上年年度数额)
报刊报道(FB)	样本期中国重要报纸全文检索关于样本公司的负面报道数
网络负面报道(CSUM)	样本期 Google 搜索引擎中关于样本公司的负面报道数
独立董事比例(Raito)	独立董事人数/董事人数
CEO 是否兼任(Ceo_top)	公司的 CEO 是否兼任公司董事会的主席或副主席(虚拟变量)
高管的持股比例(Ms)	高管的持股比例
第一大股东持股比例(Top1)	第一大股东所持股份占总股份的比例
是否国有控股(So)	最终所有者是否是国家(虚拟变量)
第二到第十大公司持股比例(Cstr2_10)	第 2 到 10 大股东持股比例和
是否发行 B 和 H 股(Hbshare)	是否同时发行 B 股和 H 股(虚拟变量)
企业规模(Size)	企业总资产规模的自然对数
成长能力(Gr)	企业净利润的增长率
行业(Industry)	行业(虚拟变量)
总的报刊报道量(NJ_Q)	样本期中国重要报纸全文检索关于样本公司的总的报刊报道量

(三)主要变量的描述性统计和相关性分析

网络对样本公司的负面报道要远远多于报刊的负面报道。平均而言,样本公司在样本期内只有 4.5 起负面的报刊报道(中位数为 1),而同期的网络报道则高达 31 起(中位数为 12)。对于总的报刊报道量(包括负面报道),不同样本公司差异较大。一些样本公司总的报道很大,显示部分企业存在明星效应。滞后一期的 MB 的均值为 0.81,TQ 的均值为 1.35,主营业务资产收益率的均值为 0.13,独立董事比例的均值为 34%,第一大股东持股比例的均值为 44%。

相关性分析显示,报刊负面报道与企业(下一期)的市场业绩(MB 和 TQ)存在正相关关系。总的报刊报道量(NJ_Q)与市场业绩并不存在统计上的显著关系,但与报刊负面报道(FB)呈显著的正相关关系,这为我们接下来的回归分析中以总的报刊报道量作为负面报道的工具变量(明星效应存在)以控制可能存在的内生性问题提供了间接证据。

四、实证结果

(一)基本模型的回归结果

由于企业业绩的变化率更加能够体现负面报道出现后企业业绩的改善,在本部分我们首先以企业业绩(MB 和 Tobin’s Q)的变化率为被解释变量,考察报刊负面报道对下一期企业业绩变化率的影响。除了示性变量和报刊负面报道外,对于其他控制变量,本文均采用其相应的变化率来进入模型。其中 MB_PER、TQ_PER 分别表示企业市场业绩 MB 和 Tobin’s Q 的变化率。TOP1_PER 等分别表示相关控制变量的变化率。

表 2 报刊报道对业绩变化率的 OLS 和 2SLS 回归结果

	OLS		2SLS	
被解释变量	MB_PER	TQ_PER	MB_PER	TQ_PER
FB	0.0090 ***	0.0110 ***	0.0086 ***	0.0113 ***
	(3.24)	(4.85)	(3.24)	(4.85)
TOP1_PER	0.1100	0.0880	0.1098	0.0876
	(0.70)	(0.63)	(0.70)	(0.63)
RATIO_PER	-0.1920 *	-0.1450	-0.1918 *	-0.1446
	(-1.74)	(-1.49)	(-1.74)	(-1.49)
CEO_TOP	0.0310	0.0440	0.0311	0.0436
	(0.50)	(0.80)	(0.50)	(0.80)
CSTR2_10_PER	-0.0390	-0.0240	-0.0391	-0.0239
	(-1.32)	(-0.91)	(-1.32)	(-0.91)
MS_PER	0.0500 **	0.0370 **	0.0505 **	0.0368 **
	(2.56)	(2.12)	(2.56)	(2.12)
SIZE_PER	-1.7820	-3.0540	-1.7823	-3.0538
	(-0.79)	(-1.53)	(-0.79)	(-1.53)
GR	0.0000	-0.0010	-0.0007	-0.0012
	(-0.67)	(-1.41)	(-0.67)	(-1.41)
Industry	控制	控制	控制	控制
(Constant)	-0.2880 **	-0.2080 *	-0.2880 **	-0.2081 *
	(-2.37)	(-1.94)	(-2.37)	(-1.94)
NJ_Q	—	—	Instrument Variabbe	
Adj R - square	0.0640	0.1150	0.0639	0.1148
F	3.21	5.20	3.21	5.20
obs	278	278	278	278

注：***, **, * 分别表示在 1%, 5%, 10% 的置信水平下显著,下同。

除了采用普通最小二乘(OLS)回归,本部分还采用基于工具变量(IV)的两阶段最小

二乘法(2SLS)来控制报刊负面报道可能存在的内生性问题。在有关媒体报道的现有文献中,一个很自然的批评是媒体报道和违规行为改正的内生性问题,即不是因为由于负面报道(通过引入行政机构介入最终)促使企业改正违规行为,而是由于存在违规行为(并引起行政机构的介入)引起媒体的负面报道^①。我们选择样本公司同期总的报刊报道量(包括负面报道)作为工具变量。这样做的合理性在于,对于一些“明星”企业(总的报刊报道量大)必然会引起媒体和公众的持续关注,其负面报道也由此增加。而负面报道的增加,将通过影响内部人的声誉扮演重要的公司治理角色,最终影响企业的业绩。相关性分析表明,总的报刊报道量(NJ_Q)与市场业绩并不存在统计上的显著关系,但与报刊负面报道(FB)呈显著的正相关关系,符合工具变量通常需要满足的排他性限制。此外,我们还注意到,与国外报刊电视不同,中国主要报刊电视的所有权由政府控制,并建立了严格的报道审批制度进行严格监管。因而存在一种可能,负面报道将主要针对无法由政府直接控制的非国有上市公司。与国有控股上市公司相比,非国有控股公司将受到更多的政府控制的报刊的负面报道。因此,我们同时选择了样本公司是否是国有控股作为另外一个重要的工具变量以开展稳健性检查,我们得到类似的结论,限于篇幅没有在正文中报告。

表2报告报刊负面报道对企业市场业绩变化率影响的回归结果。从表2我们看到,无论是OLS还是2SLS回归,在控制了企业特征和其他公司治理特征后,报刊的负面报道与下一期企业业绩的改善呈显著的正相关关系。这表明,对于样本公司,报刊的负面报道增加将导致企业下一期业绩改善。由于本文在实证分析中控制了影响企业业绩的各种潜在经济和分析技术因素,因此企业下一期的业绩改善很大程度来自于注重声誉的经理人针对媒体负面报道进行的业绩改善。在上述意义上,本文基于我国上市公司的数据为媒体的负面报道通过影响经理人声誉来扮演公司治理角色提供了间接的证据。本文的研究表明,媒体报道之所以成为我国实现公司治理目的可以借助的法律外制度,不仅仅是由于媒体报道导致了行政机构的介入进而促使企业改正,同样可能由于媒体的负面报道将引起普通民众的关注而形成对注重声誉的经理人行行为的外部约束。

(二)媒体报道与其他治理机制的交互效应

为了进一步揭示媒体报道通过影响经理人声誉发挥公司治理作用的可能路径,在本部分我们考察媒体报道与主要公司治理机制的交互效应。理论上,媒体公司治理作用的发挥不仅可能是通过直接影响经理人等内部人的声誉,也可能通过促使其他公司治理机制完善来间接发挥公司治理作用。基于我国上市公司的证据,我们选择了被一些文献证明具有显著有效性的变量,如董事会独立性与第2到第10大股东持股比例所反映的机构投资者积极股东角色这两个重要的公司治理机制。为了有效反映不同变量的交互影响,我们在本部分直接考察变量本身,主要实证结果见表3。其中模型1报告原效应,模

^① 除了双向因果关系(reversal causality)这种典型的内生性问题以外,本文事实上还担心媒体负面报道和企业业绩改善是否共同受到某遗漏变量(omitted variable)的影响。一个典型例子是,一些明星的炒作行为可能会一方面使媒体负面报道增多(吸引公众眼球),另一方面(通过炒作)可以提升她在演艺市场的人力资源价格。

型 2 和模型 3 分别报告报刊报道与董事会独立性以及第 2 到第 10 大股东持股比例的交互效应。

表 3 报刊报道及其交互项的检验结果

	Model 1		Model 2		Model3	
Y	MB	TQ	MB	TQ	MB	TQ
FB	0.0013	0.0128 ***	0.003	0.109 ***	0.003	0.007
	(0.52)	(3.73)	(0.10)	(2.72)	(0.82)	(1.62)
TOP1	0.0054 ***	0.0033	0.005	0.003	0.005 **	0.004
	(2.70)	(1.25)	(2.70)	(1.20)	(2.57)	(1.61)
SO	0.2542	0.3437	0.254	0.342	0.242	0.404
	(1.15)	(1.16)	(1.14)	(1.16)	(1.09)	(1.37)
RATIO	-1.0697	-1.3945	-1.053	-0.377	-1.098	-1.259
	(-1.45)	(-1.41)	(-1.31)	(-0.35)	(-1.48)	(-1.28)
CEO_TOP	-0.1199	-0.0367	-0.12	-0.03	-0.127	-0.005
	(-1.35)	(-0.31)	(-1.35)	(-0.26)	(-1.42)	(-0.04)
CSTR2_10	1.557 **	1.05	1.555 **	0.967	1.691	0.410 **
	(2.13)	(1.08)	(2.13)	(1.00)	(2.24)	(0.41)
MS	84.1159	-65.6226	84.102	-66.481	81.993	-55.498
	(0.76)	(-0.44)	(0.76)	(-0.45)	(0.74)	(-0.38)
HBSHARE	0.5476 ***	0.6825 ***	0.547 ***	0.658 ***	0.551 ***	0.667 ***
	(3.29)	(3.07)	(3.28)	(2.98)	(3.31)	(3.03)
FB * Ratio	—	—	-0.004	-0.272 **	—	—
	—	—	(-0.05)	(-2.41)	—	—
FB * CSTR2 - 10	—	—	—	—	-0.099	0.471 **
	—	—	—	—	(-0.68)	(2.47)
SIZE	-0.4064 ***	-0.5661 ***	-0.406 ***	-0.55 ***	-0.412 ***	-0.541 ***
	(-4.98)	(-5.19)	(-4.96)	(-5.08)	(-5.02)	(-4.99)
GR	0.0030	0.0045	0.003	0.004	0.003	0.005
	(0.96)	(1.08)	(0.95)	(0.90)	(0.94)	(1.17)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
(Constant)	4.5891 ***	6.9876 ***	4.581 ***	6.495 ***	4.687 ***	6.522 ***
	(5.48)	(6.24)	(5.37)	(5.76)	(5.51)	(5.80)
Adj R - square	0.146	0.154	0.143	0.169	0.144	0.170
F	4.39	4.60	4.08	4.76	4.12	4.79
obs	278	278	278	278	278	278

表 3 的回归结果表明,当以 Tobin’s Q 度量企业市场业绩时,对样本公司的负面报道将加强董事会独立性与企业市场业绩的负相关关系,但同时增强机构投资者积极股东角

色与企业市场业绩的正相关关系。董事会独立性与企业市场业绩的负相关关系的出现一定程度可能与我国监管当局在之前推出的要求有关(2003年6月30日之前上市公司独立董事比例必须达到1/3,但上市公司仅仅是为了满足监管要求,独立董事并未真正发挥作用有关)。李常青等(2004)以类似的样本开展研究,也得到董事会独立性与企业业绩负相关的结论。当企业市场业绩的度量为MB时,无论是主效应还是交互效应都出现了与采用TobinsQ作为因变量的相同符号,但统计上不显著。因而,本文的研究在一定程度上表明,负面报道不仅本身(理论上通过影响经理人等内部人的声誉)直接发挥公司治理作用,此外,还将通过改善其他治理机制的功能来间接发挥公司治理作用。例如,引起机构投资者对负面报道的关注并采取相应的行动等。

五、稳健性检查

(一)以网络(Google)报道作为媒体报道的代表变量

本文同时选取了在2003年和2004年两年间有关样本公司的网络报道的负面报道数作为媒体报道的另一个代理变量,以开展稳健性检查。相关数据由Google搜索引擎中显示的负面报道数人工采集而成。此外,我们还同时利用中文搜索第一引擎百度进行了相同的检索和检验,并得出了近似的结论(正文未报告)。除了公司市场业绩指标,在进行稳健性检查时,为了避免市场业绩的改善仅仅是由于股价在出现(通过网络广为流传的)负面报道后过度反应后的回调,本文同时采用了公司会计业绩指标。由于较为综合的净资产收益率(ROE)容易被人为操纵,而这在媒体出现负面报道后变得尤为重要,本文采用在一定程度上可以弥补上述缺陷的主营业务资产收益率(Core ROA)。主要的结果见表4。其中模型1报告原效应,模型2和模型3分别报告报刊报道与董事会独立性与第2到第10大股东持股比例的交叉效应。在每个模型中,第1列到3列的因变量分别为MB、TQ和CO_ROA。

从表4我们看到,对于主效应的考察,无论企业业绩的度量是MB和TQ等市场业绩,还是CO_ROA等会计业绩,网络负面报道与下一期企业业绩都显著正相关。模型2和3关于交叉效应的考察则得出与表3类似的结论。

(二)其他稳健性检查

由于本文主要采用股权分置改革之前上市公司的数据,样本公司中非流通股占较大比例。根据Chen and Xiong(2002)的研究,我国上市公司的非流通股国有股和法人股在 market 公开交易时权益市值出现相当大的折扣,平均为70%~80%。参考以往的文献,我们同时考察了进行折价调整和未调整的Tobin's Q和M/B。由于二者的结果并未出现显著的差异,为节省篇幅,我们没有报道相关结果。

本节开展的稳健性检查表明,网络报道与报刊报道一样与下一期企业业绩具有显著正相关,因而媒体报道(包括报刊和网络报道)是我国目前法律对投资者保护不够充分阶段,实现公司治理目的可以借助的法律外制度。

表 4 网络 (Google) 报道及其交叉项的检验结果

	Model 1			Model 2			Model3		
Y	MB	TQ	CO_ROA	MB	TQ	CO_ROA	MB	TQ	CO_ROA
GSUM	0.0008 *	0.0013 ***	0.0002 ***	0.009 ***	0.009 ***	0.001	0.001	0.001 *	3.103E - 05
	(1.86)	(2.31)	(3.03)	(3.23)	(2.44)	(1.32)	(1.39)	(1.91)	(0.35)
TOP1	0.0052 ***	0.0022	0.0002	0.005 ***	0.002	0	0.005 ***	0.002	0
	(2.66)	(0.83)	(0.52)	(2.67)	(0.82)	(0.51)	(2.65)	(0.83)	(0.45)
SO	0.2641	0.3657	-0.0030	0.265	0.366	-0.003	0.274	0.372	0.019
	(1.20)	(1.21)	(-0.07)	(1.22)	(1.22)	(-0.07)	(1.23)	(1.22)	(0.44)
RATIO	-1.0919	-1.3613	-0.1760	0.306	0.008	-0.093	-1.081	-1.355	-0.153
	(-1.49)	(-1.36)	(-1.21)	(0.36)	(0.01)	(-0.54)	(-1.47)	(-1.35)	(-1.09)
CEO_TOP	-0.1108	-0.0217	-0.0425 ***	-0.111	-0.022	-0.043 ***	-0.104	-0.018	-0.029 *
	(-1.26)	(-0.18)	(-2.43)	(-1.28)	(-0.18)	(-2.43)	(-1.16)	(-0.15)	(-1.68)
CSTR2_10	1.510 ***	0.664	0.105	1.434 ***	0.589	0.101	1.364 *	0.58	-0.208
	(2.09)	(0.67)	(0.74)	(2.01)	(0.60)	(0.70)	(1.70)	(0.53)	(-1.37)
MS	70.8578	-87.0616	33.9554	54.412	-103.171	32.983	71.753	-86.548	35.873 *
	(0.64)	(-0.58)	(1.55)	(0.50)	(-0.69)	(1.50)	(0.65)	(-0.57)	(1.70)
HBSHARE	0.5725 ***	0.7820 ***	0.0265	0.566 ***	0.776 ***	0.026	0.558 ***	0.774 ***	-0.005
	(3.47)	(3.47)	(0.81)	(3.48)	(3.47)	(0.80)	(3.30)	(3.35)	(-0.15)
GSUM * Ratio	—	—	—	-0.022 ***	-0.022 ***	-0.001	—	—	—
	—	—	—	(-2.98)	(-2.12)	(-0.87)	—	—	—
GSUM * CSTR2 - 10	—	—	—	—	—	—	0.005	0.003	0.01 ***
	—	—	—	—	—	—	(0.43)	(0.18)	(4.79)
SIZE	-0.4426 ***	-0.6575 ***	0.0131	-0.459 ***	-0.673 ***	0.012	-0.442 ***	-0.657 ***	0.015
	(-5.35)	(-5.82)	(0.80)	(-5.62)	(-5.99)	(0.74)	(-5.34)	(-5.81)	(0.94)
GR	0.0031	0.0046	0.0016 ***	0.003	0.005	0.002 ***	0.003	0.005	0.002 ***
	(1.01)	(1.08)	(2.53)	(1.13)	(1.17)	(2.56)	(1.00)	(1.08)	(2.55)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
(Constant)	4.9078 ***	7.8821 ***	0.1522	4.569 ***	7.55 ***	0.132	4.879 ***	7.866 ***	0.092
	(5.83)	(6.86)	(0.91)	(5.46)	(6.55)	(0.78)	(5.77)	(6.81)	(0.57)
Adj R - square	0.1564	0.1271	0.1041	0.181	0.139	0.103	0.154	0.124	0.173
F	4.67	3.88	3.30	5.08	3.97	3.13	4.36	3.61	4.87
obs	278	278	278	278	278	278	278	278	278

六、总 结

媒体的报道将引起普通民众的关注,形成对注重声誉的经理人行为的外部约束,因而以往通常在公共政治领域中扮演角色的媒体同样可以在公司治理中发挥作用。但以往文献更多地从法律惩罚(行政机构的介入)的视角来考察上述问题的,而没有涉及同样重要甚至更为根本的经理人声誉这一媒体发挥公司治理作用的现实路径。本文选取从 2000

年到 2002 年之间在我国上海和深圳股票交易所进行 IPO 的 278 家上市公司为样本,基于中国上市公司的证据考察了媒体报道是否通过影响经理人声誉来发挥公司治理作用的问题。本文的研究发现,媒体的负面报道与企业下一期业绩的改善呈显著的正相关关系。由于本文在实证分析中控制了影响企业业绩的各种潜在经济和分析技术因素,因此企业下一期的业绩改善很大程度来自于注重声誉的经理人针对媒体负面报道进行的业绩改善。在上述意义上,本文基于我国上市公司的数据,为媒体的负面报道通过影响经理人声誉来扮演公司治理角色提供了间接的证据。本文的研究表明,媒体报道之所以成为我国实现公司治理目的可以借助的法律外制度,不仅仅是由于媒体报道导致了行政机构的介入进而促使企业改正,同样可能由于媒体的负面报道将引起普通民众的关注而形成对注重声誉的经理人行行为的外部约束。

具体而言,本文得出的主要结论包括:第一,报刊的负面报道增加会有助于企业下一期业绩的改善。由于通过公司治理改善实现的代理成本降低最终将体现在给定其他条件相同下企业业绩的改善上(McConnel and Servaes,1990、白重恩等,2005 等),而一个公司的负面报道越多,表明公众对其关注程度越高,经理人潜在的声誉损失就会越多,因而经理人改正违规行为的激励越大。因此,媒体报道发挥公司治理作用更为现实的路径在本文看来是,媒体的负面报道通过影响经理人的声誉促使其改正违规行为,而违规行为的改正最终导致下一期企业业绩的改善。第二,负面报道不仅本身(通过影响经理人等内部人的声誉)直接发挥公司治理作用,同时将通过改善其他治理机制的功能来间接发挥公司治理作用。第三,网络报道如同报刊报道一样,可以对我国上市公司扮演十分重要的公司治理角色,因而,媒体报道(包括报刊报道和网络报道)成为资本市场发展可以借助的改善公司治理重要的法律外制度。

我们知道,媒体的公司治理角色是通过媒体发布的报道影响经理人的声誉成本或使其未来受到法律惩罚的可能性增加实现的。而媒体是否有动力开展调查以证实信息的真实性,以及准确地报道他们获得的信息与媒体运行的环境是否具有竞争性、媒体的所有权结构以及对新闻自由的法律保护程度等因素有关。在上述意义上,我国关于媒体报道治理作用发挥所需的外部环境的建设仍然需要完善。

参 考 文 献

- [1] 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏和张俊喜,2005,“中国上市公司治理结构的实证研究”,《经济研究》第 2 期。
- [2] 孙永祥和黄祖辉,1999,“上市公司股权结构和业绩”,《经济研究》第 12 期。
- [3] 李常青和赖建清,2004,“董事会特征影响公司业绩吗?”,《金融研究》第 5 期。
- [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。
- [5] 权小锋和吴世农,2011,“媒体关注、盈余操纵与应计误定价”,厦门大学管理学院工作论文。
- [6] 辛宇和徐莉萍,2011,“媒体治理与中小投资者保护”,中山大学管理学院工作论文。
- [7] 郑志刚,2007,“法律外制度的公司治理角色”,《管理世界》,2007 年第 9 期。
- [8] Becker, Gary S., 1968, “Crime and Punishment: An Economic Approach”, *Journal of Political Economy* 76:169 ~ 217.

- [9] Besley Timothy, and Andrea Prat, 2001, "Handcuffs for the Grabbing Hand? Media Capture and Government Accountability", Working Paper, London School of Economics and Political Science.
- [10] Chen, Zhiwu, and Peng Xiong, 2002, "The Illiquidity Discount in China", International Center for Financial Research, Yale University.
- [11] Coffee, John, 2001, "Do Norms Matter? A Cross - country Examination of Private Benefits of Control", Columbia University Law School Working Paper.
- [12] Dyck, Alexander, and Luigi Zingales, 2002, "The Corporate Governance Role of the Media", NBER Working Paper.
- [13] Dyck, Alexander, and Luigi Zingales, 2004, "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance* 59: 537 ~ 600.
- [14] Dyck, Alexander, Volchkova, Natalya and Luigi Zingales, 2008, "The Corporate Governance Role Of The media: Evidence From Russia", *Journal of Finance* 63, 1093 ~ 1135.
- [15] Fama, Eugene F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy* 88: 288 ~ 307.
- [16] Fama, Eugene F., and Jensen, Michael, 1983, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics* 26(2):301 ~ 325.
- [17] Haw, I., Hu, B., Hwang, L. and Wu, W., 2004, "Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra - Legal Institutions", *Journal of Accounting Research* 42:423 ~ 462.
- [18] aplan, Steven N., and Reishus, David, 1990, "Outside directorships and corporate performance", *Journal of Financial Economics* 27:389 ~ 410.
- [19] La Porta, Rafael, Lopez - de - silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert, "Legal Determinants of External Finance." *The Journal of Finance* (July 1997): 1131 ~ 1150.
- [20] La Porta, Rafael, Lopez - de - silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert, "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106 (1998): 1113 ~ 1155.
- [21] La Porta, Rafael, Lopez - de - silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert, "Investor Protection and Corporate Governance." *Journal of Financial Economics* 58 (2000): 3 ~ 27.
- [22] La Porta, Rafael, Lopez - de - silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert, "Investor Protection and Corporate Valuation." *The Journal of Finance* (June 2002): 1147 ~ 1170.
- [23] McConnell, John J., and Servaes, Henri, 1990, "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics* 27:595 ~ 612.
- [24] Stulz, Renee and Rohan Williamson, 2003, "Culture, openness and Finance", *Journal of Financial Economics* 70:313 ~ 349.
- [25] Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, Crown Business, Random House, 2003.

Abstract: Media coverage could theoretically play a role of corporate governance by making management behavior sensitive to the interests of the public besides introduction of administrative intervention of the regulation authorities. Based on the data of the Chinese listed firms, this paper shows that negative media coverage is significantly and positively correlated with the firm performance improvement for the next period. After controlling the various potential influential factors as well as endogeneity of media coverage, the paper therefore provides the indirect evidence that media coverage could play a role of corporate governance by affecting management reputation. The results indicate that media coverage could play a role of corporate governance for the Chinese listed firms as one of the important extra-legal institution since it may not only introduce administrative intervention of the regulation authorities, but also work by way of affecting management reputations.

Key Words: media coverage, management reputation, extra-legal institutions, corporate governance

(责任编辑:王 鹏)(校对:WH)