

媒体监督与法律环境对公司投资行为的影响: 互补还是替代

刘时泉

(广东金融学院 广东 广州 510000)

摘要: 媒体监督短期内能弥补法律环境对公司投资效率的影响。为此,文章以房地产上市公司为样本,探究媒体监督在我国法律环境短期内无法完全发挥其对公司的监督作用时对公司投资效率的影响,文章认为在法律环境监督效果弱化的情况下,媒体监督不仅仅弥补影响公司整体治理效果,同时对公司投资效率也有显著影响。媒体监督对上市公司投资效率的影响,在短期内与法律环境是互补的。

关键词: 媒体监督; 公司投资行为; 投资效率

中图分类号: D922.291 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2013)06-0065-07

一、引言

在众多的公司内部治理机制外部环境因素中,法律制度最早受到人们的关注(La Porta et al., 1997;^[10] 1998;^[11] 2000;^[12] 2002;^[9] Levine, 1999;^[9] Friedman et al., 2003^[7])。目前,我国由于地区发展很不均衡,地区之间的投资者保护程度存在较大的差异(樊纲等, 2010),^[4]此外,由于法律制度的建立受法律渊源与非正式制度的影响,因而建立完善的法律制度是一个漫长的过程,而在短期内只能谋求法律外的制度以实现对法律制度的作用的替代或补充(郑志刚, 2007)。^[5]而在法律外制度方面,Dyck and Zingales(2002)考察了法律外制度可能扮演的公司治理角色,^[6]从而打破了 La Porta et al. (1998)以来关注法律制度的研究范式。^[11]而媒体监督也相应成为了法律外的制度中关注的焦点。

尽管我国的法律制度在不断的完善,投资者保护程度也在不断提高(沈艺峰等, 2004),^[2]但投资者保护的整体水平还比较低,而媒体监督作为公司治理的外部监督,其所处地位决定了不能直接从内部根源上监督,从而必须从公司披露出来的决策信息中加以影响。

尽管人们已经开始关注媒体监督的作用,但媒体监督在法律环境不完善的情况下,如何作用于公司投资效率的问题并未得到有效的澄清。本文认为,在我国短期法律环境不完善的情况下,媒体监督能有效弥补法律环境对公司投资行为影响不足这一缺陷。而且,在法律环境监督效果弱化的情况下,媒体监督不仅仅弥补影响公司整体治理效果,同时对公司投资效率也有显著影响。

因此,本文以房地产板块上市公司 2002-2011 年数据为研究样本并筛选,考察了媒体监督、法律环境对公司投资效率的影响。本文创新之处可能包括两个方面:一个是观点上的创新,直接考察了媒体监督对公司投资效率的影响,而且更加细致地考察媒体监督是如何通过公司治理机制而对公司投资效率造成影响的以

收稿日期: 2013-10-07

基金项目: 2012 年度广东省大学生创新创业训练项目

作者简介: 刘时泉(1993-),男,广东湛江人,广东金融学院本科学生,主修专业为公司金融及法规。

及细致地考察媒体监督和法律制度环境对公司投资效率的影响的关系;另一个是数据上的创新,本文构建了房地产板块上市公司 10 年大样本数据库,弥补在这一板块研究中样本缺乏代表性的问题。

二、理论分析与研究假设

(一) 上市公司的投资行为

就上市公司来说,对所获得的融资决策层有可能进行非理性的投资。在这种情况下,作为衡量投资行为指标的投资效率无疑是低下的。因此,房地产上市公司的投资效率如何,理应获得我们的关注。

(二) 媒体监督与上市公司投资行为

类似三类代理问题的存在使得公司投资效率更与投资者密切相关,尤其是法律制度对公司投资效率影响不足的情况下,投资效率的评价显得尤为重要。媒体监督作为外部制度,媒体对公司投资效率的影响体现在其真实披露的投资效率信息,从而为投资者进行投资提供重要的信息参考,进而影响公司的融资成本。为此,被媒体披露有关投资效率信息后的公司将会做出应对,从而媒体达到对公司投资效率的影响。因此,本文拟详细考察媒体监督对法律制度的作用的影响,进而考察其对公司投资效率的影响。

(三) 媒体监督、法律环境与上市公司投资行为

如果媒体监督对上市公司投资效率能产生积极作用,那么媒体监督和法律环境同样作为上市公司的外部监督机制来说,这两者是替代关系还是互补关系?在不完善的法律环境下,已有的研究都认为媒体监督是法律制度的重要替代机制。但媒体监督作用的发挥也依赖于媒体所处的环境,媒体披露信息后能使得公司做出改正效率的原因,不只是考虑到公司融资成本因素,更重要的是法律制度对公司投资效率的根本性约束。媒体监督的作用从某种意义上来说就是在现有的法律制度框架约束下,在法律制度不能主动发挥作用的情况下,充当引导上的一个作用。

三、研究设计与结果

(一) 样本选择与数据来源

本文选择房地产板块 127 家上市公司 2002 - 2011 年度数据为基本样本并作筛选:剔除 13 家数据缺失及财务异常的上市公司。最后得到 114 家上市公司。

本文使用的数据来源有三部分,一是财务数据来自于国泰安金融数据库和 WIND 数据库。二是媒体监督数据来自手工整理和统计。三是治理环境数据采用樊纲和王小鲁编制(2002 - 2011)的《中国市场化指数一各地区市场化相对进程年度报告》。^[4]需要说明的是,由于 2008、2010、2011 年《中国市场化指数一各地区市场化相对进程年度报告》中的各省市制度环境数据缺失,因此本研究考虑到这些指数计算的复杂性,因而用的 2009 年数据代表缺失年份的数据。

(二) 变量定义及模型选择

为了避免样本数据过大造成极端值异常影响分析效果,本文对变量作取对数处理。

1. 被解释变量

本文用投资效率来描述公司的投资行为,而投资效率在本文定义中为公司理论水平与实际水平的差值,差值越小则说明投资越有效率,但是这个差值可正负,因此为避免不同的投资效率类型影响总体投资效率整体评价效果,本文对投资效率取绝对值。其中,|投资效率| = |理论投资水平 - 实际投资水平|。根据周伟贤关于非金融类上市公司最优投资定义^[1]和万解秋、徐涛对公司实际投资水平的衡量中的定义算出投资效率数据样本。^[4]

2. 解释变量

媒体重要性: 中国六家重要媒体报道数量, 分别是《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《上海证券报》、《中国经营报》、《经济观察报》、《21 世纪经济报道》和《第一财经日报》。重要媒体的发行量大, 覆盖范围广, 信息传播越广, 对公司外部影响越大。

媒体报道程度: 重要媒体报道对公司报道越多, 程度越深, 则该报道信息披露越完全, 越有说服力, 对受众影响也越大。

媒体报道数量: 体现了被报道事件的广泛度。

媒体报道性质: 负面信息越多, 对公司负面影响越大。

3. 控制变量

政府干预程度、市场化进程、法制化水平程度: 采用樊纲和王小鲁编制(2002 - 2011) 的《中国市场化指数—各地区市场化相对进程年度报告》, [4] 得分越高, 相应水平越高。

董事会规模: 董事会规模越小, 决策失误可能性越大。

审计事务所: 即公司审计事务所是国内十大时取 1, 否则取 0。著名的审计事务所发生虚假审计情况较少, 其审计报告可信度较高。

审计意见: 即报表获标准无保留意见时取 1, 否则取 0。

两权分离度: 即现金流量权与终极控制权的比值。能衡量代理问题的程度的影响。

4. 模型选择

根据前文理论分析, 我们将以投资效率为被解释变量, 以媒体深度报道、媒体报道数量、媒体重要性、媒体负面报道为解释变量, 以政府干预程度、市场化进程、法制化水平程度、董事会规模、审计事务所、审计意见为控制变量。构建多元回归模型并进行相应分析。

模型(1) 如下:

$$@ABS(IE) = \beta_0 + \beta_1 LNDOMC + \beta_2 LNNOMR + \beta_3 INDEXMAR + \beta_4 INDEXGON + \beta_5 INDEXLEG + \beta_6 BOARD + \beta_7 BIGTEN + \beta_8 OPINION + l$$

模型中 β_0 为变动截距项 $\beta_1 \beta_2 \cdots \beta_8$ 为各变量待估系数 l 为残差。本文涉及变量定义如表 1 所示

表 1

变量定义表												
属性	被解释变量	解释变量						控制变量				
变量定义	投资效率绝对值	媒体深度报道	媒体报道数量	媒体负面报道	媒体重要性	政府干预程度	市场化进程	法制化水平程度	董事会规模	审计事务所	审计意见	两权分离度
符号	@ABS(IE)	LNDOMC	LNNOMR	LNMRIN	LNTIOM	INDEXGON	INDEXMAR	INDEXLEG	BOARD	BIGTEN	OPINION	OWNSEP

(三) 实证检验及结果分析

1. 描述性统计

表 2

模型(1)

	@ABS(IE)	LNNOMR	LNDOMC	LNMRIN	INDEXMAR	INDEXGON	INDEXLEG	BOARD	BIGTEN	OPINION
Mean	8.834611	4.856842	1.016554	0.619618	9.733948	9.704440	10.52355	8.787825	0.316920	0.845121
Median	4.065428	5.564520	0.693147	0.000000	10.55000	10.27000	11.50000	9.000000	0.000000	1.000000
Maximum	1285.734	11.28561	4.997212	4.488636	11.71000	10.65000	16.61000	15.00000	1.000000	1.000000
Minimum	0.005384	0.000000	0.000000	0.000000	5.310000	6.260000	3.790000	4.000000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	43.51696	2.780163	1.080555	0.746461	1.910287	1.094084	4.362120	1.836682	0.465484	0.361951
Skewness	23.97128	-0.637642	0.791648	1.053883	-0.739545	-1.456970	0.041254	0.386894	0.786972	-1.907855
Kurtosis	674.3047	2.249409	2.803514	3.656469	2.350109	4.543014	1.640041	3.998677	1.619325	4.639910

表 2 中投资效率说明房地产上市公司总体投资效率偏离合理的投资水平,但偏离幅度不大,整体投资水平参差不齐;个体投资效率差距非常大,说明个别公司存在严重的过度投资和投资不足。而媒体报道数量均值较大,最值差距明显,标准差也比较大。说明媒体对上市公司关注力度强,但是个别差异也比较大,证明媒体关注公司力度不一。媒体深度报道不多但媒体报道程度差异大,说明媒体报道对公司信息选择性差异大。就媒体负面报道整体而言,上市公司负面报道不多。媒体报道性质最值差距大,说明各家公司负面报道数量差异大。市场化进程最值差距较大,但标准差较小。说明市场化进程指数差距不大,各公司所处地区市场化程度较为一致,但存在个别情况。政府干预程度最值差距不大,标准差也较小,说明公司所处地区政府干预程度区别不大。法制化水平程度最值差距大,同时标准差也较大,说明上市公司所处地区法制化水平差距大。董事会规模均值较大,最值差距也相当明显,标准差较小,说明上市公司董事会规模个别差异相当明显,但总体差异不大。审计事务所均值小,最值差距小,标准差也不大,说明上市公司对审计事务所的选择,并没有偏重我国十大会计事务所。审计意见均值小,最值差距小,标准差也不大,说明上市公司审计事务所出具审计意见较为一致,多为标准无保留意见。

2. 多元回归分析

其一,媒体监督对上市公司投资行为的影响。本文所用 114 家公司十年的面板数据进行回归。从表 3 模型(1)回归结果中可以看出,在解释变量中,媒体报道数量的回归系数为正,同时在 5% 显著水平下显著,说明媒体报道数量越多,上市公司投资效率越偏于合理。媒体深度报道回归系数为负,且在 40% 显著水平下显著,说明媒体报道程度与上市公司投资效率存在负相关关系,但不十分显著。媒体负面报道回归系数为负,且在 20% 显著水平下显著,说明媒体报道性质与上市公司财务投资效率存在显著负相关关系。即媒体对上市公司负面报道越多,上市公司投资效率受影响越大,越可能造成投资不足。可见,媒体监督对公司投资效率有显著影响,即媒体监督力度越高,公司投资效率受影响越多。

表 3

模型(1)部分回归结果

Variable	LNNOMR	LNMRIN	LNDOMC	INDEXMAR	INDEXGON	INDEXLEG	BOARD	OPINION	BIGTEN
Coefficient	0.381728	-0.661103	-0.324131	0.864797	0.982344	0.017460	-0.424279	-0.925879	0.646558
Std. Error	0.170774	0.487537	0.380351	2.901348	2.780639	0.879016	0.212725	0.813259	0.720525
t - Statistic	2.235278	-1.356004	-0.852190	-0.298067	0.353280	0.019863	-1.994493	-1.138481	0.897344
Prob.	0.0256	0.1754	0.3943	0.7657	0.7240	0.9842	0.0464	0.2552	0.3698
Weighted Statistics									
R - squared	0.984109	Mean dependent var		2.568374	S. D. dependent var		7.696418	F - statistic	504.5666
Adjusted R - squared		0.982159		S. E. of regression		0.916724	Sum squared resid		835.3405
Prob(F - statistic)		0		Durbin - Watson stat		2.207167			

其二,媒体监督、法律制度对上市公司投资行为的影响。从表 3 可以看见,市场化进程和法制化水平程度并不显著。即在我国法制化水平程度不够高和市场化进程不够深的情况下,两者对上市公司投资效率的影响可信度相当低,说明现行法律制度对上市公司投资效率的影响存在不足,起码在短期内无法解决。就法律环境来说,毫无疑问,对公司影响较大,但目前仍无法达到较为完善的监督水平。因此,短期内,仅靠法律制度来对上市公司投资效率进行约束是不够的,必须寻求媒体监督来加以补充。而根据表 3 回归结果分析,媒体监督数量显著性水平为 0.0256,媒体监督负面报道显著性水平为 0.1754,媒体监督深度报道显著性水平为 0.3943。可见,在媒体监督指标中,对上市公司投资效率报道越多,特别是负面报道和深度报道,对公司影响越大。而对媒体自身来说,媒体自身重要性越高,可信度越高,这是符合现实逻辑的。进一步看,媒体

监督中媒体负面报道越多,对上市公司投资效率影响越大,具有大约98%的可信度。说明媒体监督可以影响上市公司的过度投资和投资不足的问题。如分析结果可见,媒体监督可以在短期内弥补法律环境的不足,显著地影响公司投资效率。综上所述,在我国短期法律制度不完善、对上市公司的投资效率影响有限的情况下,媒体监督能有效弥补这一缺陷,从而影响上市公司投资效率不适当的问题。

四、进一步分析及检验

(一) 进一步分析

本文拟探寻媒体监督能否在法律环境不完善情况下对不同投资效率发挥监督作用,以进一步说明媒体监督对公司投资效率的重要性。故对投资效率作去绝对值处理,并在相同法律环境下进行回归分析。

建立模型(2)如下:

$$IE = \beta_0 + \beta_1 LNDOMC + \beta_2 LNNOMR + \beta_3 LNMRI + \beta_4 LNTIOM + \beta_5 INDEXMAR + \beta_6 INDEXGON + \beta_7 INDEXLEG + \beta_8 BIGTEN + \beta_9 OPINION + \beta_{10} OWNSEP + l$$

表4

模型(2)部分回归结果

Variable	LNNOMR	LNTIOM	LNDOMC	LNMRI	INDEXMAR	INDEXGON	INDEXLEG	OWNSEP	BIGTEN	OPINION
Coefficient	0.672941	-0.780191	1.895329	-2.07308	-2.07308	8.976986	-11.28977	5.984148	1.954915	1.852525
Std. Error	0.386256	0.584274	0.798011	0.91406	6.022201	6.34886	3.961405	0.066115	1.05444	1.198153
t-Statistic	1.742216	-1.33532	2.375066	-2.26799	1.490649	-1.77824	1.510612	-3.12742	1.853984	1.546151
Prob.	0.0818	0.1821	0.0178	0.0236	0.1364	0.0757	0.1312	0.0018	0.0641	0.1224
Weighted Statistics										
R-squared	0.919814	Mean dependent var		-0.0801	S. D. dependent var		2.87534	Sum squared resid		682.671
Adjusted R-squared		0.908927			S. E. of regression		0.868044	Durbin-Watson stat		2.30156
Prob(F-statistic)		0								

可以看出,在解释变量中,媒体报道数量、媒体报道性质、媒体深度报道和模型(1)中基本一致说明了与被解释变量的关系。此外,新增加变量媒体重要性也说明了媒体越著名,其报道对公司投资效率影响越大,具体表现在影响力越大的媒体报道会在一定程度约束公司投资效率,导致公司受其影响致使投资不足。而在控制变量中,法制化水平显著水平依然很高。

综上所述,在对公司投资的总体投资效率影响上,媒体监督能在法律环境影响力度不够的情况下发挥显著的弥补作用,而在具体投资效率方面也能弥补法律环境进一步提高监督水平。

(二) 稳健性检验

为了检验模型设置对研究问题的影响,试说明媒体监督作用的发挥不受法律环境变量的影响。本文通过分别以解释变量中法律环境三个指标与被解释变量构建方程,以检验模型对研究结果的影响。模型(3、4、5)分别设置如下:

$$@ABS(IE) = \beta_0 + \beta_1 LNDOMC + \beta_2 LNNOMR + \beta_3 INDEXMAR + \beta_4 BOARD + \beta_5 BIGTEN + \beta_6 OPINION + l$$

$$@ABS(IE) = \beta_0 + \beta_1 LNDOMC + \beta_2 LNNOMR + \beta_3 INDEXGON + \beta_4 BOARD + \beta_5 BIGTEN + \beta_6 OPINION + l$$

$$@ABS(IE) = \beta_0 + \beta_1 LNDOMC + \beta_2 LNNOMR + \beta_3 INDEXLEG + \beta_4 BOARD + \beta_5 BIGTEN + \beta_6 OPINION + l$$

上述模型方程回归结果如下:

表 5

模型(3、4、5) 部分回归结果

Variable	LNNOMR			LNDOMC			LNMRRN			INDEXMAR		
模型	(3)	(4)	(5)	(3)	(4)	(5)	(3)	(4)	(5)	(3)	(4)	(5)
Coefficient	0.358624	0.359420	0.358249	-0.352200	-0.351519	-0.349154	-0.570842	-0.568140	-0.576740	-0.279515	-0.309734	-0.147687
Std. Error	0.154013	0.153955	0.154322	0.341267	0.341115	0.341936	0.434902	0.434786	0.435910	0.360291	0.568313	0.194745
t-Statistic	2.328523	2.334583	2.321439	-1.032038	-1.030499	-1.021108	-1.312577	-1.306711	-1.323072	-0.775805	-0.545006	-0.758360
Prob.	0.0201	0.0198	0.0205	0.3023	0.3030	0.3074	0.1896	0.1916	0.1861	0.4380	0.5859	0.4484

由表 5 看出,各解释变量仍然稳健显著,并没有因为模型更换而改变。由此可以得出,前文得出结论仍然成立,媒体监督对公司投资效率切实有显著影响,而且媒体监督也切实能对法律环境产生弥补作用。

五、结论

本文可以发现媒体监督在现法律环境不完善情况下,能够对上司公司投资行为产生显著影响。而且,媒体负面报道越多,越能促使上市公司改变投资效率低下的问题,即过度投资和投资不足问题能改善。此外,通过对比媒体监督和法律制度的显著性水平可以发现,对于公司投资效率,媒体监督在短期内显著性水平远高于法律制度,说明媒体监督、法律制度对上市公司投资效率影响是互补的。至于长期内,媒体监督对法律制度是否具有如此显著互补作用仍有待研究。

参考文献:

- [1]周伟贤. 投资过度还是投资不足——基于 A 股上市公司的经验研究[J]. 中国工业经济 2010(9): 151 - 160.
- [2]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.
- [3]万解秋, 徐涛. 中国上市公司的投资意愿与绩效问题研究[BE/OL]. <http://www.doc88.com/p-577882615925.html>.
- [4]樊纲, 王小鲁. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程年度报告[R]. 经济科学出版社 2002 - 2009.
- [5]郑志刚. 法律外制度的公司治理角色: 一个文献综述[J]. 管理世界 2007(9): 136 - 159.
- [6]Dyck A, Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media[R]. National Bureau of Economics Research 2002.
- [7]Friedman E, Johnson S, Mitton T. Propping and Tunneling[J]. Journal of Comparative Economics 2003, 31(4): 732 - 750.
- [8]Johnson S, La Porta R, Lopez - De - Silanes F, Shleifer A. Tunneling[J]. American Economic Review 2000, 90(2): 22 - 27.
- [9]La Porta R, Lopez - De - Silanes F, Shleifer A, Vishny R. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. The Journal of Finance 2002, 57(3).
- [10]La Porta R, Lopez - De - Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Legal Determinants of External Finance[J]. Journal of Finance 1997: 1131 - 1150.

- [11] La Porta R, Lopez - De - Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6) : 1113 - 1155.
- [12] La Porta R, Lopez - De - Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Agency Problems and Dividend Policies Around the World [J]. The Journal of Finance, 2000, 55(1) : 1 - 33.
- [13] Levine R. Law, Finance, and Economic Growth [J]. Journal of Financial Intermediation, 1999, 8(1) : 8 - 35.

Media Supervision and Legal Environment's Influence on Corporate Investment Behavior: Complementary or Alternative

LIU Shiquan

(Guangdong Finance Academy, Guangzhou, Guangdong 510000, China)

Abstract: This paper believes that the media supervision can remedy the legal environment influence on the corporate investment behavior in the short - term. Therefore, based on the real estate listing Corporation as a sample of the media supervision in China's legal environment, the short term can not fully play its supervisory role to the company's impact on corporate investment efficiency. Through the research, this paper argues that the impact of the media supervision of listing Corporation investment efficiency, in the short term, the legal environment is complementary.

Key words: media supervision; corporate investment; investment efficiency

(责任编辑: 张秋虹)

(上接第 40 页)

Breaking the "Whoever Borrows Money Shall Detain" Old Constraints to Create "Small - Micro Credit" New Pattern

——Taking Village Banks of Ginza in Ganzhou, Jiangxi for Empirical Analysis

DENG Yaoming¹, ZHOU Zhengfan²

(1. Ganzhou City Central Sub - Branch of the People's Bank of China, Ganzhou, Jiangxi 32089, China;

2. Guangzhou Tianhe Branch, China Construction Bank, Guangzhou, Guangdong 510400, China)

Abstract: The difficulty and expense to apply for a loan is always a problem that restricts the development of some small enterprises. What's more, it's also an obstacle to the achievement of GPS financial service. How to create a credit model which can promise the small enterprises the same service as some larger ones and how to build a credit model that is suitable for the small enterprises? We are on the way to solve these problems. Since 2012, the Ginza Village Bank in Ganzhou, Jiangxi province has put this issue into practice. They created a system called 'the Main Credit Models of Micro Business' and put it into effect, therefore, a new path which is fit for the development of the small enterprises in Gannan area has been exploited. Moreover, we have achieved the integrate of the social benefit and the economic benefit.

Key words: creativity; small and micro business; credit model

(责任编辑: 张秋虹)