

媒体监督的融资约束效应

梁红玉

(广东财经大学 金融学院, 广东 广州 510320)

摘要:以中国沪深两市2004-2012年间的上市公司为研究样本,在控制样本选择偏误的基础上,发现媒体监督通过声誉机制显著增强相关上市公司的融资约束;在区分公司的所有权性质后,发现相比于国有控股公司,媒体监督对民营控股公司产生更强的融资约束作用。媒体对消费品以外的其他行业及对企业产品质量问题的曝光,也具有更强的融资约束作用。从融资约束的角度实证考察了媒体报道的效果,反映了媒体作为外部治理机制具有优化金融资源配置的职能,丰富了媒体作用机制和融资理论等相关文献。

关键词:媒体监督;融资约束;声誉机制;倾向得分匹配法

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**2095-0098(2015)05-0010-08

一、问题的提出

当今社会,发达的媒体凭借信息优势、引导社会舆论、监督企业的案例比比皆是。安然、三聚氰胺、双汇瘦肉精等事件充分体现了发达的媒体具有强大的舆论监督作用,可通过影响公司声誉,进而影响公司的销售收入与公司治理水平,从某种程度上能左右社会资源的优化配置。研究作为外部治理机制的媒体对社会资源进行优化配置的微观机制,对丰富媒体治理理论,发挥媒体的舆论监督作用,引导社会资源优化配置,具有重要的理论意义和现实意义。

媒体作为一种重要的外部治理机制对企业及其公司治理水平的影响近年来得到了学者们的重视。学者们普遍认可媒体监督能有效促使相关公司修正其违规行为,有利于改善公司治理水平的观点。媒体监督可降低上市公司CEO的薪酬水平,显著提高CEO现金薪酬与其业绩的敏感性,降低代理成本(Johnson et al., 1997),还显著影响CEO的薪酬结构。^{[1][2]} Miller(2006)发现媒体能有效识别上市公司管理层的会计造假行为。^[3] Dyck et al. (2008)发现公司在媒体舆论压力下会改正违规行为。^[4] Joe et al. (2009)发现媒体曝光能促进被曝光公司采取积极的措施提高董事会的效率,维护股东的财富。^[5] 李培功和沈艺峰(2010)也得到相似的结论,并发现市场导向性媒体具有更加积极的公司治理作用。^[6] 对于媒体监督影响公司治理水平的具体途径,学者们认为有以下两个途径:第一,媒体监督通过影响经理人的声誉实现公司治理的改善。^[4] 在私有产权及经理人市场成熟的前提下,经理人未来的薪酬取决于现在及未来雇主对经理人的判断,为避免未来的货币损失,经理人有激励维持其良好的职场声誉。同时,为避免在人际交往中出现的尴尬,经理人也努力维护其社会声誉和公众形象。第二,媒体监督通过影响政府的声誉来间接影响被曝光企业。^[4] 在媒体曝光企业不当行为后,政府为维护其公众形象及其官员的政治生涯,往往倾向于对企业有所干预。李培功和沈艺峰(2010)也认为中国媒体公司的治理作用是通过行政治理机制实现。^[6]

迄今为止对媒体作用的研究几乎都局限于公司治理的范畴,都集中在媒体曝光对公司治理水平的影响。媒体对企业负面报道后,提高了市场对企业的关注程度,企业不良的声誉传递到金融市场,是否影响其未来

收稿日期:2015-06-28

基金项目:教育部人文社会科学研究青年基金项目“媒体监督、政府审计与国家经济安全研究”(13YJC790194)

作者简介:梁红玉(1982-),女,广东高州人,博士,讲师,主要研究方向为公司金融。

的融资能力和融资成本,导致企业可能遭受融资约束?企业最终控制权的差异是否导致媒体报道对企业融资约束的影响也存在差异?而所有的文献并未直接涉及媒体监督与融资约束之间的关系。检查媒体监督对企业融资能力的影响,是检查媒体监督是否发挥作用及其微观作用机制的一个重要的视角,也是表明企业的利益相关者是否有所作为的有力佐证。融资约束的检验也是公司财务研究中的一个重要的主题。

通过使用中国上市公司的大样本数据,本文深入研究媒体监督在消除信息不对称、影响社会资源配置上所扮演的角色。分析表明,随着媒体负面报道的增多,被曝光企业所遭受的融资约束越大,企业的所有权性质、所处行业及曝光内容对被曝光企业所遭受的融资约束产生不同的影响。这表明,媒体监督消除了信息不对称,从而改变企业利益相关者的行为,优化了金融资源配置。本文的贡献在于拓展了对媒体外部治理机制的理论认识,丰富媒体监督和融资约束相关理论,并为转型国家如何充分发挥媒体监督作用提供政策建议。

二、理论分析与研究假设

公司能否获得稳定的资金来源,及时足额筹集到所需要的资金,直接关系其经营和发展。上市公司主要通过生产经营活动谋求销售收入的内源融资与包括商业信用融资、股权融资和债务融资的外源融资这两个渠道来实现融资需求。媒体的负面报道损害企业及其产品的声誉,这将导致消费者、供应商和竞争对手等利益相关者采取不利于被曝光企业的行动,往往导致企业销售收入下降,损害企业的内源融资能力。媒体的负面报道损害了企业及其产品的形象及声誉,不良的声誉传递到金融市场,将严重影响公司未来的融资能力。由于媒体的曝光,供应商往往怀疑被曝光企业的还款能力,进而采取保护自身利益的谨慎性措施,如催收货款,停止提供商业信用、提高供货条件等,这导致企业进行商业信用融资的难度显著增大;媒体曝光损害被曝光企业的声誉,降低银行等金融机构的信任水平,容易遭受银行等金融机构缩小贷款规模、提高贷款利率甚至终止贷款和回收本金等,这导致企业遭受更高的融资成本,通过债务融资方式筹集资金的难度增大;媒体曝光也使证监会倾向于对企业的融资资格审核更严格谨慎,增大其进行股权融资的难度。可见,媒体的负面报道损害了企业的声誉,对企业获取外部金融资源产生不利的影响,这可能导致被曝光企业的融资能力下降和融资成本上升,遭受更强的融资约束。基于此,本文提出以下的假设:

假设1:相比于同类公司,媒体监督使被曝光公司遭受更强的融资约束。

在转轨经济中,随着企业投资规模增大,外部融资对企业发挥的作用也增强。外部融资的可获得性会显著地提高企业的再投资比例(Cull and Xu, 2005)。可见,外部融资对企业的发展非常重要。虽然国有企业和民营企业都是市场经济中最重要的组成部分,对国民经济的发展都做出了重要的贡献,但是由于身份不同,两者的经营领域显著不同,两者的盈利能力和风险承受能力也截然不同。国有企业的经营范围通常处于事关国计民生的公用事业、能源、环保、基础设施等基础产业和重要产品上,这些领域往往是收益高、风险小的垄断行业,在一般情况下不允许民营企业进入。而民营企业往往在满足群众日常生活,无关国计民生的服务性行业和小商品行业,这些领域市场竞争激烈,消费者品牌忠诚度不高,消费者转换成本低,往往受媒体负面报道的冲击更大,影响更快更深。相比之下,国有企业所处行业具有垄断性,经营稳定性高,现金流回收有保证,从而导致媒体的曝光对其盈利能力、融资能力和偿债能力影响有限。此外,在我国制度背景下,我国实行的是四大国有商业银行为主的资金高度集中的金融模式,受行政过分干预,国有商业银行与国有企业具有天生的政治纽带,使国有企业在我国获得融资的难度远低于民营企业。Wei and Wang(1997)发现中国国有银行倾向于向国有企业贷款。^[7]金融压抑和低效率的国有银行垄断造成银行业存在严重的信贷歧视,使民营企业融资存在制度性约束。^{[8][9]}Faccio et al. (2006)发现,相比于没有政治关联的企业,有政治关联的企业融资更多更容易,在遇到经济困难时更可能受到本国政府的援助。^[10]可见,在中国制度环境下,媒体监督可能对民营企业比对国有企业产生的融资约束更大。基于此,本文倾向于假设:

假设2:相对于国有企业,媒体监督对民营企业产生的融资约束更大。

三、研究设计

(一)研究模型及样本

融资约束被广泛认可的定义是内外部融资成本的差异,^[11]本文所指的融资约束是限制公司获取资金的摩擦成本,包括发行股票时的约束、借贷时的信贷约束、对银行的依赖程度及资金的流动性。^[12]

前期对融资约束假说的研究多以 Fazzari et al. (1988) 为基础, 利用投资 - 现金流模型来检验。但自从 Kaplan and Zingales (1997) 对该方法提出质疑后, 暴露出该方法存在着诸多缺陷。^[11] Almeida et al. (2004) 在前人研究的基础上, 从公司的现金持有行为入手提出了新的融资约束模型, 即使用现金 - 现金流敏感性来检验融资约束假说, 融资约束越大, 现金 - 现金流敏感度越大。^[13] 由于企业所受到的融资约束影响企业的现金持有政策, 采用现金 - 现金流敏感度来研究融资约束问题可回避以上的质疑, 是可行并有效的融资约束的检验方法。因此, 本文根据 Almeida et al. (2004) 的现金 - 现金流模型检验融资约束假说。^[13]

为验证上述假设, 本文同时使用 Almeida et al. (2004) 提出的关于融资约束的基本模型和扩展模型进行研究。^[13] 具体的回归模型如下:

$$\Delta cash_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 media_{it} + \alpha_3 CF_{it} * media_{it} + \alpha_4 tobin_{it} + \alpha_5 size_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\Delta cash_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 media_{it} + \alpha_3 CF_{it} * media_{it} + \alpha_4 tobin_{it} + \alpha_5 size_{it} + \alpha_6 exped_{it} + \alpha_7 \Delta NWC_{it} + \alpha_8 \Delta sd_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中: 因变量 $\Delta cash$ 表示现金及有价证券的变动, CF 为现金流量, 在 Almeida et al. (2004) 的模型中, CF 的系数 α_1 是现金 - 现金流的敏感度, 其值的高低代表融资约束的大小。^[13] $media$ 代表媒体监督, 是指媒体的负面报道, 包括媒体采用批评、质疑、负面评价甚至是中性化的语言向公众揭露企业存在的问题。本文借鉴 Fang and Peress (2009) 的做法, 使用每年的 1 月 1 日至 12 月 31 日媒体对企业的负面报道次数作为度量媒体监督的变量。^① 本文关注的关键变量是 CF 和 $media$ 的交叉乘积变量, 代表媒体监督对现金 - 现金流敏感度的增量影响。如果该交叉乘积变量的系数 α_3 显著为正, 说明媒体监督与被曝光企业的融资约束呈正相关关系。

本文参考 Almeida et al. (2004) 来选择控制变量。^[13] $tobin$ 代表企业的成长机会, 即公司市场价值与重置成本的比值。 $size$ 代表公司规模。 $exped$ 表示资本支出。 ΔNWC 为非现金净营运资本的变动额。 Δsd 代表短期负债的增加额。

本文选取深沪两市 2004 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日被媒体负面报道的公司作为样本, 并剔除了金融行业、负债率大于 100% 及年份不足的样本。由于 Almeida et al. (2004) 认为配股等行为将影响企业的融资和现金持有政策, 为避免此影响, 本文还剔除了在样本期间发生配股、增发的企业。^[13] 媒体数据来源于中国资讯行的中国商业报告库, 通过手工收集完成。有关财务数据来源于 CCER 数据库。本文对主要变量进行 Winsorized 缩尾处理, 以克服离群值的影响。

(二) 样本选择偏误及解决办法

资金自身的短缺性和我国融资渠道制约, 使我国公司普遍面临融资约束问题, 自身业绩较差的公司可能更容易受到融资约束, 这使得我们即使观察到被媒体曝光的上市公司的融资约束状况发生变化, 但却无法判断这种差异是否源于媒体监督, 即存在 Heckman (1979) 提出的“样本选择偏误” (sample - selection bias)。^[14] 因此, 本文采用 Rosenbaum and Rubin (1983) 提出的“倾向得分匹配法” (Propensity Score Matching, PSM) 来控制样本选择偏误。^[15] 根据是否被媒体监督, 本文把样本公司分为两类: 处理组 (即监督组) —— 被媒体负面报道的公司, 对照组 —— 未被媒体监督的公司。PSM 的基本思想是, 在评估某项政策的效果时, 在寻找与处理组尽可能相似的对照组的过程中, 将多个特征浓缩成一个指标 —— 倾向得分值 (Propensity score), 进行多元匹配, 从而使样本选择偏误得到有效降低。所谓的倾向得分是在给定样本特征 X 的情况下, 某个公司成为处理组的概率。由于倾向得分值往往是不可观测的, 本文采用 Logit 概率模型进行估计。Logit 模型为:

$$p(X_i) = \Pr(D_i = 1 | X_i) = \frac{\exp(\beta X_i)}{1 + \exp(\beta X_i)} \quad (3)$$

其中, D 为指标函数, 如果公司被媒体曝光, 则 $D = 1$, 否则 $D = 0$ 。 X_i 是一系列可能影响公司被媒体监督的公司特征变量^②, $\exp(\cdot) / [1 + \exp(\cdot)]$ 表示 logit 分布的累积分布函数。 β 为相应的参数。所得的概率值 $\hat{P}(X_i)$ 就是每家公司的倾向得分值。获得倾向得分值后, 本文使用最近邻匹配法 (Nearest Neighbor Matc-

① 应在考虑媒体的级别、出版的自由度和独立性、发行量或受众的数量 (如报刊的发行量、电视的收视率和网络的点击率) 等的基础上赋以权重分别考虑各类媒体监督作用的差异性。但赋权难免带有主观臆断, 缺乏说服力, 因此本文暂不考虑此情况。

② 本文同时使用 AUC 值和 Pseudo - R^2 两个指标筛选模型, 最终在 x 中使用负债率、资产收益率、行业、最终控制人类型、第 1 大股东持股比例、高管人员持股比例、资产结构这七个变量进行匹配, 受限于篇幅, 具体分析结果未能呈现, 可向我们索取。

hing)对监督组与对照组进行匹配。最近邻匹配法以前面所得到的倾向得分值为基础,前向或后向寻找与监督组的倾向得分值最为接近的控制组样本,将满足 $C(p_i) = \min |p_i - p_j|$ 的个体 j 选入对照组。 $C(p_i)$ 表示与监督组中的第 i 个观察值对应的匹配样本构成的集合,其倾向得分为 p_i 。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表1报告了全样本主要变量的描述性统计。媒体对上市公司的监督有较大差别,均值为0.572,最小值为0,最大值为33,可见,媒体报道往往具有集聚性,对被曝光公司形成很大的舆论压力,从而可能迫使其公司状况及行为的改变。公司之间现金流量的变动也存在着较大差异。

表1 样本基本统计量和计算方法 ($N=1369, T=9$)

变量	均值	标准差	最小值	最大值	计算方法
$\Delta cash$	-0.011	0.080	-0.642	0.940	Δ (现金及有价证券/总资产)
CF	0.053	0.082	-0.213	0.291	现金流量表中的经营活动产生的现金流量净额/总资产
$media$	0.533	1.201	0.000	33.000	媒体负面报道次数
$tobin$	1.549	0.795	0.789	6.054	公司市场价值/总资产
$size$	21.301	1.073	18.757	25.183	总资产的自然对数
$exped$	0.056	0.062	-0.065	0.277	资本支出/总资产(a)
ΔNWC	-0.024	0.122	-0.674	0.454	Δ (流动资产—流动负债—现金及现金等价物)/总资产
Δsd	0.013	0.094	-0.349	0.570	Δ (短期负债/总资产)

注:(a). 资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金—处置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。

(二)样本总体的平均曝光效果

表2为采用最近邻匹配法得到样本总体的平均曝光效果(ATT)。表2表明无论匹配前还是匹配后, $\Delta cash$ 、 $exped$ 和 ΔNWC 均在1%水平上显著,表示媒体监督对上市公司的现金、资本支出及非营运资本产生重要的影响。在匹配前,曝光组和对照组的平均 CF 值分别是0.053和0.059,在1%的水平上显著,这表明,相对于所有上市公司的平均水平而言,被媒体曝光的公司本身面临较低的融资约束。但是,完成匹配后,曝光组和对照组的平均 CF 值分别是0.053和0.052,曝光组的融资约束较高,两者的差异刚好达到10%的显著水平,因此,就全样本而言,媒体监督改变了上市公司的融资约束状况。同样, $tobin$ 、 $size$ 和 Δsd 在匹配前和匹配后,ATT的显著性水平也发生较大的改变。

表2 样本总体的平均曝光效果(最近邻匹配)

变量	样本	曝光组	对照组	ATT	标准误	t值
$\Delta cash$	匹配前	-0.005	-0.017	0.012	0.003	6.87***
	匹配后	-0.005	-0.013	0.008	0.002	3.94***
CF	匹配前	0.053	0.059	-0.007	-0.002	-3.28***
	匹配后	0.053	0.052	-0.001	0.002	-1.66*
$tobin$	匹配前	1.552	1.619	-0.067	0.024	-2.75**
	匹配后	1.552	1.534	0.017	0.026	0.65
$size$	匹配前	21.378	21.327	0.051	0.023	2.14**
	匹配后	21.378	21.387	-0.008	0.029	-0.30
$exped$	匹配前	0.047	0.060	-0.012	0.002	-8.04***
	匹配后	0.047	0.053	-0.006	0.002	-3.48***
ΔNWC	匹配前	-0.018	-0.027	-0.009	0.003	3.30***
	匹配后	-0.018	-0.029	0.011	0.003	3.61***
Δsd	匹配前	0.013	0.013	0.000	0.002	0.16
	匹配后	0.013	0.018	-0.005	0.002	-2.04**

(三) 回归结果分析

1. 全样本的媒体监督效果分析。表 3 是媒体监督对上市公司融资约束的影响效果,估计结果见表 3。使用 hausman 检验所得的 P 值为 0.0000,因此,拒绝原假设,采用固定效应模型 (FE) 而非随机效应模型 (RE) 估计模型(1)和(2)。从表 3 可知,无论是基准模型还是扩展模型,CF 的系数在 1% 的水平显著为正,说明我国的上市公司普遍存在融资约束。交叉乘积变量 $CF * media$ 的系数显著为正,表明媒体曝光损害了相关公司的形象及声誉,从而显著地提高融资约束,降低其融资能力,提高其融资成本。可知,媒体是通过声誉机制发挥其监督作用,从而促进金融资源优化配置,假设 1a 成立。国内外部分学者认为提高信息披露水平能降低企业的信息不对称,从而降低企业的外部融资成本 (Welker, 1995; Botosan, 1997), 分析师等市场信息中介的参与提高了市场对企业的关注程度,缓解了信息不对称状况,从而减轻了公司所面临的融资约束。^{[16][17][18]}而媒体作为其中一名市场信息中介,掌握着丰富的信息资源,引导社会舆论,同样起到提高了社会对被报道企业的关注程度,缓解信息不对称的作用,但却使被曝光企业遭受融资约束更强。可见,市场信息中介所传递的信息性质如何是决定对企业融资约束影响状况的关键因素。

控制变量 *size* 的系数在 1% 的水平下显著为负,表明企业的规模小,更容易遭受更强的融资约束,这是由于小规模的企业多为民营或高科技企业,其无形资产比重通常较高导致贷款抵押价值较低,并且小规模公司在我国制度背景下往往容易受到银行的信贷歧视。*exped* 的系数显著为负,表明企业增加资本支出时将减少所持有的现金,这与现实判断吻合。Almeida et al. (2004) 认为当非现金营运资本和短期负债被作为现金替代物用于支付时, ΔNWC 与 $\Delta shortdebt$ 的系数就为负;当企业将非现金营运资本和短期负债作为现金持有时, ΔNWC 与 $\Delta shortdebt$ 的系数应当为正。^[13] 本文的 ΔNWC 与 $\Delta shortdebt$ 的系数都显著为正,表明企业将非现金营运资本和短期负债作为现金持有,而不是用于现金支付。

表 3 总样本的媒体监督效果

	基准模型(1)		扩展模型(2)	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>CF</i>	0.354	27.36***	0.400	33.17***
<i>media</i>	0.000	0.17	-0.001	-1.09
$CF * media$	0.028	3.92***	0.026	3.87***
<i>tobin</i>	0.000	0.04	0.002	1.87*
<i>size</i>	-0.012	-4.13***	-0.009	-3.33***
<i>exped</i>			-0.262	-15.36***
ΔNWC			0.345	31.26***
Δsd			0.294	21.19***
常数项	0.259	3.96***	0.193	3.21***
年度效应	控制		控制	
<i>obs</i>	4889		4450	
<i>groups</i>	715		712	

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$ 。(下同)

2. 企业控制权类型对媒体监督效果的影响分析。本文根据企业的最终控制人类型,将全部样本划分为国有控股企业与民营控股企业,度量媒体监督对这两类企业的影响差异,结果如表 4 所示。从 *CF* 的系数可知,无论是基准模型还是扩展模型,民营控股企业都比国有控股企业遭受更大的融资约束。*CF* 与 *media* 的交叉乘积变量的系数都显著,表明媒体监督可以产生融资约束作用,但相比于国有控股企业,媒体监督对民营控股企业的融资约束效应更大。可见,在同样遭受媒体负面报道的情况下,由于国有控股企业的“国有”身份,政府出于“父爱主义”的本能伸出援手帮助国有企业解决资金困难。拥有良好的政治关系,有助于企业缓解融资压力。也从侧面反映民营企业具有参与政治、改善政企关系的动机 (罗党论, 2007)。可见,假设 2 成立。

表4 公司最终控制权对媒体监督效果的影响

	国 营 控 股				民 营 控 股			
	基准模型(1)		扩展模型(2)		基准模型(1)		扩展模型(2)	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
<i>CF</i>	0.337	23.49***	0.380	27.38***	0.382	11.31***	0.440	14.04***
<i>media</i>	-0.000	-0.08	-0.001	-1.26	-0.000	-0.10	-0.002	-1.05
<i>CF * media</i>	0.030	4.04***	0.025	3.61***	0.048	2.11**	0.033	1.73*
<i>tobin</i>	0.004	2.43**	0.004	2.62***	-0.003	-1.57	0.001	0.49
<i>size</i>	-0.017	-4.99***	-0.012	-3.87***	0.003	0.27	0.008	1.03
<i>exped</i>			-0.288	-14.50***			-0.151	-3.57***
ΔNWC			0.330	23.69***			0.392	17.19***
Δsd			0.300	17.99***			0.302	9.73***
常数项	0.358	4.74***	0.261	3.79***	-0.058	-0.29	-0.191	-1.10
年度效应	控制		控制		控制		控制	
<i>obs</i>	3475		3201		1208		1065	
<i>groups</i>	581		576		258		256	

3. 公司所处行业及曝光内容对媒体监督效果的影响差异分析。上述的结果表明,媒体监督通过声誉机制显著加强被曝光公司的融资约束。那么,公司所处行业及媒体报道内容不同是否对媒体监督效果产生不一致的影响?在表5中,本文对这些问题进行尝试性的回答。在表5的第1列,本文考察公司所处行业对媒体监督效果的影响。无论消费品行业还是其他行业, CF 的系数都在1%的水平下显著,可见,企业普遍都遭受融资约束,并不因其所在行业的不同而有所差异。有趣的是, $CF * media$ 系数都显著为正,并且比起其他行业,消费品行业所遭受的融资约束更低,表明,媒体对其他行业的监督作用更强,原因为何呢?其可能的原因是媒体曝光的绝大部分问题属于资金占用与担保、上市公司与集团公司冲突之类的公司治理问题,其比例为60.66%;而消费品行业多为民营企业,规模较小,发生类似治理问题的可能性较少。

在表5中的第2列,本文考察曝光内容对媒体监督效果的影响。由于本文主要使用年度数据进行研究,一年中媒体可能对同一企业进行多次报道。本文以一年中首次对企业报道为依据对媒体所传递的信息内容进行划分,将曝光内容分为产品质量问题和公司治理问题两类。表4中第2列的 $CF * media$ 系数都显著为正,并且产品质量问题的系数比相应的公司治理问题的系数都大。可见,相比于公司治理问题的曝光,媒体对企业产品质量问题的曝光极大地损害了被曝光公司的形象、声誉及可信度,从根本上动摇相关企业的盈利能力,使其经营活动现金流大量缩水,进而削弱其偿债能力,从而降低其融资能力并提高了融资成本,也就是遭受更强的融资约束。

表5 公司所处行业及曝光内容对媒体监督效果的影响

	消费品行业		其他行业		公司治理问题		产品质量问题	
	基准 模型(1)	扩展 模型(2)	基准 模型(1)	扩展 模型(2)	基准 模型(1)	扩展 模型(2)	基准 模型(1)	扩展 模型(2)
<i>CF</i>	0.363 (11.75)***	0.364 (12.76)***	0.345 (23.28)***	0.398 (28.64)***	0.331 (23.15)***	0.380 (27.80)***	-0.093 (-8.95)***	0.375 (14.59)***
<i>media</i>	-0.001 (-0.26)	-0.002 (-1.46)	-0.000 (-0.04)	-0.001 (-0.70)	-0.002 (-0.64)	-0.002 (-0.73)	-0.004 (-2.68)***	0.000 (0.14)
<i>CF * media</i>	0.027 (2.56)**	0.033 (3.48)***	0.042 (4.45)***	0.041 (4.18)***	0.063 (2.33)**	0.056 (2.43)**	0.092 (10.45)***	0.015 (1.71)*
<i>tobin</i>	0.002 (0.77)	-0.000 (-0.12)	-0.000 (-0.28)	0.003 (2.44)**	0.005 (3.17)***	0.005 (3.53)***	-0.002 (-1.42)	-0.003 (-2.25)**
<i>size</i>	0.004 (0.62)	0.003 (0.55)	-0.017 (-4.92)***	-0.014 (-4.25)***	-0.005 (-1.32)	-0.005 (-1.37)	-0.010 (-4.88)***	-0.006 (-3.38)***

	消费品行业		其他行业		公司治理问题		产品质量问题	
<i>exped</i>	-0.273 (-6.23)***		-0.275 (-13.81)***		-0.285 (-14.35)***		-0.275 (-18.49)***	
ΔNWC	0.351 (15.45)***		0.352 (26.78)***		0.342 (24.42)***		0.314 (18.32)***	
Δsd	0.285 (9.84)***		0.299 (18.41)***		0.308 (17.98)***		0.255 (11.26)***	
常数项	-0.100 (-0.69)	-0.068 (-0.52)	0.358 (4.76)***	0.285 (4.12)***	0.091 (1.08)	0.096 (1.22)	0.234 (5.13)***	0.135 (3.42)***
年度效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>obs</i>	1454	1335	3435	3112	3592	3261	1490	1356
<i>groups</i>	205	203	510	509	708	705	650	633

五、结论

本文根据 Almeida et al. (2004) 的基本模型和扩展模型,在控制样本选择偏误的基础上,同时采用固定效应模型研究媒体监督对上市公司融资约束的影响。本文的实证结果表明,媒体监督能显著地增强被曝光公司的融资约束,其关键原因是媒体曝光向市场传递的是负面信息,从而通过声誉机制影响上市公司的融资能力及融资成本。同时,也从侧面反映信息不对称理论作用条件及效果直接与信息内容的性质有关。在区分企业的所有权性质后,本文发现相比于国有控股公司,媒体监督对民营控股公司产生更强的融资约束作用。国有控股公司与国有金融资本之间的金融沟通依赖于国家自上而下建立的纵向信用联系,具有天然的优越性,使国有控股公司获得更多的融资机会,从而使媒体监督的约束作用得到一定程度的抑制。身份劣势及政策性歧视导致民营公司具有强烈的动机去寻求通过与政府搞好关系等途径进行自我保护。在区分了公司所处行业及媒体报道内容类别之后,本文还发现媒体对消费品以外的其他行业及对企业产品质量问题的曝光对企业产生的融资约束更强。本文的结论为媒体监督作用的发挥、企业融资政策的研究及金融市场环境的完善提供进一步证据。

与国内外学者从公司治理角度考察媒体监督作用效果的研究不同,本文首次从融资约束的角度实证考察了媒体报道的效果,反映了媒体作为外部治理机制,具有优化金融资源配置的职能,丰富了媒体作用机制和融资理论等相关文献。同时,已有研究主要是仅以被媒体曝光的企业作为研究样本,本文采用 PSM 方法控制样本选择偏误,从而为本文的结论提供可靠的计量依据。并且,本文的结论为利益相关者并非无所作为提供佐证,体现了新闻媒体这支“第二有形之手”对市场这只“无形之手”作用的补充。

参考文献:

- [1] Johnson, S., J. McMillan, C. Woodruff, Property Rights and Finance[J]. American Economic Review, 2002, 92 (5): 1335 - 1356.
- [2] Kuhnen, C., A. Niessen. Is executive compensation shaped by public attitudes[C]. Unpublished working paper, Northwestern University, 2009.
- [3] Miller, G. S.. The press as a watchdog for accounting fraud[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44 (5): 1001 - 1033.
- [4] Dyck, A., N. Volchkova, L. Zingales. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia[J]. The Journal of Finance 2008, 63 (3): 1093 - 1135.
- [5] Joe, J. R., H. Louis, D. Robinson. Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44 (03): 579 - 605.
- [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(4): 14 - 27.
- [7] Wei, S. J., T. Wang. The siamese twins: Do state - owned banks favor state - owned enterprises in China? [J].

China Economic Review, 1997, 8 (1): 19 – 29.

- [8] 林毅夫, 李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究, 2001(1): 10 – 18.
- [9] 卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学, 2004(1): 42 – 55.
- [10] Faccio, M., R. W. Masulis, J. McConnell. Political connections and corporate bailouts[J]. The Journal of Finance, 2006, 61 (6): 2597 – 2635.
- [11] Kaplan, S. N., L. Zingales. Do investment – cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1997, 112 (1): 169 – 215.
- [12] Lamont Owen, Polk Christopher, Requejo Jesus Saa. Finanail Constraints and Stock Returns[J]. The Review of Financial Studies, 2001, 14(2): 529 – 554.
- [13] Almeida, H., M. Campello, M. S. Weisbach. The cash flow sensitivity of cash[J]. The Journal of Finance, 2004, 59 (4): 1777 – 1804.
- [14] Heckman J J. Sample selection bias as a specification error[J]. Econometrica, 1979, 47(1): 153 – 161.
- [15] Rosenbaum, P. R., Rubin, D. B. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects[J]. Biometrika, 1983, 70(1).
- [16] 张纯, 吕伟. 信息披露、市场关注与融资约束[J]. 会计研究, 2007(11): 32 – 38.
- [17] Botosan, C. A.. Disclosure level and the cost of equity capital[J]. The Accounting Review, 1997, 72 (3): 323 – 349.
- [18] Bushman, R. M., J. D. Piotroski, A. J. Smith. What determines corporate transparency? [J]. Journal of Accounting Research, 2004, 42 (2): 207 – 252.

Effects of Financing Constraints of Media Supervision

LIANG Hongyu

(School of Finance, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou, Guangdong 510320, China)

Abstract: Taking China's listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2004 to 2012 as research samples, on the basis of the control sample selection bias, this paper found that the media supervision significantly enhanced the financing constraints of the related companies through the reputation mechanism. After distinguishing the nature of the ownership of the company, we found that compared with the state – owned holding company, the financing constraints effects of media supervision to private holding company is stronger. It also has stronger financing constraints if the media expose other industries and the problems with product quality. For the first time, this paper made an empirical research of the media effects from the perspective of financing constraints, it reflected that, as an external governance mechanism, the media has the function of the optimize financial resource allocation, and it enriched the related literature of the media mechanism and the financing theory.

Key words: media supervision; financial constraints; reputation mechanism; propensity score matching

(责任编辑: 黎 芳)