

媒体曝光度、信息披露环境与 权益资本成本

卢文彬 官 峰 张佩佩 邓玉洁

(上海国家会计学院 201702 上海立信会计学院 201620 上海财经大学 200433 上海浦东发展银行 200002)

【摘要】 媒体发挥着公司治理和信息传播的双重作用,这有助于减少投资者与公司间的信息不对称,而信息不对称程度的降低会减少公司的融资成本。本文选取2007年之前上市A股公司为样本,实证检验了媒体曝光度对权益资本成本的影响。研究发现媒体报道有助于降低公司权益资本成本。研究还进一步发现在市场化程度越低的地区,媒体报道对权益资本成本的影响力越强;在非国有企业中,机构投资者持股比例越高,媒体报道对权益资本成本的影响力越强。

【关键词】 媒体曝光度 市场化程度 机构持股 权益资本成本

一、引言

媒体对经济活动产生了越来越重要的影响。首先,媒体向资本市场传递各种相关信息,有效缓解资本市场上投资者与融资者之间的信息不对称(Dyck and Zingales, 2002; Miller, 2006; Fang and Peress, 2009)。其次,媒体的舆论影响力对公司管理层形成了有效的监督和约束。许多会计丑闻(如安然、世通)都是由媒体最先揭发。在学术界,媒体也被视作公司治理的重要机制(Dyck et al., 2006)。资本成本一直以来都是公司财务理论和实务界关注的热点,它是投资者承担风险所要求的补偿,而风险主要源于对交易前融资方情况和交易后融资方行为的不确定。Jensen and Meckling (1976)认为增加信息披露可降低信息不对称,约束融资方行为的公司治理机制可有效地降低投资者面临的信息不对称,从而降低资本成本。如果媒体具有传递信息和公司治理的功能,那么媒体是否影响到资本成本?是通过什么途径影响资本成本?以及媒体对资本成本的影响途径是否受其所处环境的影响?对此,国内的研究较少,如罗进辉(2012)直接检验了媒体对资本成本的影响,但是媒体对资本成本的影响途径尚鲜有文献涉及。

产权经济学认为,交易方式内生于制度背景约束,是交易成本最小化的结果。在投融资双方资本交易过程中,投资者使用媒体来降低交易成本的动机和能力受其所处制度背景的约束,因而媒体对资本成本的影响途径亦受到制度背景的影响。据此,本文分析认为,我国地区间的市场化程度差异明显,在不够完善的市场环境中信息不对称更为严重,因此媒体降低信息不对称的作用更加突出,对资本成本的影响更加明显。另外,由于媒体与政府的关系以及国有企业所有者的缺失,相对于国有企业,民营企业的

投资者更有动机和能力利用媒体舆论力量约束管理层行为,且这种动机和能力随着投资者持股比例增加而增强,因此,民营企业中机构投资者的存在会进一步增强媒体对管理层的约束进而降低资本成本(Dyck et al., 2006)。

本文选取2007年之前上市的A股公司为研究样本,实证检验了媒体曝光度对权益资本成本的影响,并进一步引入上市公司所在地市场化指数和上市公司机构持股比例两个变量,考察媒体发挥作用的影响因素,探究媒体影响权益资本成本的路径。研究发现媒体对企业的报道有助于降低权益资本成本,同时媒体报道对权益资本成本降低的程度受到企业所在地市场化程度的影响;此外,在非国有企业中,机构投资者持股比例显著影响媒体报道对企业权益资本成本的作用。

本文在三个方面对已有文献有所拓展。首先,罗进辉(2012)的研究中使用“百度新闻搜索引擎”这一网络媒体来计量公司媒体曝光度,与此不同,本文选择《中国证券报》等八大纸质媒体作为公司媒体曝光度的计量基础。相对于网络媒体,纸质媒体具有更高的公信力(徐莉萍和辛宇,2011)。另外,多数网络媒体没有新闻采编权,其报道的信息多为纸质媒体新闻报道的转载,且存在同一新闻事件被多个不同网站重复报道的情况,本文选择纸质媒体避免了这种情况的影响。因此本文的研究结论更加可靠。其次,本文进一步检验了公司所处市场环境、股权结构以及产权性质对媒体和权益资本成本关系的影响,为进一步了解媒体对公司权益资本成本的作用机制及差异原因提供了基本经验证据。本文分为六个部分:第一部分为引言;第二部分是理论分析、文献回顾与研究假说;第三部分是样本选择和研究设计;第四部分是实证检验与分析;第五

部分是稳健性检验；最后总结全文。

二、文献回顾、理论分析与研究假说

Diamond and Verrecchia (1991) 从流动性角度分析了公司信息环境与权益资本成本的关系：公司披露内部信息能提高信息透明度，增强潜在投资者持有公司股票的信心，并提高公司股票流动性。随着流动性的提高，投资者转让权实现的成本降低，其索要的转让风险补偿也降低，最终有利于降低权益资本成本。另外，公司信息披露可减少投资者与公司间的信息不对称，有利于投资者判断公司未来经营情况，降低其承受的不确定性，从而降低权益资本成本。Jensen and Meckling (1976) 指出，公司经理人存在道德风险倾向，投资者则通过索取更高的收益补偿来弥补其承受的更大风险，这导致公司权益资本成本的提高，而公司可通过改善治理结构来约束经理人道德风险行为，降低权益资本成本。在实证证据方面，Diamond and Verrecchia (1991) 发现提高公司信息披露水平和透明度能显著降低权益资本成本。汪炜和蒋高峰 (2004)、曾颖和陆正飞 (2006) 在对我国上市公司的研究中也发现公司信息质量和披露水平对权益资本成本有显著影响。另外，Chen et al. (2003) 的研究发现更低的权益资本成本得益于较高的公司治理水平；而国家层面上法律对私有产权的保护和公司层面上的治理水平都对权益资本成本的降低起到了重要作用。Himmelberg et al. (2002) 的研究也发现资本成本受到公司治理结构的影响。总的说来，公司治理水平的提高和信息环境的改善有助于降低权益资本成本。

现有研究发现媒体具有公司治理和信息传播的双重作用。首先，Dyck and Zingales (2002) 指出在正式法律之外媒体扮演着重要的治理角色。具体而言，媒体通过以下三个途径来影响经理人的声誉进而约束监督经理人行为。其一，引发政治关注 (李培功和沈艺峰, 2010)；其二，影响公司管理层潜在收入 (Fama and Jensen, 1983)；其三，影响管理层社会交际声誉。Dyck et al. (2008) 和 Gillan (2006) 等研究也发现媒体关注能够有效降低公司管理层道德风险。其次，媒体作为重要的信息传播载体能缓解投资者与融资方之间的信息不对称。Dyck and Zingales (2002、Miller (2006) 发现，投资者在构造投资组合时会参考媒体报道的内容，媒体能够减少信息的搜寻成本和加工成本。Fang and Peress (2009) 研究表明，与媒体报道更多的股票相比，未被媒体报道或报道较少的股票信息透明度更低，投资者面临更强的信息不对称，从而要求更高的风险溢价作为补偿。综上所述，我们不难发现公司治理水平的提高和信息环境的改善能够降低权益资本成本，而媒体具有监督经理人行为和传递公司信息的作用。因而，我们提出第一个假说：

假说 1：在其他条件不变的情况下，公司的媒体曝光度越高，其权益资本成本越低。

任何经济活动都离不开其经济环境的影响，媒体对权益资本成本的作用机制也必受到公司所处环境的影响。如

前所述，媒体影响权益资本成本主要有两条路径，一是作为外部监督的工具；二是作为信息传播的工具。首先，Gillan (2006) 指出，媒体是重要的公司外部监督治理机制，是正式法律制度重要的替代和补充，起到了保护投资者利益的作用。研究表明，无论是在发达国家还是发展中国家的资本市场上，媒体监督都是替代司法保护的一项重要制度安排。而媒体的监督作用在正式法律制度效率较低的环境中更为重要。据此，本文预期媒体曝光对公司权益资本成本的影响在市场化程度低的地区更加显著。其次，媒体降低信息不对称性的作用受到公司自身信息环境影响。当公司已向市场披露了大量相关信息，那么媒体所发挥的信息传递效用被减弱了。然而，董峰和韩立岩 (2006) 发现中国上市公司的自愿信息披露意愿较低。原因有三个：一是自愿披露会增加公司的诉讼风险；其次，披露过多的经营信息可能造成“商业机密”外泄；最后，企业自愿披露可能是非对称的，公司更愿披露利好信息，隐瞒坏消息。自愿信息披露难以取得投资者的信任，这样企业也就失去了自愿披露的动机。相对而言，市场化程度较低的地区存在更多政府管制、更多关系型交易和更少的信息渠道，公司自身的信息环境更差，从而媒体曝光对于缓解投资者和公司之间的信息不对称更为重要。基于上述分析，本文认为媒体传递信息缓解信息不对称的效应和发挥公司治理作用受到公司所处环境影响。由此提出本文第二个假说：

假说 2a：在其他条件不变的情况下，公司媒体曝光度越高，其权益资本成本越低，并且在市场化程度低的地区更加显著。

机构投资者已成为我国资本市场中的重要力量，相较于一般投资者，它更有动机和能力监督约束经理人的道德风险。一方面，在市场竞争压力下，机构投资者更加重视投资收益和自身权益维护，而加强对公司的监督治理是维护其权益的直接途径。媒体曝光通过引起监管介入和社会公众关注对公司管理层行为产生影响 (Dyck and Zingales, 2002)，因此机构投资者更倾向于使用媒体来监督约束公司管理层 (Dyck et al., 2006)；另一方面，Dyck and Zingales (2002) 和 Miller (2006) 发现，构造投资组合时机构投资者会参考媒体报道的内容，而且相对而言，其解读分析该类信息的能力更强。因此本文分析认为机构投资者的存在使得媒体的监督治理作用更加突出。然而，薄仙慧和吴联生 (2009) 研究发现机构投资者对于公司治理的影响在国有企业中并不明显。究其原因，国有企业承担了更多的政府和社会责任。同时，由于中国政府在经济资源配置中的影响力，相对于国有股权，机构投资者的话语权较小。此外，我国媒体多由政府控制，媒体对国有企业报道的自由度降低，其对企业监督治理的作用发挥也就受到限制。因此，综上所述，本文认为媒体的监督治理作用随着机构投资者持股比例的上升而增强，而这种关系主要体现在民营企业中。因此，提出本文第三个假说：

假说 2b：在其他条件不变的情况下，公司媒体曝光度

越高, 其权益资本成本越低, 并且在民营企业中这一关系随着公司机构投资者持股比例的上升而增强。

三、样本选择和研究设计

(一) 研究样本

本文以 2006 年 12 月 31 日之前在 A 股上市的公司作为研究样本, 选取其在 2007 - 2012 年间的数据进行研究。由于 2007 年实施的新会计准则较以往有较大幅度的变化, 而本文在权益成本计算以及控制变量中使用了大量会计数据, 为避免准则变化对结果的影响, 本文将 2007 年作为研究样本的时间起点。考虑到媒体通常对新上市公司关注较多, 样本排除了 2007 年 1 月 1 日之后上市的公司。此外还剔除了 ST 公司、金融类企业以及数据不全的公司, 最后得到 1068 家上市公司为研究样本。公司基本资料、股票和财务数据等来自于国泰安 CSMAR 数据库和 WIND 金融数据库。媒体报道则参考李培功和沈艺峰 (2010)、徐莉萍和辛宇 (2011) 的方法, 选择知网的《中国重要报纸全文数据库》作上市公司关键词搜索, 筛选 2007 - 2012 年各年度媒体对上市公司报道的数量。“媒体”特指《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》和《上海证券报》以及《中国经营报》、《经济观察报》、《21 世纪经济报道》和《第一财经日报》共八大报纸。选择纸媒而非网络媒体是因为网络媒体的公信力远不及纸媒, 且网络媒体报道基本为纸媒报道的转载 (徐莉萍和辛宇, 2011)。选择上述八大报纸是因为其中的四大证券报是上市公司进行信息披露的指定报纸, 而《中国经营报》、《经济观察报》、《21 世纪经济报道》和《第一财经日报》则经常通过原创的深度报道率先曝光上市公司的违规行为, 八大报纸在市场影响力和受众覆盖方面远远领先于其他财经类报纸。因此, 衡量上市公司的媒体曝光度, 上述八大报纸最具代表性。

(二) 变量定义

1. 权益资本成本。学界关于权益资本成本的估计方法经历了从“已实现回报率”到“CAPM 模型”再到“内涵报酬率”估计的三个发展阶段。目前, Gebhardt et al. (2003) 的收益折现模型 (GLS 模型) 得到广泛应用, 本文亦采用该模型计算公司权益资本成本, 模型如下:

$$P_t = B_t + \frac{FROE_{t+1} - R_e}{(1 + R_e)} \times B_t + \frac{FROE_{t+2} - R_e}{(1 + R_e)^2} \times B_{t+1} + TV$$

$$TV = \sum_{i=3}^{T-1} \frac{FROE_{t+i} - R_e}{(1 + R_e)^i} \times B_{t+i-1} + \frac{FROE_{t+T} - R_e}{(1 + R_e)^T} \times B_{t+T-1}$$

其中: $FROE_{t+i}$ = 公司第 $t+i$ 期净资产收益率的预测值。因我国缺少权威预测机构发布公司盈利预测, 故沿用陆正飞和叶康涛 (2004) 的方法, 对于公司 ROE 有实际值的年份, 选取实际值; 没有实际值的年份, 则采取以实际值向行业平均 ROE 进行直线回归的方式计量预测期内各年 ROE 值, 从 $t+T$ 期开始, 公司的预测 ROE 保持在行业 ROE 水平上。

B_{t+i} = 公司第 $t+i$ 期末的净资产账面价值, 可以通过如下公式计算:

$$B_{t+i} = B_{t+i-1} + B_{t+i-1} \times FROE_{t+i} \times (1 - k)$$

k = 股利支付率, 考虑到我国股利支付政策的不稳定性, 采用目标期前六年的股利支付率平均值作为 k 的取值。

2. 主要解释变量。本文以 (1 + 媒体报道数) 的自然对数为媒体曝光指数, 来衡量媒体对上市公司的关注和曝光程度。市场化程度采用樊纲编制的最新版《中国市场化指数》来衡量上市公司所在地的市场化程度。如果当地市场化程度大于 2007 - 2012 年全国平均市场化指数, 则认为该地为发达地区, 取值 1; 反之, 则认为该地为欠发达地区, 取值 0。

3. 控制变量。除媒体曝光外, 其他因素也可能影响权益成本。我们参考张然等 (2012) 的研究, 将以下变量加入模型控制其对权益成本的影响: 公司系统性风险; 公司财务风险, 已有研究指出过高的负债会增大财务风险, 从而提高权益资本成本。本文采用财务杠杆系数 (普通股每股利润变动率/息税前利润变动率 [$DFL = (\Delta EPS/ EPS) / (\Delta EBIT/ EBIT)$]) 衡量公司财务风险; 研究表明, 股票流动性越好, 投资者预期收益越低, 因此公司的权益成本也越低。本文使用每年日平均换手率衡量公司股票流动性; 资产周转率反映企业经营效率, 其值越高, 投资者面临的风险越小, 要求回报率也就越低。据此, 本文使用总资产周转率控制其影响; 另外, 本文使用账面市值比、总资产自然对数以及净资产回报率 (ROE), 来分别控制公司股价水平、公司规模和盈利能力。

表 1 变量定义

变量名称	定义	预期符号
CSTCAP	GLS 模型估计的权益资本成本	
MEDIA	\ln (媒体报道数量 + 1)	-
INSTITUTION	机构投资者持股占公司全部 A 股的比例	
MKTINDEX	公司是否为发达地区, 是为 1, 否为 0	
BETA	公司股票收益率与市场收益率的相关度, 衡量公司系统性风险	+
LEV	公司财务杠杆系数, 衡量公司财务风险	+
LIQ	公司股票 2010 - 2012 年每年的日平均换手率	-
TNOVR	公司总资产周转率	-
B_M	公司净资产账面价值与公司市价的比值	+
SIZE	\ln (公司总资产规模)	-
ROE	公司净资产收益率	-

4. 检验模型

针对假说 1, 我们构建如下理论模型:

$$CSTCAP = \beta_0 + \beta_1 MEDIA + \beta_2 BETA + \beta_3 LEV + \beta_4 LIQ + \beta_5$$

$$TNOVR + \beta_6 B_M + \beta_7 SIZE + \beta_8 ROE + \sum \beta_k YR_k + \sum \beta_j IND_j + \varepsilon$$

其中, MEDIA 是主要测试变量, 该变量的系数 β_1 表示媒体曝光对权益资本成本的影响, 根据上文分析, 预测为负。

针对假说 2a, 我们构建如下理论模型:

$$CSTCAP = \beta_0 + \beta_1 MEDIA + \beta_2 MEDIA * MKTINDEX + \beta_3 MKTINDEX + \beta_4 BETA + \beta_5 LEV + \beta_6 LIQ + \beta_7 B_M + \beta_8 TNOVR + \beta_9 SIZE + \beta_{10} ROE + \sum \beta_k YR_k + \sum \beta_j IND_j + \varepsilon$$

其中, 系数 $\beta_1 + \beta_2$ 表示在市场化程度高的地区媒体曝光对权益资本成本的影响, 由于市场化程度高时, MKTINDEX 取 1, 否则取 0, 因此我们预期 β_2 为正。

针对假说 2b, 我们构建如下理论模型:

$$CSTCAP = \beta_0 + \beta_1 MEDIA + \beta_2 MEDIA * INSTITUTION + \beta_3 INSTITUTION + \beta_4 BETA + \beta_5 LEV + \beta_6 LIQ + \beta_7 B_M + \beta_8 TNOVR + \beta_9 SIZE + \beta_{10} ROE + \sum \beta_k YR_k + \sum \beta_j IND_j + \varepsilon$$

其中, 系数 $\beta_1 + \beta_2$ 表示随着公司机构投资者持股比例上升媒体曝光对权益资本成本的影响, 根据上文分析, 该模型将区分企业性质在国有企业和民营企业中分别应用, 预期在民营企业中系数 β_2 显著为负, 而在国有企业中未必能得到显著的结果。

四、实证检验与分析

(一) 描述性统计

表 2 为变量的描述性统计。2007 年至 2012 年间, A 股公司平均权益资本成本为 6.84%, 标准差为 4.01%, 25% 分位点、75% 分位点分别是 3.51%、9.84%, 表明上市公司的权益资本成本存在明显的差异。媒体曝光度平均数为 1.6888, 标准差为 1.0255。机构投资者持股比例差异较大, 平均持股比例为 36.76%, 25% 分位点、75% 分位点分别是 17.34%、54.38%。

表 2 各变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	25%分位点	中位数	75%分位点
CSTCAP	5531	0.0684	0.0401	0.0351	0.0659	0.0984
MEDIA	5516	1.6888	1.0255	1.0986	1.6094	2.3026
INSTITUTION	5531	36.7617	22.9416	17.3379	35.7730	54.3796
MKTINDEX	5531	0.5158	0.4997	0	1	1
BETA	5531	1.0631	0.3873	0.8105	1.0571	1.2980
LEV	5531	1.5983	1.4190	1.0654	1.2242	1.6224
LIQ	5531	2.6728	1.6822	1.3333	2.3271	3.6945
TNOVR	5531	0.7359	0.5239	0.3675	0.6187	0.9438
B_M	5531	0.6720	0.2626	0.4655	0.6620	0.8717
SIZE	5531	22.4449	1.0260	21.7165	22.3214	23.0328
ROE	5531	5.3362	11.6341	0.9738	5.2800	10.9000

(二) 媒体曝光与权益资本成本

表 3 为对样本进行上下 1% 的 Winsorize 并控制了公司固定效应的回归结果。从表中可以看出, 在控制了贝塔值、财务杠杆率、账面市值比、换手率、资产周转率以及公司规模等变量后, 媒体曝光指数与公司权益资本成本在 1% 显著水平上负相关。说明媒体曝光确实有利于公司降低权益资本成本, 这为第一个假说提供了经验证据。

表 3 媒体曝光与权益资本成本

变量	CSTCAP	CSTCAP
MEDIA	-0.0030 *** (-6.416)	-0.0016 *** (-3.935)
BETA		0.0137 *** (11.499)
LEV		0.0005 ** (2.312)
LIQ		-0.0012 *** (-4.788)
TNOVR		-0.0155 *** (-7.390)
B_M		-0.0027 (-0.924)
SIZE		0.0106 *** (6.975)
ROE		-0.0004 *** (-8.712)
Constant	0.0655 *** (82.484)	-0.1710 *** (-4.710)
N	5516	5516
R ²	0.011	0.208

注: 括号中的数值是 t 值, *, **, *** 分别代表 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

(三) 媒体曝光、市场化程度和权益资本成本

表 4 是检验公司所在地区市场化程度差异对媒体曝光降低公司权益资本成本影响的结果。可以看出, 媒体曝光度与地区市场化程度的交叉项 (MEDIA * MKTINDEX) 在 1% 的水平上显著为正, 表明公司所在地区市场化程度比较低时 (MKTINDEX = 0), 媒体曝光对权益资本成本的影响系数为 -0.0029, 而来自市场化程度较高的公司 (MKTINDEX = 1), 媒体曝光对权益资本成本影响系数为 -0.0004 ($\beta_1 + \beta_2$), 也就是说, 当公司所在地区市场化程度比较低时, 媒体曝光对于传递公司信息、降低公司与投资者间信息不对称的效应更为明显, 从而能降低权益资本成本, 这与上文的分析和假说相一致。

表4 媒体曝光、市场化程度和权益资本成本

变量	CSTCAP	T值
MEDIA	-0.0029 ***	(-5.345)
MEDIA * MKTINDEX	0.0025 ***	(3.637)
BETA	0.0139 ***	(11.792)
LEV	0.0005 **	(2.269)
LIQ	-0.0014 ***	(-5.327)
TNOVR	-0.0153 ***	(-7.324)
B_M	-0.0001	(-0.049)
SIZE	0.0093 ***	(6.184)
ROE	-0.0004 ***	(-8.560)
MKTINDEX	0.0089 ***	(5.301)
Constant	-0.2232 ***	(-6.013)
N	5516	5516
R ²	0.220	0.209

注：*、**、*** 分别代表10%、5%和1%的显著性水平。

(四) 媒体曝光、机构投资者和权益资本成本

表5是根据企业性质分组回归结果。从表中可以看出，无论是国有企业还是民营企业，媒体曝光与权益资本成本存在显著的负相关关系。但从分组结果中，我们可以看出媒体曝光度与机构持股比例的交叉项 (MEDIA * INSTITUTION) 在民营企业中在1%的水平显著为负，而在国有企业中并不显著，这验证了上文的理论分析和研究假说，即具有监督经理人动机和能力的机构投资者能够放大媒体监督治理经理人的效应，从而使得媒体曝光对于权益资本成本降低的作用更加显著，但鉴于我国制度背景特征，这一现象在民营企业中更加明显。

表5 媒体曝光、机构投资者和权益资本成本

变量	民营企业		国有企业	
	CSTCAP	CSTCAP	CSTCAP	CSTCAP
MEDIA	-0.0020 **	-0.0008	-0.0015 ***	-0.0017 ***
	(-2.179)	(-0.854)	(-3.224)	(-3.401)
MEDIA * INSTITUTION		-0.0001 ***		0.0000
		(-3.079)		(0.682)
BETA	0.0174 ***	0.0168 ***	0.0126 ***	0.0126 ***
	(5.867)	(5.714)	(9.866)	(9.846)
LEV	0.0003	0.0003	0.0005 **	0.0006 **
	(0.498)	(0.371)	(2.399)	(2.433)
LIQ	-0.0005	-0.0008	-0.0014 ***	-0.0015 ***
	(-0.902)	(-1.352)	(-4.890)	(-5.036)
TNOVR	-0.0202 ***	-0.0200 ***	-0.0146 ***	-0.0145 ***
	(-3.968)	(-3.847)	(-6.190)	(-6.099)
B_M	-0.0088 *	-0.0062	-0.0009	0.0005
	(-1.874)	(-1.295)	(-0.250)	(0.114)
SIZE	0.0076 ***	0.0094 ***	0.0114 ***	0.0120 ***
	(2.963)	(3.475)	(6.169)	(5.950)

续表

变量	民营企业		国有企业	
	CSTCAP	CSTCAP	CSTCAP	CSTCAP
ROE	-0.0004 ***	-0.0004 ***	-0.0004 ***	-0.0004 ***
	(-3.006)	(-3.038)	(-7.960)	(-7.983)
INSTITUTION		0.0003 ***		0.0000
		(3.225)		(0.302)
Constant	-0.1022 *	-0.1440 **	-0.1891 ***	-0.2051 ***
	(-1.692)	(-2.269)	(-4.280)	(-4.210)
N	1165	1165	4351	4351
R ²	0.188	0.202	0.217	0.218

注：括号中的数值是t值，*、**、*** 分别代表10%、5%和1%的显著性水平。

五、稳健性检验

本文从以下三个方面进行稳健性检验，以验证回归分析的可靠性。

首先，媒体曝光与权益资本成本之间可能存在内生性。本文采用两阶段回归进一步检验。在第一阶段预测媒体曝光度模型中，使用上述控制变量和工具变量：地区媒体行业发展程度（以上市公司所在省份报纸出版量的自然对数来计量）和地区GDP。为保证工具变量有效性，本文分别检验工具变量与自变量相关性以及与因变量的外生性。通过“过度识别检验”，即检验原假说“所有工具变量是外生的”，检验结果P值为0.41，表明接受原假说认为工具变量与因变量不相关；同时本文检验了第一阶段回归中所选择工具变量系数是否为零的原假说，结果显示F统计量为8.82接近10，表明工具变量虽然存在弱工具的可能，但是与自变量存在一定的相关性。两阶段检验的结果支持本文的分析和假说。

其次，我们进一步地使用分析师预测ROE计算权益资本成本来做稳健性检验。本文分别以每家公司每年分析师的平均预测数据和每家公司每年每个分析师最后一次发布的平均预测数据为基础计算两组权益资本成本。检验结果显示，假说1和假说2a依然成立，假说2b统计上不显著，但是符号方向一致且单边显著。

最后，戴亦一等（2011）认为媒体对公司负面报道可引起更大的社会反响和给管理层更大压力，进而降低投资者风险和权益成本。但刘海龙和李健（2009）认为媒体正面报道所传递的利好消息影响利益相关者在企业中的参与度和预期。正面报道会带来投资者对企业的信心，同时也会促使管理层保持良好的公司治理和经营管理，这都会降低权益资本成本。本文认为无论正面还是负面的媒体报道都能缓解企业与投资者间的信息不对称，约束公司管理层行为。为进一步分析媒体报道性质对权益成本的影响差异，本文选取了2004-2009年在中国A股上市的所有公司，搜集其2010-2012年被媒体报道的次数，并对媒体报道的性质进行划分。设定一个负面报道虚拟变量 (INEG)：如有

负面报道, 取值 1, 没有则取值 0, 然后将该虚拟变量与媒体曝光指数构成交乘项以考察负面报道是否会削弱或者加强媒体报道对于公司权益资本成本的影响力。关于负面报道的界定, 本文结合已有文献建立两项判断标准: (1) 如果报道的标题和内容中明显包含了质疑、批评、负面评价的词语和语气, 则为负面报道; (2) 虽然媒体并未表达出质疑、批评、负面评价的词语和语气, 但是却揭露了公司治理中存在的问题, 或是包含其他有损上市公司业绩和未来发展内容 (如上市公司经营不善、业务损失、高管被调查等), 则为负面报道。

回归结果表明, 在该小样本中媒体曝光度与权益资本成本仍显著负相关, 而负面报道与媒体曝光指数的交乘项并不显著 (t 值为 0.503), 这表明媒体报道性质并不影响回归结果。

六、总结

本文以 2007 年前上市的公司为对象, 研究了媒体曝光对权益资本成本的影响, 并借助我国地区间市场化程度差异以及企业性质的差异, 研究公司外部环境和自身特征对媒体发挥监督治理和信息传递作用的影响。结果发现媒体曝光度越高, 权益资本成本越低; 机构投资者持股比例上升促进了媒体监督治理作用的发挥, 进而对于权益资本成本降低的影响更为显著, 但是这一结果只在民营企业样本中发现, 在国有企业中没有得到支持证据; 而且, 我们发现在市场化程度低的地区, 媒体传递信息缓解公司与投资者信息不对称的作用更加明显和重要。

本研究进一步丰富和拓展了有关媒体和公司资本成本的研究文献。首先, 媒体监督具有降低企业融资成本的作用, 媒体监督不仅降低信息不对称性, 而且也发挥着公司治理作用。因此, 政府和社会应当鼓励媒体加强对上市公司的监督; 其次, 在市场化程度低的地区, 媒体监督作用对于降低股权融资成本更为重要, 因此, 市场化程度低的地区应鼓励和促进媒体发展; 最后, 本文发现在民营企业中机构投资者的存在有助于更好地发挥媒体的监督作用, 这对当下的国有企业改革具有借鉴意义, 即媒体监督应有助于国有企业治理结构改善, 从而降低融资成本。

主要参考文献

薄仙慧, 吴联生. 2009. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角. *经济研究*, 2: 81~91

戴亦一, 潘越, 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*, 11: 121~144

董锋, 韩立岩. 2006. 中国股市透明度提高对市场质量影响的实证分析. *经济研究*, 5: 87~96

李培功, 沈艺峰. 2010. 媒体的公司治理作用: 中国的经验证据. *经济研究*, 4: 14~27

刘海龙, 李健. 2009. 媒体、利好消息与企业社会责任. *生产力研究*, 5: 131~133

陆正飞, 叶康涛. 2004. 中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗. *经济研究*, 4: 50~59

罗进辉. 2012. 媒体报道对权益成本和债务成本的影响及其差异——来自中国上市公司的经验证据. *投资研究*, 9: 95~112

汪炜, 蒋高峰. 2004. 信息披露、透明度与资本成本. *经济研究*, 7: 107~114

徐莉萍, 辛宇. 2011. 媒体治理与中小投资者保护. *南开管理评论*, 6: 36~47

曾颖, 陆正飞. 2006. 信息披露质量与股权融资成本. *经济研究*, 2: 69~79

张然, 王会娟, 许超. 2012. 披露内部控制自我评价与鉴证报告会降低资本成本吗? ——来自中国 A 股上市公司的经验证据. *审计研究*, 1: 96~102

Chen, K., J. Wei, and Z. Chen. 2003. Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology

Diamond, D. W., and R. E. Verrecchia. 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46 (4): 1325~1359

Dyck, A., A. Morse, and L. Zingales. 2006. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?. Working Paper of University of Toronto

Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales. 2008. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. *The Journal of Finance*, 63 (3): 1093~1135

Dyck, A., and L. Zingales. 2002. The Corporate Governance Role of the Media. No. W9309, National Bureau of Economic Research

Fama, E. F., and M. Jensen. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, 26 (2): 301~325

Fang, L., and J. Peress. 2009. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, 64 (5): 2023~2052

Gillan, S. 2006. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12 (3): 381~402

Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, and I. Love. 2002. Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital. World Bank Policy Research Working Paper

Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305~360

Miller, G. 2006. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud. *Journal of Accounting Research*, 44 (5): 1001~1033