

媒体关注：市场监督还是市场压力^{*}

——基于企业盈余管理行为的研究

莫冬燕

内容提要 媒体关注的有效监督假说得到国内外文献普遍认可,但对于媒体关注的市场压力假说则少有涉及。本文以深市主板A股上市公司为样本,研究媒体关注与企业盈余管理行为之间的关系。研究结果一定程度上支持了市场压力假说,相对于政策导向媒体,市场导向媒体给企业带来的压力更强;另外相对于负面媒体报道而言,正面媒体报道也给企业带来更强的压力。进一步研究发现,有效的内部控制在一定程度上能够制衡媒体带来的市场压力。最终结论表明,我国特殊资本市场环境下,媒体关注会带来市场压力,迫使企业进行应计项目盈余管理,甚至是损害企业长期价值的真实活动盈余管理。故此,要进一步规范媒体关注这一非正式的治理机制。

关键词 媒体关注 市场监督 市场压力 盈余管理行为

一、引言

媒体关注作为一种非正式外部治理机制得到了国内外研究学者的普遍认可,近期成为学

术界的研究重点,且引起了监管机构的重视。国外已有的研究成果大多认可了媒体的治理效用(Dyck和Zingales,2004;Miller,2006;Joe、Louis和Robinson,2009),国内学者也认为媒体关注通过行政干预的介入发挥了公司治理的作用(李培功和沈艺峰,2010),已有研究大多支持媒体关注的有效监督假说。但国内也有极少数文献对于媒体的监督效应提出了质疑,于忠泊、田高良和齐保垒(2011)研究发现媒体关注存在市场压力,会迫使企业管理层为了迎合市场预期而进行盈余管理行为。目前,我国法律法规尚未建立健全及资本市场也尚未完善,这是不争的事实。在此大环境下,媒体关注到底发挥监督功能还是市场压力功能成为一个研究问题。本文基于此,在不多的研究基础上,进一步系统深入检验媒体关注与企业盈余管理之间的关系,以期得出媒体关注是否会带来市场压力,从而迫使企业管理层进行盈余管理活动的结论。

除了可以通过可操控应计项目外,企业还通过操控真实经营活动进行盈余管理,如操控销售活动、生产性成本或者酌量性费用等。已有研究认为现行环境下,企业更多是通过操控真

^{*}本文得到国家自然科学基金项目“基于投资者保护视角的内部控制有效性与财务报告质量研究”(71272051)、国家自然科学基金项目“网络环境下媒体监督对在职消费的影响及经济后果研究”(13CGL060)、辽宁省社会科学规划基金项目“股权投资会计准则演变的非预期效应研究”(L14BGL015)、中国博士后科学基金面上资助项目“关系型股东对股利分配的影响及其经济后果研究”(2015M571317)和东北财经大学博士后科研项目择优资助课题“关系型股东利益诉求与股利分配模式研究”(BSH201508)的资助。

实的经营活动进行盈余管理(程小可、郑立东和姚立杰,2013),为此本文还进一步检验媒体关注下企业是否为了满足市场的盈余预期而进行短视行为,即采用损害企业长期价值的真实经营活动盈余管理。如果企业存在短视行为,那么是否可以通过其他一些监督手段加以制衡?这是本文研究的另一动机。

内部控制被定位为能合理保证企业经营合法合规、效率效果,以及财务报告可靠性目标的制度,那么内部控制能否抑制媒体关注导致的盈余管理?另外,内部控制作为公司治理的内部机制,而媒体作为外部机制,两者能否相互作用,更为有效地发挥治理效用?通过研究公司治理的外部机制和内部机制之间的交互作用以期给现行研究文献和公司治理理论以新的贡献与启示,这是本文研究的又一目标。

本文以深圳证券交易所主板上市A股公司为样本,检验媒体关注与样本公司盈余管理之间的关系,以期检验媒体关注到底符合市场监督假说还是市场压力假说。研究结果表明媒体关注与应计项目盈余管理和真实活动盈余管理存在正向相关关系,尤其是市场性导向的媒体关注以及正面媒体报道与盈余管理的正向关系更为显著,进一步支持了媒体关注的市场压力假说。本文的研究并不是试图否定媒体关注的监督功能及其作为公司治理机制的重要性;相反地,我们认为应该拓展对媒体公司治理机制的认识,提高媒体关注的监督效应。

二、理论推导与假设提出

针对媒体关注的研究,主要集中在监督功能和治理功能上。而媒体对公司行为不具有强制约束力,媒体对公司的治理作用还需辅以其他治理机制。经过众多研究发现,传统观点认为媒体主要通过两种机制影响企业管理层的行为:一是通过行政干预(李培功和沈艺峰,

2010);二是通过声誉机制(Dyck和Zingales,2004)。传统观点体现了媒体关注的治理作用。本文在借鉴Dyck、Volchkova和Zingales(2008)的研究基础上,简单抽象出媒体关注治理作用的模型,如(1)式所示:

$$U(\textit{Private Benefit}) < U(\textit{Reputational Cost}) + U(\textit{Punishment}) \quad (1)$$

其中, $U(\textit{Reputational Cost})$ 表示声誉损失造成的成本; $U(\textit{Punishment})$ 表示遭受行政处罚的成本; $U(\textit{Private Benefit})$ 表示企业管理层收益。

但也有研究发现(1)式的不等式在某些情况下并不成立。贺建刚、魏明海和刘峰(2008)通过案例研究发现,媒体进行充分报道后,由于市场机制自发纠正机制和法律制度的强制纠正机制介入程度不足,导致媒体的治理效果并没有发挥。另外,Fang和Peress(2009)研究发现媒体关注还会通过资本市场机制影响企业的行为,即通过对上市公司的盈余信息披露或传播影响该企业在市场上的形象,从而影响股价(Tetlock,2007;Bushee等,2010),进而影响企业管理层基于股票价格的薪酬,及其被解雇的可能性(Weisbach,1988)。故而,企业管理层会基于薪酬契约、资本市场动机和监管动因而进行盈余管理(李辽宁,2012),而资本市场动机是盈余管理行为的主因(Healy和Wahlen,1999;Fields、Lys和Vincent,2001)。本文在(1)式的基础上扩展出盈余管理收益与成本的关系模型,从而推断出企业进行盈余管理行为的具体条件。基于盈余管理的三大动机,可以推断盈余管理的收益包括基于股票价格的收益、基于会计盈余的报酬和满足市场期望带来的声誉。盈余管理收益抽象函数关系如(2)式所示:

$$U(\textit{Benefit from EM}) = U(\textit{Price Based Benefit}) + U(\textit{Earnings Based Benefit}) + U(\textit{Reputation Benefit}) \quad (2)$$

为方便,把基于股票价格的收益抽象为股票价格异质波动函数,即 $U(\textit{Price Based Benefit}) = f(\delta$

S)。其中， δ 为股票价格波动性， S 为股票的期望价格；把基于会计盈余的收益抽象为固定值 C ，即当会计盈余达到某一阈值时能获取的相应收益；由于目前我国市场尚未完善，声誉机制作用有限，甚至失效(张维迎,2000)，为简化分析，令 $U(\text{Reputation Benefit})$ 取值为0；最后盈余管理收益抽象为(3)式所示：

$$U(\text{Benefit from EM})=f(\delta S)+C \quad (3)$$

盈余管理行为带来的成本主要包括两项：盈余管理行为被发现时面临的监管部门的惩罚以及声誉损失，可以抽象为如(4)式所示：

$$U(\text{Cost from EM})=U(\text{Punishment})+U(\text{Reputation Loss}) \quad (4)$$

基于声誉机制影响作用有限，而不考虑声誉收益，同理，也不考虑声誉损失。盈余管理遭受惩罚的损失，由盈余管理行为被惩罚的概率(λ)和惩罚程度(P)决定，盈余管理成本抽象为(5)式所示：

$$U(\text{Punishment})=\lambda P \quad (5)$$

已有研究发现媒体关注能够影响(3)和(5)式中的四个变量。对于股票价格的波动性(δ)，Chan(2003)发现媒体对上市公司的报道能够引起股价的波动，股价与媒体负面报道呈现负向报道，但股价对媒体正面报道的反应不敏感。Vega(2006)和Tetlock(2011)的研究发现进一步支持了Chan的研究结论，表明媒体关注增加了股票价格的波动性。对于股票期望价格(S)，Fang和Peress(2009)的研究均发现媒体关注能够影响上市公司的股票收益，从而影响期望的股票价格。对于盈余管理行为被发现概率(λ)，Dyck、Volchkova和Zingales(2008)以及李培功和沈艺峰(2010)均发现媒体关注能够增加公司违规行为被惩罚的可能。另外，媒体关注的情绪和数量也会增加违规事件被惩罚的程度(P)。

由前文分析可知企业进行盈余管理的动因为资本市场动因，而我国资本市场尚不够完善，普通投资者的投资决策容易受到媒体引导，而

我国的法律制度尚未建立健全且执行缺乏力度，影响企业违规行为被惩罚的可能，减少盈余管理成本，从而导致媒体有效监督下(1)式的不等式被打破，形成不等式(6)：

$$f(\delta S)+C > \lambda P \quad (6)$$

由不等式(6)可知，管理层为了谋求其个人私利，而在企业业绩无法短期提升的情况下，更可能通过盈余管理满足资本市场的盈余预期，所以本文在已有研究基础上，再次提出媒体关注的市场压力假说：

假设1：媒体市场压力情况下，媒体关注越多，企业越可能进行盈余管理。

已有研究也发现，不同性质的媒体对于公司治理作用不同。李培功和沈艺峰(2010)认为市场导向媒体对于上市公司的报道更深入，也包含更多的新信息，所以相对于政策导向媒体，市场导向媒体更能提高企业改正违规行为的可能。但也有研究表明，相对于政策导向媒体而言，市场导向媒体的自由度更大，基于自身利益考虑更容易产生信息偏差，误导投资者，而企业为了迎合市场或者分析师的预期，不得不进行盈余管理行为。加上媒体没有强制约束力，需要其他机制辅以作用，但是据已有研究发现声誉机制在我国目前环境下的作用非常有限，而对于引入行政干预，政策导向媒体更有优势。鉴于上述分析，本文认为相对于政策导向媒体而言，市场导向媒体更可能形成(6)式所示的不等式，所以进一步提出假设2。

假设2：相对于政策导向媒体而言，市场导向媒体关注越多，企业越可能进行盈余管理活动。

除了媒体性质会影响媒体的治理作用外，有研究发现媒体的不同报道也会影响其对公司的治理作用。Joe(2001)发现对上市公司负面媒体报道越多，越可能被出具非标准审计意见，表明负面媒体报道的监督作用。也有研究表明正面媒体报道会影响上市公司在资本市场的形象，如股价情况，由上文对不等式(6)的推导可知，股价是

影响企业管理层私利的重要因素,而股价受到企业实际情况是否满足市场预期或分析师预期影响,正面媒体报道下会给管理层维持自身利益的强大压力,为此,管理层会通过盈余管理的方式满足市场的预期。鉴于此,提出假设3。

假设3:相对于媒体的负面报道而言,媒体正面报道越多,企业越可能进行盈余管理活动。

由不等式(6)的推导过程可知,由于企业短期内无法改变业绩,在外部治理机制未能有效发挥作用的情况下形成不等式(6)。如果现在有一种内部公司治理机制可以有助于合理保证企业经营的效率效果、合法合规性以及财务报告质量的情况下,那么不等式(6)还会成立吗?众所周知,内部控制作为正式的内部治理机制,其功能和目标被定位为合理保证企业经营的合法合规、财务报告的可靠性、经营效率效果等。已有较多研究发现,内部控制一定程度上能够遏制企业的盈余管理行为和违规行为(高嵩,2003;孙光国和莫冬燕,2012)。为此,本文认为内部控制能够一定程度缓解媒体关注带来的压力,且提出假设4。

假设4:公司的内部控制质量越好,越能够缓解媒体关注带来的压力,公司盈余管理的可能性越小。

三、研究设计

(一)实证模型

为了检验假设1、假设2和假设3,分别以应计项目操控程度和真实活动操控性程度作为被解释变量,以DA表示;把媒体关注度作为解释变量,以Log(Media)表示;同时控制已有研究成果中验证了能够影响企业发生盈余管理行为的其他变量,包括公司规模(SIZE)、偿债能力(LEV)、成长性(Growth)、公司产权性质(D_state)、股权结构(TOP1)以及审计师的服务质量水平(D_audit)。另外,为了控制行业因素对

检验结果的影响,还对行业效应进行控制。最后,检验模型如模型(1)所示:

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{Media})_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{Growth}_{i,t} + \beta_5 \text{TOP1}_{i,t} + \beta_6 \text{D_state}_{i,t} + \beta_7 \text{D_audit}_{i,t} + \sum_{i=1}^n \beta_8 \text{ind}_i + \varepsilon_i \quad \text{模型(1)}$$

为了检验媒体关注与公司盈余管理行为的关系,主要观测 β_1 的符号和显著性。如果 $\beta_1 > 0$ 且显著,表明媒体关注会迫使企业进行盈余管理行为,假设1、假设2和假设3得证。否则,表明媒体关注能够监督企业盈余管理行为,起到了治理作用。

为了检验假设4,本文在实证检验模型(1)的基础上加入了内部控制质量变量,及其与媒体关注的交互项,检验模型如模型(2)所示:

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{Media})_{i,t} + \beta_2 \text{Aud}_{i,t} + \beta_3 \text{Log}(\text{Media})_{i,t} * \text{Aud}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{Growth}_{i,t} + \beta_7 \text{TOP1}_{i,t} + \beta_8 \text{D_state}_{i,t} + \beta_9 \text{D_audit}_{i,t} + \sum_{i=1}^n \beta_{10,i} \text{ind}_i + \varepsilon_i \quad \text{模型(2)}$$

为了考察内部控制的调节作用,主要观测媒体关注与内部控制质量交互项系数 β_3 的符号和显著性。如果 $\beta_3 < 0$,假设4得证,表明内部控制能够一定程度上抑制企业盈余管理行为。基于信号传递理论,自愿性的内部控制鉴证报告一定程度上能够代替企业内部控制质量,为此本文以样本公司是否自愿性披露内部控制鉴证报告作为内部控制质量高低的替代指标,以Aud表示。当样本公司在样本区间内自愿性披露内部控制鉴证报告,令Aud=1,否则Aud=0。

(二)变量定义

1、盈余管理的衡量。企业除了通过会计政策选择或者会计估计变更等方式进行盈余管理外,还通过对企业真实的经营活动进行盈余管理,如销售操控、生产操控或者费用操控等。为此,本文分别对应计项目和真实活动的盈余管理进行衡量。

(1)关于衡量应计项目操控的盈余管理模型, Dechow、Sloan 和 Sweeney (1995)以及夏立军(2002)在比较各种应计基础的模型后,认为采用修正后的截面 Jones 模型估计的盈余管理水平效果最好。本文通过 OLS 估计出修正后的截面 Jones 模型中的位置参数,从而估计出被解释变量的拟合值,进而用被解释变量减去其拟合值,即为应计项目中可操控的项目。

(2)关于真实活动盈余管理的衡量,借鉴 Roychowdhury(2006)的研究,本文从销售操控、生产操控以及酌量性费用操控三方面衡量上市公司可能进行的真实活动盈余管理,分别采用异常销售额、异常生产成本和异常酌量性费用替代。

2、媒体关注的衡量。媒体关注程度主要通过媒体对上市公司相关信息的报道数目来衡量。 $Media_{i,t}$ 代表媒体对*i*公司在*t*期的报道总数, $GovMedia_{i,t}$ 代表政策导向媒体对*i*公司在*t*期的报道总数, $Makmedia_{i,t}$ 代表市场导向媒体对*i*公司在*t*期的报道总数, $PosMedia_{i,t}$ 代表*i*公司在*t*期的正面媒体报道总数, $NegMedia_{i,t}$ 代表*i*公司在*t*期的负面媒体报道总数。借鉴 Chen、Pantzalis 和 Park(2013)以及吴超鹏、叶小杰和吴世农(2012)的研究,本文采用 Ln_media 代表*i*公司在*t*期的媒体关注程度,令其等于 $Ln(1+Media_{i,t})$ 。为了进一步研究媒体性质是否会影响企业盈余管理行为,本文还分别采用 Ln_gov 和 Ln_mak 代表*i*公司在*t*期的政策导向媒体和市场导向媒体对其的关注程度,令 $Ln_gov=Ln(1+GovMedia_{i,t})$, $Ln_mak=Ln(1+MakMedia_{i,t})$ 。由于不同报告也会影响盈余管理行为,所以还用 $Ln_neg=Ln(1+NegMedia_{i,t})$ 和 $Ln_pos=Ln(1+PosMedia_{i,t})$ 分别代替负面媒体报道和正面媒体报道的程度。

3、控制变量。根据已有的经验研究可知,还有其他的变量影响企业的盈余管理行为,所以本文还对这些主要影响变量进行控制。其中,公司规模(SIZE)用年末资产总额的对数表示,控制公司规模对其盈余管理可能的影响;LEV为

公司的财务杠杆,用年末负债总额与年末资产总额的比值表示,一般而言,公司的财务杠杆越大,财务风险也越大,企业更可能进行盈余管理;Growth 为企业的销售收入增长率,代表企业的成长性,用企业当期销售收入与上一期销售收入变动与上一期销售收入的比值表述;企业的产权性质(D_state)也会影响企业盈余管理的行为,用企业的实际控制人的性质来判断,如果实际控制人为国有企业,D_state 的取值为 1,否则为 0;TOP1 表示企业的股权集中度,用企业第一大股东的持股比例表示;D_audit 代表企业的审计质量,如果企业的年度审计报告是经国际四大会计师事务所出具则取值为 1,否则为 0,一般而言,国际四大会计师事务所提供的审计服务质量更高,相对而言更能遏制企业进行盈余管理的可能。最后,我们还在模型中加入了行业虚拟变量(D_ind)来控制行业效应。以上变量指标的具体解释可以简化为表 1 所示。

(三)样本选择与数据来源

1、样本选择。本文选择 2010—2011 年深市主板 A 股上市公司 941 家作为初始研究样本。样本区间截止于 2011 年原因在于 2012 年起强制我国主板上市公司披露经审计师鉴证的内部控制鉴证报告,而本文为了检验内部控制自愿性披露对于媒体关注的调节作用,所以样本区间截止于 2011 年度。已有研究表明,交叉上市会影响公司内部控制的有效性,所以剔除同时发行 B 股、H 股或者在海外上市的公司 102 家后,再剔除金融、保险行业的上市公司后得到 823 个观测值,最后剔除 ST 公司以及财务数据缺失的公司,最终样本观测值为 672 家(2010 年为 343 家,2011 年为 329 家)。

2、数据来源。本文的研究数据由三部分组成:媒体报道数据、内部控制质量数据以及上市公司相关财务会计数据。其中,上市公司相关财务会计数据来源于 Wind 资讯金融终端;内部控制数据通过手工采集上市公司年度报告中有关内部控制的信息取得;媒体报道数据在比较几个

表1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量操作性定义与说明
被解释变量 DA	可控应计利润	DAC	应计项目操控的盈余管理模型计算得出的应计项目操控的程度
	异常经营现金净流量	EM_cfo	销售性操控模型计算得出的销售性盈余管理程度
	异常生产成本	EM_prod	生产性成本操控模型计算得出的生产性成本盈余管理程度
	异常酌量性费用	EM_exp	酌量性费用性操控模型计算得出的酌量性费用盈余管理程度
	真实盈余管理水平	EM-proxy	据三种真实活动盈余管理模型计算得出的总体真实盈余管理程度
解释变量 Log(Media)	媒体关注	Ln_media	媒体对上市公司的总体关注程度,为Ln(1+Media)
		Ln_gov	政策导向媒体对上市公司的关注程度,为Ln(1+GovMedia)
		Ln_mak	市场导向媒体对上市公司的关注程度,为Ln(1+MakMedia)
		Ln_pos	媒体正面报道的程度,为Ln(1+PosMedia)
		Ln_neg	媒体负面报道的程度,为Ln(1+NegMedia)
控制变量	公司规模	SIZE	年末资产总额的对数
	财务杠杆	LEV	年末负债总额与年末资产总额的比值
	销售收入增长率	Growth	(当期销售收入-上一期销售收入)/上一期销售收入
	股权集中度	TOP1	上市公司第一大股东的持股比例
	实际控制人性质	D_state	若实际控制人为国有企业,则取值为1,否则为0
	审计质量	D_audit	若年度审计报告为国际四大会计师事务所出具,取值为1,否则为0
	年度虚拟变量	D_year	年度虚拟变量,控制时间效应
	行业虚拟变量	D_ind	行业虚拟变量,控制行业效应

重要数据库后,以CNKI中国重要报纸全文数据库为主。以CNKI中国重要报纸全文数据库作为媒体报道数据来源的主要理由如下:网络信息更多来自对报纸杂志信息的转载,公信力不及报纸,且据已有研究可知报纸对上市公司的关注度与网络的关注度正相关。另外,报纸媒体之间也会相互转载信息,在参考已有的研究后,本文选择8份最具影响力的全国性财经报纸作为数据来源,分别为《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》。此外,为了进一步研究不同性质的报纸报道的影响力是否存在差异,还将上述8份报纸区分为政策导向报纸和市场导向报纸,其中,前四份报纸为政策导向报,后四份报纸为市场导向报。

为了剔除极端值对检验结果的影响,本文还对连续变量在1%和99%的水平下进行缩尾(Winsorization)处理。本文运用STATA12.0计量软件对样本数据进行处理和模型估计。

四、实证结果与分析

(一)变量的描述性统计

由表2列示的本文主要研究变量的描述性统计结果可知,样本公司被媒体报道的平均次数为4.94次。其中,被负面报道的平均次数为1.14次,正面报道的平均次数为3.8次,表明媒体对于我国上市公司的正面报道要多于负面报道;政策导向媒体报道的平均次数为4.21次,市场导向媒体报道的平均次数为0.73次,表明对于我国上市公司信息报道更多的是政策导向媒体。样本公司应计项目操控程度的平均值为0.02,而总体真实盈余管理平均水平为-0.81,其中销售性盈余管理平均水平为0.59,生产性成本盈余管理平均水平为0.02,酌量性费用盈余管理平均水平为0.24。从盈余管理的绝对值来看,真实盈余管理程度要大于应计项目盈余管理,表明我国上市公司目前更偏好通过真实活动

而非应计项目实现盈余管理,这一发现与程小可、郑立东和姚立杰(2013)的研究结论相一致。

另外,从表2可知,研究变量的平均值与中位数大小较为接近,表明研究变量服从正态分布。

(二)媒体关注与盈余管理的回归结果分析

1、假设1的检验结果分析。以实证检验模型

(1)为基础,表3列示了采用混合回归方法对媒体总体关注度的代理变量及相关控制变量对样本公司应计项目盈余管理和真实活动盈余管理的回归结果。由表3列示的回归检验结果可知,媒体关注程度的代理变量与生产性成本盈余管理在10%的水平下呈现显著的正相关关系,虽然与其他类型的盈余管理的显著性不明显,但是相关系数符号为正号,回归结果一定程度上支持了假设1,即媒体对上市公司关注得越多,给企业带来的市场压力越大,企业管理层越有可能进行盈余管理活动,尤其是通过操控生产

性成本的方式满足盈余预期。

2、假设2的检验结果分析。为了进一步检验媒体性质不同对企业盈余管理行为的影响,表4列示了不同性质媒体关注与企业应计项目盈余管理和真实活动盈余管理之间的回归结果。由表4可知,生产性成本盈余管理和酌量性费用盈余管理与市场导向媒体关注在1%的水平下呈现显著的正相关关系;总体真实活动的盈余管理与市场导向媒体在10%的水平下呈现显著的正相关关系,虽然销售性盈余管理与市场导向媒体关注之间的系数不显著,但是该系数的符号为正号,一定程度上也能表明市场导向媒体会迫使企业管理层进行销售性盈余管理行为的可能。应计项目的盈余管理与市场导向媒体之间的系数在5%的水平下呈现显著的正相关关系。但政策导向媒体关注与企业可操控性应计项目和真实活动盈余管理的正相关关系均不显著。通过比较分析市

表2 变量的描述性统计结果

变量名称	观测值	最小值	平均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
Panel A: 被解释变量								
DAC	672	-0.780	0.020	0.200	-0.050	0.000	0.070	2.770
EM_cfo	672	-2.580	0.590	1.270	-0.150	0.340	0.890	9.070
EM_prod	672	-1.210	0.020	0.800	-0.100	-0.010	0.060	18.340
EM_exp	672	-8.600	0.240	2.210	-0.100	0.330	0.630	49.730
EM-proxy	672	-59.150	-0.810	3.130	-1.480	-0.570	0.190	23.890
Panel B: 解释变量								
makmedia	672	0.000	0.730	1.680	0.000	0.000	1.000	19.000
Ln_media	672	0.000	1.350	0.940	0.690	1.390	2.080	4.030
Ln_gov	672	0.000	1.250	0.900	0.690	1.390	1.950	3.930
Ln_mak	672	0.000	0.340	0.550	0.000	0.000	0.690	3.000
Ln_neg	278	0.000	0.700	0.750	0.000	0.690	1.100	3.040
Ln_pos	490	0.000	1.230	0.900	0.690	1.100	1.790	4.010
Panel C: 控制变量								
Top1	672	3.890	34.480	15.630	22.580	30.630	45.370	84.920
D_state	672	0.000	0.560	0.500	0.000	1.000	1.000	1.000
Size	672	18.370	21.930	1.220	21.070	21.900	22.700	25.670
Growth	672	-0.980	1.310	18.640	0.060	0.180	0.370	461.000
Lev	672	0.010	0.530	0.220	0.390	0.540	0.670	2.610
D_audit	672	0.000	0.030	0.180	0.000	0.000	0.000	1.000

表 3

媒体关注与盈余管理的回归检验结果

指标	应计项目盈余管理	真实活动盈余管理			
	因变量= DAC	因变量= EM_cfo	因变量= EM_prod	因变量= EM_exp	因变量= EM-proxy
Log(media)	0.005 (1.539)	0.008 (0.199)	0.010* (1.885)	0.043 (1.367)	0.051 (0.885)
SIZE	-0.011*** (-3.820)	-0.015 (-0.476)	-0.021*** (-4.563)	-0.015 (-0.476)	-0.045 (-0.990)
LEV	0.055*** (3.817)	0.317** (2.068)	0.032 (1.441)	0.317** (2.068)	0.234 (0.998)
Growth	0.030*** (5.689)	0.095* (1.651)	0.073*** (8.817)	0.095* (1.651)	0.401*** (4.570)
TOP1	0.001*** (3.741)	0.004* (1.757)	0.002*** (4.791)	0.004* (1.757)	0.004 (1.196)
D_state	-0.018*** (-2.941)	-0.025 (-0.385)	-0.026*** (-2.792)	-0.025 (-0.385)	-0.029 (-0.289)
D_audit	-0.027 (-1.623)	-0.019 (-0.105)	-0.032 (-1.239)	-0.019 (-0.105)	-0.147 (-0.543)
截距	0.233*** (3.782)	0.302 (0.455)	0.442*** (4.609)	0.302 (0.455)	1.317 (1.298)
观测值	672	672	672	672	672
AdjR ²	0.193	0.152	0.223	0.152	0.138
F值	9.431	7.326	11.150	7.326	6.668

注：“***”、“**”、“*”分别表示在1%、5%、10%的水平下显著；为了简便，未报告行业虚拟变量的回归结果；表4—表7同。

场导向媒体和政策导向媒体分别与企业盈余管理行为之间的关系可知，市场导向媒体关注更容易给企业管理层带来市场压力，从而迫使其进行盈余管理活动，包括应计项目盈余管理和真实活动盈余管理，假设2得证。

3、假设3的检验结果分析。除了上述不同性质媒体关注对于企业带来的压力不同外，媒体的不同报道是否也会带来不同的压力，为此还检验媒体正面报道和负面报道对企业盈余管理行为的影响。由表5可以得知，正面媒体报道与应计项目的盈余管理之间在1%的水平下呈现显著的正相关关系。真实活动盈余管理中的生产性成本操控与正面媒体报道也在1%的水平下呈现显著的正向相关关系，总体真实盈余管理和酌量性费用盈余管理与正面媒体报道均在5%的水平下呈现显著的正相关关系。而负面媒体报道与应计项

目盈余管理和真实活动盈余管理之间的相关关系不显著，且与生产性成本盈余管理之间的相关系数呈现负号。回归结果表明媒体的正面报道与企业的可操控性应计项目的盈余管理和生产性成本、酌量性费用等真实活动的盈余管理均呈现显著的正向关系，支持了假设3，即企业的确会因为媒体关注而存在市场压力，尤其是正面媒体报道给企业带来的压力更大。

比较分析正面媒体报道和负面媒体报道分别与企业盈余管理行为之间的相关关系可知，相对于负面的媒体报道，媒体的正面报道会给上市公司带来更大的市场预期压力，从而迫使企业管理层在短期内不得通过各种盈余管理模式操纵业绩，满足市场或分析师的预期，这一检验结果也较符合实际情况。一般而言，如果市场对企业业绩预期不乐观，那么即使未来企业

表4 不同性质媒体关注与盈余管理的回归结果

指标	政策导向媒体关注					市场导向媒体关注				
	DAC	EM_cfo	EM_prod	EM_exp	EM-proxy	DAC	EM_cfo	EM_prod	EM_exp	EM-proxy
Log (media)	0.005 (1.400)	0.001 (0.009)	0.009 (1.506)	0.036 (1.101)	0.046 (0.761)	0.012** (2.043)	0.065 (1.062)	0.032*** (3.689)	0.162*** (3.205)	0.167* (1.786)
SIZE	-0.011*** (-3.763)	-0.012 (-0.389)	-0.020*** (-4.401)	-0.107*** (-4.040)	-0.045 (-0.929)	-0.0114*** (-3.988)	-0.024 (-0.767)	-0.023*** (-5.189)	-0.123*** (-4.819)	-0.058 (-1.236)
LEV	0.054*** (3.780)	0.314** (2.048)	0.030 (1.369)	0.434*** (3.398)	0.227 (0.970)	0.056*** (3.901)	0.335** (2.180)	0.038* (1.706)	0.473*** (3.715)	0.264 (1.126)
Growth	0.031*** (5.701)	0.094 (1.643)	0.073*** (8.814)	0.291*** (6.073)	0.402*** (4.574)	0.030*** (5.570)	0.092 (1.608)	0.072*** (8.686)	0.283*** (5.948)	0.393*** (4.483)
TOP1	0.001*** (3.728)	0.004* (1.745)	0.002*** (4.759)	0.001 (0.488)	0.004 (1.186)	0.001*** (3.769)	0.004* (1.806)	0.002*** (4.921)	0.001 (0.607)	0.004 (1.245)
D_state	-0.018*** (-2.960)	-0.024 (-0.378)	-0.026*** (-2.803)	-0.082 (-1.522)	-0.030 (-0.299)	-0.017*** (-2.745)	-0.020 (-0.302)	-0.023** (-2.483)	-0.067 (-1.245)	-0.013 (-0.133)
D_audit	-0.026 (-1.598)	-0.018 (-0.100)	-0.031 (-1.205)	-0.018 (-0.123)	-0.143 (-0.528)	-0.028* (-1.697)	-0.028 (-0.160)	-0.036 (-1.405)	-0.043 (-0.293)	-0.168 (-0.621)
截距	0.229*** (3.732)	0.255 (0.386)	0.428*** (4.476)	2.410*** (4.381)	1.264 (1.251)	0.236*** (3.904)	0.450 (0.693)	0.477*** (5.115)	2.695*** (5.012)	1.508 (1.520)
观测值	672	672	672	672	672	672	672	672	672	672
AdjR ²	0.192	0.152	0.222	0.098	0.138	0.195	0.153	0.235	0.110	0.142
F值	9.404	7.323	11.060	4.826	6.655	9.552	7.395	11.84	5.368	6.819

的实际业绩真得不尽如人意,市场也不会作出太大反应,但是如果市场对企业预期较为乐观,一旦企业的实际业绩没有达到市场预期,市场将会对企业作出极强的负面反应,如导致企业的股价有大幅度下跌,这是企业管理层所不愿意看到的,因为股价的大幅度下跌影响到其个人私利,甚至面临被解雇的可能,然而企业经营业绩在短期内是无法改变的,所以企业只能选择通过盈余管理的方式操纵企业的会计业绩。

4、媒体关注与盈余管理回归结果小结。表3、表4和表5分别列示了整体媒体关注、不同性质媒体关注以及不同媒体报道与企业应计项目盈余管理和真实活动盈余管理之间的回归结果,检验结果分别支持了假设1、假设2和假设3。即表明媒体关注的确会给企业带来市场压力,迫使企业管理层进行应计项目盈余管理和真实活动盈余管理;相对于政策导向媒体而言,

市场导向媒体关注给企业带来的市场压力更大,更可能导致管理层进行盈余管理活动;相对于负面媒体报道而言,正面媒体报道给企业带来的市场压力也更大,也更可能导致企业管理层进行盈余管理活动,包括应计项目盈余管理和真实活动的盈余管理。

(三)内部控制对媒体关注的调节作用

表6列示了内部控制与不同性质媒体之间交互项的回归结果。通过检验交互项系数的符号和显著性可知,内部控制与市场导向媒体之间的交互项与酌量性费用盈余管理的相关系数在10%的水平下呈现显著的负向相关关系,与应计项目盈余管理的相关系数以及与销售性活动盈余管理的相关系数虽然不显著,但是系数符号为负号;内部控制与政策导向媒体之间的交互项与酌量性费用盈余管理的相关系数在5%的水平下呈现显著的负向相关关系,与生产

表5 媒体不同报道与盈余管理的回归结果

指标	正面媒体报道					负面媒体报道				
	DAC	EM_cfo	EM_prod	EM_exp	EM-proxy	DAC	EM_cfo	EM_prod	EM_exp	EM_proxy
Log (media)	0.014*** (3.469)	0.061 (1.052)	0.028*** (4.214)	0.084** (2.268)	0.169** (2.053)	0.008 (1.264)	0.103 (1.244)	-0.001 (-0.129)	0.064 (1.017)	0.201 (1.634)
SIZE	-0.008** (-2.245)	0.013 (0.256)	-0.017*** (-3.122)	-0.033 (-1.049)	0.036 (0.522)	-0.003 (-0.812)	0.041 (0.709)	-0.014** (-2.020)	-0.098** (-2.235)	0.053 (0.618)
LEV	0.028 (1.469)	0.247 (0.937)	0.012 (0.415)	0.418** (2.472)	0.263 (0.704)	-0.002 (-0.089)	-0.160 (-0.467)	-0.003 (-0.064)	0.393 (1.510)	-0.145 (-0.286)
Growth	0.001* (1.959)	0.050*** (6.874)	0.008*** (9.675)	0.345*** (74.168)	0.402*** (39.060)	0.001* (1.834)	0.050*** (6.938)	0.008*** (9.708)	0.346*** (63.394)	0.403*** (37.820)
TOP1	0.001 (1.432)	0.001 (0.062)	0.001*** (3.861)	-0.001 (-0.590)	0.001 (0.041)	0.001* (1.694)	0.001 (0.081)	0.001*** (2.618)	0.001 (0.140)	0.001 (0.082)
D_state	-0.012* (-1.795)	-0.059 (-0.617)	-0.017 (-1.567)	0.017 (0.274)	-0.049 (-0.358)	-0.012 (-1.277)	0.026 (0.207)	-0.022 (-1.512)	0.026 (0.277)	0.104 (0.561)
D_audit	-0.024 (-1.329)	-0.070 (-0.280)	-0.019 (-0.668)	-0.090 (-0.556)	-0.230 (-0.644)	-0.033 (-1.633)	-0.188 (-0.680)	-0.013 (-0.414)	0.024 (0.112)	-0.248 (-0.603)
截距	0.175** (2.398)	-0.110 (-0.109)	0.360*** (3.122)	0.645 (0.990)	-0.568 (-0.394)	0.097 (1.104)	-0.613 (-0.517)	0.318** (2.304)	2.231** (2.467)	-0.642 (-0.363)
观测值	490	490	490	490	490	278	278	278	278	278
AdjR ²	0.133	0.176	0.266	0.220	0.269	0.115	0.196	0.322	0.237	0.245
F值	5.160	6.795	10.830	31.80	11.640	4.180	4.750	8.315	23.60	8.940

性成本盈余管理的相关系数虽然不显著,但是呈现负向相关关系。由表6的回归结果可知,内部控制能够减轻媒体关注市场压力下企业管理层的酌量性费用盈余管理活动。回归结果一定程度上支持了假设4。

表7列示了内部控制与媒体不同报道之间的交互项回归结果。通过观测交互项系数的符号和显著性可以得知,内部控制与正面媒体报道之间的交互项与应计项目盈余管理的相关系数在10%的水平下呈现显著的负向相关关系,与销售活动盈余管理以及生产性成本盈余管理之间的相关系数虽然不显著,但均呈现负向关系;内部控制与负面媒体报道之间的交互项与应计项目盈余管理的相关系数在5%的水平下呈现显著的负向相关关系,与销售性盈余管理、生产性成本盈余管理及酌量性费用盈余管理之间的相关系数也同样不显著,但是均呈现负向

关系。回归结果表明内部控制能够减轻媒体关注市场压力下管理层的应计项目盈余管理行为。回归结果再次支持了假设4。

表6、表7列示的回归结果均在一定程度上支持了假设4。即内部控制质量比较高的公司能够减轻媒体关注市场压力下企业管理层的应计项目盈余管理和酌量性费用盈余管理活动。

(四)稳健性检验

为了进一步确保上述媒体关注的市场压力假说结论的稳定性,本文还对上述研究结论进行稳健性检验。按照盈余管理动机强度区分不同公司进行检验,区分标准主要是基于样本公司是否要有增发、重大违规行为等,最后分样本的研究结论与整体样本研究结论基本一致。另外本文还对采用加入代替企业盈利能力的资产收益率(ROA)的修正Jones模型计算可操控性应计项目的盈余管理程度,然后再以模型(1)为基

表6 内部控制对不同性质媒体关注调节作用的回归结果

指标	对市场导向媒体的调节作用					对政策导向媒体的调节作用				
	DAC	EM_cfo	EM_prod	EM_exp	EM-proxy	DAC	EM_cfo	EM_prod	EM_exp	EM-proxy
Log (media)	-0.003 (-0.448)	0.026 (0.468)	-0.029 (-1.543)	0.053 (0.498)	0.084 (0.651)	0.007 (0.636)	0.109 (1.234)	0.002 (0.055)	0.210 (1.268)	0.273 (1.354)
Aud	-0.023 (-0.942)	0.037 (0.1983)	-0.060 (-0.984)	-0.152 (-0.437)	-0.149 (-0.351)	-0.013 (-0.852)	0.007 (0.056)	-0.052 (-1.325)	-0.139 (-0.632)	0.132 (0.492)
M*aud	-0.008 (0.532)	-0.009 (-0.077)	0.002 (0.042)	-0.357* (-1.741)	0.329 (1.319)	0.003 (0.153)	0.064 (0.382)	-0.025 (-0.445)	-0.643** (-2.053)	0.577 (1.511)
SIZE	-0.018*** (-3.282)	0.001 (0.022)	-0.007 (-0.473)	-0.186** (-2.338)	-0.054 (-0.557)	-0.020*** (-3.770)	-0.013 (-0.307)	-0.016 (-1.153)	-0.207*** (-2.693)	-0.074 (-0.794)
LEV	0.082*** (3.093)	0.279 (1.373)	-0.003 (-0.050)	0.617 (1.623)	0.350 (0.757)	0.086*** (3.235)	0.301 (1.479)	0.010 (0.141)	0.665* (1.748)	0.408 (0.880)
Growth	0.005*** (17.495)	0.009*** (3.848)	0.037*** (50.439)	0.035*** (8.319)	0.081*** (15.98)	0.005*** (17.559)	0.008*** (3.823)	0.037*** (50.522)	0.034*** (8.311)	0.080*** (15.985)
TOP1	0.001*** (2.731)	0.005 (1.595)	0.002** (2.007)	0.010* (1.813)	0.013* (1.926)	0.001*** (2.824)	0.005 (1.644)	0.002** (2.120)	0.010* (1.922)	0.013** (2.015)
D_state	-0.022** (-2.007)	-0.042 (-0.491)	-0.018 (-0.627)	0.004 (0.023)	0.044 (0.223)	-0.022* (-1.938)	-0.032 (-0.374)	-0.020 (-0.695)	0.047 (0.295)	0.092 (0.472)
D_audit	-0.019 (-0.625)	-0.054 (-0.229)	-0.019 (-0.250)	-0.121 (-0.276)	-0.305 (-0.569)	-0.020 (-0.655)	-0.078 (-0.323)	-0.019 (-0.243)	-0.174 (-0.396)	-0.363 (-0.678)
截距	0.381*** (3.320)	-0.011 (-0.012)	0.224 (0.772)	3.570** (2.165)	0.998 (0.497)	0.412*** (3.645)	0.253 (0.292)	0.363 (1.262)	3.955** (2.439)	1.389 (0.703)
观测值	669	669	669	669	669	669	669	669	669	669
AdjR ²	0.373	0.141	0.101	0.098	0.304	0.373	0.144	0.200	0.104	0.307
F值	20.850	6.475	13.40	4.612	15.550	20.870	6.609	13.70	4.884	15.820

础进行检验,得出的研究结果基本和上述实证研究结论一致。出于节省篇幅的考虑,不对上述稳健性检验进行报告。

五、结论与启示

本文以2010—2011年期间深市A股上市公司为样本,研究媒体关注与企业应计项目盈余管理和真实活动盈余管理之间的关系。研究发现,媒体关注与企业应计项目盈余管理及真实活动盈余管理之间的相关系数均呈现正向相关关系,表明媒体关注会给企业带来压力,迫使管理层为了满足市场对盈余的预期不得不进行应计项目盈余管理,甚至是真实活动的盈余管理。同时,还

发现相对于政策导向媒体而言,市场导向媒体的关注给企业带来的市场压力更大,企业更可能选择进行应计项目盈余管理以及真实活动盈余管理,尤其是真实活动中的生产性成本盈余管理以及酌量性费用盈余管理。另外,进一步研究还发现,相对于负面媒体报道而言,正面媒体报道给企业带来的压力也更大,管理层更可能进行盈余管理活动,尤其是通过操控应计项目以及真实活动中的生产性成本以及酌量性费用,从而满足资本市场对企业盈余的预期。研究结论进一步支持了媒体关注的市场压力假说。

随后,我们检验内部控制质量好的公司是否能够减少媒体关注市场压力下管理层的盈余管理行为。研究发现,内部控制质量好的公司能够

表7

内部控制对媒体不同报道调节作用的回归结果

指标	对媒体正面报道的调节作用					对媒体负面报道的调节作用				
	DAC	EM_cfo	EM_prod	EM_exp	EM-proxy	DAC	EM_cfo	EM_prod	EM_exp	EM-proxy
Log (media)	0.017*** (3.684)	0.064 (0.988)	0.026*** (3.577)	0.076* (1.831)	0.163* (1.765)	0.015** (2.206)	0.115 (1.216)	0.006 (0.514)	0.076 (1.060)	0.196 (1.390)
Aud	0.013 (0.916)	-0.024 (-0.120)	-0.027 (-1.180)	0.035 (0.271)	0.034 (0.120)	0.019 (1.177)	0.068 (0.308)	0.007 (0.282)	0.346** (2.091)	0.110 (0.337)
M*aud	-0.013* (-1.749)	-0.013 (-0.107)	-0.008 (-0.553)	0.027 (0.345)	0.020 (0.114)	-0.029** (-2.274)	-0.051 (-0.287)	-0.025 (-1.244)	-0.070 (-0.530)	0.007 (0.027)
SIZE	-0.008** (-2.144)	0.015 (0.302)	-0.016*** (-2.909)	-0.037 (-1.170)	0.032 (0.460)	-0.004 (-1.004)	0.037 (0.616)	-0.014** (-1.995)	-0.123*** (-2.716)	0.046 (0.518)
LEV	0.030 (1.582)	0.250 (0.942)	0.011 (0.376)	0.414** (2.438)	0.261 (0.694)	0.003 (0.117)	-0.150 (-0.433)	0.001 (0.036)	0.412 (1.585)	-0.141 (-0.275)
Growth	0.001** (2.088)	0.050*** (6.847)	0.008*** (9.643)	0.344*** (73.566)	0.402*** (38.720)	0.001* (1.819)	0.050*** (6.846)	0.008*** (9.697)	0.345*** (63.284)	0.403*** (37.423)
TOP1	0.001 (1.469)	0.005 (0.112)	0.001*** (3.936)	-0.001 (-0.678)	0.001 (0.020)	0.001* (1.938)	0.001 (0.108)	0.001*** (2.732)	0.001 (0.158)	0.001 (0.078)
D_state	-0.011 (-1.635)	-0.053 (-0.552)	-0.016 (-1.497)	0.012 (0.201)	-0.050 (-0.365)	-0.012 (-1.317)	0.020 (0.157)	-0.021 (-1.449)	-0.019 (-0.195)	0.091 (0.479)
D_audit	-0.024 (-1.344)	-0.073 (-0.288)	-0.021 (-0.728)	-0.083 (-0.516)	-0.222 (-0.621)	-0.030 (-1.467)	-0.186 (-0.664)	-0.008 (-0.255)	0.010 (0.047)	-0.270 (-0.649)
截距	0.165** (2.247)	-0.164 (-0.159)	0.343*** (2.943)	0.736 (1.116)	-0.488 (-0.334)	0.103 (1.166)	-0.558 (-0.459)	0.315** (2.237)	2.641*** (2.889)	-0.521 (-0.288)
观测值	488	488	488	488	488	277	277	277	277	277
AdjR ²	0.136	0.172	0.266	0.120	0.168	0.166	0.189	0.323	0.138	0.144
F值	4.838	6.053	9.807	8.800	8.820	7.971	4.218	7.586	10.400	7.680

减少媒体关注市场压力下的盈余管理行为,对于应计项目盈余管理以及酌量性费用盈余管理行为的减少尤其显著。研究结论表明作为公司治理内部机制的内部控制能够与公司治理外部非正式治理机制的媒体监督相互作用,共同发挥有效的治理作用,为监管部门提供了参考性意见。

最后,本文的研究结果非但不能像已有研究那样验证了媒体的有效监督功能,反而支持了市场压力假说,即媒体关注会给企业带来市场压力,迫使管理层不得不通过应计项目盈余管理或者真实活动盈余管理行为,从而满足资本市场对企业盈余的预期。本文并没有试图否认媒体关注的监督功能和治理功能,相反地,我

们认为更应该加强对媒体监督机制的建设,以更为有效地发挥媒体的治理作用。

参考文献:

- ①程小可、郑立东、姚立杰:《内部控制能否抑制真实活动盈余管理?——兼与应计盈余管理之比较》,《中国软科学》2013年第3期。
- ②高蕾:《推进中小型民营企业内部控制环境建设》,《宏观经济研究》2003年第5期。
- ③贺建刚、魏明海、刘峰:《利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究》,《管理世界》2008年第10期。
- ④李辽宁:《国外企业盈余管理动机研究:一个基于契约观的整合框架》,《宏观经济研究》2012

年第10期。

⑤李培功、沈艺峰:《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》2010年第4期。

⑥孙光国、莫冬燕:《内部控制对财务报告可靠性起到保护作用了吗?——来自我国上市公司的检验证据》,《财经问题研究》2012年第3期。

⑦吴超鹏、叶小杰、吴世农:《媒体监督、政治关联与高管变更——中国的经验证据》,《经济管理》2012年第2期。

⑧夏立军:《国外盈余管理计量方法述评》,《外国经济与管理》2002年第10期。

⑨于忠泊、田高良、齐保垒:《媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察》,《管理世界》2011年第9期。

⑩张维迎:《产权安排与企业内部的权力斗争》,《经济研究》2000年第6期。

⑪Bushee, B.J., Core, J.E., Guay, W. and Hamm, S. J.W., The role of the business press as an information intermediary. *Journal Of Accounting Research*, Vol.48, No.1, 2010.

⑫Chan, W.S., Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines. *Journal Of Financial Economics*, Vol.70, No.2, 2003.

⑬Chen, C.W., Pantzalis, C. and Park, J.C., Press coverage and stock prices' deviation from fundamental value. *Journal Of Financial Research*, Vol.36, No.2, 2013.

⑭Dechow, P.M., Sloan, R.G. and Sweeney, A.P., Detecting earnings management. *Accounting Review*, Vol.70, No.2, 1995.

⑮Dyck, A., Volchkova, N. and Zingales, L., The corporate governance role of the media: Evidence from Russia. *Journal Of Finance*, Vol.63, No.3, 2008.

⑯Dyck, A. and Zingales, L., Private benefits of control: An international comparison. *Journal Of Finance*, Vol.59, No.2, 2004.

⑰Fang, L. and Peress, J., Media coverage and the cross-section of stock returns. *Journal Of Finance*,

Vol.64, No.5, 2009.

⑱Fields, T.D., Lys, T.Z. and Vincent, L., Empirical research on accounting choice. *Journal Of Accounting And Economics*, Vol.31, No.3, 2001.

⑲Healy, P.M. and Wahlen, J.M., A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Vol.13, No.4, 1999.

⑳Joe, J.R., Why press coverage of a client influences the audit opinion. *Journal Of Accounting Research*, Vol.41, No.1, 2001.

㉑Joe, J.R., Louis, H. and Robinson, D., Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol.44, No.3, 2009.

㉒Miller, G.S., The press as a watchdog for accounting fraud. *Journal Of Accounting Research*, Vol.44, No.5, 2006.

㉓Roychowdhury, S., Earnings management through real activities manipulation. *Journal Of Accounting And Economics*, Vol.42, No.3, 2006.

㉔Tetlock, P.C., Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *Journal Of Finance*, Vol.62, No.3, 2007.

㉕Tetlock, P.C., All the news that's fit to reprint: Do investors react to stale information. *Review Of Financial Studies*, Vol.24, No.5, 2011.

㉖Vega, C., Stock price reaction to public and private information. *Journal Of Financial Economics*, Vol.82, No.1, 2006.

㉗Weisbach, M.S., Outside directors and CEO turnover. *Journal Of Financial Economics*, Vol.82, No.1-2, 1988.

(作者单位:东北财经大学会计学院、中国内部控制研究中心)

责任编辑 徐敬东