

媒体监督的公司治理作用 ——基于股权激励公司的经验研究

肖淑芳, 彭智佳, 刘颖

(北京理工大学 管理与经济学院, 北京 100081)

摘要: 选择2006年1月1日至2011年6月30日期间宣告股权激励方案的上市公司为样本,利用新闻搜索引擎搜集样本公司股权激励的媒体报道,通过内容分析法辨别出其中的负面报道,采用负面的股权激励媒体报道数量度量负面媒体关注度,采用公司对媒体报道的反应程度即媒体关注效果表征媒体的公司治理作用,运用逻辑回归方法研究了媒体监督的公司治理作用。研究结果表明,负面媒体关注度越高的公司越倾向于修订其股权激励方案,以回应媒体的质疑,完善自身的激励管理机制。

关键词: 媒体监督; 负面报道; 公司治理; 股权激励

中图分类号: F270.7

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2014)01-0046-06

随着公司治理内外部环境不断完善和资本市场的逐步成熟,媒体监督对公司治理的影响作用越来越重要,例如蓝田、科龙、银广夏和安然等重大财务造假事件被揭开的过程中,媒体都起到了关键性作用。自2006年1月1日证监会颁布实施了《上市公司股权激励管理办法(试行)》之后,到目前为止已经公告了400多个股权激励方案,部分方案已经付诸实施。股权激励已经成为我国上市公司对管理层进行长期激励的重要方式。由于股权激励的实施涉及到广大股东的利益,因此公告股权激励计划会引起广大股东和社会公众的关注。社会公众的关注点也正是媒体的聚焦点,特别是管理层滥用职权实施有损股东利益的股权激励方案的行为。例如一些媒体报道认为某些上市公司的股权激励方案设置了偏低的行权条件以便管理层能够轻松地获得股权激励收益,达不到真正的激励效果,不能提升企业业绩,反而有损股东利益。那么这些股权激励方面的负面报道能不能督促企业对自身的股权激励方案进行相应修订,完善自身的激励管理机制,起到一定的公司治理作用呢?希望本文通过对上述问题的回答,进一步丰富媒体监督的公司治理作用领域的研究。

一、理论分析与假设提出

国内外学者对媒体是否能够督促公司改正违规行为,完善治理机制进行了一定的研究。Fama和

Jensen (1983)研究表明,考虑到未来薪酬和职业发展前景,经理人往往十分重视自身的声誉,由于负面报道会伤及经理人的声誉,因而他们通常会采取积极措施应对负面报道^[1]。Craven and Marston (1997)从公司投资者关系管理角度来看,认为媒体是投资者关系管理的重要客体,在投资者关系管理中发挥双重作用:其一,作为公司信息披露的载体,媒体向资本市场传递相关信息;其二,媒体对公司的行为进行有效的外部监督^[2]。Dyck和Zingales (2004)报告说,媒体能有效降低控制权的私人收益^[3]。Miller (2006)的研究表明,媒体在揭示会计丑闻的过程中起了关键性作用^[4]。Joe (2009)发现,被媒体曝光的董事会效率低下的公司通常会采取积极措施来提高董事会效率^[579-605]。周新军(2003)通过案例采用规范研究法发现,媒体监督能够提高公司治理水平,并就如何保证媒体监督作用的有效发挥提出政策建议^[6]。严晓宁(2008)采用规范研究方法分析媒体在上市公司治理中所扮演的角色和功能,认为媒体具有降低信息不对称、监管、协调等功能^[7]。李培功和沈艺峰(2010)实证分析发现,随着媒体曝光新闻数量的增加,上市公司改正违规行为的概率也随之提高,证实了我国媒体报道具有一定的公司治理作用,而该治理作用的发挥是通过引起相关行政机构的介入实现的^[8]。李建标(2010)构建了一个媒体监督与公司治理的理论模型,认为媒体公司治理功能主要通过声誉和市场等传导机制间接地起作

收稿日期: 2013-02-26

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(7117217, 71102110)

作者简介: 肖淑芳(1957—),女,教授,博士, E-mail: xiaoshufangblg@sina.com

用,其力度和方向受到媒体的客观性、公司的公共关系努力以及共同社会规范的价值取向等一系列因素的影响^[9]。Pistor(2005)从法律视角出发,研究发现中国对中小投资者的法律保护不够完善,靠诉讼警示约束管理者缺乏效度,不能尽早或及时发现并解决管理者可能损害公司利益的行为^[10]。贺建刚(2008)的案例研究,通过对五粮液公司2003年之后的关联交易和现金股利的追踪分析,发现法律处罚对企业管理者的威胁并不大,主要是因为管理者很多有损股东权益的行为并不明显违反法律规定^[11]。章六红(2011)同样基于法律的研究视角分析公司治理中媒体发挥的重要作用,认为公司治理需要媒体监督的参与,其原因在于媒体可以填补其他治理机制存在的诸多不足^[12]。

基于利益相关者理论,公司治理是一个多力量共同博弈的过程,除了股东、客户和供应商等第一层次的利益相关者外,媒体和其他能够影响公司的人属于第二层次的利益相关者。媒体能够行使监督管理的职能,这种监督是一种非正式的外部监督机制,可以增加公司透明度,提升外部投资者和政府对公司的认知度,更好地督促管理者提高公司运营效率,避免或改正有损股东和公司利益的行为。而这种监督作用的实现主要通过声誉机制达成。Fama(1980)认为一旦高管从事损害股东利益的机会主义活动,他面临着被起诉或公司倒闭等风险,在行业内的地位也会下降,这不仅影响个人尊严,同时也降低了自身竞争力^[13]。Dyck(2008)研究表明媒体不仅影响管理层的声誉,直接对管理层施加压力,督促他们改善治理机制;同时也对政府等监管者的声誉进行影响,使得监管政策制度有所调整,间接提升公司治理水平^[14]。Liebman和Milhaupt(2007)经验证据表明证交所的公开批评通过声誉机制显著影响了公司治理水平,促使高管及时改正违规行为^[15]。股权激励是通过将管理层利益和公司未来发展相结合从而使管理层能够更好地为提升

公司价值和维护股东利益服务。但在股权激励方案设计以及实施过程中,某些高层管理者会通过设计较低的行政业绩考核标准和较低的行权价格,或者通过盈余管理、会计造假、操纵信息披露等手段使激励对象轻松获取股权激励收益,这严重损害了公司和广大股东的利益。媒体对这些现象的揭露,很大程度上会影响着管理层和公司的声誉,因此会促使管理层采取纠正行为,完善股权激励方案以期恢复声誉,在这个过程中媒体起到了公司治理的作用。因此,本文提出以下假设:

其他条件一定,负面媒体关注度越高,被报道公司越倾向于修订股权激励方案,以回应媒体质疑。

二、样本选择与变量定义

(一)样本选择

本文选择《上市公司股权激励管理办法(试行)》公布后2006年1月1日至2011年6月30日宣告股权激励方案的深沪上市公司作为样本公司,然后根据以下标准进行筛选:(1)剔除期间曾经或正在被ST的公司,因为他们涨跌幅限制不同于正常股票,会影响其股价波动,在其他方面也与正常公司有所不同,受到了更加严厉的监管;(2)考虑到媒体报道的检索方式,剔除股票名称容易引起歧义的公司,据此剔除了农产品(000061)和星期六(002291)两家;(3)剔除终止股权激励计划的公司,这些公司之所以终止股权激励计划主要是因为市价低于行权价,其股权激励计划失去了激励作用;(4)考虑到新闻时效性,公告日后短期内的股权激励负面新闻对1年之后公司修订股权激励方案的行为影响较小,所以将公告日和修订日间隔超过1年的样本公司剔除。经过以上筛选,我们得到203个样本公司,其中修订股权激励方案的公司有123个,未修订的有80个。公告日与修订日间隔期间报道数分布如表1所示。

表1 修订股权激励方案公司的负面报道和时间分布表

| 公告日与修订日间隔月份 | 4个月 | 3个月 | 2个月 | 1个月 | 0个月 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 大于或等于该间隔月份后修订方案公司数 | 81.00 | 105.00 | 116.00 | 122.00 | 123.00 |
| 占修订方案公司总数的百分比/% | 65.85 | 85.37 | 94.31 | 99.19 | 100.00 |
| 公告日与修订日间隔月份期间负面报道数 | 2 667.00 | 2 554.00 | 2 435.00 | 1 860.00 | 165.00 |

从表1可以看出,修订日与公告日间隔时间越长,搜集到的负面媒体报道越多,但样本公司数越少。考虑到分析结果的可靠性,保证样本公司保留率达到85%以上,搜集尽可能多的负面媒体报道,

本文采用公告日与修订日的间隔在3个月以上的公司作为观察样本,样本公司保留率可达85.37%,获得的负面新闻数量达2554条。据此,再剔除公告日与修订日在3个月以内的样本公司,最终获得样

本公司 185 个,其中修订股权激励方案的样本公司 105 个,未修订的样本公司仍然是 80 个。稳健性检验中还会采用公告日与修订日的间隔在 2 个月和 1 个月以上的公司作为研究样本。

(二) 变量选择

1. 媒体关注度

媒体关注度采用股权激励媒体报道数量进行度量,包括重复报道的数量。因为重复报道的新闻虽然不包含新信息,但仍然可以吸引投资者注意,这是国内外学者表征媒体关注度的常用方法,例如饶育蕾(2010)用互联网上与上市公司相关的网络新闻数量来构建媒体注意力指标^[6]、Fang 和 Peress(2009^[7])利用权威报纸上的相关文章数量来衡量媒体关注度。负面媒体关注度用负面媒体报道数量的自然对数表示,这是借鉴了 Nguyen-Dang(2003)利用谷歌搜索引擎检索关键词,然后采用内容分析法对报道内容进行分析,构建正面媒体曝光指数的做法^[18]。本文通过手工检索样本公司股权激励公告后 3 个月内关于股权激励的全部负面报道,对报道内容进行分析,将全部负面新闻分为以下三类:一是行权价格和行权业绩考核标准偏低,使得激励对象比较容易达到行权条件并以较低的成本拥有股权;二是激励高管人数比例过大,而激励技术骨干数量过少或授予其股份过少等有关激励对象方面的负面报道;三是股权激励计划违反了相关规章制度。这些负面新闻都可能会导致企业进行股权激励方案的修订。

2. 媒体关注效果

对于媒体的公司治理作用,本文选择公司对媒体报道的反应程度进行度量,即媒体关注效果。参考 Dyck(2008)^[14]的做法,若公司对媒体曝光反应积极,本文特指公司遭到媒体曝光后,采取修订股权

激励方案的更正措施为反应积极,赋值为 1;若公司对媒体曝光无动于衷,本文特指没有因此修订股权激励方案,则赋值为 0。

本文研究所需的股权激励媒体报道来源是百度新闻(<http://news.baidu.com/>),据其官网统计其新闻来源目前已经涵盖了 1 000 多个综合和地方新闻网站以及报刊杂志广播电视媒体网站,而且没有收录企业自身网站的信息。因此利用百度新闻搜索引擎获取媒体报道数据具有一定的可操作性、完整性和客观性。

3. 控制变量

除媒体负面报道外,其他因素也会影响到企业修订股权激励方案。例如,大型上市公司自身内部治理水平较高,所以其制定的股权激励初始方案较为完备,需要修订的可能性较小。据此,本文使用总资产平均账面价值的对数来控制这一因素,并预测它的回归系数符号为负。此外,我们还控制了机构投资者的持股比例。Joe(2009)指出,机构投资者“用脚投票”的成本很高^{[5]579-605}。通过媒体曝光向上市公司施加压力,机构投资者能够实现完善公司治理的目的(Gillan, 2006^[19]; Kahan and Rock, 2006^[20])。“用脚投票”的成本越大,其自身的公司监管就越加严格,所以机构投资者持股比例越大的公司制定的股权激励方案也越完备,需要修订的概率也越小。因此,本文使用机构投资者持股比例作为控制变量,并预测它的回归系数符号为负。由于本文研究的是股权激励媒体报道,所以还需要引入股权激励特征变量进行控制,包括激励比例和激励总人数。股权激励人数和激励比例数据从上市公司股权激励公告中手工收集得到;公司性质、总资产和机构投资者持股比例等财务数据来自 WIND 数据库。

上述所有变量定义和说明如表 2 所示。

表 2 变量定义和说明

| 变量类型 | 变量符号 | 变量说明 |
|----------|-----------------|------------------------------|
| 被解释变量 | Media-affection | 媒体关注效果,修订股权激励方案赋值 1,没有修订赋值 0 |
| 解释变量 | Ln(NNEWSi, 3) | 负面媒体关注度,公告后 3 个月内负面新闻数量的自然对数 |
| 公司基本特征变量 | Ins-ownership | 机构投资者的持股比例 |
| | Size | 公司规模,总资产自然对数或年收入自然对数 |
| | Natio | 公司性质,国有上市公司取 1,否则取 0 |
| 股权激励特征变量 | Proportion | 激励比例,股权激励份额占总股份数比例 |
| | Person | 激励人数,股权激励总人数的自然对数 |

三、实证分析结果

利用百度搜索引擎检索到的有关股权激励新闻总数量共 50 560 条,其中负面新闻数量共 2 966

条,占 5.87%,剩余的新闻报道基本上为不附加评论只陈述事实的中性新闻报道。表 3 列示了股权激励方案公告后 3 个月内负面媒体报道数量的统计结果。

表3 负面媒体报道数量统计结果

| 公司类别 | 公司数量 | 负面报道数量 | 平均每家公司负面报道数量 | 报道总数量 | 平均每家公司报道数量 |
|----------|--------|----------|--------------|-----------|------------|
| 修订公司 | 105.00 | 2 554.00 | 24.32 | 26 252.00 | 250.020 |
| 未修订公司 | 80.00 | 412.00 | 5.15 | 24 308.00 | 303.850 |
| 修订/未修订之比 | 1.31 | 6.20 | 4.11 | 1.08 | 0.820 |
| 合计 | 185.00 | 2 966.00 | 16.18 | 5 056.00 | 273.300 |

从表3可以看到,修订股权激励方案的公司要多于未修订的公司;修订股权激励方案的公司公告日后3个月内的平均每月负面新闻数量要远远多于未修订公司的负面新闻数量,前者约为后者的4.11倍,而其平均每月新闻总数量仅为后者的0.82倍。也就是说,尽管两者的新闻总数量相差不多,但是修订股权激励方案的公司负面新闻数量远远大于未修订的公司。

为了进一步验证修订和未修订股权激励方案的公司其负面媒体关注度是否存在显著差异,本文

对修订和未修订股权激励方案的公司负面媒体关注度进行两个独立样本差异性检验,结果如表4所示。

差异性检验结果表明,修订方案公司和未修订方案公司的负面媒体关注度具有显著差异,初步证实了修订方案公司的负面媒体关注度要显著高于未修订公司的负面媒体关注度。

本文采用Backward的逻辑回归方法对媒体监督的公司治理作用进行检验,回归结果如表5所示。

表4 差异性检验结果

| 检验方法 | Z值 | P值 |
|----------------------|--------|-------|
| Mann-Whitney U | -4.852 | 0.000 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | 2.314 | 0.000 |

表5 媒体报道与公司治理逻辑回归结果

| 媒体关注效果 | Step 1 | Step 2 | Step 3 | Step 4 | Step 5 |
|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Natio | -0.564 (1.377) | -0.564 (1.417) | -0.564 (1.436) | | |
| Size | -0.425* (3.009) | -0.448* (3.441) | -0.245 (2.424) | -0.299** (4.098) | -0.281* (3.583) |
| Proportion | 4.306 (0.653) | | | | |
| ln(NNEWSi,3) | 0.557*** (22.379) | 0.557*** (22.444) | 0.553*** (22.263) | 0.551*** (22.459) | 0.563*** (23.6) |
| Person | 0.21* (2.714) | 0.216* (2.875) | 0.198 (2.48) | 0.199* (2.896) | |
| Ins_ownership | -2.535** (4.591) | -2.379** (4.223) | -2.403** (4.277) | -2.777** (6.074) | -3.085*** (7.787) |
| Sizeincome | 0.204 (1.001) | 0.228 (1.275) | | | |
| Constant | 4.135 (1.419) | 4.251 (1.595) | 4.682 (1.998) | 5.809* (3.445) | 6.247** (3.954) |
| 卡方 | 51.789 | 50.84 | 49.535 | 48.081 | 45.527 |
| 预测准确率 | 70.80% | 70.80% | 71.40% | 73.00% | 68.60% |
| 拟合优度 | 0.328 | 0.322 | 0.315 | 0.307 | 0.293 |

注: *、**、*** 分别表示在 0.10, 0.05, 0.01 置信水平下显著。

从表5可以看出,Step4的预测准确率为73%,是预测准确率最高的模型。Step4中的所有自变量的回归系数都具有统计上的显著性。模型说明,负面媒体关注度的回归系数为0.551, Wald值为22.459,在1%置信水平上显著,也就是说,负面股权激励媒体报道越多的企业越倾向于修订股权激励方案,验

证了本文的假设,一定程度上说明媒体报道能够对企业的公司治理产生影响,发挥了重要的外部监督作用。激励人数的回归系数在10%置信水平上显著,即激励人数越多,公司越倾向于修订股权激励方案。本文认为可能的原因是,股权激励人数越多,激励对象发生变动的概率就越大,所以一旦其中某

个或某些激励对象离职,方案中的激励人员名单就会发生变化。公司规模和机构投资者持股比例的回归系数都显著为负,这与本文预测的结果一致。规模越大的公司或机构持股比例越高的公司,其内部公司治理结构更加完善,自我约束程度更高,所以制定的股权激励方案更为完善,修订的情况会更少。

四、稳健性检验

上述分析采用的是股权激励计划公告日后3个月内的负面新闻数量的对数表征媒体负面关注

度。在稳健型检验中,笔者将使用公告日后3个月内负面新闻数量占新闻总数量比例($NNEWS_3/NEWS_3$)、公告后2个月内负面新闻数量的对数 $\ln(NNEWS_{i,2})$ 、公告后1个月内负面新闻数量的对数 $\ln(NNEWS_{i,1})$ 来表征媒体负面关注度;之前的逻辑回归检验采用的是逐步向后法(Backward),稳健性检验中将采取进入法(Enter)。沿用之前Backward方法给出了最优拟合模型,控制变量包括公司规模、激励人数、机构投资者持股比例,自变量为负面媒体关注度。Enter法的逻辑回归的稳健性检验结果如表6所示。

表6 稳健性检验结果

| 媒体关注效果 | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 |
|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| Size | -0.239*(2.936) | -0.249*(3.230) | -0.242*(3.274) |
| $NNEWS_3/NEWS_3$ | 12.884*** (13.936) | | |
| $\ln(NNEWS_{i,2})$ | | 0.520*** (19.802) | |
| $\ln(NNEWS_{i,1})$ | | | 0.504*** (15.080) |
| Person | 0.225*(3.162) | 0.271** (4.864) | 0.238** (4.439) |
| Ins-ownership | -2.615** (5.654) | -2.139** (4.109) | -1.208 (1.543) |
| Constant | 4.572 (2.389) | 4.529 (2.380) | 4.533 (2.590) |
| 预测正确率/% | 71.90 | 70.40 | 66.30 |
| 拟合优度 | 0.274 | 0.271 | 0.217 |
| 卡方 | 42.311 | 44.022 | 35.25 |

注: *、**、*** 分别表示在 0.10, 0.05, 0.01 置信水平下显著。

表6说明,无论是以公告后3个月内负面新闻数量占新闻总数量比例表征负面媒体关注度,还是以公告后2个月内负面新闻数量对数或公告后1个月内负面新闻数量对数表征负面媒体关注度,它们的回归系数都在1%置信水平下显著为正。即其他条件一定,负面媒体关注度越高的公司越倾向于修订股权激励方案,媒体监督对公司治理会产生一定影响;其他的检验结果也与之之前逻辑回归一致,

这进一步证实了本文假设。

五、结论

本文实证分析发现,负面的股权激励新闻越多的公司越倾向于修订股权激励方案,以回应媒体的质疑。说明媒体报道对上市公司有一定的监督职能,在完善公司治理、保护投资者利益等方面发挥了一定的作用。

参考文献:

- [1] Fama Eugene, Michael Jensen. Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 301-325
- [2] Craven B M, Marston C L. Investor relations and corporate governance in large UK companies [J]. Corporate Governance: An International Review, 1997(5): 137-151
- [3] Dyck, Alexander, Luigi Z. Private benefits of control: an international comparison [J]. Journal of Finance, 2004(59): 537-600.
- [4] Miller, Greg. The press as a watching for accounting fraud [J]. Journal of Accounting Research, 2006(44): 1001-1033.
- [5] Joe J, Henock L, Dahlia R. Managers' and investors' responses to media exposure of board ineffectiveness [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009(44): 579-605.
- [6] 周新军. 公司治理结构与媒体监督 [J]. 经济研究参考, 2003(9): 42-49.
- [7] 严晓宁. 媒体在上市公司治理中的角色和功能 [J]. 经济管理, 2008, 30(9): 72-76.
- [8] 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.

- [9] 李建标,张斌,李朝阳. 媒体监督与公司治理:一个理论模型[J]. 郑州大学学报,2010,43(3):75-78.
- [10] Pistor, Katharina and Chenggang Xu. Governing stock markets in transition economics: lessons from China [J]. American Law and Economics Review, 2005(7): 184-210.
- [11] 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[J]. 管理世界,2008(10):141-164.
- [12] 章六红. 公司治理尤需媒体公器[J]. 董事会,2010(6):90-91.
- [13] Fama, Eugene F. Agency problems and theory of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1980, 88(2):288-307.
- [14] Dyck, Alexander, Natalya Volchkova, Luigi Zingales. The corporate governance role of the media: evidence from Russia [J]. Journal of Finance, 2008, 63(3): 1093-1135.
- [15] Benjamin L, Liebman, Curtis J, Milhaupt. Reputational sanctions in China's securities market [J]. Columbia Law Review, 2008 (929):942.
- [16] 饶育蕾,王攀. 媒体关注度对新股表现的影响——来自中国股票市场的证据[J]. 财务与金融, 2010(3):1-7.
- [17] Lily Fang, Joel Peress. Media coverage and the cross-section of stock returns [J]. Journal of Finance, 2009(5):2023-2052.
- [18] Nguyen-Dang, Bang. Is more news good news? media coverage of CEOs, firm value and rent extraction [R]. ASSA/AFE Boston Meetings Paper, 2006.
- [19] Stuart I, Gillan. Recent developments in corporate governance: an overview[J]. Journal of Corporate Finance, 2006 (12):381-402.
- [20] Kahan, Marcel, Edward Rock. Hedge funds in corporate governance and corporate control[R]. Institute for Law and Economic Research Paper, 2006:6-16.

Corporate Governance Role of Media Supervise

—Empirical Evidence from Companies that Implement Equity Incentive Plans

XIAO Shufang, PENG Zhijia, LIU Ying

(School of Management and Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081, China)

Abstract: A test is conducted on listed companies that implemented equity incentive plan as samples after the announcement of the “Measures for the Administration of Equity Incentives of Listed Companies (trial)” between January 1st, 2006 and June 30st, 2011. A news search engine is used to collect the sample companies’ equity incentive, and identify the negative media coverage by using content analysis method. The degree of negative media attention is measured by the number of negative equity incentive media report, and the corporate governance role of the media is measured by the degree of responses to the media reports. The logistic analysis is applied to study corporate governance role of media supervision. The conclusion is that with more negative equity incentive reports, the company is more likely to amend the equity incentive program to respond to the median question and consummate its incentive management mechanism. To some extent, our research confirmed that media can oversight listed companies and play a positive role of improving corporate governance so as to protect the interests of investors.

Key words: media supervise; negative reports; corporate governance; equity incentive

[责任编辑:箫姚]