

媒体报道与企业外部融资

邵志浩¹ 才国伟²

(1.青岛大学经济学院,山东 青岛 266100;2.中山大学岭南学院,广东 广州 510275)

摘要:新闻媒体的信息传播与舆论引导功能在解决信息不对称等方面发挥着越来越重要的中介作用。本文利用中国A股上市公司的媒体报道数据,实证检验了媒体报道对企业外部融资的影响,研究发现,媒体关注度的上升和媒体正面报道倾向的增强均能够扩大企业的股权融资规模和债权融资规模。进一步研究发现,媒体关注度和媒体正面报道倾向对外部融资总量产生正向作用,且媒体正面报道倾向对股权融资的影响大于对债权融资的影响;媒体关注度的提高和媒体正面报道倾向的增强同时具有企业外部融资规模增加的助推效应和外部融资规模减少的减缓效应;媒体的正面报道越多,企业的外部融资规模越大;媒体的负面报道越多,企业的外部融资规模越小。另外,媒体报道对企业外部融资的影响具有递减的中长期效应。

关键词:媒体关注度;媒体正面报道倾向;股权融资;债权融资

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2020)04-0015-12

一、引言

融资约束问题一直是制约企业成长和经济发展的瓶颈。世界银行调查报告显示,与其他国家相比,我国企业的融资约束问题更为严重,75%的被调查企业将融资约束视为自身发展的主要障碍^[1]。企业融资方式包括内部融资和外部融资,外部融资又可区分为股权融资和债权融资。在现实中,企业的内部融资额度往往受到内部现金流的限制。当企业面对良好的投资机会,而内部融资又不能满足企业的投资需求时,企业就需要借助外部融资方式来弥补资金缺口。因此,外部融资是影响企业发展的重要因素^[2],也已成为政府、学术界和业界共同关心的热点问题。

20世纪以来,随着新闻传媒市场的快速发展,媒体力量的崛起逐渐成为一种重要的社会现象。在西方,新闻媒体甚至被视为独立于立法权、司法权和行政权的“第四方权力,在监督治理和资源配置中发挥重要作用。党的十九大报告明确指出,“坚持正确舆论导向,高度重视传播手段建设和创新,提高新闻舆论传播力、引导力、影响力、公信力”。因此,现阶段关于媒体问题的研究具有重要的现实意义。

收稿日期:2019-11-08

基金项目:国家自然科学基金项目“媒体报道与公司治理:监督企业还是被企业捕获?”(71372146);山东省社会科学规划研究项目“负面事件曝光期山东省企业的策略性媒体管理行为研究”(19DJJJ02)

作者简介:邵志浩(1986—),男,山东青州人,青岛大学经济学院讲师,博士;

才国伟(1979—),男,河北唐山人,中山大学岭南学院教授,博士生导师。

作为一种重要的法律外制度,媒体角色已经受到学术界的广泛关注,其在经济和政治活动中的作用也逐渐得到证实。在公司治理领域,新闻媒体可以减少公司管理层的隐性收益^{[3][4]},曝光企业财务舞弊现象^[5],监督公司改正侵害投资者利益的行为^{[6][7]}。在金融市场中,媒体报道能够发挥信息中介作用,有利于传播企业内部真实信息,缓解投资者与企业的信息不对称问题,影响股市交易和股票价格^{[8][9]}。在政治领域,媒体报道会影响社会大众的思想意识,改变选民的投票行为,并对政治结果产生影响^{[10][11]}。

纵观以往研究,现有文献主要从公司治理和资产价格等方面探讨媒体报道在企业层面的作用,也有少数文献考察了媒体报道对资本成本的影响^[12],但是学术界关于媒体报道与企业外部融资规模的研究相对匮乏。那么,媒体报道的信息中介作用是否会对企业的外部融资规模产生影响?从理论上来说,一方面,媒体关注能够提高企业的信息透明度,降低投资者面临的信息不对称程度,有助于企业获取外部资金;另一方面,媒体正面(负面)报道传递企业经营管理的利好(利空)消息,提高(降低)投资者对企业的认可度,增强(削弱)投资者的投资意愿,从而提高(降低)企业的外部融资规模。因此,媒体报道可能会通过信息传播作用于企业的外部融资规模,并且不同性质的媒体报道对企业外部融资规模的影响可能存在差异。基于以上考虑,本文利用我国A股上市公司新闻报道的季度数据,从不同层面构建媒体报道多维指标,系统考察媒体报道对企业外部融资规模的影响。

本文的贡献主要体现在:第一,利用手工收集和整理的媒体报道大样本数据,从外部融资的视角同时检验了媒体关注度和媒体正面报道倾向在金融市场中的信息中介作用^①,丰富了公司层面有关媒体报道作用的研究;第二,考察并验证了媒体报道是企业股权融资和债权融资的重要影响因素,并探讨媒体报道对股权融资和债权融资影响的差异性,拓展了企业融资相关领域的研究;第三,将外部融资区分为规模增加组和规模减少组,将媒体报道区分为正面报道和负面报道,分别考察融资规模增减和不同性质报道对新闻媒体与企业外部融资关系的差异化影响,拓展了媒体报道与企业融资在异质性方面的研究。

二、理论分析和研究假设

(一) 股东对媒体信息的依赖性

我国上市公司的融资特点与经典融资结构理论存在显著区别。与内源融资和债权融资相比,我国上市公司具有强烈的股权融资偏好,主要原因是股权融资的低成本和大股东控制权的隐性收益等^{[13][14]}。我国的股票市场经历了蓬勃发展但尚不完善,具有信息相对不透明、信息收集成本较高和监管环境较宽松等特征^[15],而媒体报道作为重要的信息中介,自然而然地成为投资者获取更多企业信息并进行投资决策的重要途径。

在股票市场中,投资者大体可区分为个人投资者和机构投资者。我国的资本市场尚不发达,个人投资者在交易人数和交易量方面占据绝对优势。由于调研成本和专业知识的限制,个人投资者在获取信息方面处于绝对弱势地位。随着传媒行业的发展,媒体不仅能够简单地转载企业公告和提供资本市场信息,更重要的是对企业行为和高管决策等方面进行全面分析并提供原创性信息^[9]。因此,媒体报道是个人投资者进行投资决策和投资行为的重要信息来源。与个人投资者相比,机构投资者虽然具有信息获取优势^[16],但仍不能掌握企业的全部内部信息。在现实中,机构投资者在搜集处理信息的同时,更多的是在卖方分析师研究报告的基础上进行信息的再加工^[17]。而分析师行为又不可避免地受到媒体报道的影响。Agarwal和Hess(2012)发现分析师预测与宏观经济新闻存在很强的相关性^[18]。谭松涛等(2015)认为媒体报道能够明显降低分析师的预测偏差和预测乐观度^[19]。因此,媒体报道也成为机构投资者直接或间接获取信息的重要途径。总之,不管是个人投资者还是机构投资者,其投资信息均不同程度地来源于媒体报道,而媒体报道对股票价格的影响也同样说明了投资者对媒体报道的依赖性。

(二) 债权人对媒体信息的依赖性

债权融资是企业另一个重要的外部资金来源,具体包括银行信贷、债券融资和商业信贷等方式。债权融资的内容虽然因具体的债务人、债权人不同而存在差异,但各种债权融资均具有企业破产清算时债权人先于股东求偿和债权人承担最终风险的特点,这就使得债权人对债务人破产时的求偿成本和清偿能力尤为关注^[20]。而媒体报道作为有效的信息传播载体,在很大程度上满足了债权人的信息获取需求。

目前银行融资仍然是我国企业最主要的债权融资途径。相对于企业股东,特别是中小股东而言,银行在获取企业内部信息方面有更好的渠道^[21]。但是,由于企业普遍存在着逆向选择和道德风险行为,银行并不能总是将信贷资源配置给拥有最佳投资机会的企业^[22]。因此,作为信息优势方的银行也在一定程度上存在信息不对称问题,需要依赖媒体等公共渠道所提供的各种信息进行信贷决策^[23]。近年来,随着我国债券市场突飞猛进的发展,债券市场提供了银行贷款之外的另一种债权融资渠道。信用评级是债券市场的定价基础和风险测量准绳,但我国债券市场的信用评级可信度却一直饱受质疑^[24],这就需要信息不完全的投资者借助媒体报道辨别企业债券的真实投资价值。债权融资的第三种方式是商业信用融资,即由于延期付款或预收账款所形成的买方向卖方的短期融资。在商业信贷中,企业是否愿意为对方提供商业信用取决于彼此的信任程度和对方的声誉^[25],而媒体的报道则向商业信用供给方传播了需求方的私有信息,有助于减小坏账发生的概率。总之,虽然债权融资的内容存在明显差异,但各种债权人均不可避免地受到媒体报道的影响。

(三) 媒体报道对企业外部融资的影响

在上市公司透明度低、信息不对称严重、缺乏有效控制与监督机制的情况下,股东和债权人很难辨别公司的真实投资价值^[26],而新闻媒体通过深入地调查和分析,可以将企业内部信息及时提供给投资者。首先,由于拥有广泛便利的信息渠道和人、财、物等资源方面的规模优势,媒体能够相对容易地获取企业各种公开和非公开的第一手资料,并形成较为全面和准确的信息集;其次,媒体(特别是财经媒体)工作者具有熟练的企业信息提炼加工能力,能够从丰富的信息集中凝练出关键、重要的信息,并整合成易于公众理解的多元化观点;最后,媒体具有天然的信息传播能力,再加上媒体之间经常相互转载,保证了企业内部信息传播的及时性、广泛性和有效性。

作为一种信息中介,媒体报道可通过两种机制影响企业股权融资和债权融资。一方面,媒体报道影响企业的信息透明度。媒体参与市场的过程实质上构成了对信息收集、生产、整合和传递环节的全方位介入,从而为降低企业与投资者之间的信息不对称程度提供了有效途径。如果媒体对企业的关注度较高,说明企业的信息较透明,股东和债权人投资该企业股票和债务的意愿增强。这样,市场资金就会从媒体关注度低的企业流入媒体关注度高的企业,使得媒体关注度高的信息透明企业更容易提高外部融资规模。另一方面,媒体报道影响企业的社会声誉。媒体正面的信息披露使投资者对企业的发展形成良好的预期,股东和债权人要求的风险补偿减少,企业的外部融资规模相应扩大。与正面报道相反,媒体负面的信息披露传递着企业的利空信息,投资者会要求更高的收益来补偿投资行为承担的高风险,从而引起企业融资成本的上升和外部融资规模的缩小^[12]。总之,媒体关注度和媒体正面报道倾向可能通过信息和声誉两种路径,同时对企业股权融资规模和债权融资规模产生影响。根据以上分析,本文提出如下研究假设:

假设 1:媒体关注度的上升和媒体正面报道倾向的增强均有助于提高企业的股权融资规模;

假设 2:媒体关注度的上升和媒体正面报道倾向的增强均有助于提高企业的债权融资规模。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文选取 2003~2012 年中国 A 股上市公司的季度数据作为研究样本,媒体数据主要来源于 CNKI《中国重要报纸全文数据库》^②。在辨别媒体报道性质时,本文借鉴李培功和沈艺峰(2010)^[7]、

才国伟等(2015)^[27]、邵志浩和才国伟(2019)的方法^[28],具体来说:首先,使用“标题查询”和“主题查询”,以我国所有上市公司的名称为关键词进行检索。然后,将搜索得到的公司报道全部手工下载。最后,通过人工阅读法,剔除无关报道以及由于重大事件而导致报道频数异常多的样本,并将新闻报道区分为负面报道、正面报道和中性报道。另外,本文将媒体样本分为三类,分别是:(1)全部报纸;(2)《中国证券报》《上海证券报》《证券日报》《证券时报》《经济观察报》《中国经营报》《21世纪经济报道》《第一财经日报》共8份权威性报纸;(3)《中国证券报》《上海证券报》《证券日报》《证券时报》共4份上市公司信息披露法定报纸。

此外,本文中用到的股票收益率数据来自 Wind 数据库,其他数据来自 CSMAR 数据库。为了保证研究结果的有效性,本文对样本数据进行如下筛选:(1)剔除金融类公司、B 股公司和资不抵债的公司;(2)剔除样本期间内变量存在缺失值的样本;(3)对连续变量进行上下 1%的 Winsorize 处理,以避免异常值的干扰。本文所有变量均选用季度数据,并使用 Stata13 进行数据处理和统计分析。

(二)回归模型与变量说明

本文构建面板固定效应模型(1)来研究媒体报道对企业股权融资的影响,构建面板固定效应模型(2)来研究媒体报道对企业债权融资的影响,具体如下:

$$\text{Equity}_{i,t} = a + \beta \text{Media}_{i,t} + r \text{Control}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{Debt}_{i,t} = a + \beta \text{Media}_{i,t} + r \text{Control}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

1.被解释变量。本文的被解释变量为外部融资(Financing),具体包括股权融资和债权融资:

(1)股权融资(Equity):定义为股权融资规模占总资产的比值。参考 Covas 和 Haan(2011)以及吴华强等(2015)的做法^{[29][30]},本文构建股权融资指标为:Equity=(股东权益账面价值增加额-留存收益增加额)/滞后一期总资产。

(2)债权融资(Debt):定义为债权融资规模占总资产的比值。同样参考 Covas 和 Haan(2011)以及吴华强等(2015)的做法^{[29][30]},本文构建债权融资指标为:Debt=总负债的增加额/滞后一期总资产。

2.解释变量。本文的解释变量为媒体报道(Media),具体包括媒体关注度和媒体正面报道倾向:

(1)媒体关注度(Atten):一般用媒体报道的数量来衡量。但是现实中信息环境好的公司容易获取外部资金,同时也更有可能受到媒体的关注,这可能导致本文的研究存在内生性问题,需要排除企业基本面因素的干扰。另外,媒体报道对企业外部融资的影响通过信息和声誉两种机制实现,为了更准确地考察媒体关注度的净效应,需要剔除媒体正面报道倾向的作用。因此,本文以“ln(1+全部报纸报道总数量)”为被解释变量,以企业规模、资产负债率、账面市值比、资产收益率、股票回报率等企业基本面信息以及“ln(1+全部报纸正面报道数量)-ln(1+全部报纸负面报道数量)”为解释变量进行回归分析,得到的残差即为全部报纸的媒体关注度(AttenAll)。

(2)媒体正面报道倾向(Slant):一般用媒体正负面报道之差表示。但根据上述分析,按照同样的思路,研究媒体正面报道倾向对企业外部融资的影响需要剔除企业基本面和媒体关注度等因素的干扰。因此,本文以“ln(1+全部报纸正面报道数量)-ln(1+全部报纸负面报道数量)”为被解释变量,以企业规模、资产负债率、账面市值比、资产收益率、股票回报率等企业基本面信息以及“ln(1+全部报纸报道总数量)”为解释变量进行回归分析,得到的残差即为全部报纸的媒体正面报道倾向(SlantAll)。

3.控制变量。参考 Leary 和 Roberts(2014)^[31]、McLean 和 Zhao(2014)以及吴华强等(2015)的做法^{[32][30]},本文同时控制其他因素的影响。控制变量的定义见表 1。

四、实证检验与分析

(一)描述性统计分析

本文主要变量的描述性统计见表 2。可以发现,在 Panel A 中,股权融资变量(Equity)的均值

0.008 小于债权融资变量(Debt)的均值 0.021,说明平均而言,我国的债权融资规模大于股权融资规模。全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的均值大于 0,说明平均而言,与负面报道相比,媒体更倾向于报道企业的正面新闻。全部报纸关注度(AttenAll)和正面报道倾向(SlantAll)的标准差分别为 0.412 和 0.392,说明媒体报道在不同企业间存在较大的差异。

表 1 控制变量的定义及计算方法

变量名称	变量符号	变量定义
产权性质	SOE	实际控制人持股性质为国有股,定义为 1;否则为 0
托宾 Q	Q	托宾 Q 的自然对数
股票收益率	Return	公司股票的季度日平均收益率
内部现金流	Cashflow	(现金及现金等价物净增加额-筹资活动产生的现金流量净额)/总资产
企业规模	Size	营业总收入的自然对数
息税前利润率	EBIT	(净利润+所得税费用+财务费用)/总资产
账面市值比	MB	总资产/市场价值
有形资产比率	Tangible	有形资产/总资产
资产负债率	Leverage	总负债/总资产
行业固定效应	Industry FE	制造业的分类按照中国证监会公布的二级分类标准确定,其他行业的分类按照一级分类标准确定
时间固定效应	Quarter FE	根据所在年份和季度确定
个体固定效应	Firm FE	根据公司个体确定

在 Panel B 中,产权性质(SOE)的均值为 0.404,说明上市公司中民营企业数量多于国有企业。内部现金流(Cashflow)的均值为负,说明平均而言企业的现金流表现为净流出。股票收益率(Return)和息税前利润率(EBIT)的均值都为正,托宾 Q(Q)和企业规模(Size)的均值较大,说明整体上我国上市公司经营和发展状况良好。账面市值比(MB)的均值为 0.727,说明平均而言企业的市场价值大于总资产。有形资产比率(Tangible)的均值为 0.956,说明平均而言企业的有形资产占到总资产的 95%以上。资产负债率(Leverage)的均值为 0.468,说明平均而言我国企业的总资产大于总负债。

进一步地,为了初步考察媒体报道与企业外部融资之间的关系,本文进行了 Pearson 相关系数分析。结果发现,媒体报道各个变量与股权融资和债权融资之间的相关系数均显著为

正,这在一定程度上表明媒体关注度高和媒体正面报道倾向强的企业获取了更多的外部资金。另外,媒体关注度与媒体正面报道倾向之间的相关系数也显著为正,说明媒体关注度高的企业,其正面报道倾向也较强。股权融资与债权融资之间的相关系数也显著为正,说明股权融资规模大的企业也获得了更多的债权融资。

(二)媒体报道与企业股权融资

本文利用模型(1)来检验媒体报道对企业股权融资的影响。在基准回归中,被解释变量选取股权融资(Equity),解释变量选取全部报纸关注度指标(AttenAll)和全部报纸正面报道倾向指标(SlantAll),回归结果见表 3。

从表 3 的回归结果可以发现,在以股权融资(Equity)为被解释变量的回归中,第(1)(2)列全部报纸关注度(AttenAll)的回归系数在 1%的水平上均显著为正,说明媒体关注度的上升有助于提高企

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Panel A:被解释变量和解释变量的描述性统计					
Equity	51217	0.008	0.044	-0.058	0.433
Debt	51327	0.021	0.075	-0.185	0.351
AttenAll	51327	0.646	0.412	-0.413	2.115
SlantAll	51327	0.354	0.392	-0.324	1.778
Panel B:控制变量的描述性统计					
SOE	51327	0.404	0.491	0.000	1.000
Q	51327	0.394	0.419	-0.251	1.856
Return	51327	0.001	0.004	-0.009	0.013
Cashflow	51327	-0.022	0.080	-0.278	0.208
Size	51327	20.252	1.491	16.335	24.135
EBIT	51327	0.037	0.040	-0.081	0.189
MB	51327	0.727	0.250	0.156	1.285
Tangible	51327	0.956	0.052	0.722	1.000
Leverage	51327	0.468	0.203	0.040	0.912

注:此表的样本量为各个控制变量均无缺失的统计情况。股权融资变量(Equity)中少数数据的缺失导致其样本量比其他变量的样本量略少。下表同。

业的股权融资规模。第(3)(4)列全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的回归系数同样均在1%的水平上显著为正,说明媒体正面报道倾向的增强能够帮助企业获得更多的股权融资。第(5)列全部报纸关注度(AttenAll)和全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的回归系数均在1%的水平上显著为正,说明媒体报道对企业股权融资的回归结果是稳健的,本文的假设1得到证实。由此可见,媒体对企业的报道能够传递有用信息,影响企业的股权融资规模。第一,媒体通过深入调查,收集有关企业经营管理方面的内部信息,并通过报道的途径对外传播,可以提高公众对企业的关注度,降低股东获取信息的成本,增进投资者对企业的认识,缓解企业与股东之间的信息不对称问题。因此,媒体关注度越高,企业股权融资规模越大。第二,媒体机构具有专业的信息提炼和整合能力,在企业发展存在不确定性的情况下,新闻媒体对企业的正负面报道是股东投资的重要参考信息,直接影响股东对企业价值的认知和辨别,从而引导股东增加正面报道公司的投资并减少负面报道公司的投资。因此,媒体正面报道倾向越强,企业股权融资规模越大。

表 3 媒体报道与企业股权融资

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
AttenAll	0.0097 *** (14.46)	0.0065 *** (9.54)			0.0054 *** (7.50)
SlantAll			0.0078 *** (11.19)	0.0053 *** (7.48)	0.0024 *** (3.30)
截距项	0.0014 *** (3.20)	0.0363 ** (2.19)	0.0049 *** (20.25)	0.0343 ** (2.07)	0.0369 ** (2.23)
Control	否	是	否	是	是
Adjusted R ²	0.006	0.035	0.003	0.034	0.035
N	53990	50408	53990	50408	50408

注:***、**、* 分别表示通过1%、5%和10%的显著性检验;括号内为稳健t统计量;限于篇幅,控制变量的回归结果未列示,留存备案;第(1)列和第(3)列为不加入控制变量的回归结果,因为控制变量的数据缺失不会减少初始样本量,所以此处的样本量大于表2的样本量。下表同。

(三)媒体报道与企业债权融资

本文利用模型(2)来检验媒体报道对企业债权融资的影响。在基准回归中,被解释变量选取债权融资(Debt),解释变量选取全部报纸关注度指标(AttenAll)和全部报纸正面报道倾向指标(SlantAll),回归结果见表4。

表 4 媒体报道与企业债权融资

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
AttenAll	0.0083 *** (7.63)	0.0086 *** (7.80)			0.0069 *** (5.55)
SlantAll			0.0097 *** (8.73)	0.0074 *** (6.20)	0.0037 *** (2.75)
截距项	0.0162 *** (23.29)	0.1460 *** (4.99)	0.0181 *** (46.71)	0.1437 *** (4.93)	0.1470 *** (5.03)
Control	否	是	否	是	是
Adjusted R ²	0.001	0.054	0.002	0.054	0.054
N	54111	50474	54111	50474	50474

从表4的回归结果可以发现,在以债权融资(Debt)为被解释变量的回归中,第(1)(2)列全部报纸关注度(AttenAll)的回归系数均在1%的水平上显著为正,说明媒体关注度的提高增加了企业的债权融资规模。第(3)(4)列全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的回归系数同样均在1%的水平上显著为正,说明媒体正面报道倾向的增强有利于企业获得更多的债权融资。第(5)列全部报纸关注度(AttenAll)和全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的回归系数均在1%的水平上显著为正,说明媒体报道对企业债权融资的回归结果是稳健的,本文的假设2得到证实。上述结果表明,媒体报道作为有效

的信息传播载体,同样影响企业的债权融资规模。媒体报道确实隐含着丰富的内容,通过传递企业内部信息,能够满足债权人的信息获取需求,在很大程度上降低贷款方面面临的信息不对称程度。债权人对媒体报道的关注和正负面信息的解读,有助于及时获取企业真实信息,准确把握企业发展状况并鉴别出企业的优劣,从而迅速调整投资决策和投资行为,将资金从信息透明度低和负面报道多的劣质企业转移到信息透明度高和正面报道多的优质企业。因此,媒体报道通过影响企业信息透明度和社会声誉两种机制,在企业债权融资中发挥了重要且积极的作用。媒体关注度高和媒体正面报道倾向强的企业,其债权融资规模更大。

(四)稳健性检验

本文进行如下稳健性检验来考察基准回归结论的可靠性^③：

第一,改变报纸样本的统计范围。根据全部报纸关注度和正面报道倾向的构造方法,分别构建八大报纸关注度和正面报道倾向以及四大报纸关注度和正面报道倾向。在改变报纸样本后,媒体关注度和正面报道倾向对企业外部融资的正向影响仍然成立。

第二,改变企业外部融资的定义方法。参考 Covas 和 Haan(2011)以及吴华强等(2015)的做法^{[29][30]},本文重新构建外部融资指标,其中:股权融资=股东权益账面价值增加额/滞后一期总资产;债权融资=(短期借款的增加额+长期借款的增加额+应付债券的增加额)/滞后一期总资产。在改变被解释变量的衡量方式后,媒体报道对企业外部融资仍然具有促进作用。

第三,媒体报道与企业外部融资的差分模型。为进一步控制可能遗漏的不随时间变化的因素对研究结论的干扰,本文还使用差分模型考察媒体关注度和媒体正面报道倾向对企业外部融资的影响,主回归结果保持不变。

第四,基于 PSM 方法控制内生性。考虑到企业融资时可能通过媒体进行形象管理,从而引起媒体关注度的上升和媒体正面报道倾向的增强,这导致本文的研究可能存在样本选择偏误等内生性问题。为此,本文参考 Gurun 和 Butler(2012)^[33]、才国伟等(2015)以及邵志浩和才国伟(2019)的研究方法^{[27][28]},采用倾向得分匹配法(PSM)研究媒体报道对企业外部融资的影响。首先,构造媒体关注度和媒体正面报道倾向的虚拟变量(Dummy1 和 Dummy2)。如果企业的媒体关注度(AttenAll)和媒体正面报道倾向(SlantAll)分别大于行业年度中位数,则 Dummy1 和 Dummy2 分别取 1,反之取 0;然后,估计 Probit 模型并计算虚拟变量(Dummy1 和 Dummy2)的概率得分;接着,根据概率得分和最近邻匹配方法,从 Dummy1 和 Dummy2 为 0 的企业中挑选样本,为 Dummy1 和 Dummy2 等于 1 的企业进行匹配;最后,基于新的配对样本,对上文的主要结果重新进行检验。在对样本进行匹配后,本文基准回归中的研究结论依然成立。

第五,基于 Heckman 两步法控制内生性。为了最大限度地避免研究的内生性问题,本文参考梁红玉等(2012)^[34]、熊艳和杨晶(2017)的做法^[35],进一步采用 Heckman 两步法研究媒体报道对企业外部融资的影响。第一步,用 Probit 模型估算媒体关注度(Dummy1)和媒体正面报道倾向(Dummy2)的概率,并分别计算逆米尔斯比(IMR);第二步,在基准模型(1)(2)的解释变量中加入 IMR 变量进行回归。结果显示,本文的研究结论仍然稳健。

五、进一步分析

(一)媒体报道与企业外部融资总量和结构

一方面,媒体关注度的提高和媒体正面报道倾向的增强可能导致企业增加了外部融资总额;另一方面,企业外部融资总量也许是相对固定的,媒体报道对股权融资和债权融资的影响可能存在差异,进而改变了企业管理层对融资方式的选择意愿和企业的外部融资结构。为此,本文进一步从企业外部融资的总量和结构两方面,考察媒体报道对企业股权融资和债权融资两者关系的影响。

本文定义被解释变量企业外部融资总量(Total)为股权融资与债权融资之和,即:Total=Equity+Debt;定义被解释变量企业外部融资结构(Structure)为股权融资与债权融资之比,即:Structure=

Equity/Debt。解释变量选取全部报纸关注度指标(AttenAll)和正面报道倾向指标(SlantAll)。其他变量的定义方法与模型(1)(2)一致,回归结果见表5。

表5 媒体报道与企业外部融资总量和结构

	外部融资总量(Total)				外部融资结构(Structure)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
AttenAll	0.0186*** (13.40)	0.0152*** (10.99)			-0.1413 (-0.56)	0.0570 (0.17)		
SlantAll			0.0175*** (12.06)	0.0126*** (8.48)			0.8380* (1.68)	1.2142* (1.84)
截距项	0.0171*** (19.24)	0.1904*** (4.96)	0.0229*** (45.46)	0.1859*** (4.86)	0.0136 (0.08)	-2.4843 (-0.77)	-0.3676** (-2.12)	-1.7382 (-0.52)
Control	否	是	否	是	否	是	否	是
Adjusted R ²	0.005	0.048	0.004	0.046	0.000	0.001	0.000	0.001
N	53990	50408	53990	50408	53987	50405	53987	50405

从表5的回归结果可以发现,在以外部融资总量(Total)为被解释变量的回归结果中,第(1)~(4)列全部报纸关注度(AttenAll)和全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的回归系数均在1%的水平上显著为正,说明企业外部融资总量并不是相对固定的,媒体关注度的提高和媒体正面报道倾向的增强使得企业管理层增加了外部融资总额。

在以外部融资结构(Structure)为被解释变量的回归结果中,第(5)~(6)列全部报纸关注度(AttenAll)的回归系数均不显著,说明在统计意义上,媒体关注度对股权融资和债权融资的影响程度不具有差异性,媒体关注度不会改变企业的外部融资结构。其中可能的原因是,信息透明是投资的基础条件,股权投资者和债权投资者都需要同等充分的媒体信息进行更为准确的投资决策。

在以外部融资结构(Structure)为被解释变量的回归结果中,第(7)~(8)列全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的回归系数均显著为正,说明媒体正面报道倾向的增强提高了企业股权融资与债权融资之比,媒体正面报道倾向对股权融资的影响大于债权融资,从而改变了企业的外部融资结构。其原因可能在于:一方面,权益合同是规定股权投资者剩余收益索取权的软约束契约,股东(特别是中小股东)防范信息风险的能力较弱,并且在我国的资本市场环境下,广大中小股东主要看重投资的短期收益,这会使得股权融资对媒体正面报道倾向非常敏感;另一方面,与权益合同不同,债务合同往往是一个包含利息支付、抵押品、到期日和再签约等条款的复合性硬约束契约,能够有效降低债权投资者面临的风险水平,再加上债权人更多关注企业在较长时间后能否履约还款,从而导致债权融资对短时间内的媒体正负面报道不如股权融资敏感。因此,在媒体正面报道倾向增强时,与债权融资相比,企业管理层可能更多地增加股权融资规模。

(二)媒体报道、融资规模增减与企业外部融资

由于我国上市公司外部融资规模增加和减少的情况同时存在,本文还根据股权融资和债权融资的规模增减将样本分组,分别考察媒体关注度的上升和媒体正面报道倾向的增强是否具有融资规模增加的助推效应和融资规模减少的减缓效应。回归结果如表6所示。

从表6可以发现,在以股权融资(Equity)为被解释变量的回归结果中,第(1)~(4)列规模增加组和规模减少组中全部报纸关注度(AttenAll)和全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的回归系数均在1%的水平上显著为正。在以债权融资(Debt)为被解释变量的回归结果中,第(5)~(8)列规模增加组和规模减少组中全部报纸关注度(AttenAll)和全部报纸正面报道倾向(SlantAll)的回归系数同样均显著为正。因此,媒体报道对企业外部融资增减的影响具有对称性,媒体关注度的提高和媒体正面报道倾向的增强不仅对企业外部融资规模增加具有助推效应,而且对外部融资规模减少具有缓解效应。上述结果表明,媒体报道能够影响投资者信念。企业外部融资增加(减少),说明投资者对该企业发展前景的预期良好(较差),而媒体对该企业的关注和正面报道,使投资者先前的信念得到加强(减

弱),并引导股东和债权人增加投资额度,从而促进(阻碍)企业外部融资规模进一步上升(下降)。

表 6 媒体报道、融资规模增减与企业外部融资

	股权融资(Equity)				债权融资(Debt)			
	规模增加组		规模减少组		规模增加组		规模减少组	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
AttenAll	0.0037 *** (5.67)		0.0061 *** (5.83)		0.0017 ** (2.02)		0.0018 * (1.75)	
SlantAll		0.0042 *** (5.60)		0.0035 *** (3.06)		0.0048 *** (5.01)		0.0023 * (1.94)
截距项	0.0371 *** (3.68)	0.0369 *** (3.63)	-0.0502 ** (-2.40)	-0.0503 ** (-2.40)	0.0804 *** (4.30)	0.0802 *** (4.30)	-0.1006 *** (-4.52)	-0.1008 *** (-4.53)
Control	是	是	是	是	是	是	是	是
Adjusted R ²	0.272	0.272	0.032	0.031	0.345	0.345	0.138	0.138
N	23680	23680	23474	23474	24703	24703	24164	24164

(三)媒体正负面报道与企业外部融资

媒体正面报道倾向的增强有助于提高企业的外部融资规模,而不同性质的媒体报道对企业外部融资的影响是不同的。本文以正面报道和负面报道为解释变量,进一步考察不同性质的媒体报道与企业外部融资之间关系的差异性。

参考基准模型中全部报纸关注度和正面报道倾向的构造方法,本文以“ln(1+全部报纸正面报道数量)”为被解释变量,以企业规模、资产负债率、账面市值比、资产收益率、股票回报率等企业基本面信息和“ln(1+全部报纸报道总数量)”以及“ln(1+全部报纸负面报道数量)”为解释变量进行回归分析,得到的残差即为全部报纸正面报道指标(PosAll)。同样地,以“ln(1+全部报纸负面报道数量)”为被解释变量,以企业规模、资产负债率、账面市值比、资产收益率、股票回报率等企业基本面信息和“ln(1+全部报纸报道总数量)”以及“ln(1+全部报纸正面报道数量)”为解释变量进行回归分析,得到的残差即为全部报纸负面报道指标(NegAll)。

本文选用模型(1)和模型(2)来检验不同性质的媒体报道对企业外部融资的影响。被解释变量选取股权融资(Equity)和债权融资(Debt),解释变量选取滞后一期的全部报纸正面报道指标(PosAll)以及负面报道指标(NegAll),回归结果见表 7。

表 7 媒体正负面报道与企业外部融资

	股权融资(Equity)				债权融资(Debt)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	PosAll	0.0030 *** (6.66)	0.0011 ** (2.35)			0.0038 *** (4.91)	0.0028 *** (3.50)	
NegAll			-0.0004 (-0.40)	-0.0023 ** (-2.49)			-0.0048 *** (-2.93)	-0.0029 * (-1.79)
截距项	0.0063 *** (29.92)	0.0377 ** (2.22)	0.0078 *** (73.28)	0.0355 ** (2.09)	0.0200 *** (54.50)	0.1538 *** (5.15)	0.0224 *** (113.61)	0.1491 *** (4.98)
Control	否	是	否	是	否	是	否	是
Adjusted R ²	0.001	0.032	0.000	0.032	0.001	0.053	0.000	0.053
N	51637	48916	51637	48916	51756	48982	51756	48982

从表 7 的回归结果可以发现,在以股权融资(Equity)为被解释变量的回归中,第(1)~(2)列全部报纸正面报道指标(PosAll)的回归系数均显著为正,说明媒体正面报道的增加有利于企业的股权融资。第(4)列全部报纸负面报道指标(NegAll)的回归系数显著为负,说明媒体负面报道对企业股权融资产生明显的负向效应。在以债权融资(Debt)为被解释变量的回归中,第(5)~(6)列全部报纸正面报道指标(PosAll)的回归系数均显著为正,说明媒体正面报道的增加同样有助于企业的债权融资。第(7)~(8)列全部报纸负面报道指标(NegAll)的回归系数均显著为负,说明媒体的负面报道不利于

企业的债权融资。上述结果表明,媒体正面报道和负面报道均具有信息含量,通过信息传播和舆论引导,影响市场资金的流向和配置。媒体的正面报道增强了股东和债权人的投资意愿,从而改善了企业的外部融资;而媒体的负面报道则会降低投资者对企业的认可度,从而恶化了企业的外部融资。

(四) 媒体报道对企业外部融资的中长期效应

作为一种强大的信息传播载体,媒体报道对企业融资可能具有中长期效应。本文对此进行了进一步的实证检验,回归模型如下:

$$\text{Equity}_{i,t} = a + \beta \text{Media}_{i,t-T} + r \text{Control}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{Debt}_{i,t} = a + \beta \text{Media}_{i,t-T} + r \text{Control}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

在模型(3)和(4)中,将企业外部融资前的媒体报道滞后 4 期,即下标 T 取 [0, 4] 之间的整数。媒体报道变量选取全部报纸关注度指标 (AttenAll) 和正面报道倾向指标 (SlantAll)。其他变量的定义方法与模型(1)和(2)一致,回归结果见表 8。

表 8 媒体报道对企业外部融资的中长期效应

	T=0	T=1	T=2	T=3	T=4
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Panel A: 被解释变量为 Equity, 解释变量为 AttenAll					
AttenAll	0.0065 *** (9.54)	0.0027 *** (4.11)	0.0021 *** (3.15)	0.0014 ** (1.96)	0.0018 ** (2.56)
截距项	0.0363 ** (2.19)	0.0385 ** (2.26)	0.0396 ** (2.27)	0.0303 * (1.73)	0.0345 * (1.91)
Control	是	是	是	是	是
Adjusted R ²	0.035	0.033	0.033	0.033	0.032
N	50408	48916	47517	46240	45056
Panel B: 被解释变量为 Equity, 解释变量为 SlantAll					
SlantAll	0.0053 *** (7.48)	0.0013 * (1.77)	0.0021 *** (2.75)	0.0032 *** (3.93)	0.0010 (1.34)
截距项	0.0343 ** (2.07)	0.0374 ** (2.20)	0.0398 ** (2.29)	0.0321 * (1.84)	0.0336 * (1.86)
Control	是	是	是	是	是
Adjusted R ²	0.034	0.032	0.033	0.033	0.032
N	50408	48916	47517	46240	45056
Panel C: 被解释变量为 Debt, 解释变量为 AttenAll					
AttenAll	0.0086 *** (7.80)	0.0063 *** (5.46)	0.0030 *** (2.82)	0.0023 ** (2.04)	0.0017 (1.50)
截距项	0.1460 *** (4.99)	0.1552 *** (5.20)	0.1607 *** (5.28)	0.1484 *** (4.92)	0.1493 *** (4.74)
Control	是	是	是	是	是
Adjusted R ²	0.054	0.054	0.053	0.051	0.052
N	50474	48982	47583	46305	45120
Panel D: 被解释变量为 Debt, 解释变量为 SlantAll					
SlantAll	0.0074 *** (6.20)	0.0032 *** (2.62)	0.0034 *** (2.80)	0.0024 ** (1.97)	-0.0004 (-0.31)
截距项	0.1437 *** (4.93)	0.1530 *** (5.13)	0.1614 *** (5.31)	0.1487 *** (4.94)	0.1470 *** (4.68)
Control	是	是	是	是	是
Adjusted R ²	0.054	0.053	0.053	0.051	0.052
N	50474	48982	47583	46305	45120

从表 8 可以发现,在以股权融资(Equity)为被解释变量的回归结果中,媒体关注度(AttenAll)的回归系数在企业外部融资的前 4 期均显著为正,媒体正面报道倾向(SlantAll)的回归系数在企业外部融资的前 3 期均显著为正。在以债权融资(Debt)为被解释变量的回归结果中,媒体关注度(Atte-

nAll)的回归系数在企业外部融资的前3期均显著为正,媒体正面报道倾向(SlantAll)的回归系数在企业外部融资的前3期均显著为正。并且,从总体上看,在所有的回归结果中,随着滞后期数的增加,媒体关注度和媒体正面报道倾向的回归系数逐渐减小并趋于稳定。这说明作为一种有效的信息中介,媒体报道传递的信息内容对股东和债权人具有一定的持续性影响,在企业外部融资中体现出中长期效应,并且这种效应随着时间的延长呈现递减的趋势。

六、结论与启示

本文通过手工搜集和整理我国A股上市公司媒体报道的季度大样本数据,从不同层面构造媒体报道的多维指标,较为系统和全面地研究了媒体报道对企业股权融资和债权融资的影响。研究发现:媒体关注度的上升和媒体正面报道倾向的增强均有助于提高企业的股权融资规模、债权融资规模 and 外部融资总量;媒体关注度对股权融资和债权融资的影响没有显著差异,而媒体正面报道倾向对股权融资的影响大于对债权融资的影响;媒体关注度的提高和媒体正面报道倾向的增强不仅对企业外部融资规模增加具有助推效应,而且对外部融资规模减少具有减缓效应;媒体正面报道对企业外部融资产生显著的正向影响;媒体负面报道对企业外部融资产生显著的负向影响;媒体报道对企业外部融资具有中长期效应,并且这种影响随着时间的延长呈现出递减的态势。

本文的研究不仅在理论上丰富了有关媒体报道领域和企业外部融资领域的文献,而且为监管部门提供了重要的现实启示:

首先,媒体对上市公司的关注能够增加企业的外部融资规模,这说明媒体报道在金融市场中发挥了重要的信息中介作用。因此,政府应继续推进媒体行业的产业化改革,进一步发展和完善我国的新闻媒体市场,促进媒体报道信息传播和资源配置功能的有效发挥。

其次,媒体正面报道倾向越强,企业的外部融资规模越大,这从深层次体现出媒体报道性质对股权投资和债权投资者产生显著影响。因此,政府部门应采取积极措施鼓励媒体提高报道的专业性和深入性,帮助股东和债权人获取更有参考价值的企业内部信息。

再次,媒体正面报道有利于改善企业外部融资,而媒体负面报道则会恶化企业外部融资,这为企业策略性披露媒体信息提供了利益基础。因此,监管机构应完善相关法律法规,防范企业通过操纵媒体报道来影响外部融资并获取非法利益的行为,确保资本市场良性健康发展。

最后,媒体正面报道倾向对股权融资的影响大于债权融资,表明股东和债权人在信息获取和风险防范的能力上具有差异性。因此,有关部门应重点保护股东的积极性和投资收益,这不仅为媒体作用的有效发挥提供了信息需求基础,而且有助于缓解企业的融资难、融资贵问题。

注释:

①媒体正面报道倾向是媒体正负面报道的综合指标,衡量媒体报道的性质和语气。具体构造方法见本文的研究设计部分。

②由于网络媒体数据难以下载和分析判断报道倾向,并且网络信息和报纸信息之间有很强的相关性,本文参考以往文献的常用做法,选用报纸作为媒体报道的数据来源。同时,2013年“中国传媒公信力论坛”发布的《“转型期的中国传媒公信力”调查报告》指出,在2012年以前,报纸的绝对公信力强于网络等新媒体。因此,本文将2012年作为研究的终止时间。

③限于篇幅,稳健性检验的回归结果留存备案。

参考文献:

[1] Claessens, S., Tzioumis, K. Measuring Firms' Access to Finance[R]. World Bank, 2006.

[2] Rajan, R. G., Zingales, L. Financial Dependence and Growth[J]. American Economic Review, 1998, 88(3): 559—586.

[3] Dyck, A., Zingales, L. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(2): 537—600.

[4] 罗进辉. 媒体报道与高管薪酬契约有效性[J]. 金融研究, 2018, (3): 190—206.

[5] Miller, G. S. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44(5): 1001—1033.

- [6] Dyck, A., Volchkova, N., Zingales, L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1093—1135.
- [7] 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.
- [8] 邵志浩, 才国伟. 媒体报道与股票收益[J]. *中山大学学报(社会科学版)*, 2017, (6): 193—204.
- [9] Bushee, B.J., Core, J.E., Guay, W., Hamm, S.J.W. The Role of the Business Press as an Information Intermediary[J]. *Journal of Accounting Research*, 2010, 48(1): 1—19.
- [10] Besley, T., Prat, A. Handcuffs for the Grabbing Hand? The Role of the Media in Political Accountability[J]. *American Economic Review*, 2006, 96(3): 720—736.
- [11] Della Vigna, S., Kaplan, E. The Fox News Effect: Media Bias and Voting[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2007, 122(3): 1187—1234.
- [12] 卢文彬, 官峰, 张佩佩, 邓玉洁. 媒体曝光度、信息披露环境与权益资本成本[J]. *会计研究*, 2014, (12): 66—71.
- [13] 蒋殿春. 中国上市公司资本结构和融资倾向[J]. *世界经济*, 2003, (7): 43—53.
- [14] 张祥建, 徐晋. 股权再融资与大股东控制的“隧道效应”[J]. *管理世界*, 2005, (11): 127—136.
- [15] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. *管理世界*, 2013, (7): 31—43.
- [16] Keswani, A., Stolin, D. Which Money is Smart? Mutual Fund Buys and Sells of Individual and Institutional Investors[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(1): 85—118.
- [17] 蔡庆丰, 杨侃. 是谁在“捕风捉影”: 机构投资者 VS 证券分析师——基于 A 股信息交易者信息偏好的实证研究[J]. *金融研究*, 2013, (6): 193—206.
- [18] Agarwal, V., Hess, D. Common Factors in Analysts' Earnings Revisions: The Role of Changing Economic Conditions[Z]. SSRN Working Paper, 2012.
- [19] 谭松涛, 甘顺利, 阚铎. 媒体报道能够降低分析师预测偏差吗? [J]. *金融研究*, 2015, (5): 192—206.
- [20] 潘越, 王宇光, 戴亦一. 税收征管、政企关系与上市公司债务融资[J]. *中国工业经济*, 2013, (8): 109—121.
- [21] Bharath, S.T., Sunder, J., Sunder, S.V. Accounting Quality and Debt Contracting[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(1): 1—28.
- [22] Stiglitz, J., Weiss, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information[J]. *The American Economic Review*, 1981, 71(3): 393—410.
- [23] 赖黎, 马永强, 夏晓兰. 媒体报道与信贷获取[J]. *世界经济*, 2016, (9): 124—148.
- [24] 马榕, 石晓军. 中国债券信用评级结果具有甄别能力吗? ——基于盈余管理敏感性的视角[J]. *经济学(季刊)*, 2015, (1): 197—216.
- [25] Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L. The Role of Social Capital in Financial Development[J]. *American Economic Review*, 2004, 94(3): 526—556.
- [26] 蒋琰. 权益成本、债务成本与公司治理: 影响差异性研究[J]. *管理世界*, 2009, (11): 144—155.
- [27] 才国伟, 邵志浩, 徐信忠. 企业和媒体存在合谋行为吗? ——来自中国上市公司媒体报道的间接证据[J]. *管理世界*, 2015, (7): 158—169.
- [28] 邵志浩, 才国伟. 媒体报道存在产权偏好吗? [J]. *南开经济研究*, 2019, (3): 160—180.
- [29] Covas, F., Haan, W.J.D. The Cyclical Behavior of Debt and Equity Finance[J]. *American Economic Review*, 2011, 101(2): 877—899.
- [30] 吴华强, 才国伟, 徐信忠. 宏观经济周期对企业外部融资的影响研究[J]. *金融研究*, 2015, (8): 109—123.
- [31] Leary, M.T., Roberts, M.R. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? [J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(1): 139—178.
- [32] McLean, R.D., Zhao, M. The Business Cycle, Investor Sentiment, and Costly External Finance[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(3): 1377—1409.
- [33] Gurun, U.G., Butler, A.W. Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(2): 561—598.
- [34] 梁红玉, 姚益龙, 宁吉安. 媒体监督、公司治理与代理成本[J]. *财经研究*, 2012, (7): 90—100.
- [35] 熊艳, 杨晶. 媒体监督与 IPO 业绩变脸: 甄别、传导还是治理[J]. *财贸经济*, 2017, (6): 66—79.

(责任编辑: 胡浩志)