

信息传播、媒体关注对上市公司利益相关者的影响*

——基于多变量多因素耦合的实证分析

李君艳¹, 田高良¹, 司毅^{1,2}

(1. 西安交通大学管理学院, 陕西 西安 710049;

2. 香港城市大学商学院, 香港)

内容提要:本文针对基于媒体的公司治理效应和作用机制单变量单因素非系统性分析的不足,提出了基于利益相关者多变量多因素耦合分析的方法。从信息传播视角出发,给出媒体关注对利益相关者影响的假设,提出利益相关者的利益综合评价指标,实现了上市公司在不同情况下对利益相关者利益的保护程度和支付能力的量度,并构建了媒体关注下的利益相关者连锁反应模型。以中国A股上市公司数据为样本验证假设,实证结果表明,媒体关注对上市公司利益相关者的整体利益具有积极的影响,对股东、债权人、客户、政府等的利益调节作用较明显。不同产权性质公司,对国有企业利益相关者会产生显著的差异性影响。此外,地区市场化程度对两者之间的关系具有重要的促进作用。本文加深了媒体的公司治理效应及作用机理的认知,对上市公司治理决策的制定、利益相关者利益的保护和公司价值的实现都具有一定的导向作用。

关键词:媒体关注;信息传播;公司治理;利益相关者;耦合分析

中图分类号:F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)07—0085—19

一、引言

从前几年的思科“棱镜门”、农夫山泉“标准门”、上海家化高层内斗、中储粮粮囤失火、三鹿奶粉破产,到2014年金宇车城、2015年京东商城、聚美优品“知假售假”,再到2016年大型公众公司万科因为股权问题闹到不可开交等一系列事件被媒体曝光后,因触及到相关利益方的自我中心主义思维,瞬间在受众间激起轩然大波,相关企业一时几乎到大厦将倾的地步。很多学者针对上市公司“被”媒体关注以及“媒体关联”的现象,围绕媒体在公司治理中的角色和作用机制展开讨论。但是,Gordon(1997)认为,让利益相关者满意才是企业努力的真正目标,尤其是客户利益相关者关系的管理,而媒体是企业管制利益相关者和次要利益相关者在环境问题上感知的主要压力(杨德锋等,2012),最终决定了企业执行前瞻型公司治理战略的可能性。

那么,媒体关注对基于多变量多因素耦合分析下上市公司主要利益相关者的利益到底有没有影响?虽然学术界已经就媒体对投资者股票收益的影响进行了研究,但是,有关媒体关注与利益相关者团体利益间的关系分析较为欠缺。本文试图就这个问题展开讨论,对媒体关注、公司治理和利益相关者间关系进行梳

收稿日期:2017-02-10

* **基金项目:**国家自然科学基金面上项目“网络舆情对企业绩效与股票价格的影响机制及管理方法研究”(71672141);国家自然科学基金面上项目“媒体报道发挥公司治理作用的机制研究:理论分析与实证检验”(71372163);陕西省教育厅专项研究计划项目“基于大数据的网络外界约束对上市公司利益相关者关系管理影响的研究”(16JK2056)。

作者简介:李君艳(1984-),女,宁夏固原人,讲师,博士研究生,研究方向为公司治理与资本市场,E-mail:lijunyan-1@163.com;田高良(1964-),男,陕西富平人,教授,管理学博士,研究方向为资本市场与公司治理,E-mail:tian-gl@xjtu.edu.cn;司毅(1990-),男,河南洛阳人,博士研究生,研究方向为税收与审计,E-mail:yisi22-c@my.cityu.edu.hk。通讯作者:田高良。

理,有利于制定合理的公司治理策略,提高公司治理效率。

二、相关文献回顾与评述

1. 利益相关者团体福利最大化是公司治理的终极目标

投资者给企业投资希望能分享企业的收益,获得回报,而有效的管理机制和交易契约设计不仅能够增加投资者确定从投资中取得收益的信心,而且也是筹资者偿付能力和诚信的体现,能够吸引更多的外部投资,这一深层问题被称为公司治理(Shleifer & Vishny,1997)。以 Adam(1776)、Berle & Means(1932)为代表的所有权与控制权分离的观点提出,证明了公司治理问题在西方经济学领域引起了学者们的关注,更多的经济法学家和经济学家提出了传统的公司治理的观点,认为股东与经理人之间委托代理关系建立的最终目标是实现股东利益最大化。近二十年来,类似美国安然事件等大规模财务丑闻的曝光,大家逐渐意识到企业单纯追求股东利益最大化将会带来负的外部效应。公司的责任范围不应该仅仅局限于保护股东的利益,而应该有利于更大公司利益相关者群体总体福利的最大化,让利益相关者利益得到保障或满意(Gordon,1997),并将这种外部效应内部化(姚伟等,2003),这才是企业努力的真正目标。因此,公司治理行为和结构的选择至关重要,而公司治理结构是调节投资者、供应商、消费者和政府等不同利益相关者之间的利益关系,进行资源再配置的一整套制度安排(钱颖一,1995),依靠制度安排的互补性,主要解决诸如控制权的配置和行使、激励职业经理人和员工、评价和监督董事会等公司内部管理问题,降低代理人成本,从而达到保护利益相关者团体利益的终极目标,这也是评价公司治理机制有效性的决定性因素(郑红亮等,2005)。

2. 媒体关注对公司治理行为和结构的影响

Zingales(2003)提出媒体的舆论监督是公司治理不可或缺的组成部分的观点后,Dyck等(2008)采用俄罗斯1999—2002年投资基金案例,对公司违规行为与媒体报道之间的关系进行了研究,认为公司对于非理性的公司治理决策行为的改正是基于更多的媒体报道,从而导致公司治理结构的改变。首先,面对媒体报道,公司需要重新考虑控制权的配置和行使。Joe等(2009)等研究发现,对于低效率的独立董事会被媒体报道以后,相关公司会积极显著地通过采取适当增加独立董事的比例、变更部分CEO等途径来提高董事会的效率。其次,媒体关注对董事会、经理人员和职工等的监督和评价作用不可忽视。虽然Miller(2006)研究发现,媒体对管理层会计欺诈起到了积极的监督作用;Jonathan(2016)提出媒体对有关内幕交易信息报道后的几分钟内,将会显示在交易价格和数量上的证据;于忠泊等(2011)发现大量的媒体关注迫使管理者为了满足市场预期而进行基于应计项目的盈余管理。但是,李培功、沈艺峰(2010)认为,媒体曝光数量与上市公司改正违规行为之间存在着显著正相关关系。最后,媒体报道对我国薪酬乱象起到了一定的监督作用(杨德民、赵璨,2012),使得公司对薪酬和激励机制的选择发生了变化。例如Kuhnenn & Niessen(2012)认为,公司在媒体发布CEO薪酬的相关报道后,尤其是在特别注重声誉的公司中,明显地抑制了作为激励机制期权的使用和支付。整体而言,媒体报道会直接或间接改变公司治理决策和行为。基于媒体关注的公司治理效应,不少学者发现,上市公司通过“利益输送”策略性地运用其信息以博取利益(William,2001)。才国伟(2015)发现,在重要的公司事件中,企业有强烈的动机操纵媒体以获取额外收益;饶育蕾等(2016)也明确提出,上市公司有动机通过媒体关联谋求媒体倾斜,即通过媒体关联进行反向公司治理,如图1所示。

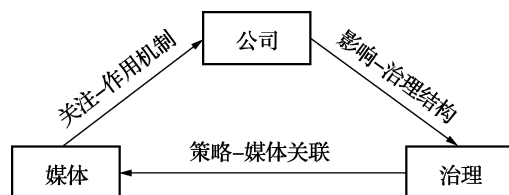


图1 媒体的公司治理效应传导机制图

资料来源:本文绘制

综上所述,国内外学者对媒体关注、公司治理与利益相关者之间的相互关系、作用机制等方面展开了较多研究工作,但是,现有研究不足之处主要表现在以下三个方面:

(1) 媒体、公司治理与利益相关者之间的关系有待进一步梳理。目前,相关研究的关注焦点在于媒体对公司治理行为和结构的影响,然而,以微博、微信、Facebook 等为代表新社交媒体的出现,信息在社会关系网络中传递的过程更加复杂,上市公司利用媒体进行公司治理从被动到主动的转变不再是一个单向循环过程,而是基于约束环境变化下的媒体、上市公司和利益相关者内在依赖的具有累计效应的循环,如图2所示。本文将对媒体关注、公司治理与利益相关者间的关系进行分析,为研究媒体信息在利益相关者间的资源配置和利益调节作用奠定基础。

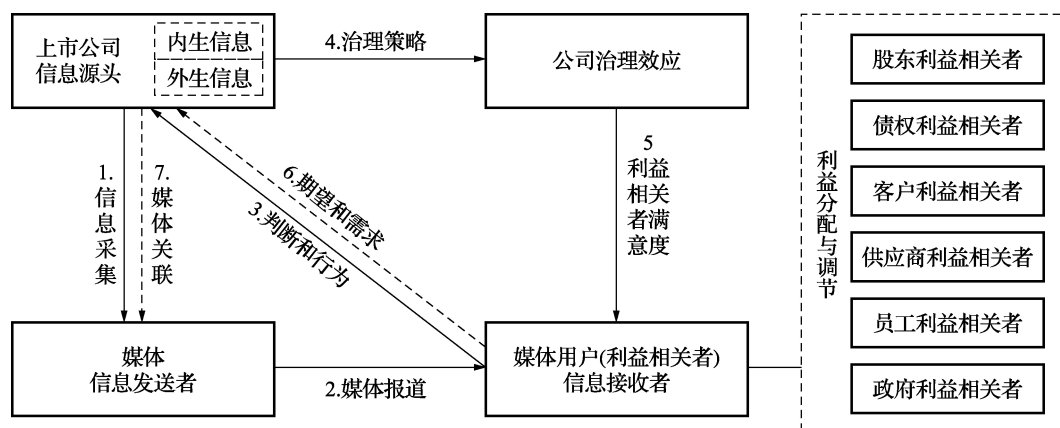


图2 信息传播网络下媒体的公司治理效应传导机制

资料来源:本文绘制

(2) 需要加深在宏观层面媒体与利益相关者群体利益之间关系的认知。对于媒体报道对利益相关者的影响,自从1982年强生“泰诺”事件发生后,Thomas(1997)提出的“焦点事件理论”认为,“突然发生的、不可预见的事件”会受到媒体的采访而引起广泛关注,通过影响企业重要的利益相关者的期望和利益,来达到改变企业行为的目的。其中,媒体与中小股东利益保护的关系备受关注。例如,李常青等(2012)提出,媒体在一定程度上可以作为保护投资者的补充机制;孔东民等(2013)从中小股东利益保护的角度发现,媒体关注在中国上市公司行为的各个层面上都体现了显著的监督治理功能。因此,现有研究忽视了媒体关注对上市公司利益相关者的直接影响和内部资源配置的调节作用,尤其是对外部利益相关者如客户、供应商和政府差异化影响。本文提出媒体关注对上市公司利益相关者利益影响的假设,并基于信息传播视角进行综合分析。

(3) 以多变量多因素耦合分析为基础的相关实证研究较少。无论是在公司治理、内部控制还是资本市场领域有关媒体的角色、效应和作用机理实证研究中,大多以单因素分析为主,例如,媒体关注对投资者买卖股票行为的影响(Brad & Terrance, 2008),或媒体关注对控股股东掏空行为的影响(李明等, 2016),缺乏媒体关注下的公司治理动机多变量多因素耦合分析。本文虽然努力从信息传播学角度出发,采用多变量多因素耦合分析方法进行媒体关注对利益相关者群体利益的影响研究,但是,由于现有研究未能提出一套公认的评价准则,对于科学合理的利益相关者综合评价体系的操作化和财务指标的选择提出了挑战。因此,本文探讨了基于财务数据的利益相关者利益的综合评价指标,实现了上市公司在不同情况下对利益相关者利益的保护程度和支付能力的量度。

三、理论分析与假设提出

基于上文对国内外文献回顾和研究不足的分析,本文试图从信息传播学视角采用多变量多因素耦合方法,探讨媒体关注对上市公司利益相关者团体利益的影响和内部利益调节效应。在信息不完整或其分配不均衡下,一方面,经济当事人用“信号”来调整市场与参与者之间的信息分布,缓解内外部信息不对称(何玉,2006;Beyer,2010),即信息优势的一方通过某些行动向信息劣势的一方显示或制造市场信号传递他们的私人信息以证明他们的市场能力;另一方面,经济当事人利用各种渠道努力获取有关经济变量的各种信息,在未来不确定条件下做出尽可能准确的判断、预计和决定,减少损失,谋取最大利益(Alexandra,2011)。依据信息传播理论,媒体作为重要的市场信息中介有效地缓解了经济当事人间的信息不对称问题。本文把搜集有关大量上市公司信息的媒体传播者称为信源,他们将这些信息译成接受者能够理解的有意义的由符号组成的信息,利用各种传播渠道、手段和工具将信息发送给信息处于传播网络中关键节点的信息接收者(赵金陵、成俊会,2015),这就是媒体报道信息传递的过程,如图2所示。Jonathan(2016)曾经明确提出,媒体报道往往成为市场参与者所依赖的信息获取和接受渠道,尤其是那些能够影响到利益相关者判断和行为的有关上市公司的新闻报道更能引起关注(Alexandra等,2011)。

然而,行为金融学界的有限关注理论认为,经济当事人因信息收集和处理的时间、精力、资源和成本等限制,即便是公开信息,也无法全面获得(Hirshleifer,2003),做出最优决策。但是,在第35次中国互联网发展现状调查结果中,发现已经有5.19亿规模的用户在关注网络新闻,借助于网络平台的新闻获取率高达80%(中国互联网络信息中心,2015)。这一数据说明,在经济全球化、信息现代化和技术革新的背景下,新媒体的出现拓宽和提高了信息的传播渠道与流动速度,减少信息传播的阻力,不仅降低了利益相关者获取信息的成本,而且影响了投资者的股票收益(Lily Fang & Joel,2009)。除此之外,媒体引导投资者更多地关注媒体报道频数较多的上市公司,也直接影响着经济当事人的收益(于忠泊等,2011)。后来,Jonathan(2016)等的媒体关注会产生巨大的积极市场影响的研究为此提供了更有力的证据。因此,本文提出如下假设:

H₁:其他条件都一致,若媒体关注越多,则上市公司利益相关者的获利总体增加。

在资源有限情况下,以媒体为载体的信息流动改善了经济当事人间资源配置而使市场得到发展(Akerlof & George,2001),这种调节和配置作用主要表现在利益相关者群体之间利益的此消彼长。因此,媒体是把“双刃剑”,对不同利益相关者会产生不同的经济效果,在肯定其正面效果的同时,也需要关注其带来的中性效果甚至是负面效果(李常青等,2012)。然而,Merton(1987)认为,投资者在信息不对称市场中,不可能对所有的证券都有充分的认知,但是,当外界条件发生变化时,有可能改变投资者对证券的认知程度,改善信息不对称问题。例如,投资者在卖出已经持有股票外,更愿意购买媒体高度关注和报道首次引起他们注意的上市公司的股票(Brad & Terrance,2008),媒体信息传播不仅直接降低了投资者搜集信息的成本,而且能够有效降低公司的双重代理成本(罗进辉,2012),带来更多的“公司治理溢价”(徐莉萍、辛宇,2011),从而导致投资人投资组合的低风险溢价(王建新等,2015),投资人以较低的成本获得较高的回报。整体而言,媒体关注在保护投资者权益方面具有积极作用(李培功,2013)。因此,本文提出如下假设:

H_{1a}:基于投资者认知假说,若媒体关注越多,则上市公司股东利益相关者的获利增加。

由于信息不完全问题存在,债权人因受时间、精力、资源和成本等限制,无法全面获得、处理和掌握企业的真实信息(Hirshleifer,2003),但是,以媒体为载体的新闻报道可以缓解信息不对称(Fang & Peress,2009)。根据上文对媒体信息传播过程解析发现,媒体报道通过有效减少上市公司和债权人之间信息流动的阻力,债权人获得了更多更好的上市公司的真实生产经营现状信息,不仅节约了债权人搜集和处理信息的成本,而且不同程度降低了债务人履行债权合同过程中的道德风险。因此,债权人更容易获得长期低成本的债务(仲秋雁,2016)。为此提供间接的证据来自于郑建明、夏楸(2014)对媒体报道与融资约束和投资效率之间

的关系探讨,研究结果表明,报道总数与上市公司融资约束负相关。另外,罗进辉(2015)也提出,媒体报道能够显著降低中国上市公司的债务成本负担,在其他条件不变情况下,债权人的利息收益越容易得到保障。因此,本文提出如下假设:

H_{1b} :基于成本效益,若媒体关注越多,则上市公司债权利益相关者的获利增加。

媒体对上市公司的报道可以增加客户对品牌和企业的了解,节约搜集信息的成本,但是,新媒体的出现,为企业充分利用媒体的声誉机制提升其社会影响力和竞争优势提供了新的渠道(张茜等,2015)。尤其是在重要的公司事件中,企业会释放更多的消息。Benjamin(2016)使用2005—2013年的非盈利8-K申报样本研究发现,非私营企业更倾向于战略性地发布信息,利用媒体对企业的过度炒作,引起利益相关者的关注,甚至是操纵媒体以获取额外收益(才国伟,2015)。一旦客户利益相关者因“媒体与企业的合谋”产生“偏好逆转”,那么在搜集信息和选择替代品时,都会因成本的增加而支付更高的消费价格。因此,媒体关注对于上市公司客户利益相关者的利益满足可能具有抑制作用。因此,本文提出如下假设:

H_{1c} :基于声誉机制,若媒体关注越多,则上市公司客户利益相关者的获利减少。

在国家财政体系中,当政府很难对每个人的收入能力和潜力无法观测,而收入水平成为征税依据时,就出现了高收入群体通过故意隐匿收入水平和来源的方式证明较低的收入能力,获得更多好处的现象(James, 1996)。因此,信息的不充分直接约束了政府的最优税收行为,而作为政府利益与公司相容方式的媒体的监督功能的发挥,引导企业如实发布自己的信息,保证政府税收计划的实现。田高良等(2016)发现,媒体对于上市公司的报道,可以通过增大管理层基于税收激进的机会主义行为成本来抑制税收激进,在其偷税、逃税和漏税行为方面起到了监督作用,保证其税收权益。总体而言,媒体关注对国家税收征管都具有一定的理论和现实意义。因此,本文提出如下假设:

H_{1d} :基于监督机制,若媒体关注越多,则上市公司的政府利益相关者的获利增加。

无论是国有企业还是非国有企业,因政府介入机制的作用都会引发巨大的压力(李培功等,2013),但是,张萍等(2015)研究发现,作为国有企业的高级管理层员工往往由政府组织任命,当媒体曝光后可能会得到更多的政治庇护。因此,其利益往往不会受到多大影响并有保障。另外,Benjamin(2016)的研究发现,大型非私营企业更倾向于通过媒体捆绑策略性的定期披露信息,从而导致媒体报道的数量增加而扩大其影响覆盖面,获得额外收益。然而,民营企业由于经理人市场机制的不成熟而缺乏稳定性,导致媒体关注的声誉机制失去作用。很明显,因上市公司产权性质的不同,利益相关者的利益可能会对媒体关注存在不同的反应。因此,本文提出如下假设:

H_2 :在其他条件都一致的情况下,媒体报道对于利益相关者利益影响在不同实际控制人上市公司表现不同。

四、研究设计

1. 数据来源与上市公司样本选择

本文首先确定以中国A股上市公司为研究对象,采用2011—2014年有关媒体关注、利益相关者利益、公司治理等相关财务数据,其中,媒体关注数据来自涵盖了主要综合性媒体和专业财经媒体板块的120万条财经新闻的WISENEWS数据库。有关上市公司利益相关者多变量指标如资产负债率、利息保障倍数和现金负债率等,及其他控制变量等财务数据,分别来源于WIND数据库和CSMAR数据库。

针对上述样本数据进行如下筛选:首先剔除金融行业公司样本、变量中的缺失值和ST、ST*公司。其次,剔除上市时间少于两年的样本。同时,考虑到新上市公司的媒体关注变量会涉及到上市前的报道信息,控制可能的内生性影响,对媒体关注变量进行滞后一期的处理,部分变量的计算过程也涉及到了上一期的财务数据。经过以上过程,共得到7985个公司年度观测值。为消除极端值的影响,对连续变量进行1%与99%分位Winsorize处理。

2. 媒体关注与利益相关者利益主要变量衡量

(1) 被解释变量:媒体关注(*Media_t*)的衡量。有关媒体关注的研究因文本挖掘技术的发展显得较为复杂, Richard(2014)将媒体关注的信息质量分为16个不同的维度,本文选取其中6个和报道信息有关的特征对其进行操作化,具体包括媒体信息的信源、准确性、及时性、一致性、数据量以及网络特征,如表1所示。本文把一家公司在某一则新闻中出现次数最多时的报道才定义为该公司的媒体关注。借鉴田高良等(2016)的研究,构建了媒体关注变量 *Media_t*,为公司媒体报道总数的自然对数。

表1 媒体关注信息的测度

	测度指标	测度内容	测度方法
媒体关注的测度	信源	WISENEWS(慧科新闻)数据库财经板块,包括专业财经媒体(如《中国证券报》《第一财经日报》《证券时报》等)和综合性媒体的财经板块(如《环球时报》《北京青年报》《华西都市报》等)	搜索引擎索引
	准确性	在关键过滤词方面进行了大样本的测试	PYTHON
	及时性	媒体关注产生、发酵、爆发、反复、消退的时间	搜索引擎、新闻数据库
	一致性	按照 WIND 数据库中的上市公司基本资料、股票更名数据和公司更名数据进行检索	文本聚类、过滤技术
	数据量	一家公司在某一报道中出现的次数	搜索引擎、新闻数据库
	网络特征	中心性、网络密度、结构洞等	社会网络分析

资料来源:本文整理

(2) 解释变量:利益相关者利益(*SInterests*)的衡量。①利益相关者利益的测量:公司治理的终极目标是实现利益相关者利益的最大化,目前国内外主要的公司治理评价体系有关利益相关者利益指标的衡量在发展中不断完善。在较早的1998年标准普尔公司治理评价体系中仅仅提到了股东利益相关者,但在里昂证券的评价体系中,对于如何约束管理层、问责董事会和保护中小股东等问题进行了关注。国内南开大学公司治理研究中心李维安、唐跃军(2005)在相关课题研究基础上,提出了利益相关者参与公司治理,体现了利益相关者与上市公司之间和谐程度的观点,构建了利益相关者评价指标体系(包括利益相关者参与性和和谐性两大部分),其中,利益相关者和谐性指标中提到了公司诉讼与仲裁事项,探讨了利益相关者参与公司治理对公司业绩的影响。严复海、赵麟(2009)采用计分法通过建立社会责任绩效评价指标体系来考察公司对利益相关者回报程度,评价体系具体指标有净资产收益率、资产回报率、员工收入水平、资产负债率、利息保障倍数和社会贡献率等。

总体而言,多年来有关利益相关者团体利益的测度并未达成一致,因此,本文一方面参考 Gordon(1997)对利益相关者的界定和分类,本文认为,上市公司的主要利益相关者包括股东、员工、客户、供应商、政府和债权人;另一方面,综合 N. Gantchev(2013)和张琦(2016)对基于利益相关者理论的企业绩效评价指标体系的分析,发展基于多变量下的多因素的测量指标。采用代表股东相对回报的每股收益和投资者对企业发展前景认可程度的市净率来衡量股东相关者的利益。站在债权人的立场,面对公司各种融资方式,他们除考虑安全程度外,最关心的是本金和利息能否按期收回,利益的保障主要受其借款动机和债务人偿债能力的影响,现金负债率反映了企业应对短期自发性债务偿付的能力,而资产负债率直接影响了企业在清算时债权人的利益是否能够得到保护,反映了企业通过借款筹集资金在总资产的比重。对于员工利益的衡量,除了采用员工获利水平衡量员工绝对收入外,还可以用实际工资现金比和管理层平均薪酬增长率两个指标,主要考虑到员工收益的可持续性,管理层薪酬增长率越高,既表明员工具有获得较高收入的业务能力且这种能力得到了公司的认可,又反映企业经营状态良好,具备支付员工增长性薪酬的能力。因此,本文选择管理层薪酬增长率,主要从动态方面测量员工收益的增长幅度和速度。反映主营业务成本占主营业务收入的

主营业务成本率,虽然衡量了主营业务收入的盈利贡献程度,但是,从客户利益角度出发,较低的主营业务收入盈利贡献会带来更多的“消费者福利”,即消费者能够以可接受的价格买到物美价廉的商品。因此,本文选取主营业务成本来测量客户利益相关者的相对收益。其他利益相关者利益的衡量和计算如表2所示。

表2 企业利益相关者利益多变量多因素指标评价

指标分类	指标名称	符号	计算公式
股东利益 相关者 (ISS)	每股收益	EPS	每股收益 = 净利润/流通股数
	市净率	PNR	市净率 = 每股市价/每股净资产
	净资产收益率	ROE	净资产收益率 = 净利润/股东权益平均额
债权人利益 相关者 (BSS)	资产负债率	DAR	资产负债率 = 负债/总资产
	利息保障倍数	ICR	利息保障倍数 = 息税前收益(EBIT)/利息费用
	现金负债率	CLR	现金负债率 = 经营现金流量净额/流动负债
员工利益 相关者 (ESS)	管理层平均薪酬增长率	GLS	管理层平均薪酬增长率 = 本年管理层平均薪酬增长额/上年管理层平均薪酬
	员工实际收到工资占企业销售商品收到现金的比例	YCS	企业支付员工工资的现金支出/企业销售商品、提供劳务收到现金
	员工获利水平	EI	员工获利水平 = 支付给员工的总额/主营业务收入总额
客户利益 相关者 (CSS)	应收账款周转率	TRAR	应收账款周转率 = 营业收入/应收账款
	企业销售商品收到的现金占其经营现金流入的比例	XSS	企业销售商品、提供劳务收到的现金/企业经营现金流入
	主营业务成本率	SALE	主营业务成本率 = 主营业务成本/主营业务收入
供应商利益 相关者 (SSS)	应付账款周转率	TRAP	应付账款周转率 = 营业收入/应付账款
	企业购买商品支出的现金占其经营现金流出的比例	GMS	企业购买商品、接受劳务支出的现金/企业经营现金流出
政府利益 相关者 (GSS)	资产税费率	TAR	资产税费率 = 全部税金/总资产
	主营业务税金及附加率	OTR	主营业务税金及附加率 = 主营业务税金及附加/主营业务收入
	社会积累率	SAR	社会积累率 = 上交国家财政总额/企业社会贡献总额

资料来源:本文整理

②利益相关者财务指标数据标准化处理及多变量多因素的耦合分析。在多变量多因素的耦合分析之前,标准化处理以上市公司利益相关者财务指标为研究样本的相关数据,以此解决变量单位、数据大小异质性和限制性带来的可比性问题。为了缓解指标相关性对实证研究结果的影响,本文运用 SAS 软件分别对上市公司的股东、债权人、员工、客户、供应商及政府利益相关者利益的数据进行耦合分析和综合评价。在对指标数据相关矩阵进行分析的基础上,分别做 KMO 检验和 Bartlett 球度检验,结果显示,指标间相关程度较低且可以进行耦合分析。

$$ISS = 0.5440 \times EPS + 0.3318 \times PNR + 0.1242 \times ROE \quad (1)$$

$$BSS = 0.3767 \times DAR + 0.3260 \times ICR + 0.2974 \times CLR \quad (2)$$

$$ESS = 0.5980 \times GLS + 0.3333 \times YCS + 0.0686 \times EI \quad (3)$$

$$CSS = 0.3370 \times TRAR + 0.3332 \times XSS + 0.3298 \times SALE \quad (4)$$

$$SSS = 0.5042 \times TRAP + 0.4958 \times GMS \quad (5)$$

$$GSS = 0.3711 \times TAR + 0.3317 \times OTR + 0.2971 \times SAR \quad (6)$$

根据方差贡献度排序,可得到耦合分析模型,即利益相关者利益的综合评价公式:

$$SInterests = 0.2334 \times ISS + 0.1847 \times BSS + 0.1686 \times ESS + 0.1480 \times CSS + 0.1423 \times SSS + 0.1231 \times GSS \quad (7)$$

根据公式,可以看出, $SInterests$ 所代表的股东利益相关者收益的增加对于改善上市公司利益相关者关系管理的影响是积极的,其系数为 0.2334,以上市公司偿债能力和员工薪酬的增加为代表的债权利益相关者和员工利益相关者对于上市公司利益相关者关系管理改善的影响程度依次降低。而客户和供应商利益的满足对于企业利益相关者内部的均衡具有同等效应,为 0.14,政府对企业利益相关者关系的改善的影响程度为 0.1231,主要因为其作为外部利益相关者,对企业影响能力是有限的。

(3)控制变量的选择。借鉴国内外学者 Kim(2015)、李维安(2009)、田高良(2016)等学者的研究,本文控制了可能影响上市公司利益相关者利益的公司特征等变量,如规模、公司上市年限、企业性质、市账比、企业发展阶段和公司治理等。此外,本文还对行业和年度加以控制。

①企业发展阶段($DevStage$):因销售收入增长率、留存收益、资本支出及企业年龄指标具有非常明显的周期性特点,李云鹤(2011)在考察我国上市公司资本配置效率的动态演变过程中,将其构建为企业生命周期划分指标,包括成长期、成熟期及衰退期。本文根据我国上市公司已经度过初创期的实际情况,结合打分法与产业经济方法的优点,根据企业在企业年龄、销售收入增长率、留存收益率和资本支出率综合得分排序情况划分为三个发展阶段,具体样本分类标准和结果如表 3 所示。

表 3 企业发展阶段的划分标准

发展阶段	企业年龄		销售收入增长率		留存收益率		资本支出率		总分	
	特征	赋值	特征	赋值	特征	赋值	特征	赋值	特征	赋值
成长阶段	低	3	高	3	低	3	高	3	高	2
成熟阶段	中	2	中	2	中	2	中	2	中	1
衰退阶段	高	1	低	1	高	1	低	1	低	0

注:企业成长性 = 营业收入增长率(销售收入增长率);留存收益率 = (未分配利润 + 盈余公积)/净利润 = (净利润 - 分配给股东的利润)/净利润;资本支出率 = 构建固定资产、无形资产和其他长期资产支出的现金/总资产;企业年龄 = 1 + 从成立到当前财务年度的年份差

资料来源:本文整理

②公司治理:代理理论认为,董事长与总经理两职合一使得作为企业高级管理员工为自身谋取利益创造了便利条件,更容易获得利益上的利益。外部董事占董事会成员的比例越高,可能会在一定程度上抑制其额外收益的获得,对公司管理者起到监督作用,同时,外部董事客观地发表意见有利于决策的民主性,维护和保障股东权益。第一大股东持股比例反映了企业大股东控制程度,比例越大,会抑制和减少管理者谋利的动机和机会,因而大股东利益相关者利益更容易得到保护;外部机构投资者持股比例有利于提高企业资本配置效率,促进绩效,在分配股利、偿还债务及员工福利待遇方面都会得到保障。适度规模的监事会会有利于充分履行监督董事会的职责,在一定程度上能够杜绝经理人滥用职务权力、侵占企业和投资者权益的行为。管理层持股有利于缓解和平衡其与股东之间的利益冲突。因此,承袭已有学者(李维安等,2009)的研究,本文从董事会治理、监事会治理和管理者激励三个方面选取了相关指标作为公司治理变量衡量指标,具体变量定义如表 4 所示。

表 4 变量定义

变量分类	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	利益相关者利益	$SInterests$	采用多变量多因素耦合分析法对 A 股上市公司利益相关者利益进行综合评价
解释变量	媒体关注	$Media_t$	媒体报道数量的自然对数

变量分类	变量名称	变量符号	定义
控制变量	行业	<i>Industry</i>	某一行业取值 1,同时其他行业取值 0
	公司规模	<i>Size</i>	期末总资产的自然对数
	市账比	<i>MTB</i>	市账比 = (年末股票价格 × 流通股数量 + 每股净资产 × 非流通股数量) / 账面股权价值
	年度变量	<i>Year</i>	某一年份取值 1,同时其他年份取值 0
	企业年限	<i>Age</i>	ln(1 + 从成立到当前财务年度的年份差)
	企业性质	<i>State</i>	国有股取 1,非国有股取 0
	高管持股比例	<i>MO</i>	年末公司全部高管持有的股票总数占总股本的比例
	企业发展阶段	<i>DevStage</i>	分行业依变量打分,分值最高的约三分之一为成长期,分值最低的约三分之一为衰退期,其余为成熟期。0 为衰退期,1 为成熟期,2 为成长期
	董事会领导结构	<i>Dual</i>	若为两职合一取 1,否则取 0
	外部董事比例	<i>Indpd</i>	外部董事(包括独立董事)占董事会成员的比例
	监事会规模	<i>MoniSize</i>	监事会成员总人数占董事会成员比例
	第一大股东持股比例	<i>FStckhd</i>	第一大股东持股占公司所有股权的比例
	外部机构持股比例	<i>LgStckhd</i>	外部机构投资者股权占公司所有股权的比例
管理层持股	<i>MStckhd</i>	实施管理层持股计划的取值 1,否则取值 0	

资料来源:本文整理

3. 媒体报道下利益相关者连锁反应模型的建构

根据上文总体假设 H_1 和其子假设 $H_{1a} \sim$ 假设 H_{1d} , 建立样本多元回归模型如下:

$$SInterests_i = \alpha + \beta_1 Media_t + \beta_2 FStckhd + \beta_3 MO + \beta_4 LgStckhd + \beta_5 Dual + \beta_6 MStckhd + \beta_7 Indpd + \beta_8 MoniSize + \beta_9 Age + \beta_{10} Size + \beta_{11} MTB + \beta_{12} State + \beta_{13} DevStage + YEAR + IND + \varepsilon \quad (8)$$

其中, $SInterests_i$ 为 *ISS*、*BSS*、*ESS*、*CSS*、*SSS*、*GSS* 和 $SInterests$ 代理变量, 考虑到不同产权性质下媒体关注对上市公司利益相关者内部资源配置效应和利益均衡的影响, 本文对全样本进行国有企业 (SOE) 和非国有企业 (NSOE) 拆分, 建立以下多元回归模型检验上文假设 H_2 , 其中, $SInterests_j$ 是 *ISS*、*CSS*、*GSS*、*ESS*、*SSS* 和 $SInterests$ 的代理变量。

$$SInterests_j = \alpha + \beta_1 Media_t + \beta_2 FStckhd + \beta_3 MO + \beta_4 LgStckhd + \beta_5 Dual + \beta_6 MStckhd + \beta_7 Indpd + \beta_8 MoniSize + \beta_9 Age + \beta_{10} Size + \beta_{11} MTB + \beta_{12} DevStage + YEAR + IND + \varepsilon \quad (9)$$

五、实证结果分析与讨论

1. 主要变量描述性统计和相关性分析

表 5 对主要变量在行业、年份和上市公司产权性质方面进行均值描述性统计, Panel A 结果显示, 在行业分布上, 媒体数据分布差异较大, 媒体关注最多和最少的行业分别是卫生和教育行业, 而对于其他行业, 如房地产、采矿业、信息传输和软件行业等分布较为均匀, 并没有什么大的区别。在年份分布上, 媒体关注数据较为均匀, 未出现异常变化, 但在 2013 年出现了拐点, 媒体报道数量有明显增长趋势, 主要受新媒体的出现和互联网普及率提高的影响, 拓宽了信息传播的渠道、速度和效率。对于国有和非国有控股的上市公司而言, 因产权性质上的差异, 本文通过 Panel C 主要变量均值的分布可以观察到, 国有企业的媒体报道要略多于非国有企业, 国有企业债权人和客户利益相关者的利益均高于非国有企业且为正值。基于多变量多因素的耦合性, 国有企业利益相关者的利益要高于非国有企业。

表 5 主要变量的均值描述性统计

变量	<i>Media_t</i>	<i>ISS</i>	<i>BSS</i>	<i>ESS</i>	<i>CSS</i>	<i>SSS</i>	<i>GSS</i>	<i>SInterests</i>
Panel A 按行业 (<i>N</i> = 7985)								
采矿业	2.795	0.0896	0.13	0.0198	0.0418	-0.0207	0.0462	0.0565
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2.209	-0.055	0.25	-0.0187	0.0706	-0.0181	0.0119	0.0272
房地产业	2.699	0.0376	-0.219	-0.0146	-0.292	-0.0786	0.315	-0.0562
建筑业	2.1	0.0336	-0.189	-0.0341	0.189	-0.0962	-0.0003	-0.0034
交通运输、仓储和邮政业	2.213	-0.0513	0.253	0.0356	-0.0503	0.0261	-0.0145	0.0183
教育	0.773	-0.361	-0.0337	0.0946	0.113	-0.0394	-0.0688	-0.0605
科学研究和技术服务业	2.16	0.0123	0.0205	0.0599	-0.103	-0.0618	-0.0569	-0.0333
农、林、牧、渔业	2.415	-0.255	-0.0363	-0.0354	0.104	0.0382	-0.143	-0.0401
批发和零售业	2.236	0.0533	-0.101	-0.0329	0.228	0.074	-0.0077	0.122
水利、环境和公共设施管理业	2.034	0.061	0.199	-0.0115	-0.24	0.0144	0.0488	0.0351
卫生和社会工作	3.823	0.168	-0.0029	0.0215	-0.138	-0.0226	-0.117	-0.0048
文化、体育和娱乐业	2.33	-0.0157	0.0476	0.00042	-0.154	-0.0714	-0.0612	-0.0499
信息传输、软件和信息技术服务业	2.638	0.0181	-0.03	0.0669	-0.244	-0.0322	-0.0745	-0.0275
制造业	2.386	-0.0476	-0.0255	-0.0219	0.061	-0.0407	-0.0489	-0.0184
住宿和餐饮业	2.015	-0.0898	0.0871	0.0768	-0.483	-0.0784	0.0539	-0.117
租赁和商务服务业	2.476	-0.048	-0.0878	-0.0443	-0.117	0.0188	0.0478	-0.0305
综合	2.86	-0.125	-0.166	0.0298	-0.0889	-0.0622	0.0461	-0.0681
Panel B 按年份 (<i>N</i> = 7985)								
2011	2.595	0.0214	-0.0492	-0.231	0.0376	-0.0174	0.07	-0.0219
2012	2.432	-0.0393	-0.0026	0.0345	0.0263	-0.0273	-0.0212	0.00381
2013	2.176	-0.0452	-0.0231	0.0387	0.0184	-0.0342	-0.036	-0.0054
2014	2.453	-0.0382	-0.0093	0.0451	0.00961	-0.0408	-0.045	-0.0095
Panel C 按公司性质								
非国有 (<i>N</i> = 4550)	2.382	-0.0364	-0.031	-0.0168	-0.0331	-0.0328	-0.0253	-0.0201
国有 (<i>N</i> = 3435)	2.425	-0.0185	-0.0038	-0.0087	0.0939	-0.029	0.00019	0.00892

注:行业分类来自中国证监会的行业分类

资料来源:本文整理

从全样本的描述性统计可以看出,解释变量 *Media_t* 的均值和标准差分别为 2.400 和 1.532,最大值和最小值分别为 0 和 6.203,表明不同企业媒体关注差异不是很大。被解释变量 *ISS*、*BSS*、*ESS* 等的均值和标准差、最大值和最小值比较接近,并未显现出较大的差异。在其他连续型控制变量中,*Size* 均值和标准差分别为 21.99 和 1.289,最小值为 18.95,最大值为 25.73,*MTB* 均值和标准差分别为 3.298 和 2.924,最小值为 0,最大值为 19.30,表明上市公司在规模和市账比方面差异较大外,*Age*、*MO*、*Indpd*、*MoniSize*、*FStckhd* 和 *LgStkhd* 方面差异并不大,比较集中。全部变量的描述统计分析结果如表 6 所示。

表 6 全部变量描述性统计

变量	观测数	均值	标准差	最小值	25 百分位数	中位数	75 百分位数	最大值
<i>Media_t</i>	7985	2.400	1.532	0.000	1.386	2.398	3.466	6.203
<i>ISS</i>	7985	-0.0287	0.472	-1.570	-0.286	-0.0928	0.170	1.745
<i>BSS</i>	7985	-0.0193	0.351	-1.067	-0.182	-0.0733	0.0319	1.856
<i>ESS</i>	7985	-0.0133	0.214	-1.335	-0.0159	0.00710	0.0554	0.353

变量	观测数	均值	标准差	最小值	25 百分位数	中位数	75 百分位数	最大值
CSS	7985	0.0215	0.349	-1.143	-0.146	0.0936	0.267	0.566
SSS	7985	-0.0312	0.160	-0.143	-0.102	-0.0754	-0.0279	1.022
GSS	7985	-0.0143	0.160	-0.193	-0.107	-0.0595	0.00861	0.706
SInterests	7985	-0.00763	0.210	-0.775	-0.0746	-0.0276	0.0135	1.122
Size	7985	21.99	1.289	18.95	21.08	21.83	22.74	25.73
MTB	7985	3.298	2.924	0.000	1.682	2.466	3.826	19.30
Age	7985	2.814	0.284	1.609	2.639	2.833	2.996	3.401
MO	7985	0.0491	0.122	0.000	0.000	0.00002	0.0129	0.632
Indpd	7985	0.370	0.0583	0.333	0.333	0.333	0.400	0.571
MoniSize	7985	0.427	0.127	0.231	0.333	0.385	0.538	0.833
FStckhd	7985	0.357	0.155	0.0220	0.234	0.337	0.468	0.774
LgStkhd	7985	0.406	0.232	0.000	0.221	0.415	0.588	0.870
DevStage	7985	1.038	0.819	0	0	1	2	2
MStckhd	7985	0.710	0.454	0	0	1	1	1
Dual	7985	0.223	0.416	0	0	0	0	1
State	7985	0.430	0.495	0	0	0	1	1

注:为了控制异常值对结果的影响,对所有连续型变量进行了1%(99%)水平上的Winsorize处理
资料来源:本文整理

表7报告了总样本变量间的斯皮尔曼和皮尔森相关系数。*Media_t*与ISS、SInterests在5%水平上显著正相关,初步表明媒体报道数量与股东利益相关者、利益相关者团体的利益正相关关系,而*Media_t*与ESS显著负相关,说明媒体关注越多,上市公司员工利益相关者的利益受损越多,*Media_t*与其他利益相关者如债权人、供应商和政府利益相关者之间正负关系并不显著。限于篇幅,其他控制变量和SInterests就不再详细阐述。此外,通过对变量进行VIF检验,其值都是介于0~2之间,故变量之间不存在多重共线性。

表7 主要变量相关系数

	<i>Media_t</i>	ISS	BSS	ESS	CSS	SSS	GSS	SInterests	Size	MTB	Age	MO	Indpd	MoniSize	FStckhd	LgStkhd	DevStage	MStckhd	Dual	State
<i>Media_t</i>	1.000	0.080	0.007	-0.082	-0.027	-0.011	0.065	0.054	0.131	0.023	0.009	0.015	0.044	0.022	0.006	0.043	0.021	0.038	0.002	0.005
ISS	0.096	1.000	0.228	-0.130	-0.244	0.029	0.310	0.452	0.258	0.017	-0.057	0.114	-0.005	-0.034	0.141	0.234	0.107	0.086	0.007	0.007
BSS	0.008	0.200	1.000	0.068	-0.126	0.140	0.061	0.269	-0.021	0.000	-0.062	0.022	-0.028	-0.010	0.065	0.070	0.089	0.016	-0.008	0.009
ESS	-0.026	-0.034	0.014	1.000	-0.350	-0.292	-0.257	-0.236	-0.252	0.169	-0.023	0.099	-0.006	-0.047	-0.074	-0.100	0.011	0.001	0.060	-0.081
CSS	-0.022	-0.192	-0.064	-0.139	1.000	0.430	-0.316	0.282	0.174	-0.234	0.006	-0.138	-0.053	0.054	0.082	0.060	-0.003	-0.055	-0.101	0.198
SSS	-0.001	-0.002	0.065	-0.067	0.220	1.000	-0.109	0.439	-0.003	-0.063	-0.011	-0.026	-0.031	0.040	0.065	0.034	0.046	0.008	-0.024	0.029
GSS	0.080	0.220	-0.010	-0.101	-0.304	-0.041	1.000	0.128	0.235	-0.091	0.108	-0.107	0.020	0.040	0.076	0.143	0.010	-0.029	-0.085	0.074
SInterests	0.047	0.445	0.255	0.053	0.302	0.493	0.065	1.000	0.183	-0.112	-0.011	0.001	-0.034	0.011	0.125	0.149	0.071	0.032	-0.056	0.066
Size	0.174	0.258	0.038	0.019	0.173	-0.047	0.212	0.178	1.000	-0.491	0.080	-0.208	-0.011	0.059	0.267	0.402	0.073	0.009	-0.186	0.365
MTB	-0.003	-0.041	-0.069	0.028	-0.190	0.009	-0.061	-0.122	-0.422	1.000	0.010	0.133	0.026	-0.044	-0.125	-0.079	-0.064	0.010	0.129	-0.237
Age	-0.003	-0.029	-0.047	0.072	-0.009	-0.005	0.128	-0.009	0.015	0.073	1.000	-0.231	-0.042	0.057	-0.174	0.021	0.256	0.002	-0.069	0.095
MO	-0.003	0.045	-0.009	0.024	-0.110	-0.033	-0.129	-0.020	-0.218	0.061	-0.200	1.000	0.034	-0.109	-0.109	-0.256	0.054	0.449	0.255	-0.326
Indpd	0.040	-0.011	-0.033	-0.002	-0.043	-0.006	0.019	-0.029	0.009	0.036	-0.067	0.072	1.000	0.261	0.029	-0.044	-0.028	0.001	0.102	-0.053
MoniSize	0.025	-0.023	-0.004	-0.005	0.062	0.011	0.036	0.014	0.088	-0.027	0.034	-0.098	0.197	1.000	0.050	0.032	-0.048	-0.048	-0.021	0.180
FStckhd	0.017	0.129	0.078	-0.022	0.075	0.020	0.116	0.103	0.303	-0.129	-0.175	-0.037	0.041	0.051	1.000	0.402	-0.034	-0.182	-0.060	0.241
LgStkhd	0.051	0.240	0.079	-0.004	0.051	-0.002	0.141	0.127	0.411	-0.073	0.016	-0.309	-0.042	0.054	0.396	1.000	0.003	-0.175	-0.151	0.336
DevStage	0.021	0.120	0.066	-0.003	0.013	-0.004	0.001	0.078	0.068	-0.094	0.243	0.052	-0.028	-0.046	-0.039	0.004	1.000	0.082	0.031	-0.041
MStckhd	0.035	0.068	-0.008	-0.006	-0.033	-0.017	-0.050	0.028	0.022	-0.053	0.004	0.239	-0.002	-0.058	-0.189	-0.173	0.081	1.000	0.077	-0.214
Dual	0.001	0.003	-0.035	-0.009	-0.082	-0.015	-0.083	-0.049	-0.179	0.082	-0.061	0.414	0.103	-0.041	-0.065	-0.152	0.031	0.077	1.000	-0.252
State	0.014	0.019	0.038	0.019	0.180	0.012	0.079	0.069	0.365	-0.163	0.088	-0.312	-0.042	0.202	0.238	0.336	-0.041	-0.214	-0.252	1.000

注:对角线以下列示皮尔森相关系数,对角线以上列示斯皮尔曼相关系数,下划线数据为相关系数的P值小于0.050

资料来源:本文整理

2. 媒体关注对上市公司利益相关者利益的影响

为验证总体假设 H_1 及其子假设是否成立,本文以上市公司利益相关者综合指数 ($SInterests$) 作为因变量,控制其他影响因素基础上做了多元回归,结果如表 8 所示。如第(1)列所示,媒体报道对上市公司整体利益相关者利益的影响在 5% 水平上显著正相关,检验结果证实了假设 H_1 成立,即越多的媒体关注,越能满足上市公司利益相关者的利益需求和期望,具有积极作用。另外,为分析媒体报道信息的资源配置效应,即对上市公司利益相关者群体内部原有利益均衡的影响和改变,分别就主要利益相关者变量进行了回归,第(2)列~第(7)列报告了实证结果,发现媒体关注与股东利益相关者、债权利益相关者和政府利益相关者利益显著正相关,而与客户利益相关者利益负相关。因此,当控制了公司特征等相关变量后,媒体对上市公司的关注,作为相对独立的第三方,表面上看来和上市公司利益相关者之间毫无关系,但实际上引起利益相关者群体内部利益调节的巨大改变和极大差异,支持了子假设 H_{1a} ~ 假设 H_{1d} 。

表 8 媒体关注对上市公司利益相关者利益影响的多元回归结果

变量	(1) <i>SInterests</i>	(2) <i>ISS</i>	(3) <i>BSS</i>	(4) <i>ESS</i>	(5) <i>CSS</i>	(6) <i>SSS</i>	(7) <i>GSS</i>
<i>Media_t</i>	0.004 *** (2.812)	0.011 *** (3.239)	0.005 ** (2.013)	0.001 (0.263)	-0.005 ** (-2.148)	0.002 (1.38)	0.002 ** (2.021)
<i>FStckhd</i>	0.066 *** (3.886)	0.054 (1.457)	0.097 *** (3.481)	-0.058 *** (-3.785)	0.104 *** (3.954)	0.051 *** (3.882)	0.051 *** (4.894)
<i>MO</i>	0.047 ** (2.062)	0.450 *** (9.107)	0.004 (0.114)	0.021 (0.994)	-0.165 *** (-4.705)	-0.054 *** (-3.067)	-0.006 (-0.426)
<i>LgStckhd</i>	0.061 *** (5.122)	0.414 *** (15.959)	0.098 *** (4.972)	0.005 (0.422)	-0.088 *** (-4.779)	-0.014 (-1.521)	0.019 *** (2.59)
<i>Dual</i>	-0.013 ** (-2.104)	0.001 (0.04)	-0.022 ** (-2.249)	-0.012 ** (-2.155)	-0.012 (-1.316)	0.0001 (0.107)	-0.006 (-1.614)
<i>MStckhd</i>	0.015 *** (2.756)	0.056 *** (4.783)	0.01 (1.122)	-0.016 *** (-3.348)	-0.012 (-1.471)	0.003 (0.627)	0.002 (0.696)
<i>Indpd</i>	-0.080 ** (-1.990)	-0.157 * (-1.796)	-0.072 (-1.088)	0.02 (0.559)	-0.151 ** (-2.430)	0.012 (0.395)	-0.02 (-0.820)
<i>MoniSize</i>	0.008 (0.417)	-0.047 (-1.174)	-0.011 (-0.361)	-0.021 (-1.213)	0.034 (1.185)	0.004 (0.283)	0.035 *** (3.038)
<i>Age</i>	-0.014 (-1.593)	-0.059 *** (-2.983)	-0.040 *** (-2.642)	0.023 *** (2.819)	0.032 ** (2.249)	-0.005 (-0.646)	0.024 *** (4.216)
<i>Size</i>	0.017 *** (7.266)	0.091 *** (17.593)	-0.012 *** (-3.122)	0.001 (-0.179)	0.030 *** (8.032)	-0.008 *** (-4.213)	0.015 *** (10.416)
<i>MTB</i>	-0.004 *** (-4.258)	0.012 *** (6.189)	-0.008 *** (-5.405)	0.012 (0.108)	-0.014 *** (-9.947)	0.011 (0.473)	0.002 *** (4.303)
<i>State</i>	-0.007 (-1.215)	-0.075 *** (-6.275)	-0.026 *** (-2.883)	0.026 *** (5.203)	0.087 *** (10.201)	-0.004 (-0.989)	-0.018 *** (-5.150)
<i>DevStage</i>	0.017 *** (5.724)	0.058 *** (9.159)	0.030 *** (6.304)	-0.002 (-0.935)	-0.001 (-0.131)	0.001 (0.642)	-0.001 (-0.675)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-0.362 *** (-5.941)	-2.020 *** (-15.266)	0.427 *** (4.246)	-0.228 *** (-4.109)	-0.650 *** (-6.909)	0.152 *** (3.235)	-0.334 *** (-8.901)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>SInterests</i>	<i>ISS</i>	<i>BSS</i>	<i>ESS</i>	<i>CSS</i>	<i>SSS</i>	<i>GSS</i>
<i>N</i>	7985	7985	7985	7985	7985	7985	7985
<i>adj. R²</i>	0.081	0.145	0.106	0.271	0.209	0.057	0.402
<i>F</i>	22.9	43.366	30.596	93.656	66.831	15.991	168.937

注：***、**和*分别代表1%、5%和10%水平上显著
资料来源：本文整理

3. 媒体关注在不同企业产权性质下对利益相关者的影响

为比较不同企业产权性质下,媒体关注对于上市公司利益相关者影响的差异性,表9报告了实证检验结果,第(1)列~第(5)列说明,在控制其他变量情况下,相比非国有企业,更多有关国有控股上市公司的媒体关注,利益相关者的利益会发生变化,两者显著正相关,而对于客户利益相关者的影响具有抑制作用,此结果与表9全样本实证结果基本一致。由第(10)列可以看出,媒体关注与上市公司利益相关者综合指数相关性相对较弱,产生这种现象的原因可能在于,国有企业相比非国有企业在被媒体曝光后能够受到更多的政府保护,抗风险能力较强,更容易积极地矫正和改善与利益相关者的关系,保护利益相关者的利益。综上所述,表9的实证检验结果支持了本文假设H₂,即媒体关注对于利益相关者影响在不同实际控制人上市公司中表现不同。

表9 企业产权性质下媒体报道对利益相关者影响的多元回归结果

变量	SOE					NSOE				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	<i>ISS</i>	<i>BSS</i>	<i>CSS</i>	<i>GSS</i>	<i>SInterest</i>	<i>ISS</i>	<i>BSS</i>	<i>CSS</i>	<i>GSS</i>	<i>SInterest</i>
<i>Media_t</i>	0.015*** (2.696)	0.007* (1.758)	-0.006* (-1.786)	0.004** (2.48)	0.005** (2.301)	0.006 (1.565)	0.003 (1.008)	-0.004 (-1.180)	0.001 (0.451)	0.004* (1.741)
<i>FStckhd</i>	-0.073 (-1.121)	0.072 (1.626)	0.164*** (4.289)	0.064*** (3.428)	0.062** (2.291)	0.144*** (3.274)	0.089** (2.403)	0.047 (1.304)	0.051*** (4.167)	0.071*** (3.154)
<i>MO</i>	0.502** (2.07)	-0.015 (-0.093)	0.113 (0.795)	-0.012 (-0.173)	0.087 (0.874)	0.437*** (8.872)	-0.012 (-0.294)	-0.166*** (-4.112)	0.006 (0.417)	0.042* (1.679)
<i>LgStckhd</i>	0.508*** (10.758)	0.138*** (4.292)	-0.093*** (-3.342)	0.051*** (3.781)	0.062*** (3.192)	0.375*** (12.391)	0.083*** (3.24)	-0.116*** (-4.672)	0.002 (0.206)	0.055*** (3.555)
<i>Dual</i>	0.105*** (3.866)	-0.017 (-0.893)	-0.090*** (-5.646)	0.021*** (2.702)	-0.023** (-2.046)	-0.036** (-2.487)	-0.022* (-1.859)	0.022* (1.882)	-0.016*** (-4.077)	-0.008 (-1.064)
<i>MStckhd</i>	0.025 (1.425)	0.012 (0.954)	0.013 (1.276)	0.009* (1.671)	0.020*** (2.696)	0.070*** (4.346)	0.008 (0.617)	-0.027** (-2.007)	-0.006 (-1.393)	0.012 (1.511)
<i>Indpd</i>	-0.360** (-2.466)	-0.078 (-0.784)	-0.041 (-0.472)	-0.034 (-0.806)	-0.077 (-1.274)	0.081 (0.752)	-0.095 (-1.050)	-0.297*** (-3.353)	-0.01 (-0.326)	-0.068 (-1.229)
<i>MoniSize</i>	-0.012 (-0.200)	-0.047 (-1.184)	-0.075** (-2.181)	0.061*** (3.624)	0.009 (0.385)	-0.079 (-1.383)	0.035 (0.735)	0.189*** (4.013)	-0.001 (-0.078)	0.009 (0.291)
<i>Age</i>	-0.019 (-0.528)	-0.026 (-1.058)	-0.011 (-0.536)	0.020** (1.981)	-0.028* (-1.914)	-0.079*** (-3.313)	-0.036* (-1.775)	0.048** (2.456)	0.029*** (4.364)	-0.006 (-0.499)
<i>Size</i>	0.078*** (9.651)	-0.007 (-1.224)	0.014*** (2.92)	0.013*** (5.747)	0.009*** (2.697)	0.116*** (16.645)	-0.020*** (-3.448)	0.043*** (7.503)	0.017*** (8.521)	0.025*** (7.026)

变量	SOE					NSOE				
	(1) ISS	(2) BSS	(3) CSS	(4) GSS	(5) SInterest	(6) ISS	(7) BSS	(8) CSS	(9) GSS	(10) SInterest
MTB	0.012*** (3.33)	-0.006** (-2.410)	-0.018*** (-8.217)	0.002** (2.235)	-0.007*** (-4.396)	0.014*** (6.346)	-0.009*** (-4.725)	-0.011*** (-6.267)	0.002*** (3.546)	-0.002* (-1.926)
DevStage	0.069*** (6.411)	0.026*** (3.576)	0.007 (1.106)	0.003 (0.827)	0.028*** (6.187)	0.044*** (5.814)	0.031*** (4.787)	-0.007 (-1.168)	-0.003 (-1.447)	0.008** (1.975)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-1.790*** (-8.135)	0.255* (1.699)	-0.047 (-0.367)	-0.358*** (-5.673)	-0.11 (-1.209)	-2.627*** (-15.442)	0.561*** (3.917)	-1.051*** (-7.532)	-0.323*** (-6.779)	-0.606*** (-6.984)
N	3435	3435	3435	3435	3435	4550	4550	4550	4550	4550
adj. R ²	0.134	0.176	0.239	0.376	0.098	0.175	0.051	0.17	0.431	0.064
F	18.702	25.449	37.008	69.933	13.444	33.258	9.17	32.009	115.914	11.395

注：***、**和*分别代表1%、5%和10%水平上显著
资料来源：本文整理

4. 媒体关注与利益相关者利益的拓展性思考

(1) 控制地区环境差异的影响。上市公司媒体报道和关注的数量,不仅受如公司规模、产权性质、发展阶段、公司治理等特征的影响,同时,还可能会受到地区环境差异和宏观经济发展水平的影响。首先,本文为描述地区之间的市场化差异程度,仍然采用了樊纲、王小鲁(2009)编制的指数(Index),用各地区GDP均值衡量宏观经济发展水平(Mgdp)。其次,为进一步检验媒体关注和利益相关者之间的关系,在表8和表9的基础上,本文先后控制上市公司所在省份市场化指数和Mgdp来描述地区之间的差异。由表10中PanelA可以看出,实证结果与主检验结论保持一致。再次,表10中PanelB控制了地区宏观经济Mgdp的影响后,发现与PanelA的结论一致。总之,在考虑地区市场化发展程度等影响因素后,仍能发现媒体关注影响上市公司利益相关者利益结果的经验证据。

表 10 控制地区环境差异的影响

变量	ISS	BSS	ESS	GSS	SSS	GSS	SInterest
Panel A:加入地区市场化进程指数							
Media _t	0.011*** (3.182)	0.005** (1.964)	0.001 (0.244)	-0.005** (-2.245)	0.002 (1.352)	0.002** (2.137)	0.004*** (2.754)
Index	0.009*** (3.526)	0.006*** (2.95)	0.001 (1.16)	0.010*** (5.557)	0.002* (1.667)	-0.005*** (-6.632)	0.004*** (3.501)
Panel B:控制地区GDP的影响							
Media _t	0.010*** (3.168)	0.005** (1.969)	0.001 (0.291)	-0.005** (-2.286)	0.002 (1.376)	0.002** (2.123)	0.004*** (2.742)
Igdp	0.034*** (4.666)	0.015*** (2.743)	-0.005* (-1.766)	0.041*** (8.068)	0.001 (0.26)	-0.012*** (-6.100)	0.015*** (4.535)

注：***、**和*分别代表1%、5%和10%水平上显著
资料来源：本文整理

(2) 地区市场化程度对媒体关注与公司利益相关者关系的影响。在检验了媒体关注对公司利益相关者影响基础上,本文利用模型(10)进一步考察地区市场化进程对媒体关注效应的影响,其中,SInterest_t为ISS、

BSS、ESS、CSS、SSS、GSS 和 *SInterests* 的代理变量; *Index* 为上市公司所在地区 2011—2014 年市场化程度指数的均值,其他控制变量不变。

$$SInterests_t = \alpha + \beta_1 Media_t + \beta_2 Media_t \times Index + \beta_3 FStckhd + \beta_4 MO + \beta_5 LgStkhd + \beta_6 Dual + \beta_7 MStckhd + \beta_8 Indpd + \beta_9 MoniSize + \beta_{10} Age + \beta_{11} Size + \beta_{12} MTB + \beta_{13} State + \beta_{14} DevStage + YEAR + IND + \varepsilon \quad (10)$$

表 11 描述了 *Media_t* 与地区市场化程度成为交互项 (*Media_t* × *Index*) 后的回归结果。在加入交互项 *Media_t* × *Index* 后,发现除了在与政府利益相关者利益变量回归后其交互项系数为负,在 1% 水平上显著外,与其他利益相关者利益回归后其交互项系数均为正,在 1% 水平上显著。以上结果证实,地区市场化水平较高会增强媒体关注对上市公司利益相关者利益的促进作用,但对政府和客户利益相关者利益具有抑制作用。可见,即使在经济发展水平不同的地区,媒体关注并不会改善所有利益相关者的利益,而是通过差异化的影响再次分配资源,改变原有利益均衡状态。这进一步说明,上文表 10 中 Panel A 中加入 *Index* 进行控制是合理的。

表 11 地区市场化程度对媒体关注效应的影响

变量	ISS	BSS	ESS	CSS	SSS	GSS	<i>SInterest</i>
<i>Media_t</i>	0.011 *** (3.297)	0.005 ** (2.076)	0.001 (0.26)	-0.005 ** (-2.051)	0.002 (1.401)	0.002 * (1.918)	0.004 *** (2.868)
<i>Media_t</i> × <i>Index</i>	0.003 *** (3.137)	0.002 *** (3.417)	0.001 (0.159)	0.004 *** (5.589)	0.001 (1.184)	-0.002 *** (-5.895)	0.001 *** (3.037)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7985	7985	7985	7985	7985	7985	7985
<i>adj. R</i> ²	0.146	0.107	0.271	0.212	0.057	0.405	0.082
<i>F</i>	42.396	30.063	90.808	65.999	15.55	165.566	22.508

注:***、**和*分别代表1%、5%和10%水平上显著
资料来源:本文整理

5. 稳健性检验

为减少影响本文实证结果的因素,在数据筛选和样本选择中对媒体关注数据进行了上一期的处理,来降低媒体关注存在内生性问题的可能性,但是,诸如解释变量与被解释变量间的反向因果关系问题,究竟是高强度媒体关注缓解了上市公司内外部信息不对称程度,最终降低利益相关者搜集信息的成本而导致收益增加,还是对于倾向于释放更多的正面消息的上市公司当利益相关者利益增加时战略性的发布信息(Benjamin, 2016),而引起媒体的更多关注?不少学者在相关研究中采用工具变量捐赠赞助支出、非流通股比例和控制权类型等(于忠泊等,2011;权小峰等,2012)来进一步缓解和减少内生性问题的影响,但并未形成一致观点。本文仿照 KIM 等(2015)和田高良等(2016)的研究,首先采用差分分析法,对因变量(*SInterests*)和自变量(*Media_t*)的变动进行回归,即对主假设 H₁ 进行重新检验,结果依然稳健,具体如表 12 中 A 栏所示。接着,当加入个体时间双重公司固定效应后,进行主假设检验,如表 12 中的 B 栏显示,检验结果也依然稳健。

表 12 稳健性检验

A 栏:差分分析							
变量	ISS	BSS	ESS	CSS	SSS	GSS	<i>SInterest</i>
<i>Media_t</i>	0.022 *** (3.538)	0.006 ** (2.001)	0.002 (0.602)	-0.007 ** (-2.476)	0.001 (0.665)	0.002 ** (1.995)	0.007 *** (2.61)

A 栏:差分分析							
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5650	5650	5650	5650	5650	5650	5650
<i>adj. R</i> ²	0.154	0.11	0.258	0.215	0.058	0.393	0.08
<i>F</i>	33.123	23.533	62.449	50.765	12.206	118.929	16.435
B 栏:公司固定效应模型							
变量	<i>ISS</i>	<i>BSS</i>	<i>ESS</i>	<i>CSS</i>	<i>SSS</i>	<i>GSS</i>	<i>SInterest</i>
<i>Media_t</i>	0.012*** (3.498)	0.005** (2.086)	0.001 (0.613)	-0.006** (-2.488)	0.002 (1.423)	0.002** (2.164)	0.004*** (2.863)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7985	7985	7985	7985	7985	7985	7985
<i>adj. R</i> ²	0.135	0.103	0.079	0.197	0.054	0.355	0.078
<i>F</i>	49.176	36.277	79.76	76.283	18.718	169.998	27.032

注:***、**和*分别代表1%、5%和10%水平上显著
资料来源:本文整理

六、结论、政策建议及研究局限

1. 研究结论

本文采用2011—2014年中国A股上市公司样本数据,在理论分析和假设提出的基础上,实证研究了有关上市公司的媒体关注对利益相关者的影响。研究发现:一是媒体关注对采用多因素多变量耦合分析下的上市公司利益相关者的整体利益存在正向影响,证实了本文提出的基于财务数据的利益相关者利益综合评价指标的有效性。二是媒体关注对上市公司利益相关者之间的利益分配和调节作用较明显,如对股东、债权人和政府利益相关者利益的促进作用,而对客户利益相关者利益具有明显的抑制作用,这一现象应该引起上市公司的重视,同时验证了上市公司对利益相关者利益保护程度的量度方法的有效性和自适应性。三是在上市公司产权性质方面,发现媒体关注的数量对国有企业的利益相关者会产生的显著的差异性影响,尤其是对政府利益相关者利益的调节。四是地区市场化程度对媒体关注与上市公司利益相关者之间的关系具有明显的促进作用。

2. 政策建议

上述实证结果说明媒体作为社会监督力量,在上市公司利益相关者关系管理和公司治理方面除了具有监督保护作用外,还具有调节利益相关者之间利益分配,化解公共危机的优势。因此,对于上市公司而言,应该正确处理与媒体的关系,重视媒体在公司治理和改善公共关系方面的作用,尤其要审视媒体对部分利益相关者利益的抑制作用,可能会导致关系的紧张和利益冲突。当然,在市场化程度较低的地区,作为政府部门在考虑进行市场干预和公共危机管理时,应该更多关注和分析媒体在发挥监督效应时所扮演的角色和作用机制,提高政府治理效率。

3. 研究局限

综上所述,虽然本文丰富了有关媒体关注与公司治理方面的内容,结论是有用的,奠定了媒体的公司治理机制和治理策略的分析基础。但还存在诸多不足之处。首先,随着互联网和大数据时代的到来,产业结构的调整,上市公司转型和监督机制的规范,更多媒体的利益相关者关系管理和公司治理效应是否具有可

持续性,是否发挥越来越重要的作用,需要进行追踪调查。其次,基于多变量多因素的耦合分析评价上市公司利益相关者利益的方法还需进一步改进和完善,希望形成一套公认的评价准则。再次,随着互联网络和信息技术不断革新发展,媒体种类日益繁多,可考虑进一步深入探讨不同性质的媒体报道和不同种类的媒介对利益相关者影响的异质性。限于篇幅,本文并没有对媒体关注与政府、客户等利益相关者之间的互动机制做深入的分析,这也是作者下一步将要研究的问题。最后,作者将在媒体关注效应分析的基础上,继续探讨上市公司采取积极主动的舆情管理策略的必要性和可行性问题。

参考文献:

- [1] Alexandra Segerberg, W. Lance Bennett. Social Media and the Organization of Collective Action: Using Twitter to Explore the Ecologies of Two Climate Change Protests[J]. The Communication Review, 2011, (14): 197 - 215.
- [2] Akerlof, George A. , Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior[R]. Nobel Prize in Economics Documents, Nobel Prize Committee, 2001.
- [3] Beyer A. , Cohen D A, Lys T Z, Walther B R. The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50, (2 - 3): 296 - 343.
- [4] Benjamin S, Dan S. Are Managers Strategic in Reporting Non-Earnings News? Evidence on Timing and News Bundling[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21, (4): 1203 - 1244.
- [5] Dyck, A. , Zingales. The Media and Asset Prices[R]. Working Paper, Harvard Business School, 2003.
- [6] Dyck, A. , N. Volchkova and L. Zingales. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. Journal of Finance, 2008, 63, (3): 1093 - 1135.
- [7] Fang, L. and J. Peress. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns[J]. Journal of Finance, 2009, 64, (5): 2023 - 2052.
- [8] Gordon E. Greenley, Gordon R. Foxall. Multiple Stakeholder Orientation in UK Companies and the Implications for Company Performance[J]. Journal of Management Studies, 1997, 34, (2): 259 - 284.
- [9] The European Corporate Governance Institute's (ECGI). Hampel Committee on Corporate Governance[R]. Working Paper, 1998.
- [10] Hirshleifer D, Teoh S H. Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36, (1 - 3): 337 - 386.
- [11] Jonathan L. Rogers, Douglas J. Skinner, Sarah L. C. Zechman. Multiple Stakeholder Orientation in UK Companies and the Implications for Company Performance[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21, (3): 711 - 739.
- [12] Kim JB, Zhang H, Yu Z. Can Media Exposure Improve Stock Price Efficiency in China and Why? [J]. China Journal of Accounting Research, 2016, 9, (2): 83 - 114.
- [13] Kuhnenn, C. M. , A. Niessen. Public Opinion and Executive Compensation[J]. Management Science, 2012, 58, (7): 1249 - 1272.
- [14] Lily Fang, Joel. Media Coverage and the Cross-section of Stock[J]. The Journal of Finance, 2009, 64, (5): 2023 - 2050.
- [15] Miller, G. S. the Press as a Watchdog for Accounting Fraud[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44, (5): 1001 - 1033.
- [16] Merton. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information[J]. Journal of Finance, 1987, 7, (42): 483 - 510.
- [17] N. Gantchev, The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 107, (1): 610 - 631.
- [18] Shleifer, Andrei, Vishny, Robert. A Survey of Corporate Governance[J]. The Journal of Finance, 1997, (6): 737 - 783.
- [19] Thomas A. Birkland. After Disaster: Agenda Setting, Public Policy, and Focusing Events[M]. Washington: Georgetown Uni-

versity Press,1997.

[20] William S V. Site Value Taxes and the Optimal Pricing of Public Services[J]. American Journal of Economics and Sociology,2001,60,(5):85-96.

[21] Zhu H W,Stuart E. Madnick, Yang W. Lee,Richard Y. Wang. Overview and Framework for Data and Information Quality Research[J]. Data and Information Quality Research,2009,(1):1-22.

[22] 才国伟,邵志浩,徐信忠. 企业和媒体存在合谋行为吗?——来自我国上市公司媒体报道得间接证据[J]. 北京:管理世界,2015,(7).

[23] 樊纲,王小鲁,马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 北京:经济研究,2011,(9).

[24] 何玉,张天西. 信息披露、信息不对称和资本成本:研究综述[J]. 北京:会计研究,2006,(6).

[25] 孔东民,刘莎莎,应千伟. 公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜? [J]. 北京:管理世界,2013,(7).

[26] 罗进辉,徐莉萍. 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[J]. 北京:投资研究,2012,(9).

[27] 罗进辉,黄震,谢达熙. 危机管理中企业应该第一时间进行信息披露吗?——基于中国上市公司116起危机事件的实证研究[J]. 北京:经济管理,2015,(1).

[28] 李培功,徐淑美. 媒体的公司治理作用[J]. 北京:金融研究,2013,(4).

[29] 李培功,沈艺峰. 媒体的公司治理作用:中国的经验证据[J]. 北京:经济研究,2010,(4).

[30] 李云鹤,李湛,唐松莲. 企业生命周期、公司治理与公司资本配置效率[J]. 天津:南开管理评论,2011,(3).

[31] 李维安,唐跃军. 上市公司利益相关者治理机制、治理指数与企业绩效[J]. 北京:管理世界,2009,(9).

[32] 李明,叶勇. 媒体负面报道对控股股东掏空行为影响的实证研究[J]. 北京:管理评论,2016,(1).

[33] 李常青,熊艳. 媒体治理:角色、作用机理及效果——基于投资者保护框架的文献述评[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版),2012,(2).

[34] 权小锋,吴世农. 投资者注意力、应计误定价与盈余操纵[J]. 北京:会计研究,2012,(6).

[35] 钱颖一,青木昌彦. 中国的公司治理结构改革和融资改革[M]北京:中国经济出版社,1995.

[36] 田高良,司毅,韩洁,卞一洋. 媒体关注与税收激进——基于公司治理视角得考察[J]. 哈尔滨:管理科学,2016,(2).

[37] 王建新,饶育蕾,彭叠峰. 什么导致了股票收益的“媒体效应”:预期关注还是未预期关注? [J]. 北京:系统工程理论与实践,2015,(1).

[38] 徐莉萍,辛宇. 媒体治理与中小投资者保护[J]. 天津:南开管理评论,2011,(6).

[39] 夏楸,郑建明. 媒体报道、媒体公信力与融资约束[J]. 北京:中国软科学,2015,(2).

[40] 姚伟,黄卓,郭磊. 公司治理理论前沿综述[J]. 北京:经济研究,2003,(5).

[41] 杨德锋,杨建华,楼润平. 利益相关者管理认知对企业环境保护战略选择的影响——基于我国上市公司的实证研究[J]. 北京:管理评论,2012,(3).

[42] 杨德明,赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. 北京:经济研究,2012,(6).

[43] 于忠泊,田高良,齐保全,张皓. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. 北京:管理世界,2011,(9).

[44] 中国互联网络信息中心. 中国互联网络发展状况统计报告[EB/OL]. 2015. 2. 3[2016-11-10]http://www.cnnic.cn/gwym/xwzx/rdxw/2015/201502/t2015020351631.htm.

[45] 张萍,徐巍. 媒体监督能够提高内部控制有效性吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 上海:会计与经济研究,2015,(9).

[46] 张琦,刘克. 基于利益相关者理论的企业绩效评价指标体系[J]. 长沙:系统工程,2016,(6).

[47] 仲秋雁,石晓峰. 媒体关注影响企业债务融资的研究综述与展望[J]. 南京:现代管理科学,2017,(7).

[48] 黄敏学,潘海利,廖俊云. 社会化媒体时代的品牌沟通—品牌社区认同研究综述[J]. 北京:经济管理,2017,(2).

The Impact of Media Attention on Stakeholders of Listed Companies from the Perspective of Information Dissemination

—Based on Multi-variable Multi-factor Coupling Empirical Analysis

LI Jun-yan¹, TIAN Gao-liang¹, SI Yi^{1,2}

(1. School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710049, China;

2. College of Business, City University of Hong Kong, Hong Kong, China)

Abstract: In recent years, many scholars at home and abroad discuss the phenomenon, which is the listed companies “concerned by the media” and “media association”, around the media in the corporate governance role and mechanism. The focus of research is on the influence of media on corporate governance behavior and structure. However, the emergence of new social media, such as microblogging, WeChat and Facebook, is more complicated in the process of social relations. The transition from passive to proactive is no longer a one-way process, but rather a cyclical effect based on the constraints of the environment, the listed companies, and stakeholders. However, Gordon (1997) argued that satisfying stakeholder requirement was the real goal of business efforts, especially the management of customer stakeholder relationships. The media is aware of environmental issues in controlling stakeholders and secondary stakeholders (Yang Defeng et al., 2012), culminating in the possibility of implementing a forward-looking corporate governance strategy. So, does the media have any effects on the interests of the main stakeholders of listed companies, which are focus on the multi-factor coupling analysis? Although, the academic community has studied the impact of the media on investor stock returns, there is a lack of analysis of the relationship between media concerns and stakeholder interests.

This paper, based on the media information dissemination point of view, and the argument about the role of media attention allocating and regulating of resources between stakeholder groups, gives the hypothesis about the media attention to the impact of stakeholders, proposed a multi-factor coupling analysis of stakeholders and stakeholders' interests of the comprehensive evaluation of indicators to achieve a measurement of the listed companies in different circumstances on the stakeholders. This measurement is about the protection degree of interest and the payment ability, and constructs the chain reaction model of stakeholders under the media attention. Based on the data of China A-share listed companies, the empirical results show that the media attention has a positive effect on the overall interests of the stakeholders of listed companies, and the interests of shareholders, creditors, customers, and governments are obvious. The nature of the property company, the state-owned enterprise stakeholders have significant differences. In addition, after controlling the regional environmental differences, it is important to study the relationship between the degree of regional marketization and the influence of media attention on the interests of the stakeholders of listed companies. This study has deepened the media's corporate governance effect and the mechanism of action and has a certain guiding effect on the formulation of corporate governance decision-making, and the protection of the interests of stakeholders and the realization of corporate value. The further analyses are the impact of regional marketization on media concerns and corporate stakeholder relations. This paper, combining and clarifying the relationship among media attention, corporate governance, and related interests is conducive to formulating a reasonable corporate governance strategy and improving the efficiency of corporate governance.

Although this article enriches the content of media attention and corporate governance, the conclusion is useful, laying the foundation of the corporate governance mechanism and governance strategy of the media, there are still many shortcomings. Firstly, with the advent of the Internet, the era of large data, the adjustment of industrial structure, the transformation of listed companies, and the regulation of regulatory mechanisms, whether more media stakeholder relationship management and corporate governance are sustainable, whether to and play a more and more important role. Secondly, the multi-factor and multi-factor coupling analysis method to evaluate the interests of the interests of listed companies need to be further improved, hoping to form a set of recognized evaluation criteria. What's more, with the Internet and the continuous development of information technology, the increasing variety of media, may consider further in-depth discussion of different nature of the media reports and different types of media heterogeneity of the impact of stakeholders. The scope of this article does not include the analysis of the interaction of media attention, the government, the customers, and other stakeholders, which is the author of the next step to be studied. Finally, based on the analysis of the media attention effects, the author will focus on, continue to explore the listed companies to take an active public opinion and the necessity and feasibility of management strategy.

Key Words: media attention; information dissemination; corporate governance; stakeholder; coupling analysis

(责任编辑:文 川)