

媒体、信息中介与公司治理：国外研究进展

董红晔^{1,2}(博士)

【摘要】 随着媒体形式的丰富及其影响范围的扩大,媒体的作用受到广泛关注,并逐渐成为近年来学术研究的热点问题之一。本文对媒体的相关学术文献进行梳理后发现:媒体对公司信息的收集、整理与评价具有中介作用;媒体是一种公司治理机制;促使媒体发挥作用的主要影响因素是广告、公众偏好、媒体的所有权结构和行业集中度等。本文还根据现有文献和中国的现实基础,提出了三点中国媒体治理发挥作用的启示。

【关键词】 媒体; 信息中介; 公司治理; 研究进展

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)15-0115-5

一、引言

随着媒体行业的不断发展,媒体对公司行为的影响受到越来越多的关注。通过对外披露公司的信息,媒体不仅可以向资本市场传递相关信息,起到信息中介的作用,还可以对公司的行为进行有效的外部监督。目前,学术界普遍将公司治理定义为由于所有权和控制权分离而必须在股东及管理层之间所做出的制度安排,或由于大股东与中小股东的利益冲突而产生的法律保护问题。然而,最近的公司治理研究表明,除了传统的公司治理机制,许多替代机制在公司治理中也发挥着越来越重要的作用,例如媒体的公司治理作用得到了广泛重视(Dyck et al., 2004)。媒体对公司行为的影响最先得到重视是在1992年,美国西尔斯罗巴克公司的股东在华尔街日报刊登了一则新闻,主要披露了公司表现较差的董事,公司的董事都为这则新闻汗颜。后来董事会积极采取了该股东的建议,在公告宣布日前后,市场得到了9.5%的超额收益,一年后公司获得了37%的超额收益(Monks et al., 2004)。

那么,此类事件是媒体影响公司行为的个案吗?媒体对公司行为的影响途径是什么?是否存在媒体影响公司行为的因素?各国学者对上述问题进行了深入的研究,并引入了声誉机制和政府监管机制等来解释媒体的公司治理途径(Fama, 1980; Diamond, 1989)。事实上,媒体尤其是财经媒体,作为公司与公众之间的沟通渠道,对上市公司产生了巨大的影响,并在公司治理过程中发挥着重要作用,媒体是公司治理发挥作用的一个重要影响因素(Zingales, 2000)。本文主要对媒体的信息中介作用、公司治理角色以及影响媒体发挥作

用的因素进行了梳理。并结合我国特殊的制度背景,分析了我国媒体发挥作用较弱的原因和改进我国媒体治理机制的政策启示。

二、媒体的信息中介作用

信息已经成为现在社会做决策的重要依据,公司的利益相关者(投资者、供应商、客户及消费者等)在与公司进行交易时都有动机获取公司的信息。然而,信息获得需要成本,特别是在资本市场上。获取信息的高昂成本使得公司利益相关者倾向于选择只掌握公司的部分信息,这便产生了“理性的无知”现象。已有研究表明,高度发达的媒体形式可以在很大程度上保证信息的及时、准确发布,从而有效地解决了这种“理性的无知”问题。

总体而言,媒体可以通过以下三种方式发挥信息中介作用:第一,转述公司盈余公告。尽管媒体只转述公司盈余公告的重要内容,并未增加新的信息含量,但这仍然会引起利益相关者的重视,特别是资本市场中的非知情投资者。第二,整合不同来源的信息。媒体会将盈余公告与分析家的预测信息、管理者的预测信息等进行整合,这些信息将有助于利益相关者对公司前景的把握。第三,提供新的信息。在发布公司的盈余公告和分析家预测的基础上,记者还会对此进行分析,并提出新的观点。

然而更多的学者发现,媒体可以解决公司与利益相关者之间的信息不对称问题。Zingales(2000), Dyck et al.(2008)指出,当利益相关者认为媒体所提供的信息正确时,会依据这些信息进行决策,提高决策质量。媒体报道可以通过缓解公

【基金项目】 国家自然科学基金青年项目(项目编号:71503283); 教育部人文社会科学研究青年基金项目(项目编号:14YJC630069); 中国博士后科学基金面上资助项目(项目编号:2015M581279)

□ 借鉴与参考

司与外部利益相关者间的信息不对称性,促进一国经济的发展。事实证明,即使媒体的报道只是对公司披露的信息进行重述而不提供分析、预测等新的信息,其仍然可作为信息中介向公众提供信息。Bushman et al.(2004)以上市公司特定信息的可用性作为公司透明度的代理变量,研究了上市公司信息获取环境与公司透明度之间的关系,研究发现,如果一个国家的媒体普及率越高,那么这个国家上市公司的透明度也将越高。

Frankel和Li(2004)、Chan(2003)和Van Buskirk(2006)的研究都发现,媒体的报道数量与信息不对称的程度呈负相关关系。媒体解决信息不对称问题的能力更强,是因为媒体可以及时、准确、公正地披露经济交往中的信息,使市场交易双方趋于公平,降低了市场信息不充分引起的判断失误,从而保证了市场秩序稳定、经济运行良好。Bushsee et al.(2010)以Activision公司为例,证明了媒体的信息中介作用,理由如下:第一,媒体有助于Activision公司业绩的信息披露;第二,媒体在归纳总结公司不同来源信息的基础上,不断加入分析师预测和价格信息,进而更新了公司原有的盈余披露信息;第三,媒体还可以挖掘和公布一些新的信息。上述研究表明,媒体能够增加市场的信息含量,引起外部利益相关者对公司一些重大事件的关注,从而在一定程度上缓解了信息不对称问题。

三、媒体的公司治理角色

除了可以向公司的利益相关者提供信息,媒体作为重要的公司治理机制还发挥着外部监督作用。公司作为委托代理契约的结合体,存在着多种代理问题,其中最主要的是大股东与管理者的代理问题和大股东与中小股东的代理问题。Joe et al.(2009)的研究表明,媒体对这种代理问题的报道可以使大股东和管理者及时更正不适当行为。下面将从媒体提升公司治理水平的途径及作用两方面回顾现有研究。

(一)媒体提高公司治理水平的途径

基于现有文献,媒体实现公司治理作用主要有两种路径:声誉机制和政府监管机制。声誉机制主要通过影响公司股东和管理者的声誉发挥公司治理作用;政府监管机制则从政府对媒体报道关注角度出发,来说明媒体报道是通过政府监管影响公司治理。

Diamond(1989)首次提出声誉机制,他指出,当管理者将自己的不适当行为与个人声誉联系起来时,即使表现较差的管理者也会伪装成优秀管理者,改正自己的不适当行为。而当外部了解管理者行为的可能性越高时,这种声誉机制发挥作用的可能性也越高,较高的媒体覆盖度在一定程度上保证了外部人对管理者行为信息的掌握。Dyck et al.(2008)利用Becker(1969)的模型,进一步总结了媒体发挥公司治理角色的声誉机制模型,模型指出,媒体的监督作用主要是通过提高公司内部人谋取私利的声誉成本和惩罚成本的预期来发

挥其约束作用,即当上市公司内部人做出一项为自身带来私人利益的决策时,会综合考虑其收益和成本,即:

$$\begin{aligned} E(\text{Privat benefit}) &< E(\text{Reputational cost}) + E(\text{Punishment}) \\ &= \sum_i p_i \times RC_i + \pi P \end{aligned}$$

其中: RC_i 为声誉成本; p_i 表示投资者观察到公司内部人行为的概率; π 表示上市公司内部人被惩罚的概率; P 表示惩罚所带来的直接损失。

媒体对公司内部人行为的报道可以改变模型右边的各项,首先,媒体报道能够改变内部人行为被发现的概率。其次,媒体报道能显著增加相关内部人的声誉成本。在一项权威的民意调查中,公司的经理人将负面的媒体报道列为声誉最大的威胁。另外,媒体还会影响家人、朋友、同行以及整个社会对管理者及股东的印象,为了避免在人际交往过程中出现尴尬,他们将努力维护公众形象。因此,媒体的这种作用迫使公司经理和股东按照社会道德标准来规范自己的行为。再次,媒体报道会提高内部人受到法律惩罚的概率。最后,媒体报道会导致内部人受到法律惩罚的力度增加。可见,媒体通过影响内部人行为发现的概率与相关声誉成本来影响内部人的决策。特别地,媒体在管理者声誉的形成和扩大的过程中扮演着更为重要的角色。在激烈的经理人竞争市场上,经理人未来的工资取决于公司股东对其是否严格履行相关责任的判断,而媒体报道对股东的判断起着重要的作用。因此,经理人基于声誉的考虑,会放弃暂时损害股东利益的行为,从而有效提高了公司治理。

除了声誉机制,政府监管机制也是影响媒体公司治理作用的重要途径。首先,媒体关注度的增加可以引起政治家的关注,一旦事件较为严重,就会迫使政治家修改已有的公司法,并有效实施。这是由于政治家担心其无动于衷的行为将有损他在公众心目中的形象,甚至危及未来的政治生涯。因此,当媒体报道公司的不适当行为时,政府会干预公司内部人的决策,改正其不适当行为。Gorman et al.(2009)以爱尔兰为背景,研究发现,随着媒体报道的增加,监管部门将会重视这些公司治理违规问题,并进行相应的调查和惩罚。媒体还会通过发布较差的公司治理状况,促使政府官员和监管人员对公司法进行相关改革,从而有利于公司治理的完善。

另外,在新兴经济体国家,声誉机制的约束作用还较弱,一是因为新兴经济体国家的股权较为集中,在新兴经济普遍存在的国有企业与家族企业中,高管通常不会因为经营不善而被降低级别和待遇,解聘的压力较小。二是因为经理人市场并不完善,且缺乏稳定性。这两个原因使声誉机制难以在新兴经济体国家有效发挥作用。那么,在新兴经济体国家中,媒体是通过什么机制来发挥公司治理的作用呢?大量文献表明,在新兴经济体国家,由于法律制度的不完善,政府治理成为一种保障投资者利益的替代机制。

(二)媒体的公司治理作用

媒体可以通过声誉机制和政府监管机制成为公司治理的替代机制。具体而言,媒体可以缓解控股股东的利益侵占问题、管理者与股东间的代理问题,并减少公司的违规行为。

1. 目前很多国家(包括发达国家)的控股股东都是通过复杂的金字塔结构或交叉持股的方式持股,由于控制权与现金流权的分离,控股股东会利用关联交易等手段侵害中小股东的利益,而这种利益侵害行为大多存在于家族企业中(Morck et al., 2000)。当媒体披露控股股东对小股东利益的侵害行为时,控股股东甚至是整个家族的声誉会因此而受损,增加了控股股东的成本,从而减少了控股股东侵害中小股东利益的行为。已有研究表明,由于媒体可以通过声誉机制影响公司的治理水平,当一国的媒体覆盖率广时,公司会更更多地考虑中小股东的利益(Dyck et al., 2010)。

在新兴经济体国家中,传统的公司治理机制尚不完善,所以媒体对控股股东侵害行为的约束作用更加重要。以韩国为例,由于法律法规机制的不健全,韩国大财阀通常会利用其控股股东的地位对中小股东的利益进行侵害。直到1996年,中小股东将控股股东的这种侵害行为在媒体上进行报道后,情况才有所缓解。Dyck和Zingales(2002)利用39个国家的数据分析了公司控股股东获得私人收益的影响因素,研究发现,除了传统的公司治理因素的介入可以控制控股股东获得私人收益,在众多的非传统变量中,媒体也发挥了非常重要的作用。

2. 除了可以约束控股股东的利益侵占行为,媒体还可以起到缓解股东与管理者间代理问题的作用。

首先,管理人员的不适当行为被媒体报道后,考虑到社会公众的压力和自身的声誉,经理人不但会及时更正不适当的行为,还会更加尽职尽责地以股东利益最大化为目的为公司服务,提高公司的业绩。

其次,Joe et al.(2009)研究发现,治理较差的公司在媒体的负面报道后,会采取一系列的措施提高公司治理水平,包括取代效率较差的CEO及董事会主席、增加外部独立董事等,这些措施对管理者起到了震慑作用,使管理者更加努力地完成工作。Gorman et al.(2009)提供的证据表明,媒体关于公司治理违规的新闻报道将会迫使上市公司董事会采取积极的改革措施提高公司治理。

最后,媒体还可以通过增加机构投资者对公司政策的影响来提高公司治理水平。当公司的业绩较差时,原则上机构投资者可以采取法律的手段影响公司政策以保护自身的利益,但机构投资者对公司治理的干预将受到管理者的抵制,而当媒体对公司较差的业绩进行披露后,机构投资者对公司治理的影响将大大增加。美国加州公共雇员退休基金会主要监督公司的经营业绩,并利用媒体的介入来提高自身对公司

政策的影响。该基金根据股东收益、经济附加值、公司治理等监督公司的经营状况,当公司治理水平较差时,基金公司的代表人会与公司谈判来提高公司治理水平。为了增加谈判能力,代表人会将公司的不良表现在媒体上进行披露,迫于媒体的压力,公司会提升治理水平,从而缓解了股东与管理者间的代理问题。

3. 除了减少控股股东对中小股东的利益侵占、缓解股东与管理者间的代理问题,媒体也会通过原创性的调查报道减少公司的违规行为,起到“看门狗”的作用。大量研究表明,公司的违规行为在媒体对其披露后都得到妥善解决。因此,媒体作为一个低成本、触及范围广的信息中介机构,可以监督控制公司的违规行为。

Dyck et al.(2010)通过对1996~2004年期间较大的美国上市公司的财务造假案件的揭露与媒体的“看门狗”作用做了更加深入的分析。研究发现,上述造假案例中只有20%是通过法律诉讼被揭发,而大多数的造假案件都是由市场监督主体所揭发。作为市场监督体的审计师、分析师以及员工并不能从揭发造假中获利,而记者作为媒体方往往敢于揭发公司的造假行为。Dyck et al.(2008)以1999~2002年俄罗斯上市公司为研究样本,考察了作为上市公司股东的投资基金对媒体报道的影响作用,以及媒体报道在上市公司中扮演的治理角色。研究发现,作为股东的投资基金与公司治理违规的新闻报道数量存在着紧密的联系,且研究发现媒体能显著提高公司治理违规改制的概率。

四、媒体作用发挥的影响因素

在以上文献的梳理中,本文把媒体作为收集和传递信息的中介,却忽视了媒体传递信息的可信程度。如果媒体传递信息的可靠性较差,那么媒体的信息中介和公司治理作用将受到影响。现有的文献表明,影响媒体发挥作用的主要因素有广告压力、公众偏好、媒体所有权结构与行业集中度。

(一)广告压力

媒体的独立与自由对媒体是否能发挥作用尤为重要。根据皮尤研究中心的一项调查,广告收入占媒体总收入的75%,可以说,广告商对媒体报道有很大影响。目前,解释广告对媒体报道的影响存在两种观点。自由观点认为,广告对媒体报道的准确性有积极的影响,因为广告收入可以使媒体免于政府机构的操控。这种观点来源于Lippmann(1931),Asquith(1975),Curran和Seaton(2003)提到的媒体革命,19世纪30年代广告收入的增长使媒体开始不再接受政府的补贴,这就保证了媒体的观点不受政府影响,可以为公众提供公正客观的报道。而管制观点则认为,媒体将迎合广告商而产生媒体偏见,影响报道的真实性。以烟草业为例,Baker(1994)和Bagdikian(2000)发现,与烟草相关的疾病的新闻数目大幅度减少,烟草的广告投入是造成这一偏见的主要原因。事实上,大多数的学者支持管制观点。

□ 借鉴与参考

Herman 和 Chomsky (1988) 认为, 媒体为了不失去重要的广告客户, 有动机迎合广告商的需求而减少对其的负面报道。Reuter 和 Zitzewitz (2006) 对 1997 年 1 月至 2002 年 12 月间的三个金融杂志 (Money Magazine, Kiplinger's Personal Finance, Smart Money) 进行了跟踪调查, 结果发现这三个杂志很可能为了迎合基金公司的需求而对基金公司的金融产品做出了较好的评价。可见, 媒体报道存在偏见。Ellman 和 Germano (2006) 建立理论模型对上述两种观点进行了验证, 结果支持管制观点。Gurun 和 Butler (2012) 的研究也发现, 媒体对公司的正面报道 (如产品召回、准确无误的产品评论等) 与该公司对媒体的广告投入有正向的关系, 这时媒体并不能起到“看门狗”的作用, 却成为公司的“啦啦队”, 这严重影响了媒体的监督作用。

(二) 公众偏好

尽管从传统意义来讲, 媒体报道的质量是以准确性来衡量, 报道越准确, 对公众的价值越高。来自于竞争及公众的压力只会使媒体提供更准确的信息。但事实并非如此, 媒体的影响力很大程度上取决于新闻的娱乐价值。为了满足公众的需求, 媒体不仅要提供信息, 还要使报道具有娱乐性。因为公众阅读新闻报道也不仅仅是为了得到信息, 还可能是为了娱乐。对于媒体, 为了发行量、收视率, 他们会提供大量的娱乐报道。当年美国的信贷危机并没有引起媒体的注意, 纽约时报对此的解释是: 这些内容太复杂也太无聊了, 不能引起读者们的兴趣。同样, 当被问到为什么信贷危机成为纸媒的头条而电视没有关注这方面的内容时, NBC 主席坦言信贷危机不能吸引观众的眼球。

对公司治理的报道同样如此, 出于娱乐性的考虑, 媒体会更加关注可以引起广泛关注的公司治理因素, 如管理者的薪酬, 而不会关注公司治理的其他因素, 如董事会的组成、审计师的性质等。Jensen (1979) 同样认为, 由于竞争激烈, 为了得到公众更多的关注, 媒体会夸大新闻的娱乐性, 影响媒体报道的客观真实性。Core et al. (2008) 研究发现, 媒体主要关注公司 CEO 行权的期权激励这一具有娱乐性的公司治理因素, 但事件经过媒体的负面报道后, 并没有改变管理者的薪酬。可见, 媒体主要发挥了娱乐的作用, 而并没有发挥提高公司治理的作用。Malmendier 和 Tate (2005) 分析了 1975~2002 年 250 名 CEO 被选为各种商业类杂志“最佳管理者”或“最优绩效 CEO”后, 其所在公司的业绩表现, 研究发现, 当公司的管理层被评为明星管理层后, 公司的业绩不升反降, 作者讥讽为“商业杂志排名榜最擅长的就是挑选出那些业绩即将下滑的人”。上述研究可以说明媒体只是在发挥娱乐功能, 并不能提供真实准确的信息。

(三) 媒体的所有权结构和行业集中度

媒体报道的可信性还与媒体是否有动机调查和报道真实可靠的信息有关, 当媒体有可能报道所涉及的主体进行单

边交易时, 媒体报道的可信性将受到影响。报道所涉及的主体很可能利用未来的广告费用来交换媒体对自身的报道, 这种交易将影响媒体的声誉。当多数媒体与报道主体合谋时, 媒体想保持公正性报道的难度将增加。这就产生了两种均衡, 一种均衡是报道的可信性很高, 不存在单边交易的情况。另一种均衡是报道没有可信性, 媒体会接受报道主体的贿赂而不去报道真实的信息。决定哪种均衡的重要因素就是: 媒体行业的竞争程度、媒体的所有权结构。

当媒体行业是充分竞争时, 一个媒体接受了贿赂后没有报道负面消息的行为很可能使其失去可信性, 而被其他的媒体所淘汰。市场的竞争环境越是激烈, 合谋的均衡越是不可能存在。同样, 独立的媒体就不太可能与第三方有合谋利益。而当媒体被企业集团所掌握时, 媒体更可能选择不报道该企业集团的负面消息。Houston et al. (2011) 利用对 80 个国家 9000 多个公司的世界商业环境调查得到的数据, 分析了媒体的行业集中度对银行腐败行为的影响, 研究表明, 媒体行业集中度高时, 媒体对银行腐败的揭露更少, 这会很大程度地提高银行的腐败程度。

另外, 媒体报道的可信性还与政府对媒体的控制有关。目前, 效率理论与合谋理论对政府对媒体的控制和媒体报道的关系有不同的解释。效率理论认为, 当政府持有媒体大量股份时, 可以使媒体更有权威, 这将提高媒体的监督能力。而合谋理论则认为, 媒体被政府控制时, 媒体更可能与政府合谋而影响报道的客观真实性。Besley 和 Prat (2006), Djankov et al. (2001), Strömberg (2001) 等对这两个理论进行了验证, 结果表明合谋理论更符合多数国家的实际情况。Djankov 等指出, 大多数媒体由政府控制, 这会导致媒体没有报道事实的自由, 从而大大降低媒体报道的公信力。当媒体的自由度高时, 政府的腐败情况将更可能被及时披露, 这对政府的腐败行为有极大的震慑作用 (Brunetti, 2003)。Houston et al. (2011) 分析了媒体行业集中度对银行腐败行为的影响, 研究表明媒体的国有持股严重影响了媒体对腐败行为的披露。

五、结论与启示

本文认为, 媒体通过对有关公司信息的重述、整理、分析等为公司外部的利益相关者提供公司的信息, 降低了利益相关者获取信息的成本, 解决了“理性的无知”问题, 发挥了信息中介的作用。由于声誉机制与政府干预机制的作用, 当媒体对公司治理进行负面报道时, 公司内部人会改正不当行为, 如管理者会提高工作效率并以股东的利益最大化为目的进行决策, 大股东会降低对中小股东利益的侵占行为等。尽管媒体可以发挥信息中介和提高公司治理的作用, 但是来自广告商及读者需求的压力会影响媒体报道的客观公正性, 同时, 媒体的行业集中度及所有权结构等也会影响媒体的公司治理作用。

基于上述对文献的整理及我国的现实情况, 本文得到以

下启示:

1. 我国当前媒体的整体状况尚处于初级阶段,信息中介的作用还远未发挥出来。其中重要的制约因素在于我国的媒体公众偏好程度较为严重。一方面,媒体报道的内容范围受影响,一些公司内部与公众兴趣无关的信息未被得到揭示;另一方面,媒体报道的准确性受到影响,出于经济利益的考虑,可能存在过分夸大特定信息的情况。媒体这一特征导致公司利益相关者对媒体报道的信任度降低,这种信息供给方与需求方向的不信任严重影响媒体信息中介作用的发挥。因此,提高我国媒体信息中介作用的一条路径是提高媒体的独立性,使其少受经济利益的困扰。

2. 尽管我国媒体也会对公司的违规行为进行报道,但在减少公司违规行为上所起的作用还很有限。本文的论述表明,媒体主要通过声誉机制来影响公司治理。公司管理者的职业生涯和薪酬受到其声誉的影响,因此经理有动机建立和维护声誉。但是,我国的制度背景是国有股权占绝大部分,国有企业管理者的选拔往往由国家任命,而国家对经理的考核指标具有行政色彩,比如税收的缴纳、解决就业等,因此与政府考核指标无关的声誉受损并不能影响管理者。即使在民营企业,基于我国的初级发展阶段,职业经理人市场还相当不完善,这就导致民营企业不能轻易更换经理人,声誉对管理者的影响减弱。声誉机制不能得到充分发挥,媒体监督和治理功能就难以达到。因此,我国应当进一步完善国有企业经理任命机制和职业经理人市场。

3. 媒体是否有动力开展进一步调查以证实提供给他们信息的真实性,还取决于媒体运行的环境是否具有竞争性、媒体的所有权结构等因素,上述因素共同构成了媒体发挥公司治理作用所需要的外部环境。我国媒体的国有持股水平和集中度都很高,这种情况不利于媒体行业的自由发展,将影响媒体报道的客观性和公正性,降低媒体的公信力,影响媒体发挥其应有的作用。因此,本文认为,我国应该放宽对媒体的管制和政府控制,使媒体自由发展,提高媒体报道的可信水平,使媒体作为客观公正的第三方起到信息中介与公司治理替代机制的作用。

主要参考文献:

- Dyck A., Zingales L.. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. Journal of Finance, 2004(59).
- Monks R., Minow N.. Corporate Governance (3rd ed.) [M]. Cambridge: Blackwell, 2004.
- Miller G.. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud [J]. The Journal of Accounting Research, 2006(44).
- Joe J.R., Louis H., Robinson D.. Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009(44).

Diamond D.W.. Reputation Acquisition in Debt Markets [J]. Journal of Political Economy, 1989(97).

Fama E. F.. Agency Problems and the Theory of the Firm [J]. Journal of Political Economy, 1980(88).

Fama E.F., Jensen M.C.. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law and Economics, 1983(114).

Zingales L.. In Search of New Foundations [J]. Journal of Finance, 2000(55).

Dyck A., Volchkova N., Zingales L.. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia [J]. Journal of Finance, 2008(63).

Bushman R.M., Piotroski J.D., Smith A. J.. What Determines Corporate Transparency [J]. Journal of Accounting and Economics, 2004(42).

Morck R., Yeung B., Yu W.. The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? [J]. The Journal of Business, 2000(73).

Dyck A., Morse A., Zingales L.. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? [J]. The Journal of Finance, 2010(65).

Hamilton J.. All the News That's Fit to Sell: How the Market Transforms Information into News [M]. Princeton: Princeton University Press, 2004.

Jensen M.C.. Toward a Theory of the Press [J]. Economics Social Institutions, 1979(1).

Malmendier U., Tate G.. CEO Overconfidence and Corporate Investment [J]. The Journal of Finance, 2005(60).

Houston J.F., Lin C., Ma Y.. Media Ownership, Concentration and Corruption in Bank Lending [J]. The Journal of Financial Economics, 2011(100).

Djankov S., McLiesh C., Nenova T., Shleifer A.. Who Owns the Media? [J]. Journal of Law and Economics, 2001(46).

Brunetti, Weder A. B.. A Free Press is Bad News for Corruption [J]. Journal of Public Economics, 2003(87).

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).

Mullainathan S., Shleifer A.. The Market for News [J]. American Economic Review, 2005(95).

Baron D.P.. Competing for the Public through the News Media [J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2005(14).

作者单位: 1. 中央财经大学博士后流动站, 北京 100045; 2. 中国长城资产管理公司博士后科研工作站, 北京 100045