

媒体监督、财务重述与公司治理

——来自创业板的经验证据

张朝辉

【摘要】 本文研究了新闻媒体的报道对于创业板上市公司财务重述行为的影响,经实证检验发现,新闻媒体的批评与谴责能有效抑制上市公司财务重述行为的发生。对财务重述进一步分类后回归分析发现,媒体的负面报道对非技术原因引起的财务重述行为和涉及核心会计数据的财务重述行为起到了更为积极的监督作用。据此可知,新闻媒体的确发挥了其外部监督作用,能促使上市公司改善其治理机制,保护了投资者利益。

【关键词】 新闻媒体; 财务重述; 公司治理; 外部监督

【中图分类号】 F275

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)17-0022-5

一、引言

近年来,新闻媒体的外部监督作用日渐明显,不少上市公司的财务舞弊案件都是先由新闻媒体进行报道和深入调查,进而引起市场关注和政府部门介入调查而最终得以揭示的。在西方国家,媒体甚至被视为“第四方权力”,是除立法、司法和行政之外的另一外部有效监督体制,这一点在众多学者的研究中已得到印证(Miller, 2006; Dyck 等, 2008; 李培功和沈艺峰, 2010)。上市公司涉及众多利益相关者,其治理问题呈现社会化趋势,因此新闻舆论的监督是公司治理社会力量的重要组成部分。媒体通过其报道将信息传播给公众,一方面引发社会舆论,形成对上市公司的外部压力;另一方面促使行政部门进行调查,使违法企业更正其不当行为。

但也有学者对媒体在公司治理中发挥的监督作用持怀疑态度。如贺建刚(2008)对五粮液公司进行案例研究发现,媒体的报道并不能够抑制大股东的掏空行为。目前我国,媒体报道更多的是受到政府政策导向的影响,一旦涉及敏感事件,其报道往往面临更多约束。面临此境,我国新闻媒体能否客观、独立地对事实进行报道?能否发挥其应有的外部治理作用?

近年来,我国不少上市公司以补充公告、更正公告等形式对已公布的财务报告进行重述。财务重述不仅说明该上市公司已发布信息可信赖程度低,也反映出了该公司治理机制存在缺陷。造成上市公司发生财务重述的原因不仅在于公司

治理机制,外部媒体监督环境更有可能影响公司的财务重述行为(戴亦一等, 2011)。可见,媒体监督、财务重述与公司治理并非孤立存在,而是相互影响。本文选取财务重述这一独特视角,以样本数据实证分析我国新闻媒体对上市公司的外部治理效用。

本文以 2013~2015 年创业板发生财务重述的上市公司为样本,并选择特定对照样本,研究媒体报道对于上市公司财务重述行为的影响。与以往研究相比,本文做了如下创新:第一,以实证方式研究媒体效用,目前国内学者鲜于使用实证方式研究媒体治理作用,本文的研究丰富了这一研究领域;第二,以往学者的研究重点集中在主板企业,本文以创业板上市公司为研究样本,拓宽了媒体外部监督效用的研究领域。

二、理论分析与研究假设

上市公司通过补充公告、更正公告等形式对前期已发布信息进行重述,该重述行为反映出了上市公司已发布信息可信性低、治理机制有缺陷等问题。同时财务重述又会引起资本市场中投资者的质疑,进而可能引发股价下跌、违反法律法规等一系列严重后果。那么媒体关注能否影响上市公司的财务重述行为?

目前,我国媒体面临企业治理问题时并非事前“沉默”、事后“报道”,而是积极扮演了资本市场监督者的角色(醋卫华、李培功, 2012)。新闻媒体以其报道引导社会舆论的导向,

【基金项目】 河南省科学技术厅软科学计划项目“煤炭行业上市公司环境会计信息披露问题研究”(项目编号:142400411410); 河南省教育厅人文社会科学项目“媒体关注度与盈余管理相关性研究——基于管理层异质性和股权异质性视角”(项目编号:2015-QN-045)

对上市公司管理者造成舆论压力,促使上市公司高管为避免声誉受损而更正自己的行为。同时,媒体大量曝光更容易引起监管机构的介入。李培功、沈艺峰(2010)认为,媒体在我国的治理作用主要是通过引起行政机构的介入实现的。我国目前处于转型时期,大部分国有上市公司高管由政府聘任,政府部门的介入对高管有更直接的影响。新闻舆论不仅会引发普通投资者的关注,同样也会引起监管机构的注意。媒体将大量信息传递给监管部门,监管部门接收到信息进而进行调查,促使企业更正其违规行为。

本文认为,上市公司财务重述在一定程度上反映出了公司治理水平的缺陷,上市公司进行财务重述后,随着媒体曝光量的增加,不仅上市公司及其高管声誉受损,也可能引起监管机构注意并引发其调查,此时管理者不得不停止违规行为,即媒体能够有效抑制上市公司的财务重述行为,发挥外部治理作用,作用机理详见图1。据此,本文提出如下研究假设:

假设:媒体关注与上市公司财务重述行为呈显著负相关关系,即媒体关注度越高,报道数量越多,上市公司发生财务重述的可能性越小。

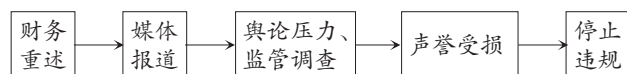


图1 媒体报道与财务重述的关系

三、研究设计

(一)研究样本与数据来源

1. 财务重述样本。上市公司进行财务重述的方式是发布补充公告、更正公告以及补充更正公告。本文以2013~2015年发布补充公告、更正公告以及补充更正公告的创业板上市公司为样本,数据来源于巨潮资讯网,在手工搜集整理的基础上做如下筛选:①剔除金融、保险行业公司;②剔除重述公告发布时已经退市的公司;③若同一家公司发生多次财务重述行为,取第一次重述公告为研究样本;④剔除数据不全的公司。最终获得上市公司财务重述样本145个,详见图2。

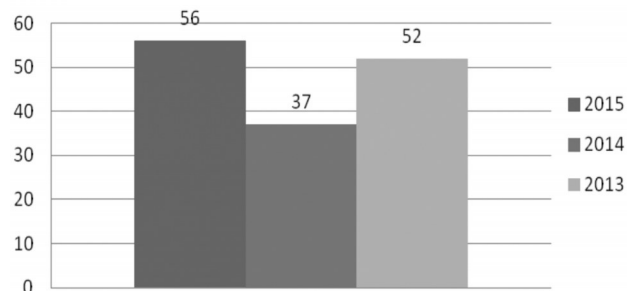


图2 中国上市公司财务重述情况统计(2013~2015年)

2. 对照样本筛选。参照以往学者研究媒体关注的做法,本文同样选取匹配的对照公司与财务重述公司共同进行研究分析。对本文已选取的上市公司财务重述样本,逐一选取

匹配对照样本。选取要求为:①对照样本公司与财务重述公司处于同一会计年度;②二者处于同一行业;③二者总资产规模接近。

3. 媒体监督数据。本文的媒体关注数据取自CNKI全国重要报纸全文数据库。参考李培功、沈艺峰(2010)和戴亦一等(2011)的做法,本文选择8份最具影响力的全国性财经报纸作为报道的来源,分别是《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》,为减少数据遗漏,分别使用“标题查询”和“主题查询”对样本公司的全称及简称进行搜索。

本文对媒体报道进行搜集整理时,按照报道的主观色彩对新闻报道进行了分类,即分为负面报道和非负面报道两类。通常情况下,上市公司背负的负面报道越多,管理者面临的舆论压力越大,越有可能更正其财务重述行为;而非负面报道较少引起公众和监管部门的关注。因此,主观色彩不同的报道对上市公司治理机制的影响不同。参考李培功和醋卫华(2011)的做法,本文将新闻报道的标题和内容中包含明显的质疑、批评、负面评价词语的报道作为负面报道。同时,如果报道以中性语言向投资者剖析了公司年报中存在的问题,本文同样视其为负面报道,其他报道则归类为非负面报道。

(二)变量选取及模型设定

1. 因变量及其度量。本文设置虚拟变量(Restate1)来代表上市公司财务重述情况。若当年上市公司进行了财务报表重述,则Restate1取1,否则取0。

2. 自变量及其度量。①媒体关注度1——LNMedia1:本文用“1+媒体报道次数”的自然对数作为衡量公司媒体关注程度的衡量指标。②媒体关注度2和3——LNMedia2和LNMedia3:考虑到负面报道与非负面报道对上市公司治理机制产生的影响不同,本文将媒体关注指标进一步分为两个子指标,LNMedia2为“1+媒体负面报道次数”的自然对数,LNMedia3为“1+媒体非负面报道次数”的自然对数。

3. 主要变量及说明。详见表1。

4. 研究模型。

$$\text{Prob}(\text{Restate}_{i,t}=1) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LNMedia}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Control}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{Year} + \alpha_4 \text{Industry} + \varepsilon$$

考虑到上市公司财务重述是对以往年度财务报告的更正,因此模型主要控制变量采用滞后1期(即上一年度)的数据。

四、实证分析

(一)描述性统计

1. 媒体关注和财务重述样本的描述性统计。从表2描述性统计分析结果可知,负面报道样本公司占所有样本公司比例为35.62%。该统计结果显示,2013~2015年有负面报道的样本公司占比均在35%左右,各年基本保持平稳。本文负面

表 1 主要变量及说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	财务重述 1	Restate1	若当年上市公司发生财务报表重述,则 Restate1 取 1,否则取 0
自变量	媒体关注度 1	LNMedia1	“1+媒体报道次数”的自然对数
	媒体关注度 2	LNMedia2	“1+媒体负面报道次数”的自然对数
	媒体关注度 3	LNMedia3	“1+媒体非负面报道次数”的自然对数
公司财务状况	公司规模	SIZE	公司总资产的自然对数
	资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
	总资产净利率	ROE	净利润/期末总资产
	总资产增长率	GROWTH	(资产总计本期期末值-资产总计本期期初值)/资产总计本期期初值
公司治理状况	管理层团队的规模	NUM	上市公司该年度管理层团队的总人数
	两职合一	Dual	公司董事长与总经理为同一人时取 1,否则取 0
	审计委员会	Audit	上市公司设置审计委员会时取 1,否则取 0
	审计意见	Opinion	财务报表获标准无保留意见时取 1,否则取 0
虚拟变量	行业虚拟变量	Industry	行业虚拟变量。根据公司所在行业设置 20 个虚拟变量
	年度虚拟变量	Year	以 2012 年度为基准,共设 3 个虚拟变量

表 2 媒体关注和财务重述的描述性统计

	年度	2013	2014	2015	合计
负面报道样本	样本合计	112	74	106	292
	有负面报道的样本	41	27	36	104
	有负面报道的样本占比(%)	36.61%	36.49%	33.96%	35.62%
媒体报道量	无负面报道的样本年平均媒体报道量	3.2	3.1	3.5	3.3
	有负面报道的样本年平均媒体报道量	8.5	8.7	9.2	8.8
财务重述样本分类	财务重述样本	56	37	52	145
	核心会计指标重述样本	29	17	25	71
	核心会计指标重述样本占比(%)	51.79%	45.95%	48.08%	48.97%
	非技术原因重述样本	15	19	18	52
	非技术原因重述样本占比(%)	26.79%	51.35%	34.62%	35.86%

报道的内容包括媒体对上市公司业绩情况、经营状况、大股东持股比例、关联方交易等做出的质疑和批评。栏二中对不同样本公司平均媒体报道量进行了比较。比较结果显示,有负面报道的样本公司年平均媒体报道量为 8.8 篇,远高于无负面报道的样本公司年平均媒体报道量 3.3 篇,说明新闻媒体更倾向于揭露上市公司存在的问题。栏三中对创业板上市公司财务重述情况进行了分类。按照财务重述是否涉及核心会计指标,将样本公司分为核心会计指标重述样本和非核心会计指标重述样本。核心会计指标财务重述比例占到财务重述样本的 48.97%,2013 年比例最高,达到 51.79%。这说明我国创业板上市公司财务重述中核心会计指标的重述比例比较高。按照发生财务重述的原因,本文又将样本公司分为技术原因引起的重述样本和非技术原因引起的重述样本。技术问题是指财务重述是由于工作人员计算失误等原因引起的,其所占比例为 64.14%,反映出创业板上市公司年报披露工作中工作人员态度不严谨、工作失误较多等问题。

2. 主要变量的描述性统计分析。从表 3 中可知,样本公司的平均资产负债率为 0.2588,整体处于比较低的水平;总资产净利率为 0.0754,说明盈利能力有待进一步提高;总资产增长率为 0.4671,说明样本公司成长性良好;两职合一比例为 15.66%,说明仍有部分公司治理结构不完善;有 62.19%的公司设置了审计委员会,且有 92.13%的公司取得了标准无保留审计意见。

表 3 主要变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
LNMedia1	1.2458	0.9443	0	5.2365
LNMedia2	0.3487	0.5987	0	3.4649
LNMedia3	1.1498	0.8923	0	4.9806
SIZE	20.8445	0.4897	19.38	22.63
LEV	0.2588	0.1768	0.01	0.81
ROE	0.0754	0.0553	-0.29	0.25
GROWTH	0.4671	0.4805	-0.25	3.24
NUM	9.5134	2.0567	3	17
Dual	0.1566	0.3561	0	1
Audit	0.6219	0.5612	0	1
Opinion	0.9213	0.1380	0.00	1.00

表 4 将财务重述公司与非财务重述公司相关变量进行了对比分析。从表 4 中可以看出,财务重述公司与非财务重述公司的媒体报道量相差不大,但是区分正负面报道后,财务重述公司的负面报道多于非财务重述公司,说明新闻媒体对于财务重述公司给予了更多的关注,且进行了更多的谴责;而正面报道的数量在二者之间相差不大,此结果说明新闻媒体对财务重述公司的报道侧重点不同,因此有必要在后文的研究中做进一步分析。

表4 财务重述公司与非财务重述公司数据比较

变量	财务重述公司		非财务重述公司	
	均值	标准差	均值	标准差
LNMedia1	1.2341	0.9324	1.2776	0.9231
LNMedia2	0.2899	0.5123	0.4478	0.7011
LNMedia3	1.1455	0.9541	1.1501	0.9231
SIZE	20.8487	0.5777	20.8413	0.4889
LEV	0.2355	0.1545	0.2628	0.1675
ROE	0.0562	0.0656	0.0965	0.0788
GROWTH	0.3621	0.5948	0.5674	0.6099
NUM	9.2678	2.1004	9.6679	2.2139
Dual	0.1356	0.3667	0.1764	0.3278
Audit	0.6524	0.4532	0.6098	0.4532
Opinion	0.9122	0.1380	0.9809	0.2314

表5 研究模型检验结果

	总媒体报道 (1)	负面报道 (2)	非负面报道 (3)
LNMedia1	-0.0503 (0.0521)		
LNMedia2		-0.5327*** (0.0782)	
LNMedia3			-0.0094 (0.0552)
SIZE	0.0132 (0.0352)	0.0301 (0.0396)	0.0102 (0.0342)
LEV	0.052*** (0.0028)	0.0068*** (0.0031)	0.0081*** (0.0030)
ROE	-0.0179*** (0.0056)	-0.0168*** (0.0056)	-0.0180*** (0.0057)
GROWTH	-0.0005 (0.0005)	-0.0005 (0.0005)	-0.0005 (0.0005)
NUM	-0.0047 (0.0062)	-0.0046 (0.0062)	-0.0048 (0.0062)
Dual	-0.0632 (0.1123)	-0.0630 (0.1123)	-0.0633 (0.1123)
Audit	0.1324 (0.0862)	0.1326 (0.0862)	0.1326 (0.0862)
Opinion	-0.5098*** (0.1662)	-0.5089*** (0.1662)	-0.5094*** (0.1664)
年度及行业	控制	控制	控制
观测值	290	290	290
伪R ²	0.03	0.04	0.03

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著，下同。

(二)多元回归结果

本文以前文的研究模型检验媒体关注与上市公司财务重述行为的关系，回归结果如表5所示。列(1)为全样本的回归结果，可见媒体报道与上市公司财务重述行为相关性不明

显，本文的假设没有得到支持。而从上文描述性统计结果可知，上市公司的财务重述行为引来了更多的媒体负面报道，因此本文区分了媒体的正负面报道后又再次对模型进行了回归。从列(2)和列(3)的回归结果可以看出，媒体负面报道LNMedia2与上市公司重述行为在1%的水平上显著，且呈负相关性，说明新闻媒体的负面报道确实影响到了上市公司的财务重述行为，负面报道越多，上市公司发生财务重述的概率越低；而LNMedia3与上市公司财务重述行为没有通过显著性检验，说明媒体的非负面报道对上市公司财务重述行为没有显著影响。上述回归结果显示，在控制公司财务特征与治理特征之后，媒体负面报道越少的公司越不容易发生财务报告重述，该结果支持本文假设，即媒体的负面报道确实发挥了监督上市公司财务重述行为的作用，媒体监督有助于抑制上市公司财务重述行为。列(2)和列(3)的差异回归结果表明，媒体的负面报道监督作用更明显。究其原因，媒体的质疑和批评不仅能够引发更多投资者的关注、造成更大的社会舆论压力，而且更有可能导致监管机构的介入，从而促使上市公司管理者在声誉受损和监管调查的压力下，减少财务重述行为。

公司财务特征和治理特征与财务重述行为的回归结果显示，资产负债率与财务重述行为相关系数为正，即资产负债率越高，上市公司发生财务重述的可能性越大，这可能是因为负债率越高的公司财务风险越大，越容易发生财务重述；总资产净利率与财务重述显著负相关，说明上市公司盈利能力越强，越不容易发生财务重述行为；注册会计师出具的审计意见与财务重述显著负相关，说明获得标准审计意见的上市公司财务数据更值得信任，发生财务重述的可能性更小。

五、进一步分析

前文的检验结果表明，新闻媒体的负面报道与上市公司财务重述行为显著负相关，即新闻媒体的负面报道越多，上市公司进行财务重述的可能性越小。那么，媒体的负面报道对所有类型的财务重述行为影响效果相同吗？

前文已经对财务重述的类型进行了区分。从上市公司进行财务重述的原因来看，一部分财务重述是由于技术原因引起的，即因为上市公司财务人员工作的疏忽，造成年报数据计算错误或者数据披露存在遗漏；另一部分财务重述发生的原因是应监管机构监管要求、投资者需求对报表进行更正或者补充披露。研究表明，资本市场对不同原因引起的财务报表重述行为反应不同(戴亦一等, 2011)。技术问题导致的财务报表重述并不影响公司的实际经营绩效和企业价值，因此市场反应相对平淡；非技术原因导致财务报表重述往往表明上市公司报表存在一定问题，因此在一定程度上损害了企业的信誉和价值，市场的负面反应较强烈。此外，本文还对财务重述内容进行了划分。按照财务重述涉及的内容不同，本文

□ 改革·发展

将其分为核心会计指标重述与非核心会计指标重述。核心会计指标重述是指重述涉及年报中的资产、负债、权益、现金流或者利润等重要财务指标,核心财务指标发生变化会直接影响市场对企业价值的判断,因此投资者对企业核心价值指标重述给予更多关注(魏志华等,2009)。由此可见,市场对不同原因、不同内容的财务重述反应不同,非技术原因引起的或涉及核心会计指标的财务重述关系到投资者利益,媒体对其负面报道也更多,形成的声誉压力及监管机构介入的可能性更大。

鉴于以上分析,本文将财务重述样本公司进行再次分类,检验媒体关注对不同类型财务重述行为的影响机制。本文设置虚拟变量 Restate2 和 Restate3,当上市公司财务重述由技术原因引起时 Restate2 取 1,未发生财务重述的匹配样本公司取 0;当上市公司财务重述由非技术原因引起时 Restate3 取 1,未发生财务重述的匹配样本公司取 0。此外,设置虚拟变量 Restate4 和 Restate5,当财务重述涉及核心会计指标时 Restate4 取 1,未发生财务重述样本取 0;财务重述不涉及核心会计指标时 Restate5 取 1,未发生财务重述样本取 0。在 145 个财务重述样本中,由技术原因引起的财务重述为 93 例,由非技术原因引起的财务重述样本为 52 个;财务重述涉及核心会计指标的样本为 71 个,财务重述不涉及核心会计指标的样本为 74 个。本文分别将 Restate2、Restate3、Restate4、Restate5 作为因变量,对模型进行回归检验。详见表 6。

表 6 财务重述不同类型的检验分析

因变量	Restate2	Restate3	Restate4	Restate5
	(1)	(2)	(3)	(4)
LNMedia2	-0.1385 (0.1586)	-0.5683*** (0.0843)	-0.6230*** (0.0953)	-0.5632** (0.1019)
SIZE	-0.0312 (0.0813)	0.0236 (0.0576)	0.0236 (0.0688)	0.0653 (0.0713)
LEV	0.0086* (0.0036)	0.0093** (0.0035)	0.0069*** (0.0039)	0.0086** (0.0043)
ROE	-0.0196* (0.0102)	-0.0218*** (0.0096)	-0.0195** (0.0103)	-0.0035 (0.0086)
GROWTH	-0.0006 (0.0006)	-0.0005 (0.0007)	-0.0008 (0.0008)	-0.0001 (0.0002)
NUM	-0.0086 (0.0352)	0.0231 (0.0235)	0.0396 (0.0255)	-0.0086 (0.0315)
Dual	-0.2536 (0.2158)	-0.0799 (0.1523)	0.2032 (0.1586)	-0.1786 (0.1896)
Audit	-0.1632 (0.1530)	-0.0356 (0.1230)	-0.0123 (0.1233)	-0.0576 (0.1386)
Opinion	-0.6329** (0.2930)	-0.8203*** (0.2310)	-0.9132*** (0.2318)	-0.8512*** (0.2693)
年度及行业	控制	控制	控制	控制
观测值	186	104	142	148
伪R ²	0.08	0.06	0.07	0.06

表 6 中列(1)和列(2)回归结果显示,Restate3 与 LNMedia2 显著负相关,说明媒体的负面报道与非技术原因引起的财务重述行为显著负相关,而 Restate2 与 LNMedia2 没有通过显著性检验,即媒体的负面报道对技术原因引起的财务重述行为作用不大,此回归结果的差异表明媒体关注能够对非技术原因引起的财务重述行为起到明显的监督作用。

列(3)和列(4)回归结果显示,Restate4 和 Restate5 均与 LNMedia2 显著负相关,说明媒体的批评和谴责对上市公司核心会计指标与非核心会计指标重述都产生了约束力,但从回归结果看,Restate4 与 LNMedia2 在 1%的水平上显著,而 Restate5 与 LNMedia2 通过了 5%的显著性检验,说明媒体的负面报道对核心会计指标重述的监管力度更大。

六、研究结论

本文搜集整理 2013~2015 年创业板财务重述上市公司数据,实证检验了新闻媒体的报道如何影响上市公司治理,取得了较为准确的研究证据。本文研究结论如下:

新闻媒体报道的主观色彩对上市公司财务重述行为的影响不同。负面报道会显著减少财务重述行为,而非负面报道对上市公司的财务重述行为影响不大。其原因在于负面报道将会引起更多的舆论压力和监管机构关注,从而促使上市公司管理者减少对报表的重述。

媒体报道对不同类型财务重述行为的影响是不一致的。本文将样本进一步区分为技术原因引起的财务重述和非技术原因引起的财务重述,以及核心会计指标重述与非核心会计指标重述,分样本回归分析发现,媒体的负面报道对非技术原因造成的财务重述行为约束力更大,对涉及核心会计指标的财务重述行为起到更有力的监督作用。

本文的研究启示在于:新闻媒体作为外部监督力量的重要补充,对我国上市公司的治理起到了积极的监督作用。目前我国市场经济体制与西方发达国家相比还存在不足之处,法律监管也存在漏洞,新闻媒体作为法律机制与政府监管的补充力量,可以有效规范上市公司治理行为,保护投资者权益,促进我国经济健康持续发展。

主要参考文献:

何威风,刘启亮.我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究[J].管理世界,2010(7).

醋卫华,李培功.媒体监督公司治理的实证研究[J].南开管理评论,2012(1).

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).

戴亦一,潘越,刘思超.媒体监督、政府干预与公司治理:来自中国上市公司财务重述视角的证据[J].世界经济,2011(11).

作者单位:郑州成功财经学院,河南巩义 451200