

媒体监督对公司治理中的投资者保护

任广乾

(郑州大学商学院, 河南郑州, 450001)

摘要: 转型经济中正式制度的失灵或低效使得媒体监督作为一种法律外替代机制在公司治理中发挥着重要作用, 媒体监督能够降低外部投资者的信息不对称程度, 提升公司治理效率。结合媒体监督与公司治理的耦合机理, 分析了媒体监督在公司治理中对投资者保护的作用, 指出媒体的信息制造功能有利于缓解公司治理中的信息不对称, 从而迫使公司高管改变行为, 并通过声誉机制对投资者的决策行为发挥引导作用。从媒体公信力、公司公共关系努力以及共同社会价值取向等方面总结了影响媒体监督发挥非正式治理作用的因素。结合我国实际情况分析了媒体监督所遇到的困境, 并给出了提高我国媒体监督在公司治理和投资者保护中发挥作用的建议。

关键词: 媒体监督; 公司治理; 耦合机理; 投资者保护

中图分类号: F270.7

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2014)03-0028-05

一、引言

企业所有权和控制权分离而导致的委托代理冲突使中小投资者利益保护成为了公司治理领域的研究热点。在公司治理中, 中小投资者处于信息劣势, 其利益很容易受到拥有信息优势的内部代理人或大股东侵占。虽然完善法律水平有利于保护中小投资者利益, 但在我国经济转轨过程中, 正式法律制度的完善并非朝夕可就, 因此, 重视对法律外替代机制在公司治理中作用的研究就显得非常重要。在这些替代机制中, 媒体的公司治理作用受到了广泛的重视。媒体监督被认为是一项可以弥补司法保护不足的制度安排, 其在资本市场上的重要作用受到越来越多的关注。在西方国家, 媒体监督甚至被视为独立于立法、司法、行政三者之外的“第四方权利”, 成为市场和政治之外的另一种资源和财富配置机制。

对于媒体监督的概念, 新闻界一般认为是指报纸、广播、电视、刊物等各种社会现象进行的报道或评论, 通过这些媒体报道的信息来约束那些对公众产生不利影响的政治经济事件及行为。媒体监督作为监督体系中一种重要形式, 不仅具有较强的政治性和政策

性, 也具有群众性、广泛性、公开性和及时性等其他监督形式所不具备的特点。媒体作为重要的信息传播工具, 在社会、经济、政治和法律等相关领域都备受关注, 媒体自身的及时、客观、公开、广泛的特点对公司信息披露产生着重要影响, 不论事前、事中或是事后的跟踪报道对公司治理都起着有效的约束和警示作用。安然和世通公司因财务丑闻被媒体揭露而倒闭, 显示出了媒体监督在公司治理中所发挥的积极作用。因此, 保证媒体监督的有效性有利于提高上市公司信息披露的透明度, 约束其利益侵占行为, 从而提高公司治理效率。

国内外学者从不同视角分析了媒体监督和公司治理之间的关系, 得出了各种结论。Dyck 和 Zingales^[1]较早关注了媒体监督对公司治理产生的积极作用, 研究指出媒体监督能够在一定程度上降低公司控制权私有收益。其后, Reuter 和 Zitzewitz^[2]研究发现媒体评论的内容往往具有偏袒倾向。Joe, Louis 和 Robinson^[3]分析指出媒体对董事会决策失误行为的曝光能够产生积极的经济效果, 促使董事会采取纠正措施以保护投资者的利益。此外, 媒体所处的竞争环境对其客观性也有着双重影响。国内学者严晓宁^[4]认为媒体在公司治理活动中具有解决信息不对称的功能。李培功和沈艺峰^[5]指出市场导向型媒体在公司治理中发挥了更加

收稿日期: 2013-10-26; 修回日期: 2013-11-20

基金项目: 国家自然科学基金项目“竞争与制度交互下的公司金融契约治理: 行为分析与实验检验”(U1304705); 河南省教育厅科学技术研究重点项目“媒体监督、公司治理与中小投资者保护”(13A630594)

作者简介: 任广乾(1982-), 男, 河南商丘人, 管理学博士, 郑州大学商学院副教授(直聘), 主要研究方向: 公司治理

积极的作用。国外学者对媒体监督在公司治理和投资者保护中发挥的作用存在一定的争议，而国内学者持积极观点的占主流，如李培功和徐淑美^[6]、杨德明和赵璨^[7]、梁红玉、姚益龙和宁吉安^[8]等。

二、媒体监督与公司治理的耦合机理

媒体监督对投资者保护所发挥的作用是通过与公司治理机制的耦合而实现的。媒体监督与公司治理的耦合机理主要体现在媒体监督在公司治理和投资者保护中的作用机理以及影响媒体监督在公司治理中发挥作用的因素，具体如图1所示。

(一) 媒体监督在公司治理和投资者保护中的作用机理

1. 缓解公司治理中的信息不对称

公司治理根源于委托代理中的信息不对称问题，拥有信息优势的一方利用信息不对称损害信息劣势方的利益，而媒体在其中起到了缓解作用。就资本市场而言，处于信息优势的经理人员总会试图隐瞒对自身不利的信息。虽然《公司法》和《证券法》等相关法律法规都对企业信息披露问题进行了详细的规定，但企业经理作为内部人所掌握的信息总是优于外界。媒体在社会大众获取信息的过程中充当了意见领袖的角色，它们通过信息的收集和发布主导着社会的舆论导向，在公司治理中亦是如此。媒体通过信息的制造和二级传播实现其非正式治理作用，监督和约束信息优势者，使其不能或不敢做出损害信息劣势者的行为。

媒体在公司治理中通常通过两种方式缓解信息不对称进而保护投资者的利益。一是媒体具有信息制造功能，媒体通过信息的采集和编辑并以新闻或评论的形式传播。媒体在收集公司信息的过程中，并不是被动地采集公司披露的公开信息，而是以自身的原则

主动获取有价值的并且能够被社会相关利益主体参考的信息。二是媒体具有企业信息披露的辅助和加工功能，其主要采用信息采集、评价和分析等手段实施对公司信息的披露。在上市公司进行信息披露的过程中，由于公司高管层会考虑到自身利益问题，从而导致了其非主动的信息披露行为，而媒体在此过程中常常充当了真实信息第一披露人的角色，弥补了正式治理机制的不足。

2. 提高投资者保护的力度和效能

投资者利益保护的核心是披露会计真实信息并降低会计舞弊机会。会计信息是投资者了解企业内部质量并保证公司金融契约有效执行的核心手段，处于公司金融契约连接中心的信息优势者具有人为操纵会计信息披露的动机，公司治理中的信息不对称也使会计信息不真实和不及时披露具备了条件。另外，公司金融契约的多样性也导致了信息优势者舞弊会计信息行为的复杂性，法律监管和执行效率较低是形成会计信息舞弊的重要原因。

媒体监督在一定程度上实现了会计信息的充分披露，利用媒体对信息的传播所产生的社会舆论来形成一种精神约束。这种舆论监督主要是通过媒体和受众的互动而实现的，是一种有力的软控制方式。媒体监督能够较为方便和快捷地引导舆论，其所具备的社会功能可以有效弥补正式监管部门的功能漏洞。媒体监管通常凭借自身广泛的新闻网络和特有的职业敏感性，及时发觉公司治理事件和信息披露中存在的问题并予以挖掘和解释，还事实以真相并把真实信息再披露给相关利益主体，尤其是处于信息劣势的中小投资者，使其利益免受侵害，给投资者科学决策和正确投资提供了分析依据，从而能够维系公司治理关系的持续并实现证券市场的健康发展。

3. 强化声誉机制在公司治理中的作用

虽然不对称信息到处存在，但在现实中，市场失

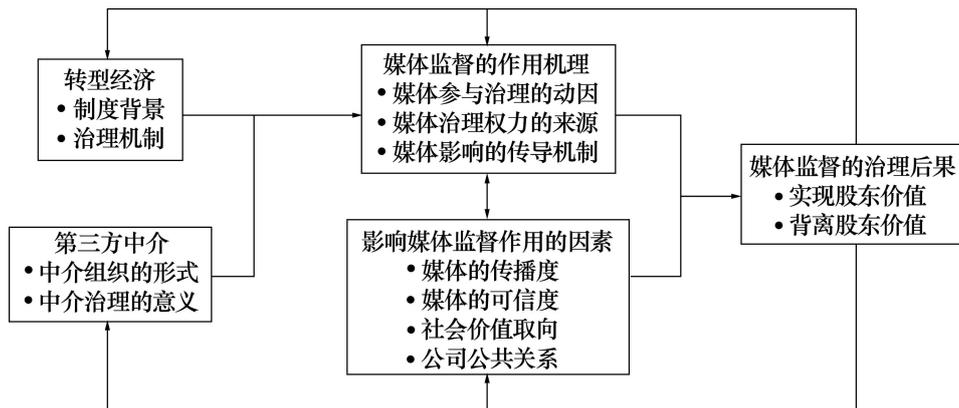


图1 媒体监督与公司治理的耦合机理

灵现象并不是常态,原因之一就是人们之间存在重复交往,声誉机制在发挥治理作用。委托代理关系中的重复交往使得委托人依据代理人过去的行为来确定投资条件,遵守契约将会为代理人带来未来收益。在这个意义上,声誉机制在规制代理人方面发挥了治理效用,提升了市场中的重复交易从而达到帕累托最优状态。

媒体一般是通过两种方式影响声誉机制在投资者保护中所发挥的作用。一方面,媒体可以在一定程度上促进公司治理相关规章制度的修订和完善,如《公司法》和《证券法》等。因为监管层认为如果他们在公司治理事件中表现出有所作为就会使他们在媒体面前失去公信力,从而危及到自身政治生涯和地位。另一方面,媒体可以在公司治理事件中影响管理者的声誉,经理人市场的逐渐完善使得经理人在行为时必须考虑自身声誉问题,所以经理人必须对自身长期行为负责,否则其将失去在经理人市场中的竞争力。

4. 引导投资者的科学和合理决策

投资者决策在很大程度上是依据上市公司披露的信息以及自身的投资经验。由于个体经验很难对整个市场准确把握,因此,上市公司依据相关法律法规披露的信息就成为投资者投资决策的最主要依据。但是资本市场上的投资者尤其是中小投资者常常处于信息劣势地位,他们获取的信息常常是经过上市公司过滤后披露出来的正面信息,这种信息不对称状态导致了投资者很难做出科学合理的决策。

独立而又权威的媒体报道可以减少投资者获取信息的成本,有助于投资者形成正确的投资理念。媒体在公司治理中发挥监督作用主要依据的原则是及时、准确且公正地报道相关信息,主要披露公司治理中的相关经济信息,从而保证市场交易双方能够处于公平的地位,缓解因信息不对称导致的投资者决策失误,维系正常的市场交易和市场秩序。另外,媒体在投资者搜寻决策信息的过程中承担了一定的信息源角色,能够降低投资者获取信息的成本,从而发挥了投资者保护的作用。一方面媒体把企业的业绩相关信息进行了全方位的披露,减少了投资者的搜寻工作,另一方面媒体把不同来源的公司信息进行归纳总结并纠偏,如分析师预测等。这些都对公司原有的信息披露进行了更新且实施了再披露工作,媒体监督能够向投资者提供未来公司盈余预测的相关信息,为投资者决策提供更加充分的依据。

(二) 影响媒体监督在公司治理中发挥作用的因素

1. 媒体的传播度

媒体作为信息传播的主要介质,基本垄断了信息传播的主要渠道。当有关上市公司的某一经济事件发

生时,能够形成持续且有效的传播并为投资者所接收,决定了该事件的最终影响力和媒体的传播度。因此,媒体的传播度要引起一些利益相关者特别是投资者的关注,通过增加媒体对公司治理事件的传播度迫使公司高管层做出回应,才能达到有效的媒体监督效果。在上市公司会计信息披露过程中有两点尤其需要关注:一是公司治理事件报道之后是否能够产生对公司及其管理层的影响,如行政介入、立案调查等纠偏行为;二是某一媒体对公司治理事件报道之后,是否有其他相关媒体进行跟踪报道。这些是决定公司治理事件传播度大小的关键。

2. 媒体的可信度

媒体可信度的确立来自于其提供的信息是否准确可靠,信息越准确对公司治理的作用越明显,媒体的覆盖度越广,公众获得的信息量就越多,媒体的关注度越高,信息传播的范围就越广,就越有利于投资者获得广泛的信息和做出正确的投资决策。如果媒体缺乏可信度且接受企业的贿赂,那么它们就会发布虚假信息,媒体自身也就失去了监督功能。因此,媒体自身的竞争环境和所有权结构是影响其监督有效性的关键因素,这也决定了媒体的可信度。竞争性环境能够维护媒体监督的可行性,降低媒体的寻租行为,保证媒体监督的客观性。因此,加大新闻自由度的法律保护,逐渐形成政府监管下的媒体充分竞争市场,有利于提高媒体监督的可信度,提高其在公司治理和投资者保护中的作用。

3. 社会价值取向

新闻媒体所处环境的社会规范力量主导着整个媒体行为的方向。如果整个社会价值规范倡导追求股东价值的最大化,那么媒体对公司治理事件的解释就会围绕公司业绩和股东价值。如果媒体所处的社会价值规范推崇商业英雄,那么企业经理层就会寻求媒体对自身报道和肯定从而获取声誉和社会地位。媒体在监督时的导向影响其对公司治理问题的报道角度和方向,对投资者了解公司的经营状况也有一定的影响。有时社会规范和价值取向并不一定完全符合股东价值最大化原则。如日本的终身雇佣制就曾是日本社会的一种共同价值取向,尽管从股东角度来讲,在经济萧条时采取裁员措施是度过困难并提升自身价值的一种途径,但社会价值取向可能影响新闻媒体对该类事件的报道。

4. 公司公共关系

媒体在实施监督的过程中需要搜集有关公司治理事件的信息。由于单独搜集信息的成本高昂,他们往往依赖于外界提供的各种相关信息,其中最重要的来

源是企业根据法律法规对外披露的信息。如果公司在面对媒体监督和社会舆论时做出了较多的公共关系努力,那么这些公共关系努力就会在一定程度上削弱媒体监督的效果,因为他们从企业披露中获取的是经过加工处理后的信息。虽然媒体可以从一些直接渠道(如采访企业高管层或员工)获取相关信息,但这些大都是经过公共关系努力后加工处理好的信息,大多是对管理层或公司有利的信息。这些信息会直接弱化媒体监督的作用,使公司与高管的失当行为和治理违规得不到相应的曝光,对公司治理水平起到了抑制作用。

三、我国媒体监督发挥公司治理和投资者保护作用的障碍

随着经济转轨过程的逐渐深入,我国新闻媒体也得到了较快的发展,媒体对公司治理和投资者保护起到了一定的积极作用。但由于我国媒体脱胎于计划体制,在转轨过程中还存在一定的问题。

(一) 媒体监督的独立性不足

媒体发挥其监督职能的核心是自身的独立性。只有媒体具有了自由和独立性,才能揭露损害投资者利益的侵占行为和违规行为,从而提升公司治理水平。媒体作为一种非正式治理机制,在缓解委托代理信息不对称问题中发挥了不可替代的作用,在一定程度上弥补了正式治理机制存在的缺陷。对上市公司治理事件的报道和评论是新闻媒体言论自由权的主要体现,也是实现其监督功能的重要保障。尽管我国市场经济逐渐成熟且转轨过程逐渐深化,相关的法律法规在一定程度上保障了新闻媒体的自由度,但政府对新闻媒体的干预导致了我国新闻媒体具有了一定的行政色彩。这就导致了媒体监督信息披露的客观公正性失允,影响了媒体言论自由,从而导致媒体丧失独立性,进而弱化了其对公司治理有效的监督和对投资者的引导作用。

(二) 媒体监督缺乏有效的法律保护

媒体对上市公司的监督只有受到法律的保护,才能发挥其非正式治理机制的作用。我国很多上市公司因为媒体报道对其不利的内容而频频起诉媒体,而在这些被起诉案中媒体往往败诉。在类似的涉及媒体监督案件中,美国媒体败诉率仅为8%,而我国则高达80%。新闻媒体在报道和披露公司信息时,由于受到时间和信息来源的限制,它们自身也无法证明所报道的内容完全真实,加上媒体报道自身就具有阶段性和过程性,一般采取后续跟踪报道的形式来弥补先前报道的不足。因此,媒体合法报道和新闻侵权的界限应合理界定,在消除新闻媒体不负责任报道行为的同时,

要保障新闻媒体监督的自由和客观。如果媒体监督的保护机制得不到改善,媒体就会减少信息量的提供,也就起不到应有的监督作用。

(三) 媒体监督公信力尚未建立起来

由于转轨经济背景,我国媒体整体上还处于发展的初级阶段,媒体监督的功能较为单一,且自我约束力度不够,从而导致了其公信力缺失。首先是我国新闻媒体缺乏市场营销理念。很多新闻媒体还是事业单位制运作,缺乏品牌塑造意识,一些新闻媒体在报道公司治理事件时往往采取跟风盲从行为。另外我国文化体制改革的滞后导致媒体缺乏竞争意识,没能形成具有公信力且为广大投资者认可的知名媒体。其次是媒体从业人员的自律性不够,素质有待提高。一些媒体的从业人员丧失职业道德炮制假新闻,没能承担起监督和倡导社会舆论的职能,滥用公众的信任,误导投资者。另外,存在一些媒体在报道公司治理事件时缺乏责任感,把公司治理事件的报道作为谈判筹码,“有偿新闻”“人情案”等现象也不乏存在,使得对违规人员的监督惩罚目的没有达到,对公司治理的作用也难以奏效。

四、结论与建议

媒体监督作为一种社会权力制衡方式是公司治理的外部非正式治理机制,其对公司的监督缓解了委托代理中的信息不对称,使处于信息劣势的中小投资者利益得到有效保护,在一定程度上维系了委托代理关系的持续,促进了公司治理水平的提升。由于以媒体为代表的中介治理及其作用机理比较复杂,相应研究需要有合理的制度环境,以便准确分离媒体所起的作用。因此,未来对于媒体监督在公司治理中作用的研究可以以转型经济为背景,结合更多的主题进行探讨,如媒体的性质对监督力度的影响,政治联系与媒体关注度等。针对我国媒体监督在公司治理和投资者保护中发挥作用的障碍,可以从以下几个方面提高其作用效果。

(一) 提高媒体报道的独立性

我国资本市场的完善和上市公司治理水平的提高与新闻媒体的独立性存在着相辅相成的关系。新闻媒体的自由度和独立性越高越有利于促进资本市场的发展,也就是说媒体监督的力度越大且越自由,资本市场就越发达,也就越有利于上市公司治理和投资者保护。高度发达的媒体能够及时地向公众披露经济动态,使市场各方都掌握充足的信息。建立有效的竞争机制,

广泛利用各种媒体提高其监督水平,才能有效保障媒体作为非正式的外部监督手段对公司治理和投资者保护的作用。

(二) 完善媒体监督权利的法律基础

媒体监督本身是一种法律外机制,在正式治理机制无法有效发挥作用的领域,媒体监督能够利用自身的力量强化外部约束,缓解公司治理中的信息不对称,提高投资者保护水平。要实现媒体监督的公司治理效果,则需要在法律上为媒体行使监督权提供保障,尽管在市场体制不断完善的情况下,媒体诉讼和媒体曝光事件不断引起司法部门的重视,但媒体监督的法律地位还不够明确,且媒体监督权力的范围也处于模糊状态。当媒体与公众人物发生法律诉讼时,即使媒体报道的出发点是为了维护公众利益,也很难保障媒体监督权的有效实施,因此,应该在法律上逐渐完善媒体监督权力的基础。

(三) 提升媒体公信力并加强自律性

公信力是媒体的立身之本,直接影响着媒体的号召力和对公司管理层和股东的制约作用,也减少了各利益主体特别是投资者搜索信息的成本和“理性无知”的损失。媒体监督若要成为市场中的权威,还需要具有较强的自律精神,并提高媒体从业人员的素质,他们不但要提供最丰富和最真实的信息,还必须秉持客观立场,对信息的不对称作出公正的报道。我国媒体尤其是财经类媒体需要逐渐完善自身的治理结构,这

不但对媒体自身的发展有益,而且对媒体成为弥补司法保护不足的一项重要制度安排具有极大的推动作用,更加有利于保护投资者的权益,帮助其如实了解企业及经营者。

参考文献:

- [1] Dyck A, Zingales L. The Media and Asset Prices [R]. SSRN Working paper, 2003.
- [2] Reuter J, Zitzewitz E. Do Ads Influence Editors? Advertising and Bias in the Financial Media [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2006, 121(1): 197-227.
- [3] 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(3): 579-605.
- [4] 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(9): 72-76.
- [5] 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.
- [6] 李培功, 徐淑美. 媒体的公司治理作用——共识与分歧[J]. *金融研究*, 2013(4): 196-206.
- [7] 杨德明, 赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. *经济研究*, 2012(6): 116-126.
- [8] 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.

The Investor Protection Effect of Media Monitoring in Corporate Governance

REN Guangqian

(Business School, Zhengzhou University, Zhengzhou 450001, China)

Abstract: The failure or inefficiency of formal systems in transition economies make media monitoring play an important role in corporate governance as alternative mechanism laws. Media monitoring can reduce the degree of information asymmetry of outside investors and enhance the efficiency of corporate governance. Combined with the coupling mechanism of media monitoring and corporate governance, this paper analyzes the media monitoring role for the protection of investors in corporate governance and points out that the information manufacturing capabilities of media will help alleviate asymmetric information in corporate governance, which will force company executives to change their behaviors and guide the decision-making behaviors of investors by reputation mechanism. Then this paper explores the impact factors of media monitoring from aspects of credibility of the media, corporate public relations efforts, and common social values. Finally, this paper analyzes the difficulties of media monitoring combined with China's actual situation and makes policy recommendations.

Key Words: Media monitoring; corporate governance; coupling mechanism; investor protection

[编辑: 汪晓]