

网络媒体报道对公司现金股利政策的影响研究

——基于管理者逐利短视视角的考察

陈俊杰¹,王亚男²,钟昌标³

(1. 湖州学院 经济管理学院,浙江 湖州 313002;2. 广东石油化工学院 经济管理学院,广东 茂名 525000;
3. 云南财经大学 经济学院,云南 昆明 650221)

摘要:作为代替司法保护不足的重要手段,媒体所发挥的公司治理作用一直是学界关注的热点。采用2008—2019年我国A股上市公司年度数据,基于管理者逐利短视视角实证研究了网络媒体报道对公司现金股利支付的影响,并进一步探讨了作用路径及作用条件。研究发现,网络媒体报道,尤其是非负面报道能替代现金股利发挥治理改善作用,表现为网络媒体报道显著降低了公司现金股利支付水平;作用路径分析表明,上述治理替代效应主要通过遏制激进避税和缓解长期投资不足等逐利短视行为得以实现;异质性分析进一步揭示,相比融资约束高、高管薪酬差距大、数字化转型快、内部控制水平低的公司,网络媒体报道对融资约束低、高管薪酬差距小、数字化转型慢、内部控制水平高的公司的现金股利支付发挥了更强的治理替代作用。研究结果为政府政策制定、媒体行业监管及公司治理改善提供一定启示。

关键词:网络媒体;股利政策;逐利短视行为;激进避税;长期投资不足

中图分类号:F275.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2023)05-0047-12

一、引言

传统视角下,媒体通过改善信息环境或引致行政介入,对公司欺诈、违规持股等问题发挥治理改善作用^[1]。但在利益诱导下,传统媒体容易与公司发生合谋,作不实报道,诱发一系列非理性的公司财务决策^[2-4]。因此,深化媒体的治理效应亟须革新媒体报道方式。近年来,随着互联网普及、大数据兴起,网络媒体经历了从弱到强、从边缘到主流的发展过程,并逐步成长为继报纸、广播和电视之后的第四大独立性媒体。与传统媒体相比,网络媒体具有如下两方面优势:第一,网络媒体通过互联网平台发布公司消息,信息传递范围更广、速度更快、成本更低;第二,网络媒体迫于网民舆论压力,不容易像传统媒体那样与公司发生合谋,因而在报道内容上更具客观性与公正性。理论上,网络媒体能更及时将公司投资信息传播至资本市场,同时也加快了投资者对高管异常行为的响应速度,是改善公司治理水平不可忽视的外部治理环境。

现金股利分配是公司金融领域最难解决的问题之一,现金股利决定了投资回报效率,合理的现金

收稿日期:2023-04-03;修回日期:2023-09-05

基金项目:国家社会科学基金项目“新基建促进区域协调发展的长效机制研究”(22&ZD111);国家自然科学基金项目“中国企业技术创新的竞争优势研究”(71962036)

作者简介:陈俊杰(1989—),男,浙江嘉兴人,经济学博士,湖州学院经济管理学院讲师,研究方向为公司治理与公司金融;王亚男(1987—),女,吉林白山人,通讯作者,管理学博士,广东石油化工学院经济管理学院讲师、高级审计师,研究方向为公司治理与公司金融;钟昌标(1964—),男,江西兴国人,经济学博士,云南财经大学经济学院教授、博士生导师、教育部长江学者,研究方向为国际贸易与区域协调发展。

股利政策有助于维护资本市场稳定。然而,我国上市公司普遍面临多集资少分红、连年盈利不分红等股利分配问题。究其本质,主要归因于较差的公司治理环境。基于此,治理环境对公司股利政策的重要作用引起了学界的广泛讨论。“替代假说”主张,治理环境质量与公司现金股利水平呈反向关系,随着分析师跟踪、股票流动性等治理环境的改善,管理者谋取私利的信息空间会被压缩,于是借用股利来解决代理冲突的可能性变小,从而引起股利政策紧缩性调整^[5-6]。与之相反,“结果模型”却认为,高质量的治理环境旨在保护股东权益,与现金股利支付水平呈正向关系。相关研究表明,透明的财务报告、优越的地理区位及宽松的货币政策均属于高质量治理环境,有助于减少与投融资相关的信息不对称,得益于再融资能力的增强,公司将派发更多现金股利^[7-8]。

不难发现,现有关于治理环境对公司股利政策的影响研究侧重于投融资相关的信息环境,忽略了网络媒体报道这一法外约束力量。而从影响机制角度看,网络媒体报道可能类似于上述因素,通过改变公司信息环境约束高管代理行为,进而影响公司股利政策。那么,网络媒体报道实际能否引起公司现金股利政策的调整?如果能,是像“替代假说”所指引的那样,对现金股利支付发挥“紧缩性”制约作用,还是作为公司治理改善的结果,对现金股利支付发挥“扩张性”促进作用?相应的作用路径又是什么?在此基础上,当公司融资约束程度、高管内部薪酬差距、数字化转型程度及内部控制水平存在差异时,网络媒体报道对现金股利支付的影响是否存在异质性?即前者对后者在怎样的条件下能产生影响呢?本文拟从管理者逐利短视视角切入对上述一系列问题做出系统性回答。

本文可能的边际贡献如下:第一,丰富了媒体对现金股利政策相关研究的结论,发现网络媒体能够抑制公司现金股利支付水平,而现有研究发现报纸媒体、微信媒体等能够促进公司现金股利的发放^[9-11],本文得出与以往研究相反的结论,丰富了相关研究的研究结论。第二,深化了网络媒体对现金股利治理效应的研究,基于管理者逐利短视视角证实了遏制激进避税与缓解投资不足是上述治理效应的作用路径,深化了网络媒体影响公司财务决策的作用路径研究。第三,丰富了网络媒体报道对现金股利支付影响的作用条件研究,不仅考察了两者的直接关系,还考察了当企业融资约束、高管薪酬差距、数字化程度和内部控制水平存在差异时,网络媒体报道影响现金股利支付的作用强度,明确了网络媒体报道影响现金股利支付的作用条件。

二、文献回顾

(一) 公司现金股利政策的理论基础和影响因素

自 Miller and Modigliani^[12]提出“股利之谜”以来,学界聚焦公司治理深入探讨影响公司股利政策的因素,总体上形成了影响现金股利的“替代假说”和“结果模型”。

现金股利的“替代假说”最早由 Jensen^[13]提出,当公司处于较差的治理环境,管理者基于信息优势产生谋取私利动机,此时发放现金股利可降低自由裁量现金流,有效限制其谋取私利的代理行为;反之,当公司治理环境明显改善,管理者与投资者之间的代理冲突明显缓和,此时借用股利来解决代理冲突的可能性会变小。据此假说,有研究挖掘影响公司股利政策的治理因素,如分析师跟踪^[5]、公司股票流动性^[6]、经济不确定性^[14]等。相比“替代假说”,“结果模型”认为,高质量的治理环境旨在保护股东合法权益,作为结果,投资者可得到更多现金分红。已有研究从财务报告质量^[7]、货币政策^[8]、风险机构持股和外资持股^[15]等为切入点探讨了对公司股利政策的影响。

(二) 媒体报道的公司治理效应

自 Dyck and Zingales^[16]以来,传统媒体的公司治理效应得到广泛探讨。早期研究认为,媒体报道发挥信息传递作用改善公司治理:降低了公司管理层与股东、中小股东与大股东之间的信息不对称^[17];进一步地,媒体的公司治理效应是基于外部监督机制形成,如通过引起行政部门监管显著降低公司大股东违规减持^[1];亦有学者强调声誉维护机制的重要性,管理者担心媒体曝光对其声誉造成损失,会自觉暂停违规行为^[18]。传统媒体凭借信息中介效应、行政介入及声誉维护机制发挥显著的公

司治理作用。然而,聚焦至财务决策领域,上述治理效应存在明显分歧。有研究发现,媒体监督有效遏制中国上市公司的过度投资水平,但恶化了美国公司的过度投资水平^[19];媒体报道通过缓解信息不对称降低美国上市公司的债务融资成本,但通过恶化银行信任的方式导致中国公司融资成本上升^[20]。上述分歧产生的可能原因之一是文化以及制度背景等外部环境影响传统媒体发挥作用,其既可发挥治理作用,也可因利益捆绑蓄意迎合上市公司作不实报道,诱导公司做出背离投资者利益的代理行为^[21]。

区别于传统媒体,网络媒体作为新兴传媒形式,不仅在信息传播范围、资源开放性和获取成本上具备比较优势,更能迫于网民舆论压力降低与公司的合谋风险,其对公司治理的影响成为近年来该领域的前沿问题。以上梳理不难发现,现有关于治理环境对公司股利政策的影响研究尚存分歧与不足,为此,本文聚焦公司现金股利政策,研究网络媒体对其的影响,尝试弥补现有文献的不足,同时通过增加新的理论分析和经验证据对现有分歧作出回应。

三、理论分析与研究假说

现有文献表明,网络媒体报道能够发挥公司治理作用^[17],而根据现金股利支付理论,主要有股利支付“替代假说”和“结果模型”。那么这种治理作用是发挥治理改善作用以减少管理者可控现金流水平从而促使现金股利政策紧缩性调整,即支持现金股利的“替代假说”,还是直接通过公司治理水平的提升来提升经营现金流,从而增加股利支付,即支持现金股利的“结果模型”?

根据现金股利“替代假说”,向股东派发现金股利可有效减少管理者手中的现金资源,而现有研究一致表明管理者现金流资源越充裕,越会诱发其机会主义行为^[13],那么向股东派发股利能够减少管理者手中现金资源从而起到一定的治理作用。依此观点,公司多大程度节省治理改善型现金股利根本上取决于对管理者可控现金流的限制程度。网络媒体报道能显著提升公司信息透明度并纠正管理者逐利短视行为,通过消除利润泡沫、刺激长期投资及追缴违规罚款等方式限制其可控现金流。在消除利润泡沫方面,议程设置理论认为,网络媒体报道能形成一种“盯住效应”,使被报道公司成为社会舆论焦点,出于声誉维护,管理者会主动减少虚增利润、粉饰财报等逐利短视行为,助力公司消除利润泡沫、降低可控现金流水平;在刺激长期投资方面,信息不对称增强了管理者投资决策的短视主义,更多地选择“投入小、收益高”的短期金融投资,而非“投入大、风险高”的长期研发项目,而网络媒体的深度采访削弱了管理者实施逐利短视行为的信息优势,通过去金融化等方式加大公司创新资源投入^[22],遏制管理者可控现金流;此外,当逐利短视行为造成严重后果时,网络媒体对公司的实时跟踪和曝光会引起税审部门的现金处罚,进一步限制了管理者现金流^[1,23]。进一步地,随着管理层可控现金流的降低,公司出于降低经营风险、融资成本和代理成本等考虑,将降低现金股利支付水平。具体而言,从经营风险的角度,网络媒体报道所减少的现金流在短期预示着一种经营不确定性,公司考虑预期现金流不稳定,会减少现金股利支付水平。从融资成本角度分析,网络媒体报道有助于引导投资决策的去虚向实,限制管理者可控现金流的同时增加了长期投资扩张引致的融资需求,根据财务弹性理论和优序融资理论,此时减少现金股利派发可为公司提供财务灵活性并降低再融资成本^[24]。从代理成本的角度,网络媒体报道通过遏制管理层短视逐利行为会逐步替代现金股利发挥限制自由现金流的治理作用^[13],此时继续派发现金股利所产生的边际治理价值远小于其机会成本。据此,提出假说 1a。

假说 1a:网络媒体报道能显著降低公司现金股利支付水平(治理替代)。

然而,治理“结果模型”却认为,公司治理水平改善意味着经营现金流的提升,作为结果,公司将加大现金股利分红以保护股东权益。依据此观点,网络媒体报道反而能提升公司现金股利支付水平。一方面,网络媒体的信息治理作用能有效揭露公司丑闻,管理者出于声誉维护会主动降低在职消费、过高薪酬水平等代理成本;另一方面,在长期,相关证据表明,网络媒体报道能有效降低公司非效率投资水平,从而提高公司长期经营绩效^[25]。换言之,网络媒体报道能通过降低代理成本、

提升投资效率等途径增加可供股利分配的经营现金流,出于保护股东权益,公司可能会加大现金股利支付水平,据此,提出假说 1b。

假说 1b:网络媒体报道能显著提升公司现金股利支付水平(治理结果)。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2008—2019 年我国 A 股上市公司为研究样本,在此基础上做如下处理:(1)剔除金融保险业样本;(2)删除 ST、*ST 和 PT 样本;(3)删除数据缺失样本。相关数据来源情况详细如下:三类(总体、负面和正面)网络媒体报道数据来自《中国上市公司财经新闻数据库》;数字化转型数据来源上市公司历年年报文本;其他公司层级数据来自国泰安数据库。本文所有连续变量进行 1% 的缩尾,数据处理使用 stata 17 等软件,本文共得到 12 304 个公司年度值。

(二) 模型设定与指标构建

为检验前文假说 1a 和假说 1b,本文将基准回归模型设定如下:

$$Div_{it} = \alpha_0 + \beta_0 Media_{it}^j + \theta_0 X'_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad j = 1, 2, 3 \quad (1)$$

其中, Div_{it} 是指 i 公司在 t 年的现金股利支付水平, $Media_{it}^j$ 表示 i 公司在 t 年被网络媒体报道的次数, j 取 1, 2, 3 分别表示网络媒体对公司的总报道次数($Media_{it}^T$)、非负报道次数($Media_{it}^P$) 和负面报道次数($Media_{it}^N$)。 X'_{it} 表示一系列控制变量, μ_i 表示个体固定效应, λ_t 表示年份固定效应, ε_{it} 是随机误差项。上述指标的具体构造过程如下:

1. 公司现金股利支付水平 (Div)

参考 Attig^[12] 的做法,用 $100 \times$ 公司每股税前股利与公司流通股总数的乘积去除以公司当年市值表示公司现金股利支付水平。

2. 网络媒体报道 ($Media$)

网络媒体报道的测度,参考常见做法,以主流 400 多家网络媒体为母体,并依据机器学习和文本分析技术汇总得到公司当年被报道的网络新闻总次数、非负报道次数和负面报道次数,取对数后记为 $Media^T$ 、 $Media^P$ 和 $Media^N$ 。

3. 控制变量

参考已有相关研究将股权集中度、公司成长性、市场价值、财务风险、盈利能力、公司基本特征、行业及区域等因素纳入控制。具体变量定义及描述性统计详见表 1 和表 2。

表 1 变量定义

变量类型	名称	符号	测度说明
被解释变量	现金股利支付水平	Div	$(100 \times \text{每股税前股利} \times \text{流通股总数}) / \text{公司市值}$
	网络媒体总体报道	$Media^T$	公司被网媒报道的年度总数加 1 取自然对数
核心解释变量	网络媒体非负报道	$Media^P$	公司被网媒正面、客观报道的年度总数加 1 取自然对数
	网络媒体负面报道	$Media^N$	公司被网媒负面报道的年度总数加 1 取自然对数
控制变量	股权集中度	$Top1$	第一大股东持股比例
	公司成长性	$Growth$	年度总资产增长率
	公司市场价值	PER	市盈率
	金融负债率	$Finlev$	金融性负债/总资产
	现金充裕度	$Cash_flow$	经营活动现金流净额与总资产的比值
	盈利能力	ROA	公司当年净利润/期末总资产
	公司年龄	Age	公司设立年数
	产权性质	$Nature$	国有公司取 1, 非国有公司取 0
	行业分红水平	$Indpay$	行业平均现金股利支付水平
	地理位置	$Location$	公司注册地在中心城市取 1, 否则取 0

表 2 主要变量的描述性统计

变量名称	符号	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
现金股利支付水平	<i>Div</i>	12 304	0.007 6	0.004 5	0.009 0	0.000 0	0.135 0
网络媒体总体报道	<i>MediaT</i>	12 304	5.099 3	5.099 9	1.145 1	0.693 1	10.809 2
网络媒体非负报道	<i>MediaP</i>	12 304	4.727 1	4.718 5	1.149 9	0.693 1	10.188 6
网络媒体负面报道	<i>MediaN</i>	12 304	3.855 8	3.850 1	1.218 4	0.000 0	10.037 8
股权集中度	<i>Top1</i>	12 304	0.465 0	0.423 4	0.208 0	0.106 0	0.984 9
公司成长性	<i>Growth</i>	12 304	0.219 4	0.111 0	0.530 7	-0.707 1	23.816 7
公司市场价值	<i>PER</i>	12 304	3.618 0	3.496 6	0.960 3	0.263 8	12.948 7
金融负债率	<i>Finlev</i>	12 304	0.409 4	0.416 9	0.258 7	0.000 0	1.145 8
现金充裕度	<i>Cash_flow</i>	12 304	0.053 6	0.052 4	0.074 7	-0.406 5	0.600 4
盈利能力	<i>ROA</i>	12 304	0.297 1	0.250 9	0.207 8	0.002 6	0.937 2
公司年龄	<i>Age</i>	12 304	10.670 8	10.000	7.054 5	0.000 0	28.000
产权性质	<i>Nature</i>	12 304	0.160 9	0.000 0	0.367 5	0.000 0	1.000 0
行业分红水平	<i>Indpay</i>	12 304	0.175 6	0.161 4	0.103 2	0.006 5	1.398 6
地理位置	<i>Location</i>	12 304	0.503 1	1.000 0	0.500 0	0.000 0	1.000 0

五、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

表 3 汇报了网络媒体报道对公司现金股利支付的基准影响。其中,模型(1)汇报了网络媒体整体报道对公司现金股利支付的影响效应,系数为 -0.044 ,在 1% 水平下显著;而模型(2)和模型(3)汇报了网络媒体正面报道及负面报道对公司现金股利支付的影响效应,系数分别为 -0.046 和 -0.028 ,分别在 1% 和 5% 水平下显著。显然,无论是总体维度或细分维度,网络媒体报道均能显著降低公司现金股利支付水平。原因在于,网络媒体报道显著提升了公司信息透明度并纠正了管理者逐利短视行为,有效限制其可控现金流水平,替代现金股利发挥治理作用,治理“替代假说”假说 1a 成立。

(二) 内生性检验

尽管基准回归证实网络媒体报道能降低公司现金股利支付水平,但这一结论可能存在反向因果关系。如选择下调现金股利的公司会向投资者释放不良市场信号,反过来引起网络媒体关注。本文选用工具变量回归和 Heckman 二阶段回归来克服可能存在的内生性问题。

1. 工具变量回归

选取网络媒体报道的行业平均值(*IV_ind*)和区域中心邻近性^①(*IV_dis*)作为工具变量^②,两者满足相关性和外生性。工具变量回归表明^③,在缓解内生性问题后,网络媒体报道依旧能显著降低公司现金股利支付水平。总体上支持了基准结论。

2. Heckman 两阶段模型

Heckman 回归结果表明,在考虑了样本选择偏误后,三类网络媒体报道均能显著降低公司现金股

表 3 基准回归结果

因变量	<i>Div</i> (1)	<i>Div</i> (2)	<i>Div</i> (3)
<i>MediaT</i>	-0.044^{***} (0.012 7)		
<i>MediaP</i>		-0.046^{***} (0.012 1)	
<i>MediaN</i>			-0.028^{**} (0.011 3)
<i>constant</i>	2.257^{***} (0.110 3)	2.256^{***} (0.110 1)	2.160^{***} (0.102 8)
控制变量	控制	控制	控制
公司效应	固定	固定	固定
时间效应	固定	固定	固定
N	12 304	12 304	12 304
F	38.531	38.038	39.592
R ²	0.200	0.200	0.199

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

①区域中心邻近性是指公司注册地与中心城市的最小地理距离,中心城市的选定详见上文。

②在相关性上,网络媒体报道的行业水平与本公司被报道程度有一定同步性,且相比偏远地区公司,地处区域中心的公司更可能因明星效应引起网媒关注,因而两者满足相关性条件;在外生性上,网络媒体报道的行业水平不以个别公司意志为转移,很难干扰特定公司的股利政策,此外,没有直接证据表明地理区位优势公司在股利政策上有明显同群效应。

③囿于篇幅有限,内生性检验与稳健性检验的结果均未在正文汇报,若有需要请联系作者。

利支付水平。

(三) 稳健性检验

1. 改变测度方式

将网络媒体报道的测度方式由绝对报道次数调整为相对比重;同时,使用 $100 \times$ 每股现金股利/年末每股收盘价来重新度量现金股利支付水平,回归结果依旧与基准回归一致。

2. 调整样本范围

具体采取两种样本调整方式:第一,剔除人口 50 万以下城市公司样本;第二,剔除离群样本,将现金股利支付水平处于最大与最小 1% 的公司做截尾处理,并重新估计。结果与基准回归保持一致。

3. 改变模型设定

为排除模型设定偏差对结论的干扰,采取新增控制变量和调整固定维度两种方式作稳健性检验。首先,在基准模型的基础上新增控制变量——审计费用。其次,在基准模型的基础上进一步控制行业固定效应。结果表明,模型设定调整后回归结果依旧稳健。

六、拓展性分析

(一) 作用路径分析

理论上,包括激进避税、公司金融化和长期投资不足在内的逐利短视行为均可成为网络媒体报道降低公司现金分红的作用渠道。然而,和其他两类行为相比,金融化行为的治理并不必然伴随投资替代效应^[26],难以对管理者可控现金流形成有效限制。据此,本文将其排除在外,聚焦“管理者激进避税”与“长期投资不足”探讨潜在作用路径,具体分析过程和检验结果如下。

1. 遏制激进避税机制

激进避税是指管理层将政府税收通过合法或非法举措隐匿于公司利润的代理行为。激进避税程度决定了可支配现金流水平,也成为管理者套取绩效提成、谋取私利的重要手段,是典型的逐利短视行为。在既定的营业利润下,网络媒体能直接曝光公司激进避税行为并引起税审部门对此的处罚,增加了高管实施激进避税的难度和成本^[27],迫使公司减少激进避税行为并以补税方式消除内部利润泡沫,减少管理者可支配现金流,进而压缩管理者攫取私利的空间,为公司节省出于治理改善而支付的现金股利。据此判断,遏制激进避税很可能是网络媒体报道降低公司现金股利支付的作用渠道之一。为证实这一猜测,我们参考 Desai^[28]的做法,以扣除应计利润影响后会计与税收差异来刻画激进避税程度(RT),并借助中介效应模型对 RT 这一路径进行机制检验。

表 4 逐利短视机制检验:激进避税程度

因变量	RT (1)	RT (2)	RT (3)	Div (4)	Div (5)	Div (6)
$MediaT$	-0.019*** (0.0065)			-0.039*** (0.0127)		
$MediaP$		-0.019*** (0.0064)			-0.042*** (0.0121)	
$MediaN$			-0.013** (0.0054)			-0.025** (0.0113)
RT				0.234*** (0.0261)	0.233*** (0.0261)	0.235*** (0.0261)
$constant$	0.111* (0.0586)	0.104* (0.0579)	0.068 (0.0548)	2.231*** (0.1082)	2.232*** (0.1079)	2.144*** (0.1007)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
年份效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
N	12304	12304	12304	12304	12304	12304
R^2	0.106	0.106	0.105	0.211	0.2111	0.2104
中介效应占比	—	—	—	10.23%	9.54%	10.89%

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

表4中,列(1)、列(2)和列(3)汇报了总体、非负和负面网络媒体报道对激进避税(*RT*)的估计结果,估计系数分别为-0.019、-0.019和-0.013,三者至少在5%水平下显著成立,说明网络媒体报道能够遏制激进避税;同时列(4)、列(5)和列(6)显示,激进避税对现金股利起着显著正向作用,且对比基准结果还发现,加入中介变量激进避税程度(*RT*)之后,三类网络媒体报道对现金股利的治理替代作用均有所削弱。这意味着,网络媒体报道能够通过遏制高管激进避税这一逐利短视行为有效限制其可控现金流水平,进而替代现金股利发挥治理改善作用。

2. 缓解长期投资不足

公司长期投资不足刻画了管理者为趋避经营风险、保障个人利益而放弃的长期投资项目,亦是典型的逐利短视行为。通常,网络媒体能对市场发展状况等投资信息作深度报道,被公司视为联结外界的信息平台,公司通过网络媒体获悉市场和行业动态,借助网络媒体,公司也能更方便与外部进行互动、获取信息,从而加强高管投资长期项目的意愿、降低放弃价值投资的概率,进一步地,在既定经营现金流入不变的情况下,上述投资刺激作用将直接扩大用于生产和研发的现金水平,显著减少管理者可控现金流,进而压缩管理者攫取私利的空间,为公司节省出于治理改善而支付的现金股利。理论上,缓解长期投资不足亦是网络媒体报道降低公司现金股利支付水平的作用渠道。为证实这一猜测,参考刘惠好和焦文娟^[29]的做法,以投资效率模型(式4)的回归残差为基础确定长期投资不足(*Inv_s*), ε_{it} 小于零,*Inv_s*取1,表示存在投资不足,否则*Inv_s*取0。同样借助中介效应模型对*Inv_s*这一路径作机制检验。

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TobinQ_{it-1} + \alpha_2 Lev_{it-1} + \alpha_3 Cash_{it-1} + \alpha_4 Age_{it-1} + \alpha_5 Size_{it-1} + \alpha_6 RET_{it-1} + \alpha_7 Inv_{it-1} + \sum IndustryD + \sum YearD + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

表5中,列(1)、列(2)和列(3)汇报了总体、非负和负面网络媒体报道对长期投资不足的估计结果,估计系数为-0.060、-0.061和-0.036,三者均通过了统计显著性水平,说明网络媒体报道能够缓解长期投资不足;同时,列(4)、列(5)和列(6)显示,长期投资不足对现金股利起显著正向作用;且对比基准结果还发现,加入中介变量长期投资不足后,三类网媒对现金股利支付的替代作用均有所削弱,这意味着网络媒体报道能够通过缓解长期投资不足这一逐利短视行为有效限制其可控现金流水平,进而替代现金股利发挥治理改善作用。

表5 逐利短视机制检验:缓解长期投资不足

因变量	<i>Inv_s</i> (1)	<i>Inv_s</i> (2)	<i>Inv_s</i> (3)	<i>Div</i> (4)	<i>Div</i> (5)	<i>Div</i> (6)
<i>MediaT</i>	-0.060*** (0.0090)			-0.042*** (0.0129)		
<i>MediaP</i>		-0.061*** (0.0087)			-0.045*** (0.0122)	
<i>MediaN</i>			-0.036*** (0.0076)			-0.027** (0.0114)
<i>Inv_s</i>				0.027** (0.0124)	0.027** (0.0124)	0.029** (0.0124)
<i>constant</i>	0.874*** (0.0739)	0.866*** (0.0724)	0.737*** (0.0696)	2.233*** (0.1115)	2.233*** (0.1111)	2.138*** (0.1036)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
年份效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
N	12304	12304	12304	12304	12304	12304
R ²	0.020	0.021	0.018	0.200	0.200	0.199
中介效应占比	—	—	—	7.42%	5.28%	7.44%

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

(三) 异质性分析

本部分探讨融资约束程度、高管内部薪酬差距、数字化转型程度及内部控制水平等方面存在差异

时,网络媒体报道对公司现金股利支付影响的异质性。

1. 融资约束程度

融资约束较低意味着公司面临较小的外部融资成本和更多的可控现金流。根据自由现金流理论,丰富的可控现金流增强了管理者过度金融化、长期投资不足等短视主义动机^[11],而相比高融资约束公司,低融资约束公司具有更充沛的可控现金流,具有更强的便利性从事逐利短视行为,前文已证实网络媒体报道能提升公司信息透明度纠正管理者逐利短视行为,因而推测,相比融资约束较高的公司,网络媒体对融资约束较低公司的股利政策发挥更强的治理替代作用。

表 6 异质性分析 1:融资约束程度

因变量	融资约束高组			融资约束低组		
	<i>Div</i> (1)	<i>Div</i> (2)	<i>Div</i> (3)	<i>Div</i> (4)	<i>Div</i> (5)	<i>Div</i> (6)
<i>MediaT</i>	-0.018 (0.0217)			-0.049*** (0.0163)		
<i>MediaP</i>		-0.030 (0.0200)			-0.053*** (0.0156)	
<i>MediaN</i>			-0.006 (0.0192)			-0.026* (0.0136)
<i>constant</i>	1.078*** (0.2848)	1.157*** (0.2824)	0.971*** (0.2665)	1.973*** (0.1474)	1.969*** (0.1482)	1.881*** (0.1422)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
时间效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
N	5969	5969	5969	6335	6335	6335
R ²	0.156	0.156	0.156	0.200	0.200	0.199

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

表6显示,相比高融资约束公司,网络媒体报道对低融资约束公司的股利政策发挥更强的治理替代作用。

2. 高管内部薪酬差距

锦标赛理论认为,高管内部薪酬差距能增强不同层级管理者之间的竞争与监督,使层级较高的管理者继续加大创新投资以保持领先优势^[30],并出于降职降薪等担忧减少金融投资,即较高的高管内部薪酬差距能弱化管理层逐利短视行为;相反,在高管内部薪酬差距不足的公司中,由于内部监督力度较弱、边际薪酬激励较小,高管对创新投资的风险容忍度较低,更可能借助信息优势实施逐利短视行为。结合前文观点可以推测,相比内部薪酬差距较高的公司,网络媒体对内部薪酬差距较低公司的股利政策发挥更强的治理替代作用。

表 7 异质性分析 2:高管内部薪酬差距

因变量	内部薪酬差距高组			内部薪酬差距低组		
	<i>Div_pay</i> (1)	<i>Div_pay</i> (2)	<i>Div_pay</i> (3)	<i>Div_pay</i> (4)	<i>Div_pay</i> (5)	<i>Div_pay</i> (6)
<i>MediaT</i>	-0.022 (0.0195)			-0.071*** (0.0197)		
<i>MediaP</i>		-0.022 (0.0177)			-0.075*** (0.0195)	
<i>MediaN</i>			-0.022 (0.0183)			-0.043** (0.0166)
<i>constant</i>	2.323*** (0.1801)	2.315*** (0.1802)	2.289*** (0.1710)	2.178*** (0.1628)	2.176*** (0.1630)	2.008*** (0.1440)

表 7(续)

因变量	内部薪酬差距高组			内部薪酬差距低组		
	<i>Div_pay</i> (1)	<i>Div_pay</i> (2)	<i>Div_pay</i> (3)	<i>Div_pay</i> (4)	<i>Div_pay</i> (5)	<i>Div_pay</i> (6)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
时间效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
N	6 400	6 400	6 400	5 904	5 904	5 904
R ²	0. 229	0. 229	0. 229	0. 176	0. 176	0. 174

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

表 7 显示,相比薪酬差距较大的公司,网络媒体对高管内部薪酬差距不足公司的现金股利支付发挥更强的治理替代作用。

3. 数字化转型

治理补充论主张,以网络媒体为代表的外部信息治理机制被视为公司内部信息机制的补充力量^[31]。当公司内部信息环境较差时,网络媒体发挥明显的补充治理作用;而当内部信息环境较好时,网络媒体报道提供的增量信息十分有限,其信息中介作用会被某种内在信息机制所替代。公司数字化转型正是这样一种内部信息机制,其依托大数据、云计算等数字技术优势,能在一定程度上提升公司业绩预告质量、会计信息可比性,方便股东从内部直接获取决策信息,直接约束了高管虚增利润、脱实向虚行为^[32],减少逐利短视行为。因而,可以推测相比数字化转型较快的公司,网络媒体对数字化转型程度较慢公司的股利政策发挥更强的治理替代作用。

表 8 从数字化转型^①角度汇报了网络媒体报道对公司现金股利支付的异质影响。这验证了信息补充论的观点,在数字化转型程度较快的内部环境中,网络媒体报道在约束高管逐利短视行为、限制可控现金流等方面发挥的治理作用较小,因而对现金股利的治理替代作用较弱。

表 8 异质性分析 3:数字化转型程度

因变量	数字化程度快组			数字化程度慢组		
	<i>Div</i> (1)	<i>Div</i> (2)	<i>Div</i> (3)	<i>Div</i> (4)	<i>Div</i> (5)	<i>Div</i> (6)
<i>MediaT</i>	-0. 035 (0. 021 3)			-0. 051 *** (0. 015 8)		
<i>MediaP</i>		-0. 045 ** (0. 019 6)			-0. 048 *** (0. 015 4)	
<i>MediaN</i>			-0. 011 (0. 019 7)			-0. 042 *** (0. 013 4)
<i>constant</i>	2. 156 *** (0. 196 8)	2. 183 *** (0. 197 8)	2. 057 *** (0. 186 9)	2. 390 *** (0. 139 3)	2. 367 *** (0. 138 1)	2. 301 *** (0. 129 0)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
时间效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
N	5 500	5 500	5 500	6 804	6 804	6 804
R ²	0. 179	0. 179	0. 178	0. 233	0. 233	0. 233

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

4. 内部控制水平

网络媒体报道能在一定程度上遏制高管激进避税和投资不足行为,约束其可控现金流水平,替代

①本文参考吴非等^[33]的做法,用公司年报中数字化转型词频数刻画数字化转型程度(*Dig*)。

现金股利发挥治理监督作用。然而这种治理监督作用主要体现在揭露和震慑层面,并非对经营投资决策形成直接干预。换言之,网络媒体报道是否发挥以及多大程度发挥对现金股利支付的治理替代作用还取决于公司内部治理执行水平。通常,高质量的内部控制能提升公司治理执行水平,加快公司制定遏制激进避税、刺激长期投资的治理方案,进而深化了对管理者可控现金流的限制,最大程度节约了治理改善型现金分红水平。据此可以推测,相比内部控制水平较低的公司,网络媒体对内部控制水平较高公司的股利政策发挥更强的治理替代作用。

表9 异质性分析4:内部控制水平

因变量	内控水平高组			内控水平低组		
	<i>Div</i> (1)	<i>Div</i> (2)	<i>Div</i> (3)	<i>Div</i> (4)	<i>Div</i> (5)	<i>Div</i> (6)
<i>MediaT</i>	-0.046*** (0.0151)			-0.034 (0.0214)		
<i>MediaP</i>		-0.050*** (0.0143)			-0.031 (0.0203)	
<i>MediaN</i>			-0.031** (0.0135)			-0.018 (0.0176)
<i>constant</i>	2.335*** (0.1290)	2.338*** (0.1292)	2.236*** (0.1204)	1.871*** (0.2396)	1.851*** (0.2393)	1.788*** (0.2265)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
时间效应	固定	固定	固定	固定	固定	固定
N	9627	9627	9627	2677	2677	2677
R ²	0.204	0.204	0.203	0.198	0.197	0.197

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为公司聚类稳健标准误。

表9从内部控制^①角度汇报了网络媒体报道对公司现金股利支付的异质影响。显然,上述协调治理观得以验证,内控水平较高的制度环境更有助于公司将网媒的揭露和震慑作用转换为“去虚向实”的经营决策,因而对高管逐利短视行为的治理作用更大,相应地,对现金股利的治理替代作用更显著。

七、研究结论与政策建议

(一) 研究结论

本文采用2008—2019年我国A股上市公司年度数据,实证研究了网络媒体报道对公司现金股利支付的影响,研究发现:(1)网络媒体报道,尤其是非负面报道能替代现金股利发挥显著治理改善作用,表现为网络媒体报道的增加显著降低了公司现金股利支付水平;(2)路径分析揭示,网络媒体报道对公司现金股利支付水平的影响主要通过遏制激进避税和缓解长期投资不足等短视逐利行为得以实现;(3)异质性分析表明,相比融资约束高、高管薪酬差距大、数字化转型快、内部控制水平低的公司,网络媒体报道对融资约束低、高管内部薪酬差距小、数字化转型慢、内部控制水平高公司的现金股利支付发挥更强的治理替代作用。

(二) 政策建议

(1)政府应加强对网络媒体报道语调的监管,充分发挥其对公司现金股利的治理作用。舆情部门应加强对网络媒体报道语调规范的监管,引导媒体报道用语的客观化与正面化,精准打击激进避税、投资不足等偏离股东长期利益的逐利短视行为,有效节约治理性股利兑付。(2)公司应努力提升内控水平,迸发内外治理机制对现金股利分配的协同治理效应。公司应努力强化内控意识,健全内控体系,最大程度释放其与网络媒体所迸发的治理协同作用,从而优化公司现金股利政策。(3)公司应立

^①本文以迪博提供的内控质量得分衡量公司内部控制水平(*Inter_c*)。

足自身数字化转型程度,因地制宜选择合适的治理改善机制并据此优化现金股利政策。公司应努力发挥数字化转型的信息优势,打通公司高管与投资者之间的信息“堵点”,发挥内源性治理机制对股利政策的优化调整作用;而对于数字化转型较低的公司,仍应倚重网络媒体监督带来的治理改善作用,并通过制定紧缩性现金股利政策加以体现。

参考文献:

- [1] 吴先聪,郑国洪. 媒体关注对大股东违规减持有监督作用吗? [J]. 外国经济与管理,2021(11):86-103.
- [2] 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]. 管理世界,2013(7):145-162.
- [3] 贺琛,覃梦颖. 社交媒体时代自杀报道的伦理失范与治理研究——基于新浪微博平台自杀报道的内容分析[J]. 湖湘论坛,2022(6):99-109.
- [4] 张海艳. 社交媒体场域新闻生产的戏剧化嬗变及其风险反思[J]. 河南师范大学学报(哲学社会科学版),2022(2):123-138.
- [5] BARROS V, GUEDES M J, SANTOS P, et al. Does CEO turnover influence dividend policy? [J]. Finance research letters,2022,44:102085.
- [6] VO X V. Can liquidity explain dividends? [J]. Cogent business & management,2022,9(1):2018906.
- [7] TRINH Q D, HADDAD C, TRAN K T. Financial reporting quality and dividend policy: new evidence from an international level[J]. International review of financial analysis,2022,80:102026.
- [8] 全怡,梁上坤,付宇翔. 货币政策、融资约束与现金股利[J]. 金融研究,2016(11):63-79.
- [9] 戚拥军,钟曼,包莉丽. 媒体负面报道、实际控制人性质与现金分红行为——来自A股上市公司的经验证据[J]. 统计与决策,2021(6):152-156.
- [10] 杨宝,甘孜露. 媒体关注对上市公司现金分红决策的影响:基于信息环境改善的视角[J]. 广西财经学院学报,2018(4):107-126.
- [11] 石善冲,代丽微,康凯立. 微信媒体关注对现金股利政策的影响研究[J]. 河北工业大学学报(社会科学版),2020(1):9-15.
- [12] MILLER M H, MODIGLIANI F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares[J]. The journal of business, 1961,34(4):411-433.
- [13] IJENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. American economic review,1986,76(2):323-329.
- [14] ATTIG N, EL G S, GUEDHAMI O, et al. Dividends and economic policy uncertainty: international evidence[J]. Journal of corporate finance,2021,66:101785.
- [15] 吴超鹏,张媛. 风险投资对上市公司股利政策影响的实证研究[J]. 金融研究,2017(9):178-191.
- [16] DYCK A, ZINGALES L. The corporate governance role of the media[R]. NBER working paper, No. 9309,2002.
- [17] CHAHINE S, MANSI S, MAZBOUDI M. Media news and earnings management prior to equity offerings[J]. Journal of corporate finance,2015,35(11):177-195.
- [18] GAO X, XU W, LI D. Media coverage and corporate risk-taking: international evidence[J]. Journal of multinational financial management,2022,65:100738
- [19] ZHANG H, SU Z. Does media governance restrict corporate overinvestment behavior? Evidence from Chinese listed firms [J]. China journal of accounting research,2015,8(1):41-57.
- [20] GAO H, WANG J, WANG Y, et al. Media coverage and the cost of debt[J]. Journal of financial and quantitative analysis,2020,55(2):429-471.
- [21] YANG J, WANG J, YI Z, et al. Managing the media coverage: evidence from managers' stock selling[J]. Asia-Pacific journal of accounting & economics,2019,29(1):1-20.

- [22]何枫,刘贯春. 数字媒体信息传播与企业技术创新[J]. 数量经济技术经济研究,2022(12):111-131.
- [23]CHENG M, DHALI WAL D, ZHANG Y. Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? [J]. Journal of accounting and economics, 2013,56(1):1-18.
- [24]MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of financial economics, 1984,13(2):187-221.
- [25]姚益龙,梁红玉,宁吉安. 媒体监督影响企业绩效机制研究——来自中国快速消费品行业的经验证据[J]. 中国工业经济,2011,282(9):151-160.
- [26]谭德凯,田利辉. 民间金融发展与企业金融化[J]. 世界经济,2021(3):61-85.
- [27]田高良,司毅,韩洁,等. 媒体关注与税收激进——基于公司治理视角的考察[J]. 管理科学,2016(2):104-121.
- [28]DESAI M A, DYCK A, ZINGALES L. Theft and taxes[J]. Journal of financial economics,2007,84(3):591-623.
- [29]刘惠好,焦文娟. 国有股权参股、融资约束与民营企业金融资产投资[J]. 现代经济探讨,2022(4):70-82.
- [30]顾海峰,朱慧萍. 高管薪酬差距促进了企业创新投资吗——基于中国A股上市公司的证据[J]. 会计研究,2021(12):107-120.
- [31]刘笑霞,郭思远. 媒体负面报道、内部信息环境与公司避税[J]. 证券市场导报,2019(3):49-58.
- [32]徐朝辉,王满四. 数字化转型对实体企业过度金融化的治理效应研究[J]. 证券市场导报,2022(7):23-35.
- [33]吴非,胡慧芷,林慧妍,任晓怡. 企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据[J]. 管理世界,2021(7):130-144+10.

(责任编辑:陈春;英文校对:谈书墨)

The Influence of Network Media Coverage on Corporate Dividend Policy: Analysis Based on the Short-sighted View of Managers Seeking Profits

CHEN Junjie¹, WANG Yanan², ZHONG Changbiao³

(1. School of Economics and Management, Huzhou College, Huzhou 313002, China;

2. School of Economics and Management, Guangdong University of Petrochemical Technology, Maoming 525000, China;

3. School of Economics, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming 650221, China)

Abstract: As an important substitution for the lack of judicial protection, the corporate governance role of the media has always been a topic of intense interest in academic circles. Based on the profit-seeking and short-sighted perspective of managers, this paper takes A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2019 as samples and conducts theoretical and empirical analyses on the impact of network media reports on corporate cash dividend payment; it further discusses the action path and conditions. The results show that network media reports, especially non-negative reports, can significantly reduce the level of corporate cash dividend payments. Network media reports mainly affect the level of cash dividend payments by curbing aggressive tax avoidance and alleviating short-term profit-seeking behaviors such as long-term underinvestment. Heterogeneity analysis shows that, compared with companies with high financing constraints, a wide executive pay gap, a high degree of digital transformation, and a low level of internal control, network media reports play a stronger role in governance replacement for cash dividend payment of companies with low financing constraints, a narrow internal executive pay gap, a low degree of digital transformation, and a high level of internal control. The research results provide some enlightenment for government policy making, media industry regulation, and corporate governance improvement.

Key words: network media; dividend policy; short-sighted profit-seeking behavior; aggressive tax avoidance; chronic underinvestment