

审计质量、媒体报道与企业权益资本成本

——来自中国上市公司经验证据

朱丹¹,李琰²

(1. 北京交通大学 经济管理学院, 北京 100044; 2. 中银保险有限公司, 北京 100032)

摘要: 审计和新闻媒体报道是上市公司重要的外部监督治理机制,二者存在互补性和协同性。以我国 A 股上市公司为样本,研究审计质量对上市公司权益资本成本的影响,并分析不同倾向的媒体报道在其中的调节作用。研究发现:选择高质量审计可以抑制上市公司的权益资本成本;媒体正面报道能够同高质量审计产生协同效应,强化高质量审计抑制上市公司权益资本成本的作用,而媒体负面报道与高质量审计产生信息分歧,弱化高质量审计抑制上市公司权益资本成本的作用。进一步分析表明,上述现象在非国有企业和市场化程度较低区域企业表现更加显著。从一个新的视角为外部信息环境影响上市公司权益融资提供经验证据。

关键词: 审计质量; 新闻媒体报道; 企业权益资本成本; 产权性质; 市场化程度

中图分类号: F239.65 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-9301(2017)06-0065-10

DOI:10.13269/j.cnki.ier.2017.06.006

一、引言

权益资本成本是企业制定投融资政策、保护股东权益和选择股利政策的基础,对资源配置效率和资本市场运行产生重要影响^[1]。投资者分析企业权益资本成本的重要信息来源是企业财务报告,但是由于我国证券市场信息披露制度的不完善,我国上市公司财务报告对一些重要信息的披露存在主观性和随意性,导致这些信息可能存在造假或缺失,不足以作为投资者决策的可靠依据^[2-3]。高质量审计是企业的一种正式外部监督治理机制,一方面从信息不对称角度,高质量审计能够提高财务报告的真实性和可靠性,降低投资者因财务信息质量而带来的风险,从而降低企业权益资本成本^[4];另一方面从公司治理角度,高质量审计能够减少管理层的机会主义行为,缓解代理冲突。审计质量对于财务报告可信度的影响在不同的公司中是一致的,并且我国事务所的审计质量存在系统性差异^[5]。企业选择具有行业专长的大规模事务所对财务报告进行审计能够向资本市场释放积极信号,影响投资者预期报酬率和投资决策以降低权益资本成本。

近年来,新闻媒体报道作为一种非正式的监督治理手段,以其广泛的影响力和极快的传播速度逐渐受到投资者关注和重视。从信息不对称视角,新闻媒体报道能够拓宽投资者的信息获取渠道,特别是能披露财务报告所不能涵盖的对企业价值和发展预期同样产生重要作用的非财务信息^[6];从公司治理角度,企业越来越重视新闻媒体对企业层面和高管个人层面的负面报道,往往设立专门的

收稿日期:2017-06-02; 修回日期:2017-10-02

作者简介: 朱丹(1988—),女,北京人,北京交通大学经济管理学院博士研究生,研究方向为内部控制与公司财务;李琰(1989—),女,河南商丘人,管理学博士,中银保险有限公司研究人员,研究方向为审计与公司治理。

基金项目: 国家社会科学基金项目(15BGL051);国家自然科学基金项目(71572009);国家社会科学基金项目(14AGL011)

舆情监测部门和危机应对措施,因此新闻媒体在投资者权益保护方面发挥的作用逐渐体现^[7-8];从投资心理学角度,新闻媒体报道还可以通过影响投资者情绪和注意力等方式影响其投资决策,最终影响上市公司的权益融资。由此产生的一个有趣问题是,审计质量和新闻媒体报道均属于外部监督治理机制,那么媒体报道作为非正式制度是否会对审计质量的监督治理能力以及审计质量和企业权益资本成本的关系产生影响呢?目前鲜有文献将审计质量和媒体报道相结合研究外部监督治理机制对企业权益资本成本的共同影响。因此本文将对审计质量和企业权益资本成本的关系进行研究,并分析不同倾向媒体报道下二者关系是否存在差异。

本文选择2008—2016年我国A股非金融行业上市公司作为研究样本,研究审计质量和新闻媒体报道对上市公司权益资本成本的影响。研究发现,高质量审计能够抑制上市公司的权益资本成本;媒体正面报道释放的积极信号能够与高质量审计产生协同性,对审计质量和企业权益资本成本关系起正向调节作用;媒体负面报道释放的消极信号与高质量审计产生分歧性,对审计质量和企业权益资本成本关系起负向调节作用;在区分产权性质和市场化程度的分组检验中发现以上关系在非国有制企业和市场化程度偏低地区企业中更加明显。

本文的贡献为:(1)将正式和非正式两种外部监督治理机制相结合研究审计质量和媒体报道对企业权益资本成本的影响。已有文献分别对审计质量和媒体报道进行研究,没有关注两种不同性质的外部监督治理因素的互补性和协同性对企业权益资本成本的影响,因此本文丰富了企业外部治理有效性方面的研究。(2)将新闻媒体报道分为正面和负面两类,分别考察不同内容媒体报道影响审计质量和企业权益资本成本关系的差异性。正面和负面媒体报道对审计质量和企业权益资本成本的影响机理不同、作用结果相反,但现有对媒体报道与企业权益资本成本关系的研究往往从媒体报道总量进行分析^[1-9],而忽略不同内容、不同倾向媒体报道的对比分析,本文丰富了媒体报道治理效果的研究。(3)从产权性质和市场环境视角进一步分析审计质量、新闻媒体报道和企业权益资本成本三者关系,为审计质量和企业权益融资相关研究提供了更加细致的作用机制分析和实证检验证据。

二、理论分析与研究假设

(一) 审计质量与企业权益融资成本的关系

信息是影响企业筹融资的重要因素,信息传递的有效性保障了资本市场的正常运行。一方面,公司融资成本会随着信息不对称程度的提高而增加,公司隐藏的内部私有信息越多投资者要求的资本回报将越高^[10],从而导致公司权益资本成本被抬高。另一方面,公司管理者可能会追求个人利益最大化,股东为了避免自身利益受损害而花费成本监督公司管理者,这样也会导致权益资本成本被抬高。

投资者凭借会计信息等多种信息渠道考察企业财务状况、经营成果和可持续经营情况,选择具有发展前景且价值被低估的企业进行投资。但是,企业与投资者之间存在固有的信息不对称问题,投资者在信息获取方面始终处于被动地位,上市公司的实际状况往往和所披露的有用信息存在差距,而高质量审计有利于缩小该差距。高质量审计能够对公司财务报告提供更可靠的鉴证服务,降低错报风险和盈余管理程度,使财务信息在资源配置中更好地发挥作用^[11-12]。

高质量审计作为一种有效的外部监督治理机制,可以从三个方面影响企业权益融资成本:第一,高质量审计可以约束管理层的机会主义行为,抑制管理层对投资者的利益侵占,发挥公司治理功能,通过获得投资者对公司的认可来降低权益资本成本。第二,高质量审计可以提高上市公司财务信息的披露质量,通过发挥信号功能降低投资者和上市公司之间的信息不对称。投资者需要对上市公司未来经营状况和现金流做出合理预期,而中小投资者缺少大型投资机构那样获取私有信息的渠道,因此在对企业估值过程中非常重视上市公司公开的财务信息,而高质量审计能够对这部分财务信息的真实性提供合理保证。第三,根据审计需求保险假说,高质量审计不仅拥有信息价值同时具备保险价值。当投资者因重大错报发生损失时,能够从独立第三方事务所获得补偿,因此审计可以作为

一种风险转移机制降低投资者所面临的风险,降低投资者预期报酬率从而抑制企业权益资本成本。综上所述,本文提出如下假设:

假设 1: 审计质量与企业权益资本成本呈现负相关关系,高质量审计通过信息传递机制和公司治理机制能够抑制上市公司权益资本成本。

(二) 正面和负面媒体报道的调节作用

近年来随着互联网和信息技术的发展,新闻媒体报道的宣传和监督作用对社会经济生活的影响越发突出^[13]。媒体因其独特的资源优势和专业优势,能够发挥信息传递和公司治理的双重作用。

首先,媒体报道内容涉及广泛、立场客观公正,媒体对企业经营管理、高管个人动态和关联方情况等信息的披露能够提高企业信息透明度,有利于投资者对企业未来经营成果和可持续发展状况做出更加合理的判断,降低投资者承担的企业价值预测风险。其次,媒体报道能够吸引投资者对企业的关注,加强公司股票流动性,进而降低投资者要求的权益资本成本^[14]。再次,根据投资心理学理论和议程设置理论,投资者对媒体报道内容的信任度较高,媒体正面报道能够提高企业声誉进而增强投资者信心,媒体负面报道则会降低企业声誉进而削弱投资者信心,因此媒体报道通过对投资者情绪的左右影响市场对企业估值的预期^[15]。

当前,由于我国法律制度尚不完善,正式制度存在的缺陷和不足往往需要非正式制度加以弥补。审计是一种正式的外部治理机制,而媒体报道属于非正式的外部治理机制,审计质量对企业权益资本成本的抑制作用会受到媒体报道内容的影响。当审计质量较高且媒体正面报道次数增加时,媒体报道能够侧面印证高质量审计的有效性。此时高质量审计和媒体正面报道会产生协同作用,媒体以其广泛的影响力和极快的传播速度能够加强高质量审计信号传递的效果,从而强化高质量审计降低公司权益资本成本的作用。反之,当审计质量较高但媒体负面报道次数增加时,高质量审计降低公司权益资本成本的作用会弱化,主要原因在于两种外部治理机制释放的信号不一致带来了风险。高质量审计虽然能够释放积极信号,但是逐渐增加的媒体负面报道会带来审计和媒体两种外部信息中介释放信号的矛盾性,投资者会降低对高质量审计提高会计信息质量、缓解信息不对称和改善公司治理方面的信任度,从而加大企业信息不确定性产生的风险。基于风险感知理论,投资人在面临更强的不确定性时会要求更高风险溢价作为补偿^[16]。综上所述,本文提出以下假设:

假设 2a: 媒体正面报道与高质量审计能够产生协同效应,媒体正面报道次数的增加对高质量审计与企业权益资本成本的关系起正向调节作用。

假设 2b: 媒体负面报道与高质量审计能够产生信息分歧,媒体负面报道次数的增加对高质量审计与企业权益资本成本的关系起负向调节作用。

三、研究设计与样本选择

(一) 样本选择

本文选取 2008—2016 年我国 A 股上市公司作为研究对象,并对数据进行了如下处理:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除 ST、* ST 和 PT 的上市公司;(3)剔除数据存在严重缺失的上市公司;(4)剔除权益资本成本计算异常的上市公司,即剔除 $EPS_2 - EPS_1 < 0$ 及权益资本成本大于 1 或者小于 0 的公司样本;(5)对所有连续变量进行 Winsorize 处理,控制异常值影响。经上述处理后得到 6 591 条观测记录。本文中媒体报道数据来自 CNKI 中国重要报纸全文数据库中的八大报纸新闻报道并经手工整理,其他数据来源于 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义

(1) 权益资本成本

权益资本成本是投资者要求的最低报酬率,现有研究多采用事前估计方法计算权益资本成本。其中,PEG 模型综合考虑了公司成长性和价值性,采用分析师预测数据分年度估计资本成本,能够降

低非正常收益和股利支付对企业权益资本成本的影响。因此,我们采用 PEG 模型度量权益资本成本^[17] 其计算方法如下:

$$R_{i,t} = \sqrt{\frac{EPS_{i,t+2} - EPS_{i,t+1}}{P_{i,t}}} \quad (1)$$

其中 $R_{i,t}$ 为公司权益资本成本 EPS 为分析师预测的每股净收益 P 为公司期末股票收盘价。

(2) 审计质量

本文以事务所行业专长 (Ind_spect) 和事务所规模 ($Big10$) 两种方式度量审计质量 (AQ)。具备行业专长的审计师和事务所能够掌握更深入的专业知识,有助于做出更精准的职业判断^[18-19];而规模大的事务所往往能够吸引高素质的具行业专长的审计师^[20],大事务所出具的审计报告也更为投资者信赖^[21]。本文采用是否为国内“十大”会计师事务所度量事务所规模 ($Big10$),若中国注册会计师协会事务所综合排名前十,事务所规模取值为 1,否则取值为 0。事务所行业专长 (Ind_spect) 的计算方法采用市场份额法,根据行业中客户资产总额计算市场份额,排名前三名的事务所为具有行业专长的审计事务所。行业市场份额为 Mks ,计算方法如下:

$$Mks_{ik} = \frac{\sum_{j=1}^J \sqrt{ASSET_{ijj}}}{\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J \sqrt{ASSET_{ijj}}} \quad (2)$$

$\sum_{i=1}^I \sum_{j=1}^J \sqrt{ASSET_{ijj}}$ 表示行业 k 中所有公司资产总额的平方根, $\sum_{j=1}^J \sqrt{ASSET_{ijj}}$ 代表事务所 k 在行业 i 中的客户资产总额的平方根。事务所行业专长 (Ind_spect) 为虚拟变量,若事务所的市场份额在行业中排名前三,取值为 1,否则取值为 0。

(3) 正面和负面媒体报道

借鉴张建勇等^[22]以及徐莉萍和辛宇^[23]的做法,本文选择 CNKI 中国重要报纸全文数据库中的八大全国性财经报纸作为媒体报道信息来源,其中《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《证券日报》属于权威官方证券类报纸,《21 世纪经济报道》《经济观察报》《第一财经日报》和《中国经营报》属于对投资者影响较大的财经报刊。本文剔除了公司公告等中性信息的媒体报道,采用人工读取的方法,根据新闻报道的标题和内容属于正面还是负面以及是否对公司声誉产生积极或消极影响,将其分为正面报道和负面报道,以检验其不同的治理效应。以“1 + 媒体报道次数”的自然对数作为媒体报道 ($Media$) 程度的一个衡量指标,其中 $\ln(1 + \text{媒体正面报道次数})$ 为媒体正面报道次数 ($\ln Pmedia$), $\ln(1 + \text{媒体负面报道次数})$ 为媒体负面报道次数 ($\ln Nmedia$)。

(4) 控制变量

为控制对权益资本成本和审计质量可能产生影响的因素,在模型中纳入以下控制变量:(1) 成长能力 ($Growth$):基期与上期主营业务收入差值除以上期主营业务收入;(2) 系统性风险 ($Beta$):期末 24 个月内的市场贝塔值;(3) 总资产负债率 (Lev):公司期末负债总额除以期末资产总额;(4) 账面市值比 (Bm):公司年末每股净资产值除以年末收盘价;(5) 股票流动性 ($Liquid$):公司股票年换手率;(6) 公司规模 ($Size$):公司期末资产总额的自然对数;(7) 审计意见类型 ($Opinion$):若为非标审计意见取值为 1,否则取值为 0;(8) 上市年限 (Age):公司上市日起至统计当期的年限。同时,为控制行业和年度影响,模型中也纳入了行业年度虚拟变量。

(三) 模型构建

为了考察审计质量对上市公司权益资本成本的影响,本文借鉴李慧云和刘镝^[3]、Doyle *et al.*^[24]关于权益资本成本影响因素的研究,构建检验模型(3):

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 AQ_{i-1} + \beta_2 Growth_{i-1} + \beta_3 Beta_{i-1} + \beta_4 Lev_{i-1} + \beta_5 Bm_{i-1} + \beta_6 Liquid_{i-1} + \beta_7 Size_{i-1} + \beta_8 Opinion_{i-1} + \beta_9 Age_{i-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

另外,本文以正面和负面媒体报道作为调节变量,检验不同内容和倾向的媒体报道对审计质量和权益资本成本关系的调节效应,模型如下:

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 AQ_{i-1} + \beta_2 AQ_{i-1} \times Media_{i-1} + \beta_3 Media_{i-1} + \beta_4 Growth_{i-1} + \beta_5 Bata_{i-1} + \beta_6 Lev_{i-1} + \beta_7 Bm_{i-1} + \beta_8 Liquid_{i-1} + \beta_9 Size_{i-1} + \beta_{10} Opinion_{i-1} + \beta_{11} Age_{i-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

四、实证检验与结果分析

(一) 描述性统计

表1列示描述性统计结果。统计结果显示,权益资本成本(R)的平均值是0.0905,最大值为0.2843,最小值为0,表明公司间的权益资本成本存在较大差异。审计质量方面,代表事务所专业能力的行业专长指标(Ind_spect)均值为0.1635,说明选择具有行业专长事务所进行审计的上市公司仅占16.35%;代表事务所规模效应的指标($Big10$)平均值为0.6243,说明过半数企业选择前十大事务所审计。对比媒体正面报道($\ln Pmedia$)和负面报道($\ln Nmedia$)均值和方差,媒体

表1 描述性统计结果

变量名	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
R	6 591	0.090 5	0.086 8	0.051 4	0	0.284 3
Ind_spect	6 591	0.163 5	0	0.370 2	0	1
$Big10$	6 591	0.624 3	1	0.486 7	0	1
$\ln Pmedia$	6 591	0.029 3	0	0.173 4	0	2.639 5
$\ln Nmedia$	6 591	0.174 1	0	0.401 2	0	3.740 5
$Growth$	6 591	0.263 4	0.171 4	0.303 2	0.001 8	1.933 3
$Beta$	6 591	0.910 5	0.978 2	0.136 7	0.361 6	1
Lev	6 591	0.443 1	0.444 3	0.234 5	0.047 1	1.261 1
Bm	6 591	0.833 4	0.588 3	0.768 2	0.082 2	4.241 3
$Liquid$	6 591	0.664 1	0.489 8	0.569 1	0.050 1	3.023 4
$Size$	6 591	21.789 2	21.612 4	1.248 5	19.457 8	26.148 7
$Opinion$	6 591	0.029 5	0	0.169 3	0	1
Age	6 591	9.912 3	10	5.952 2	2	25

负面报道数大于正面报道数,而且负面报道的方差显著大于正面报道的方差,说明媒体在报道企业负面信息时存在羊群效应,负面信息更容易在媒体和公众中产生轰动影响。本文中变量间的 Pearson 相关系数均小于0.425,VIF值小于2,模型变量之间不存在明显的共线性问题。

(二) 回归分析

1. 审计质量对企业权益资本成本的影响检验

表2第一列和第二列报告了审计质量与权益资本成本关系的实证检验结果。以事务所行业专长衡量的审计质量与企业权益资本成本显著负相关,以事务所规模衡量的审计质量也与企业权益资本成本呈现显著的负相关关系,这说明审计质量越高企业权益资本成本越低。统计结果也印证了本文的理论分析,具有行业专长和规模较大的会计师事务所通过其高质量的审计工作能够有效降低企业和投资者之间的信息不对称,投资者承担的信息风险随之降低,进而要求的投资回报率相应减少,高质量审计起到降低企业权益资本成本的作用。同时,聘请具备行业专长和独立性的审计师提供鉴证服务,能够对企业财务管理和内部治理提供专业化建议,优化公司治理进而得到投资者认可。因此,本文的假设1得到支持。

2. 媒体报道对审计质量和企业权益资本成本的调节效应检验

表2的第三列至第六列报告了模型(4)的回归结果。在模型(3)基础上,模型(4)纳入正面和负面媒体报道与审计质量的交互项,检验媒体报道的调节效应。和模型(3)相比,模型(4)的 R^2 提高,模型具有更强的解释效率,因此有必要在研究审计质量和权益资本成本关系中考虑媒体报道因素。考虑媒体报道因素下,审计质量与权益资本成本依然存在负相关关系。但是,以事务所行业专长度量审计质量时, $AQ \times \ln Pmedia$ 的系数为-0.0233,在10%水平显著;以事务所规模度量审计质量时, $AQ \times \ln Pmedia$ 的系数为-0.0072,在10%水平显著,表明媒体正面报道与高质量审计能够产生协同效应,正面报道次数的增加提高了经审计的财务报告的可信度,因此能够对审计质量和权益资本成

本发挥正向调节作用,假设 2a 得到支持。相反,审计质量和媒体负面报道的交互项($AQ \times \ln Nmedia$)系数分别为 0.003 1 和 0.002 3,且在 1% 水平显著。这一结果表明,媒体负面报道对审计质量和权益资本成本关系发挥负向调节作用。虽然高质量审计能够缓解信息不对称和改善公司治理,降低企业权益资本成本,但是这一作用在媒体对企业的负面报道数量逐渐增加时会明显削弱,投资者会变得更加谨慎小心,对经审计的财务报告的信任度随之降低,投资者面临的信息风险因审计和媒体报道释放信号的不一致而提高,因此也必然要求更高的风险溢价作为补偿,假设 2b 得到支持。

表 2 审计质量、正面和负面媒体报道与企业权益资本成本回归结果

因变量:R	$AQ = Ind_spect$	$AQ = Big10$	$AQ = Ind_spect$		$AQ = Big10$	
	模型(3)	模型(3)	模型(4)	模型(4)	模型(4)	模型(4)
AQ	-0.025 1*** (-2.92)	-0.003 2** (-2.30)	-0.029 7*** (-3.01)	-0.004 3** (-2.44)	-0.008 3** (-2.06)	-0.003 0** (-2.50)
$AQ \times \ln Pmedia$			-0.023 3* (-1.72)		-0.007 2* (-1.79)	
$\ln Pmedia$			0.000 8 (0.62)		0.000 3 (0.39)	
$AQ \times \ln Nmedia$				0.003 1*** (3.01)		0.002 3*** (3.13)
$\ln Nmedia$				0.003 9*** (2.88)		0.008 7* (1.80)
$Growth$	-0.002 5* (1.70)	-0.001 8* (1.71)	-0.002 0** (2.04)	-0.004 5** (2.02)	-0.001 9* (1.71)	-0.009 1** (2.30)
$Beta$	0.001 0** (2.20)	0.001 1** (2.21)	0.003 9** (2.19)	0.004 2** (2.22)	0.007 9** (2.49)	0.008 1*** (3.62)
Lev	0.007 3** (2.30)	0.007 5** (2.31)	0.003 2** (2.01)	0.008 8*** (2.69)	0.004 4** (2.41)	0.010 1*** (4.18)
Bm	0.013 3*** (8.35)	0.017 1*** (7.62)	0.012 8*** (5.79)	0.015 5*** (6.44)	0.011 9*** (4.91)	0.018 2*** (8.81)
$Liquid$	-0.009 5*** (-3.41)	-0.011 1*** (-7.22)	-0.013 6*** (-3.59)	-0.009 9** (-2.44)	-0.020 5*** (-4.20)	-0.005 1** (-2.11)
$Size$	0.004 9*** (2.97)	0.003 2*** (3.41)	0.002 0*** (2.62)	0.000 8** (2.41)	0.002 1*** (3.15)	0.000 8*** (2.71)
$Opinion$	0.004 1** (2.30)	0.003 0** (2.11)	0.005 3*** (3.79)	0.002 1** (2.11)	0.006 8*** (3.30)	0.010 ** (2.02)
Age	0.000 2* (1.84)	0.000 3 (1.49)	0.000 2 (1.51)	0.000 2** (2.00)	0.000 1 (1.62)	0.000 1** (2.44)
$_Cons$	0.069 9*** (5.14)	0.079 2*** (6.25)	0.042 5*** (4.44)	0.056 2*** (3.70)	0.034 1*** (5.51)	0.033 2*** (5.28)
$Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Industry$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6 591	6 591	6 591	6 591	6 591	6 591
$Adj R^2$	0.527 0	0.483 3	0.564 1	0.591 0	0.493 3	0.500 1

注:***、**、* 表示回归系数在 1%、5% 和 10% 水平上显著;括号内为 t 值且经过 cluster 处理和异方差调整。

五、进一步分析

(一) 按产权性质分组样本实证检验结果

媒体报道对审计质量和企业权益资本成本的影响可能因产权性质不同产生差异,具体原因为以下三个方面:首先,从媒体报道的客观性角度看,国有企业拥有政府的背书和支持,而政府能够控制媒体报道的内容和倾向,相对于非国有企业,媒体对国有企业报道在客观性和自由性方面有所不同,特别是媒体对国有企业发布负面信息时会存在顾虑;其次,从媒体报道的影响力角度看,国有企业往往具有垄断优势,在经营过程中能够获得政府的政策支持和资金支持,媒体报道对国有企业竞争力和发展预期的影响相对较小,而非国有企业的经营状况主要受到市场因素影响,媒体正面报道能够提升关联方和投资者对企业的好感度,媒体负面报道则对企业信誉造成打击,降低投资者对企业的预期。因此有必要区分产权性质,研究审计质量和新闻媒体报道两类外部监督治理机制对企业权益资本影响的差异性。本文将研究样本分为国有和非国有两类,对模型(4)进行分样本回归,结果见表

3. 结果显示,以事务所行业专长衡量的审计质量与企业权益资本成本显著负相关,但是以事务所规模衡量的审计质量无法对企业权益资本成本产生显著影响; $AQ \times \ln Pmedia$ 和 $AQ \times \ln Nmedia$ 在国有企业样本下均不显著,无论正面还是负面的媒体报道对企业权益资本成本以及审计质量和权益资本成本关系的影响均不明显。而媒体报道对非国有企业的影响突出,正面的媒体报道能够降低企业权益资本成本,同时对审计质量和权益资本成本关系起正向调节作用;相反,负面的媒体报道能够增加企业权益资本成本,同时对审计质量和权益资本成本关系起负向调节作用。

表3 按产权性质分组的回归结果

因变量:R	国企				非国企			
	$AQ = Ind_spect$		$AQ = Big10$		$AQ = Ind_spect$		$AQ = Big10$	
AQ	-0.035** (-2.11)	-0.013** (-2.01)	-0.019 (-1.01)	-0.010 (-0.92)	-0.022** (-2.44)	-0.022*** (-3.01)	-0.033*** (-2.81)	-0.026** (-2.08)
$AQ \times \ln Pmedia$	-0.018 (-1.15)		-0.015 (-1.23)		-0.025** (-2.44)		-0.036*** (-3.83)	
$\ln Pmedia$	0.001 (0.73)		0.001 (0.25)		0.023* (1.88)		0.001* (1.73)	
$AQ \times \ln Nmedia$	0.005 (1.02)		0.003 (1.42)		0.017*** (3.35)		0.014*** (2.97)	
$\ln Nmedia$	0.008*** (3.81)		0.001 (0.05)		0.003*** (3.15)		0.008*** (3.30)	
$Growth$	-0.001* (1.69)	-0.001 (1.55)	-0.004* (1.75)	-0.003 (1.45)	-0.004* (1.85)	-0.001*** (3.71)	-0.003* (1.70)	-0.008*** (3.50)
$Beta$	0.005** (2.45)	-0.004 (-0.58)	0.007*** (2.87)	0.003** (2.08)	-0.018 (-1.01)	0.013*** (2.72)	-0.027 (-1.11)	0.035*** (2.78)
Lev	0.003 (1.33)	0.005*** (2.70)	0.005 (0.53)	0.017*** (2.99)	0.051* (1.78)	0.003** (2.48)	0.077*** (3.01)	0.037*** (5.17)
Bm	0.011** (2.02)	0.011*** (5.23)	0.001** (2.07)	0.011*** (4.55)	0.015*** (2.99)	0.019*** (3.28)	0.011*** (2.71)	0.027*** (3.42)
$Liquid$	-0.024*** (-3.01)	-0.005** (-2.11)	-0.027*** (-2.85)	-0.008* (-1.75)	-0.038*** (-2.85)	-0.019*** (-4.50)	-0.041*** (-3.45)	-0.011* (-1.75)
$Size$	0.007* (1.71)	0.002*** (3.01)	0.007** (2.38)	0.001* (1.67)	0.002* (1.64)	0.001 (1.38)	0.001* (1.77)	0.001*** (2.80)
$Opinion$	0.005** (2.47)	0.002** (2.01)	0.005** (2.23)	0.009*** (3.77)	0.009*** (3.01)	0.011** (2.48)	0.007*** (3.31)	0.018*** (4.30)
Age	0.000 (0.08)	0.001 (1.15)	0.000 (0.15)	0.001* (1.71)	0.002 (1.45)	0.002** (2.51)	0.003* (1.71)	0.001** (2.50)
$_Cons$	-0.028 (-0.15)	0.039 (0.83)	-0.052 (-0.58)	0.087* (1.77)	0.231*** (2.83)	0.375** (2.50)	0.044 (1.55)	0.177*** (3.13)
$Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Industry$	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	4 625	4 625	4 625	4 625	1 966	1 966	1 966	1 966
$Adj R^2$	0.438	0.444	0.326	0.479	0.870	0.851	0.872	0.885

(二) 按市场化程度分组样本实证检验结果

市场环境从金融发展和投资者保护角度影响着微观企业的资源配置^[25],企业权益资本成本也必然受到所处区域市场化程度的影响^[26]。因此,本文进一步区分企业所处区域市场化程度,探讨市场环境对本文结论的影响。市场化程度较高区域,企业与投资者之间的信息沟通快捷高效,投资者对企业信息的获取通道和获取数量相对丰富,新闻媒体报道对企业的潜在影响会在短时间内被其他信息替代。相反,在市场化程度较低区域,信息较为闭塞并且关系型交易较为普遍,媒体报道可以大力缓解投资者和公司之间的信息不对称程度。本文根据樊纲市场化指数的中位数将研究样本分为市场化程度高、低两组^[27],实证回归结果见表4。市场化程度较低样本与总样本回归结果基本一致,但是在市场化程度较高样本中,媒体负面报道与审计质量交互项不显著,媒体报道的负面信息并未对投资者发挥明显的警示作用。

表 4 按市场化程度分组回归结果

因变量:R	市场化程度高地区				市场化程度低地区			
	AQ = Ind_spect		AQ = Big10		AQ = Ind_spect		AQ = Big10	
AQ	-0.022** (-1.97)	-0.004*** (-2.85)	-0.005*** (-3.44)	-0.005*** (-4.07)	-0.031*** (-3.95)	-0.006** (-2.33)	-0.011*** (-5.25)	-0.008*** (-6.34)
AQ × lnPmedia	-0.027** (-1.98)		-0.006* (-1.69)		-0.037** (-2.01)		-0.009* (-1.70)	
LnPmedia	-0.002* (-1.52)		-0.015 (-0.98)		0.001 (0.65)		0.002 (0.51)	
AQ × lnNmedia		0.008 (1.53)		0.003 (1.44)		0.057*** (3.01)		0.031*** (4.38)
lnNmedia		0.002 (1.81)		0.006* (1.68)		0.011*** (3.07)		0.017*** (3.23)
Growth	-0.003 (-1.17)	-0.023** (-2.08)	-0.004** (-2.25)	-0.014** (-1.99)	-0.013** (-2.01)	-0.046 (-1.63)	-0.018** (-2.21)	-0.006* (-1.75)
Beta	0.005*** (2.88)	0.017*** (2.73)	0.003** (2.01)	0.009*** (2.94)	0.002 (1.52)	0.003 (0.43)	0.005** (1.97)	0.010 (1.55)
Lev	0.023** (2.13)	0.004*** (4.12)	0.001** (2.37)	0.019*** (3.34)	0.017*** (2.88)	0.021** (2.36)	0.018*** (2.99)	0.024*** (2.92)
Bm	0.027*** (4.23)	0.005** (2.32)	0.024*** (2.95)	0.009* (1.73)	0.029*** (2.89)	0.014*** (5.72)	0.039*** (2.95)	0.017* (1.69)
Liquid	-0.006** (-2.69)	-0.003*** (-5.23)	-0.006*** (-3.38)	-0.001* (-1.71)	-0.004*** (-3.65)	-0.002** (-2.18)	-0.001*** (-2.87)	-0.004*** (-2.99)
Size	0.002** (2.55)	0.001 (1.08)	0.002** (2.19)	0.001*** (4.58)	0.001* (1.77)	0.003*** (3.31)	0.002*** (4.25)	0.001*** (2.99)
Opinion	0.006*** (3.58)	0.002*** (2.79)	0.005** (2.12)	0.008* (1.71)	0.003 (1.23)	0.002 (1.48)	0.004* (1.76)	0.011** (2.38)
Age	-0.019 (-0.21)	0.043 (0.73)	-0.062 (-0.32)	0.078* (1.74)	0.43*** (2.99)	0.215** (2.45)	0.053 (1.08)	0.218*** (4.21)
_Cons	0.021** (2.14)	0.032*** (3.13)	0.001** (2.33)	0.021*** (3.54)	0.013*** (3.13)	0.018*** (3.54)	0.021*** (3.93)	0.023*** (4.29)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	2 637	2 637	2 637	2 637	3 954	3 954	3 954	3 954
Adj R ²	0.493 7	0.505 8	0.517 0	0.601 4	0.596 3	0.539 4	0.587 1	0.602 1

六、稳健性检验

(一) 审计质量的自选择问题

资产雄厚、经营状况良好的企业往往有实力也有意愿选择具有行业专长的大规模事务所进行审计,而审计质量高和声誉好的会计师事务所为规避风险也会偏好优质企业客户。因此本文采用 Heckman 两阶段模型控制审计质量的自选择偏误问题,具体操作如下:

$$AQ_i = \beta_0 + \beta_1 Soe_i + \beta_2 Size_i + \beta_3 Lev_i + \beta_4 Roa_i + \beta_5 Issue_i + \beta_6 Lloss_i + \beta_7 Geo_i + \beta_8 First_i + \beta_9 SqrFirst_i + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

第一阶段构建审计质量 Probit 估计方程,计算逆米尔斯率 IMR。影响审计质量的因素包括产权性质 *Soe*、公司规模 *Size*、总资产收益率 *Roa*、是否发行新股 *Issue*、前一年度是否亏损 *Lloss*、企业所在地区治理环境 *Geo*、第一大股东持股比例及平方项 *First* 和 *SqrFirst*。其中 *Geo* 为虚拟变量,当企业所在地区为北京市、上海市、广东省、浙江省和江苏省时取值为 1,否则取 0。具体回归结果见表 5。

第二阶段在本文的回归模型(3)和(4)中加入 *IMR* 进行控制,回归结果见表 6。*IMR* 显著为正表明样本自选择问题存在,控制该因素后的回归结果依然支持本文结论。

(二) 媒体报道与企业权益资本成本的内生性问题

媒体报道能降低企业权益资本成本,而权益资本成本较低企业更吸引各类媒体关注。为控制这一内生性问题,借鉴仲秋雁和石晓峰^[28]的研究,采用 Heckman 两阶段回归,前文结论依然成立。

(三) 其他稳健性检验

第一,采用 GLS 模型替代 PEG 模型测度权益资本成本;第二,采用审计费用指标替代行业专长

和事务所规模测度审计质量;第三,在PEG模型中用EPS中位数替代均值计算权益资本成本,稳健性检验结果与前文结论大致相同。

七、结论与政策启示

独立审计和新闻媒体报道分别属于正式和非正式外部监督治理机制,本文综合考虑两种机制的协同性和互补性考察外部信息环境对企业权益资本成本的影响。本文以2008—2016年我国A股上市公司为研究对象,研究发现:高质量的审计工作通过信息传递机制和公司治理机制能够降低企业权益资本成本,但是高质量审计的这一作用会受到新闻媒体报道的影响。当企业被媒体正面报道时,媒体报道与高质量审计产生协同效应,媒体正面报道频次的增加会进一步强化高质量审计对企业权益资本成本的降低功效;当企业被媒体负面报道时,媒体报道与高质量审计产生信息分歧,媒体负面报道频次的增加使得高质量审计降低企业权益资本成本的功能被弱化。并且,上述结论在非国有企业和市场化程度较低地区企业中更为明显。

本文的分析和结论具有以下两点启示:第一,证券监管部门应该更加注重媒体在资本市场中的作用,鼓励和支持媒体报道保持其独立性和客观性,促进媒体监督功能有效发挥;第二,本文为投资者分析上市公司潜在风险、评估企业权益资本成本提供新的视角。高质量审计是对企业财务信息质量和内部管理的一种肯定,向投资人传递积极信号,但是媒体报道作为非正式监督治理机制同样值得投资者关注,特别是媒体负面报道能够传达会计和审计信息不具备的额外风险因素。

参考文献:

- [1]卢文彬,官峰,张佩佩等.媒体曝光度、信息披露环境与权益资本成本[J].会计研究,2014(12):66-71.
[2]AMIN K, KRISHNAN J, YANG J S. Going concern opinion and cost of equity [J]. Auditing: a journal of practice and theory, 2014, 33(4):1-39.

表5 事务所选择模型的回归结果

因变量:AQ	AQ = Ind_spect		AQ = Big10	
	系数	Z 值	系数	Z 值
Soe	0.021	0.57	0.119 3***	3.76
Size	0.218 3***	10.92	0.054 4***	3.54
Lev	-0.459 1***	-4.13	-0.210 2***	-2.61
Roa	2.210 3***	5.34	0.840 1***	2.91
Issue	0.110 7**	1.99	0.207 8***	4.78
Lloss	0.406 4***	6.39	-0.017	-0.34
Geo	-0.028	-0.75	-0.007	-0.22
First	2.603 2***	4.97	4.430 1***	10.98
SqrFirst	-2.854 3***	-4.48	-5.512 3***	-11.31
_Cons	-5.748 7***	-13.33	-2.100 1***	-6.08
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	6 591	6 591		
Pseudo R ²	0.252 3	0.095 3		

表6 控制自选择偏误后基本实证回归结果

因变量:R	AQ = Ind_spect		AQ = Big10	
	系数	Z 值	系数	Z 值
AQ	-0.012 5*** (-3.62)	-0.005 6*** (-3.61)	0.010 5* (1.74)	-0.010 0*** (-2.96)
AQ × lnPmedia	-0.017 6** (-2.01)		-0.006 3** (-2.55)	
lnPmedia	-0.000 9 (-0.68)		0.000 5 (1.35)	
AQ × lnNmedia		0.001 2 (1.53)		0.003 9*** (3.77)
lnNmedia		0.006 8*** (4.33)		0.010 1* (1.69)
Growth	0.003 3** (2.01)	0.005 4 (1.14)	0.002 6* (1.74)	0.001 7* (1.75)
Beta	0.002 8** (1.99)	0.002 7 (1.37)	0.015 2* (1.81)	-0.006 0 (-0.40)
Lev	0.001 2 (1.01)	0.002 7 (1.04)	0.003 4 (0.97)	0.009 1* (1.83)
Bm	0.016 0*** (7.91)	0.014 3*** (6.38)	0.013 5*** (5.99)	0.014 2*** (7.43)
Liquid	-0.012 8*** (-5.79)	-0.011 0*** (-4.88)	0.018 2** (1.93)	-0.009 1*** (-3.03)
Size	0.001 3* (1.64)	0.000 8 (1.05)	0.001 9** (1.97)	-0.003 0 (-0.86)
Opinion	0.006 6** (2.40)	0.003 5** (2.13)	0.008 3** (2.39)	0.007 9 (1.27)
Age	0.000 0 (0.25)	0.000 1 (0.21)	0.001 7 (1.03)	0.000 6 (1.54)
IMR	0.007 0*** (3.33)	0.007 9*** (3.74)	0.025 5*** (3.01)	-0.003 7 (-0.98)
_Cons	0.061 1*** (2.81)	0.042 8*** (3.04)	-0.097 9 (-1.01)	0.094 1* (1.80)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	6 591	6 591	6 591	6 591
Adj R ²	0.497 3	0.497 5	0.595 6	0.581

- [3]李慧云,刘镛. 市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J]. 会计研究,2016(1):71-78.
- [4]李小荣,董红晔. 高管权力、企业产权与权益资本成本[J]. 经济科学,2015(4):67-80.
- [5]刘启亮,郭俊秀,汤雨颜. 会计事务所组织形式、法律责任与审计质量——基于签字审计师个体层面的研究[J]. 会计研究,2015(4):86-94.
- [6]BUSHEE B J, CORE J E, GUAY W, et al. The role of the business press as an information intermediary [J]. Journal of accounting research, 2010, 48(1): 1-19.
- [7]DYCK A, ZINGALES L. Private benefits of control: an international comparison [J]. Journal of finance, 2004, 59(2): 537-600.
- [8]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.
- [9]肖作平,黄璜. 媒体监督、所有权性质和权益资本成本[J]. 证券市场导报,2013(12):14-20.
- [10]ARMSTRONG C S, CORE J E, TAYLOR D J, et al. When does information asymmetry affect the cost of capital? [J]. Journal of accounting research, 2011, 49(1): 1-40.
- [11]吴伟荣,郑宝红. 签字注册会计师任期、媒体监督与审计质量研究[J]. 中国软科学,2015(3):93-104.
- [12]蔡春,黄益建,赵莎. 关于审计质量对盈余管理影响的实证研究——来自沪市制造业的经验证据[J]. 审计研究,2005(2):3-10.
- [13]DYCK A, VOLCHKOVA N, ZINGALES L. The corporate governance role of the media: evidence from Russia [J]. Journal of finance, 2008, 63(3): 1093-1135.
- [14]DIAMOND D W, VERRECCHIA R E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital [J]. Journal of finance, 1991, 46(4): 1325-1359.
- [15]ADER C R. A longitudinal study of agenda setting for the issue of environmental pollution [J]. Journalism and mass communication quarterly, 1995, 72(2): 300-311.
- [16]FANG L, PERESS J. Media coverage and the cross-section of stock returns [J]. Journal of finance, 2009, 64(5): 2023-2052.
- [17]黄建元,靳月. 企业社会责任对权益资本成本的影响研究——基于企业社会责任报告与鉴证的视角[J]. 产业经济研究,2016(2):87-95.
- [18]陈小林,王玉涛,陈运森. 事务所规模、审计行业专长与知情交易概率[J]. 会计研究,2013(2):69-77.
- [19]李明辉,杨鑫. 审计师质量对上市公司融资方式选择的影响——来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究,2014(11):75-82.
- [20]GEIGER M A, RAMA D V. Audit firm size and going-concern reporting accuracy [J]. Accounting horizons, 2006, 20(1): 1-17.
- [21]KARJALAINEN J. Audit quality and cost of debt capital for private firms: evidence from Finland [J]. International journal of auditing, 2011, 15(1): 88-108.
- [22]张建勇,葛少静,赵经纬. 媒体报道与投资效率[J]. 会计研究,2014(10):59-65.
- [23]徐莉萍,辛宇. 媒体治理与中小投资者保护[J]. 南开管理评论,2011(6):36-47.
- [24]DOYLE J, GE W, MCVAY S. Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting [J]. Journal of accounting and economics, 2007, 44(1/2): 193-223.
- [25]孔东民,代昀昊,李阳. 政策冲击、市场环境与国企生产效率:现状、趋势与发展[J]. 管理世界,2014(8):4-17.
- [26]连军. 政治联系、市场化进程与权益资本成本——来自中国民营上市公司的经验证据[J]. 经济与管理研究,2012(2):32-39.
- [27]樊纲,王小鲁,马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 经济研究,2011(9):4-16.
- [28]仲秋雁,石晓峰. 媒体关注、产权性质与上市公司融资约束——基于 Heckman 两阶段模型的实证检验[J]. 商业经济与管理,2016(8):87-97.

(责任编辑:雨 珊)

(下转第 126 页)

Market potential , housing prices and labor mobility : from the perspective of new economic geography

YU Yunjiang¹ , GAO Xiangdong²

(1. Free Trade Zone Research Institute , Shanghai Lixin University of Accounting and Finance , Shanghai 201209 , China ;

2. Faculty of Economics and Management , East China Normal University , Shanghai 200241 , China)

Abstract: Using the sample data of Chinese cities at prefecture level or above in the “fifth census” and “six census” , this paper explores the impact of market potential on inter-provincial labor mobility and its internal mechanism , with housing price factor as a dispersion force into the new economic geography model of urban agglomeration , based on “forward linkages” mechanism in new economic geography. The results show that: (1) due to the existence of “price index effect” , the regional market potential difference is an important driving force for inter-provincial labor mobility , and consequently “forward linkages” mechanism in new economic geography has been supported in this empirical study in China; (2) the impact of traditional labor flow factors such as wage level , geographic distance , and adjacent boundary effect gradually weaken as time goes on , while the role of education and the market size of the tertiary industry has gradually increased; (3) when focusing on the market size of different industries , the market size of the tertiary industry is more important than that of the secondary industry.

Key words: labor mobility; market potential; urban agglomeration; new economic geography; housing prices

(上接第 74 页)

Audit quality , media coverage and equity capital cost : empirical evidence from listed companies in China

ZHU Dan¹ , LI Yan²

(1. School of Economics and Management , Beijing Jiaotong University , Beijing 100044 , China ;

2. Bank of China Insurance Company Limited , Beijing 100032 , China)

Abstract: Auditing and media coverage are important external supervision and governance mechanisms of listed companies , which are complementary and synergistic. In this paper , we choose A-share listed companies in China as research sample to examine the impact of audit quality on equity capital cost of listed companies , and to analyze the regulation effects of different kinds of media coverage. The results show that: high quality audit can reduce the equity capital cost of listed companies. Positive media coverage has synergy effect with high quality audit , which will strengthen the effect of high quality audit on reducing the cost of equity capital of listed companies , while negative media coverage tends to diverge from high quality audit so as to weaken the effect of high quality audit on reducing the equity capital cost of listed companies. Further analysis shows that these phenomena are more prominent in non-state-owned enterprises and enterprises located in less market-oriented areas. This paper provides empirical evidence for the impact of external information environment on the equity financing of listed companies from a brand new perspective.

Key words: audit quality; media coverage; equity capital cost; ownership; marketization degree