

新锐

经管学术系列

网络舆论、公司治理与 公司财务政策

杨晶 著



厦门大学出版社 国家一级出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全国百佳图书出版单位

新锐

经管学术系列

网络舆论、公司治理与 公司财务政策

杨 晶 著



厦门大学出版社 国家一级出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

网络舆论、公司治理与公司财务政策/杨晶著. —厦门:厦门大学出版社, 2017. 4
(新锐经管学术系列)

ISBN 978-7-5615-6493-6

I. ①网… II. ①杨… III. ①互联网络-舆论-影响-公司-企业管理-研究
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 083647 号

出 版 人 蒋东明
责任编辑 许红兵
特约编辑 陈思岑
封面设计 蒋卓群
技术编辑 朱 楷

出版发行 厦门大学出版社
社 址 厦门市软件园二期望海路 39 号
邮政编码 361008
总 编 办 0592-2182177 0592-2181406(传真)
营销中心 0592-2184458 0592-2181365
网 址 <http://www.xmupress.com>
邮 箱 xmup@xmupress.com
印 刷 虎彩印艺股份有限公司

开本 720mm×1000mm 1/16
印张 9.75
插页 2
字数 136 千字
版次 2017 年 4 月第 1 版
印次 2017 年 4 月第 1 次印刷
定价 40.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换



厦门大学出版社
微信二维码



厦门大学出版社
微博二维码

第一章 导 言

第一节 研究背景和问题提出

“公司治理是协调股东和其他利益相关者相互之间关系的一种制度。狭义的公司治理是指所有者,主要是股东,对经营者的一种监督与制衡机制,即通过一种制度安排来合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系……广义的公司治理则不局限于股东对经营者的制衡,而是涉及广泛的利益相关者……公司治理是通过一套包括正式或非正式的、内部或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系,以保证公司决策的科学化,从而最终维护公司各方面的利益。”(李维安, 2002)

早期的公司治理研究主要关注公司内部的治理机制——董事会和管理层薪酬激励,以及公司外部的治理机制——产品市场、经理人市场和外部控制权市场。在 La Porta, Lopez-de-Silance, Shleifer 和 Vishny(1998)之后,大量的文献开始关注法律对外部投资者的保护,如 Demirguc-Kurt 和 Maksimovic(2002); Himmelberg, Hubbard 和 Love(2002); Johnson, Boone, Breach 和 Friedman(2000); Dittmar, Mahrt-Smith 和 Servaes(2003);等等。随着研究的不断深入,学者们发现,正式的制度并不能够完全解决公司治理问题,特别是像我国这样的经济转型国家的公司治理问题,因此,非正式的制度开始进入研究者的视野。

如图 1-1 所示,Williamson(2000)的论文将新经济制度分为四个层面,自上而下依次是:第一层,社会嵌入层面,包括非正式制度、习俗、社会规范和宗教;第二层,制度环境层面,包括法律与政治制度等正式制度;第

三层,治理结构层面;第四层,资源分配层面。Williamson 指出,较高层次的制度会制约较低层次的制度(实线箭头),而较低层次的制度则会将信息向较高层次的制度反馈(虚线箭头)。

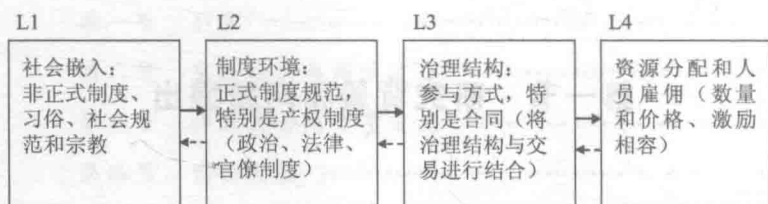


图 1-1 新制度经济学层次

资料来源:Williamson. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead[J]. Journal of Economic Literature, 2000, 38(3):595-613.

从公司治理研究的发展可以看到,学者们对公司治理的研究基本上是沿着新制度经济学的层次由低层向高层进行的。学者早期研究的内部治理机制中的经理人薪酬和外部治理机制属于新制度经济学中的第四层资源分配层面;董事会结构属于第三层治理结构层面;法律制度属于第二层制度环境层面;社会规范则属于第一层社会嵌入层面。对社会规范公司治理作用的研究正是现在学者们所关心的热点话题之一。

针对 La Porta, Lopez-de-Silance, Shleifer 和 Vishny(1998)提出的法律对外部投资者的保护会对地区间金融市场发达程度产生影响, Coffee(2001)指出,法律保护并不是衡量国家和地区间金融市场发达程度及大股东剥削中小股东利益程度的唯一变量,社会规范是另一种可能的解释。在这之后, Stulz 和 Williamson(2003)又进一步将社会规范的另一领域——宗教文化的概念引入公司治理的研究范畴中。

近年来,以媒体为代表的舆论的公司治理作用受到国内学者的重视,特别是在李培功和沈艺峰(2010)的研究之后,有一批文章对我国媒体的公司治理作用进行了研究(徐丽萍,辛宇,2011;戴亦一,潘越,刘思超,

2011;杨德明,赵璨,2012)。这一方面契合了前面所提到的公司治理研究沿着新制度经济学向上一等级发展的趋势,另一方面是由于我国目前还处于经济转型期,正式的公司内部制度、外部市场机制以及法律制度仍然存在许多不完善的地方,并且这些不足似乎难以在短期内得到改善(Pistor & Xu, 2005)。正如 Coffee(2001)所说的,“社会规范在法律保护弱的时候最重要”。

但是传统媒体的公司治理作用有一定的局限性。首先,传统媒体受到资源的制约,不论是报刊还是电视广播,他们所能报道的新闻均要受到版面或者时间的限制。其次,编辑只会选择他们认为最有价值的新闻进行报道。这一主观选择过滤了大量的信息,也导致媒体并不能够完全代表公众的意见。再次,传统媒体存在“有偿沉默”的问题,如首次公开募股(initial public offering, IPO)的公司会在上市之前向相关财经媒体支付费用,以避免其报道对自己不利的信息。最后,媒体会为了引起轰动效应进行一些有失偏颇的报道(熊艳,李常青,魏志华,2011)。

而互联网作为 20 世纪最伟大的发明之一,正逐渐超越传统媒体,成为人们所倚赖的获取信息的重要媒介。由于互联网的开放性,信息的传播方式由传统媒体中的单向性传播变为具有反馈机制的双向及多向传播,这不仅改变了人们沟通交流的方式,也改变了传统舆论的形成模式。互联网媒体摒弃了传统媒体存在的一些弱点,提供了一个良好的协商和沟通的场所,为舆论的形成提供了便利的条件(Savigny, 2002)。

近年来发生的一些网络舆论参与的公共事件均因引起了一定的社会轰动最终促使监管部门介入。例如,“表哥”、“房叔”等事件因在网上持续发酵,最终使得当事人受到应有的法律惩处。这些事件说明了互联网媒体作为新的舆论监督方式,正在公共领域发挥出巨大的能量,高层领导也对网络舆论给予了高度的重视。

而在公司治理领域,也曾经发生过对上市公司高级管理人员(简称“高管”)领取过高薪酬的声讨事件。那么,网络舆论是否能够像传统媒体一样发挥公司治理作用呢?这种公司治理作用的机制是怎样的呢?网络

舆论的治理作用能否最终影响公司的决策呢?基于这些问题,本书利用网络股吧的数据讨论网络舆论的公司治理作用,并研究网络舆论对我国上市公司的高管薪酬政策、定向增发及股利政策的影响。

第二节 研究思路和基本框架

由于网络舆论涉及的范围很广,包括网络门户网站、网络股吧、微博等。因此,如何找到一个合适的变量对网络舆论进行度量是本书的关键。本书选用了互联网股票贴吧作为网络舆论的代表,这主要有两个原因:首先,互联网贴吧相比门户网站更加能反映网络媒体中公众沟通交流的特点。门户网站的作用与传统媒体的作用类似,仅仅是对新闻进行剪辑和传播,而在贴吧中,大家可以对同一主题进行广泛的讨论。其次,互联网贴吧相较于微博,对公司事务的关注更加具有集中性和针对性。虽然微博近几年来发展迅猛,对公众事务的推动作用亦不可小觑,但是微博对公司事务较少有集中性的关注,即使有也大多是针对食品安全及环境污染问题的;而网络贴吧则不同,由于网络贴吧对不同的股票设立了不同的讨论区,因此贴吧中汇聚了相应股票的小股东,他们对公司各项事务的关注度都很高,也会针对公司的各项事务在贴吧中发表意见。例如,笔者所研究的高管薪酬、公司分红政策以及增发预案都有大量帖子涉及。

东方财富网是中国访问量最大、影响力最大的财经证券门户网站之一,日均页面浏览量超过1亿次,借此门户网站的带动,网站下属股吧的活跃程度也相当高。股吧将不同股票分为不同版块,参与者多是持有该股票或者对该股票有兴趣的股东。林振兴(2011)也曾采用东方财富网股吧的数据作为投资者情绪的度量,他发现股吧数据对公司的IPO抑价有显著影响,这从数据角度说明股吧留言可以在一定程度上反映投资者对公司的态度和看法。

综合以上原因,笔者选择东方财富网的数据作为网络舆论的代理变

量,并在不同章节对数据进行不同处理,以研究相应的问题。

图 1-2 总结了本书的研究思路。为了研究网络舆论的公司治理作用,本书选取了公司的三大重要财务政策进行研究,分别是薪酬政策、定向增发以及股利政策,并讨论了网络舆论可能的四个影响机制,即声誉机制、资本市场惩戒、内部治理机制以及监管部门的监控。

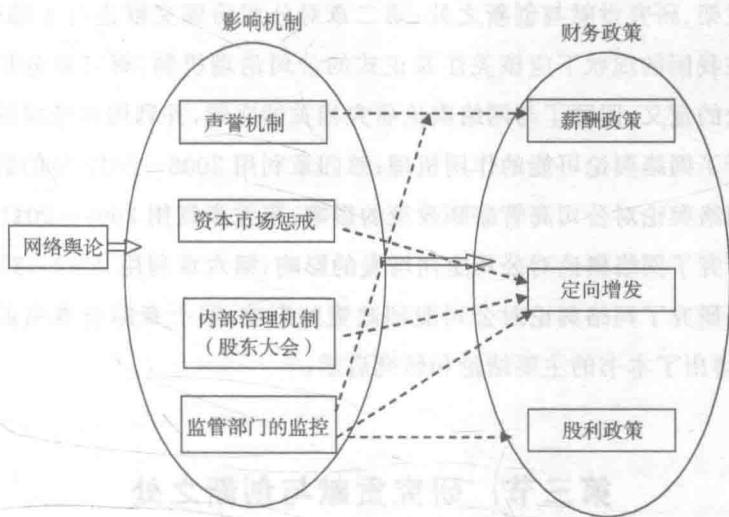


图 1-2 研究思路

从高管薪酬入手进行研究,是因为高管薪酬是传统公司治理中解决外部投资者与内部投资者之间代理问题的重要手段;2008—2010年,网络舆论对高管薪酬颇为关注,这为本书进行探索性的研究提供了条件。

定向增发则是一种比较特殊的财务政策,大股东常常采用定向增发的方式低价向自己或者利益相关者增发股票,以稀释中小股东的股权,因此,定向增发被视为大股东侵犯外部中小股东利益的手段。可以说,定向增发中明显存在中小股东与大股东的代理冲突,且这种代理冲突很难通过原有的公司治理机制解决。于是,我们引入网络舆论看其是否能够对定向增发的流程产生一定的影响。借助网络舆论对定向增发流程的影

响,笔者检验了网络舆论可能的影响机制,包括资本市场惩戒、股东大会决议以及监管部门的监控。

股利政策可以说是股民最关心的公司决策之一,有些公司由于连续多年不发股利而被中小投资者称为“铁公鸡”。因此,从股利入手,可以进一步检验网络舆论的公司治理作用。

本书按照以下结构展开:第一章介绍了本书的研究问题、研究内容、研究框架、研究贡献与创新之处;第二章对公司治理文献进行了综述,提出了在我国现状下应该关注非正式的公司治理机制;第三章分析了网络舆论的定义,回顾了与网络舆论研究相关的文献,并利用传统媒体的模型分析了网络舆论可能的作用机理;第四章利用2008—2010年的数据研究了网络舆论对公司高管薪酬政策的影响;第五章利用2008—2011年的数据研究了网络舆论对公司定向增发的影响;第六章利用2009—2011年的数据研究了网络舆论对公司股利政策的影响;第七章综合本书的研究结果,得出了本书的主要结论和研究启示。

第三节 研究贡献与创新之处

本书的研究贡献与创新之处主要有以下四点:

第一,拓展了法律外公司治理的范畴。我国正处于经济转型期,法律的制定和执行环节仍然较为薄弱。本书的贡献在于,首次将网络舆论引入公司治理的研究,拓宽了非正式公司治理的研究范畴,并且分析了网络舆论可能的公司治理途径,为进一步的研究提供了理论基础。

第二,目前国内外学者对互联网的研究大多集中于资本定价方面,据我们所知,还没有学者对互联网可能对公司财务政策产生的影响进行研究。考虑到互联网在公共领域所发挥的重大作用,互联网舆论对公司财务政策的影响应该得到学者的重视。本书从高管薪酬、股利发放和定向增发的角度为该问题提供了一定的经验证据。

第三,本书不仅研究了网络舆论的治理作用,还利用不同的设定研究了网络舆论可能的作用机理,这为如何理解网络舆论这种新型的治理机制提供了思路。

第四,本书选取网络股吧的数据,并利用关键词搜索及情感分类等方式来对网络舆论进行度量,为后面的研究者提供了研究网络舆论可能的量化方式。

目 录

第一章 导 言	1
第一节 研究背景和问题提出	1
第二节 研究思路和基本框架	4
第三节 研究贡献与创新之处	6
第二章 公司治理文献综述	8
第一节 公司治理	9
第二节 第一代公司治理——传统公司治理	11
第三节 第二代公司治理——中小投资者保护	16
第四节 我国的公司治理状况	21
第五节 法律外的公司治理——社会规范	24
第三章 网络舆论与公司治理	30
第一节 公众舆论	30
第二节 互联网的发展	34
第三节 网络与资本市场	37
第四节 网络舆论的公司治理作用机制分析	42
第五节 网络舆论的局限性	49
第六节 小结	51
第四章 网络舆论与高管薪酬	52
第一节 引言	52
第二节 制度背景	54
第三节 文献综述与假设建立	56

第四节	样本选择和变量定义	61
第五节	实证检验	67
第六节	本章结论	86
第五章	网络舆论与定向增发	88
第一节	引言	88
第二节	文献综述与假设建立	89
第三节	样本选择与变量定义	93
第四节	实证检验	95
第五节	本章结论	112
第六章	网络舆论与公司股利政策	113
第一节	引言	113
第二节	文献回顾	114
第三节	假设建立	117
第四节	样本选择与变量定义	119
第五节	实证检验	122
第六节	本章结论	134
第七章	研究结论和启示	135
第一节	研究结论	135
第二节	结果讨论	136
第三节	研究启示和政策建议	137
第四节	研究局限和未来研究方向	139
主要参考文献		140

第一章 导言

第一节 研究背景和问题提出

“公司治理是协调股东和其他利益相关者相互之间关系的一种制度。狭义的公司治理是指所有者,主要是股东,对经营者的一种监督与制衡机制,即通过一种制度安排来合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系……广义的公司治理则不局限于股东对经营者的制衡,而是涉及广泛的利益相关者……公司治理是通过一套包括正式或非正式的、内部或外部的制度或机制来协调公司与所有利益相关者之间的利益关系,以保证公司决策的科学化,从而最终维护公司各方面的利益。”(李维安, 2002)

早期的公司治理研究主要关注公司内部的治理机制——董事会和管理层薪酬激励,以及公司外部的治理机制——产品市场、经理人市场和外部控制权市场。在 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny (1998) 之后,大量的文献开始关注法律对外部投资者的保护,如 Demircug-Kurt 和 Maksimovic (2002); Himmelberg, Hubbard 和 Love (2002); Johnson, Boone, Breach 和 Friedman (2000); Dittmar, Mahrt-Smith 和 Servaes (2003); 等等。随着研究的不断深入,学者们发现,正式的制度并不能够完全解决公司治理问题,特别是像我国这样的经济转型国家的公司治理问题,因此,非正式的制度开始进入研究者的视野。

如图 1-1 所示,Williamson (2000) 的论文将新经济制度分为四个层面,自上而下依次是:第一层,社会嵌入层面,包括非正式制度、习俗、社会规范和宗教;第二层,制度环境层面,包括法律与政治制度等正式制度;第

三层,治理结构层面;第四层,资源分配层面。Williamson 指出,较高层次的制度会制约较低层次的制度(实线箭头),而较低层次的制度则会将信息向较高层次的制度反馈(虚线箭头)。

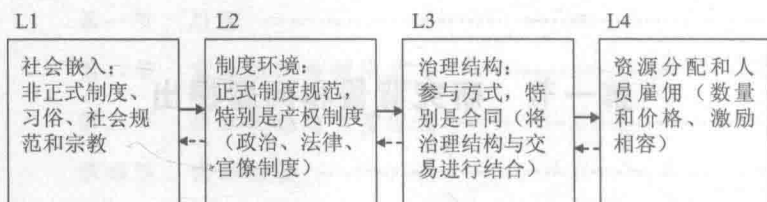


图 1-1 新制度经济学层次

资料来源: Williamson. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead[J]. Journal of Economic Literature, 2000, 38(3):595-613.

从公司治理研究的发展可以看到,学者们对公司治理的研究基本上是沿着新制度经济学的层次由低层向高层进行的。学者早期研究的内部治理机制中的经理人薪酬和外部治理机制属于新制度经济学中的第四层资源分配层面;董事会结构属于第三层治理结构层面;法律制度属于第二层制度环境层面;社会规范则属于第一层社会嵌入层面。对社会规范公司治理作用的研究正是现在学者们所关心的热点话题之一。

针对 La Porta, Lopez-de-Silance, Shleifer 和 Vishny(1998)提出的法律对外部投资者的保护会对地区间金融市场发达程度产生影响, Coffee(2001)指出,法律保护并不是衡量国家和地区间金融市场发达程度及大股东剥削中小股东利益程度的唯一变量,社会规范是另一种可能的解释。在这之后, Stulz 和 Williamson(2003)又进一步将社会规范的另一领域——宗教文化的概念引入公司治理的研究范畴中。

近年来,以媒体为代表的舆论的公司治理作用受到国内学者的重视,特别是在李培功和沈艺峰(2010)的研究之后,有一批文章对我国媒体的公司治理作用进行了研究(徐丽萍,辛宇,2011;戴亦一,潘越,刘思超,

2011;杨德明,赵璨,2012)。这一方面契合了前面所提到的公司治理研究沿着新制度经济学向上一等级发展的趋势,另一方面是由于我国目前还处于经济转型期,正式的公司内部制度、外部市场机制以及法律制度仍然存在许多不完善的地方,并且这些不足似乎难以在短期内得到改善(Pistor & Xu,2005)。正如Coffee(2001)所说的,“社会规范在法律保护弱的时候最重要”。

但是传统媒体的公司治理作用有一定的局限性。首先,传统媒体受到资源的制约,不论是报刊还是电视广播,他们所能报道的新闻均要受到版面或者时间的限制。其次,编辑只会选择他们认为最有价值的新闻进行报道。这一主观选择过滤了大量的信息,也导致媒体并不能够完全代表公众的意见。再次,传统媒体存在“有偿沉默”的问题,如首次公开募股(initial public offering, IPO)的公司会在上市之前向相关财经媒体支付费用,以避免其报道对自己不利的信息。最后,媒体会为了引起轰动效应进行一些有失偏颇的报道(熊艳,李常青,魏志华,2011)。

而互联网作为20世纪最伟大的发明之一,正逐渐超越传统媒体,成为人们所倚赖的获取信息的重要媒介。由于互联网的开放性,信息的传播方式由传统媒体中的单向性传播变为具有反馈机制的双向及多向传播,这不仅改变了人们沟通交流的方式,也改变了传统舆论的形成模式。互联网媒体摒弃了传统媒体存在的一些弱点,提供了一个良好的协商和沟通的场所,为舆论的形成提供了便利的条件(Savigny,2002)。

近年来发生的一些网络舆论参与的公共事件均因引起了一定的社会轰动最终促使监管部门介入。例如,“表哥”、“房叔”等事件因在网上持续发酵,最终使得当事人受到应有的法律惩处。这些事件说明了互联网媒体作为新的舆论监督方式,正在公共领域发挥出巨大的能量,高层领导也对网络舆论给予了高度的重视。

而在公司治理领域,也曾经发生过对上市公司高级管理人员(简称“高管”)领取过高薪酬的声讨事件。那么,网络舆论是否能够像传统媒体一样发挥公司治理作用呢?这种公司治理作用的机制是怎样的呢?网络

舆论的治理作用能否最终影响公司的决策呢?基于这些问题,本书利用网络股吧的数据讨论网络舆论的公司治理作用,并研究网络舆论对我国上市公司的高管薪酬政策、定向增发及股利政策的影响。

第二节 研究思路和基本框架

由于网络舆论涉及的范围很广,包括网络门户网站、网络股吧、微博等。因此,如何找到一个合适的变量对网络舆论进行度量是本书的关键。本书选用了互联网股票贴吧作为网络舆论的代表,这主要有两个原因:首先,互联网贴吧相比门户网站更加能反映网络媒体中公众沟通交流的特点。门户网站的作用与传统媒体的作用类似,仅仅是对新闻进行剪辑和传播,而在贴吧中,大家可以对同一主题进行广泛的讨论。其次,互联网贴吧相较于微博,对公司事务的关注更加具有集中性和针对性。虽然微博近几年来发展迅猛,对公众事务的推动作用亦不可小觑,但是微博对公司事务较少有集中性的关注,即使有也大多是针对食品安全及环境污染问题的;而网络贴吧则不同,由于网络贴吧对不同的股票设立了不同的讨论区,因此贴吧中汇聚了相应股票的小股东,他们对公司各项事务的关注度都很高,也会针对公司的各项事务在贴吧中发表意见。例如,笔者所研究的高管薪酬、公司分红政策以及增发预案都有大量帖子涉及。

东方财富网是中国访问量最大、影响力最大的财经证券门户网站之一,日均页面浏览量超过1亿次,借此门户网站的带动,网站下属股吧的活跃程度也相当高。股吧将不同股票分为不同版块,参与者多是持有该股票或者对该股票有兴趣的股东。林振兴(2011)也曾采用东方财富网股吧的数据作为投资者情绪的度量,他发现股吧数据对公司的IPO抑价有显著影响,这从数据角度说明股吧留言可以在一定程度上反映投资者对公司的态度和看法。

综合以上原因,笔者选择东方财富网的数据作为网络舆论的代理变

量,并在不同章节对数据进行不同处理,以研究相应的问题。

图 1-2 总结了本书的研究思路。为了研究网络舆论的公司治理作用,本书选取了公司的三大重要财务政策进行研究,分别是薪酬政策、定向增发以及股利政策,并讨论了网络舆论可能的四个影响机制,即声誉机制、资本市场惩戒、内部治理机制(股东大会)以及监管部门的监控。

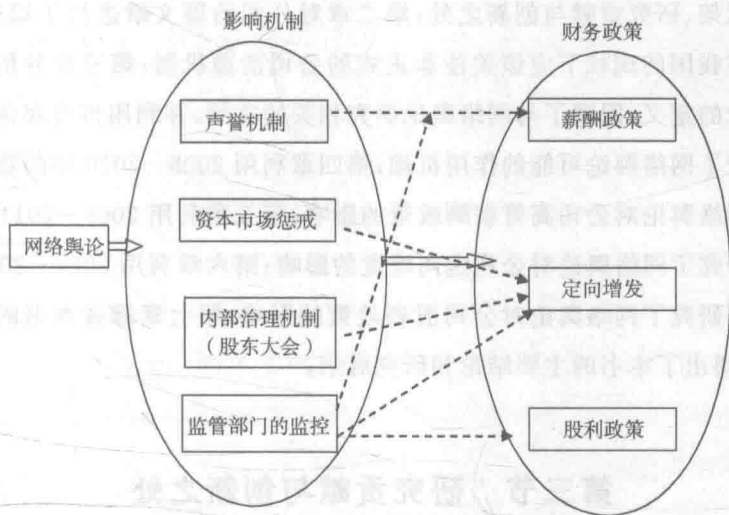


图 1-2 研究思路

从高管薪酬入手进行研究,是因为高管薪酬是传统公司治理中解决外部投资者与内部投资者之间代理问题的重要手段;2008—2010年,网络舆论对高管薪酬颇为关注,这为本书进行探索性的研究提供了条件。

定向增发则是一种比较特殊的财务政策,大股东常常采用定向增发的方式低价向自己或者利益相关者增发股票,以稀释中小股东的股权,因此,定向增发被视为大股东侵犯外部中小股东利益的手段。可以说,定向增发中明显存在中小股东与大股东的代理冲突,且这种代理冲突很难通过原有的公司治理机制解决。于是,我们引入网络舆论看其是否能够对定向增发的流程产生一定的影响。借助网络舆论对定向增发流程的影