

媒体治理:角色、作用机理及效果

——基于投资者保护框架的文献述评

李常青 熊艳

(厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005)

摘要:当前研究所关注的法律、管制及产权制度等投资者保护正式机制在我国作用有限,媒体在一定程度上可以作为保护投资者的补充机制。国外相关领域的研究成果表明:第一,媒体在投资者保护框架中以正式机制的补充角色出现。第二,在信息传播机制和声誉机制及二者融合的作用下,媒体治理将使投资者、管理者以及监管者等市场参与主体无法“独善其身”,以此达到投资者保护目的。第三,媒体是把“双刃剑”,在不同情形下会产生不同的治理效果,在肯定其正面效果的同时,也需要关注其带来的中性效果甚至是负面效果。目前国内对媒体治理的研究只是前瞻性的涉猎,必须进一步完善媒体治理的实证设计,拓展媒体偏差的研究,深化基于投资者保护视角和投资者保护机理的研究。

关键词:媒体治理;投资者保护;信息传播机制;声誉机制

中图分类号:F830.91 文献标识码:A 文章编号:0438-0460(2012)02-0009-08

投资者保护是财务学经久不衰的话题,尤其对于发展中的我国而言,如何保护投资者更是实务界和学术界长期努力的方向。Wind数据库显示,截至2010年12月,我国资本市场在20年中已形成了2041家A股上市公司,并拥有约占1/10总人口的开户数,股市发展速度之快、投资者群体之大令人惊叹。然而,数量型的发展导致部分资产质量不良的公司进入市场,多年来虚假披露、财务造假等损害投资者利益的行为屡见不鲜、屡禁不止,从2001年至2010年的10年里,受证监会和交易所行政处罚及公开谴责的上市公司已达693家。^①

这一令人忧虑的现状引发了学术界大量的探讨,但国内外学者侧重于关注股权结构、法律体系以及管制制度等投资者保护的正式机制,对于我国这一转型国家而言,这些标准的保护机制在资本市场中的作用有限。因而,一些学者开始谋求非正式制度作为替代,伴随着近年来媒体治理研究的崛起,我们认为媒体能在一定程度上成为我国投资者保护有力的补充机制,而投资者保护也正是媒

收稿日期:2011-10-20

基金项目:国家自然科学基金项目“媒体治理:转型国家投资者保护的补充机制”(G0206-71172050);国家自然科学基金项目“半强制分红政策、公司分红行为与投资者保护”(G0206-71102058);中央高校基本科研业务费项目“半强制分红政策、上市公司分红行为与公司价值研究”(2011221012)

作者简介:李常青,男,安徽太湖人,厦门大学管理学院教授、博士生导师;熊艳,女,江西上饶人,厦门大学管理学院博士研究生。

① 数据源于证监会处罚公告及上海证券交易所、深圳证券交易所的诚信记录,并经笔者整理。

体治理的最终目的。西方研究已发现媒体在改善公司治理、完善信息环境方面大有可为,而我国媒体治理的作用也已开始大量显现,但对媒体治理的相关研究只是前瞻性的涉猎,且鲜有文献从投资者保护视角对媒体治理进行研究,关于媒体治理与投资者保护的研究急需得到学界的重视和思考。对该问题的关注不仅有益于丰富并推动媒体治理在我国的研究,同时更能为投资者保护寻求有效的补充机制。有鉴于此,本文拟在投资者保护的分析框架下梳理媒体治理的相关文献,以期丰富并推动媒体治理在我国的研究,同时为投资者保护寻求有效的补充机制。

一、媒体治理在投资者保护机制中的角色

(一) 投资者保护正式机制的不完备性

在投资者保护与公司治理领域,大量文献重点关注了投资者的法律保护制度、管制制度以及产权安排等方面,为投资者保护建立起了较为完整的正式制度框架。但在我国,这些正式的保护制度或多或少地存在缺陷。首先,对于处于转轨时期的中国而言,法律不完备问题比较严重,许多侵害中小投资者权益的行为并未明显违反法律规定,即使违反了,判决的周期长、量刑和处罚低,投资者从审判中获得的补偿也十分有限(贺建刚等,2008)。其次,管制易引发利益集团寻租及政府腐败问题(Shleifer and Vishny, 1993),且当法律制度不尽完善时,管制本身也难以发挥行之有效的作用(陈冬华等,2008)。陈国进等(2005)发现加大处罚上市公司的措施非但没给投资者带来收益,反而使其遭受了损失,投资者保护更无从谈起。再次,虽然许多研究得出在法律保护较弱的国家,股权集中能够抑制控股股东的代理行为,但在我国治理机制不完善的情形下,“一股独大”并不利于约束控股股东反而利于掩盖上市公司的违规行为(唐跃军,2007)。

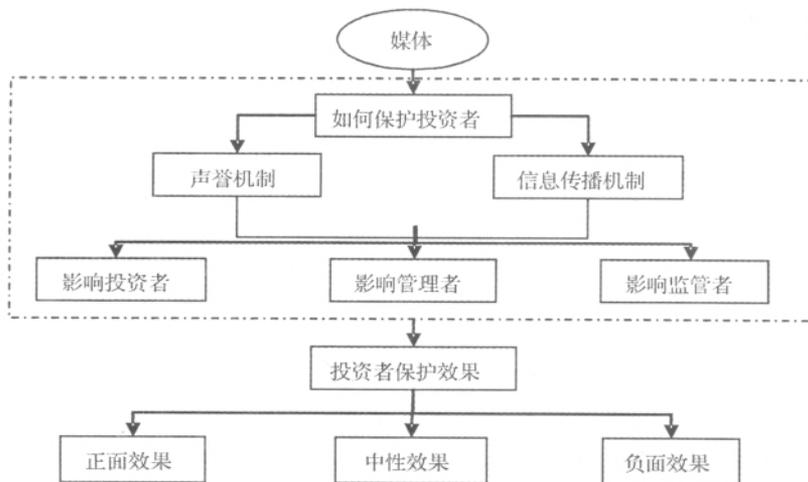
(二) 媒体治理: 投资者保护正式机制的补充角色

上述不完备的制度促使人们寻找各种有效的补充或替代机制,如交易所的自律体制和声誉机制(Cheffins, 2001; Allen et al., 2005)。但目前国内证券市场仍以行政监管为主,交易所与证券业协会的自律监管能力较为薄弱。相比之下,对于看重道德伦理和社会规范的中国而言,声誉机制似乎是行之有效的。媒体作为一种兼具监管效率和效果的舆论载体,具备了吸引社会群体关注、形成社会规范的优势,从而能强化声誉机制保护投资者利益。此外,相比法律及管制存在监管成本高、举证责任重、监管顺序靠后的问题,媒体具有介入早且监管成本低的监管优势。

在当前正式投资者保护机制不尽完善的情况下,媒体在资本市场中扮演了举足轻重的监督角色。作为一种根植于传统社会规范的非正式制度,媒体的治理效果会悄然嵌入正式制度当中,而正式制度同样会反作用于媒体,使二者间呈现出互相强化和促进的关系。一方面,媒体能促进正式机制投资者保护职能的发挥。媒体治理虽然不是投资者保护的“唯一机制”,却是一个必要的促进机制,具体表现在如下方面:第一,媒体能强化正式机制的实施效果。媒体作为一种“自律”机制,有助于提高公司遵守正式制度的自觉性。第二,媒体会对正式机制本身产生影响,如加快立法进程、促进管制公平、缓解产权集中带来的问题。在我国“成文法”体系之下,法学专家根据可能的情况撰写法律原则和细则并由立法机构决定取舍(陈志武,2005),媒体对各种违法现实进行汇集并探讨,有助于引起专家及立法机构的注意,加快立法的实现。媒体促进管制公平已得到了一些实证研究的支持,如陈志武(2005)研究发现,媒体言论会提高政府办事效率、降低腐败水平;李培功和沈艺峰(2010)也证实媒体能促进行政介入,提高管制效率;媒体对潜在的违规公司进行“揭盖”报道,同样有益于发现潜藏于产权集中下的违规问题。另一方面,正式的投资者保护机制能强化媒体的保护效果。媒体的非强制性和自发性特征决定了其难以单独产生治理效果,因而媒体需要强制的正式制度提供外部环境,包括健全的法律制度和有效的管制制度。法律制度对媒体治理环境的影

响体现在: 法律制度越健全, 公司不讲信誉的成本就越大, 媒体的曝光令其声誉受损产生的威力就越大; 法律条文对媒体的支持越少, 媒体治理面临的障碍越高。类似地, 管制措施越严厉, 媒体引发的经济效果越明显。进一步地来看, 法律保护的强弱会使媒体投资者保护职能的发挥有所差异。在法律保护较弱的国家, 公司违规的惩戒成本较低, 因而声誉机制对管理层的约束效果较弱, 一定程度上削弱了媒体的作用效果。此时媒体对投资者保护职能的发挥更多依赖于管制的保障, 通过管制提高违规公司的行政成本, 如李培功和沈艺峰(2010)发现, 声誉机制失效时, 媒体主要倚仗行政机构介入实施治理职能。

因此, 媒体治理应当作为已有投资者保护机制重要的补充机制, 只有依赖包括媒体在内的各种投资者保护机制的互相配合才能满足完善资本市场的需要。为更清楚地呈现媒体治理在投资者保护中的作用机理和效果, 本文将从媒体如何保护投资者及投资者保护效果两方面进行文献梳理和归纳(综述框架如图1所示)。



二、媒体如何保护投资者

为打开媒体保护投资者的黑箱, 我们将现有文献梳理为两个层次, 第一个层次可以理解为媒体发挥投资者保护作用的理论基础, 即声誉机制和信息传播机制及二者的融合; 第二个层次则是媒体保护投资者的具体路径, 即对市场参与主体产生影响。通过对这两个层次的划分, 能较为清晰和完整地衔接因果链条, 由内而外地呈现媒体保护投资者的机理。

(一) 理论基础: 声誉机制和信息传播机制及二者的融合

一些学者在理解媒体治理的作用机制时, 分别从社会学和信息传播学角度注意到了声誉机制和信息传播机制的存在(Dyck and Zingales, 2002; Bushee et al., 2010), 但这些研究限于孤立地看待这两种机制在媒体治理中所起的作用, 而忽略了二者的交互效应。从经济学角度更严格地看, 声誉机制和信息传播机制是相互融合、相伴发生的。

若将投资者与公司间的经济关系视作一份契约, 则受当事人有限理性和交易环境不确定性所限, 逆向选择与道德风险等问题极易产生, 解决这些问题的关键在于如何提供执行契约的监督和承诺。声誉机制借助自发的社会规范来建立规则, 这恰恰为交易的参与者提供了一种隐性激励来保证其短期承诺行动, 以降低交易成本、促成契约执行。而信息传播机制则借助信息中介的传播, 达

到扩大信息渠道中的信息量、影响受众对信息的理解或是改变信息分布状况的效果,它能有效降低契约签订以及履行时的信息不对称问题。

显然,这两种机制都能缓解不完备契约中信息不对称所带来的订约和履约问题,但声誉机制需与信息传播机制相结合才能产生有效作用。无论是在重复性交易还是在非重复性交易中,要约束交易双方的行为,首先必须让机会主义者的行为“为人所知”,这就需要依靠信息传播机制发挥作用。当然,要对机会主义者产生实质性的约束效果,还需要使他的机会主义行为“为人所弃”,这便是声誉机制的作用所在,通过建立隐形的激励与惩罚机制来迫使当事人重视声誉。尤其是在非重复交易中,参与者面临着不固定的交易对象,只有通过非正式的信息披露渠道将参与者的声誉信息传递给更多的潜在交易对象,才能牵制交易者的机会主义行为。因而,声誉机制和信息传播机制及二者的融合才是契约顺利执行的有效保障。

(二) 媒体保护投资者的具体路径:对参与主体的影响

基于声誉机制、信息传播机制及二者的融合的理论基础,我们能更好地理解媒体投资者保护的具体途径。媒体一方面作为信息中介,对资本市场中的信息进行收集、加工和传播,改善信息质量,另一方面则扮演着信用中介的角色,监督、记录着市场中的各种交易行为,为交易双方提供隐形承诺,降低交易成本,这两种角色与信息传播机制及声誉机制一一对应。下文将从个体层面出发,以媒体对市场中参与主体的影响考察媒体治理的具体路径。

1. 影响投资者

由于资本市场中存在信息不对称,投资者在获取和判断信息方面存在困难。媒体作为信息中介,正好能给予信息弱势群体免费搭便车的机会,缓解信息搜集带来的问题。大多数研究认为,媒体通过传播、包装、新闻写作创造新的信息形成了公司的外部信息环境,有助于削弱知情交易者的信息优势,从而减少信息不对称程度(Frankel and Li, 2004; Bushee et al., 2010)。媒体不仅能依靠信息传播机制缓解信息不对称问题,同时能借助声誉机制为市场中的投资者提供对交易的外部承诺,作为隐性的信用保证,增强投资者信心,提高投资者的交易参与度。

2. 影响管理者

在投资者无法完全了解管理者行为的现实环境中,媒体一方面借助信息传播机制缓解投资者与管理者间的信息不对称问题,另一方面则通过声誉机制约束管理者遵从社会规范。当管理者的行为与媒体灌输的主流价值观相违背时,管理者将可能损失个人声誉以及社会声誉。前者主要与管理者在经理人市场中的交易结果直接相关,一旦管理者声誉受损,很可能引致未来就业以及薪酬待遇的黯淡前景。后者则为社会规范第三方建立的声誉机制,依靠“让别人知道”的声誉信息传递对经理人起约束作用。媒体报道管理者的丑闻不仅会摧毁管理者在亲朋好友眼中的形象(Dyck and Zingales, 2002),而且会让管理者在陌生的公众面前变得不堪,以此施加道德的舆论压力。Harris Interactive(2002)的调查显示,管理层将媒体的批评视为公司声誉最大的威胁。不仅如此,媒体的两种作用机制互相交融,能进一步强化约束管理者行为效果。媒体通过信息传播机制对管理者的信息进行确认、汇总和再传播,能够强化了声誉机制的惩罚效果。

3. 影响监管者

媒体对监管者的影响体现在如下两方面:首先,媒体通过声誉机制将增加监管者“不作为”的声誉成本,从而敦促监管者尽快采取监管措施,并修改、实施相关的法律(Besley and Prat, 2006);其次,媒体借助信息传播机制可以消除行政治理中上下级信息不对称的问题,从而引发更高级别监管机构的介入,保证行政链条的连续性(李培功和沈艺峰, 2010),修正行政治理机制自身的某些内在缺陷。值得一提的是,媒体引发监管介入的方式颇具中国特色。Allen等(2005)曾指出尽管在中国法律、产权制度不尽完善,但源于企业与当地政府的关系的治理机制和融资方式却有力地推动

着经济的增长。一旦引发监管介入,这种政企关系资源将不复存在,从而一定程度上堵塞了我国上市公司基于政企关系的融资渠道。

三、媒体保护投资者效果

现有研究关注媒体治理效果的不在少数,但这些研究仅基于媒体治理的正面效果进行考察,而本文认为,事实上媒体可能会产生三种截然不同的投资者保护效果:(1)如果媒体曝光了损害投资者利益的公司行为,舆论压力引致的改正行为能产生正面保护效果;(2)当媒体曝光社会责任事件时,企业的行为改变却未必有益于股东价值最大化;(3)若报道中产生了媒体偏差,则非但不利于反而有可能损害投资者利益,因而表现出投资者保护的负面效果。上述分类将有助于我们理解媒体在资本市场中“双刃剑”的性质,让我们能一分为二地看待媒体的投资者保护行为。

(一) 正面的投资者保护效果

现有研究主要肯定了媒体保护投资者的积极效果,即媒体不仅能甄别问题公司以帮助资本市场“优胜劣汰”,还能对公司的违规行为进行纠正,同时还会影响公司的股票价格,增加市场效率。

1. 甄别问题公司

许多学者在“看门狗(Watchdogs)角色代表了媒体最重要的功能之一”的论断方面达成了共识(Dyck and Zingales, 2002; Djankov et al., 2003)。Miller(2006)、柳木华(2010)、杨德明和令媛媛(2011)以媒体是否先于监管部门曝光潜在的违规公司来考察其“看门狗”角色,他们发现媒体能有效识别上市公司的会计舞弊及其他违规行为。Dyck等(2010)证实,媒体在揭露公司会计舞弊时所起到的监督作用,甚至已经超过了审计师、监管机构、股东以及债权人。

2. 行为纠正

Dyck等(2008)实证发现,媒体报道增加了问题公司的声誉成本和再融资成本,提高了其行为改正的可能性并缩短了改正时间。许多文献指出,媒体将迫使问题公司在治理结构方面做出改进,如增加独立董事比例、变更CEO、减少控制权私有收益等(Joe et al., 2009; Dyck et al., 2008; Dyck and Zingales, 2004; 李培功和沈艺峰, 2010)。^①相比其他制度在进行董事更替方面存在的困难(郑志刚, 2007)^②,媒体能借助舆论压力撤换董事,说明媒体的治理角色有时甚至会优于已有的投资者保护机制。

3. 增加市场效率

媒体通过减少投资者间的信息不对称程度,能够增加市场有效性,从而使信息迅速反应到股价中。Miller(2006)和Joe等(2009)发现,媒体的负面报道引起了负向市场反应。需要强调的是,媒体生产信息和传播信息是两种有所差别的功能,其引起的市场反应程度也不尽相同。具体而言,媒体生产信息会给予投资者更多的信息含量,导致市场反应更为强烈,而传播信息侧重于吸引投资者的注意力,得到的市场反应更微弱(Miller, 2006; 李培功和沈艺峰, 2010)。媒体对信息环境的完善还将提高市场的定价效率。由于信息披露不足的资本市场容易导致市场传染,Veldkamp(2006)实证发现媒体在资本市场中的覆盖情况与股价波动负相关。权小锋和吴世农(2011)发现媒体能够抑制管理层盈余操纵,从而佐证了媒体益于增进资本市场信息效率的结论。徐莉萍和辛宇

^① 以变更CEO为例,有人曾于1999年在意大利的权威报纸“*Il Corriere della Sera*”中开设专栏,从意大利历史公开交易的公司中挑选出表现最差的一家公司,并公布这家公司所有董事的名字,两个月后,公司的CEO在未进行任何说明的情况下突然辞职了(Dyck and Zingales, 2002)。

^② 郑志刚(2007)曾撰文指出,“由于受公司法和章程的时限和程序的限制,股东提议被严格限制,更换董事要经其他股东同意,而唯一有影响力的权力——股东代表大会上的表决权则不可避免面对公共选择问题的困惑。”

(2011) 则指出媒体能提高股东参与股改积极性,从而降低投资者要求的对价水平。

(二) 中性的投资者保护效果

考察媒体的中性投资者保护效果的一个典型例子便是:媒体报道公司社会责任履行情况。在 Dyck 和 Zingales(2002)提及的案例中,美国自然资源保护委员会等组织在媒体发布“毒性污染最严重的500家企业”名单,上榜的 Allied 公司为此多花了三倍的费用改进环保设备及发布澄清信息,由此引致的支出却并未给投资者带来收益。他们研究发现,股权越集中的公司对环境问题的反应越冷淡,暗含环保政策并未遵循股东价值最大化原则。倘使媒体依据“社会范围内可接受”原则进行监督,可能会迫使公司治理的目标超越股价值最大化目标本身。同时,公司环保政策的改进在某种时候也具备“经济理性”,当其增加市场对公司价值的预期或降低公司经营风险时,亦可带来长远的经济利益。因此,我们难以从社会责任报道中得到其是否利于投资者的肯定答案。

(三) 负面的投资者保护效果

媒体犹如一把“双刃剑”,其在具备投资者保护的正面效果的同时,也可能从自身的经济利益出发产生媒体偏差。媒体偏差一般指的是媒体在权衡成本收益的基础上,偏离了准确、客观的报道立场而产生的偏差,它既可能源于信息的编造、隐藏和扭曲引致的信息失真,也可能是源于意识形态的偏差,主要包括了政府俘获偏差、需求偏差、交换偏差以及广告偏差等偏差形式(Besley and Prat, 2006; Jensen, 1979; Mullainathan and Shleifer, 2002)。由于媒体对投资者情绪有渲染作用,极易对公司的股价产生冲击,失实的媒体偏差很可能会令资本市场产生紊乱,其不但无法对投资者产生保护作用,反而有可能会损害投资者利益。熊艳等(2011)发现媒体制造的“轰动效应”给资本市场带来了大面积的恐慌情绪,论证了媒体偏差所带来的负面经济后果。媒体偏差是近年来西方研究所呈现的一个新的研究方向,预期将在媒体治理的文献中逐渐汇聚成重要的研究分支。

四、结论及未来展望

在我国这一转型国家中,现有研究所关注的法律、管制及产权制度等投资者保护的正式机制作用有限,作为非正式制度之一的媒体担负着重要的监管角色。本文将已有的媒体治理文献置于投资者保护的框架之下,可以得到:第一,媒体可以作为投资者保护正式机制的补充角色,既对正式机制的发挥有促进作用,反过来又需正式机制提供保障。第二,在信息传播机制和声誉机制及二者融合的作用下,媒体治理将使投资者、管理者以及监管者等市场主体无法“独善其身”,据此达到投资者保护目的。第三,媒体在不同情形下会产生不同的治理效果,既可对投资者产生正面作用,也可能对投资者利害兼重甚至是有损无利,这取决于媒体的报道事件及报道立场。

从目前来看,现存有限的关于媒体治理的国内外理论及实证研究仍存在不足,存在数据难以获取、变量难以度量以及内生性等一系列问题。如 Joe 等(2009)选择由机构投资者评出的发表于《商业周刊》的“最差董事会”榜单公司作为违规样本,就难以区分行为改正究竟是源于媒体的舆论压力还是机构投资者的压力。许多研究以查出舞弊问题且被媒体曝光的公司作为研究样本,有可能夸大媒体成功揭露舞弊的概率。国内的相关研究尚处在研究发展的新兴阶段,探讨媒体治理的文献不尽丰富,立足于投资者保护视角的媒体文献更是少见。这些研究现状表明,我国的媒体治理仍然很不完善,未来可拓展如下方面的研究:

1. 完善媒体治理的实证设计。首先,控制媒体报道的内生性问题。尽管媒体报道变量由许多外生变量决定,实证中产生了较为突出的内生性问题,但许多国内外文献并未对此进行处理。为使媒体治理的相关研究更为准确,必须首先处理媒体报道的度量问题,如在实证中采用两阶段最小二乘法就能在很大程度上控制这一内生性问题。其次,完善媒体负面报道的度量。在以媒体负面报

道数量考察媒体监督的研究中,混合了媒体关注与媒体监督的影响,未来研究需要从中剔除媒体报道总量在其中的影响,如采用负面报道数量占总报道量比等指标进行度量。

2. 拓展媒体偏差的研究。正如 North(1990)所言,“制度是重要的,但并不总是有效的”,媒体这一非正式制度可能存在无效性。已有研究侧重于考察媒体带来的非正式制度的收益——媒体治理的正面效果,却未充分考虑非正式制度可能的成本——媒体治理的负面效果。就西方研究而言,学者们已发现并证明媒体报道偏差的存在性及危害性,然关于媒体偏差的研究似乎自成一派,与媒体治理的文献失去了呼应和联系。就国内研究而言,媒体偏差的相关研究更是屈指可数。关于媒体治理的制度成本这一重要话题急需在未来引起学界重视。同时,该研究存在的难点在于,当前研究主要依靠主观判断来辨别媒体报道是否有偏,而未在何为媒体偏差方面达成一致共识。如何完善媒体偏差的界定,以准确判断媒体的投资者保护效果需要作进一步的深入探讨。

3. 发展基于投资者保护视角的研究。当前国内外的媒体文献更多立足于宏观层面——媒体促进金融发展,以及微观层面——媒体改进公司治理方面,而少有研究将落脚点放在个体的投资者身上。然而,无论是媒体对资本市场的发展抑或是对公司治理的影响,都必须回到投资者保护这一根本问题上来,因为对投资者保护才是媒体治理的最终目的。未来研究可从投资者保护视角切入,以重新审视媒体对投资者的保护效果。

4. 深化投资者保护机理的研究。本文仅在声誉机制和信息传播机制的理论基础之上梳理了已有文献中媒体的投资者保护机理,但媒体治理的作用机制可能并不仅限于声誉机制和信息传播机制,其他机制是否会在媒体与投资者之间架起桥梁还需作进一步考察。同时,这些看不见的桥梁在不同情形下的作用机理如何亦需得到验证,而检验这些内在作用机理就如同打开媒体投资者保护的“黑箱”,需要耗费更长的研究历程。

参考文献:

- 陈冬华、章铁生、李翔 2008 《法律环境、政府管制与隐性契约》,《经济研究》第3期。
- 陈国进、赵向琴、林辉 2005 《上市公司违法违规处罚、投资者利益保护效果》,《财经研究》第8期。
- 陈志武 2005 《媒体、法律与市场》,北京:中国政法大学出版社。
- 贺建刚、魏明海、刘峰 2008 《利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究》,《管理世界》第10期。
- 李培功、沈艺峰 2010 《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》第4期。
- 柳木华 2010 《大众传媒对会计舞弊的监督:一项经验研究》,《证券市场导报》第8期。
- 权小锋、吴世农 2011 《媒体关注、盈余操纵与应计误定价——基于我国股市媒体关注的治理效应及其治理机制探讨》,中国金融学术网论文。
- 唐跃军 2007 《大股东制衡、违规行为与外部监管——来自2004-2005年上市公司的证据》,《南开经济研究》第6期。
- 徐莉萍、辛宇 2011 《媒体治理与中小投资者保护》,中山大学管理学院工作论文。
- 熊艳、李常青、魏志华 2011 《媒体“轰动效应”:传导机制、市场反应和声誉惩戒——基于“霸王事件”的案例研究》,《管理世界》第10期。
- 杨德明、令媛媛 2011 《媒体为什么会报道上市公司丑闻》,《证券市场导报》第10期。
- 郑志刚 2007 《法律外制度的公司治理角色——一个文献综述》,《管理世界》第9期。
- Allen F., J. Qian, et. al, 2005, “Law, Finance and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77.
- Besley T., A. Prat, 2006, “Handcuffs for the Grabbing Hand? Media Capture and Government Accountability”, *American Economic Review*, 96, (3).
- Bushee B. J., J. E. Core, W. Guay, 2010, “The Role of the Business Press as an Information Intermediary”, *Journal of Accounting Research*, 48 (1).
- Cheffins B. R., 2001, “Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom”, *Journal of Le-*

gal Studies ,30.

Djankov S. ,T. Nenova ,C. McLiesh ,et. al ,2003, “Who Owns the Media” ,*Journal of Law and Economics* ,46 (2) .

Dyck A. ,L. Zingales ,2002, “The Corporate Governance Role of the Media” ,*CRSP Working Paper* ,No. 543.

Dyck A. ,L. Zingales ,2004, “Private Benefits of Control: An International Comparison” ,*Journal of Finance* ,59 (2) .

Dyck A. ,A. Morse ,L. Zingales ,2010, “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud” ,*Journal of Finance* ,65(6) .

Dyck A. ,N. Volchkova ,L. Zingales ,2008, “The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia” ,*Journal of Finance* ,63(3) .

Frankel R. ,X. Li ,2004, “Characteristics of a Firm’s Information Environment and the Information Asymmetry between Outsiders and Insiders” ,*Journal of Accounting and Economics* ,37(2) .

Jensen M. C ,1979 ,*Toward a Theory of the Press* ,*Economics and Social Institutions* ,Martinus Nijhoff Publishing Company.

Joe J. R. ,H. Louis ,D. Robinson ,2009, “‘Managers’ and ‘Investors’ Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness” ,*Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,44(3) .

Miller G. S ,2006, “The Press as a Watchdog for Accounting Fraud” ,*Journal of Accounting Research* ,44(5) .

Mullainathan S. ,A. Shleifer 2002, “Media Bias” ,*NBER Working Paper* ,No. 9295.

North ,D. C ,1990 *Institutions ,Institutional Change and Economic Performance* ,Cambridge University Press: Cambridge.

Shleifer A. ,R. W. Vishny ,1993, “Corruption” ,*Quarterly Journal of Economics* ,108(3) .

Veldkam L. L ,2006, “Media Frenzies in Markets for Financial Information” ,*American Economic Review* ,96(3) .

[责任编辑:叶颖玫]

Media Governance: Role , Mechanism and Effect: A Review Based on Previous Studies of the Investor Protection Framework

LI Chang-qing , XIONG Yan

(School of Management , Xiamen University , Xiamen 361005 , Fujian)

Abstract: The current investor protection (IP) mechanism which attracts much attention from researchers plays a limited role in China. This paper argues that media governance (MG) can to some extent play a role as a supplementary IP mechanism. Previous studies of IP in foreign countries have revealed the following: (1) MG plays a supplementary role as a formal mechanism in the framework of IP. (2) MG , through the impact of information dissemination and reputation and the integration of both , makes it impossible for market participants , i. e. investors , managers and supervisors , to be “completely impeccable” , thereby achieving the aim of IP. (3) MG , as a “double-edged sword” , brings about different effects under different circumstances. While MG’s positive effects must be recognized , attention must be paid to both its neutral and negative effects as well. Current research on MG in China yields only suggestions and proposals. It is argued that empirically based plans be further improved for MG , that the likelihood of non-positive effects of MG be studied more extensively , and that in-depth studies be conducted from the perspectives of IP and IP mechanism.

Key words: media governance , investor protection , information dissemination , reputation