

媒体关注的市场压力效应及其传导机制^①

应千伟¹, 吴昊婧², 邓可斌^{3*}

(1. 四川大学商学院, 成都 610064; 2. 清华大学经济管理学院, 北京 100083;
3. 华南理工大学经济与贸易学院, 广州 510006)

摘要: 以2006年—2011年中国A股上市公司为样本, 基于盈余管理的视角, 研究了媒体关注度的市场压力效应及其传导机制。实证结果表明, 媒体关注度会通过提升个人投资者关注度形成市场压力效应, 从而促进应计项目的盈余管理。进一步研究发现, 媒体关注度的市场压力作用对非国有企业的影响显著高于对国有企业的影响。同时还从企业并购、大股东减持等角度进一步证实媒体关注度的市场压力效应主要源于公司的短期利益动机。

关键词: 媒体关注度; 个人投资者关注度; 分析师关注度; 盈余管理; 所有权性质

中图分类号: F230; F832.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2017)04-0032-18

0 引言

主流研究认为, 媒体关注有助于监督和规范公司经营行为^[1]。然而, 近期曝光的21世纪报系新闻敲诈事件, 让人们不得不对中国媒体关注度的公司治理影响等问题重新审视。根据初步调查的证据, 此次事件涉及敲诈的公司多达200余家。其中, 不少公司支付巨额款项, 仅仅是为了避免负面报道给公司带来的市场价格压力。过去的研究已经表明, 媒体报道与投资者的行为和证券价格之间存在密切关联。对于正面的或者中性的公司消息, 更多的媒体报道会吸引更多投资者的注意力, 驱动投资者买入, 从而在短期推动这一类股票价格上涨^[2-4]; 对于负面的消息, 媒体的负面报道会给股价造成下降压力^[5]。本文所指的市场价格压力就是指媒体对公司消息的报道可能给公司股价波动带来的压力。从影响公司信息披露质量的行为来看, 媒体关注有可能带来与监督效应相反的市场压力效应: 公司有可能出于让短期股价上涨的动机而掩盖负面消息, 并通过一定的操纵手

段粉饰财务报表, 释放正面盈余消息; 也可能出于抑制短期股价上涨的动机(例如为了便于大股东及其关联方以更低的价格获得定向增发额度)而故意暂时隐藏正面消息。从公司信息披露质量的角度来看, 至少有几方面的问题值得思考: 第一, 媒体关注度究竟对公司管理带来的是市场压力效应还是监督效应? 第二, 如果媒体关注度带来的是市场压力效应, 那么它是通过吸引个人投资者注意还是机构投资者注意来实现的? 第三, 对于不同所有制企业来说, 媒体关注度的市场压力效应是否存在显著差异? 第四, 在什么样时机条件下, 媒体关注度的市场压力会更加显著?

为了研究以上问题并与已有文献形成清晰比较, 选取公司盈余管理行为作为研究视角, 尝试论证中国转型环境下媒体关注度的市场压力效应与形成渠道。一方面, 盈余管理与公司信息质量和市场压力都紧密相关, 因而可以非常便利地借助其形成计量研究相对立的竞争性假设, 同时检测外界关注度的市场压力效应与监督效应。另一方面,

① 收稿日期: 2015-06-26; 修订日期: 2016-04-21。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71373167); 国家社会科学基金资助项目(14BJY216); 四川大学中央高校基本科研业务费研究专项资助项目(skqx201608; 2013SCU04A32)。

通信作者: 邓可斌(1977—), 男, 广东罗定人, 博士, 教授。Email: ecdengkb@scut.edu.cn

针对中国上市公司盈余管理的研究虽然众多,但大部分关注公司内部治理机制与盈余管理的关系,对外界关注度与盈余管理的理论和实证研究尚缺乏公认的、较为明确的认识。

为了理清媒体关注度影响盈余管理的传导渠道,本文同时引入了个人投资者关注度和分析师关注度这两个外部治理指标。已有研究发现,更高媒体关注度一方面会显著提升个人投资者关注度^[6],另一方面也会提高分析师关注度^[7]。然而个人投资者关注度和分析师关注度各自会对盈余管理产生何种影响呢?媒体关注度影响盈余管理主要是通过哪种途径来实现的?是通过吸引个人投资者关注,是通过吸引分析师关注,还是通过其他路径,如引起监管层关注等?这在以往的研究中并没有解释清楚。

近年来,越来越多的研究开始关注外部治理机制对盈余管理的影响。其中有些文献研究了地区法治水平和政府干预指数等制度环境因素对盈余管理的影响^[8],而另有一部分文献则探讨了分析师关注度和媒体关注度对盈余管理的影响。在分析师关注度对盈余管理的影响方面,Yu^[9]利用美国股票市场的数据发现分析师关注度越高的公司盈余管理程度越低,尤其是来自顶尖券商或有丰富经验的分析师关注对盈余管理的监督抑制作用更大。按此逻辑,如果媒体关注度的确能引起更高的分析师关注度,而分析师关注度又对盈余管理有抑制作用,那么媒体关注度也应当对盈余管理有抑制作用。然而,于忠泊等^[10]初步发现,在中国资本市场中媒体关注度的提升会增加管理者面临的**市场价格压力,反而会提高其基于应计项目的盈余管理。这里就产生了问题,如果随着媒体关注度上升而上升的分析师关注度对盈余管理的确有监督和抑制作用,那么媒体关注度又是通过何种渠道和机制来产生市场压力效应,从而促进盈余管理的呢?

本文在现有文献基础上综合分析了媒体关注度、个人投资者关注度和分析师关注度等主要外界关注度指标各自对上市公司盈余管理的影响及其差异,并进一步论证了媒体关注度市场价格压力效应的形成渠道和机制。同时还检验了外界关

注度对不同所有制企业盈余管理行为影响的差异。本文的主要研究体现在以下3方面。

其一,区分了不同外界关注度对公司内部行为的差异化影响,论证了媒体关注度市场价格压力效应的形成渠道和机制,从而深化了对公司外部治理机制如何影响公司内部行为的理解。本文发现,分析师关注度对中国上市公司的盈余管理具有监督抑制效应。但是,更高的媒体关注度以及随之提升的个人投资者关注度则会对存在短期利益动机的上市公司产生市场压力效应,从而加剧他们的盈余管理。媒体关注度的市场压力效应,在一定程度上是通过个人投资者关注度这一中间渠道来实现的。

其二,通过研究个人投资者关注度对盈余管理的影响,进一步拓展了从外部治理角度研究公司内部行为的相关文献。以往大多数相关研究都把重点放在媒体、券商分析师、机构投资者等外部机构单位对公司的治理作用,却忽略了个人投资者关注度对公司行为的影响。本文利用百度搜索指数构造了个人投资者关注度指标^②,并研究了个人投资者关注度对盈余管理的影响,从而弥补了现有文献的不足。在中国股票市场中,占据大部分股票份额的是个人投资者而非机构投资者,因此研究个人投资者,这一资本市场最主要的直接参与者对公司盈余管理的影响具有非常重要的理论和现实意义,但这点恰被已有文献忽略了。

其三,进一步从企业所有权性质、并购和大股东减持等角度检验了外界关注度市场压力效应的产生机制。本文发现国有企业目标函数和激励机制都与民营企业存在显著差异,个人投资者关注度和媒体关注度的市场压力效应在民营企业中更为明显。同时在近期有并购或大股东减持动向的企业中,外界关注度的市场压力效应更为明显,这说明公司或者大股东的短期利益动机是外界关注度的市场压力效应的主要来源。

1 理论分析与研究假设

所有权和经营权分离是现代企业的基本特

② Da等^[6]指出利用搜索引擎搜索公司信息的主要是个人投资者,因此搜索指数主要衡量的是个人投资者关注度。

征。两权分离造成了所有者和经理人利益不一致。委托方和代理方之间的矛盾是盈余管理行为的根源。管理者进行盈余管理主要有三个方面的动因：薪酬动因、资本市场动因和监管动因^[10-11]。薪酬动因是指当经理人的薪酬和公司的业绩密切挂钩时，经理人出于自身利益考虑，为了在短期内获取高额报酬而人为地操纵业绩指标^[12]，而所有者和经理人之间的信息不对称就使得经理人盈余管理行为成为可能。资本市场动因是指由于公司的会计信息被分析师广泛应用于评估公司股票价值，管理者或者大股东有动机通过操纵盈余影响股价，从而在抛售股票套现或者并购中的股权转让和股票支付等过程中获益。现有文献研究表明资本市场动因在所有盈余管理动因中占据主导地位^[13]。监管动因是指公司为了满足政策规定或规避监管，达到“上市”、“增发配股”，“保盈保壳”等目的而进行的盈余管理。已有研究发现，公司的大股东或管理者可能会为了IPO、发行新股或者避免被摘牌而进行盈余管理^[14-15]；Chen等^[11]进一步指出公司甚至可能和当地政府合谋进行盈余管理，以达到上市条件或避免退市。

除了董事会制度、股权激励等内部治理制度安排外，法律、媒体、监管机构等也作为外部的重要力量发挥着公司治理的作用。在这诸多的外部治理因素中，媒体关注度越来越多的得到了学术界的重视。媒体关注度会如何影响公司的盈余管理行为呢？国内外的研究还存在许多争议，主要可以分为两类：监督假说和市场压力假说。

监督假说认为，媒体关注度能够发挥监督作用。原因有以下几方面：首先，媒体具有信息传播功能。媒体传播的消息受众广泛，包括了公司股东、外部债权人以及监管机构等。其中监管机构对纠正公司行为具有强制作用，媒体对公司违规行为的报道会引起监管部门的关注，从而迫使管理者修正自己的不当行为。李培功和沈艺峰^[16]的研究认为媒体通过引起上级行政机构介入发挥公司治理作用。其次，媒体的报道会对经理人和董事会的声誉产生影响，并且媒体的关注使他们的声誉不仅暴露在股东眼中，更会暴露在社会大众眼中，

而声誉决定了他们的薪酬以及晋升机会，这就会使得经理人和董事会有所忌惮不敢进行违规操作^[17]。以往的研究还从多个层面为媒体监督的公司治理作用提供了经验证据，例如，Joe等^[17]发现缺乏效率的董事会在遭到媒体曝光后，通常会积极采取纠正措施提高董事会效率。戴亦一等^[18]研究发现来自媒体的负面报道可以显著遏制公司财务重述行为的发生。杨德明和赵璨^[19]研究发现媒体对高管薪酬中的“天价薪酬”和“零薪酬”等薪酬乱象有一定的监督作用。此外，李焰和秦义虎^[20]、吴超鹏等^[21]、戴亦一等^[22]还分别从独立董事辞职、高管变更和审计变更等角度实证检验了媒体监督对公司治理的正面作用。但需要指出的是，也有少数的学者对媒体监督的效果提出质疑，例如，De Angelo等^[23]认为媒体报道并未能抑制管理层谋取私利的行为。Core等^[24]研究发现媒体倾向曝光薪酬特别高的CEO，但并未发现这些CEO被大量更换的证据，他们认为这说明了媒体并不能影响公司的治理与决策。Gurun和Butler^[25]的研究指出，地方性媒体的报道有明显的偏袒性，他们会较少地报道本地企业的负面新闻。由此可见，媒体监督对公司治理的正面作用并不是在任何时候都成立的。

市场压力假设则认为，媒体的关注度提升会促进经理人进行盈余管理。原因主要包括以下两个方面：其一，媒体关注度的提升会给经理人施加市场价格压力。媒体报道会影响投资者的投资行为，而投资者的投资行为直接影响了公司股票的资本市场表现。媒体对公司盈余信息的正面报道会提振投资者的投资信心，提高公司股价。出于资本市场表现动机，公司大股东或管理者会为了满足或超越公众预期而进行盈余管理^[11]。已有研究表明，媒体关注会对公司股价产生重要影响^[26-27]，从而给公司管理者带来巨大市场价格压力。其二，相对于欧美的发达股票市场，中国股票市场还欠发达，个人投资者占市场主导地位^③，且专业化水平低，更容易受媒体舆论引导。与公司其他违规和操纵行为相比，盈余管理相对较为隐蔽，更难以被缺乏专业知识的媒体和个人投资者

③ 利用国泰安数据库的统计数据发现，在中国股票市场中，从2006年至2011年，个人投资者平均占有81%左右的股票市值。因此个人投资者占中国股票市场的主导地位。

(占中国资本市场投资者的大部分)所察觉。同时在投资者对盈余管理总体辨识能力欠缺的情况下,即便部分专业性较强的媒体察觉到盈余管理,也更容易与企业“合谋”,为管理盈余消息“推波助澜”,从而难以起到有效监督的作用。

综上,从盈余管理的角度来说,媒体关注度的监督效应较弱,而市场压力效应较强。结合21世纪报系新闻敲诈的典型案列,本文认为,在中国股票市场中,媒体的市场压力假说应该占主导作用。由此得出如下基本假设。

假设1 媒体关注度与公司盈余管理行为正相关。

通过上面的分析可知,媒体关注度之所以带来市场压力,主要是因为会影响资本市场定价。然而媒体并不是资本市场的直接参与者,所以媒体的报道并不会直接影响股价,而是通过影响资本市场的直接参与者,也就是投资者的买卖行为来影响资本市场定价的。投资者是资本市场的直接参与者,媒体通过对收集的信息进行加工和传播,可以降低投资者获得和处理信息的成本^[28]。虽然媒体关注度会引导投资者关注度,但两者并不是完全等同的,影响股票收益更为直接的是投资者关注度而非媒体关注度^[4,29]。

投资者包括个人投资者和机构投资者, Da等^[4]指出利用搜索引擎搜索公司信息的主要是个人投资者,因此本文使用的百度搜索指数主要衡量的是个人投资者关注度(数据和指标说明详见下节)。而机构投资者的信息来源和投资决策更多的依赖于分析师的报告,因此分析师关注度在很大程度上可以代表机构投资者关注度。无论是个人投资者关注度还是分析师关注度都可以比媒体关注度更为直接地影响投资者买卖行为和股价,从而更直接的影响公司的盈余管理。

已有研究认为,分析师关注度对盈余管理的影响在理论上同样存在两种相反的效应:监督效应和市场压力效应。一方面, Healy和Palepu^[30]都认为分析师对经理人有监督作用,能够降低信息不对称性,提高投资效率。其原因在于,与普通投资者相比,分析师往往拥有金融学、会计学和所跟踪行业的专门知识,具有更强的分析能力。而且通过长期跟踪和定期走访,分析师更容易发现报表中的异常情况。同时分析师的报告受众不仅包

括当前的股东,也包括企业的经理人、债权人、监管当局和未来的投资者,不易受到单一利益集团的操控。从监督效应的角度来考虑,分析师关注会抑制公司盈余管理。另一方面,更高的分析师关注度也可能会给经理人带来更高的市场价格压力。为了迎合分析师的预期,经理人需要追求更高的经营绩效,一旦报表显示的绩效低于分析师的预期,公司的股价会显著下降。在现实中,经理人想要达到的最主要的目标之一就是能够达到分析师的预期^[31]。从市场价格压力的角度来考虑,分析师关注反而可能引起盈余管理程度上升。已有研究的实证证据表明,不管在美国市场还是中国市场,分析师关注的监督作用占主导,从而抑制公司的盈余管理^[7,11]。基于此,本文同样认为分析师关注对盈余管理起抑制作用。

然而在中国股票市场,个人投资者占据绝大多数份额,起主导作用。经验证据表明,个人投资者关注会影响资产定价^[4],并且信息只有引起了投资者的关注才能够影响股票价格^[32]。媒体是信息的传播者,而个人投资者则是这些信息的受众,受到中国股票市场发展水平以及个人投资者受教育水平的限制,目前中国个人投资者的专业化水平低,分析能力不强,与机构投资者相比,个人投资者的监督作用较弱,受媒体报道和公司盈余公告信息引导的影响也更大。媒体关注最终是通过引起投资者关注来发挥作用的。媒体的正面报道会给大量个人投资者释放积极的信号,促使其买进从而提升企业的资本市场表现,而负面报道下的个人投资者关注则会给公司股价带来下行的价格压力。因此为了满足个人投资者的正面预期,规避其负面预期,经理人就有动力进行盈余管理。个人投资者关注度越高,企业面临的市场价格压力就越大,从而越有动机做盈余管理。因此,媒体关注度给盈余管理带来市场价格压力的主要中间渠道是通过提升个人投资者关注度导致更严重的公司盈余管理。通过以上理论分析,提出如下假设。

假设2 分析师关注度会抑制公司盈余管理,而个人投资者关注度则会促进盈余管理;媒体关注度主要通过个人投资者关注度这一中间渠道发挥市场压力作用。

如果市场压力效应主导,媒体关注度对民营

公司的影响将与国有控股公司存在显著区别. 与民营上市公司不同, 国有控股的上市公司并非以盈利为惟一目标, 它还承担着诸多社会责任, 如社会稳定、就业等. 同时, 相对于非国有公司来说, 国有公司在财务和政治上能够得到政府更多的支持^[33]. 国有企业的这些特性, 使得外界关注度的市场压力效应相对较低. 一方面, 政府的支持可以有效抵御市场压力效应. 在政府的庇护作用和信用支持下, 国有企业受媒体负面消息和市场关注度的冲击会小于非国有企业. 另一方面, 由于经营目标的多样性, 国有企业在业绩方面相对较小的压力也使得外界关注度的市场压力效应下降.

与此同时, 相对于非国有企业的经理人来说, 国有企业的经理人面临的市场业绩压力也更小. 一方面国有控股上市公司高管更换对业绩的敏感性相对要低^[34]. 另一方面, 由于国有企业受严格工资总额限制, 工资总额以及增长需报政府批准, 其薪酬业绩敏感性相对较弱^[35]. 由于市场业绩压力更小, 国有企业经理人从自身利益出发而进行盈余管理的动机也显著更弱.

另外, 为了取得 IPO 上市资格、获得增发配股资格、避免亏损以及避免被退市是中国上市公司进行盈余管理的重要动机之一. 由于中国股票市场建立的初衷是为了解决国有企业的经营效率低下问题, 在 IPO、退市、再融资等方面国有企业也会受到特殊照顾. 因此, 国有企业出于市场监管动因而进行盈余管理的动机也相对要低^[36].

综上所述, 与非国有企业相比, 国有企业因市场压力而产生盈余管理的动机更低. 相应地, 媒体关注度的市场压力效应对国有企业盈余管理的影响也更小. 由此提出假设 3.

假设 3 媒体关注度提高对非国有企业施加的市场压力大于对国有企业施加的市场压力.

2 研究设计

2.1 变量说明

2.1.1 盈余管理指标

依据 Dechow 等^[37] 和 Aboody 等^[38], 选择修

正的琼斯模型度量盈余管理程度. 首先按如下方程计算总的应计项目

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

其中 NI_{it} 为 i 公司第 t 年净利润; CFO_{it} 为 i 公司第 t 年经营活动现金流量.

然后把总的应计项目 TA 经总资产规模(滞后一期)调整后作为被解释变量, 逐年逐行业按下列所示的模型进行回归

$$\frac{TA_{it}}{Asset_{i,t-1}} = K_{1t} \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + K_{2t} \frac{\Delta REV_{it}}{Asset_{i,t-1}} + K_{3t} \frac{PPE_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

并用估计得到的系数 $\hat{K}_{1t}, \hat{K}_{2t}, \hat{K}_{3t}$ 计算回归的拟合值, 即经总资产规模(滞后一期)调整后的正常应计项目 NA

$$\frac{NA_{it}}{Asset_{i,t-1}} = \hat{K}_{1t} \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{K}_{2t} \frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \hat{K}_{3t} \frac{PPE_{it}}{Asset_{i,t-1}}$$

其中 ΔREV_{it} 为 i 公司 t 年的主营业务收入变动额; ΔAR_{it} 为 i 公司第 t 年应收账款的变动额; NA_{it} 为 i 公司第 t 年的固定资产; $Asset_{i,t-1}$ 为 i 公司第 $t-1$ 年的资产总额. 把经滞后一期的总资产规模调整后的总应计项目和正常应计项目之间的差额的绝对值(即异常应计项目的绝对值, 用 DA 表示)作为衡量盈余管理程度的指标, 即

$$DA_{it} = \left| \frac{TA_{it}}{Asset_{i,t-1}} - NA_{it} \right|$$

2.1.2 媒体关注度

本文参考周开国等^[7]对媒体关注度的衡量方法, 利用百度新闻搜索平台收集了包含上市公司股票简称的新闻报道数量, 作为媒体关注度的衡量指标. 媒体的新闻报道数量越多, 说明媒体对上市公司的关注度越高. 需要注意的是, 在样本期内, 有些公司的简称可能会发生变化, 为此在搜索媒体报道量时对简称的变化做了认真的核对, 每次检索都是根据当年最新的股票简称来搜索的^④. 另外有些公司简称除了代表上

④ 同时为了让结果更可靠, 也尝试去除股票简称发生变化当年的公司样本(主要是 ST 公司, 大概 200 个样本点左右)做了稳健性检验, 结果并无变化.

上市公司外, 还有其他含义, 用这些简称作为关键词搜索出来的媒体报道量可能存在高估^⑤。为了使结果更可靠, 剔除了公司简称存在明显歧义的样本。

在以往的文献中, 也有一些研究选择了使用主要财经报刊对上市公司的新闻报道数作为上市公司的媒体关注度指标(如李培功和沈艺峰^[16]; 徐莉萍和辛宇^[39])。然而现今报纸的影响力和普及力远不如网络, 报纸信息覆盖面狭窄且缺乏时效性。实体报纸与网络报道具有较强的同步性, 实体报纸报道的内容几乎都可以在网络上进行检索, 仅使用报纸作为媒体关注度的衡量指标难免以偏概全。百度作为全球最大的中文搜索引擎, 用户数量多, 新闻覆盖面广, 因此本文选择百度新闻中对上市公司报道的新闻数目作为媒体关注度的衡量指标。

2.1.3 投资者关注度

随着信息技术以及互联网技术的发展, 个人投资者利用搜索引擎获得公司信息已经成为普遍行为。正如 Da 等^[6]所说, 当个人投资者在用搜索引擎搜索某只股票信息无疑就是表明在关注该股票, 所以个人投资者对股票的搜索指数是个直接、显性的个人投资者关注度指标。本文的投资者关注度是通过百度公司提供的百度搜索指数数据来构建的。百度占据了中文搜索引擎市场的绝大多数市场份额^⑥, 所以用上市公司的“百度搜索指数”能较为准确地刻画中国个人投资者的关注度。本文以“股票简称”作为搜索关键词, 记录了从2006年6月至2011年3月所有可获得关注度数据的中国上市公司每周的用户关注度数据^⑦, 在此基础上, 针对每一家公司每一年度, 计算其年度内的平均每周关注度, 并做对数处理后作为其年度投资者关注度指标。同搜集媒体关注度数据时一样, 在搜索投资者关注度数据时去除

了公司简称容易引起歧义的上市公司样本。

2.1.4 分析师关注度

参照以往文献^[7], 分析师关注度采用每一年度内对每一家上市公司做预测的分析师所在机构的数量来衡量。该变量来自 CSMAR 国泰安数据库。

2.1.5 控制变量

本文控制了已被现有文献证明可能会影响公司盈余管理的主要变量, 包括总资产收益率 (ROA), 财务杠杆 (LEV), 账面市值比 (BM), 成长性 (Growth), 公司规模 (SIZE), 经营活动现金流波动 (SDCFO), 审计师是否为四大 (Audit), 机构投资者持股比例 (Inst), 以及企业产权性质 (SOE = 1 代表国有企业, SOE = 0 代表非国有企业) 等。本文主要变量和控制变量的具体定义和说明见表 1。

2.2 数据来源和描述性统计

本文以 A 股非金融类上市公司 2006 年到 2011 年的数据作为研究样本。对这些变量搜集了 2006 年至 2011 年的数据。剔除了数据不全和主要变量数值有缺失的样本后, 共剩下 7 575 个样本。为了避免异常值对回归结果的影响, 对所有变量都进行头尾 1% 的缩尾 (winsorize) 处理。经上述处理后, 各主要变量的描述性统计如表 2 所示。

2.3 回归模型设定

首先为了验证本文的假设 1, 即媒体关注度对盈余管理的影响, 在回归模型的解释变量中先不包括投资者关注度和分析师关注度指标, 而只引入媒体关注度一个解释变量和其他控制变量。具体的研究模型如下

$$DA_t = a_0 + a_1 media_t + \sum_i \beta_i control_i + \gamma IND + \eta Year + \varepsilon_t \quad (1)$$

⑤ 例如当用户在搜索“中国银行”这个关键词, 不一定是关注“中国银行”这一上市公司股票, 而有可能是想登录中国银行的网上银行或查询其他与上市公司股票无关的信息。当上市公司简称为“中国软件”、“新世纪”等明显存在与上市公司无关的其他含义时, 这个问题就会更严重。

⑥ 据艾瑞咨询集团 (iResearch) 对 2013 年第 1 季度中国搜索引擎市场的调查统计数据显示, 百度已占据中国搜索引擎市场的 80.6%, 详情请参见 <http://www.iResearch.com.cn/Report/View.aspx?Newsid=170800>。

⑦ 在搜集百度指数数据时, 百度网站只提供从 2006 年 6 月开始的百度指数数据。另外尝试着去更新百度指数的数据, 但很遗憾百度目前已经不再开放大多数股票的百度指数。

表1 变量定义

Table 1 Definitions of variables

变量名	指标定义	构建方法
<i>DA</i>	盈余管理程度的指标	总应计项目和正常应计项目差额的绝对值
<i>Attention</i>	投资者关注度	当年上市公司周平均百度搜索指数做对数处理: $\ln(1 + \text{百度搜索指数})$
<i>Media</i>	媒体关注度	百度新闻搜索平台包含股票简称的新闻报道数量做对数处理: $\ln(1 + \text{全文新闻报道数})$
<i>Analyst</i>	分析师关注度	当年对公司进行盈余预测的分析师所在的机构数量做对数处理: $\ln(1 + \text{预测机构数量})$
<i>ROA</i>	总资产收益率	净利润/期初总资产
<i>LEV</i>	财务杠杆	资产负债率
<i>BM</i>	账面市值比	总资产/(股权市值+净债务市值)
<i>Growth</i>	销售收入增长率	(本年销售收入-上年销售收入)/上年销售收入
<i>Size</i>	公司规模	公司总资产的自然对数
<i>SDCFO</i>	经营活动现金流波动	经营活动现金流标准差/期初总资产
<i>Audit</i>	审计师是否为四大	如果由四大会计师事务所审计则为1,非四大审计为0
<i>Inst</i>	机构投资者持股比例	年末机构投资者持股比例
<i>SOE</i>	国有控股	根据最终控人性质划分,国有为1;非国有为0

表2 变量描述性统计

Table 2 Descriptive statistics of variables

变量名	均值	中位数	标准差	最大值	最小值
<i>DA</i>	0.085	0.063	0.082	0.593	0
<i>Media</i>	6.380	6.324	2.199	14.010	0
<i>Attention</i>	5.353	5.291	0.718	7.314	3.593
<i>Analyst</i>	1.714	1.792	1.169	3.807	0
<i>ROA</i>	0.050	0.041	0.079	0.357	-0.222
<i>LEV</i>	0.518	0.518	0.235	1.606	0.066
<i>BM</i>	0.645	0.637	0.267	1.202	0.107
<i>Growth</i>	0.223	0.152	0.494	3.264	-0.673
<i>Size</i>	21.733	21.602	1.238	25.519	18.997
<i>SDCFO</i>	0.087	0.060	0.093	0.633	0.007
<i>Audit</i>	0.066	0	0.248	1	0
<i>Inst</i>	0.184	0.122	0.184	0.733	0
<i>SOE</i>	0.617	1	0.486	1	0

其中 *Media* 代表媒体关注度; *Control* 代表控制变量,包括总资产收益率(*ROA*),财务杠杆(*LEV*),账面市值比(*BM*),成长性(*Growth*),公司规模(*SIZE*),经营活动现金流波动(*SDCFO*),审计师是否为四大(*Audit*),机构投资者持股比例(*Inst*),以及企业产权性质(*SOE* = 1 代表国有企业, *SOE* = 0 代表非国有企业)等; *IND* 代表行业固定效应,行业分类依据证监会的行业分类代码,除制造业细分为前两位代码外,其余行业均采用行业大类(即首位代码); *Year* 代表年度固定效应。

为了进一步检验个人投资者关注度的市场压力效应,以及个人投资者关注度是否对媒体关注度的市场压力效应存在中介作用,引入个人投资者关注度作为解释变量(*Attention*)建立如下回归模型

$$DA_i = a_0 + a_2 Attention_i + \sum_i \beta_i control_i + \gamma IND + \eta Year + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$DA_i = a_0 + a_1 Media_i + a_2 Attention_i + \sum_i \beta_i control_i + \gamma IND + \eta Year + \varepsilon_i \quad (3)$$

根据以往利用美国数据获得的研究结果^[11], 分析师关注度能对公司的盈余管理起到监督作用, 为了进一步验证在中国市场上分析师关注度是否也能够起到监督作用, 同时验证在控制了分析师关注度的基础上, 媒体关注度和投资者关注度是否依然存在市场压力效应, 在模型(1)和模型(2)的基础上进一步加入分析师关注度的指标, 设立如下回归模型

$$DA_i = a_0 + a_3 Analyst_i + \sum_i \beta_i control_i + \gamma IND + \eta Year + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$DA_i = a_0 + a_1 Media_i + a_3 Analyst_i + \sum_i \beta_i control_i + \gamma IND + \eta Year + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$DA_i = a_0 + a_2 Attention_i + a_3 Analyst_i + \sum_i \beta_i control_i + \gamma IND + \eta Year + \varepsilon_i \quad (6)$$

$$DA_i = a_0 + a_1 Media_i + a_2 Attention_i + a_3 Analyst_i + \sum_i \beta_i control_i + \gamma IND + \eta Year + \varepsilon_i \quad (7)$$

在总体样本回归结果的基础上, 还进一步将样本分为国有企业和非国有企业做分组检验, 以检验外界关注度对不同所有制企业的差异化影响. 在上述模型估计过程中, 由于公司个体因素的影响, 误差可能出现聚类现象, 为了保证结果的稳健性, 按照公司标准误差进行了聚类处理(cluster).

3 实证分析结果

外界关注度与盈余管理的总体回归结果与分析如表 3 所示.

表 3 外界关注度对盈余管理影响
Table 3 Effects of external attention on earnings management

变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Media</i>	0.001** (2.40)			0.001 (1.57)	0.001*** (2.60)		0.001* (1.77)
<i>Attention</i>		0.006*** (2.87)		0.005** (2.45)		0.006*** (2.85)	0.005** (2.40)
<i>Analyst</i>			-0.002 (-1.53)		-0.002* (-1.76)	-0.002 (-1.50)	-0.002* (-1.69)
<i>ROA</i>	0.087*** (2.75)	0.095*** (2.98)	0.095*** (2.90)	0.093*** (2.91)	0.094*** (2.88)	0.102*** (3.07)	0.100*** (3.02)
<i>LEV</i>	0.090*** (8.90)	0.090*** (8.93)	0.088*** (8.70)	0.091*** (8.99)	0.089*** (8.78)	0.089*** (8.81)	0.089*** (8.86)
<i>BM</i>	-0.011* (-1.73)	-0.005 (-0.83)	-0.014** (-2.30)	-0.005 (-0.78)	-0.013** (-2.10)	-0.008 (-1.16)	-0.008 (-1.15)
<i>Growth</i>	0.018*** (5.37)	0.018*** (5.44)	0.018*** (5.29)	0.018*** (5.43)	0.018*** (5.27)	0.018*** (5.35)	0.018*** (5.33)
<i>SIZE</i>	-0.003** (-2.19)	-0.005** (-2.55)	-0.001 (-0.55)	-0.005*** (-2.85)	-0.002 (-1.11)	-0.003* (-1.70)	-0.004* (-1.93)
<i>SDCFO</i>	0.235*** (10.85)	0.233*** (10.67)	0.233*** (10.65)	0.234*** (10.79)	0.234*** (10.79)	0.233*** (10.61)	0.233*** (10.73)
<i>Audit</i>	0.006 (1.35)	0.006 (1.50)	0.006 (1.45)	0.006 (1.40)	0.005 (1.31)	0.006 (1.47)	0.006 (1.36)
<i>Inst</i>	-0.008 (-1.50)	-0.006 (-1.14)	-0.007 (-1.25)	-0.006 (-1.21)	-0.007 (-1.26)	-0.005 (-0.93)	-0.005 (-0.99)
<i>SOE</i>	-0.006*** (-2.96)	-0.006*** (-2.90)	-0.007*** (-3.12)	-0.006*** (-2.91)	-0.007*** (-3.15)	-0.006*** (-3.06)	-0.006*** (-3.09)
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.076*** (2.62)	0.079** (2.57)	0.035 (1.07)	0.090*** (2.94)	0.050 (1.52)	0.055 (1.61)	0.064* (1.88)
调整 R ²	0.213	0.213	0.212	0.214	0.213	0.213	0.214

注: 括号内的 *t* 统计量已经过公司层面的集聚调整和 White 异方差稳健性调整; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著; 样本数 *N* = 7 575.

表3的第1列研究了媒体关注度对盈余管理的总体影响.从结果可以看出在控制了公司总资产收益率、资产负债率、账面市值比、销售增长率、公司规模、经营活动现金流波动、审计机构、机构投资者持股比例和所有权性质等因素的影响后,媒体关注度与公司盈余管理显著正相关,这与于忠泊等^[10]的研究结果相吻合.即在中国资本市场中,媒体关注不但没有起到抑制盈余管理的监督作用,反而会给管理者带来市场压力,管理者会采取相应的策略进行盈余管理提高业绩指标以期带来更好的市场反应.论文的假设1得到验证.表3的第2列结果显示个人投资者关注度对公司盈余管理程度有显著的正面影响,体现出其对公司盈余管理的市场压力效应.并且投资者关注度的相关系数和显著性都明显大于媒体关注度,说明投资者关注度对盈余管理的影响更大.表3的第3列表示了分析师关注度对盈余管理程度有一定的抑制作用,这与已有文献的结论一致^[11].

表3的第4列结果显示,当控制了个人投资者关注度(本文的百度指数衡量指标主要体现的是个人投资者关注度)的影响后,媒体关注度对盈余管理的影响不再显著.由此可见,投资者关注度很可能是媒体关注度影响盈余管理的中间变量,投资者关注度对盈余管理的影响更为直接;而且从比较回归系数和显著性来看,投资者关注度对盈余管理还可能有独立于媒体的额外影响.表3第5列结果显示,当回归中同时放入分析师关注度和媒体关注度时,分析师关注度对盈余管理的影响显著为负,而媒体关注度对盈余管理的影响显著为正,而且比单独放入媒体关注度时更为显著.表3第6列的结果进一步表明,当个人投资者关注度和分析师关注度两个变量同时放入回归时,他们两者之间的回归系数和显著性与他们各自独立放入回归时相比,基本没有变化.由此可见,个人投资者关注度和分析师关注度对盈余管理的影响各自相对独立,而且作用的方向相反.表3第7列的结果显示,当媒体关注度、投资者关注度和分析师关注度三者同时放入回归时,媒体关注度与投资者关注度对盈余管理的影响显著为正,但媒体关注度的显著性比第1列更小.而分析师关注度对盈余管理的影响依然显著为负.由此可以初步推断,媒体关注度对盈余管理的驱动作

用可能主要是通过提升个人投资者关注度这一中间渠道来实现的.

另外,根据回归结果中所有权性质变量 *SOE* 前的系数和显著性可以看出,与民营企业相比,国有企业的盈余管理程度显著更低,这可能是因为国有企业高管的薪酬与公司业绩的关联度比民营企业低,因而其进行盈余管理的动机相对较弱.

为了进一步验证媒体关注度与分析师关注度和个人投资者关注度之间的关系,以及媒体关注度影响盈余管理的中间渠道,分别检验了媒体关注度对个人投资者关注度和分析师关注度的影响,结果如表4所示.

从表4的回归结果可以看出,媒体关注度与个人投资者关注度和分析师关注度都显著正相关.综合表3和表4的结果可以看出,媒体关注

表4 媒体关注度对个人投资者关注度与分析师关注度的影响

Table 4 Effects of media coverage on individual investor attention and analyst attention

变量名	1	2
	个人投资者关注度	分析师关注度
<i>Media</i>	0.051 *** (7.40)	0.044 *** (5.39)
<i>ROA</i>	-1.176 *** (-8.79)	3.004 *** (13.94)
<i>Lev</i>	-0.072 (-1.48)	-0.596 *** (-8.07)
<i>BM</i>	-1.037 *** (-19.87)	-1.005 *** (-12.13)
<i>Growth</i>	-0.019 (-1.39)	-0.116 *** (-5.13)
<i>Size</i>	0.367 *** (27.90)	0.600 *** (32.95)
<i>SDCFO</i>	0.140 (1.19)	-0.310* (-1.85)
<i>Inst</i>	-0.307 *** (-6.60)	0.530 *** (6.53)
<i>SOE</i>	-0.023 (-1.07)	-0.177 *** (-4.50)
常数项	-2.507 *** (-10.25)	-10.812 *** (-30.83)
行业固定效应	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
调整 R^2	0.580	0.552

注:括号内的 t 统计量已经过公司层面的集聚调整和 White 异方差稳健性调整;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著;样本数 $N = 7\ 575$.

度对盈余管理的影响存在两方面方向相反的渠道和机制: 一方面通过提升个人投资者关注度促进了盈余管理, 另一方面却提过提升分析师关注度抑制了盈余管理. 但总体而言, 个人投资者关注度的市场压力效应占主导作用, 从而使得媒体关注度总体上促进了公司的盈余管理.

表 4 中另一个有趣的结果是机构投资者持股比例与本文以百度搜索指数衡量的投资者关注度指标显著负相关, 而与分析师关注度显著正相关.

这进一步证实了之前的假设条件的合理性: 即百度搜索指数主要衡量的是个人投资者关注度, 而分析师关注度则可以作为机构投资者关注度的代理指标.

为了进一步区分外界关注度对不同所有制企业盈余管理的差异化影响, 根据企业最终控制人的所有权性质, 分为国有企业组和非国有企业组, 按照之前的回归模型分别进行回归, 回归结果如表 5 所示.

表 5 外界关注度对不同所有制企业盈余管理的差异化影响

Table 5 Heterogeneous effects of external attention on earnings management of firms with different ownership natures

A 组 外界关注度对国有企业盈余管理的影响(样本数 N=4 675)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
Media	0.000		0.000		0.000		0.000
	(0.46)		(0.02)		(0.68)		(0.23)
Attention		0.004*	0.004*			0.004*	0.004*
		(1.78)	(1.72)			(1.76)	(1.67)
Analyst				-0.003**	-0.004**	-0.003**	-0.003**
				(-2.06)	(-2.12)	(-2.05)	(-2.08)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.223	0.224	0.224	0.224	0.224	0.225	0.225
B 组 外界关注度对非国有企业盈余管理的影响(样本数 N=2 900)							
变量	1	2	3	4	5	6	7
Media	0.003***		0.003***		0.004***		0.003***
	(3.05)		(2.76)		(3.12)		(2.83)
Attention		0.009**	0.007*			0.009**	0.007*
		(2.38)	(1.87)			(2.38)	(1.86)
Analyst				-0.000	-0.001	-0.000	-0.001
				(-0.15)	(-0.50)	(-0.12)	(-0.45)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R ²	0.227	0.225	0.228	0.223	0.227	0.224	0.227

注: 括号内的 t 统计量已经过公司层面的集聚调整和 White 异方差稳健性调整; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著.

从表 5 的结果可以看出, 媒体关注度和投资者关注度对国有企业的市场压力作用无论从相关系数还是显著性上都小于对非国有企业的影响. 这与假设 3 一致, 即媒体关注度和投资者关注度更多的是给非国有企业带来市场压力, 而对国有企业的市场压力作用并不明显. 但是分析师的监督作用则对国有企业影响更显著. 其中一个可能的原因是相对于非国有企业, 国有企业机构投资者较多(样本中国有企业的机构投资者持股比例均值为 0.189, 非国有企业的机构投资者持股比

例均值为 0.176), 而分析师的监督作用主要是通过机构投资者来实现的. 另一个可能的原因是相对于民营企业, 国有企业的薪酬业绩敏感性较弱^[34], 但其高管对声誉更敏感, 从而受分析师监督的影响更大.

4 稳健性检验

4.1 内生性问题

前面的实证检验结果可能面临内生性问题.

外界关注度与公司盈余管理之间的正向关系不一定是源于外界关注度的市场压力作用引起盈余管理程度的增加,也可能是反过来因为盈余管理较多的公司更容易引起外界的关注造成的.为了更好地处理内生性问题,进一步采用工具变量法.使用行业平均关注度作为工具变量来控制内生性问题,因为行业平均关注度与单个企业的盈余管理程度之间并无明显的相关关系,却会影响企业本身的关注度.在计算行业平均关注度时,行业分类依据证监会的行业分类代码,除制造业细分为前两位代码外,其余行业均采用行业大类(即首位

代码).经简单相关系数检验,行业平均关注度与其本身的关注度高度相关,而它与公司的盈余管理程度则没有直接的关联.在回归中分别采用了媒体的行业平均关注度,个人投资者的行业平均关注度和分析师的行业平均关注度作为工具变量.采用工具变量两阶段估计方法的回归结果如表6所示.

从表中的回归结果可以看出,考虑外界关注度的内生性后主要结论依然与前文保持一致:即媒体关注度和个人投资者关注度对盈余管理有市场压力作用,并且市场压力作用主要针对非国有企业发挥作用.

表6 考虑外界关注度内生性的稳健性检验结果

Table 6 Robustness tests considering the endogeneity of external attention

A组 总体回归结果(样本数 $N=7\ 575$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Media</i>	0.002 **		0.001		0.002 **		0.002 *
	(2.08)		(1.63)		(2.47)		(1.90)
<i>Attention</i>		0.006 **	0.005 *			0.006 **	0.005 *
		(2.37)	(1.92)			(2.42)	(1.87)
<i>Analyst</i>				-0.004 **	-0.004 ***	-0.004 **	-0.004 **
				(-2.33)	(-2.63)	(-2.28)	(-2.55)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.213	0.213	0.214	0.212	0.213	0.213	0.214
B组 外界关注度对国有企业盈余管理的影响(样本数 $N=4\ 675$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Media</i>	-0.000		-0.000		0.000		-0.000
	(-0.22)		(-0.47)		(0.14)		(-0.09)
<i>Attention</i>		0.002	0.002			0.002	0.002
		(0.76)	(0.85)			(0.72)	(0.72)
<i>Analyst</i>				-0.006 ***	-0.006 ***	-0.006 ***	-0.006 ***
				(-3.19)	(-3.23)	(-3.18)	(-3.21)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.223	0.224	0.223	0.223	0.223	0.224	0.224
C组 外界关注度对非国有企业盈余管理的影响(样本数 $N=2\ 900$)							
变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Media</i>	0.004 ***		0.004 **		0.005 ***		0.004 ***
	(2.82)		(2.09)		(3.05)		(2.18)
<i>Attention</i>		0.009 **	0.007 *			0.010 **	0.007 *
		(2.13)	(1.82)			(2.17)	(1.71)
<i>Analyst</i>				-0.002	-0.003	-0.002	-0.003
				(-0.69)	(-1.16)	(-0.65)	(-1.10)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.226	0.225	0.227	0.223	0.226	0.224	0.227

注:括号内的 t 统计量已经过公司层面的集聚调整和 White 异方差稳健性调整;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著.

4.2 超额关注度稳健性检验

关注度会受到很多因素的影响,例如公司的规模、盈利能力、经营活动现金流波动、筹资活动现金流波动等^[40].为了控制这些因素对关注度的影响,借鉴 Yu^[9]的文章,建立了以下回归模型

$$Media_{it} = \alpha_1 ROA_{it-1} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Growth1_{it} + \alpha_4 SDCFF_{it} + \alpha_5 SDCFO + \eta Year + \varepsilon$$

$$Attention_{it} = \alpha_1 ROA_{it-1} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Growth1_{it} + \alpha_4 SDCFF_{it} + \alpha_5 SDCFO + \eta Year + \varepsilon$$

$$Analyst_{it} = \alpha_1 ROA_{it-1} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Growth1_{it} + \alpha_4 SDCFF_{it} + \alpha_5 SDCFO + \eta Year + \varepsilon$$

其中 *Growth1* 为总资产增长率; *SDCFF* 代表筹资活动现金流的波动; 其余变量同上. 模型回归的残差表示超额关注度. 以超额关注度作为关注度的替代指标进行稳健性检验, 结果如表 7 所示. 表 7 的主要回归结果与表 3 基本保持一致.

表 7 基于超额关注度的稳健性检验

Table 7 Robustness tests based on excessive attention

A 组 总体回归结果(样本数 $N=7\ 280$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Rmedia</i>	0.001**		0.001*		0.001***		0.001**
	(2.48)		(1.91)		(2.61)		(2.04)
<i>Rattention</i>		0.007***	0.006***			0.007***	0.006***
		(3.14)	(2.71)			(3.13)	(2.68)
<i>Ranalyst</i>				-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
				(-1.17)	(-1.38)	(-1.14)	(-1.30)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.214	0.215	0.215	0.214	0.215	0.215	0.216
B 组 超额外界关注度对国有企业盈余管理的影响(样本数 $N=4\ 588$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Rmedia</i>	0.000		0.000		0.000		0.000
	(0.64)		(0.15)		(0.81)		(0.33)
<i>Rattention</i>		0.005*	0.005*			0.005*	0.005*
		(1.92)	(1.88)			(1.96)	(1.85)
<i>Ranalyst</i>				-0.003*	-0.003*	-0.003*	-0.003*
				(-1.77)	(-1.82)	(-1.75)	(-1.78)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.222	0.223	0.222	0.223	0.223	0.223	0.223
C 组 超额外界关注度对非国有企业分组检验结果(样本数 $N=2\ 692$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Rmedia</i>	0.004***		0.003***		0.004***		0.003***
	(3.06)		(2.73)		(3.06)		(2.73)
<i>Rattention</i>		0.010***	0.008**			0.010***	0.008**
		(2.63)	(2.13)			(2.63)	(2.13)
<i>Ranalyst</i>				0.001	-0.000	0.001	0.000
				(0.26)	(-0.05)	(0.30)	(0.01)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.228	0.227	0.230	0.224	0.228	0.226	0.229

注: 括号内的 t 统计量已经过公司层面的集聚调整和 White 异方差稳健性调整; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著.

5 市场压力效应的进一步检验

资本市场动因在所有盈余管理动因中占据主

导地位^[13]. 资本市场动因是指由于公司的会计信息被分析师广泛应用于评估公司股票价值, 管理者或者大股东有动机通过操纵盈余影响股价, 从而在并购或者抛售股票套现等过程中获益. 当公

司面临较强的市场压力(如并购或者大股东减持套现)在资本市场动因的驱动下,短期的盈余管理动机更强.从长期来看,盈余管理并不能够提高公司的真实业绩,短期的股价波动也不能给大股东或者高管带来实际的利益.如果媒体的市场价格压力效应确实存在,那么它应当对存在短期利益动机的公司起到更大的作用.为了进一步验证这一点,本文按照短期内是否有并购行为或者大股东减持行为进一步区分出存在短期盈余管理动机的公司,检验媒体关注度和投资者关注度的市场压力是否在这些公司中更加明显.

5.1 并购企业的市场压力检验

已有研究表明,并购过程中存在明显的盈余管理行为^[41-42].在使用股票为支付方式的并购活动中,股价越高,主并方所需要出让的股份越少,支付的实际成本越低,同时管理层控制权的稀释程度也就越低.此时,主并方期望公司股价能够更高.因此,在使用股票为支付方式的并购活动中,主并方面临着比平常更大的资本市场价格压力.这种市场压力可能会促使公司通过盈余管理来满足投资者、分析师的预期,从而推高股价.另一方面,从被并方的角度来讲,如果交易标的中包含股份标的,那么被并方的管理层为了提高自己的并购收益,也希望在并购交易之前自己的股票价值能被高估,从而面临着更大的资本市场压力.因此认为在并购过程中,包含股份支付的主并方和包含股份标的的被并方都面临着更强的盈余管理动机,且此时媒体关注度和投资者关注度的市场压力效应也应当更为显著.

为了验证上述观点,在2006年—2011年发生并购交易的上市公司样本中选取了采用股票支付或股票加现金方式支付的主并方样本,以及使用股份或者股份加资产作为标的物,且同时为被并方和标的方的上市公司样本,作为当年受并购影响组,其余的作为当年未受并购影响组.分组回归的结果(表8)显示在当年发生并购的上市公司样本中,媒体关注度和投资者关注度的市场压力的确更大^⑧.

5.2 第一大股东减持的市场压力检验

我国缺乏完善的经理人市场,管理者多数是由大股东委派,公司内部的行政力量高于市场力量,管理者会遵从大股东意志,为大股东牟取利益.大股东试图获得私有收益是造成盈余管理的重要原因^[43].李东平等^[44]认为大股东控制下的盈余管理是中国上市公司盈余管理的基本特征.大股东操控的盈余管理程度和方向取决于大股东的收益大小.大股东减持是大股东实现私有收益的手段之一.大股东为了以更高的市场价格减持股票套现,在减持前会有较强的动机通过盈余管理来满足投资者的预期并抬高股价,从而在股价高位时抛售股票以获取更大的减持收益.因此,认为存在大股东减持的上市公司面临更强的资本市场动因,且对这些公司来说,媒体关注度对盈余管理的市场压力效应也会更强.

为了检验上述观点,将总样本分为当年发生第一大股东减持样本组和当年未发生第一大股东减持样本组.分组回归结果如表9所示.

从分组回归的结果(如表9所示)发现,在存在第一大股东减持的上市公司中,媒体关注度对盈余管理的市场压力效应的确更强,而且媒体关注度的市场压力作用主要是通过个人投资者关注度这一中间渠道来实现的.

大股东除了在减持当年可能做盈余管理外,也可能在减持前一年就开始操纵盈余.作为稳健性检验,在原有的第一大股东减持样本的基础上增添了后一年发生第一大股东减持的上市公司样本,从而将总样本分为了当年或后一年有减持的公司样本和未减持的公司样本.重新分组后的回归结果与表9基本一致.同时,对上述分组样本也进行了内生性检验和超额关注度回归,并用原始的Jones模型^[45]做了稳健性检验,回归结论依然不变.限于篇幅,这些稳健性检验的具体结果不再赘述.

5.3 负面和非负面媒体报道的区分

媒体对公司的报道可分为负面报道和非负面报道,负面媒体报道是否会对公司产生更大程度的市场压力?为了检验这一点参照于忠泊等^[10]的做法对负面报道做了初步的识别:如果媒体报

^⑧ 盈余管理行为可能会为后一年的并购服务^[49].本文又在原有样本的基础上加上后一年存在并购的企业,将总样本分为了在当年或后一年发生并购和未发生并购样本组.回归结果不变,限于篇幅,不再赘述.

表 8 按当年是否有并购分组的检验结果

Table 8 Regression results based on classification of whether firm has a merger or acquisition in the current year

A 组 当年发生并购样本组(样本数 $N=2\ 570$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Media</i>	0.002**		0.001		0.002**		0.001
	(2.07)		(1.17)		(2.29)		(1.39)
<i>Attention</i>		0.011***	0.010***			0.011***	0.010***
		(3.24)	(2.89)			(3.21)	(2.81)
<i>Analyst</i>				-0.003	-0.003*	-0.003	-0.003
				(-1.41)	(-1.66)	(-1.31)	(-1.48)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.251	0.254	0.254	0.251	0.252	0.255	0.255
B 组 当年未发生并购样本组(样本数 $N=4\ 928$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Media</i>	0.001		0.001		0.001*		0.001
	(1.57)		(1.41)		(1.71)		(1.54)
<i>Attention</i>		0.003	0.002			0.003	0.002
		(1.17)	(0.93)			(1.18)	(0.91)
<i>Analyst</i>				-0.002	-0.003	-0.002	-0.003
				(-1.39)	(-1.52)	(-1.40)	(-1.51)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.204	0.204	0.204	0.204	0.205	0.204	0.205

注：括号内的 t 统计量已经过公司层面的集聚调整和 White 异方差稳健性调整；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

表 9 当年是否发生大股东减持的分组检验结果

Table 9 Regression results based on classification of whether firm's major shareholders reduce their holdings in the current year

A 组 当年发生第一大股东减持样本组(样本数 $N=2\ 152$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Media</i>	0.002**		0.002*		0.002**		0.002*
	(2.35)		(1.76)		(2.45)		(1.86)
<i>Attention</i>		0.008**	0.007*			0.008**	0.006*
		(2.21)	(1.85)			(2.15)	(1.77)
<i>Analyst</i>				-0.004*	-0.004*	-0.004	-0.004*
				(-1.67)	(-1.81)	(-1.60)	(-1.74)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.197	0.197	0.199	0.196	0.199	0.198	0.200
B 组 当年未发生第一大股东减持样本组(样本数 $N=5\ 346$)							
变量名	1	2	3	4	5	6	7
<i>Media</i>	0.001		0.001		0.001*		0.001
	(1.53)		(1.12)		(1.69)		(1.28)
<i>Attention</i>		0.005*	0.004			0.005*	0.004
		(1.90)	(1.62)			(1.90)	(1.59)
<i>Analyst</i>				-0.001	-0.002	-0.001	-0.002
				(-0.94)	(-1.11)	(-0.94)	(-1.07)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.224	0.225	0.225	0.224	0.224	0.225	0.225

注：括号内的 t 统计量已经过公司层面的集聚调整和 White 异方差稳健性调整；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

道的标题中包含“违规、操纵、违法、非法、虚假、虚列、虚增、”等33个关键词^⑨中的一个或多个则认为是负面报道,否则认为是非负面报道。根据上述划分标准统计出负面媒体关注度(即负面新闻报道数做对数处理,用 *Negative* 表示)和非负面媒体关注度(即非负面新闻报道数做对数处理,用 *Positive* 表示)后,做了进一步的回归。结果如表10所示。从表10的回归结果可以看出,负面报道(*Negative*)并没有比非负面报道(*Positive*)产生更大的市场压力。从回归系数大小来看,两者的影响并无明显差别。而从系数显著性来看,非负面报道的市场压力反而略显著一些。由此可见,产生市场压力的主要是媒体报道的程度,而与之之前媒体报道内容的具体性质关系不大。本文认为这其中可能的原因如下:只要媒体关注的程度比较高,不管过去是正面的关注还是负面关注,当前公司都有动机公布符合自己利益的消息来引导媒体的报道,并通过媒体的消息扩散作用能引起更多投资者的关注。因此市场压力效应主要来自于媒体关注的程度大小而不是过去报道内容的性质。

表10 负面媒体关注度和非负面媒体关注度对盈余管理的影响

Table 10 Effects of negative and non-negative media coverage on earnings management

变量名	1	2	3	4
<i>Positive</i>	0.001*	0.001	0.001**	0.001*
	(1.95)	(1.51)	(2.18)	(1.73)
<i>Negative</i>	0.001	0.001	0.001	0.001
	(1.04)	(0.79)	(0.93)	(0.68)
<i>Attention</i>		0.005**		0.005**
		(2.37)		(2.33)
<i>Analyst</i>			-0.002*	-0.002
			(-1.70)	(-1.64)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
调整 R^2	0.213	0.213	0.213	0.214

注:括号内的 t 统计量已经过公司层面的集聚调整和 White 异方差稳健性调整;***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著;样本数 $N=7\ 559$ 。

6 结束语

本文以 2007 年—2011 年中国 A 股非金融类

上市公司的数据作为样本,研究了媒体关注度对公司盈余管理的影响及其传导机制。研究发现,媒体关注度的提升一方面会通过提升个人投资者关注度产生市场压力效应并加剧公司盈余管理;另一方面则通过提升分析师关注度加强监督效应并抑制盈余管理。然而总体而言,市场压力效应占主导,使得媒体关注度加剧了公司对应计项目的盈余管理,且这种市场压力效应主要是通过个人投资者关注度这一中间渠道来实现的。

本文的结论与以往多数文献认为的媒体监督对公司治理有正面作用的结论并不一致。这其中可能的主要原因是,与公司其他违规和操纵行为相比,盈余管理相对较为隐蔽,更难以被缺乏专业知识的媒体和个人投资者所察觉。而同时在中国资本市场中,个人投资者占有绝大部分股票份额,在市场中占据主导地位,但其专业化水平低,更容易受媒体舆论引导。同时在投资者对盈余管理总体辨识能力欠缺的情况下,即便部分专业性较强的媒体察觉到盈余管理,也更容易与企业“合谋”,难以起到有效监督的作用。而另一方面,公司的盈余消息对股价却有直接的关联,而媒体关注对盈余信息在投资者中的扩散和传播也有直接的作用,因此媒体关注的市场压力效应对盈余管理有直接的影响。

进一步,通过对国有企业和非国有企业的分组检验发现,媒体关注度对国有企业的盈余管理行为并没有显著影响。媒体关注度的市场压力作用及其传导机制主要体现在非国有企业中。由此可见,国有企业的盈余管理动机及其影响机制与非国有企业存在本质上的不同,造成这种差异的原因可能在于如下几个方面:其一,国有企业并非以盈利为唯一目标,它还承担着诸多社会责任,如社会稳定、就业等,并且国有企业高管的支持可以抵御部分市场压力,从而使得国有企业面临的市场压力和盈余管理的动机较弱。其二,与民营企业高管相比,国有企业高管出于自身利益进行盈余管理的动机较弱,因为国有企业高管的轮换与薪酬与企业市场绩效的关联度相对较低。其三,

^⑨ 33 个负面关键词包括“违规、操纵、违法、非法、虚假、虚列、虚增、欺诈、诈骗、造假、受贿、行贿、贿赂、贪污、腐败、侵占、滥用职权、国有资产流失、走私、挪用资金、挪用公款、犯罪、偷税、漏税、拘留、逮捕、拘捕、判刑、隐瞒重大事项、推迟披露、占用上市公司资产、误导性陈述、涉嫌、内幕交易、双规、双开”。

由于在 IPO、退市、再融资等方面国有企业会受到特殊照顾,因此国有企业出于市场监管动因而进行盈余管理的动机也相对要低,从而受市场关注度的影响也较弱。

另外,本文按照企业在近期是否有并购以及大股东减持行为进行分组,通过分组回归检验进一步分析了外界关注度市场压力的产生机制。结果发现当企业在近期有大股东减持或并购行为时,企业会更加在乎自己的资本市场表现,更有动机进行盈余管理,此时媒体关注度和个人投资者关注度的市场压力作用也更明显。这说明媒体关注度的市场压力效应主要来源于公司的短期利益动机。

本文的研究结论有助于更深入地理解影响公司内部盈余管理的外部因素,以及国有企业和非国有企业在盈余管理动机及其影响机制上的差

别。同时本文的研究结论还表明,除了分析师能够对公司应计项目盈余管理起到一定的监督作用外,媒体和个人投资者关注对公司盈余管理不但不能起到有效监督遏制的作用,而且还可能对其“推波助澜”。要充分发挥媒体的监督作用,有效抑制公司盈余管理,提高盈余信息质量,可能的措施如下:一是提高媒体的专业能力,从而可以更好地识别公司的盈余管理,从而当发现盈余异常时可以给投资者一定的提示。二是提高媒体的自由度和信息透明度,同时加强对媒体与企业串谋行为的惩罚力度使得媒体报道可以更为公正客观。三是要改善市场的投资者结构,适当提高机构投资者比例,利用分析师和机构投资者的专业分析能力和对盈余管理更强的识别能力来抑制媒体关注对盈余管理的市场压力效应。

参考文献:

- [1] Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1093-1135.
- [2] Barber B M, Odean T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors[J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 21(2): 785-818.
- [3] 应千伟, 周开国, 陈双双. 中国资本市场中媒体关注与股票投资回报——风险补偿还是注意力驱动? [J]. *证券市场导报*, 2015, (5): 33-42.
Ying Qianwei, Zhou Kaiguo, Chen Shuangshuang. The effect of media coverage on stock return in Chinese Stock Market: Risk compensation or attention driven? [J]. *Securities Market Herald*, 2015, (5): 33-42. (in Chinese)
- [4] 刘锋, 叶强, 李一军. 媒体关注与投资者关注对股票收益的交互作用: 基于中国金融股的实证研究[J]. *管理科学学报*, 2014, 17(1): 72-85.
Liu Feng, Ye Qiang, Li Yijun. The interactive effect of media attention and investor attention on stock returns: Empirical research based on Chinese financial stocks[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(1): 72-85. (in Chinese)
- [5] Tetlock P C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(3): 1139-1168.
- [6] Da Z, Engelberg J, Gao P. In search of attention[J]. *The Journal of Finance*, 2011, 66(5): 1461-1499.
- [7] 周开国, 应千伟, 陈晓娴. 媒体关注度、分析师关注度与盈余预测准确度[J]. *金融研究*, 2014, (2): 149-164.
Zhou Kaiguo, Ying Qianwei, Chen Xiaoxian. Media attention, analyst attention and earnings forecast accuracy[J]. *Journal of Financial Research*, 2014, (2): 149-164. (in Chinese)
- [8] 李延喜, 陈克兢. 终极控制人、外部治理环境与盈余管理——基于系统广义矩估计的动态面板数据分析[J]. *管理科学学报*, 2014, 17(9): 56-71.
Li Yanxi, Chen Kejing. Ultimate controller, external governance environment and earnings management: Dynamic panel data analysis based on GMM estimation[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2014, 17(9): 56-71. (in Chinese)
- [9] Yu F. Analyst coverage and earnings management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 245-271.
- [10] 于忠泊, 田高良, 齐保垒, 等. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. *管理世界*, 2011, (9): 127-140.
Yu Zhongbo, Tian Gaoliang, Qi Baolei, et al. Corporate governance mechanism of media attention: An investigation from the perspective of earnings management[J]. *Management World*, 2011, (9): 127-140. (in Chinese)
- [11] Chen X, Lee C W J, Li J. Government assisted earnings management in China[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2008, 27(3): 262-274.

- [12] Guidry F, Leone A J, Rock S. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1999, 26(1): 113–142.
- [13] Graham J R, Harvey C R, Rajgopal S. The economic implications of corporate financial reporting [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40(1): 3–73.
- [14] Aharony J, Lee C W J, Wong T J. Financial packaging of IPO firms in China [J]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(1): 103–126.
- [15] Chen K C W, Yuan H. Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues [J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(3): 645–665.
- [16] 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.
Li Peigong, Shen Yifeng. The corporate governance role of media: Empirical evidence from China [J]. *Economic Research Journal*, 2010, (4): 14–27. (in Chinese)
- [17] 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.
- [18] 戴亦一, 潘越, 刘思超. 媒体监督、政府干预与公司治理: 来自中国上市公司财务重述视角的证据 [J]. *世界经济*, 2011, (11): 121–144.
Dai Yiyi, Pan Yue, Liu Sichao. Media supervision, government intervention and corporate governance: Evidence from the perspective of financial restatement of Chinese listed companies [J]. *The Journal of World Economy*, 2011, (11): 121–144. (in Chinese)
- [19] 杨德明, 赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬 [J]. *经济研究*, 2009, (6): 116–126.
Yang Deming, Zhao Can. Media supervision, media governance and executive compensation [J]. *Economic Research Journal*, 2009, (6): 116–126. (in Chinese)
- [20] 李焰, 秦义虎. 媒体监督、声誉机制与独立董事辞职行为 [J]. *财贸经济*, 2011, (3): 36–41.
Li Yan, Qin Yihu. Media supervision, reputation mechanism and resignation of independent directors [J]. *Finance and Trade Economics*, 2011, (3): 36–41. (in Chinese)
- [21] 吴超鹏, 叶小杰, 吴世农. 媒体监督、政治关联与高管变更—中国的经验证据 [J]. *经济管理*, 2012, (2): 57–65.
Wu Chaopeng, Ye Xiaojie, Wu Shinong. Media supervision, political connection and top management turnover: Evidence from China [J]. *Economic Management Journal*, 2012, (2): 57–65. (in Chinese)
- [22] 戴亦一, 潘越, 陈芬. 媒体监督、政府质量与审计师变更 [J]. *会计研究*, 2013, (10): 89–95.
Dai Yiyi, Pan Yue, Chen Fen. Media supervision, government quality and auditor change [J]. *Accounting Research*, 2013, (10): 89–95. (in Chinese)
- [23] De Angelo H, De Angelo L, Gilson S C. Perceptions and the politics of finance: Junk bonds and the regulatory seizure of first capital life [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 41(3): 475–511.
- [24] Core J E, Guay W, Larcker D F. The power of the pen and executive compensation [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(1): 1–25.
- [25] Gurun U G, Butler A W. Don't believe the hype: Local media slant, local advertising, and firm value [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(2): 561–598.
- [26] Fang L, Peress J. Media coverage and the cross-section of stock returns [J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(5): 2023–2052.
- [27] Kothari S P, Li X, Short J E. The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis [J]. *The Accounting Review*, 2009, 84(5): 1639–1670.
- [28] Besley T, Burgess R, Prat A. *Mass Media and Political Accountability* [R]. Washington: The World Bank, 2002.
- [29] Ying Q, Kong D, Luo D. Investor attention, institutional ownership, and stock return: Empirical evidence from China [J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2015, 51(3): 672–685.
- [30] Healy P M, Palepu K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 31(1): 405–440.
- [31] Degeorge F, Ding Y, Jeanjean T, et al. Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study [J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2013, 32(1): 1–25.
- [32] Huberman G, Regev T. Contagious speculation and a cure for cancer: A nonevent that made stock prices soar [J]. *Journal of Finance*, 2001, 54(1): 387–396.
- [33] Gordon R H, Li W. Government as a discriminating monopolist in the financial market: The case of China [J]. *Journal of*

- Public Economics ,2003 ,87(2) : 283 – 312.
- [34]Kato T ,Long C. Executive turnover and firm performance in China[J]. The American Economic Review ,2006 ,96(2) : 363 – 367.
- [35]王雄元,何捷,彭旋,等. 权力型国有企业高管支付了更高的职工薪酬吗? [J]. 会计研究,2014,(1): 49 – 56.
- Wang Xiongyuan ,He Jie ,Peng Xuan , et al. Are the top executives of state-owned SOEs pay more for their employees? [J]. Accounting Research ,2014 ,(1) : 49 – 56. (in Chinese)
- [36]薄仙慧,吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角[J]. 经济研究,2009 ,(2) : 81 – 91.
- Bo Xianhui ,Wu Liansheng. The governance effect of state-owned holding and institutional investors: A perspective of earnings management [J]. Economic Research Journal ,2009 ,(2) : 81 – 91. (in Chinese)
- [37]Dechow P M ,Sloan R G ,Sweeney A P. Detecting earnings management [J]. Accounting Review ,1995 ,70(2) : 193 – 225.
- [38]Aboody D ,Hughes J ,Liu J. Earnings quality , insider trading , and cost of capital [J]. Journal of Accounting Research ,2005 ,43(5) : 651 – 673.
- [39]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.
- Xu Liping ,Xin Yu. Media governance and protection of small and medium investors [J]. Nankai Management Review ,2011 ,(6) : 36 – 47. (in Chinese)
- [40]Dechow P M ,Dichev I D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors [J]. The Accounting Review ,2002 ,77(s1) : 35 – 59.
- [41]Louis H. Earnings management and the market performance of acquiring firms [J]. Journal of Financial Economics ,2004 ,74(1) : 121 – 148.
- [42]Higgins H N. Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan [J]. Journal of Accounting and Public Policy ,2013 ,32(1) : 44 – 70.
- [43]Leuz C ,Nanda D ,Wysocki P D. Earnings management and investor protection: An international comparison [J]. Journal of Financial Economics ,2003 ,69(3) : 505 – 527.
- [44]李东平,黄德华,王振林. “不清洁” 审计意见、盈余管理与会计师事务所变更 [J]. 会计研究,2001 ,(6) : 51 – 57.
- Li Dongping ,Huang Dehua ,Wang Zhenlin. “Unclean” auditor opinions , earnings management and accounting firm change [J]. Accounting Research ,2001 ,(6) : 51 – 57. (in Chinese)
- [45]Jones ,Jennifer J. Earnings management during import relief investigations [J]. Journal of Accounting Research ,1991 ,29(2) : 193 – 228.

Effect of market pressure of media coverage and its transmission mechanisms

YING Qian-wei¹ , GUO Hao-jing² , DENG Ke-bin^{3*}

1. Business School of Sichuan University , Chengdu 610064 , China;

2. School of Economics and Management , Tsinghua University , Beijing 100083 , China;

3. School of Economics and Commerce , South China University of Technology , Guangzhou 510006 , China

Abstract: From the perspective of earnings management , this paper examines the effect of market pressure of media coverage and its transmission mechanisms using a sample of listed companies during the period from 2006 to 2011. It is found that higher media coverage will lead to higher individual investor attention , causing higher market pressure which enhances accrual-based earnings management. Furthermore , the market pressure of media coverage has a greater impact on non-state-owned enterprises than on state owned ones. From the perspectives of M&A and holdings reduction of large shareholders , it is also confirmed that the effect of market pressure of media coverage mainly originates from the firms' short-term interest motivations.

Key words: media coverage; investor attention; analyst coverage; earnings management; ownership nature