

摘要

信息是资本市场中的核心要素，公司受到的媒体报道是公司信息环境中的重要部分，是市场参与者获取信息的重要一环，可以缓解信息摩擦，降低信息不对称，有效发挥信息传播作用和公司治理作用。但有许多因素会导致公司受到的媒体报道具有一定的正面倾向性，从而不利于媒体对公司治理作用的发挥，也不利于塑造良好的公司信息环境。因此研究如何缓解公司媒体正面报道倾向有其必要性。现有研究从公司信息需求者、供给者以及媒体自身的角度进行了研究，但鲜有从外部宏观环境视角研究影响公司媒体正面报道倾向的因素。我国现阶段的高铁网络布局已经基本完成，压缩了时空距离，加快了信息流通，为构建良好的公司信息环境提供了帮助。基于此，本文研究了高铁开通对公司媒体正面报道倾向的影响。

本文利用 2004 年到 2020 年沪深 A 股上市公司受到纸质媒体报道的新闻数据，以高铁开通为准自然实验，采用多期双重差分模型研究高铁开通对公司媒体正面报道倾向的影响，并简单探讨其作用机制。本文研究发现：（1）高铁开通会显著抑制公司媒体正面报道倾向，具体体现在公司所在地开通高铁后，公司会显著受到更多的中性报道和更少的正面报道，该研究结果在进行了平行趋势检验和安慰剂测试等一系列稳健性测试后依然成立。且这种影响在国有企业、固有信息处理成本较低的企业中更为显著；（2）机制检验发现，高铁开通降低了媒体和公司之间的信息不对称，提高了公司信息透明度，从而抑制了公司媒体正面报道倾向。

本文补充了关于公司媒体报道职能发挥影响因素的相关研究，丰富了资本市场参与主体获取公司信息的相关文献，为媒体更好发挥信息传播作用和公司治理作用提供了一些间接证据，并在此基础上提出如下建议：（1）公司在信息快速流通的时候要更加约束自己的行为，以实在的业绩作为宣传自己的标语，而不是来自媒体虚假不可靠的“呐喊助威”；（2）媒体工作者要充分

利用便捷的交通条件，加强对目标企业的实地考察，发布客观可靠的报道，为构建良好的公司信息环境贡献力量。

关键词：高铁开通；公司信息环境；媒体报道；信息不对称

Abstract

Information is the core element of the capital market. Media reports received by a company are an important part of the company's information environment and an important link for market participants to obtain information, which can alleviate information friction, reduce information asymmetry, and effectively play the role of information dissemination and corporate governance. However, there are many factors that will lead to a certain positive tendency of media reports, which is not conducive to the media's role in corporate governance and shaping a good corporate information environment. Therefore, it is necessary to study how to mitigate the tendency of corporate media to report positively. Existing studies have studied from the perspectives of corporate information demanders, suppliers and the media themselves, but few have studied the factors that affect the positive reporting tendency of corporate media from the perspective of external macro environment. China's high-speed railway network layout has been basically completed at the present stage, which has compressed the space and time distance, sped up the flow of information, and provided help for constructing a good company information environment. Based on this, this paper studies the impact of the opening of high-speed rail on the company's tendency to report positively.

This paper uses the news data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies reported by print media from 2004 to 2020, takes the opening of high-speed railway as the natural experiment, adopts the multi-period differential model to study the effect of the opening of high-speed railway on the positive reporting tendency of the company's media, and briefly discusses its mechanism. The findings of this study are as follows: (1) the opening of high-speed rail will significantly inhibit the tendency of company media to report positively, which is specifically reflected in the fact that after the opening of high-speed rail in the company's locality, the company will receive significantly more neutral reports and less positive reports. This research result holds even after a series of robustness tests such as parallel trend

test and placebo test are conducted. And this effect is more significant in state-owned enterprises and enterprises with low inherent information processing cost. (2) Mechanism test found that the opening of high-speed rail reduced the information asymmetry between the media and the company, improved the company information transparency, and inhibited the company media's tendency to report positively.

This paper adds relevant studies on factors influencing the function of corporate media reporting, enriches relevant literature on capital market participants' access to corporate information, and provides some indirect evidence for media to better play the role of information dissemination and corporate governance. Based on this, the following suggestions are put forward: (1) The company should be more restrained in the rapid flow of information, and use real performance as the slogan to promote itself, rather than the false and unreliable "cheering" from the media; (2) Media workers should make full use of convenient transportation conditions, strengthen field visits to target enterprises, release objective and reliable reports, and contribute to the construction of a good company information environment.

Key Words: High-speed rail; Corporate information environment; Media reports; Information asymmetry

目 录

1. 绪 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的与研究意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	3
1.3 研究内容与研究方法	4
1.3.1 研究内容	4
1.3.2 研究方法	5
1.4 研究创新	6
2. 文献综述	7
2.1 媒体报道	7
2.1.1 信息传播作用	8
2.1.2 公司治理作用	8
2.2 公司媒体报道倾向	10
2.2.1 公司媒体报道倾向产生的原因	11
2.2.2 公司媒体报道倾向的影响	12
2.2.3 公司媒体报道倾向与地理距离	13
2.3 高铁开通	14
2.4 文献评述	15
3. 理论分析与研究假设	17
3.1 理论分析	17
3.1.1 新经济地理学理论	17
3.1.2 信息不对称理论	17
3.1.3 信息组合理论	18

3.1.4 信息优势理论和投资偏误理论	18
3.2 研究假设	19
4. 研究设计	23
4.1 数据来源	23
4.2 模型构建	23
4.3. 变量说明	24
4.3.1 公司媒体报道倾向	24
4.3.2 高铁开通	25
4.3.3 控制变量	25
5. 实证检验与分析	27
5.1 描述性统计	27
5.2 相关性分析	29
5.3 回归结果分析	31
5.4 稳健性检验	33
5.4.1 平行趋势检验	33
5.4.2 删除省会城市	35
5.4.3 安慰剂检验	36
5.4.4 替换解释变量	38
5.4.5 公司办公所在地替换为公司注册所在地	39
5.5 机制分析	40
5.5.1 高铁开通对公司媒体报道绝对量的影响	40
5.5.2 异地报道	42
5.5.3 外部信息环境	45
5.5.4 原创新闻	47
5.6 异质性检验	49
5.6.1 公司固有信息处理成本	49
5.6.2 公司性质	52
5.6.3 媒体规模	56
6. 研究结论、不足与展望	59
6.1 研究结论	59

6.2 研究建议	60
6.3 研究不足与展望	61
参考文献.....	63
后 记.....	69
致 谢.....	70
在读期间科研成果目录.....	71

1. 绪 论

1.1 研究背景

2017 年末“石济高铁”的正式通车运营，不仅代表着 2008 年提出的“四纵四横”高铁网络规划已经基本完成，而且预示着“八纵八横”的高铁网络布局正在努力形成。这些高铁网络布局有效地突破了城市之间的空间障碍，缩短了时空距离，为资源和生产要素的流动提供了便利，加速了信息的流通。

信息一直被认为是资本市场中的重要角色，公司需要借此来传递出相关的信号，投资者需要借此选择出他们认为优秀的企业。但由于各种因素的存在，信息在资本市场中的传递并不流畅，这就导致了市场参与者之间的信息不对称，从而引出了许多的信息中介，共同塑造了公司的信息环境。媒体作为连接企业与投资者之间重要的信息中介，可以快速可靠地把信息聚合起来并传递给公众（Dyck and Zingales,2002），并通过对信息进行收集、选择、认证和重新包装，缓解信息摩擦，降低信息不对称（Fang and Press 2009;Bushee et al.,2010），发挥信息传递作用和公司治理作用，这不仅可以影响公司在资本市场的表现，而且还会影响投资者决策。党的二十大报告和十九大报告也在强调要高度重视信息传播手段的建设，把握好新闻舆论的客观性和真实性，只有这样才能真正发挥好新闻的作用。但由于各种因素的存在，许多新闻报道可能失去了其原有的特质，也致使公司受到的媒体报道存在倾向性，这就导致媒体对公司的这些功能无法有效发挥。

许多学者对公司媒体报道倾向产生的原因进行了探讨，发现导致公司受到的媒体报道与客观事实存在偏差的原因主要是信息的需求方和供给方。将目标定位到公司这个微观主体上，首先，基于价值交换的因素，公司会希望股价稳定从而与媒体方“以物易物”，而媒体方也会因为所谓的利益而同意此种

交换，为公司发布带有良好信号的新闻，从而帮助公司营造良好的外部信息环境。其次，媒体在对公司进行报道时，信息的获取程度会受到一定的限制，无法准确全面地获取信息。最后，公司信息的需求者更容易对一些轰动的新闻产生反应，为了迎合这类需求，媒体在对公司进行报道时，可能更倾向于报道这些需求者喜闻乐见的内容，从而产生公司媒体报道倾向。

既然公司媒体报道倾向确实存在，那么它会产生什么影响呢？公司媒体报道倾向的存在会导致媒体在报道公司新闻时，隐藏对公司的不利报道，仅向市场提供公司的正面报道，这会产生严重的经济后果，影响市场参与者在资本市场中的筹投资决策，不仅使得媒体的监督职能未能有效履行，还容易产生反效果。那么如何能够抑制这种公司媒体报道倾向呢？研究发现高铁开通可以促进外部治理机制作用的发挥，包括外部审计、分析师关注等。既然高铁开通对于外部审计、分析师关注等外部治理机制具有显著的改善作用，而亦作为外部治理机制的媒体报道，是否也会受到高铁开通的影响？高铁开通是否能够起到抑制公司媒体报道倾向的作用呢？

经过十余年的资源投入，我国在交通基础设施建设上取得了良好成绩，拥有世界上最大规模的高铁网络布局 and 最高运行速度的中国高铁。在这样的环境背景下，针对高铁所产生的研究也层出不穷。高铁开通带来的宏观经济效应已经被大量学者证实，包括加快产业结构转型升级、降低雾霾污染、优化生产要素配置等。不仅如此，对于微观企业研究也在逐渐增加。基于这样的研究背景，本文以上市公司的相对地理位置改变为切入点，探究高铁开通对公司媒体报道倾向的影响，即公司所在地开通高铁之后，公司受到的媒体报道倾向是否会受到影响，具体而言，公司所受到的正面报道、负面报道以及中性报道是否会因此改变。

1.2 研究目的与研究意义

1.2.1 研究目的

本文旨在探究高铁开通对公司信息环境中的媒体报道的影响。媒体除了具备基本的信息传递功能外，在资本市场上还担任着重要的监督职能，发挥

着公司治理作用。关于这方面的研究很多，但越来越多的研究也在表明，这两种职能的发挥是需要依赖于媒体的客观独立性。然而媒体在对公司的信息进行传播的过程中往往会进行选择性地表达，产生公司媒体报道倾向，这会不利于媒体作用的发挥，会产生严重的经济后果。

基于此，本文想要探究公司受到的媒体报道倾向是否能因为某些原因而得到缓解，就比如最重要的地域因素，同时，本文希望从高铁的时空压缩作用和时空收敛效应两个方面来深入探究高铁开通抑制公司媒体报道倾向的路径机制，为媒体更好监督公司，改善上市公司信息环境提供些许建议。这是本文研究的目的。

1.2.2 研究意义

本文的研究意义主要包括理论意义和现实意义两个方面。

理论意义方面。首先，本文在一定程度上补充了关于公司媒体报道职能发挥影响因素的相关研究，丰富了资本市场参与主体获取公司信息的相关文献，为媒体更好发挥信息传播作用和公司治理作用提供了一些间接证据；其次，植根于中国的高铁环境，从高铁开通影响公司媒体报道倾向的视角出发，挖掘公司舆情的影响因素，考察了高铁开通加速信息要素流动，通过降低信息不对称影响公司媒体报道倾向，有效拓宽了高铁的研究范围，这将进一步丰富此领域的相关文献，为交通基础设施的经济效应提供了间接微观证据。

现实意义方面。首先，对于媒体工作者而言，高铁开通缓解公司媒体报道倾向的研究结果可以证实其借助高铁开展的报道工作确实是有意义的，要继续利用这一便捷的交通条件，加强对目标企业的实地考察，深入企业中了解真实的生产经营状况，发布客观可靠的报道，为构建良好的公司外部信息环境贡献一份力量；对于上市公司而言，高铁开通降低了各方与公司之间的信息不对称，增加了公司的信息透明度，公司需要做好相关信息披露，约束好自己的行为，踏踏实实做好自己的业绩。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文旨在探究高铁开通对公司信息环境中的媒体报道的影响。

高铁是一种高速便捷的交通运输方式，可以有效缩短地区间的时空距离，改变公司所处的相对地理位置。这种相对地理位置的改变可能会影响公司受到的媒体报道倾向。因此本文利用 2004 年到 2020 年沪深 A 股上市公司受到纸质财经媒体报道的新闻数据，以高铁开通为准自然实验，采用双重差分模型研究高铁开通对公司媒体报道倾向的影响，并简单探讨其路径机制。第一部分说明了本文研究的背景、目的等一系列基本问题，第二部分对公司媒体报道、公司媒体报道倾向和高铁开通做了简单的文献回顾，并对其进行了简单评述，第三部分主要是对整篇文章所用的理论和假设的提出进行概述，主要为高铁开通对公司媒体报道倾向的影响，第四部分对主要假设进行模型构建，第五部分则是对结果进行简单描述，除了最基本的回归结论之外，还对主回归结果进行平行趋势检验、安慰剂测试、替换解释变量等一系列稳健性检验以及异质性分组检验，尽可能保证结果的可靠，同时通过分组回归来探讨可能存在的路径机制，并对主要结论进行了拓展，第六部分总结了本文的主要研究结果和研究不足，并提了些许浅薄的建议。图 1-1 是本文简要的研究思路和研究内容。

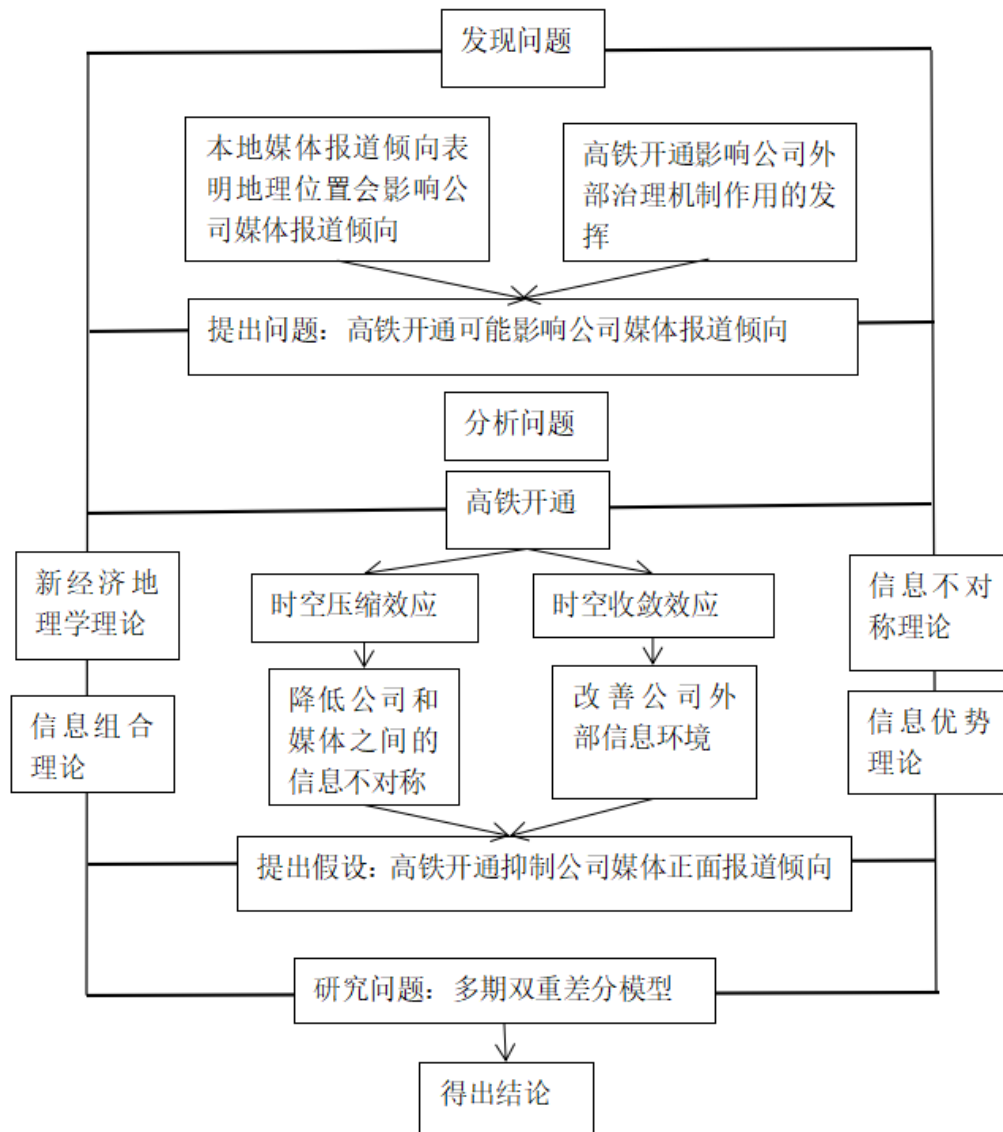


图 1-1 研究思路图

1.3.2 研究方法

本文采用了实证研究的方法。考虑到高铁的开通并不是一次性的，而是分批次逐步开通的，各个城市开通高铁的年份也不一致，因此本文参考了刘瑞明和赵仁杰（2015）、龙玉等（2017）、蔡春等（2019）的文章构建了双向固定效应 DID 计量模型，整理了中国各地级市高铁站点开通的时间，利用 2004-2020 年我国 A 股非金融上市公司数据，探究高铁开通对公司媒体报道

倾向的影响。其中实验组(Treatment Group)为2004—2020年期间办公所在城市开通高铁的上市公司样本,控制组(Control Group)为2004—2020年期间办公所在城市未开通高铁的上市公司样本(梁上坤,2021)。同时,本文还通过分组回归探讨了高铁开通对公司媒体报道倾向的影响在本地和异地分组、媒体报道量是否增加分组以及原创新闻和非原创新闻分组中的差异。除了最基本的多期双重差分模型外,本文在构建变量时还运用了主成分分析法构建公司信息处理成本,运用社会网络分析法构建了高铁通达程度。

1.4 研究创新

现有文献发现,媒体发挥着非常有效的公司治理作用,这种治理作用源自媒体客观公立的立场。但公司媒体报道倾向影响了媒体客观独立的职业操守,干扰了资本市场秩序,影响了资本市场资源的有效配置,不利于治理作用的发挥。因此研究公司媒体报道倾向的成因以及减弱的途径对于发挥媒体对公司的监督作用具有一定的意义,在一定程度上弥补了相关文献内容单一。同时补充了关于媒体报道对公司发挥作用影响因素的相关研究,丰富了公司媒体报道倾向的影响因素的相关文献。以往文献探讨了记者个体特征、政治压力、广告公关费用、社会关系等一系列因素对公司媒体报道倾向的影响,这些研究更多的是从公司信息供给方和需求方角度探讨公司媒体报道倾向的影响因素,对媒体获取公司信息的过程和渠道研究较少,而且更多是基于微观层面进行探讨,而较少从外部宏观环境视角出发。

植根于中国的特殊背景,本文聚焦于上市公司这个微观主体和高铁开通这个外部宏观环境,从高铁开通影响公司媒体报道倾向的视角出发,为交通基础设施的经济效应提供了微观证据。高铁开通具有不同于其他公关手段的产生机理和运营模式。本文试图从地理关系这一新的视角挖掘公司舆情的影响因素,考察了高铁开通加速信息要素流动,通过降低信息不对称影响公司受到的媒体报道倾向,有效拓宽了高铁的研究范围,这将进一步丰富此领域的相关文献。这是以往公司媒体报道的领域中研究较少的问题。

2. 文献综述

2.1 媒体报道

公司的信息环境由内部信息与外部信息构成，内部信息主要是公司本身进行的信息披露，外部信息则主要是信息中介对公司信息的传递和解读。媒体就是信息生产传播的重要途径之一。作为信息中介，媒体通过对信息进行收集、选择、认证和重新包装后对其进行传播，增加公司的公开信息（Bushee et al.,2010），从而缓解信息摩擦，降低信息不对称（Fang and Press,2009）。

聚焦于公司这个微观主体，媒体的作用主要体现在信息传播和公司治理方面，除此之外，媒体监督在一定程度上也可以起到代替司法保护不足的作用（于忠泊等，2012），而这些作用的发挥主要是通过公司受到媒体报道的“质”和“量”来影响。“质”主要表现为公司受到媒体报道发布信息的可靠性和相关性。媒体作为一种工具，首先，它应该把公司信息可靠地传递给公众（Dyck and Zingales,2002）。直接传递公司的信息是最为可靠的，例如 Blankespoor et al.（2014）在研究推特使用对于市场信息流动性的影响时，特意把新闻链接信息和其他信息做了区分，新闻链接信息就是对公司新闻的直接传播（firm-initiated information）。其次，媒体应该及时报道公众所需要的信息。一方面，媒体需要及时传播公司发布的信息，例如收益公告信息（Bushee,2010），另一方面，媒体还需要及时提醒投资者即将进行的公司披露。但是，如果媒体报道的是一些过时的信息，虽然他们不具备新的信息含量，但是投资者依然会对它产生反应，导致股价的暂时波动，这可能是因为一些新闻报道的读者可能没有意识到其他市场参与者已经在多大程度上交易了类似的过去信息，从而导致他们对新闻中的陈旧信息反应过度（Tetlock,2010）。“量”则体现为公司受到媒体报道的数量（媒体关注度）。新闻的扩散提高了公司信息传播的速

度和数量，从而提高了信息效率（Tetlock,2010）。对于陈旧信息，余峰燕等（2012）运用中国信息发现媒体重复信息依旧会影响资产收益，但实际上这种影响也只是暂时的，会在短期内得到修正，这是因为投资者存在有限理性，当他们听到重复信息时会认为存在“事实效应”，从而影响投资者信念，但是也有人认为这是由于信息传递的深广程度以及投资者认知的变化影响资产价格（Fang and Press,2009）。

2.1.1 信息传播作用

媒体将公司信息传播到了资本市场，从而影响到公司在资本市场的表现。就公司受到的媒体报道“量”而言，资本市场的注意力亦是一种稀缺资源（金宇超等，2017），公司通过增加媒体对其的关注，吸引投资者的注意，提醒更广泛的投资者关注公司的突发新闻，这样才能有机会促使投资者动作并将其反映到资产价格中（Ben-Rephael et al.,2017），从而帮助公司塑造良好的外部信息环境（Bushee et al.,2010）。媒体关注度低的公司股票未来收益比媒体关注度高的公司更高（Fang and Press,2009），这是一种由于信息透明度低导致投资者要求更高风险溢价补偿的现象，这一现象在中国股票市场也得到了验证（Zou et al.,2019）。同时，媒体关注度在一定情况下能预测相应的股票交易量以及超额交易量（徐巍和陈冬华，2016），影响股价波动非同步性（杨洁等，2016），增加短期内公司盈余信息的市场反应，缓解长期内的盈余公告后漂移程度（于忠泊等，2012），影响资产价格（赵静梅等，2010；余峰燕等，2012；徐巍等，2016）。就媒体报道“质”而言，当媒体报道中消极词语出现频率上升时，公司股票市场收益率会下降（Tetlock,2007），而且新闻报道文本情绪越极端，向市场传递的信息就容易存在倾向，上市公司资产错误定价就会越严重（游家兴和吴静，2012）。

2.1.2 公司治理作用

所有者和经营者之间因为利益不一致会产生委托代理问题，这需要公司治理对其进行缓解。公司治理一般分为内部治理和外部治理两个方面，其中

内部治理主要是公司内部组织的监督机制，包括股东大会、监事会和董事会等组织，而外部治理主要是由各种市场力量和公共力量对公司决策与行为的影响，除了分析师和外部审计师之外，媒体也是外部治理机制中非常重要的一部分（于忠泊等，2012）。在现代经济和社会中，信息的可用性是至关重要的，尤其是对公司投资者的决策至关重要，而这些信息中的大部分是由媒体提供的。

就媒体报道“量”而言，媒体关注度会影响公司治理。Dyck et al.(2008)通过研究俄罗斯的公司受到媒体报道的数据，发现对冲基金的游说会增加英美媒体对于公司治理违规行为的报道，而英美媒体的报道增加了公司治理违规被逆转的可能性。该结论在中国的制度背景下也是很好地得到了验证，媒体曝光公司行为的增加，不仅提高了上市公司改正违规行为的概率（李培功和沈艺峰，2010），而且上市公司违规的频率也很好得到了降低（周开国等，2016）。除此之外，媒体关注也能有效降低代理成本（罗进辉，2012），减少公司的融资成本（卢文彬等，2014），提高公司生产效率、公司业绩与社会责任，降低企业盈余管理程度（孔东民等，2013），但也有一些研究认为，媒体关注会对管理层产生压力，加强企业进行机会主义行为的动机（于忠泊等，2011）。同时，一些研究将媒体类型进行了划分，发现政策导向型媒体关注比市场导向性媒体关注更能提高上市公司内部控制质量（逯东等，2015）。就媒体报道“质”而言，媒体报道情感也会影响公司治理。负面报道不仅会抑制公司的税收激进度（刘笑霞等，2018），而且还会影响公司的违规风险率（Jiang et.al.,2022）。总而言之，公司治理作用的发挥主要是通过公司受到的媒体关注度和公司受到的负面报道量引起的。

媒体报道通过资本市场发挥公司治理作用。Dyck and Zingales（2003）认为媒体对公司进行报道可以很好地提高知情人士数量，并且很容易让资本市场上的投资者形成了一种共识，使得可信度得到了提高，在市场层面有了“说服力”，从而可以导致市场压力机制、声誉机制、行政介入机制效用的发挥。声誉机制认为媒体报道可以大大降低经济代理人获得信息的成本，同时增加了知情者（了解他人行为）的数量，从而影响了管理者和公司的声誉，改变管理层行为（Dyck and Zingales,2002），因为当管理者的行为与自身声誉挂钩时，管理者往往会使其“表面”看起来更出色，从而在一定程度上抑制其机会主义

动机，减少“坏行为”，增加“好行为”（孔东民等，2013）；行政介入（传统监督机制）机制认为公司受到媒体报道增加了上市公司出现不良行为被监管者发现的可能性，也就增加了其被行政介入且被处罚的可能性，从而会改变管理者行为，对于正处在经济转型阶段的中国而言，声誉机制的作用有限，上市公司更多程度上会考虑实际到手的利益，这时候行政介入机制就发挥着重要作用（李培功等，2010）；市场压力机制认为媒体对企业的关注会使管理者迫于舆论等压力，而进一步完善公司治理或改正公司不良行为，通过一些方式去向市场传递一种公司良好发展的信号，例如去进行盈余管理（于忠泊等，2011），媒体对公司进行报道会使得盈余信息在股价中的反应速度显著提高，盈余公告后漂移现象减弱，从而导致管理者进行更多的基于应计项目的盈余管理，进而满足资本市场预期。这就是媒体公司治理作用得以发挥的三种机制。

2.2 公司媒体报道倾向

媒体公司治理作用的发挥需要依赖于媒体的客观独立性，但实际上媒体的报道并不是完全客观的，由于种种原因，可能会出现公司媒体报道倾向性（Dyck and Zingales, 2003），主要表现为媒体在对公司进行信息传播的过程中往往会进行选择性地表达，“对报道内容的取舍、对词句语气的斟酌以及对不同信息来源的选择”（Gentzkow and Shapiro, 2006），这就是我们通常所说的公司媒体报道偏差或者公司媒体报道倾向。这种现象广泛存在，干扰了资本市场秩序，影响资本市场资源的有效配置，不利于媒体公司治理作用的发挥。孔东民等（2013）发现当地公司与当地媒体可能存在合谋（即媒体偏差）的证据，除此之外，也存在着媒体对于企业 IPO 上市的有偿沉默（方军雄，2014）、支付媒体公关费用（王木之和李丹，2016）的现象，媒体可能会因为私人利益驱动而收敛自己对于公司的监督，从而导致媒体公司治理的作用大幅度打了折扣，同时，这种具有较高公司媒体报道倾向的公司后期“业绩变脸”的可能性很高。上市公司如果存在控股媒体行业子公司（饶育蕾等，2016）、和媒体有着信息披露业务关系（薛健和汝毅，2020）的情况，都会影响媒体的独立性，产生公司媒体报道倾向。上述公司媒体报道倾向多用媒体报道的情感来体现。

接下来将从公司媒体报道倾向产生的原因、影响以及与地理位置的关系三个方面进行更为详细的文献回顾。

2.2.1 公司媒体报道倾向产生的原因

媒体作为公司和投资者之间的信息中介，当其产生报道倾向时，需要从信息的供给方、信息的需求方以及信息中介本身三个角度进行考量，许多学者对此进行了研究。就信息供给者而言，媒体报道的主要信息来源是公司，媒体需要公司提供信息，会倾向于与公司建立良好的关系，从而更多地发布有利于公司的报道。就信息中介本身而言，媒体因为自身获取信息能力限制（Dyck and Zingale,2003），会产生类似“羊群效应”的结果，媒体直接跟随公司发布的信息，盲目报道，从而导致报道会倾向于公司层面，这种公司媒体报道倾向主要是新闻工作者自身能力所致。就信息需求者而言，读者一般有两个需求。信息获取需求，读者希望依靠有用可靠的信息形成自己的观点（Dyck and Zingales,2002;Miller,2006）；娱乐需求，读者希望新闻能带给他们娱乐，追求“媒体效应”。Core et al.(2008)通过研究 CEO 薪酬的负面报道来验证读者看新闻是偏向于娱乐需求还是信息需求，结果发现两者兼有，但是会更加偏向于信息需求。除此之外，媒体作用的发挥不仅依赖于政府机构，例如通过行政介入，而且还会受到政府的影响，从而产生公司媒体报道倾向（邵志浩等，2019）。

聚焦于微观主体公司层面，我们知道媒体报道主要是为了缓解公司和投资者之间的信息不对称，因此信息的需求者应该主要是投资者，但是由于投资者行为会直接反馈于资本市场之中，从而影响公司在资本市场的表现，因此公司亦是媒体报道的重要信息需求方。例如 Teklock（2007）发现股票市场中的媒体情绪会影响投资者心理，媒体悲观情绪可以预测出资产价格下行压力。沈艳和王靖一（2019）通过中国网络借贷市场的角度发现当公司受到更积极的媒体报道时，网络平台借贷交易量会增加。因此公司肯定会希望看到有利于自己的媒体报道，因此有动机通过一些经济利益关系（例如广告投放）导致媒体的独立性受损。在资本市场上，各个组织之间很可能存在联系，在经济利益最大化目标驱动下，容易产生利益冲突（薛健和汝毅，2020），这种业务

关系可能使得媒体与上市公司达成一些内部协议，从而产生公司媒体报道倾向。Gurun（2010）研究发现，如果董事会成员具有大众媒体的工作经历，或者上市公司中有媒体专家，那么这些上市公司会获得更多的正面报道和更少的负面报道。国内对于此种关系也有较多研究。方军雄（2014）发现了“IPO 有偿沉默现象”，具体表现为上市公司通过向媒体支付高额的“媒体公关费用”，让媒体在公司进行 IPO 过程中“闭嘴”，不要发布对公司不利的信息，侧面帮助公司成功上市。除此之外，如果支付的公关费用越高，它被曝光的负面新闻也就越少（王木之和李丹，2016）。除了粗暴简单的“封口费”之外，公司方还想出了更多的方法去和媒体进行利益关联和交换，例如饶育蕾等（2016）就通过文本分析情感工具（ROST）识别每条新闻所体现的情绪状态，发现如果上市公司直接控股媒体行业子公司，那么它会受到更多的正面报道，进行了进一步分析之后，发现这样的报道倾向会显著增加公司的价值；薛健和汝毅（2020）发现上市公司会利用指定信息披露业务关系去影响公司媒体报道倾向，从而给公司带来正面效应。总而言之，公司媒体报道倾向确实存在，各种原因都有，重要原因在于上市公司为了维护自己在资本市场的良好形象与媒体进行利益交换。

2.2.2 公司媒体报道倾向的影响

随着社会的发展，投资者获取信息的途径虽然在逐渐增加，但媒体仍然是很重要的一部分。公司媒体报道倾向对投资者会产生影响，主要体现在影响投资者情绪。Dyck and Zingales(2008)研究发现，正面媒体报道和负面媒体报道会对投资者的情绪和股票价格产生不同程度的影响。张承鹜等（2021）通过手工采集公司媒体报道倾向相关数据，发现公司媒体正向报道倾向越高，公司的股票价格就具有更高的下行风险，从心理学角度分析，负面消息容易造成投资者恐慌，对股市的冲击力更为强烈。同时，媒体报道倾向也可能产生严重的经济后果，在宏观层面和微观层面都会产生影响。在公司层面，受广告等利益联结因素影响，媒体往往会隐藏对公司的不利报道，仅向市场提供有利于公司的信息（方军雄，2014），这在短期内会导致企业规模和收益的增加，可能会改变投资者对于公司的信念分布，影响其投资行为，进而影响公司

价值（才国伟等,2015;Gurun and Bulten,2012）。但这也是暂时的，可能存在反噬。王木之和李丹（2016）在方军雄（2014）的基础上继续对“IPO 有偿沉默”现象进行了拓展，发现通过支付媒体公关费确实加快了 IPO 的速度，但这会产生媒体报道倾向，导致在 IPO 之后可能会发生业绩变脸的现象，也会降低会计盈余质量。总而言之，公司媒体报道倾向确实能在短期内帮助公司营造虚假的外部信息环境，但这并不利于长期对公司治理作用的发挥。而媒体出于追求“轰动效益”造成的公司媒体报道倾向也会给公司带来不利影响，熊艳等（2011）通过对“霸王事件”进行案例分析，发现由于这种原因带来的公司媒体报道倾向会给公司带来无法估量的损失，甚至令资本市场产生混乱。公司媒体报道倾向除了影响公司本身外，还会对公司所在行业的竞争对手产生影响。李玲等（2020）发现如果公司受到了媒体不实的报道，公司原有的市场份额会被“挤出”，给竞争队友以机会抢占市场，从而产生溢出效应。

公司媒体报道倾向不仅影响媒体对公司治理作用的发挥，而且还会影响媒体在投资者心目中的形象。媒体作为法律制度外的一个重要的治理角色，是通过吸引投资者给投资者以信息来发挥作用的，而这种作用要想持续发挥，必须依靠发布真实可靠的报道来获得投资者持续性的关注（郑志刚，2007）。如果投资者们发现了媒体在报道时存在倾向，投资者会中断关注，并且不再信赖媒体。汝毅等（2019）聚焦于违规的公司受到媒体事前报道这一事件，采用三重差分模型，发现媒体在公司发生违规行为前发布积极的报道，在违规行为爆出后，投资者不仅会对该媒体的专业性和独立性产生怀疑，而且会对该媒体日后针对非违规公司的真实报道产生怀疑，媒体的声誉会受到严重的损坏。媒体公正报道对于媒体声誉的积累是十分重要的，公司媒体报道倾向的存在虽然短时间可能不会产生严重后果，但随着投资者解读信息能力的增强，会逐渐影响其在投资者心中的形象，大厦的崩塌就在一瞬之间。

2.2.3 公司媒体报道倾向与地理距离

许多的研究证实了地理距离会影响公司与外部信息需求者之间的信息沟通与交流，例如本地分析师在对上市公司进行盈余预测时，比非本地分析师有着更加精准的预测，当审计师和被审计单位之间的距离较近时，审计质量

也会更高。媒体报道作为企业外部信息环境的重要组成部分，其报道倾向也受到了地理距离的影响。Gurun and Zingale（2012）研究发现相比于外地公司，本地公司被报道时会受到本地媒体更少的负面词汇和更多的正面词汇，这表明公司媒体报道倾向确实会受到地理位置的影响。但实际上，这种影响倾向是从投资者的角度延申出来的一种现象，投资者往往倾向于将投资投在自己所熟悉的公司或者离自己所在地更近的公司。对于这种现象有两种理论可以进行解释，信息优势理论和投资者行为偏误理论。信息优势理论认为这是基于信息的熟悉所导致的，即本地投资者对于本地公司有着更多信息优势，并可以通过这种额外信息获取相应回报。Coval and Moskowitz 在 1998 年就发现了投资经理对总部设在当地的公司表现出强烈的偏好，并且他认为这种偏好地理上相近的投资现象归因于本地投资者和非本地投资者之间的信息不对称。与之相反的是投资偏误理论，这种理论认为本地偏好是基于纯粹的熟悉所导致的，Seasholes and Zhu（2010）发现基于本地而购买的股票表现不佳，Pool et al.（2012）也发现熟悉感确实会影响投资者的投资组合决策，但是并不会带来很好的投资结果，纯粹熟悉才是这种倾向性产生的原因。Chi and Shanthikumar（2017）通过分析本地网络搜索偏见对于盈余公告的反应来分析这种倾向的产生机制，发现非本地投资者较本地投资者会更依赖公共信息公告(信息优势理论)，并且本地偏好更强的公司盈余公告后漂移现象也更强(熟悉性偏差理论)，这两种理论都可以用于解释本地偏好。一些公司为了应对这种本地偏好采取了一些措施，例如在本国投资者不愿意持有外国公司股票的情况下，外国公司通过披露信息相对可读性较高的报表可以在一定程度上缓解这种本土偏好，降低投资者的信息劣势或心理距离（Lundholm et al.,2014）。

总而言之，公司媒体报道倾向确实会受到地理位置的影响。

2.3 高铁开通

根据新经济地理学理论，空间距离是社会生产、产品运输、信息传播的重要影响因素。交通基础设施的改善能降低距离带来的不利影响，提高交通运输中的效率，可扩大经济活动的空间范围，压缩时空距离，加强区域之间的互联互通，加强多方信息交流。

我国高铁发展迅速，针对高铁所产生的研究也层出不穷。高铁开通带来的宏观经济效应已经被大量学者证实，包括促进县级市经济增长（张俊，2017）、改善空气质量（张华和冯烽，2019）、优化企业生产要素配置、增强对高级人才的吸引力、促进高级人才的流动（杜兴强和彭妙薇，2017）。同时，对于微观企业研究也在逐渐增加。诸竹君等（2019）发现交通基础设施完善会影响当地的创新水平，使得企业专利申请数量和质量均显著提升；金智等（2021）研究发现城市开通高铁之后，申请上市的公司数量显著增加，并且公司上市申请的过会率也显著提高；黄张凯等（2016）发现公司所在地开通高铁后，IPO发行价格与真实价格之间的差异会得到缩小。除了针对具体的公司行为之外，高铁开通对于促进公司治理也有显著作用，例如降低公司权益资本成本（郭照蕊等，2021）、通过提高独立董事的工作积极性加强对上市公司的监督力度（张洪辉和平帆，2019）、通过降低信息不对称和监管成本，有效降低股价崩盘风险（赵静等，2018）。除此之外，在已知私募股权投资会对IPO产生积极治理作用的前提下，王媛媛等（2020）利用高铁开通这一准自然实验，发现公司所在地开通高铁后将会显著增强这种治理作用。同时还有研究发现高铁开通可以促进外部治理机制作用的发挥。蔡春等（2019）发现高铁开通能显著降低审计延迟，梁上坤（2021）在此基础上发现高铁开通能够使得审计质量得到提升，杨青等（2019）研究了高铁开通对证券分析师盈余预测的影响，发现高铁通车之后，分析师盈余预测的精准度显著提升，分歧度和乐观度显著下降，且这种效果是通过显著增加了分析师对沿线上市公司实地调研的积极性实现的。

总而言之，高铁开通无论是对宏观环境还是微观企业都起到了积极的作用。

2.4 文献评述

回顾公司受到媒体报道的相关文章，我们发现媒体报道作为上市公司外部信息环境的重要组成部分，起着重要的信息传递和公司治理作用，国内外对于这部分的研究已经是一个较为完善的状态，理论也较为充足。而媒体这些作用的发挥是需要依赖于媒体客观公正的报道，但许多的因素的存在导致

公司受到的媒体报道出现了倾向性，例如媒体工作者自身能力限制、公司与媒体受到的政治压力、公司和媒体方的社会关系等因素。为了保证媒体作用的发挥，许多文章开始研究公司媒体报道倾向。公司媒体报道倾向是一系列因素综合作用的结果，这些研究更多的是从信息供给方和需求方角度探讨公司媒体报道倾向的影响因素，对公司受到媒体报道时媒体获取信息的过程和渠道研究较少，尤其是从外部宏观环境的角度。

地理距离是影响信息传递的重要因素，现有的许多文献也对其进行了深入探讨，对上市公司外部信息环境组成部分中的分析师、审计师等都有研究，但对于其中公司受到的媒体信息披露研究较少。从理论上来说，地理距离会影响媒体工作者对于上市公司信息获取的程度、影响媒体与公司之间的关系，进而影响媒体对于上市公司的报道内容。因此本文借助高铁开通这一准自然实验，从地理关系这一新的视角挖掘公司舆情，考察了高铁开通加速信息要素流动，有效拓宽了高铁开通和公司媒体报道倾向的研究范围。

3. 理论分析与研究假设

3.1 理论分析

3.1.1 新经济地理学理论

传统的经济学理论一般都忽视现实的空间，认为各个市场主体（经济主体）可以快速地从—个空间转移到另一个空间，并且不需要花费额外的成本。但随着世界经济的全球化和区域化的逐渐加快，空间因素开始逐渐被有机融合进传统经济学理论，形成新经济地理学。

新经济地理学研究广泛，其中—个很关键的方向便是信息的空间性研究。空间距离是社会信息传播的重要影响因素，会对资本市场的各方面产生影响。根据新经济地理理论，交通基础设施的改善能降低距离带来的不利影响，可扩大经济活动的空间范围，压缩时空距离，加强区域之间的互联互通。高铁作为交通网络的重要组成部分，可以缓解空间距离的不利影响，通过降低运输成本提高空间可达性，从而在各个方面促进经济发展（龙玉等，2017）。

地理距离是影响公司信息传递的重要因素，而媒体信息披露作为企业外部信息环境的重要组成部分，在进行信息搜集时会产生—些信息搜寻成本，如果存在较远的地理距离，确实会影响信息的传递效率，从而影响公司媒体报道倾向。

3.1.2 信息不对称理论

很多经济理论的前提假设都认为，市场上每个经济主体都掌握着 100% 的市场信息，并且都是依据这些信息来做出判断，从中判断的结果也都是最优化的，但实际上，—情况并不存在（Hayashi,1982）。首先，人们的认知

水平还存在一些限制，而且并不是每一个投资者都具备完全解读信息的能力，因此这样简单粗暴的假设实际上是与现实情况存在着偏差的。其次，由于自利性的驱使，公司等利益相关者也会隐藏一些相关信息，因此并不是所有相关信息都能准确且全面地向投资者进行传递。所以，完全信息市场在现实生活中基本不可能真正出现。其实，现实中的市场是一个不完全的信息市场。不同的市场参与者对资本市场和环境有不同的理解和判断，从而导致市场经济变化的结果不能完全通过价格显示出来（Hong and Stein,1999）。

目前经典的有效市场假说共有三种形式，分别是弱式有效市场、半强势有效市场以及完全有效市场。这三种有效市场所反应的信息分别是所有历史股票走势信息、公司已公开披露的财务信息、未公开和已经公开的全部信息。这三种形式下，只有完全有效市场是不可以通过信息获取来达到超额收益的。同时由于我国资本市场还处于刚刚达到弱式有效市场的状态，自然就会出现各方信息不对称的情况。在媒体对公司信息进行披露时，存在着投资者、公司以及媒体工作者三个部分，三者之间存在着信息不对称。媒体作为信息中介，其本职是为了解决弱势有效市场中投资者和上市公司之间的信息不对称情况。

3.1.3 信息组合理论

信息组合理论指的就是通过信息之间的共享可以产生一种外延效应，这种外延效应可以加快信息的传播，并从中使得公司或者其他市场参与者获得一定的利益。高铁开通缩短了城市之间的时空距离，为信息的传播提供了一个良好的外部宏观环境，造成了一加一大于二的效果，通过信息组合让外延效应得以充分发挥，从而提高了信息的传递效率和传播质量。媒体作为企业信息传递的中介，由于地理因素的影响，在信息传递的过程中可能会发生信息的歪曲和损耗。媒体借助高铁可以促使公司信息得以聚集，并快速外延，更好发挥其信息传播和公司治理作用。

3.1.4 信息优势理论和投资偏误理论

信息优势理论认为本地投资者更喜欢投资本地公司是基于信息的熟悉所

导致的，即本地投资者对于本地公司有着更多信息优势，并可以通过这种额外信息获取相应回报（Coval and Moskowitz,1998）。同时，除了投资者之外，还引申到分析师领域，分析师也更喜欢分析预测本地的股票并且这会让他具有很强的信息优势（Bae et.al,2008）。

与之相反的是投资偏误理论，这种理论认为本地偏好是基于纯粹的熟悉所导致的（Seasholes and Zhu,2010;Pool et.al,2012），投资者投资与自己所在地地理位置更近的公司，并不会带来很好的投资结果，从侧面反映了这些投资者并没有拥有这种相近地理位置带来的信息优势，只是单纯因为“熟悉”才会出现这种偏好倾向。

高铁开通拉近了公司和媒体之间的距离，便于公司的信息更容易被获取，如果信息优势理论发挥作用，那么媒体在报道公司时会因为具有信息优势从而影响公司媒体报道倾向，如果是投资偏误理论发挥作用，那么只是单纯缩短了地理距离，并不会对公司媒体报道倾向产生影响。

3.2 研究假设

高铁开通拉近了各个城市之间的距离，导致公司与媒体报道方之间相对位置产生变化。一方面，可能导致类似“公司本地媒体报道倾向”现象的产生。另一方面，也有可能通过加速信息流动，降低媒体和公司之间的信息不对称，提高公司信息透明度，改善公司外部治理环境，抑制公司媒体报道倾向。

Gurun and Butler（2012）利用国外公司数据发现地理位置会影响公司受到的媒体报道倾向。一方面，媒体作为对信息进行收集、选择、认证和重新包装，然后把信息快速可靠地传递给公众（Dyck and Zingales,2002）的一种工具，如果距离信息源头更近，理因更容易获得信息。因此按照信息优势理论，本地媒体更有可能从当地公司获取信息，那么它的报道相对于其他而言应该更能提供更多信息，从而充当监督者的角色，可以称作“信息发现说”。另一方面，投资者是公司新闻的主要需求者，他们期望从媒体报道中获取相应的信息，而投资者中普遍存在着一种本地偏好现象（崔文杰等，2021），即投资者往往会更多地将投资投在自己所熟悉的公司或者离自己所在地更近的公司，投资的目的是为了收益，因此他们更希望看到更积极的媒体报道，从而从投资公

司得到相关收益。同时，本地公司和本地媒体之间具有较强的利益联结，公司希望对外树立良好的形象，于是与他具有较强的利益联结的本地媒体就更容易成为他的“啦啦队”，更多发布正面新闻，尽少发布负面新闻，可以称为“报道偏差说”。最终，Gurun and Butler（2012）的研究结果发现相比于非本地公司，本地公司更容易受到本地媒体带有更多正面词汇和更少负面词汇的新闻报道，他们充当的是“啦啦队”的角色，即在本地媒体在报道本地公司时更倾向于为他们的成功而欢呼，为他们的失败而沉默。从这个结论来看，信息优势理论并不适用。这就是所谓的“公司本地媒体报道倾向”。

公司本地媒体报道倾向表明确实存在着一种由于地理位置关系导致的媒体倾向。高铁开通作为一项准自然实验，可以改善相对地理位置，压缩媒体和上市公司之间的地理距离，两者之间的相对地理距离缩短，那么是否会导致产生类似的公司本地媒体报道倾向？一方面，公司和媒体更近的相对地理位置关系改变可能使得媒体更容易与上市公司达成利益联结，从而掩盖、修饰或重构一些重要的事件，维护公司利益，从而导致产生公司媒体报道倾向，使得公司受到的媒体报道更加追求“歌功颂德”，产生“啦啦队”效应，称作“报道偏差说”。另一方面，公司和媒体更近的相对地理位置关系，对于媒体在报道上市公司时产生了信息优势效应，使得媒体获得更多相关信息而发布更有价值性的报道，降低媒体和公司之间的信息不对称，提高公司信息透明度，改善公司外部治理环境，改善公司媒体报道倾向，称作“信息发现说”。

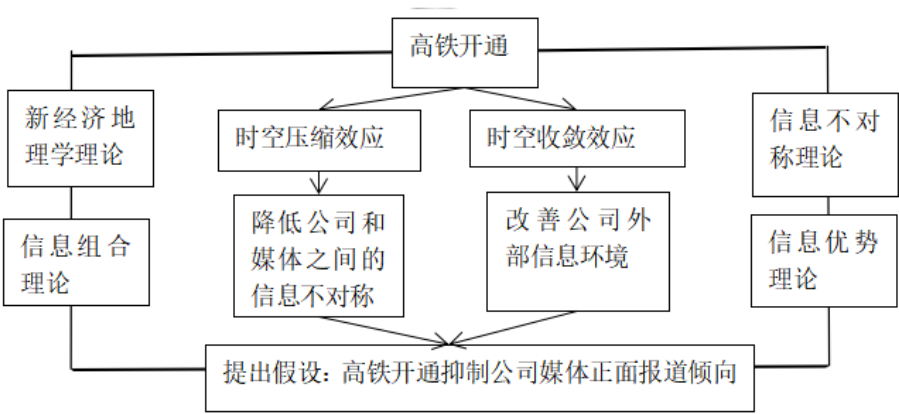


图 3-1 逻辑框架图

针对于两种不同的理论假设,本文倾向于“信息发现说”,具体逻辑框架如图 3-1 所示:

首先,高铁开通具有时空压缩效应,加速了公司方和媒体方的信息流通,降低了信息不对称性,从而使得城市的发展得以突破原有边缘,使得信息的交流更加互通。也就是说公司所在地高铁开通后,公司的信息能够更容易被媒体获取到,产生信息优势效应。公司媒体报道倾向产生的原因之一就是媒体报道方由于各种因素导致媒体报道者能力受限,从而需要依赖于公司发布的公开信息(Gurun and Butler,2012),而为了维护自己的利益,公司所发布的公开信息是更倾向于正面的(李春涛等,2014)。同时,如果媒体记者在调查和严格报道公司方面的预算更加有限,那么公司会容易受到更加积极的媒体报道。因为在这种情况下,媒体更有可能复制公司新闻稿的定性内容,这些内容很可能是积极的基调。因此当媒体获取到公司的更多信息时,他极有可能不会再像之前那样依靠公司所发布的信息。媒体记者可能通过和公司的直接接触获得更多信息,从而发布更多的报道,其内容更加客观、信息含量更高,公司受到的媒体报道倾向性更低,更好充当“监督者”的角色。换句话说,当媒体更接近于公司时,媒体会更容易产生负面报道,减少正面报道。

其次,高铁还具有时空收敛效应,即人口产业会向高铁沿线聚集。在这样的情况下,信息优势理论在高铁开通城市得以更加凸显,高铁沿线城市的人口产业更加汇集,竞争加剧,从而导致公司和媒体都受到更多的关注,从而更容易被获取信息,公司的信息透明度得以增加,媒体可能会掌握更多的信息,从而有助于提高媒体情报的收集,从而可以拥有更多的信息。除此之外,高铁通过压缩时空距离,加剧了媒体之间的互通有无,而媒体之间的竞争可以减少报道偏见(Germano and Meier ,2010;Piotroski et al.,2017)。与之类似的,高铁开通使得分析师盈余预测的乐观度显著下降(杨青等,2019)、审计延迟显著降低(蔡春等,2019)。总的来说,高铁开通能够改善公司信息环境,使得公司信息更加透明,从而导致其公司媒体报道倾向性减弱,主要体现在媒体正面报道减少,负面报道增加。

最后,除了时空压缩效应和时空收敛效应之外,高铁开通针对于公司还存在着治理效应。地理距离会增加相应的监督成本,随着高铁的开通,相关部门监管成本会降低,因此企业可能会面临着严格的外部监管,从而披露更高

质量的公开信息。在媒体报道大部分依赖于公司公开信息的情况下，高铁开通之后，媒体对于上市公司的正面报道也会减少。同时，Gentkow and Shapiro（2006）也发现当读者有更多可能接触到真实新闻时，媒体会因为声誉而降低报道偏差。除此之外，本地公司媒体报道倾向的存在是因为本地媒体和本地公司因为天然的地理联结，产生了天然的利益关系，例如政治关系等。这种天然的关系并不是仅依靠单纯改变相对地理位置就可以改变的。因此，本文认为高铁开通会让媒体对于高铁开通城市的上市公司的角色主要是“监督者”，而不是“啦啦队”，即公司所在地高铁开通后，公司受到的媒体报道倾向被抑制，主要体现为正面报道减少，负面报道增加。

实际上，除了正面报道和负面报道之外，实际还存在中性报道，媒体报道倾向性的减弱除了是由于正面报道和负面报道所引起之外，还可能由于中性报道的增加所致。综上所述，提出如下假设：

H1:公司所在地开通高铁后，公司媒体正面报道倾向会被抑制。

4. 研究设计

4.1 数据来源

本文选取了 2004 年至 2020 年 A 股上市公司相关数据，其中公司所在地高铁开通数据来源于 CNRDS 数据库，公司受到的媒体报道数据来源于 CNRDS 数据库，公司相关财务数据来源于锐思数据库和 CSMAR 数据库。参考蔡春等（2019）的文章，本文对数据做了如下处理：①删除了公司所在地高铁开通后上市或者退市的样本公司数据，②剔除金融业公司数据，因为其使用的会计准则与一般企业不同，③删除其他财务数据缺失的样本数。同时对数据进行了上下 1% 的缩尾处理，最终的样本一共包括 2053 家上市公司，最终共得到 17806 条公司-年度数据。

4.2 模型构建

本文采用了多期双重差分模型（刘瑞明和赵仁杰，2015；蔡春等，2019）探究高铁开通对公司媒体报道倾向的影响。本文的实验组为 2004 — 2020 年期间上市公司所在城市开通了高铁的样本数据，控制组为 2004 — 2020 年期间上市公司所在城市未开通过高铁的样本数据（梁上坤，2021）。公司所在城市用的为上市公司的总公司办公地所在城市。参考前人文章（杨青等，2019；蔡春等，2019），控制公司固定效应和时间固定效应，构建以下模型：

$$\begin{aligned} \text{Slant1}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{HSR} \times \text{After}_{i,t} + \alpha_2 \text{controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Stkcd} + \varepsilon_{i,t} \\ \text{Slant2}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{HSR} \times \text{After}_{i,t} + \alpha_2 \text{controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Stkcd} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

为了更好地辨别公司媒体报道倾向地改变是由于正面报道变化还是负面报道变化引起的，本文将公司媒体报道倾向进行了细化拆分。同时，财经媒

体对于上市公司的报道除了正面报道和负面报道，还包含了一大部分中性报道，可以从侧面衡量高铁开通对于媒体报道倾向的影响，因此构建以下模型：

$$\begin{aligned} \text{Slant_Pos}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{HSR} \times \text{After}_{i,t} + \alpha_2 \text{controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Stkcd} + \varepsilon_{i,t} \\ \text{Slant_Neg}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{HSR} \times \text{After}_{i,t} + \alpha_2 \text{controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Stkcd} + \varepsilon_{i,t} \\ \text{Slant_Neu}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{HSR} \times \text{After}_{i,t} + \alpha_2 \text{controls}_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Stkcd} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

4.3. 变量说明

4.3.1 公司媒体报道倾向

很多文章都有对公司媒体倾向的衡量，于忠泊等（2012）在 WISENEWS 上选择了 14 种财经媒体和 10 大综合性媒体，并从中按照公司名称（简称）搜索下载新闻，只有提及该公司最多的新闻才能记为本公司新闻。杨洁等（2016）和卢文彬（2014）等则参照了 Fang and Press（2009）的文章，运用百度搜索引擎得到股票受投资者关注度。薛健和汝毅（2020）采用了报刊新闻量化舆情数据库 CNAD 中的每一条媒体报道情绪。本文由于技术限制，直接参考了李倩等（2021）和 Core et al.（2008）的文章，构建公司媒体报道倾向。

公司媒体报道倾向（Slant）相关数据来源于 CNRDS 财经新闻数据库，考虑到数据的稳定性及可比性，只采用了公司受到纸质媒体报道的数据。CNRDS 中提供了公司每天受到的媒体报道数量，本文经过统计计算，整理出了公司—年度受到的总报道数据、正面报道数据、负面报道数据以及中性报道数据。具体的公司媒体报道倾向构建模型如下所示：

$$\begin{aligned} \text{Slant1}_{i,t} &= \frac{\text{Pos coverage}_{i,t} - \text{Neg coverage}_{i,t}}{\text{Coverage}_{i,t}} \\ \text{Slant2}_{i,t} &= \frac{\text{Pos coverage}_{i,t} - \text{Neg coverage}_{i,t}}{\text{Pos coverage}_{i,t} + \text{Neg coverage}_{i,t}} \end{aligned}$$

其中，Poscoverage_{i,t} 为公司—年度正面报道数量，Negcoverage_{i,t} 为公司—年度负面报道数量，coverage_{i,t} 为公司—年度报道数量，通过计算正面报道与

负面报道的不平衡程度来度量财经媒体对上市公司的报道倾向， $Slant1$ 具体表现为公司受到的正面报道数量减去负面报道数量之后占总报道的比值， $Slant2$ 具体表现为公司受到的正面报道数量减去负面报道数量之后占公司受到的正面报道数量和负面报道数量之和的比值。两种构造方式都可以用来衡量公司媒体报道倾向。

$Slant_Posi,t$ 衡量公司 i 在 t 年受到的正面报道占总报道的比值。 $Slant_Negi,t$ 为公司受到的负面报道占总报道的比值， $Slant_Neui,t$ 为公司收到的中性报道占总报道的比值。

4.3.2 高铁开通

本文的关键解释变量为高铁是否开通 ($HSR*After$)，它实际上是高铁是否开通 (HSR) 和高铁通车前后 ($After$) 的交互项。参考梁上坤等 (2021) 的文章，考虑高铁开通具有一定的滞后性，如果高铁开通的时间在上半年视为本年度开通高铁，如果高铁开通的时间在下半年则视为下一年度开通高铁。同时，本文采用双重差分模型，其中的控制组为样本期间没有开通高铁的公司， $HSR*After$ 始终取值为 0，实验组为样本期间开通高铁的公司，高铁开通之前 $HSR*After$ 取值为 0，高铁开通之后 $HSR*After$ 取值为 1。

4.3.3 控制变量

参考薛健和汝毅 (2020) 的文章设置控制变量，其中大部分数据直接来源于 CSMAR 和锐思数据库。资产负债率 ($Leverage$) 为公司负债总额与资产总额的比值；资产收益率 (ROA) 为公司当年净利润与年末资产总额的比值；公司规模 ($Size$) 为公司年末总资产加一的对数值；股权集中度 ($Top1$) 为公司第一大股东的持股比例； SOE 衡量公司的股权性质，国企取值为 1，否则取值为 0；盈余性质 ($BNews$) 衡量公司当年的净利润变化，如果当年净利润低于上年，则代表公司当年盈余出现不好信号，取值唯 1，否则取值为 0；资本市场公司股票层面的控制变量包括：股票收益率 ($Return$)、股票换手率 (TV)、股票收益波动率 (STD)、市净率 (MB) 等；公司外部信息环境主要是媒体和分析

师，其中分析师跟踪数（Analyst）为对公司进行跟踪的分析师或团队数量加一的对数值，分析师预测偏差（Analyst Bias）则是参考杨青等（2019）度量方法，用一定时间内所有分析师对上市公司每股收益的预测值与真实每股收益差的绝对值取平均之后，再除以上年度的股票收盘价来衡量分析师预测值与真实值之间的偏离程度。

所有的解释变量如表 4-1 所示：

表 4-1 变量解释

变量类型	变量名称	变量符号	变量解释
被解释变量	公司媒体报道倾向	Slant	公司受到的正面报道与负面报道的不平衡程度
	公司媒体正面报道倾向	Slant_Pos	公司受到的正面报道占总报道数量的比例
	公司媒体负面报道倾向	Slant_Neg	公司受到的负面报道占总报道数量的比例
	公司媒体中性报道倾向	Slant_Neu	公司收到的中性报道占总报道数量的比例
解释变量	高铁是否开通	HSR	公司所在地开通过高铁取值为 1，从未开通过高铁则取值为 0
	高铁开通前后	After	公司所在地开通高铁前取值为 0，开通高铁后取值为 1
控制变量	资产负债率	Leverage	负债总额/资产总额
	资产收益率	ROA	净利润/总资产
	企业规模	Size	log（总资产+1）
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
	分析师跟踪数	Analyst	log（对公司进行跟踪的分析师或团队数量+1）
	盈余性质	BNews	如果公司当年的净利润低于上年，则取值为 1.否则为 0
	股票收益率	Return	公司年度股票收益率
	市净率	MB	每股市价/每股净资产
	股票换手率	TV	年换手率
	股权性质	SOE	国企则取值为 1，否则为 0
	股票收益波动率	STD	一年内股票收益率的标准差
	分析师准确度	Analyst Bias	预测 eps 与真实 eps 的偏离程度

5. 实证检验与分析

5.1 描述性统计

2004 年，秦沈铁路作为中国第一条客运专线铁路正式投入运行，为 2008 年大规模的高铁建设先行探路，之后我国高铁快速发展，截止 2020 年，共有 285 个城市开通高铁，具体趋势如图 5-1 所示。

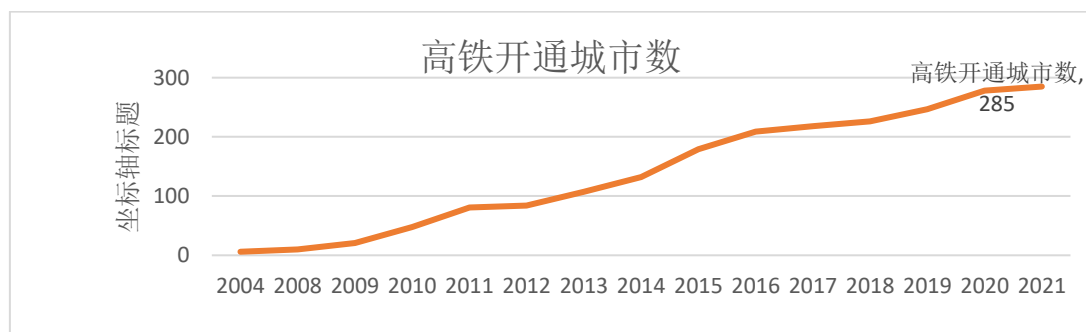


图 5-1 高铁开通的城市数量

为了检验控制组和实验组的公司媒体报道倾向是否存在差异，本文进行了单变量均值差异 T 检验。将全部样本分为控制组（所在地未开通高铁的上市公司样本）和实验组（所在地开通高铁的上市公司样本），分别计算样本均值，图 5-2 为具体的公司媒体报道倾向均值，同时对均值的差异进行了 T 检验，具体指标如表 5-1 所示。从中我们可以看到，实验组的 *Slant1*、*Slant2* 和 *Slant_Pos* 都明显小于控制组，而实验组的 *Slant_Pos* 和 *Slant_Neu* 都明显高于控制组，且两者的差异都在 1% 的水平上显著。

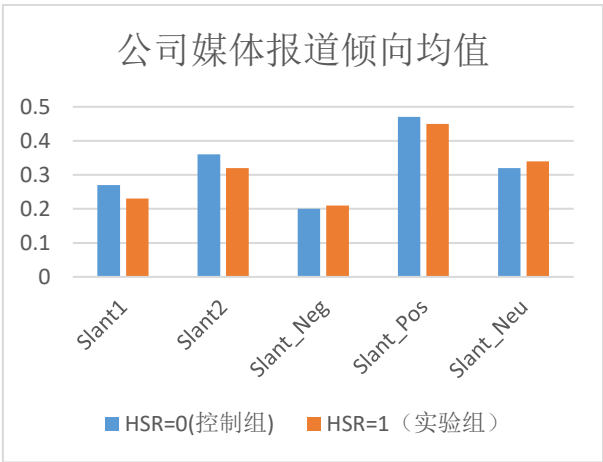


图 5-2 公司媒体报道倾向均值

表 5-1 均值差异 T 检验

Variable	HSR=0(控制组) (样本量 2141)	HSR=1 (实验组) (样本量 15769)	差值	T 值
Slant1	0.27	0.23	0.04	6.0362***
Slant2	0.36	0.32	0.04	5.7041***
Slant_Neg	0.2	0.21	-0.01	-3.559***
Slant_Pos	0.47	0.45	0.02	6.6455***
Slant_Neu	0.32	0.34	-0.02	-4.0549***

注：* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01。

聚集到具体公司层面，如表 5-2 所示，发现 80%左右的样本公司所在地开通了高铁，50%左右的样本公司-年度开通了高铁。而样本公司受到的媒体报道多集中于正面报道，占总报道的比值平均达到 45%，上市公司在一年内受到的正面报道最大值达到了 100%，而负面报道占比较小，比值的平均值只有 21.3%，最多的公司受到的媒体负面报道也只占据 60%。总体而言，所有上市公司受到的媒体报道偏向于正面报道，其次为中性报道，负面报道最少。

表 5-2 描述性统计

Variable	N	Mean	SD	Min	p25	p50	p75	Max
Slant1	17910	0.238	0.255	-0.467	0.077	0.24	0.4	1
Slant2	17910	0.325	0.322	-0.571	0.116	0.355	0.571	0.9
Slant_Neg	17910	0.213	0.13	0	0.123	0.2	0.289	0.6
Slant_Pos	17910	0.45	0.166	0	0.345	0.444	0.55	1
Slant_Neu	17910	0.334	0.146	0	0.243	0.331	0.417	0.8
HSR	17910	0.880	0.324	0	1	1	1	1
After	17910	0.536	0.499	0	0	1	1	1
Leverage	17910	0.47	0.195	0.068	0.322	0.477	0.619	0.875
ROA	17910	0.048	0.055	-0.142	0.018	0.042	0.073	0.227
Size	17910	22.5	1.316	20.06	21.57	22.33	23.27	26.41
Top1	17910	0.362	0.153	0.092	0.24	0.347	0.475	0.75
MB	17910	3.297	2.631	0.576	1.599	2.514	4.074	15.68
TV	17910	5.27	3.736	0.502	2.448	4.257	7.146	18.06
STD	17910	0.029	0.009	0.013	0.023	0.028	0.034	0.054
Analyst Bias	17910	0.034	0.041	0.002	0.01	0.02	0.041	0.242
Analyst	17910	1.964	0.902	0.693	1.099	1.946	2.708	3.829
Return	17910	0.248	0.705	-0.698	-0.215	0.055	0.495	3.047

5.2 相关性分析

表 5-3 是本文的回归变量的相关性结果，Slant1、Slant2、Slant_Pos、Slant_Neg、Slant_Neu 和高铁开通均显著相关，初步证实了高铁开通对公司媒体报道倾向存在显著影响。

表 5-3 相关系数矩阵

	Slant1	Slant2	Slant_Neg	Slant_Pos	Slant_Neu	HSR*after	Leverage	ROA	Size	Top1	BNews	MB	TV	SOE	STD	Analyst Bias
Slant1	1															
Slant2	0.94***	1														
Slant_Neg	-0.83***	-0.88***	1													
Slant_Pos	0.90***	0.76***	-0.50***	1												
Slant_Neu	-0.24***	-0.42***	-0.33***	-0.63***	1											
HSR*after	0.09***	0.10***	-0.12***	0.04***	-0.05***	1										
Leverage	-0.04***	-0.04***	0.06***	-0.02***	-0.02***	-0.01	1									
ROA	0.06***	0.06***	-0.07***	0.04***	0.03***	-0.06***	-0.40***	1								
Size	0.09***	0.09***	-0.08***	0.07***	0	0.24***	0.46***	-0.06***	1							
Top1	0.06***	-0.06***	0.05***	-0.06***	0.02**	-0.06***	0.08***	0.08***	0.21***	1						
BNews	-0.07***	-0.07***	0.07***	-0.05***	-0.01	0.01	0.04***	-0.4***	0	-0.01	1					
MB	-0.03***	0.03***	0.03***	-0.02***	-0.01	-0.04***	-0.10***	0.21***	-0.37***	-0.07***	-0.14***	1				
TV	0.01	-0.01	0.02***	0.03***	-0.05***	-0.16***	-0.10***	-0.08***	-0.39***	-0.18***	-0.01*	0.28***	1			
SOE	-0.08***	-0.07***	0.07***	-0.06***	0.02**	-0.09***	0.25***	-0.07***	0.24***	0.24***	-0.00	-0.12***	-0.14***	1		
STD	-0.01**	-0.03***	0.05***	0.01***	-0.05***	-0.15***	-0.01***	-0.07***	-0.28***	-0.08***	-0.00	0.36***	0.63***	-0.06***	1	
Analyst Bias	-0.07***	-0.08***	0.10***	-0.04***	-0.04***	0.01	0.22***	-0.42***	0.14***	-0.03***	0.32***	-0.15***	0.02**	-0.01*	-0.02***	1

注：* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/605220232144011100>