



企业社会失责媒体曝光 与投资者选择性反应

马永远^{1,2}, 沈 奥³

1 南京航空航天大学 经济与管理学院, 南京 211106

2 南京大学 商学院, 南京 210093

3 西安交通大学 管理学院, 西安 710049

摘要: 出于自身利益的考量, 企业很少主动披露其社会失责, 媒体便成为披露企业社会失责的重要渠道。基于信号理论的观点, 企业社会失责这种信号通过媒体传递给投资者, 投资者会据此做出反应。由于不同维度企业社会失责涉及的利益相关者群体不同, 而且企业和社会失责媒体曝光前积累的媒体声誉以及在社会失责曝光时基于社交媒体的投资者情绪均存在差异, 投资者可能对不同维度企业社会失责信号产生差异性反应, 这就构成了投资者对企业社会失责媒体曝光的内在选择性反应机理。

以信号理论为理论基础, 构建多维度和多因素条件下企业社会失责媒体曝光对投资者反应的影响效应模型。以2011年至2015年205个中国沪深上市企业的社会失责媒体曝光事件为样本, 从中国重要报纸全文数据库收集企业社会失责媒体曝光数据, 从东方财富网股吧、报刊新闻量化舆情数据库和国泰安数据库获取其他变量数据。采用事件研究法、层级回归分析法和bootstrap中介效应检验法, 实证分析企业社会失责媒体曝光对投资者选择性反应的影响。

研究表明, ①3个维度企业社会失责媒体曝光均促使投资者产生消极反应, 与企业绿色失责媒体曝光和社会层面失责媒体曝光相比, 企业治理失责媒体曝光对投资者反应的消极影响较大; ②企业媒体声誉减弱了3个维度企业社会失责媒体曝光对投资者反应的消极影响; ③基于社交媒体的投资者情绪在企业绿色失责媒体曝光和治理失责媒体曝光与投资者反应的关系之间发挥中介作用。

研究结果系统阐述了企业社会失责媒体曝光对投资者反应的影响机制, 有助于指导企业根据自身资源状况对不同维度的社会失责媒体曝光进行资源配置, 提升企业对其媒体声誉的重视, 并为企业在社会失责媒体曝光背景下如何监测和应对基于社交媒体的投资者情绪提供经验证据。

关键词: 企业社会失责; 媒体曝光; 投资者反应; 企业媒体声誉; 基于社交媒体的投资者情绪

中图分类号: F272

文献标识码: A

doi: 10.3969/j.issn.1672-0334.2022.02.005

文章编号: 1672-0334(2022)02-0060-12

收稿日期: 2020-11-23 修返日期: 2021-08-06

基金项目: 国家自然科学基金(71904084); 中央高校基本科研业务费专项资金(NR2021007); 中国博士后科学基金(2021M691501); 江苏省“双创博士”人才计划(201930580)

作者简介: 马永远, 管理学博士, 南京航空航天大学经济与管理学院讲师、南京大学商学院博士后, 研究方向为战略联盟、技术创新和绿色管理等, 代表性学术成果为“Media environment, venture capital, and technological innovation: evidence from China”, 在线发表在2021年《Managerial and Decision Economics》, E-mail: myy126069@163.com
沈奥, 西安交通大学管理学院博士研究生, 研究方向为创新管理、新产品开发和企业社会责任等, E-mail: shenao@stu.xjtu.edu.cn

引言

现阶段,中国尚未健全的市场监管体制、滞后的市场调节和逐利的企业本性催生了诸如企业社会失责等与经济高质量发展相悖的经济现象^[1]。例如,2014年石化双雄被曝违规排放,双双进入环保黑名单;2018年,“廉价外卖速食包事件”曝光,将外卖食品安全推到风口浪尖;2020年,瑞幸咖啡被曝财务造假,最终致使其在纳斯达克交易所退市^[2]。通过上述企业社会失责的实例可知,企业社会失责涉及的内容广泛,包含企业绿色失责、企业社会层面失责和企业治理失责等。而且社会失责的披露均离不开一个强有力的载体——媒体^[3]。

基于信号理论的观点,企业与投资者之间存在信息不对称^[4]。在信息不对称的情形下,企业内部管理者了解企业运营的真实状况,而投资者很难掌握企业的真实信息,信号的存在有助于投资者更好地做出决策。当企业社会失责这种信号通过媒体传递给投资者这类重要的利益相关者时,投资者可能根据这种信号做出相应的反应。且由于不同维度企业社会失责涉及的利害关系不同,投资者对不同维度企业社会失责可能产生选择性反应。遗憾地,已有研究尚未清晰阐明投资者对不同维度企业社会失责媒体曝光的内在选择性反应机理^[5]。

对于投资者而言,企业在其社会失责媒体曝光之前积累的媒体声誉是可以被直接观察到的信号。因此,投资者对企业社会失责媒体曝光的反应不可避免地受到企业已积累的媒体声誉这种信号的影响。进一步地,当面对企业社会失责媒体曝光时,投资者从媒体获得的企业信息与其以往积累的与企业有关的信息并不一致,投资者的心理平衡将被打破。在此情形下,投资者具有较强的动机在社交媒体上搜寻信息,社交媒体上投资者生成的内容成为另一个投资者可以观察到的信号。基于这一逻辑,在企业社会失责媒体曝光的情形下,基于社交媒体的投资者情绪将在企业社会失责媒体曝光与投资者反应之间扮演一定的角色。

综合以上背景,本研究基于信号理论探讨企业社会失责媒体曝光对投资者选择性反应的影响,以及企业媒体声誉对企业社会失责媒体曝光与投资者选择性反应关系的影响,并探索基于社交媒体的投资者情绪在企业社会失责媒体曝光与投资者反应之间的作用,研究结果对拓展企业社会失责媒体曝光与投资者反应关系研究、丰富信号理论具有重要意义。

1 相关研究评述

企业社会失责媒体曝光涉及一系列损害不同利益相关者群体利益的行为,因此学者们主张将企业社会失责媒体曝光划分为多个维度展开研究。已有研究提出可以将企业社会失责媒体曝光划分为企业绿色失责媒体曝光、企业社会层面失责媒体曝光和企业治理失责媒体曝光3个维度,并且探讨了这3个

维度企业社会失责媒体曝光与投资者反应之间的关系^[6-8]。然而,这些研究结论不一,且大多探讨单个维度企业社会失责媒体曝光对投资者反应的影响。事实上,投资者可能有选择地对企业社会失责媒体曝光的不同维度做出反应。王垒等^[6]的研究表明,由于环境保护与企业核心价值观的关系并不密切,投资者对企业绿色失责媒体曝光的反应并不强烈;GROENING et al.^[7]认为投资者对社会层面失责媒体曝光的反应强于对企业绿色失责媒体曝光的反应;周开国等^[8]发现媒体对公司治理过程中存在的问题进行报道直接关系到投资者自身的利益,可能遭到投资者的强烈反对。尽管部分研究认为投资者会对不同维度的企业社会失责媒体曝光产生不同反应,已有研究尚未清晰阐明投资者对3个维度的企业社会失责媒体曝光的选择性反应机制。

对于投资者,由于企业在其社会失责媒体曝光之前已经积累了一定或好或坏的媒体声誉,企业社会失责媒体曝光对投资者反应的作用过程中不可避免地受到企业已积累的媒体声誉的影响。作为一种难以替代和模仿的无形资源,企业媒体声誉直接关系到其能否在激烈的市场竞争中获取和保持优势地位^[9]。在企业社会失责媒体曝光情景下,企业外部声誉的作用受到研究者的关注。李焰等^[10]发现企业积累的良好媒体声誉有助于投资者进行积极归因,缓和投资者对企业的负面判断和制裁。遗憾的是,国内外研究尚未系统探讨企业媒体声誉对于3个维度企业社会失责媒体曝光与投资者反应关系的影响。

在企业社会失责媒体曝光情景下,社交媒体成为投资者传递信号的重要平台。与传统媒体不同,社交媒体平台是基于web 2.0技术形成的强互动平台,它允许用户交互式创建、共享、交流和交换信息,吸引了众多投资者在社交媒体上搜寻信息和表达观点^[11]。由于具有匿名性和自发性特征,社交媒体上的用户生成内容能够更直接地反映投资者情绪。纵观已有研究,学者们聚焦于基于社交媒体的投资者情绪作为自变量的情形。然而,在企业社会失责媒体曝光情景下,投资者在社交媒体上交换信息的动机增强,进而产生了基于社交媒体的投资者情绪,这种情绪在社交媒体用户的互动过程中对投资者决策产生影响。因此,基于社交媒体的投资者情绪在企业社会失责媒体曝光与投资者反应的关系中起桥梁作用,引入基于社交媒体的投资者情绪这一变量有助于打开企业社会失责媒体曝光与投资者反应之间的黑箱。

因此,本研究认为面临社会失责媒体曝光的企业需要以下3个方面的理论指导:①剖析不同维度的企业社会失责媒体曝光对投资者反应的影响,这将指导企业根据自身资源状况进行资源配置,以应对不同维度的社会失责媒体曝光;②分析企业媒体声誉对企业社会失责媒体曝光与投资者反应之间关系起怎样的作用,这将提升企业对自身媒体声誉的重视;

③探讨企业社会失责媒体曝光如何通过基于社交媒体的投资者情绪作用于投资者反应,这将指导企业有效应对其社会失责媒体曝光时基于社交媒体的投资者情绪。

2 理论分析和研究假设

2.1 企业社会失责

企业“做好事”与“做坏事”并不是对立存在的,自企业社会失责的概念产生以来,学者们基于不同的视角展开研究。以 FERRY^[12] 为首的研究认为企业社会失责是企业社会责任的对立面,主要表现在企业做出了违背道德或在道德上令人难以接受的行为;以 ARMSTRONG et al.^[13] 为首的研究则认为企业社会失责与企业社会责任是两种不同的行为,二者产生的机制是相互独立的,且应以法律和道德两个标准来判定企业社会失责。还有研究基于利益相关者的视角对企业社会失责进行界定^[14],郑海东等^[15] 认为企业社会失责是指企业出于某种考虑而没有遵循利益相关者期望的以促进社会总福利增长的方式来承担社会责任并对社会造成负外部效应的企业行为;KÖLBEL et al.^[16] 的研究表明,企业社会失责是对利益相关群体造成不利影响的一系列企业行为。基于已有研究,本研究立足于利益相关者理论,将企业社会失责界定为企业在经营活动和价值创造的过程中违反法律法规或者道德,并且给利益相关者带来负外部效应的行为。投资者作为企业最重要的利益相关者之一,其在股票市场上的反应是企业社会失责最有效的监督机制^[6]。因此,本研究针对投资者对企业社会失责的反应展开研究。

企业社会失责涵盖了一系列与利益相关者的合法要求相违背的行为,如企业可能做出与自然环境有关的法律、法规或道德背道而驰的行为,可能提供富有争议的、损害消费者利益的产品和服务,在治理过程中可能产生会计信息披露不规范、高层管理者舞弊、偷税漏税等违法或不道德行为。由此可见,企业社会失责可以划分为不同维度。本研究以多米尼400社会指数中的环境、社会、治理评级标准为基准,参考符合中国具体情况的企业社会责任数据库——中国研究数据服务平台 CCSR 子库,结合中国企业社会失责的特点,将企业社会失责划分为绿色失责、社会层面失责和治理失责3个维度。

出于经济利益的考量,企业几乎不会主动披露自身的社会失责信息,媒体成为利益相关者获取企业社会失责信息的重要途径^[17]。因此,本研究的企业社会失责是基于媒体曝光这一情景展开的。与国内外众多与企业媒体报道相关的研究一致,本研究中的媒体是指报纸^[18-19],报纸在一段时间内对企业社会失责的报道次数即为企业社会失责媒体曝光(以下简称社会失责曝光)。因此,参考对企业社会失责维度的划分,本研究将社会失责曝光划分为企业绿色失责媒体曝光(以下简称绿色失责曝光)、社会层面失责媒体曝光(以下简称社会层面失责曝光)和治理

层面失责媒体曝光(以下简称治理失责曝光)。

2.2 投资者对3个维度社会失责曝光的选择性反应

投资者反应是指投资者在资本市场上基于对企业某些行为的感知和认识而产生与之对应的买进或卖出企业股票的投资选择^[20]。囿于信息不对称,投资者处于相对信息劣势地位^[21]。媒体的一个重要特性是能够快速引起投资者对某一事件的关注^[22],媒体对企业信息的收集、处理和传播使投资者的信息劣势地位得到改善^[23],并为投资者决策传递一定的信号。企业社会失责经由媒体曝光后,投资者不仅对企业的经营状况产生了新的认知,也会预期企业未来因社会失责问题而带来的成本,从而导致投资者对该企业股票未来回报率的预期降低。此外,媒体对某类信息传播的增加会影响投资者对该信息的关注度^[24]。媒体传递的某一企业社会失责的信息越多,则会吸引投资者更多地关注这一企业的失责行为,增加投资者对失责事件的反应强度,并最终导致投资者的不满或者不合作。

尽管企业绿色失责、社会层面失责和治理失责媒体曝光均会使投资者产生消极反应,但因不同维度企业社会失责涉及的利益相关者群体不同,其对投资者产生的影响也不尽相同^[7]。企业治理失责直接损害投资者的切身利益,与投资者的利害关系较强,投资者据此会产生更为消极的反应。陈泽艺等^[25] 研究发现媒体负面报道会影响投资者对该企业股票的信心。与企业治理失责相比,企业社会层面失责虽未直接损害投资者利益,但由于客户和雇员与企业核心价值链较近,企业社会层面失责相对也比较重要。GROENING et al.^[7] 认为,与涉及环境污染的新闻相比,投资者对涉及客户和雇员等利益相关者利益的新闻更为敏感。相比之下,由于环境与企业的核心价值链的距离较远,而且与企业价值的直接联系难以确认,企业绿色失责行为往往被投资者视为不那么重要,投资者往往只对重大绿色失责行为作出负面反应^[26]。综上,投资者对治理失责曝光的消极反应最强,对社会层面失责曝光的消极反应次之,对绿色失责曝光的反应最弱。因此,本研究提出假设。

H₁ 企业绿色失责曝光、社会层面失责曝光和治理失责曝光均会促使投资者产生消极反应,且治理失责曝光对投资者反应的消极影响最强,社会层面失责曝光的影响次之,绿色失责曝光的影响最弱。

2.3 企业媒体声誉的调节效应

企业媒体声誉是指媒体这类利益相关者在对企业产品或者服务、身份认同的基础上形成的对企业的一种积极情感体验,它代表了媒体对企业产生的认知和情感评价^[10]。作为一种难以替代和模仿的无形资源,良好的企业声誉有助于其在激烈的市场竞争中获取和保持优势地位^[27]。信号理论的观点表明,企业媒体声誉具有信号价值,这种信号会影响企业绿色失责、社会层面失责和治理失责媒体曝光时投资者对企业的感知以及决策的制定。

企业媒体声誉将从3个方面对社会失责曝光与投资者反应之间的关系产生影响。①当企业媒体声誉较高时,社会失责曝光会打破投资者对企业的原有认知,产生认知矛盾和心理失调。根据自我确认偏见的观点,当存在认知失调时,个体会以与之前信念一致的方式搜索、处理和解释信息,此时高企业媒体声誉可以缓冲社会失责曝光带来的负面影响。②企业媒体声誉会影响投资者对企业社会失责信息的解读。投资者在对企业某一行为进行归因时,会考虑他们以往掌握的企业信息和对企业的情感评价,当面临社会失责曝光时,拥有高媒体声誉的企业可能享受到“疑罪从无”的好处。③较高的媒体声誉能够增加投资者对企业的信任,这种信任使企业与投资者之间保持良好的关系,在此情景下,投资者对社会失责曝光的消极反应就会减弱。因此,本研究提出假设。

H_{2a} 企业媒体声誉减弱绿色失责曝光对投资者反应的消极影响;

H_{2b} 企业媒体声誉减弱社会层面失责曝光对投资者反应的消极影响;

H_{2c} 企业媒体声誉减弱治理失责曝光对投资者反应的消极影响。

2.4 基于社交媒体的投资者情绪的中介效应

社会失责曝光反映了企业为了追求自身利润最大化,在生产经营中将对自然环境、员工、客户、社区和投资者等利益相关者的责任置之度外,做出对利益相关者不利的行为^[28]。行为金融学的观点表明,股票价格并非仅仅由企业的内在价值决定,还在很大程度上受到投资者主体的决策影响,即投资者心理对证券市场的价格和价格变动具有重大影响^[29]。基于社交媒体的投资者情绪可被界定为投资者在社交媒体平台上表现出的一种对企业资产未来现金流和投资风险的预期。当投资者从媒体处获取了企业生产经营活动中对利益相关者不利的行为信息,其对有关企业股票价值的原有预期随之改变,从而产生焦虑、不安和恐惧等负面情绪^[30]。投资者在社交媒体上进行信息交换的过程中,其情绪在信息传播的过程中表现出来^[31]。这种投资者情绪不仅可以预测投资者的反应,而且在其他投资者的决策过程中发挥信号作用。具体表现在以下3个方面:

①投资者的认知能力存在局限性,其对企业的认识和判断受到媒体报道的影响。媒体报道增加了企业社会失责的透明度,通过议程设置功能,引起投资者对企业社会失责的关注^[24]。社会失责曝光触发了投资者将该失责的信息与其以往积累的信息进行对比,对比后会产生一种心理感知。由于媒体曝光的信息可能与投资者以往积累的信息不同,投资者的心理平衡被打破。此时,投资者倾向于通过社交媒体搜寻和交换信息,并且根据自身掌握的信息表达对企业股票的观点。因此,投资者情绪在观点表达中显现出来。②基于社交媒体的投资者情绪代表了投资者对企业股票投资风险和未来的收益预期,基

于社交媒体的投资者情绪越乐观,说明投资者对企业股票投资风险预期越低,对未来收益的预期越高;而基于社交媒体的投资者情绪越悲观,说明其对企业股票投资风险预期越高,对未来收益的预期越低,从而影响投资者的投资倾向和投资行为^[32]。③本研究认为,社会失责曝光为投资者提供了企业履行责任的信息。社会失责曝光引发了基于社交媒体的投资者情绪变动,且基于社交媒体的投资者情绪会进一步影响投资者反应。基于这一逻辑,本研究提出假设。

H_{3a} 基于社交媒体的投资者情绪在绿色失责曝光与投资者反应之间起中介作用;

H_{3b} 基于社交媒体的投资者情绪在社会层面失责曝光与投资者反应之间起中介作用;

H_{3c} 基于社交媒体的投资者情绪在治理失责曝光与投资者反应之间起中介作用。

综上,构建本研究概念模型,见图1。

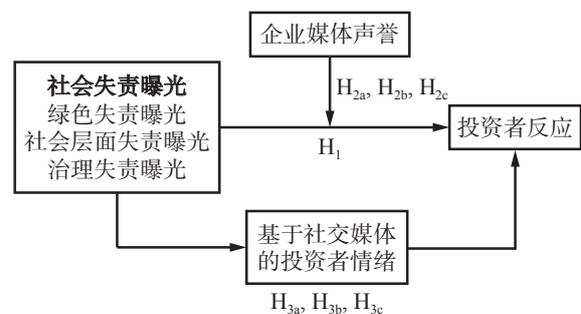


图1 概念模型

Figure 1 Conceptual Model

3 研究设计

3.1 样本选择和数据来源

2010年11月1日,国际标准化组织(International Standard Organization, ISO)发布了社会责任指南标准(ISO26000)。自此,全球对企业社会责任概念的界定得到统一。在此基础上,2011年以来,中国社会各界对企业社会责任的理解和认同也逐步加深。自2016年以来中国股市经历了巨大的政策变化,由于本研究主题与企业社会责任和投资者反应息息相关,因此,本研究以中国沪深两地A股上市企业为样本来源,将时间范围限定为2011年至2015年。由于缺乏可以直接采用的数据库,关于3个维度社会失责曝光的样本需要通过手工收集。本研究梳理大量关于媒体报道的研究,依据企业绿色失责、社会层面失责和治理失责包含的内容,通过中国知网的“中国重要报纸全文数据库”获取社会失责曝光的样本^[33]。为了确保没有遗漏重要信息,本研究团队的3名博士研究生仔细阅读2011年1月1日至2015年12月31日《证券日报》和《21世纪经济报道》两家报纸中的所有报道,确定涉及绿色失责曝光的50个事件样本、社会层面失责曝光的71个事件样本和治理失责曝光的107个事件样本,其中,207个事件为两家报纸共

同报道, 8个事件为《证券日报》报道, 13个事件为《21世纪经济报道》报道。然后需要对样本进一步筛选。

首先, 为了避免社会失责曝光不同维度或者同一维度不同事件带来的交叉影响, 本研究删除同一年内发生两次及以上同类或不同类社会失责曝光样本, 即只保留同一年内发生一次社会失责曝光的企业为样本; 其次, 排除3个维度社会失责曝光前3天内出现其他混淆事件干扰的样本。主要是剔除新产品发布、企业兼并、高管人事变动和重大销售合同公告等可能对股票市场带来较大影响的事件^[34]。最终的样本包含205份事件数据, 其中, 绿色失责曝光的样本数量为46个, 占总样本的22.439%; 社会层面失责曝光的样本数量为63个, 占总样本的30.732%; 治理失责曝光的样本数量为96个, 占总样本的46.829%。最后, 本研究涉及的企业媒体声誉的数据来自报刊新闻量化舆情数据库; 采用“八爪鱼数据采集系统”在东方财富网股吧上抓取基于社交媒体的投资者情绪数据; 企业股票、财务和公司治理数据来自国泰安数据库。

3.2 变量测量

3.2.1 因变量: 投资者反应

参考WEI et al.^[35]的研究, 本研究采用事件发生前一天、当天和后一天的累计异常报酬率测量投资者反应, 选择[-128, -8]区间作为估计窗, -128和-8是相对于事件发生日而言的。采用市场模型估计正常报酬率的期望值。正常报酬率的计算公式为

$$R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 为股票, t 为时期, m 为市场; $R_{i,t}$ 为股票报酬率; $R_{m,t}$ 为大盘指数的市场报酬率; $\alpha_{i,t}$ 和 $\beta_{i,t}$ 为参数; $\varepsilon_{i,t}$ 为回归残差, 期望值为0。在本研究中, 市场报酬率用上证A股和深证A股的综合指数代替。异常报酬率的计算公式为

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_{i,t} + \beta_{i,t}R_{m,t}) \quad (2)$$

其中, $AR_{i,t}$ 为异常报酬率, 仅能就某个事件日期而言。为了研究事件对股票报酬率产生的影响, 需要按时间累计出该只股票的累计异常报酬率, 即通过特定期间内每日异常报酬率的累加值得出。计算公式为

$$Car_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (3)$$

其中, Car 为累计异常报酬率, t_1 为事件发生前一天, t_2 为事件发生后一天。

3.2.2 自变量

(1) 绿色失责曝光

本研究根据KLD数据库(Kinder、Lydenberg和Domini三者合称为KLD)中企业绿色失责的内容, 采用媒体在事件曝光前一天、当天和后一天3天内对某个企业绿色失责报道的数量测量绿色失责曝光^[16,18]。

(2) 社会层面失责曝光

与绿色失责曝光的测量类似, 本研究根据企业社会层面失责的内容, 采用媒体在事件曝光前一天、当

天和后一天3天内对某个企业社会层面失责报道的数量测量社会层面失责曝光^[16,18]。

(3) 治理失责曝光

本研究根据企业治理失责的内容, 采用媒体在事件曝光前一天、当天和后一天3天内对某个企业治理失责报道的数量测量治理失责曝光^[16,18]。

3.2.3 调节变量: 企业媒体声誉

本研究采用DEEPHOUSE^[36]研究中的测量方法, 他们认为可以用新闻媒体对上市企业的情感评价测量企业媒体声誉。新闻媒体对上市企业情感评价的数据来自报刊新闻量化舆情数据库, 由于该数据库遵循规范严谨的数据处理流程, 并以前沿学术研究为指导, 能够保证数据处理过程的规范性和数据库字段的实用性, 本研究选取该数据库中新闻整体情感倾向性汇总得分测量企业媒体声誉。与已有研究一致, 计算方法是发生企业绿色失责、社会层面失责和治理失责曝光前一年有关新闻整体情感倾向性汇总得分进行平均。

3.2.4 中介变量: 基于社交媒体的投资者情绪

参考尹海员等^[37]的研究, 本研究采用东方财富网股吧作为数据源, 构建基于社交媒体的投资者情绪变量。通过对东方财富网股吧关于个股的发帖讨论分析, 采用社会失责曝光前一天、当天和后一天的情感倾向为乐观的帖子数占帖子总数的比重测量基于社交媒体的投资者情绪, 并运用ROST Content Mining软件对抓取的事件数据逐个进行情感倾向分析。

在采用情感分析软件进行分析后, 需要测试情感分析软件分析的有效性。本研究选取300个帖子进行人工分析, 按两个步骤进行处理。根据已有研究的惯常做法, 由两名博士研究生组成编码小组分别对所有帖子进行编码, 采用文本分析方法将每一个帖子编码为乐观、悲观或者中立。编码小组对90%文本的编码取得一致意见, 表明编码具有内部可靠性。对编码不一致的帖子由第3名研究人员最后确定帖子的性质。参考程琬芸等^[38]的研究, 采用分类正确率评价软件分析的有效性, 即分类正确率 = $\frac{\text{分类正确的帖子数}}{\text{人工分析的帖子总数}} \times 100\%$ 。分类有效性的检验结果为82.136%, 说明本研究的情感分析有效^[38]。

3.2.5 控制变量

本研究选取企业规模、企业盈利能力、托宾Q、杠杆效率、市场化水平和行业性质作为控制变量。当面临社会失责曝光时, 具有较大规模的企业容易受到投资者的关注, 从而影响投资者反应^[39]。已有研究对企业规模的测量较为成熟, 而且存在多种不同的指标, 包括企业销售总额、企业员工数量和企业总资产等^[40]。本研究采用社会失责曝光的前一年年末企业员工数量的自然对数测量企业规模。此外, 已有研究认为企业盈利能力、托宾Q、杠杆效率、市场化水平和行业性质对股票市场均有一定影响^[38]。本研究采用社会失责曝光的前一年年末总资产净利率测量企业盈利能力; 采用社会失责曝光的前一年

表1 变量定义
Table 1 Definitions of Variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	投资者反应	<i>Car</i>	累计异常报酬率
自变量	绿色失责曝光	<i>GrM</i>	媒体在事件曝光前一天、当天和后一天3天内对某个企业绿色失责报道的数量
	社会层面失责曝光	<i>ScM</i>	媒体在事件曝光前一天、当天和后一天3天内对某个企业社会层面失责报道的数量
	治理失责曝光	<i>GoM</i>	媒体在事件曝光前一天、当天和后一天3天内对某个企业治理失责报道的数量
调节变量	企业媒体声誉	<i>MY</i>	对发生企业绿色失责、社会层面失责或者治理失责媒体曝光前一年内有关新闻整体情感倾向性汇总得分进行平均
中介变量	基于社交媒体的投资者情绪	<i>ScI</i>	3个维度社会失责曝光前一天、当天和后一天共3天东方财富网股吧上情感倾向为乐观的帖子数占帖子总数的比重
控制变量	企业规模	<i>Sca</i>	社会失责曝光的前一年年末企业员工数量的自然对数
	企业盈利能力	<i>PB</i>	社会失责曝光的前一年年末总资产净利率
	托宾 <i>Q</i>	<i>TQ</i>	社会失责曝光的前一年年末托宾 <i>Q</i> 值
	杠杆效率	<i>Lev</i>	社会失责曝光的前一年年末企业资产负债率
	市场化水平	<i>Mkt</i>	各地区市场化指数
	行业性质	<i>Ind</i>	当样本企业所属行业为制造业时取值为1,否则取值为0

年末的托宾*Q*值^[41],计算公式为

$$Q = \frac{\text{企业市场价值}}{\text{资产总计} - \text{无形资产净额} - \text{商誉净额}} \quad (4)$$

采用社会失责曝光的前一年年末的企业资产负债率测量杠杆效率;采用樊纲等^[42]的各地区市场化指数测量市场化水平;由于制造业上市企业的样本量最多,高达145家,占总样本的70.732%,本研究依据样本企业所属行业是否为制造业测量行业性质,属于制造业取值为1,否则取值为0。变量定义见表1。

4 实证结果和分析

4.1 变量的描述统计和相关性分析

本研究将与绿色失责曝光、社会层面失责曝光和治理失责曝光有关的变量进行描述性统计和相关性分析,表2给出以绿色失责曝光为例的分析结果,对于社会层面失责曝光和治理失责曝光的分析结果类似,不再列示。各变量之间相关系数绝对值最大的是绿色失责曝光样本中企业规模与行业性质的相关系数,为0.647,初步说明各变量之间并不存在严重的多重共线性。本研究进一步检验各变量的多重共线性问题,各变量的方差膨胀因子(*VIF*)小于10,最大的*VIF*值为1.826,容忍度大于0.100,说明变量的共线性问题不严重。

4.2 假设检验结果

表3给出社会失责曝光的各项回归结果,模型1a~模型1d检验与绿色失责曝光有关的假设,模型2a~模型2d检验与社会层面失责曝光有关的假设,

模型3a~模型3d检验与治理失责曝光有关的假设,模型1a、模型2a和模型3a为基准模型,仅包含控制变量。对*H*₁的检验,本研究借鉴CLEARY^[43]和连玉君等^[44]的研究,将样本分为绿色失责曝光、社会层面失责曝光和治理失责曝光3组进行回归。首先,由模型1b可知,绿色失责曝光与投资者反应显著负相关, $\beta = -0.381, p < 0.050$;由模型2b可知,社会层面失责曝光与投资者反应显著负相关, $\beta = -0.500, p < 0.010$;由模型3b可知,治理失责曝光与投资者反应显著负相关, $\beta = -0.595, p < 0.010$ 。因此,3个维度的企业社会失责媒体曝光均会促使投资者产生消极反应。其次,检验3个维度企业社会失责媒体曝光对投资者反应消极影响的强弱,由上述3个回归系数的绝对值可以初步说明,治理失责曝光对投资者反应的影响最强,社会层面失责曝光的影响次之,绿色失责曝光的影响最弱。进一步地,对3个系数进行差异检验。本研究采用与CLEARY^[43]同样的步骤,进行两两对比,基于似无关回归模型的检验结果表明,绿色失责曝光与社会层面失责曝光对投资者反应的影响差异不显著, $\chi^2 = 0.090, p = 0.768$;绿色失责曝光与治理失责曝光对投资者反应的影响存在显著差异, $\chi^2 = 5.550, p = 0.019$;社会层面失责曝光与治理失责曝光对投资者反应的影响存在显著差异, $\chi^2 = 9.530, p = 0.002$ 。因此,*H*₁得到部分验证。本研究提出的与企业绿色失责媒体曝光相比,企业社会层面失责媒体曝光对投资者反应的消极影响较大这一研究假设未得到验证,可能的原因是,本研究关注投资者的短期

表2 描述性统计结果和相关分析(绿色失责曝光)

Table 2 Results for Descriptive Statistics and Correlations Analysis (Coverage of Green Irresponsibility)

变量	<i>Car</i>	<i>GrM</i>	<i>MY</i>	<i>ScI</i>	<i>Sca</i>	<i>PB</i>	<i>TQ</i>	<i>Lev</i>	<i>Mkt</i>	<i>Ind</i>
<i>Car</i>	1									
<i>GrM</i>	-0.498**	1								
<i>MY</i>	0.296 [†]	-0.278 [†]	1							
<i>ScI</i>	0.174	-0.309	0.055	1						
<i>Sca</i>	0.307	-0.339 [†]	0.254	-0.365 [†]	1					
<i>PB</i>	-0.061	0.047	-0.043	0.059	0.046	1				
<i>TQ</i>	-0.380*	0.491**	-0.223	0.049	-0.444*	0.306*	1			
<i>Lev</i>	0.195	0.396**	0.344*	0.094	0.474*	-0.292 [†]	-0.436**	1		
<i>Mkt</i>	-0.100	-0.011	0.242	-0.231	0.209	-0.327*	-0.257 [†]	-0.029	1	
<i>Ind</i>	-0.325 [†]	0.254	-0.141	0.092	-0.647**	-0.052	0.201	-0.250	-0.085	1
均值	-0.026	3.651	0.265	0.374	8.665	0.063	2.226	0.469	7.156	0.628
标准差	0.058	1.999	0.217	0.249	1.726	0.091	1.671	0.190	1.608	0.489

注:**为 $p < 0.010$, *为 $p < 0.050$, [†]为 $p < 0.100$, 下同。

表3 企业社会失责媒体曝光的回归结果

Table 3 Regression Results for Media Coverage of Corporate Social Irresponsibility

变量	<i>Car</i>											
	绿色失责曝光组				社会层面失责曝光组				治理失责媒体曝光组			
	模型1a	模型1b	模型1c	模型1d	模型2a	模型2b	模型2c	模型2d	模型3a	模型3b	模型3c	模型3d
<i>GrM</i>	-0.381* - 0.562* - 0.500 [†]											
<i>ScM</i>					-0.500** - 0.414** - 0.477**							
<i>GoM</i>									-0.595** - 0.593** - 0.629**			
<i>MY</i>	0.116 0.270				-0.073 -0.079				-0.065 -0.060			
<i>GrM</i> · <i>MY</i>	0.427 [†]											
<i>ScM</i> · <i>MY</i>					0.192*							
<i>GoM</i> · <i>MY</i>									0.197**			
<i>Sca</i>	0.142	0.125	0.179	0.349	-0.492**	-0.352*	-0.256	-0.214	-0.025	0.034	0.025	0.034
<i>PB</i>	-0.049	-0.090	-0.291	-0.337	0.103	0.177	0.114	0.127	0.213 [†]	0.222*	0.134	0.117
<i>TQ</i>	-0.362 [†]	-0.204	-0.024	-0.151	-0.245	-0.211	0.091	0.037	0.090	0.124	0.031	0.027
<i>Lev</i>	-0.100	-0.177	-0.068	-0.104	0.099	0.033	0.098	0.039	-0.047	-0.204*	-0.143	-0.155
<i>Mkt</i>	-0.242	-0.215	-0.221	-0.246	0.184	0.091	0.081	0.045	0.047	0.133	0.075	0.088
<i>Ind</i>	-0.196	-0.158	0.034	0.069	-0.142	-0.143	-0.075	-0.098	-0.200 [†]	-0.234*	-0.237*	-0.236*
R^2	0.237	0.336	0.425	0.556	0.197	0.408	0.302	0.332	0.093	0.420	0.368	0.405
ΔR^2		0.099	0.089	0.131		0.211	0.106	0.030		0.327	0.052	0.037
<i>F</i> 值	1.862	2.526*	1.756	2.130 [†]	2.288*	5.419**	2.927**	2.072*	1.321	7.490**	5.465**	4.977**
样本量	46	46	46	46	63	63	63	63	96	96	96	96

注:表中数据为标准化回归系数。

反应,短期内投资者对与自身利益最相关的事件较敏感,而对与自身利益联系不够紧密的事件敏感度较低^[45]。因此,投资者对与自身利益联系不够紧密的企业绿色失责与社会层面失责的媒体曝光没有产生差异化反应。

本研究采用层级回归的方法对H₂调节效应进行检验,借鉴AIKEN et al.^[46]的研究,在计算交互项前将自变量和调节变量标准化处理。表3中,模型1c在模型1b的基础上引入企业媒体声誉,模型1d在模型1c的基础上引入绿色失责曝光与企业媒体声誉的交互项,交互项与投资者反应显著正相关, $\beta=0.427, p < 0.100$,表明企业媒体声誉减弱了绿色失责曝光对投资者反应的消极影响,H_{2a}得到验证。模型2c在模型2b的基础上引入企业媒体声誉,模型2d在模型2c的基础上引入社会层面失责曝光与企业媒体声誉的交互项,交互项与投资者反应显著正相关, $\beta=0.192, p < 0.050$,表明企业媒体声誉减弱了社会层面失责曝光对投资者反应的消极影响,H_{2b}得到验证。模型3c在模型3b的基础上引入企业媒体声誉,模型3d在模型3c的基础上引入治理失责曝光与企业媒体声誉的交互项,交互项与投资者反应显著正相关, $\beta=0.197, p < 0.010$,表明企业媒体声誉减弱了治理失责曝光对投资者反应的消极影响,H_{2c}得到验证。

为了更清晰地反映上述调节效应,借鉴AIKEN et al.^[46]的研究,本研究绘制社会失责曝光背景下企业媒体声誉的调节效应图,按照均值加减一个标准差将企业媒体声誉分为高和低。图2给出绿色失责曝光背景下企业媒体声誉的调节效应,企业媒体声誉减弱了绿色失责曝光对投资者反应的消极影响。同样,企业媒体声誉也减弱了社会层面失责曝光和治理失责曝光对投资者反应的消极影响,因图形类似,不再列示。

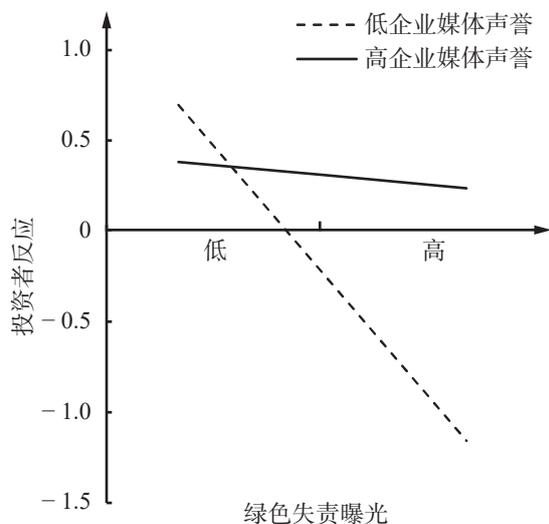


图2 企业绿色失责媒体曝光背景下企业媒体声誉的调节效应

Figure 2 Moderating Effects of Corporate Media Reputation Given Media Coverage of Corporate Green Irresponsibility

4.3 中介效应检验

本研究遵循ZHAO et al.^[47]采用的检验中介效应的方法。采用bootstrap方法分别对3组样本进行中介效应检验,设定样本量为5000,选择置信区间为95%,选用Bias correlated方法。①检验基于社交媒体的投资者情绪对绿色失责曝光与投资者反应之间关系的中介效应,结果表明,95%置信区间为 $[-0.024, -0.00003]$,不包含0,且中介效应值为 -0.005 ,H_{3a}得到验证。②检验基于社交媒体的投资者情绪对社会层面失责曝光与投资者反应之间关系的中介效应,结果表明,95%置信区间为 $[-0.004, 0.0009]$,包含0,H_{3b}没有得到验证。③检验基于社交媒体的投资者情绪对治理失责曝光与投资者反应之间关系的中介效应,结果表明,95%置信区间为 $[-0.010, -0.0003]$,不包含0,且中介效应值为 -0.004 ,H_{3c}得到验证。H_{3b}未得到验证,可能的原因是,基于社交媒体的投资者情绪存在缺失值,这些缺失值主要集中在企业社会层面失责媒体曝光的样本中,本研究采用众数插值方法进行缺失值的填补,这就人为地增加了噪声,可能导致统计检验的不显著。但由于这些样本仅缺失基于社交媒体的投资者情绪这个变量的值,其他变量均不存在缺失值,故此没有将这些样本删除。

4.4 稳健性检验

本研究采用以 $[-168, 8]$ 作为事件估计窗口估计出的累计异常报酬率作为因变量,进行稳健性检验。①对H₁进行稳健性检验,基于似无关回归模型的稳健性检验结果表明,绿色失责曝光与社会层面失责曝光对投资者反应的影响差异不显著, $\chi^2=0.070, p=0.799$;绿色失责曝光与治理失责曝光对投资者反应的影响存在显著差异, $\chi^2=5.820, p=0.016$;社会层面失责曝光与治理失责曝光对投资者反应的影响存在显著差异, $\chi^2=8.900, p=0.003$ 。②对层级回归的结果进行稳健性检验,结果与上文回归模型的假设检验结果基本一致,说明本研究的层级回归结果较为稳健。③中介效应的稳健性检验结果表明,基于社交媒体的投资者情绪对绿色失责曝光与投资者反应之间关系的中介效应检验,95%置信区间为 $[-0.025, -0.0001]$,不包含0,且中介效应值为 -0.005 ,H_{3a}的结果稳健;基于社交媒体的投资者情绪对社会层面失责曝光与投资者反应之间关系的中介效应检验,95%置信区间为 $[-0.005, 0.0007]$,包含0,H_{3b}没有得到验证,上述结果稳健;基于社交媒体的投资者情绪对治理失责曝光与投资者反应之间关系的中介效应检验,95%置信区间为 $[-0.010, -0.0004]$,不包含0,且中介效应值为 -0.004 ,H_{3c}的结果稳健。综上所述,中介效应检验结果较为稳健。

5 结论

5.1 研究结果

本研究以2011年至2015年205个真实发生的企业社会失责媒体曝光事件,运用事件研究法、层级回归分析法和bootstrap中介效应检验法,构建企业社会

失责媒体曝光与投资者反应关系的理论模型。研究结果表明,①企业绿色失责媒体曝光、社会层面失责媒体曝光和治理失责媒体曝光均会影响投资者反应,与企业绿色失责媒体曝光和企业社会层面失责媒体曝光相比,企业治理失责媒体曝光对投资者反应的消极影响较大。②企业媒体声誉减弱了3个维度企业社会失责媒体曝光对投资者反应的消极影响,即在3个维度的企业社会失责媒体曝光背景下,企业媒体声誉可以成为一种“保护伞”。③基于社交媒体的投资者情绪在企业绿色失责媒体曝光和企业治理失责媒体曝光与投资者反应关系中具有中介效应。

5.2 理论贡献

(1) 本研究结果有助于拓展企业社会失责媒体曝光与投资者反应关系的研究。正如上文所述,已有企业社会失责媒体曝光对投资者反应关系的研究呈现分散化特征,这可能导致企业社会失责媒体曝光与投资者反应关系的研究结果不一致甚至有失偏颇,而且不利于形成对企业社会失责媒体曝光与投资者反应关系的系统化认识。本研究将企业社会失责媒体曝光划分为企业绿色失责媒体曝光、企业社会层面失责媒体曝光和企业治理失责媒体曝光3个维度,并将这3个维度整合在一起,系统探讨投资者对不同维度社会失责媒体曝光的反应和选择性反应。因此,本研究结果有助于进一步完善企业社会失责媒体曝光经济后果的理论框架,拓展企业社会失责媒体曝光与投资者反应关系的研究。

(2) 本研究结果有助于阐明企业在其社会失责媒体曝光之前积累的媒体声誉的作用,不仅有助于阐明企业社会失责媒体曝光背景下企业媒体声誉的作用,而且通过界定企业社会失责媒体曝光与投资者反应关系发生作用的边界条件,可以解释企业社会失责媒体曝光对投资者反应的正向、负向或者不相关的影响。

(3) 已有研究间接地表明企业社会失责媒体曝光与投资者反应之间存在一种投资者情绪机制,如有学者认为媒体报道通过投资者情绪影响投资者反应^[48]。已有关于企业社会失责媒体曝光的研究很少关注基于社交媒体的投资者情绪这种新要素,通过对基于社交媒体的投资者情绪的研究进行梳理,本研究发现,由于社交媒体在中国的应用起步较晚,中国研究者对基于社交媒体的投资者情绪的研究有限。与国外的研究类似,中国学者主要研究基于社交媒体的投资者情绪作为自变量的情况。本研究将基于社交媒体的投资者情绪引入企业社会失责媒体曝光与投资者反应的关系中,一方面,有助于打开企业社会失责媒体曝光与投资者反应之间关系的黑箱,深入了解企业社会失责媒体曝光对投资者反应的内在影响机制;另一方面,有助于丰富企业社会失责媒体曝光情景下社交媒体上投资者生成内容的研究。

5.3 管理启示

(1) 3个维度的企业社会失责媒体曝光促使投资者产生消极的反应,且3个维度的企业社会失责媒体

曝光越多,投资者反应就越消极。投资者的反应直接影响企业获取权益资本的成本,明确投资者对不同维度企业社会失责媒体曝光的反应,不仅有助于企业了解并重视各个维度的企业社会失责媒体曝光,使其认识到各个维度企业社会失责媒体曝光均对企业在资本市场上的表现产生不利影响,而且促使企业认识到当发生企业社会失责媒体曝光时应该注重管理媒体曝光的次数,防止形成严重的负面舆情。

(2) 探讨投资者对3个维度企业社会失责媒体曝光的选择性反应,为企业针对不同维度的企业社会失责媒体曝光采取不同战略提供具体的操作指导。

(3) 作为一种重要的无形资产,企业媒体声誉可以将企业与其竞争对手区分开来,是影响企业顺利开展经营活动以及获取竞争优势的重要因素^[49]。企业在面临社会失责媒体曝光时,企业媒体声誉具有潜在的抵抗风险的价值,起到“保护伞”的作用。因此,企业在日常的经营和管理过程中应注重塑造和提升企业媒体声誉,营造良好的企业形象。

(4) 本研究认为并通过实证检验表明,企业绿色失责媒体曝光和企业治理失责媒体曝光通过基于社交媒体的投资者情绪影响投资者反应,建议企业在面临这两个不同维度企业社会失责媒体曝光时应注重管理基于社交媒体的投资者情绪,当获取企业社会失责媒体曝光的信息后,投资者通过社交平台发布的信息可以反应其情绪,从而能够预测其行为。因此,在这两个维度的企业社会失责媒体曝光时,企业应监测基于社交媒体的投资者情绪,及时对负面情绪进行回应。

5.4 研究局限和未来研究方向

本研究的目标基本实现,与众多研究类似,本研究在理论和实证方面均存在局限性,同时也为未来研究提供了方向。①企业的利益相关群体具有多样化的特征,不同类型的利益相关群体对企业行为的期望不同^[50]。因此,不同类型利益相关群体对企业社会失责媒体曝光的反应可能存在差别。本研究仅考虑投资者反应,并未考虑其他利益相关者。未来研究可以对企业社会失责媒体曝光情景下其他类型的利益相关者的反应进行分析,以更为准确地把握利益相关者对企业社会失责媒体曝光的反应。②梳理已有研究发现,如何准确的测量企业绿色失责媒体曝光、企业社会层面失责媒体曝光和企业治理失责媒体曝光是相关研究领域争论的焦点,目前尚未形成一套普遍认可的评价体系,即已有研究还没有形成规范统一的测量标准,本研究采用财经报纸对3个维度企业社会失责的报道数量的测量方法可能存在偏颇,未来研究可以对相关测量方法进行改进。③本研究数据具有一定的主观性。3个维度的企业社会失责媒体曝光的数据来自人工收集,虽然也遵循已有研究方法,但是很难避免主观性。未来研究可以考虑用数据挖掘软件抓取企业社会失责媒体曝光数据,选择更多的数据来源渠道。④在实证分析中,为了避免不同维度或者同一维度不同企业社会

失责媒体曝光事件产生的交叉影响,本研究将同一年内发生两次及以上社会失责媒体曝光的样本企业剔除,这样不利于深入追踪企业同一年内同时发生同类或者不同类企业社会失责媒体曝光产生的影响。未来研究可以运用纵向单案例的实证检验方法,持续追踪、深入探讨投资者对企业同一年内同时发生同类型或者不同类型企业社会失责媒体曝光对投资者反应的交叉影响。

参考文献:

- [1] ANTONETTI P, CRISAFULLI B, TUNCDOGAN A. "Just look the other way": job seekers' reactions to the irresponsibility of market-dominant employers. *Journal of Business Ethics*, 2021, 174(2): 403-422.
- [2] 张新民,陈德球.移动互联网时代企业商业模式,价值共创与治理风险:基于瑞幸咖啡财务造假的案例分析. *管理世界*, 2020, 36(5): 74-86.
ZHANG Xinmin, CHEN Deqiu. Business model, value co-creation and governance risk of enterprises in the era of mobile internet: case study on financial fraud of luckin coffee. *Journal of Management World*, 2020, 36(5): 74-86.
- [3] HAWN O. How media coverage of corporate social responsibility and irresponsibility influences cross-border acquisitions. *Strategic Management Journal*, 2021, 42(1): 58-83.
- [4] MORRIS R D. Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 1987, 18(69): 47-56.
- [5] 杨继生,阳建辉.行政垄断、政治庇佑与国有企业的超额成本. *经济研究*, 2015, 50(4): 50-61,106.
YANG Jisheng, YANG Jianhui. Administrative monopoly, political patronage and the over cost of the state-owned firms. *Economic Research Journal*, 2015, 50(4): 50-61,106.
- [6] 王垒,曲晶,刘新民.异质机构投资者投资组合、环境信息披露与企业价值. *管理科学*, 2019, 32(4): 31-47.
WANG Lei, QU Jing, LIU Xinmin. Heterogeneous institutional investor portfolio, environmental information disclosure and corporate value. *Journal of Management Science*, 2019, 32(4): 31-47.
- [7] GROENING C, KANURI V K. Investor reactions to concurrent positive and negative stakeholder news. *Journal of Business Ethics*, 2018, 149(4): 833-856.
- [8] 周开国,杨海生,伍颖华.食品安全监督机制研究:媒体、资本市场与政府协同治理. *经济研究*, 2016, 51(9): 58-72.
ZHOU Kaiguo, YANG Haisheng, WU Yinghua. Research on collaborative food safety governance involving media, capital market and government. *Economic Research Journal*, 2016, 51(9): 58-72.
- [9] GANGI F, DANIELE L M, VARRONE N. How do corporate environmental policy and corporate reputation affect risk-adjusted financial performance?. *Business Strategy and the Environment*, 2020, 29(5): 1975-1991.
- [10] 李焰,王琳.媒体监督、声誉共同体与投资者保护. *管理世界*, 2013, 29(11): 130-143.
LI Yan, WANG Lin. The supervision by the media, the reputation community and the protection for investors. *Journal of Management World*, 2013, 29(11): 130-143.
- [11] SAXTON G D, GOMEZ L, NGOH Z, et al. Do CSR messages resonate? Examining public reactions to firms' CSR efforts on social media. *Journal of Business Ethics*, 2019, 155(2): 359-377.
- [12] FERRY W H. Forms of irresponsibility. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 1962, 343(1): 65-74.
- [13] ARMSTRONG J S, GREEN K C. Effects of corporate social responsibility and irresponsibility policies. *Journal of Business Research*, 2013, 66(10): 1922-1927.
- [14] LIN-HI N, BLUMBERG I. The power (lessness) of industry self-regulation to promote responsible labor standards: insights from the Chinese toy industry. *Journal of Business Ethics*, 2017, 143(4): 789-805.
- [15] 郑海东,赵丹丹,张音,等.企业社会责任缺失行为公众反应的案例研究. *管理学报*, 2017, 14(12): 1747-1756.
ZHENG Haidong, ZHAO Dandan, ZHANG Yin, et al. A study of the mechanism of public's response to corporate social irresponsibility. *Chinese Journal of Management*, 2017, 14(12): 1747-1756.
- [16] KÖLBEL J F, BUSCH T, JANCOSO L M. How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(11): 2266-2284.
- [17] 易志高,潘子成,茅宁,等.策略性媒体披露与财富转移:来自公司高管减持期间的证据. *经济研究*, 2017, 52(4): 166-180.
YI Zhigao, PAN Zicheng, MAO Ning, et al. Strategic media disclosure and wealth transfer: evidence from managers' stock selling. *Economic Research Journal*, 2017, 52(4): 166-180.
- [18] SOO C K. Quantifying sentiment with news media across local housing markets. *The Review of Financial Studies*, 2018, 31(10): 3689-3719.
- [19] 陈克兢,李延喜.媒体监督与法治环境约束盈余管理的替代效应研究. *管理科学*, 2016, 29(4): 17-28.
CHEN Kejing, LI Yanxi. A study on the substitution effect of media monitoring and legal environment in restraining earnings management. *Journal of Management Science*, 2016, 29(4): 17-28.
- [20] CLOUGHERTY J A, ZHANG N. Foreign investor reactions to risk and uncertainty in antitrust: U.S. merger policy investigations and the deterrence of foreign acquirer presence. *Journal of International Business Studies*, 2021, 52(3): 454-478.
- [21] CUI J H, JO H, NA H. Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. *Journal of Business Ethics*, 2018, 148(3): 549-572.
- [22] VOGLER D, EISENEGGER M. CSR communication, corporate reputation, and the role of the news media as an agenda-setter in the digital age. *Business & Society*, 2021, 60(8): 1957-1986.
- [23] BONSALE S B, IV, GREEN J, MULLER K A, III. Market uncertainty and the importance of media coverage at earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 2020, 69(1): 101264-1-101261-23.
- [24] LIU X W, YE Q. The different impacts of news-driven and self-initiated search volume on stock prices. *Information & Management*, 2016, 53(8): 997-1005.
- [25] 陈泽艺,李常青,魏志华.媒体负面报道影响并购成败吗:来自上市公司重大资产重组的经验证据. *南开管理评论*, 2017, 20(1): 96-107.
CHEN Zeyi, LI Changqing, WEI Zhihua. Does negative coverage affect the success or termination of M&A: evidence from material assets reorganization. *Nankai Business Review*, 2017, 20(1): 96-107.
- [26] 沈红波,谢越,陈嵘.企业的环境保护、社会责任及其市场

- 效应: 基于紫金矿业环境污染事件的案例研究. *中国工业经济*, 2012(1): 141-151.
- SHEN Hongbo, XIE Yue, CHEN Zhengrong. Environmental protection, corporate social responsibility and its market response: case study based on the environmental pollution incident of Zijin Mining Group Co. *China Industrial Economics*, 2012(1): 141-151.
- [27] ARAMBURU I A, PESCADOR I G. The effects of corporate social responsibility on customer loyalty: the mediating effect of reputation in cooperative banks versus commercial banks in the basque country. *Journal of Business Ethics*, 2019, 154(3): 701-719.
- [28] CHIU S C, SHARFMAN M. Corporate social irresponsibility and executive succession: an empirical examination. *Journal of Business Ethics*, 2018, 149(3): 707-723.
- [29] NKUKPORNU E, GYIMAH P, SAKYIWAA L. Behavioral finance and investment decisions: does behavioral bias matter?. *International Business Research*, 2020, 13(11): 65-76.
- [30] XIONG G Y, BHARADWAJ S. Asymmetric roles of advertising and marketing capability in financial returns to news: turning bad into good and good into great. *Journal of Marketing Research*, 2013, 50(6): 706-724.
- [31] 陈康, 江嘉骏, 刘琦, 等. 空气质量、投资者情绪与股票收益率. *管理科学*, 2018, 31(6): 145-160.
- CHEN Kang, JIANG Jiajun, LIU Qi, et al. Air quality, investor sentiment, and stock returns. *Journal of Management Science*, 2018, 31(6): 145-160.
- [32] NGUYEN T H, SHIRAI K, VELCIN J. Sentiment analysis on social media for stock movement prediction. *Expert Systems with Applications*, 2015, 42(24): 9603-9611.
- [33] 梁上坤. 媒体关注、信息环境与公司费用粘性. *中国工业经济*, 2017(2): 154-173.
- LIANG Shangkun. Media coverage, information environment and firm's stickiness of cost. *China Industrial Economics*, 2017(2): 154-173.
- [34] STÄBLER S, FISCHER M. When does corporate social irresponsibility become news? Evidence from more than 1, 000 brand transgressions across five countries. *Journal of Marketing*, 2020, 84(3): 46-67.
- [35] WEI J C, OUYANG Z, CHEN H P. Well known or well liked? The effects of corporate reputation on firm value at the onset of a corporate crisis. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(10): 2103-2120.
- [36] DEEPHOUSE D L. Media reputation as a strategic resource: an integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of Management*, 2000, 26(6): 1091-1112.
- [37] 尹海员, 吴兴颖. 投资者高频情绪对股票日内收益率的预测作用. *中国工业经济*, 2019(8): 80-98.
- YIN Haiyuan, WU Xingying. Predictive effect of high-frequency investor sentiment on the intraday stocks return. *China Industrial Economics*, 2019(8): 80-98.
- [38] 程琬芸, 林杰. 社交媒体的投资者涨跌情绪与证券市场指数. *管理科学*, 2013, 26(5): 111-119.
- CHENG Wanyun, LIN Jie. Investors' bullish sentiment of social media and stock market indices. *Journal of Management Science*, 2013, 26(5): 111-119.
- [39] 张涤新, 李忠海. 机构投资者对其持股公司绩效的影响研究: 基于机构投资者自我保护的视角. *管理科学学报*, 2017, 20(5): 82-101.
- ZHANG Dixin, LI Zhonghai. Effect of institutional holdings on corporate performance: from the perspective of the institutional investors' self-protection. *Journal of Management Sciences in China*, 2017, 20(5): 82-101.
- [40] DANG C Y, LI Z C, YANG C. Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 2018, 86: 159-176.
- [41] 吕纤, 罗琦. 现金股利迎合能力的影响因素. *管理科学*, 2019, 32(3): 135-147.
- LYU Qian, LUO Qi. Determinants of catering ability in cash dividend. *Journal of Management Science*, 2019, 32(3): 135-147.
- [42] 樊纲, 王小鲁, 马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献. *经济研究*, 2011, 46(9): 4-16.
- FAN Gang, WANG Xiaolu, MA Guangrong. Contribution of marketization to China's economic growth. *Economic Research Journal*, 2011, 46(9): 4-16.
- [43] CLEARY S. The relationship between firm investment and financial status. *The Journal of Finance*, 1999, 54(2): 673-692.
- [44] 连玉君, 彭方平, 苏治. 融资约束与流动性管理行为. *金融研究*, 2010(10): 158-171.
- LIAN Yujun, PENG Fangping, SU Zhi. Financing constraints and liquidity management. *Journal of Financial Research*, 2010(10): 158-171.
- [45] CORDEIRO J J, TEWARI M. Firm characteristics, industry context, and investor reactions to environmental CSR: a stakeholder theory approach. *Journal of Business Ethics*, 2015, 130(4): 833-849.
- [46] AIKEN L S, WEST S G. *Multiple regression: testing and interpreting interactions*. Newbury Park, CA: Sage Publication, 1991: 10-12.
- [47] ZHAO J J, KONG F, WANG Y H. Self-esteem and humor style as mediators of the effects of shyness on loneliness among Chinese college students. *Personality and Individual Differences*, 2012, 52(6): 686-690.
- [48] 吴璇, 田高良, 司毅, 等. 网络舆情管理与股票流动性. *管理科学*, 2017, 30(6): 51-64.
- WU Xuan, TIAN Gaoliang, SI Yi, et al. Internet media management and stock liquidity. *Journal of Management Science*, 2017, 30(6): 51-64.
- [49] 汝毅, 薛健, 张乾. 媒体新闻报道的声誉溢出效应. *金融研究*, 2019(8): 189-206.
- RU Yi, XUE Jian, ZHANG Qian. The reputational spillover effect of media news reports. *Journal of Financial Research*, 2019(8): 189-206.
- [50] TESTA F, BOIRAL O, IRALDO F. Internalization of environmental practices and institutional complexity: can stakeholders pressures encourage greenwashing?. *Journal of Business Ethics*, 2018, 147(2): 287-307.

Media Coverage of Corporate Social Irresponsibility and Investor's Selective Reaction

MA Yongyuan^{1,2}, SHEN Ao³

1 College of Economics and Management, Nanjing University of Aeronautics and Astronautics, Nanjing 211106, China

2 Business School, Nanjing University, Nanjing 210093, China

3 School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710049, China

Abstract: For their own interests, most enterprises tend to withhold information about corporate social irresponsibility (CSI). Media have become important channels to disseminate corporate social irresponsibility information. Based on signal theory, when the signals of corporate social irresponsibility are transmitted to investors through media outlets, investors will react to such signals. Due to the different stakeholder groups involved in different dimensions of corporate social irresponsibility, and the differences in media reputation accumulated before media coverage of corporate social irresponsibility and investor sentiment based on social media during media coverage of corporate social irresponsibility, investors may have different reactions to different dimensions of corporate social irresponsibility signals, which constitutes the internal selective reaction mechanism of investors to media coverage of corporate social irresponsibility.

Based on signal theory, this study constructs a multi-dimensional and multi-factor model related to how media coverage of corporate social irresponsibility influences investor reactions. The empirical analysis of this study is based on 205 media coverage of corporate social irresponsibility events of listed companies in Shanghai and Shenzhen of China from 2011 and 2015. We have collected media coverage of corporate social irresponsibility data from the “full-text database of China’s important newspapers” in CNKI. And the remaining data has been collected from the east money Guba, the quantitative public opinion database of newspapers and periodicals, and the CSMAR database. The hypotheses established have been tested by the event study method, hierarchical regression analysis method, and Bootstrap mediating effect test method.

The study results show that: ① investors negatively react to three dimensions of media coverage of corporate social irresponsibility. Compared with media coverage of corporate green irresponsibility and media coverage of corporate social level irresponsibility, media coverage of corporate governance irresponsibility has a stronger impact on investor reaction. ② Media reputation weakens the negative impact of three dimensions of media coverage of corporate social irresponsibility on investor reaction. ③ Investor sentiment based on social media plays a mediating role in the linkage between media coverage of corporate green irresponsibility and investor reaction, and in the linkage between media coverage of corporate governance irresponsibility and investor reaction.

Study results systematically illuminate the influence mechanism of media coverage of corporate social irresponsibility on investor reaction. It helps to guide enterprises to allocate resources for different dimensions of media coverage of corporate social irresponsibility according to their own resources, enhance enterprises’ attention to their media reputation, and provide guidance for enterprises to monitor and deal with investor sentiment based on social media on the condition of media coverage of corporate social irresponsibility.

Keywords: corporate social irresponsibility; media coverage; investor reaction; corporate media reputation; investor sentiment based on social media

Received Date: November 23rd, 2020 **Accepted Date:** August 6th, 2021

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (71904084), the Fundamental Research Funds for the Chinese Central Universities (NR2021007), the China Postdoctoral Science Foundation (2021M691501), and the Innovative and Entrepreneurial Doctor Grant of Jiangsu Province (201930580)

Biography: MA Yongyuan, doctor in management, is a lecturer in the College of Economics and Management at Nanjing University of Aeronautics and Astronautics, and a research fellow at post-doctoral working station in the Business School at Nanjing University. Her research interests cover strategy alliance, technological innovation, and green management. Her representative paper titled “Media environment, venture capital, and technological innovation: evidence from China” was published in the *Managerial and Decision Economics* (2021, Online). E-mail: myy126069@163.com

SHEN Ao is a Ph.D candidate in the School of Management at Xi'an Jiaotong University. Her research interests cover innovation management, new product development, and corporate social responsibility. E-mail: shenao@stu.xjtu.edu.cn □

(责任编辑: 刘思宏)