

新闻媒体在IPO市场中发挥了监督作用吗?

——基于经济人寻租的视角

赵梅 吴艳玲 姚颐*

摘要:媒体的治理效应一直是国内外研究的热点问题。基于经济人寻租的视角,本文以2007-2012年的A股IPO公司为样本,实证考察了媒体在我国IPO市场中监督作用的发挥。研究发现:(1)发行公司的寻租行为明显增加了正面报道量、减少了负面报道量进而增强了媒体有利报道倾向;(2)业绩不佳的公司寻租增加了正面报道量,而业绩较好的公司寻租则减少了负面报道量,媒体对国企的寻租活动存在明显的正面报道偏好;(3)媒体正面报道越多,IPO后长期回报率越低、未来财务业绩越差、公司价值越低,可见媒体对上市公司的正面报道倾向并不意味着上市公司的高质量。研究结果表明,IPO市场中,作为外部监督机制的第三方媒体并未起到甄别上市公司质量、提高IPO市场资源配置效率的积极作用,媒体在IPO市场中并没有发挥有效的监督作用。

关键词:媒体监督;IPO市场;寻租;上市质量

一、引言

近年来,随着媒体力量的兴起,媒体监督迅速成为市场竞争、行政管制之外的另一种外部治理机制(金智、赖离,2014),媒体报道会降低信息不对称程度进而产生重大的经济影响(Joe et al., 2009)。国内外研究普遍认为,媒体正以其独立、客观、公正的立场发挥着积极的治理作用,媒体监督有利于改进公司治理安排(Dyck and Zingales, 2002;李培功、沈艺峰, 2010;徐莉萍、辛宇, 2011)、降低控制权的私人收益(Dyck and Zingales, 2003)、揭示公司会计丑闻(Miller, 2006)、抑制管理层的盈余操纵行为(权小锋、吴世农, 2012),媒体报道能够对投资者的非理性决策进行纠偏(Antweiler and Frank, 2004; Fang and Peress, 2009),降低信息不对称程度进而提高市场整体的流动性(Aman, 2013; Chan, 2003; Bushee et al., 2010)。然而,亦有国内学者发现在中国特殊的转型制度背景下,媒体的治理效应还有待进一步验证。杨德明和令媛媛(2011)指出,在自利行为原则的驱动下,作为以营利为目的的中介机构,媒体

*赵梅,南开大学商学院,邮政编码:300071,电子信箱:a1052177108@126.com;吴艳玲,西南财经大学会计学院,邮政编码:611130;姚颐,南开大学商学院,邮政编码:300071。

本文受国家自然科学基金面上项目“政府监管、询价机制与IPO高抑价研究”(项目编号:71272187)和“风险信息披露、管理层动机与市场解读”(项目编号:71672090)、2014年南开大学百名青年学科带头人培养计划、2016年天津市委宣传部“五个一批”(理论)人才培养工程、南开大学2011年基本科研业务费专项资金项目(项目编号:NKZXB1116)的支持。作者感谢匿名审稿人的宝贵建议,当然文责自负。

具有追求“轰动效应”的倾向,其监督职能比较有限;熊艳等(2011)以“霸王集团”为例,指出媒体的有偏报道和恶意炒作会对公司及其外部投资者造成严重的负面影响。郑志刚(2007)则深入分析了媒体治理作用发挥所需的外部环境,具体包括媒体市场是否具有竞争性、新闻与信息传播方面的法律法规制度建设是否健全等因素。可见,与国外成熟的媒体市场和完善的法律运行机制相比,我国媒体治理作用发挥的外部环境还有待完善。竞争性市场和相关法律制度的缺失使得媒体独立、客观、公正的立场受到严重挑战,并极有可能诱发媒体与被报道公司之间的利益输送活动。^①

作为企业在谋求上市过程中必不可少的信息中介,媒体对IPO市场中资源和财富的合理配置发挥着至关重要的作用。根据《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》的相关规定,IPO公司必须在中国证监会指定的媒体上发布招股说明书、募集说明书等上市文件,表明在IPO发行审核流程中,媒体担任着基本的强制信息披露载体的角色。2006年,证监会开始正式实施IPO预先披露制度^②,旨在更好地提高发审透明度、强化社会监督,该制度极大激发了媒体对IPO公司的监督热情。此外,2014年4月,证监会宣布了新的首发审核流程,其中最重要的变化之一是将预披露环节的时点由初审之前提前至首发申请受理后,形成受理即披露的程序机制,这便于媒体对发行审核工作进行更有效地监督并通过意见反馈机制及时举报申请人文件中的问题(即进行负面报道),为发审委更好地判别申请人质量提供线索和依据。可见,新闻媒体在发行公司拟上市过程中发挥着重要作用,IPO公司需要新闻媒体的“帮助”。

虽然目前不少学者关注了媒体报道对IPO抑价的影响(Bushee and Miller, 2012; 黄俊、陈信元, 2013),但国内文献鲜有研究媒体对我国证券市场IPO过程的监管作用(熊艳, 2012)。近年来,国内IPO市场乱象频发,发行公司、保荐人、律师事务所、会计师事务所、财经公关公司等利益相关方组成了一条完整的IPO产业链,各家关系错综复杂,成为了驾驭IPO的中坚力量,牵一发而动全身。那么,在理性经济人和自利行为原则驱动下,在企业中不持有直接经济利益的独立第三方媒体到底有没有被拟上市公司所俘获,成为助其上市的推手(媒体的被动设租)抑或威胁IPO公司收取高额的“保护费”呢(媒体的主动设租)? 本文试图回答上述问题。

基于以上分析,本文以2007–2012年的A股IPO公司为样本,主要研究以下两个问题:一是发行公司的寻租行为是否会影响媒体报道的性质和倾向;二是来自媒体的外部监督是否提升了上市公司的质量。研究发现,发行公司的寻租行为明显增强了IPO前1年的媒体有利报道倾向;业绩不佳的公司寻租增加了正面报道量,而业绩较好的公司寻租则减少了负面报道量,媒体对国企的寻租活动存在明显的正面报道偏好;媒体的有利报道并不意味着上市的高质量,说明媒体并未起到甄别上市公司质量、提高IPO市场资源配置效率的积极作用。

^①据《京华时报》报道,21世纪网自2010年4月起已与100多家IPO企业、上市公司建立了合作关系,通过夸大正面事实或掩盖负面问题进行“正面报道”收取每家企业20万元至30万元的“保护费”,金额高达数亿元。

^②《首次公开发行股票并上市管理办法》规定:一是在申请文件受理后、发行审核委员会审核前进行预先披露;二是在中国证监会网站进行预先披露;三是预先披露的内容为招股说明书申报稿。

本文可能的研究贡献如下:第一,基于寻租视角,本文试图探究外部利益相关者对媒体报道行为的影响。新闻媒体虽然是独立于企业的第三方,但其也是以营利为目的的中介机构,在理性经济人和自利行为原则的驱动下,媒体报道会受到诸如被报道对象等外部利益相关者的影响,结合这一背景,本文发现 IPO 公司的寻租行为会对媒体报道的性质和倾向产生影响。这丰富了杨德明和令媛媛(2011)政府管制影响媒体报道的文献。第二,以 IPO 市场为依托,为媒体在国内资本市场中监督作用的发挥效果提供了直接证据。在 IPO 市场中,发行公司的寻租行为会引起媒体报道的偏误,媒体报道并未起到甄别上市公司质量、提高 IPO 市场资源配置效率进而保护投资者利益的作用。这丰富了 Dyck 和 Zingales(2002)、李培功和沈艺峰(2010)等媒体监督治理效应的相关文献。第三,在媒体报道的变量设计方面,本文借鉴 Chih 等(2010)、Deephouse(2000)等的研究,以媒体报道偏好系数来刻画整体的报道倾向,相比之前国内众多研究媒体报道的文献以报道的绝对数量来衡量媒体监督作用可能更加全面。

本文之后安排如下:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是研究设计;第四部分是实证分析;第五部分是稳健性检验;第六部分是研究结论与启示。

二、理论分析与研究假设

(一)媒体报道与 IPO 公司寻租

媒体已成为公司向外部信息使用者传递公司内部原始信息的主要工具(Miller, 2006)。自 2006 年 IPO 公司预先披露制度实施之后,媒体成为企业在 IPO 过程中最基本的强制信息披露载体,作为信息发布和传播中介,媒体监督对于识别劣质公司、确保上市公司的高质量进而维护 IPO 市场的有效运行起着重要作用。但是杨德明和令媛媛(2011)发现,国内媒体自身发掘有价值新闻的数量非常有限,更多的是对市场已有信息的收集、整理、加工与重新包装,可见处于政府严格管制下的媒体自身能力建设存在严重不足,进而限制了媒体监督的公司治理作用的发挥条件。并且根据媒体报道有偏理论(Jensen, 1979),媒体倾向于报道拟上市公司这类“题材”公司,因为这些公司具有“明星效应”,能提高新闻的价值和收益,而媒体对 IPO 公司的负面报道会引发证监会及公众对其上市资格的质疑,从而产生“轰动效应”。

根据寻租理论,权力机构的无意创租、被动创租和主动创租会使经济活动中产生巨额租金,经济人将通过各种手段从权力机构处获取某种垄断特权,进而取得直接的非生产性利润。鉴于媒体在 IPO 市场中发挥的关键作用,媒体与被报道公司之间存在一定的利益输送活动,发行公司极有可能通过主动寻租(媒体的被动设租)和被动寻租(媒体的主动设租)方式干预媒体报道倾向。据此,本文构建了如下的理论分析模型(如图 1)。

从 IPO 公司主动寻租的角度来看:国内 IPO 市场中,在上市资格异常稀缺、市场回报率高企的制度背景下,企业成功上市所带来的巨额经济利益令急于进入资本市场的待上市企业趋之若鹜。在准备上市的过程中尤其是上市前 1 年,企业尤为惧怕媒体的负面报道。究其原因,核准制下,证监会拥有对上市资格的最终遴选权,若有媒体对 IPO 公司进行了负面报道,证监会就会要求 IPO 公司必须对此作出回应和解释。如果 IPO 公司的经营管理确实存在问题、财务报表有失公允、存在其他违法违规情况,那么若被调查 IPO 肯定会被终止;如果 IPO 公司不存在这些问题,但是证监会的调查也会使 IPO 公司付出额外的成本,浪费大量

的时间,无疑会延缓公司上市进程,严重地还有可能导致上市计划被搁浅。因此,企业在上市前会不惜一切代价维护正面形象,尽量减少被负面报道的可能性,无论这些报道是真实的,还是不真实的。具体而言,好公司主要是为了降低解释和澄清负面报道的时间成本,差公司主要是为了掩盖公司的虚假违规信息。

从 IPO 公司被动寻租的角度来看:当前国内媒体市场整体缺乏竞争性,且保护新闻真实性的诽谤法等新闻立法尚未实施,基于低违规成本的考虑,媒体存在对 IPO 公司信息进行断章取义的可能性,故意放弃其客观中立的立场,甚至有些媒体在经济动机的驱动下,在相关平台上发布虚假的负面报道,以此威胁 IPO 公司要求其支付高昂的封口费^①或要挟企业投放广告或签订合作协议,进而从中获取高额广告费。所以,IPO 公司在上市前极有可能会向媒体进行寻租,使得媒体对其进行有利报道或减少负面报道倾向(夸大正面事实或掩盖负面问题等方式)。

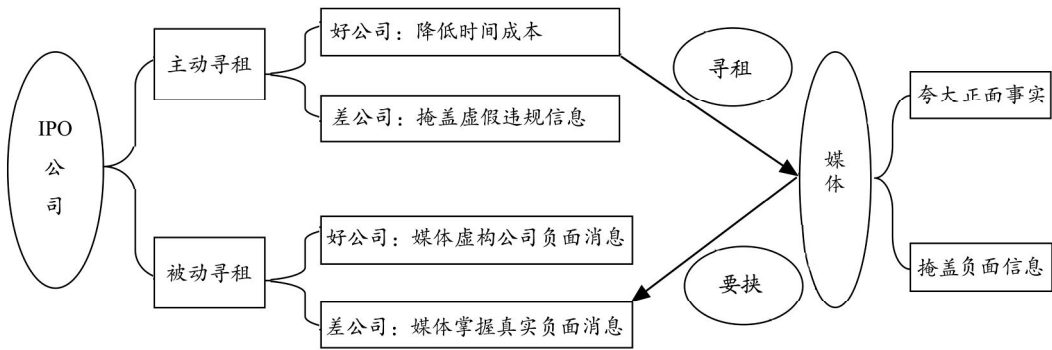


图 1 逻辑分析图

无论是哪种寻租形式,最终的表现形式都是发行公司向媒体进行利益输送以增强媒体的有利报道倾向。据此,本文提出假设 1:

假设 1:在其他条件相同的情况下,IPO 公司的寻租行为会增强媒体的有利报道倾向。

(二) 媒体报道与上市公司质量(基于媒体治理假说和寻租假说的分析)

该部分将分别基于媒体治理假说和寻租假说对媒体报道与上市公司质量之间的关系进行分析。为提高拟上市公司财务与非财务信息的透明度和可信度,包括会计师事务所、律师事务所、媒体在内的独立第三方中介在信息的鉴证和传播过程中发挥了不可或缺的作用。相比会计师事务所、律师事务所、财经公关公司等中介机构,媒体在上市公司中一般不直接持有经济利益,因此其对上市公司的信息评价和上市公司质量判断可能更具客观性和可信度。基于媒体监督的积极治理作用,新闻媒体可以有效甄别上市公司质量、提高 IPO 市场资源配置效率,我们合理预期媒体报道性质将成为上市公司质量的“指示器”,即媒体正面报道越多,上市公司质量越高。相反,若寻租假说得以验证,表明低质量的发行公司有强烈的动机向新闻媒体进行寻租(无论这种寻租是主动的还是被动的)以减少负面报道、增加有利报道的倾向进而实现上市目的,若媒体被发行公司俘获,那么具有正面报道倾向的公司,上市

^①2014 年 7 月 18 日,即将赴美上市的阿里巴巴在其新浪官方微博以“缄默期的声音”为题,对外发表声明指出,阿里集团“正遭遇有组织的敲诈,有机构要求本公司出资 30 万美元买断本公司的所谓负面研究报告”,该报告以国内《IT 时代周刊》及苏宁云南公关总监的相关报道为主。并称已向杭州警方报案。

质量并不一定高。为了验证媒体在甄别上市质量方面到底发挥了哪种作用,进而判断媒体是否被劣质发行公司俘获成为助其上市的“推手”或主动寻租,本文提出以下备择假设:

假设 2a:在其他条件相同的情况下,IPO 公司的媒体报道与上市公司质量存在明显的正相关关系(治理假说)。

假设 2b:在其他条件相同的情况下,IPO 公司的媒体报道与上市公司质量不存在明显的正相关关系(寻租假说)。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

新公司法 and 证券法于 2006 年 1 月 1 日开始实施,A 股市场因 2005 年启动的股权分置改革暂停 IPO 近 1 年(2005 年 5 月至 2006 年 6 月),为保证样本期间 IPO 市场外部制度环境的连续性和样本期的完整性,本文的研究样本始于 2007 年。2012 年底股市大跌,证监会为救市暂停 IPO 长达 15 个月(2012 年 11 月至 2014 年 1 月)。基于此,选择 2007-2012 年的 A 股 IPO 公司作为研究对象,并按照如下原则进行了样本筛选:(1)剔除金融保险类的上市公司;(2)剔除境内外同时上市的公司;(3)剔除数据缺失的公司。最后剩余观测值为 748 个(年度分布为 2007 年 86 个,2008 年 50 个,2009 年 76 个,2010 年 266 个,2011 年 197 个,2012 年 73 个)。

参考熊艳(2012)、吴伟荣和刘亚伟(2015)等的研究,本文所需的新闻媒体数据来自中国资讯行提供的中国经济新闻库^①,并通过手工收集获得。具体步骤是:首先,定义搜索条件,以证券简称或公司全称定义搜索关键词且只搜索新闻标题中含关键词的条目,以 IPO 公司首发上市日前一年为截止日期定义搜索区间^②;其次,整理搜索到的新闻数据,逐条阅读标题判断其与样本公司的相关性,剔除不相关的条目并判断新闻的性质(正面、负面、中性)^③,若通过新闻标题无法判断其相关性和性质则应逐一阅读新闻内容作出判断;最后,统计整理新闻的总量、正面、中性和负面报道量^④。此外,本文所需的 GDP 数据来源于国家统计局发布的《中国统计年鉴》,投资者法律保护数据来自于樊纲等(2011)编制的中国各地区市场化指数体系中的“市场中介组织的发育和法律制度环境”指数,承销商声誉数据来自中国证券业协会网站(www.sac.net.cn),其他诸如股价数据、财务数据和公司治理数据均来自 CSMAR 数据库。

(二) 模型设定和变量说明

对 IPO 公司寻租行为的衡量,参考李明和赵梅(2014)的研究,本文以发行公司在上市过

①中国经济新闻库收录了中国范围内及相关的海外商业经济信息,以消息报导为主,数据源自中国千余种报章与期刊及部分合作伙伴提供的专业信息,按行业及地域分类,共包含 19 个领域 197 个类别,其中不仅包括《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《上海证券报》、《中国经营报》、《21 世纪经济报道》、《人民日报》、《金融时报》、《光明日报》、《新华时报》、《中国工商报》等中央报纸媒体,同时也涵盖了各类地方经济类报纸媒体。

②具体而言,搜索新闻报道的时间范围是(首发上市日-360,首发上市日)。

③若标题中含有“领先”、“快速”、“成功”等字眼则认定为正面新闻;若新闻中出现“下滑”、“虚假陈述”、“放缓”、“降幅”等字眼则认定为负面新闻,否则认定为中性新闻。

④正面、中性和负面报道量的全样本均值依次为 2.2377、0.8632、0.1793。

程中支付的异常承销费作为其替代指标。原因如下:首先,据2012年7月14日《经济观察报》的报道,有资深投行人士估计,目前市面上统计的券商总承销收入中至少有五分之一是在帮IPO公司洗白大量无法入账的“公关费”。可见实践中发行公司将部分灰色“公关费”计入承销费用“走账”的现象非常普遍。其次,相比其他类别发行费用,承销费于批准发行后一次性支付,这使得通过承销费科目走账更为便捷。最后,作为发行费用的主体,承销费的确定并没有一定的标准,主要看发行人和承销商谈判,因此可调空间大。这就使得大量“公关费”游离于财务报表披露范围之外,成为企业通过非正常手段获取稀缺上市资源的重要方式之一。接下来,本文设计了正常承销费($\ln(Undwfee)^*$)的预测方程模型,并取残差(RS)作为异常承销费的衡量指标, $RS = \ln(Undwfee) - \ln(Undwfee)^*$,其中 $\ln(Undwfee)$ 为实际承销费的自然对数。预测模型如下所示:

$$\ln(Undwfee)^* = \alpha_0 + \alpha_1 Issue_price + \alpha_2 Offer_size + \alpha_3 Udwwrep + \alpha_4 Roe + \alpha_5 Lev + \alpha_6 Size + \alpha_7 Growth + \alpha_8 History + \alpha_9 Reguind + \alpha_{10} Year \quad (1)$$

承销费的确定并无一定的标准,主要看发行人和承销商谈判。在模型(1)中,本文主要控制了发行特征、公司质量特征等可能影响承销佣金的因素。其中,发行特征方面,Logue和Lindvall(1974)发现,股票首发定价($Issue_price$)和承销费之间存在正相关关系;发行规模($Offer_size$)越大、承销商声誉($Udwwrep$)越高,承销商的议价能力越强、收费越高(Booth and Smith, 1986; Tinic, 1988)。公司质量特征一定程度上反映了承销项目的复杂度,本文相应控制了净资产收益率(Roe)、负债比率(Lev)、公司规模($Size$)、成长性($Growth$)、存续期($History$)、行业特征($Reguind$)等公司特征变量,并设置了上市年度哑变量。

为检验假设1,探究寻租行为对媒体报道的影响,本文构造了模型(2):

$$Media = \alpha_0 + \alpha_1 RS + \alpha_2 DGDP + \alpha_3 Lawindex + \alpha_4 Ipohot + \alpha_5 Lev + \alpha_6 Roe + \alpha_7 Listexg + \alpha_8 History + \alpha_9 Market + \alpha_{10} Gov + \alpha_{11} Largesh + \alpha_{12} Size + \alpha_{13} Growth + \alpha_{14} Reguind + \xi \quad (2)$$

该模型中解释变量为寻租行为(RS),被解释变量为媒体报道($Media$),参考Chih等(2010)、Deephouse(2000)等的研究,本文主要采用媒体报道偏好系数(CMF)、正面媒体报道($Dumpmedia$)和负面媒体报道($Dumnmedia$)三个变量来衡量媒体报道。媒体报道偏好系数(CMF)的具体计算方法如下:

$$CMF = \begin{cases} (P^2 - PN) / Total^2, & \text{若 } P > N \\ 0, & \text{若 } P = N \\ (PN - N^2) / Total^2, & \text{若 } P < N \end{cases}$$

上式中, P 表示IPO前1年媒体正面报道总数, N 表示IPO前1年媒体负面报道总数, $Total$ 表示IPO前1年媒体报道总数。 CMF 值介于-1到1之间,取值为-1(1)表示IPO公司上市前1年仅存在负面(正面)报道,0则表示上市前1年正面报道量等于负面报道量的情况。此外,通过描述性统计发现样本期间内存在209家IPO公司IPO前1年未被媒体进行过报道,考虑到该情形有可能是双方寻租博弈的结果,因此本文亦将 CMF 定义为0。可见,该系数能够从整体上反映媒体报道水平。此外,为进一步区分媒体性质,本文根据 CMF 的正负号定义了媒体报道性质哑变量($Dumpmedia$ 和 $Dumnmedia$),当 $CMF > 0$ 时意味着存在更多的正面报道, $Dumpmedia$ 取值为1,否则为0;当 $CMF < 0$ 时意味着存在更多的负面报道, $Dumnmedia$ 取值为1,否则为0。

控制变量。已有关于媒体报道的文献指出,地区经济发展、公司财务状况、行业特征、产权性质等因素会显著影响媒体报道的数量和性质,本文相应控制了当地经济环境(*DGDP*)、公司规模、资产负债率、净资产收益率、成长性、行业特征、是否国企(*Gov*)变量。此外,具体到对 IPO 市场的媒体报道,本文认为投资者法律保护水平、市场氛围以及上市地、存续期等公司特征变量也会影响媒体报道倾向和数量。

接下来,为检验假设 2a 和 2b,进一步探究媒体报道的经济后果,本文构造了模型(3):

$$Quality_list = \alpha_0 + \alpha_1 Media + \alpha_2 Lawindex + \alpha_3 PB + \alpha_4 \ln MV + \alpha_5 Gov + \alpha_6 Largesh + \alpha_7 Roe + \alpha_8 Growth + \alpha_9 Reguind + \zeta \quad (3)$$

该模型中解释变量为媒体报道(*Media*),被解释变量为上市公司质量(*Quality_list*),本文分别从上市后市场表现(*LTR12*)、未来财务业绩(*Roe_next*)和公司价值(*Tobin Q*)三个角度对上市质量进行刻画。参照已有研究 IPO 后业绩表现的文献(徐浩萍、陈超,2009;Chih et al.,2010),本文还选取了市值账面比(*PB*)、市值规模(*lnMV*)、第一大股东持股比(*Largesh*)、净资产收益率、成长性、企业性质、行业特征等变量作为控制变量。

最后,所有变量的具体定义及说明详见表 1。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
媒体报道衡量指标(<i>Media</i>)		
媒体报道偏好系数	<i>CMF</i>	$CMF = \begin{cases} (P^2 - PN) / Total^2, & \text{若 } P > N \\ 0, & \text{若 } P = N \\ (PN - N^2) / Total^2, & \text{若 } P < N \end{cases}$ 式中,<i>P</i>表示 IPO 前 1 年媒体正面报道总数,<i>N</i>表示 IPO 前 1 年媒体负面报道总数,<i>Total</i>表示 IPO 前 1 年媒体总报道数
正面媒体报道哑变量	<i>Dumpmedia</i>	<i>CMF</i> >0 取值为 1,否则为 0
负面媒体报道哑变量	<i>Dumnmedia</i>	<i>CMF</i> <0 取值为 1,否则为 0
上市质量衡量指标		
上市后市场表现	<i>LTR12</i>	IPO 后 12 个月的持有收益率,经同期市场回报率调整的个股复合指数收益率
未来财务业绩	<i>Roe_next</i>	IPO 后未来两年的平均净资产收益率
公司价值	<i>Tobin Q</i>	IPO 未来两年的平均 <i>Tobin Q</i> 值,参考 Chung 和 Pruitt(1994),计算公式为:(流通市值+非流通市值+总负债)/公司总资产
寻租行为衡量指标		
寻租替代变量	<i>RS</i>	计算公式: $RS = \ln(Undufree) - \ln(Undufree)^*$
控制变量		
首发定价	<i>Issue_price</i>	IPO 公司的发行价格
发行规模	<i>Offer_size</i>	募集资金总额占年末总资产的比重
承销商声誉	<i>Udwrep</i>	承销商声誉,当年排名前十的券商承销时为 1,否则为 0
当地经济环境	<i>DGDP</i>	经所处区域 GDP 增长率均值调整的各地区当年 GDP 增长率,区域的划分参考国家统计局(2011)将全国的经济区域划分为东部、中部、西部和东北四大地区
当地投资者法律保护水平	<i>Lawindex</i>	取自樊纲等(2011)《中国市场化进程报告》中各地区的市场中介组织的发育和法律制度环境指数,该指数越大,表明地区的投资者法律保护环境越好
市场气氛	<i>Ipohot</i> <i>Market</i>	当年实际 IPO 的公司数 上市前 3 个月市场复合指数回报率

续表 1		主要变量定义
变量名称	变量符号	变量定义
公司规模	<i>Size</i>	上市前 1 年年末总资产的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	上市前 1 年 IPO 公司的总负债除以总资产
净资产收益率	<i>Roe</i>	上市前 1 年 IPO 公司的净利润除以净资产
公司上市地	<i>Listexg</i>	若上市地为上海证券交易所,则为 1;否则为 0
公司存续期	<i>History</i>	公司成立至 IPO 的年数
成长性	<i>Growth</i>	上市前 1 年营业收入的增长率
产权性质	<i>Gov</i>	如果实际控制人性质为国有企业,取值为 1,否则为 0
第一大股东持股比	<i>Largesh</i>	公司第一大股东的持股比例
市值账面比	<i>PB</i>	发行当年年末市值与账面价值之比
市值规模	<i>lnMV</i>	发行当年年末市值规模的自然对数
是否为管制行业	<i>Reguind</i>	企业所在行业为管制行业(按证监会 2001 年的行业分类,行业代码为 B、C4、C6、D、F、G)时,取值为 1,否则为 0

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。

其中,媒体报道偏好系数(*CMF*)的均值为 0.3457,大于中位数 0.1111,且均大于 0;正面媒体报道哑变量(*Dumpmedia*)的均值为 0.5521,小于中位数 1;负面媒体报道哑变量(*Dumnmedia*)的均值为 0.0267,中位数为 0。以上数据表明上市前 1 年媒体对 IPO 公司的正面报道量远大于负面报道量,超半数公司存在积极的媒体报道倾向,仅有约 3%的公司存在消极的媒体报道倾向,因此,媒体更倾向于对拟上市公司进行正面宣传。上市后市场表现方面,IPO 后 12 个月的持有收益率(*LTR12*)的均值和中位数分别是-0.0365、-0.0934,均小于 0,表明公司上市后存在长期市场绩效表现欠佳(The Long-term Underperformance)的现象。财务业绩方面,IPO 后两年的平均净资产收益率(*Roe_{next}*)的均值为 0.0775,小于上市前一年的净资产收益率(*Roe*)均值 0.2751,可见公司上市后普遍存在业绩“跳水”现象。

寻租变量(*RS*)的均值为 0,大于中位数-0.0112,标准差为 0.3735,最小值和最大值分别为-1.0601、2.0591,表明样本 IPO 公司间的寻租成本差异很大。此外,本文相应列示了相关控制变量的描述性统计结果:当地经济环境(*DGDP*)的均值和中位数分别是 1.6451、1.6,表明 IPO 公司所处省份的 GDP 增长率普遍高于所处区域的平均 GDP 增长率,IPO 公司所处地区经济发展水平较高,与现实相符。当地投资者法律保护水平(*Lawindex*)的均值为 10.7573,最小值为 0.18,最大值为 19.89,表明 IPO 公司所在地区的法律环境存在较大差异。当年实际 IPO 的公司数(*Ipohot*)均值为 175,表明平均每年有 175 家公司实现 IPO。上市前 3 个月市场复合指数回报率(*Market*)最小值为-0.1613,最大值为 0.1993,表明上市前市场复合指数回报率并不一定为正。公司上市地(*Listexg*)均值为 0.0909,表明 IPO 公司在上海证券交易所上市的仅占 9.09%。公司成立至 IPO 的年数(*History*)均值为 7.6 左右,最小值为 0,最大值为 28,表明公司平均需要历经 7.6 年才能上市,且需要时间也存在很大差异。产权性质(*Gov*)的均值为 0.1377,表明非国有公司已经成为上市的主力军。是否为管制行业(*Reguind*)的均值为 0.3489,表明 34.89%的公司属于管制行业。

表 2 变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>CMF</i>	748	0.3457	0.4615	-1	0.1111	1
<i>Dumpmedia</i>	748	0.5521	0.4976	0	1	1
<i>Dumnmedia</i>	748	0.0267	0.1614	0	0	1
<i>RS</i>	746	0	0.3735	-1.0601	-0.0112	2.0591
<i>LTR12</i>	748	-0.0365	0.3226	-0.5581	-0.0934	1.1994
<i>Roe_next</i>	748	0.0775	0.0539	-0.1180	0.0741	0.2202
<i>Tobin Q</i>	748	2.5751	1.3150	1.1019	2.1637	7.8809
<i>Issue_price</i>	748	23.4848	14.4581	2.8800	20	148
<i>Offer_size</i>	746	1.3835	0.9708	0.0269	1.1445	6.9713
<i>DGDP</i>	748	1.6451	1.7041	-2.0000	1.6000	7.3000
<i>Lawindex</i>	748	10.7573	5.3363	0.1800	8.3000	19.8900
<i>Ipohot</i>	748	175.5307	84.3937	51	197	268
<i>Market</i>	748	0.0144	0.1177	-0.1613	0.0165	0.1993
<i>Size</i>	748	19.9703	0.7313	19.0332	19.8431	21.3027
<i>Lev</i>	748	0.5120	0.1328	0.2957	0.5254	0.7097
<i>Roe</i>	748	0.2751	0.0963	0.0907	0.2580	0.6678
<i>Listexg</i>	748	0.0909	0.2877	0	0	1
<i>History</i>	748	7.6524	5.0279	0.0000	7.0000	28.0000
<i>Growth</i>	748	0.3207	0.2333	0.0109	0.2774	0.7388
<i>Gov</i>	748	0.1377	0.3448	0	0	1
<i>Largesh</i>	748	0.3865	0.1243	0.2151	0.3789	0.5918
<i>PB</i>	748	4.0210	1.9425	1.3273	3.6525	10.5000
<i>lnMV</i>	748	22.0627	0.8407	20.6160	21.9202	24.7326
<i>Reguind</i>	748	0.3489	0.4770	0	0	1

注:本文对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理以控制极端值的可能影响。

(二) 相关性分析

表 3 为主要变量的 Pearson 相关性分析结果。由表 3 可知,寻租变量(*RS*)与媒体报道偏好系数(*CMF*)、正面媒体报道(*Dumpmedia*)分别在 1%、10% 的水平上显著正相关,与负面媒体报道(*Dumnmedia*)呈负相关但不显著,说明 IPO 公司的寻租行为会影响媒体报道,增强媒体进行有利报道的倾向,增加正面报道数量并同时在一定程度上减少负面报道数量。因此,假设 1 初步得以验证。*CMF* 与 IPO 后持有收益率(*LTR12*)、IPO 后财务业绩(*Roe_next*)、公司价值(*Tobin Q*)均呈显著负相关,而 *Dumnmedia* 与 *LTR12* 在 5% 的水平上显著正相关,表明媒体作为一种外部监督机制并未起到提高上市公司质量的作用,相反上市前 1 年正面报道越多,上市后市场表现反而越差,媒体存在被发行公司俘获的可能性,相关报道缺乏独立性且可信度低。可见,媒体报道的寻租假说初步得以验证。投资者法律保护水平(*Lawindex*)与 *CMF*、*Dumpmedia* 显著负相关,说明法律环境越好,面对较高的违规处罚成本,媒体对 IPO 公司进行虚假报道的可能性越小,媒体报道越具有可信度。此外,各解释变量间的相关系数均不超过 0.5,同时 VIF 检验结果表明,VIF 值均小于 4,最大值为 3.08,最小值为 1.02,表明各解释变量间不存在严重的多重共线性问题。

表 3 主要变量的 Person 相关分析

	CMF	Dumpmedia	Dummedia	RS	LTR12	Roe_next	Tobin Q	DGDP	Lawindex	Ipohot	Market
CMF	1										
Dumpmedia	0.753***	1									
Dummedia	-0.363***	-0.183***	1								
RS	0.096***	0.070*	-0.054	1							
LTR12	-0.111***	-0.134***	0.073**	0.051	1						
Roe_next	-0.073**	-0.035	0.025	0.056	0.401***	1					
Tobin Q	-0.113***	-0.048	0.003	-0.021	0.451***	0.469***	1				
DGDP	0.056	0.045	0.035	0.008	-0.036	0.04	-0.074**	1			
Lawindex	-0.092**	-0.092**	0.014	-0.009	0.078**	0.018	0.127***	-0.494***	1		
Ipohot	0.053	-0.056	0.043	-0.000	-0.179***	-0.182***	-0.463***	0.202***	-0.353***	1	
Market	-0.015	0.062*	-0.039	0.060	-0.196***	-0.018	-0.024	-0.006	-0.027	-0.038	1

注:***、**、* 分别表示估计参数在 1%、5%、10% 水平上显著。

(三) 回归分析

1. 承销费定价的影响因素分析

表 4 报告了承销费定价影响因素的回归结果,预测模型调整后的 R^2 值为 67.66%,可见该模型对实际承销佣金的解释力度高达 67%。发行特征方面,首发定价、发行规模、承销商声誉均与承销费呈显著正相关关系,与预期相符。公司特征方面,规模越大、成长性越好、处于管制行业的公司,其承销项目的复杂度可能越高,承销商相应会要求更高的补偿定价。

表 4 承销费定价影响因素的回归结果

变量	被解释变量:ln(Undwfee)
_cons	-5.5329*** (0.000)
Issue_price	0.0079*** (0.000)
Offer_size	0.2540*** (0.000)
Udwrep	0.0713** (0.016)
Roe	0.3010 (0.109)
Lev	-0.5660*** (0.000)
Size	0.6390*** (0.000)
Growth	0.1260* (0.054)
History	-0.0061** (0.044)
Reguind	0.0847 (0.004)
Year	控制
N	746
R ² _adj/Pseudo R ²	67.66%
F 值/Waldchi2	112.350

注:(1)括号中为 P 值,***、**、* 分别表示估计参数在 1%、5%、10% 水平上显著;(2)文中所有回归结果均经过了 White 异方差调整。下同。

2. 寻租与媒体报道

表 5 报告了寻租与媒体报道的回归结果, Panel A、Panel B、Panel C 对应的被解释变量依次为媒体报道偏好系数 (*CMF*)、正面媒体报道 (*Dumpmedia*)、负面媒体报道 (*Dumnmedia*)。其中, Panel A 和 Panel B 的结果显示, 寻租 (*RS*) 与 *CMF*、*Dumpmedia* 均呈显著正相关关系, 回归系数依次为 0.127***、0.232* ; Panel C 的结果显示, *RS* 与 *Dumnmedia* 显著负相关, 回归系数为 -0.452*。以上结果表明, IPO 公司的寻租力度越大, 媒体越倾向于对其进行积极报道并减少负面报道的数量, 力图为拟上市公司顺利拿到发行批文“造势”。可见, 在 IPO 市场中, 作为独立第三方的媒体并未发挥应有的外部监督作用, 反而存在被发行公司俘获、抑或高价索要对负面报道“封口费”并助其虚假包装上市的可能性。因此, 假设 1 得以验证。

表 5 寻租与媒体报道的回归结果

变量	Panel A	Panel B	Panel C
	<i>CMF</i>	<i>Dumpmedia</i>	<i>Dumnmedia</i>
<i>_cons</i>	-1.0720* (0.076)	-5.7250*** (0.001)	-4.1940 (0.133)
<i>RS</i>	0.1270*** (0.005)	0.2320* (0.075)	-0.4520* (0.061)
<i>DGDP</i>	-0.0012 (0.931)	-0.0014 (0.970)	0.0905 (0.313)
<i>Lawindex</i>	-0.0078** (0.045)	-0.0288*** (0.008)	0.0245 (0.294)
<i>Ipohot</i>	0.0002 (0.443)	-0.0011* (0.077)	0.0026* (0.067)
<i>Market</i>	-0.0916 (0.534)	0.5090 (0.218)	-1.2900 (0.164)
<i>Lev</i>	-0.1770 (0.213)	-0.8500** (0.044)	-1.4110** (0.041)
<i>Roe</i>	0.1580 (0.398)	0.5640 (0.290)	-0.3890 (0.736)
<i>Listexg</i>	-0.0412 (0.550)	0.0106 (0.960)	0.2450 (0.504)
<i>History</i>	0.0052 (0.128)	0.0215** (0.024)	0.0239 (0.152)
<i>Gov</i>	0.0158 (0.754)	0.3150** (0.044)	-0.3990 (0.250)
<i>Largesh</i>	-0.1070 (0.429)	-0.3210 (0.414)	-1.0400 (0.179)
<i>Size</i>	0.0752** (0.016)	0.3220*** (0.000)	0.1110 (0.415)
<i>Growth</i>	0.0409 (0.595)	0.4640** (0.033)	0.9630** (0.038)
<i>Reguind</i>	0.0188 (0.605)	-0.0219 (0.827)	-0.1030 (0.628)
<i>N</i>	746	746	746
<i>R²_adj/Pseudo R²</i>	1.40%	5.13%	8.74%
<i>F/Waldchi2</i>	2.151	53.130	44.440

注: Panel B 和 Panel C 中的被解释变量为 0-1 虚拟变量, 本文统一采用 Probit 模型进行回归分析。下同。

控制变量方面, 投资者法律保护水平 (*Lawindex*) 与 *CMF*、*Dumpmedia* 均显著负相关, 与表 3 相关系数分析中的结果相吻合, 表明地区法律环境越好、法律执行越有效以及由此带来的高违规成本使得媒体在对 IPO 公司进行宣传报道时, 独立性和客观性会明显提高, 进而减少不实的正面报道的可能性。市场氛围 (*Ipohot*) 与 *Dumpmedia* 显著负相关、与 *Dumnmedia*

显著正相关,说明媒体在一定程度上对甄别上市质量发挥了积极作用,因为若当年市场行情越好,上市的 IPO 公司越多,上市质量良莠不齐的状况越可能出现,媒体报道对象的增加使其无须担心发行量和效益问题,进而会进行更加客观且公正的报道,即增加负面报道、减少正面报道。此外,与之前文献相一致,本文亦发现资产负债率、公司存续期、公司规模、成长性、产权性质等均会对媒体报道产生影响。

进一步,为考察业绩对寻租与媒体报道关系的影响,表 6^① 按照上市当年业绩优劣(若上市前 1 年净资产收益率大于行业中位数为高业绩组,否则为低业绩组)对寻租与媒体报道进行了分组回归。结果显示,寻租对媒体报道偏好系数(*CMF*)、正面媒体报道(*Dumpmedia*)的显著影响仅在低业绩组成立,系数依次为 0.15^{***}、0.328^{*};而在高业绩组,寻租能够显著降低负面报道(*Dumpmedia*),系数为-0.779^{*}。可见,IPO 公司通过寻租影响媒体报道的成效受到自身业绩水平的影响。具体而言,业绩不佳的公司通过向媒体寻租实现了正面报道量的增加,而业绩较好的公司则达到了减少负面报道的目的。究其原因,相比业绩较好的公司,业绩较差的公司被媒体市场进行负面报道的可能性更大,考虑到掩盖大量负面报道的高违规成本,媒体倾向于对这类公司采取增加正面报道量进而改变媒体整体报道偏好的权宜之计,反之亦然。

表 6 寻租与媒体报道的回归结果:区分业绩高低

变量	Panel A		Panel B		Panel C	
	<i>CMF</i>		<i>Dumpmedia</i>		<i>Dumnmedia</i>	
	高业绩组	低业绩组	高业绩组	低业绩组	高业绩组	低业绩组
<i>_cons</i>	-0.5190 (0.540)	-1.3690 (0.128)	-2.9080 (0.244)	-7.9360 ^{***} (0.002)	0.5010 (0.903)	-8.5970 ^{**} (0.034)
<i>RS</i>	0.0951 (0.244)	0.1500 ^{***} (0.008)	0.1710 (0.420)	0.3280 [*] (0.064)	-0.7790 [*] (0.068)	-0.1780 (0.605)
<i>N</i>	323	423	323	423	323	342
<i>R</i> ² <i>_adj/Pseudo R</i> ²	0.8%	2%	6.88%	7.59%	19.06%	18%
<i>F/Waldchi</i> ²	1.608	2.160	31.190	45.280	49.180	32.910

此外,考虑到国企与非国企在谋求媒体报道利益方面的寻租动机和寻租力度可能存在差异,本文进一步增加了寻租(*RS*)与企业性质(*Gov*)的交乘项,重新对模型(2)进行回归(见表 7)。

表 7 寻租与媒体报道:增加寻租与企业性质的交乘项

变量	Panel A	Panel B	Panel C
	<i>CMF</i>	<i>Dumpmedia</i>	<i>Dumnmedia</i>
<i>_cons</i>	-1.0350 [*] (0.087)	-5.7600 ^{***} (0.001)	-4.2150 (0.131)
<i>RS</i>	0.0704 (0.232)	0.0423 (0.790)	-0.5160 [*] (0.053)
<i>RS</i> × <i>Gov</i>	0.1680 ^{**} (0.041)	0.8470 ^{***} (0.005)	0.4920 (0.136)
<i>N</i>	746	746	746
<i>R</i> ² <i>_adj/Pseudo R</i> ²	1.7%	5.7%	8.9%
<i>F/Waldchi</i> ²	3.103	57.750	47.670

①表 6 中的控制变量与表 5 一致,因篇幅限制未列出。类似地,表 7、表 9、表 10 的列示亦省略了控制变量部分。

结果显示,当被解释变量为 *CMF*、*Dumpmedia* 时,交乘项显著为正,回归系数分别为 0.168^{**}、0.847^{***}。可见,相比非国企,国企的寻租行为显著增加了媒体的正面报道倾向,媒体对国企的寻租活动存在明显的正面报道偏好。

3. 媒体报道与 IPO 公司的上市质量

表 8 报告了媒体报道与 IPO 后上市质量的回归结果,Panel A、Panel B、Panel C 对应的被解释变量分别为 IPO 后股票持有收益 (*LTR12*)、未来财务业绩 (*Roe_next*) 和企业价值 (*Tobin Q*)。Panel A 中,*CMF*、*dumpmedia* 均与 *LTR12* 显著负相关,*dummedia* 与 *LTR12* 显著正相关,系数依次是 -0.0607^{***}、-0.0815^{***}、0.17^{**}; Panel B 中,*CMF*、*dumpmedia* 均与 *Roe_next* 显著负相关; Panel C 中,仅 *CMF* 与 *Tobin Q* 呈显著负相关。上述回归结果表明,上市前 1 年媒体越倾向于对 IPO 公司进行积极口吻的报道,其上市后长期回报率越低、财务业绩越差、公司价值越低,即上市质量越差。控制变量方面,与之前文献相一致,本文亦发现公司的市值账面比、市值规模、第一大股东持股比、净资产收益率、成长性等变量均会对上市质量产生影响。可见,在 IPO 市场中,媒体对 IPO 公司的正面报道倾向并不意味着高上市质量,作为外部监督机制的独立第三方媒体并未充分发挥应有作用,起到甄别上市质量、提高 IPO 市场资源配置效率进而保护投资者利益的作用。因此,假设 2b 得以验证。

进一步分析,媒体报道性质与上市质量的负相关关系表明媒体在 IPO 过程中并未起到应有的监督作用,媒体报道有失公正、客观,究其原因可能是出于自利动机和违规成本的考虑,媒体被发行公司俘获或主动向利益相关方设租,这进一步印证了假设 1。

表 8 媒体报道与 IPO 公司的上市质量

变量	Panel A			Panel B			Panel C		
	被解释变量: <i>LTR12</i>			被解释变量: <i>Roe_next</i>			被解释变量: <i>Tobin Q</i>		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>_cons</i>	-0.1140 (0.721)	-0.1250 (0.699)	-0.1280 (0.678)	-0.1210 ^{**} (0.034)	-0.1260 ^{**} (0.028)	-0.1140 ^{**} (0.046)	7.9640 ^{***} (0.000)	7.3030 ^{***} (0.000)	7.1160 ^{***} (0.000)
<i>CMF</i>	-0.0607 ^{***} (0.009)			-0.0092 ^{**} (0.017)			-0.1550 ^{**} (0.043)		
<i>dumpmedia</i>		-0.0815 ^{***} (0.001)			-0.0088 ^{**} (0.017)			-0.0549 (0.468)	
<i>dummedia</i>			0.1700 ^{**} (0.047)			0.0148 (0.210)			-0.1080 (0.653)
<i>Lawindex</i>	0.0035 (0.122)	0.0036 (0.106)	0.0040 [*] (0.069)	0.0005 (0.132)	0.0006 (0.103)	0.0006 [*] (0.073)	0.0340 ^{***} (0.000)	0.0370 ^{***} (0.000)	0.0380 ^{***} (0.000)
<i>PB</i>	0.0050 (0.466)	0.0050 (0.433)	0.0080 (0.237)	0.0040 ^{***} (0.000)	0.0040 ^{***} (0.000)	0.0040 ^{***} (0.000)	0.2470 ^{***} (0.000)	0.2430 ^{***} (0.000)	0.2390 ^{***} (0.000)
<i>lnMV</i>	-0.0076 (0.613)	-0.0055 (0.720)	-0.0083 (0.562)	0.0064 ^{**} (0.017)	0.0067 ^{**} (0.014)	0.0059 ^{**} (0.029)	-0.3420 ^{***} (0.000)	-0.3110 ^{***} (0.000)	-0.3020 ^{***} (0.000)
<i>Gov</i>	-0.0238 (0.468)	-0.0043 (0.899)	-0.0360 (0.269)	0.0061 (0.307)	0.0069 (0.249)	0.0061 (0.304)	0.2320 ^{**} (0.040)	0.1840 (0.104)	0.1510 (0.179)
<i>Largesh</i>	0.3230 ^{***} (0.000)	0.2870 ^{***} (0.002)	0.3050 ^{***} (0.001)	0.0222 (0.138)	0.0221 (0.140)	0.0227 (0.130)	0.4860 [*] (0.088)	0.3660 (0.200)	0.3190 (0.262)
<i>Roe</i>	0.2880 ^{**} (0.024)	0.2600 ^{**} (0.041)	0.2780 ^{**} (0.027)	0.1240 ^{***} (0.000)	0.1240 ^{***} (0.000)	0.1250 ^{***} (0.000)	1.4480 ^{***} (0.000)	1.2990 ^{***} (0.002)	1.2460 ^{***} (0.003)
<i>Growth</i>	-0.0005 (0.992)	0.0120 (0.807)	-0.0253 (0.593)	-0.0149 [*] (0.063)	-0.0141 [*] (0.079)	-0.0160 [*] (0.053)	0.6490 ^{***} (0.000)	0.7020 ^{***} (0.000)	0.7250 ^{***} (0.000)
<i>Reguind</i>	0.0295 (0.205)	0.0292 (0.214)	0.0422 [*] (0.071)	-0.0063 [*] (0.089)	-0.0068 [*] (0.068)	-0.006 [*] (0.089)	-0.0777 (0.289)	-0.0834 (0.258)	-0.0806 (0.274)
<i>N</i>	748	748	748	748	748	748	748	748	748
<i>R²_adj</i>	3.6%	3.7%	3.7%	7.9%	7.9%	7.5%	23.3%	22.8%	22.7%
<i>F 值</i>	4.076	4.214	4.208	8.110	8.118	7.696	26.161	25.517	25.351

五、稳健性检验

为进一步增强研究结论的可靠性,本文进行了如下稳健性测试:
(1)按照寻租(*RS*)的四分位数(*p*25,*p*50,*p*75)定义寻租离散变量(*RSgroup*,取值依次为0-1-2-3),以此替代*RS*进行回归,如表9所示。研究发现,寻租能显著增加媒体积极报道倾向、减少负面报道量。进一步印证了媒体报道的寻租假说,表明媒体对IPO市场的有效运行并未发挥应有的监督作用。

变量	Panel A	Panel B	Panel C
	<i>CMF</i>	<i>Dumpmedia</i>	<i>Dumnmedia</i>
<i>_cons</i>	-1.0540 * (0.084)	-5.4890 *** (0.002)	-3.4180 (0.216)
<i>RSgroup</i>	0.0266 * (0.083)	0.0277 (0.518)	-0.1950 ** (0.016)
<i>N</i>	746	746	746
<i>R</i> ² <i>_adj/Pseudo R</i> ²	0.90%	4.89%	9.77%
<i>F/Waldchi</i> ²	1.752	49.070	48.960

(2)考虑到本研究中存在部分媒体报道总数为0的样本,为了排除这种极端样本的影响,本文剔除媒体报道数为0的样本重新对寻租与媒体报道进行回归,发现主要研究结论基本保持一致(见表10)。

变量	Panel A	Panel B	Panel C
	<i>CMF</i>	<i>Dumpmedia</i>	<i>Dumnmedia</i>
<i>_cons</i>	-0.0839 (0.905)	-2.3000 (0.278)	-2.4420 (0.392)
<i>RS</i>	0.1280 ** (0.010)	0.1800 (0.239)	-0.4810 * (0.051)
<i>N</i>	539	539	539
<i>R</i> ² <i>_adj/Pseudo R</i> ²	2.10%	3.19%	9.51%
<i>F/Waldchi</i> ²	2.160	19.360	36.500

六、研究结论与启示

新闻媒体在资本市场中治理作用的发挥一直是国内外研究的热点问题。基于经济人寻租的视角,本文试图探讨媒体在IPO市场中是否发挥了应有的监督作用。主要研究了以下两个问题:一是IPO市场中发行公司的寻租行为是否会影响媒体报道的性质和倾向;二是来自媒体的外部监督是否提升了上市质量(判断是媒体治理假说还是寻租假说)。研究发现,在控制相关变量后,寻租活动明显增加了媒体正面报道数量并减少了负面报道数量,进而增强了媒体市场的有利报道倾向。进一步,本文考察了公司业绩和企业性质对寻租与媒体报道关系的影响,发现业绩不佳的公司通过向媒体寻租实现了正面报道量的增加,而业绩较好

的公司则达到了减少负面报道的目的,媒体对国企的寻租活动存在明显的正面报道偏好。同时,本文对媒体报道的经济后果进行了验证,发现媒体越倾向于对 IPO 公司进行积极口吻的报道,其上市后长期回报率越低、财务业绩越差、公司价值越低,即上市质量越差。可见,媒体寻租假说得以验证,媒体作为外部独立第三方监督机制并未发挥应有的作用,对提升 IPO 市场整体运行效率的功效有待验证。

与以往研究媒体治理的文献不同,本文首次以中国 IPO 市场为依托,试图探讨在中国特殊的制度背景下媒体难以发挥积极治理作用的原因,并验证了媒体报道的寻租假说。本文的研究结果进一步表明,国内媒体在信息发布与传播方面的独立性和客观性有待进一步提高,为监管部门规范媒体市场、完善相关新闻立法进而合理引导新闻媒体的发展提供了一定的理论依据。

参考文献:

- 1.樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2011:《中国市场化指数.各省区市场化相对进程 2011 年度报告》,经济科学出版社。
- 2.黄俊、陈信元,2013:《媒体报道与 IPO 抑价——来自创业板的经验证据》,《管理科学学报》第 2 期。
- 3.金智、赖离,2014:《媒体在银行风险治理中的角色:中国的逻辑》,《金融研究》第 10 期。
- 4.李培功、沈艺峰,2010:《媒体的公司治理作用——中国的经验证据》,《经济研究》第 4 期。
- 5.李明、赵梅,2014:《投资者保护、寻租与 IPO 资源配置效率》,《经济科学》第 5 期。
- 6.权小锋、吴世农,2012:《媒体关注的治理效应及其治理机制研究》,《财贸经济》第 5 期。
- 7.吴伟荣、刘亚伟,2015:《公共压力与审计质量——基于会计师事务所规模视角的研究》,《审计研究》第 3 期。
- 8.熊艳,2012:《媒体报道与上市公司 IPO 研究——来自中国上市公司的经验证据》,厦门大学博士学位论文。
- 9.熊艳、李常青、魏志华,2011:《媒体“轰动效应”:传导机制、经济后果与声誉惩戒——基于“霸王事件的案例研究》,《管理世界》第 10 期。
- 10.徐莉萍、辛宇,2011:《媒体治理与中小投资者保护》,《南开管理评论》第 6 期。
- 11.徐浩萍、陈超,2009:《会计盈余质量、新股定价与长期绩效:来自中国 IPO 市场发行制度改革后的证据》,《管理世界》第 8 期。
- 12.杨德明、令媛媛,2011:《媒体为什么会报道上市公司丑闻?》,《证券市场导报》第 10 期。
- 13.郑志刚,2007:《法律外制度的公司治理角色——一个文献综述》,《管理世界》第 9 期。
- 14.Aman, H. 2013. "An Analysis of the Impact of Media Coverage on Stock Price Crashes and Jumps: Evidence from Japan." *Pacific-Basin Finance Journal* 24: 22-38.
- 15.Antweiler, W., and M.Z. Frank. 2004. "Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards." *Journal of Finance* 59(3): 1259-1294.
- 16.Booth, J.R., and R.L. Smith. 1986. "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis." *Journal of Financial Economics* 15(1-2): 261-281.
- 17.Bushee, B., J. Core, W. Guay, and S. Hamm. 2010. "The Role of Business Press as an Information Intermediary." *Journal of Accounting Research* 48(1): 1-19.
- 18.Bushee, B., and G. Miller. 2012. "Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following." *The Accounting Review* 87(3): 867-897.
- 19.Chan, W. 2003. "Stock Price Reaction to News and No-news: Drift and Reversal after Headlines." *Journal of Financial Economics* 70(2): 223-260.
- 20.Chih, H. L., H. H. Chih, and P. H. Chou. 2010. "Being Good or Being Known: Corporate Governance, Media

- Coverage, and Earnings Announcements.” *The Service Industries Journal* 30(3):405–420.
21. Chung, K.H., and S.W. Pruitt. 1994. “A Simple Approximation of Tobin’s q .” *Financial Management* 23(3): 70–74.
22. Deephouse, D.L. 2000. “Media Reputation as a Strategic Resource: An Integration of Mass Communication and Resource-based Theories.” *Journal of Management: Official Journal of the Southern Management Association* 26(6):1091–1112.
23. Dyck, A., and L. Zingales. 2002. “The Corporate Governance Role of the Media.” NBER Working Paper 9309.
24. Dyck, A., and L. Zingales. 2003. “The Media and Asset Prices.” Working Paper of Harvard Business School and University of Chicago, August 1. http://www.anderson.ucla.edu/faculty_pages/romain.wacziarg/mediapapers/DyckZingales.pdf.
25. Fang, L., and J. Peress. 2009. “Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns.” *The Journal of Finance* 64(5):2023–2052.
26. Jensen, M. C. 1979. “Toward a Theory of the Press.” In *Economics Social Institutions: Insights from the Conferences on Analysis & Ideology*. Edited by Karl Brunner, 267–287. Netherlands: Springer.
27. Joe, J.R., H. Louis, and D. Robinson. 2009. “Managers’ and Investors’ Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44(3):579–605.
28. Logue, D., and J. Lindvall. 1974. “The Behavior of Investment Bankers: An Econometric Investigation.” *The Journal of Finance* 29(1):203–215.
29. Miller, G.S. 2006. “The Press as a Watchdog for Accounting Fraud.” *Journal of Accounting Research* 44(5): 1001–1033.
30. Tinic, S.M. 1988. “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock.” *The Journal of Finance* 43(4): 789–822.

Does Media Monitoring Play Role in the IPO Market?

A Rent-seeking Perspective

Zhao Mei¹, Wu Yanling² and Yao Yi¹

(1: Business School, Nankai University;

2: Accounting School, Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: From the perspective of economic rent-seeking, based on the 2007–2012 A-share IPO firms, this paper empirically examines the media’s role as a “watchdog” in the IPO market of China. We find that firstly, the rent-seeking behavior of IPO firms will enhance the favorable tendency of media coverage, especially for state-owned firms. Secondly, rent-seeking will mainly reduce negative news for firms with good performance, and for underperforming firms, the rent-seeking behavior will mainly add positive news. Thirdly, the more positive news the media release, the lower of long-term returns, ROE and Tobin Q after IPO will be. Therefore, media’s positive coverage of IPO firms doesn’t mean high quality of listed firms. The results indicate that, as an external supervision mechanism, the third-party media doesn’t play the positive role of identifying the quality of listed companies and improving the IPO market’s resource allocation efficiency. The media’s watchdog role has encountered difficulties in the IPO market.

Keywords: Media Monitoring, IPO Market, Rent-seeking, Listed Quality

JEL Classification: D82, L82

(责任编辑:孙永平、陈永清)