

媒体报道与 公司IPO融资效率研究 ——来自中国证券市场的经验证据

牛 枫^{1,2}

(1.西南交通大学 经济管理学院,四川 成都 610031;

2.河南理工大学 经济管理学院,河南 焦作 454000)

摘要:以2009年至2012年在深圳中小板上市的193家公司为研究对象,从媒体关注和媒体监督两个维度考察了媒体报道对公司IPO融资效率的影响。研究发现,媒体关注与公司IPO融资效率具有显著的负相关关系,媒体关注越多,公司IPO融资效率越低;媒体监督则与IPO融资效率具有显著的正相关关系,媒体监督可以有效提高公司IPO融资效率。实证结果表明,在中国投机氛围浓厚的典型弱有效市场背景下,媒体通过负面报道发挥的监督作用有助于公司IPO融资效率的提高。

关键词:股票市场;媒体关注;媒体监督;IPO融资效率

文章编号:1003-4625(2015)05-0073-07 **中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A

Abstract: Using the data from 2009-2012 of 193 companies listed in the small board of Shenzhen, the paper examines the relationship between media reporting and IPO financing efficiency from the two dimensions of media coverage and media supervision. The empirical results show that: The media coverage is negatively correlated with the company's IPO financing efficiency, Media coverage reduces the company's IPO financing efficiency; however, Media monitoring has a positively relationship with IPO financing efficiency significantly, and media monitoring improves IPO financing efficiency; From the empirical results, in the speculative atmosphere of the typical weak efficient market context of China, the media played supervisory role through negative reporting will help improve efficiency.

Key words: media coverage; media supervision; IPO financing efficiency

一、引言

公司IPO融资效率在很大程度上决定了一级市场的资源配置效率,是新股发行制度改革的核心问题。中国自上世纪90年代设立资本市场以来,曾进行3个阶段10次新股发行制度改革:1990—2000年的行政审批制(4次)、2001—2004年的核准制(2次)和2009年至今的询价制(4次)。自2005年进行“股权分置”改革并引入新股发行询价制度以来,仅在2009—2013年便进行了4次新股发行体制改

革。这些改革的根本目的在于利用市场化定价方式提高IPO融资效率,解决目前资本市场普遍存在的新股“三高”现象(高发行价、高市盈率和 high 抑价率)等问题,最终改善股票一级市场的资源配置率。

媒体报道与资本市场之间的关系一直是理论研究的热点,特别受现代通信和网络技术的驱动,媒体在经济社会发展中发挥越来越大的影响力,媒体对金融市场、资产价格和融资效率的影响更是引起学者们的广泛关注。较早对媒体的研究主要集中于媒

收稿日期:2015-03-31

基金项目:本文为国家自然科学基金项目(70602035)和河南省哲学社会科学规划项目(2013BJY030)。

作者简介:牛枫(1976—),男,山东泗水人,博士研究生,副教授,研究方向:公司金融、公司财务与公司治理。

2015年第5期(总第430期)

体对金融市场和资产价格的影响(Merton,1987)

^[1]。自上世纪90年代起,理论界开始关注媒体通过舆论影响力发挥公司的治理作用(Thompson,2013)

^[2]。随着行为金融理论发展,媒体报道与资产价格之间的关系(比如媒体关注与公司IPO抑价)再次成为理论研究的新热点(Cook et al.,2006;黄俊和陈信元,2013;Song et al.,2014)^[3-5]。已有研究发现,媒体可以通过降低控制权的私人收益、揭示会计丑闻、保护投资者权益(Dyck和Zingales,2004;Miller,2006;Dyck et al.,2008;孔东民等,2013)^[6-9]等发挥公司治理的作用。媒体作为信息的载体,不仅影响了投资者的信息获取,降低了公司和投资者之间的信息不对称(Odean和Terrance,1999)^[10],还可以通过影响投资者注意力(Barber和Odean,2008)^[11]、投资者情绪(Tetlock,2010;游家兴和郑建鑫,2013)^[12-13]等方式对投资者行为产生影响,从而导致资本市场上的股票涨跌(Fang et al.,2009)^[14]和资产误定价等(游家兴和吴静,2012)^[15]。媒体报道还会通过影响投资者情绪而推高了IPO抑价率(Cook等,2006;黄俊和陈信元,2013;Song et al.,2014)^[3-5],其负面报道则通过影响潜在投资者对IPO企业的估值水平(Vega,2006)^[16]而降低公司IPO发行当日的抑价。

那么,媒体报道对新股发行的影响是否仅限于IPO抑价率呢?进一步地,媒体报道是否能对公司IPO融资效率产生影响呢?媒体报道是因其理性客观报道缓解了信息不对称状况而提高了IPO融资效率,还是因其加剧了投资者的非理性情绪而降低了IPO融资效率呢?本文基于行为金融学理论,利用手工收集整理的媒体报道数据,从媒体关注和媒体监督两个维度研究了媒体报道对公司IPO融资效率产生的影响。

相比较已有的研究,本文的贡献主要体现在以下两个方面:第一,本文研究是对媒体与资本市场融资效率相关文献的补充和拓展。现有研究发现,媒体报道可以影响IPO抑价(Cook等,2006;黄俊和陈信元,2013;Song et al.,2014)^[3-5],IPO抑价率越低,融资效率越高。本文研究发现,媒体监督可以通过降低IPO上市首日价格同股票真实价值之间的差额而提高IPO融资效率。第二,本文研究在对IPO融资效率的度量上有所突破。已有研究主要从降低IPO发行价格和IPO抑价率等视角研究融资效率的

提高,由于公司IPO上市价格和股票真实价值越匹配和接近,则IPO融资效率越高,因此本文以IPO公司上市价格与股票真实价值的差额来度量公司IPO融资效率的高低,这在研究方法上是一个新的尝试。另外,本文研究还对证券监管部门政策制定和IPO公司成功上市具有重要的启示意义。

本文其余部分安排如下:第二部分是制度背景、理论分析与研究假说的提出;第三部分介绍样本选择和数据来源,并构建模型,定义研究变量;第四部分从媒体关注和媒体监督两个维度实证研究了媒体报道对公司IPO融资效率的影响,并对回归模型进行稳健性检验;第五部分为结论和建议。

二、制度背景、理论分析与研究假说

(一)制度背景

在2005年以前,特别是中国股市发展的起步阶段,由于相关法律制度不健全、市场运行机制不完善、投资者和中介机构等市场主体尚不成熟等原因,不管是在新股发行审批制还是核准制下,虽然相关监管部门采取包括限定发行市盈率上限等在内的各种方式管理新股发行,但均没有取得很好的效果,股票一级市场的价格发现功能和资源配置功能发挥不充分,IPO融资效率低下。

2005年以后,在完成股权分置改革的基础上,证监会引入新股发行询价制度,继续推动中国IPO发行制度的市场化改革,以期提高公司IPO融资效率。然而询价制度的推行也没有取得预期效果,诸如IPO高抑价率、恶性“炒新”、财富分配不公等现象仍然突出,市场定价效率和融资效率并未得到有效提高,比如在2005—2008年的IPO首日回报高达155%(俞红海等,2013)^[17]。为此,证监会在2005年5月至2006年6月及2008年9月至2009年6月曾两次叫停新股发行。为进一步健全和完善新股发行体制,推动金融市场化改革步伐,强化市场约束机制,证监会自2009年6月10日颁布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》起已经进行了4次的股票发行制度改革^①。改革后IPO平均首日回报几乎被拦腰折断,下跌近40%,IPO首日高回报问题解决了,但随之而来的是IPO发行过程中出现了“三高”(高发行价、高市盈率和高超募率)以及大量超募资金的闲置浪费等问题。显然,如何进一步推动新股发行制度改革,消除IPO“三高”问题,提高

① 分别以2009年6月11日发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,2010年10月12日发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见》,2012年4月28日发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》和2013年11月30日发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》为标志。

新股发行过程中的定价效率和IPO融资效率已经成为当前中国金融市场发展面临的关键性问题。

(二)理论分析与研究假说

在不发达的资本市场中,信息不对称问题较为突出,尤其是对于拟上市的公司,其历史股价和相关信息数据缺失,投资者在获取和判断信息方面更为困难,IPO公司和投资者之间的信息不对称程度更高(熊艳等,2014)^[18]。媒体作为信息中介和“第四权力”,具有广泛的影响力和权威性,媒体通过对IPO公司信息的包装和传播,缓解信息搜集带来的问题,有助于削弱知情交易者的信息优势,从而减少信息不对称程度(Bushee et al. 2010)^[19]降低了投资者交易的信息风险(Fang and Press,2009)^[14]。由此可见,媒体对IPO公司的关注有助于提高IPO融资效率。

然而,媒体发挥的作用并不仅仅止于对信息不对称的缓解。由于中国股市起步较晚,法律制度和市场机制不够健全,从市场结构看,散户投资者众多,机构投资者同质化,投资者热衷投机炒作,市场换手率高,存在着“猴市”特征,是典型的弱有效市场(田利辉等,2014)^[20],而且市场缺乏新股发行的做空机制,散户投资者,甚至机构投资者均具有非理性“打新”热情。在这种环境中,媒体借助于强大的传播力量,更容易从注意力(Odean,1999;Barber et al. 2008)^[10-11]和情绪(Tetlock,2007)^[21]方面影响投资者行为。投资者情绪反映了投资者对IPO股票的购买意愿和需求,投资者情绪越乐观,投资者对IPO股票的购买意愿越强烈,需求越大。由于投资者具有有限注意力和认知偏差,媒体报道越多,对IPO公司关注越多,越容易影响媒体情绪,使其决策时的信念和偏好出现系统性偏差,导致非理性情绪蔓延并在金融市场扩散(游家兴和吴静,2012)^[15],使得IPO股票价格严重偏离其内在价值。Cook等(2006)^[3]的研究也证实,承销商的收益与所承销公司的媒体曝光度正相关,这为承销商借助媒体对IPO公司进行上市推广并从中获利提供了证据。DuCharme等(2001)^[22]研究发现,IPO公司通过上市前连篇累牍的媒体报道吸引更多投资者的注意力,推动投资者情绪高涨,使得上市首日的股价高企和上市后长期弱势现象并存。媒体报道越多,IPO公司知名度越高,越能吸引机构投资者、分析师和一般投资者的关注,从而提高投资者对IPO公司股票的投资意愿(Bushee and Miller,2012)^[23],进一步推动股票上市价格同真实价值的背离,降低公司IPO融资效率。因此,从行为金融学的研究视角来看,媒体对IPO公司的过度关注可能会降低融资效率。由此,

本文提出两个竞争性假设。

假设1a:媒体关注度越多,公司IPO融资效率越高。

假设1b:媒体关注度越多,公司IPO融资效率越低。

媒体监督主要通过媒体对IPO公司的负面报道实现的。媒体负面报道指媒体采用质疑、批评、负面评价等方式对IPO公司进行报道,一般来说,媒体负面报道会反映出涉事公司存在的诸如虚假财务信息、业绩变脸、股权纠纷等问题。由于中国的新闻管制严厉,地方政府对本地公司上市的保护政策普遍存在,媒体对IPO公司的负面报道较少。杨德明和令媛媛(2010)^[24]研究证实,媒体能在公司自身披露违规问题(或被监管部门处罚)前报道公司负面消息仅仅占违规样本的5%,远远小于针对美国市场发现的29%的比例(Miller,2006)^[7]。也就是说,中国资本市场上媒体的监督作用有限,远不如美国等成熟市场。因此,在公司上市前的媒体负面报道便显得更为重要,有媒体负面报道,负面报道越多的公司,媒体披露信息的结构才更为优化,公众和投资者从媒体获取的信息才更为全面,对公司和投资者之间的信息不对称状况的缓解效果才更好。而公司上市前信息不对称状况的改善,有助于IPO融资效率的提高。

在公司IPO股票发行定价决策过程中,媒体负面报道可以通过影响机构投资者和一般投资者的情绪而影响询价机构的报价。媒体负面报道越多,投资者情绪越容易趋于悲观,其购买意愿越小,愿意购买的价格越低。询价机构在报价时,会考虑到潜在投资者对IPO公司的情绪及购买行为,对于深受负面报道影响的公司,询价机构报价水平也低。同时,媒体负面报道还会直接影响股票发行价格的定价决策,媒体报道越多,媒体负面舆论监督力度越强,其发行失败的风险越大。为降低发行风险,发行人在询价机构报价基础上倾向于选择较低的股票发行价格。媒体监督还会对公司IPO抑价产生影响。公司上市前的媒体负面报道将在很大范围内影响投资者对IPO公司的负面情绪,降低了投资者的购买热情,增加了申购成功的投资者的持有风险。另外,根据有效市场理论和行为金融理论,媒体负面报道也会因此影响潜在投资者对IPO企业的估值水平(Vega,2006)^[16],使其在购买股票时更趋于谨慎,可能放弃对新股的购买或降低对该股票的购买额度,从而降低公司IPO发行当日的抑价。

因此,媒体监督可以通过改善IPO公司与投资

者之间的信息不对称状况,降低股票发行价格和IPO抑价率而提高公司IPO的融资效率。于是,提出如下假设:

假设2 媒体监督越强,公司IPO融资效率越高。

三、数据来源与研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取2009年6月至2012年12月在深圳交易所公开发行上市的中小板公司作为研究样本。选择理由如下:第一,中国证监会自2009年6月11日颁布实施《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》文件,推动IPO询价和申购报价约束机制进一步完善,逐步建立起合理的市场化新股发行价形成机制(宋双杰等,2011)^[25]。此后,随着新股发行制度改革力度的增加,股票发行的非市场影响因素进一步降低,行政管控趋于弱化,市场化的特征增强。选择该样本确保将对IPO公司融资效率的研究置于询价制度背景下,获得一个相对干净的研究窗口。实际上,为了进一步健全新股发行体制和强化市场约束机制,证监会自2009年至今已经进行了四次股票发行制度改革,为消除其影响,本文在稳健性检验部分将各阶段样本进行分组检验。第二,中小板虽然行业不同,但大多规模比较接近,样本间差别较小,且面临相同制度环境,可以减少样本选择的内生性问题。剔除数据缺失IPO公司和媒体负面报道次数为0的公司,最终到193个研究样本。

公司媒体报道数据来自于CNKI中《中国重要报纸全文数据库》,数据搜集过程如下:选择中国重要报纸全文数据库,确定研究的时间区间,以公司的全称和简称在全文中搜索,逐一阅读题目或具体内容统计媒体报道总次数和负面报道次数。其他相关财务数据来自国泰安(CSMAR)数据库及中国证监会发布的公告信息。

(二)模型设定与变量定义

1.模型设定

本文通过以下OLS回归方程检验媒体报道与公司IPO融资效率之间的关系:

$$PA_{3-6i}(PA_{6i}) = \beta_0 + \beta_1 MediaX_i + \beta_2 Assets_i + \beta_3 PN_i + \beta_4 Leverage_i + \beta_5 LDBL_i + \beta_6 ROE_i + \beta_7 Proceed_i + \beta_8 Reputation_i + \sum Industry_i + \varepsilon_i$$

其中,MediaX_i=MediaT_i、MediaN_i、MediaB_i。

考虑到对股票发行价格、IPO抑价等产生影响的各种因素,参考Neupane和Poshakwale(2012)^[26]等相关文献,本文选择控制变量如下:总资产(Assets)、每股净利(PN)、资产负债率(Leverage)、流动比率(LDBL)、净资产收益率(ROE)、募资规模

(Proceed)、主承销商声誉(Reputation)和行业变量(Industry)。根据《上市公司行业分类指引(2012年修订)》,本文将样本公司行业类型分为19类,设置18个行业控制变量,用Industry控制行业因素对IPO融资效率的影响。控制变量的具体定义见表1。

2.被解释变量

公司IPO融资效率的核心是公司股票的发行价格同股票价值相匹配,即高质量公司获得较高的市场价格,只有这样才会实现高效的资源配置效率。因此本文将被解释变量设定为“股票价值差额”(PA),即IPO公司股票首发上市收盘价格(P₀)同股票真实市场价值(P_t)的差额的绝对值,PA=|P_t-P₀|。PA越小,说明IPO公司完成上市融资后市场给出的价格越接近其真实价值,公司IPO的融资效率越高。PA越大,不管是正向还是负向的差额,均说明IPO公司完成上市融资后市场给出的价格越背离其真实价值,相应地公司IPO融资效率越低。由于证监会规定机构投资者网下中签股票有3个月的锁定期,因此股票上市3个月后一段时间内的价格最能反映股票的真实价值,如果锁定期后时间太长,则会增加更多其他因素影响,所以本文选择股票上市后3个月至6个月期间的股价均值来度量股票真实市场价值(P_t)。考虑到大盘影响因素,令P_{t,i}=P_t/[(M_t-M_{t-1})/M_{t-1}],P_{t,i}为第i上市后的股票收盘价格,M_t和M_{t-1}分别为第i日和前一日大盘收盘指数,P_t= $\sum_{i=91}^{180} P_{t,i}$,PA₃₋₆=|P₁₃₋₆-P₀|,即为股票上市后3个月至6个月期间的市场调整后股价均值同股票首发上市收盘价差额的绝对值。另外,为增强结论的稳健性,本文还采用PA₆(股票上市日至6个月期间的市场调整后股价均值同股票首发上市收盘价差额的绝对值)作为股票价值差额的另一代理变量,进行多元回归分析。

3.解释变量

解释变量为媒体关注和媒体监督。媒体报道总会对投资者产生影响,不管该报道是否真实,是正面还是负面(Fang和Peress,2009)^[14],因此,本文根据徐丽萍等(2011)^[27]的做法,选择媒体对IPO公司所有新闻报道的次数作为媒体关注(MediaT)的度量指标。媒体报道的次数越多,媒体对该公司的关注度越大。参考Core等(2008)^[28]的做法,选择媒体对IPO公司负面报道次数作为媒体监督(MediaN)的度量指标。另外,考虑到在媒体负面报道次数相同条件下,媒体对公司报道的总次数不同,媒体影响效应可能存在差别,本文采用媒体负面报道次数占

总报道次数的比例(MediaB)作为媒体监督的另一代理变量。

根据研究需要,媒体报道的统计区间设定为“IPO公司向证监会提交上市申请日期至公司IPO上市日期”。其中,MediaT表示媒体在统计区间内对IPO公司报道的总次数,MediaN表示媒体在统计区间内对IPO公司负面报道的总次数,MediaB表示在统计区间内媒体负面报道次数占总报道次数的比例。

4.控制变量

表1给出本文对控制变量的定义。

表1 控制变量及定义

变量名称	变量符号	变量定义
公司规模	Assets	Ln(总资产)
每股净利	PN	股票发行前每股净利润
资产负债率	Leverage	发行前一年的总负债/总资产
流动比率	LDBL	IPO前流动比率
净资产收益率	ROE	IPO前净资产收益率
募资规模	Proceed	Ln(IPO实际募资金额)
主承销商声誉	Reputation	IPO主承销商的市场份额(以2009—2012年期间各券商承销家数占总承销量比例,由于中位数以下的承销数量很小,故中位数以下承销商其声誉取0)

四、实证检验与讨论

(一)研究变量的描述性统计

表2 主要研究变量的描述性统计

变量名称	变量符号	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
股票价值差额	PA3-6	7.471	12.176	4.190	.005	106.752
	PA6	4.475	8.483	2.247	.005	87.388
媒体关注	MediaT	40.990	57.556	31	8	713
媒体监督	MediaN	3.358	4.289	2	1	39
	MediaB	0.097	0.078	0.071	0.008	0.381
公司规模	Assets	11.261	0.829	11.094	9.766	15.561
每股净利	PN	0.829	0.418	0.760	0.14	2.45
资产负债率	Leverage	0.520	0.148	0.529	0.081	0.869
流动比率	LDBL	1.758	0.993	1.460	0.600	6.250
净资产收益率	ROE	0.303	0.127	0.277	0.041	1.088
募资规模	Proceed	11.247	0.618	11.184	8.261	13.294
主承销商声誉	Reputation	0.035	0.025	0.028	0	0.084

主要研究变量的描述性统计见表2。从表2可以看出,在3-6个月统计区间内,样本公司股票价值差额均值为7.471,在1-6个月统计区间内为4.475,最小值均为0.005,最大值分别为106.752和87.388,个别公司股票价值差额较大。在统计区间内,媒体报道次数均值为40.99次,负面报道次数为

3.358次,负面报道数量占总报道数量的平均比例为9.7%,由此可见,目前我国媒体对IPO公司负面报道还比较少,监督力度不大。从样本的公司规模、募资规模等统计数据看,其均值和中位数基本相当,标准差较小,说明样本公司规模差别不大,具有较强的可比性。

(二)回归分析

1.媒体关注与公司IPO融资效率

表3 媒体报道与公司IPO融资效率

变量	(1)		(2)		(3)	
	PA3-6	PA6	PA3-6	PA6	PA3-6	PA6
MediaT	0.057*	0.039*				
	(1.81)	(1.85)				
MediaN			0.491	0.287		
			(1.36)	(1.21)		
MediaB					-22.869**	-13.877*
					(-1.99)	(-1.72)
Assets	-5.870***	-3.765***	-4.247***	-2.593**	-3.324**	-2.052*
	(-3.15)	(-2.68)	(-2.82)	(-2.47)	(-2.14)	(-1.84)
PN	7.344**	5.421*	6.477*	4.929	8.121**	5.903*
	(2.02)	(1.86)	(1.71)	(1.62)	(2.04)	(1.86)
Leverage	14.485**	9.470**	11.255*	7.086*	7.372	4.779
	(2.04)	(2.14)	(1.66)	(1.75)	(1.23)	(1.35)
LDBL	2.735*	1.670*	2.713	1.676*	3.079*	1.893*
	(1.68)	(1.77)	(1.64)	(1.77)	(1.69)	(1.76)
ROE	-14.372*	-7.028	-15.193*	-7.323	-10.949	-4.812
	(-1.66)	(-1.18)	(-1.84)	(-1.33)	(-1.65)	(-0.82)
Proceed	4.569**	2.850***	4.559**	2.783**	3.257*	2.007**
	(2.56)	(2.75)	(2.36)	(2.47)	(2.34)	(2.00)
Reputation	35.684	35.293	35.599	34.167	15.320	22.126
	(0.79)	(1.04)	(0.83)	(1.07)	(0.35)	(0.68)
Con	4.380	1.764	-10.397	-8.279	-2.817	-3.669
	(0.23)	(0.13)	(-0.50)	(-0.58)	(-0.12)	(-0.23)
Adj. R2	0.186	0.186	0.155	0.149	0.148	0.145
Industry	控制		控制		控制	
N	193	193	193	193	193	193

注:括号中为t统计量,***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。

表3第(1)栏报告了媒体关注与公司IPO融资效率之间的关系,其中,第(1)栏PA₃₋₆列的回归结果反映了媒体关注对股票上市价格同上市后3-6个月期间的股价均值差额的影响。实证结果显示,在控制了总资产、每股净利、资产负债率、募资规模等和行业固定效应后,MediaT的系数为0.057(T值为1.81),且在10%水平上显著,即媒体报道越多,媒体对IPO公司关注越强,公司IPO的融资效率越低,回归结果支持本文提出的假设1b。从第(1)栏中

PA₆列还可以看出,以股票上市日至6个月为统计区间的股票价值差额进行多元回归分析,也得到相同的结论:媒体关注同IPO股票融资效率有显著的负相关关系,媒体报道越多,媒体对IPO公司关注越强,IPO公司的融资效率越低。

实证结果显示,媒体关注固然可以通过降低发行公司和投资者之间的信息不对称,但也会因为影响投资者情绪和投资者注意力,而且后者的效应更为显著,引起股票价格同真实价值的背离(Tetlock, 2010; 游家兴和郑建鑫, 2013)^[12-13],从而降低了公司IPO股票融资效率。特别是在投资者理性程度低、投机性交易、市场追捧、炒作IPO新股现象十分突出的中国制度背景下。另外,从表3还可以知道,总资产和净资产收益率对IPO融资效率具有显著的正相关关系,股票发行前每股收益、资产负债率、流动比率和募资规模和IPO融资效率具有显著地负相关关系,而主承销商声誉对融资效率没有显著影响。

2. 媒体监督与公司IPO融资效率

表3第(2)和第(3)栏报告了媒体监督与公司IPO融资效率之间的关系,其中PA₃₋₆和PA₆列分别为媒体监督对不同统计区间股票价值差额的影响。从回归结果可以知道,第(2)栏MediaN的系数为0.491和0.287,分别对应T值为1.36和1.21,在统计上不显著,即以媒体负面报道作为媒体监督的代理变量,媒体监督对公司IPO融资效率不产生显著影响。第(3)栏报告了以媒体负面报道次数占总报道次数比例作为媒体监督代理变量对IPO融资效率产生的影响,实证结果显示,媒体监督(MediaB)对PA₃₋₆和PA₆的相关系数分别为-22.869和-13.877,相应T值为-1.99和-1.72,在5%和10%水平上显著相关,即媒体负面报道次数占总报道次数的比例越大,媒体对IPO公司监督越强,公司IPO的融资效率越高。假设2得到回归结果的支持,说明媒体监督对IPO融资效率具有显著的正面效应。

实证结果表明,在我国股票发行日趋市场化的阶段,媒体监督可以通过影响投资者的注意力和情绪,提醒询价机构理性判断公司价值,降低投资者交易的投机性和炒新热情,从而提高了公司IPO融资效率,最终发挥了保护投资者的效果。媒体这种监督作用,还可以促使承销商(保荐机构)勤勉尽责,合理定价,维护买卖双方的长期利益和根本利益,对于抑制新股发行“三高”问题具有重要意义。

(三)稳健性检验

(1)更换被解释变量的代理变量。运用股票上市日至6个月期间的市场调整后股价均值同股票首

发上市收盘价差额的绝对值作为股票价值差额的另一代理变量,进行多元回归分析,所得结论没有变化(见表3)。

(2)更换解释变量的代理变量。将媒体报道统计起点设定为“证监会上会审批申报书日期”前一个月,计算MediaT、MediaN、MediaB,重新对研究模型进行回归分析,相关结论均未发生实质性变化。

(3)根据股票发行制度改革阶段,对假设1和2进行分组检验。证监会自2009年至今已经进行了四个阶段的股票发行制度改革,本文样本主要涉及前三个阶段,以2009年6月11日、2010年10月12日和2012年4月28日为分界,将样本分三组分别进行同样的回归,其结论没有变化。

限于篇幅,部分稳健性检验数据没有列出,如有需要请联系作者索取。

五、结论与政策建议

本文以2009年至2012年在深圳中小板上市的193家公司为研究对象,从媒体关注和媒体监督两个维度研究了媒体报道对公司IPO融资效率的影响。研究发现(1)以媒体对IPO公司报道的次数作为媒体关注的代理变量,发现媒体报道越多,媒体关注越强,公司IPO融资效率越低,即媒体关注显著降低了公司IPO的融资效率;(2)由于媒体负面报道次数相对较少,以媒体负面报道次数作为媒体监督的代理变量,发现媒体监督对公司IPO融资效率没有显著影响;(3)考虑到媒体报道总次数的影响,以媒体负面报道次数占总报道次数的比例作为媒体监督的代理变量,发现媒体监督越强,公司IPO融资效率越高,即媒体监督显著提高了公司IPO的融资效率。

研究结果证实,媒体对IPO公司的报道虽然可以改善公司和投资者之间的信息不对称状况,但媒体报道却通过影响投资者注意力和投资者情绪,使得股票上市价格背离股票真实价值,从而降低了公司IPO融资效率。媒体负面报道虽然较少,但当负面报道占总报道量一定比例时,仍然可以对IPO公司起到一定的监督作用,媒体监督进一步优化了媒体披露的信息结构,并可以通过抑制股票发行价格和IPO抑价率等方式,减小公司上市价格和真实价值之间的差额,提高公司IPO融资效率。根据以上结论,政策建议如下:第一,证券监管部门应该更加重视媒体在资本市场中的作用,鼓励和支持媒体对上市公司的报道,特别是对公司的负面报道,充分发挥媒体监督的作用;第二,政府相关部门应该进一步推动和促进中国传媒业的市场化改革,采取更大包容和开放的态度支持传统媒体、网络媒体和自媒体

的大力发展,第三,对于IPO公司来说,要正确对待媒体报道,特别是负面报道,认识到媒体监督在提高IPO融资效率中发挥的作用,并学会利用媒体监督的力量为公司的成功上市服务。

参考文献:

[1]Merton R C. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information [J]. The Journal of Finance, 1987, 42(3): 483-510.

[2]Thompson J B. Media and Modernity: A Social Theory of the Media[M]. John Wiley & Sons, 2013.

[3]Cook D, Kieschnick R, and Van Ness R. On the Marketing of IPOs [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(1): 35-61.

[4]黄俊, 陈信元. 媒体报道与IPO抑价——来自创业板的经验证据[J]. 管理科学学报, 2013, (2): 83-94.

[5]Song S, Tan J, and Yi Y. IPO Initial Returns in China: Underpricing or Overvaluation? [J]. China Journal of Accounting Research, 2014, 7(1): 31-49.

[6]Dyck A and Zingales L. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(2): 537-600.

[7]Miller G S. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44(5): 1001-1033.

[8]Dyck A, Volchkova N, and Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(3): 1093-1135.

[9]孔东民, 刘莎莎, 应千伟. 公司行为中的媒体角色: 激浊扬清还是推波助澜?[J]. 管理世界, 2013, (7): 145-162.

[10]Odean, and Terrance. Do Investors Trade too Much [J]. American Economic Review, 1999, 89: 1279-1298.

[11]Barber B M, and Odean T. All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors [J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(2): 785-818.

[12]Tetlock P C. Does Public Financial News Resolve Asymmetric Information? [J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(9): 3520-3557.

[13]游家兴, 郑建鑫. 媒体情绪、框架依赖偏差与IPO异象——基于议程设置理论的研究视角[J]. 投

资研究, 2013, (12): 68-84.

[14]Fang L, and Peress J. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns[J]. The Journal of Finance, 2009, 64(5): 2023-2052.

[15]游家兴, 吴静. 沉默的螺旋: 媒体情绪与资产误定价[J]. 经济研究, 2012, (7): 141-152.

[16]Vega C. Stock Price Reaction to Public and Private Information [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(1): 103-133.

[17]俞红海, 刘烨, 李心丹. 询价制度改革与中国股市IPO三高问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J]. 金融研究, 2013, (10): 167-180.

[18]熊艳, 李常青, 魏志华. 媒体报道与IPO定价效率: 基于信息不对称与行为金融视角[J]. 世界经济, 2014, (5): 135-160.

[19]Bushee B J, Core J E, Guay W, et al. The Role of the Business Press as an Information Intermediary[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48(1): 1-19.

[20]田利辉, 王冠英. 我国股票定价五因素模型: 交易量如何影响股票收益率?[J]. 南开经济研究, 2014, (2): 54-75.

[21]Tetlock, P C. Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(3): 1139-1168.

[22]Du Charme L, Rajgopal S, and Sefcik S. Why Was Internet IPO Underpricing so Severe? [J]. Available at SSRN 285986, 2001.

[23]Bushee B J, and Miller G S. Investor relations, firm visibility, and investor following[J]. The Accounting Review, 2012, 87(3): 867-897.

[24]杨德明, 令媛媛. 媒体为什么会报道上市公司丑闻?[J]. 证券市场导报, 2011, (10): 17-23.

[25]宋双杰, 曹晖, 杨坤. 投资者关注与IPO异象——来自网络搜索量的经验证据[J]. 经济研究, 2011, (S1): 145-155.

[26]Neupane S, and Poshakwale S S. Transparency in IPO Mechanism: Retail Investors' Participation, IPO Pricing and Returns[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(7): 2064-2076.

[27]徐莉萍, 辛宇. 媒体治理与中小投资者保护[J]. 南开管理评论, 2011, (6): 36-47+94.

[28]Core J E, Guay W, and Larcker D F. The Power of The Pen and Executive Compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(1): 1-25.

(责任编辑 张艳峰)