

金融学季刊

Quarterly Journal of Finance

媒体关注度、政治关联与股票收益
——基于中国创业板上市公司的经验证据
罗党论 李晓霞 彭维

公开上市如何影响商业银行绩效
辛清泉 李倩倩 唐一恒

要素市场环境、地方国企的并购绩效与改革方向
刘巨松 姚益龙 瞿婷婷

企业并购中的现金持有动态调整行为研究
李井林 刘淑莲

关联分析师荐股、基金持股与投资者利益
谭滨 尹玉刚 陈威



金融学季刊

Quarterly Journal of Finance

第10卷第2期 2016

主 办 中国金融学年会
编 委 会 (按姓氏拼音排序)

执行主编

刘 力 / 北京大学
徐信忠 / 中山大学
朱武祥 / 清华大学

主编

陈学彬 / 复旦大学
刘锡良 / 西南财经大学

吴冲锋 / 上海交通大学
郑振龙 / 厦门大学

副主编

巴曙松 / 国务院发展研究中心
柴 俊 / 香港城市大学
陈守东 / 吉林大学
杜化宇 / 台湾政治大学
贺 强 / 中央财经大学
胡金焱 / 山东大学
金雪军 / 浙江大学
李心丹 / 南京大学
刘少波 / 暨南大学
柳永明 / 上海财经大学
陆 军 / 中山大学
马君潞 / 南开大学
裴 平 / 南京大学
史永东 / 东北财经大学
唐齐鸣 / 华中科技大学
万解秋 / 苏州大学

汪昌云 / 中国人民大学
王春锋 / 天津大学
王晓芳 / 西安交通大学
魏国强 / 香港科技大学
巫和懋 / 北京大学
吴 军 / 对外经贸大学
杨胜刚 / 湖南大学
叶永刚 / 武汉大学
曾 勇 / 电子科技大学
张 华 / 香港中文大学
张 荔 / 辽宁大学
张 维 / 天津财经大学
张 新 / 中国人民银行
周春生 / 长江商学院
朱新蓉 / 中南财经政法大学

编辑部

罗党论 连玉君 柳建华

图书在版编目(CIP)数据

金融学季刊. 第10卷. 第2期/徐信忠, 刘力, 朱武祥
主编. —上海: 立信会计出版社, 2016. 5
ISBN 978-7-5429-5015-4

I. ①金… II. ①徐…②刘…③朱… III. ①金融学—
丛刊 IV. ①F830-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 088397 号

策划编辑 孙 勇
责任编辑 方士华 孙 勇
封面设计 南房间

金融学季刊(第10卷 第2期)

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	上海天地海设计印刷有限公司
开 本	787 毫米×1092 毫米 1/16
印 张	8
字 数	143 千字
版 次	2016 年 5 月第 1 版
印 次	2016 年 5 月第 1 次
书 号	ISBN 978-7-5429-5015-4/F
定 价	40.00 元

如有印订差错,请与本社联系调换

2016

金融学季刊

第10卷 第2期

目录

媒体关注度、政治关联与股票收益

——基于中国创业板上市公司的经验证据

..... 罗党论 李晓霞 彭 维

公开上市如何影响商业银行绩效

..... 辛清泉 李倩倩 唐一恒

要素市场环境、地方国企的并购绩效与改革方向

..... 刘巨松 姚益龙 瞿婷婷

企业并购中的现金持有动态调整行为研究

..... 李井林 刘淑莲

关联分析师荐股、基金持股与投资者利益

..... 谭 滨 尹玉刚 陈 威

Quarterly Journal of Finance

CONTENTS

Vol. 10, No. 2, 2016

Media Coverage, Political Connection and Abnormal Return

..... Danglun Luo Xiaoxia Li Wei Peng (1)

Does Going Public Affect Bank Performance in China

..... Qingquan Xin Qianqian Li Yiheng Tang (19)

Factor Market Environment, M&A performance and Market Oriented Revolution of Local State Enterprises

..... Jusong Liu Yilong Yao Tingting Qu (35)

The Dynamic Adjustment of Cash Holding of Firms' M & A

..... Jinglin Li Shulian Liu (52)

Affiliated Analysts' Recommendations, Fund Behavior and Investor Interests

..... Bin Tan Yugang Yin Wei Chen (96)

媒体关注度、政治关联与股票收益

——基于中国创业板上市公司的经验证据

罗党论 李晓霞 彭 维*

【摘 要】 作为外部治理环境的一个重要方面,媒体关注度会通过影响投资者行为,进而影响企业股票的市场表现。本文以创业板 248 家公司为对象进行了实证分析,文章结果显示:创业板公司媒体关注度与股票收益显著相关,公司正面关注度越大,持有其股票回报率越高,而公司负面关注度越大,持有其股票回报率越低。有政治关联的高管的存在会对媒体关注度和股票收益的关系产生影响,这尤其体现在当公司被负面报道关注的时候。同时,在媒体发展水平越低的地区,高管的政治关联越会对媒体负面关注度与公司股票市场这两者的关系产生影响。本文的研究可为媒体更好地坚守“守望者”角色和投资者更充分认识上市公司提供参考,也为我国媒体制度完善、良好环境建设提供政策参考。

【关键词】 媒体关注度 股票收益 政治关联

一、引 言

在信息化的时代里,媒体已经渗透到人们生活中的各个方面。其中一个很重要表现就是对资本市场的影响。作为上市公司、交易所和投资者之间的沟通渠道,媒体,尤其是财经媒体的介入对众多上市公司都产生了深远的影响。一方面,我国目前处于信息披露不完善、市场信息透明度差的经济转型阶段,媒体是可以借助的扮演信息传递和扩散角色的重要信息中介;另一方面,媒体监督被认为是新兴资本市场上有效替代司法保护不足的一项重要制度安排(Dyck 等,2008)。市场经济虽然形

* 罗党论,中山大学岭南学院副教授;李晓霞,中山大学岭南学院博士研究生;彭维,工商银行广东分行。通讯作者及联系方式:罗党论,广州市海珠区新港西路 135 号中山大学岭南学院, E-mail: luodl@mail.sysu.edu.cn。本文感谢国家社会科学基金后期资助(15FJL010)、广东省哲学社会科学“十二五”规划(GD14CYJ03)、广东省自然科学基金资助项目(2014A030313118)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见,当然文责自负。

成了一整套的法律和制度体系,但正如诺贝尔经济学奖获得者布坎南所言,“在任何交易过程中,参加者有一种作伪、欺诈、骗取和违约动机”,尤其在经济转型时期,由于市场的游戏规则往往不够健全,上述动机很可能会得到强化,从而在经济生活中侵害其他经济主体的正当权益,财经媒体在这种时刻即担负起公众赋予的责任,行使监督职能,这是财经媒体社会“守望者”角色的内在要求。

媒体监督是上市公司监督体系重要的一部分。从2012年2月1日起,企业申请IPO的招股说明书预披露时间由原来的发审会前5天提至发审会前30天。新的预披露时间安排增加了企业上市前曝光的时间,更好地发挥了社会监督对发行人和中介机构的约束力。中国上市公司舆情中心选取了2012年第一季度所有上会的公司作为样本,考察预披露时间延长前后媒体对于拟上市公司的报道数量差异。结果显示,预披露时间延长后,每家拟上市公司的平均报道总量为546篇,较延长之前的媒体报道数量显著上升40%以上。目前,越来越多的财经媒体都增加了专门针对IPO预披露公司的深度报道。对于拟上市公司来说,从预披露的一刻起,就已经被置于公众舆论关注的聚光灯下。公司要做好准备,面对来自各方的问询。而很多公司最终都倒在了媒体的关注之下,如胜景山河,在挂牌交易日的前夜被证监会通知撤销首次公开发行的行政许可。原因是《每日经济新闻》在这天刊发了3个整版的版面报道“胜景山河涉嫌‘酿造’弥天大谎”。同样,山西天能、通达信等最终都因为媒体的质疑而被证监会撤销了申请的资格。

如果媒体是独立的,自然能行使外部监督的职能,守住财经媒体的“守望者”角色。但是在中国社会特殊的政治、文化背景下,媒体的新闻报道大都需要经过主管部门以及国家新闻出版广电总局层层审批,最后传递出来的信息往往是经过加工修改过的。这就使得媒体的客观独立性受到严重挑战。以2013年年初的《南方周末》事件为例,其新年献词受到了官方的修改,最终演变成一个公共事件。正如有评论所言:“《南方周末》的这件事,是媒体管理模式遇到挑战的突出例子。这种挑战其实一直在积累。”

值得注意的是,不同的环境要素会对传媒组织和传媒业产生不同的约束并决定其选择空间,从而使得传媒组织的行为出现不同的增长特征和发展路径(喻国明,2010),即不同地区的媒体发展程度并不一样。《中国传媒发展指数报告(2010)》研究发现,传媒产业的发展水平总体上受到地区经济和社会发展水平的制约。如果一个地区的媒体发展水平很高,政府或者有政府背景的个体干预或影响媒体报道将会产生巨大的声誉成本,这在一定程度上会维护媒体的独立性不受损害。

我们研究这样的问题:媒体对上市公司的正面或负面报道如何影响企业的股票表现?进而,在高管具有政治关联的情况下媒体的作用又会如何?我们的主要贡献

体现在:其一,我们从创业板上市公司的正面与负面报道出发,深入分析其与股票收益的关系,讨论中国特殊背景下媒体影响力受到的干预,可以为媒体关注度对资本市场影响的检验提供重要的依据和新视角,也可以为新闻媒体报道和证券市场信息公开相关机制的进一步完善提供参考和支持,有关结论无论是对投资者、对新闻媒体还是对监管当局都有着非常重要的现实意义;其二,本文也是对现存媒体关注度研究的补充,对丰富和细化相关的研究有重要的意义。

二、文献综述

价格新闻仅是媒体对话金融市场的一小部分,媒体对金融市场的关注正变得越来越广泛,并表现出多种形式。媒体可能是已有信息的公开者,可能是公司丑闻的揭露者,可能是金融市场变化的预测者,可能是重大事件的新闻调查者,或是某种观点的大肆渲染者(杨继东,2007)。媒体关乎公众的兴趣,也关乎公众的利益。

媒体影响股票收益的传导机制还可能通过媒体对投资者行为的影响来完成。

一方面是在于媒体信息传播拓宽了投资者对股票的认知,从而引发投资者行为变化继而影响股价。Merton(1987)首先从理论上研究了媒体对股价的传导机制如何产生。在这篇文献中,他指出通过财经报纸或者其他大众媒体对上市公司的报道,将会吸引那些不是上市公司股东的投资者购买上市公司的股票,而随着上市公司的投资者增多,不仅将会减少上市公司的融资成本,还会增加上市公司的市场价值(即股价)。换句话说,投资者只会购买其熟悉的上市公司的股票,不会在自己的投资组合中包含那些他们不了解的证券,即使后者有一个高的风险溢价。

之后的文献表明,已经有大量的证据支持了 Merton 的论断。一些学者发现,对许多中小投资者来说,媒体是获取信息的最便利途径,而信息的可见度在其投资决策中扮演了非常重要的角色。往往媒体关注较多的企业很多信息都已经被市场所了解,信息较为透明,因此会得到类似“赢者的诅咒”。Fang 和 Peress(2009)发现媒体关注度的提高改善了投资者能够获得的有关上市公司的信息质量,降低了进行交易的信息风险。如果没有新消息出现,被媒体密集披露的公司反而会由于信息风险较低而有一个较低的预期回报,无论这些披露的信息是好是坏。但是,媒体关注较多的企业一旦出现了新的消息,那么这种信息会更加具有信息含量,导致更高的超额收益。

Dyck 和 Zingales(2003)认为媒体对会计盈余(GAAP earnings)和备考盈余(Street earnings)的报道,显著地影响了市场对该公司的盈利预测,增加了知情交易者的数量,提高了信息的可信度,最终影响投资者的决策。另有学者发现,由于投资

者更了解本地企业,因此投资者表现出更高的“本土倾向”(home bias),即更愿意投资自己有信息优势的国内(本地)的股票(Coval 和 Moskowitz, 1999; Sorensen 等, 2007)。Veldkamp(2006)认为,由于信息供给具有固定成本和零复制成本的特点,因此媒体越发达,信息越充分,对于投资者来说,丰富的信息使投资者风险降低,投资需求增加,从而导致股票价格升高。

另一方面是在于媒体影响了投资者认知局限约束下的行为选择。受到搜索成本和有限处理信息能力的约束,投资者不可能对所有股票信息都了如指掌,而只能倾向于购买引起自己注意的几只股票。投资者也许不能购买所有吸引自己注意的股票,但其所购买的股票一定是能够引起自己关注的。

Meschke(2002)则以 CNBC1999—2001 年对公司 CEO 的采访事件为样本,对媒体影响公司股价的行为进行了探讨。研究结果显示,CEO 访谈引起了投资者对公司的关注,点燃了他们的投资热情,造成了显著的买入压力。类似的,Nguyen Dang (2006)利用新闻搜索引擎,以 1992—2002 福布斯 500 的企业为样本,构建了 CEO 的曝光指数和正面曝光指数,对曝光指数与公司价值进行回归分析。结果发现 CEO 的媒体曝光率与公司的股票收益和 *Tobin-Q* 值之间存在正相关关系,如果有良好信誉的 CEO 的曝光率高,那么该上市公司的股票收益和 *Tobin-Q* 值也会比较高。

国内部分学者也基于媒体关注度做了一定的研究。饶育蕾等(2010)以 2000 年 8 月至 2008 年 1 月在沪深两市所有 A 股上市公司每个月的新闻条数作为媒体注意力的代理变量,考察了媒体注意力与股票月度收益之间的关系。其发现大众媒体对上市公司的关注度越高,在接下来 1 个月中,其股票的平均收益率越低。作者发现这种超额收益主要来源于被高关注度的股票组合的“过度关注弱势”表现,而不是来自低关注度股票的“未报道信息溢价”,这一点与 Fang 和 Peress(2009)所提出的信息补偿假说相悖,却与基于“有限注意”的“过度关注弱势”假设一致。

三、理论阐释及研究假设

信息是现代资本市场的核心要素,资本市场本质上是一个基于信息的市场。信息披露则是这个市场赖以生存的基石,充分、及时的信息披露可以有效降低证券市场的交易成本,从而促进资本市场优化资源配置功能的发挥。但是,由于目前我国资本市场仍还是一个新兴加转轨的市场,一方面信息披露监管制度不健全,中介机构功能错位尤其是部分证券分析师不仅不能客观地分析评价相关上市公司,甚至还对存在内幕交易,隐瞒实情的上市公司“助纣为虐”;另一方面由于法律、法规永远不可能是尽善尽美,法律责任的规定也存在欠缺。上市公司信息披露违规现象屡禁不

止,严重地违反了诚信准则,甚至无视法纪。这不仅在很大程度上损害了中小投资者的合法权益,而且对证券市场的稳定和健康发展构成了很大的威胁。同时,政府行政监管与法庭通常在事件尾声或极端严重时才介入,这两层监管举证责任重,成本很高,主要起“事后补救”作用。要想缓解场中的信息不对称,提高信息披露透明度就需要一个外部力量。

而财经媒体恰恰是信息传递、外部监督治理的重要力量。既有丰富的专业知识又有强烈的责任感的财经媒体,不仅能及时高效地将各种信息广泛地传播给市场的各参与主体,而且能在发现上市公司的信息披露违规行为后,大胆地予以披露并在舆论上予以谴责,既弥补了政府部门监管的不足,又对造假者形成一种威慑力量。

作为市场投资者主要的信息来源,媒介对于这些相关因素的报道无疑是对一个宏观经济环境的建构,这种建构会对投资者的心理和对经济现实情形的判断带来巨大的影响,直接引致“媒介现实”向“心理现实”的转变,进而影响其投资行为,引起股市波动。可见,媒体关注度会引起股市波动,对股票收益产生影响,这也是媒体通过影响投资者“用脚投票”,起到的一种间接监督企业的作用。实际上,正如朱松等(2012)分析一样,媒体影响经理人声誉而实现其治理作用的原因在于媒体关注能够对股票价格产生重要影响。

由此,我们得到假设1:

假设1:在其他条件一定的情况下,媒体的关注度对公司上市后的股票收益会产生显著影响。具体而言,如果媒体的关注是正面的,那对公司上市后的股票收益有显著的正影响;如果媒体的关注是负面的,那对公司上市后的股票收益影响是显著负面的。

杨德明和令媛媛(2011)指出报道证券市场的新闻媒体基本具有以下3个特征:①从市场影响力来看,呈现出国有媒体主导、民营媒体为辅的特征。②媒体往往也承担着多重任务,多重任务的存在使媒体成为一个行政和市场的混合体。媒体的报道既需要服从政府的各项管制规定,也需要适应市场发展、迎合广大读者的需求。③随着证券市场化进程的不断推进,在这种背景下发展起来的证券新闻报道的各家媒体,其发展历程也呈现出多样化、市场化的趋势,新闻报道的深度、广度、力度也随之不断提高。

媒体关注度无疑是一把双刃剑。公司透明度的增加既能够向投资者传递其经营状况良好的信号,也不可避免地会有丑闻的伴随。而负面报道有可能给企业造成严重的消极影响。Gorman等(2009)以爱尔兰上市公司的数据研究发现:如果媒体对某上市公司的内幕交易行为进行一系列跟踪式的调查和报道,其不仅会让这家公司受到来自社会公众的舆论压力,还会导致这家上市公司的社会形象和声誉受损,

使投资者对该上市公司未来盈利前景担忧,从而将选择卖出手中所持有的该公司的股票,进而导致其股票收益下降。

由于媒体报道丑闻的行为有可能给企业造成严重的负面影响,企业自然有动机去影响媒体报道,而影响媒体的最有效途径就是影响政府,通过行政干预影响媒体。实际上,即便是在宪法保护媒体独立的国家,政府官员也有可能影响或干预媒体报道。而在我国证券市场,从宏观层面来看,政府借助媒体(如发表在《人民日报》的评论员文章)直接干预股市的情况也时有发生。我国媒体公司治理作用的发挥是通过引起相关行政机构的介入实现的(李培功和沈艺峰,2010)。这是因为媒体往往也是一个承担着多重任务的行政和市场的混合体,即便是非国有性质的媒体,也需要服从相关管制制度,服从政府的管理。李培功和徐淑美(2013)认为由于受到政府和其他利益集团的影响,媒体很难作出客观、中立和公正的报道,由此产生的报道偏差可能削弱媒体的公司治理作用。更进一步,反对者指出,通过改变受众的信息分布,有偏报道甚至会危害整个社会资源的配置效率。

有学者认为,现在的创业板已经成了一个“创富板”^①,在创业板市场上,参与者们都是中小企业,但其背后的政治关联不容小觑。罗党论等(2011)发现,在创业板市场上,高管具有政治关联的现象普遍存在,168家上市公司中有32家(占比19%)的CEO具有政治关联^②、有49家(占比29%)的独立董事具有政治关联。当上市公司建立起一定的政治联系,如邀请具有政治背景的人士加入企业等,上市公司得到的好处以及受到的政府干预程度会存在差异,市场对其成长性的评估也会受到影响。

以高管具有地方政府的政治关联为例,当媒体报道当地上市公司的负面新闻时,影响的是当地社会经济的发展,而地方的经济发展状况对地方官员的升迁有着重大影响,于是地方政府官员更有动机伸出“扶持之手”,去弱化媒体丑闻报道的影响力。由此,我们得出假设2:

假设2:在其他条件一定的情况下,具有政治关联的高管会干预媒体关注度与股票收益之间的传导机制产生影响。

由于历史的原因,不同媒介在省份这个层次上在政治、经济、文化这些方面会存在重大的差异,具有较大的区分度,而在一个省份范围内部的政治、经济、文化具有较强的趋同性(喻国明,2008)。这种媒介差异的两个重要表现就是媒体独立性和媒

① 吴晓求:创业板IPO链上的利益集团寻租股东的资源垄断, http://stock.hexun.com/2010-11-06/125467231_1.html。

② 我们在分析高管的身份特征时,将曾在政府部门有过工作经历的,但不包括仅为人大代表、政协委员及国企党委成员的高管人员,确定为具有政治关联的高管。虽然不能够完全刻画高管的政治关联特征,但是我们有理由认为这种描述在当前是较为合理的。

体竞争程度的差异。在媒体发展水平高的地区,媒体受政治背景的干预就越小,一方面是媒体自身的独立性更高,不受任何利益集团的控制,能够设法得到必要的信息并进行报道;另一方面是媒体良性竞争促使媒体关注度提高,拥有政治关联的高管影响媒体的成本也不断提高。Mullainathan 和 Shleifer(2005)在一个新闻市场竞争模型中表达了这样一个观点,即便媒体想隐瞒某些事实,或者说媒体报道是有偏颇的,随着市场上媒体竞争程度的提高,公众最终还是可以形成正确的认识。杨德明和令媛媛(2011)发现,在市场关注度较低条件下,终极控制人国有的性质会对媒体报道影响显著,这是因为在市场关注度较低条件下,政府影响媒体给其带来的声誉损失也相对较低。由此,我们提出假设3:

假设3:在其他条件一定的情况下,在媒体发展水平越高的地区,假设2中的高管的政治关联效应会减弱。

四、研究设计

(一) 样本选择

自2009年10月30日我国首批创业板公司在深圳交易所上市,截至2011年10月30日开盘前,创业板上市公司共计248家。本文研究主要以这个期间的样本为例。

本文选取创业板IPO公司作为研究对象主要出于以下三个原因:

(1) 文献研究表明,关于媒体关注度与资本市场发展的相关研究多采用欧美发达国家的上市公司或中国的A股市场为研究对象,分析媒体关注度是否对其股票收益和公司治理结构造成影响,而几乎没有研究从中国创业板上市公司数据出发研究媒体关注度对中国资本市场的影响状况。与相对成熟的A股市场相比,中国创业板的发展还处于新兴加转轨的阶段,市场信息反应不足或反应过度的现象频繁发生。因此,在这样的背景下研究媒体关注度对资本市场的影响作用,不仅会拓展这一领域的研究视野,而且还能更清楚地认识媒体在资本市场发展中所起到的作用。所以,基于中国创业板上市公司数据的研究应该成为研究媒体报道与资本市场发展最重要的组成部分。

(2) 我国创业板经过10年的酝酿,其开板备受市场关注。作为中小企业融资新渠道的创业板,其上市公司普遍具有高成长性和高风险性的特征,其股票投资回报也可能远高于主板市场,这也正是其吸引媒体报道和投资者关注的要素。

(3) 与一般的上市公司不同,创业板建立过程中新闻媒体扮演着重要的角色。

创业版的第一场发审会对媒体开放,反映了监管部门对媒体宣传的重视,同时,各大门户网站和财经媒体对上市企业不遗余力地宣传,也对创业板的火爆行情起到了推波助澜的作用。以上特点都为我们研究媒体关注度在IPO企业二级市场中所扮演的角色创造了条件。

(二) 变量刻画

本文一个重点研究的变量就是媒体关注度(*Media*)。参考Chen等(2013)的研究,出于正态分布的考虑,我们用“1+媒体关注次数”的自然对数来衡量媒体关注程度。遗憾的是,现有研究对媒体关注次数的测量方法并不统一。国外学者大多采用大众媒体报道数量作为媒体覆盖的度量。Fang和Press(2009)通过Lexis-Nexis数据库搜索了4个发行量最大的媒体:纽约时报、今日美国、华尔街日报和华盛顿邮报。Chan(2003)通过道·琼斯新闻网(Dow Jones New Wire)收集了上市公司出现在头条新闻中的次数。国内学者所采用的方法则更为多样。饶育蕾等(2010)利用百度搜索得到的新闻条数作为媒体关注度的代理变量。李培功和沈艺峰(2010)、张雅慧等(2011)利用中国期刊网重要报纸全文数据库搜索了中国证券报、上海证券报、证券日报和证券时报四大证券报的相关新闻。徐莉萍和辛宇(2011)则将重要报纸全文数据库中包括四大报在内的所有新闻都视为媒体关注度。杨德明和令媛媛(2011)利用WIND数据库的深度数据提供的各个公司新闻展开研究。权小锋和吴世农(2010)用上市公司资讯网新闻条数作为媒体关注的代理变量。鉴于四大证券报的权威性和公正性,加上互联网已成为广大股民最主要的信息渠道,本文选择在报刊和网络信息都较为全面的“中国经济新闻库”^①中检索到的新闻数量来构建媒体关注度指标。

本文的媒体关注度数据通过网络搜索加手工整理得到:具体做法是按照上市公司的股票简称对数据库中的全文文献进行内容检索,从而获得关于该上市公司的各新闻报道的题目、内容、媒体名称、发表日期等原始信息,进而为有关的“媒体关注次数”指标的计算提供依据。

我们还具体区分了媒体关注的态度,我们是参考了杨德明、令媛媛(2011)和醋卫华、李培功(2012)的相关做法,具体是:根据报纸媒体对公司新闻报道的标题和内容中是否包含明显的质疑、批评、负面评价的词语和语气加以判断。如只有非常明显的负面词语如“造假”“忙套现”“募资使用率低”“同比下降”“变脸”等,才归为负面

^① <http://www.bjinfobank.com>,该数据库收录了中国范围内及相关的海外商业经济信息,以消息报道为主,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。

媒体报道(NM),而中性或者正面的则归为正面媒体报道(PM)。

高管的政治关联(Local)。高管的政治关联定义为曾在政府部门有过工作经历的,但不包括仅为人大代表、政协代表及国企党委成员的高管人员。此定义和罗党论和卢俏媚(2011)的做法较为一致,同时也补充了 Fan 等(2007)原来只考虑 CEO 的情况。本文高管信息也是通过手工收集而得,方式主要是查找上市公司的公司年报和招股说明书等资料,高管包括董事长、副董事长、总经理、董事、独立董事。

媒体发展水平。传媒产业作为文化产业、创意产业及信息服务业的身份逐渐得到普遍认可,但相应的产业分析和产业预测却始终未能像快速消费品、金融、电子产品等其他行业一样达到成熟和系统化的程度。这不仅见之于零乱的数据和只抓冰山一角的各类报告,更见之于传媒产业研究工具和逻辑的匮乏,最大的问题在于传媒产业自身发展的碎片化和对这种碎片化现状进行描述及解析的无力感(喻国明等,2007)。因此很少有文献将媒体发展水平这一变量引入实证分析中。目前可以借鉴的就是中国人民大学新闻与社会发展研究中心编制的《中国传媒发展指数》。中国传媒发展指数(CMDI, China Media Development Index)采纳一系列精当而敏感的指标展示出传媒业的动态发展速度及质量,实现对传媒业与社会环境互动的有效监测,从而优化传媒组织、传媒业与其发展环境之间的匹配程度,形成正向激励机制。从中国传媒发展指数(2010)总指数来看,在全国 31 个省市行政区中,总指数排序在前 25% 的 8 个省区与当年度的中国发展指数 RCDI 测评中的排序惊人地一致,足见传媒与区域综合发展水平之间呈高度相关关系^①。由于本文只是就媒体发展水平高低两组分析政治关联对媒体关注的影响是否有差异,所以将这一指数转化为虚拟变量。当上市公司所在地区属于总指数前 16% 的 5 个省区(北京、上海、广东、江苏、浙江)时,即为媒体发展水平高的一组。

被解释变量:股票收益(AR)。采用购买并持有(buy and hold)的策略,计算累积收益,然后减去市场收益。其中,市场收益用按总市值加权的平均市场年收益率表示。

至于其他控制变量,本文遵循媒体关注度方面的以往研究,从企业特征、IPO 特征两个方面选取了 9 个控制变量。在企业特征方面,选取公司年龄(Age,公司成立年数加 1 之后再取自然对数)、规模(Aveoi,过去 2 年平均营业收入的自然对数)、盈利能力(Netprfrt,销售净利率)、控制人类型(Flag,虚拟变量,国有控股取 1,其他取 0)、股权集中度(Top1,第一大股东持股比例)等指标;并引入了年度和行业虚拟变

^① 中国传媒发展指数报告发布 北京、上海、广东位列前三, <http://media.people.com.cn/GB/11573148.html>。

量。在 IPO 本身的特征方面,引入了发行规模(*Issumktv*)和主承销商(*DUwt*,虚拟变量,上一年前十大承销商取 1,其他取 0)2 个常用变量。在稳健性检验中,引入股权集中度(*Top1*)的替代变量,即第一大股东与第二大股东的持股比例之比(*Zindex*)。

(三) 模型构建和说明

根据研究假设及变量,本文构造如下两个回归模型进行检验:

$$AR = \alpha + \beta_1 MEDIA + \beta_2 Local + \beta_3 Age + \beta_4 Aveoi + \beta_5 Netprf rt + \beta_6 Flag + \beta_7 Top1 + \beta_8 Issumktv + \beta_9 DUwt + \beta_{10} YEAR + \beta_{11} INDUSTRY + \epsilon \quad (1)$$

$$AR = \alpha + \beta_1 MEDIA + \beta_2 MEDIA * Local + \beta_3 Local + \beta_4 Age + \beta_5 Aveoi + \beta_6 Netprf rt + \beta_7 Flag + \beta_8 Top1 + \beta_9 Issumktv + \beta_{10} DUwt + \beta_{11} YEAR + \beta_{12} INDUSTRY + \epsilon \quad (2)$$

模型(1)是用来考察媒体关注度对股票收益的影响,分别只放入了正面关注度和负面关注度,分析正面媒体报道和负面媒体报道对股票表现的影响。

模型(2)检验假设 2 和假设 3。媒体关注度和高管政治关联的交叉项系数 β_2 用于说明高管政治关联对媒体关注度与股票收益之间关系的影响。按照研究假设 2,如果是高管政治关联背景(即 $MEDIA * Local$),媒体正面(负面)关注度对股票收益的影响增大(减小),所以我们预测此系数显著为正。

基于之前的假设,在分析高管政治关联对媒体效应的干预方面,除了进行全部样本的回归,我们计划针对媒体发展水平高的上市公司组和媒体发展水平低的上市公司组分别重复进行前面的回归分析(2)。

五、实证分析

为了考察本文研究所涉及的主要变量之间的相关性,我们采用 Pearson 相关分析的方法对各主要变量之间的相关系数进行检验^①。代表股票收益的 *AR* 与媒体正面关注度(*PM*)、高管政治关联(*Local*)、公司规模(*Aveoi*)、销售净利率(*Netprf rt*)、股权集中度(*Top1*)、发行规模(*Issumktv*)正相关,与媒体负面关注度(*NM*)、公司年龄(*Age*)、控制人类型(*Flag*)负相关。各变量之间的相关系数都在 0.5 以下,因此在自变量之间并不存在着明显的多重共线性问题。

^① 由于篇幅关系,这里没列示。

(一) 描述性统计

我们先来看变量的描述性统计，如表 1 所示。

表 1 变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	<i>p</i> 50	最大值
<i>AR</i>	-0.06	0.39	-1.40	-0.04	1.08
<i>PM</i>	2.16	0.78	0.00	2.20	4.70
<i>NM</i>	0.44	0.56	0.00	0.00	2.40
<i>Local</i>	0.43	0.50	0.00	0.00	1.00
<i>AGE</i>	2.26	0.42	0.69	2.30	3.18
<i>Aveoi</i>	10.12	0.63	8.69	10.08	12.48
<i>Issumktv</i>	10.99	0.54	9.75	10.93	12.45
<i>Netprfrit</i>	0.21	0.10	0.02	0.18	0.57
<i>Flag</i>	0.04	0.20	0.00	0.00	1.00
<i>Top1</i>	0.33	0.13	0.09	0.31	0.69
<i>Zindex</i>	3.49	3.78	1.00	2.29	37.60
<i>DUwt</i>	0.36	0.48	0.00	0.00	1.00

表 1 汇报了主要变量的描述性统计结果。可以看到，媒体的正面关注度(*PM*)各指标均大于负面关注度(*NM*)，而负面关注度总体处于一个较低的水平(标准差为 0.56，均值为 0.44)。政府背景在所有 407 个样本中，国有控股 *Flag* 的创业板上市公司仅有 4%，但高管具有政治关联(*Local*)的创业板上市公司占到总样本 43%^①。在本应具有高度市场基因的创业板中这一数据已体现出中国企业高管具有政治关联的现象普遍存在。在二级市场层面，股票年度持有回报(*AR*)平均只有一6.0%(中位数为-4.7%)，印证了我国创业板市场新股长期低回报甚至负回报的现实。而在公司层面，营业收入规模(*Aveoi*)平均为 24 834.77 万元[*exp*(10.12)=24 834.77]，销售净利率(*Netprfrit*)平均为 21%。另外，第一大股东持股比例与第二大股东的持股比例之比(*Zindex*)平均为 3.49 倍，说明样本公司股权集中度较高。

(二) 模型回归结果与分析

进一步，我们来看模型的回归结果。首先是所有样本的回归分析，如表 2 所示。

① 其实如果单看 248 家上市公司，110 家有政治关联，占比为 44.4%。

表2 媒体关注度、政治关联与股票收益

变量	解释变量为 <i>PM</i>		解释变量为 <i>NM</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MEDIA</i>	0.066*** (4.31)	0.051*** (2.76)	-0.040* (-1.72)	-0.071** (-2.46)
<i>MEDIAL * Local</i>		0.039 (1.29)		0.077* (1.68)
<i>Local</i>	0.025 (1.07)	-0.057 (-0.89)	0.023 (0.94)	-0.009 (-0.30)
<i>AGE</i>	-0.009 (-0.31)	-0.012 (-0.41)	-0.021 (-0.71)	-0.025 (-0.84)
<i>Aveoi</i>	-0.036 (-1.14)	-0.033 (-1.06)	-0.004 (-0.12)	-0.001 (-0.04)
<i>Issumktv</i>	-0.019 (-0.55)	-0.019 (-0.54)	-0.013 (-0.36)	-0.015 (-0.44)
<i>Netprfrit</i>	-0.054 (-0.29)	-0.043 (-0.24)	0.087 (0.47)	0.124 (0.66)
<i>Flag</i>	-0.098* (-1.79)	-0.096* (-1.73)	-0.082 (-1.53)	-0.088 (-1.62)
<i>Top1</i>	0.114 (1.14)	0.110 (1.11)	0.048 (0.46)	0.040 (0.38)
<i>DUwt</i>	0.008 (0.31)	0.006 (0.24)	-0.002 (-0.06)	-0.003 (-0.11)
<i>Constant</i>	0.733 (1.22)	0.759 (1.26)	0.558 (0.89)	0.578 (0.91)
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>INDUSTRY</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	407	407	407	407
<i>Adj_R²</i>	0.631	0.631	0.620	0.622
<i>F</i>	107.5***	103.8***	96.73***	86.53***

注释:(1)***, **, * 分别表示在1%, 5%和10%水平上显著;(2)括号中为 White-t 统计量,考虑了异方差问题;(3)年度和行业变量作为控制变量未报告。

表2是假设1、假设2的多元回归分析结果。第(1)(3)列回归,反映媒体正面和负面关注度对股票收益的影响。第(2)(4)列,反映高管政治关联对媒体关注度与股票收益之间关系的干预情况。

所有回归中,媒体正面关注度与股票收益显著正相关,媒体负面关注度与股票