

资本市场的“守望者”：媒体负面报道与重大资产重组成败^{*}

陈泽艺^a 李常青^a 魏志华^b

(a. 厦门大学管理学院; b. 厦门大学经济学院)

作者简介:

陈泽艺, 厦门大学管理学院博士生, Email: chenzeyi@stu.xmu.edu.cn

李常青, 厦门大学管理学院教授、博士生导师, Email: lichangqing68@126.com

魏志华, 厦门大学经济学院副教授, Email: finjoy@126.com

^{*}本文受到国家自然科学基金的资助项目“媒体治理：转型国家投资者保护的补充机制”（G0206-71172050）、“半强制分红政策、公司分红行为与投资者保护”（G0206-71102058）的资助。

资本市场的“守望者”：媒体负面报道与重大资产重组成败

陈泽艺 李常青 魏志华

摘要：重大资产重组在优化资源配置、推动国企改革、促进产业结构升级等方面发挥了积极作用，也是资本市场研究的热点问题。本文从媒体的社会“守望”功能出发，实证检验媒体负面报道对上市公司重大资产重组成败的影响。以2008年~2014年沪深两市259次重大资产重组为样本，本文研究发现，媒体负面报道显著提高了公司主动终止重组计划和重组方案未通过并购重组委员会审核的概率，进而提高了重组失败的概率。进一步研究还发现，重组过程中，不同时间段的媒体负面报道对重组进展的影响不同，表现出了明显的时效性。同时，与资产质量相关、来自“四大”证券报的负面报道提高了公司主动终止重组计划的概率；而与资产定价相关的负面报道提高了重组方案未通过并购重组委员会审核的概率。此外，媒体负面报道还显著延长了重组完成的时间。本文的研究结果表明，媒体报道在上市公司重大资产重组过程中发挥了重要的事中监督和治理作用，扮演了积极的资本市场“守望者”角色。

关键词：负面报道 媒体治理 重大资产重组 主动终止 未通过审核

一、引言

“监督环境、守望社会、传承文化”是媒体的三大传播功能^[1]。在西方，媒体通常被视为独立于立法、行政和司法之外的“第四权”^[2]。媒体利用其敏锐的触觉，究根寻源的职业习惯，独特的职业优势，以及律法赋予的特殊权利，“守望”社会，监督中介机构独立性，提高信息披露的透明度。在中国，媒体对上市公司“看门狗”式的监管职能也在逐渐显现。譬如，《财经》杂志曝光银广夏财务舞弊、央视报道的双汇“瘦肉精”事件、《每日经济新闻》揭露新大地造假上市等正是媒体成功发挥监督和治理作用的典型案例。

在学术界，Dyck和Zingales认为，媒体报道能促进公共意见的形成和声誉的建立，在公司治理中发挥着重要作用^[3]。此后，媒体报道的公司治理作用引起国内外学者们的广泛关注。现有文献表明，作为资本市场的“守望者”，媒体报道具有公司治理职能，主要体现在：揭发公司的会计舞弊行为^[4, 5]和不合理的薪酬^[6, 7]、抑制控股股东获取控制权私利^[8, 9]、提高董事会效率^[10, 11]、促使公司改正违规行为^[12, 13]并积极履行社会责任^[14]以及提高信息披露水平^[15, 16]等。除了事后监督控制的功能，媒体报道还有利于事前预防和约束内部人的机会主义行为，降低代理成本，发挥事前控制的功能^[17]。值得注意的是，媒体的治理职能应分别体现在事前控制、事中控制和事后控制三个环节^[17]。但是，目前绝大多数学者们侧重于关注媒体的事后控制职能，鲜有文献研究媒体报道是否具有事中控制职能，能否在公司重大决策过程中发挥监督和治理作用。

近年来，我国资本市场上重大资产重组风起云涌，日渐频繁。如图1所示，2009年以来，我国上市公司发起的重大资产重组数量和重组金额均大幅上升。2009年，我国上市公司共发生了29起重大资产重组，交易金额702亿。2013年，重组数量和金额快速增长到138起和3732亿^①。一般来说，重大资产重组的交易金额较大，涉及面广，对公司的生产经营影响较大，对管理层、董事会和股东的影响也较为深远，往往受到投资者和媒体的广泛关注。此外，重大资产重组的审批环节多，周期长，平均需要7-8个月。因而媒体有充分的时间调查、深度剖析重组方案，系统、全面地报道公司重大资产重组的是是非非，从而影响相关当事人的决策判断。因此，重大资产重组事件为研究媒体能否发挥事中控制作用提供了难得的契机。鉴此，本文旨在研究上市公司重组期间与重组方案相关的媒体负面报道对上市公司重组成败的影响，检验媒体报道在公司治理中所扮演的事中控制角色，以弥补已有研究的缺憾。

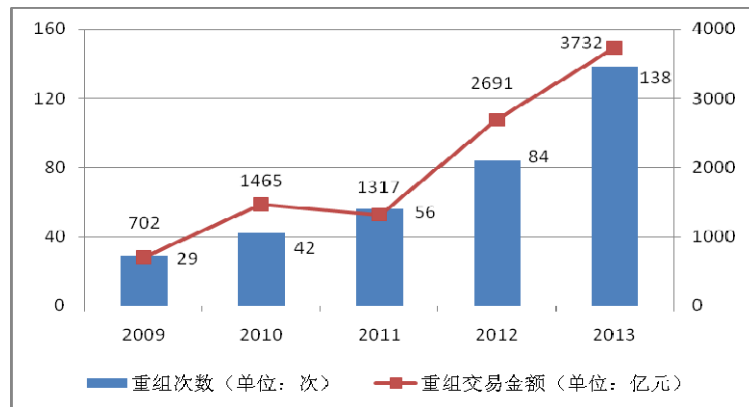


图1 我国上市公司重大资产重组发展趋势图

本文的主要贡献点在于三方面：第一，现有文献主要研究媒体负面报道对公司治理^[6, 10, 12, 13]和公司股票价格^[18-23]及审计^[24-27]的影响。本文将研究视角拓展到公司的投资决策，率先研究媒体负面报道对公司重大资产重组成败的影响，有助于理解媒体报道对公司并购重组成败的影响机制，丰富了媒体研究的相关文献。第二，现有文献通常研究的是与公司相关的媒体报道^[7, 12, 13, 22, 28]所扮演的治理角色。但由于与公司相关的媒体报道种类繁多（如会计、管理等方面），难以区分是何种报道真正发挥治理作用。本文尝试性地研究与事件相关的媒体报道对该类事件进展的影响，为媒体报道对公司的影响提供了更直接的证据。第三，现有文献主要关注媒体的事后监督职能^[12, 13, 15]。本文从事中控制这一视角出发，研究重组过程中媒体的负面报道对重组成败的影响，为检验媒体能否发挥事中监督职能提供了实证证据。

二、制度背景与研究假设

（一）制度背景

1. 重大资产重组的制度变迁

重大资产重组是指上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例，导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为^②。

最近十余年来，中国的重大资产重组制度从无到有，历经了几次重大制度变迁之后逐渐发展并逐渐成熟起来。如表1所示，从证监上字[1998]26号文到证监公司字[2001]105号文，我国的重大资产重组制度逐渐建立并完善，其中105号文成为了本世纪初上市公司进行重大资产重组所必须遵循的重要文件。随着股权分置改革的完成以及《公司法》和《证券法》的修订，上市公司资产重组的外部环境发生了重大变化。在此背景下，证监会于2008年出台了《重大资产重组管理办法》（证监会令第53号），对上市公司的重大资产重组活动作出了系统规定，成为指导资产重组的核心法规。2011年，证监会对《重组管理办法》进行修订，进一步规范了借壳上市的条件，允许在发行股份购买资产的同时进行配套融资。随着行政审批制度改革的进一步深化，证监会于2014年对《重组管理办法》进行了重大修订，进一步放松管制，简化了并购重组的行政许可，加强事中事后监管。

表1 重大资产重组制度变迁

颁布日期	政策名称	主要内容
1998年2月	《关于上市公司置换资产变更主营业务若干问题的通知》（证监上字[1998]26号）	上市公司通过置换资产变更主营业务，导致上市公司上市主体资格发生变化的，必须报中国证监会按新股发行程序重新审批。但只在纺织行业和根据《上市规定》确定为状态异常的公司中试点。

2000年6月	《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》(证监公司字[2000]75号)	将资产重组的范围拓展到所有行业,并规定了重大资产购买或出售行为的标准和具体程序。
2001年12月	《关于上市公司重大资产购买、出售、置换资产若干问题的通知》(证监公司字[2001]105号)	将资产置换作为一种新的资产重组方式写入文件,并进一步细化了资产重组的标准和程序;明确规定了董事会应履行的程序、中介机构应发挥的作用、证监会审核的时间约束。
2008年4月	《上市公司重大资产重组管理办法》(证监会令第53号)	允许上市公司发行股份购买资产;对重组资产定价方法做出了明确规定;在发行审核委员会中设立上市公司并购重组委员会;进一步规范重组流程以及重组过程中的信息披露和管理。
2011年8月	《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》(证监会令第73号)	进一步规范了借壳上市的条件,允许在发行股份购买资产的同时进行配套融资。
2014年10月	《上市公司重大资产重组管理办法》(证监会令第109号)	进一步减少、简化了并购重组行政许可,取消了不构成借壳上市且不涉及发行股份的并购重组的事前审核;明确借壳上市与IPO要求等同,规定创业板公司不允许借壳上市。

2. 重大资产重组的一般流程

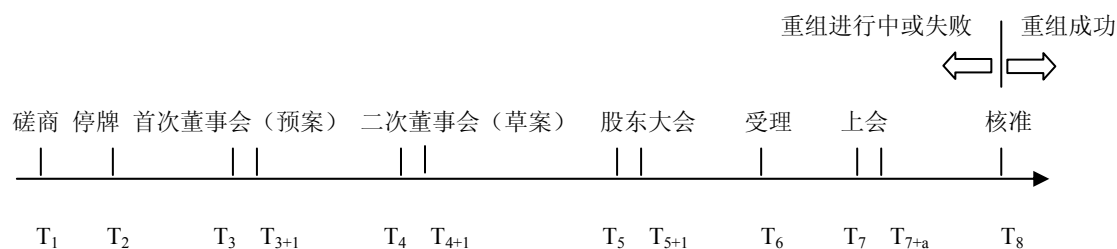


图2 重大资产重组一般流程

为了更清楚地说明资产重组过程,本文梳理了上市公司重大资产重组的一般流程,如图2所示。T₁日,上市公司与交易方就重组事宜磋商,并与所有参与人员签署保密协议。为避免股票价格异常波动,上市公司在重组筹划期间应向证券交易所申请停牌(T₂)。T₃日,召开首次董事会,就重大重组方案进行表决,编制重大资产重组预案,并在下一个交易日(T₃+1)公告,同时申请复牌。在与重组相关的资产评估和审计工作完成后,上市公司再次召开董事会(T₄),审议重组方案,同时编制重大资产重组报告书(草案),并在下一交易日(T₄+1)公布。随后,上市公司召开股东大会(T₅)审议重大资产重组相关事项,并在下一交易日(T₅+1)公告股东大会决议。股东大会表决通过后,上市公司在三个工作日内向证监会递交重组申请文件。证监会受理(T₆)后,审查相关文件,形成初审报告。然后,证监会将重组申请材料 and 初审报告提交并购重组委员会审核(简称上会)(T₇),上市公司收到审核结果应立即对外公告(T₇+a)。根据并购重组委员会的审核结果,证监会下发相应的核准(或不予核准)文件(T₈),公司收到核准文件(或不予核准)后立即对外公告。由此可见,在重大资产重组过程中,从T₁至T₃这一期间属于保密阶段,资本市场上没有与重组相关的公开信息,媒体也无从获知相关信息。而本文拟研究的是,重组期间与重大资产重组相关的媒体报道对重组成败的影响。具体而言,在本文中重组期间是指,拟进行重大资产重组的公司从重大资产重组首次公告日(T₃+1)至重组方案获得证监会审核通过(T₇)或方案终止(两者孰早)。

（二）研究假设

从上市公司重大资产重组进程来看,重组成功是指重组方案通过公司各级权力机构(董事会、股东大会)和相关部门(如当地政府、国资委等)审批,通过并购重组委员会审核,并最终获得证监会核准。重组失败主要包括四种情况,一是公司在公布重组草案前或股东大会前或并购重组委员会审核前终止重组计划,即主动终止;二是重组方案未通过并购重组委审核;三是方案未获得股东大会表决通过;四是重组方案未获得当地政府或国资委的批准。

1. 媒体负面报道与公司主动终止重大资产重组

现有研究发现,公司在并购过程中,会考虑外部市场信息^[29-32]。并购公告后,公司股票价格表现不佳的并购更容易被取消^[32]。这可能是因为外部的市场参与者(如分析师和投资者)能够比内部人更好地分析公司所面临的国际环境、宏观和行业环境,发现内部人的疏忽或错误^[29]。这表明,内部人在并购决策过程中,考虑了外部市场的股票价格信息。Liu 和 McConnell 以 1990~2010 年美国资本市场上 636 次首次公告市场反应为负的并购事件为样本,研究发现,媒体的关注和媒体负面报道显著提高了损害市场价值的并购被终止的可能性^[31]。需要指出的是,Liu 和 McConnell 主要研究媒体关注(或报道的倾向性)与市场反应的交互效应对并购成败的影响,而本文关注的是媒体报道是否会直接影响并购重组成败^[31]。

现有文献表明,媒体主要通过声誉机制^[12]和引起行政机构介入^[13]两种机制影响公司治理。而李焰和王琳则认为,基于声誉共同体的研究框架,媒体报道引起的政府干预或介入是政府作为声誉共同体成员,在声誉受损时转移其成本压力的手段,背后的力量依然是声誉机制^[33]。

本文借鉴李焰和王琳提出的声誉共同体的分析框架^[33],考察媒体负面报道对公司主动终止重大资产重组的影响。上市公司作为负面报道的直接对象,是终点声誉主体,而与重组相关的其他主体(如政府监管部门、中介机构)是过程声誉主体。当媒体对上市公司的重大资产重组事项进行负面报道后,公司和其他过程声誉主体的声誉均会受到不同程度影响,产生声誉受损成本。当政府监管部门的声誉受损成本较高时,它会采取措施(如要求公司修改方案或直接否决方案)向公司转移声誉受损成本,进而提高公司(终点声誉主体)的声誉受损成本。结合^[12]的分析模型,媒体负面报道给上市公司造成的声誉受损成本可以写成:

$$RC_{total} = RC_{direct} + RC_{transfer} = \sum_{i=1}^m p_i \times RC_i + \sum_{j=1}^n RC_j \times k_j \quad (1)$$

上式中, RC_{total} 表示上市公司的声誉受损成本总和,它由公司自身的声誉受损成本(直接成本, RC_{direct})和预期会从过程声誉共同体转移过来的声誉受损成本(转移成本, $RC_{transfer}$)两部分组成。 p_i 表示公司有损投资者利益的重组方案被投资者获悉的可能性; RC_i 表示有损投资者利益的重组方案被投资者获悉后,对公司声誉的影响; m 表示媒体的数量; RC_j 表示有损投资者利益的重组方案被投资者获悉后,对其他过程声誉主体的影响(或预期影响); k_j 表示过程声誉主体 j 向最终声誉主体的声誉受损成本转移系数; n 表示涉及的过程声誉主体的数量。

媒体对公司重大重组的负面报道主要通过四种方式影响等式(1)的右边,进而影响公司的重大资产重组决策。

首先,媒体的负面报道会提高 p_i ,即投资者获悉重组方案损害其利益的信息的概率。这是因为媒体报道不仅为投资者提供有价值的信息,降低信息不对称程度^[28],还能够吸引更多的潜在投资者关注^[34]。同时,媒体具有甄别信息的功能,通常权威媒体的可信度更高^[12]。从说服效果来看,高可信度信源远远高于低可信度信源^[35]。因此,媒体报道,尤其是权威媒体的报道更容易被受众相信。此外,不同媒体的市场定位和受众是有所不同的。不同媒体都对同一事件进行报道,

信息传播更广泛，受众覆盖面越广，对被报道公司的影响更大。因此，重组期间媒体挖掘的与重组相关的负面报道，促使损害投资者利益的重组方案能够被更多的市场参与者所知晓，并相信之。

其次，媒体负面报道提高了公司的声誉成本 RC_i 。媒体报道能为公众普及常识，使投资者了解上市公司的哪些行为侵害了中小股东利益。同时，媒体深度报道还会影响投资者对公司和管理层的看法^[3, 12]。根据传播学的议程设置理论（agenda-setting theory），媒体报道的信息和议题会影响人们对某些事实的关注顺序和看法^[36]。这种情况在资本市场上同样适用。追踪报道对事件的来龙去脉进行深入剖析，并与首次报道相呼应，增强受众对事件的反应强度。而深度报道向受众展示了翔实的证据和记者第一手的调查资料，更容易引起投资者的注意^[13]。负面信息被媒体大量曝光后，不仅会使投资者认为它们更重要，还会提高投资者对这些信息的反应速度和程度^[37]。因此，与重组相关的负面报道越多，会使投资者认为重组方案对投资者利益的损害越严重，对公司的评价越差，公司的声誉受损成本越高。

再次，媒体负面报道将提高过程声誉主体的声誉受损成本（或预期声誉受损成本） RC_j 。媒体对重组方案的负面报道，还可能导致政府监管部门（如国资委、证监会等）声誉受损。媒体对重组方案的质疑，会引起社会公众的广泛关注。若重组双方的做法触犯了相关法规，应当受到相应政府监管部门的及时查处或者警示。否则，政府监管部门负有失察的责任，会受到上级以及社会公众的谴责，形成相应的声誉损失^[33]。这是因为，媒体对重组负面新闻的曝光在引起社会公众关注的同时，还会引起上一级行政机构的关注。而目前国内官员任命采用逐级任命制，即下级行政官员由上一级行政机构任命。如果本级行政官员不作为，会受到上级的谴责，影响政绩，进而影响其仕途。进一步地，由于媒体所发布的信息具有广泛的影响力和权威性，与重组相关的负面报道会被受众当作“多数意见”来认知，将引发“沉默的螺旋”效应，形成强大的意见环境^[22]。这种强大的意见环境进一步提高监管部门的预期声誉受损成本。

最后，媒体负面报道提高了过程声誉主体的数量 n 。这是因为，负面报道（尤其是深度报道）可能挖掘出某些比较隐蔽的相关利益主体。

综上，媒体报道提高了有损投资者利益的重组方案被投资者获悉的概率 p_i 、公司的声誉受损成本 RC_i 、其他过程声誉主体的声誉受损成本（或预期声誉受损成本） RC_j 、过程声誉主体数量 n ，从而提高上市公司的最终声誉成本总和。随着媒体负面报道的增加，上市公司的声誉受损成本总和逐渐增大。当声誉受损成本总和大于重组的既定收益时，公司就有可能主动终止重组计划。因此，本文提出如下研究假设：

假设 1：当其他条件相同时，重组期间与重组事项相关的负面报道越多，公司越有可能主动终止重组进程。

2. 媒体负面报道与重大资产重组未通过并购重组委审核

根据现行法规，上市公司重大资产重组满足一定条件时，应当提交并购重组委审核^③。并购重组委由专业人士组成，分成召集人组和专业组，其中专业组分为法律组、会计组、机构投资人组和金融组。其职责主要包括，审核上市公司并购重组申请是否符合相关条件；审核证券服务机构及相关人员为并购重组申请事项出具的有关材料及意见书；审核证监会出具的初审报告；依法对并购重组申请事项提出审核意见。由此可见，并购重组委的审核大多是基于上市公司提交的文件材料，而这些材料本身可能是造假的。并且，根据现行规定，并购重组委员在会议前三天才收到相应的审核材料^④，可能没有足够的时间和能力对与重组公司相关的海量信息进行一一确认。现有研究表明，媒体在甄别问题公司、揭发会计舞弊等方面发挥着重要作用^[4, 5, 38]。对于IPO的公司来说，上会前媒体负面报道降低了公司IPO过会的概率^[39]。

媒体报道如何影响并购重组委员的专业判断和审核意见？审计领域的研究表明，媒体通过大众传播的议程设置功能的“认知模式”和“显著性模式”影响审计师的信息占有和风险因素权重判断^[26]，并通过“认知假设”和“策略假设”机制影响审计师的审计意见^[24]。作为由注册会计师、资产评估师、律师、专家学者等专业人士组成的并购重组委员会，媒体报道对并购重组委员的影响路径与对审计师的影响路径是类似的。因此，本文借鉴传播学的议程设置理论（McCombs and Shaw, 1972）和Joe的“认知假设”和“策略假设”^[24]来分析媒体报道对并购重组委员会的影响。

议程设置理论认为，大众传播具有议程设置功能，媒体对某一事件的强调程度会影响受众对这一事件的重视程度（McCombs and Shaw, 1972）。媒体主要通过“知觉模式”、“显著性模式”和“优先顺序模式”三种机制来设置议程^[40]。事实上，这三种机制同样适用于资本市场和重大资产重组。第一，媒体报道或不报道重组公司某个方面“议题”，会影响并购重组委员对该“议题”的感知。这是因为，根据《上市公司并购重组审核委员会工作规程》，委员在并购重组会议前三个工作日才收到并购重组申请文件及证监会的初审报告。而媒体对重组方案的报道一般在重组预案公布后就开始了。因此媒体对重组公司的负面报道对并购重组委员来说，也是新消息，会影响委员的感知。媒体报道会降低公司的信息不对称程度^[41]，尤其是资深财经记者挖掘的信息，有助于并购重组委员发现重大资产重组方案中的违规行为。第二，由于关注（attention）是一种稀缺的认知资源，对一件事物的关注必然以牺牲对另外一些事物的关注为代价^[42]。在面对大量信息时，有限关注（limited attention）限制了人们的学习、决策过程^[43]。在并购重组委员会召开前，委员们需要在3个工作日内阅读大量申请文件、材料及证监会的初审报告。面对海量信息，有限关注会影响并购重组委员的决策过程。此外，人们常常有意识地选择关注特定的事件与信息，一些显著的刺激、或容易获知的信息往往容易吸引人们的注意力^[44]。比如，有新闻报道的股票更容易引起投资者关注^[34]。媒体对重组公司某些方面“议题”的强调，会引起并购重组委员对这些议题的重视。因此，媒体对重组公司的负面报道会引起委员对这些报道的重视，进而影响其审核意见，最终影响方案是否通过。第三，媒体按一定的优先顺序对重组公司一系列“议题”进行不同程度的报道，会影响并购重组委对这些议题重要性程度的判断。因此，媒体负面报道通过“知觉模式”、“显著性模式”和“优先顺序模式”影响并购重组委员对重组公司负面新闻的感知、重视及重要性程度的判断，进而影响其决策。

Joe认为媒体报道对审计师的影响机制主要有“认知假设”和“策略假设”两种^[24]。“策略假设”认为，审计客户陷入财务困境的消息被媒体报道后，提高了审计师对自身诉讼风险的预期，因此为了规避风险，审计师会策略性地修改审计意见类型。“认知假设”则认为，即使审计师在审计过程中已经获悉了审计客户陷入财务困境的信息，但媒体报道会使审计师更加重视这些信息，从而改变审计师对客户风险的预期，进而导致其修改审计意见。本文借鉴Joe提出的上述理论^[24]，来分析媒体报道对并购重组委员会的影响。一方面，媒体对重组公司的负面报道更容易引起监管机构^[12, 13]、投资者^[24, 34]和其他利益相关者^[24]的关注，潜在声誉风险较大，并购重组委员出于防范风险的策略考虑，更可能投反对票。另一方面，媒体对重组公司负面消息的报道，即使没有提供增量信息，但会引起并购重组委员对这方面消息的重视。媒体对重组公司负面消息的系列报道，还会影响并购重组委员对这些负面消息重要性程度的判断，从而影响他们对重组风险的判断，并最终影响他们的投票结果。因此，本文提出如下研究假设：

假设2：当其他条件相同时，重组期间与重组事项相关的负面报道越多，重组方案未通过并购重组委员会审核的可能性提高。

3. 媒体负面报道与重大资产重组失败

除了主动终止和未通过并购重组委审核这两种主要的重大资产重组失败原因外,另外两种重组失败情况同样可能受媒体负面报道的影响,一是方案未能获得股东大会通过;二是重组方案未能获得当地政府或国资委的批准。因此,下文将分别阐述媒体负面报道对这两种情况的影响。

一方面,对于涉及资产重组等利益敏感度高的股东大会议案,中小投资者参与网络投票,行使表决权的积极性更高^[45,46]。媒体报道不仅缓解了公司与中小投资者之间的信息不对称程度^[41],还能吸引更广泛的投资者关注^[34]。媒体报道形成的公共舆论压力能有效地抑制控股股东获取控制权私利^[8]。媒体对重组方案中某些不合理甚至违规事项的挖掘、曝光,更容易引起中小投资者对这些问题的重视,进而更可能促使他们在网络投票中投反对票。因此,媒体负面报道越多的重组方案通过股东大会的可能性越低。另一方面,基于声誉共同体的分析框架,国资委或当地政府作为过程声誉主体,媒体负面报道提高了这些主体的预期声誉受损成本。媒体对重组负面新闻的曝光会引起上级国资部门或上级政府的关注,出于自身声誉和政治前途的考虑,国资委或当地政府更可能否决这类重组方案。因而,媒体负面报道越多的重组方案,未通过国资委或当地政府审批的概率越高。综上,并结合假设1和假设2,我们认为,媒体负面报道可以在一定程度上扮演资本市场“守望者”的角色,可能会提高上述四类重大资产重组失败的概率,最终导致重组失败。因此,本文提出如下研究假设:

假设3:当其他条件相同时,重组期间与重组事项相关的负面报道越多,重组事项失败的可能性提高。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取了Wind数据库中沪深两市首次公告日在2008年6月1日[®]以后,且在2014年7月31日前获得证监会核准(或不予核准)或终止的所有重大资产重组事件作为初始研究样本。为避免异常数据的影响,剔除了重组期间被ST、*ST的公司以及金融类公司,最终243家上市公司的259次重大资产重组事件纳入本文的研究样本。重组事件首次公告日、审核日期、核准日期和重组交易数据来源于Wind数据库,重组预案和草案公告日、是否关联交易根据上市公司公告整理而得,上市公司公告来自上交所和深交所网站,财务数据来源于CSMAR数据库。

本文所研究的媒体负面报道是指上市公司重大资产重组期间,与重组事项相关的媒体负面报道。媒体报道数据通过“百度新闻搜索引擎”手工搜索、整理,以上市公司简称为搜索关键词,采用标题搜索,将搜索时间限定在首次公告日(T_3+1)至并购重组委员会审核重组方案(上会)(T_7)或董事会终止重组计划(两者孰早)。通过上述方法搜索,我们共获得了报道这259次重大资产重组事件的22万多条相关新闻(含转载、公告),平均每个重组事件有875条新闻,最多的5786条,最少的67条。我们通过人工逐一阅读判断上述搜索结果,整理收集与重组事项相关的媒体负面报道。在当媒体报道标题出现与重组事项相关的词汇,且出现负面词汇时,该报道为媒体负面报道。与重组事项相关的词汇包含但不限于“重组”、“并购”、“收购”、“拟购”、“标的”、“置入资产”等,负面词汇包含但不限于“阴影”、“存疑”、“疑问”、“悬疑”、“隐患”、“猫腻”、“死穴”、“硬伤”、“天价”、“高溢价”、“收购亏损资产”、“低于预期”、“高风险”、“利益输送”、“估值增长过快”、“内幕”等。

(二) 变量定义与度量

1. 被解释变量

(1) 是否重组失败(fail)

本文用虚拟变量（fail）来度量公司的重大资产重组是否失败。本文将获得证监会核准的重组事项认定为重组成功，fail 值为 0；而获得证监会核准前终止或未获得证监会核准的重组事项认定为重组失败，fail 值为 1。

（2）是否主动终止重组（terminate）

本文用虚拟变量（terminate）来度量公司是否主动终止重组事项。首先，在重组失败样本中剔除股东大会否决、未获得当地政府或国资委批准和未通过并购重组委审核的重组事项；然后，对剩下的失败样本，通过深交所和上交所网站查找并逐一阅读其终止公告，对其终止原因进行分析整理。这些重组事项终止的原因主要有：与交易对方就某些事项（如交易条款、整合方式、个别重大核心条款、合作方案实施的具体事宜等）未达成一致、对方前景不明朗、标的公司业绩下滑、宏观环境（或资本市场、或行业）变化、未能取得环保核查文件等。最后，从前述处理后的失败样本中，进一步剔除未能取得环保核查文件的重组事项（5 个），本文将剩余的重组失败样本归入公司主动终止样本，terminate 的值为 1，其余为 0。

（3）未通过并购重组委审核（nopass）

本文用虚拟变量（nopass）来度量重组事项是否过会。重组过会的，nopass 的值取 0，其余为 1。与杜兴强等的处理方法类似^[47]，若同一次重组事项两次上会审核，则删除第二次上会情况的观测值（11 个）。

2. 解释变量

为研究重组期间，与重组事项相关的媒体负面报道是否影响重组成败，本文设置了是否存在负面报道（negative）、负面报道数量（total）、原创性负面报道数量（original）和转载性负面报道数量（reprint）四个变量。negative 是虚拟变量，若公司在重组期间出现与重组事项相关的负面媒体报道，negative 取 1，其余取 0。用 \ln （重组期间与重组事项相关的负面报道总数+1）度量负面报道数量 total；用 \ln （重组期间与重组事项相关的原创性负面报道篇数+1）度量原创性负面报道数量 original；用 \ln （公司重组期间与重组事项相关的转载性负面报道篇数+1）度量转载性负面报道数量 reprint。

3. 主要控制变量

借鉴已有文献^[29-31]，本文主要控制了重组方案特征和重组方特征等相关变量。重组方案特征控制变量主要包括：是否关联交易（related）、重组溢价（premium）、交易总金额（Tprice）、重组方案公告效应（CAR(-2,2)）；重组方特征控制变量主要包括：媒体关注度（media(t-1)）、公司规模（size(t-1)）、财务杠杆（lev(t-1)）、盈利能力（ROA(t-1)）、实际控制人性质（state(t-1)）、第一大股东持股比例（shareholder(t-1)）、管理层持股比例（manager(t-1)）、独立董事比例（outsidedir(t-1)）、限售股解禁比例（lifted shares）和行业。表 2 列示了本文主要变量及其计算方法。

表 2 主要变量定义一览

	变量名称	变量符号	计算方法
被 解 释 变 量	是否重组失败	fail	重组事项获得证监会核准的，取值为 0；其它为 1
	是否主动终止重组	terminate	剔除了股东大会否决、当地政府或国资委未批准、并购重组委审核未通过、未通过环保核查后的重组失败样本，取值为 1；其它为 0
	是否未通过审核	nopass	重组事项未通过并购重组委审核的，取值为 1；其它为 0
解 释	有无负面报道	negative	重组期间，出现与重组事项相关的负面报道，取值为 1；其它为 0

变 量	负面报道数量	total	ln（重组期间与重组事项相关的负面报道总篇数+1）	
	原创性负面报道	original	ln（重组期间与重组事项相关的原创性负面报道篇数+1）	
	转载性负面报道	reprint	ln（公司重组期间与重组事项相关的转载性负面报道篇数+1）	
控 制 变 量	方 案 特 征	关联交易	related	重大资产重组涉及关联交易的，取值为1；其它为0
	交易金额	Tprice	交易总价的自然对数	
	交易溢价	premium	交易总价/评估价值-1	
	累计超额收益率	CAR(-2,2)	重组首次公告前2天至公告后2天，公司股票的累计超额收益率（根据市场模型估算）	
	重 组 方 特 征	媒体关注度	media(t-1)	ln（重组前一年媒体报道总篇数）
		公司规模	size(t-1)	ln（重组前一年总资产的自然对数）
		资产负债率	lev(t-1)	重组前一年负债总额/重组前一年资产总额
		总资产报酬率	ROA(t-1)	重组前一年净利润/重组前一年总资产平均余额
		实际控制人性质	state(t-1)	重组前一年实际控制人性质为国有的，取1；其它取0
		第一大股东持股比例	shareholder(t-1)	重组前一年第一大股东持股比例
管理层持股比例		manager(t-1)	重组前一年管理层持股比例	
限售股解禁比例	lifted shares	重组首次公告日后三个月内解禁的限售股数量/公司总股份数		
行业虚拟变量	industry	根据中国证监会《上市公司行业分类指引》（2001年版）的行业标准，制造业采用二级代码分类，其他按一级代码分类		

（三）研究模型

由于本文的因变量是否主动终止重组（*terminate*）、是否未通过并购重组委审核（*nopass*）以及是否重组失败（*fail*）均为虚拟变量，为此，我们分别构建了下列Logit多元回归实证模型以检验本文的三个研究假设：

$$terminate = \alpha + \beta media + \gamma controlvariables + \varepsilon \quad (1)$$

$$nopass = \alpha + \beta media + \gamma controlvariables + \varepsilon \quad (2)$$

$$fail = \alpha + \beta media + \gamma controlvariables + \varepsilon \quad (3)$$

其中，*media*代表媒体负面报道的四个代理变量，即有无负面报道（*negative*）、负面报道数量（*total*）、原创性负面报道数量（*original*）以及转载性负面报道数量（*reprint*），这些变量分别进入回归模型；*controlvariables*为表2中所列的相关控制变量； ε 为残差项。本文采用Logit模型（1）检验假设1，研究与重组事项相关的媒体负面报道是否会影响公司主动终止重组。采用Logit模型（2）检验假设2，研究与重组事项相关的媒体负面报道是否会影响并购重组委员会的审核结果。采用Logit模型（3）检验假设3，研究与重组事项相关的媒体负面报道对重组成败的影响。上述回归模型中，如果*media*的回归系数显著为负，则意味着研究假设得到实证支持，即媒体负面报道提高了上市公司重大资产重组失败的概率。

四、实证结果分析

（一）描述性统计

表3分年度报告了样本分布情况。2008年6月至2014年7月，共有259次重组，其中198个重组方案成功获得证监会核准，61个重组方案失败。在重组失败的样本中，28个重组方案是被公司主动终止，重组流产；18个重组方案是被并购重组委否决；8个重组方案是被股东大会否决；另外，有7个重组方案未能获得其他部门（如当地政府、国资委、环保部门等）许可。

表3 样本分布情况

年份	成功	失败				合计
		主动终止	审核不通过	股东大会未通过	未获得其他部门许可	
2008 (6-12 月)	4	0	0	0	1	5
2009	13	1	4	0	0	18
2010	25	5	1	1	2	33
2011	23	2	0	3	1	29
2012	48	3	2	1	2	56
2013	71	15	10	3	1	100
2014 (1-7 月)	15	2	1	0	0	18
合计	198	28	18	8	7	259

表 4 报告了本文主要变量的描述性统计。结果显示：重组期间，约有 11%的重组事项被上市公司主动终止；证监会（或并购重组委员会）对重大资产重组的审核通过率平均为 93%；总体而言，约有 24%的重大资产重组失败。重组期间，60%左右的重组事项被媒体负面报道；其中负面报道总数平均为 27.92 条，最多的是 205 条；原创性负面报道平均为 2.19 条，最多的是 12 条；转载性负面报道平均 25.7 条，最多的是 193 条。

表4 描述性统计

变量名称	变量符号	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
主动终止	terminate	0.11	0.31	0	0	1
未通过审核	nopass	0.07	0.25	0	0	1
重组失败	fail	0.24	0.42	0	0	1
有无负面报道	negative	0.60	0.49	0	1	1
负面报道数量	total	27.92	40.82	0	11	205
原创性负面报道	original	2.19	2.80	0	1	12
转载性负面报道	reprint	25.70	38.15	0	9	193
关联交易	related	0.30	0.46	0	0	1
交易金额	Tprice	11.67	1.33	8.13	11.68	14.88
交易溢价	premium	0.16	0.93	-0.52	0.00	7.12
累计超额收益率	CAR(-2,2)	0.13	0.16	-0.22	0.13	0.42
媒体关注度（上一年）	media(t-1)	602.38	364.89	76	530	2035
规模	size(t-1)	21.43	1.18	19.31	21.15	24.56
总资产报酬率	ROA(t-1)	0.05	0.06	-0.09	0.04	0.24
资产负债率	lev(t-1)	0.42	0.21	0.03	0.44	0.84
实际控制人性质	state(t-1)	0.46	0.50	0	0	1
第一大股东持股比例（%）	shareholder (t-1)	36.86	15.35	8.80	35.30	72.95
管理层持股比例（%）	manager(t-1)	10.01	19.79	0	0	70.38
独立董事比例	outsidedir(t-1)	0.37	0.06	0.29	0.33	0.57
限售股解禁比例（%）	lifted shares	0.48	2.72	0	0	18.52

（二）回归分析结果

1. 媒体负面报道与公司主动终止重大资产重组

表 5 报告了模型（1）的 Logit 回归结果。表 5 显示，negative、total、original、reprint 的回归系数均在 1%水平上显著为正，表明与重组事项相关的媒体负面报道对公司主动终止重组事项有显著影响。换言之，重组期间被媒体负面报道的重组事项更容易被公司终止；与重组事项相关的负面报道越多，公司主动终止重组事项的可能性提高。此外，原创性和转载性负面报道均显著提高了公司主动终止重组的概率。可见，本文假设 1 得到经验证据的支持。在控制变量方面，总

资产报酬率（ROA）的系数在 10%水平上显著为负，表明盈利能力越强的公司，在重组过程中主动终止重组计划的可能性越低。

表 5 媒体负面报道对公司主动终止重大资产重组的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	-11.110**	-11.720**	-10.830*	-11.760**
(cons)	(-1.98)	(-2.04)	(-1.91)	(-2.04)
有无负面报道	1.588***			
(negative)	(2.74)			
负面报道总量		0.500***		
(total)		(3.48)		
原创性负面报道			0.970***	
(original)			(3.34)	
转载性负面报道				0.510***
(reprint)				(3.52)
是否关联交易	0.568	0.739	0.719	0.748
(related)	(1.08)	(1.37)	(1.33)	(1.38)
购买溢价	-1.420	-1.155	-1.100	-1.147
(premium)	(-0.69)	(-0.67)	(-0.69)	(-0.66)
交易总金额	-0.033	-0.098	-0.131	-0.099
(Tprice)	(-0.16)	(-0.47)	(-0.63)	(-0.48)
累计超额收益率	0.242	0.638	0.738	0.655
(car(-2,2))	(0.17)	(0.43)	(0.51)	(0.44)
媒体关注度（上一年）	0.035	0.091	0.102	0.094
(media(t-1))	(0.08)	(0.22)	(0.25)	(0.23)
规模	0.319	0.365	0.358	0.367
(size(t-1))	(1.05)	(1.18)	(1.17)	(1.19)
实际控制人性质	0.248	0.375	0.422	0.376
(state(t-1))	(0.41)	(0.60)	(0.68)	(0.60)
第一大股东持股比例	0.091	0.101	0.374	0.089
(shareholder(t-1))	(0.06)	(0.07)	(0.25)	(0.06)
管理层持股	0.997	0.857	0.992	0.846
(menager(t-1))	(0.78)	(0.67)	(0.78)	(0.66)
独立董事比例	3.227	2.664	2.060	2.629
(outsidedir(t-1))	(0.81)	(0.66)	(0.52)	(0.65)
总资产报酬率	-9.129*	-8.504*	-8.857*	-8.462*
(ROA(t-1))	(-1.84)	(-1.73)	(-1.81)	(-1.73)
资产负债率	-1.414	-1.731	-1.848	-1.737
(lev(t-1))	(-1.01)	(-1.20)	(-1.30)	(-1.20)
限售股解禁比率	0.087	0.088	0.083	0.088
(lifted shares)	(1.54)	(1.50)	(1.42)	(1.51)
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	259	259	259	259
pseudo R-sq	0.123	0.154	0.139	0.155

注：（）内的数据为 z 值，***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

2. 媒体报道与重大资产重组未能通过并购重组委审核

表6报告了模型(2)的Logit回归结果。表6显示, negative的回归系数为正, 但不显著; total、original、reprint的回归系数均在5%水平上显著为正, 这表明与重组事项相关的负面报道数量对重组事项能否通过并购重组委审核有显著影响; 与重组事项相关的负面报道数量越多, 重组方案被重组委否决的可能性越大; 同样地, 原创性和转载性负面报道数量对重组事项不通过审核均有显著影响。因此, 本文的研究假设2基本得到经验证据支持。在控制变量方面, 表6第(1)和(3)列中, 上一年媒体关注度的回归系数在10%水平上显著为负, 表明重组前媒体关注度高的公司, 重组方案获得证监会审核通过的可能性更高。

表6 媒体负面报道对重大资产重组未能通过并购重组委审核的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	9.933	8.978	9.799	8.951
(cons)	(1.32)	(1.18)	(1.30)	(1.18)
有无负面报道	1.030			
(negative)	(1.59)			
负面报道总量		0.381**		
(total)		(2.23)		
原创性负面报道			0.958**	
(original)			(2.50)	
转载性负面报道				0.390**
(reprint)				(2.25)
是否关联交易	0.002	0.016	-0.023	0.015
(related)	(0.00)	(0.02)	(-0.03)	(0.02)
购买溢价	0.138	0.140	0.166	0.139
(premium)	(0.63)	(0.64)	(0.77)	(0.64)
交易总金额	0.051	0.042	-0.000	0.042
(Tprice)	(0.19)	(0.16)	(-0.00)	(0.16)
累计超额收益率	0.413	0.571	0.719	0.573
(car(-2,2))	(0.21)	(0.29)	(0.36)	(0.29)
媒体关注度(上一年)	-0.810*	-0.810	-0.850*	-0.807
(media(t-1))	(-1.66)	(-1.64)	(-1.70)	(-1.64)
规模	-0.424	-0.390	-0.398	-0.389
(size(t-1))	(-1.11)	(-1.00)	(-1.02)	(-0.99)
实际控制人性质	-0.267	-0.150	-0.074	-0.151
(state(t-1))	(-0.38)	(-0.21)	(-0.10)	(-0.21)
第一大股东持股比例	1.271	1.201	1.471	1.184
(shareholder(t-1))	(0.63)	(0.59)	(0.72)	(0.58)
管理层持股	-2.155	-2.220	-2.146	-2.232
(menager(t-1))	(-0.90)	(-0.95)	(-0.93)	(-0.96)
独立董事比例	-0.546	-0.585	-0.726	-0.614
(outsidedir(t-1))	(-0.10)	(-0.11)	(-0.13)	(-0.11)
资产报酬率	-6.410	-5.047	-5.167	-4.976
(ROA(t-1))	(-1.20)	(-0.94)	(-0.96)	(-0.93)
总资产负债率	0.378	0.217	-0.006	0.218
(lev(t-1))	(0.23)	(0.13)	(-0.00)	(0.13)
限售股解禁比率	0.029	0.029	0.019	0.030
(lifted shares)	(0.36)	(0.36)	(0.22)	(0.36)

行业	控制	控制	控制	控制
样本量	216	216	216	216
pseudo R-sq	0.167	0.188	0.199	0.189

注：（）内的数据为z值，***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

3. 媒体报道与重大资产重组成败

表7报告了模型（3）的Logit回归结果。表7显示，negative、total、original、reprint的回归系数均在1%水平上显著为正，这表明与重组事项相关的媒体负面报道对重组成败有显著影响。具体而言，被媒体负面报道的重组事项失败的可能性提高；与重组事项相关的负面报道越多，重组方案失败的可能性越大。同样地，原创性或转载性负面报道越多，重组失败的概率也相应提高。由此可见，回归结果支持了本文的研究假设3。此外，重组前一年媒体关注度、ROA均与重组失败显著负相关。换句话说，重组前媒体关注度高、盈利能力强的公司，重组成功的概率也相应高。

表7 媒体负面报道对重大资产重组失败的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	-2.798	-3.060	-2.071	-3.065
(cons)	(-0.69)	(-0.72)	(-0.49)	(-0.72)
有无负面报道	1.782***			
(negative)	(4.31)			
负面报道总量		0.576***		
(total)		(5.32)		
原创性负面报道			1.293***	
(original)			(5.52)	
转载性负面报道				0.586***
(reprint)				(5.36)
是否关联交易	0.541	0.727*	0.758*	0.735*
(related)	(1.30)	(1.68)	(1.74)	(1.70)
购买溢价	-0.096	-0.066	-0.033	-0.066
(premium)	(-0.49)	(-0.34)	(-0.17)	(-0.34)
交易总金额	0.113	0.054	0.003	0.053
(Tprice)	(0.74)	(0.34)	(0.02)	(0.34)
累计超额收益率	-1.380	-1.005	-0.813	-0.997
(car(-2,2))	(-1.26)	(-0.89)	(-0.72)	(-0.88)
媒体关注度（上一年）	-0.572*	-0.588*	-0.609*	-0.585*
(media(t-1))	(-1.86)	(-1.86)	(-1.93)	(-1.86)
规模	0.122	0.162	0.159	0.163
(size(t-1))	(0.55)	(0.71)	(0.70)	(0.71)
实际控制人性质	0.158	0.341	0.424	0.344
(state(t-1))	(0.36)	(0.75)	(0.93)	(0.75)
第一大股东持股比例	-0.042	-0.016	0.287	-0.032
(shareholder(t-1))	(-0.04)	(-0.01)	(0.25)	(-0.03)
管理层持股	-0.587	-0.676	-0.557	-0.687
(menager(t-1))	(-0.53)	(-0.60)	(-0.49)	(-0.61)
独立董事比例	1.025	0.509	-0.0463	0.472
(outsidedir(t-1))	(0.34)	(0.16)	(-0.01)	(0.15)
资产报酬率	-7.270**	-6.509*	-6.768*	-6.476*

(ROA(t-1))	(-2.12)	(-1.86)	(-1.91)	(-1.85)
总资产负债率	-0.956	-1.246	-1.467	-1.247
(lev(t-1))	(-0.92)	(-1.16)	(-1.35)	(-1.16)
限售股解禁比率	0.057	0.061	0.058	0.062
(lifted shares)	(1.13)	(1.16)	(1.07)	(1.17)
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	259	259	259	259
pseudo R-sq	0.144	0.189	0.192	0.190

注：（）内的数据为z值，***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。

（三）进一步分析和稳健性检验

1. 分时间段检验

事中控制是过程性控制。差之毫厘，谬之千里。因此，事中控制关键在于将问题消除在初始状态。作为资本市场的“守望者”，媒体负面报道能否在重组过程中发挥事中控制职能？为此，本文将重大资产重组进程分成三个区间，即首次公告日至草案公布前（ $T_{3+1}-T_4$ ）、草案公布至股东大会（ $T_{4+1}-T_5$ ）、股东大会至证监会审核（ $T_{5+1}-T_7$ ），分别研究这三个时间段内的媒体负面报道对重组进程的影响。需要说明的是，根据现行规定，重组方案经股东大会表决通过后，须在三个工作日内向证监会申报。因而，从股东大会到证监会受理的时间间隔较短，故此本文没有单独考虑股东大会至证监会受理这一时间段内的媒体负面报道。

表8报告了重大资产重组过程中不同阶段媒体负面报道的分布。首次公告日至草案公布前，媒体负面报道总量最多，平均为19.24条，且50%的重组事项被负面报道。随着时间的推移，负面报道逐渐减少。草案公布至股东大会前，约有29%的重组被负面报道，负面报道数量的均值减少到8.58条；证监会受理后，只有13%的重组被负面报道，报道数量进一步减少到2.55条。可见，大量的媒体负面报道主要集中在重组方案公告后的一段时间，并逐渐减少。

表8 重组过程中不同时段媒体负面报道的描述性统计

变量名称	变量符号	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
有无负面报道(首次公告日至草案公布前)	negative($T_{3+1}-T_4$)	199 ^⑥	0.50	0.50	0	0	1
负面报道总量(首次公告日至草案公布前)	total($T_{3+1}-T_4$)	199	19.24	30.75	0	0	148
有无负面报道(公布草案至股东大会前)	negative($T_{4+1}-T_5$)	259	0.29	0.45	0	0	1
负面报道总量(公布草案至股东大会前)	total($T_{4+1}-T_5$)	259	8.58	21.37	0	0	153
有无负面报道(股东大会至并购重组委审核前)	negative($T_{5+1}-T_7$)	259	0.13	0.34	0	0	1
负面报道总量(股东大会至并购重组委审核前)	total($T_{5+1}-T_7$)	259	2.55	9.23	0	0	56

表9报告了重大资产重组进程中三个时间段内的媒体负面报道对重组进展情况的影响(限于篇幅，只报告了主要变量的回归结果，下同)。表9Panel A报告了首次公告日至草案公布前（ $T_{3+1}-T_4$ ）的媒体负面报道对公司是否公告重组草案（或直接终止重组计划）的影响。结果显示，首次公告日至草案公告前，被媒体负面报道的重组事项在草案公告前直接终止的可能性提高；负面报道（原创性或转载性）越多，重组事项在草案公告前直接终止的概率也越大。

表9Panel B报告了首次公告日至草案公布前（ $T_{3+1}-T_4$ ）和草案公布至股东大会前（ $T_{4+1}-$

T₅)的媒体负面报道对股东大会否决重组方案的影响。结果显示,首次公告日至草案公布前的媒体负面报道对股东大会否决重组方案的影响大多不显著;而草案公告后至股东大会前的负面报道对股东大会否决重组方案的影响显著。这在一定程度上表明,媒体报道的效果具有明显时效性。

表9Panel C报告了首次公告日至草案公布前(T₃₊₁-T₄)、草案公布至股东大会(T₄₊₁-T₅)、股东大会至证监会审核(T₅₊₁-T₇)的媒体负面报道对公司在重组方案审核前终止重组事项的影响。结果表明,首次公告日至草案公布前(T₃₊₁-T₄)和草案公布至股东大会(T₄₊₁-T₅)的负面报道对公司是否在审核前终止重组计划没有显著影响;而股东大会至证监会审核(T₅₊₁-T₇),被媒体负面报道的重组事项更容易在审核前被公司主动撤回申请,且这段时间的负面报道数量(原创性或负面报道)越多,公司主动撤回重组申请的可能性越高。

综观表9的实证结果可知,媒体负面报道确实在一定程度上发挥了事中控制的职能。首次公告日至草案公布前(T₃₊₁-T₄)的负面报道越多,重组方案夭折的可能性越高。而草案公布至股东大会前(T₄₊₁-T₅)和股东大会至证监会审核(T₅₊₁-T₇)这两个阶段,虽然负面报道数量少,但草案公布至股东大会前(T₄₊₁-T₅)的负面报道显著降低了重组方案获得股东大会通过的概率,而股东大会至证监会审核(T₅₊₁-T₇)的负面报道则显著提高了公司主动撤回重组申请的概率。

表9 重组进程中不同时间段的媒体负面报道对重组进程的影响

Panel A: 公布草案前公司主动终止重大资产重组				
首次公告日至草案公布	(1)	(2)	(3)	(4)
有无负面报道(首次公告日至草案公布前) (negative(T ₃₊₁ -T ₄))	2.568*** (2.90)			
负面报道总量(首次公告日至草案公布前) (total(T ₃₊₁ -T ₄))		1.046*** (3.70)		
原创性负面报道(首次公告日至草案公布前) (original(T ₃₊₁ -T ₄))			2.559*** (3.95)	
转载性负面报道(首次公告日至草案公布前) (reprint(T ₃₊₁ -T ₄))				1.060*** (3.74)
样本量	199	199	199	199
pseudo R-sq	0.255	0.358	0.377	0.361
Panel B: 股东大会否决重组方案				
首次公告日至草案公布	(1)	(2)	(3)	(4)
有无负面报道(首次公告日至草案公布前) (negative(T ₃₊₁ -T ₄))	0.982 (0.91)			
负面报道总量(首次公告日至草案公布前) (total(T ₃₊₁ -T ₄))		0.180 (0.62)		
原创性负面报道(首次公告日至草案公布前) (original(T ₃₊₁ -T ₄))			0.677 (0.97)	
转载性负面报道(首次公告日至草案公布前) (reprint(T ₃₊₁ -T ₄))				0.920** (2.04)
样本量	242	242	242	242
pseudo R-sq	0.474	0.467	0.475	0.564
公布草案至股东大会前				
	(1)	(2)	(3)	(4)
有无负面报道(公布草案至股东大会前) (negative(T ₄₊₁ -T ₅))	1.672 (1.55)			
负面报道总量(公布草案至股东大会前) (total(T ₄₊₁ -T ₅))		0.460* (1.78)		

原创性负面报道（公布草案至股东大会前） (original(T ₄₊₁ -T ₅))			1.589** (2.10)	
转载性负面报道（公布草案至股东大会前） (reprint(T ₄₊₁ -T ₅))				0.997** (2.06)
样本量	242	242	242	242
pseudo R-sq	0.498	0.510	0.529	0.574

Panel C: 证监会审核前公司主动终止重大资产重组

首次公告日至草案公布前	(1)	(2)	(3)	(4)
有无负面报道（首次公告日至草案公布前） (negative(T ₃₊₁ -T ₄))	0.634 (0.83)			
负面报道总量（首次公告日至草案公布前） (total(T ₃₊₁ -T ₄))		0.290 (1.29)		
原创性负面报道（首次公告日至草案公布前） (original(T ₃₊₁ -T ₄))			0.747 (1.36)	
转载性负面报道（首次公告日至草案公布前） (reprint(T ₃₊₁ -T ₄))				0.304 (1.33)
样本量	225	225	225	225
pseudo R-sq	0.119	0.131	0.133	0.132
公布草案至股东大会前	(1)	(2)	(3)	(4)
有无负面报道（公布草案至股东大会前） (negative(T ₄₊₁ -T ₅))	0.464 (0.61)			
负面报道总量（公布草案至股东大会前） (total(T ₄₊₁ -T ₅))		0.138 (0.71)		
原创性负面报道（公布草案至股东大会前） (original(T ₄₊₁ -T ₅))			0.330 (0.54)	
转载性负面报道（公布草案至股东大会前） (reprint(T ₄₊₁ -T ₅))				0.167 (0.73)
样本量	225	225	225	225
pseudo R-sq	0.115	0.131	0.114	0.117
股东大会至并购重组委审核前	(1)	(2)	(3)	(4)
有无负面报道（股东大会至并购重组委审核前） (negative(T ₅₊₁ -T ₇))	1.450* (1.90)			
负面报道总量（股东大会至并购重组委审核前） (total(T ₅₊₁ -T ₇))		0.524** (2.11)		
原创性负面报道（股东大会至并购重组委审核前） (original(T ₅₊₁ -T ₇))			1.392* (1.78)	
转载性负面报道（股东大会至并购重组委审核前） (reprint(T ₅₊₁ -T ₇))				0.543** (2.16)
样本量	225	225	225	225
pseudo R-sq	0.154	0.162	0.147	0.164

注：() 内的数据为 z 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

2. 媒体报道内容对重组成败的影响

重大资产重组中，交易定价是核心问题，也是重组是否成功的重要影响因素^[48]。上市公司重大资产重组方案被证监会重组委否决的主要原因有：拟注入的资产定价不公允、评估方法不符合规定；重组方案的实施对提高上市公司盈利能力不利等^[49]。而资产质量又是盈利能力的基础，

是分析和预测公司可持续发展潜力的重要依据^[50]。媒体关于注入资产定价和盈利能力的负面报道会降低董事会对重组方案通过证监会重组委审核的预期,提高董事会主动终止重组事项的可能性。因此,我们预期与重组资产定价和质量相关的负面报道会对公司终止重组事项和审核不通过产生正向影响。本文将媒体负面报道按其内容分为与重组资产定价相关的、与重组资产质量相关和其他三类。

表 10 媒体负面报道内容与重组成败

Panel A: 原创性负面报道	(1)	(2)	(3)
	主动终止	未通过审核	重组失败
与资产定价相关的原创性负面报道 (<i>assess--or</i>)	0.122 (0.29)	2.449*** (3.94)	0.875*** (2.85)
与资产质量相关的原创性负面报道 (<i>quality--or</i>)	0.966** (2.39)	0.327 (0.52)	0.524 (1.57)
其他原创性负面报道 (<i>other--or</i>)	0.604** (2.40)	0.104 (0.27)	0.446** (1.98)
样本量	259	216	259
pseudo R-sq	0.113	0.301	0.127
Panel B: 转载性负面报道	(1)	(2)	(3)
	主动终止	未通过审核	重组失败
与资产定价相关的转载性负面报道 (<i>assess--re</i>)	0.0774 (0.51)	0.737*** (3.25)	0.248** (2.02)
与资产质量相关的转载性负面报道 (<i>quality--re</i>)	0.340** (2.27)	0.0609 (0.28)	0.209* (1.68)
其他转载性负面报道 (<i>other--re</i>)	0.399*** (3.11)	0.186 (0.95)	0.326*** (3.08)
样本量	259	216	259
pseudo R-sq	0.140	0.261	0.143

注: () 内的数据为 z 值, ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

表 10 报告了媒体负面报道内容对重组事项的影响。表 10 第(1)、(2)、(3)列分别报告了负面报道内容对主动终止、未通过审核和重组成败的影响, Panel A 和 Panel B 分别报告了原创性和转载性负面报道的回归结果。结果显示,与资产质量相关的负面报道和其他负面报道(原创性或转载性)都能显著提高公司主动终止重组事项的可能性,但与资产定价相关的负面报道(原创性或转载性)对公司是否主动终止重组计划没有影响。这可能是因为,重组资产定价主要以资产评估机构的评估结果为依据^[51],公司通常以评估机构具有独立性,评估假设前提合理,评估方法选择适当为由^[52],认定资产定价合理,而有选择地忽略或回避媒体对这方面的质疑。相反地,与资产定价相关的负面报道(原创性和转载性)显著提高了重组方案被证监会否决的概率,而与资产质量相关和其他类负面报道则对审核结果没有显著影响。这可能是因为,媒体关于资产定价的负面报道会引起监管部门的关注,而并购重组委中有资产评估专家委员,有能力对资产评估机构出具的评估结果进行独立的审查。总体而言,三种类型的转载性负面报道都显著提高了重组失败的概率。但是,与资产质量相关的原创性负面报道对重组失败的影响不显著。

3. 负面报道的来源对重组成败的影响

从宣传或说服力的角度而言,同样内容的信息,如果出自不同的媒体,人们对它的接受程度是不同的。因为投资者首先会根据媒体本身的可信性对信息的真伪和价值做出判断^[40]。Hovland 和 Weiss 实验发现,在信息内容完全相同的情况下,信息来源的可信度高低对信息的传播效果有

显著影响^[35]。信息来源的可信度越高，其说服效果越大。可信度包括两个方面，一是媒体的信誉，包括诚实、客观、公正等品格；二是专业权威性，指媒体对特定问题是否具有发言权^[40]。

表 11 负面报道的来源对重组成败的影响

	主动终止	未通过审核	重组失败
“四大”证券报负面报道 (security4_press)	0.625** (2.71)	0.459 (1.43)	0.428* (2.00)
“五大”市场报负面报道 (top5_business)	0.478 (1.95)	0.317 (0.92)	0.468* (2.08)
其它来源负面报道 (other_business)	0.128 (0.70)	0.300 (1.27)	0.398* (2.41)
样本量	259	227	259
pseudo R-sq	0.147	0.211	0.180

注：() 内的数据为 z 值，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著。

《中国证券报》、《上海证券报》、《证券日报》、《证券时报》合称“四大”证券报，是证监会指定的上市公司信息披露报纸，是中国资本市场最具权威性的证券报纸；再加上其主管单位具有半官方色彩，报纸的信誉高。因此，一般认为，“四大”证券报的可信度较高。《21 世纪经济报道》、《第一财经日报》、《每日经济新闻》、《中国经营报》和《经济观察报》合称“五大”市场报，在市场影响力和受众覆盖等方面位于财经媒体之首。因此我们根据负面报道的来源将原创性负面报道分为来自“四大”证券报 (security4_press)、“五大”市场报 (top5_business) 和其它来源 (other_business) 三大类。统计表明，样本在重组期间共有 575 次原创性负面报道，其中有 154 次来自“四大”证券报，130 次来自“五大”市场报，291 次来自其他媒体。

如表 11 所示，所有来源的原创性负面报道均显著提高重组失败的可能性。但是，只有来自“四大”证券报的原创性负面报道会显著影响公司主动终止重组事项的可能性。这表明，媒体来源可信度越高，对公司主动终止重大资产重组的影响效果越显著，这在一定程度上支持了 Hovland 和 Weiss 的研究结论^[35]。而来自“四大”证券报的原创性负面报道对重组委否决方案的概率没有显著影响，这可能是“休眠效果”起作用。Hovland 等人通过实验发现，随着时间的推移，高可信度信源的说服效果会出现衰减，即出现“休眠效果”^[35, 53]。“四大”证券报对重组事项的负面报道主要集中在重组方案公布初期，远早于并购重组委审查日，其可信性效果逐渐减弱甚至消失。总体而言，媒体来源的可信度确实对重大资产重组成败具有一定的影响。

4. 媒体负面报道与重组所花时间

当上市公司在重组过程中被发现重组可能影响公司的持续经营能力、损害公司或股东利益、未达到信息披露要求、方案与现行法律、会计、评估要求或行业政策不符时，会被要求修改或补充报送材料。如此一来，便会延缓整个重组进程。而且，重组方案存在的问题越多，方案一次上会通过的概率也越低，进一步延缓了重组进程。媒体报道进一步完善了重组方案的问题发现机制，媒体对重组方案的质疑和有关问题的揭露，容易引发监管部门的关注和介入，并采取相应的监管措施^[13]，会显著增大方案获得并购重组委审核的阻力，延缓重组进程。因此，我们预期，重组期间媒体负面报道越多，重组完成时间越长。

表 12 媒体负面报道与重组所花时间的关系

	(1)	(2)	(3)	(4)
有无负面报道 (negative)	42.60* (1.96)			
负面报道总量		11.42*		

(total)		(1.86)		
原创性负面报道			27.36*	
(original)			(1.85)	
转载性负面报道				11.45*
(reprint)				(1.82)
样本量	198	198	198	198
adj R-sq	0.245	0.243	0.243	0.243

注：（）内的数据为 z 值，***、**、*分别表示在 1%、5%、10%水平上显著。

为此，我们进一步整理了重组成功样本的重组完成时间（从首次公告日到方案通过并购重组委审核），研究媒体负面报道对重组完成时间的影响。回归结果如表 12 所示。结果显示，有被媒体负面报道的重组方案，重组完成时间显著延长；重组期间，负面报道越多，重组完成时间越长；原创性或转载性负面报道数量均对重组完成时间有显著影响。

5. 稳健性检验

为了确保结果的稳健性，我们做了以下检验：（1）由于不同的重大资产重组事项复杂程度不同，所需要的时间也有较大差异，最短的只经历了 49 天，最长的则历时 1386 天。考虑到时间的可比性，对重组历时超过一年的事项，我们将媒体负面报道的搜索时间限定在首次公告日后的一年，并用新搜集的数据重新进行回归，结果保持稳健。（2）加入重组二次上会的观测值，回归结果保持稳健。（3）直接用负面报道总数量、原创性负面报道数量和转载性负面报道数量进行回归，结果保持稳健。（4）用实际控制人的控制权代替第一大股东持股比例，用 ROE 代替 ROA，用 CAR(-1,1)代替 CAR(-2,2)重新进行回归，结果保持稳健。

五、结论

近年来，国内外学者围绕媒体的公司和治理作用进行了诸多有益探索，但已有文献很少关注媒体报道在公司投资行为中所扮演的角色，对于媒体报道的直接影响及其事中控制作用也缺乏深入的考察。本文以 2008 年 6 月至 2014 年 7 月沪深两市 243 家上市公司的 259 次重大资产重组为研究样本，实证检验了媒体负面报道对上市公司重大资产重组成败的影响，旨在弥补已有文献的研究缺憾。本文研究发现，媒体扮演了资本市场“守望者”的积极角色，在公司的重大资产重组过程中发挥着重要的事中监督作用。具体表现在：（1）与重组方案相关的媒体负面报道越多，公司主动终止重组计划的可能性越高，方案被证监会否决的可能性也相应提高，进而提高了重组失败的可能。（2）重组过程中，不同时间段的负面报道对重组进展的影响不同，表现出明显的时效性。首次公告日至草案公告前的负面报道提高了公司在草案公告前直接终止重组计划的可能性；草案公布至股东大会前的负面报道提高了重组方案被股东大会否决的概率；而股东大会至并购重组委审核前的负面报道则显著提高了公司在重组方案审核前主动撤回重组申请的概率。（3）与资产质量相关的负面报道越多，公司主动终止重组计划的概率越高；与资产定价相关的负面的报道越多，重组方案被证监会否决的概率越高。相比其他媒体而言，来自“四大”证券报的负面报道越多，公司越有可能主动终止重组计划。此外，负面报道还延长了重组所花费的时间。

本文研究的政策启示主要在于：第一，监管部门应鼓励媒体加大监督力度，同时媒体自身则应强化自律机制。一方面，监管部门应该引导媒体更好地发挥监督作用，扮演资本市场“守望者”角色。另一方面，对媒体来说，出于自利动机制造“轰动效应”会令资本市场乱象丛生（熊艳等，2011）。只有严格自律，客观公正地履行“把关人”职责，才能获得资本市场和投资者认可。第二，上市公司在做好信息披露的同时，应提高媒体公关意识和危机意识。公司的负面新闻被媒体报道后，上市公司应尽快反应，主动提供相关信息，尽可能获得市场的理解，尽快摆脱舆论危机。

第三, 监管部门对媒体曝光的问题应迅速跟进, 强化事中和事后监管。这是因为媒体负面报道形成的舆论压力, 还需要监督部门采取相应行动以解决问题, 才能更好地发挥监督和治理作用。

最后, 需要指出本文也存在一定的研究局限性。第一, 在搜索上市公司在重组期间的媒体报道时, 本文采用“标题搜索”, 可能会遗漏某些报道。第二, 在计量媒体负面报道时, 本文采用人工阅读的方式判断媒体报道的正负面属性, 带有一定的主观性, 且成本高昂。

注释

^①笔者根据 wind 数据库中的重大资产重组数据整理而得, 按首次公告日划分年份。

^②《上市公司重大资产重组管理办法》(证监会令第 53 号) 规定, 上市公司及其控股或控制的公司购买、出售资产, 达到下列标准之一的, 构成重大资产重组: (1) 购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 50% 以上; (2) 购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 50% 以上; (3) 购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到 50% 以上, 且超过 5000 万元人民币。

^③《上市公司重大资产重组管理办法》(证监会令第 53 号) 规定, 当上市公司重大资产重组存在下列情形之一的, 应当提交并购重组委审核: (1) 上市公司出售资产的总额和购买资产的总额占最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例均达到 70% 以上; (2) 上市公司出售全部经营性资产, 同时购买其他资产; (3) 中国证监会在审核中认为需要提交并购重组委审核的其他情形。

^④ 见《上市公司并购重组审核委员会工作规程 (2011 年修订)》第四章第二十一条。

^⑤ 选择这一时点主要是为了避免制度变迁的影响。如前所述, 2008 年 4 月 16 日证监会公布了《上市重大资产重组管理办法》, 并于 2008 年 5 月 18 日开始实施。

^⑥ 因为有 60 个重组项目直接公布重组草案, 所以观测值为 199 个。

参考文献

- [1] 拉斯韦尔. 社会传播的结构与功能(双语版)[M]. 北京: 中国传播大学出版社, 2013.
- [2] 刘国瑛. 新闻传媒——制衡美国的第四权力? [M]. 长沙: 湖南教育出版社, 2002.
- [3] Dyck A, Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media[J]. National Bureau of Economic Research Working Paper Series. 2002, No. 9309.
- [4] Miller G S. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud[J]. Journal of Accounting Research. 2006, 44(5): 1001-1033.
- [5] Dyck A, Morse A, Zingales L. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?[J]. Journal of Finance. 2010, 65(6): 2213-2253.
- [6] 杨德明, 赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. 经济研究. 2012(2).
- [7] Core J E, Guay W, Larcker D F. The power of the pen and executive compensation[J]. Journal of Financial Economics. 2008, 88(1): 1-25.
- [8] Dyck A, Zingales L. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. The Journal of Finance. 2004, 59(2): 537-600.
- [9] 贺建刚, 魏明海, 刘峰. 利益输送、媒体监督与公司治理: 五粮液案例研究[J]. 管理世界. 2008(2): 141-150.
- [10] Joe J R, Louis H, Robinson D. Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2009, 44(3): 579-605.
- [11] Bednar M K. Watchdog or Lapdog? A Behavioral View of the Media as a Corporate Governance Mechanism[J]. Academy of Management Journal. 2012, 55(1): 131-150.
- [12] Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. Journal of Finance. 2008, 63(3): 1093-1135.
- [13] 李培功, 沈艺峰. 媒体的公司治理作用: 中国的经验证据[J]. 经济研究. 2010(2).
- [14] 徐莉萍, 辛宇, 祝继高. 媒体关注与上市公司社会责任之履行——基于汶川地震捐款的实证研究[J]. 管理世界. 2011(5): 135-143.
- [15] 沈洪涛, 冯杰. 舆论监督、政府监管与企业环境信息披露[J]. 会计研究. 2012(2): 72-78.

- [16] Rupley K H, Brown D, Marshall R S. Governance, media and the quality of environmental disclosure.[J]. *Journal of Accounting & Public Policy*. 2012, 31(6): 610-640.
- [17] 罗进辉. 媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角[J]. *金融研究*. 2012(10): 153-166.
- [18] Huberman G, Regev T. Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar[J]. *Journal of Finance*. 2001, 56(1): 387-396.
- [19] Chen C, Pantzalis C, Park J C. PRESS COVERAGE AND STOCK PRICE DEVIATION FROM FUNDAMENTAL VALUE[J]. *Journal of Financial Research*. 2013, 36(2): 175-214.
- [20] Fang L, Peress J. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns[J]. *Journal of Finance*. 2009, 64(5): 2023-2052.
- [21] Tetlock P C, Saar-Tsechansky M, Macskassy S. More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals[J]. *Journal of Finance*. 2008, 63(3): 1437-1467.
- [22] 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.
- [23] Tetlock P C. All the News That's Fit to Reprint: Do Investors React to Stale Information?[J]. *Review of Financial Studies*. 2011, 24(5): 1481-1512.
- [24] Joe J R. Why Press Coverage of a Client Influences the Audit Opinion[J]. *Journal of Accounting Research*. 2003, 41(1): 109-133.
- [25] 刘启亮, 李祎, 张建平. 媒体负面报道、诉讼风险与审计契约稳定性——基于外部治理视角的研究[J]. *管理世界*. 2013(11): 144-154.
- [26] 吕敏康, 冉明东. 媒体报道影响审计师专业判断吗?——基于盈余管理风险判断视角的实证分析[J]. *审计研究*. 2012(6): 82-89.
- [27] Mutchler J F, Hopwood W, Mckeown J M. The Influence of Contrary Information and Mitigating Factors on Audit Opinion Decisions on Bankrupt Companies[J]. *Journal of Accounting Research*. 1997, 35(2): 295-310.
- [28] Tetlock P C. Does Public Financial News Resolve Asymmetric Information?[J]. *Review of Financial Studies*. 2010, 23(9): 3520-3557.
- [29] Luo Y. Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions.[J]. *Journal of Finance*. 2005, 60(4): 1951-1982.
- [30] Kau J B, Linck J S, Rubin P H. Do managers listen to the market?[J]. *Journal of Corporate Finance*. 2008, 14(4): 347-362.
- [31] Liu B, Mcconnell J J. The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions?[J]. *Journal of Financial Economics*. 2013, 110(1): 1-17.
- [32] Jennings R H, Mazzeo M A. Stock price movements around acquisition announcements and management's response.[J]. *Journal of Business*. 1991, 64(2): 139-163.
- [33] 李焰, 王琳. 媒体监督、声誉共同体与投资者保护[J]. *管理世界*. 2013(11): 130-143.
- [34] Barber B M, 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.
- [35] Hovland C I, Weiss W. The Influence of Source Credibility on Communication Effectiveness[J]. *The Public Opinion Quarterly*. 1951, 15(4): 635-650.
- [36] Mccombs M E, Shaw D L. THE AGENDA-SETTING FUNCTION OF MASS MEDIA.[Z]. 1972: 36, 176-187.
- [37] Andreassen P B. Judgmental Extrapolation and Market Overreaction: On the Use and Disuse of News.[J]. *Journal of Behavioral Decision Making*. 1990, 3(3): 153-174.
- [38] 柳木华. 大众传媒对会计舞弊的监督:一项经验研究[J]. *证券市场导报*. 2010(8): 43-50.
- [39] 熊艳. 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[D]. 厦门: 厦门大学, 2012.

- [40] 郭庆光. 传播学教程[M]. 2. 北京: 中国人民大学出版社, 2011.
- [41] 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.
- [42] Kahneman D. Attention and effort[M]. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1973.
- [43] Pashler H. Attentional Limitations in Doing Two Tasks at the Same Time[J]. *Current Directions in Psychological Science*. 1992, 1(2): 44-48.
- [44] Fiske S T, Taylor S E. Social Cognition[M]. New York: McGraw-Hill, 1991.
- [45] 彭彩惠. 网络投票能改善中小股东的冷漠吗?[D]. 厦门大学, 2014.
- [46] 孔东民, 刘莎莎, 黎文靖, 等. 冷漠是理性的吗?中小股东参与、公司治理与投资者保护[Z]. 2012(10)1-28.
- [47] 杜兴强, 赖少娟, 杜颖洁. “发审委”联系、潜规则与IPO市场的资源配置效率[J]. *金融研究*. 2013(3): 143-156.
- [48] 蔡曼莉, 徐翌成, 陈洁. 关于完善重大资产重组股份发行定价机制的思考[J]. *证券市场导报*. 2011(6): 4-8.
- [49] 邱永红. 上市公司并购重组中的法律实务问题研究[J]. *证券市场导报*. 2009(9): 24-32.
- [50] 钱爱民, 张新民. 资产质量:概念界定与特征构建[J]. *财经问题研究*. 2009(12): 99-104.
- [51] 上海证券交易所中国资产评估协会联合课题组, 周勤业, 刘萍, 等. 上市公司2009年度并购重组资产评估专题分析报告[J]. *中国资产评估*. 2010(6): 11-20.
- [52] 程凤朝, 刘旭, 温馨. 上市公司并购重组标的资产价值评估与交易定价关系研究[J]. *会计研究*. 2013(08): 40-46.
- [53] Kelman H C, Hovland C I. 'Reinstatement' of the communicator in delayed measurement of opinion change[J]. *Journal of Abnormal and Social Psychology*. 1953, 48(3): 327-335.

The Surveillance of the Capital Market: Negative Coverage and the Success of Material Assets Reorganization

Abstract: The material assets reorganization plays an active role in optimizing the allocation of resources, pushing the reform of state-owned enterprises forward, promoting the upgrading of the industrial structures and so on. It is the focus of researches on capital market. Since media play a role in surveillance of the environment, this paper studies the effect of negative coverage on the success of material assets reorganization of listed companies empirically. Using a sample of 259 material assets reorganization events in Shanghai and Shenzhen stock markets within the period 2008 to 2014, we found that negative coverage increases the probability of the voluntary termination of the reorganization plan. And negative coverage improves the chance of Merge Reorganization Examination Committee's rejection on the reorganization plan. Then it augments the probability of failure of reorganization. Furthermore, the influence of negative coverage on the different stage on the success of material assets reorganization is different that it shows obvious timeliness. In addition, Negative coverage relating to asset quality increases the probability of the voluntary termination of the reorganization plan. Negative coverage from the “Big Four” Securities increases the chance of the voluntary termination of the reorganization plan also. Negative coverage related to asset pricing improves the probability of Merge Reorganization Examination Committee's rejection on the reorganization plan. Anymore, negative coverage can also delay the time of reorganization. The results indicate that negative coverage plays a supervision and governance role on the process of material assets reorganization. Therefore, media coverage plays an active surveillance of the capital market.

Key words: negative coverage, media governance, material assets reorganization, voluntary termination, no approving

