

媒体报道与 IPO 抑价^①

——来自创业板的经验证据

黄俊, 陈信元

(上海财经大学会计与财务研究院, 上海 200433)

摘要: 越来越多的研究关注新闻媒体在资本市场的角色发挥, 文章利用创业板公司上市这一事件, 考察了媒体报道对公司 IPO 抑价的影响。研究发现, 媒体报道显著提高了公司首发抑价, 而且, 即使媒体只是对公司进行中性报道, IPO 抑价也与媒体报道数正相关。进一步的分析显示, “题材”公司的首发抑价更多地受媒体报道的影响; 当市场处于上涨行情时, 公司 IPO 抑价因媒体报道数的增加而提高。最后, 分析表明, 媒体报道仅短期内提高上市公司首发抑价, 从 IPO 之后的长时期来看, 媒体报道越多的公司, 股价下跌越明显。

关键词: 媒体报道; IPO 抑价; 报道题材; 市场行情

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2013)02-0083-12

0 引言

2009年10月, 筹备长达10年之久的我国创业板正式开市, 首批28只股票在深圳证券交易所挂牌。上市当天, 28只创业板股票的涨幅均超过70%, 10只个股实现价格翻番, 金亚科技甚至上涨了惊人的209.73%。面对如此高额的首日涨幅, 令人关注的问题是, “谁推高了创业板公司首发抑价”? 对此, 有人从市场化发行机制——询价制和“庄家”炒作等角度进行了解释, 但相关分析或者不符合实际, 或者缺乏事实证据^②。为此, 本文另辟新径考察媒体报道如何影响了公司IPO抑价。

关于新闻媒体在资本市场中扮演的角色一直是个热门话题。如, Barber 和 Odean^[1] 分析了媒体报道如何影响个人投资者选股; Tetlock^[2] 研究了股票价格对负面新闻的反应; Dyck 等^[3] 考察了媒体曝光如何减轻公司对外部投资者权益的侵害;

Chen 等^[4] 对媒体报道与市场有效性间的关系进行了检验。关于我国资本市场媒体功能的发挥尚处于研究初期, 已有文献主要探讨了媒体的治理作用^[5-6] 及对资产定价的影响^[7-8]。

作为资本市场的信息中介, 媒体搜集、整理和发布相关信息, 由此增进投资者对公司经营状况的了解。然而, 在便利投资者获取信息的同时, 媒体宣传可能左右投资者情绪, 如频繁在媒体曝光的公司更吸引投资者注意^[1], 也更易形成投资者对公司的认知差异^[10], 从而影响到公司股价。基于此, 本文从投资者情绪视角对媒体报道与公司IPO抑价间关系进行了分析。

1 文献回顾

1.1 IPO 抑价的成因

IPO 首日的高抑价是财务学领域的经典命题。尽管公司的基本面状况在股票发行和上市这

① 收稿日期: 2011-08-04; 修订日期: 2012-02-28。

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71102136; 71272008); 教育部人文社会科学重点研究基地重大研究资助项目(11JJD790008; 10JJD630006); 教育部人文社会科学青年资助项目(10YJC790094)。

作者简介: 黄俊(1979—), 男, 福建福州人, 博士, 副教授。Email: huangjun@mail.shufe.edu.cn

② 如询价制下新股定价普遍高涨, 那么, 当股票发行价提高时, 抑价率反而应降低^[9]。

段期间并没有显著改变,然而,已有研究一致发现,公司上市首日的股票交易价格远远高于股票发行价,即存在显著的 IPO 抑价。据 Loughran 等^[11]关于世界各国的统计,上市公司 IPO 的平均抑价率为 29.4%,高的甚至达到 164.5%,而少的也有 4.2%。上市公司 IPO 抑价的存在激起了人们关于其成因的讨论。

1.1.1 国外的研究

关于上市公司 IPO 的高抑价,它的一个解释是因为存在信息不对称。Rock^[12]指出,市场中存在着知情投资者和不知情投资者,抑价发行是作为不知情投资者所承受信息风险的补偿。而且在股市上涨期间,因市场的先验不确定性增加,对投资者来说更难对企业估值进行判断,发起人为吸引投资者会给予更高折让^[13]。进而,Grinblatt 和 Hwang^[14],Allen 和 Faulhaber^[15]的分析表明,发行人通过 IPO 抑价向投资者传递了公司真实价值的信号。

不同于上述观点,也有研究从公司发起人意愿角度对 IPO 抑价进行了阐释,如发起人可能有再融资需求^[16],或为了保持对公司的控制权^[17],还有可能是出于降低诉讼风险的考虑^[18,19]。

最后,有的基于行为金融学的视角对公司 IPO 抑价进行了分析。Dorn^[20]考察发现,IPO 申购过程中个人投资者更愿意付高价,并也事实上付了高价,由此表明,投资者情绪影响了公司首发抑价。Chiang 等^[21]进一步证实,个人投资者的新股认购并不完全基于公司价值的考虑。除了投资者情绪的影响外,Ibbotson 和 Jaffe^[22]研究指出,公司的市场择机行为也是 IPO 抑价产生的重要原因。他们发现,当前期股票发行的收益较高时,公司发新股的动机增强,并由此获得了高抑价。

1.1.2 国内的考察

我国资本市场股票上市首日的高抑价也引起了学者的关注。据测算,1994—2008 年,我国上市公司 IPO 的平均抑价率为 122%,2007 年更是高达惊人的 191%。对此,相关研究尝试从中国制度背景出发解析上市公司 IPO 高抑价的原因。

Mok 和 Hui^[23]指出,中国股票市场的独特之

处在于,股票发行与上市的时间间隔较长,由此提高了投资者风险,故要求更高的风险补偿而造成 IPO 高抑价^③。而且,当 IPO 市场存在严重的信息不对称时^[24],这一问题显得更突出。Su 和 Fleisher^[25]从股票发审制度的角度对 IPO 高抑价进行了解释,他们认为,额度制下新股发行供不应求,供给的不足推高了公司首发抑价。杨记军和赵昌文^[26]考察了定价机制的影响,结果表明,询价制有助于降低上市公司 IPO 抑价率。周孝华等^[27]的分析表明,机构投资者需求与公司 IPO 抑价正相关。进而,当机构投资者异质时,公司 IPO 抑价率更高^[28]。最后,还有研究认为,股权分置和政府管制是导致我国股票市场极高 IPO 抑价的原因^[29]。

可以看出,已有一些研究基于我国特殊的制度背景考察了上市公司的首发抑价。然而,正如朱红军和钱友文^[30]所指出的,上述观点可以部分解释早期上市公司 IPO 高抑价,2006 年之后,随着我国股票发行审核逐步引入保荐制及上市公司股票渐渐实现全流通,面对新一轮公司 IPO 抑价的高企,上述观点似乎并不适用。

1.2 媒体报道与资产定价

由于媒体报道影响到投资者的信息获取及投资者情绪,从而影响到公司股票价格,现有研究对此进行了分析,但结论并不统一。如,Mitchell 和 Mulherin^[31]关于道琼斯信息发布的考察发现,媒体报道与股票收益正相关;但 Fang 和 Peress^[32]的分析却显示,媒体关注度低的公司有着更高的股票溢价;还有研究发现,新闻报道对公司股票收益的解释力较低^[33,34]。

鉴于此,有研究进一步对媒体报道的内容进行了区分,专门考察了负面报道对公司股票价格的影响。例如,Tetlock^[2]研究发现,就市场整体而言,媒体的悲观报道形成了股价下跌的压力。Chan^[35]的分析表明,被负面报道的公司,股票收益率更低。Tetlock 等^[36]的研究证实,媒体的负面报道预示着更低的公司未来收益。

也有研究对新闻媒体在公司 IPO 中的角色扮演进行了初步探讨。如,Cook 等^[38]考察发现,为鼓动投资者参与新股认购,投资银行积极利用媒

③ Mok 和 Hui^[23]的研究时期较早,公司股票发行和上市间的时间间隔平均达到 200 天。然而,近年来我国上市公司新股发行和上市时间间隔已大为缩短,平均不到 30 天^[37]。

体进行新股的宣传;Liu等^[39]的研究表明,新闻媒体的报道吸引了投资者注意,提高了对新上市股票的长期需求;Utpal等^[34]分析指出,在美国股市互联网泡沫期间,互联网公司的媒体关注度显著高于非互联网公司。

2 假说发展

理论上,关于新闻媒体对公司股价的影响主要体现在两个方面。一方面,作为资本市场的信息中介,媒体可能报道有关公司的新信息,由此影响到投资者对公司价值的判断,并做出相应的买卖决策;另一方面,尽管媒体的报道没有提供额外信息,但可能左右投资者情绪,因而也会影响公司股价。就公司IPO而言,Liu等^[39]指出,由于公司信息主要以招股说明书的方式对外发布,且相关部门对信息泄露的监管较严,因此,媒体报道并没有提供额外的“新信息”。基于此,下面主要从投资者情绪视角分析媒体报道对公司IPO抑价的影响。

首先,由于个人投资者的精力有限,当他在选择股票时,更多地关注媒体报道的公司^[1]。因此,频繁在媒体曝光的公司,越吸引投资者眼球,更易被买进,股票价格更高。其次,Bonner等^[40]指出,投资者对新闻报道的反应是非对称的,即对好消息反应过度,而对坏消息反应不足,在此情形下,公司股价将随着媒体报道数的增多而走高。第三,Hong和Stein^[10]认为,在投资者对公司看法异质的情况下,媒体报道越多的公司,越容易在投资者心中形成认知差异,由此促成更多股票交易,当做空机制受到限制时^④,股票价格将随着交易的增加而上升。最后,因IPO公司新近上市,由于获取信息的渠道有限,投资者决策将更多地受媒体报道的作用,而且,媒体“跟风”现象也更盛行,即当一媒体报道了公司的有关消息时,其它媒体常会跟进,由此放大了媒体报道对公司IPO抑价的影响。基于上述分析,提出本文的研究假说1。

假说1 媒体报道越多的公司,IPO抑价

越高。

下面,进一步分析媒体报道对公司IPO抑价的影响如何受报道题材和市场环境的作用。

新闻报道常有“题材”之说,即所谓“更能引起读者兴趣和共鸣的新闻”^[41]。对于“题材”公司,媒体的报道将吸引更多投资者注意;而且,因社会的关注度较高,也易在投资者中形成对公司好坏消息的非对称反应,并通过扩大知情面而激起投资者的认知差异,此时,随着媒体报道的增多,将增高“题材”公司的IPO抑价。进而,对于新闻题材公司,媒体更容易“跟风”,这将进一步强化媒体报道对公司IPO抑价的作用。基于此,提出本文的研究假说2。

假说2 对于“题材”公司,媒体报道对IPO抑价的提升作用更明显。

最后,市场环境也会影响媒体报道与IPO抑价间的关系。首先,当股票市场处于上涨周期时,因买入情绪高涨,媒体报道对投资者购买行为的影响更显著。其次,在上涨行情下,投资者变得不理性的^[42],对好消息反应过度,而对坏消息不予理睬,媒体报道更易形成投资者对好坏消息的非对称反应。最后,当市场行情好时,股票买卖更为频繁,媒体报道所导致的投资者认知差异将激起更多股票交易,这将进一步抬高公司股价。由此,可以预期媒体报道对公司IPO抑价的影响在市场整体上涨时更显著,此为本文的研究假说3。

假说3 当市场行情好时,媒体报道对IPO抑价的提升作用更明显。

3 研究设计

3.1 样本和数据

本文以截至2010年5月底发行上市的所有创业板公司为研究样本。表1是样本公司的行业分布,其中信息技术、机械设备、石油化工和医药生物等产业公司数量较多,这与鼓励高科技企业上市的创业板设立初衷相一致。本文用到的媒体报道数据源自手工收集,其它数据来自《CSMAR

④ 尽管我国证券市场于2010年4月设立股指期货,但因门槛较高,对一般中小投资者而言,做空机制并未真正存在。

中国上市公司数据库》。

表 1 样本公司的行业分布

Table 1 Industry distribution of sample firms

行业	公司数
农、林、牧、渔	1
采掘	1
造纸、印刷	3
石油、化学、塑胶、塑料	10
电子	5
金属、非金属	2
机械、设备、仪表	21
医药、生物制品	8
其它制造业	1
交通运输、仓储	1
信息技术	21
批发和零售贸易	1
社会服务	4
传播与文化	6
综合	1
合计	86

3.2 变量

1) 媒体报道

为测度创业板公司的新闻报道,使用了巨灵财经开发的《中国财经报刊数据库》。考虑到杂志时效性的缺乏及对上市公司报道相对有限^[6],仅检索该数据库的报纸分库^⑤。以创业板公司上市前一周为限,按照公司的全称、简称对该数据库进行检索,以获得的新闻报道条目数作为公司媒体报道变量。

2) IPO 抑价

参照现有文献,以公司上市当天的收益率作为 IPO 抑价的度量,具体公式为

$$Underprice = \frac{P_c - P_i}{P_i}$$

其中 P_c 为上市当天的收盘价 P_i 为股票发行价。

3) 其它变量

在 IPO 抑价的回归中,本文也控制了其它影响因素,包括:承销商声誉(*Underwriter*),若上市公司 IPO 的承销商为业务收入排名前 10 的证

券公司,其值取为 1,否则为 0;会计师事务所声誉(*Auditor*),若公司聘请业务收入排名前 10 的会计师事务所为其审计,其值取为 1,否则为 0;公司规模(*Size*),为公司总资产的自然对数值;公司业绩(*ROA*),等于公司净利润除以总资产;公司负债率(*Lev*),为公司负债与总资产的比值;市场行情(*Market*),等于公司股票上市前 20 天市场累积收益率;公司成立年限(*Age*);及行业哑变量(*Ind*)。

3.3 描述性统计

表 2 是相关变量的描述性统计,其中显示,创业板公司上市前 7 天媒体报道变量的均值为 27,中值为 23,最多的公司媒体报道了 85 次,而最少的公司只有 5 次。*Underprice* 的统计显示,创业板公司 IPO 的平均抑价率为 57.8%,抑价程度最高的公司达到 210%。10 大券商占据了创业板公司 39.5% 的 IPO 份额,有 26.7% 的创业板公司聘请业务收入排名前十的会计师事务所为其审计。创业板公司上市前总资产收益率的均值为 0.161,平均负债率为 35.5%,平均成立年限为 9.79 年。市场行情变量 *Market* 的统计显示,样本创业板公司上市前市场总体处于上涨行情 20 天的平均累积收益率为 0.029 2,但也存在市场整体下跌的情况。

本文也对各变量间的相关性进行了分析,结果如表 3 所示。其中显示,媒体报道与 IPO 抑价显著正相关,表明,随着新闻报道数的增多,公司首发抑价越高;知名券商承销的 IPO,抑价越低;对于小规模的公司, IPO 抑价的程度更高;随着经营业绩的提高,公司 IPO 抑价降低;最后,当市场行情高涨时,公司 IPO 抑价的程度提高。

4 实证检验

4.1 媒体报道与 IPO 抑价

为考察媒体报道对创业板公司 IPO 抑价的影响,构造了如下回归模型

⑤ 该数据库收录了 53 份财经报纸,报纸列表可通过查询网页: <http://terminal.chinaef.com/newspaper/newspaper!visitStaticPressList.action> 获得。

$$Underprice = \alpha_0 + \alpha_1 Media_log + \alpha_2 Underwriter + \alpha_3 Auditor + \alpha_4 Size + \alpha_5 Lev + \alpha_6 ROA + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Age + \alpha_9 Market + \sum Ind + \varepsilon \quad (1)$$

表 2 主要变量的描述性统计
Table 2 Summary statistics of variables

变量	观测值	均值	中值	标准差	最小值	最大值
<i>Media</i>	86	27.0	23.0	18.5	5.00	85.0
<i>Underprice</i>	86	0.578	0.466	0.445	-0.099 1	2.10
<i>Underwriter</i>	86	0.395	0.00	0.492	0.00	1.00
<i>Auditor</i>	86	0.267	0.00	0.445	0.00	1.00
<i>Size</i>	86	20.2	20.2	0.546	19.1	21.7
<i>ROA</i>	86	0.161	0.144	0.129	0.031 5	1.15
<i>Lev</i>	86	0.355	0.334	0.150	0.062 7	0.782
<i>Age</i>	86	9.79	9.00	3.16	5.00	21.0
<i>Market</i>	86	0.029 2	0.034 5	0.079 2	-0.161	0.113

表 3 变量相关系数表
Table 3 Pearson correlation of variables

变量	<i>Underprice</i>	<i>Media</i>	<i>Underwriter</i>	<i>Auditor</i>	<i>Size</i>	<i>ROA</i>	<i>Lev</i>	<i>Age</i>
<i>Media</i>	0.542 (0.000)							
<i>Underwriter</i>	-0.195 (0.072)	0.146 (0.180)						
<i>Auditor</i>	0.122 (0.265)	0.215 (0.046)	0.048 7 (0.659)					
<i>Size</i>	-0.343 (0.001)	-0.062 9 (0.565)	0.193 (0.075)	0.100 (0.359)				
<i>ROA</i>	-0.268 (0.013)	-0.178 (0.101)	0.035 1 (0.748)	-0.048 1 (0.660)	0.222 (0.040)			
<i>Lev</i>	0.036 1 (0.742)	-0.148 (0.174)	-0.123 (0.261)	-0.092 4 (0.400)	-0.026 3 (0.810)	-0.231 (0.033)		
<i>Age</i>	0.036 7 (0.738)	-0.020 9 (0.849)	-0.036 9 (0.736)	-0.001 6 (0.989)	-0.052 7 (0.630)	-0.156 (0.151)	0.249 (0.021)	
<i>Market</i>	0.649 (0.000)	0.421 (0.000)	-0.003 0 (0.978)	0.206 (0.057)	-0.318 (0.003)	-0.112 (0.305)	0.020 0 (0.885)	0.081 0 (0.458)

注: 括号内为 *p* 值.

其中因变量是公司 IPO 抑价率 *Underprice*, 考察变量为公司媒体报道的自然对数 *Media_log*, 其它为控制变量. 回归结果如表 4 所示. 表中显示, 媒体报道变量 *Media_log* 的系数为 0.221, 在 1% 的水平显著, 表明随着媒体报道数的增多, 公司 IPO 抑价增高. 就经济意义而言, 媒体报道对公司 IPO 抑价的影响也很显著. 例如, 假定各回归变量为其均值, 据测算, 关于创业板公司的新闻报道每增加 1 次, 上市当天公司股票价格上涨 0.8 个百分点. 其它变量的回归显示: 承销商声誉与公司 IPO 抑价

负相关; 业绩越好的公司, 首发抑价越低; 当市场行情上涨时, IPO 抑价越高.

4.2 进一步的分析

下面考察对媒体报道对公司 IPO 抑价的影响如何受报道题材和市场行情的作用.

4.2.1 报道题材

在我国资本市场上, 高科技公司一直是市场追逐的热点. 有报道指出, 为吸引投资者眼球, 许多公司纷纷冠以“高科技”之名^[43]. 基于此, 以是否高科技公司构造报道题材变量 *Hotspot*. 根据

证监会行业分类指引,若创业板公司属于新能源(C76)、医药生物制品(C8)、计算机及相关设备制造(C83)、通信服务(C85)和计算机应用服务业(C87)等行业,Hotspot取值为1,否则为0.纳入Media_log与Hotspot相乘项的回归结果如表5所示.其中显示,交叉项Media_log × Hotspot的系数为0.205,在5%水平显著,说明新闻题材公司的首发抑价更多地受媒体报道的作用.

表4 媒体报道数量与IPO抑价的回归结果

Table 4 Regression results of media coverage and IPO underpricing

变量	系数	T 值
Media_log	0.221***	4.02
Underwriter	-0.201***	2.79
Auditor	-0.0186	0.22
Size	-0.0539	0.67
ROA	-0.382**	2.33
Lev	0.324	1.34
Age	-0.00423	0.54
Market	2.55***	6.34
Constant	1.06	0.66
Ind	控制	
观测值	86	
调整 R ²	0.54	

注:为消除异方差的影响,回归T值基于Huber-White调整后的标准差计算而得;*表示在10%的水平显著,**表示在5%的水平显著,***表示在1%的水平显著.

4.2.2 市场行情

为考察市场行情如何影响媒体报道与IPO抑价间的关系,在模型(1)的回归中纳入Media_log与Market的相乘项,结果如表6所示.表中显示,交叉项Media_log × Market的回归系数显著为正,表明当市场行情好时,公司首发抑价因媒体报道的增多而显著提高.回归结果验证了假说3,即当市场处于上涨周期时,媒体报道对公司IPO抑价的提升作用更明显.

4.3 敏感性检验

4.3.1 内生性的考虑

上述回归表明,媒体报道提高了公司首发抑价,但其中面临一个内生性问题,即是否是因为抑价越高的公司更吸引媒体注意,由此造成媒体报道与IPO抑价正相关呢?为控制这一内生性的影响,对媒体报道与公司IPO抑价间的关系进行了两阶段回归.

表5 报道题材影响媒体报道与IPO抑价的回归结果

Table 5 Regression results of hot issue's influence

变量	系数	T 值
Media_log	0.151**	2.36
Hotspot	-0.661**	2.02
Media_log × Hotspot	0.205**	2.00
Underwriter	-0.201***	2.83
Auditor	0.00600	0.07
Size	-0.0693	0.94
ROA	-0.224	1.12
Lev	0.291	1.16
Age	-0.000856	0.09
Market	2.52***	6.20
Constant	1.56	1.04
Ind	控制	
观测值	86	
调整 R ²	0.55	

注:为消除异方差的影响,回归T值基于Huber-White调整后的标准差计算而得;*表示在10%的水平显著,**表示在5%的水平显著,***表示在1%的水平显著.

表6 市场行情影响媒体报道与IPO抑价的回归结果

Table 6 Regression results of market trend's influence

变量	系数	T 值
Media_log	0.193***	3.86
Media_log × Market	1.21**	2.45
Underwriter	-0.181**	2.48
Auditor	-0.0378	0.45
Size	-0.0734	0.83
ROA	-0.315**	2.00
Lev	0.230	1.00
Age	-0.00208	0.27
Market	-1.07	0.70
Constant	1.49	0.84
Ind	控制	
观测值	86	
调整 R ²	0.56	

注:为消除异方差的影响,回归T值基于Huber-White调整后的标准差计算而得;*表示在10%的水平显著,**表示在5%的水平显著,***表示在1%的水平显著.

首先,在第1阶段对公司媒体报道的决定进行考察,回归模型如下

$$Media_log = \beta_0 + \beta_1 Develop + \beta_2 Size + \beta_3 ROA + \beta_4 Lev + \beta_5 Age + \beta_6 GDP + \sum Ind + \varepsilon \quad (2)$$

式中因变量是媒体报道的自然对数 Media_log;

Develop 为地区媒体业发展水平的衡量指标, 等于地区报纸印张数与总人口的比值, 以省为单位。地区媒体业的发展会影响所在地公司的新闻报道, 但不直接影响公司首发抑价, 因此可作为两阶段回归的工具变量; 在模型中也控制其它可能影响媒体报道的因素, 如公司规模 *Size*、经营业绩 *ROA*、负债率 *Lev*、成立年限 *Age* 和行业变量 *Ind* 等; 最后, 模型还纳入地区经济发展水平, 衡量指标为人均 GDP, 以千元为单位。

表 7 是上述模型 (2) 的回归结果。表中显示地区媒体业发展变量 *Develop* 的系数为 0.0207, 在 5% 的水平显著, 表明新闻媒体业的发展对公司报道产生了促进作用, 即当地区媒体业越发达时, 所在地公司的新闻报道数越多。而且, 统计显示, 媒体业发展变量 *Develop* 与回归残差 ε 不相关, 是个有效的工具变量。

在第 2 阶段, 利用上述回归得到的 *Media_predict* 预测值代入 IPO 抑价方程, 以考察控制了内生性后的媒体报道对公司首发抑价的影响, 表 8 是相关结果。表中显示, 在第 1 列的回归中, *Media_predict* 的系数显著为正, 说明在控制了新闻报道的内生性后, 仍有证据显示, 媒体报道对

公司 IPO 抑价有提升作用。第 2 和第 3 列的回归显示, 交叉项 *Media_predict* × *Hotspot* 和 *Media_predict* × *Market* 的系数也都显著为正, 进一步证实了前述结论, 即题材公司的首发抑价更多地受媒体报道的影响, 新闻媒体对公司 IPO 抑价的促进作用在市场行情好时更加明显。

表 7 公司媒体报道决定的回归结果

Table 7 Regression results of media coverage determinants

变量	系数	T 值
<i>Develop</i>	0.0207**	2.21
<i>Size</i>	-0.188	1.30
<i>ROA</i>	-0.612	1.02
<i>Lev</i>	-1.908***	3.26
<i>Age</i>	-0.0105	0.42
<i>GDP</i>	-0.0180	1.28
<i>Constant</i>	7.16**	2.45
<i>Ind</i>	控制	
观测值	86	
调整 R^2	0.25	

注: 为消除异方差的影响, 回归 T 值基于 Huber-White 调整后的标准差计算而得; * 表示在 10% 的水平显著, ** 表示在 5% 的水平显著, *** 表示在 1% 的水平显著。

表 8 控制内生性后媒体报道与 IPO 抑价的回归结果

Table 8 Regression results of media coverage and IPO underpricing after controlling endogeneity

变量	序号		
	1	2	3
<i>Media_predict</i>	0.162*** (2.92)	0.120* (1.75)	0.132** (2.58)
<i>Hotspot</i>		-0.724* (1.99)	
<i>Media_predict</i> × <i>Hotspot</i>		0.199* (1.81)	
<i>Media_predict</i> × <i>Market</i>			1.60*** (3.19)
<i>Underwriter</i>	-0.138** (2.23)	-0.140** (2.29)	-0.118* (1.92)
<i>Auditor</i>	0.00934 (0.13)	0.0418 (0.56)	-0.0142 (0.20)
<i>Size</i>	-0.0236 (0.31)	-0.0379 (0.55)	-0.0288 (0.38)
<i>ROA</i>	-0.296* (1.85)	-0.0513 (0.24)	-0.211 (1.41)
<i>Lev</i>	0.323 (1.53)	0.325 (1.48)	0.238 (1.19)
<i>Age</i>	-0.00511 (0.63)	-0.000907 (0.10)	-0.00404 (0.49)
<i>Market</i>	2.45*** (7.62)	2.44*** (7.12)	-2.33 (1.49)
<i>Constant</i>	0.553 (0.36)	0.949 (0.69)	0.720 (0.47)
<i>Ind</i>	控制		
观测值	86		
调整 R^2	0.56	0.59	0.60

注: 为消除异方差的影响, 回归 T 值基于 Huber-White 调整后的标准差计算而得; 括号内为 T 值; * 表示在 10% 的水平显著, ** 表示在 5% 的水平显著, *** 表示在 1% 的水平显著。

4.3.2 其它敏感性分析

为验证本文结论,还进行了如下敏感性测试:

1) 在 IPO 抑价的计算中扣除市场收益,即公司 IPO 抑价率等于上市当天股票收益率减去市场整体收益率;2) 考虑到市场对新股上市的反应未必在一天内结束,将公司 IPO 抑价的计算期扩展到上市后一天.上述敏感性分析得到与前一致的回归结果.

5 媒体报道内容的分析

上述回归考察了媒体报道数量对公司 IPO 抑价的影响,一个更深入的问题是这一影响是否受媒体报道内容的作用.为此,进一步分析媒体报道内容如何影响公司首发抑价.具体地,通过阅读每篇公司的新闻,将媒体报道划分为正面报道、中性报道和负面报道.统计显示,在所有 3 类报道中,公司的中性报道最多,占到 75.7% 左右,正面报道次之,为 17.7%,负面报道最少,比例为 6.6%.然后,利用中性报道(*Neutral*)和正面报道与负面报道之差(*Net*)对模型(1)重新进行回归,结果如表 9 所示.表中,在第 1 列的回归中,*Neutral* 的系数为 0.180,在 1% 的水平显著,说明,即使媒体只是对公司进行中性报道,IPO 抑价也随着媒体报道数的增加而提高.第 2 列的回归显示,正面报道与负面报道之差变量 *Net* 的系数为 0.019 7,在 1% 的水平显著,由此证实,当媒体更多地报道公司的正面新闻时,公司首发抑价显著提升.

6 IPO 之后长期股票收益的检验

上述研究发现,随着媒体报道的增多,公司 IPO 抑价越高.然而,由于这种高抑价并没有公司业绩作支撑,随着时间推移,当投资者渐归理性时,高抑价公司股票的价格将下跌.为此,又考察了公司 IPO 后长期股票收益与媒体报道间的关系,回归模型如下

$$Return = \gamma_0 + \gamma_1 Media_log + \gamma_2 Underwriter + \gamma_3 Auditor + \gamma_4 Size + \gamma_5 Lev + \gamma_6 ROA + \gamma_7 Lev + \gamma_8 Ahe + \sum Ind + \varepsilon \quad (3)$$

式中 *Return* 是公司上市后长期累积超额收益,分

别考察了 IPO 之后 2 个月、4 个月和 6 个月的情形;*Media_log* 为媒体报道的自然对数;其它变量的定义与前一致.

表 9 媒体报道内容与 IPO 抑价的回归结果

Table 9 Regression result of media content and IPO underpricing

变量	1	2
	中性报道	正面与负面报道之差
<i>Neutral / Net</i>	0.180*** (2.71)	0.019 7*** (2.73)
<i>Underwriter</i>	-0.205*** (2.76)	-0.192*** (2.68)
<i>Auditor</i>	-0.002 11 (0.02)	-0.051 4 (0.57)
<i>Size</i>	-0.038 1 (0.48)	-0.127 (1.29)
<i>ROA</i>	-0.483*** (2.74)	-0.497*** (3.13)
<i>Lev</i>	0.327 (1.23)	0.127 (0.54)
<i>Age</i>	-0.003 72 (0.42)	-0.009 61 (1.19)
<i>Market</i>	2.86*** (6.18)	2.54*** (6.21)
<i>Constant</i>	0.936 (0.57)	3.25 (1.65)
<i>Ind</i>	控制	控制
观测值	86	86
调整 R^2	0.56	0.58

注:因正面报道与负面报道之差存在负数,所以回归时 *Net* 未取对数;为消除异方差的影响,回归 *T* 值基于 Huber-White 调整后的标准差计算而得;括号内为 *T* 值;* 表示在 10% 的水平显著,** 表示在 5% 的水平显著,*** 表示在 1% 的水平显著.

表 10 是上述模型(3)的回归结果.表中,第 1 和第 2 列的结果显示,媒体报道变量 *Media_log* 的系数显著为负,第 3 列关于 6 个月累积超额收益的回归尽管不是很显著,但 *Media_log* 的系数也为负.上述回归说明,对于媒体报道越多的公司,从 IPO 之后长期来看,股票收益率越低.这一结果进一步支持了本文的研究结论,即媒体报道通过影响投资者情绪仅一时提高公司 IPO 抑价,之后,因投资者渐归理性,之前因媒体报道首发抑价显著提升的公司, IPO 之后股价下跌越明显.其它变量的回归显示,对于知名券商承销的公司,上市后的长期股价表现较好.

表 10 公司 IPO 后长期股价收益与媒体报道的回归结果

Table 10 Regression result of media coverage and long-term IPO performance

变量	1	2	3
	2 个月	4 个月	6 个月
<i>Media_log</i>	-0.00144* (1.75)	-0.00220* (1.78)	-0.00227(1.30)
<i>Underwriter</i>	0.0637* (1.80)	0.124*** (2.78)	0.124** (2.30)
<i>Auditor</i>	0.0364(0.94)	0.115** (2.35)	0.0699(1.18)
<i>Size</i>	-0.00922(0.32)	-0.0266(0.65)	0.000993(0.02)
<i>ROA</i>	0.0465(0.76)	0.299* (1.68)	0.119(0.55)
<i>Lev</i>	0.0766(0.66)	0.0194(0.12)	-0.0991(0.48)
<i>Age</i>	-0.00357(0.86)	-0.00169(0.24)	0.000591(0.07)
<i>Constant</i>	0.133(0.23)	0.323(0.39)	-0.232(0.23)
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
观测值	86	86	86
调整 R^2	0.17	0.18	0.10

注: 为消除异方差的影响, 回归 T 值基于 Huber-White 调整后的标准差计算而得; 括号内为 T 值; * 表示在 10% 的水平显著, ** 表示在 5% 的水平显著, *** 表示在 1% 的水平显著。

7 结束语

关于资本市场中的媒体一直是个热门话题, 本文利用创业板公司上市这一事件, 考察了媒体报道对公司 IPO 抑价的影响。研究发现, 随着媒体报道数的增多, 公司首发抑价增高, 而且, 即使媒体只是对公司进行中性报道, 这一现象也同样存在。进一步的分析显示, 新闻题材公司的首发抑价更多地受媒体报道的作用; 当市场行情越好时, 媒体报道对公司 IPO 抑价的提升越明显。最后, 研究表明, 媒体报道仅短期内提高公司首发抑价, 从 IPO 之后长期来看, 媒体报道越多的公司, 股价下跌越明显。

参考文献:

- [1] Barber B, 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.
- [2] Tetlock P. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market [J]. *Journal of Finance*, 2007, 62(3): 1139-1168.
- [3] 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.
- [4] Chen C, Pantzalis C, Park J. Press Coverage and Stock Prices' Deviation from Fundamental Value [R]. *Tunghai University*, 2009.

基于新闻媒体如何影响公司 IPO 抑价的分析, 本文的一个启示是, 媒体报道是投资者决策的重要影响因素, 尤其是随着信息网络的发展, 媒体的传播范围不断扩大, 报道的时效不断提高, 它对投资者行为的影响更加深入。其次, 本文的考察也为认识我国上市公司的 IPO 抑价提供了新视角, 提供了新闻媒体如何影响公司首发抑价的经验证据, 有助于理解股票发审制度改革之后及全流通时期上市公司的 IPO 高抑价现象。最后, 本文仅考察了媒体报道对公司 IPO 抑价的影响, 这只是新闻媒体在资本市场角色扮演的一个方面, 为深入认识媒体在资本市场的功用发挥, 还有待后续更多的研究, 从知识普及、广告宣传 and 舆论监督等方面提供新的证据。

- [5]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, (10): 141 - 150.
He Jiangan, Wei Minghai, Liu Feng. Tunneling, media monitoring and corporate governance: A case of Wu Liang Ye[J]. Management World, 2008, (10): 141 - 150. (in Chinese)
- [6]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, (4): 14 - 27.
Li Peigong, Shen Yifeng. The corporate governance role of media: Empirical evidence from China[J]. Economic Research Journal, 2010, (4): 14 - 27. (in Chinese)
- [7]许柳英,陈启欢. 公众注意力影响买入行为吗? ——基于投资者的行为分析[J]. 上海管理科学, 2005, (4): 39 - 41.
Xu Liuying, Chen Qihuan. Does public attention affects buying behaviour? ——Analysis based on investor's behaviour [J]. Shanghai Management Science, 2005, (4): 39 - 41. (in Chinese)
- [8]饶育蕾,彭叠峰,成大超. 媒体注意力会引起股票的异常收益吗? 来自中国股票市场的经验证据[J]. 系统工程理论与实践, 2010, 30(2): 287 - 297.
Rao Yulei, Peng Diefeng, Cheng Dachao. Does media attention cause abnormal return? Evidence from China's stock market [J]. Systems Engineering-Theory & Practice, 2010, 30(2): 287 - 297. (in Chinese)
- [9]刘春玲. 询价制下我国 A 股 IPO 定价合理性的实证分析[J]. 金融经济, 2008, (20): 54 - 55.
Liu Chunling. The empirical analysis on the reasonableness of IPO pricing under book-building system[J]. Finance & Economy, 2008, (20): 54 - 55. (in Chinese)
- [10]Hong H, Stein J. Disagreement and the stock market[J]. Journal of Economic Perspectives, 2007, 21(2): 109 - 128.
- [11]Loughran T, Ritter J, Rydqvist K. Initial public offerings: International insights[J]. Pacific Basin Finance Journal, 1994, 2(2/3): 165 - 199.
- [12]Rock K. Why new issues are underpriced[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1/2): 187 - 212.
- [13]Ritter J. The 'hot issue' market of 1980[J]. Journal of Business, 1984, 57(2): 215 - 240.
- [14]Grinblatt V, Hwang C. Signalling and the pricing of new issues[J]. Journal of Finance, 1989, 44(2): 393 - 420.
- [15]Allen F, Faulhaber G. Signaling by underpricing in the IPO market[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23(2): 303 - 323.
- [16]Lee I, Lochhead S, Ritter J, et al. The costs of raising capital[J]. Journal of Financial Research, 1996, 19(1): 59 - 74.
- [17]Brennan M, Franks J. Underpricing, ownership, and control in initial public offerings of equity securities in the UK[J]. Journal of Financial Economics, 1997, 45(3): 391 - 414.
- [18]Tinic S. Anatomy of initial public offerings of common stock[J]. Journal of Finance, 1988, 43(4): 789 - 822.
- [19]Lowry M, Shu S. Litigation risk and IPO underpricing[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65(3): 309 - 355.
- [20]Dorn D. Does sentiment drive the retail demand for IPOs? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44(1): 85 - 108.
- [21]Chiang Y, Qian Y, Sherman A. Endogenous entry and partial adjustment in IPO auctions: Are institutional investors better informed? [J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(3): 1200 - 1230.
- [22]Ibbotson R, Jaffe J. Hot issue markets[J]. Journal of Finance, 1975, 30(4): 1027 - 1042.
- [23]Mok H, Hui Y. Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 1998, 6(5): 453 - 474.
- [24]郑君君,韩 笑,邹祖绪,等. IPO 市场中风险投资家策略的演化博弈分析[J]. 管理科学学报, 2012, 15(2): 72 - 82.
Zheng Junjun, Han Xiao, Zou Zuxu, et al. Analysis on venture capitalists' strategies in IPO market based on evolutionary game [J]. Journal of Management Sciences in China, 2012, 15(2): 72 - 82. (in Chinese)

- [25] Su D, Fleisher B. An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1999, 7 (2): 173–202.
- [26] 杨记军, 赵昌文. 定价机制、承销方式与发行成本: 来自中国IPO市场的证据 [J]. *金融研究*, 2006, (5): 51–60. Yang Jijun, Zhao Changwen. Pricing mechanism, underwriting way and issuing cost: Evidence from China IPO market [J]. *Journal of Financial Research*, 2006, (5): 51–60. (in Chinese)
- [27] 周孝华, 熊维勤, 孟卫东. IPO询价中的最优报价策略与净抑价 [J]. *管理科学学报*, 2009, 12(4): 129–134. Zhou Xiaohua, Xiong Weiqin, Meng Weidong. Optimal auction strategy and net underpricing in IPO book-building system [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2009, 12(4): 129–134. (in Chinese)
- [28] 张小成, 孟卫东, 周孝华. 机构投资者异质预期对IPO抑价影响研究 [J]. *系统工程学报*, 2011, 26(2): 195–202. Zhang Xiaocheng, Meng Weidong, Zhou Xiaohua. Study on the effect of the institutional investments' homogeneous on IPO underpricing [J]. *Journal of Systems Engineering*, 2011, 26(2): 195–202. (in Chinese)
- [29] 刘煜辉, 熊鹏. 股权分置、政府管制和中国IPO抑价 [J]. *经济研究*, 2005, (5): 85–95. Liu Yuhui, Xiong Peng. Equity separation, government regulations, and Chinese IPO underpricing puzzle [J]. *Economic Research Journal*, 2005, (5): 85–95. (in Chinese)
- [30] 朱红军, 钱友文. 中国IPO高抑价之谜“定价效率观”还是“租金分配观”? [J]. *管理世界*, 2010, (6): 28–40. Zhu Hongjun, Qian Youwen. China IPO underpricing puzzle: Pricing efficiency perspective or rental allocation perspective? [J]. *Management World*, 2010, (6): 28–40. (in Chinese)
- [31] Mitchell M, Mulherin J. The impact of public information on the stock market [J]. *Journal of Finance*, 1994, 49(3): 923–950.
- [32] Fang L, Peress J. Media coverage and the cross-section of stock returns [J]. *Journal of Finance*, 2009, 64(5): 2023–2052.
- [33] Roll R. R^2 [J]. *Journal of Finance*, 1988, 43(2): 541–566.
- [34] Utpal B, Galpin N, Ray R, et al. The role of the media in the internet IPO bubble [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(3): 657–682.
- [35] Chan W. Stock price reaction to news and no-news: Drift and reversal after headlines [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(2): 223–260.
- [36] Tetlock P, Saar-Tsechansky M, Macskassy S. More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals [J]. *Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1437–1467.
- [37] 张鑫, 魏碧丽. 延长发行与上市的时间差以控制新股爆炒 [N]. *上海证券报*, 2008–1–3. Zhang Xin, Wei Bili. Extend the period of issuing and listing to control speculating on new IPOs [N]. *Shanghai Securities News*, 2008–1–3. (in Chinese)
- [38] Cook D, Kieschnick R, Van Ness R. On the marketing of IPOs [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 82(1): 35–61.
- [39] Liu X, Sherman A, Zhang Y. The Role of the Media in Initial Public Offerings [R]. *Hong Kong University of Science and Technology*, 2009.
- [40] Bonner S, Hugon J, Walther B. Investor Reaction to Celebrity Analysts: The Case of Earnings Forecast Revisions [R]. *University of Southern California*, 2004.
- [41] 施伟. 论新闻题材与价值的关联 [J]. *现代视听*, 2009, (2): 155–156. Shi Wei. The relationship between hot news and value [J]. *Modern Audio-Video Arts*, 2009, (2): 155–156. (in Chinese)
- [42] Gervais S, Odean T. Learning to be overconfident [J]. *Review of Financial Studies*, 2001, 14(1): 1–27.
- [43] 陈超, 黄明. 上市公司改头换面灵不灵 [N]. *上海证券报*, 2003–11–6.

Chen Chao ,Huang Ming. Does it work to ‘change face’ by listed companies? [N]. Shanghai Securities News ,2003 – 11 – 6. (in Chinese)

Media coverage and IPO underpricing: Evidence from China’s growth enterprise markets

HUANG Jun , CHEN Xin-yuan

School of Accountancy , Shanghai University of Finance and Economics , Shanghai 200433 , China

Abstract: The role of media coverage in the capital market has recently become a hot topic. This paper investigates the impact of media coverage on IPO underpricing by focusing on GEM (Growth Enterprise Markets) . It is found that media coverage increases IPO underpricing. This conclusion holds even for neutral news. That is , the media coverage of listed companies is positively associated with their underpricing on the IPO date. Further analysis shows that ,1) for companies in the spotlight , their IPO underpricing is more driven by media reports; 2) when the security market is soaring , media reports generate higher IPO underpricing. Finally , the analysis shows the effect of media coverage on IPO underpricing is temporary. For a long-term period after the IPO , the more media reports about the listed company , the more its stock prices drop.

Key words: media; IPO underpricing; top news; market trend

~~~~~  
( 上接第 45 页)

## Calculating VaR and ES based on volatility models with time-varying higher-moments

*WANG Peng*

School of Finance , Southwest University of Finance and Economics , Chengdu 610074 , China

**Abstract:** This paper extends prior studies on risk estimation of volatility models with time-varying higher-moments. With several important stock market indices , we adopt a “from simple model to complex model” step to estimate several volatility models with time-varying higher-moments , and then we calculate VaR and ES values according to Gram-Charlier extension distribution. We also back-test VaR based on unconditional coverage test and ES based on bootstrap. In spite of nice properties of the models with time-varying higher-moments , the backtesting results generally support models with static higher-moments.

**Key words:** time-varying higher-moments; value-at-risk; excepted shortfall; gram-charlier expansion distribution; backtesting