

公司的媒体信息管理行为与 IPO 定价效率*

□汪昌云 武佳薇 孙艳梅 甘顺利

摘要 :本文选取 2009~2011 年间沪深 IPO 公司为样本 ,系统地研究了公司的媒体信息管理行为对于 IPO 一级市场定价和抑价率的影响及其作用路径。在控制了其他影响因素后 ,我们发现公司的媒体信息管理行为在提高 IPO 发行价的同时 ,降低了 IPO 抑价水平 ,提高了资本市场的定价效率 ,公司在上市造势期内的媒体新闻报道每增加 1 篇 ,其 IPO 抑价率平均会降低 0.3% 左右。进一步 ,我们发现 ,媒体关注度对首日换手率无显著影响 ,表明媒体提高 IPO 定价效率主要依赖其信息传播作用 ,而非通过影响投资者情绪来实现。本文研究表明 ,上市公司能有效借助媒体这一信息传导渠道 ,适时主动地释放公司定价信息 ,有效地提高了市场的定价效率。

关键词 :媒体关注度 IPO 定价效率 IPO 抑价率 信息不对称

一、引言

现代社会中 ,报纸、电视、广播、网络等在内的媒体发挥着收集信息并将其传播给公众的中介作用 ,已成为人们日常生活不可或缺的组成部分。财经媒体为吸引更多读者 ,提高发行量和增加广告收入 ,通常不遗余力追逐市场热点 ,从而促成经济金融信息快速地在更广范围传播。这都促使媒体成为社会信息生产和传播的重要一环 ,形成了对金融市场重要的影响 (Dyck and Zingales ,2003 ;Strömberg ,2004)。近年来 ,媒体在金融市场上的角色受到前所未有的关注 ,其中媒体影响资产价格的市场异象最吸引人。一方面 ,媒体加快信息传播、降低信息不对称和提升市场信息效率 (Tetlock ,2010 ;Bushee et al. ,2010) ,捕捉投资者注意力和影响投资者情绪 (Fang et al. ,2009 ;Odean ,1999 ;Barber et al. ,2003 ;饶育蕾等 ,2010) ,影响资产价格走势和交易活跃程度 (Huberman and Regev ,2001 ;Engelberg and Parsons ,2011)。另一方面 ,媒体作用发挥的关键在于公众信任 (Chaffee et al. ,1991 ;Katz et al. ,1973)。商业利益、广告收入及公司高管的联系等利益关联使媒体信息发生扭曲 ,媒体对信息筛选和剪裁 ,放弃中性立场 ,甚至以公司利益为核心进行叙事或报道的偏见行为会影响资产定价。Reuter 和 Zitzewitz (2006) 发现共同基金的广告支出会影响到私人媒体对基金的报道 ,而投资者依据媒体的正面或负面的报道进行交易则无法获益。Gurun 和 Butler (2012) 证实媒体的偏见影响到股票价格变化的方向。Cook 等 (2006) 发现券商有利用新闻媒体宣传新股 ,驱动情绪投资者参与新股交易的动机。公司可能存在的主动媒体信息管理行为 ,使得媒体对资本市场的影响日益复杂和有趣。

媒体在我国 IPO 定价中的角色亟待深入探讨。IPO 定价效率反映一国金融市场效率 ,但

*汪昌云感谢国家社科基金重点项目 (项目批准号 :11AZD094) 和中国人民大学科学研究基金 (中央高校基本科研业务费专项资金 ,项目批准号 :12XNL001) 对本项研究的资助。武佳薇感谢中国人民大学科学研究基金 (研究生) 项目 (项目编号 :14XNH005) 对本项研究的资助。孙艳梅感谢国家自然科学基金青年项目 (项目批准号 :71202026) 和对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金 (CXTD5-03) 对本项研究的资助。作者感谢 2013 年第十届中国金融学年会参会成员的评论。作者文责自负。孙艳梅为本文通讯作者。

我国频现的高市盈率、高发行价、高超募资金的定价扭曲现象^①,直接制约资本市场资源配置功能的发挥。IPO是公司生命周期中最重要也是首次标准化信息披露的时机,投资者接收信息的多少直接影响了发行价格的高低。新古典经济理论认为信息是驱动资产价格波动的基本因素,完全掌握信息的投资者申购新股确定的发行价格就是公司真实的价值。但真实世界中,获取信息需要支付成本(Grossman and Stiglitz,1980),推动信息在市场参与者间有效传递,降低信息不对称成为保护投资者利益的重要途径。Barber和Odean(2008)指出,媒体报道是绝大多数投资者获取投资信息最为便捷的路径(Nofsinger,2001;Fehle and Zdorovtsov,2003)。因此,提高媒体在IPO定价中的信息传播作用具有积极的意义。2009年新股发行制度改革彻底打破了政府对IPO定价的管制,为媒体作用的进一步发挥创造了条件:一级市场上,发行人、主承销商或根据机构投资者报价协商确定发行价格,或由主承销商根据初步询价结果确定发行价格,市场化的价格机制进一步形成;二级市场上,投资人在更为市场化的定价机制下,对信息依赖显著增强。这使得媒体对定价效率的影响更大,也提高了公司主动进行媒体信息管理、左右投资者信息获取和最终价格确定的可能。因此,系统检验媒体对定价效率的影响及公司的媒体信息的管理行为,对于提高投资者信息获取的程度和IPO准确定价、约束IPO“三高”背后多个利益主体具有重要理论价值和现实意义。

如何度量IPO的定价效率?Rock(1986)用IPO抑价程度(IPO underpricing)来衡量定价效率,已成为国际上通用的标准。就目前全球市场而言,无论市场是否发达,都普遍存在着新股发行价偏低、IPO抑价严重的现象。Ritter和Welch(2002)从市场信息的对称程度出发,将大量针对IPO抑价的研究总结为两类:第一类认为由于发行人、承销商和投资者间的信息不对称,发行人和承销商能压低IPO的发行价格,导致发行价格偏离内在价值,最终在二级市场表现为IPO抑价,从而降低了定价效率(Beatty and Ritter,1986;Carter and Manaster,1990)。另一类观点则建立在信息对称的基础上,如Timic(1988)、Drake和Vetsuypens(1993)、Lowry和Shu(2002)等从避免法律诉讼、减少法律成本的角度进

行解释,Black(1986)提出投机泡沫假说等。两类研究都肯定了信息的重要影响,可以推定IPO抑价程度与市场中信息不对称性成正比(Ritter and Welch,2002)。然而,以IPO抑价程度度量定价效率的前提条件是发行价格定价有效,即发行价格能够反映公司内在价值。一旦价格不能作为公司内在价值无偏估计时,仅用抑价率就不能完全反映IPO定价效率。如出现发行价定价过低时,高IPO抑价率可能是理性价格发现,而当发行价定价过高时,低或负抑价率可能是基本面回归。因此,有必要综合IPO一级市场定价水平和抑价率,联合检验媒体对IPO定价效率的影响,才能更为准确地评价媒体在IPO定价中的角色。

因此,本文以2009年7月至2011年12月沪深A股和创业板的上市IPO公司为样本,考察我国实行市场化新股发行询价改革后,随着新股市盈率定价限制的解除,媒体报道对IPO定价效率的影响及其作用途径。我们的研究表明:IPO公司在上市期间采取了积极的媒体信息管理策略,即通过控制或影响新闻发布的时机和新闻数量,对IPO新股定价和抑价率产生显著影响。在控制相关因素后发现,公司上市前的媒体关注度越高,其定价高于行业均值的可能性越大,IPO抑价率越低。媒体关注度与IPO首日换手率没有显著关系。从而肯定了公司在IPO过程的主动媒体信息管理策略,即利用媒体宣传公司信息,主动降低与投资者之间的信息不对称。而媒体报道能增加信息传播的宽度和广度,有效降低金融市场中的信息不对称性,从而显著提高了IPO定价效率和金融市场资源配置的效率。

本文的创新之处体现在以下两个方面。第一,本文联合IPO发行价格确定和抑价率来考察IPO定价效率问题,克服了传统的仅利用抑价率度量IPO定价效率的不足,较为系统地研究了媒体报道对IPO定价效率的影响及路径,有助于理清媒体降低信息不对称和影响投资者情绪的双重路径,加深对我国资本市场上的信息对IPO定价效率影响的理解;第二,考虑到我国IPO市场制度的变迁提供了“自然实验”,本文以实施市场化询价改革为契机,研究在一个较为市场化的IPO定价环境中,媒体报道对于资产定价效率的影响,为深化认识媒体报道影响金融市场提供了新证据。本文的研究结论也为规范国内

公司的媒体信息管理行为与 IPO 定价效率

中国上市公司研究

媒体作用,加强投资者保护提供新的政策依据。

本文余下部分内容安排如下:第二节在结合媒体在资产定价和公司治理方面的作用和影响,以及分析 IPO 公司媒体管理的动机理论分析基础上提出研究假设;第三节提出本文研究方法、报告样本选择和变量的描述性统计;第四节通过多元回归分析,检验媒体关注度与 IPO 定价效率之间的关系,并在比较分析的基础上,进一步确定媒体的作用路径。最后简单总结全文。

二、文献综述和假设提出

本文的目的是结合公司的主动媒体信息管理行为,研究媒体与 IPO 定价效率的关系。因此从 IPO 定价效率和媒体作用两个方面进行文献回顾,并结合文献回顾提出本文研究假设。

(一)公司的主动媒体信息管理与资产定价

大量研究表明,媒体报道传递信息的同时,也影响投资者关注度,进而影响股市走势和交易活跃程度,左右资产价格(Fang et al., 2009; Odean, 1999; Barber et al., 2003; Tetlock, 2010; 饶育蕾等, 2010)。也有研究发现公司试图通过主动的媒体信息管理行为影响资产定价。Bushee 和 Miller(2012)发现公司为了与投资者保持良好关系,会努力提高其知名度,并在信息披露等方面加以改善,以期获得更多的媒体关注和分析师关注。Solomon(2012)指出,许多公司雇佣专业的投资者关系管理公司,在公司有重大事件公布时,投资者关系管理公司会进行密集的新闻攻势,吸引市场对该公司的注意,使得股票价格向有利于公司的方向变化。Ahern 和 Sosyura(2014)研究了公司间的并购行为,发现公司积极主动地通过媒体报道释放信息,从而影响股票价格发生变化。

IPO 本身也属于市场热点事件,追逐有价值的新闻的媒体愿意对此进行报道以吸引更多读者(Liu et al., 2009)。同时, IPO 过程中的利益相关者有激励借助媒体抬高发行价格。对发行公司和承销券商而言,当招股规模既定,提高发行价格、获取高市盈率,公司可募集更多资金;而承销商收入与募集资金挂钩,发行价越高,其提成和收益越丰厚。Pollock 和 Rindova(2003)认为公司通过上市前密集的新闻造势提高了市场对其认可度和合理性。Cook 等(2006)研究表明公司和承销商由于有极大

激励为 IPO 进行造势,通过在中不断制造新闻来提高股票的市场需求,可提高发行价格,使公司得到更多超募资金,承销商获取更高发行费用及为该公司后续发行证券的机会。因此,公司的主动媒体信息管理行为存在可能。另一方面,媒体为追逐市场热点,愿意对此报道以吸引读者(Liu et al., 2009)。很多公司聘请专业公共关系公司进行主动媒体信息管理,具体包括撰写公司相关新闻、与媒体保持良好关系及制造其他一些媒体事件等。考虑到无论是拉拢媒体、扩大宣传,还是吸引或邀请分析师或专业投资公司撰写专题以增加媒体曝光度均需支付昂贵的成本(Solomon, 2012),公司会选择最佳时机投资开展媒体信息管理活动,以求利润最大化。Ahern 和 Sosyura(2014)实证研究发现采用股票支付方式的并购案例中,并购方会选择在并购事件公布前加大媒体宣传,以推高股价从而降低支付的对价水平,并购事件公告后媒体报道会显著降低。

(二)IPO 定价效率

纵观全球金融市场,无论发达与否,均普遍存在新股发行价偏低、IPO 存在抑价的现象,新兴市场国家抑价程度明显更高(Rock, 1986; Barry et al., 1993)。Ritter 和 Welch(2002)将大量针对 IPO 抑价的研究归为两类:第一类主要从市场中的信息不对称性出发,认为由于发行人、承销商和投资者间的信息不对称,发行人和承销商能压低 IPO 的发行价格,导致发行价格偏离内在价值,最终在二级市场表现为 IPO 抑价,从而降低了定价效率(Beatty and Ritter, 1986; Carter and Manaster, 1990)。在此基础上进一步发展出了委托代理模型(Baron, 1982)、成功者诅咒模型(Rock, 1986)、低价格代表高质量的逆向选择模型(Allen and Faulhaber, 1989)及瀑布理论(Welch, 1992)等。另一类观点则建立在信息对称的基础上,包括 Tinic(1998)、Drake 和 Vetsuypens(1993)、Lowry 和 Shu(2002)等从避免法律诉讼、减少法律成本的角度进行解释,Booth 和 Chua(1996)认为, IPO 抑价主要是管理层为防止大股东出现,吸引足够多的投资者而提出的产权分散假说,Black(1986)提出的观点分歧假说等。之后大量的研究从资本市场成熟度、金融市场的制度体系、投资者成熟度、信息透明度和投资者对信息反应程度等角度,探索影响 IPO 定价效率的因素(Ben-

veniste and Spindt, 1989; 毕子男、孙钰, 2007)。国内相关研究关注政府管制对于IPO抑价的影响。陈工孟和高宁(2000)研究发现A股市场抑价率平均高达335%, 而高抑价造成一级市场存在超额收益率, 严重影响资本市场的效率。王晋斌(1997)、张人骥和朱海平等(1999)认为IPO高抑价的主要原因在于新股发行制度, 并指出市场化发行方式是改革的大趋势, 也是提高发行市场定价效率重要途径之一(邓召明, 2001)。

在IPO过程中, 参与者拥有信息的多少对发行价格确定起到关键作用。Benveniste和Spindt(1989)、Spatt和Srivastava(1991)等研究发现, 询价机制不同, 定价效率各异。相对于其他IPO机制, 累计订单询价有利于投资银行收集更多公司价值的真实信息, 能更为准确地定价。Loughran等(1994)对比不同国家(地区)平均初始收益率发现, 巨大差异主要因为承销契约协议、上市公司性质及行政约束三方面的不同, 新兴市场国家具有明显的政府约束, 该收益率尤为高。Tetlock等(2010)通过研究道琼斯新闻网上的200多万条数据后, 证实了媒体报道改善了信息披露机制, 降低了投资者的信息获取成本, 减少了市场中信息不对称性。

上述分析表明, 媒体对于金融市场日益强大的影响力促使公司加强媒体信息管理, 对此问题关注的不足使现有研究的结论存在偏差。为了严谨地识别公司主动媒体管理行为的影响, 研究设计和计量模型的变量构建都应予以充分考虑。

综合上述讨论, 我们提出本文第一个有待检验的命题。

假设1: 控制其他因素, 在IPO进程中对定价有影响的关健时期内, 公司主动管理下的媒体关注度显著增加。

我们认为IPO公司将会选择最佳时段进行宣传, 考虑到上市流程开启到发行价确定期间, 公司主动媒体信息管理行为将影响定价。在第一个命题的基础上, 我们进一步联合一级市场发行价格确定和抑价率, 提出本文的研究命题。

假设2: 公司的媒体关注度越高, 发行股票的市盈率越高。

假设3: 公司IPO抑价率与媒体关注度负相关, 媒体关注度越高, IPO抑价率越小。

上述两个命题的理论和逻辑基础在于两方面。从一级市场价格确定角度看, 主承销商和机构投资者对一级市场发行价格确定具有重要作用。改革后的有效询价机制强化了媒体的影响, 也提高了公司和主承销商对于媒体的重视程度: 一是媒体报道增加, 公司向外界释放的信息越多, 扩大了公司信息传播的宽度和广度(Merton, 1987), IPO过程中的信息不对称程度越低; 二是公司媒体关注度增加, 投资者会给予公司更多关注和肯定, 询价过程中机构投资者报价意愿和申购数量都会增加。此时, 公司更愿意以高价格发行(Pollock and Rindova, 2003), 进而对释放信息多少和内容的把握将影响发行价格的高低。从抑价率来看, 2009年的新股发行制度改革彻底打破了政府对于发行价格的管制, 是资本市场市场化发展的关键一步。在市场化的环境下, 媒体的作用显著增强, 反映在抑价率上, 则表现为媒体关注度增加将促使IPO抑价率的降低, 因为IPO抑价与信息不对称性程度正相关(Ritter and Welch, 2002), 而媒体在传递信息的同时, 提高了公众, 尤其是个人投资者的认知度。随着更多的投资者参与和对媒体信息的解读, 市场的定价效率将相应提高。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2009年7月1日IPO重启以来至2011年12月31日沪深A股和创业板上市的所有IPO公司为研究样本, 初选样本730个。对于媒体信息, 我们在现有国内相关文献的基础上(李培功、沈艺峰, 2010; 徐莉萍、辛宇, 2011; 游家兴、吴静, 2012), 以巨灵新闻数据库2008~2012年底的全部新闻数据作为媒体报道的数据来源。在上述报纸中, 我们采取关键词检索方式, 以标题含有公司(或股票)名称、或是报道全文中包含公司(或股票)名称以及联合公司的高管姓名作为条件进行检索。一则克服了现有研究搜索范围有限, 如对全文内容分析的不足, 从而避免遗漏, 确保结果的可靠性与全面性; 二则有效刻画了媒体的主动信息管理行为, 我们认为高管姓名是我们确认公司主动释放信息的重要标志。公司上市时的高管数据来自国泰安经济金融研究数据库(CSMAR)。根据研究设计的需要, 本文

对初始样本做如下筛选:(1)考虑行业特殊性,剔除银行、保险等金融类上市公司;(2)剔除交易数据不足及财务数据缺失的公司。我们获得 692 个研究样本,其中,2009 年、2010 年及 2011 年分别有 71、342、279 家公司上市,沪深 A 股共计 411 个,创业板上市 281 个。其他公司数据来自国泰安经济金融研究数据库(CSMAR)和万得数据库(Wind)。

(二) IPO 的关键时点

通常,公司在提出 IPO 申请后,证监会将会在其官方网站的“信息披露”一栏中予以公示,本文以证监会官方网站公布的公司 IPO 申请日信息作为 IPO 正式启动日^②。考虑到不同时期内媒体报道影响存在差异,进而确定如下几个关键时点(见图 1)。

(1)公司向证监会提出 IPO 申请日。

(2)IPO 公司招股说明书公告日。

(3)IPO 公司发行价格公告日。

(4)IPO 公司上市日。

相应的,我们定义以下时间段(见图 1)。

(1)申请日期前:公司向证监会提出 IPO 申请前一日至前 120 日。

(2)上市造势期:公司向证监会提出 IPO 申请的后一日至公司上市日的前一日。

(3)定价造势期:公司向证监会提出 IPO 申请的后一日至公司发行价格公告日前一日。

(4)招股宣传期:公司招股说明书公布后一日至公司上市日的前一日。

(5)定价完成期:公司发行价格公告日的后一日至公司上市日的前一日。

(6)上市完成期:公司上市日的后一日至后 120 日。

考虑 IPO 申请需要较长的时间,且面临诸多外部不确定,如 IPO 停发等。公司在前期准备充分后,

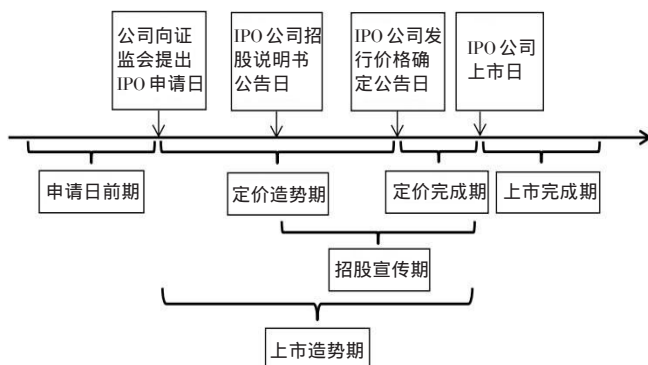


图 1 公司 IPO 时间轴

适时向证监会提出 IPO 申请通常被认为正式的 IPO 启动。考虑到新股发行定价改革后,无论是通过累计投标询价实现的机构主导定价,还是由主承销商直接定价,媒体的作用均不容小觑。前者的发行价格确定过程中,影响力较大的机构投资者更容易关注相关信息和分析公司的真实价值,并在询价过程中向主承销商报价及提交申购数量,之后由主承销商对所有机构投资者报价汇总和统计分析后,最终决定发行价格区间。而对于后者,主承销商更有激励通过媒体信息管理影响市场,提高定价。因此,作为发行价格确定的关键时期,公司此时进行媒体信息管理行为收效最高,公司也更有可能是将媒体信息管理集中于定价造势期。据此本文将以定价造势期的媒体关注度作为媒体报道数量的代理变量,而以其他时期的媒体关注度进行稳健性检验。

(三) 计量模型设定

实证检验分为两部分,分别从发行价格确定和 IPO 抑价率两个角度检验媒体报道对 IPO 定价效率的影响。

1. IPO 一级市场定价与媒体关注度

借鉴 Kim 和 Ritter(1999)和 Cook 等(2006)的研究,本文构建 Probit 模型考察媒体关注度对发行市盈率因素的影响。

$$P/E \text{ ratio} = \alpha + \beta_0 MC + \sum \beta_i \text{CONTROL} + \varepsilon \quad (1)$$

上式中被解释变量 $P/E \text{ ratio}$ 是上文中衡量公司发行市盈率和行业平均值高低比较的哑变量,若公司发行市盈率高于行业均值,则取 1,否则取 0。Kim 和 Ritter(1999)以公司上市前市销率 P/S 与其所在行业均值之差度量发行价格的高低,考虑到我国市场中证监会以市盈率 P/E 衡量上市发行价格,本文以市盈率 P/E 指标偏离行业平均水平判断发行价的高低(郭泓、赵震宇,2006),即如果 P/E 高于行业均值,则说明公司发行价格偏高,反之偏低。 MC 为定价造势期间的媒体关注度,我们认为,公司通过媒体策略,在价格造势期内释放了许多包含定价因素的信息,将对定价产生影响。控制变量包括公司年龄、公司上市前最后一季度总资产、公司 IPO 发行额以及承销商排名,具体变量描述详见表 1。

2. IPO 抑价率与媒体关注度

本文以媒体关注度 MC 作为解释变量, IPO 抑价率($IPO_Underpricing$)作为被解释变量,来检验公司

的媒体关注度对IPO抑价率的影响,并构建OLS模型如下。

$$IPO_Underpricing = \alpha + \beta_0 MC + \sum \beta_i CONTROL + \varepsilon \quad (2)$$

模型的其他控制变量包括了公司特征、IPO特征等以往IPO研究中公认的解釋变量。具体来说,在公司特征方面,引入公司规模和年龄、公司所在行业等变量用来控制由于公司性质带来的媒体的行业偏好(Ljungqvist and Wilhelm, 2002),公司行业变量参考证监会行业分类标准。在IPO特征方面,引入了发行费用、发行规模、承销商排名(Loughran and Ritter, 2004)、发行中签率和市净率5个常用变量。为了消除市场因素的影响,本文采用蒋顺才等(2006)的做法,引入当日的市场收益率控制因素。为控制热发效应(hot issue)(Ritter, 1984; 杨胜刚、曾明贤, 2006),本文将公司上市前一个月内IPO的数量和平均IPO抑价率作为控制代理(Liu et al., 2009)。最后,引入封闭式基金折价率以控制市场情绪(伍燕然、韩立岩, 2007)。变量定义详见表1。

3. IPO定价中媒体的影响路径

为进一步检验媒体关注度影响资产定价效率的路径,区分是媒体的信息传播降低了信息不对称,还是媒体报道吸引了投资者注意力,进而影响投资者情绪,从而带来更高的IPO抑价率,本文借鉴Liu等(2009)的回归模型进一步进行检验。

表1 变量定义表

	变量符号	变量定义	变量说明
被解释变量	<i>IPO_Underpricing</i>	IPO抑价率	(首日收盘价-发行价)/发行价
	<i>Turnover</i>	上市首日换手率	首日成交量/流通股本
	<i>P/E ratio</i>	公司IPO发行市盈率哑变量	如果公司发行市盈率高于行业均值,则取1,否则取0
解释变量	媒体特征		
	<i>MC</i>	媒体关注度	公司的标准化媒体关注度(日度)
控制变量	公司特征		
	$\log(ASSET)$	公司规模	公司上市前上一个季度财务报表的总资产的对数值
	$\log(AGE+1)$	公司年龄	公司年龄对数值+1
	<i>INDUSTRY</i>	行业	公司所在行业变量
	IPO特征		
	$\log(OFFERSIZE)$	发行规模	发行规模的对数值
	$\log(FEE)/\log(OFFERSIZE)$	发行费用与发行规模之比	发行费用取对数值与发行规模的对数值之比
	<i>TOP10</i>	承销商排名虚拟变量	前十大承销商取1,否则取0
	<i>LOTRATE</i>	中签率	网上发行中签率
	<i>MB</i>	市净率	首日收盘价/发行后每股净资产
其他控制变量	<i>MKT_RETURN</i>	市场收益	IPO当日的市场收益率
	<i>LAGN</i>	hot issue 变量	IPO当日前一个月内市场上所有的IPO数量
	<i>LAGHOT</i>	hot issue 变量	IPO当日前一个月内市场上的平均IPO抑价
	ΔVWD	封闭式基金加权折价率变化量	月度的封闭式基金加权折价率变化量

$$Turnover = \alpha + \beta_0 MC + \sum \beta_i CONTROL + \varepsilon \quad (3)$$

其中,被解释变量*Turnover*为首日换手率,即首日成交量与首批可流通股份之比。*MC*则分别采用上市造势期、定价造势期和定价完成期的媒体关注度,以全面考察不同时期的媒体关注对投资者情绪的影响。其他控制变量同模型(1)。

四、数据描述及实证检验结果

(一) 数据统计描述

我国新股发行制度历经多次改革,2005年新股询价和累计投标制度使市场摆脱了行政化定价阶段,取消了新股定价的20倍市盈率限制。但由于种种因素,为防止发行价格过高,监管机构仍对部分新股发行的最终定价进行必要的窗口指导,具体如下:(1)30倍市盈率;(2)最终定价不得低于参与报价的全部机构投资者报价的中值、平均值和其中基金投资者报价的中值、平均值;(3)募集资金数额若超过此前招股说明书中列明所需资金总额,则需降低发行股数或者其他方式调整;(4)A+H型新股发行,则A股定价不得超过H股市场价等,市场并没有完全的定价权。直到2009年6月10日证监会开始实施《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,才真正取消市盈率定价等限制,使得新股定价更趋市场化。

表2的Panel A报告了新股发行市盈率描述统

表2 描述性统计

Panel A 新股发行市盈率描述性统计					
年份	IPO 数量		平均发行市盈率		
1999 年	21		31.11		
2000 年	120		32.92		
2001 年	70		26.92		
2002 年	62		18.8		
2003 年	66		18.19		
2004 年	98		17.42		
2005 年	14		20.69		
2006 年	65		23.23		
2007 年	124		30.09		
2008 年	77		26.74		
2009 年	99		51.73		
2010 年	347		58.78		
2011 年	282		47.51		
Panel B IPO 公司描述性统计					
	2009	2010	2011	共计	
沪深 A 股	35	224	152	411	
创业板	36	118	127	281	
总计	71	342	279	692	
Panel C IPO 公司的媒体报道描述性统计					
窗口期	有新闻的公司数量	共计新闻篇数	平均窗口期大小	标准化媒体关注度均值(标准化为月度指标)	T 检验(p 值)
上市前一年	178	2939	-	0.172	0.134
上市前 4 个月	85	1065	-	0.056	-
上市造势期	692	20296	83.1	12.78***	0.000
定价造势期	692	10014	70.5	8.30***	0.000
定价完成期	692	8436	12.6	31.19***	0.000

公司的媒体信息管理行为与 IPO 定价效率

中国上市公司研究

计。在 2005 年新股询价制推出之后到 2008 年期间,新股发行市盈率仍然以 30 倍市盈率为限制,政府的窗口指导气氛依旧很浓烈,直到 2009 年之后才打破了市盈率限制的长期禁锢。因此,为控制由于发行制度不同带来的影响,本文的研究样本只包括 2009 年 7 月 1 日 IPO 重启以来至 2011 年 12 月 31 日沪深 A 股和创业板上市的所有 IPO 公司。相关金融研究数据主要来自国泰安经济金融研究数据库、万得数据库,我们剔除数据缺失和金融保险类公司后,样本数共计 692 个,其中,2009 年、2010 年及 2011 年分别有 71、342、279 家公司上市,沪深 A 股共计 411 个,创业板上市 281 个(详见 Panel B)。Panel C 进一步分析了 IPO 公司媒体报道的情况:在公司进行上市申请之前,没有动机进行媒体宣传,媒体也不愿意花费精力报道这些没有新闻价值、无法引起市场关注的公司,因此无论是上市前一年还是 4 个月内,只有 178 家和 85 家公司有过媒体报道,新闻数量总计仅有 2939 和 1065 篇。而进入上市造势期,公司和承销商开始通过新闻媒体进行宣传推介,加大媒体造势的力度,主动释放消息吸引媒体关注,样本中所有 692 家公司在上市造势期和价格造势期间均有过新闻报道,新闻数量也大幅增加,总量分别达到 20296 和 10014 篇。其中,公司上市造势期的媒体关注度(标准化为月度)达到 12.78,基本上每两天左右就有一篇新闻,与上市前一年的 0.172 和 0.056 有显著差距,其中价格造势期间的标准化媒体关注度也达到 8.30,与上市前相比也有显著差距。这证明了假设 1,在公司通过 IPO 申请、启动 IPO 流程后,公司借助多种媒体渠道发布信息,增加了媒体的关注度,且公司在上市造势期和价格造势期内的相关新闻数量比申请日前期均有显著增长。

(二)公司主动媒体信息管理行为的案例分析

以昊华能源和凤凰传媒为例,不难发现,围绕公司发行价格确定的关键时点,新闻媒体关注的数量和内容都出现明显变化。上市前密集而有利的新闻关注有效提高了市场对公司的认可度。

1.各阶段新闻数量差异显著

前者申请上市日是 2010 年 1 月 8 日,确认价格日是 2010 年 3 月 25 日,上市日为 3 月 31 日,上

市造势期共 80 天,新闻 63 篇,定价造势期 75 天,新闻 60 篇,其定价完成期只有短短的 5 天,新闻也只有 3 篇。后者申请上市日是 2011 年 10 月 20 日,确认价格日是 2011 年 11 月 23 日,上市造势期共 40 天,新闻 64 篇,定价造势期 34 天,新闻 52 篇,其定价完成期只有短短的 6 天,新闻也只有 12 篇(详见表 3)。可见,公司把大部分媒体攻势都放在定价造势期,为了达到其扩大宣传、提高发行价的目的。

2.各阶段报道内容显著不同

进一步分析报道内容,我们发现昊华能源定价造势期的 60 篇新闻中,大部分集中于公司基本面介绍及正面的宣传,例如上海证券报的“铸就煤炭细分市场龙头”、建设世界一流特大型矿井,实现京煤主业跨越式发展、中国证券报的“昊华能源打造盈利领先型煤企”、证券时报的“突出主业发展,加快产业升级”、证券市场周刊的“昊华能源,有限资源无烟煤的无限创造力”等新闻报道,都有效地突出了公司雄厚的实力和美好发展前景;与之相对,在定价完成期,新闻内容多为重复或是“新股发行提示”,并未提供公司基本面更多信息。同样,对于凤凰传媒,IPO 申请日前的 4 个月中,公司没有新闻报道。但自申请 IPO 之后,新闻数猛增,有上海证券报的“政策推动大发展、PE 纷纷掘金文化产业”、凤凰传媒借力文化产业政策促发展、“凤凰传奇:文化如何牵手地产”、“打造文化 MALL,凤凰传媒走出实体书店转型路”、“九大亮点支撑发展”、“凤凰传媒今日申购”、“出版传媒龙头,新型文化航母”等,证券时报披露的“凤凰传媒重大事项率先细化分红计划”、“凤凰传媒迎来教育出版数字化收获期”、“凤凰传媒开启多元增长征程”、“凤凰传媒:集传统龙头优势,缔造综合文化产业航母”、中国证券报的“凤凰传媒:打造多元业态文化 MALL”等多篇正面报道,且报道大致均匀分布在公司的整个价格造势期内,为投资者获取信息、树立公司正面形象起到积极的宣传作用。但当公司进入定价完成期,新闻内容大变,多以“新股发行提示”或旧信息等为主。可见,公

表 3 昊华能源与凤凰传媒的媒体关注情况分析

序号	时间段	昊华能源			凤凰传媒		
		天数	新闻篇数	媒体关注度 (标准化为月度)	天数	新闻篇数	媒体关注度 (标准化为月度)
1	申请日前期	120	0	0	120	0	0
2	上市造势期	80	63	23.63	40	64	48.00
3	定价造势期	75	60	24	34	52	45.88
4	定价完成期	5	3	18.0	6	12	60.00
5	上市完成期	120	27	6.75	120	136	34.00

司的媒体信息管理行为有效地选择媒体造势的时机,在定价造势期间借助媒体向市场释放了更多与价格相关的信息,并通过上市前密集的新闻造势提高了市场对公司的认可度,从而推高发行价格,并降低了IPO抑价率水平。

(三)媒体关注度与IPO一级市场定价

在这一部分,我们以定价造势期间公司的媒体关注度对发行市盈率因素的影响,考察媒体关注度对IPO发行定价的影响。如果定价造势期间的媒体关注度显著提升了股票发行市盈率高于行业均值的概率,那就意味着公司的媒体信息管理行为有助于提升公司的发行价格。相应的,我们采用Probit回归方法对模型(1)进行实证检验,以考察媒体关注度对发行市盈率因素的影响,结果如表4所示。

表4的结果表明,媒体关注度越高,公司发行市盈率高于行业均值的可能性越高。我们看到,公司定价造势期间媒体关注度MC系数显著为正,且在5%的水平下显著。这说明,上市前媒体关注度越多,公司发行市盈率就越可能高于行业均值,因而获取较高超募资金的可能性也越大。这一结果与Cook等(2006)结论一致,即公司造势越大,其发行价格高于市场平均水平的可能性越大,且发行价越高。对于控制变量,公司规模及发行规模的系数分别都在1%水平下显著(Z值分别为-11.62和9.915),说明公司规模越小、发行规模越大,IPO定价偏高的可能性越大,佐证了郭泓和赵震宇(2006)的研究结论。我们认为,发行规模与承销商佣金收入正相关,其有更大动力参与公司造势,运用自身的媒体资源推动IPO定价的提高。另外,我们从两个方面进行稳定性检验,即采用Logit回归方法(估计结果同见表4)和以连续变量P/E为被解释变量,同时控制行业均值进行回归,结果无显著改变^③。

(四)媒体关注度与IPO抑价率

接下来,我们在模型(2)的基础上,分析公司上市造势期、定价造势期和定价完成期的媒体关注度对IPO抑价率的影响。

表4 媒体关注度与IPO发行定价

变量	Probit 回归	Logit 回归
MC	0.457 (2.449**)	0.788 (2.407**)
log(ASSET)	-1.073 (-11.62***)	-1.835 (-10.79***)
log(AGE+1)	0.060 (0.557)	0.141 (0.779)
log(OFFERSIZE)	1.298 (9.915***)	2.213 (9.418***)
TOP10	0.100 (0.930)	0.169 (0.937)
截距项	-5.396 (-3.209***)	-9.151 (-3.215**)
McFadden R-squared	0.188	0.189
LR statistic	176.79	178.16
样本数	692	692

注:括号中的数字表示系数估计的Z值,***表示1%水平下显著,**表示5%水平下显著,*表示10%水平下显著。

从表5的结果可以看出,IPO抑价率和上市造势期的媒体关注度显著负相关,且在1%水平下显著。一单位媒体关注度的提高显著降低IPO抑价率0.3%。发行抑价程度的缓解使得定价效率提高,从而支持了假设3。我们认为,媒体报道的增多,一方面降低了投

资者与公司的信息不对称性,另一方面提高了投资者对被报道公司的关注度,降低了投资者因关注不足导致的投资分散化不足问题(Merton,1987),进而降低资产要求的风险补偿,从而引致IPO抑价率降低,最终市场定价效率提高。对于控制变量,发行规模与抑价率在5%的置信水平下显著正相关,说明发行规模越大,抑价率越高(Pollock and Rindova, 2003)。行业(Industry)哑变量在1%的置信水平下与IPO抑价显著负相关,相对高新技术行业,传统行业如零售业、农林牧渔等行业抑价率较高,这说明高新技术的行业优势使其比传统行业更容易获得市场认可,因而定价更高。LAGHOT项在3个模型中均在1%置信水平下显著,这一结果与Liu等(2009)一致,说明我国IPO市场确实存在着热发(hot issue)现

表5 媒体关注度与IPO抑价率

变量	上市造势期	定价造势期	定价完成期
MC	-0.341 (-2.872***)	-0.312 (-2.678***)	0.050 (0.856)
log(ASSET)	0.129 (2.074*)	0.129 (2.056*)	0.068 (1.100)
log(AGE+1)	0.114 (1.732*)	0.115 (1.749*)	0.116 (1.700*)
Industry	-0.047 (-3.084***)	-0.045 (-3.023***)	-0.042 (-2.764***)
log(OFFERSIZE)	0.192 (2.071**)	0.184 (1.987**)	0.197 (2.111**)
log(FEE)/log(OFFERSIZE)	-3.250 (-1.205)	-3.214 (-1.190)	-3.739 (-1.371)
TOP10	0.017 (0.265)	0.019 (0.295)	0.014 (0.211)
LOTRATE	0.003 (0.299)	0.004 (0.404)	0.003 (0.296)
MB	0.006 (1.441)	0.006 (1.470)	0.003 (0.665)
MKT_RETURN	0.305 (0.419)	0.172 (0.237)	0.171 (0.234)
LAGN	0.007 (1.551)	0.008 (1.766*)	0.011 (2.468**)
LAGHOT	0.693 (11.18***)	0.689 (11.09***)	0.697 (11.15***)
ΔVWD_t	2.868 (1.154)	2.413 (0.979)	1.730 (0.701)
截距项	-3.320 (-1.016)	-3.183 (-0.974)	-1.977 (-0.598)
Adj.R ²	0.306	0.305	0.298
F值	22.63	22.51	21.80
样本数	692	692	692

注:括号中的数字表示系数估计的t值,***表示1%水平下显著,**表示5%水平下显著,*表示10%水平下显著。

象。封闭式基金抑价率变化 ΔVWD_i 系数不显著,说明 IPO 抑价率与市场情绪的关系不明显。

(五)媒体报道的作用路径:降低信息不对称还是影响了投资者情绪?

媒体更多关注引发更低抑价率,一方面可能是因为媒体报道传递了信息,降低了二级市场上交易双方的信息不对称;另一方面,也可能是因为媒体报道吸引了投资者注意力,进而引起该公司股票交易量的增加(Barber et al., 2003; Engelberg and Parsons, 2011),或影响投资者情绪,从而带来更高的 IPO 抑价率和换手率(张雅慧等, 2011, 2012; 汪宜霞等, 2009),甚至引发投资者狂热(Liu et al., 2009)。为此,我们进一步从首日换手率入手,检验 IPO 定价中媒体关注的具体影响路径,即媒体报道的增加是降低了信息不对称,还是影响了投资者情绪,进而影响到 IPO 抑价率水平。由于国内新股发行市场卖空限制的存在,我们以首日换手率代表观点

表 6 各期媒体关注度与首日换手率

变量	上市造势期	定价造势期	定价完成期
MC	0.023 (1.034)	0.014 (0.638)	0.004 (0.435)
log(ASSET)	0.088 (7.370***)	0.089 (7.427***)	0.090 (7.652***)
log(AGE+1)	0.043 (3.450***)	0.043 (3.439***)	0.043 (3.397***)
Industry	-0.009 (-2.987***)	-0.009 (-3.040***)	-0.009 (-3.090***)
log(OFFERSIZE)	-0.193 (-10.883***)	-0.193 (-10.854***)	-0.193 (-10.896***)
log(FEE)/log(OFFERSIZE)	-0.481 (-0.931)	-0.477 (-0.923)	-0.489 (-0.940)
TOP10	0.026 (2.122**)	0.026 (2.122**)	0.027 (2.157**)
LOTRATE	-0.012 (-5.962***)	-0.012 (-5.987***)	-0.012 (-5.984***)
MB	0.008 (9.523***)	0.008 (9.515***)	0.008 (9.801***)
MKT_RETURN	1.001 (7.177***)	1.011 (7.272***)	1.018 (7.300***)
LAGN	-0.001 (-0.780)	-0.001 (-0.937)	-0.001 (-1.107)
LAGHOT	-0.033 (-2.756***)	-0.033 (-2.735***)	-0.032 (-2.718***)
ΔVWD_i	-1.905 (-4.003***)	-1.852 (-3.925***)	-1.785 (-3.795***)
截距项	3.254 (5.202***)	3.226 (5.159***)	3.229 (5.130***)
Adj.R ²	0.390	0.389	0.388
F 值	32.75	32.67	32.64
样本数	692	692	692

注:括号中的数字表示系数估计的 t 值,***表示 1% 水平下显著,**表示 5% 水平下显著,*表示 10% 水平下显著。

分歧和投资者情绪(Miller, 1977; Odean, 1998; Baker and Stein, 2004)。如果媒体更多报道是通过影响投资者参与市场热情,左右了投资者情绪,进而导致更高的抑价率,则媒体的影响将会体现在更高的换手率水平。为此,我们在模型(3)的基础上,引入各期的媒体关注度进行多元回归分析(见表 6),以考察媒体的具体影响路径。

从表 6 结果可知,无论是上市造势期、定价造势期和定价完成期的媒体关注度均与首日换手率无显著关系,即各期媒体关注度对投资者情绪无显著影响。在控制变量中,公司资产、公司年龄、所在行业、发行规模、承销商能力及中签率与首日换手率均有显著关系,说明公司规模越大,成立时间越长,承销商能力越强,首日换手率越高。综上,我们认为媒体报道对于 IPO 定价的影响更有可能是因为媒体的报道有效地提高了公司信息传播的广度,从而降低信息不对称的程度。

(六)稳健性检验

为确保结果的有效性,我们进行了多项稳健性检验。(1)本文使用公司(或股票)简称或全称+公司高管或标题中含有公司(或股票)简称作为筛选公司新闻的标准重新刻画 IPO 各阶段的媒体关注度,以期精确地刻画公司主动的媒体信息管理行为;(2)时间长度。本文进一步调整申请日前期、上市完成期的界定,将申请日前期的界定调整为:公司向证监会提出 IPO 申请前一日至前 90 日(60 日、30 日及 10 日)。同样,将上市完成期的界定调整为:公司上市日的后一日至后 90 日(60 日、30 日及 10 日)。实证结果均未发生显著变化。

五、研究结论与启示

媒体对于金融市场,尤其是资产定价的影响日益引起实务界和学术界的关注。本文系统研究了公司的媒体信息管理行为对于 IPO 发行价格确定和抑价率的影响及其作用路径。在控制了其他因素后,我们发现公司的媒体信息管理行为提高 IPO 发行价的同时,降低了 IPO 抑价水平,促使资本市场定价效率提高。公司上市造势期内的媒体新闻报道每增加 1 篇,其 IPO 抑价率平均降低约 0.3%,而公司有效地借助于媒体这一信息传导渠道,在上市期内主动释放公司定价信息,降低了公司与投资者间的信息不对称,吸引市场和投资者的关注度和认可度,从而募集了更多的资金。进一步,我们发现,各期的媒体关注度与 IPO 首日换手率并无显著关系,因而我们认为媒体影响定价效率主要是通过媒体信息传播的作用来实现,而非推动了 IPO 市场中投资

者情绪的结果。当然,对于信息不对称路径的进一步检验有赖于对媒体报道内容的深入分析和信息不对称的精确度量,我们将在数据可得条件下,在今后的研究中进一步加以探索和分析。

公司的主动媒体信息管理行为的不利一面也值得关注。正如 Kuhn(1990)和 Hamilton(2003)曾指出的,由于新闻媒体的巨大影响力,越来越多的公司开始重视与媒体处理好关系所带来的好处。而由此产生的媒体与公司的关系也将体现在诸如并购、股票增发、回购、管理层薪酬和产品的市场竞争力等一系列活动中,媒体是否能够如公众所愿,成为监督公司的重要社会力量受到质疑。本文结果证明了公司主动利用媒体报道管理自身信息发布,有效增加其自身利益。同时,媒体广泛的影响力和高效的传播也有助于改善信息披露机制,促进资本市场定价效率的提高。但由于公司存在引导或操纵媒体报道的可能,我们有必要建立市场和公司的媒体金融指数化指标,监测市场动向,并通过完善相关法律法规,规范公司与媒体的合作,杜绝随意控制媒体进行不实或夸张报道进而操纵资产价格的行为,为金融市场的运行创造良好信息环境。

(作者单位:汪昌云、武佳薇,中国人民大学中国财政金融政策研究中心;孙艳梅,对外经济贸易大学金融学院;甘顺利,湖南师范大学商学院;责任编辑:尚增健)

注释

①自2009年7月IPO重启至2011年底短短两年半,A股上市的736家公司实际募集到资金9642.66亿元,其中超募金额高达5480亿元。

②IPO过程中,发审委批准日对于IPO公司而言意义重大,但考虑到证监会公告公司申请日到审批通过日相距时间很短(平均为4.5天),数据显示:一方面,虽然有静默期要求,媒体依然会在申请日和发审委批准日之间,对法律法规禁止内容之外的公司信息进行报道,有新闻公司数量为229家。由于媒体作用存在,公司有激励进行媒体信息管理。另一方面,从公司角度考虑,公司完成相关工作准备、正式向证监会提出IPO申请,是公司引起各类投资者关注的好时机,因此以申请日为始,进行主动媒体信息管理对公司更有利。本文采用发审委批准日替代申请日度量公司的主动媒体信息管理行为,本文结果无实质性改变(因篇幅所限,结果未在此处报告,感兴趣读者可向作者索取)。

③感兴趣读者可向作者索取相关结果。

参考文献

- (1) Ahern, Kenneth R. and Denis Sosyura, 2014, Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations, *Journal of Finance*, Vol.69(1), pp. 303~323.
- (2) Allen, Franklin and Gerald R. Faulhaber, 1989, Signal-

ling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 303~323.

(3) Barber, Brad M., Chip Heath and Terrance Odean, 2003, Good Reasons Sell: Reason-based Choice among Group and Individual Investors in the Stock Market, *Management Science*, Vol.49, pp.1636~1652.

(4) Barber, Brad M. and Terrance Odean, 2008, All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors, *Review of Financial Studies*, Vol.21, pp.785~818.

(5) Baker, Malcolm and Jeremy C. Stein, 2004, Market Liquidity as a Sentiment Indicator, *Journal of Financial Markets*, Vol.7, pp.271~299.

(6) Baron, David P., 1982, A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, *Journal of Finance*, Vol.37, pp.955~976.

(7) Barry, Christopher B., Chris J. Muscarella, John W. Peavy III and Michael R. Vetsuypens, 1993, The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going Public Process, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.447~467.

(8) Beatty, Randolph P. and Jay R. Ritter, 1986, Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp. 213~232.

(9) Benveniste, Lawrence M. and Paul A. Spindt, 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol.24, pp.343~361.

(10) Black, Fischer, 1986, Noise, *Journal of Finance*, Vol.41, pp.529~543.

(11) Bushee, Brian J., John E. Core, Wayne Guay and Sophia J. W. Hamm, 2010, The Role of the Business Press as an Information Intermediary, *Journal of Accounting Research*, Vol.48, pp.1~19.

(12) Bushee, Brian J. and Gregory S. Miller, 2012, Investor Relations, Firm Visibility and Investor Following, *The Accounting Review*, Vol.87, pp.867~897.

(13) Booth, James R. and Lena Chua, 1996, Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 291~310.

(14) Carter, Richard and Steven Manaster, 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance*, Vol.45, pp.1045~1067.

(15) Chaffee, Steven H., Clifford I. Nass and Seung-Mock Yang, 1991, Trust in Government and News Media among Korean Americans, *Journalism Quarterly*, Vol.68, pp.111~119.

(16) Cook, Douglas O., Robert Kieschnick and Robert A. Van Ness, 2006, On the Marketing of IPOs, *Journal of Financial Economics*, Vol.82, pp.35~61.

(17) Drake, Philip D. and Michael R. Vetsuypens, 1993, IPO Underpricing and Insurance Against Legal Liability, *Financial Management*, pp.64~73.

(18) Dyck, Alexander and Luigi Zingales, 2003, The Media and Asset Prices, Working Paper, Harvard Business School.

(19) Engelberg, Joseph E. and Christopher A. Parsons, 2011, The Causal Impact of Media in Financial Markets, *Journal of Finance*, Vol.66, pp.67~97.

(20) Fang, Lily, Joel Peress and Lu Zheng, 2009, Does your Fund Manager Trade on the News? Media Coverage, *Mutual*

公司的媒体信息管理行为与 IPO 定价效率

中国上市公司研究

Fund Trading and Performance ,Working Paper ,University of California ,Irvine.

(21) Fehle , Frank and Volodymyr M. Zdorovtsov , 2003 , Large Price Declines ,News ,Liquidity and Trading Strategies: An Intraday Analysis ,Working Paper ,University of South Carolina.

(22)Grossman ,Sanford J. and Joseph E. Stiglitz ,1980 , On the Impossibility of Informationally Efficient Markets ,*The American Economic Review* ,Vol.70 ,pp.393~408.

(23) Gurun , Umit G. and Alexander W. Butler , 2012 , Don't Believe the Hype: Local Media Slant ,Local Advertising and Firm Value ,*Journal of Finance* ,Vol.67 ,pp.561~598.

(24)Hamilton ,James ,2003 ,*All the News That s Fit to Sell: How the Market Transforms Information into News* ,Princeton University Press.

(25)Huberman ,Gur and Tomer Regev ,2001 , Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar ,*Journal of Finance* ,Vol.56 ,pp.387~396.

(26)Katz ,Elihu ,Hadassah Haas and Michael Gurevitch , 1973 , On the Use of the Mass Media for Important Things ,*American Sociology Review* ,Vol.50 ,pp. 340~359.

(27) Kuhn ,Robert Lawrence ,1990 , Investment Banking: The Art and Science of High-Stakes Dealmaking ,Harper & Row ,Ballinger Division.

(28)Kim ,Moonchul and Jay R. Ritter ,1999 , Valuing IPOs ,*Journal of Financial Economics* ,Vol.53 ,pp.409~437.

(29) Liu ,Laura Xiaolei ,Ann Sherman and Yong Zhang , 2009 , Media Coverage and IPO Underpricing ,AFA 2009 San Francisco Meetings Paper.

(30)Ljungqvist ,Alexander P. and William J. Wilhelm Jr , 2002 , IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary? ,*Journal of Financial Economics* ,Vol.65 ,pp.167~201.

(31)Loughran ,Tim ,Jay R. Ritter and Kristian Rydqvist , 1994 , Initial Public Offerings: International Insights ,*Pacific-Basin Finance Journal* ,Vol.2 ,pp.165~199.

(32)Loughran ,Tim and Jay Ritter ,2004 , Why has IPO Underpricing Changed Over Time? ,*Financial Management* , Vol.33 ,pp.5~37.

(33)Lowry ,Michelle and Susan Shu ,2002 , Litigation Risk and IPO Underpricing ,*Journal of Financial Economics* ,Vol.65 , pp.309~335.

(34)Merton ,Robert C. ,1987 , A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information ,*Journal of Finance* ,Vol.42 ,pp.483~510.

(35)Miller ,Edward M. ,1977 , Risk ,Uncertainty and Divergence of Opinion ,*Journal of Finance* ,Vol.32 ,pp.1151~1168.

(36)Nofsinger ,John R. ,2001 , The Impact of Public Information on Investors ,*Journal of Banking & Finance* ,Vol.25 , pp.1339~1366.

(37)Pollock ,Timothy G. and Violina P. Rindova ,2003 , Media Legitimation Effects in the Market for Initial Public Offerings ,*Academy of Management Journal* ,Vol.46 ,pp.631~642.

(38)Reuter ,Jonathan and Eric Zitzewitz ,2006 , Do Ads Influence Editors? Advertising and Bias in the Financial Media ,*The Quarterly Journal of Economics* ,Vol.121 ,pp.197~227.

(39) Ritter ,Jay R. ,1984 , The Hot Issue Market of 1980 ,*Journal of Business* (April 1984) ,pp.215~240.

(40)Ritter ,Jay R. and Ivo Welch ,2002 , A Review of IPO Activity ,Pricing and Allocations ,*Journal of Finance* ,Vol.57 , pp.1795~1828.

(41) Rock , Kevin ,1986 , Why New Issues are Underpriced ,*Journal of Financial Economics* ,Vol.15 ,pp.187~212.

(42) Solomon ,David H. ,2012 , Selective Publicity and Stock Prices ,*Journal of Finance* ,Vol.67 ,pp.599~638.

(43)Spatt ,Chester and Sanjay Srivastava ,1991 , Preplay Communication ,Participation Restrictions and Efficiency in Initial Public Offerings ,*Review of Financial Studies* ,Vol.4 , pp.709~726.

(44)Strömberg ,David ,2004 , Mass Media Competition ,Political Competition and Public Policy ,*The Review of Economic Studies* ,Vol.71 ,pp.265~284.

(45)Terrance ,Odean ,1998 , Volume ,Volatility ,Price and Profit When All Traders are Above Average ,*Journal of Finance* ,Vol.53 ,pp.1887~1934.

(46) Terrance , Odean , 1999 , Do Investors Trade too Much ,*The American Economic Review* ,Vol. 89 ,pp.1279~1298.

(47)Tetlock ,Paul C. ,2010 , Does Public Financial News Resolve Asymmetric Information? ,*Review of Financial Studies* , Vol.23 ,pp.3520~3557.

(48)Tinic ,Seha M. ,1988 , Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock ,*Journal of Finance* ,Vol.43 ,pp.789~822.

(49)Welch ,Ivo ,1992 , Sequential Sales ,Learning and Cascades ,*Journal of Finance* ,Vol.47 ,pp.695~732.

(50)毕子男、孙珏 :《机构投资者对 IPO 定价效率的影响分析》,《证券市场导报》,2007 年第 4 期。

(51)陈工孟、高宁 :《中国股票一级市场发行抑价的程度与原因》,《金融研究》,2000 年第 8 期。

(52)邓召明 :《我国股票发行定价效率实证研究》,《南开经济研究》,2001 年第 6 期。

(53)郭泓、赵震宇 :《承销商声誉对 IPO 公司定价、初始和长期回报影响实证研究》,《管理世界》,2006 年第 3 期。

(54)蒋顺才、蒋永明、胡琦 :《不同发行制度下我国新股首日收益率研究》,《管理世界》,2006 年第 7 期。

(55)李培功、沈艺峰 :《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》,2010 年第 4 期。

(56)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》,《系统工程理论与实践》,2010 年第 2 期。

(57)王晋斌 :《新股申购预期超额报酬率的测度及其可能原因的解釋》,《经济研究》,1997 年第 12 期。

(58)汪宜霞、夏新平、程梦群 :《投资者情绪与 IPO 溢价的实证研究》,《武汉理工大学学报(信息与管理工程版)》,2009 年第 5 期。

(59)伍燕然、韩立岩 :《不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜》,《经济研究》,2007 年第 3 期。

(60)徐莉萍、辛宇 :《媒体治理与中小投资者保护》,《南开管理评论》,2011 年第 6 期。

(61)杨胜刚、曾明贤 :《中国 A 股 HOT ISSUE 现象的实证检验》,《证券市场导报》,2006 年第 2 期。

(62)游家兴、吴静 :《沉默的螺旋:媒体情绪与资产误定价》,《经济研究》,2012 年第 7 期。

(63)张雅慧、万迪昉、付雷鸣 :《媒体报道、投资者情绪与 IPO 抑价——来自创业板的证据》,《山西财经大学学报》,2011 年第 9 期。

(64)张雅慧、万迪昉、付雷鸣 :《媒体报道与 IPO 绩效:信息不对称还是投资者情绪?——基于创业板上市公司的研究》,《证券市场导报》,2012 年第 1 期。

(65)张人骥、朱海平、王怀芳、韩星 :《上海股票市场新股发行价格过程分析》,《经济科学》,1999 年第 4 期。