

# 媒体报道对 IPO 股价表现的非对称影响研究

——来自创业板上市公司的经验证据<sup>\*</sup>

权小锋 尹洪英 吴红军

(苏州大学东吴商学院 215021 北京大学光华管理学院 100871 厦门大学经济学院 361005)

**【摘要】**基于创业板上市公司的经验证据,本文检验了媒体报道对 IPO 股价表现的影响效应及机理。研究发现:(1)不管是 IPO 股价的即期反应还是滞后反应,正面媒体报道和负面媒体报道对 IPO 股价表现均存在显著的非对称影响;(2)正面媒体报道越多,上市公司在 IPO 日越容易获得投资者的追捧而没有破发,但在 IPO 之后,其 CAR 值下降得也更多,这说明媒体的大肆宣传煽动了投资者的情绪,使得上市公司在 IPO 日获得较好表现,引发投资者在上市首日对公司过度反应,以致 CAR 值在 IPO 后开始反转;(3)负面媒体报道对上市公司 IPO 首日的即期表现并没有显著影响,却对 IPO 公司上市后 10 个交易日的滞后反应产生了显著的负向影响。说明在市场整体情绪渲染下投资者对负面消息明显反应不足。综合而言,本文结果证实了在我国创业板资本市场初期,媒体报道符合“情绪功能”而非“信息功能”的推论。

**【关键词】**媒体报道 信息功能 情绪功能 市场效应

## 一、引言

近年来,媒体对上市公司股票定价存在的影响和作用问题逐渐获得了实务界与学术界的关注。媒体对上市公司股票定价的影响当前文献主要存在两种观点:(1)信息功能假说。有些研究认为,媒体在资本市场主要发挥了信息功能,媒体经过对上市公司 IPO 前的实地调查、密集报道以及信息整理与分析,向市场注入了新的有价值信息,有利于消除投资者与发行方之间的信息不对称程度,并发挥法律外监督的有效职能(Miller, 2006; Dyck et al., 2008; Joe et al., 2009),因此媒体报道通过信息功能影响了投资者的交易和决策行为,进而影响了股票定价。(2)情绪功能假说。有些文献认为媒体报道并不能提供有价值的新信息。Tetlock (2007)、Gurun and Butler (2012)等认为制度环境差的资本市场,媒体的报道并没有提供额外的价值信息,但媒体的密集报道可能左右投资者情绪,诱致投资者非理性的交易行为(过度反应或反应不足)进而影响股票

定价。如黄俊和陈信元(2013)就发现那些受到媒体热炒的“题材”股更可能引起投资者的情绪渲染。由此可见,信息功能和情绪功能假说虽然都认为媒体报道能影响股票定价,但其中的影响效应和作用机理无疑存在很大差异。那么如何在一个好的实验环境验证两种假说成为一个重要的研究问题。

2009 年 10 月,筹备长达 10 年之久的我国创业板正式开市。开市之初,制度环境不够完善,媒体环境和制度环境不够规范,因此创业板市场出现了很多乱象。既存在 28 只首批创业板股票首日涨幅均超过 70%,10 只个股实现价格翻番的繁荣景象,也存在集中的创业板破发颓势。而在这些股票的 IPO 前,又不乏媒体报道的身影。很多创业板大股东股票解禁时更是利用媒体炒作进行大量套现,形成创业板市场一度受到诟病的“套现”投机热潮。与其它资本市场不同,创业板建立过程中新闻媒体扮演着重要角色。创业板的第一场发审会对媒体开放,反映了监管部门对媒

<sup>\*</sup> 本文研究受国家自然科学基金重点项目(71132004)、国家自然科学基金青年项目(71302121)、中国博士后基金特别资助项目(2014T70014)、中国博士后基金面上项目(2014M560021)、教育部人文社会科学研究青年项目(12YJC630158)、江苏高校哲学社会科学研究重点项目(2012ZDIXM039)以及财政部“全国会计领军(后备)人才(学术类)培养项目”、江苏省“首届青年社科英才人才项目”的资助。通讯作者:尹洪英。

体宣传的重视,同时各大门户网站和财经媒体对创业板上市企业不遗余力的宣传,也对创业板的市场行情起到了推波助澜的作用。因此,创业板市场为财务领域分析媒体报道的市场效应提供了良好的实验场所。

本文研究的边际贡献是:(1)补充了IPO破发影响因素的研究文献。以前文献对于上市公司IPO破发的影响因素研究,大多数文献聚焦于股权结构等企业内部特征去分析IPO破发的影响因素(谢汉昌和王金波,2013;陆瑶和袁敏峰,2014),而忽视了企业外部影响因素的挖掘和分析。本文从企业外部受到的媒体报道因素,包含报道数量和报道语境两个层次去分析创业板上市公司破发的影响因素,研究补充了上市公司首日破发影响因素的研究体系;(2)补充了媒体功能角色的研究文献。媒体报道到底体现了“信息功能”还是“情绪功能”?这个命题的检验在当前中国转制经济和扩容的市场环境下显得至关重要。本文以创业板上市公司破发事件为切入点,并利用配对分析的方法分析了上市前短期窗口内的媒体报道数量和语调对IPO股价表现的影响。研究发现不管是IPO股价的即期还是滞后表现,正负面媒体报道的影响都是非对称性的。这表明在中国创业板市场初期,媒体报道符合“情绪功能”而非“信息功能”。本文的研究不仅能够为Bonner et al. (2007)文献提供转制经济国家的经验证据,而且还从投资者情绪的视角补充分析了媒体报道影响IPO股价的客观表现和生成机理。研究对监管层制度设计、投资者决策以及上市公司舆情管理等都有重要指导意义。

后文结构安排如下:第二部分为文献综述和基本假设;第三部分为实证设计,包括样本和数据来源说明,核心变量的选择和模型的设定;第四部分为实证结果分析与讨论;第五部分为进一步分析与讨论;第六部分为研究结论与启示。

## 二、文献回顾与研究假设

新闻媒体对公司股价会产生何种影响?这种影响的机理是什么?当前文献有两种假说:(1)信息功能假说;(2)情绪功能假说。

### (一) 信息功能假说

信息功能假说认为新闻媒体报道具有信息含量,特别是IPO前的新闻媒体报道具有信息中介的功能,IPO前新闻媒体通过搜集、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,提供了有关公开上市发行股票的公司基本价值的附加信息。媒体报道在IPO前的这种信息功能能够有效降低发行人、承销商与投资者之间的信息不对称程度,进而消除知情投资者与非知情投资者之间的信息鸿沟。因此信息功能假说认为媒体报道在资本市场中发挥了信息中介的作用,改善了上市公司的信息环境,进而影响到投资者对公司价值的判断,并做出相应的买卖决策。而媒体报道少甚至不报道的公司,面临的信息环境差,信息鸿沟加剧,信息和认知风险高,因此投资者必然要求的

风险补偿率就高。Welch (1989)研究认为发行人和投资者之间的信息不对称使投资者无法分辨IPO的真实价值从而形成“柠檬市场”,高品质公司有信心抑价发行以吸引投资者,并在初始阶段提供高回报率以补偿投资者的损失;而不同类型投资者之间的信息不对称则带来了“赢者的诅咒”,当IPO定价过高时知情投资者会离开市场,发行人为了补偿事前的不确定性带给不知情投资者的损失则不得不抑价发行。Fang and Peress (2009)首次检验了新闻媒体对横截面股票收益的影响,发现未被媒体报道的上市公司股票比那些被高度报道的股票要获得更高的收益,他们将这一媒体效应的产生原因归结为对信息风险的补偿。从以上文献可见,信息功能假说预测新闻媒体的报道通过提供有价值的新信息对IPO公司的股票发行和定价产生显著影响,因此在不考虑新闻媒体报道的内容语调基础上,IPO前的媒体报道数量与IPO公司的首日破发概率以及IPO首日折价率应呈显著的负向关系。媒体报道数量越多,则信息含量越充足,资本市场信息不对称程度将越低,信息环境改善,投资者信息和认知风险越低,新股破发的概率会降低,新股发行的折价率也会越低,而反之则相反。

进一步情况,在考虑媒体报道的语气和内容语调的基础上,如媒体报道能够产生信息中介的作用,即在IPO前短期窗口内的媒体报道将会给资本市场投资者提供了更多公司信息,这些信息可能是媒体机构利用自身专业的信息分析能力解读的市场和政策信息,也可能是媒体机构利用自身特有的渠道和信息收集能力所解读的公司特质信息,所有这些信息降低了市场中知情投资者与非知情投资者之间的信息不对称程度,进而对IPO公司的首日破发概率和IPO首日折价率产生了负面影响。由此可见,不管是正面报道还是负面报道,在“信息功能”推动下,预期都会给市场中投资者提供了额外的公司价值信息,进而降低市场中的信息非对称程度,最终抑制IPO首日破发和IPO首日折价率的形成。因此,特提出以下假说:

H1-A:若信息功能假说成立,则新闻媒体报道会对IPO股价表现产生对称影响,即正面媒体报道数量和负面媒体报道数量都会负面影响IPO首日破发概率和IPO首日折价率。

### (二) 情绪功能假说

情绪功能假说认为新闻媒体报道特别是IPO前短期窗口的新闻媒体报道并没有信息含量,因为最核心和基本的信息已经在招股说明书进行披露了,IPO前的新闻报道仅仅是通过媒体轰炸引起投资者注意力,进而造成投资者情绪渲染,策动投资者非理性交易和购买行为,因此情绪功能假说虽认为媒体报道能够影响股价,但其中的机理同信息功能假说的阐述存在显著差异。认知心理学的研究表明,投资者是有限理性的并且投资者注意力资源是稀缺的,因此个人投资者在众多股票中进行购买决策时通常会不知所措,这导致被媒体密集报道的公司股票会过度吸收投资者

注意力 (Barber and Odean, 2008), 个体投资者注意力资源的集中在群体层面又会进一步渲染投资者情绪, 引起投资者非理性交易和决策行为的产生, 进而影响股票定价。已有文献表明媒体报道不仅会引起投资者的关注 (Engelberg and Parsons, 2011; 郑志刚等, 2011), 还可让投资者对市场做出更快的反应 (Klibanoff et al., 1998)。这其中蕴含着深层次的情绪功能机理。

进一步深入到媒体报道的内容语调层次, 情绪功能假说预测在不同的媒体报道语调下, 正面媒体报道和负面媒体报道影响股票定价的方向存在非对称性。这一点同信息功能假说存在本质区别。Bonner et al. (2007) 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。由此可见, 媒体报道对股价存在非对称影响, 那么这种非对称影响的客观表现和形成机理具体如何呢? 我们推测其中的关键因素就是投资者情绪。创业板创立初期, 市场由于受到“打新”热潮以及“投机”氛围笼罩, 因此市场整体情绪高亢。IPO 前媒体的正面报道无疑会煽动投资者的个体乐观情绪, 这种乐观个人情绪受到市场情绪的渲染, 将会进一步加强, 因此市场股价无疑会过度反应。过度反应使投资者对上市公司前景有更好的预期, 其投资决策也会显得积极 (Tetlock, 2007; 张雅慧等, 2011)。黄俊和陈信元 (2013) 就曾发现在中国创业板市场初期, 事先被媒体正面热炒的“题材”公司的首发折价更多地受媒体报道的影响, 并且当市场整体处于上涨利好行情时, 公司 IPO 折价率也会更高。由此可见, IPO 前短期窗口内的正面媒体密集报道其本质并不会给投资者带来额外的价值信息, 而只会通过正面媒体报道引起投资者乐观情绪的提升, 再加之市场整体情绪的渲染和强化, 引起了投资者对正面消息的过度反应, 造成二级市场股票的首日定价偏高, 最终降低了 IPO 时的破发概率及提高了 IPO 时的首日折价率。而 IPO 前媒体的负面报道, 虽然会煽动投资者个体的悲观情绪, 引起股票价格的下行压力 (Tetlock, 2007; Tetlock et al., 2008), 但在我国创业板市场初期“打新”热潮高涨以及市场整体“投机”的氛围下, 市场情绪会抵消和抑制个体悲观情绪的渲染效应, 使得投资者表现出“鸵鸟效应”<sup>①</sup> (权小锋等, 2012) 的态度和行为认知, 即对于媒体报道的上市公司负面消息, 投资者在创业板市场整体处于“打新”和“投机”热情的情绪渲染下, 宁愿充耳不闻, 使得其对负面消息反应不足, 造成 IPO 股价即期反应不足, 因此 IPO 前短期窗口内的负面媒体报道预期并不会对上市公司 IPO 股价表现如 IPO 首日破发概率以及 IPO 首日折价率产生显著影响。因此, 特

提出以下假设:

H1-B: 若情绪功能假说成立, 则媒体报道会对 IPO 股价表现产生非对称影响, 即正面媒体报道数量与 IPO 首日破发概率呈显著负相关, 与 IPO 首日折价率呈显著正相关; 而负面媒体报道数量与 IPO 首日破发概率、IPO 首日折价率并不存在显著关系。

### 三、研究样本、变量定义与描述性统计

#### (一) 样本数据

本文选取 2009 年 10 月 30 日至 2012 年 12 月 31 日在创业板上市的上市公司为研究对象, 在此期间, 创业板共有 355 家上市公司, 并有 52 家上市公司在上市首日跌破发行价。为了使用 Logistic 模型验证媒体报道对上市公司 IPO 破发的影响, 本文对每一个破发的样本公司按照两个标准匹配相应的对照组样本, 一是按照行业进行匹配; 二是按照上市时间进行匹配, 即挑选与破发公司最相近上市时间的对照组样本, 以减少时间差异对破发的影响。针对匹配好的上市公司, 我们在《中国重要报纸全文数据库》里用深交所公布的上市公司代码和公司简称手工收集每一家上市公司在上市前 10 天的新闻条数和报道的媒体, 同时根据报道内容判定其为正面和负面媒体报道, 并统计正面媒体报道和负面媒体报道数量。为了防止正面媒体报道和负面媒体报道的重叠效应, 本文删除在 IPO 前 10 天内同时受到正面媒体报道和负面媒体报道的样本, 仅保留 IPO 前单独受到正面或负面媒体报道的样本, 这种处理程序删除了 3 对, 6 个样本的观测值, 最终样本总共得到 49 对配对公司, 98 个观测值。股票的市场交易数据和业绩数据主要来自深圳证券交易所网站、CSMAR 数据库和 RESSET 数据库。本文所有的回归结果均来自于 SAS 软件运行的结果。

#### (二) 回归模型设定

为检验媒体报道与创业板 IPO 公司破发概率之间的关系, 应用以下 Logistic 模型进行回归:

$$\Pr(Pofa = 1) = \text{Logistic}(\alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i MR_i + \sum_{i=1}^n \lambda_i CV_i + \varepsilon_i) \quad (1)$$

其中因变量  $Pofa$  测度创业板公司破发情况, 虚拟变量, 当公司上市首日破发则取 1, 否则取 0。MR 测度 IPO 前 10 天的媒体报道数量, 其中 PMR 是 IPO 前 10 天的正面媒体报道数量, NMR 是负面媒体报道数量。CV 是回归模型的控制变量, 控制变量的选取参考黄俊和陈信元 (2013)、张雅慧 (2011) 等文献。控制变量定义和计算具体见表 1。

① 鸵鸟效应的概念是根据鸵鸟的习性而来。据说鸵鸟是一种很有趣的动物, 当它遇到危险的时候, 就把头埋到沙子里, 以为这样别人就看不见自己了, 殊不知, 自己大大的屁股露在外面, 更加引人注目。Galai 和 Sade (2003) 将这一概念首次引入到金融市场中, 他们定义的鸵鸟效应为投资者遇到负面消息时通过假装他们不存在来避免非常明显的金融风险状况的一种认知偏差。

表 1 变量定义及计算

变量	符号	计算说明
上市首日破发	<i>Pofa</i>	上市公司在上市首日是否跌破发行价,若是取1,否则取0
上市首日折价率	<i>RIPO</i>	等于(上市首日收盘价-发行价)/发行价
累积异常收益率	<i>CAR</i>	用个股日收益率减去中小板指数日收益率来计算异常收益率,再根据天数进行累积即得。
正面媒体报道数量	<i>PMR</i>	上市公司在上市日前10天内得到的正面媒体报道数量
负面媒体报道数量	<i>NMR</i>	上市公司在上市日前10天内得到的负面媒体报道数量
上市公司发行额	<i>Lnamount</i>	上市公司发行额的自然对数
市盈率	<i>PE</i>	上市公司的发行市盈率
资产收益率	<i>ROA</i>	上市前两年的资产收益率均值,即息税前利润除以总资产的均值
上市公司年龄	<i>Lnage</i>	上市公司自其成立至公司上市日期的年数
是否知名承销商	<i>TOP10</i>	上市公司上市前一年承销商在中国证券业协会公布的证券公司股票主承销金额排名,若为前十名时取1,否则取0
是否有风险投资介入	<i>Vc</i>	上市公司有风险投资介入时取1,否则取0
风险投资数量	<i>Nvc</i>	上市公司里的风险投资数量
年份控制变量	<i>Year</i>	取年份的虚拟变量
行业控制变量	<i>Industry</i>	取行业的虚拟变量

为检验媒体报道与创业板 IPO 公司折价率之间的关系,设定如下模型进行回归:

$$RIPO = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i MR_i + \sum_{i=1}^n \lambda_i CV_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中 *RIPO* 测度创业板 IPO 公司上市首日的折价率。各种变量的具体定义见表 1。

为检验媒体报道与 IPO 公司股价滞后表现之间的关系,特设定如下模型:

$$CAR = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i MR_i + \sum_{i=1}^n \lambda_i CV_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

其中 *CAR* 表示公司 IPO 后的股价表现,测度 IPO 后 5、10、20 个交易日后的股票收益表现,用 *CAR* [1, 5]、*CAR* [1, 10]、*CAR* [1, 20] 表示,其余变量定义和测度同模

型 (1)。

### (三) 描述性统计分析

主要研究变量的描述性统计如表 2 所示。首先,从表中结果可见,IPO 前短窗口内媒体正面报道居多,负面报道偏少,其中正面媒体报道均值为 0.469,最小 0 条,最大 4 条报道。负面媒体报道均值为 0.071,说明创业板市场整体而言,IPO 前短窗口内媒体利好报道还是占据主导地位。其次样本公司的平均发行市盈率和 IPO 首日折价率分别为 47.683 和 8.6%,表明总体而言,创业板上市公司首日的估值水平和定价偏高;再次,平均 ROA、平均上市公司年龄与平均风险投资数量分别为 20.5%、9.541 年和 1.214,这说明了上市公司的盈利能力较高,并且也基本上都得到风险投资的青睐。

表 2 主要研究变量的描述性统计

变量名称	变量符号	样本数	均值	中位数	标准偏差	最小值	最大值
上市首日破发	<i>Pofa</i>	98	0.5	0.5	0.503	0	1
上市首日折价率	<i>RIPO</i>	98	0.086	-0.001	0.270	-0.167	1.989
上市后 5 个交易日的 累计异常收益率	<i>CAR</i> [1, 5]	98	-0.031	-0.031	0.076	-0.273	0.246
上市后 10 交易日的 累计异常收益率	<i>CAR</i> [1, 10]	98	-0.045	-0.043	0.079	-0.300	0.179
上市后 20 交易日的 累计异常收益率	<i>CAR</i> [1, 20]	98	-0.045	-0.046	0.104	-0.427	0.402

续表

变量名称	变量符号	样本数	均值	中位数	标准偏差	最小值	最大值
媒体正面报道数量	<i>PMR</i>	98	0.469	0	0.763	0	4
媒体负面报道数量	<i>NMR</i>	98	0.071	0	0.329	0	2
上市公司发行额	<i>Lnamount</i>	98	10.938	10.934	0.552	9.749	12.344
市盈率	<i>PE</i>	98	47.683	45.770	19.075	13	98.72
资产收益率	<i>ROA</i>	98	0.205	0.181	0.086	0.067	0.526
上市公司年龄	<i>Lnage</i>	98	9.541	9	4.979	1	24
是否知名承销商	<i>TOP10</i>	98	0.520	1	0.502	0	1
是否有风险投资介入	<i>Vc</i>	98	0.582	1	0.496	0	1
风险投资数量	<i>Nvc</i>	98	1.214	1	1.364	0	6

## 四、实证结果分析与讨论

## (一) 媒体报道对上市公司上市首日破发概率的影响研究

表3 媒体报道对上市首日破发概率的影响

影响变量			因变量: 上市首日破发概率 ( <i>Pofa</i> )	
			栏目 1	栏目 2
常数项		$\alpha_0$	-30.110 *** (-3.479)	-24.151 *** (-3.896)
自变量	正面媒体报道数量	<i>PMR</i>	-0.699 ** (-2.058)	
	负面媒体报道数量	<i>NMR</i>		0.299 (1.457)
控制变量	上市公司发行额	<i>Lnamount</i>	2.809 *** (3.300)	2.164 *** (3.671)
	市盈率	<i>PE</i>	-0.016 (-0.724)	-0.006 (-0.296)
	资产收益率	<i>ROA</i>	-4.333 (-1.019)	-2.046 (-0.538)
	上市公司年龄	<i>Lnage</i>	0.073 (1.320)	0.064 (1.163)
	是否知名承销商	<i>TOP10</i>	0.314 (0.641)	0.117 (0.233)
	是否有风险投资介入	<i>Vc</i>	0.081 (0.116)	0.063 (0.086)
	风险投资数量	<i>Nvc</i>	0.169 (0.610)	0.200 (0.677)
	年份控制变量	<i>Year</i>	控制	控制
	行业控制变量	<i>Industry</i>	控制	控制

续表

影响变量	因变量: 上市首日破发概率 ( <i>Pofa</i> )	
	栏目 1	栏目 2
Prob > chi2	0.000	0.011
R <sup>2</sup>	0.198	0.184
样本数	98	98

注: 括号内为 T 检验值, \*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示相关系数在 1%、5% 和 10% 水平下显著, 下同。

为了研究媒体报道对上市公司上市首日破发概率的影响, 我们用 Logit 模型对研究假设进行检验, 检验结果列于表 3。首先, 从栏目 1 可知, 在控制了发行额、发行市盈率、ROA、公司年龄和承销商知名度这些可能会影响上市公司上市首日跌破发行价的因素之后, 媒体报道对上市公司破发概率产生非对称影响, 只有正面媒体报道数量对 IPO 破发概率产生显著负面影响, 而负面媒体报道数量并没有产生显著影响, 这一结论初步验证了情绪功能假说 H1-B 的成立。

## (二) 媒体报道对上市公司上市首日折价率的影响研究

更进一步研究媒体报道对上市公司 IPO 首日折价率的影响, 检验结果列于表 4。从表 4 栏目 2 回归结果可知, 负面媒体报道数量的回归系数并不显著, 表明负面媒体报道数量对上市首日折价率并无显著影响, 但从栏目 1 结果可见, 媒体正面报道数量的回归系数显著为正, 表明媒体的正面报道可以煽动投资者对上市公司的乐观情绪, 从而在 IPO 首日能获得二级市场投资者的青睐。结合表 3 和 表 4 的结果可见: (1) 媒体报道对 IPO 股价的即期表现存在非对称影响。表明媒体报道并没有信息含量, 不能通过信息中介提供额外信息影响上市公司的 IPO 发行和交易。(2) 区分媒体的内容语调来看, 正面媒体报道数量负向影响 IPO 首日破发概率, 正向影响 IPO 首日折价率; 但负面媒体报道数量对 IPO 首日破发概率和首日折价率均无显著影响。本

文结论证实创业板市场初期,媒体报道符合“情绪功能假说”而非“信息功能假说”的推论。

表4 媒体报道对上市首日折价率的影响

影响变量			因变量: 上市首日折价率 (RIPO)	
			栏目 1	栏目 2
常数项		$\alpha_0$	2.536 *** (2.652)	2.375 ** (2.560)
自变量	正面媒体报道数量	PMR	0.067 * (1.967)	
	负面媒体报道数量	NMR		-0.058 (-1.567)
控制变量	上市公司发行额	Lnamount	-0.216 ** (-2.551)	-0.194 ** (-2.442)
	市盈率	PE	-0.000 (-0.273)	-0.001 (-0.702)
	资产收益率	ROA	0.139 (0.641)	0.009 (0.038)
	上市公司年龄	Lnage	-0.004 (-0.996)	-0.004 (-0.912)
	是否知名承销商	TOP10	-0.052 (-1.094)	-0.040 (-0.816)
	是否有风险投资介入	Vc	-0.002 (-0.030)	0.002 (0.036)
	风险投资数量	Nvc	0.002 (0.078)	-0.002 (-0.077)
	年份控制变量	Year	控制	控制
	行业控制变量	Industry	控制	控制
R2			0.250	0.223
样本数			98	98

## 五、进一步分析: IPO 股价滞后反应的考察

从 IPO 股价的即期反应来看,在当前我国创业板市场建设初期,媒体报道对 IPO 股价表现具有非对称影响,媒体角色符合“情绪功能”而非“信息功能”。那么进一步的问题就需要考察这种非对称影响是如何形成的?要回答这个问题就需要延伸考察媒体报道对 IPO 股价滞后反应的影响。

### (一) 上市公司 IPO 后 30 天内的 CAR 值研究

除了观察媒体报道在 IPO 日对上市公司的影响,本文还考察了上市公司在 IPO 后 30 天内的累计超常收益率,其 CAR 值趋势如图 1 所示,从中可见,非破发组公司其 CAR 值从 IPO 首日后开始呈现显著地下降趋势,并在第 14 天左右开始回升,但依然为负值,说明这些非破发上市公司在 IPO 首日的好表现没有持续,其 CAR 值在 IPO 后马上开始反转,显然,在 IPO 日,市场对这一类上市公司过度反应了,所以其后开始反转;同样地,破发组的 CAR 值从 IPO 首日后也开始呈现显著地下降趋势,并在 IPO 后第 10 天达到最低值,说明破发组上市公司在 IPO 日的不好表现不但在 IPO 之后没有得到反转,其 CAR 值反而继续下跌,这反映出在 IPO 日,市场对这一类上市公司反应不足,因此其后继续下跌。

### (二) 媒体报道对 IPO 股价滞后反应的回归分析

本文还利用回归分析检验了媒体报道对上市公司 IPO 后股价滞后表现的影响,检验结果见表 5。从表 5 的结果可见,媒体报道对 IPO 后股票的累计超常收益即 IPO 股价的滞后反应仍然具有非对称影响。其中对于正面媒体报道而言,媒体利好报道数量与 IPO 后的累计超常收益呈显著的负向关系,这种关系在 IPO 后 5、10 以及 20 个交易日都显著,表明媒体利好报道数量越多,则 IPO 后股票滞后反应越低,同时随着滞后时间的延长,正面媒体报道的影响逐步减弱(从表 5 栏目 1、栏目 3、栏目 5 中正面媒体报道数量的回归系数大小即可判断),联合表 3、表 4 的结论,媒体利好报道越多, IPO 公司的即期反应越高,但滞后反应越低,表明在投资者情绪的熏染下,利好媒体报道影响

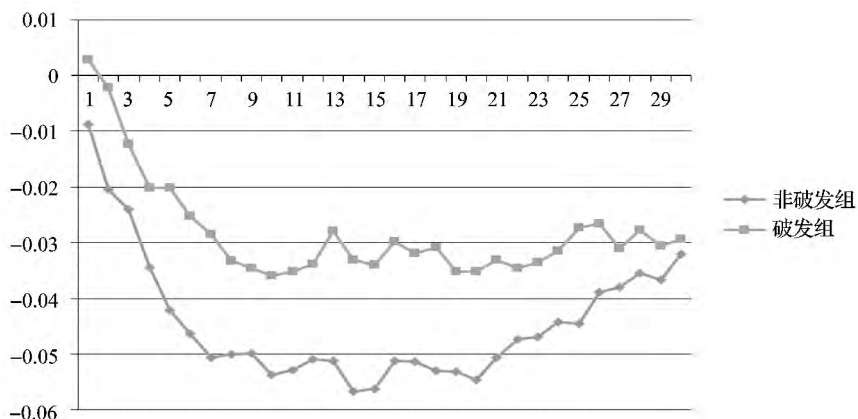


图1 上市公司 IPO 后 30 天内 CAR 趋势

了投资者的情绪,造成了投资者对 IPO 股票的过度反应。就负面媒体报道而言,在表 5 的栏目 2、栏目 4 和栏目 6 结果可见,负面媒体报道数量仅对 IPO 后 10 个交易日的股票累计超额收益 CAR [1, 10] 产生了显著的负向影响,结合表 3 和表 4 结论,媒体负面报道对 IPO 股票即期表现并没有产生影响,但是对 IPO 后 10 个交易日的股价

滞后反应却产生了显著负向影响,表明负面报道煽动的个体悲观情绪由于受到市场整体情绪的抵消和抑制,并没有引起股价的即期反应,相反在 IPO 后 10 天内才引起股价的滞后反应,负面媒体报道造成了股价的反应不足。正面和负面媒体报道对 IPO 股价的滞后反应产生了显著的非对称影响。

表 5 媒体报道对上市公司 IPO 滞后反应的影响

影响变量			CAR [1, 5]		CAR [1, 10]		CAR [1, 20]	
			栏目 1	栏目 2	栏目 3	栏目 4	栏目 5	栏目 6
常数项		$\alpha_0$	-0.163 (-0.763)	-0.109 (-0.488)	-0.030 (-0.126)	0.016 (0.066)	0.205 (0.710)	0.267 (0.905)
自变量	正面媒体报道数量	PMR	-0.053 *** (-2.711)		-0.049 ** (-2.223)		-0.026 ** (-2.036)	
	负面媒体报道数量	NMR		0.007 (0.588)		0.013 ** (2.013)		0.022 (1.355)
控制变量	上市公司发行额	Lnamount	0.009 (0.451)	0.002 (0.071)	-0.004 (-0.193)	-0.011 (-0.470)	-0.026 (-0.947)	-0.035 (-1.226)
	市盈率	PE	0.001 (1.529)	0.001 * (1.915)	0.001 * (1.766)	0.001 ** (2.077)	0.001 (1.455)	0.001 * (1.736)
	资产收益率	ROA	-0.028 (-0.284)	0.020 (0.192)	-0.062 (-0.695)	-0.023 (-0.262)	-0.031 (-0.293)	0.019 (0.190)
	上市公司年龄	Lnage	-0.000 (-0.217)	-0.000 (-0.276)	0.000 (0.114)	0.000 (0.038)	0.000 (0.234)	0.000 (0.140)
	是否知名承销商	TOP10	0.006 (0.411)	0.003 (0.212)	0.009 (0.608)	0.006 (0.374)	-0.008 (-0.428)	-0.013 (-0.627)
	是否有风险投资介入	Vc	-0.011 (-0.564)	-0.013 (-0.611)	-0.011 (-0.549)	-0.013 (-0.583)	-0.027 (-0.944)	-0.029 (-0.953)
	风险投资数量	Nvc	0.011 (1.395)	0.012 (1.388)	0.011 (1.393)	0.012 (1.424)	0.024 * (1.943)	0.025 * (1.951)
	年份控制变量	Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
	行业控制变量	Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R2			0.168	0.121	0.166	0.137	0.186	0.159
样本数			98	98	98	98	98	98

### (三) 稳健性检验

本文进行了以下稳健性检验:(1) 把上市前 10 天内的媒体报道窗口期扩大到上市前 30 天的媒体报道窗口

期,结果显示原有的结论基本不变;(2) 计算 CAR 时,本文用 CAPM 模型的方法进行了重新测试,数据结果显示基本结论不变。(3) 为了进一步考察媒体报道对 IPO

股价的影响,本文还将所有正面媒体报道和负面媒体报道的样本进行了分类合并处理,分别考察了正面媒体报道和负面媒体报道对IPO股价即期和滞后反应的影响,研究发现正面媒体报道组的IPO股价即期反应为正,滞后反应为负且规模递增,而负面媒体报道即期反应为负,而滞后反应却并不规律,符合情绪功能下媒体报道对IPO股价的非对称影响推论。总体而言,本文结论基本稳健。为节省篇幅,本文稳健性测试的结果没有报告,备存待索。

## 六、结论与启示

媒体与上市公司之间相互关系的研究被认为是继法与金融后另一重要的研究课题,因其提供了另外一个可以完善和保护中小投资者利益的途径与机制。通过按照行业和发行时间对2009年10月至2012年12月在创业板上市且在上市首日跌破发行价的上市公司进行匹配构建配对样本,本文研究了媒体报道对IPO股价即期与滞后表现的影响,研究总体发现在创业板市场,媒体报道渠道并没有发挥信息中介,进而降低市场信息不对称的价值效应,而是通过影响投资者的情绪,进而对公司股价的即期和滞后反应产生了显著影响。具体结论是:(1)不管是IPO公司股价的即期反应还是滞后反应,正面与负面媒体报道都表现出了媒体效应的非对称性,这些结论同媒体报道“信息功能假说”相悖,因此信息功能假说并不成立;(2)正面媒体报道越多,上市公司在IPO日越容易获得投资者的追捧而没有破发,但在IPO之后,其CAR值下降得也更多,这说明媒体的大肆宣传煽动了投资者的情绪,使得上市公司在IPO日获得较好表现,引发投资者在上市首日对公司过度反应,以致CAR值在IPO后开始反转;(3)负面媒体报道对上市公司IPO首日的即期表现并没有显著影响,而对IPO公司上市后10个交易日的滞后反应却产生了显著的负向影响。这预期是因为负面媒体报道由于受到创业板开盘初期投资者整体“打新”和“投机”热情情绪的渲染,投资者对负面媒体报道消息重视不足,进而引起股价反应不足所致。

本文研究结论所带来的启示有两点:一是创业板初期市场,媒体报道整体并没有表现出信息功能,因此很难起到有效的第三方监督者的作用,其在IPO前的密集报道并不能真正反映上市公司的价值,从而不能保护广大投资者的利益;二是媒体的密集报道渲染了投资者的情绪,诱导了投资者的非理性交易行为,进而影响了股票的定价。创业板作为扩容后的新市场,在创立初期面临的这些问题无疑也是难免,随着市场的逐步成熟和完善,制度环境和媒体环境的建设将会逐步规范,媒体功能的角色转换也将逐步推进。因此我们建议,在未来的IPO市场上,面对媒体的大肆宣传,投资者或许需要更多的冷静、理智和判断,因此加强投资者对媒体与舆情方面的风险教育显得至关重要。

## 主要参考文献

- 黄俊,陈信元. 2013. 媒体报道与IPO抑价——来自创业板的经验证据. 管理科学学报, 2: 83~94
- 陆瑶,袁敏峰. 2014. 新股“破发”与IPO定价效率: 基于股东特征的分析. 清华大学学报(自然科学版), 3: 381~393
- 权小锋,洪涛,吴世农. 2012. 选择性关注、鸵鸟效应与市场异象. 金融研究, 3: 109~123
- 张雅慧,万迪昉,付雷鸣. 2011. 股票收益的媒体效应: 风险补偿还是过度关注弱势. 金融研究, 8: 143~156
- 郑志刚,丁冬,汪昌云. 2012. 媒体的负面报道、经理人声誉与企业业绩改善——来自我国上市公司的证据. 金融研究, 12: 163~176
- Barber, B. M., and T. Odean. 2008. All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. Review of Financial Studies, 21 (2): 785~818
- Bonner, S., J. Hugon, and B. Walther. 2007. Investor Reaction to Celebrity Analysts: The Case of Earnings Forecast Revisions. Journal, 45 (3): 481~513
- Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales. 2008. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. The Journal of Finance, 63 (3): 1093~1135
- Engelberg, J. E., and C. A. Parsons. 2011. The Causal Impact of Media in Financial Markets. The Journal of Finance, 66 (1): 67~97
- Fang, L., and J. Peress. 2009. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns. The Journal of Finance, 64 (5): 2023~2052
- Joe, J. R., H. Louis, and D. Robinson. 2009. Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44 (3): 579~605
- Miller, G. S. 2006. The Press as a Watchdog for Accounting Fraud. Journal of Accounting Research, 44 (5): 1001~1033
- Tetlock, P. C., M. Saar-Tsechansky, and S. Macskassy. 2008. More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals. The Journal of Finance, 63 (3): 1437~1467
- Tetlock, P. C. 2007. Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market. The Journal of Finance, 62 (3): 1139~1168
- Welch I. 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. The Journal of Finance, 44 (2): 421~449



## **Insider Selling , Information Environment and Stock Price Crash Risk**

*Wu Zhanchi & Li Xiaolong*

In this paper , we use the data of insider trading in China's A - share listed companies over the period of 2007 - 2012 to investigate theoretical and practical problems. According to our investigation , insider selling behavior of big shareholders would actually trigger stock price crash , which cannot be led to by the concealment of bad news though. Institutional investors and analysts cannot forecast the uncertainty caused by insider selling behavior in the process of fundamental analysis. While stock price crash risk is increased by the break of common expectations and the institutional investors' adjustment. The conclusion of this thesis has a significance on strengthening the monitor towards insider trading and promoting a stable development of capital market.

## **Analysis of Asymmetric Effects of Media Coverage on IPO Stock Price —— Evidence from Chinese Growth Enterprise Market**

*Quan Xiaofeng et al.*

Based on Chinese growth enterprise market evidence , this paper analyses the influence effect and mechanism of media coverage on stock price. The result shows : ( 1 ) there are asymmetric effects of media coverage on stock price current and lagged response. ( 2 ) there is positive influence of positive media coverage on IPO discount ratio , negative influence on the probability of IPO stocks price falling below issue price and the CAR following the 30 days of IPOs , which indicates that investors are overreaction to positive news. ( 3 ) there is no influence of negative media coverage on stock price current response , but negative influence on price lagged response. In summary , these results confirmed that media coverage do not provide extra valued information for capital market but instigate investor sentiment.

## **Internal Control , Media , Legal Environment and Accounting Information Value Relevance**

*Li Hong & Tian Mafei*

This paper based on the Shanghai and Shenzhen stock exchange in 2009 - 2012 China a - share listed companies 5736 as the research object , examines the relation between Internal Control , Media , Legal Environment and Accounting Information Value Relevance. We find that internal control , positive coverage and the interaction of internal control and media function present positive correlation with accounting information value relevance. Negative coverage and accounting information value relevance is significantly negatively related. The above relationship is more stronger in the better legal environment place. This paper enriches research field about the relationship of internal control and the accounting information value relevance. The conclusion provides a certain reference significance to strengthen the accounting information value correlation.

## **Can Sharing a Common Auditor Reduce Financial Restatements of Firms? ——Evidence from Chinese Listed Companies**

*Yang Qingxiang et al.*

Sharing an auditor with at least one of their major customers is a new mechanism for decreasing the likelihood of suppliers' accounting misstatements. Based on the data of public companies in China stock market from 2003 to 2013 , this paper empirically examines the above relationship. We find that the common auditor reduces the probability of accounting restatement of the supplier significantly , and this common auditor effect is more pronounced for revenue - related misstatements and in the situation that common auditors come from the same region. Furthermore , the effect of the common auditor on the accounting restatements of the supplier is not significantly associated with whether the supplier and its major clients are from the same industry , and has a negative correlation with the strength of other supervisory mechanisms of the supplier. The above conclusions provide empirical evidences for perfecting audit system and corporate governance.

## **China's Accounting Education Literature Review: Based on Comparing Perspective**

*Liu Huifeng & Jiang Suyu*

The review of accounting literature mainly includes 213 articles published over 5 years ( 2009 - 2013 ) in core journals ( articles published in CSSCI journals cover 2003 - 2013 ) . From perspectives of two kinds of comparisons between the supply of accounting research and the needs of accounting education , and between Chinese accounting education literature and western ones , accounting education research is commented. These reviews mainly comment on the researching topics , methods and finds. The further accounting educational research directions are suggested.

## **The Effectiveness of Internal Control and Financial Information Quality ——Introduction of Western Internal Control Research and Prospect under the Institutional Background of China ( I )**

*Wang Jing et al.*

The main objective of designing internal control framework and implementing internal control policy by the government is to strengthen the reliability of financial report no matter how to extend the definition of internal control. The study philosophy of internal control theory and policy is based on whether effective internal control can improve the quality of the corporate financial information so as to enhance the reliability of corporate financial report. The article reviews the literatures concerning research in internal control and financial information quality , and explicate the work of Ashbaugh - Skaife et al. ( 2008 ) , which was published in *Accounting Review* , titled "The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality" , so as to explore the evolvement of internal control research. We provide some suggestions for Chinese internal control research in the context of institutional background in China.