研究生毕业论文 (申请硕士学位）

论文题目 媒休关注对新股裊现影响的实证研究

作 者 姚维颖

专 业 工业工程

研究方向 金融工程

才旨**f** **I**师 李心丹 教授

2012年5月

学 号：MF0915040

论文答辩日期：2012年5月30曰

指导教师： （签字)

Research on Media Attention to The Performance of New Shares

A Dissertation Submitted to Nanjing University for the Professional Degree of Master of Industrial Engineering

BY

YAO Wei-ying

Supervised by Prof. LI Xin-dan Industry Engineering Nanjing University

May 2012

南京大学学位论文原创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究 工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含任 何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的 个人和集体，均已在文中以明确方式说明并且表达了谢意。

研究生签名:

南京大学学位论文使用授权声明

本学位论文作者同意学校保留并向国家有关部门或机构送交学位论文的复 印件和电子文档，可以釆用影印、缩印或扫描等复制手段保存论文。本文电子文 档的内容和纸质论文的内容相一致。除在保密期内的保密论文外，允许论文被查 阅和借阅，可以公布（包括刊登）论文的全部或者部分内容。论文的公布（包括 刊登）授权南京大学研究生院办理。



南京大学研究生毕业论文中文摘要首页用纸

**毕业论文题目**：媒体关注对新股表现影响的实证研究

工业工程专**业** 2009 级硕士**生姓名:**姚维颖

指导教师（姓名、职称）： 李心丹教授

中文摘要

媒体关注对资产价格的影响最近几年成为国内外学者研究的热门课题，许多 学者研究表明媒体关注会通过吸引投资者的注意力，影响投资者的情绪最终影响 资产价格，新股上市首日的表现亦会受到媒体关注的影响。我国资本市场作为一 个新兴的市场，整个市场中的情绪交易者较多，在我国媒体关注度对新股表现是 怎样的？对于新股的一级市场抑价率和二级市场溢价率的影响是否相同？不同 时期的媒体关注度对新股表现的影响是否一致？这些都是亟需解答的。

本文主要考察媒体关注对新股表现的影响，按照理论分析、实证分析、对策 分析的研究思路，首先论述本文的研究背景和研究意义，同时对媒体关注与新股 上市表现的研究文献进行整理归纳。其次进行媒体关注对新股上市表现影响的假 设设计和变量选择，在前面的理论综述基础设计实证的媒体关注度代理变量、被 解释变量和控制变量。选取2006年6月到2010年12月上市的所有股票，以百 度新闻高级搜索出的上市前新闻报道数量作为衡量媒体关注度的代理变量，加入 公司规模、发行规模、公开发行数量、净利润增长率、公司年龄、行业分类等控 制变量实证研究媒体关注对新股上市后收益的影响。最后利用收集的数据进行描 述性统计并进行模型的实证研究，分别对媒体关注度的影响因素、媒体关注对一 级市场抑价率、二级市场溢价率及超额收益率的影响分别进行实证，并作适当调 整。其中将影响做了细分研究，分别从新股的一级市场抑价率和二级市场溢价率 两个方面进行实证分析，同时基于我国IP0制度的改革，将数据分时间段进行检 验，尝试从理论上对实证结果做出合理的解释并且探讨媒体关注影响资产价格的 微观机理。

通过大量实证的研究结果表明.•第一、媒体关注主要影响新股二级市场溢价 率并且影响方向为正，即媒体关注度越高新股上市后二级市场溢价率越高，媒体 关注对于一级市场抑价率有负向的影响，但是不是造成一级市场抑价的主要因 素；第二、媒体关注虽然在泡沫时期对新股表现影响不显著，但是在非泡沫的大 多数时期有着显著的影响。第三、媒体关注并不直接作用于新股收益，引起新股 收益变化的主要因素是投资者行为，媒体关注主要通过吸引投资者关注，影响投 资者行为从而影响新股收益的。以上结论对于引导投资者合理投资，避免大量情 绪投资者对新股盲目追捧，引起市场泡沫的形成有较好的指导意义。同时也希望 监管机构对媒体报道进行有效的监管，避免市场上出现“噪声”，以保证市场的 有效性。最后根据实证的结果，提出提高市场有效性，完善市场监管的政策建议。

**关键词**：媒体关注度IPO抑价理论投资者情绪

南京大学研究生毕业论文英文摘要首页用纸

**THESIS:**  Research on Media Attention to

The Information of New Shares

**SPECIALIZATION:** Industrial Engineering

POSTGRADUATE: YAO Wei-ying

**MENTOR:** Prof. LI Xin-dan

ABSTRACT

In recent years, more and more domestic and foreign scholars pay attention to the research topic of the impact of media attention on asset price. The research result shows that media attention will influence investor sentiment ultimately affect the asset price by attracting the attention of investors. And the performance of new shares on the IPO first day will also be affected by the impact of media attention. As an emerging market of capital market in china, many emotional traders in the whole market, what is the impaction of media attention to the new shares? Whether the market under pricing rate is the same with the secondary market premium rate? Different periods of media attention on the performance of new shares are the same? These questions urgently need to answer.

This dissertation is focusing on media attention to the new shares as the research object. We begin with the develop history of media attention to the asset price in those developed countries, as well as the present situation of performance of the new shares in China. This paper selects all stocks listed from June 2006 to December 2010.And we use the number of news reports which selected by Baidu News Advanced as the indicator of media attention index., other indicators such as company scale issue size, profit growth of company, company age, industry classification, control variables and so on. These indicators are joined in the model to measure the impact of media attention to the new shares performance. We use the new shares of a market suppression price rate and the two aspects of the secondary market premium rate for empirical analysis. Based on the reform of China’s IPO system, we try to give the

in

theoretically reasonable explanation for the empirical results and investigate the microscopic mechanism of the impact of media attention to the asset prices. Finally, based on the empirical results, we put forward some suggestions that propose to increase market efficiency and improve market regulation.

From a large number of studies, the results show that: Firstly, the media attentions have mainly influenced the secondary market premium rate and gave the positive impactions. The higher the premium rate of media attention for the primary market under pricing have a negative impact, But it?s not the cause of the main factors of the primary market under pricing; Secondly, although the performance of the media attention to new shares during the asset bubbles is not significant. But in most of the non-bubble period, the media attention to new shares has a significant impact. Thirdly, the media attention is not directly acting on the new share income, which mainly caused by the behavior of investors. Thus media attentions affect the new share income by attracting attention from investors. The formation of these conclusions can give investors a reasonable investment and guide investors to avoid a lot of sentiment investment. Also we hope that the regulatory agencies can give the effective monitoring media coverage，to avoid in the market. Finally, it’s proposed to increase market efficiency, improve market regulation policy recommendations from the empirical results,

Keywords： Media attention, IPO, Investor sentiment

目录

+魏 ¥ **I**

«:摘 € **II**

*目录*  **III**

第一章雜 1

1. [1研究背景与意义 1](#bookmark5" \o "Current Document)
2. [2研究框架 3](#bookmark6" \o "Current Document)
3. [3论文创新之处 - 4](#bookmark7" \o "Current Document)

第二章文献综述 5

1. [1新股上市首日超额收益的研究综述 5](#bookmark9" \o "Current Document)
2. 1. 1新股**IPO**首日超额收益现象及抑价理论 5
3. 1. 2传统金融学对抑价理论的研究综述 - 6

2. 1. 3行为金融学对抑价理论的研究综述 7

[2. 2国外媒体关注对资本市场影响的研究综述 8](#bookmark10" \o "Current Document)

2. 2. 1基于信息不对称的媒体关注对股票收益的研究综述 9

2. 2. 2基于投资者情绪的媒体关注对股票收益的研究综述 10

[2. 3国内媒体关注对资本市场影响的研究综述 11](#bookmark11" \o "Current Document)

1. [4国内外关于媒体关注对新股上市表现影响的研究综述 12](#bookmark12" \o "Current Document)

[第三章媒体关注对新股上市表现的制度背景分析 13](#bookmark13" \o "Current Document)

1. [1媒体信息在资本市场的传导机制 13](#bookmark14" \o "Current Document)
2. [2我国](#bookmark15" \o "Current Document)**[IPO](#bookmark15" \o "Current Document)**[制度的发展完善历程 15](#bookmark15" \o "Current Document)
3. [3我国财经媒体的发展及其影响 18](#bookmark16" \o "Current Document)

[第四章假设设计和变量选择 22](#bookmark18" \o "Current Document)

1. [1媒体关注对新股上市表现的假设设计 22](#bookmark19" \o "Current Document)
2. 2媒体关注对新股上市表现变量选择 23

4.2. 1媒体关注度指标的设定 23

1. 2. 2新股初始收益率的设计与分解 24
2. 2. 2媒体关注对新股上市表现的控制变量设定 25
3. 3媒体关注变量的数据来源 26

[第五章媒体关注对新股上市表现影响的实证分析 27](#bookmark22" \o "Current Document)

1. [1数据的统计性描述 27](#bookmark23" \o "Current Document)
2. [2媒体关注度的决定因素实证分析 29](#bookmark24" \o "Current Document)
3. [3媒体关注对新股上市首日表现影响的实证分析 34](#bookmark30" \o "Current Document)
4. 3. 1媒体关注对一级市场抑价率影响的实证分析 33

5. 3. 2媒体关注对二级市场溢价率影响的实证分析 35

5. 3. 3媒体关注对新股超额收益率影响的实证分析 38

5. 3. 4媒体关注对新股收益影响的总结 39

[5. 4](#bookmark38" \o "Current Document) **[IPO](#bookmark38" \o "Current Document)**[制度改革前后媒体关注对新股收益影响的实证检验 40](#bookmark38" \o "Current Document)

5. 4. 1媒体关注对二级市场溢价率分阶段检验的实证分析 ....40

5. 4. 2媒体关注对超额收益率分阶段检验的实证分析 44

5. 4. 3实证结果的原因分析 46

[5. 5本章小结 47](#bookmark44" \o "Current Document)

M鮮&结及建议 49

1. [1媒体关注对新股上市表现的影响总结 49](#bookmark46" \o "Current Document)
2. 2针对总结提出相应政策建议 - 49
3. [3本文的不足之处 50](#bookmark48" \o "Current Document)

[附录 51](#bookmark49" \o "Current Document)

[致谢 53](#bookmark51" \o "Current Document)

参考文献 \* 54

第一章绪论

1.1研究背景与意义

随着信息化时代的到来以及媒体网络的不断发展，新闻媒体在逐渐透入到人 们生活的同时，对人们的行为、投资决策产生了越来越深远的影响。国外的一些 研究表明，新闻媒体不仅对投资者的行为产生影响，而且会进一步的对股票价格 和收益产生影响。近年来，作为国外学术研究的新兴研究领域，新闻媒体对资产 收益的影响正在逐渐吸引越来越多的学者的目光。Mitchell和Mulherin(1994)， 通过研究实证了道琼斯指数发布的公告数量与市场的活跃程度有着密切的联系。 Klibanoff1等（1998)对新闻数量与封闭式国家基金之间的关系进行研究，发现新 闻报道会通过影响投资者的投资需求和影响资产的价格弹性从而对封闭式国家 基金的定价产生影响。Fang和PereSs2(2007)首次运用面板数据检验了不同的上市 公司的媒体新闻数量与其对应的股票横截面收益之间的关系，发现存在着“媒体 效应” ' 并且发现这种“媒体效应”产生的异常收益不会随着多因素风险因素 调整而减弱，基于这样的检验结果他们提出了 “信息风险补偿理论，认为这 种“媒体效应”是由于“信息风险补偿理论”引起的。Da，Engelberg and Gao 3(2011) 第一次采用“谷歌搜索量”这个指标来衡量投资者关注度，不同于以往学者对媒 体关注度的度量，他们直接通过“谷歌搜索量”这个来自于投资者的直接变量来 进行检验。他们不仅验证了搜索量的多少反映了个人投资者的关注行为的高低， 并且区分了不同的投资者的关注行为方式。研究表明不同投资者取得信息的渠道 不一样，相对于个人投资者更多地使用网络搜索引擎获取信息，机构投资者往往 采用专业的金融分析系统获取信息。

对于媒体对于新股IPO的影响，国外的学者也做了相关的研究，其中大部 分学者认为媒体新闻会对新股上市产生影响，但是对其影响机理存在着一定的分

媒体效应”是指关注度高的股票股价存在着显著的溢价，会在将来一段时间后发生股价反转。

@信息风险补偿理论是基于信息不对称理论提出来的，认为投资者是理性的，出现媒体效应是因为信息不 对称。 歧。一部分学者认为媒体新闻会对投资者情绪产生影响，例如：Derrien (2005) 4对新股上市后的表现做了实证分析，结论表明公司内在价值和投资者情绪是决 定新股上市后的价格表现两个关键因素。另一部分学者认为媒体新闻之所以对新 股产生长期的影响原因在于媒体新闻可以降低人们获取信息的成本，例如：Liu， Sherman和Zhang (2008) 5根据“有限关注”理论，认为媒体信息会吸引投资者 的注意力，并通过降低信息成本影响交易者行为，这与Merton (1987) 6的模型 一致，认为媒体新闻对新股的影响来自于降低了投资者的信息成本。还有一部分 学者认为在价格产生泡沫的时期，媒体关注度对新股收益的解释并不显著。例如 Galpin，Ray和Yu (2007) 7发现在经济出现泡沬的时期，媒体关注度对新股的 表现并不显著媒体，他们通过检验美国互联网发生泡沫时期的上市新股，发现互 联网公司和非互联网的公司经过多种风险因素的调整，其收益之间依然存在差 别，这一点媒体关注度并不能给与合理的解释。

但是相比欧美成熟的证券市场，我国证券市场作为一个新兴市场，其自身存 在着特殊性：首先从政策层面分析，我国从2006年6月重新启动IPO,经过两 年牛市至2008年，股市大幅下跌后IPO再次被终止，其后于2009年再次恢复。 尽管发行定价制度经过多次改革，但依然存在着许多异象;其次从市场层面分析， 我国市场透明度较低，信息不对称的现象比较严重，尤其是个人投资者获取信息 的成本较高，很容易更容易受外部因素的影响；再次从投资者层面分析，我国的 投资者理性价值投资者较少，普遍投机性较强，对信息更为敏感，容易出现过度 反应，表现为新股上市后的短期普遍，长期表现弱势，跌破发行价的股票比比皆 是；最后从研究层面分析，国内学者对于该领域的研究起步较晚，总体研究的还 比较少。对于媒体信息对新股上市的影响研究更为少，饶育蕾和王攀（2010)验 证了媒体关注度对首次公开发行股票（IPOs)表现的影响，验证出媒体关注投资 者有影响，并且通过投资者情绪影响股价的。8但是数据范围只局限于2006年至 2008年，对随后上市的股票并没有进行验证，媒体信息对于新股发行是否有影 响，究竟有何影响有待商榷。因此在当前情况下，研究媒体关注与新股收益这个 课题则是很有必要的，这对于防范风险、维护证券市场价格稳定、有效进行市场 监管具有现实意义。

1.2研究框架

按照理论分析、实证分析、对策分析的研究思路，本文分为以下六大部分： 第一部分绪论主要论述本文的研究背景和研究意义，并提出本文将釆用的 研究框架以及研究的创新之处。

第二部分国内外对于媒体关注与新股收益的研究综述本部分首先对IPO 抑价理论进行阐述；其次将对国内外研究媒体关注对资本市场影响的文献进行回 顾和整理归纳；最后对媒体关注与新股上市表现的研究文献进行整理归纳。

第三部分媒体关注影响新股上市表现的制度背景分析本部分首先从信息 传递的角度对于媒体关注对资产价格的影响做个理论分析，其次从我国实际情况 出发，系统的阐述了我国IPO制度改革的历程和我国媒体的发展情况。

第四部分媒体关注对新股上市表现影响的假设设计和变量选择本部分第 一小节首先进行本文的假设设计，第二小节在前面的理论综述基础设计实证的媒 体关注度代理变量、被解释变量和控制变量；第二小节对实证的数据来源、样本 期进行说明，构筑本文的实证研究模型。

第五部分媒体关注对新股收益影响的实证分析首先利用收集的数据进行 描述性统计；其次进行模型的实证研究，分别对媒体关注度的影响因素、媒体关 注对一级市场抑价率、二级市场溢价率及超额收益率的影响分别进行实证，并作 适当调整；再次IPO制度改革前后的数据进行分阶段检验；最后对实证结果进 行分析总结。

第六部分全文总结以及政策建议本部分根据前面理论、制度背景和实证研 究结果，做出全文的总结，并针对目前存在的问题提出针对性的建议，希望对监 管部门的更好的监管经济发展，合理维护经济秩序起到积极的作用。

1.3论文创新之处

本文的创新之处主要有以下几点：

第一、本文将新股上市后的初始收益率分解为一级市场抑价率和二级市场溢

价率，分别考察媒体关注度对新股定价合理性，以及上市后首日二级市场表现的

响。

第二、由于我国IPO制度进行了好几次改革，在2006年至2010年这个时 间段内，由于我们股市波动明显，IPO在一段时期内叫停，并在随后作了制度的 调整。本文另一创新之处是选取2006年至2008年，2009年至2010年两段数据 进行验证，考虑在不同的经济环境下媒体关注度对新股收益的影响，发现在同一 市场的两个不同的时期，媒体关注对新股收益表现的影响有着显著的差别，并从 “有限关注”的角度对实证的结果做出解释。

第三、前人对于IPO效应的研究一般是以传统金融学抑价理论为基础的研 究，本文基于行为金融学投资者情绪对于IPO效应的影响研究，创新的从媒体 关注的角度出发，通过检验不同的关注度的股票的收益表现，从而揭示媒体关注 通过影响投资者情绪从而影响IPO的过程，尝试从“过度关注弱势”的角度对 这种IPO首日超额收益的原因提出了理论解释。

第二章媒体关注对新股表现影响的研究综述

关于媒体对于新股IPO的影响，国内外很多学者做了相关的研究，虽然媒 体关注度是怎样作用与IPO的微观影响机理并没有形成统一的意见，但是大部 分学者还是认为媒体新闻会对新股上市产生影响。具体的影响方式有以下三种： 一部分学者认为媒体关注度对新股收益的解释并不显著，这种不显著主要发生在 泡沫经济时期，代表学者为Galpin，Ray和Yu (2007);另一部分学者基于传统 金融学视角认为媒体报道会对新股产生长期的影响，原因在于媒体报道降低了投 资者的获取信息成本，代表学者有Liu，Sherman和Zhang9 (2008);还有一部分 '学者基于行为金融学视角，认为媒体新闻会对投资者情绪产生影响从而影响股 价，代表学者为Derrien^ (2005)。本章首先对IPO首日超额收益现象及其理论 解释做一个综合阐述，再分别从国外关于媒体信息对资本市场影响的文献综述、 国内对于媒体信息对资本市场影响的文献综述以及国内外媒体关注对新股影响 的研究三个方面进行研究综述。

2.1新股丨PO首日超额收益现象的研究综述

2.1.1新股IPO首日超额收益现象及抑价理论

最早发现IPO首日超额收益现象的是Reilly和Hatfield ( 1969) 11，他们实 证分析了从1963年到1965年这一段时期内在美国市场上市的公司，发现在这一 时期内新上市的公司的首日的平均收益均高出市场同期收益率10%左右，随后很 多学者实证了这个结论，比如 McDonald and Fisher12 ( 1972)和 Ibbotson (1975X 于是这个现象在全世界范围内引起关注，通过研究表明几乎所有市场中都存在着 这种IPO首日超额收益的异常现象。

由于发现这个异常现象的时间是在二十世纪六七十年代，当时有效市场假说 非常盛行，大多数学者都基于有效市场理论的基础上解释这个问题，提出了抑价 理论，即新股上市日的价格反映了其真实价格，那么出现这…现象的原因是源于

定价的偏低，在这个抑价理论的基础上，学者们相继提出了很多假说，例如“赢

者诅咒”假说、前景理论、事前不确定性假说、信号传递理论等等。

2.1.2传统经济学对新股IPO首日超额收益的理论解释

Rock于1986年首先提出了 “胜者之咒”假说，该假说从信息不对称的角度 分析新股IPO中出现首日超额收益的原因。他将市场上投资者分为知情投资者 和不知情投资者，指出IPO首日超额收益的原因在于定价偏低，而发行环节定 价偏低的目的是为了吸引不知情投资者，鼓励他们加入市场。13

Ritter14 (1991)、Aggarwal 和 Conroy (2000)提出并证实了了市场气氛假说， 他们认为新股的首日抑价高低与市场的氛围有关，当市场不断向上时，投资者处 于谨慎考虑会持观望态度，为了吸引谨慎投资者，发行人往往会降低发行价格， 从而表现出新股抑价以及首日超额收益的现象。

Grinblatt 和 Hwang、Allen 和 Faulhaber、Welch15分别在 1989 年提出 了信号 显示模型。信号显示假说假设拟上市的公司比投资者信息充分，同时该模型还指 出上市公司可以委托信誉良好的承销商，以此吸引投资者，向投资者传递其值得 投资。

Benveniste和Spindt16在1989年提出动态信息收集假说，该假说认为承销商 为了更多的搜集投资者对于发行价定位的信息，从而釆取了累计订单询价方式以 获取信息。同时承销商认为较高的发行定价投资者不会反应真实的信息，为了鼓 励投资者反馈真实的意见给发行者和承销商，往往会制定一个比较低的发行价以 及更多的向投资者配售，因此表现出了新股抑价的情况。

Time、Hughes和Thakor提出了法律责任理论来解释IPO抑价现象，他们认 为通过发行低价股票，可以达到降低法律风险，从而规避法律责任的目的，这是 因为出于高股价给大众带来预期风险要小。同样支持法律责任理论的学者还有 Drake和Vetsuypens(1993)，他们发现与同一时期上市的公司相比，那些被官司 缠绕的上市公司具有更高的首日抑价率。

除了以上一些解释以外，还有一些学者提出了政府管制假说。他们认为政策 面的因素会导致出现IPO抑价的现象，比如相对经济管制环境比较宽松的地区，

在管制比较严格的国家或地区股票首日抑价情况会比较严重，这有可能是当局的

要求所致。 2.1.3行为金融学对新股IPO首日超额收益的理论解释

虽然抑价理论很好的符合了一级市场的信息不对称理论，但是对于新股长期 表现不佳等其他异象对抑价理论提出了较大挑战，并且被一些实证结果质疑。其 中学者白仲光和张维17 (2003)发现在中国的IPO市场新股发行定价不但没有偏 低，反而发行价格较高。种种异象对传统金融理性经济人的假设提出了挑战，在 这样的情况下，以投资者非理性为前提假定、以研究投资者非理性行为为研究对 象的行为金融学得到了越来越多的学者的关注与研究。研究表明行为金融学在过 度反应、羊群效应等金融异象中可以做出比较好的解释。

Fama18提出的有效市场理论作为传统金融学的核心理论是建立在三个假设 条件的基础上的：首先，投资者是理性的，他们能够正确的评估资产的内在真实 价值；其次，市场上不存在交易成本以及信息不对称的现象；最后投资者可以进 行零投资、无风险的套利行为。根据有效市场假说，理性的投资者会在第一时间 发现价格偏差，通过套利行为使价格永远反映资产的真实价值，即使市场存在着 不理性的噪音交易者，他们也不会对市场中的资产价格产生影响。但是行为金融 学对有效市场假说的假设条件产生了质疑，行为金融学认为首先投资者不一定是 理想的，种种实证结果都表明了市场中的噪音交易者占了大多数；其次投资者的 投资行为不是随机的，非理性的行为很可能是群体性的，表现出一定的趋同性， 例如市场上的羊群效应；最后套利不是完美的，而是有限的，因此非理性的投资 行为并不能完全通过套利行为而得到消除。随着行为金融学的不断发展，噪音交 易者、噪音交易模型和有限套利等等概念及理论的提出对金融学中的“羊群效 应”、“过度反应”等异像有着较好的解释。

Fisher Black ( 1986) 19提出了金融学中的“噪声”概念，噪声相对于初始的 信息，可能是源于初始信息的偏误或是在信息处理、传播过程中发生了偏差，运 用这些噪声进行交易的交易者就称为噪音交易者，噪音交易者中又分为理性噪音 交易者又名正反馈交易者和非理性噪音交易者又名情绪交易者。噪音交易者的存 在既会对市场带来好的影响，比如增加市场的流动性和提高市场资产的质量；也 会对市场带来不好的影响，比如降低市场的有效性和增加市场的波动性。

DeLong，Shleifer，Summers And Waldmann( 1990)构造了一个噪声交易者风险 模型。他们将金融市场上的交易者分成具有内部信息的信息交易者和不具有内部 信息的噪音交易者两类。其中噪声交易者根据噪声信息，依据自己的情绪进行交 易，研究表面在有噪音交易者存在的情况下，股票价格会发生明显的向上偏离的 现象。在噪声交易模型基础上，Tinic和Ritter等人提出了投资者行为理论来解释 IPO抑价的原因。他们认为市场存在的大量的噪声交易是导致新股的交易价格与 其内在真实价值发生偏离根本原因。新股上市交易时会发生过度反应的现象，投 资者根据自身的情绪进行交易，会对新股产生盲目乐观的估计以及疯狂的炒作行 为。因此，新股发行时的定价没有偏低，而是人们的盲目乐观情绪导致新股出现 超额收益，从而表现出了类似“新股抑价”的假象。

2.2国外关于媒体信息对资本市场影响的研究综述

在现实生活中，各种媒体成为社会大众获取相关信息的主要渠道（Dyck and Zingales，2002)，对投资者的决策有着十分重要的作用，但是在传统金融学有效 市场理论的影响下，新闻媒体作为一种重要的信息中介能否在资本市场中发挥其 重要作用的研究中，很多学者都抱有不同的看法，有学者认为媒体作为一种简单 的信息载体，媒体新闻根本不能对资本市场产生实质性的影响（Jensen，1979; DeAnglo and Gilson，1994，1996)oMitchell and Mulherin，（1994)和 Berry and Howe, (1994)发现《华尔街日报》中有关资本市场的金融报道短期内对市场活跃股票 的收益以及交易量没有显著影响。Roll (1988)的研究中得出了相似的金融报道 对股票收益和交易量影响不大的结论，但是他发现媒体报道对于影响市场波动的 系统性因素有较强的解释力。然而随着市场越来越多的出现“异象”以及信息经 济学、行为金融学研究的不断深入，人们对建立在有效市场理论上的传统金融学 假设产生了质疑，更多的从信息经济学和行为金融学的角度分析研究问题。

2.2.1基于信息不对称因素的媒体信息对资本市场影响

从理论上讲在有效的市场中，所有的信息都应该能够及时准确地传递给所有 的投资者，表现为信息的同质性，然而在实际中并不是所有的投资者都能及时公 平地得到所有的信息，这种信息的非同质性的现象即为信息不对称。出现信息不 对称的原因主要有以下两点：一是信息来源存在着差异，有公开信息与私人信息 之分；二是由于投资者自身的认知程度或是受教育背景存在差异，导致他们对信 息搜集、分析理解以及接受程度不同。传统的金融理论是基于资本资产定价模型 (CAPM)、套利定价模型（APT)、期权定价模型（OPT)等一系列经典金融学 理论建立起来的，沿袭了传统金融学的“理性范式”的研究思路。传统金融学的 核心之一就是有效市场假说（EMH)。有效市场假说的前提假设了资本市场价格 是能够反映所有公开信息的，在这样的假设下，媒体报道自然不会对整体市场产 生影响。同时，过去的一些研究也忽略了媒体报道间接影响股价以至于整个市场 的可能性。Shiller (2005)通过对美国1929-1987这60年的数次金融危机研究发 现，虽然媒体信息不是导致股市崩溃的直接原因，但是媒体报道引起了投资者更 多地关注，投资者过多的关注于当时的经济状况与股市波动情况，从而媒体信息 间接的成为股市崩盘的动力之一。

随着信息不对称理论的不断深入研究，大量文献表明新闻媒体报道在减轻市 场信息不对称性，提高市场有效性方面上面有着重要的作用。Merton (1987)从 理论上研究了媒体报道对股票价格的影响作用。在这篇文献中，他指出中小投资 者会通过关注财经报纸对上市公司的报道，购买上市公司的股票，随着公司的投 资者增加，上市公司的融资成本会降低，公司的实际价值会增加。并且他还特别 指出即使先前的公开信息并不被投资者所广泛关注，但是一方面随着信息的扩散 被更多的投资者所了解，另一方面随着上市公司详细的信息披露将会使了解的投 资者更加关注，从而达到增加投资者的人数，进而增强股票的流动性的作用。这 一结论也随后获得了 Botosan (1997,2000)等人的实证支持。与此同时越来越多 的学者发现了媒体信息与资产价格之间的关系，其中KlibanofT等（1998)对新闻 数量与封闭式国家基金之间的关系进行研究，发现新闻报道会通过影响投资者的 投资需求和影响资产的价格弹性从而对封闭式国家基金的定价产生影响。

Antweiler and Frank (2004)考察了因特网公告牌信息与股市活跃度的关系，发 现这种公告牌信息对股市收益影响较小，但是却能够预测市场的波动性。

随着媒体新闻和资产价格研究的不断深入，越来越多的学者关注于媒体信息 的密集报道是否能引起上市公司股票价格的大幅漂移，通过采用股票超额收益作 为公司事件的代理变量，研究事件发生后会对公司股票收益产生怎样的冲击和影 响。Chan (2003)研究发现不同内容的新闻会对股票价格产生不同的影响，坏 信息的报道会引起股价很强的漂移，好消息的价格异动会引起价格反转。Bushee (2007)对上市公司年度盈余公告事件与股票波动率的关系进行研究，发现公告 事件会对上市公司的股票收益和交易量产生较大的变化。Fang和Peress(2007用 面板数据)检验了上市公司每只般票的媒体关注度和股票收益之间的关系，发现 存在着“媒体效应”，即：媒体关注度低的股票存在显著的溢价。并且发现这种 “媒体效应”产生的异常收益不会随着多因素风险因素调整而减弱，基于这样的 检验结果他们提出了“信息风险补偿理论”。

2.2.2基于投资者情绪因素的媒体信息对资本市场影响

除了直接验证媒体信息与资产价格的影响之外，现在一部分学者也将目光集 中于研究媒体信息与投资者关注上，他们将心理学上的“有限关注”理论与金融 学中的信息不对称理论相结合，认为投资者的认知是有限的，他们更倾向于投资 自己具有信息优势的上市公司股票（Coval and Moskowitz，1991; Coval and Moskowitz，2001; Zhu，2008);另外一部分学者从投资者行为有限的角度分析， 认为投资者的认知和社会活动局限与本地，因此更容易产生本地偏好，即投资于 本地的上市公司股票。（Hong，Kubik and Stein, 2004)而媒体信息在通过对信 息专业搜集、分析、处理以及传播的过程中，有效的增加了获得信息的投资者的 数量、降低了投资者搜集数据的成本、减少了信息传播过程中的不对称性以及缓 解了投资者有限认知的局限。

随着媒体新闻和资产价格研究的不断深入，研究的方法和视角也更加细化 了。在研究的方法上，…部分学者将语言学加入到了研究中，借鉴计算机和新闻 学中的计算语言学的方法来具体研究媒体报道的内容、语言色彩、语气对上市公 司股价的影响。Tetlock (2007) 20首次利用语言内容分析法对《华尔街报纸》上 “每日一栏”的信息来进行判定，区分积极或是消极信息，发现消极的消息会是 股价下跌以及随后会发生反转。Antweiler and Frank (2005) 21也用了计算语言学 的方法，同时在研究视角上也进行了创新，他们关注与媒体新闻内容是涉及公司 什么方面的。他们发现股票价格在媒体信息冲击下会发生大幅度的波动，并且在 经济衰退时，公司规模小的公司股票价格和交易量的变化幅度更为显著。

2.3国内关于媒体信息对资本市场影响的研究综述

国内学术界关于财经媒体两大职能对资本市场影响作用的研究尚处于起步 阶段，文献关注范围比较零散，研究的目光更多的集中在将媒体作为外部监督， 研究对公司治理的影响，研究媒体与资产收益关系的学者还比较少。

其中关于信息传播职能对股票收益影响作用的研究主要是从吸引公众注意 力角度出发，许柳英，陈启欢（2005) 22沿用Barber和Odean的研究方法，把超 额收益率、超额交易量和新闻数量三个指标作为衡量注意力的指标变量，以此分 析注意力对于不同类型投资者买入行为的影响。研究发现个人的小户投资者更倾 向于买入引起他们注意的股票，中大类型的投资者没有明显与注意力相关的买入 行为，机构投资者则表现出了与公众注意力相关的策略性行为。饶育蕾等（2010) 借鉴Barber和Odean23 (2008)注意力驱动的股票交易的基本原理，利用2006 年1月到2009年4月的沪市交易数据，实证发现存在所谓的“排行榜效应” @。

我国直接考察媒体新闻与资本市场收益的文章，最早的研究可以追溯到饶育 蕾、彭叠峰和成大超（2010) 24他们沿用Fang和Peress的研究思路，通过研究 媒体关注度作用于月度收益率的表现，发现媒体对上市公司的关注度越高，在接 下来一个月中，其股票的平均收益率越低，即也存在着Fang和Peress提出的“媒 体效应”。但是他们用“有限关注”的理论解释媒体效应，所谓“有限注意”是 源于心理学上的一个概念，他们认为注意力是一种稀缺资源，人们过多的注意一 种信息就会忽视另外的信息。由于人的注意力是有限的，人们会将注意力集中与 @财经媒体所披露的前十名涨幅排行榜的公共信息构建股票组合，在次□可以获得比相应对照组合高出个基 本点的超额收益。

一些表现显著的信息上，因此受到新闻媒体的影响，人们会出现注意力驱使买入 行为，从而形成对市场上某些热点现象的过度反应，随着时间的推移，价格回归 于真实价值，继而形成了“长期关注弱势”的情况。而并非“信息风险补偿理论”。 同时饶育蕾和王攀（2010)验证了媒体关注度对首次公开发行股票（IPOs)表现 的影响，证实了媒体信息是通过影响投资者情绪进而影响新股表现的。

2.4国内外关于媒体信息对新股**IPO**影响的研究综述

关于媒体对于新股IPO的影响，国内外很多学者做了相关的研究，虽然媒 体关注度是怎样作用与IPO的微观影响机理并没有形成统一的意见，但是大部 分学者还是认为媒体新闻会对新股上市产生影响。具体的影响方式有以下三种： 一部分学者认为媒体关注度对新股收益的解释并不显著，这种不显著主要发生在 泡沫经济时期，代表学者为Galpin，Ray和Yu (2007);另一部分学者基于传统 金融学视角认为媒体报道会对新股产生长期的影响，原因在于媒体报道降低了投 资者的获取信息成本，代表学者有Liu，Sherman和Zhang (2008)，这也与Merton (1987) 25的模型一致，对于媒体新闻对新股的影响来自于降低了投资者的信息 成本；还有一部分学者基于行为金融学视角，认为媒体新闻会对投资者情绪产生 影响从而影响股价，代表学者为Derrien (2005)、Cook，Kieschnick和VanNess (2006)实证发现投资银行可以利用新闻媒体影响投资者情绪。国内有关这个问 题研究的学者有：饶育蕾和王攀（2010)验证了媒体关注度对首次公开发行股票 (IPOs)表现的影响，证实了媒体信息是通过影响投资者情绪进而影响新股表现。

第三章媒体关注对新股表现影响的制度背景分析

由前述文献总结可看到，无论是信息经济学或是行为金融学对于新股上市出 现首日超额收益的原因以及媒体新闻对资产价格产生影响均提出了自己的见解。 然而，每个国家实际情况不同，我国无论是IPO制度的变迁还是新闻媒体的发 展都与国外有着很大的差别，我们需要在前文理论研究的基础上契合我国的资本 市场的实际情况。因此第三章分为三个部分，首先对媒体信息在资本市场的整个 传导机制做一个理论阐述；其次结合我国的实际情况对我国新股IPO制度的变 迀以及上市首日溢价的现状做一个全面综述；最后将我国新闻媒体的发展及影响 做一个概述。

3.1媒体信息在资本市场的信息传导机制研究

现有文献通过实证分析发现，媒体通过搜集、证实、选择和包装信息最终影 响了资产价格（Huberman 和 Regev，2001; Dyck 和 Zingales，2003; Nguyen-Dang， 2005)。Dyck和Zingales (2003)认为媒体影响了知情交易者的数量，增加了信 息的可信度，最终影响了投资者决策。而Barber和Odean (2003)认为投资者是 有限理性的。媒体不仅影响了投资者的信息获取，更是通过影响投资者的注意力 从而影响了投资者行为。但是现有的文献都普遍表明媒体会影响资产价格，但是 影响的传导过程和微观机理却很少有人关注。该部分试图理清媒体、投资者行为 和资产价格之间的关系，通过研究加入媒体的股票市场信息传导过程，做出一个 详细的信息通过媒体影响投资者行为进而影响资产价格的理论探讨。

表3.1信息、媒体、投资者、资产价格关系阐述表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 信息 | 媒体 | 投资者行为 | 资产价格 |
| 这里的信息是 | 媒体是搜 | 理性与非理性 | 投资者参与度 |
| 指无偏的本源信 | 集、选择、包 | 投资者，机构投资者 | 与投资者关注度不 |
| 息，相对于噪声 | 装的过程 | 与私人投资者 | 同影响资产价格 |

在推导股票市场的信息传导机制之前，首先需要了解整个传导过程里的各个

主体和其中的各个传导过程。整个传导过程中涉及信息、媒体、投资者、资产价 格四个主体以及四者之间的相互作用关系，下面对这四个主体和之间的作用关系 进行详细的探讨。

第一、这里的信息指的是公开、无偏的本源信息，即真实的事件。这些信息 经过媒体的处理，传播给投资者，这些被处理过的信息影响了投资者的行为进而 影响了资产价格，信息分成两种：公开信息、内部信息，内部信息不通过或者是 在一段时期内不通过媒体渠道发布。

第二、媒体对信息的处理过程是指对信息是搜集、实证、选择、传达的过程， 通过媒体传播的信息与真实的本源信息相比存在着以下的关系：首先，信息经过 媒体的搜集、筛选、包装、发布，降低了投资者的信息获取成本，即降低了投资 者的参与成本；其次，信息经过媒体处理并非是无偏的本源信息，而是有偏的信 息，这种有偏性可能来自于媒体自身看待问题的视角或是来自于监管者的政策导 向；最后，投资者的信息需求也会影响媒体的信息偏好。投资者会更多的倾向于 接受自己喜欢的信息，抵制自己厌恶的信息，媒体会随着投资者的喜好进行信息 处理。按照影响范围大小媒体可以分为两种：主流媒体；非主流媒体。按照媒体 发布信息的好坏可以分为：正面媒体信息和负面媒体信息。不同影响力的媒体决 定了投资者参与度的大小进而影响了资产价格，不同的媒体信息类型决定了投资 者的投资方向进而影响了资产价格波动方向。26

第三、按照投资者是否理性，市场投资者分为理性投资者和非理性投资者。 基于理性人假定，如果假定投资者是理性的，每个投资者都会客观的对待信息， 也就是说信息作为一种公共知识被大家所知。媒体通过投资者对资产价格的影响 并非是影响了投资者的情绪，而是起到了增加信息和增加认知的作用。增加信息 是指改变了市场的理性结构，也就是改变了知情交易者和不知情交易者的比例关 系，从而引发了投资比例的变化，进而资产价格变化；增加认知是指媒体的信息 传播使更多的投资者认识到投资机会，减少了投资的信息成本，扩大了投资者的 参与数量，从而影响了资产价格。然而随着行为金融学的发展，行为金融学认为 投资者是非理性的，至少是有限理性的。根据行为金融理论的研究，媒体信息引 起股价的变化并不在于其扩展了投资者对股票的认知或是带来了多少信息，而在 于其影响了认知局限约束的下行为选择。因为投资者面临认知局限，从而只投资 能够引起自己注意力的投资组合。（Barber和Odean，2003)。

按照投资规模大小，市场上的投资者分为机构投资者和私人投资者。在有效 市场理论框架下，机构投资者被视为理性的套利者，当市场出现错误定价时，机 构投资者理性的投机活动能迅速使股票价格回归到理性水平（Fama，1965)。但 行为金融学则指出，各种风险、成本和代理问题会阻碍机构投资者实施套利 (ShleiferVishny27，1997);相对机构投资者，个体投资者投资资金匮乏、投资 能力有限、控制风险意识薄弱、搜集信息的边际成本较高。

第四、在传统的有效市场假说下，资产价格反映了资产的全部信息，媒体报 道的信息即使包含了新的信息量也会立即释放到股价中，不会对股价产生实质性 影响。然而现有的文献都表明媒体会对资产价格产生影响，但是怎样影响的微观 机理却很少有人作全面的分析，资产价格的变动必然来自于投资者行为的变化， 媒体通过影响投资者行为，进而通过影响投资者的参与度、投资者的关注度以及 投资者的投资类型最终引起了资产价格的变化。以往的文献多数都是直接研究媒 体新闻与资产价格的关系，而本文尝试从研究媒体新闻、投资者行为以及资产价 格的关系，希望能从微观的角度揭示影响机理。

3.2我国**IPO**制度的发展历程

IPO的监管制度大体上可以分为审批制、核准制和注册制三者。不同的审核 制度存在着明显的区别，适用于不同的市场经济环境。一般而言成熟的市场多釆 取注册制，而新兴的在市场经济发展初期的市场一般多釆取审批或核准制。我国 在釆取过审批制，目前为核准制。其中根据推荐权的分配方式又分为“通道制” 和“保荐制”。整个监管制度的发展流程如下图所示：

表3.2我国**IP**0监管制度发展历程

|  |  |
| --- | --- |
| 监管制度 | 颁布的规章制度 |
| 严格审批制 | 1989年《关于企业股票发行的审批管理原则》最早的部门  规章。 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | 1992年10月，证券委和中国证监会，标志着中国集中统一 |
|  |  | 的市场监管体系的初步建立。 |
| 审批制过渡核准制 | | 1999年《证券法》规定国务院管理机构负责核准股票发行 |
|  |  | 申请。证监会下发改委通票表决是否通过，证监会发核准公 |
|  |  | 口 〇 |
| 核  准 | 通道制 | 2000年3月16日中国证监会发布《证监会股票发行核准程 |
| 制  阶 |  | 序通知》，标志着IPO发行由审核制正式进入了核准制，同 |
|  |  | 时规定承销商以只能推荐2-9个公司的方式进行额度管理。 |
|  | 保荐制 | 2003年通过《证券发行上市保荐制度暂行办法》。 |

资料来源：证监会网站资料整理

IPO定价机制目前主要有四种，分别是固定价格机制、拍卖机制、累计投标 询价机制和混合定价机制。其中固定价格机制一般运用在新兴市场国家比如马来 西亚、新加坡以及我国的台湾地区；拍卖机制广泛运用于日本和一些欧洲国家； 累计投标询价制度最为常用，一般运用于英美等发达的资本市场，且研究表明釆 用累计投标询价制度可以提高市场定价效率，反应IPO项目的真实价值。目前 我国釆取的累计投标询价制度，以下将我国经历的IPO定价机制进行一个梳理:

表3. 3我国丨**P**0定价制度发展历程

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 定价机制 | | 颁布的规章制度 | |
| 行  政  定  价  阶  段 | 固定价格 | 1994年以前，定价没有相应的规章制度可循，价格由发行 人与承销商商定，采用固定价格定价方式。  1996年以前，定价釆取每股税后利润乘以市盈率（限制不 超过15倍）计算，具体税后利润统计口径经过多次调整。 | |
| 相对固定 市盈率 |
| 放宽发行市盈率定 | | 1997年颁布《证券法》规定，“股票发行采取溢价发现的， | |
| 价阶段 |  | 其发行价格由发行人与承销的证券公司协商确定，报国务院 | |
| (1997年7月到 | | 证券监督管理机构核准。” 1999年2月，证监会颁布《股票 | |
| 2001年上半年) | | 发行定价分析报告指引（试行）》，逐步放宽对市盈率的管制。 | |
| 严格管制市盈率定 | | | 2〇〇1年3月至2004年期间，新股发行上市实行承销商推荐 | |
| 价（2001年下半年 | | | 制，釆取的是通道制，期间为控制风险，监管部门重新限制 | |
| 到2004年） | | | 了市盈率发行上限（不超过20倍）。 | |
| 询价阶段 | | | 2005年后，随着市场的进一步发展和投资者的逐渐成熟， | |
| (2005年初至 | | | 监管部门对新股发行体制进行了重大改革，推出了询价制 | |
| 2009 年) | | | 度。不同于英美的累计投标机制，目前我国的询价制度实际 | |
|  | | | 上是一个累计投标与固定价格公开发售的混合机制。 | |
| 新股定价改革阶段 | | | 在新股发行定价与二级市场价格严重脱节的情况下，2009 | |
| (2009年6月至 | | | 年6月10日证监会正式发布了《关于进一步改革和完善新 | |
| 今） | | | 股发行体制的指导意见》。 | |

资料来源：证监会网站资料整理

目前的新股定价制定与之前相比，涉及方面较多，采取分步实施，逐渐完善 的改革方式，更能够有效的抑制投机行为，控制风险。现将改革前后的制度进行 一个对比。

表3. 4 2009年新股发行制度改革主要内容

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | | 主要内容 | | 改革前 | | 改革后 | |
| 初步询价 | | 询价参与 | | 询价对象 | | 配售对象 | |
| 阶段 | | 方 | |  | |  | |
|  | | 报价方式 | | 价格区间和申购意向 | | 申购价格和申购数量 | |
| 累计投标 | | 与初步询 | | 不参加初步询价则无法参 | | 不参加初步询价怎无法参 | |
| 阶段 | | 价的惯性 | | 加累计投标询价 | | 加累计投标询价：杜绝低报 | |
|  | | 系 | |  | | 尚头和局报不头 | |
|  | | 申购数量 | | 高于最低申购数量 | |  | |
| 网上发行 | | 与网下发 | | 配售对象可以同时参与网 | | 不低于初步询价阶段有效 | |
| 阶段 | | 行的关系 | | 上、网下发行 | | 申购价格所对应申报数量 | |
|  | |  | |  | | 之和 | |
|  | 申购数量 | | 单一账户不得超过9999.9  万股 | | 单一证券账户原则上不超 过本次次网上发行股数的 千分之一 | |
| 风险揭示 |  | | 主要体现在招股说明书中 | | 刊登《投资风险特别公告》 | |

资料来源：证监会网站资料

3.3我国财经媒体的发展历程及其影响

目前，大多数的投资者获取财经报道的途径主要为财经类电视节目、经济类 报纸、以及网络上对公司的信息披露和新闻转载。本篇文章的数据釆集主要来自 于各大网站的财经新闻报道，考虑到网站的报道多数是对财经类报纸和杂志的装 载，因此在这里主要梳理我国财经类报纸杂志与网络的发展历程。需要说明的是， 虽然电视节目的是投资者信息获取的一个主要渠道，但是考虑到数据较难采集且 没有统一的衡量标准，本篇文章中没有做相关电视节目数据的采集。

伴随着改革开放后经济的高速发展，我国的媒体也走过了高速发展的30年， 根据不同的发展阶段，媒体发展主要分为以下三个阶段28:第一个阶段是从1978 年到1989年，我国主要的财经媒体是报纸，具有代表性的财经类报纸是由国家 行政机关主办的带有强烈政府色彩的报纸，包括《市场报》、《经济参考报》和《经 济日报》等等，内容多是反映国家宏观经济形式、分析经济政策以及发布经济数 据为主，而对于产业以及公司的报道并不多；第二个阶段是从1989年到1999 年，这个阶段是我国媒体业成长的一个阶段。伴随着经济的高速发展，股票、债 券市场的建立，《证券法》的出台，我国资本市场经历了从无到有，从小至大的 全过程，与此同时投资者对于财经媒体的渴求也与日俱增。在这个时期国家各个 部委纷纷办报，大大丰富了财经报纸的类型，主要代表有《中国证券报》、《上海 证券报》、《证券时报》、和《中国经济导报》等等，杂志具有代表性的则是1998 年《财经》的创刊，《财经》杂志的创刊拓宽了证券新闻的报道领域，并且凭借 其深入的釆访报道，对内幕的犀利揭露吸引了大量的业界人士、投资者以及新闻

同行的关注。④；第三个阶段是2000\_2011年，出现了一批新兴的市场化的财经 媒体，这个阶段媒体之间的互动性增加，媒体公司的新闻报道一般都跨媒体报道。 新兴的报纸从形式上来讲更接近于英国的《金融时报》、美国的《华尔街日报》， 釆用完全市场化的运营模式，深入报道财经事件内幕，预测政策走向。其中代表 性的报纸有《第一财经日报》、《21世界经济报道》和《经济观察报》等等。其 中《第一财经日报》与2004年创刊，信息的互动不仅在企业的股东之间，更在 企业所掌控的网络、杂志、电视和广播等方面传播。

表3. 5 2009年财经报纸市场份额和竞争指数排行

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 排名 | 媒体名称 | 市场份额 | 竞争指数 |
| 1 | 21世纪经济导报 | 27.54% | 1.99 |
| 2 | 第一财经曰报 | 13.85% | 1.01 |
| 3 | 经济观察报 | 13.77% | 1.68 |
| 4 | 中国经营报 | 8.21% | 1.08 |
| 5 | 证券时报 | 7.62% | 1.27 |
| 6 | 中国证券报 | 5.98% | 1.44 |
| 7 | 华夏时报 | 4.14% | 1.35 |
| 8 | 金融时报 | 3.06% | 1.36 |
| 9 | 国际商报 | 2.24% | 1.35 |
| 10 | 证券日报 | 1.66% | 1.03 |

来源：中商情网<http://askci.com>

同时在这个阶段随着网络的不断发展，改变了传统的媒体格局，分离了部分 的报纸类媒体的资源，丰富了媒体种类和传播渠道，满足了大众对于财经信息的 需求，成为了传播财经信息的主要渠道。并且网络技术的兴起直接导致财经媒体 在内容选择标准和处理方式发生根本性的变革，一方面不仅是指证券市场行情信 息主要是通过网络来传播的，另一方面绝大多数的交易者也改变了传统的在交易 所进行交易的方式，更多的从互联网上各家券商的专业软件上获取专业的信息进 行操作，因此从某种意义上说网络成为了投资者获取上市公司信息的主要渠道。 通过下表我们可以清晰地看到从2001年以后，财经网站的市场份额呈稳步上升

《财经》杂志创刊号封面文章就选取了“琼民源事件”。

趋势，尤其是在2008年之后财经网站的市场份额已经接近整个市场份额的一半 了，而报纸和电视节目的市场份额则呈现迅速下降的趋势。

表3. 6财经媒体市场份额变化表

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
| 财经电视节目 | 51.7 | 47.5 | 43.1 | 39.4 | 36.3 | 31.8 | 28.2 | 25.8 |
| 财经报纸 | 36.9 | 34.7 | 32.1 | 29.3 | 27.2 | 24.3 | 22.3 | 20.8 |
| 财经杂志 | 1.2 | 1.3 | 1.7 | 1.9 | 2.2 | 2.3 | 2.6 | 2.7 |
| 财经网络 | 10.2 | 16.5 | 23.1 | 29.4 | 34.3 | 40.1 | 44.1 | 46.5 |
| 其他媒体® |  |  |  |  |  | 1.5 | 2.8 | 4.2 |
| 合计 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

数据来源：CNN IG相关数据整理

该部分主要介绍了媒体关注与新股发行的制度背景，简单论述了 IPO监管 制度和发行定价制度的改革以及我国媒体市场的发展。媒体的发展不仅对整个证 券市场产生了深远影响还对投资者带来了影响。

对于整个证券市场而言，财经类媒体的发展首先可以提高市场的整体运作效 率。作为专业化的信息处理中介，媒体凭借其更够高效的搜集、分析处理以及传 播信息的优势，更够充分、及时、快捷地向投资者传递国家的宏观经济信息、证 券的买卖信息和上市公司披露信息甚至内幕信息，降低了投资者的信息获取成 本；其次可以提高资本市场信息的质量和深度，加深投资者对于经济问题以及股 市信息的认知程度从而能够使得投资者获得全面而又完整的上市公司信息；再次 通过媒体的广泛传播与报道，可以增加了获知信息的投资者的数量，降低了市场 上信息的不对称性。最后媒体可以执行外部监督公司治理的职能，一方面直接以 调查性报告向社会舆论披露相关事实，另一方面可以通过舆论压力和声誉影响的 方式来发挥它的外部监督治理作用。

对于投资者而言，媒体新闻可以更好的传递财经信息，指导各类投资者的经 济行为。企业通过财经信息能够更好地分析经济形势，把握宏观长期趋势，修正 其投资决策；个人通过关注财经信息可以指导其实际投资行为，因为在股票交易 中，信息的获取是相当重要的，谁能最早获取准确的信息就意味着谁能最快知道

@其他媒体：主要指手机广播、户外广告、移动电视和电子杂志

股票定价是否准确从而可以从中套利。既然资本市场信息对投资者是如此的重 要，那么以准确传播真实客观的资本信息为其根本职能的财经媒体，就应该充分、 准确、及时的报道信息使得投资者更清晰地了解上市公司的经营状况，更准确的 判断出股票的价值，从而使得他们能够更好的控制其风险。

在这种情况下研究媒体新闻对资本市场的影响有着十分现实的意义，而媒体 关注对新股收益究竟有何影响，会在本文的第四、第五、第六部分做详细的探讨。

第四章假设设计和变量选取

4.1媒体关注对新股**IPO**表现的假设设计

饶玉蕾、王攀（2010)首先检验了中国股票市场的媒体关注对于新股的表现, 证实了媒体通过影响投资者情绪，对新股产生短期正向影响，但是随着投资者情 绪的消退则会产生长期负向影响。但是他们一方面只检验了 2006年6月到2008 年6月上市的246家股票的发行情况，检验的上市公司数量较少且时间较短，对 于整个市场的长期表现不具有参考性；同时2006至2008年正好处于我国股市连 续上扬阶段，市场普遍投资者情绪较高，得出媒体新闻通过影响投资者情绪影响 新股表现的结果不具有普遍性。在此情况下本文通过对2006年6月到2010年 12月31日上市发行的621只股票进行统计分析和实证建议，尝试对我国市场媒 体关注对新股的表现做一个验证，并分别对2006年6月到2008年9月，以及 2009年6月到2010年12月31日两个时间段发行的股票进行检验。

由于我国市场尚不成熟，投资者更多是一些噪声投资者，他们依靠自己的情 绪进行交易。同时新股发行作为市场热点现象，向来为各大媒体所关注，在一段 时间内新股凭借极低的中签率和极高的初始收益率吸引了无数投资者狂热的投 资情绪。行为金融学对于新股IPO异象做出了理论上的解释，同时很多国内学 者通过研究也证实了投资者情绪会对新股IPO异象有较强的解释力，包括韩立 岩、伍燕然29 (2007)周孝华、李纯亮、梅德祥（2008)等。基于以上观点，本 文提出以下假设：

假设1.•新股上市之前的媒体关注度越高，新股首日的初始收益率就越高。

上市公司股票的媒体关注度不同会吸引投资者对该只股票的关注度，而媒体 关注除了受到公司规模、股票发行数量、公司缋效等传统的影响因素外还有可能 受到整个市场表现的影响，不同阶段的市场中整体投资者的投资情绪是不一样 的，媒体关注度对于不同阶段的市场可能产生不同的影响。基于以上观点，提出 以下假设：

假设2:在牛市和熊市中，媒体关注度不同对新股表现出现不同的影响。

4.2媒体关注对新股**IPO**表现的变量选取

4.2.1媒体关注度指标的设定

关于关注度的代理指标的设定并没有统一的标准，一般是用能引起投资者关 组的事件或是信息作为代理变量。Gervais，Kaniel和Mingelgrin使用股票的交易 量作为引起投资者关注的指标；Fang和Peress用报纸上的新闻数量作为媒体关 注度的代理指标；Barber and Odean (2006)首次全面的谈论了注意力驱动的股 票行为，该文章将超额交易量、极端收益以及新闻作为吸引注意力关注的事件。 除此之外其他学者在此基础上又提出了其他一些代理变量，包括广告支出 (Chemmanur and Yan3G，2009; Lou，2009);盈余公告的周历效应(Dellavigna and Pollet31，2009);盈余公告数量(Hirshleifer，Lim and Teoh32, 2009)。Da, Engelberg and Gao33 (2011)第一次采用“谷歌搜索量”这个直接源自于投资者行为的变量来衡 量投资者的关注度。本文考察的是媒体关注与新股IPO表现之间的关系，因此 参照Fang和Peress的研究思路，将互联网的百度新闻中每个上市公司IPO发行 阶段到上市阶段的新闻数量作为衡量媒体关注度的指标，并作对数化处理。

4.2.2初始收益率变量的设计与分解

一般而言，新股初始收益率是指新股上市后首日在二级市场取得的收益相对 于其一级市场的定价，所给投资者带来的回报。计算方式为新股首日收盘价减去 新股发行价的差值除以新股发行价。新股的初始收益率又包含两个部分，一个是 一级市场抑价率，即新股的发行价相对于首日开盘价抑价的部分，该指标主要是 衡量定价的合理性，计算方式为新股首日开盘价减去新股发行价的差值除以新股 发行价；二是二级市场溢价率，即新股首日收盘价相对于其开盘价溢价的部分， 更多的代表当日市场对新股的追捧程度，计算方式为新股首日收盘价减去新股首 日开盘价的差值除以新股首日开盘价。具体的定价公式与相互关系如下

需要说明的是本文的三个变量都是做的对数处理。= ^ &

PiP - pk

pjB ~ pig

p.P

*i* ~Pic

公式中A是指新股初始收益率，是指新股一级市场抑价率，'是指新股二

级市场溢价率。6。是指新股的发行价，Pip是指新股首日开盘价，pis是指新股首 日收盘价。这三个公式之间的关系如下所示：

1 + Ri= (1 + 〜）（1 +化）

本文检验媒体关注对新股上市后表现的影响，为了更加细分的考察媒体关注 度就究竟作用于新股初始收益的哪个部分，一次本文将新股初始收益率进行分 解。将上市新股的一级市场抑价率和二级市场溢价率作为被解释变量，变量作对 数处理。将一级市场抑价率和二级市场溢价率作为两个被解释变量分开讨论原因 是二级市场溢价率是指当日的收盘价除以开盘价取对数，更多的代表市场上的投 资者情绪；而一级市场抑价率是用首日开盘价除以发行价取对数，更多的考察新 股定价的合理性。

进一步，本文将定义为市场收益率，为新股超额收益率，排除市场

的表现对于新股表现的影响，具体关系为：

**1** Rir

置。

1〇

4.2.3媒体关注对新股IPO表现的控制变量的设计

控制变量包括媒体关注度指标、公司规模、发行规模、公开发行数量、净利 润增长率、主营业务收入，公司年龄。添加这些控制变量的原因有以下几点：首 先考虑到公司规模和发行规模对新股上市后表现有影响，因此加入公司规模、公 开发行数量和发行规模三个变量；其次考虑到公司财务指标代表着公司的实际经 营状况，是公司内在价值的体现，因此选取上市前两年公司净资产收益率和主营 业务收入的平均值作为财务指标变量；最后考虑到公司成立时间越久，投资者对

】nPio ’

二者关系为

这个公司越了解，信息不对称的情况越低，因此加入公司年龄这个变量。虚拟变 量包括行业变量和实际控制人变量，行业变量考察不同的行业由于媒体关注度不 同，新股上市表现是否有不同影响，具体的行业分类见附录；实际控制人变量考 察国有控制与非国有控制由于媒体关注度不一样是否对新股上市表现产生影响。 具体的变量类型和变量定义如下表所示：

表4.1变量定义

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 变量名  称 | 变量符号 | 变量  类型 | 变量定义 |
| 二级市 | RS | 被解 | 当日的收盘价除以开盘价，并作对数处理 |
| 场溢价 |  | 释变 |  |
| 率 |  | 量 |  |
| 一级市 | RP | 被解 | 当日开盘价除以发行价格，并作对数处理 |
| 场抑价 |  | 释变 |  |
| 率 |  | 量 |  |
| 媒体关 | MEDIAAT | 解释 | 新股名称在百度新闻中搜索，搜索时间为发 |
| 注度 |  | 变量 | 行日到上市日前一日国内媒体对该股票报道 |
|  |  |  | 的数量，并作对数处理 |
| 公司规 | ASSET | 控制 | 公司的注册资本 |
| 模 |  | 变量 |  |
| 发行规 | OFSIZE | 控制 | 公司首次公开发行股票的规模，用实际募集 |
| 模 |  | 变量 | 资金表示 |
| 公开发 | OFNUM | 控制 | 公司首次公幵发行股票的数量 |
| 行数量 |  | 变量 |  |
| 净资产 | ROE | 控制 | 公司首次公开发行前两年度的平均净资产收 |
| 收益率 |  | 变量 | 益率 |
| 每股营 | INCOME | 控制 | 公司首次公幵发行前两年度的平均每股总营 |
| 业收入 |  | 变量 | 收入 |
| 公司年 | AGE | 控制 | 公司自成立日到上市日的时间 |
| 龄 |  | 变量 |  |
| 行业分 | INDUSTRY | 虚拟 | 依据证监会的行业分类标准对行业进行分 |
| 类 |  | 变量 | 类，一共有13个行业。 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 实际控 | CONTROLLER | 虚拟 | 依据实际控制人是否是国有控制进行划分， |
| 制人 |  | 变量 | 是国有控制的上市公司用1表示，其他用0表 |
|  |  |  | 示 |

4.3媒体关注对新股**IPO**表现的变量指标的数据来源

中国股票市场与2005年开始对股票发行实行询价制度以及进行了股权分制 改革，并从2006年6月开始重新启动了新股IPO，由于出现了市场投资者投机 情绪较强，首日超额收益较大的情况，于2006年下半年再次停止新股上市，直 到2009年6月重新恢复。基于我国IPO制度的变迁，本篇文章数据选取的起始 点为2006年6月，同时考虑到本篇文章中会做长期反转检验，因此剔除上市不 满一年的数据。本文最终选取2006年6月到2008年9月，2009年6月到2010 年12月31日的市场行情数据作为本次实证的数据来源。

媒体关注对指标的数据来源是互联网的百度搜索中的新闻高级搜索，具体搜 索方式是将新股名称在百度新闻中搜索，搜索时间为发行日到上市日前一日，搜 索内容为国内媒体对该股票报道的数量。运用这种搜索方式，在2006年6月到 2010年12月这个区间内一共手动搜集716家A股（不包括ST股票）上市公司 的媒体新闻报导数量样本，除去数据缺失的样本以及数据前5%和后5%的极限 情况，最终选取了 621个上市公司的新闻数量作为实证的媒体关注度代理指标数 量。其他指标的来源全部来自于WIND资讯。

第五章媒体关注对新股收益影响的实证分析

上文对实证的假设设计、变量选取和实证数量来源做了一个概况，本部分主 要对这些数据进行统计性描述和实证分析，通过对实证结果的分析，尝试验证前 文的假设设计。

5.1数据的统计性描述

本章首先对于搜集到的数据进行变量的描述性统计，统计的变量包括一级市 场抑价率、二级市场溢价率、媒体新闻报道数量、资产规模、首发募集规模、首 发募集数量、公式前两年平均净资产收益率、每股营业收入和公司年龄。计算出 这些数据的均值、最大值、最小值、中位数、标准差，从数据本身定量的进行描 述性分析。

表5.1变量的统计性描述

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | RS | RP | MEDIAAT | ASSET | OFSIZE | OFNUM | ROE | INCOME | AGE |
| 均  值 | 3.02% | 49.04% | 1073.20 | 97544.67 | 127641.26 | 10409.33 | 31.53 | 7.05 | 4.28 |
| 最  大  值 | 104.60% | 174.43% | 7830.00 | 18302097.78 | 6680000.00 | 400000.00 | 107.63 | 76.15 | 19.00 |
| 最  小  值 | -28.77% | -10.46% | 162.00 | 5249.60 | 9045.00 | 900.00 | 2.65 | 0.44 | 0.00 |
| 中  位  数 | 1.98% | 42.53% | 770.50 | 22000.00 | 59550.00 | 2919.00 | 29.07 | 4.91 | 3.00 |
| 标  准  差 | 11.75% | 36.44% | 1027.16 | 774438.15 | 356093.41 | 36175.70 | 14.10 | 7.14 | 3.31 |

数据来源：wind数据和百度新闻

从表5.1可以看出新股上市存在着明显的溢价情况，其中一级市场抑价率均

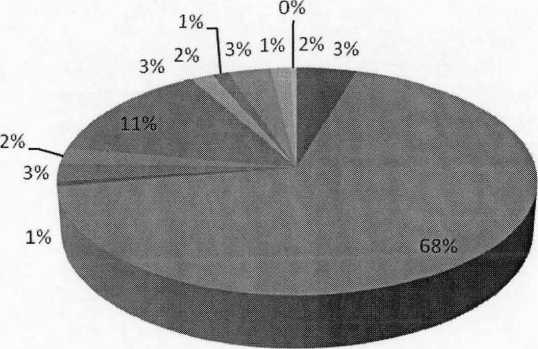
值为49.04%比二级市场溢价率均值3.02%要高出许多，说明人们对于新股发行 价格预期较高，实际上的新股定价比人们预期的要低，也就是出现了新股抑价的 情况，但是这种情况是由于定价本身较低还是人们对新股上市后盲目乐观估计导

致开盘价虚高所造成的抑价假象还需要进一步实证证明。本文用新闻数量衡量新 上市公司的媒体关注度，新闻数量全部用手工搜索统计，从媒体关注指标可以看 出上市之前媒体对上市公司的新闻报道平均达到1073条，平均每天媒体报道量 为106.32条。但是不同公司之间的媒体关注差别非常大，最多有7830条新闻报 道，最少只有162个新闻报道，是什么原因导致媒体关注分布不均匀，下面将媒 体关注度指标分解，研究分析究竟什么因素造成了媒体关注度差距过大。

本文中采取证监会对行业的划分办法，将620个上市公司的数据按照13各 行业进行划分，并在下面的实证中将行业作为虚拟变量带入检验，具体的行业划 分及数量见表5.2。通过表5.2我们可以看出630个上市公司的股票的行业分布 并不平均，其中制造业占据了半壁江山以上，占整个统计样本的68%，其次为社 会服务业，占据样本比例为11%，其他行业的上市公司数量较少，分布较为平均， 占样本比例的1%-3%不等。

表5. 2行业划分的统计性描述

行业划分



飄1、农、林、牧、渔业 ■ 2、釆掘业 麵3、制造业

麗4、电力、煤气及水的生产和供应业 調5、建筑业 麵6、交通运输、仓储业 醒7、信息技术业 議8、批发和零售贸易 鐘9、金融、保险业 讎10、房地产业 國11、社会服务业 戀12、传播与文化产业 纖13、综合类

数据来源：wind数据和证监会网站

5.2媒体关注度的决定因素分析

分析媒体关注度究竟由哪些因素决定，本部分直接运用多元回归进行检验。

以媒体关注度为被解释变量，发行时每股收益、发行数量、总资产、行业、公司 年龄、市场整体收益作为被解释变量在SASS软件中进行多元回归，具体的回归 模型如下：

MEDIAAT—LN 二C+aiASSET+as OFSIZE +心 OFNUM +d4 ROE ***+****ds* INCOME + *d6* AGE +57 INDUSTRY e

在该模型的基础上，下文分别进行了三项检验，分别是：媒体关注度的一般 影响因素检验、加入行业变量的媒体关注度影响因素检验和加入交叉项的媒体关 注度影响因素检验。@通过对媒体关注度的影响因素检验我们可以得出以下几点 结论：

第一、从表5.3可以看出媒体关注度主要受到首发数量、注册资本和首发募 集资金三个因素的影响。实证结果表明这三个变量分别在5%的置信水平，1%的 置信水平和1%的置信水平下显著，说明媒体关注与公司自身规模以及发行规模 有很大关系；同时上市前两年的每股平均营业总收入和净资产收益率两个变量也 分别在1%的置信水平上显著，说明媒体报道与上市公司的财务状况有着密切的 联系。

第二、从表5.4可以看出不同的行业会导致不同的媒体关注。通过实证结果 可以看出加入了行业的虚拟变量后发现行业九的虚拟变量是显著的，说明行业九 显著的区别于其他行业，所以剔除其他行业的虚拟变量，只引入行业九的虚拟变 量，考察截距项是否发生显著不同。由回归结果可以看出行业九的确显著不同于 其他行业，其新闻报道量明显大于其他行业。通过表5.2我们可以看出行业九是 金融、保险业，因此对于金融、保险业，媒体对其关注更多。

第三、进一步加入行业虚拟变量与三个表现显著的变量首发数量、注册资本 和首发募集资金的交叉项，检验虚拟变量对这三个交叉项斜率的影响情况，结果 发现并不显著，说明行业的不同并不会对其他解释变量对被解释变量的解释力产 生影响，具体检验结果见表5.5。

综上所述，媒体关注度主要受首发数量、注册资本和首发募集资金三个因素

在此之前还做了相关系数检验，结果见附录。

的影响，与上市公司的财务状况也有着密切的联系。大多数行业对媒体关注度的 影响不明显，但是金融、保险业的媒体关注度比较突出，究其原因主要有以下几 点：首先随着我国这几年金融市场的飞速发展，金融、保险业业绩增长较为突出， 一方面随着不良资本的剥离，金融业的不良贷款率明显降低，另一方面我国固定 的利差率保证了银行稳定的利润。财务的优良表现是获得媒体青睐的重要原因。 其次金融、保险业往往发行规模较大，募集资金较多，通过上面的实证分析也可 以看出媒体往往会对发行规模较大，募集资金较多的股票作较多的关注。同时金 融、保险业作为服务业的一种比较贴近人们的日常生活，与每个家庭的日常理财 活动都是息息相关的，因此人们需要对其有较多的认识和了解。为了更好的满足 人们的需求，媒体报道也会尽量多的关注这类行业。

表5. 3媒体关注度的影响因素检验

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | |
| B | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | 6.522 | .061 |  | 107.558 | •000 | 6.403 | 6.641 |
| OFPRICE | •000 | .001 | .010 | •271 | .787 | -.002 | .003 |
| OFNUM | 2.336E-6 | ■000 | .145 | 2.035 | .042 | •000 | .000 |
| ASSET | -2\*440E-7 | .000 | -.324 | -4.374 | .000 | .000 | .000 |
| OFSIZE | 8.541E-7 | .000 | .522 | 4.962 | .000 | ■000 | ■000 |
| CONTROLLER | -.015 | .057 | -.011 | '268 | ■789 | -.128 | •097 |
| AGE | .000 | .000 | .040 | 1,112 | ■267 | .000 | •001 |
| INCOME | -.010 | .003 | '119 | •3.289 | ■001 | -.015 | -.004 |
| ROEav | •006 | .002 | ■ 142 | 3.648 | .000 | .003 | .009 |

a. Dependent Variable: NEWSO\_Tln

Model Summaryb

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted  R  Square | Std. Error of the  Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R Square Change | F  Change | df1 | df2 | Sig.F  Change |
| 1 | .467a | .218 | .208 | .51908 | ‘218 | 21.233 | 8 | 609 | .000 | 2.000 |

表5. 3媒体关注度的影响因素检验

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| a. Dependent Variable: NEWS0\_Tln  **Mo** | | | | | | | | **del Summaryb** | | | | | |
| Model | R | R | | Adjusted | | Std. | | Change Statistics | | | | Durbin-Watson | |
| Model | | | Unstandardized  Coefficients | | | | Standardized  Coefficients | | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | | | |
| B | | Std. Error | | Beta | | Lower  Bound | | Upper  Bound | |
| 1 (Constant) | | | 6.522 | | .061 | |  | | 107.558 | .000 | 6.403 | | 6.641 | |
| OFPRICE | | | .000 | | .001 | | .010 | | ■271 | .787 | -.002 | | .003 | |
| OFNUM | | | 2.336E-6 | | .000 | | .145 | | 2.035 | .042 | .000 | | .000 | |
| ASSET | | | -2.440E-7 | | .000 | | -.324 | | -4.374 | .000 | .000 | | •000 | |
| OFSIZE | | | 8.541 E-7 | | •000 | | .522 | | 4.962 | .000 | .000 | | .000 | |
| CONTROLLER | | | -.015 | | ,057 | | -.011 | | -.268 | •789 | -.128 | | .097 | |
| AGE | | | ■000 | | .000 | | .040 | | 1.112 | •267 | .000 | | ■001 | |
| INCOME | | | -.010 | | ■003 | | -.119 | | ■3.289 | .001 | -.015 | | -.004 | |
| ROEav | | | •006 | | .002 | | .142 | | 3.648 | .000 | .003 | | .009 | |

a. Predictors: (Constant), ROEav, OFNUM, AGE,

INCOME, OFPRICE, CONTROLLER, ASSET, OFSIZE

表5. 4加入行业变量的媒体关注度的影响因素检验

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | |
| B | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | 6.495 | .060 |  | 108.140 | .000 | 6.377 | 6.613 |
| OFPRICE | .001 | .001 | .023 | .610 | .542 | -.002 | .004 |
| OFNUM | 2.514E-6 | .000 | .156 | 2.222 | .027 | .000 | .000 |
| ASSET | -2.226E-7 | .000 | -.296 | -4.033 | .000 | .000 | .000 |
| OFSIZE | 7.594E-7 | .000 | .464 | 4.443 | .000 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | -.013 | .057 | -.009 | '237 | .813 | -.125 | .098 |
| AGE | .000 | .000 | .042 | 1.187 | ■236 | .000 | ■001 |
| INCOME | -.010 | .003 | '117 | -3.277 | .001 | -.015 | -.004 |
| ROEav | .006 | .002 | .150 | 3.928 | .000 | .003 | ■009 |
| f!9 | ■733 | .166 | .159 | 4,418 | .000 | .407 | 1.059 |

表5. 3媒体关注度的影响因素检验

1

•492a

.242

R

Square

Error of the

Estimate

R Square Change

F

Change

Sig.F

Change

.231 .51137

■242 21.617

9 608

.000

2.004

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | |
| B | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | 6.522 | .061 |  | 107.558 | .000 | 6.403 | 6.641 |
| OFPRICE | *•000* | .001 | .010 | ■271 | .787 | -.002 | .003 |
| OFNUM | 2.336E-6 | .000 | .145 | 2.035 | .042 | .000 | .000 |
| ASSET | -2.440E-7 | .000 | -.324 | -4.374 | .000 | .000 | .000 |
| OFSIZE | 8.541 E-7 | .000 | .522 | 4.962 | .000 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | -.015 | .057 | -.011 | -.268 | .789 | -.128 | .097 |
| AGE | .000 | .000 | .040 | 1.112 | ■267 | .000 | •001 |
| INCOME | -.010 | .003 | -.119 | -3.289 | .001 | -.015 | -.004 |
| ROEav | .006 | .002 | .142 | 3\*648 | .000 | .003 | .009 |

Square

a. Predictors: (Constant), fl9, AGE, INCOME, CONTROLLER, OFPRICE, ASSET, ROEav, OFNUM, OFSIZE

b. Dependent Variable: NEWS0 Tin

表5. 5加入交叉项的媒体关注度的影响因素检验

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | |
| B | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | 6.503 | .060 |  | 108.175 | .000 | 6.385 | 6.621 |
| OFPRICE | .001 | .001 | .024 | .637 | .524 | -.002 | .004 |
| OFNUM | 2.343E-6 | ■000 | .146 | 1.888 | .060 | .000 | .000 |
| ASSET | -2.294E-7 | .000 | -.305 | -3.680 | .000 | .000 | .000 |
| OFSIZE | 7.662E-7 | .000 | .469 | 3.870 | .000 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | -.024 | ■057 | -.017 | -.422 | .673 | -.135 | .088 |
| AGE | .000 | .000 | .042 | 1.200 | •231 | .000 | .001 |

表5. 3媒体关注度的影响因素检验

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | |
| 巳 | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | 6.522 | .061 |  | 107.558 | .000 | 6.403 | 6.641 |
| OFPRICE | .000 | ■001 | ■010 | .271 | .787 | -.002 | .003 |
| OFNUM | 2.336E-6 | .000 | .145 | 2.035 | .042 | .000 | .000 |
| ASSET | -2.440E-7 | .000 | '324 | -4.374 | .000 | .000 | .000 |
| OFSIZE | 8.541 E-7 | .000 | .522 | 4.962 | .000 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | '015 | .057 | -.011 | -.268 | .789 | -.128 | .097 |
| AGE | .000 | .000 | .040 | 1.112 | .267 | .000 | .001 |
| INCOME | -.010 | .003 | -.119 | -3.289 | .001 | '015 | -.004 |
| ROEav | .006 | .002 | .142 | 3.648 | .000 | ■003 | .009 |
| INCOME | -.009 | ■003 | '112 | -3.137 | .002 | -.015 | -.003 |
| ROEav | ■006 | ■002 | .144 | 3.750 | .000 | .003 | .009 |
| f!9 | .468 | .215 | .101 | 2.177 | .030 | .046 | .890 |
| OFNUMA9 | -1.016E-5 | .000 | -.187 | -.870 | ■ 385 | .000 | •000 |
| ASSETfI9 | 4.745E-7 | .000 | .156 | 1.052 | •293 | .000 | .000 |
| OFSIZEfl9 | 8.423E-7 | .000 | .147 | 1.286 | .199 | .000 | .000 |

a. Dependent Variable: NEWSO\_Tln

Model Summaryb

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted  R  Square | Std. Error of the  Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R Square Change | F  Change | df1 | df2 | Sig. F Change |
| 1 | •498a | .248 | .233 | ■51063 | .248 | 16.657 | 12 | 605 | .000 | 2.001 |

1. Predictors: (Constant), 0FSIZEfl9, AGE, ROEav, INCOME, ASSET, OFPRICE, CONTROLLER, f!9, ASSETfl9, OFNUM, OFSIZE, 0FNUMH9
2. Dependent Variable:

NEWSO Tin

5.3媒体关注度对新股上市后首日表现影响的实证分析

媒体关注度对新股上市首日的表现的影响本部分将分别从一级市场抑价率， 二级市场溢价率以及排除了大盘收益影响后的超额收益率三个方面进行探讨。媒 体关注度对一级市场抑价率的影响主要是为了验证媒体关注度对新股定价合理 性是否有影响，有何种影响；媒体关注度对二级市场溢价率的影响主要是为了验 证媒体关注度对新股首日走势的影响，反应人们在发行首日对新股的追捧程度， 更多的体现一种市场情绪因素；媒体关注度对新股超额收益率的影响是在将整体 市场因素排除后对新股影响做出的一种更加准确的衡量与验证。

5.3.1媒体关注对新股一级市场抑价率的影响

首先实证分析媒体关注对新股一级市场抑价率的影响，以一级市场抑价率为 被解释变量，以新股发行日到上市日前一天媒体新闻数量为解释变量，以发行时 每股收益、发行数量、总资产、公司年龄作为控制变量，行业与实际控制人作为 虚拟变量，在SASS软件中进行多元回归，具体的回归模型如下：

Rp=C+^0MEDIAAT\_LN+51ASSET+32 OFSIZE+03 OFNUM +54

ROE+55 INCOME + *d6* AGE + *d7* INDUSTRY + *dB* CONTROLLER+ e (5-1)

在该模型的基础上，下文分别进行了两项检验，分别是：媒体关注度对一级 市场抑价率的直接检验、加入控制变量的媒体关注度对一级市场抑价率的影响检 验。通过表5.6和表5.7的因素检验我们可以得出以下几点结论：

首先通过媒体关注度对一级市场抑价率的检验，可以避免其他因素对一级市 场抑价率的干扰，直接直观的分析媒体关注与抑价率之间的关系。实证结果表明 在10%的置信水平媒体关注对一级市场抑价率的影响表现显著，但是影响方向为 负。说明报道越多，发生抑价的程度越低，这表明新股定价的合理性会随着媒体 报道的增多而提高，究其原因可能是因为随着新闻报道的增多，投资者获取的信 息量增加，信息不对称程度降低；其次在加入其他控制变量后，媒体关注度指标 不再显著，但是首发价格，注册资本，首发募集资金，实际控制人四个变量都表 现出显著影响，这说明影响新股一级市场抑价率的主要因素还是基本面的因素， 而不是媒体关注，媒体关注会通过提高市场透明度，减少信息不对称程度从而起 到提高估值合理性，降低抑价率的效果。

表5. 6媒体关注对一级市场抑价率的影响**a**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval for B | |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | •799 | .170 |  | 4.698 | ■000 | ■465 | 1.133 |
| NEWS0\_Tln | -.046 | .025 | -.073 | -1.821 | .069 | -.095 | .004 |

a. Dependent Variable: RP

Model Summary6

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R Square Change | F  Change | df1 | df2 | Sig. F Change |
| 1 | .073a | .005 | ■004 | .36372 | .005 | 3.318 | 1 | 618 | .069 | 1.997 |

表5. 7加入控制变量的媒体关注对一级市场抑价率的影响•

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval forB | |
| B | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | •601 | .180 |  | 3.349 | .001 | •249 | .954 |
| NEWSO一Tl 门 | .009 | .027 | .015 | ■344 | .731 | -.043 | ■061 |
| OFPRICE | -.005 | .001 | -.230 | -5.652 | .000 | -.007 | -.003 |
| OFNUM | -7.089E-7 | .000 | -.071 | -.934 | .351 | .000 | .000 |
| ASSET | 1.771 E-7 | .000 | .377 | 4.753 | .000 | .000 | ■000 |
| OFSiZE | -3.773E-7 | .000 | -.370 | -3.265 | .001 | .000 | •000 |
| CONTROLLER | .098 | .038 | .110 | 2.599 | .010 | •024 | .173 |
| AGE | .004 | .004 | .034 | .886 | .376 | -.005 | .012 |
| INCOME | -.002 | ,002 | '046 | -1.199 | ,231 | -.006 | .001 |
| ROEav | -.001 | .001 | -.046 | -1.105 | .269 | -.003 | .001 |

a. Dependent Variable: RP

5.3.2媒体关注对二级市场溢价率的影响

通过上文的分析我们发现媒体关注对一级市场抑价率有影响，但是最终决定 新股一级市场抑价率的还是公司的基本面信息，下文将进一步探讨媒体关注对新 股二级市场溢价率的影响。首先构造检验模型，以新股二级市场溢价率为被解释 变量，以新股发行日到上市日前一天媒体新闻数量为解释变量，以发行时每股收 益、发行数量、总资产、公司年龄作为控制变量，行业与实际控制人作为虚拟变 量，在SASS软件中进行多元回归，具体的回归模型如下：

Rs二C+a〇MEDIAAT—LN+心ASSET+a2 OFSIZE+33 OFNUM +34

ROE+^s INCOME AGE *+ d7* INDUSTRY *+ d8* CONTROLLER+ (5-2)

在该模型的基础上，下文分别进行了三项检验，分别是：媒体关注度对二级 市场溢价率的直接检验、加入控制变量的媒体关注度对二级市场溢价率的影响检 验以及加入虚拟变量后对二级市场溢价率的影响检验。通过表5.8、表5.9和表 5.10的因素检验结果，我们可以得出以下几点结论：

首先，新股在首发日到上市日之间的新闻搜索量对于新股上市首日二级市场 溢价率在10%的置信水平下表现显著且影响位正，表明新闻搜索量越多媒体对该 股票越关注，那么上市首日新股的二级市场溢价率就越高。

其次，在加入其他解释变量，包括首发价格、首发数量、注册资本、首发募 集资金、实际控制人、公司年限、每股平均营业总收入和净资产收益率后发现， 新闻报道对二级市场溢价率的影响有着显著性的提高。说明在控制其他条件后， 两者的相关性更强，对比媒体关注对一级市场抑价率的影响，我们发现媒体关注 主要会对新股初始收益中的二级市场溢价率产生较强的影响，对一级市场抑价率 虽然也有影响但是影响方向为负且不是主要的影响因素。因此在下文的检验中主 要是检验媒体关注对二级市场溢价率的影响。

再次，实证结果发现首发价格在1%的置信水平上显著且影响方向为正，即 首发价格越高新股二级市场溢价率越高；首发募集资金在5%的置信水平上显著 且方向为负，即募集资金越多，新股二级市场溢价率越低。这两个因素说明发行 规模的大小会影响二级市场溢价率，究其原因可能是因为规模较小的股票追捧需 要的资金量较小，而我国市场的情绪投资者较多，因此小盘股的新股二级市场溢 价程度更高。

最后，加入了行业这个虚拟变量后发现行业7和行业10的虚拟变量是显著 的，说明这两个行业显著的区别于其他行业。剔除其他行业的虚拟变量，只引入 行业7和10的虚拟变量，并引入其余新闻报告量的交叉项，考察截距项和斜率 是否发生显著不同。回归结果可以看出行业10的确显著不同于其他行业，其上 市首日收益率明显小于其他行、Ik。同时，行业10的企业，其新闻报告量对首曰 收益的影响能力要小于其他行业。对比5.2中的行业划分，我们发现行业10是 地产类公司，实证结果显示地产类公司的新闻报道数量对二级市场溢价率的影响 相对于检验时间段中的其他新股而言影响较小。

表5. 8媒体关注对二级市场溢价率的影响

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval for B | |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | -.069 | .055 |  | -1.261 | .208 | -.177 | *•039* |
| NEWS0\_Tln | .015 | ■008 | .073 | 1.818 | •069 | -.001 | .031 |

a. Dependent Variable: RS

Model Summaryb

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R Square Change | F  Change | df1 | df2 | Sig.F  Change |
| 1 | .073a | ■005 | .004 | ■ 11729 | ■005 | 3.307 | 1 | 618 | .069 | 1.999 |

1. Predictors: (Constant), NEWS0\_Tln
2. Dependent Variable: RS

表5. 9加入控制变量的媒体关注对二级市场溢价率的影响**a**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval for B | |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | '100 | .061 |  | -1.632 | .103 | -.220 | .020 |
| NEWS0\_Tln | •024 | ‘009 | • 117 | 2.609 | .009 | .006 | .041 |

表5. 8媒体关注对二级市场溢价率的影响

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | |
| B | Std. Error | 巳eta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | '069 | .055 |  | -1.261 | .208 | -.177 | .039 |
| NEWS0\_Tln | ,015 | ,008 | .073 | 1.818 | .069 | -.001 | .031 |
| OFPRICE | .000 | .000 | -.110 | -2.573 | .010 | -.001 | .000 |
| OFNUM | 2.830E-7 | .000 | .087 | 1.095 | .274 | .000 | .000 |
| ASSET | 1.680E-8 | .000 | .111 | 1.325 | .186 | .000 | .000 |
| OFSIZE | -8.894E-8 | ■000 | -.270 | -2.261 | .024 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | .005 | .013 | ,017 | .375 | .708 | '020 | .030 |
| AGE | .000 | .001 | -.025 | -.616 | .538 | -.004 | .002 |
| INCOME | .000 | .001 | -.016 | -.406 | .685 | -.002 | •001 |
| ROEav | 7.964E-6 | .000 | .001 | .022 | .983 | .000 | .001 |

表5. 10加入虚拟变量的媒体关注对二级市场溢价率的影响，

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval forB | |
| 巳 | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | -.087 | .065 |  | -1.338 | .182 | -.215 | .041 |
| NEWS0\_Tln | .022 | .010 | .109 | 2.268 | .024 | .003 | .041 |
| OFPRICE | .000 | .000 | -.111 | -2.588 | •010 | -.001 | ■000 |
| OFNUM | 2.943E-7 | .000 | .091 | 1.141 | .254 | .000 | .000 |
| ASSET | 1.810E-8 | .000 | *■ 120* | 1.433 | • 152 | •000 | .000 |
| OFSIZE | -9.287E-8 | .000 | -.282 | -2.372 | .018 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | .003 | .013 | •009 | •208 | .836 | -.023 | .028 |
| AGE | ■000 | .001 | -.017 | -.416 | ■678 | '003 | .002 |
| INCOME | .000 | .001 | -.029 | -.712 | *All* | -.002 | .001 |
| ROEav | .000 | .000 | .014 | .308 | .758 | .000 | .001 |
| fl7 | -.226 | • 174 | -.615 | -1.295 | .196 | -.569 | .117 |
| f!10 | ■824 | .446 | ■ 794 | 1.848 | • 065 | -.052 | 1.699 |
| NEWS0tfl7 | .030 | .026 | .548 | 1.154 | .249 | -.021 | .080 |

表5. 8媒体关注对二级市场溢价率的影响

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval for B | |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | -.069 | .055 |  | -1.261 | .208 | -.177 | .039 |
| NEWS0\_Tln | .015 | .008 | .073 | 1.818 | .069 | -.001 | •031 |
| NEWSOtfllO | -.133 | •067 | -.854 | -1.988 | ■047 | -.265 | -.002 |

a. Dependent Variable: RS

Model Summaryb

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R Square Change | F  Change | df1 | df2 | Sig.F  Change |
| 1 | .224a | .050 | •030 | ■ 11556 | ■050 | 2.465 | 13 | 604 | •003 | 2,019 |

5.3.3媒体关注对新股超额收益率的影响

在分析了媒体关注度对一级市场抑价率和二级市场溢价率的影响后，该部分 主要对媒体关注对市场超额收益率的影响作一个分析，超额收益率是在剔出了整 个A股市场整体影响的情况下新股首日初始收益率的更为真实的体现。首先构 造模型，以新股超额收益率为被解释变量，以新股发行日到上市日前一天媒体新 闻数量为解释变量，以发行时每股收益、发行数量、总资产、公司年龄作为控制 变量，行业与实际控制人作为虚拟变量，在SASS软件中进行多元回归，具体的 回归模型如下：

ARi=C+50MEDIAAT\_LN+^1ASSET+^2 OFSIZE-f OFNUM +^4

ROE+3s INCOME + *d6* AGE + *d7* WDUSTRY + *d8* CONTROLLER (5-3 )

通过实证分析，发现媒体关注对新股超额收益率的影响类似于对二级市场溢 价率的影响。得出的结论主要有以下几点：首先，新股在首发日到上市日期之间 的新闻搜索量对于AR在10%的置信水平下有影响且该影响方向为正。即新闻搜 索量越多，媒体越关注该股票，新股的超额收益率就越高。但是加入了首发数量、 注册资本、首发募集资金、行业分类（虚拟变量），首发价格、前两年平均主营

收入，前两年平均ROE，公司年龄，实际控制人，发现这种影响反而降低了， 说明提出整个市场的影响后，影响超额收益率的主要因素还是公司的基本面因

素。具体实证结果见表5.11。

表5. 11媒体关注对新股超额收益率的影响

Coefficients8

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  | Standardize |  |  |  |  |
|  |  |  | d |  |  | 95% Confidence | |
|  | Unstandardized Coefficients | | Coefficients |  |  | Interval for B | |
|  |  |  |  |  |  | Lower |  |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Bound | Upper Bound |
| 1 (Constant) | 147.61  8 | 39,105 |  | 3.775 | .000 | 70.824 | 224.412 |
| NEWS0\_TI  n | -9.651 | 5.768 | -.067 | -1.67  3 | ■095 | -20.97  8 | 1.677 |

a. Dependent Variable: AR

Model Summaryb

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Mode  I | R | R  Squar  e | Adjuste d R  Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watso  n |
| R Square Change | F Change | df  1 | df2 | Sig. F Chang e |
| 1 | .067  **a** | .005 | .003 | 8.362024157504536  E1 | .005 | 2.799 | 1 | 61  8 | •095 | .657 |

1. Predictors: (Constant), NEWS0\_Tln
2. Dependent Variable: AR

5.3.4媒体关注对新股上市首日表现影响的总结

综上所述，通过上文中媒体关注对新股一级市场抑价率、二级市场溢价率以 及新股超额收益率的影响分别实证分析，得出以下几点结论：

第一、媒体关注对于新股上市后首日的表现会出现影响，其中对新股一级市 场抑价率有负向的影响，对新股二级市场溢价率和新股超额收益率均有正向的影 响。

第二、从实证结果来看，媒体关注对新股初始收益的影响主要体现在影响二 级市场溢价率上，对一级市场的抑价率和超额收益率的影响不大。因此在下文的 实证过程中主要是用二级市场溢价率作为被解释变量作详细的讨论，其它两个变 量也作了相应的实证检验。

5.4 **IPO**制度改革前后媒体关注对新股首日表现影响的实证研究

中国的股市经历了 2006-2008年的大牛市，在那个阶段股市连续上扬，市场 投资者情绪投资严重，投机性很强，在此情况下新股首日超额收益严重，上市一 段时候后又连连破发；2009年6月以后，IPO制度发生改革，且市场情绪归于 平稳，投机性变弱。考虑到IPO在2008年9月到2009年6月一度中止，因此 本文分两个之间段进行检验，一个是从2006年6月到2008年9月；另一个是从 2009年6月到2010年12月。通过检验这两个时间段的媒体关注对新股上市表 现的影响，希望能够从中发现媒体关注对新股表现影响的微观机理。

5.4.1媒体关注度对新股二级市场溢价率的分阶段检验

由于上文中得出媒体关注对主要对新股二级市场溢价率产生影响，因此在分 阶段进行检验的过程中选取新股的二级市场溢价率为被解释变量，构造模型如公 式（5-2)所示。进行以下两个检验，分别是2006年6月到2008年9月媒体关 注度对新股二级市场溢价率的影响以及2009年6月到2010年12月媒体关注度 对新股二级市场溢价率的影响。通过表5.12、表5.13,得出以下实证结果：

第一，通过直接检验2006年6月到2008年9月这段时间媒体关注与对新股 当日二级市场溢价率的影响，发现实证结果并不显著，加入规模、财务指标、公 司年龄等解释变量以及行业虚拟变量后发现实证结果依然不显著，实证结果表明 把在2006年6月到2008年9月这段时间内，媒体关注度对新股二级市场溢价率 的影响不大，具体实证结果如下表5.11所示。

第二，在2009年IPO发行制度改革以后，实证检验2009年6月到2010年 12月所有上市新股，发现在这个阶段与上个阶段相比有着显著地不同。实证结 果表明此阶段媒体关注度对二级市场溢价率的影响非常显著，从下表可以看出， 在1%的置信水平下，发行日到上市日的新闻报道越多，上市当日的收益也就越 高。并且在加入与上个阶段相同的解释变量和虚拟变量的因素以后，结果表现更 为显著，除了行业六以外，每个行业都表现显著，即新闻关注度对每个行业的股 票上市的表现都有着强烈的影响。

两个时间段的媒体关注度对新股二级市场表现出现显著的差异，出现差异的 原因值得深思。究竟是何种原因造成了两个时间段检验结果的差异，下文希望通 过分析造成分阶段检验结果不同的原因，尝试着找出出现这种现象的理论，同时 揭示媒体关注度影响新股上市表现的微观机理。

表5. 12 **IPO**制度改革之前媒体关注对二级市场溢价率的影响•

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval for B | |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | •070 | .119 |  | .585 | .559 | -.165 | .304 |
| NEWSO-TIn | -.005 | .018 | -.018 | -.263 | ,793 | -.040 | ■031 |
| a. Dependent Variable: RS | | **Coefficients**3 | |  |  |  |  |
|  | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval for B | |
| Model | 巳 | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | ■233 | ■234 |  | .997 | ■320 | -.228 | .694 |
| NEWSO一Tin | -.015 | .026 | -.057 | -.592 | .555 | '066 | .035 |
| OFPRICE | ■000 | .001 | '077 | -1-058 | .291 | -.003 | .001 |
| OFNUM | 5.964E-7 | ■000 | .195 | 1.097 | .274 | .000 | .000 |
| ASSET | 1.324E-9 | .000 | .011 | .063 | .950 | .000 | .000 |
| OFSIZE | -5.993E-8 | .000 | -.218 | -.826 | .410 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | -.009 | .027 | -.028 | -.329 | .743 | -.063 | .045 |
| AGE | -.005 | .003 | -.108 | -1.479 | .141 | -.011 | .002 |
| INCOME | '002 | .002 | -.108 | -1.406 | .161 | -.006 | .001 |
| ROEav | ■000 | .001 | -.009 | -.121 | .904 | -.002 | .002 |
| fl1 | '054 | .180 | -.042 | -.301 | .764 | -.408 | .300 |
| fl2 | -.004 | ■ 162 | -.005 | -.022 | .982 | -.323 | .316 |
| f!3 | -.038 | ■ 156 | -.122 | -.245 | •807 | -.346 | .269 |
| fl4 | ■083 | .218 | .037 | .378 | .706 | '348 | .513 |
| fl5 | .070 | .165 | .087 | .424 | .672 | -.256 | ,396 |
| f!6 | -.092 | .169 | -.108 | -.546 | .586 | -.426 | .241 |
| fl7 | -.096 | .160 | -.180 | '604 | .547 | -.411 | .219 |

表5. 12 **IR**)制度改革之前媒体关注对二级市场溢价率的影响**a**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | |
| B | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | .070 | .119 |  | .585 | ■559 | -.165 | ‘304 |
| NEWS0\_Tln | '005 | .018 | -.018 | -.263 | .793 | -.040 | .031 |
| fi8 | ,005 | .168 | •005 | .027 | .978 | -.327 | .336 |
| fl9 | .033 | .169 | .036 | .196 | .845 | '299 | ■365 |
| fl10 | -.065 | ,167 | -.071 | -.391 | .696 | -.395 | ■264 |
| fill | ■012 | ■ 164 | .014 | ■070 | .944 | -.311 | ■334 |
| fI12 | -.036 | .189 | -.023 | -.189 | ,850 | -.408 | .337 |

a. Dependent Variable: RS

Model Summaryb

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted  R  Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R  Square  Change | F  Change | df1 | df2 | Sig. F Change |
| 1 | •266a | .071 | -.029 | .153413909139 | .071 | .712 | 21 | 197 | .818 | 1.480 |

a. Predictors: (Constant), f!12, fl4, NEWSO\_Tln, f!1, fl8, fl10, f!11, OFPRICE, fl5, f!7, fl6, ROEav, AGE, f!9, ASSET, INCOME, fl2, CONTROLLER, OFNUM, OFSIZE, f!3

表5. 13 **IPO**制度改革之后媒体关注对二级市场溢价率的影响》

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval forB | |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | -.174 | .055 |  | -3.154 | .002 | -.282 | -.066 |
| NEWS0\_Tln | .029 | .008 | .179 | 3.633 | •000 | .013 | .045 |

a. Dependent Variable: RS

Mode Summaryb

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted  R  Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R Square Change | F  Change | df1 | df2 | Sig. F Change |
| 1 | ■ 179a | .032 | .030 | .09209553537 | .032 | 13.200 | 1 | 398 | ■000 | 1.706 |

Model Summary5

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted  R  Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R  Square  Change | F  Change | df1 | df2 | Sig. F Change |
| 1 | ■266a | .071 | -.029 | .153413909139 | .071 | .712 | 21 | 197 | .818 | 1.480 |

1. Predictors: (Constant), NEWS0\_Tln
2. Dependent Variable: RS

Coefficients3

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval forB | |
| B | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | -.094 | .069 |  | -1,360 | .175 | '230 | ■042 |
| NEWS0\_Jln | •037 | .009 | .228 | *4.243* | .000 | .020 | .054 |
| OFPRICE | .000 | •000 | -.135 | -2.477 | •014 | -.001 | ■000 |
| OFNUM | 5.585E-7 | .000 | .155 | .915 | •361 | .000 | .000 |
| ASSET | -1.254E-7 | .000 | '180 | -1.028 | .305 | .000 | .000 |
| OFSIZE | -8.581 E-8 | .000 | '160 | -1.549 | ■ 122 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | .002 | •014 | .009 | • 164 | ■ 870 | -.026 | .031 |
| AGE | ■ 001 | ■001 | .020 | •404 | .687 | '002 | .003 |
| INCOME | ■000 | .001 | .016 | .313 | •754 | -.001 | •002 |
| ROEav | .000 | .000 | .019 | .343 | •732 | .000 | .001 |
| f)1 | -.146 | .044 | '232 | ■3.350 | .001 | -.232 | -.060 |
| fl2 | -.106 | ,052 | -.127 | -2.044 | .042 | '208 | -.004 |
| fl3 | -.109 | .033 | -.540 | -3.334 | •001 | -.174 | -.045 |
| f!4 | -.121 | .061 | -.112 | -1977 | .049 | -.242 | .000 |
| fl5 | -.090 | .045 | -.135 | -2.013 | .045 | -.177 | -.002 |
| fl7 | '119 | .035 | '427 | -3.397 | .001 | -.187 | -.050 |
| fl8 | -.117 | .043 | -.205 | -2.695 | .007 | -.202 | -.032 |
| fl9 | -.154 | .060 | '164 | -2.561 | •011 | -.272 | -.036 |
| f!10 | -.237 | .071 | '179 | -3.321 | .001 | -.378 | -•097 |
| f!11 | -.106 | .042 | -.194 | -2.516 | .012 | '189 | '023 |

Model Summaryb

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted  R  Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R  Square  Change | F  Change | df1 | df2 | Sig. F Change |
| 1 | .266a | .071 | '029 | .153413909139 | .071 | .712 | 21 | 197 | .818 | 1.480 |
| fI12 | | | -.138 .047 -.194 -2.927 .004 | | | | | | -.230 -.045 | |

a. Dependent Variable: RS

Model Summary6

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | R | R  Square | Adjusted  R  Square | Std. Error of the Estimate | Change Statistics | | | | | Durbin-Watson |
| R Square Change | F  Change | df1 | df2 | Sig. F Change |
| 1 | •354a | .125 | ■079 | .08970794920 | .125 | 2,709 | 20 | 378 | .000 | 1.743 |

1. Predictors: (Constant), fl12, fl10, fl4, fl9, fl2, fl5, fl1, fl8( fill, AGE, CONTROLLER, fl7, OFPRICE, NEWSO.TIn, INCOME, ROEav, OFNUM, OFSIZE, f!3, ASSET
2. Dependent Variable: RS

5.4.2媒体关注度对新股超额收益率的分阶段检验

实证发现媒体关注对新股超额收益率的影响比较类似于对二级市场溢价率 的影响，依旧表现出两个阶段分化的现象。通过表5.14,表5.15具体得出的检 验结果有以下几点：

首先，2006年6月到2008年9月这段时间内，AR为被解释变量，发行日

到上市日前一天的新闻数量为解释变量进行检验，发现检验结果不显著；对比 2009年6月到2010年12月的检验结果，我们发现AR为被解释变量，发行日 到上市日前一天的新闻数量为解释变量，结果在5%的水平下显著。

其次，2009年6月到2010年12月这个时间段内加入首发数量、注册资本、 首发募集资金、首发价格、前两年平均主营收入，前两年平均ROE，公司年龄, 实际控制人等变量后，媒体关注对超额收益率的影响变得非常显著，在1%的置 信水平下显著。同时，首发募集资金和实际控制人也显著。

以上两点结论都与上文中检验媒体关注对二级市场溢价率的结论类似，这里 就不再重复分析了。

表5.15 **IP**0制度改革之前媒体关注对超额收益率的影响

Coefficients3

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized  Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval for B | |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | 164.279 | 80.274 |  | 2.046 | •042 | 6.067 | 322.491 |
| NEWS0\_Tln | -3.209 | 12.098 | -.018 | -.265 | ■791 | -27.053 | 20.635 |

a. Dependent Variable: AR

表5. 15 **IR**)制度改革之后媒体关注对超额收益率的影响

Coefficients3

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Unstandardized Coefficients | | Standardized  Coefficients |  |  | 95% Confidence Interval for B | |
| Model | B | Std. Error | Beta | t | Sig. | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | -12.019 | 26.488 |  | -.454 | .650 | -64.093 | 40.055 |
| NEWS0\_Tln | 8.942 | 3.863 | • 115 | 2.315 | .021 | 1.348 | 16.536 |

a. Dependent Variable: AR

Coefficients8

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized  Coefficients | t | Sig. | 95% Confidence Interval for B | |
| B | Std. Error | Beta | Lower  Bound | Upper  Bound |
| 1 (Constant) | -33.153 | 27.387 |  | -1.211 | .227 | -86.998 | 20.692 |
| NEWS0\_Tln | 15.721 | 4.013 | ,203 | 3.917 | .000 | 7.831 | 23.611 |
| OFPRICE | -.221 | .141 | -.081 | -1.566 | .118 | '499 | .057 |
| OFNUM | .000 | .000 | .114 | ■714 | .476 | ■000 | ■001 |
| ASSET | 2.018E-5 | .000 | .061 | .363 | .717 | .000 | .000 |
| OFSIZE | .000 | .000 | -.447 | -4.851 | .000 | .000 | .000 |
| CONTROLLER | 18.511 | 6.646 | .148 | 2.785 | ■006 | 5.443 | 31.578 |
| REav | -.272 | •295 | -.044 | -.923 | .357 | -.853 | .308 |
| ROEav | -.216 | .167 | -.069 | -1.288 | .199 | -.545 | .114 |
| AGE | -.514 | .683 | -.037 | -.753 | .452 | -1.856 | .828 |

a. Dependent Variable: AR

5.4.3检验结果的原因分析

通过对两个阶段的不同实证检验发现出现了截然不同的结论，IPO制度改革 前媒体关注度对新股首日收益影响不显著，但是IPO制度改革后影响非常显著， 并且基本上所有的行业的上市股票收益都显著地表现受到媒体关注度的影响。基 于这样的实证结果，尝试着提出以下几种可能的解释原因：

首先基于样本数据进行分析。从数据统计可以看出新股上市的数量在2006 年至2010年的分布并不均匀，2006年至2008年两年时间总共上市新股242家， 而在2009年至2010年1年多时间内上市500多家公司。后一个时间段的样本数 据更多更全面，因此检验结果也更具合理性。

其次基于媒体关注度对新股影响的微观机理分析。从数据上可以看出2006 年到2008年的时间段内，媒体关注对新股的二级市场表现并没显著的影响。 这个现象一方面说明了在经济过热、资产出现泡沫的情况下，媒体关注度与股价 没有直接的影响，这与Galpin，Ray和Yu (2007)通过实证互联网发生泡沫时 期媒体关注度对于互联网公司股票收益异常无法解释的结论比较类似；另一方面 也说明了媒体关注度并不是决定股价上市后表现的直接因素，媒体关注度是通过 吸引投资者的注意力，从而达到影响投资者行为进而影响股价二级市场表现的。 这个结论与饶育蕾和王攀（2010)验证了媒体关注度对首次公开发行股票（IPOs) 表现的影响，验证出媒体关注投资者有影响，并且通过投资者情绪影响股价这个 结论基本类似。

最后基于心理学“有限关注”的理论分析。对比两个时间段的数据，发现对 比2006至2008年，在2009年至2010年上市的新股受到媒体关注的影响非常明 显，之所以会出现两个阶段差距过大的现象，本文认为是由于投资者具有“有限 关注”的心理学特点。“有限关注”是人们对事物认知上存在的一种不完全认知 的状态，因为人的注意力是一种有限资源，在学习以及做出决策的过程中，当引 起关注的信息较多时，往往只能对一部分信息做出反应，即“有限关注”。因此 当市场中泡沫成分较多，市场整体投机情绪较强时，人们更多地关注于整体市场 表现，投资者注意力更多地是被市场整体表现所吸引，而不会被媒体新闻的报道 所吸引。因而在这个阶段媒体关注度对新股首日二级市场收益的影响并不十分显 著。当市场中的泡沫被挤压干净，资产价格回归真实价值，市场整体情绪比较平 稳时，投资者注意力往往会受到媒体关注度的影响，因此媒体关注度对新股上市 后表现具有较大的影响

5.5本章小结

本章是论文的实证部分，也是研究媒体关注对新股收益影响的核心部分。本 章首先对数据进行统计性描述，同时将媒体关注度这个变量进行了因素分解，找 出了影响媒体关注的一些因素；其次分别探讨了媒体关注对新股一级市场抑价 率，二级市场溢价率以及超额收益率的影响，并对实证结果作了分析，得出媒体 关注主要影响新股二级市场溢价率的结论；再次分时间段检验了媒体关注对新股 表现的影响，发现在IPO制度改革前后媒体关注对新股表现的影响有着显著的 区别并就实证结果作了定量的分析；最后对实证结果进行理论解释，提出了以下 三点结论：第一、媒体关注通过吸引投资者关注，影响投资者行为从而影响新股 收益的微观影响机理；第二、媒体关注在资产泡沬时期对新股表现影响不显著； 第三、由于“有限关注”的原因，媒体关注虽然在泡沫时期对新股表现影响不显 著，但是在非泡沫的大多数时期有着显著的影响。

第六章总结和建议

6.1媒体关注对新股表现影响的总结

通过上文的实证分析我们主要得出了以下几个结论：第一、媒体关注主要影 响新股二级市场溢价率并且影响方向为正，即媒体关注度越高新股上市后二级市 场溢价率越高。媒体关注对于一级市场抑价率有负向的影响，但是不是造成一级 市场抑价的主要因素；第二、媒体关注并不直接作用于新股收益，引起新股收益 变化的主要因素是投资者行为，媒体关注主要通过吸引投资者关注，影响投资者 行为从而影响新股收益；第三、媒体关注在资产泡沫时期对新股表现影响不显著， 推测原因主要是由于“有限关注”理论，媒体关注虽然在泡沫时期对新股表现影 响不显著，但是在非泡沬的大多数时期有着显著的影响。以上结论对于引导投资 者合理投资，避免大量情绪投资者对新股盲目追捧，引起市场泡沬的形成有较好 的指导意义。同时也希望监管机构对媒体报道进行有效的监管，避免市场上出现 “噪声”，以保证市场的有效性。

6.2政策建议

针对实证的结果，现提出以下建议：

第一、针对媒体而言，应当加强对媒体的监管，防止媒体与上市公司合谋炒 作新股。

从上文实证结果我们可以看出媒体关注对新股在二级市场的表现有着显著 的影响。媒体关注是把“双刃剑”，一方面能够降低了投资者的信息获取成本； 提高资本市场信息的质量和深度，加深投资者对于经济问题以及股市信息的认知 程度从而能够使得投资者获得全面而又完整的上市公司信息；另一方面媒体若是 上市公司合谋，则会成为追捧股价，使股价盲目虚高的帮凶，甚至会长期影响股 价，造成股价“破发”的现象。因此希望监管部门能够加大对媒体报道的监管， 完善媒体报道的监管机制，杜绝虚假报道，从而提高整个市场的透明度，加强市 场的有效性。

第二、针对投资者而言，应当加强投资者教育，减少投资者的投机行为，引 导投资者理性投资。

通过实证结果对比两个阶段不同的媒体关注对于新股的影响，我们得出媒体 关注主要还是通过影响投资者行为影响资产价格的。而我国证券市场的投资者总 体还是散户较多，根据消息内幕进行投资的情绪投资者较多，市场上的投机行为 较为浓厚。在这样的情况下，证券市场容易出现大起大落，波动较大的现象，因 此加强投资者教育，引导投资者理性投资是非常必要的一件事。具体的实施方案 可以有以下两点。一方面政府部门要出台相关政策对情绪投资者的投机行为进行 抑制•，另一方面金融机构要对投资者进行理论宣传和示范作用，同时金融机构也 提高自身的理性投资意识，避免散户跟风炒作，出现羊群效应。

第三、针对上市公司而言，应当提高上市公司的质量，完善上市公司的信息 披露制度。

通过本文实证发现影响媒体关注的主要因素是上市规模和公司的财务状况， 而事实中我国很多上市公司上市后经营业绩一落千丈，新股发行成为上市公司圈 钱的摇篮。因此在新股上市之前一方面增强上市公司信息披露的完整性、准确性， 另一方面提高公司的经营绩效从而提高公司投资价值是十分重要的，这是政府实 行有效监督和引导投资者理性投资的基础。同时要扩大公司的信息披露渠道，在 境内外建立多种信息披露渠道，让投资者全面透彻的了解上市公司的情况，以便 于投资者理性投资。

6.3本文的不足之处

本文在分析了媒体关注对新股上市后的表现影响，分别从一级市场抑价率、 二级市场溢价率和超额收益率的角度作了实证分析。随后检验了不同的时期媒体 关注度对新股的表现影响发现不同时期影响明显不同，并尝试从“有限关注”的 角度解释这个问题。但是本文也有许多不足之处，希望在以后的研究中不断改进, 主要有以下几点：

第一、从数据来源上看本文简单的釆取了百度新闻的高级搜索作为媒体关注 度指标的来源，但是事实上电视媒体是投资者了解新闻获取信息的最主要来源， 而我们在实证的数据釆集中由于釆集方法复杂，没有将此作为衡量媒体关注度的

指标。

第二、本文虽然通过实证结果指出媒体关注度是影响投资者行为从而影响新 股收益的，但是具体影响的微观机理还需进一步带入投资者情绪指标或是投资交 易量指标来进行验证。本文并没有对这一过程进行更加深入的探讨。

第三、本文解释两个不同的时期媒体关注度对新股表现的影响，并尝试着从 “有限关注”理论的角度进行分析，但是怎么验证“有限关注”就是这个现象的 原因抑或是还有什么别的原因导致了泡沫时期媒体关注度对新股表现解释无力 的现象，最终的原因并没有做详细分析与验证。

附录

媒体关注度影响因素的相关性检验

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  | NEWS。一T | | OFPRIC | | OFNU | ASSE | | OFSIZ | | CONTROLL |  | | INCOM | | ROEa |
|  |  | In | | E | | M | T | | E | | ER | AGE | | E | | **V** |
| Pearson | NEWS0\_Tln | 1.000 | | .048 | | .369 | .216 | | .377 | | • 128 | -.02 | | -.097 | | .180 |
| Correlati |  |  | |  | |  |  | |  | |  | 3 | |  | |  |
| on | OFPRICE | .048 | | 1.000 | | -.108 | -•003 | | .040 | | -.126 | -.12 | | ,048 | | .258 |
|  |  |  | |  | |  |  | |  | |  | 0 | |  | |  |
|  | OFNUM | .369 | | -.108 | | 1.000 | .645 | | •834 | | ■384 | -.02 | | -.010 | | .003 |
|  |  |  | |  | |  |  | |  | |  | 4 | |  | |  |
|  | ASSET | .216 | | -.003 | | .645 | 1.000 | | •855 | | .176 | -.01  7 | | -.028 | | -.011 |
|  | OFSIZE | .377 | | .040 | | .834 | .855 | | 1.000 | | .300 | -.02 | | -.005 | | .090 |
|  |  |  | |  | |  |  | |  | |  | 5 | |  | |  |
|  | CONTROLL | .128 | | -.126 | | •384 | ■ 176 | | .300 | | 1.000 | .102 | | -.037 | | -.155 |
|  | ER |  | |  | |  |  | |  | |  |  | |  | |  |
|  | AGE | -.023 | | -.120 | | -.024 | -.017 | | -.025 | | .102 | 1.00 | | -.024 | | -.197 |
|  |  |  | |  | |  |  | |  | |  | 0 | |  | |  |
|  | INCOME | -.097 | | .048 | | -.010 | -.028 | | '005 | | -.037 | -.02 | | 1.000 | | ■ 125 |
|  |  |  | |  | |  |  | |  | |  | 4 | |  | |  |
|  | ROEav | .180 | | ■258 | | .003 | -.011 | | .090 | | -.155 | -.19  7 | | .125 | | 1.000 |
| Sig. | NEWSO\_Tln |  | | .118 | | ,000 | .000 | | .000 | | .001 | ‘283 | | .008 | | .000 |
| (1-tailed) | OFPRICE | .118 | |  | | •003 | •472 | | • 158 | | .001 | .001 | | • 118 | | .000 |
|  | OFNUM | ■000 | | .003 | |  | .000 | | .000 | | .000 | .273 | | .400 | | .470 |
|  | ASSET | .000 | | .472 | | .000 |  | | .000 | | .000 | .338 | | .247 | | .390 |
|  | OFSIZE | .000 | | ■ 158 | | .000 | .000 | |  | | .000 | .268 | | .447 | | ,013 |
|  | CONTROLL | .001 | | .001 | | .000 | .000 | | .000 | |  | .006 | | .181 | | .000 |
|  | ER |  | |  | |  |  | |  | |  |  | |  | |  |
|  | AGE | ■283 | | .001 | | .273 | .338 | | .268 | | .006 |  | | .272 | | .000 |
|  | INCOME | .008 | | ■ 118 | | .400 | .247 | | .447 | | .181 | .272 | |  | | .001 |
|  | ROEav | .000 | | ■000 | | .470 | .390 | | .013 | | ■000 | .000 | | .001 | |  |
| N | NEWSO\_Tln | 618 | | 618 | | 618 | 618 | | 618 | | 618 | 618 | | 618 | | 618 |
| OFPRICE | | 618 | 618 | | 618 | | | 618 | | 618 | 618 | 618 | 618 | | 618 | | |
| OFNUM | | 618 | 618 | | 618 | | | 618 | | 618 | 618 | 618 | 618 | | 618 | | |
| ASSET | | 618 | 618 | | 618 | | | 618 | | 618 | 618 | 618 | 618 | | 618 | | |
| OFSIZE | | 618 | 618 | | 618 | | | 618 | | 618 | 618 | 618 | 618 | | 618 | | |
| CONTROLL  ER | | 618 | 618 | | 618 | | | 618 | | 618 | 618 | 618 | 618 | | 618 | | |
| AGE | | 618 | 618 | | 618 | | | 618 | | 618 | 618 | 618 | 618 | | 618 | | |
| INCOME | | 618 | 618 | | 618 | | | 618 | | 618 | 618 | 618 | 618 | | 618 | | |
| ROEav | | 618 | 618 | | 618 | | | 618 | | 618 | 618 | 618 | 618 | | 618 | | |

致谢

此论文的顺利完成首先要感谢我的指导教师李心丹老师。他在本文的选题、 构思、理论研究以及改进完善的过程中给予了我莫大的帮助、启迪和指导。是他 每次认真地阅读和修改我的论文才使这篇论文不断获得改进。不仅如此，他的耐 心、博学、严谨的治学作风，一丝不苟的工作态度，更是使我受益匪浅，获益终身！ 其次要感谢我的朋友王粟旸博士，在本文的实证分析过程中，他给了我许 多宝贵的建议。

最后，我要感谢我的家人，是他们不断给我前进的动力，一直陪伴着我给 予我关怀和温暖，鼓励和帮助我克服各种困难。

借此论文致谢之际，向所有老师、亲人和朋友道一声由衷的感谢！

参考文献

1. 、Kilbanoff P, Lamont O, Wizman T A. Investor reaction to salient news in closed-end country funds[J].Journal of 円11311。6,1998,53(2):673-699.
2. 、Fang L, Peress J. Media coverage and the cross-section of stock returns[R].Working Paper,2007.
3. 、 Da.Z,丄 Engelberg, and P. Gao，2011, In search of attention, Journal of Finance Forthcoming
4. 、 Derrien，F...IPO pricing in “hot” market conditions: who leaves money on the table? Journal of Finance,2005.60:487-521.
5. > Laura Xiaolei liu, Ann E.Sherman, Yong Zhang. The Role of the Media in Initial Public Offering〇 Working paper.2008
6. 、Merton RCA simple model of capital market equilibrium with incomplete information. Journal of Finance.1987.42 (3):483-510.

[7】、Neal Galpin，Xiaoyun YU, Rina Ray, The Role of the Media in the Internet IPO Bubble， Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA), Forthcoming.

1. 、饶育蕾、王攀，媒体关注度对新股表现的影响——来自中国股票市场的证据，财务与 金融，2010年第3期.
2. , Laura Xiaolei Liu. Ann E. Sherman, Yong Zang. The Role of the Media in Initial Public Offerings. Working paper.2008.
3. 、 Derrien, F...IPO pricing in "hof market conditions: who leaves money on the table? Journal of Finance,2005.60:487-521.
4. > Reilly, F.K, and Hatfield, K (1969) .Investor Experience with New Stock Issue. Financial Analysts Journal 25, 73-80.
5. 、McDonald 丄 and A.K.Fisher, 1972. New Issue Stock Price Behavior,Journal of Finance,27:97-102.
6. 、Rock Kevin, 1986\* Why New Issues are Underpriced? Journal of Financial Economics,15:187-212
7. ^ Ritter J.R. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings [J]. Journal of Finance, 1991(46) :3-27.
8. . Allen Franklin and Geralds R. Faulhaber, 1989. Stock Price Manipulation, Review of Financial Studies,5:503-529.
9. 、Benveniste L.M. and Paul Spindt,1989. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocaation of New Issues, Journal of Financial Economics,24:343-361.
10. 、白仲光，张维，2003。“基于随机边界定价模型的新股短期收益研究”，管理科6(**l**):51 —59+67
11. , Fama EugeneF.,1965.The Behavior of Stock-Market Price,Journal of Business,38:34-105.
12. 、Black F.,1986 Noise，Journal of Finance，41:529-543.
13. > Tetlock P C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market [J]. Journal of Finance, 2007,62(3): 1139-1168.
14. , AntweilerW, Frank Z M. Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boarder [J].Journal of Finance, 2004, 59(3):1259-1293.
15. 、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
16. ^ Barber, B. M., and T. Odean, 2008, ''All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior ofindividual and institutional investors“，及沙&^21，785-818.
17. 、铙育蕾、彭叠峰、成大超，2010:《媒体注意力会引起股票的异常收益吗？一一来自中 国股票市场的经验证据》，《系统工程理论与实践》第2期，第287-297页。
18. . Merton RCA simple model of capital market equilibrium with incomplete information. Journal of Finance.1987.42 (3):483-510.
19. 、杨继东.媒体影响了投资者行为吗？——基于文献的一个思考.金融研究.2007. (11): 93-102.
20. > Shleifer A. and Vishny R.,1997. The Limits of Arbitrage, Journal of Finance)52:35-55.
21. 、支维墉我国财经报纸的业务研究及其提高专业化水平的若干建议——以《21世纪经 济报道》和《第一财经日报》为例[D]。复旦大学，2009:4-12
22. 、韩立岩，伍燕然.投资者情绪与IPOs之谜——抑价或者溢价[J],管理世界，2007(3): 51-61\_
23. > Chemmanur, T., and An Yan, 2009, Advertising, attention, and stock returns, Working paper, Boston College and Fordham University.
24. 、Dellavigna, S\_, and 丄 M. Pollet, 2009, Investor inattention and friday earnings announcements, Journal of Finance 64, 709-749.
25. 、Hirshleifer, D., S. S. Lim, and S. H. Teoh, 2009, Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news, Journal of Finance 64, 2289-2325.
26. 、Da, Z., J. Engelberg, and P. Gao, 2011, In search of attention, Journal of Finance Forthcoming.

《学位论文出版授权书》

本人完全同意《中国优秀博硕士学位论文全文数据库出版章程》（以下 简称“章程”），愿意将本人的学位论文提交“中国学术期刊（光盘版）电 子杂志社”在《中国博士学位论文全文数据库》、《中国优秀硕士学位论文全 文数据库》中全文发表。《中国博士学位论文全文数据库》、《中国优秀硕士 学位论文全文数据库》可以以电子、网络及其他数字媒体形式公开出版，并 同意编入《中国知识资源总库》，在《中国博硕士学位论文评价数据库》中 使用和在互联网上传播，同意按“章程”规定享受相关权益。

作者签名：{编

灿Z年5月？]日

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 论文题名 |  | | |
| 研究生学号 | 所在院系工斜脅揀学位年度彡革 | | |
| 论文级别 | 士  □博士 | □硕士专业学位 1 □博士专业学位  (请在方框内画钩） | |
| 作者电话 |  | 作者**Email** |  |
| 第一导师姓名 | *J* | 导师电话 | r - |

论文涉密情况：

不保密

□保密，保密期（ 年 月 日至 年 月 口）

注：请将该授权书填写后装订在学位论文最后一页（南大封面）。