媒体报道、投资者注意力与IPO抑价

刘 豪，胡 艳(副教授)

(四川师范大学商学院，成都 610101)

【摘要】本文以2010～2014年间深市中小板的328家上市公司为研究样本，分析了投资者注意力与IPO抑价间的关系；同时用百度新闻搜索的媒体报道数量作为衡量媒体关注度的指标，实证研究了媒体报道与投资者注意力对IPO抑价的交互作用。实证结果表明，投资者注意力与IPO抑价呈正相关关系；在引入媒体关注度与投资者注意力的交互项后，媒体报道具有调节投资者注意力对IPO抑价影响的功能。据此，为完善IPO制度，本文提出建议：一方面，监管部门要重视新闻媒体对证券市场参与者和股票定价的影响，发挥其监督职能；另一方面，上市公司应利用新闻媒体择时向投资者披露利好信息，提升企业形象，增强融资能力。

【关键词】投资者注意力；媒体报道；IPO抑价；交互作用

一、引言

IPO抑价是指上市公司首次公开发行股票时，其股价在上市交易首日的价格远高于其发行价。这一现象普遍存在于全球的资本市场(Ritter，1998)。与发达国家资本市场相比，我国资本市场IPO抑价水平明显偏高。为何我国新股发行市场会出现IPO高抑价现象呢?已有学者结合中国经济环境和法律背景提出了多种不同的理论猜想。张小成(2011)、熊虎(2008)、林智章(2014)等指出，投资者行为、机构投资者异质预期和投资者情绪可能是我国IPO高抑价的原因。但鲜有研究提及投资者注意力配置对IPO

量，进而用多元线性回归方法对回归模型进行实证分析，旨在探讨电信行业上市公司的资本结构与R&D投入的关系，以及R&D投入强度在不同盈利能力水平下与资本结构的关系，得出以下研究结论：①我国电信行业上市公司的资本结构与R&D投入和公司盈利能力显著负相关；R&D投入的增加虽然能对公司盈利能力的提升有促进作用，但不显著。②盈利能力对资本结构与R&D投入的影响关系并不显著，即在不同的盈利水平下，公司R&D投入对资本结构虽会产生负面影响，但是影响并不显著。

针对电力行业企业的资本结构、R&D投入与盈利能力关系的特点，本文提出以下建议：电信行业企业应贯彻国家科学技术是第一生产力的策略，多多关注科技研发的投入，客观评价自身科技研发潜力与技术创新能力，明确认识科研投入对企业可持续发展与维持竞争力的重大意义，将对科技研究与发展资金的投入、科研力量的投入等方面的R&D投入活动作为重要的投资决策，并逐步改变和调整公司战略。

另外，在公司治理过程中，管理层要注重对科研投入的决策，全面考虑该项决策的可行性与对公司价值和长远利益是否有利，从而决定是否进行投资。同时，还要注重优化企业资本结构，合理进行投融资。

主要参考文献

邹彩芬，黄琪.信息技术行业R&D投入影响因素及其经济后果分析[J].中国科技论坛，2013(3).

Aghion P., Bond S., Klemm A.. Technology and Financial Structure：Are Innovative Firms Different[J]. Journal of the European Economic Association，2004(5).

Sharma B.. R & D strategy and Australian manufacturing industry：an empirical investigation of emphasis and effctivness[J]. Technovation，2003(23).

文芳.产权性质、债务来源与企业R&D投资[J].财经论丛，2010(3).

刘振.融资来源对公司R&D投资影响的实证分析[J].中国科技论坛，2011(3).

徐欣，唐清泉.R&D活动、创新专利对企业价值的影响——来自中国上市公司的研究[J].研究与发展管理，2010(20).

周艳菊，邹飞，王宗润.盈利能力、技术创新能力与资本结构[J].科研管理，2014(1).

张镭，许敏.企业R&D投入与业绩关系实证研究——基于上海上市公司面板数据分析[J].财会通讯，2013(8).

【基金项目】国家社科基金项目“机会主义择时与股权激励有效性研究”(项目编号：13BJY013)

抑价的影响,投资者注意力是一种稀缺的认知资源,不同的投资者对信息的处理能力是不同的,其在新股发行市场的表现也不一致,从而会影响IPO抑价。

也有学者基于投资者注意力的有限性,发现媒体报道不仅影响了个体投资者的选股(Barber等,2008;许柳英和陈启欢,2005),还影响了发行人对新股的定价(饶育蕾和王攀,2010)。此外,已有的文献还指出新闻报道的数量、性质及内容都会影响股票的收益情况(Klibanoff,1998;Chan,2003;Tetlock等,2007),但很少有文献研究媒体报道与投资者注意力共同作用下的IPO抑价。

本文拟分析投资者注意力对IPO抑价的影响,并进一步分析媒体关注与投资者的交互作用对IPO抑价的影响。重点突出了三个方面:一是选取2010~2014年度中小板上市的公司为研究样本,从投资者注意力角度,直接论述了投资者注意力对IPO抑价的影响;二是关注了媒体报道对IPO抑价的影响及媒体报道对投资者注意力与IPO抑价的调节作用;三是考虑到以往研究大都只集中于投资者关注度或媒体报道单一因素对IPO抑价的影响,本文综合考查了二者的交互效应对IPO抑价的影响。

二、文献回顾与理论假设

1. *投资者注意力与IPO抑价*。投资者注意力是人的一种心理行为,其在经济与市场环境等因素不变的情况下进行证券投资,会影响新股表现,致使证券市场出现IPO抑价现象(饶育蕾和张攀,2010)。不过,投资者注意力对股票收益表现的影响却是短暂的,随后会出现反转(Ritter,1991)。

一些学者从不同类型投资者视角,考查了投资者注意力与IPO抑价的内在联系(张小成,2010;李晓龙等,2014;黄顺武和孟刚,2013)。其中,宋双杰等(2011)提出了投资者注意力周期性变化才是IPO抑价率高的内在根源的观点。他们认为,在测度投资者对股市的反应上,网络搜索量是一个比较科学的指标,它能很好地解释IPO市场上存在的三大异象。

在随后的同类研究中,大多采用网络搜索量来测度投资者注意力(黄顺武和孟刚,2013;王冰和尤晨,2014)。黄顺武等(2013)采用谷歌资讯数量、跟踪分析师人数和参与询价的机构数目分别衡量了公众投资者、证券分析人员和机构投资者的注意力配置,结果表明,投资者注意力与IPO抑价呈显著正相关关系,特别是创业板和中小板的IPO抑价率相对主板市场来说更高。据此有学者认为,创业板和中小板这类新兴产业上市公司更易受到投资者的非理性追捧,这与张雅慧等(2012)研究的观点相一致。基于此,本文提出如下研究假设:

H1:在其他条件一定的情况下,投资者注意力与IPO抑价呈正相关关系。

2. *媒体报道与IPO抑价*。在现有的研究中,认为在证券市场中媒体报道会明显改变股票价格、交易量和股票收益,这一结论在美国、英国、中国香港和内地股市都得到了证实。而在进一步的研究中,有学者指出媒体报道内容的倾向性和数量也会影响股票的表现。黄俊等(2013)通过实证研究得出结论:媒体报道确实会影响IPO抑价。他进一步研究发现,媒体报道内容是正面还是负面会显著改变IPO抑价率,即媒体对该IPO公司正面报道数量与公司首发抑价率显著正相关。

事实上,媒体报道不仅会影响投资者的购买行为,而且会影响发行人对新股的定价。发行人有动机利用媒体报道大肆宣传即将上市的股票,吸引投资者购买(Cook等,2006;饶育蕾和王攀,2010)。在对首发新股的研究中,有学者实证检验了媒体报道对首次公开发行股票表现的影响,即媒体报道数量越多的新股,其发行价格相应会偏高(饶育蕾等,2010)。这是因为信息不对称是IPO抑价的主要原因(Rock,1986)。

媒体报道为个体投资者提供了相关IPO公司的信息(Tetlock,2010),改善了信息不对称,降低了IPO抑价。对此,有研究指出IPO发行前一周的媒体报道数量越多,IPO抑价不升反降(Ducharme等,2001)。根据上述分析,本文提出如下研究假设:

H2:在其他条件一定的情况下,媒体报道与IPO抑价呈负相关关系。

3. *投资者注意力和媒体报道与IPO抑价*。媒体报道对投资者注意力(Investor Attention)具有重大影响。媒体利用"议程设置"功能,通过信号传递机制,改变了投资者注意力,导致注意力驱动买入行为(Attention-driven buying)(饶育蕾等,2010;刘锋等,2014;Barber等,2007),从而提高了上市新股的长期需求量(Liu等,2008)。Barber等(2007)借鉴Merton(1987)的模型研究媒体报道对投资者购买股票的影响,认为媒体报道会对投资者形成购买驱动力。

为什么媒体报道会影响投资者的注意力呢?媒体报道又是如何影响投资者的注意力?具有监督职能的媒体报道,在信息不对称的股市,扮演了信息披露者的角色,从新闻数量、新闻内容和特定报道事件等方面吸引了投资者眼球,降低其投资风险(醋卫华等,2012)。由此,可以认为媒体报道会抑制投资者注意力对IPO抑价的影响。基于此,本文提出如下研究假设:

H3:在其他条件一定的情况下,媒体报道上市公司信息,使投资者注意力对IPO抑价的影响降低。

三、研究设计与样本选择

(一)样本选择及数据来源

本文选择2010~2014年我国深市中小板上市公司为研究样本,为确保数据的可比性和避免受异常值的影响,剔除了金融行业企业及数据缺失的公司,还对相关连续

变量采取上下1%的winsorize处理，最终获得267个公司样本。其中财务数据和市场交易数据来自瑞思数据库，媒体报道数据来源于百度搜索，经手工收集与整理。

（二）变量设计

变量名称及含义如表1所示。

1. IPO抑价。参照王冰和尤晨（2014）的方法，以新股发行首日的收益率来衡量IPO抑价。

2. 媒体报道。参照饶育蕾和张攀（2010）的方法，利用百度新闻搜索到包含股票名称的新闻数量作为媒体关注度的测量指标。考虑到在互联网高速发展的今天，百度搜索引擎成为中国民众获取信息的重要渠道之一，其在信息的传播和发掘上发挥了重要作用。因此，本文也采用该新闻报道数量来衡量媒体关注度。

3. 投资者注意力。投资者注意力的衡量指标可分为间接代理指标和直接代理指标（权小锋等，2014）。常用的直接代理指标为谷歌搜索周频率（Da等，2012；宋双杰等，2011）和百度搜索量（王冰和尤晨，2014），它们均属于网络媒体报道，易与新闻媒体报道混淆，不适合本文。故我们采用IPO上市首日换手率来替代。

4. 控制变量。国内对IPO抑价方面的研究文献不少，本文借鉴张雅慧等（2011）的研究方法，选取9个控制变量，这些变量涵盖企业特征和IPO特征（参见表1）。

（三）模型构建

针对H1，建立如下回归模型：

$$IR=\partial_1+\partial_2 Turnover+\partial_3 Control+\varepsilon \quad (1)$$

针对H2，建立如下回归模型：

$$IR=\partial_1+\partial_2 Media+\partial_3 Control+\varepsilon \quad (2)$$

针对H3，建立如下回归模型：

$$IR=\partial_1+\partial_2 Turnover+\partial_3 Turnover\times Media+\partial_4 Control+\varepsilon \quad (3)$$

表1　变量定义及说明

类型	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	IPO抑价率	IR	$IR=(P_1-P_0)/P_0$，其中P_1为新股上市当日的收盘价，P_0为发行价
解释变量	投资者注意力	Turnover	上市当日的换手率来测度投资者注意力
	媒体报道	Media	若IPO上市日为周二则取1，其他为0
控制变量	发行费用率	Fee/Proc	发行费用除以总募集资金
	主承销商声誉	RP	若主承销商为十大券商则取1，其他为0
	会计师事务所声誉	AP	若会计师事务所为前10则取1，其他为0
	公司经营年限加1的对数	Log（Age+1）	上市时间－成立时间＋1，取对数
	总资产对数	Log（Asset）	IPO发行前一年的总资产，取对数
	发行规模	Log（Offersize）	首发数量×发行价，取对数
	高新技术企业	HighTech	为高新技术企业时取1，其他为0
	中签率	Lottery	发行中签率
	周二虚拟变量	Tuesday	IPO上市日为周二时取1，否则为0

注：媒体报道数为招股公告日到IPO上市日期间的新闻媒体对IPO公司的报道条数；前十大承销商的数据来自中国证券行业协会网站，以其公布的2013年度证券公司会员经营业绩排名为参照；前十大会计师事务所的数据来自中国注册会计师协会网站，以其发布的2014年会计师事务所综合评价前百家信息为标准。

表2　2010～2014年度变量的描述性统计

变量	年度	2010年	2011年	2012年	2014年	合计
IPO抑价率（IR）	平均值	40.39%	20.31%	16.51%	44.27%	30.10%
	最小值	−7.55%	−15.55%	−26.33%	43.96%	−26.33%
	最大值	235.04%	149.38%	82.09%	45.50%	235.04%
	标准差	0.478 8	0.299 7	0.229 0	0.005 2	0.379 9
投资者注意力（Turnover）	平均值	72.45%	67.96%	60.52%	4.53%	62.81%
	最小值	23.94%	17.99%	20.13%	0.1%	0.1%
	最大值	91.72%	95.27%	94.62%	19.69%	95.27%
	标准差	0.165 7	0.248 8	0.231 1	0.050 0	0.276 9
媒体报道（Media）	平均值	34.75	45.24	59.98	92.73	47.6
	最小值	2	4	0	0	0
	最大值	253	188	141	247	253
	标准差	30.34	24.82	26.53	49.64	34.54
N		134	112	52	30	328

注：中国IPO市场于2012年11月起暂停，2013年底重启，因此缺少2013年的数据。

四、实证分析结果

（一）描述性统计

主要变量的描述性统计如表2所示，从中可以看出：①从IPO抑价率来看，各年度IPO抑价水平不同，其中IPO市场暂停前夕的平均IPO抑价率最低，为16.51%，IPO重启后，平均IPO抑价水平迅速攀升至44.27%。②从投资者注意力配置情况来看，IPO重启后，投资者注意力的均值为4.53%，与其他年份相比，最低。③从媒体报道的数量来看，IPO暂停前，媒体报道均值低于60，重启IPO后，媒体报道均值增长到92.73。

（二）主要变量相关性分析

从表3可以看出，在1%的水平上投资者注意力与IPO抑价显著正相关，与媒体报道显著负相关，支持了研究假设。各变量间的相关系数均小于0.4，且VIF值小于2，回归模型不存在多重共线性。

表 3　　主要研究变量间的相关系数

	IR	Turnover	Media	Fee/Proc	Log(Asset)	AP	Lottery
IR	1						
Turnover	0.371 8***	1					
Media	−0.042 9	−0.234 7***	1				
Fee/Proc	0.208 2***	−0.023 1	0.178 2***	1			
Log(Asset)	−0.115 1*	−0.064 2	−0.030 9	−0.177 5***	1		
AP	0.016 2	−0.063 4	0.051 2	−0.024 2	0.033 9	1	
Lottery	−0.282 1***	−0.219 3***	−0.038 5	−0.135 2**	0.136 6**	−0.038 9	1

注:*、**、***分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

(三)回归结果与分析

表4列示了实证模型的回归结果。其中:

模型1的结果表明,投资者注意力与IPO抑价在1%的水平上存在显著的正相关关系,即投资注意力越多,IPO抑价越高,H1得到验证。

表 4　　媒体报道、投资者注意力及其交互效应与IPO抑价的回归分析

变量 \ 模型	模型1	模型2	模型3
Turnover	0.002 77*** (5.14)		0.003 41*** (5.76)
Media		−0.000 81* (−1.80)	
Turnover×Media			−0.000 01*** (−2.51)
Fee/proc	−0.092 09 (−0.13)	−0.487 56 (−0.66)	−0.024 61 (−0.03)
RP	0.014 94 (0.60)	0.024 33 (0.95)	0.012 20 (0.50)
AP	0.017 30 (0.70)	0.009 34 (0.36)	−0.019 75 (0.80)
Log(Age+1)	−0.079 17* (−1.79)	−0.090 31** (−1.94)	−0.059 07 (−1.33)
Log(Asset)	0.003 27 (0.13)	0.001 79 (0.07)	0.005 12 (0.21)
Log(Offersize)	−0.307 01*** (−4.27)	−0.370 12*** (−4.91)	−0.332 33** (−4.62)
HighTech	−0.003 74 (−0.16)	−0.006 31 (−0.25)	−0.007 44 (−0.31)
Lottery	−2.413 07*** (−2.58)	−3.413 87*** (−3.58)	−2.526 41** (−2.73)
Tuesday	−0.041 48* (−1.60)	−0.065 07*** (−2.44)	−0.038 45 (−1.49)
−cons	2.852 72***	3.705 52***	3.048 13**
Adj−R^2	0.248 1	0.180 9	0.263 3
Prob>F	0.000 0	0.000 0	0.000 0

注:*、**、***分别表示相关系数在10%、5%和1%的水平上显著,下同。

模型2对媒体报道与IPO抑价的关系进行了检验,结果表明,媒体报道与IPO抑价呈明显的负相关关系(p=10%),这意味着媒体报道越多的新股,其IPO抑价率越低,这与H2的结论相一致。

模型3引入了媒体报道与投资者注意力的交互项,结果显示在1%的水平上投资者注意力与IPO抑价显著正相关;投资者注意力与媒体报道的交互项系数显著为负。H3得到证明,媒体报道在某种程度上减少了投资者的非理性购买行为,进而影响了IPO抑价。

模型1、模型2、模型3的回归结果都表明,主承销商声誉(RP)对IPO抑价具有正向影响,但不显著,这与刘江会等(2004)的研究结果一致。

此外,公司成立时间与IPO抑价负相关,这与Carter等(1998)的研究结论相同。对于周二虚拟变量而言,其与IPO抑价呈显著负相关关系,这表明我国IPO上市存在时机选择。

(四)稳健性检验

本文用公告期至发行日媒体报道的平均条数来测度媒体报道频率。对于模型1、模型2和模型3,下页表5的稳健性检验结果显示,投资者注意力与IPO抑价依旧保持显著的正相关关系,且媒体报道确实削弱了投资者注意力对IPO抑价的影响。

五、研究结论与建议

本文以2010~2014年我国深市中小板IPO上市的公司为研究对象,探讨了媒体报道与投资者注意力的交互作用对IPO抑价的影响,得出以下结论:

第一,投资者注意力对IPO抑价具有显著的正影响,随着投资者注意力的增加,投资者很可能产生购买驱动力,进而导致公司首发新股的抑价也增高。

第二,把投资者注意力与媒体报道的交互项代入回归模型,得出媒体报道会抑制投资者注意力对IPO抑价的作用。媒体报道作为公众获取信息的重要渠道,会改变投资者的注意力配置情况,成为其投资决策的重要参考资料,尤其是随着信息网络技术的飞速发展,新兴的互联网传媒扩宽了信息传播的渠道,提高了新闻报道的时效性,它对投资者行为的影响更加深入。媒体作为证券市场的监督者,其报道对相关上市公司的信息披露会影响投资者的投资决策,降低其非理性的购买行为。

基于上述结论,为进一步完善IPO制度,促进金融市场健康发展,本文提出以下几点建议:①充分保护媒体报道的独立性,使新闻媒体在证券市场上真正发挥监管职能。②对于利用网络传媒散布虚假消息的公司和个人,要

加大打击力度。③健全网络社会管理机制,提高相关信息的可信度。④加强对投资者的教育,促进投资者做出理性的投资决策。⑤上市公司应积极主动与新闻媒体沟通,适时向投资者传递利好消息,提高企业的声誉度,提升融资水平。

表 5　　稳健性检验结果

变量＼模型	模型 1	模型 2	模型 3
Turnover	0.002 77* (5.14)		0.003 42*** (5.72)
Media		−0.014 47* (−1.52)	
Turnover×Media			−0.000 35*** (−2.42)
Fee/proc	−0.092 09 (−0.13)	−0.487 44 (−0.66)	−0.009 21 (−0.01)
RP	0.014 94 (0.60)	0.023 41 (0.91)	0.009 83 (0.40)
AP	0.017 30 (0.70)	0.009 14 (0.35)	0.020 27 (0.82)
Log(Age+1)	−0.079 17* (−1.79)	−0.089 43** (−1.90)	−0.054 53 (−1.21)
Log(Asset)	0.003 27 (0.13)	0.002 38 (0.09)	0.006 56 (0.27)
Log(Offersize)	−0.307 01** (−4.27)	−0.370 05*** (−4.87)	−0.333 08*** (−4.62)
HighTech	−0.003 74 (−0.16)	−0.006 61 (−0.26)	−0.008 56 (−0.36)
Lottery	−2.413 07*** (−2.58)	−3.430 47*** (−3.59)	−2.564 07*** (−2.76)
Tuesday	−0.041 48* (−1.60)	−0.067 49*** (−2.54)	−0.040 80* (−1.59)
−cons	2.852 72***	3.696 27***	3.037 19***
Adj−R^2	0.248 1	0.178 0	0.262 0
Prob>F	0.000 0	0.000 0	0.000 0

主要参考文献

Ritter J. R.. Initial Public Offerings[J]. Contemporary Finance Digest,1998(2).

张小成,孟卫东,熊维勤.机构和潜在投资者行为对IPO抑价影响[J].系统工程理论与实践,2010(4).

张小成,孟卫东,周孝华.机构投资者异质预期对IPO抑价影响研究[J].系统工程学报,2011(4).

林智章.风险投资机构特征、投资者情绪与IPO折价[J].现代管理科学,2014(2).

许柳英,陈启欢.公众注意力影响买入行为吗?——基于投资者行为的分析[J].上海管理科学,2005(4).

饶育蕾,王攀.媒体关注度对新股表现的影响[J].财务与金融,2010(3).

Chan W.. Stock Price Reaction to News and No news: Drift and Reversal After Headline[J]. Journal of Financial Economics,2003(2).

Tetlock P. C.. Giving Content to Investor Sentiment: the Role of Media in the Stock Market[J]. Journal of Finance,2007(3).

李晓龙,易顺.机构热度、IPO超募和股价信息含量[J].贵州财经大学学报,2014(1)

黄顺武,孟刚.投资者关注影响IPO抑价吗?[J].会计与经济研究,2013(4).

王冰,尤晨.投资者关注与IPO抑价研究[J].华东经济管理,2014(7).

张雅慧,万迪昉,付雷鸣.基于投资者关注的媒体报道影响投资行为的实验研究[J].系统工程,2010(10).

黄俊,陈信元.媒体报道与IPO抑价[J].管理科学学报,2013(2).

饶育蕾,彭叠峰,成大超.媒体注意力会引起股票的异常收益吗?——来自中国股票市场的经验证据[J].系统工程理论与实践,2010(2).

Rock K.. Why New Issues are under Priced[J]. Journal of Financial Economics,1986(15).

刘锋,叶强,李一军.媒体关注与投资者关注对股票收益的交互作用:基于中国金融股的实证研究[J].管理科学学报,2014(1).

Brad M. Baber, Terrance Odean. All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional in[J].Review of Financial Studies,2008(2).

醋卫华,李培功. 媒体监督公司治理作用的实证研究[J].南开管理评论,2012(1).

权小锋,尹红英.投资者注意力指标测度的研究综述与展望[J].商业经济与管理,2014(7).

Da Z., Engelberg J., Gao P.. In Search of Attention[J]. The Journal of Finance,2012(66).

张雅慧,万迪昉,付雷鸣.媒体报道、投资者情绪与IPO抑价——来自创业板的证据[J].山西财经大学学报,2011(9).

刘江会.我国承销商声誉与承销服务费用关系的实证分析[J].财经研究.2004(4).

【基金项目】教育部人文社科青年基金项目“基于投资者关系管理的公司治理效率分析”(项目编号:12YJC630061);四川省哲学社科项目(项目编号:SC14C037);四川省教育厅重点项目“上市公司网络投资者关系管理的动因和效果研究”、四川师范大学科研创新团队251等项目(项目编号:14SA0013、13SA0136和2013SA0139)