

网络媒体环境下 投资者行为与IPO定价研究

陈鹏程 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

网络媒体环境下投资者 行为与 IPO 定价研究

陈鹏程 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

网络媒体环境下投资者行为与 IPO 定价研究 /

陈鹏程著. —北京: 经济科学出版社, 2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9419 - 7

I. ①网… II. ①陈… III. ①投资行为 - 研究

②股票 - 价格 - 研究 IV. ①F830. 59 ②F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 125190 号

责任编辑: 白留杰 程新月

责任校对: 杨 海

责任印制: 李 鹏

网络媒体环境下投资者行为与 IPO 定价研究

陈鹏程 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材分社电话: 010 - 88191309 发行部电话: 010 - 88191522

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京财经印刷厂印装

710 × 1000 16 开 11 印张 160000 字

2018 年 8 月第 1 版 2018 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9419 - 7 定价: 35.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: dbts@esp.com.cn



作者简介

陈鹏程（1981—），男，中共党员，河南开封人，2015年12月毕业于重庆大学，获得应用经济学博士学位。目前就职于郑州大学商学院金融系。主要是从事IPO定价及资本市场运行效率方面的研究，在《管理工程学报》《中国管理科学》《管理评论》等CSSCI期刊发表论文12篇，主持省级课题3项，参与国家自然科学基金及教育部人文社科项目各1项。



封面设计：孙俪铭

前 言

在互联网时代，网络媒体成为投资者获取信息的重要来源。针对 IPO 公司来说，由于曝光度低，关于公司的公开信息相对有限，网络媒体更具有其他主体所不能替代的重要作用。在无限信息、有限认知的现实条件下，网络媒体在向投资者传递信息的同时也引领了投资者的关注视角和价值判断，改变了投资者资产配置方式和证券需求关系，进而影响 IPO 股票的价格行为。因此，在网络媒体环境下研究投资者的行为与 IPO 定价的关系，探究网络媒体如何通过影响投资者行为来影响 IPO 定价以及异质性投资者怎样在 IPO 过程中进行互动，不仅具有重要的理论意义，而且对金融监管部门、投资者及 IPO 公司利益相关方也有较大的应用价值。

现有研究在分析网络媒体与 IPO 定价关系时，多数仅关注了网络媒体报道数量与 IPO 定价的关系，部分考察了网络媒体报道基调对 IPO 定价的影响，较少探讨网络媒体通过影响询价机构和个人投资者行为进而影响 IPO 定价的微观机制，尚没有涉及 IPO 过程中询价机构投资者与个人投资者的互动行为研究。本书试图从这一角度入手，首先考察网络媒体通过影响询价机构投资者行为进而影响 IPO 发行价的微观机制；其次研究网络媒体通过影响个人投资者行为进而影响 IPO 首日回报的内在机理；并进一步研究了机构投资者与个人投资者在 IPO 过程中的互动行为，以全面深刻理解网络媒体、投资者行为与 IPO 定价三者之间的逻辑关系。本书的研究内容和主要结论包括：

1. 在信息经济学及行为金融学理论的基础上，用随机变量描述网

络媒体的信息结构,用贝叶斯原理更新投资者的价值信念,在中国 IPO 询价制度背景下,通过构建模型求解网络媒体环境下一级市场 IPO 发行价的均衡解,从理论上说明网络媒体影响 IPO 定价的内在机制。结果发现,IPO 发行价调整与询价机构投资者的私人信息与网络媒体报道信息正相关。询价机构投资者越“看好”IPO 公司或者网络媒体的非负面报道越多,IPO 发行价向上调整幅度越大;询价机构投资者越“看淡”IPO 公司或者网络媒体负面报道越多,IPO 发行价向下调整幅度越大。

2. 以百度新闻搜索作为网络媒体报道数据的来源,实证检验了询价阶段网络媒体报道量及报道倾向对 IPO 发行价的影响,并引入询价机构投资者深入探究其申购及报价行为在该影响中发挥的作用。研究发现,网络媒体的非负面报道能够提高 IPO 发行价,即 IPO 发行价相对于投资价值进行了向上的调整;而负面报道导致了 IPO 发行价进行向下的调整。网络媒体的这种对 IPO 发行价的作用效果主要通过询价机构投资者的参与和报价行为得以实现,即网络媒体的非负面报道能够提高询价机构投资者的参与热度和报价竞争程度,而负面报道却减弱了询价机构的参与热度并降低了他们的报价竞争程度。证实了“媒体信息—投资者行为—资产价格”的微观机理。

3. 根据 IPO 上市流程,实证研究两个阶段的网络媒体报道量及报道倾向对 IPO 首日回报的影响,并引入个人投资者探究其在 IPO 上市前参与申购行为和 IPO 上市首日买卖交易行为在该影响中扮演的角色。研究发现,两个阶段的网络媒体报道均与 IPO 首日回报正相关,且这种正相关关系主要是通过网络媒体的非负面报道引起的。网络媒体的非负面报道能够显著提高 IPO 首日回报,而负面报道虽然导致了 IPO 首日回报降低,但并不显著。网络媒体的这种对 IPO 首日回报的作用效果主要通过个人投资者事前(IPO 上市前)参与和事后(IPO 上市后)买卖交易行为得以实现。

4. 以网络自媒体东方财富网旗下的“股吧”中个人投资者发帖内

容为对象构建个人投资者情绪指标，对询价机构投资者和个人投资者在 IPO 过程中的互动行为展开实证研究。实证结果发现，个人投资者能够观察到询价机构投资者的申购及报价行为，并学习模仿询价机构投资者的行为，采取跟随策略，充分说明询价机构投资者的行为能够指导个人投资者的决策；询价机构投资者能够观察到个人投资者的情绪，并将个人投资者的情绪纳入到申购及报价过程中。

陈鹏程
2018 年 5 月

目 录

第1章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 问题的研究背景	1
1.1.2 问题的研究目的	4
1.1.3 问题的研究意义	5
1.2 研究内容及结构安排	8
1.2.1 主要研究内容	8
1.2.2 结构安排	9
1.3 研究方法及技术路线	10
1.3.1 研究方法	10
1.3.2 研究的技术路线	11
1.4 主要创新点	12
第2章 理论基础与文献综述	14
2.1 媒体报道与资产价格相关理论	14
2.1.1 媒体报道的信息中介功能与资产价格	14
2.1.2 媒体报道的监督治理功能与资产价格	20
2.1.3 媒体报道偏差与资产价格	26
2.2 媒体报道与投资者行为相关理论	31
2.2.1 媒体报道与投资者关注	31

2.2.2 媒体报道与投资者情绪	37
2.3 投资者行为与资产价格相关理论	41
2.3.1 投资者关注与资产价格	41
2.3.2 投资者情绪与资产价格	46
2.4 本章小结	49
第3章 网络媒体环境下 IPO 定价模型研究	51
3.1 引言	51
3.2 问题描述	55
3.3 模型分析	57
3.3.1 模型求解	57
3.3.2 结果分析	61
3.4 本章小结	66
第4章 网络媒体环境下机构投资者行为与 IPO 发行价 调整	67
4.1 引言	68
4.2 研究假说	69
4.2.1 网络媒体报道与 IPO 发行价调整	69
4.2.2 网络媒体报道影响 IPO 发行价调整的机理	71
4.3 研究设计	76
4.3.1 数据来源及样本选择	76
4.3.2 变量定义	79
4.3.3 描述性统计	81
4.4 实证结果及分析	84
4.4.1 对假说 1 的检验	84
4.4.2 对假说 2 的检验	87
4.4.3 对假说 3 的检验	91

4.5 稳健性检验	94
4.6 本章小结	100
第5章 网络媒体环境下个人投资者行为与IPO首日 回报	101
5.1 引言	102
5.2 研究假说	103
5.2.1 网络媒体报道与IPO首日回报	103
5.2.2 网络媒体报道影响IPO首日回报的机理	107
5.3 研究设计	112
5.3.1 数据来源及样本选择	112
5.3.2 变量定义	113
5.3.3 描述性统计	116
5.4 实证结果及分析	118
5.4.1 对假说1的检验	118
5.4.2 对假说2的检验	120
5.4.3 对假说3的检验	123
5.5 稳健性检验	126
5.6 本章小结	130
第6章 网络媒体环境下机构及个人投资者互动行为 研究	131
6.1 引言	131
6.2 研究假说	132
6.2.1 个体投资者观察到询价机构的申购及报价后的 行为	132
6.2.2 询价机构观察到个人投资者情绪后的行为	133
6.3 研究设计	135

6.3.1 数据来源及样本选择	135
6.3.2 变量定义	136
6.3.3 描述性统计	138
6.4 实证结果及分析	139
6.4.1 对假说1的检验	139
6.4.2 对假说2的检验	142
6.5 本章小结	143
第7章 结论	145
7.1 主要结论	145
7.2 不足与展望	148
参考文献	150
后记	165

第1章 绪 论

1.1 问题的提出

1.1.1 问题的研究背景

信息经济时代，互联网是人们获取信息的重要平台。网络媒体的迅速普及，推动了信息传播的革命，信息的传播结构和模式发生了巨大的变化。在资本市场上，网络媒体引发了信息传播的“蝴蝶效应”，冲击着投资者固有的信息利用方式与投资理念，深刻影响着资本市场上的信息传递^[1]。一方面，网络媒体延续了传统媒体的“社会公器”角色^[2]，即通过对信息的搜集、加工和传播，网络媒体能够降低投资者搜集和处理信息的成本，向投资者提供多元化的观点，以期帮助投资者全方位地了解公司的真实经营状况；另一方面，网络媒体独特的互动性（股吧、论坛、微信等）使得投资者之间能够进行及时的信息交流，从而改变投资者的投资决策和行为范式，进而影响资本市场效率与金融生态环境。因此，深入研究网络媒体在资本市场中的作用不仅是金融学研究的重点话题，也是金融监管部门及政策制定者所面临的迫切问题。

在我国，以证券市场为代表的资本市场仍是一个信息高度不对称的市场。投资者尤其是中小投资者决策所需的各种资讯大部分是通过

媒体尤其是网络媒体获得的。大量的研究表明媒体信息的发布能够影响资产定价。不但新信息的发布能够引发股票价格的变化,重复旧信息的报道同样能够引起股票价格、股票交易量、股票波动性及股票收益的变化。学者一般将这种媒体对资产价格产生的影响称为“媒体效应”。在资本市场上,网络媒体主要发挥三种效应:第一,信息中介效应。在生活节奏加快及信息资讯爆炸的时代,网络媒体以其及时、高效及互动的特征成为投资者获取信息的主要平台甚至依赖者。网络媒体通过信息披露和传播能够降低信息不对称程度,减少市场参与者的信息获取成本,从而增强市场的有效性。信息中介效应是网络媒体的基本功能。第二,导向效应。网络媒体在资本市场上不仅仅扮演着信息中介的角色,出于竞争的压力,网络媒体常以追踪的方式进行深度报道或以信息垄断的方式进行独家报道,可能为市场参与者提供了新的信息。同时,为了吸引受众,网络媒体在报道时往往突破“提供事实判断”的范畴,注入感情色彩,即往往会传递公司经营现状、未来发展、盈余预期以及股票投资建议或悲观或乐观的观点,呈现出独特的“媒体情绪”^[3,4]。“媒体情绪”为投资者设定了进一步思考的议题和框架,引导投资者的注意力配置,进而影响投资者的主观判断和行为决策。第三,公司治理效应。网络媒体作为“第四权利”以其先天性的质疑和探究的特性,在公司治理中扮演着重要的角色,起到外部舆论监督作用^[5]。网络媒体三种效应对投资者的行为决策和资本市场的有效运行都有重要的影响。因此,如何规范和引导网络媒体三种效应的有效发挥成为学者研究的热点问题。

在媒体与资本市场关系的研究中,必须提到投资者这个“中介”因素。媒体对资产定价及金融市场运行的影响是一个过程。在这个过程中,媒体发布的信息必须首先被投资者关注,否则,无论多么重要的信息,如果没有投资者关注,它将起不到任何作用;其次,被关注的信息必须能够影响投资者的情绪、信念等心理因素进而使投资者做出投资行为的改变;最后,投资者投资决策行为的变化才是引起资产

价格变化的直接因素。网络新闻媒体无疑是通过影响投资者行为进而对资产价格产生影响的。事实上,可以把网络媒体发布的信息看成是一种“信号”,在这个“信号”市场,面对众多的鱼龙混杂的“信号”,投资者需要对这些“信号”进行关注、甄别和分析,筛选出投资者认为最具价值的“信号”。根据这些“信号”,投资者做出相应的投资行为。但由于投资者的身份不同,认知、分析和处理能力存在显著差异,同样的“信号”可能会得出截然不同的信息,从而引起相反的市场操作。因此,在研究网络媒体对资本市场的影响时,必须引入投资者这个“中介”因素,并依据身份的不同对投资者进行分类,将投资者分成机构和个人投资者,分别研究网络媒体信息对两类投资者的行为进而资产价格所产生的影响。

针对 IPO 公司来说,由于 IPO 公司的曝光度低,关于公司的公开信息相对有限,公司与市场外部参与者之间存在明显的信息不对称。网络媒体效应在 IPO 市场上应该表现得更为突出。对询价机构来说,由于他们本身具有较强的专业能力且在询价过程中能够获得更多未公开的信息,如承销商的投资价值研究报告,同时还可以与 IPO 公司进行交流以解答相关的疑惑,因而具有了公司价值的信息优势。然而对个人投资者来说,由于普遍缺乏搜集处理市场信息的专业能力,网络新闻媒体将成为他们主要的信息来源。受网络媒体情绪的影响,这些个人投资者对公司价值的判断可能产生系统性的偏差^[6]。基于此,我们关心的是网络媒体发布的信息是否仍会影响理论上具有信息优势的机构投资者的行为,进而影响 IPO 定价机制。网络媒体报道的信息又是如何影响个人投资者的投资行为,进而影响 IPO 市场表现的。网络媒体的互动性使得个人投资者的观点、情绪和信念得以充分表达和展示,机构投资者是否会利用个人投资者的心理因素在询价过程中为自己谋利。个人投资者是否能够从询价机构投资者的参与和报价行为中提取到有价值的信息,进而影响自身的投资决策行为。纵观现有媒体与 IPO 市场的相关文献,尚缺乏对上述问题的系统性研究,尤其

是在 IPO 过程中机构投资者与个人投资者的互动行为,目前研究仍处在空白阶段。

IPO 是企业发展中至关重要的一环, IPO 定价是否有效率是衡量资本市场是否健康的关键指标。投资者的行为是影响 IPO 定价效率的重要因素,在中国不完全的资本市场上投资者非理性行为可能超越公司本身成为左右 IPO 定价效率的关键因素。在无限信息、有限认知的现实条件下,网络媒体在向投资者传递信息的同时也引领了投资者的关注视角和价值判断,激发投资者的非理性行为,改变了投资者资产配置方式和证券需求关系,进而影响 IPO 股票的价格行为。因此,在网络媒体环境下研究投资者的行为与 IPO 定价的关系,探究网络媒体如何通过影响投资者行为来影响 IPO 定价以及异质性投资者之间怎样在 IPO 过程中互动,不仅是行为金融理论发展的要求,也是实现资本市场有效运行的现实需要。

1.1.2 问题的研究目的

本书探讨了网络媒体环境下投资者行为与 IPO 定价的关系,以期达到如下几个目的:(1)以信息经济学及行为金融学为框架,结合我国询价制的特征,通过构建模型求解网络媒体环境下一级市场 IPO 发行价的均衡解。从理论上说明网络媒体信息影响 IPO 定价的内在机制。虽然询价机构依据自身的专业能力并且在询价过程中能够获得更多未公开的信息(如承销商的投资价值研究报告),从而相对具有了信息优势。但媒体尤其是专业财经媒体通过长期跟踪调查能够为市场提供新的信息,本书认为,询价机构能根据网络媒体提供的新信息及时调整自身对 IPO 估值的信念。(2)对网络媒体环境下机构投资者(询价机构)行为对 IPO 定价机制的影响展开实证研究,以正确理解网络媒体信息对 IPO 定价机制影响的作用机理。本书认为,网络媒体信息会影响 IPO 发行价格的确定,并且这种影响是通过询价机构这个中介传导

的。即网络媒体信息会通过影响询价机构的新股发行参与行为来间接影响 IPO 发行价格的确定。(3) 对网络媒体环境下个人投资者行为对 IPO 定价效率的影响进行实证研究,以进一步加深理解个人投资者在网络媒体信息影响 IPO 定价效率过程中所起的作用。网络媒体信息会影响以 IPO 首日回报为代表的 IPO 定价效率,并且这种影响是部分通过个人投资者这个中介进行传导的。即网络媒体信息会通过影响个人投资者的投资行为来间接影响 IPO 定价效率。(4) 对网络媒体环境下机构投资者和个人投资者在 IPO 过程中的互动行为展开实证研究,以全面理解机构与个人投资者的投资决策行为。本书认为,网络媒体的互动性使得个人投资者的观点、情绪和信念得以充分的表达和展示,机构投资者能够观察到个人投资者的这些心理因素进而在询价过程中做出对自己有利的行为。而个人投资者能够观察到询价机构在询价过程中的行为表现从而调整自己的投资行为。

1.1.3 问题的研究意义

在互联网时代,网络媒体成为投资者尤其是个人投资者的重要信息来源。网络媒体即可能是已有信息的公开者,也可能是新信息的发布者。同时还可能是公司治理的先行者或资本市场变化的预测者。网络媒体一方面通过信息传播的中介功能缓解了投资者和公司之间的信息不对称;另一方面网络媒体报道的倾向性改变了投资者的感性认知,调动了投资者的情绪,影响了投资者的价值判断和决策行为。同时网络媒体还能够主动发挥监督作用,通过新闻调查揭露公司的丑闻,为市场的健康运行做第一道的把关者。可见,网络媒体在资本市场中的作用愈加明显。具体到 IPO 市场,网络媒体更具有其他主体所不能替代的重要作用。因为针对 IPO 公司来说,由于曝光度低,关于公司的公开信息相对有限,网络媒体非正式制度角色的作用显得更为突出。因此,研究网络媒体对 IPO 定价的影响及造成这种影响的内在机理不