

静默期内媒体新闻情绪对 IPO 定价的影响

魏纤纤

上海大学，上海市，200444；

摘要：IPO 定价偏离是指新股上市的第一天股票收盘价高于发行价的现象。这种现象在全球范围内普遍存在，本文构建积极消极情绪的量化指标，如媒体关注度、媒体正面情绪指数、媒体负面情绪指数、媒体相对正面情绪指数、基于程度词中文句式和否定词判断的媒体情绪等指标作为解释变量，IPO 首日回报率作为被解释变量进行实证研究，研究发现媒体情绪在静默期内对 IPO 定价产生“关注效应”的作用，具体通过塑造投资者情绪和认知影响投资者决策，最终影响 IPO 首日回报率。

关键词：IPO 定价；静默期；媒体情绪；关注效应；

DOI: 10.69979/3029-2700.24.4.033

引言

IPO（首次公开募股）是公司首次在公开市场上发行股票，以筹集资金，实现股份的自由交易，从而将公司从私有变为上市公司，为业务扩展和战略投资提供资本，并提高公司在市场中的曝光度。然而，IPO 的定价抑价问题广受关注，其中市场情绪被视为关键因素。

静默期是指在公司申请上市到刊登招股说明书、确定发行价格之间的一段时间。在这段时间内，公司不得发布可能影响股价的信息，以避免新股通过媒体炒作导致过高的 IPO 定价偏差。在 IPO 静默期内，公司无法进行公开宣传，投资者需依赖非正式渠道获取信息，但这些信息可能不够准确，增加了信息不对称和投资者的不确定性。研究表明，静默期内媒体情绪显著影响 IPO 定价，但相关研究多集中于理论层面，实证研究仍较少，深入研究媒体新闻情绪对 IPO 定价偏差的影响，有助于完善静默期的理论和政策，为投资者和市场监管提供更为科学的依据。

1 媒体新闻的信息效应和关注效应

媒体新闻对于 IPO 市场的影响主要包括信息效应和关注效应。信息效应指媒体新闻通过提供关于 IPO 公司的信息，对投资者的决策产生信息效应。关注效应指媒体报道吸引投资者的关注，使得部分 IPO 公司股价因媒体热度而偏离基本面。Bushee (2020) 创新性地定义和判断了“信息效应”及“关注效应”，文章指出在信息效应作用下，积极新闻情绪和数量对投资者的影响更加显著。这意味着当媒体报道中存在积极的新闻情绪，并且这类积极新闻的数量较多时，投资者更可能受到这些

新闻的影响，从而对相关公司的 IPO 表现产生积极的认知和评估。另外在关注效应的作用下，积极和消极新闻的数量都与 IPO 首日回报率显著相关。这意味着当某个公司的 IPO 受到媒体广泛关注时，无论是积极新闻还是消极新闻的数量增加，都会对该公司的 IPO 首日回报率产生显著影响。

综上，提出假设一：在媒体新闻情绪对于 IPO 首日回报率的影响中，关注效应占主导地位，积极新闻情绪和消极新闻情绪都对 IPO 首日回报率有影响，积极新闻情绪对 IPO 首日回报率有正向影响，消极新闻情绪对 IPO 首日回报率有负向影响。假设二：媒体情绪通过塑造投资者情绪和认知影响投资者决策，最终影响 IPO 首日回报率。

2 新闻情感指标构建

本文选取了 2019 年 1 月至 2023 年 9 月的 1641 只 IPO 新股，并分析了 2018 年 1 月至 2023 年 9 月期间的 40 万条新闻数据。构建情绪指数时对新闻标题和正文分词，根据分词列表去匹配知网情感词典方法中的程度级别词语、正面评价词语、正面情感词语、负面情感词语、负面评价词语。根据不同的情感程度赋值不同的分数。创新之处在于考虑不同句式（如否定句、反问句）的情感强度，通过句式调整情绪指数评分，例如“非常赞同”比“赞同”表达更强的积极情绪。根据不同的句式搭配，如程度词+否定词+情感词语，针对不同词语的情感程度对新闻文本对个股的情感赋予不同的分值。用如下式子表示情绪指数：

$$\text{Sentiment}_{\text{News}} = \sum_{j=1}^J \sigma_i \text{Scorepos} - \sum_{K=1}^K \sigma_i \text{Scoreneg}$$

其中 $\text{Sentiment}_{\text{News}}$ 是一条媒体新闻对应的情绪指数， Scorepos 是文章中描述的积极情绪词对应的得分， Scoreneg 是媒体新闻中描述的消极情绪词对应的得分， σ_i 是程度词对应的得分。当匹配上知网情感字典时，会自动捕捉并匹配正面情感、正面评价、负面情感、负面评价词语，并对不同的词语按照赋分表赋分。同时捕捉情绪词语附近描述的程度词，按照极其、很、较、稍、欠、超不同的程度级别分别赋予 2.5、2、1.5、1、0.5、2 的分值。最后用积极情绪指数-消极情绪指数得到一条媒体新闻对应的情绪指数。

被解释变量为 IPO 首日回报率(IR)：本文采用的是国内大部分学者认同的 IPO 新股定价率度量指标，如下公式：

$$\text{IR} = \frac{(\text{新股发行价格} - \text{首日收盘价})}{\text{新股发行价格}} * 100\%$$

解释变量包含以下指标：

媒体关注度(Media attention)：在公司准备上市的静默期内，媒体对该个股的新闻报道数量占总新闻数量的比例

媒体正面情绪指数(Pos)：新闻文章的正面评价、正面情感词汇总数占新闻文章词汇总数的比例

媒体负面情绪指数(Neg)：新闻文章的负面评价、负面情感词汇总数占新闻文章词汇总数的比例

媒体相对正面情绪指数(Pos_Neg)：公司在静默期内的媒体新闻的积极情绪和消极情绪之间的差值。

媒体情绪指数(Sentiment)：根据积极情绪词和消极情绪词在新闻中出现的次数和相应的系数计算得出的一种情绪评估指标。它衡量了新闻文本所表达的情感倾向性，通过对情感词的加权求和来反映情感的强度和方向。

$$\text{Sentiment}_{\text{News}} = \sum_{j=1}^J \sigma_i \text{Scorepos} - \sum_{K=1}^K \sigma_i \text{Scoreneg}$$

上市首日换手率(总股本)(turnover)：公司在首次

上市交易的首个交易日内的成交量与该公司的总股本之比。它是一个衡量市场对新上市股票交易活跃程度的指标。

上市首日换手率(总股本)

$$= (\text{首日总成交量} / \text{公司总股本}) * 100\%$$

控制变量包含：

公司存续时间(Lnage)：计算公司成立到上市的时间，并取对数，如下所示：

$$\ln (\text{公司上市日期} - \text{公司成立日期})$$

对数新股发行量(Lnvolume)：公司在首次公开发行(IPO)过程中发行的股票数量取对数。它表示了公司在上市前向投资者公开销售的股票数量。

市盈率：是衡量一家公司股票价格相对于其每股盈利的指标，计算公式如下：

$$\text{市盈率} = \text{股票价格} / \text{每股盈利}$$

市净率：用于衡量一家公司市值相对于其净资产的指标。它通过将公司的市值(股票价格乘以总股本)除以公司的净资产来计算，计算公式如下：

$$\text{市净率} = \text{股票价格} / \text{每股净资产}$$

3 模型搭建和实证分析

为了验证媒体情绪对 IPO 定价的影响是由于“信息效应”，因此考虑建立多元回归模型。

$$\text{IR} = \beta_0 + \beta_1 \text{Pos} + \beta_2 \text{Lnvolume} + \beta_3 \text{Lnage} + \beta_4 \text{turnover} + \beta_5 \text{pe} + \beta_6 \text{pb}$$

$$\text{IR} = \beta_0 + \beta_1 \text{Neg} + \beta_2 \text{Lnvolume} + \beta_3 \text{Lnage} + \beta_4 \text{turnover} + \beta_5 \text{pe} + \beta_6 \text{pb}$$

$$\text{IR} = \beta_0 + \beta_1 \text{sentiment} + \beta_2 \text{Lnvolume} + \beta_3 \text{Lnage} + \beta_4 \text{turnover} + \beta_5 \text{pe} + \beta_6 \text{pb}$$

$$\text{IR} = \beta_0 + \beta_1 \text{Pos_Neg} + \beta_2 \text{Lnvolume} + \beta_3 \text{Lnage} + \beta_4 \text{turnover} + \beta_5 \text{pe} + \beta_6 \text{pb}$$

$$\text{IR} = \beta_0 + \beta_1 \text{attention} + \beta_2 \text{Lnvolume} + \beta_3 \text{Lnage} + \beta_4 \text{turnover} + \beta_5 \text{pe} + \beta_6 \text{pb}$$

表 1 媒体情绪、媒体关注度与 IPO 首日回报率

VARIABLES	(1) IR	(2) IR	(3) IR	(4) IR	(5) IR
Pos	0.107*** (0.210)				
Neg		-0.222** (-2.10)			
attention					0.00285***

					(0.000658)
sentiment			-0.00956		-0.0155
			(0.0275)		(0.0273)
Pos_Neg			0.0275	0.0275**	0.0345
			(0.250)	(0.195)	(0.194)
Involume	0.122***	0.122***	0.121***	0.121***	0.0692
	(0.0463)	(0.0463)	(0.0464)	(0.0463)	(0.0475)
Inage	0.113	0.111	0.111	0.112	0.130
	(0.0972)	(0.0972)	(0.0973)	(0.0973)	(0.0967)
turnover	6.408***	6.477***	6.445***	6.442***	6.858***
	(0.586)	(0.584)	(0.587)	(0.587)	(0.591)
pe	0.000165	0.000164	0.000165	0.000165	0.000158
	(0.000103)	(0.000103)	(0.000103)	(0.000103)	(0.000103)
pb	0.00640***	0.00641***	0.00639***	0.00638***	0.00615***
	(0.00134)	(0.00134)	(0.00134)	(0.00134)	(0.00133)
Constant	-2.826**	-2.808**	-2.723**	-2.749**	-2.251*
	(1.203)	(1.197)	(1.204)	(1.201)	(1.198)
Observations	1,313	1,313	1,313	1,313	1,313
R-squared	0.113	0.114	0.113	0.113	0.215

注:*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 括号内为标准误

IPO 首日回报率分别与消极情绪、积极情绪、媒体关注度、媒体语气的 OLS 回归结果如表 1 所示。第一、二列分别为媒体积极、消极情绪对 IPO 首日回报率影响的回归结果，利好消息对 IPO 首日回报率影响为正，利空消息对 IPO 首日回报率有负面影响但利好、利空消息对 IPO 首日回报率的影响是非对称的，利空消息比利好消息对市场波动性的影响更大，即消极情绪的消息可能会对市场造成更大的冲击，导致 IPO 首日回报率下降幅度更大。第四列是公司在静默期内的媒体新闻的积极情绪和消极情绪之间的差值与 IPO 首日回报率的 OLS 结果，媒体相对正面情绪对 IPO 首日回报率有显著的正向影响，积极的媒体情绪可以增加投资者对公司前景的信心，从而吸引更多的投资者参与股票的购买，推动股票价格在首日上市时出现较高的回报率。第五列是媒体关注度和媒体相对正面情绪对 IPO 首日回报率影响的结果，媒体关注度与 IPO 首日回报率有显著的正相关关系，媒体新闻在 IPO 静默期对股票越关注，越能正向影响 IPO 首日回报率。当媒体密切关注一家公司的 IPO 活动、业务前景或相关消息时，投资者可能会受到媒体报道的影响，从而对该公司的股票持有更积极的态度。这可能导致更多的投资者参与购买股票，推动股票价格在首日上市时获得较高的回报率。因此实证结果支持本文对假设一：媒体新闻情绪对 IPO 首日回报率的影响中，关注效应起主要作用。

结论

媒体关注效应显著影响 IPO 首日回报率，积极新闻情绪对 IPO 首日回报率有正向影响，而消极新闻情绪则产生负向影响。如果想降低过高的 IPO 首日回报率，制定政策从塑造投资者认知以及管理投资者情绪角度入手是必不可少的。媒体报道在 IPO 定价过程中扮演着引导和塑造投资者情绪的角色，进而影响市场对 IPO 的反应和定价。

基于上述研究内容和结论，给出以下的建议。首先，在立法层面，应制定严格法规打击夸大市场的新闻报道，禁止媒体故意渲染或误导投资者的信息，设立独立监管机构监督报道的准确性并惩罚违规行为。其次，完善静默期制度，明确受限制人员范围并加大对违规公司的处罚，鼓励企业选择声誉较高的承销商以确保信息公正。最后，针对成立时间较长、知名度较高的 IPO 公司，政府应加强对其财务状况、信息披露的审核及 IPO 过程中的监管，避免媒体炒作，保障投资者利益和市场稳定。

参考文献

- [1] Bushee, B., Cedergrén, M., & Michels, J. (2020). Does the media help or hurt retail investors during the IPO quiet period?. *Journal of Accounting and Economics*, 69(1), 101261.

作者简介：魏纤纤（200105），女，汉族，浙江省温州市，学生，硕士，上海大学，金融。