doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2026.09.013

媒体报道对定向增发投资者报价行为的影响①

邹高峰, 庄嫣婷, 张永杰*, 陈维杰
(天津大学管理与经济学部, 天津 300072)

摘要: 投资者报价行为是影响定向增发市场发行价格形成的重要因素. 基于投资者意见分歧理论,选择我国股票市场的竞价定向增发事件为研究样本,利用手工收集的申购报价数据,考察了媒体报道对投资者报价行为的影响. 实证结果表明,媒体报道显著影响了投资者的报价分歧程度;投资者的报价行为易受到外部信息环境的干扰,当媒体报道积极正面时,部分投资者倾向于给予上市公司更高的估值,定向增发的投资者申购表现出更大的报价分歧;并且这种效应在信息不对称程度更高的上市公司表现更显著. 进一步研究表明,媒体报道促进了认购投资者情绪的乐观程度,推高了发行价格,从而降低了定向增发的折价水平. 本文研究了媒体报道对投资者报价行为的影响及其内在机理,丰富了投资者行为影响机制的相关研究.

关键词: 媒体报道; 报价行为; 定向增发; 投资者情绪
中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2026)09-0196-17

0 引 言

定向增发已经成为中国资本市场股权再融资最重要的途径之一. 在竞争不断加剧的趋势下,以竞价方式发行的定向增发事件逐渐成为资本市场更青睐的股权融资方式. 与定价发行相比,竞价发行的灵活程度更高,其发行价格不是在预案公告日锁定,而是建立在投资者报价的基础上,反映了认购投资者对本次增发公司的估值,更能表征上市公司在资本市场上的市场表现. 这为投资者报价行为的相关研究提供了新颖且具体的研究场景.

在竞价发行的定向增发事件中,发行对象需要收集官方公告以及各类媒体信息,进行判断和分析,从而对定向增发公司给予报价和拟认购数量,上市公司和承销商以价格优先为原则根据需求曲线确定最终的认购对象及发行价格. 投资者的报价清单存在多样性和差异性,一方面每个投资者的报价结果具有不确定性,当投资者难以对上市公司的估值作准确判断,其可能给出多个价格档次,因而报价单中单一报价和多档报价都是常见的报价形式;另一方面,我国制度背景下投资者认购价格有明确下限限制,整体投资者报价以认购价下限为基础,既存在完全一致的申报价,也存在数个甚至数十个不同的价格分布. 投资者的报价清单是投资者报价行为的决策结果,反映出投资者的报价分歧,影响最终发行价格的确定,并进一步对发行折价等后期市场表现产生影响.

在定向增发市场中,投资者报价行为的影响因素主要包括外在的信息环境和内在的投资者心理,其中新闻媒体作为主要的信息中介,对投资者报价行为具有深远的影响. 随着媒体平台的种类和数量大幅增加,新闻媒体对上市公司的相关报道层出不穷,媒体报道质量参差不齐,投资者需要接收和处理的信息内容大量提升,在有限关注的影响下,投资者的信息处理、分析效率和估值预期

① 收稿日期: 2023-03-04; 修订日期: 2023-08-21.
基金项目: 国家自然科学基金资助项目(72342022; 72071142; 71790594).
通讯作者: 张永杰(1979—), 男, 山东青岛人, 博士, 教授, 博士生导师. Email: yjz@tju.edu.cn

中国知网 https://www.cnki.net

有差异，并反映在申购报价结果中. 另外，媒体情绪有利于投资者信念的塑造，在新闻媒体情绪较为正面时，部分投资者受到正面媒体情绪的影响，对上市公司未来发展更有信心[1]，基于投资者意见分歧理论，投资者群体存在一定的异质性，接收和处理信息的方式存在差异性，这意味着可能有更多的乐观投资者参与定向增发新股的申购报价，使得报价清单中会有更多偏高报价，进一步加剧投资者的报价分歧程度.

基于手工收集的申购报价数据，研究媒体报道情绪对投资者报价行为的影响，关注信息不对称等因素在媒体情绪效应过程中所发挥的作用，进一步分析媒体报道情绪对定向增发折价水平的作用途径. 研究发现正面的媒体报道情绪能够加剧投资者的报价行为偏差，反映在投资者报价的分歧程度上，并且这种效应在信息不对称程度更高的公司表现更显著. 进一步地，媒体报道情绪促进了认购投资者情绪的乐观程度，推动了申购价格的升高，从而降低了定向增发的折价水平.

本研究主要贡献如下：第一，基于手工收集的申购报价数据，揭示了投资者报价行为的外部影响机制，填补了投资者报价行为相关研究的不足. 已有文献中刻画投资者报价行为的研究较少，而申购报价数据描绘了定向增发事件中的双方决策过程，具有丰富的理论和实践内涵，借由申购报价数据，本研究得以具体化投资者报价行为，对投资者报价行为的表征及影响因素进行展开研究；第二，在研究投资者报价行为的影响作用中，将外部信息环境纳入考虑范围，探究了媒体情绪对投资者报价行为影响的内在机理，丰富了投资者行为影响机制的相关研究. 与已有文献研究投资者行为对定向增发经济后果的作用不同，本研究从投资者报价行为本身出发，分析了投资者报价行为在定向增发中的具体表现和影响因素. 通过实证研究发现，媒体情绪会影响投资者的报价决策，使得部分投资者更加乐观，从而促进投资者间报价行为偏差，加剧投资者的报价分歧程度；第三，基于定向增发事件这一具体场景，以投资者报价行为角度分析定向增发的价格形成过程，揭示了定向增发背景下资产定价的“底层逻辑”. 与已有文献直接研究增发折价的影响因素的方式不同，本研究从更加底层的角度探讨了发行价格的形成机制，为资产定价领域的文献提供了新的研究思路，丰富了资产定价领域的文献研究.

1　理论分析与研究假设

基于投资者群体的异质性，单一报价或多档报价、报价价格的不同促使认购报价清单呈现多样性和差异性，反映出投资者的估值分歧. 信息披露质量对投资者的报价行为有显著影响[2,3]，媒体报道所包含的感情色彩会在无形中影响投资者的分析和判断，加剧投资者的行为偏差[4,5].

一方面，随着众多媒体平台大幅涌现，投资者所需处理的信息内容大幅增加，媒体报道情绪影响部分投资者的信息处理和分析判断，受有限关注的影响，不同投资者的信息处理能力和分析效率有差异，从而影响投资者对上市公司的估值预期，定向增发投资者申购报价的差异性提升. 新闻报道的真实准确性内含于新闻内容中，需要多方溯源与佐证，接收信息内容量的增加使得投资者筛选信息的效率大幅下降，对部分信息产生过度反应. 因此，媒体的有偏性报道和炒作性报道损害了媒体作为客观中立的信息传播渠道的作用，会降低投资者群体的信息效率和恶化信息传播环境，加剧投资者之间的信息偏差，差异化投资者的信息处理和分析效率，使得定向增发一级市场投资者对增发股份的定价呈现更多不确定性，投资者的报价分歧程度加大，提升定向增发申购报价的离散程度.

另一方面，媒体报道还会影响投资者的情绪，使得部分投资者过度乐观，报价清单中含有更多高报价，加大投资者的认购报价分歧. 行为金融学框架下，媒体报道的作用基础在于吸引投资者有限关注[6]，影响投资者情绪，进而改变投资者的报价决策行为. 投资者关系公司会更多地帮客户公司推广积极正面的新闻报道，这在一定程度上会导致投资者对公司经营情况更有信心，对公司未来的发展前景更加乐观，提高投资者对公司估值的期望[7]. 股票发行前的媒体情绪增强了投资者情绪，促进了上市首日个体投资者的过度反应，并反映在后续的市场表现中[8,9]. 分析师等专业投资者的评估分析、盈利预测等行为会受到投资者情绪等非理性因素的影响，表现出更大的行为

中国知网　https://www.cnki.net

偏差[2,10]. 因此,在媒体情绪偏向正面时,可能会有更多乐观投资者参与定向增发新股的申购,使得报价清单中有更多偏高的报价,加剧了投资者的报价分歧程度. 因此,提出以下假设.

假设 1 在定向增发事件中,媒体情绪的正面程度,将加剧投资者之间的信息不对称,使得部分投资者过度乐观,从而加大了投资者的认购报价分歧.

定向增发的发行与公司信息不对称程度密切相关,其发行折价被视为对投资者信息成本的补偿[9]. 若内部信息不能及时有效披露,投资者就只能依赖外部信息进行判断分析[11]. 信息披露质量是影响机构投资者行为偏差的重要因素,信息不对称程度的缓解有利于提升投资者估值的客观准确性,减少股价崩盘等重大风险[12]. 在信息不对称程度较高的公司中,投资者更容易受到外部媒体情绪的影响,积极的媒体报道使得投资者报价产生乐观偏差,提升了投资者的认购报价分歧. 在信息不对称程度低、信息环境好和信息透明度高的公司间,投资者更易评估其未来现金流和投资风险,受到的外部因素影响的程度降低,即预期在信息不对称低的定向增发公司中,媒体情绪更难引起投资者的情绪波动,从而投资者报价分歧的程度变化不如在信息不对称高的定向增发公司的变化. 因此,提出以下假设.

假设 2 在定向增发事件中,当公司的信息不对称程度更高时,投资者更容易受到媒体情绪的影响,从而积极正面的媒体报道进一步提升了投资者的报价分歧程度.

上市公司在预案公告日到证监会审核通过的时间段内,证监会受理相关的申报材料,促使上市公司针对相关事项进行具体的修订和披露,后续还会由发审委和证监会分别审核通过并予以公告,官方信息的多次披露使得媒体会进行相应的报道分析,引发更多投资者关注,对后续投资者的申购报价产生影响. 实证分析指出,投资者情绪和投资者关注往往集中在定向增发的预案公告阶段,而后续市场和投资者关注的降低使得股价表现则会大大削弱. Autore 等[13]发现当增发公司支付更多的承销费用时,投资者关注度会提升更多,而增发提升的投资者关注程度与发行后的长期股价弱势表现相关. Lin 等[14]发现分析师通常会对定向增发进行过度乐观的估计,从而造成对定向增发公司的估值偏高,长期对价值的修复导致了长期表现不佳. 由此可见,投资者的行为偏差与股票的错误定价水平等是影响定向增发折价的重要因素,引发投资者关注和投资者情绪的变化,影响投资者对定向增发的评估,并通过发行价格进一步反映在折价水平上. 当新闻媒体的报道情绪更为正面,投资者对公司的预期发展更加乐观,使得投资者的认购报价整体偏高,从而推高了最终的发行价格,降低了定向增发的折价水平. 因此,提出以下假设.

假设 3 在媒体情绪越正面的条件下,投资者的乐观情绪推动了整体投资者申购价格的提高,从而降低了定向增发的折价水平.

2 实证设计

2.1 样本选择与数据来源

以 2007 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间沪深交易所成功实施的定向增发事件作为初始研究样本. 按照以下程序进行筛选:1)剔除其他认购方式及发行方式的样本,仅保留认购方式为现金认购,发行方式为竞价发行的定向增发事件;2)剔除金融行业的定向增发事件;3)剔除未披露投资者报价数据的定向增发事件;4)剔除增发数据、财务数据、媒体报道数据等缺失或异常的样本. 在进行上述处理后,最终得到 1 007 个中国 A 股市场竞价发行的定向增发事件.

2.2 基本模型与变量定义

2.2.1 基本模型

为了检验媒体情绪与投资者报价行为的关系,针对前述研究假设,分别构造两个回归模型进行检验,式(1)用于检验研究假设 1、研究假设 2,以投资者报价分歧为被解释变量,以媒体情绪为解释变量进行回归分析. 研究假设 1 基于全样本分析,考察积极媒体情绪是否会促进投资者报价分歧的提升,消极媒体情绪是否会抑制投资者报价分歧的提升. 研究假设 2 基于分样本分析,以信息不对称程度指标为分组标准,考察信息不对称程度更高的情况下,积极媒体情绪是否更能促进投资者报价分歧的提升. 式(2)用于检验研究假设 3,基于全样本,以定向增发折价水平为被解释

中国知网 https://www.cnki.net

变量，以媒体情绪为解释变量，进行回归分析，考察积极媒体情绪是否会降低定向增发的折价水平.

$$diverge_i = mood_i + asset_i + BM_i + share1_i + premkt_i + manager_i + relprcds_i + industry_i + year_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$discount_i = mood_i + asset_i + BM_i + share1_i + premkt_i + manager_i + relprcds_i + industry_i + year_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

2.2.2　变量说明

主要被解释变量为定向增发投资者的报价分歧程度(离散程度). 公司的定向增发申请得到证监会的批准之后，公司会向有意向购买增发股份的投资者发送认购邀约，投资者在对定向增发计划进行评估后及时向公司和承销商提交报价. 对于每个定向增发事件，手工收集了申购报价数据，包括报价对象和申报的价格数据. 被解释变量的具体含义为每个定向增发事件申报价格的标准差，计算方法如下.

$$diverge_i = \sqrt{\frac{\sum_{j-1}^{n} (s_{ij} - \bar{s_i})^2}{n-1}} \quad (3)$$

其中 $diverge_i$ 为定向增发事件 i 的申购报价的意见分歧程度，s_{ij} 代表定向增发事件 i 的第 j 个申报价格，$\bar{s_i}$ 为定向增发事件 i 所有申报价格的平均值，$diverge_i$ 衡量了定向增发一级市场的投资者对于新发行股份如何定价的意见分歧程度. 为减少公司股票价格对标准差的影响，对变量数据进行标准化处理用以模型检验.

被解释变量还包括定向增发的折价水平，含义为定向增发的发行价格与发行公告日前一天的股票收盘价之间的百分比差异.

主要解释变量为新闻媒体对于定向增发公司的媒体情绪. 具体而言，媒体情绪变量主要分为积极媒体情绪(*positive*)、消极媒体情绪(*negative*)和净媒体情绪(*net*). 首先，选择 CNRDS 数据库的新闻情感数据[15, 16]，囊括 400 家以上网络新闻媒体和 600 家以上报刊新闻媒体的上千万条新闻数据，其对新闻数据基于人工智能技术进行了情感划分，每篇报道被划分为正面报道、中性报道或负面报道；其次，衡量媒体情绪的区间为从定向增发的预案公告到证监会审批通过的公告之间；最后，根据上述事件窗口对定向增发公司及日期进行匹配，得到媒体情绪变量. 其中，*positive* 和 *negative* 分别为从预案公告日到证监会审批公告之间的正面报道和负面报道的占比. *net* 为净媒体情绪变量，即正面报道与负面报道数量之差的占比.

调节变量为信息不对称程度，采用分析师关注度(*analyst*)和买卖价差(*spread*)作为衡量信息不对称程度的指标. 其他变量如表 1 所示.

表 1　变量定义说明

Table 1 Variable definition description

变量符号	变量名称	变量定义
diverge	申购报价离散度	定向增发事件的不同报价之间的标准差
mood	媒体情绪	定向增发公司的媒体报道情绪，包括 *positive*、*negative* 和 *net*
positive	积极媒体情绪	从预案公告日到证监会审批公告之间的积极语调新闻的比例
negative	消极媒体情绪	从预案公告日到证监会审批公告之间的消极语调新闻的比例
net	净媒体情绪	积极新闻的数量减去消极新闻的数量的占比
analyst	分析师关注度	定向增发在发行前一个年度末的分析师关注数量，高于中位数则标记为 1，否则为 0
spread	买卖价差	定向增发预案公告前一个月的日度买卖价差均值，高于中位数则标记为 1，否则为 0
discount	定向增发折价率	定向增发的发行价格与发行前股票收盘价之间的百分比差异
issprc	定向增发发行价格	定向增发发行价格
closep	发行公司股票的市场价格	发行公司股票的市场价格
asset	总资产	定向增发公司在发行前一个年度末的总资产规模

中国知网　https://www.cnki.net

续表 1

Table 1 Continues

变量符号	变量名称	变量定义
BM	账面市值比	定向增发事件预案公告日前一个年度末的股东权益除以公司市值
*share*1	第一大股东持股比例	定向增发公司在发行前一个年度的第一大股东的持股比例
premkt	定向增发前的市场收益率	定向增发预案公告前一个月的市场收益率,采用国泰安 CSMAR 的综合市场月度收益率来衡量
manager	高管持股比例	定向增发发行前一个年度末的高管持股比例
relprcds	相对发行规模	募资资金占市值的比例
leverage	资产负债率	定向增发预案公告日前一个年度末的总负债除以总资产
growth	收入增长率	定向增发预案公告日前一个年度末的营业收入增长率
state	产权性质	虚拟变量,若定向增发事件对应的企业为国有企业则标记为 1,否则为 0

2.3 样本描述

表 2 对样本进行了描述性统计. 其中投资者报价分歧指标(*diverge*)的均值和标准差分别为 1.03 和 1.30;最小值为 0,这说明了该类定向增发事件中投资者的申购报价达成一致,而最大值为 6.67,则说明该类定向增发事件申购报价离散程度较大. 媒体情绪中积极媒体情绪的均值和中位数均为 0.52,消极媒体情绪以及净媒体情绪的均值和中位数都在 0.25 左右,说明总体而言中国的新闻媒体对于定向增发的报道偏向积极正面;定向增发折价率 *discount* 的均值为 0.12,代表中国市场定向增发平均按照 12%左右的折扣发行. 其余各研究变量的标准差较大,最大和最小值之间差距明显,表明样本内部各观测值存在较大差异性.

表 2 描述性统计

Table 2 Descriptive statistics

变量	*N*	均值	标准差	最小值	25 分位数	50 分位数	75 分位数	最大值
diverge	987	1.03	1.30	0.00	0.14	0.59	1.39	6.67
positive	1 006	0.52	0.11	0.24	0.44	0.52	0.60	0.76
negative	1 006	0.28	0.10	0.09	0.21	0.27	0.34	0.56
net	1 006	0.24	0.19	−0.29	0.11	0.25	0.38	0.65
asset	996	9.57	18.97	0.46	1.71	3.24	7.93	121.44
BM	983	0.28	0.12	0.06	0.19	0.27	0.36	0.66
*share*1	1 007	0.36	0.15	0.09	0.25	0.35	0.47	0.78
premkt	1 007	0.01	0.08	−0.26	−0.03	0.01	0.05	0.18
manager	992	31.80	69.84	0.00	0.00	1.84	29.69	422.53
relprcds	1 007	0.17	0.13	0.02	0.09	0.15	0.22	0.79
leverage	996	0.47	0.20	0,08	0.32	0.48	0.63	0.87
growth	986	0.47	1,32	−0,62	−0.03	0.13	0.46	10.00
discount	1 007	0.12	0.13	−0.25	0.04	0.12	0.20	0.46

3 基本检验

3.1 媒体情绪与投资者报价分歧

按照研究假设 1,由于媒体报道并非客观公正,媒体报道的情绪会降低投资者的信息效率,影响投资者的情绪,从而在定向增发事件中,投资者的报价行为呈现更大的差异性,表现为报价分歧程度的提升. 为了检验这一假设,考察媒体情绪的正负面对投资者报价行为的影响,基于全样本,分别以积极媒体情绪(*positive*)、消极媒体情绪(*negative*)、净媒体情绪(*net*)为解释变量,以投资者报价分歧(*diverge*)为被解释变量,进行单变量分析和多元回归分析. 单变量分析以媒体情绪程度为标准,分别将积极媒体情绪、消极媒体情绪、净媒体情绪再细分为三组(高/中/低),并进行投资者报价分歧均值及差值的 T 检验. 表 3 的单变量分析结果显示,按照程度从低到高的顺序,积极情绪

中国知网 https://www.cnki.net

组的均值分别为 0. 759、1. 097、1. 218，消极情绪组的均值分别为 1. 157、1. 026、0. 891，净情绪组的均值分别为 0. 816、1. 016、1. 242. 积极情绪组、消极情绪组和净情绪组，最高最低组之间的均值差异分别为 0. 459、－0. 266、0. 426，*T* 统计量分别为 4. 785、－2. 680、4. 308，均在 1% 的水平下显著. 结果表明，随着媒体情绪值的升高，不论是积极情绪、消极情绪还是净情绪，投资者的报价分歧程度也在随之提升或减少，即媒体情绪和投资者报价行为之间存在相关关系，检验结果符合研究假设 1 的预期. 表 4 结果显示，在控制行业固定效应及其他因素后，积极媒体情绪的系数显著为正，消极媒体情绪的系数显著为负，净媒体情绪的系数显著为正，分别为 0. 171、－0. 180、0. 105，均在 1% 的水平下显著. 结果表明，新闻媒体情绪有效影响了投资者的报价分歧程度，当新闻媒体情绪越积极正面时，一级市场投资者的报价行为受到外部信息环境的干扰，投资者情绪偏向乐观，对定向增发公司的估值呈现更多不确定性，因而结果呈现更大的报价分歧.

表 3　单变量分析

Table 3 Univariate analysis

变量	积极媒体情绪	消极媒体情绪	净媒体情绪
低组	0. 759	1. 157	0. 816
中组	1. 097	1. 026	1. 016
高组	1. 218	0. 891	1. 242
高组－低组	0. 459***	－0. 266***	0. 426***
t-Stat	4. 785	－2. 680	4. 308
P-value	0. 000	0. 008	0. 000

注： 括号内为回归系数的标准误，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著.

表 4　媒体情绪与投资者报价分歧

Table 4 Quotation divergence of investors and media sentiment

变量	申购报价离散度		
positive	0. 171***	—	—
	(3. 25)	—	—
negative	—	－0. 180***	—
	—	(－3. 12)	—
net	—	—	0. 105***
	—	—	(3. 50)
asset	－0. 005	－0. 007	－0. 006
	(－0. 59)	(－0. 83)	(－0. 72)
BM	－0. 245***	－0. 244***	－0. 245***
	(－3. 31)	(－3. 29)	(－3. 31)
*share*1	0. 060	0. 064	0. 062
	(1. 38)	(1. 47)	(1. 42)
premkt	0. 116*	0. 108	0. 110 *
	(1. 76)	(1. 63)	(1. 67)
manager	0. 001	0. 001	0. 001
	(1. 53)	(1. 51)	(1. 54)
relprcds	－0. 009	－0. 008	－0. 008
	(－0. 70)	(－0. 62)	(－0. 59)
leverage	－0. 122**	－0. 114*	－0. 118**
	(－2. 08)	(－1. 94)	(－2. 01)
growth	0. 002	0. 002	0. 002
	(0. 36)	(0. 38)	(0. 37)

中国知网　https://www.cnki.net

续表 4

Table 4 Continues

变量	申购报价离散度		
state	-0.017	-0.015	-0.016
	(-1.02)	(-0.90)	(-0.95)
constant	0.181	0.359**	0.263*
	(1.19)	(2.33)	(1.73)
industry	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes
N	954	954	954
Adj. R^2	0.178	0.177	0.179

注：括号内为回归系数的标准误，***、** 和 * 分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著.

3.2 信息不对称、媒体情绪与投资者报价分歧

为了进一步验证媒体情绪对投资者报价行为的影响，针对假设 2，检验在上市公司的信息不对称程度更高的条件下，积极的媒体情绪是否能进一步促进投资者的报价分歧程度，以分析师关注度（*analyst*）和买卖价差（*spread*）作为衡量信息不对称程度的指标，基于分组样本，分别以积极媒体情绪（*positive*）、消极媒体情绪（*negative*）、净媒体情绪（*net*）为解释变量，以投资者报价分歧（*diverge*）为被解释变量，进行回归分析. 表 5 的分组回归结果显示，按照分析师关注度高低划分样本后，在分析师关注度高的样本中积极媒体情绪、消极媒体情绪和净媒体情绪的系数分别为 0.157、-0.136 和 0.089，系数正负与主效应一致但只有积极媒体情绪和净媒体情绪在 10%的水平下显著；在分析师关注度低的样本中积极媒体情绪、消极媒体情绪和净媒体情绪的系数分别为 0.189、-0.204、0.117，且在 1%的统计水平下显著. 实证结果符合研究预期，这表明了媒体报道情绪对投资者报价行为的影响效应更体现在分析师关注度低的定向增发公司中. 表 6 的分组回归结果显示，按照买卖价差高低划分样本后，在买卖价差高的样本中积极媒体情绪、消极媒体情绪和净媒体情绪的系数分别为 0.199、-0.267、0.132，且在 1%的统计水平下显著；在买卖价差低的样本中积极媒体情绪、消极媒体情绪和净媒体情绪的系数分别为 0.116、-0.056、0.057，系数正负与主效应一致但均不显著. 实证结果符合研究预期，这表明了媒体报道情绪对投资者报价行为的影响效应更体现在买卖价差高的定向增发公司中. 通过上述分析，实证结果表明了在信息不对称程度高的定向增发上市公司中，被要约投资者对其现有及未来经营情况的评估不确定性更高，投资者更容易受到媒体情绪尤其是积极媒体报道的影响，从而表现出更大的投资者报价分歧.

表 5 异质性分析：分析师关注度

Table 5 Heterogeneity analysis: Analyst attention

变量	高分析师关注组			低分析师关注组		
	申购报价离散度			申购报价离散度		
positive	0.157*	—	—	0.189***	—	—
	(1.79)	—	—	(2.76)	—	—
negative	—	-0.136	—	—	-0.204***	—
	—	(-1.25)	—	—	(-3.03)	—
net	—	—	0.089*	—	—	0.117***
	—	—	(1.69)	—	—	(3.12)
asset	-0.002	-0.004	-0.003	-0.025**	-0.027**	-0.026**
	(-0.18)	(-0.31)	(-0.23)	(-2.17)	(-2.35)	(-2.29)

中国知网 https://www.cnki.net

续表 5

Table 5 Continues

变量	高分析师关注组			低分析师关注组		
	申购报价离散度			申购报价离散度		
BM	−0.433***	−0.433***	−0.434***	0.047	0.039	0.043
	(−3.68)	(−3.68)	(−3.69)	(0.58)	(0.49)	(0.54)
*share*1	0.079	0.083	0.082	0.084	0.086	0.084
	(1.10)	(1.14)	(1.13)	(1.56)	(1.59)	(1.56)
premkt	0.195*	0.183*	0.188*	0.046	0.044	0.042
	(1.81)	(1.69)	(1.75)	(0.56)	(0.53)	(0.51)
manager	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
	(0.76)	(0.66)	(0.74)	(1.05)	(1.20)	(1.11)
relprcds	0.032	0.041	0.036	−0.010	−0.010	−0.009
	(0.49)	(0.62)	(0.56)	(−0.70)	(−0.68)	(−0.62)
leverage	−0.239**	−0.232**	−0.237**	0.086	0.087	0.087
	(−2.59)	(−2.50)	(−2.56)	(1.23)	(1.24)	(1.24)
growth	−0.006	−0.005	−0.006	0.006	0.006	0.006
	(−0.48)	(−0.38)	(−0.44)	(0.95)	(0.94)	(0.94)
state	−0.002	−0.004	−0.002	−0.025	−0.020	−0.022
	(−0.06)	(−0.14)	(−0.08)	(−1.14)	(−0.91)	(−1.04)
constant	0.420	0.572	0.492	0.369*	0.570***	0.462**
	(1.22)	(1.62)	(1.42)	(1.69)	(2.66)	(2.16)
industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	430	430	430	518	518	518
Adj. R^2	0.189	0.187	0.189	0.185	0.186	0.188

注：括号内为回归系数的标准误，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著.

表 6　异质性分析：买卖价差

Table 6 Heterogeneity analysis: Bid-offer spread

变量	高买卖价差组			低买卖价差组		
	申购报价离散度			申购报价离散度		
positive	0.199***	—	—	0.116	—	—
	(2.60)	—	—	(1.51)	—	—
negative	—	−0.267***	—	—	−0.056	—
	—	(−3.59)	—	—	(−0.59)	—
net	—	—	0.132***	—	—	0.117***
	—	—	(3.30)	—	—	(1.18)
asset	−0.033***	−0.037***	−0.034***	0.022	0.021	0.021
	(−3.29)	(−3.58)	(−3.40)	(1.60)	(1.56)	(1.55)
BM	−0.076	−0.080	−0.078	−0.346***	−0.343***	−0.345***
	(−0.87)	(−0.93)	(−0.89)	(−2.93)	(−2.90)	(−2.93)
*share*1	0.067	0.064	0.065	0.057	0.060	0.060
	(1.27)	(1.22)	(1.23)	(0.80)	(0.83)	(0.84)
premkt	0.207**	0.199**	0.205**	−0.037	−0.031	−0.040
	(2.35)	(2.29)	(2.33)	(−0.29)	(−0.24)	(−0.31)

中国知网　https://www.cnki.net

续表 6

Table 6 Continues

变量	高买卖价差组			低买卖价差组		
	申购报价离散度			申购报价离散度		
manager	0.002**	0.002**	0.002**	0.000	0.000	0.000
	(2.15)	(2.19)	(2.17)	(0.21)	(0.19)	(0.20)
relprcds	−0.019*	−0.018	−0.017	0.068	0.072	0.070
	(−1.90)	(−1.61)	(−1.63)	(0.85)	(0.88)	(0.87)
leverage	0.040	0.048	0.044	−0.246***	−0.242***	−0.243***
	(0.54)	(0.65)	(0.59)	(−2.68)	(−2.61)	(−2.63)
growth	0.012	0.012	0.012	−0.007	−0.007	−0.007
	(1.11)	(1.11)	(1.11)	(−1.18)	(−1.15)	(−1.16)
state	−0.008	−0.002	−0.005	−0.013	−0.013	−0.013
	(−0.39)	(−0.10)	(−0.25)	(−0.51)	(−0.49)	(−0.50)
constant	0.559***	0.806***	0.654***	−0.172	−0.090	−0.116
	(3.14)	(4.44)	(3.73)	(−0.53)	(−0.28)	(−0.36)
industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	478	478	478	476	476	476
Adj. R^2	0.197	0.204	0.203	0.170	0.168	0.169

注：括号内为回归系数的标准误，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著.

3.3 媒体情绪与定向增发折价水平

为了进一步验证媒体情绪对定向增发事件后续表现的影响，针对研究假设 3，检验媒体情绪与定向增发折价水平的关联，基于全样本，分别以积极媒体情绪（*positive*）、消极媒体情绪（*negative*）、净媒体情绪（*net*）为解释变量，以定向增发折价水平（*discount*）为被解释变量，进行回归分析. 表 7 的回归分析结果显示，在控制行业固定效应及其他因素后，积极媒体情绪的系数显著为负，消极媒体情绪的系数显著为正，净媒体情绪的系数显著为负，分别为 −0.107、0.124、−0.067，均在 1% 的水平下显著. 这些结果表明，报道定向增发的媒体情绪越积极（消极），发行折价的水平越低（高）. 整体而言，正面媒体情绪一方面会提升投资者之间信息不对称程度，另一方面会使得投资者过分乐观，从而整体提升投资者的申报价格，提高了最终发行价格，使得定向增发以较低折价发行，降低公司的融资成本.

表 7 媒体情绪与定向增发折价水平

Table 7 Media sentiment and discount level of private placement

变量	定向增发折价率		
positive	−0.107***	—	—
	(−2.75)	—	—
negative	—	0.124***	—
	—	(2.87)	—
net	—	—	−0.067***
	—	—	(−3.01)
asset	−0.007	−0.006	−0.006
	(−1.48)	(−1.17)	(−1.31)
BM	0.203***	0.198***	0.200***
	(5.36)	(5.19)	(5.25)

中国知网 https://www.cnki.net

续表 7

Table 7 Coninues

变量	定向增发折价率		
*share*1	−0.011	−0.014	−0.012
	(−0.36)	(−0.45)	(−0.39)
premkt	−0.059	−0.056	−0.056
	(−1.13)	(−1.07)	(−1.07)
manager	0.000	0.000	0.000
	(0.67)	(0.69)	(0.67)
relpreds	0.066***	0.065***	0.065***
	(4.22)	(4.31)	(4.27)
leverage	0.079**	0.072**	0.075**
	(2.56)	(2.33)	(2.42)
growth	0.002	0.002	0.002
	(0.58)	(0.55)	(0.57)
state	0.010	0.008	0.009
	(0.91)	(0.77)	(0.83)
constant	0.226**	0.109	0.172*
	(2.21)	(1.06)	(1.71)
industry	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes
N	972	972	972
Adj. R^2	0.051	0.052	0.053

注：括号内为回归系数的标准误，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著.

4　稳健性检验

4.1　解决内生性问题——两阶段工具变量法

在媒体情绪与投资者报价行为的影响关系中，某些不可观测因素可能同时驱动被解释变量与解释变量，为了解决不可观测因素带来的内生性问题，使用两阶段工具变量法进行稳健性检验. 借鉴 Borochin 和 Cu[17] 与 Liu 和 McConnell[18] 的研究，选择定向增发事件发生前的媒体报道净情绪(*prenet*)作为工具变量，时间窗口为定向增发预案公告前九个月到三个月(即半年的时间跨度)，计算方法与基准回归分析一致. 该时间窗口下，其媒体报道的是与上市公司情况相关的内容，但难以影响后续定向增发事件的报价情况，因而具备相关性和外生性. 表 8 的回归结果显示，基于全样本，第一阶段以定向增发净媒体情绪 *net* 为被解释变量，以定向增发前净媒体情绪 *prenet* 为解释变量，进行回归分析后系数为 0.232，且在 1% 的统计水平下显著，表明定向增发之前净媒体情绪值越高，对定向增发的媒体报道净情绪值也越高，第二阶段以第一阶段拟合的净媒体情绪 *net* 为解释变量，以投资者报价分歧为被解释变量，进行回归分析后结果显示系数为 0.229，在 5% 的水平下显著，表明净媒体情绪值越高，投资者的报价分歧程度越大. 这些结果表明，针对研究假设 1 的检验结果具备稳健性，即积极(消极)媒体情绪促进(抑制)了投资者报价分歧程度的提升，整体净媒体情绪偏向正面，使得投资者的乐观情绪上升，投资者的报价行为表现为更大的价格分歧.

中国知网　https://www.cnki.net

表 8 两阶段工具变量法

Table 8 The two-stage instrumental variable method

变量	第一阶段	第二阶段
prenet	0.232***	—
	(9.49)	—
net	—	0.229**
	—	(2.15)
asset	−0.002	−0.006
	(−0.24)	(−0.86)
BM	0.061	−0.249***
	(0.10)	(−4.05)
*share*1	0.128	0.062
	(1.80)	(1.41)
premkt	−0.000	0.097
	(−0.46)	(1.34)
manager	−0.027	0.002
	(−1.31)	(1.60)
relprcds	−0.004	−0.003
	(−1.37)	(−0.15)
leverage	0.000	−0.117**
	(0.10)	(−2.42)
growth	−0.009	0.002
	(−0.62)	(0.49)
state	−0.013	−0.013
	(−0.88)	(−0.88)
constant	0.232***	0.225
	(9.49)	(1.14)
industry	Yes	Yes
year	Yes	Yes
N	954	954
Adj. R^2	0.205	0.166

注：***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著.

4.2 替换媒体情绪的衡量指标

为进一步考虑新闻媒体对上市公司“曝光程度”的影响，借鉴游家兴和吴静[7]，重新度量媒体情绪并进行模型检验，媒体情绪（*media*）的构建中加入与曝光程度的交乘项，曝光程度根据新闻报道篇数采用三级计分法，前 1/3赋值为 3，后1/3赋值为 1，其余赋值为 2. 表 9 的回归分析结果显示，对媒体情绪重新度量后，积极媒体情绪*media_positive*、消极媒体情绪 *media_negative*、净媒体情绪 *media_net* 的分析结果如前三列所示，系数分别为 0.078、0.018、0.068，积极媒体情绪和净媒体情绪在 1%的水平下显著，消极媒体情绪的系数为正但不显著；此外，在上述基本检验中，对新闻媒体情绪的衡量涵盖了所有提及定向增发上市公司的新闻报道，时间窗口为预案公告日到证监会审批通过公告日.

中国知网 https://www.cnki.net

表 9　替换媒体情绪的度量指标

Table 9 Replacement on the metric of media sentiment

变量	申购报价离散度		
media_positive	0.078***	—	—
	(4.76)	—	—
media_negative	—	0.018	—
	—	(0.73)	—
media_net	—	—	0.068***
	—	—	(4.54)
asset	−0.019**	−0.007	−0.011
	(−2.32)	(−0.88)	(−1.33)
BM	−0.189***	−0.235***	−0.225***
	(−2.61)	(−3.27)	(−3.04)
*share*1	0.069	0.063	0.065
	(1.58)	(1.43)	(1.49)
premkt	0.124*	0.125*	0.107
	(1.89)	(1.88)	(1.64)
manager	0.002*	0.001	0.002*
	(1.74)	(1.44)	(1.73)
relprcds	−0.012	−0.013	−0.007
	(−0.98)	(−1.09)	(−0.54)
leverage	−0.085	−0.115**	−0.105*
	(−1.51)	(−2.01)	(−1.79)
growth	0.002	0.002	0.002
	(0.32)	(0.37)	(0.30)
state	−0.016	−0.018	−0.014
	(−0.97)	(−1.09)	(−0.87)
constant	0.426***	0.317**	0.325**
	(2.80)	(2.01)	(2.15)
industry	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes
N	954	954	954
Adj. R^2	0.193	0.170	0.188

注：括号内为回归系数的标准误，***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著.

5　进一步分析

5.1　卖空限制的影响

相较于欧美发达资本市场而言，我国作为新兴资本市场，相关规定制度尚不健全，个人投资者占比较高，因此长期以来一直有着较为严格的卖空限制. 2010 年 3 月融资融券制度试点实行，将卖空机制引入中国市场. 卖空限制使得部分投资交易者无法进入市场，悲观投资者情绪无法及时反馈，因此市场只反映出乐观群体的投资行为，消化负面信息的速度放缓，从而降低了资产定价效率. 李春涛等[19]指出卖空交易下内外部信息不对称程度降低，管理层激励水平上升，从而改善了上市公司的信息披露质量. 因此，当定向增发上市公司存在较高水平的卖空限制，信息不对称水平较高，其所面向的投资者群体更加乐观，加之积极媒体情绪的渲染，乐观投资者的估价预期更高，投资者的报价行为因而显现出更大程度的偏差，从而进一步提升了投资者的报价分歧程度.

为了研究卖空限制的影响程度，检验在媒体情绪越正面的条件下，上市公司的卖空限制程度

中国知网　https://www.cnki.net

是否影响了投资者报价分歧的提升程度,以是否可融券(*short*)作为衡量卖空限制程度的指标,基于分组样本,分别以积极媒体情绪(*positive*)、消极媒体情绪(*negative*)、净媒体情绪(*net*)为解释变量,以投资者报价分歧(*diverge*)为被解释变量,进行回归分析. 若公司股票在可融券列表中,投资者可向券商借入股票,实现卖空目的,是否可融券 *short* 指标的计算方法为:如果定向增发公司股票在发行前在可融券列表中,则标记为 1,否则为 0. 表 10 的分组回归结果显示,按照是否在可融券列表划分样本后,可融券列表中积极媒体情绪、消极媒体情绪和净媒体情绪的系数分别为 0. 198、-0. 229、0. 125,系数正负与主效应一致但仅在 10%的统计水平下显著;不可融券列表中积极媒体情绪、消极媒体情绪和净媒体情绪的系数分别为 0. 140、-0. 155、0. 088,且在 5%的统计水平下显著. 这表明了媒体报道情绪对投资者报价行为的影响效应更主要体现在不可融券的定向增发公司中,研究结果符合假设预期,在经济学上具有重要意义.

表 10 异质性分析:能否融券

Table 10 Heterogeneity analysis: Whether security margin trading is possible

变量	允许卖空组			不允许卖空组		
	申购报价离散度			申购报价离散度		
positive	0. 198 *	—	—	0. 140 **	—	—
	(1. 72)	—	—	(2. 25)	—	—
negative	—	-0. 229 *	—	—	-0. 155 **	—
	—	(-1. 76)	—	—	(-2. 45)	—
net	—	—	0. 125 *	—	—	0. 088 **
	—	—	(1. 93)	—	—	(2. 54)
asset	0. 021	0. 019	0. 021	-0. 020 **	-0. 022 **	-0. 021 **
	(1. 02)	(0. 93)	(1. 00)	(-1. 99)	(-2. 13)	(-2. 08)
BM	-0. 679 ***	-0. 698 ***	-0. 691 ***	-0. 068	-0. 070	-0. 069
	(-3. 53)	(-3. 64)	(-3. 60)	(-0. 97)	(-1. 00)	(-0. 99)
*share*1	0. 014	0. 029	0. 023	0. 078	0. 079	0. 078
	(0. 13)	(0. 26)	(0. 21)	(1. 62)	(1. 63)	(1. 62)
premkt	0. 120	0. 104	0. 108	0. 130	0. 124	0. 126
	(1. 08)	(0. 94)	(0. 98)	(1. 50)	(1. 43)	(1. 46)
manager	0. 001	0. 001	0. 001	0. 001	0. 001	0. 001
	(0. 42)	(0. 42)	(0. 43)	(0. 93)	(0. 92)	(0. 94)
relprcds	0. 024	0. 036	0. 031	-0. 012	-0. 012	-0. 012
	(0. 48)	(0. 71)	(0. 63)	(-0. 98)	(-0. 95)	(-0. 90)
leverage	-0. 378 ***	-0. 373 ***	-0. 377 ***	-0. 004	-0. 000	-0. 002
	(-2. 68)	(-2. 62)	(-2. 66)	(-0. 07)	(-0. 01)	(-0. 03)
growth	-0. 011 *	-0. 011 *	-0. 011 *	0. 010	0. 010	0. 010
	(-1. 81)	(-1. 80)	(-1. 82)	(1. 37)	(1. 39)	(1. 38)
state	-0. 016	-0. 016	-0. 016	-0. 016	-0. 014	-0. 015
	(-0. 48)	(-0. 47)	(-0. 46)	(-0. 84)	(-0. 72)	(-0. 78)
constant	-0. 222	-0. 024	-0. 143	0. 400 **	0. 548 ***	0. 468 **
	(-0. 50)	(-0. 06)	(-0. 33)	(2. 19)	(2. 90)	(2. 55)
industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	279	279	279	674	674	674
Adj. R^2	0. 211	0. 211	0. 211	0. 163	0. 163	0. 165

注: 括号内为回归系数的标准误,***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著.

中国知网 https://www.cnki.net

5.2　估值难易度的影响

研究指出，股票估值难易度会影响投资者行为偏差，当股票估值难易度更高时，投资者行为偏差更为明显[20]. 对于定向增发而言，若公司新发行股份的真实价值难以评估，则预期投资者受到新闻媒体报道影响而导致过度乐观等行为偏差的可能性增大，即投资者更容易受媒体情绪影响而给予过分乐观的报价结果. 研究指出，具有市值较小、盈利较弱等特征的公司具有更高的套利风险，相关公司的估值难度也进一步提升[21]. 为了研究估值难易度的影响程度，检验在媒体情绪越正面的条件下，上市公司的估值难易度是否影响了投资者报价分歧的提升程度，以公司市值（*size*）作为衡量估值难易度的指标，基于分组样本，分别以积极媒体情绪（*positive*）、消极媒体情绪（*negative*）、净媒体情绪（*net*）为解释变量，以投资者报价分歧（*diverge*）为被解释变量，进行回归分析. 其中，一般认为市值小、盈利水平低的公司难以估值，因此公司市值的数据基础为定向增发在预案公告日前一个月份的公司市值，以中位数为分界线进行分组. 表 11 分组回归结果显示，按照公司市值大小划分样本后，在市值较高的公司样本中积极媒体情绪、消极媒体情绪和净媒体情绪的系数分别为 0.211、−0.181、0.117，系数正负与主效应一致但仅在 5%或 10%的水平下显著；在市值较低的公司样本中积极媒体情绪、消极媒体情绪和净媒体情绪的系数分别为 0.142、−0.201、0.102，且积极媒体情绪在 5%的统计水平下显著，消极媒体情绪和净媒体情绪在 1%的统计水平下显著. 实证结果符合研究预期，这表明了媒体报道情绪对投资者报价行为的影响效应更体现在市值较低的定向增发公司中. 被要约投资者对其现有及未来经营情况的评估难度更大，投资者更容易受到媒体情绪尤其是积极媒体报道的影响，产生过度乐观等行为偏差，从而表现出更大的投资者报价分歧.

表 11　异质性分析：公司市值

Table 11 Heterogeneity analysis: Company market capitalization

变量	大市值公司组			小市值公司组		
	申购报价离散度			申购报价离散度		
positive	0.211**	—	—	0.142**	—	—
	(2.30)	—	—	(2.25)	—	—
negative	—	−0.181*	—	—	−0.201***	—
	—	(−1.71)	—	—	(−2.94)	—
net	—	—	0.117**	—	—	0.102***
	—	—	(2.23)	—	—	(2.77)
asset	0.007	0.005	0.006	−0.048***	−0.052***	−0.051***
	(0.55)	(0.38)	(0.49)	(−3.40)	(−3.59)	(−3.52)
BM	−0.485***	−0.492***	−0.490***	0.185**	0.190**	0.188**
	(−4.40)	(−4.47)	(−4.44)	(2.25)	(2.32)	(2.30)
*share*1	0.060	0.076	0.071	0.063	0.052	0.056
	(0.87)	(1.05)	(1.00)	(1.14)	(0.96)	(1.02)
premkt	0.171**	0.159*	0.162*	0.024	0.019	0.021
	(2.05)	(1.89)	(1.94)	(0.22)	(0.18)	(0.20)
manager	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000
	(0.77)	(0.74)	(0.78)	(0.33)	(0.31)	(0.33)
relprcds	−0.020	−0.014	−0.016	−0.016	−0.015	−0.015
	(−0.55)	(−0.39)	(−0.43)	(−1.27)	(−1.15)	(−1.14)
leverage	−0.274***	−0.264***	−0.269***	0.180**	0.188**	0.185**
	(−3.06)	(−2.92)	(−2.99)	(2.41)	(2.51)	(2.47)
growth	−0.005	−0.005	−0.005	0.024	0.025	0.024
	(−1.05)	(−1.07)	(−1.05)	(1.51)	(1.60)	(1.55)

中国知网　https://www.cnki.net

续表 11

Table 11 Continues

变量	大市值公司组			小市值公司组		
	申购报价离散度			申购报价离散度		
state	-0.026	-0.025	-0.025	-0.014	-0.011	-0.013
	(-0.99)	(-0.98)	(-0.98)	(-0.63)	(-0.48)	(-0.56)
constant	0.141	0.340	0.235	0.787***	0.987***	0.878***
	(0.50)	(1.22)	(0.84)	(3.02)	(3.55)	(3.29)
industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	478	476	476	476	478	478
Adj. R^2	0.198	0.194	0.197	0.222	0.227	0.226

注：括号内为回归系数的标准误，***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著.

6 结束语

通过研究投资者报价行为受媒体报道情绪的影响所产生的报价分歧，发现媒体报道的情绪越积极正面，投资者间的信息不对称程度越大，受制于有限关注，部分投资者对定向增发上市公司的情况评估愈加乐观，从而导致投资者的报价分歧程度越大. 媒体情绪通过投资者报价行为传导到发行价格，进一步影响了定向增发的折价水平，表现为积极正面的媒体情绪降低了定向增发的折价水平. 媒体情绪对投资者报价分歧的影响效应在信息不对称程度高、卖空限制程度高以及估值难度大的定向增发公司中更为明显.

本研究具有很好的理论意义和实践价值. 在理论上，以竞价定向增发事件为场景，拓展了投资者行为相关研究及文献，揭示了投资者报价行为的外部影响机制. 在实践上，有利于市场投资者批判性地看待和分析媒体报道的内容，从更加底层的角度揭示了增发折价形成的逻辑，为一级半市场投资者未来寻找优质定向增发项目、理解定向增发折价的形成机制提供了重要启示.

参 考 文 献：

[1] Solomon D. H. Selective publicity and stock prices[J]. Journal of Finance, 2012, 67(2): 599 - 638.

[2] 伍燕然, 江 婕, 谢 楠, 等. 公司治理、信息披露、投资者情绪与分析师盈利预测偏差[J]. 世界经济, 2016, 39(2): 100 - 119.
Wu Yanran, Jiang Jie, Xie Nan, et al. Corporate governance, information disclosure, investor sentiment and analyst earnings forecast deviation[J]. The Journal of World Economy , 2016, 39(2): 100 - 119. (in Chinese)

[3] 何贤杰, 王孝钰, 孙淑伟, 等. 网络新媒体信息披露的经济后果研究——基于股价同步性的视角[J]. 管理科学学报, 2018, 21(6): 43 - 59.
He Xianjie, Wang Xiaoyu, Sun Shuwei, et al. Economic consequences of new media information disclosure: From the perspective of stock price synchronicity[J]. Journal of Management Sciences in China, 2018, 21(6): 43 - 59. (in Chinese)

[4] 蔡庆丰, 王瀚佑, 吴冠琛. 资本市场的信任与股价信息含量——基于财务舞弊事件传染效应的研究[J]. 管理科学学报, 2025, 28(11): 144 - 159.
Cai Qingfeng, Wang Hanyou, Wu Guanchen. Trust and stock price information content in capital markets: Evidence from contagion effects of financial fraud events[J]. Journal of Management Sciences in China, 2025, 28(11): 144 - 159. (in Chinese)

中国知网 https://www.cnki.net

[5]张　科，李心丹，方　晓，等. 股票网络论坛中的意见领袖：慧眼识珠还是吸引眼球[J]. 管理科学学报，2022，25(9)：90－107.
Zhang Ke，Li Xindan，Fang Xiao，et al. Opinion leader at the online stock forum：Having the discerning eye or eye-catching[J]. Journal of Management Sciences in China，2022，25(9)：90－107.（in Chinese）

[6]刘　霞，刘善存，张　强. 有限信息分享网络下的投资策略、信息获取与资产定价[J]. 管理科学学报，2025，28(4)：80－95.
Liu Xia，Liu Shancun，Zhang Qiang. Investment strategy，information acquisition，and asset pricing in limited information sharing networks[J]. Journal of Management Sciences in China，2025，28(4)：80－95.（in Chinese）

[7]游家兴，吴　静. 沉默的螺旋：媒体情绪与资产误定价[J]. 经济研究，2012，47(7)：141－152.
You Jiaxing，Wu Jing. Sprial of silence：Media sentiment and the asset mispricing[J]. Economic Research Journal，2012，47(7)：141－152.（in Chinese）

[8]李　杰，张永杰. 注册制下询价机构报价一致性研究：社会互动的视角[J]. 管理科学学报，2026，29(3)：144－159.
Li Jie，Zhang Yongjie. Quotation consistency of inquiry institutions under the registration system：A social interaction perspective[J]. Journal of Management Sciences in China，2026，29(3)：144－159.（in Chinese）

[9]俞红海，雷欣南，张思岩，等. 基金文本独特性能否吸引投资者关注？——来自基金定期报告的研究[J]. 管理科学学报，2024，27(11)：40－62.
Yu Honghai，Lei Xinnan，Zhang Siyan，et al. Does report uniqueness of mutual funds attract attention? Evidence from mutual fund's periodic reports[J]. Journal of Management Sciences in China，2024，27(11)：40－62.（in Chinese）

[10]Chen C W，Pantzalis C，Park J C. Press coverage and stock price deviation from fundamental value[J]. Journal of Financial Research，2013，36(2)：175－214.

[11]叶康涛，曹　丰，王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗？[J]. 金融研究，2015，(2)：192－206.
Ye Kangtao，Cao Feng，Wang Huacheng. Can internal control information disclosure reduce stock price crash risk？[J]. Journal of Financial Research，2015，(2)：192－206.（in Chinese）

[12]张宗新，吴钊颖. 媒体情绪传染与分析师乐观偏差——基于机器学习文本分析方法的经验证据[J]. 管理世界，2021，37(1)：170－185＋11＋20－22.
Zhang Zongxin，Wu Zhaoying. Media's Emotional contagion and analyst optimistic bias：Evidence based on the technique of machine learning[J]. Journal of Management World，2021，37(1)：170－185＋11＋20－22.（in Chinese）

[13]Autore D M，Kovacs T. Investor recognition and seasoned equity offers[J]. Journal of Corporate Finance，2014，25：216－233.

[14]Lin W，Chang S，Chen S，et al. The over-optimism of financial analysts and the long-run performance of firms following private placements of equity[J]. Finance Research Letters，2013，10(2)：82－92.

[15]Cahan S F，Chen C，Chen L，et al. Corporate social responsibility and media coverage[J]. Journal of Banking & Finance，2015，59：409－422.

[16]Liang C，Tang L，Li Y，et al. Which sentiment index is more informative to forecast stock market volatility? Evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis，2020，71：101552.

[17]Borochin P，Cu W H. Alternative corporate governance：Domestic media coverage of mergers and acquisitions in China[J]. Journal of Banking & Finance，2018，87：1－25.

[18]Liu B，McConnell J J. The role of the media in corporate governance：Do the media influence managers' capital allocation decisions？[J]. Journal of Financial Economics，2013，110(1)：1－17.

[19]李春涛，许红梅，王立威，等. 卖空与创新：A 股公司融券试点的证据[J]. 会计研究，2020，(2)：133－142.

中国知网　https://www.cnki.net

Li Chuntao, Xu Hongmei, Wang Liwei, et al. Short selling and corporate innovation: Evidence from margin trading in China[J]. Accounting Research, 2020, (2):133 – 142. (in Chinese)

[20]Xiong X, Meng Y, Joseph N L, et al. Stock mispricing, hard-to-value stocks and the influence of Internet stock message boards[J]. International Review of Financial Analysis, 2020, 72: 101576.

[21]郭庆云, 罗荣华, 刘 阳. 股票估值难度与基金信息优势[J]. 金融评论, 2017, 9(6): 16 – 32 + 123.
Guo Qingyun, Luo Ronghua, Liu Yang. Difficulty of stock valuation and advantage of fund information[J]. Chinese Review of Financial Studies, 2017, 9(6): 16 – 32 + 123. (in Chinese)

The impact of media coverage on the investors' quotation behavior of private placements

ZOU Gao-feng, ZHUANG Yan-ting, ZHANG Yong-jie, CHEN Wei-jie*

College of Management and Economics, Tianjin University, Tianjin 300072, China

Abstract: Investors' quotation behavior plays an important role in determining private placement pricing. Based on the theory of investors' divergences of opinions, this paper chooses events of private placement in Chinese stock market, investigates the influence of media coverage on investors' quotation behavior using data of subscription quotation collected manually. The empirical results show that media sentiment significantly affects the divergences of investors' quotations. The quotation behavior of investors is susceptible to the interference of external information environment. When media sentiment is more positive, some investors tend to give higher valuations to the listed company, resulting in greater divergence in investors' subscription quotations in private placements. This effect is more significant in companies with a higher degree of information asymmetry. Further research shows that media coverage enhances the optimism of investors, increases private placement issue prices, and reduces the discounts of private placements. This paper studies the influence of media sentiment on investors' quotation behavior and its internal mechanism, which enriches the relevant research on the mechanisms underlying investor behavior.

Key words: media coverage; quotation behavior; private placement; investor sentiment

中国知网 https://www.cnki.net