

媒体情绪、股权再融资与股东间财富转移

罗琦 喻黄颖 伍敬侗

(武汉大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

摘要: 互联网媒体报道非中性引起市场情绪的变化, 进而影响公司股权再融资过程中股东间财富转移。本文通过实证研究, 验证了媒体情绪会对公司股权再融资决策产生影响并引起股东间财富转移, 当大股东融资前持股比例大于拟认购比例时, 公司有动机在媒体情绪较为乐观的情况下进行股权再融资。媒体情绪偏离中性的程度越大, 中小股东向大股东的财富转移量越大。而在悲观媒体情绪下, 大股东认购新股的动机更加强烈。媒体情绪引发的股票错误定价为大股东谋取财富转移提供了渠道。

关键词: 媒体情绪; 股权再融资; 财富转移; 错误定价; 市场时机

Abstract: Non-neutral Internet media reports may cause market sentiment to change, thus affecting the wealth transfer between shareholders in the process of seasoned equity offerings. The research findings show that media sentiment has impacts on companies' seasoned equity offerings decisions and leads to wealth transfer between shareholders. When large shareholders' shareholding ratio is larger than their subscription ratio, the company has the intention to conduct seasoned equity offerings under the optimistic media sentiment. The further the media sentiment deviates from neutrality, and the larger the wealth is transferred from minority to large shareholders. Under the pessimistic media sentiment, the large shareholders are more strongly motivated to subscribe for new shares. Our study shows that the stock mispricing caused by the media sentiment provides a channel for large shareholders to seek for wealth transfer.

Key words: media sentiment, seasoned equity offerings, wealth transfer, mispricing, market timing

作者简介: 罗琦, 武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司金融与资本市场。喻黄颖, 女, 武汉大学经济与管理学院金融学硕士生, 研究方向: 公司金融与资本市场。伍敬侗, 武汉大学经济与管理学院金融学硕士生, 研究方向: 公司金融与资本市场。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

引言

在资本市场非有效的情况下, 投资者的非理性情绪会导致股票市场出现错误定价, 从而产生有利于上市公司股权再融资的机会窗口(Loughran和Ritter, 1997)^[9]。为了降低资本成本或获取较高发行收益, 公司倾向于利用股价被高估的市场时机进行股权再融资, 管理者在股权融资过程中存在市场择时行为(Stein, 1996; Baker和Wurgler, 2002)^{[12][11]}。

互联网时代投资者往往通过网络搜索获取上市公司的相关信息, 其投资决策容易受到网络新闻报道的

影响。在媒体形成的乐观意见环境下, 投资者更积极地参与公司股票的市场交易, 从而导致股票价格被高估(Deng等, 2014)^[3]。反之, 悲观的媒体情绪可能导致公司股价被低估。非中性的媒体情绪能够对股价水平产生影响(Gurun和Bulter, 2012; Nofer和Hinz, 2015)^{[5][10]}, 进而带来上市公司股权再融资的市场时机。

近年来定向增发一直是我国上市公司最主要的股权再融资方式, 而我国资本市场上定向增发日益成为大股东谋取私利的工具。Sloan和You(2015)^[11]以美国上市公司为样本, 研究发现公司基于股价高估进行的择时融资造成财富从新股东向老股东转移。我国上市公司大股东

和中小股东之间的利益冲突较为严重,大股东可能利用媒体情绪造成的市场时机进行定向增发,并从中对中小股东进行财富转移。已有文献大多从定向增发折价的角度考察大股东利益输送的问题(徐寿福,2009;张鸣和郭思永,2009)^{[22][25]},认为大股东机会主义是造成定向增发高折价率的重要原因。随着监管机制逐渐完善,市价发行成为定向增发的监管要点,大股东利用定向增发折价获利的空间将逐渐缩小¹。在这一背景下,研究股权再融资过程中大股东和中小股东之间的财富转移具有重要的现实意义。

本文以2011~2013年进行定向增发的A股上市公司为研究样本,考察媒体情绪如何影响公司大股东选择股权再融资时机,并研究媒体情绪对股权再融资过程中大股东和中小股东之间财富转移的影响。媒体报道是影响股票价格的非理性因素之一,非中性的媒体情绪可以形成上市公司股权再融资的市场时机,在股票错误定价情况下进行的股权再融资导致股东间财富转移。相对于外部投资者而言,大股东更加了解公司股票的内在价值,从而有可能利用信息优势和控制权选择有利于自身利益的市场时机进行股权再融资,由此获得中小股东的财富转移。本文研究表明,当大股东持股比例大于认购比例时,公司选择在媒体情绪较为乐观的情况下进行股权再融资。而当大股东持股比例小于认购比例时,公司更倾向于利用由悲观媒体情绪造成的市场时机进行股权再融资。媒体情绪越乐观或越悲观,中小股东向大股东的财富转移量均越大。进一步的研究发现,乐观的媒体情绪对大股东认购比例产生负面影响。

本文的创新之处在于:第一,本文基于媒体情绪考察市场时机与公司股权再融资决策之间的关系,研究发现大股东持股比例和认购比例的相对大小影响公司股权再融资时机的选择,这对已有的市场择时理论相关文献进行了拓展。第二,本文从股东间财富转移的角度考察了大股东市场择时行为的经济后果,将Sloan和You(2015)^[11]基于新老股东之间利益关系的分析框架拓展应用于研究中小股东和大股东之间的财富转移,并实证检验了股权再融资过程中媒体情绪对中小股东与大股东之间财富转移的影响。第三,本文进一步考察了媒体情绪对定向增发中大股东认购比例和认购方式的影响,

研究发现大股东根据媒体情绪调整对再融资股份的认购比例以增加自身所获得的财富转移量。

文献综述

Henderson等(2006)^[6]对1990~2001年间世界范围内上市公司的融资方式进行了研究,发现公司普遍选择在股票收益率较高时发行股票,他们认为市场错误定价是公司进行股权融资时重要的考虑因素。Dong等(2012)^[4]以1998~2007年间加拿大上市公司为样本,研究发现非融资约束公司倾向于在股价被高估时发行股票,而且融资后股票的长期收益率呈下降趋势,他们认为这一结果支持了市场时机理论。王亚平等(2006)^[21]指出公司管理者可以利用内部消息和高估的股价发行股票以获得股权融资收益,由于管理者更倾向于牺牲外部投资者的利益而使原股东获利,所以配股的择时动机弱于增发。罗琦和付世俊(2014)^[18]研究发现我国资本市场上的市场时机与公司股权再融资之间存在相互影响的内生关系,大股东不仅倾向于利用股票错误定价择时进行股权再融资,而且还有强烈动机操纵盈余影响股价以创造股权再融资的市场时机。

Tetlock(2007)^[13]利用《华尔街日报》专栏新闻内容构建媒体悲观指数,研究发现媒体悲观情绪造成了股票价格下降的压力,在小盘股中这种影响更加明显,而且股价恢复正常水平的速度更慢。Barber和Odean(2008)^[2]发现在投资者有限关注下个体投资者倾向于购买吸引其注意力的股票,新闻媒体的报道可以提高投资者对公司股票的关心程度,增加股票的购买需求,从而造成股票价格的暂时上升。游家兴和吴静(2012)^[23]认为媒体是公众的意见领袖,其对上市公司的报道吸引投资者关注并加剧投资者决策行为的非理性倾向,他们研究发现越高涨或越低落的媒体情绪越有可能引起资产误定价,这一影响在公司信息透明度较低时更加明显。才国伟等(2015)^[14]发现媒体正面报道倾向的增强能够促使股价上涨,在股权再融资当期,上市公司利用媒体制造更多正面报道以保证再融资的顺利完成,并且再融资规模越大媒体炒作程度越强。

李康等(2003)^[17]考察了配股和公开增发各相关利益主体在股权再融资后的财富损益,发现再融资后流通股股东

的超额收益率大多为负,他们认为这是因为非流通股股东凭借“同股不同价”对流通股股东的财富进行了转移。张鸣和郭思永(2009)^[25]考察了大股东控制下上市公司定向增发折价对财富转移的影响,研究发现定向增发折价水平和发行前大股东持股比例与认购比例之差显著负相关,定向增发的折价水平和大股东认购比例共同决定了大股东从上市公司转移的财富。Sloan和You(2015)^[11]认为公司在股票错误定价时进行的增发和回购均导致财富转移,他们首次提出了新老股东之间财富转移量的计算方法,直观地反映出财富转移的重要性并探讨其影响因素。

上述研究成果表明,上市公司倾向于在股价被高估时进行股权再融资,媒体情绪可以影响股票价格形成股权再融资的市场时机,在股票错误定价情况下进行的股权再融资造成上市公司股东之间的财富转移。值得注意的是,已有文献从融资约束程度和再融资方式等角度探讨了不同情形下上市公司择时行为的区别,但较少出于大股东利益动机考虑股权再融资时机的选择问题,同时也较少从股东间财富转移的角度考察市场择时的经济后果。我们认为,我国上市公司股权再融资决策体现了大股东的意愿,大股东根据媒体情绪选择进行股权再融资的市场时机以获得其他股东的财富转移。本文基于大股东视角考察媒体情绪对我国上市公司股权再融资决策和股东间财富转移的影响,从而对市场择时理论进行有益的拓展。

理论分析与研究假说

媒体情绪对股价的影响给上市公司带来了股权再融资的市场时机,公司利用乐观媒体情绪造成的错误定价窗口进行股权再融资可以提高发行价格,获取的超额收益由全体老股东共享。参与再融资的新股东由于认购了被高估的股票,在股价回归内在价值的过程中遭受损失。中国上市公司股权结构高度集中,公司管理层在进行股权再融资决策时往往考虑的是大股东的利益。公司大股东如何利用媒体情绪参与股权再融资并从中获益,这要根据融资前大股东持股比例和拟认购比例的相对大小具体分析。

张鸣和郭思永(2009)^[25]认为大股东融资前持股比例大于认购比例时,大股东更大程度上代表的是老股东的

利益。乐观媒体情绪下大股东作为老股东获得的机会窗口收益大于作为新股东因购买被高估股票而遭受的损失,公司管理层倾向于进行股权再融资以使大股东获取超额收益。媒体情绪越乐观,股票价格被高估的程度越大,公司进行股权再融资的动机越强烈。当大股东融资前持股比例小于认购比例时,大股东更大程度上代表的是新股东的利益,期望以被低估的价格认购股票,在股价回归内在价值的过程中获得收益,因此公司倾向于利用由悲观媒体情绪造成的市场时机进行股权再融资。媒体情绪越悲观,股价被低估的程度越大,公司越有动机进行股权再融资。据此本文提出如下假说:

假说1: 与公司相关的媒体情绪对股权再融资决策产生影响,大股东融资前持股比例大于认购比例时媒体情绪越乐观公司越有动机进行股权再融资,大股东融资前持股比例小于认购比例时媒体情绪越悲观公司越有动机进行股权再融资。

乐观媒体情绪造成公司股价高估,上市公司利用高估的股票价格进行股权再融资导致财富从新股东向老股东转移。公司股价被高估的程度越大,股权再融资过程中新股东向老股东转移的财富越多(Sloan和You, 2015)^[11]。股东之间发生财富转移的关键在于股票价格相对于内在价值的偏离,而且这种偏离通过股权再融资行为转化成各利益相关主体现实的财富损益。非中性的媒体情绪影响公司股票的错误定价程度,并由此影响公司股权再融资决策,最终对股东间财富转移产生影响。

我国上市公司股权再融资的时机选择包含了大股东的利益动机,当大股东预计能够在再融资过程中获得中小股东的财富转移时,公司进行股权再融资的可能性更大。大股东融资前持股比例大于认购比例时,大股东更大程度上代表老股东的利益,为了获取中小股东的财富转移,大股东更倾向于在媒体情绪较为乐观时进行股权再融资。媒体情绪越乐观,公司股价向上偏离内在价值的程度越高,中小股东向大股东转移的财富量越大。而在悲观的媒体情绪下,公司大股东在股权再融资中往往都占有较大认购比例。媒体情绪越悲观,公司大股东越能以低的价格认购到新股,从而获得更多的财富转移量。据此本文提出如下假说:

假说2: 在股权再融资过程中,与公司相关的媒体情

绪影响股东间财富转移,媒体情绪越乐观或越悲观,中小股东向大股东转移的财富量均越大。

数据、样本及变量

一、数据来源与样本选择

本文选取2011~2013年沪深两市成功实施定向增发的A股上市公司作为股权再融资样本,所采用的媒体报道数据来自百度新闻搜索平台,公司财务数据及股票交易数据来自国泰安数据库,定向增发数据来自万得数据库。根据媒体情绪、财富转移量等变量计算的需要,本文的数据范围最终覆盖2010~2015年。由于媒体报道对市场的影响只在短期内存在(Huberman和Regev, 2001)^[7],同时由于我国上市公司只能提供到季度财务报表,所以如无特殊说明我们在实证检验中均采用季度数据。在剔除了银行、保险等金融行业上市公司和数据不全的公司之后,我们一共得到580个股权再融资样本。

二、变量定义及其特征

1. 媒体情绪的衡量

首先我们借鉴南晓莉(2015)^[19]的方法,利用百度新闻搜索平台查询样本公司定向增发发行日前三个月内的相关新闻报道内容。我们发现查询结果中同一则新闻被各大门户网站反复转载的现象普遍存在,为避免重复我们将搜索范围限定在内容格式更为规范、更具代表性的和讯网,以“股票简称 site:hexun.com”为关键词进行搜索,并利用网页数据采集器“八爪鱼”抓取这一时间段内的新闻报道内容。

然后我们借鉴游家兴和吴静(2012)^[23]的研究成果,从情感倾向、集中程度和报道数量三个维度构建媒体情绪指标。第一步,分析新闻报道内容的情感倾向。我们首先对采集到的新闻报道进行字段处理,删除无意义的乱码、英文字符和空行等,然后借鉴黄润鹏等(2015)^[16]的方法,利用语义分析工具ROST-CM对新闻报道文本内容进行情感倾向分析,对高度积极、中度积极、一般积极、中性、一般消极、中度消极和高度消极七种分析结果分别赋值为3、2、1、0、-1、-2、-3。第二步,确定新闻报道内容的集中程度。我们对集中程度的衡量采取三级计分,如果新闻标题包含公司股票简称则赋值为3,如果新闻标题未出现公司股票简称但报道中提及超过三次则

赋值为2,其余赋值为1。第三步,将新闻报道数量与情感倾向、集中程度的分析结果进行综合处理,得到媒体情绪指标。样本公司*i*的媒体情绪(Mood_{*i*})计算公式如下:

$$Mood_i = \sum_{j=1}^n Tone_{i,j} \times Concentration_{i,j} \quad (1)$$

其中*Tone_{i,j}*和*Concentration_{i,j}*分别表示与样本公司*i*有关的第*j*篇新闻报道的情感倾向和集中程度,*n*表示样本公司*i*在定向增发发行日前三个月内相关的新闻报道数量。

2. 财富转移量的衡量

根据Sloan和You(2015)^[11],我们令*I*表示上市公司投资机会的现值,*N*表示公司定向增发前的股票数量,*S*表示增发的股票数量,*P*表示发行价格²。老股东增发前财富量为*I*,增发后财富量为 $\frac{N}{S+N}(P \times S + I)$,增发前后老股东的财富变化为:

$$WT_O = \frac{N}{S+N}(P \times S + I) - I = -\frac{S}{S+N}(P \times N - I) \quad (2)$$

新股东增发前财富量为 $P \times S$,增发后财富量为 $\frac{S}{S+N}(P \times S + I)$,增发前后新股东的财富变化为:

$$WT_N = \frac{S}{S+N}(P \times S + I) - PS = -\frac{S}{S+N}(I - P \times N) \quad (3)$$

由 $WT_O + WT_N = 0$ 有,当 $P \times N > I$ (即股票价格被高估)时老股东财富增加的值就是新股东财富减少的值,即财富从新股东向老股东转移,此时增发股票带来的财富转移量为:

$$WT = -\frac{S}{S+N}(P \times N - I) \quad (4)$$

而当 $P \times N < I$ (即股票价格被低估)时,公司进行股权再融资导致财富从老股东向新股东转移,(4)式结果小于0。

(4)式中上市公司投资机会的现值*I*根据如下等式确定:

$$(P \times N + P \times S)(1 + RT) = (I + P \times S)(1 + MT) \quad (5)$$

等式(5)表示公司市值在股权再融资后*T*个月内回归由公司投资机会决定的内在价值。假设股权再融资发生在第*t*月,*RT*是公司股票从第*t*月末开始*T*个月内考虑现金红利再投资的累计个股回报率³。将全体A股按第*t*月末的个股总市值分成十等分,每等分股票的*MT*是这一等分股票*RT*的等权重算术平均,代表同时期如果不存在错误定价公司股票的正常收益率。

将由(5)式解得的*I*代入(4)式,我们得到新老股东之间财富转移量的计算公式如下:

$$WT = P \times S \times \frac{MT - RT}{1 + MT} \quad (6)$$

从上述推导我们可以看出新老股东之间财富转移量的绝对大小与融资规模 $P \times S$ 直接相关,为了考察影响财

富转移量的其他因素，我们对财富转移量的绝对大小进行标准化，计算股东间财富转移的相对量：

$$\%WT=100\times\frac{WT}{P\times S}=100\times\frac{MT-RT}{1+MT} \quad (7)$$

关于T的选取，已有文献普遍认为定向增发事件对我国上市公司股票价格和收益率的影响以两年为限(邹斌等，2011；罗琦和付世俊，2014)^{[28] [18]}，我们设定股权再融资发生后两年内股票价格回归内在价值，即T取24。

3. 分组变量及控制变量

考察媒体情绪对公司股权再融资决策的影响时，本文参照王克敏和刘博(2012)^[20]、罗琦和付世俊(2014)^[18]的方法，在研究年度未进行定向增发的上市公司中根据经营现金流净额相近的原则为定向增发样本选择匹配样本⁴。我们设置是否进行股权再融资的虚拟变量(SEO)，定向增发样本取值为1，匹配样本取值为0。同时，我们控制了资产负债率(Lev)、营业收入增长率(Growth)、公司规模(Size)、总资产收益率(ROA)、账面市值比(BM)等变量。

在研究媒体情绪对公司股东间财富转移的影响时，本文参考Larrain和Urzúa(2013)^[8]控制了公司规模(Size)、第一大股东增发前持股比例(a)、历史换手率(Liquidity)、总资产收益率(ROA)、账面市值比(BM)、资产负债率(Lev)、营

表1 变量说明

变量名称	符号	定义
媒体情绪	Mood	定向增发前3个月内与公司相关的网络新闻报道情绪
股权再融资	SEO	虚拟变量，定向增发样本取值为1，匹配样本取值为0
财富转移量	%WT	定向增发后24个月内新股东向老股东转移财富量的相对值
持股比例	a	第一大股东增发前持股比例
认购比例	b	第一大股东对定向增发股份的认购比例
资产负债率	Lev	总负债/总资产
公司规模	Size	总资产的自然对数
总资产收益率	ROA	净利润/总资产
净资产收益率	ROE	净利润/净资产
账面市值比	BM	总资产/市场价值
营业收入增长率	Growth	(营业收入本季度金额-营业收入上一季度金额)/营业收入上一季度金额
机构投资者持股比例	Inshold	机构投资者持股占流通股比例
分析师跟踪人数	Analyst	季度内对公司股票做出评级的机构投资者家数
股票收益率	Return	定向增发前3个月考虑现金红利再投资的月个股回报率几何平均
流动性	Liquidity	定向增发前3个月换手率
发行折价	Discount	(发行日前一交易日收盘价-定向增发发行价格)/发行日前一交易日收盘价
认购方式	Way	虚拟变量，资产认购取值为1，其他认购方式取值为0

业收入增长率(Growth)、机构投资者持股比例(Inshold)、分析师跟踪人数(Analyst)、历史股票收益率(Return)等变量。本文涉及的主要变量及其定义如表1所示。

表2中Panel A对定向增发样本和匹配样本的主要变量进行了描述性统计，Panel B根据融资前大股东持股比例(a)与认购比例(b)的相对大小，将定向增发样本分为两个子样本，并进一步给出两个子样本部分变量的描述性统计，Panel C按照上述两种分类标准将总样本分为四个子样本，对媒体情绪的均值进行了组间比较。Panel A显示定向增发样本的媒体情绪(Mood)均值大于匹配样本，说明总体而言媒体情绪更乐观的上市公司更有可能进行定向增发。Panel C表明在a≥b的子样本中结果与总样本保持一致，而在a<b的子样本中定向增发样本的媒体情绪均值小于匹配样本，这在一定程度上支持了本文假说1。另一方面，Panel B显示在a≥b的定向增发子样本中财富转

表2 变量描述性统计

Panel A: 按SEO分组的变量描述性统计								
变量	SEO=1				SEO=0			
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
Mood	23.4681	23.4269	-3.5331	153.6555	18.8196	26.7785	-21.1688	335.8401
Lev	0.6821	2.0424	0.0084	34.4318	0.4293	0.2368	0.0097	1.5362
Size	21.6518	1.4877	13.9344	26.1286	21.8050	1.2286	17.5550	26.9180
ROA	0.0090	0.2297	-4.8389	0.6869	0.0330	0.0513	-0.1883	0.4699
ROE	0.0685	0.3414	-1.9536	5.0406	0.0321	0.6971	-15.8053	3.2026
BM	0.4932	0.2603	0.0007	1.0984	0.5402	0.2426	0.0382	1.1983
Growth	0.0973	1.1134	-5.6371	13.6524	0.3253	2.7429	-1	40.5980
Inshold	0.4055	0.2206	0.0028	0.9281	0.352	0.2423	0.0003	0.9308
Analyst	5.5224	5.1984	0	33	5.3259	5.3450	0	30
Return	0.0146	0.0609	-0.1437	0.3796	0.0049	0.0622	-0.1347	0.2864
Obs.	580				580			
Panel B: 按a-b分组的变量描述性统计								
变量	a≥b				a<b			
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
%WT	11.2037	39.3554	-247.7031	72.2821	5.8611	43.3492	-158.8777	64.2345
a	0.3645	0.1571	0.0521	0.8649	0.3294	0.1425	0.068	0.7295
b	0.0440	0.1046	0	0.5913	0.7485	0.2867	0.1711	1
Liquidity	1.4569	1.4982	0	14.2295	0.8454	0.5859	0	2.7016
Discount	0.1436	0.2376	-0.9194	0.8162	0.0700	0.3236	-1.4592	0.8483
Way	0.2700	0.4445	0	1	0.4615	0.5003	0	1
Obs.	437				143			
Panel C: 媒体情绪组间均值比较								
变量	a≥b			a<b				
	SEO=1	SEO=0		SEO=1	SEO=0			
Mood	24.1782	16.9407		21.2981	24.5612			
Obs.	437	437		143	143			

移量(%WT)均值为11.2037, 大于 $a < b$ 的子样本, 初步说明当大股东更大程度上代表公司老股东的利益时, 股权再融资过程中新股东向老股东的财富转移量更大。

实证检验及结果分析

一、媒体情绪与公司股权再融资决策

为了检验媒体情绪与上市公司股权再融资决策之间的关系, 我们将定向增发样本按融资前大股东持股比例与认购比例的相对大小划分子样本, 对定向增发样本及其匹配样本进行logit回归, 具体回归方程如下:

$$SEO_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Mood_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Size_{i,t-1} + \alpha_5 ROA_{i,t-1} + \alpha_6 BM_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

回归结果如表3所示, 总样本中媒体情绪对股权再融资决策的影响系数在1%的水平上显著为正, 说明与公司相关的媒体情绪越乐观, 上市公司越倾向于进行定向增发。特别地, 在融资前大股东持股比例不小于认购比例的子样本中, 媒体情绪的系数更大, 这一倾向更加明显。而在融资前大股东持股比例小于认购比例的子样本中, 媒体情绪的系数为负, 表明媒体情绪越悲观公司越倾向于进行定向增发。

这一结果支持了本文假说1的分析, 同时我们也注意到在 $a \geq b$ 的子样本中媒体情绪的影响系数在1%的水平上显著, 而 $a < b$ 的子样本中这一系数不显著。这是因为通过低买高卖获取资本利得的方式对投资者而言比较直接, 媒体的乐观情绪容易吸引投资者积极参与市场交易, 推动股票价格上涨, 进而对公司的股权再融资决策产生影

表3 媒体情绪与股权再融资决策回归分析

变量	总样本	$a \geq b$	$a < b$
Mood	0.0081*** (3.01)	0.0146*** (4.09)	-0.0073 (-1.33)
Lev	2.7310*** (8.05)	2.7004*** (6.93)	3.0925*** (4.10)
Growth	-0.0680* (-1.67)	-0.0599 (-1.20)	-0.0762 (-1.02)
Size	-0.1355* (-1.93)	-0.1998** (-2.40)	-0.0028 (-0.02)
ROA	-1.6836 (-1.13)	-1.7343 (-1.05)	-1.6556 (-0.44)
BM	-1.2191*** (-3.47)	-1.1398*** (-2.75)	-1.2605* (-1.80)
Constant	2.1654 (1.60)	3.4181** (2.12)	-0.5957 (-0.23)
Pseudo R ²	0.0727	0.0797	0.0889
Obs.	1160	874	286

注: 括号内为回归系数的Z值, **、*和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

响。另一方面, 我国股票市场存在卖空限制, 股指期货、股票期权等做空工具应用得并不广泛, 融资融券的保证金门槛较高。受悲观媒体情绪影响的投资者难以在股票市场上通过交易表达意见, 因此悲观媒体情绪对公司股票价格和股权再融资决策的影响不显著。

二、媒体情绪与股东间财富转移

为了检验媒体情绪对公司股权再融资过程中股东间财富转移的影响, 我们首先检验股东间财富转移的方向, 然后验证媒体情绪与财富转移之间的数量关系。

我们首先将定向增发样本按融资前大股东持股比例与认购比例的相对大小划分子样本, 对财富转移量(%WT)进行均值t检验, 结果如表4所示。定向增发总样本的%WT均值显著大于0, 说明股权再融资造成财富从参与融资的新股东向原有老股东转移。在 $a \geq b$ 的子样本中, %WT的均值也显著大于0, 此时大股东增发前持股比例不小于其对定向增发股份的认购比例, 大股东更大程度上代表的是上市公司老股东的利益, 这一结果表明股权再融资引起财富从中小股东向大股东转移。

而在 $a < b$ 的子样本中, %WT的均值与0无显著差异, 此时大股东融资前持股比例小于其认购比例, 这一结果表明, 当大股东更大程度上代表上市公司新股东的利益时, 股权再融资过程中新股东向老股东的财富转移不再显著。实际上, 大股东持股比例小于认购比例时, 股东间财富转移的不显著与悲观媒体情绪对股权再融资决策影响的不显著是一致的。正是在悲观媒体情绪的影响下上市公司并不一定进行大股东持股比例小于认购比例的股权再融资, 进行此类股权再融资时的股价水平也不一定反映了媒体的悲观情绪, 即股价不一定被低估, 所以大股东持股比例小于认购比例时新老股东之间财富转移的方向不确定。与总样本相比较而言, 不显著的%WT均值表明此时财富更有可能从老股东向新股东转移, 从中小股东向大股东转移。

然后我们对定向增发总样本和子样本分别进行如下回

表4 财富转移量均值t检验

变量	定向增发样本	$a \geq b$	$a < b$
%WT	9.8864*** (5.8929)	11.2037*** (5.9511)	5.8611 (1.6168)
Obs.	580	437	143

注: 原假设为%WT均值为0, 括号内为t值, ***表示在1%的水平上显著

归, 其中控制变量的选取参考了Larrain和Urzu(2013)^[8], 回归结果如表5所示。

$$\begin{aligned} \%WT_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Mood_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 a_{i,t-1} + \beta_4 Liquidity_{i,t-1} \\ & + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 BM_{i,t-1} + \beta_7 Lev_{i,t-1} + \beta_8 Growth_{i,t-1} + \beta_9 Inshold_{i,t-1} \\ & + \beta_{10} Analyst_{i,t-1} + \beta_{11} Return_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (9)$$

表5显示, 在总样本和两个子样本中, 媒体情绪对新股东向老股东转移财富量的影响系数均在1%的水平上显著为正。结合本文对假说1和财富转移方向的检验结果, 媒体情绪越乐观, 公司越倾向于进行融资前大股东持股比例大于其认购比例的定向增发, 并且新股东向老股东转移的财富量越大, 此时大股东更大程度上代表老股东的利益, 说明股权再融资过程中中小股东向大股东转移的财富越多。反之, 媒体情绪越悲观, 公司越倾向于进行大股东持股比例小于认购比例的定向增发, 并且老股东向新股东转移的财富量越大, 此时大股东更大程度上代表新股东的利益, 说明股权再融资过程中中小股东向大股东转移的财富越多。与公司相关的媒体情绪越乐观或越悲观, 中小股东向大股东的财富转移量均越大, 以上实证结果支持了本文假说2。

三、进一步检验

表5 媒体情绪与股东间财富转移回归分析

变量	定向增发样本	a ≥ b	a < b
Mood	0.2994*** (3.95)	0.2388*** (2.82)	0.5369*** (3.20)
Size	-1.5971 (-0.82)	-2.7231 (-1.20)	-0.8703 (-0.23)
a	-2.5170 (-0.21)	8.6470 (0.66)	-74.9795** (-2.43)
Liquidity	0.7852 (0.53)	-0.4371 (-0.29)	6.0303 (0.87)
ROA	7.8026 (0.89)	16.8462 (0.48)	4.2618 (0.41)
BM	7.9043 (0.80)	0.9856 (0.09)	33.8787 (1.60)
Lev	-0.0301 (-0.03)	0.1019 (0.05)	0.3072 (0.22)
Growth	2.1866 (1.47)	2.6427 (1.61)	1.7434 (0.51)
Inshold	9.0096 (0.97)	5.8393 (0.59)	33.4406 (1.41)
Analyst	-1.6698*** (-5.02)	-1.7458*** (-4.54)	-1.2532* (-1.78)
Return	-6.7019 (-0.23)	38.3843 (1.19)	-180.3495*** (-2.61)
Constant	38.8153 (1.06)	67.1794 (1.57)	7.1078 (0.10)
Adj R ²	0.0631	0.0600	0.1364
Obs.	580	437	143

注: 括号内为回归系数的t值, **、*和. 分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

1. 媒体情绪与大股东认购比例

在计算新老股东之间财富转移量的(4)式基础上, 我们考虑大股东和中小股东之间财富转移量的计算公式。大股东增发前持股比例为a, 其对定向增发股份的认购比例为b。公司股价被高估时, 大股东在定向增发过程中作为老股东获得的财富为 $\frac{S}{S+N}(P \times N - I)a$, 作为新股东损失的财富为 $\frac{S}{S+N}(P \times N - I)b$, 中小股东向大股东转移的财富为:

$$WT' = \frac{S}{S+N}(P \times N - I)(a - b) \quad (10)$$

上市公司在股票价格被低估的情况下进行定向增发, 中小股东向大股东转移的财富量仍由(10)式所计算, 在此不作赘述。

从(10)式我们可以看出, 除了公司股票错误定价程度和股权再融资决策, 媒体情绪还可以通过大股东认购比例对大股东和中小股东之间的财富转移产生影响。大股东在上市公司的财务状况、经营前景和投资机会等方面具有信息优势, 能够较为准确地把握股票内在价值。当其意识到在乐观媒体情绪的影响下公司股价被高估时, 大股东降低对定向增发股份的认购比例以减少作为新股东损失的财富。而当悲观媒体情绪导致股价被低估时, 大股东提高认购比例以增加在股价回归内在价值过程中获得的收益。在股权再融资过程中, 与公司相关的媒体情绪越乐观, 大股东对定向增发股份的认购比例越小。上市公司大股东根据媒体情绪调整定向增发认购比例, 从而扩大从中小股东获得的财富转移量。

为了检验媒体情绪对大股东认购定向增发股份的影响, 我们对定向增发样本进行如(11)式所示的回归, 其中控制变量的选取参考了郭思永(2013)^[15]、章卫东等(2016)^[26]。定向增发样本中大股东不认购增发股份的样本约占59.66%, 直接以大股东认购比例的绝对数值作为被解释变量进行回归会因分布偏态导致回归估计误差。因此我们以大股东认购(Group)这一虚拟变量为被解释变量建立logit模型, 当大股东认购定向增发股份时Group取值为1, 否则取值为0。

$$\begin{aligned} Group_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 Mood_{i,t-1} + \gamma_2 Growth_{i,t-1} + \gamma_3 BM_{i,t-1} + \gamma_4 Size_{i,t-1} \\ & + \gamma_5 Liquidity_{i,t-1} + \gamma_6 Lev_{i,t-1} + \gamma_7 ROE_{i,t-1} + \gamma_8 Discount_{i,t-1} + \gamma_9 Way_{i,t-1} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (11)$$

回归结果如表6所示, 媒体情绪对大股东认购的影响系数在5%的水平上显著为负, 表明与公司相关的媒体

情绪越悲观大股东越倾向于认购定向增发股份。从我国资本市场的实践来看，定向增发方案通过后上市公司股票价格通常连续上涨，有学者认为大股东实施定向增发并参与认购是为了通过股价短期上涨获取收益(俞静等，2015)^[24]。而本文实证结果表明，大股东认购比例大小反映了其真实动机，大股东可以根据媒体情绪造成的市场时机决定是否在定向增发中认购股份以及认购的股权比例，以扩大自身所获得的财富转移。鉴于此，我们认为获取财富转移也是大股东进行定向增发决策时考虑的重要因素。

2. 媒体情绪与定向增发认购方式

定向增发有现金认购和资产认购之分，我们认为在不同认购方式下上市公司的媒体情绪时机选择和股东间财富转移情况有所不同。与现金认购方式相比，以资产形式进行认购的定向增发往往有着整体上市、资产重组或借壳上市等目的，这类定向增发的大股东认购比例较大(郑云鹰和曹丽梅，2016)^[27]。上市公司在大股东认购比例较大时更倾向于利用媒体情绪较为悲观的市场时机进行定向增发，从而使大股东能够以更低的价格认购新股，增加中小股东向大股东的财富转移。

为了检验认购方式的影响，我们将定向增发样本分为现金认购和资产认购两个子样本，对子样本的媒体情

绪、财富转移量和融资前大股东持股比例与认购比例之差分别进行均值t检验，检验结果如表7所示。

表7中Panel A显示，现金认购和资产认购方式下媒体情绪的均值无显著差异，这与我们的预期不符，可能的原因在于以资产形式进行认购的定向增发往往有着较为复杂的目的，此时获取中小股东的财富转移不一定是大股东首要考虑的问题，上市公司不会特意选择由悲观媒体情绪导致的股价低估窗口进行股权再融资。Panel B显示，现金认购方式下新股东向老股东的财富转移量和融资前大股东持股比例与认购比例之差均显著大于0，说明在此方式下财富从中小股东向大股东转移。而在资产认购方式下，新股东向老股东的财富转移量和融资前大股东持股比例与认购比例之差均与0无显著差异。这一结果与Panel A一致，正是因为资产认购方式下上市公司不一定进行股权再融资择时，所以中小股东和大股东之间财富转移的方向不确定。

结论

本文从市场择时理论出发，基于大股东视角研究媒体情绪对我国上市公司定向增发过程中股东间财富转移的影响。研究结果显示，当大股东持股比例大于认购比例时，公司选择在媒体情绪较为乐观的情况下进行定向增发。而当大股东持股比例小于认购比例时，公司更倾向于利用由悲观媒体情绪造成的市场时机进行定向增发。媒体情绪偏离中性的程度越大，中小股东向大股东转移的财富越多。而且媒体情绪越悲观，大股东认购再融资股份的动机越强烈。本文研究表明，非中性的媒体情绪可以形成上市公司定向增发的市场时机，公司利用媒体情绪进

表 6 媒体情绪与大股东认购回归分析

变量	Group
Mood	-0.0095** (-2.08)
Growth	0.0299 (0.38)
BM	0.9000* (1.77)
Size	0.1575* (1.67)
Liquidity	-0.1444 (-1.63)
Lev	0.0763* (1.70)
ROE	-0.6295 (-1.38)
Discount	-0.5274 (-1.43)
Way	0.4564** (2.29)
Constant	-3.9709** (-2.07)
Pseudo R2	0.0633
Obs.	580

注：括号内为回归系数的Z值，**和*分别表示在5%和10%的水平上显著。

表 7 基于认购方式分组的样本均值 t 检验

Panel A: 基于认购方式分组的媒体情绪独立样本 t 检验			
变量	现金认购	资产认购	差值 (t 值)
Mood	23.4878	23.4259	0.0619 (0.0296)
注：原假设为 Mood 均值无显著差异。			
Panel B: 基于认购方式分组的财富转移量和融资前大股东持股比例与认购比例之差均值 t 检验			
变量	现金认购	资产认购	
%WT	11.9756*** (6.3068)	5.3902 (1.6135)	
a-b	19.7403*** (11.6802)	1.0577 (0.3413)	
Obs.	396	184	

注：原假设为变量均值为0，括号内为t值，***表示在1%的水平上显著。

行的择时融资为大股东谋取财富转移提供了渠道。

我国上市公司大股东与利益关系人往往利用定向增发谋取私利,其中通过折价发行参与认购是比较常见的做法。证监会近期修订的《上市公司非公开发行股票实施细则》将市价发行作为定向增发的监管要点,可以预见在这一要求下大股东利用定向增发折价获利的空间将逐渐缩小,但大股东仍可利用股票错误定价获得财富转移。本文研究表明,在我国资本市场有效程度较低的情况下,公司大股东倾向于利用媒体情绪造成的市场时机

择时进行定向增发以获取中小股东的财富转移。我国上市公司大股东对媒体情绪的利用损害了中小股东的利益,这势必对公司的长期发展造成不利影响。监管部门应当充分认识大股东谋取财富转移的内在动机,防范上市公司利用媒体情绪择时融资的行为,在此基础上完善信息披露机制和股权再融资制度,从而更好地保护中小投资者利益并促进我国资本市场的健康发展。

[基金项目:国家自然科学基金项目“基于控股股东市场择时动机的公司投融资行为研究”(71272230)]

注释

1. 2017年2月17日证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》进行了修订,明确定价基准日只能是非公开发行股票发行期的首日。

2. 为简化模型,此处不考虑定向增发发行价格与发行时市场价格之间的差距。

3. 令 r_t 表示第 t 月考虑现金红利再投资的月个股回报率,则 $RT = \prod_{j=1}^T (1 + r_{t+j}) - 1$ 。

4. 匹配样本的具体筛选标准为:(1)与定向增发样本公司同一行业;(2)在研究年度未进行定向增发;(3)经年初总资产标准化后的经营现金流净额与定向增发样本公司最接近。

参考文献:

- [1] Baker, M., and Wurgler, J. Market Timing and Capital Structure[J]. The Journal of Finance, 2002, 57 (1):1-32.
- [2] Barber, B. M., and Odean, T. All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors[J]. The Review of Financial Studies, 2008, 21(2): 785-818.
- [3] Deng, X. Y., Emir, H., and Seow, E. O. Investor Sentiment and the SEO Pricing Process: Evidence from REITs[J]. Journal of Real Estate Portfolio Management, 2014, 20(2): 85-109.
- [4] Dong, M., Loncarski, I., Horst, J. T., and Veld, C. What Drives Security Issuance Decisions: Market Timing, Pecking Order, or Both?[J]. Financial Management, 2012, 41(3): 637-663.
- [5] Gurun, U. G., and Butler, A. W. Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value[J]. The Journal of Finance, 2012, 67(2): 561-597.
- [6] Henderson, B. J., Jegadeesh, N., and Weisbach, M. S. World Markets for Raising New Capital[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 82(1): 63-101.
- [7] Huberman, G., and Regev, T. Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar[J]. The Journal of Finance, 2001, 56(1): 387-396.
- [8] Larrain, B., and Urzúa, F. Controlling Shareholders and Market Timing in Share Issuance[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3): 661-681.
- [9] Loughran, T., and Ritter, J. R. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings[J]. The Journal of Finance, 1997, 52(5): 1823-1850.
- [10] Nofer, M., and Hinz, O. Using Twitter to Predict the Stock Market: Where is the Mood Effect? [J]. Business and Information Systems Engineering, 2015, 57(4): 229-242.
- [11] Sloan, R. G., and You, H. F. Wealth Transfers via Equity Transactions[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 118(1): 93-112.
- [12] Stein, J. C. Rational Capital Budgeting in an Irrational World[J]. The Journal of Business, 1996, 69(4): 429-455.
- [13] Tetlock, P. C. Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(3): 1139-1168.
- [14] 才国伟, 邵志浩, 徐信忠. 企业和媒体存在合谋行为吗? ——来自中国上市公司媒体报道的间接证据[J]. 管理世界, 2015, (07): 158-169.
- [15] 郭思永. 缘何大股东会认购定向增发股份? [J]. 证券市场导报, 2013, (04): 55-61.
- [16] 黄润鹏, 左文明, 毕凌燕. 基于微博情绪信息的股票市场预测[J]. 管理工程学报, 2015, (01): 47-52.
- [17] 李康, 杨兴君, 杨雄. 配股和增发的相关者利益分析和政策研究[J]. 经济研究, 2003, (03): 79-87.
- [18] 罗琦, 付世俊. 控股股东市场择时行为研究[J]. 中国软科学, 2014, (02): 140-149.
- [19] 南晓莉. 新媒体时代网络投资者意见分歧对IPO溢价影响——基于股票论坛数据挖掘方法[J]. 中国软科学, 2015, (10): 155-165.
- [20] 王克敏, 刘博. 公开增发业绩门槛与盈余管理[J]. 管理世界, 2012, (08): 30-42.
- [21] 王亚平, 杨云红, 毛小元. 上市公司选择股票增发的时间吗? ——中国股权融资之谜的一种解释[J]. 金融研究, 2006, (12): 103-115.
- [22] 徐寿福. 大股东认购与定向增发折价——来自中国市场的证据[J]. 经济管理, 2009, (09): 129-135.
- [23] 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, (07): 141-152.
- [24] 俞静, 徐斌, 王晓亮. 大股东投机行为、市场择机与定向增发公告效应研究[J]. 中南财经政法大学学报, 2015, (05): 126-133.
- [25] 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2009, (05): 78-86.
- [26] 章卫东, 李斯蕾, 黄轩昊. 信息不对称、公司成长性与关联股东参与定向增发——来自中国证券市场的经验证据[J]. 证券市场导报, 2016, (02): 19-27.
- [27] 郑云鹰, 曹丽梅. 机构投资者的定向增发偏好研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2016, (02): 198-208.
- [28] 邹斌, 章卫东, 周冬华, 王珏伟. 定向增发与公开增发新股融资股东财富效应的实证研究[J]. 经济评论, 2011, (06): 81-87.