

媒体寻租、投资者情绪与IPO抑价

孙凤娥

(北京林业大学 经济管理学院,北京 100083)

[摘要]以2009年7月至2017年12月IPO公司为样本,考察媒体寻租和投资者情绪对IPO抑价的影响,研究发现:投资者情绪高涨会促进IPO抑价;媒体寻租会加剧投资者情绪对IPO抑价的促进作用,在投资者对整个资本市场的情绪低落时,媒体寻租的这种加剧作用更大。可能的原因在于:媒体寻租会导致过度自信投资者对自有信息准确性的高估程度加大;媒体寻租会扭曲历史信息,使得存在后视镜偏见的投资者做出更加失当的判断,进而导致新股价值进一步被高估。在利用倾向得分匹配法(PSM)弱化内生性问题以及替换媒体寻租测度指标进行稳健性检验后,所得研究结论依然成立。

[关键词]媒体寻租;媒体报道;投资者情绪;IPO抑价;资本市场;资源配置效率;股价变动

[中图分类号]F832 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2019)04-0072-09

一、引言

首次公开发行(IPO)抑价问题在全世界普遍存在,而中国股市的IPO抑价现象较为严重^[1]。过高的IPO抑价不仅降低了IPO定价效率,而且不利于企业长远发展。所谓IPO抑价,是指新股上市后的交易价格远高于其发行价的现象。然而,与新股异常之高的超额收益率相伴而来的并不是公司较高的业绩,而是公司上市后的业绩变脸,即IPO公司股价严重偏离了其业绩水平,IPO市场存在较高的价格泡沫。如何使新股价格更好地反映其真实的市场价值是资本市场亟待解决的问题,而解决这一问题的核心是要明确IPO抑价的成因。关于IPO抑价产生原因的理论阐释纷繁复杂,包括赢者诅咒假说、投资银行买方垄断假说、股权分散假说、避免法律诉讼假说、从众假说、承销商托市假说、政府管制假说等^[2-3]。以此为基础,近年来也有很多从其他视角来探讨IPO抑价问题的研究。

一类研究是站在投资者理性的角度,从信息不对称视角对IPO抑价问题进行探讨,具体包括:(1)IPO公司的某些行为会加重其与投资者之间的信息不对称程度,进而影响IPO抑价。魏志华等基于信息不对称视角探讨了IPO补税对IPO抑价的影响,发现存在IPO补税的公司其盈余质量较低,存在业绩操纵或激进避税的嫌疑,进而加重了公司与投资者之间的信息不对称程度,迫使IPO公司制定较低的新股发行价格^[4]。Nagata、Boulton等的研究结果也均表明,存在盈余管理和盈余操纵的公司其IPO抑价程度更高,发行公司粉饰报表的行为不但不会提高其股票发行价格,反而会加重信息不对称程度,迫使发行公司必须以更高的差价来弥补投资者面临的风险^[5-6]。(2)在信息不对称的情况下,IPO公司会通过某些途径向投资者释放公司经营情况的信号,影响投资者的股票购买行为,进而影响IPO抑价。Daniel等认为,在信息不对称的情况下,相比其他公司,有顶级风险投资公司参与的IPO公司其抑价率较高,原因在于顶级风险投资公司的参与相当于向市场释放了公司发展良好的信号^[7]。

另一类研究是站在投资者非理性的角度,探讨为何投资者对新股存在过高预期,并将其归因于投资

[收稿日期]2018-10-22

[基金项目]全国统计科学研究重点项目(2018LZ31)

[作者简介]孙凤娥(1988—),女,山东潍坊人,北京林业大学经济管理学院副教授,博士,主要研究方向为财务行为与财务绩效、科技创新管理,邮箱:sunfenge88@126.com。

者情绪。Ritter和Welch以及Ljungqvist等的研究表明,信息不对称假说不能完全解释IPO的高初始回报现象,投资者情绪可能与这一现象有关^[8-9]。Purnanandam和Swaminathan、Derrien也认为,高初始回报可能与非理性投资者情绪有关^[10-11]。Dorn以德国公司为样本研究发现,散户(个人)投资者比机构投资者更容易受到情绪的影响,且是将IPO股票市场价格推高至基本面水平之上的重要原因^[12]。Da等研究发现,投资者关注程度的提高会导致IPO股票的初始收益较高^[13]。Agarwal等以香港股市为样本研究发现,投资者情绪与IPO公司上市后的市场表现有关^[14]。Jiang和Li的研究结果表明,无论是上市前还是上市后,个人投资者情绪均在香港IPO定价中发挥着重要作用^[15]。Chung等考察了个人投资者的上市前情绪和上市后情绪对首次公开发行(IPO)股票收益的影响,结果表明个人投资者的上市前情绪与初始收益显著正相关^[16]。另有研究发现媒体报道会影响投资者情绪,进而影响IPO抑价。张雅慧等研究发现,媒体报道会影响投资者情绪,媒体报道越多的公司,投资者对其股价预期越高,从而导致IPO抑价程度越高^[17]。熊艳等研究发现,媒体对公司的正面报道更能够煽动投资者情绪,进而推高IPO公司股价^[18]。

从已有文献来看,从媒体立场的角度来分析IPO抑价问题的研究罕见。股市是信息流驱动的市场,而投资者与发行人之间存在信息不对称问题,信息的天平向发行人一端倾斜。媒体可以依赖其广泛的信息收集渠道、专业的信息鉴别和处理能力向投资者提供专业财经信息,从而增加投资者一端的信息砝码,降低信息不对称程度,从这一角度来讲,媒体无疑发挥了对上市公司的有效外部监督职能^[19],因媒体报道揭露丑闻而无法上市的公司比比皆是,但这要求媒体必须站在客观公正的立场上。然而,现实中部分媒体已经脱离了其社会守望者的身份,出现了功能异化^[20],媒体的新闻报道权、舆论煽动效应已成为其寻租的手段,轻则收取“车马费”,重则进行“新闻敲诈”,一方面以其掌握的上市公司负面消息甚至捏造的负面新闻要挟拟上市公司,另一方面收受拟上市公司的贿赂,对其大肆吹捧,以换取经济回报。2013年发生的“21世纪传媒新闻敲诈案”便是媒体寻租活动的真实体现。在新媒体时代,媒体寻租成本进一步降低,媒体寻租方式和手段也日新月异。拟上市公司不论是否存在负面新闻,大多都会为了提高上市效率而给予媒体一定的“好处费”,媒体便偏离了其客观公正的立场,大肆鼓吹拟上市公司的业绩和成长性,而对其负面消息则缄口不言,制造信息噪音,煽动投资者情绪,使得原已失衡的信息天平非但没有向投资者倾斜,反而倒向发行人,导致投资者对股票价值判断的准确度进一步下降,由此衍生出的问题是:媒体寻租是否影响IPO抑价?如果有影响,其机理是什么?

本文主要围绕上述问题,选取2009年7月至2017年12月的IPO公司为样本进行实证检验。本文的研究贡献主要在于:(1)在分析投资者情绪对IPO抑价的影响时,加入了媒体寻租因素,可以为揭示IPO抑价问题提供新的视角;(2)可以为媒体寻租影响资产价格提供新的实证证据。

二、理论分析与研究假设

(一)投资者情绪与IPO抑价

投资者情绪是指投资者对股票未来现金流和风险所持有的信念^[21]。投资者的过度自信倾向及后视镜偏见会导致其对新股的过度乐观估计,高估新股价值,并进一步导致IPO抑价,具体影响机理如图1所示。一系列证据表明,投资者是过度自信的。Ritter通过对1970—2010年美国IPO股票与同类上市股票进行比较分析发现,IPO股票第一年的加权回报率为-4.8%,第二年为-8.1%,前五年为-3.3%,在计入账面市值比的情况下,IPO股票的表现分别落后于同类上市股票1.4%、5.6%和1.8%^[22]。投资者的过度自信还体现在认为自己善于识别资本市场走势和挑选股票,但实际上投资者没有能力去判断股价走势并做出低买高卖的投资决策^[23-24]。过度自信一方面会导致投资者高估自身的投资水平,认为自己对公开信息有更好的理解^[25],对股票价格走势的判断能力要高于平均水平;另一方面会让投资者高估自有信息的重要性和准确度,缺乏对信息的进一步甄别和理性思考。以上均会导致过度自信投资者对IPO股票产生盲目乐观情绪,对IPO股票的估

值远高于其实际水平,这些对 IPO 股票未来走势最为看好的投资者将成为 IPO 股票的主要买者,尤其是对于发行规模较小的上市公司而言更是如此。因此,IPO 股票的价格主要由过度自信投资者决定,由此引起 IPO 公司上市首日股价的大幅上升。

投资者对新股的过高估值还源于其后视镜偏见。当面对复杂问题时,受时间和精力所限,人们并不会严格地搜集所有相关信息

并进行理性的分析和判断,而是会寻求更简便的解决方案,如依靠过去的信息或经验来进行决策。Shiller、Case 和 Shiller 研究发现,在股票和房地产市场中,投资者往往利用历史价格信息进行趋势分析,并据此对未来价格走势进行估计^[26-27]。在 IPO 市场上历来有“新股不败”的说法,投资者在对当前 IPO 股票进行估值时,也会参考以往 IPO 股票的历史收益信息,IPO 市场历来的火爆局面、超高的 IPO 抑价水平、丰厚的“炒新”回报无不深刻影响着投资者对当前 IPO 股票价值的判断,并由此产生盲目乐观情绪。

由此可见,过度自信及后视镜偏见会造成投资者对 IPO 股票未来走势的盲目乐观,从而提高投资者对 IPO 股票价格的心理预期。这一预期价格可能远高于发行价,进而导致市场对 IPO 股票需求量大增,IPO 股票一上市便面临严重的供不应求的局面,从而急剧推高股价,造成 IPO 抑价现象。据此,本文提出假设 1。

H1:投资者情绪高涨会促进 IPO 抑价。

(二)媒体寻租、投资者情绪与 IPO 抑价

媒体寻租是权力寻租的一种方式,指作为实际掌握社会公共资源的某些媒体人通过公共权力的行使,实现媒(权)钱交易,换取自己的经济利益或其他好处。当存在媒体寻租时,投资者情绪对 IPO 抑价的影响将更大,具体传导路径如图 1 所示。(1)媒体寻租会导致过度自信投资者进一步高估其所掌握的信息的重要性和准确度。一方面,媒体寻租会导致与 IPO 公司相关的信息泛滥,从而使得过度自信投资者认为自己掌握了足够的决策所需信息。当一个热门公司筹备上市时,媒体均会聚焦于这一事件,为了追求“轰动效应”,关于该公司的铺天盖地的报道便会随之而来。同样地,IPO 公司也会为了增强自身影响力主动报道 IPO 新闻,发行商也会将其当作“事件”进行包装,利用媒体大肆宣传即将上市的股票。本来投资者情绪就比较高涨,加之媒体在旁煽风点火,从而使得投资者进一步加深了对该 IPO 股票的印象。另一方面,媒体寻租会导致投资者所获取的信息不真实、不全面,加大过度自信投资者对信息准确度的高估程度。倘若媒体站在客观公正的立场上对公司进行真实、准确的报道,不夸大、不渲染、不哗众取宠,则确实能降低信息不对称程度,发挥媒体的治理效应^[28]。然而,事物总有两面性,在缺乏道德约束和法律监管的情况下,部分媒体已由社会公器变为某些媒体人寻租腐败的私器。IPO 预披露制度实施以来,很多拟上市公司为避免马失前蹄和提高上市效率,不得不在主流媒体上大量投放广告,因为只有如此才有可能免遭财经媒体的质疑,付费不刊登对其不利的新闻,这是“有偿不闻”,此外还有有偿新闻、公关软文、新闻敲诈等各种媒体寻租手段。通过媒体寻租,在筹备上市期间,公司的正面报道会增加,负面报道会减少^[29],由此导致投资者信息失灵。在信息准确度不断降低的情况下,过度自信投资者对信息准确性的高估程度将进一步加大,并提升其对 IPO 公司股价的高估水平。(2)媒体寻租会导致其夸大过去 IPO 股票的获利信息,使得存在后视镜偏见的投资者高估当前 IPO 股票的价值。IPO 公司面临上市时,媒体会大肆宣传过去 IPO 公司上市首日的暴涨信息,而对过去“破发”的消息避而不谈,存在后视镜偏见的投资者只能获取“新

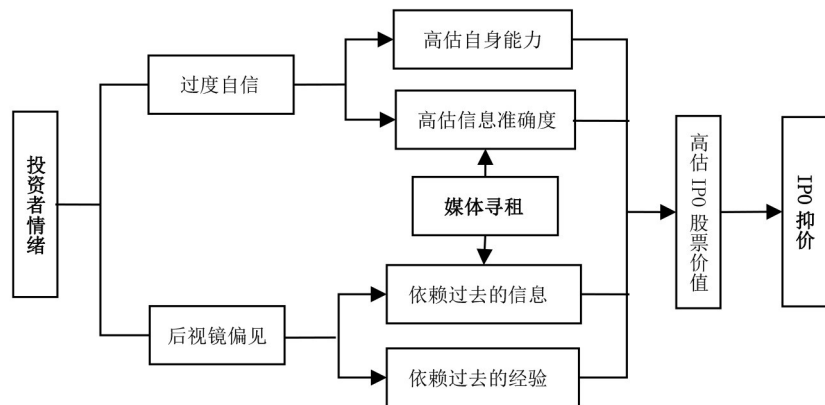


图 1 媒体寻租、投资者情绪对 IPO 抑价的影响机理

股不败”的信息,认为所有IPO股票上市日均会“暴涨”,并将这一趋势用于对当前IPO股票的价值判断,从而导致对IPO股票价值的进一步高估。根据上述分析,本文提出研究假设2。

H2:媒体寻租会加剧投资者情绪对IPO抑价的促进作用。

三、研究设计

(一)变量选择

1.被解释变量:IPO抑价($Uprice$)。由于本文选择的样本期经历了2014年1月IPO首日“涨幅限制”的政策调整,政策规定新股上市首日价格不得高于发行价格的144%且不得低于发行价格的64%,这一规定导致2014年1月后上市的公司IPO当日股价受到抑制,上市首日股票需求远得不到满足,无法实现市场出清,进而导致后续几日、十几日甚至几十日连续涨停,也就是说股价并非一步到位上涨到供求平衡点,而是经历了多个涨停日,但在无“涨幅限制”的情况下,IPO当天就可以实现市场出清,股价一步到位上涨到股票供求平衡水平。因此,本文在测度IPO抑价时,借鉴张卫东等的研究,以“涨幅限制”政策实行时间2014年1月为分界点,分别测算2014年1月前后两个阶段的IPO抑价水平^[30],计算方法为:IPO时间介于2009年7月至2012年11月期间(2012年11月至2014年1月暂停IPO)时, $Uprice=(上市首日收盘价-发行价)/发行价\times 100\%$;IPO时间介于2014年1月至2017年12月期间时, $Uprice=(上市后第一个非涨停日收盘价-发行价)/发行价\times 100\%$ 。

2.解释变量:投资者情绪。对投资者情绪的度量主要有直接法和间接法两种。直接法主要通过市场调查了解投资者对市场走势的预期,以反映投资者的乐观或悲观情绪。间接法主要利用市场上的客观数据或文本资料测度投资者情绪,比较普遍的做法是直接利用某一经济指标代表投资者情绪,如市场换手率、封闭式基金折价率、IPO发行数量等,或者利用几种经济指标合成投资者情绪指数。参考韩立岩和伍燕然、张雅慧等的做法^[3,17],本文采用市场换手率($turnover$)来衡量投资者情绪。

3.调节变量:媒体寻租($rentif$)。参考李明和赵梅的做法,本文以公司在上市过程中是否支付了超额承销费来度量媒体寻租,如果存在超额承销费,则 $rentif=1$,否则 $rentif=0$ ^[31]。一方面,现实中,券商为帮助IPO公司洗白,产生了巨额的灰色“公关费”;另一方面,与其他发行费用相比,承销费的可调节空间更大、走账更便捷,因此很多公司将“公关费”计入承销费,使得承销费异常高企。为测度IPO公司是否存在超额承销费,首先需根据IPO公司质量、发行特征构建公司正常承销费($\ln Uwfee$)的预测模型,模型回归残差项为正值则表明公司存在超额承销费。正常承销费预测模型如下:

$$\ln Uwfee = a_0 + a_1 price + a_2 \ln size + a_3 repu + a_4 lev + a_5 roe + a_6 \ln ass + a_7 arturn + a_8 inturn + a_9 year + a_{10} ind + u_i \quad (1)$$

本文认为,IPO承销费主要取决于公司质量和IPO特征。一般来讲,公司质量越高,IPO所需承销费越低,公司质量主要包括公司规模、资本结构、盈利能力、周转能力等,具体选取的指标为总资产自然对数($\ln ass$)、资产负债率(lev)、净资产收益率(roe)、应收账款周转率($arturn$)、存货周转率($inturn$)等;IPO特征方面,发行规模($\ln size$)越大和承销商声誉($repu$)越高,承销商的讨价还价能力越强,承销费越高,而且发行价($price$)与承销费之间呈正相关关系。此外,本文控制了行业(ind)和年度($year$)两个哑变量。

4.控制变量:本文主要从公司层面、IPO特征层面、市场情况三个方面来控制影响IPO抑价的其他因素。公司层面,本文主要考虑公司规模、资本结构、盈利能力、周转能力的影响,选取的代理变量与前文相同;IPO特征层面,本文主要选择是否新规发布后上市($newif$)、承销商声誉($repu$)、发行规模($\ln size$)、中签率(dor)和发行费率(fee)四个变量;市场情况层面,本文控制了上市首日的市场回报率($retm$)。

(二)样本选取与数据来源

本文选取我国沪深交易所2009年7月至2017年12月所有IPO公司为研究对象,同时剔除金融类以

及数据缺失或存在异常值的公司,最终得到的总样本量为1222个。本文所需数据来源于Wind资讯数据库,其中2014年1月至2017年12月间的IPO抑价率、换手率以及媒体寻租数据通过手工整理计算得到。

(三)模型设定

为考察投资者情绪对IPO抑价的影响,即检验H1,本文设定模型2:

$$Uprice = b_0 + b_1 turnover + b_2 lnass + b_3 lev + b_4 roe + b_5 arturn + b_6 inturn + b_7 newif + b_8 repu + b_9 lnsize + b_{10} dor + b_{11} fee + b_{12} retm + b_{13} year + b_{14} ind + u_i \quad (2)$$

如果投资者情绪(*turnover*)的回归系数显著为正,表明投资者情绪对IPO抑价具有显著的促进作用。为考察媒体寻租对投资者情绪促进IPO抑价的调节效应,本文设定模型3:

$$Uprice = b_0 + b_1 turnover + b_2 rentift + b_3 rentif + b_4 lnass + b_5 lev + b_6 roe + b_7 arturn + b_8 inturn + b_9 newif + b_{10} repu + b_{11} lnsize + b_{12} dor + b_{13} fee + b_{14} retm + b_{15} year + b_{16} ind + u_i \quad (3)$$

其中,*rentift*表示媒体寻租(*rentif*)与投资者情绪(*turnover*)的交叉相乘项,如果*turnover*的回归系数 b_1 与*rentift*的回归系数 b_2 均显著为正,则表明媒体寻租加剧了投资者情绪对IPO抑价的促进作用;如果 b_1 显著为正,而 b_2 显著为负,表明媒体寻租削弱了投资者情绪对IPO抑价的促进作用;如果 b_1 显著为正,而 b_2 不显著,则表明媒体寻租并未在其中发挥调节效应。

四、实证结果及分析

(一)描述性统计与相关性分析

表1为变量的描述性统计结果。IPO抑价(*Uprice*)的平均值为1.2006,标准差为2.5682,说明相比发行价,IPO公司上市首日或第一个非涨停日的股价平均增长了1倍多,且不同企业的IPO抑价程度差别较大。媒体寻租(*rentif*)的平均值为0.4943,表明约有一半的IPO公司存在媒体寻租行为。是否新规发布后上市(*newif*)的平均值为0.5098,表明新规发布前后上市的样本公司大约各占一半。

表1 描述性统计结果

指标	<i>Uprice</i>	<i>turnover</i>	<i>rentif</i>	<i>newif</i>	<i>lev</i>	<i>roe</i>	<i>lnass</i>	<i>arturn</i>	<i>inturn</i>	<i>repu</i>	<i>lnsize</i>	<i>dor</i>	<i>fee</i>
平均值	1.2006	35.7350	0.4943	0.5098	0.2489	0.0969	21.0697	55.6384	43.5814	0.4386	8.0946	0.7217	0.0935
标准差	2.5682	38.6533	0.5002	0.5001	0.1582	0.0403	0.8461	1244.3860	665.9293	0.4964	0.7194	1.3673	0.0443
最大值	21.0233	95.9195	1.0000	1.0000	0.9652	0.4035	26.7963	43387.1100	21735.3600	1.0000	13.9978	19.1662	0.2963
最小值	-0.3904	0.0079	0.0000	0.0000	0.0126	-0.1053	19.4909	0.5624	0.1402	0.0000	6.8024	0.0116	0.0147
中位数	0.8645	0.2990	0.0000	1.0000	0.2192	0.0893	20.8955	4.3791	3.4832	0.0000	7.9325	0.4135	0.0840

表2为主要变量的相关性分析结果。除了是否新规发布后上市(*newif*)与市场换手率(*turnover*)之间、发行规模(*lnsize*)与公司规模(*lnass*)之间的相关系数绝对值高于0.5外,其他变量间的相关系数均较小,说明回归模型不存在严重的多重共线性问题。

表2 相关性分析结果

变量	<i>Uprice</i>	<i>turnover</i>	<i>rentif</i>	<i>newif</i>	<i>lev</i>	<i>roe</i>	<i>lnass</i>	<i>arturn</i>	<i>inturn</i>	<i>repu</i>	<i>lnsize</i>	<i>dor</i>	<i>fee</i>
<i>Uprice</i>	1												
<i>turnover</i>	-0.5833	1											
<i>rentif</i>	-0.0808	0.0191	1										
<i>newif</i>	0.7493	-0.8659	-0.0063	1									
<i>lev</i>	0.1788	-0.1598	-0.0036	0.226	1								
<i>roe</i>	0.1676	-0.2441	0.0619	0.3056	0.1049	1							
<i>lnass</i>	-0.1958	0.0091	0.0576	-0.0118	0.4356	0.1558	1						
<i>arturn</i>	-0.0876	0.1121	0.0213	-0.0884	-0.0197	0.1707	0.2604	1					
<i>inturn</i>	0.0149	0.0043	0.0162	0.0162	0.081	0.0598	0.0769	0.2152	1				
<i>repu</i>	-0.0575	-0.0001	0.0497	0.009	-0.0007	0.06	0.1904	0.0243	0.0049	1			
<i>lnsize</i>	-0.0348	-0.0823	-0.0009	0.0663	0.3158	0.0671	0.7354	0.2406	0.1037	0.1706	1		
<i>dor</i>	-0.4862	0.705	0.0339	-0.7361	-0.1438	-0.1861	0.2187	0.1295	-0.0163	0.0368	0.1343	1	
<i>fee</i>	0.4487	-0.4754	0.2315	0.4578	0.0778	0.0576	-0.3678	-0.2334	-0.0358	-0.1102	-0.3637	-0.5277	1

(二)初步回归结果

表3为模型1和模型2的初步回归结果,列(1)至列(3)为模型1的回归结果,列(4)至列(6)为模型2的回归结果。从列(1)全样本回归结果来看,投资者情绪(*turnover*)的回归系数显著为正,表明投资者情绪的高涨显著提升了IPO抑价水平;列(2)和列(3)的回归结果表明,无论公司是否存在媒体寻租行为,投资者情绪对IPO抑价都具有显著的正向影响,H1得到初步支持。由列(4)回归结果可知,媒体寻租与投资者情绪交叉相乘项(*rentift*)的回归系数显著为正,表明媒体寻租进一步加剧了投资者情绪对IPO抑价的促进作用,这一结果支持了H2。我们进一步按换手率将样本划分为投资者情绪高昂(高换手率)组与投资者情绪低落(低换手率)组,回归结果分别见列(5)和列(6),媒体寻租与投资者情绪交叉相乘项(*rentift*)的回归系数仅在情绪低落组显著为正,而在情绪高昂组则不显著,说明只有在投资者情绪低落时,媒体寻租的调节作用才能显著发挥出来。也就是说,在投资者情绪高昂时,新股需求量大增,无论媒体对IPO公司的正面或负面报道有多少,所有

IPO公司的股票都会遭到哄抢,IPO抑价水平普遍较高,此时媒体寻租的效果微弱;而在投资者情绪低落时,新股需求量相对较少,此时媒体报道会左右投资者的选择,存在媒体寻租的公司因其有更多的正面报道,所以投资者更乐于追捧,进而使得这些公司的IPO抑价水平更高,此时媒体寻租效果明显。从控制变量的回归结果来看,2014年1月起实行的IPO新规(*newif*)对IPO抑价具有显著的促进作用,这与张卫东等的研究结论^[30]相一致;发行费占募集资金的比例(*fee*)对IPO抑价具有显著的正向影响,说明公司对IPO重视程度越高、上市筹备得越完善,投资者认可度就越高,IPO抑价水平也就越高。

(三)内生性处理

媒体寻租、投资者情绪与IPO抑价之间可能会存在内生性问题。一方面,三者之间存在互为因果的内生性关系,媒体寻租、投资者情绪会影响IPO抑价,反过来,IPO抑价也会影响媒体寻租和投资者情绪,如IPO抑价水平的提高会刺激投资者情绪高涨;IPO抑价水平高往往与企业良好的业绩水平相关联,业绩较好的企业更重视自身声誉,且更有能力进行媒体寻租活动。另一方面,遗漏变量、可能的测量误差也会导致内生性问题。本文通过倾向得分匹配法(PSM)来弱化模型存在的内生性问题。第一步,按照公司是否存在媒体寻租,本文将样本公司划分为两组,以构造匹配样本,将存在媒体寻租的样本定义为实验组,并从无媒体寻租的样本中寻找控制组;第二步,计算公司进行媒体寻租的倾向得分,具体为利用logit模型估计样本企业媒体寻租的概率,并将回归预测值作为倾向得分,其中被解释变量为是否存在媒体寻租(*rentif*),解释变量为负债水平、盈利能力、企业规模、应收账款周转率、存货周转率、承销商声誉、发行规模、中签率、发行费占比、是否执行新规,并控制了年份、行业;第三步,采用一对一最近邻匹配方法对样本

表3 初步回归结果

	全样本 OLS(1)	无媒体寻租 OLS(2)	有媒体寻租 OLS(3)	全样本 OLS(4)	情绪低落 OLS(5)	情绪高昂 OLS(6)
<i>turnover</i>	0.0116*** (10.57)	0.01194*** (8.30)	0.0113*** (9.99)	0.0111*** (13.59)	0.0088*** (7.85)	0.0166*** (8.68)
<i>rentift</i>				0.0008* (1.76)	0.0022** (2.13)	0.0000 (0.05)
<i>rentif</i>				-0.1486*** (-5.27)	-0.1621 (-6.62)	-0.1299* (-1.94)
<i>newif</i>	0.8669* (1.67)	1.6122*** (17.75)	0.1163** (2.47)	0.8264*** (3.45)	1.3088*** (16.04)	0.1171 (0.95)
<i>lev</i>	0.1862** (1.94)	-0.0399 (-0.23)	0.1959 (1.59)	0.0765 (0.89)	0.1136 (0.99)	-0.006 (-0.04)
<i>roe</i>	-0.0723 (-0.33)	0.1381 (0.4)	0.1047 (0.37)	0.0051 (0.02)	0.0927 (0.32)	-0.2075 (-0.56)
<i>lnass</i>	-0.0533 (-0.96)	0.0555 (0.57)	-0.0917* (-1.89)	-0.002 (-0.08)	-0.0653* (-1.65)	0.0781 (0.69)
<i>arturn</i>	0.0001*** (2.86)	0.0002 (1.29)	0.0000*** (2.87)	0.0000* (1.97)	0.0000 (1.15)	0.0001** (2.18)
<i>inturn</i>	0.0000 (1.19)	-0.0000 (-1.44)	0.0000*** (3.49)	0.0000 (0.38)	0.0000 (0.79)	-0.0000 (-0.04)
<i>repu</i>	-0.0271 (-1.25)	-0.0251 (-0.80)	-0.020 (-0.70)	-0.0218 (-1.11)	-0.0313 (-1.12)	-0.0032 (-0.09)
<i>lnsize</i>	0.0480 (1.31)	0.0036 (0.06)	0.0639* (1.83)	0.0259 (1.09)	0.0506 (1.43)	0.0003 (0.01)
<i>dor</i>	-0.0181 (-1.6)	-0.0168 (-0.93)	-0.0141 (-1.36)	-0.0180* (-1.91)	0.0064 (0.81)	-0.0545*** (-2.97)
<i>fee</i>	1.9132** (2.36)	4.3463** (2.18)	1.458*** (4.17)	2.8734*** (7.55)	2.1003*** (6.16)	3.5738* (1.86)
N	1222	618	604	1222	613	609
R ²	0.6634	0.6809	0.6861	0.6656	0.7155	0.6716

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平下显著;由于*retm*与其他变量之间存在严重的多重共线性问题,因此该变量在回归中被删除。下同。

进行匹配,匹配后样本共包含724个样本值。随后,本文利用匹配后样本对模型2再次进行估计,表4中列(1)和列(2)为估计结果。由列(1)回归结果可知,媒体寻租与投资者情绪的交互项(*rentift*)以及投资者情绪(*turnover*)的回归系数仍显著为正,表明内生性问题弱化后,H1、H2仍然成立。考虑到样本数据可能存在异方差问题,本文对模型1的回归结果进行BP检验,检验结果($\chi^2(1)=30.9, Prob>\chi^2=0$)表明确实存在异方差问题,因此本文进一步利用广义最小二乘法对模型2进行重新估计,结果见表4中列(2),媒体寻租与投资者情绪的交互项(*rentift*)以及投资者情绪(*turnover*)的回归结果依然显著为正,与前文结论一致。

(四)稳健性检验

为了验证研究结论的稳健性,本文以媒体寻租具体金额(*rent*)代替是否存在媒体寻租(*rentift*)对模型2进行再回归,结果如表4中列(3)至列(6)所示。由回归结果可知,无论是采用最小二乘法还是广义最小二乘法,媒体寻租与投资者情绪的交叉项(*return*)、投资者情绪(*turnover*)的回归系数均显著为正,表明本文所得研究结论具有一定的稳健性。

(五)进一步分析

为进一步分析在IPO抑价处于不同水平时,投资者情绪以及媒体寻租对IPO抑价的影响是否有所差别,本文对模型1和模型2分别进行分位数回归,结果如表5所示。由表5中列(1)至列(4)回归结果可知,在20、40、60、80分位点上,投资者情绪的回归系数分别为0.0059、0.0074、0.0092、0.0118,且显著性水平逐渐提高,说明随着IPO抑价水平的提高,投资者情绪对IPO抑价的影响越来越大、越来越显著,且伴随而来的是其他因素(如是否执行新规等)的回归结果由显著变为不显著,这意味着市场上存在的IPO抑价水平超高的情况主要是由投资者情绪高涨引发的,而并非企业价值被严重低估的结果。由列(5)至列(8)回归结果可知,在20、40分位点上,媒体寻租与投资者情绪交互项(*rentift*)的系数显著为正,但系数有所下降(由0.0020降为0.0012),而在60、80分位点上,媒体寻租与投资者情绪交互项(*rentift*)的系数变得不显著,这表明随着投资者情绪的影响越来越大,媒体寻租通过影响投资者情绪进而对IPO抑价产生的影响却越来越小,投资者情绪的普遍高涨会掩盖媒体寻租的效果,也就是说,在投资者情绪较为低落时,媒体寻租的作用会更加突出。

表4 内生性及稳健性检验结果

	匹配样本 OLS(1)	匹配样本 GLS(2)	全样本 OLS(3)	全样本 GLS(4)	匹配样本 OLS(5)	匹配样本 GLS(6)
<i>turnover</i>	0.0086*** (7.8)	0.0121*** (7.43)	0.0111*** (13.81)	0.0067*** (8.95)	0.0095*** (9.96)	0.0127*** (9.59)
<i>rentift</i>	0.0021*** (2.69)	0.0037*** (3.36)				
<i>rentif</i>	-0.1330*** (-3.14)	-0.1657** (-2.25)				
<i>return</i>			0.0030** (2.04)	0.0028* (1.83)	0.0035** (2.10)	0.0053** (2.56)
<i>rent</i>			-0.4542*** (-5.32)	-0.2898 (-3.17)	-0.3271 (-3.51)	-0.4799*** (-3.85)
<i>newif</i>	0.1019 (0.33)	1.4759*** (9.99)	0.8183*** (3.41)	0.7167*** (8.56)	0.0861 (0.28)	1.3022*** (8.97)
<i>lev</i>	0.1819* (1.72)	0.0609 (0.39)	0.0502 (0.57)	0.3524*** (3.56)	0.1086 (0.99)	-0.0930 (-0.60)
<i>roe</i>	0.0976 (0.31)	-0.4215 (-0.89)	-0.0566 (-0.22)	-0.0230 (-0.08)	0.0094 (0.03)	-0.3417 (-0.79)
<i>lnass</i>	-0.082** (-2.15)	-0.0114 (-0.20)	0.0038 (0.13)	-0.2471*** (-6.01)	-0.0513 (-1.27)	0.0471 (0.88)
<i>arturn</i>	0.0001* (1.79)	0.0001*** (2.61)	0.0000* (1.9)	0.0000 (0.86)	0.0001* (1.77)	0.0001 (2.40)
<i>inturn</i>	0.0000 (0.60)	0.0000 (1.06)	0.0000 (0.33)	-0.000 (-0.22)	0.0000 (0.58)	0.0000 (0.78)
<i>repu</i>	-0.0078 (-0.33)	-0.0061 (-0.19)	-0.0285 (-1.45)	-0.0121 (-0.59)	-0.0122 (-0.52)	-0.0079 (-0.25)
<i>lnsize</i>	0.060** (1.98)	0.0224 (0.54)	0.0353 (1.49)	0.1549*** (5.46)	0.0587* (1.94)	0.0202 (0.53)
<i>dor</i>	-0.0095 (-0.93)	-0.0249 (-1.31)	-0.0212** (-2.24)	-0.0127 (-1.39)	-0.0124 (-1.20)	-0.0245 (-1.47)
<i>fee</i>	1.6737*** (3.52)	2.5378*** (2.88)	2.9139*** (7.55)	1.2699** (2.03)	2.1215*** (4.15)	3.4605*** (3.80)
N	724	724	1222	1222	724	724
R ²	0.7013	0.4833	0.6722	0.5878	0.7021	0.5032

五、结论性评述

本文以2009年7月至2017年12月的IPO公司为样本,通过实证研究发现,媒体寻租会增大股市信息

噪音及扭曲程度,加剧投资者情绪对IPO抑价的促进作用;在投资者情绪低落时,媒体寻租的这种加剧作用会更大。因此,一方面,要构建媒体寻租行为的识别、惩戒机制,加强对主流媒体的外部审计与监督,加大传媒反腐力度,严厉打击企业对媒体的利益输送行为,加强对媒体的治理;另一方面,要提高投资者对新闻的鉴别能力,改变投资者的“媒体崇拜”态度,对拟上市公司相关新闻不盲信、不盲从,在利用媒体消息辅助投资决策时,要对信息来源和信息内容加以理性分析、判断和求证,以降低媒体寻租的负面影响。

媒体寻租问题在很多

表5 进一步分析结果

	q20(1)	q40(2)	q60(3)	q80(4)	q20(5)	q40(6)	q60(7)	q80(8)
<i>turnover</i>	0.0059*** (9.65)	0.0074*** (14.84)	0.0092*** (10.43)	0.0118*** (15.71)	0.0047*** (9.90)	0.0068*** (10.20)	0.0097*** (13.24)	0.0121*** (20.64)
<i>rentift</i>					0.0020*** (4.21)	0.0012*** (4.12)	-0.0004 (-0.93)	-0.0009 (-1.49)
<i>rentif</i>					-0.1792*** (-5.95)	-0.1218 (-4.86)	-0.0237 (-0.99)	-0.0006 (-1.21)
<i>newif</i>	1.1008** (2.02)	1.4300** (2.31)	0.4184 (0.60)	0.4622 (0.63)	1.0908** (2.15)	1.4237** (1.97)	0.3800 (0.55)	0.4611 (0.61)
<i>lev</i>	0.3839*** (3.22)	0.3253*** (4.62)	0.0793 (1.07)	0.0031** (1.99)	0.2336*** (2.82)	0.2158*** (2.67)	0.0679 (1.21)	0.0015 (0.90)
<i>roe</i>	0.5099 (1.64)	0.5195*** (2.92)	0.0515 (0.77)	0.0008 (0.55)	0.6235 (1.49)	0.5097* (1.85)	0.1221 (0.93)	0.0017 (0.56)
<i>lnmass</i>	-0.1993*** (-3.36)	-0.1537*** (-4.90)	-0.0315 (-0.94)	-0.0007 (-1.23)	-0.1521*** (-3.63)	-0.0965*** (-2.75)	-0.0279 (-1.22)	-0.0002 (-0.27)
<i>arturn</i>	0.0000 (0.01)	0.0000 (0.12)	0.0000 (0.33)	0.0000 (1.34)	0.0000 (0.03)	0.0000 (0.09)	0.0000 (0.35)	0.0000 (1.15)
<i>inturn</i>	0.0000 (0.40)	0.0000 (0.16)	-0.0000 (-0.02)	-0.0000 (-0.83)	0.0000 (0.38)	0.0000 (0.23)	0.0000 (0.04)	-0.0000 (-0.62)
<i>repu</i>	-0.0158 (-1.02)	-0.0077 (-0.61)	-0.0043 (-0.41)	-0.0005 (-1.41)	-0.0077 (-0.38)	-0.0015 (-0.14)	-0.0070 (-0.78)	-0.0006 (-1.58)
<i>lnsize</i>	0.1075*** (3.19)	0.0886*** (4.80)	0.0149 (0.67)	0.0014* (1.74)	0.0962*** (3.42)	0.0557** (2.38)	0.0161 (1.12)	0.0011* (1.88)
<i>dor</i>	0.0111 (1.38)	-0.0060 (-0.74)	-0.0225* (-1.79)	-0.0299 (-1.55)	0.0108* (1.87)	-0.0062 (-0.73)	-0.0253*** (-2.73)	-0.0255 (-1.52)
<i>fee</i>	0.8740* (1.87)	0.5030* (1.71)	-0.0022 (-0.03)	0.0065* (1.70)	1.7402*** (3.81)	1.3417*** (3.06)	0.2441 (0.77)	0.0121 (1.16)
R ²	0.5922	0.6160	0.5870	0.4301	0.6058	0.6233	0.5884	0.4322

领域普遍存在,要研究媒体寻租所造成的影响,必须探寻有效的方法和手段来对其加以衡量,然而,本文并未发现合理的衡量媒体寻租的方法和指标,因此只能退而求其次,以IPO是否存在超额承销费作为媒体寻租的代理变量,该指标存在一定的局限性,即超额承销费中可能既包括IPO公司向媒体支付的“封口费”“正面宣传费”,又包括其他方面的公关费用,也就是说该指标存在一定的噪音。另外,采用该指标作为媒体寻租的代理变量只能用于研究媒体寻租对IPO事件的影响,无法据此探求媒体寻租对其他领域的影响。因此,在以后的研究中可考虑采用其他方法来衡量媒体寻租,以期更好地开展对媒体寻租问题的探讨。

参考文献:

- [1] Tian L. Regulatory underpricing: Determinants of Chinese extreme IPO returns [J]. *Journal of Empirical Finance*, 2011, 18(1):78-90.
- [2] Ritter J R, Welch I. A review of IPO activity, pricing, and allocations [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(4):1795-1828.
- [3] 韩立岩,伍燕然. 投资者情绪与IPOs之谜——抑价或者溢价 [J]. *管理世界*, 2007(3):51-61.
- [4] 魏志华,曾爱民,吴育辉,等. IPO补税影响IPO抑价吗?——基于信息不对称理论视角 [J]. *金融研究*, 2018(1):191-206.
- [5] Nagata K. Does earnings management lead to favorable IPO price formation or further underpricing? Evidence from Japan [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2013, 23(4):301-313.
- [6] Boulton T J, Smart S B, Zutter C J. Earnings quality and international IPO underpricing [J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(2):483-505.
- [7] Daniel B, Incheol K, Laurie K. Top VC IPO underpricing [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 31(2):186-202.
- [8] Ritter J R, Welch I. A review of IPO activity, pricing, and allocations [J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(4):1795-1828.
- [9] Ljungqvist A P, Nanda V, Singh R. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing [J]. *Journal of Business*, 2006, 79(4):1667-1702.
- [10] Purnanandam A K, Swaminathan B. Are IPOs really underpriced? [J]. *Review of Financial Studies*, 2004, 17(3):811-848.
- [11] Derrien F. IPO pricing in “hot” market conditions: Who leaves money on the table? [J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(1):487-521.

- [12] Dorn D. Does sentiment drive the retail demand for IPOs? [R]. Working Paper, 2003.
- [13] Da Z, Engelberg J, Gao P. In search of attention[J]. Journal of Finance, 2011, 66(5):1461-1499.
- [14] Agarwal S, Liu C, Rhee S G. Investor demand for IPOs and aftermarket performance: Evidence from the Hong Kong stock market [J]. International Financial Markets, Institutions and Money, 2008, 18 (2):176 - 190.
- [15] Jiang L, Li G. Investor sentiment and IPO pricing during pre-market and aftermarket periods: Evidence from Hong Kong[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2013, 23 (2): 65 - 82.
- [16] Chung C Y, Kim J, Park J. Individual investor sentiment and IPO stock returns: Evidence from the Korean stock market[J]. Asia-pacific Journal of Financial Studies, 2017, 46(6): 1 -27.
- [17] 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):42 -48.
- [18] 熊艳, 李常青, 魏志华. 媒体“轰动效应”: 传导机制、经济后果与声誉惩戒——基于“霸王事件”的案例研究[J]. 管理世界, 2011 (10):125 -140.
- [19] 金智, 赖黎. 媒体在银行风险治理中的角色: 中国的逻辑[J]. 金融研究, 2014(10):102 -115.
- [20] 方军雄. 信息公开、治理环境与媒体异化——基于 IPO 有偿沉默的初步发现[J]. 管理世界, 2014(11):95 -104.
- [21] Baker M, Wurgler J. Investor sentiment in the stock market[J]. Journal of Economic Perspectives, 2007, 21(2):129 -151.
- [22] Ritter J R. Returns on IPOs during the five years after issuing, for IPOs from 1970—2010[R]. Working Paper, 2012.
- [23] Clare A, Thomas S. The Overreaction hypothesis and the UK stock market[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2010, 22(7):961 -973.
- [24] Friesen G C, Sapp T R A. Mutual fund flows and investor returns: An empirical examination of fund investor timing ability[J]. Journal of Banking & Finance, 2007, 31(9):2796 -2816.
- [25] Glaser M, Weber M. Overconfidence and trading volume[J]. Geneva Risk & Insurance Review, 2007, 32(1):1 -36.
- [26] Shiller J Y C R J. The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors[J]. Review of Financial Studies, 1988, 1(3):195 -228.
- [27] Case K E, Shiller R J. The behavior of home buyers in boom and post-boom markets[J]. Social Science Electronic Publishing, 1988, 12(10):1 -23.
- [28] Dyck A, Volchkova N, Zingales L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia[J]. Journal of Finance, 2008, 63 (3):1093 -1135.
- [29] 赵梅, 吴艳玲, 姚颐. 新闻媒体在 IPO 市场中发挥了监督作用吗?——基于经济人寻租的视角[J]. 经济评论, 2017(5):91 -106.
- [30] 张卫东, 苏鑫, 陈辉, 等. 涨幅限制影响 IPO 抑价了吗?[J]. 管理评论, 2018(1):36 -45.
- [31] 李明, 赵梅. 投资者保护、寻租与 IPO 资源配置效率[J]. 经济科学, 2014 (5):47 -61.

[责任编辑:王丽爱]

Media Rent-seeking, Investor Sentiment and IPO Underpricing

SUN Feng'e

(School of Economics & Management, Beijing Forestry University, Beijing 100083, China)

Abstract: Taking IPO companies from July 2009 to December 2017 as samples, this paper investigates the impact of media rent-seeking and investor sentiment on IPO underpricing. The study finds that high investor sentiment will encourage IPO underpricing; media rent-seeking will promote the IPO underpricing by intensifying investor sentiment; this exacerbation of media rent-seeking is more powerful when investors are depressed about the overall capital market. The possible reason is that media rent-seeking will make over-confident investors overestimate the accuracy of their own information. What's worse, media rent-seeking will distort historical information and make investors with rear-view mirror bias make more improper judgments, which will lead to further overvaluation of new stock prices. After using the PSM method to weaken the endogenous problem and replace the media rent-seeking index to test the robustness, the research conclusions obtained are still valid.

Key Words: media rent-seeking; media coverage; investor sentiment; IPO underpricing; capital market; resource allocation efficiency; stock price change