

IPO 抑价与投资者情绪的股票波动效应

朱东炬 刘明显

(贵州财经大学, 大数据应用与经济学院 贵州 贵阳 550025)

DOI:10.12238/jpm.v3i3.4721

[摘要]本文基于沪深两市 2014-2017 年上市公司 365 个交易日数据为研究样本, 实证考察了 IPO 抑价和投资者情绪对股票波动的影响效应及作用机制。研究发现: 短期内 IPO 抑价缓解了股票波动, 随着交易时间的增加, IPO 对股票波动的影响不断增大, 而投资者情绪波动越大, 股票市场波动越明显。

[关键词] IPO 抑价; 投资者情绪; 股票波动效应

中图分类号: F832

文献标志码: A

The Stock Volatility Effect of IPO Underpricing and Investor Sentiment

Zhu Dongju Liu Xianxian

(Guizhou University of Finance and Economics, School of Big Data Application and Economics, Guiyang, Guizhou, 550025)

Abstract: Based on the data of 365 trading days of listed companies in Shanghai and Shenzhen stock markets from 2014 to 2017 as a research sample, this paper empirically examines the effect and mechanism of IPO underpricing and investor sentiment on stock volatility. The study found that IPO underpricing eased stock volatility in the short term. With the increase of trading time, the impact of IPO on stock volatility continued to increase.

Key words: underpricing; investor sentiment; stock volatility effect

一、引言

作为与有效市场假说相悖的“异象”之一, IPO 抑价一直是资本市场研究的热点(黄顺武和贾捷, 2017)。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(孙凤娥, 2019)。因此, 研究 IPO 抑价成因和对资本市场的影响是必不可少的。IPO 抑价短期对股票波动呈现何种影响? 长期是否还有所影响? IPO 抑价对股票波动的影响是否与股权性质和地区经济发展水平相关? 科学性地回答上述问题, 有助于厘清 IPO 抑价对股票波动的影响效果及影响机制, 对提升我国 IPO 研究发展与相关发行政策提供重要的理论参考依据。

面对全球普遍存在 IPO 抑价的事实, 国内外学者试图从理论、方法及实证等多方面对 IPO 抑价进行研究, 提出了诸多理论和观点(张小成和邓杨, 2018), 大致可以分为以下几个部分来梳理: (1) 信息不对称性。信息的不对称导致“胜负天平”倒向信息更有优势的另一边。Rock (1986) 基于市场信息不对

称的视角提出了“赢者诅咒”假说, 即把市场上的投资者分为知情与不知情两种, 不知情的投资者往往会由于信息的不完全导致错误的预估而蒙受损, 从而为了吸引更多投资者, 公司往往会压低发行价, 形成较高的 IPO 抑价。在此基础上, 国外学者通过理论与实证探究, 验证了“赢者诅咒”现象的存在(Beatty 和 Ritter, 1986; Koh 和 Walter)。进一步的研究发现, 提高信息披露质量可以一定程度上降低 IPO 抑价程度(Cook, 2006)。IPO 抑价同时会受到公司背景、地理位置、机构持股比例、承销商声誉等等因素的影响(Loughran, 2008; Dimovski et al, 2011; Nielsson 和 Wójcik, 2016)。(2) 投资者行为。随着行为金融学的发展, 其对有效市场及理性套利者的理论提出了质疑, 同时将情绪引入金融领域, 它认为投资者并不完全理性, 市场也不完全有效, 投资者情绪可以在很大程度上造成市场的波动(蒋先玲和张斯琪, 2015)。Ritter (1991) 通过研究发现投资者对股票市场的追捧程度与 IPO 抑价之间呈正相关关系, 而后 Welch (1992) 所提出的出众假说也从侧面验证了其结论。随着研究进一步深入, Derrien (2005) 研究发现投资者情绪与 IPO 抑价存在正相关关系, 国内学者同样研究证实, 投资者情绪与 IPO 抑价呈现显著的正向

关系（伍燕然和韩立岩等，2007；商田和黄华继，2014）。

更进一步，由于资本市场机构领头，散户从众的特点，一部分学者也把研究侧重点放在机构身上。绝大多数学者肯定了机构在输出信息、稳定定价等方面的积极效应（Hanley 和 Wilhelm, 1995; Aggarwal, 2002）。国内一部分学者把投资者情绪细分为机构投资者情绪与散户投资者情绪，研究发现机构投资者情绪均显著影响 IPO 抑价，且散户投资者情绪对 IPO 抑价的影响要低于机构（宋顺林和王彦超，2016；石善冲和康凯立等，2019）。

从目前的研究文献来看，学者们对上市公司 IPO 抑价的研究趋于成熟，科学的从各方面回答了 IPO 抑价的形成与国内高 IPO 抑价现象的原因。同时也深层次的揭示了我国现行资本市场广泛存在的非理性与封闭性的特点：企业信息披露有所隐瞒，关键信息不够公开和透明，信息传导机制也不够健全，进而导致融资成本提高，总体 IPO 抑价高居。同时由于二级市场个人投资者存在“从众效应”和“羊群效应”、信息劣势、未来预期结果偏差大的特点，导致 IPO 抑价被进一步放大，极大的提高了资本市场的稳定性。另外制度的改革，政策的发布，宏观经济形势，企业所在地理位置等等因素也在潜移默化的影响着上市公司 IPO 抑价（张小成和黄少安等，2012；于引和载璐，2016；冯冠和周孝华，2019；陈伟和顾丽玲，2018）。但是问题都是存在两面性的，市场所导致的 IPO 高抑价最终会反哺市场，当股票价格被过于高估时，在短期内往往会因为跟风出货而形成较大的波动。然而 IPO 抑价是否影响股票波动，如何影响股票波动，影响程度这方面鲜有人讨论与研究。于此，本文基于以上不足，使用 2014 年-2017 年我国沪深上市公司上市 365 个交易日的面板数据，实证分析 IPO 抑价与投资者情绪在长短期中对股票波动的影响。

二、理论基础与研究假设

股票市场中，市场行为主体总是要不断地对短期股票涨跌，长期的股票波动趋势等做出主观判断和预测，且判断和预测的准确性是直接于股票收益相挂钩的，所以如何在瞬息万变的股票市场中准确的分析股票走势成为了股民和学者高度关注的问题。上市公司 IPO 抑价相关研究很多，且大部分都聚焦于 IPO 高抑价的成因和影响因素，鲜有人讨论 IPO 抑价对股票市场波动的影响。我国个体投资者因为信息劣势，相关知识的缺失，大多都是风险厌恶者，更加倾向于在短期内获得超额收益，拒绝长期投资者的不确定性。对于上市公司 IPO 高抑价的发行，最是投资者喜欢的投资方式，短期收益高且风险极低，所以掀起了“炒新股”的热潮。但是“炒新股”好比抽彩票，只有少数人可以以发行价买入一定数量的股票，而这一部分人更多会选择持有数日以获得足够的超额收益。所以，IPO 发行前几天股票换手率极低，只有小部分投资者在卖出离场和买入进场。而后，随着涨幅的进一步扩大，一些处于信息优势的投

资者会根据所掌握的信息来理性判断卖出点而获得收益，另一部分一直没机会进场且处于信息劣势的非理性投资者会这会购入这一部分冒出的股票，随着时间的推移，交易量会逐渐扩大，打破一开始观望的局面，这时候换手率会大大提高，股票收益波动也会相应提升。长期来看，IPO 高抑价会导致股票价格偏离股票实际价值，且由于市场主体的盲目性与羊群效应，非理性投资陡然增加，在疯狂的背后蕴藏着价格的过分高估，更容易出现追涨杀跌的现象，从而导致股票波动增大。在这个过程中，投资者情绪也扮演了十分重要的角色。基于以往研究，投资者情绪对股票波动呈现正向效应，即情绪越高涨，股票波动越大。故本文提出假设 1。

假设 1a：IPO 抑价在短期内会对股票波动产生负向影响，但从长期中，又会产生正向影响。

假设 1b：投资者情绪对 IPO 公司股票波动呈现正向影响且随着时间推移，其影响越来越显著。

三、研究设计

（一）研究样本与数据来源

本文选取了 2009—2017 年 A 股全部上市公司二级市场公开发起 365 个交易日的面板数据作为研究样本，财务数据来源于 CSMAR 数据库、Wind 数据库。为保证样本数据的有效性与实证分析的稳健性，且 IPO 首日涨幅限制的本文对所选取的样本进行如下处理：（1）剔除晚于 2014 年上市的企业。（2）为减小极端值对估计结果造成的潜在影响，对所有变量进行了 1% 和 99% 缩尾处理。同时，本文还剔除数据缺失较为严重的企业，最终保留 370392 个研究样本。

（二）变量定义

1. 被解释变量

股票波动 (Mv)。结合本文的研究的实际需要，选取个股股票收益波动率来衡量股票波动。

2. 核心解释变量

IPO 抑价 (UP)。由于 2014 年的 1 月 IPO 首日“涨幅限制”政策调整的原因，本文选取了 2014 年-2017 年的 A 股 IPO 公司数据，按照下列计算公式计算出 IPO 抑价：

$$UP = \frac{\text{上市后第一次非涨停日收盘价} - \text{发行价}}{\text{发行价}} \times 100\%$$

3. 控制变量

股票波动除了受到 IPO 抑价和投资者情绪影响之外，还可能与企业规模、资产负债等因素相关。因此，本文借鉴以往学者研究，选择公司规模 ($Size$)、资产负债率 (Lev)、总资产周转率 (Tat)。其中公司规模用企业的总资产的对数形式来刻画，资产负债率用企业的总负债与总资产的比值来刻画，总资产周转率用销售收入净额与平均资产总额之比来刻画。为控制各项宏观经济指标对模型潜在的影响，本文选取规模以上工业增加值同比增速 ($Industry$)、国内信贷同比增速 ($Gredit$)、

宏观经济景气指数 (*Jq*) 作为宏观层面的控制变量。

四、实证分析

本文首先研究 *IPO* 抑价对股票波动的影响,并考虑不同时间段的波动效应变化,同时把投资者情绪因素也考虑在内,研究其股票波动效应的变化趋势。因此,在基准回归中,模型 1 仅考虑 *IPO* 抑价对股票波动的影响,其中 (1) - (5) 列分别表示上市后 1 日, 5 日, 15 日, 30 日, 365 日; 模型 2 仅考虑投资者情绪对股票波动的影响, (1) - (5) 同上。

由表 1 分析可知, *IPO* 抑价在短期内会对股票波动产生负向影响,但从长期中,又会产生正向影响。投资者情绪对 *IPO* 公司股票波动呈现正向影响且随着时间推移,其影响越来越显著。

表 1 *IPO* 抑价对股票波动的回归结果

	5 日	30 日	全样本	5 日	30 日	全样本
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>UP</i>	-0.001*** (-3.24)	-0.002*** (-20.40)	0.000*** (7.92)			
<i>Senti</i>				0.075*** (9.00)	0.099*** (63.78)	0.100*** (156.43)
常数项	0.444*** (3.36)	0.059 (1.47)	0.064*** (7.41)	0.325** (2.50)	0.087** (2.47)	0.037*** (4.81)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES

地区效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Robust</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	5060	30360	369380	5060	30360	369380
<i>R</i> ²	0.013	0.024	0.026	0.022	0.154	0.121

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著,括号内为 t 值。

五、结论与启示

为了深入研究股市波动的原因,实证研究了 *IPO* 抑价的股票波动效应,并进一步探究了波动的传导路径,研究数据选用了 2014-2017 年我国 1012 家上市公司上市后 365 个交易日面板数据作为研究样本,得到以下研究结论:*IPO* 抑价短期内对股票波动的效应呈现负向显著,即 *IPO* 高抑价会抑制股票短期波动,长期的股票波动效应基本可以忽视,证明了 *IPO* 抑价对股票波动只存在中短期负向效应。基于以上结论,本文得到一下启示:本文认为,应适当提高股票市场的准入门槛,从而间接的提高投资者受教育程度,减少市场的非理性投资,保证股市的稳定。

[参考文献]

[1]黄顺武, 贾捷, 汪文隽. 基于双边随机边界模型的 *IPO* 抑价分解研究——来自中国创业板的证据[J]. 中国管理科学, 2017, 25(2): 21-29.

[2]孙凤娥. 媒体寻租、投资者情绪与 *IPO* 抑价[J]. 南京审计大学学报, 2019, 16(4): 72-80.

[3]张小成, 邓杨. 可观测异质、私人信息结构与 *IPO* 抑价[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2019, 25(1): 62-74.

作者简介: 朱东炬 (1997-), 男, 硕士研究生, 研究方向金融工程与证券投资; 刘明显 (1964-), 男, 贵州财经大学科研处处长, 教授, 博士。从事行为金融、金融产业集聚、金融寻租等研究。