

场假说不同,行为财务学理论认为市场上有一些投资者并不以证券的基本面作为交易依据,而是依靠市场过去走势来制定交易策略,他们的投资决策不是依据新股的基础价值,而是依据资产价格的前期变动,是一种非理性的噪声交易者,这类交易者被称为反馈交易者(Shleifer A., 1999),其中正反馈交易者相信市场趋势将继续,市场上涨时产生“持有更多效应”,在市场下跌时则加速卖出,即采取“追涨杀跌”的交易策略。反馈交易使股票价格不再呈现随机游走,而是存在确定性的自相关关系。这种正反馈效应在许多证券市场上都得到了体现。赵鹏举(2006)、李少平等(2007)发现我国证券市场上有不少投资者为正反馈交易者,他们不以基本面价值为基础的正反馈交易在市场价值形成中起着重要的作用。武龙(2011)认为,新股发行市场中存在着大量的正向反馈申购者,他们受近期新股上市表现启发而参与申购,这种噪声需求的存在使得新股即使被高估也仍然能够成功发行。

我国股票市场上素有“炒新股”的传统,表现为近期新股首日收益越高,就会有越多的投资者参与申购,他们不关注新股基础价值,也不在意申购资金的机会成本,而只在乎上市首日可能获得的高额回报,这是一种典型的正向反馈效应。创业板定位于高成长、高技术、高价值的企业,因此投资者普遍对创业板预期很高,传统的投资习惯加上高预期必然会影响到投资人对企业的价值评估。而前期的新股上市表现越好,询价机构也就越容易接受较高的发行价。承销商会意识到狂热投资者的存在,进而抬高发行价,直至使发行价远远高于基础价值,因为正向反馈交易者是市场的基础,当这部分投资者较多时,即使以较高的价格发行新股,仍然能保证在公开发行时有足够的申购量,确保新股发行成功。因此,正向反馈效应应该是创业板高发行市盈率和高额资金超募现象的影响因素之一。而正向反馈交易者对新股的需求,主要取决于近期的新股上市表现。因此本文提出假设1:近期IPO抑价程度与发行市盈率和IPO资金超募程度正相关。

在我国证券市场监管部门监管不足、证券市场效率不高的背景下,承销商的承销差价与IPO发行收入挂钩,承销商确定的IPO发行价格是否能反映真实价值值得怀疑。黄春玲(2005)通过对南方证券“麦科特事件”的研究,认为我国证券监管在信息传递方面的缺陷以及投资者对承销商声誉的不关注,导致了监管行动对承销商声誉的间接惩罚效应不足,当市场和监管部门都不能对承销商产生足够的约束,承销商会认为发行企业虚假包装、欺诈上市等短期逐利行为是一种“理性”选择。在我国,证券市场上目前并未体现成熟资本市场上形成的承销商和发行企业质量之间的声誉关联性。因此,承销商声誉越高,投资者信任程度越高,承销商利用声誉进行投机导致发行价格越高,发行人对承销商声誉资本的补偿就越高,承销商获取的承销费用也就越高。承销商功能的缺位、投资人的正向反馈效应以及询价机构的配合使得承

销商的声誉并不与发行公司质量相关,承销商声誉在某种程度上是其抬高发行价的资本,当然,发行价格越高承销商所获得的收益也越高。据此本文提出假设2:承销商声誉与发行市盈率及IPO资金超募程度正相关。

二、样本选取和研究设计

1. 样本与数据的选取。本文选取2009年10月至2011年9月在创业板上市的共267家公司作为样本,计划募集资金数据来自锐思数据库,其他数据来自国泰安数据,承销商排名数据来自中国证券业协会网站,采用SPSS软件进行统计分析。

2. 变量定义与模型设计。在实证分析之前,我们对所需变量进行了设定,具体见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义及计算方法
资金超募程度	LnOamount	$\ln(\text{实际募集资金额}-\text{计划募集资金额})$
发行市盈率	LnPE	发行前摊薄的市盈率
承销差价	LnFEE1	$\ln(\text{承销差价总额})$
	LnFEE2	$\ln(\text{每股承销费用}) = \ln(\text{承销差价总额}/\text{发行总股数})$
承销商声誉	Rep1	承销份额,承销金额占总承销金额比
	Rep2	$\ln(\text{承销家数})$
正向反馈	Zxfc	用近期新股上市表现即发行日之前一个月内上市的新股的平均首日收益为替代变量
企业基本状况、质量、公司治理等变量	Quality	发行企业质量,按照黄春玲(2007)的思路,本文构造了一个财务指标来衡量上市公司质量,分子为上市公司权益回报率(ROE)上市前三年的均值,分母为该三年内的标准差,即经过风险调整的上市公司质量评价指标,计算公式为: $\text{Quality} = \frac{\sum_{i=1}^3 \text{ROE}_i / 3}{\sqrt{\sum_{i=1}^3 [\text{ROE}_i - (\sum_{i=1}^3 \text{ROE}_i) / 3]^2 / 3}}$
	LnEPS	发行前每股收益的自然对数,计算公式为 $\ln(\text{发行前每股收益})$
	MRretain	管理层留存的股权比例, $(\text{发行后总股数}-\text{发行股数})/\text{发行后总股数}$
	LnAGE	公司成立年数的自然对数,即 $\ln(1+\text{公司成立至上市年数})$
	LnSize	发行前企业规模的自然对数,即 $\ln(\text{发行前总资产})$

检验假设1和假设2的模型如下:

$$\text{LnOamount} = a_1 \text{Zxfc} + a_2 \text{Rep}_1 (\text{Rep}_2) + a_3 \text{Quality} + a_4 \text{LnEPS} + a_5 \text{MRretain} + a_6 \text{LnAGE} + e \quad (1)$$

$$\text{LnPE} = a_1 \text{Zxfc} + a_2 \text{Rep}_1 (\text{Rep}_2) + a_3 \text{Quality} + a_4 \text{LnEPS} + a_5 \text{MRretain} + a_6 \text{LnAGE} + e \quad (2)$$

模型1用来检验假设1和假设2中正向反馈效应和承销商声誉与资金超募程度之间的关系。模型2用来检验假设1和假设2中正向反馈效应和承销商声誉与发行市盈率之间的关系。模型1和模型2中的解释变量均为正向反馈效应(Zxfc)和承销商声誉(Rep1和Rep2),其余为控制变量。在所有度量承销商声誉的方法

中,有两种最具代表性的衡量方法。一种是C-M排名法(Carter和Manaster,1990),另一种是M-W市场份额法(Meggison和Weiss,1991)。本文借鉴这两种衡量方法。我们根据中国证券业协会公布的2009年度各个证券公司股票承销金额占该年总股票承销金额的比重作为度量承销商声誉的第一种替代变量,另外又按照承销家数并取其的对数作为度量承销商声誉的第二种替代变量,以提高模型的稳健性。本文还控制了企业质量、公司治理和规模等因素,理由如下:①追求较高的发行价格是IPO公司盈余管理的主要动机(Aharony,2000),因此本文借鉴黄春玲(2007)的思路构造了Quality变量,企业上市前三年ROE变化离差越大越有可能进行盈余管理,离差越小在一定程度上说明企业进行盈余管理的可能性越小,它反映了企业财务状况的稳定性,也反映了企业质量的高低。②发行前每股收益是投资人给企业定价的重要指标,每股收益越大定价有可能越高,它在一定程度上反映了企业质量的高低。企业质量越好,越有可能以较高的发行价格吸引投资者认购,使资金超募成为可能。③管理层发行前后留存股权的比例越高反映了企业内部人对企业未来有信心,而企业成立时间越久也能提高投资人对企业的信心,因而发行市盈率越高,资金超募越巨大。

三、回归分析结果

对模型1、模型2的回归结果见表2。分别对发行市盈率和资金超募程度进行回归检验,结果显示发行前最近的IPO抑价程度与承销商声誉、发行市盈率及资金超募程度正相关,并且VIF不大,自变量之间多重共线性不强,这说明我国证券市场上正向反馈效应和承销商功能缺失是上市公司资金超募现象的重要影响因素。据变量定义所述,企业质量代表了盈余的稳定性,其与资金超募程度和发行市盈率负相关,虽然并不显著但在一定程度上说明发行企业在上市前进行了盈余操纵以博取高发行价。发行前一年每股收益与超募程度正相关,说明每股收益是投资者普遍看重的定价指标,而管理者留存股权比例对发行定价的高低并无显著影响。由于创业板发行市盈率越高在一定程度上能够代表资金超募程度越高,并且承销商声誉使用了两种替代变量,因此模型1和模型2的回归稳健性较好。

四、结论

本文通过数据分析认为,在新股发行制度敞开市盈率和对创业板的普遍高预期背景下,投资者的正向反馈效应会高估企业价值,而在我国承销商声誉机制约束弱化的情况下承销商的承销差价与超募资金相挂钩使得承销商成为资金超募现象的推手。本文引入了行为财务学理论中的正向反馈效应理论,并与承销商声誉结合起来有力地解释了创业板资金超募这一现象,丰富了对这一问题的观察角度。

通过上述分析,本文认为要缓解创业板资金超募现象应

表2 资金超募程度对正向反馈效应和承销商声誉的回归结果(模型1、模型2)

	LnPE				LnOamount			
	模型1(1)	VIF	模型1(2)	VIF	模型2(1)	VIF	模型2(2)	VIF
正向反馈	0.57 (5.86)***	1.07	0.55 (5.67)***	1.084	0.9 (4.19)***	1.07	0.88 (4.00)***	1.08
承销商声誉1	1.16 (2.50)**	1.03			3.97 (3.88)***	1.04		
承销商声誉2			0.05 (2.17)**	1.024			0.16 (2.95)***	1.02
企业质量	-0.01 (-1.12)	1.04	-0.01 (-1.23)	1.037	-0.01 (-0.69)	1.04	-0.01 (-0.85)	1.04
发行前一年 每股收益	-0.03 (-1.25)	1.03	-0.03 (-1.44)	1.029	0.1 (1.98)**	1.04	0.08 (1.67)**	1.03
管理层留存 股权比例	0.08 (-1.19)	1.03	0.07 (-1.07)	1.02	-0.21 (-1.42)	1.03	-0.24 (-1.60)	1.02
公司成立 年数	-0.02 (-0.41)	1.05	-0.01 (-0.23)	1.041	-0.14 (-1.66)	1.05	-0.12 (-1.35)	1.04
常数项	3.54 (-32.2)***		3.46 (-29.4)***		10.57 (43.35)***		10.36 (39.12)***	
R ²	22%		21.40%		18.80%		16.30%	
Adj-R ²	19.70%		19%		16.30%		13.70%	
F	9.235		8.914		7.504		6.291	
N	267							

关注以下两个方面:其一,提升市场信息披露效率。当前我国证券市场的信息披露制度还有很多缺陷,许多信息未被公开或及时公开,而严重的信息不对称导致正向反馈交易大量存在。由于市场透明度低,使得股票价格严重扭曲,不能合理地反映其市场定位,导致市场上跟风行为盛行,投机的承销商与询价机构有利可图。因此,应进一步提高证券市场信息披露效率,提高资源的配置效率,更好地保护投资者的利益。其二,促使承销商功能回归。承销商功能的回归应从两个方面着手:一是法律法规的约束;二是完善声誉机制。深交所宣布自2012年1月1日起,率先在11家保荐机构试行首发上市公司持续督导专员制度,这是专门针对中小板和创业板持续督导工作的一项法规,也是加强创业板承销商保荐责任的一项重要举措。另外,证券监管部门应加强对承销商声誉机制的建立,比如加强承销商持续督导制度、建立高效的承销商声誉排名系统、加大对违规承销商的查处力度和惩罚力度等。

【注】本文系中南财经政法大学“研究生创新教育计划”课题(编号:2011B0902)。

主要参考文献

1. 王霞,徐晓东,王宸.承销商声誉、收益与创业板公司资金超募.华东师范大学学报,2011;3
2. 郭海星,万迪昉,吴祖光.承销商值得信任吗——来自创业板的证据.南开管理评论,2011;14
3. 武龙.正向反馈申购者、市盈率管制与新股发行定价.经济管理,2011;32
4. 黄春铃.证券监管效率和承销商声誉——基于南方证券“麦科特事件”的研究.管理世界,2005;7