

IPO超募到差募,谁之过?

——基于投资者情绪视角的实证检验

李晓龙 何佳捷

(暨南大学管理学院 广州 510632 广东电网公司珠海供电局 珠海 519000)

【摘要】 本文以创业板上市公司为样本,从投资者情绪的视角,实证研究了创业板IPO募集资金由超募到差募的市场异象。实证结果表明,IPO超募现象更多是由一级市场的投资者情绪所导致,而二级市场的投资者情绪与创业板IPO超募并不显著相关。笔者认为,随着限制超募额度、追究中介机构责任和打击私募股权腐败等一系列制度规范的出台,创业板资金募集率将逐步回归理性。

【关键词】 创业板 IPO超募 投资者情绪

一、引言

IPO超募现象,是指上市公司在首次公开募股中募集的资金超过投资项目计划实际所需资金。我国创业板自开建以来,经历了从严重超募到募集不足的市场异象。首批在创业板上市的28家公司,超募资金达83.17亿元,超募率达116.14%,平均每家公司超募资金2.97亿元。其中,超募资金最多的是

神州太岳,超募资金达9.88亿元;超募率最高的是上海佳豪,超募率达190.50%。直至2010年1月8日上市的6家创业板公司超募率再创新高,平均超募率达到了249.56%,其中上海凯宝的实际超募资金超过10亿元大关。但到2012年7月18日,创业板公司银邦股份计划募集资金12.1亿元,而差募资金竟然高达3.18亿元,截至同年8月1日太空板业上市,创业板上已经有

五、结论及局限性

本文以中央企业上市公司为研究对象,以社会责任指数作为社会责任指标,以Tobin'sQ作为财务绩效的代理变量,考察中央企业上市公司社会责任与财务绩效之间的关系,得出以下结论:

中央企业上市公司承担的社会责任很难促进财务绩效的增加。这也意味着,在目前的条件下,中央企业履行社会责任更多的是出于法规的强制性约束,社会责任缺乏与财务绩效之间的协同性。笔者认为,从短期来看,承担较多的社会责任,必然导致成本的增加,从而降低公司的盈利水平。但也不否认,从长期来看,承担社会责任将有助于为公司长期发展创造更为有利的外部环境,也有利于在公司内部形成有利于持续发展的和谐气氛,因此能够创造出更多的未来利润。

作为一项具有探索性和交叉性的研究,本文存在诸多不足,有待于进一步调整与改进。第一,在当前社会责任数据严重缺乏的情况下,以社会责任指数作为社会责任的代理指标,研究其与财务绩效的相关性。虽然该社会责任指数的构造经过了相对严格的科学论证,但该研究思路的理论依据仍值得进一步探讨。第二,研究的样本数据有限。本文主要讨论中国100强的中央企业,并未涉及100强之外的中央企业,因此这个研究结果不一定能说明中央企业上市公司的整体情况,并且由于可获得数据的时间长度也仅为近两年,研究结论的稳定

性还有待进一步观察。

【注】 本文研究得到“上海市教委优秀青年教师科研专项基金”(项目编号:fjr10001)资助。

主要参考文献

1. 温素彬,方苑.企业社会责任与财务绩效关系的实证研究——利益相关者视角的面板数据分析.中国工业经济,2008;10
2. 田虹.企业社会责任与企业绩效的相关性——基于中国通信行业的经验数据.经济管理,2009;1
3. 乔海曙,谭明.金融企业社会责任与财务绩效关系的实证研究.财经理论与实践,2009;11
4. 高峰,朱军.企业社会责任与财务绩效关系的验证——基于湖南省上市公司数据.长沙理工大学学报(社会科学版),2009;12
5. 孔玉生,李菊.企业社会责任和财务绩效相关性研究——以沪市A股制造业为例.财会月刊,2010;5
6. 易冰娜,韩庆兰.民营企业社会责任与企业财务绩效关系的实证研究.中南大学学报(社会科学版),2012;2
7. 李伟.企业社会责任与财务绩效关系研究——基于交通运输行业上市公司的数据分析.财经问题研究,2012;4
8. 陈佳贵,黄群惠,彭华岗等.中国企业社会责任研究报告(2010).北京:社会科学文献出版社,2010

8家上市公司募集资金出现短缺。

从开板之初的天量超募,到目前的巨额差募,究竟是什么原因造成了创业板融资募集资金出现“过山车式”的运动呢?这确实值得我们深思。为此,笔者试图从投资者情绪的视角探究创业板融资超募现象。无论是融资超募还是募集不足,其实质都是新股定价不合理,而定价常常会受到资本市场上投资者情绪的影响,最终会扭曲市场资源配置,不利于资本市场健康有序发展。而中国资本市场的显著特性就是具有明显的“投机性”,更容易受投资者情绪的影响。

从创业板初期的IPO首日超额收益,再到近期频频出现的新股破发现象,不难看出,经历了资产折价三成的痛苦之后,市场投资者已从最初的狂热追捧渐渐回归理性,为研究投资者情绪对上市公司融资影响提供了很好的视角。从投资者情绪的角度去分析创业板超募现象,具有极强的理论和现实意义。不同于以往研究仅仅关注二级市场的投资者情绪,本文创新性地分离一级市场和二级市场投资者情绪,通过实证检验来深入探究投资者情绪对IPO超募现象的影响,为我国上市公司新股发行制度改革和上市公司新股发行择机提供参考。

二、文献综述

行为金融学理论表明,投资者情绪会对资产定价和资源配置产生影响,IPO超募现象的直接原因是发行定价不合理,而发行定价又受到投资者情绪的显著影响。

Welch(1992)认为,投资者存在从众现象。而从众现象的解释可追溯到De Long等(1990)提出的噪声交易者模型,在有限套利的环境中,如果投资者情绪相互影响,套利者将无法消除非理性行为导致的错误定价,使得资产价格严重背离基本价值。

随后Derrien(2005)建立模型证实,狂热投资者的参与会使IPO被高估,并且在发行定价被高估时仍然存在正向首日收益。

Corneli、Goldreich和Ljungqvist(2006)认为,部分投资者在情绪乐观时,会参与预发行市场,导致发行价格高于基础价值,且长期收益与发行价格负相关;而其在情绪悲观时不会参与预发行市场,因而呈现出非对称性。

此外,Ljungqvist、Nanda和Singh(2006)认为IPO相关行为大都发生在市场情绪高涨的时期,在市场化的询价机制下,市场状况往往使得发行价格偏离股票的真实价值。Maik Schmeling(2009)更是发现情绪对市场不成熟的国家影响更大。

IPO超募也引起了国内学者的关注。冯晓、崔毅(2010)认为在询价机制下,新股定价由机构投资者决定,他们在二级市场能够获得高额回报的预期下,为了获得更多收益,常会报出高价,进而整体上提高了新股发行价格。

申军静(2010)认为创业板超募,除了发行询价制度存在缺陷,信息不对称导致的代理问题也是重要影响因素。

向显湖、朱艳和杜倩倩(2010)强调了我国投资者盲目跟

风、追“新”炒作现象是IPO超募的重要因素。

随后,张强、张宝(2011)通过对机构投资者情绪、承销商声誉与融资超募的研究,表明机构投资者情绪与融资超募比例正相关。

而张雅慧等(2011)指出相对于机构询价时给出的价格,承销商会制定更高的发行价使发行人得到更高的收益,机构投资者则通过将股票出售给对股票估值更高的情绪投资者而获利。

此外,刘娟(2011)也通过实证检验说明高超募率与公司财务指标非显著相关,而投资者对创业板上市“非理性的狂热”、过量资金追逐、高价发行是导致资金严重超募的直接原因。

纵观以上研究成果,大多都只结合行为金融学以及非对称信息理论,从规范研究的角度去解释创业板超募现象,而从实证角度来探究投资者情绪对IPO超募影响的论文甚少。另外,从投资者情绪角度来研究创业板问题的学者大多数都只探究IPO抑价问题,所选取的指标与二级市场挂钩。本文尝试结合行为金融学的理论,根据分割市场假说,分别从一级市场与二级市场来构建投资者情绪的指标,详细探究其对IPO募集资金的影响。

三、理论假设

IPO超募率是由实际募集资金与计划募集资金决定的。其中,IPO实际募集资金取决于每股发行价格和发行股份数量,而公开发行新股的最低比例有相关规定。在询价机制下,IPO定价是受市场状况影响的。根据市场分割假说,一级市场投资者的情绪主要影响着股票发行的定价,二级市场投资者的情绪主要影响着新股上市后的价格走势。在询价机制下,参与询价的机构投资者对新股定价产生了直接影响。根据Ljungqvist等所提出的理论分析,在一级市场投资者对新股预期较高、愿意为抢购新股支付较高价格时,参与询价的机构投资者以及承销商就会借势哄抬股价以获取自身利益,新股价格被抬高,发行价不断抬高自然就产生了严重的超募现象。创业板尚处于推出初期,承载着成长性与高科技头衔的上市公司更是受到众多投资者的追捧,非理性的狂热引发了创业板超募。

为此本文提出假设1:一级市场投资者情绪越高,创业板超募现象越严重。

虽然二级市场投资者没有直接参与一级市场的交易,但二级市场投资者的情绪会影响到一级市场投资者的决定。通常,一级市场投资者会根据二级市场首日的收益状况来决定当前投资,若新股上市后溢价率较高,一级市场将有更多投资者抢购新股,出现供不应求的状态。相反,若新股上市后大量破发,则一级市场上的新股申购者将会减少,新股价格也将走低。

因此本文提出假设2:二级市场投资者情绪,对创业板超募的影响并不如一级市场显著。

四、数据来源与研究设计

1. 数据来源。本文选取的样本为2009年10月30日至2011年12月31日间在深圳创业板上发行的281只股票(剔除了已停牌的苏州恒久)。

有关超募的原始数据从上市公司的招股说明书、上市公告书手工整理而来,财务数据来源于深圳证券交易所网、巨潮资讯网和国泰安数据库,采用EXCEL 2007和SPSS17.0软件进行数据处理。

2. 研究设计。

(1)因变量。IPO超募率(SOR),为计划募集资金额与实际募集资金额的差除以计划募集资金额。为减少异方差,本文对融资金额取对数处理。

(2)自变量。针对假设1,选取与一级市场投资者情绪相关的指标为网上申购中签率(Lottery)、月创业板平均发行市盈率(MAPE)。网上申购中签率是反映市场供求关系的指标,中签率越低说明投资者对新股需求旺盛,投资者情绪高涨;而月平均发行市盈率能反映当月投资者对新股的总体预期,投资者的预期越高,投资者情绪越高。

针对假设2,选取与二级市场投资者情绪相关的指标有:招股说明书公告月创业板平均换手率(MAT)、招股说明书公告月创业板平均上市首发抑价率(MUPR)。换手率被认为是判断市场投资交易热度的指标,而月平均换手率可反映当月的市场投资者情绪。

何巍巍(2011)发现投资者情绪与新股上市首日抑价率显著正相关,因此首日抑价率可以作为衡量二级市场投资者情绪的指标。而月平均首发抑价率代表了新股上市当月二级市场的交易热度,月均首发抑价率越高,说明二级市场投资者对该股票的预期越乐观。

(3)控制变量:本文选取的控制变量主要有公司基本面和非对称信息两个方面。公司基本面方面有营业收入增长率(IGR)、每股收益(EPS)、每股净资产(APS)、净资产收益率(ROE)、资产负债率(ALR)、流动比率(CR);非对称信息方面为计划融资规模(Size)。

3. 模型建立。本研究运用多元回归模型来检验影响我国创业板IPO募集资金的因素,回归模型如下:

$$SOR_i = \beta_0 + \beta_1 Lottery_i + \beta_2 MAPE_i + \beta_3 MAT_i + \beta_4 MUPR_i + \beta_5 EPS_i + \beta_6 APS_i + \beta_7 ROE_i + \beta_8 ALR_i + \beta_9 CR_i + \beta_{10} IGR_i + \beta_{11} Size_i + \varepsilon_i$$

五、实证分析结果

1. 描述性统计。从表1可以看出,281家创业板公司,IPO超募率均值为169.79%,远远高于主板与中小板的水平,标准差为1.072,离散程度不高,说明创业板上市公司的超募率总体上都处于较高水平,只有极个别存在募资不足或者轻度超募状态。其中,超募率最高的为天立环保,达到738%;而最低值是-42%,为汇冠股份(300282),二者差距较大。从网上申购中签率来看,虽然极大值18.69%与极小值

0.29%相差较大,但均值只有1.33%,且标准差也较小,总体来说中签率低,反映了创业板一级市场存在着供不应求的现象。月平均发行市盈率平均值为60.58,远远超出了合理区间,而标准差相对于平均值也偏小,反映了创业板的平均发行市盈率过高,一级市场对新股的预期过于乐观。

表1 描述性统计分析量

| | N | 极小值 | 极大值 | 均值 | 标准差 |
|------------|-----|-------|-------|----------|-----------|
| 超募率 | 281 | -0.42 | 7.38 | 1.697 9 | 1.072 71 |
| 网上申购中签率(%) | 281 | 0.29 | 18.69 | 1.134 4 | 1.542 23 |
| 月平均发行市盈率 | 281 | 29.02 | 90.33 | 60.587 5 | 17.053 63 |
| 上市公告月平均换手率 | 281 | 0.43 | 2.55 | 1.073 9 | 0.486 39 |
| 月平均首发抑价率 | 271 | 0.03 | 0.96 | 0.361 2 | 0.247 17 |
| 计划融资规模的对数 | 281 | 7.92 | 9.03 | 8.341 8 | 0.192 01 |
| 每股收益 | 281 | 0.12 | 55.19 | 1.033 2 | 3.855 75 |
| 每股净资产 | 267 | 0.57 | 6.18 | 2.730 5 | 0.908 19 |
| 净资产收益率 | 280 | 1.81 | 71.68 | 29.226 8 | 11.666 79 |
| 资产负债率 | 281 | 4.31 | 76.25 | 39.957 0 | 14.555 99 |
| 流动比率 | 281 | 0.42 | 20.12 | 2.560 5 | 2.267 65 |
| 上市前营业收入增长率 | 281 | -0.34 | 2.58 | 0.378 9 | 0.337 34 |

从上市公告月平均换手率来看,平均数超过了100%,高达107.39%,在2009年12月达到最高点255%。过高的换手率说明创业板中投资者的投机气氛热烈,并且较低的离散程度说明创业板的热度长期处于较高位。

月均首发抑价率的均值为36.12%,极大值为96%,为创业板推出的第一个月。抑价率较高时期为创业板开板初期,随着创业板的泡沫逐渐消除,从第二年年末开始出现较多的破发现象,因此月均首发抑价率趋于下降。

在公司基本面的指标中,每股收益与净资产收益率的差异都较为悬殊,每股收益的标准差相对于平均值也较大,说明创业板上市公司在上市前获利能力良莠不齐。也许是因为创业板主要是为“创业”而设立,较注重企业的未来成长性而不是盈利能力。每股净资产、资产负债率、流动比率从平均值看都较为合理。反映公司成长性的上市前营业收入增长率指标均值为37.89%,可见创业板公司的成长性总体良好,然而该指标的极值差距较大,最高的是梅泰诺,达到258%,最低的是南通锻压,为-34%。

2. 回归结果分析。由表2可知,回归方程的R²为0.421,调整的R²为0.398,估计的标准误差为0.832 64,说明样本回归效果不错。从表2中的Sig值可以看出,网上申购中签率通过了10%的显著性检验,月平均发行市盈率通过了1%的显著性检验,说明这两个代表一级市场投资者情绪的指标与超募率显著相关。而招股说明书公告月的平均换手率和发行首日抑价率与超募率正相关但不显著,说明二级市场投资者情绪对IPO超募现象的影响不显著。由此看来,二级市场的投资者情绪对创业IPO超募的影响并不如一级市场情绪显著,由此支持假设2。

表2 多元回归分析结果

| 模型 | | B | 标准 误差 | 试用版 | T | Sig |
|--|------------|--------|----------|--------|--------|-------|
| 1 | (常量) | 7.464 | 2.261 | | 3.301 | 0.001 |
| Lottery | 网上申购中签率(%) | -0.071 | 0.037 | 0.102 | 1.924 | 0.055 |
| MAPE | 月平均发行市盈率 | 0.038 | 0.003 | 0.599 | 11.433 | 0.000 |
| MATI | 上市公告月平均换手率 | 0.123 | 0.119 | 0.056 | 1.033 | 0.303 |
| MUPT | 月平均首发抑价率 | 0.259 | 0.224 | -0.059 | -1.156 | 0.249 |
| SIZE | 计划融资规模 | -1.139 | 0.279 | -0.204 | -4.080 | 0.000 |
| EPS | 每股收益 | 0.015 | 0.013 | 0.053 | 1.103 | 0.271 |
| APS | 每股净资产 | 0.198 | 0.058 | 0.163 | 3.412 | 0.001 |
| ROE | 净资产收益率 | 0.027 | 0.005 | 0.288 | 5.712 | 0.000 |
| ALR | 资产负债率 | -0.001 | 0.005 | -0.020 | -0.312 | 0.755 |
| CR | 流动比率 | 0.002 | 0.030 | 0.004 | 0.070 | 0.944 |
| IGR | 上市前营业收入增长率 | 0.148 | 0.154 | 0.046 | 0.961 | 0.337 |
| R ² :0.421;调整的R ² :0.398 | | | | | | |

二级市场投资者情绪只对一级市场的热度起了方向性的引导作用,对IPO超募率没有决定性的影响。而一级市场对新股狂热的非理性情绪来自过去新股零破发以及高抑价率所强化的“新股不败”的预期。但随着新股发行制度改革的推进,尤其是2010年下半年开始二级市场出现破发现象,打破了“新股不败”神话,IPO超募率开始有所下滑,甚至出现负值。

网上申购中签率的系数小于0,招股说明书公告月平均发行市盈率大于0,二者均对IPO超募率有显著影响,与假设1相符。招股说明书公告月的平均换手率和月平均首发抑价率均大于0,即与IPO超募率正相关。每股收益、每股净资产、净资产收益率、流动比率、上市前营业收入增长率的系数均为正数,资产负债率的系数为负数,说明公司财务状况越好超募率越高。

而非对称信息指标——计划融资规模,虽然通过了t检验,但其β系数小于0,发行规模大的待上市公司炒作难度会较大,其信息披露相对会更充分,即规模越大的公司,投资者越能辨清其真实的投资价值,因此可以消除一部分投资者的盲目跟庄行为。这也可以解释为什么只有部分财务指标与超募率显著相关。在大多数的上市公司信息披露不充分以及炒作气氛充斥着整个市场的情况下,投资者无法了解公司的真实财务状况,因而不关注公司的成长性,转而进行短线投机,抢购新股,待上市之后抛售。这说明,创业板严重的超募现象在一定程度上是人为炒作以及信息披露制度不完善所致。

在控制变量当中,发行规模、每股净资产、净资产收益率的相关性都非常显著,而代表盈利能力的每股收益、反映资本结构合理性的资产负债率和流动比率、反映公司成长性的营业收入增长率均与被解释变量的相关性不显著。这说明非对称信息以及一部分代表财务状况的指标都对超募现象的形成产生了影响,但总体来说,投资者较少关心创业板公司的盈利状况以及未来发展能力,投机动机显著。因此,机构投资者在询价中只将少数财务指标作为定价的依据之一,而市场投资者情绪因素

则占了较大比重。

六、结论

本文从投资者情绪视角,分别探讨了一级市场与二级市场投资者的情绪及其行为对创业板IPO募集资金的影响。实证结果显示,在创业板的一级市场上,投资者对新股的热情度与IPO超募率显著正相关,投资者情绪越高涨,IPO超募率越高;在二级市场上,投资者的情绪与IPO超募现象的关系并不显著。可见,投资者对新股的过度追捧导致IPO超募,投资者的非理性情绪会使新股发行价严重偏离其真实价值。而随着新股首日破发公司的增多,就会在某种程度上唤醒投资者对一级市场的风险意识,从而传导到未来的新股定价,迫使投资者的新股申购行为必须立足于上市公司基本面,使投资行为逐步回归理性。

值得注意的是,目前的制度设计偏重于约束询价对象,对承销商的约束不够。由于一级市场上的新股发行供不应求,承销商完全站在卖方的立场上行事。而且我国承销商的承销费是与超募资金挂钩的,超募越多,奖金越高,无形中鼓励了哄抬股价的行为,加剧了信用缺失。目前新股做空机制、限制超募额度、追究中介机构责任和打击私募股权腐败等一系列措施的推出,将有助于上市公司募集资金合理化,促进资本市场资源的有效配置。

另外,实证分析中还发现了信息披露不足以及投资者对公司的财务信息关注不够等问题。为此,应加强创业板上市公司监管,进一步完善信息披露制度和保荐制度,让投资者全面了解创业板的投资风险,尽可能缓解投资者因信息不对称或信息认知误差带来的对新股过度反应现象,缓解信息不对称,促进资本市场良性发展。同时,还应加强投资者教育,倡导理性长期投资而不是短期投机。

主要参考文献

1. 赵婷.我国创业板IPO首日收益与投资者情绪的相关性.财会月刊,2012;1
2. 冯晓,崔毅.创业板超募现象的制度性思考.财会月刊,2010;8
3. 张强,张宝.机构投资者情绪、承销商声誉与融资超募:来自中国创业板市场的证据.经济经纬,2012;2
4. 申军静.创业板超募的危害、原因和建议.中国市场,2010;39
5. 向显湖,朱艳,杜倩倩.谈创业板超募资金问题产生的影响.财会月刊,2010;11
6. 刘娟.创业板公司高超募率的原因分析及对策思考.财会月刊,2011;1
7. 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.山西财经大学学报,2011;33
8. 何巍巍.投资者情绪、信息不对称对IPO抑价的影响——基于深圳创业板的实证研究.中国证券期货,2011;11