投资者情绪、分析师关注与中国 IPO 抑价¹

谢香兵¹

(1.河南财经政法大学会计学院, 河南郑州 450046)

摘要: 本文基于行为金融理论结合分析师的信息供给和制度变迁等因素考察了我国 IPO 抑价之谜。研究发现投资者情绪与 IPO 抑价率显著正相关, 随着分析师跟进数量的提高, 投资者情绪与 IPO 抑价率正向关系进一步加大。而分析师预测价的准确性越低、分歧度越高, IPO 抑价率越高, 表明我国 IPO 市场也存在“赢者诅咒”现象; 同时分析师预测价的分歧度越低, 信息不对称程度降低, 投资者情绪与公司 IPO 抑价间的正向关系更强。在我国实行市场化询价制度后, IPO 抑价率显著降低, 也降低了投资者情绪与 IPO 间的正向关系。本文的政策启示在于加强投资者理性投资教育、引进市场化询价以及减少信息不对称能提高 IPO 定价效率, 优化资源配置效率。

关键词: 投资者情绪 分析师跟进意见分歧度 预测准确性 IPO 抑价

中图分类号: F271 **文献标识码:** A

一、引言

IPO 抑价是指新股股票上市首日的收盘价明显高于发行价, 从而导致上市首日股票收益率显著地高于市场平均收益率的现象, IPO 抑价现象在全球证券市场十分常见, 全球的金融理论研究的一个重要议题就是如何解决 IPO 抑价现象。我国证券市场自从建立之初, 就一直饱受 IPO 抑价问题的困扰, 政府监管部门针对 IPO 过程中的高抑价现象出台了一系列新股发行价格改革, 从审核制到市场询价制, 我国 IPO 高抑价现象依旧非常突出。我国频现的高市盈率、高发行价、高超募资金的定价扭曲现象, 直接制约资本市场资源配置功能的发挥(汪昌云等, 2015)。一方面, 作为新兴资本市场, 我国股票市场个体投资者占有主要地位, 其行为的非理性特征十分突出。同时, 在 2010 年前, 中国股票市场缺乏做空机制, 即使机构投资者看到 IPO 首日价格偏离现象, 也无法通过套利交易来消除价格偏差, 所以非理性投资者行为对 IPO 定价具有决定性影响(刘焯辉和沈可挺, 2011)。近年来, 国内不少学者从投资者情绪的角度对 IPO 抑价现象进行了解释, 但由于使用不同的投资者情绪衡量方法导致了研究结论并不一致(韩立岩和伍燕然, 2007; 林振兴, 2011; 俞红海等, 2015)。另一方面, 证券分析师经过专业的金融、财务、行业知识培训, 以及掌握优势的信息渠道, 是使用市场信息的主力军, 通过对信息进行专业解读, 向信息的最终使用者, 如机构投资者和个人投资者, 提供信息服务, 分析师跟进有助于降低企业信息不对称, 从而降低权益资本成本, 促进资本市场合理配置资源(周铭山等, 2016)。但是很多研究主要着重于跟进企业的分析师规模, 而对于规模本身可能引发的问题关注较少。例如, 大多数企业不只一个分析师跟进, 不同分析师对同一家企业发布的 IPO 预测价, 投资评级等信息必然会产生分歧, 对投资者而言, 分析师的预测准确性和意见分歧又会传递出怎样信息呢?

基于此, 本文首先从二级市场投资者非理性行为角度来探讨中国市场 IPO 抑价之谜, 采用因子分析法衡量投资者情绪, 研究投资者情绪如何影响 IPO 抑价。证券分析师作为投资者和上市公司之间的信息中介, 是解决信息不对称的重要机制, 但在我国由于缺乏有效的监督治理机制, 导致证券分析师在声誉机制与市场环境交互效应下的角色异化(万丽梅和逯东, 2013)。因而, 证券分析师跟踪对 IPO 抑价起到抑制作用, 还是反而被二级市场视为“炒作”股价的借口, 扩大 IPO 抑价率, 这是个实证问题。进一步地, 证券分析师信息传递的准确性(本文分别以证券分析师对 IPO 发行价预

¹本文受到国家社科基金项目(资产误定价与系统性金融风险平滑性释放及动态监管研究, 批准号: 16BGL050)和教育部人文社科项目(噪声交易及动因与价格发现效率: 影响路径及作用机理研究, 批准号: 15YJA790086)的资助。

测的准确性和证券分析师预测价的分歧度衡量)是否影响 IPO 抑价以及能否调和投资者情绪与 IPO 抑价间的关系?以及我国在新股发行审核和定价机制的监管政策的变化是否对公司 IPO 抑价甚至对投资者情绪和 IPO 抑价间的关系产生影响?对这些问题的回答是本文重点研究的内容。

本文研究的贡献和创新点在于:(1)以往文献对投资者情绪的衡量大多采用单一指标、如李博和吴世农(2000)采用换手率、韩立岩和伍燕然(2007)以换手率和交易所月新开户数、俞红海等(2015)利用账户交易数据中的投资者 IPO 首日净买入,这些单一指标都能够反映市场上投资者情绪的某个方面,但都不够准确稳健。本文使用衡量投资者情绪的七个指标,利用因子分析法计量投资者情绪,可以为以往文献发现的投资者情绪与 IPO 抑价率之间的不确定关系提供一个较为稳健的经验证据。(2)国内文献对分析师跟进的研究主要体现在分析师跟进对公司行为和市場效率影响上(徐欣和唐清泉,2010;周铭山等,2016),本文则以 IPO 抑价为研究视角,研究分析师跟进、分析师 IPO 预测价的准确性和意见分歧度对 IPO 抑价率的影响,并进一步揭示了分析师跟进、分析师预测价的准确性和分歧度对投资者情绪影响 IPO 抑价过程中起到中和调节作用还是加剧扩大作用,为证券分析师如何在我国 IPO 市场中发挥信息传递和提高定价效率提供新的证据。(3)我国 IPO 发行制度于 2005 年实行询价制,期望形成市场化的价格形成机制。2009 年,中国证监会宣布取消对新股发行价格的行政管制,承销商获得了实际的定价权,这些制度变更能否抑制我国 IPO 高抑价值得关注。本文观察了政策监管的制度变迁如何对 IPO 抑价及投资者情绪与 IPO 抑价的关系产生影响,也是储一昀和仓勇涛(2008)研究的进一步延伸和拓展。(4)本文所研究的投资者情绪和分析师关注对 IPO 抑价的影响结合了行为金融学和信息有效性理论展开的交叉研究,为投资者非理性情况下,分析师的信息传递是否有效、能否得到市场认可提供了经验证据,也为我国 IPO 高抑价之谜提供了新的研究视角。

本文余下部分的安排是:第二部分为制度背景与文献综述,第三部分为理论分析与假说发展,第四部分是研究设计,第五部分为实证检验结果及其分析,第六部分为研究结论及启示。

二、制度背景与文献综述

(一)我国 IPO 审核和定价的制度演变过程

我国资本市场 IPO 发行和定价制度大概经过四个阶段:第一阶段为审批制阶段(1990 年-2000 年)。从 1990 年开始到 2000 年,我国股票发行采取的是行政审批制,带有明显的计划经济的痕迹,这期间大量国有企业通过改制完成了上市融资。具体来说,行政审批制有额度管理、两级审批、价格限制等特点。2000 年,我国 IPO 市场出现了上网定价发行和向二级市场投资者配售新股相结合的发行方式。在这种制度下,仍然采用的是事先确定固定价格、市盈率区间的定价方法。第二阶段为核准制阶段(2001 年-2004 年)。在核准制下,取消了额度分配和行政推荐的办法,公司上市由券商进行辅导,由股票发行审核委员会独立审核股票发行人是否符合股票发行的条件。发行人发行股票的申请只要经股票发行审核委员会审议通过,即可根据市场接受情况,由发行人和主承销商共同商定,自主决定发行时间。核准制的实质是以强制性信息披露为核心,在明确监管和披露标准及规则的前提下,使市场参与各方各自对自己的言行负责,尤其是上市公司要对自己披露的信息负全部的责任。在此期间,2001 年 11 月,从“北京华联”发行开始,我国 IPO 定价市场开始使用网上累计投标发行定价方式。在这种制度下,发行者和承销商预先确定价格区间,投资者在该区间内进行竞价投标,承销商再根据一定的超额认购倍数来确定最终的发行价格。第三阶段为询价制实施阶段(2005 年-2009 年)。2004 年 12 月 11 日,中国证监会发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》及配套文件《股票发行审核标准备忘录第号一对首次公开发行股票询价对象条件和行为的监管要求》。这两个文件于 2005 年 1 月 1 日起开始实施,同时标志着中国 IPO 定价机制正式进入询价制阶段。询价制实施的目的在于建立一级股票市场价值发现机制,希望利用询价机制来降低股票发行中的信息不对称程度,提高 IPO 定价的合理性。第四阶段询价制完善阶段(2009 年至今)。2009 年,为了进一步健全新股发行机制、提高发行效率,证监会公告[2009]13 号制定了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,自 2009 年 6 月 11 日起施行。由此中国证监会宣布

取消对新股发行价格的行政管制，承销商获得了实际的定价权，这是继 2004 年引入询价制后，中国新股发行体制最为深刻的一次制度变更。这次改革完善了询价和申购的报价约束机制，形成进一步市场化的价格形成机制。另外，在 IPO 定价上，为有效抑制 IPO 首日交易价格的过度上涨，从 2014 年 1 月 1 日开始，上交所和深交所分别对 IPO 交易价格做了规定。上交所规定，新股上市首日集合竞价阶段，有效申报价格不得高于发行价格的 120%且不得低于发行价格的 80%；连续竞价阶段，有效申报价格不得高于发行价格的 144%且不得低于发行价格的 64%。深交所也将新股上市首日开盘集合竞价的有效竞价范围圈定为发行价的上下 20%。

（二）文献综述

IPO 抑价的产生，其原因要么是二级市场过高估计了股票的真实价值，要么是一级市场估价出现问题，过低估计股票的真实价值。围绕“IPO 抑价之谜”，学术界根据信息不对称情况下所考察的对象不同，形成了可以用来解释 IPO 抑价现象的三个模型：第一，投资银行模型。从本质上说，IPO 抑价是发行人向投资者的一种利益让渡，而发行过程中承销商也扮演了非常重要的作用，从而引发投资者向承销商寻租的行为，比如为了获得更低的发行价格，投资者会给予承销商更多的经纪费用作为补偿。Barron (1982) 认为，与发行人相比，投资银行具有更多的关于资本市场发行与定价信息，博弈的结果是发行人将定价交由投资银行，在缺乏有效监督情况下，投资银行往往更加倾向于采取抑价发行，以确保股票发行的成功，并建立起良好的声誉。第二，“赢家诅咒”模型。Rock 和 Kevin (1986) 认为，市场中的投资者之间并不是信息对称的，即存在知情投资者和不知情的投资者。对于新股发行来说，仅拥有知情投资者是不够的，还必须拥有一定数量的不知情投资者进行参与，才能确保发行顺利，“赢家诅咒”模型认为 IPO 抑价现象的出现是为了补偿不知情投资者所承受的信息风险，以吸引这部分投资人参与认购。Beatty 和 Ritter (1986) 发展了这一观点，他们认为风险大的股票应该有更大程度的低估，这是对风险承受者的必要补偿。第三，信号显示理论。该理论认为发行人在 IPO 价值方面拥有比投资者更多的信息，发行人把新股抑价作为一种向投资者传递真实价值的信号。同时发行人可以通过聘任高质量审计师审计或者委托声誉卓越的投资银行为其承销股票，从而向投资者传递风险较低的信息。Titman 和 Trueman (1985) 研究发现，由于聘用高质量的审计服务需支付额外的“声誉溢价”或“质量溢价”，发行公司获得了更高的定价。Johnson 和 Miller (1988) 发现，声誉低的投资银行所承销的企业，其 IPO 抑价程度要显著高于声誉高的投资银行所承销的企业。此后，研究者开始尝试基于行为金融学的视角对公司 IPO 抑价进行了分析。Dorn (2009) 研究发现，IPO 申购过程中个人投资者更愿意付高价，事实上也付了高价，由此表明，投资者情绪影响了公司首发抑价。投资者情绪理论最早由 DeLong 等 (1990) 提出，他们认为，市场中同时存在理性投资者和噪声交易者，噪声交易者的交易行为并非基于资产的基本面信息。投资者情绪使资产价格在短期内偏离了其内在价值，从而产生了 IPO 抑价，在牛市行情中，情绪型投资者对 IPO 股票价值的预期通常过度乐观 (Ljungqvist et al., 2006)。Derrien (2005) 构建模型研究了投资者情绪对 IPO 定价的影响，发现个体投资者的狂热需求将会导致 IPO 较高的价格、较好的初始回报和长期的弱势表现。

我国学者对 IPO 抑价的研究可以分为两类：一类是对西方 IPO 抑价理论在中国的实用性进行检验，张矢的和卢月辉 (2014) 研究表明“赢者诅咒”假说及风险假说整体上对解释中国 A 股市场的 IPO 抑价率有效。胡丹和冯巧根 (2013) 研究发现上市前高质量审计在新股发行能够发挥信号作用，提高了 IPO 抑价率，验证了信号传递假说。另一类，则是直接研究我国制度背景下的 IPO 抑价问题，从中国内部环境的独特性寻找 IPO 抑价的原因。与发达国家相比，我国的股票市场处于政府的高度管制下，政府在 IPO 中起主导作用，市场制度的不健全和快速变化致使我国资本市场存在着更为严重的信息不对称，刘煜辉和熊鹏 (2005) 认为中国市场“股权分置”和“政府管制”的制度安排是导致极高 IPO 抑价的根本原因。“政府管制”产生的寻租行为，造成了 IPO 企业更长的上市等待期，增加了一级市场投资者的机会成本，因此需要更高的 IPO 抑价作为补偿；或者是政府管制导致低信誉的小券商由于议价能力弱、正常报酬少，而可能需要通过托市从二级市场上为自己谋求利益而获得补偿，因此导致抑价更高 (朱红军和钱友文，2010)。胡志颖 等 (2015) 则探讨了在我国特殊制

度环境下研发投入强度对 IPO 抑价的影响，以及风险投资的参与对二者关系的调节作用，他们研究发现，信息不对称的存在使得我国公司 IPO 前的研发投入引发了更高的 IPO 抑价，风险投资的投机性参与并没有起到对 IPO 公司进行认证监督从而减少信息不对称的作用，相反却扩大了 IPO 公司研发投入的信息不对称，最终加剧了研发投入对 IPO 抑价产生的正向调节作用，且风险投资对研发投入和 IPO 抑价之间的正向调节作用依存于风险投资的声誉、产权背景和 IPO 前持股比例。

分析师是重要的公司治理机制，能够降低投资者和上市公司之间的信息不对称性，使其它的公司治理机制得以有效运行。朱红军等（2007）发现我国证券分析师预测能够有效提高股价的信息含量，更加关注公司层面信息。陈艳等（2015）发现分析师预测准确性越高，IPO 股价的信息含量就越高。姜超（2013）结果表明证券分析师能够增强中国证券市场效率，但上述贡献部分或全部是由分析师使用内幕消息做出的。这些内幕消息倾向于优先告知分析师客户，损害普通股民利益和资本市场公平。当新股上市时，分析师通过加工公司 IPO 所披露的繁杂信息，使其作出的定价预测成为一种增量的信息，并通过影响投资者的投资决策提高股价信息含量。储一昀和仓勇涛（2008）以 2000 年到 2005 年为研究样本，结果显示分析师定价预测的一致性与公司上市首日收盘价在统计上没有显著差异，分析师跟进人数对公司首日回报率的影响是抑制股价非理性增长效应和不确定性拓展效应的复合。

IPO 抑价现象到底是一级市场的低估还是二级市场上的投资者非理性，学者们的研究提供了不同的解释。近年来我国学者基于行为金融学视角观察投资者情绪对公司 IPO 抑价的影响，他们对投资者情绪的衡量采用了不同的替代变量，发现投资者情绪的高低确实与 IPO 抑价相关（韩立岩和伍燕然，2007；田高良和王晓亮，2007；张维等，2015）。分析师作为资本市场中的职业参与者，其优秀的综合分析力以及特有的信息搜寻渠道，使其更接近于有效市场假说中的理性投资者，并做出专业准确的判断，那么分析师的参与能否抑制资本市场上 IPO 首日交易的非理性行为，以怎样的方式抑制 IPO 交易的高抑价？对这些问题以往文献较少涉及。

三、理论分析与假说发展

（一）投资者情绪对 IPO 抑价的影响

在资本市场中，投资者包含两种类型，一类是不成熟的散户投资者，此类投资者容易被乐观或悲观的情绪所左右，故称其为情绪型投资者；另一类是机构投资者，此类投资者在任何情境下更可能对发行企业的前景做出无偏估计。DeLong et al.（1990）认为，市场中噪声交易者的交易行为并非基于资产的基本面信息，噪音交易者情绪具有系统性和不可预测性，从而在市场中形成了持续的系统性风险。在牛市行情（Hot Markets）中，情绪型投资者对 IPO 股票价值的预期通常过度乐观。Dorn（2009）发现个体投资者购买情绪较高的股票首日收益较高，这是由乐观的个体投资者的狂热需求推高了股票的价格，使其价格高于内在价值所导致。在市場上涨期间价格风险较大，市场的先验不确定性增大，对投资者来说意味着更难对企业进行估价，承销商和发起人为了吸引投资者参与 IPO 发行，因此会设置相对于其他时期更高的折价。牛市行情中的 IPO 抑价是发行人对机构投资者配合其分销策略所承担风险的一种利益补偿（Ljungqvist et al., 2006）。

童盼和王旭芳（2010）则从定向增发角度验证了投资者情绪对市场交易的影响，他们研究发现当投资者情绪较高时，对事物的评价会较为乐观，这种情绪会抵消公开增发带来的负面影响，使得增发的负效应减弱；反之，当投资者情绪较低时，其对事物的看法往往较为悲观，这种悲观情绪会加重公开增发的负面影响，引起更为显著的负效应。因此，他们认为，不同市场环境下公开增发市场反应的差异主要源于投资者情绪。蒋顺才等（2006）利用对 1991-2005 年的数据分析发现，西方 IPO 理论中的“公司内在不确定性假设”和“投资银行声誉假设”，难以得到中国 A 股 IPO 市场的数据支持，而“市场气氛假设”则对中国股市更为适用，并且从审批制到通道制和保荐制的制度变迁显著地影响了 IPO 抑价率。不同于英美资本市场，我国股票市场中个体投资者占有主体地位，其行为的非理性特征更加突出。曹凤岐和董秀良（2006）利用主成分因子分析，说明了我国的 IPO 发

行价比市场价格更能反映公司内在价值，造成 IPO 抑价过高的主要原因便是二级市场的无效性。周孝华等（2006）以换手率和看涨指标作为投资者情绪指标，实证表明 IPO 上市首日所存在的噪声交易形成 IPO 高抑价。俞红海等（2015）利用账户交易数据中的投资者 IPO 首日净买入构建情绪指标，结果表明 IPO 首日投资者情绪和意见分歧均对 IPO 首日回报有显著为正的解釋力，尤其是当意见分歧严重时，投资者情绪的影响更大。基于此，本文提出假设 1：

假设 1：在其他条件相同情况下，投资者情绪越高，IPO 抑价率越高。

（二）证券分析师跟踪对投资者情绪与 IPO 抑价关系的影响

作为市场主体的证券分析师通常受到过比个人投资者更好的投资判断训练，拥有更多的行业背景和专业知識，在解读市场信息中具有更强的能力。比如，具有会计专长的分析师更能够理解公司提取减值准备的意义，具有经济专长的分析师更能够知道不同经济体中的上市公司到底为何存在差异。薛祖云和王冲（2011）选取 2003-2009 年证券分析师预测数据，研究发现在盈余公告前，证券分析师更倾向于披露年报中尚未披露的信息，存在着与年报相互竞争的关系，扮演信息竞争的角色；而在盈余公告后，分析师更倾向于解读年报中的相关信息，进而对年报信息补充，从而扮演信息补充的角色。尽管现有文献证实了分析师起到了信息中介作用，能够减少投资者和企业间的信息不对称，但在 IPO 市场上，分析师的跟进对投资者的非理性行为是起到抑制作用还是起到增强效应在理论和实证文献中并没有形成一致结论。在逻辑上，证券分析师的跟进对投资者情绪和 IPO 抑价间的关系可能产生两方面效应。

一方面，分析师跟进将抑制投资者情绪和 IPO 抑价之间的正向关系，原因是：其一，以机构投资者和证券分析师为代表的信息交易者能够促进股价对市场信息的反应和渗透速度，有利于市场信息效率的提高，证券分析师的广泛参与使得市场更加认可 IPO 企业的质量，这在一定程度上可缓解企业与投资者之间的信息不对称程度，对企业的价值起到认证的作用。其二，证券分析师的跟进将对 IPO 企业的盈余和公司治理等信息披露加以监督，从而增加了公司盈利预测等相关信息的可靠性，降低了公司信息不对称程度，有利于市场准确评估市场价值（吴东辉和薛祖云，2005）。其三，分析师作为重要的公司治理机制，通过跟踪、调研公司，不断地审视和监督管理层的活动，对公司管理层不当行为起到限制约束作用，能够降低投资者和上市公司之间的信息不对称性。因而，证券分析师的跟进将降低 IPO 企业价值被低估的程度，提高 IPO 定价效率，从而弱化投资者情绪与 IPO 抑价之间的正向关系。

另一方面，在机会主义和个人非理性投资的影响下，证券分析师的跟进将强化投资者情绪与 IPO 抑价之间的正向关系。首先，中国股市中的证券分析师可能基于自身利益等因素，参与到市场炒作中，有些证券分析师为获得短期利益并不一定能向市场传递更多的有效基本面信息，甚至为迎合投资者需求而制造“噪声”。一直以来，中国股票市场并没能像西方学者理论所演绎的那样，随着机构投资者和证券分析师等信息交易者掌握市场“话语权”而变得更加理性和稳定，我国资本市场上股票指数暴涨暴跌依旧，个股题材炒作依旧。特别是 2013 年以来，中国的证券分析师陷入了全行业的信任危机，从国泰君安等券商深陷“深圳宝安石墨烯矿事件”，再到中信证券的“天价涪陵榨菜”，本应客观理性的证券分析师似乎更热衷于题材炒作、搜集信息时“捕风捉影”，其研究报告的信息含量和投资价值备受质疑。2016 年 6 月 20 日广发证券（新财富最佳分析师）高度赞扬兴发集团为“被忽视的电子化学品集大成者”，导致该股当日午盘后直线被拉至涨停，当日出现 9400 万的融资买入额，但次日兴发集团发布澄清公告，表示与相关研报和券商撇清关系，分析师预测“不代表公司观点”。姜超（2013）实证研究发现，我国证券分析师能够增加 A 股股价中公司特质信息含量，促进资本市场效率，上市公司信息披露质量越差，分析师增加的股价中公司特质信息含量反而越高或无显著变化，说明分析师增加的股价中公司特质信息部分或全部来源于内幕消息，损害资本市场公平。其次，中国股票市场作为新兴资本市场，个体投资者占有主要地位，其行为的非理性特征十分突出。公司股票上市前由于信息不对称程度严重，投资者尤其是个人投资者对新股信息缺乏足够的关注，在这种情况下个体投资者往往基于非理性因素进行投资，而当理性投资者投资行为受卖空约束时，

非理性投资者这一投资行为将进一步影响资产定价与资源配置。此外，中国股票市场 IPO 首日不设涨跌幅限制、波动幅度大，而其余交易日有上下 10% 的涨跌幅限制，从而使得 IPO 股票成为个体投资者重要投机对象。一定程度上，分析师跟踪数量代表分析师对公司未来前景看好程度的代理变量，分析师跟踪越多表示对公司越看好，使得证券分析师的跟进为非理性投资者炒作公司股价提供了更好的借口。再次，我国证券分析师在信息处理过程中存在明显的羊群行为，并且证券分析师羊群行为会导致市场信息含量降低，甚至引发信息堵塞和催生资产泡沫，会引发市场的反应过度 and 加剧市场波动率（蔡庆丰等，2011）。

基于以上两方面分析，本文提出两个竞争性假说：

假设 2a: 在其他条件相同情况下，分析师跟踪数量抑制了投资者情绪与 IPO 抑价率正相关关系；

假设 2b: 在其他条件相同情况下，分析师跟踪数量扩大了投资者情绪与 IPO 抑价率正相关关系。

（三） 分析师定价预测的准确性和意见的分歧度对 IPO 抑价影响

分析师作为资本市场中的职业参与者，其优秀的综合分析力以及特有的信息搜寻渠道，使其更接近于有效市场假说中的理性投资者，并做出专业准确的判断。朱红军等（2007）在其研究中表明，证券分析师专业的分析活动能够将更多公司特质信息资本化入股价之中，降低了与市场变动的同步性，优化资本配置并提高市场效率。相对于个体投资者，证券分析师拥有更为系统、科学的估值系统，总体上其对新股的平均报价应该更接近公允价值，这正是监管层要求承销商根据网下机构报价确定价格的理论基础。由于网下机构获配新股要在上市三个月后才被允许抛售，可以推测机构报价的主要依据是其对上市三月后的交易价格预期。询价机构的预期显然不可能是完全相同的，它们之间也应该存在异质信念，部分机构会高估上市三个月后的价格，部分机构会低估该价格，但其“平均”的报价应该接近于“理性预期”（肖作平、曲佳莉，2013）。

由于大量分析师跟进同一公司，他们分别给市场带来了不同的私有信息，因而对于同一事项做出的决策和分析就存在着意见不一致，这被称为分析师的意见分歧。分析师意见的分歧代表了风险，是企业信息不确定性的代理变量（Johnson，2004；冯旭南，2016），如果分析师的意见分歧代表着风险，则分析师意见分歧越大，说明公司的未来状况越不确定，越难准确地预测，而投资者特别是没有进行风险分散组合的投资者就会要求对他们持有股票所承担的特有风险给予一定的补偿，而这一补偿要求，必然要产生一个更高的未来回报。显然，对于一个刚上市的公司，其市场化的成熟度还比较低，信息在市场中被获悉的程度要低于一个市场化相对成熟的公司，因而，对于 IPO 的公司而言，分析师意见分歧的程度越大，表明分析师对公司未来的前景越难准确预测，则投资者认为公司未来的不确定性越高，就会要求一个更高的回报，要求发行公司降低 IPO 发行价，以避免“赢者诅咒”。因此在 IPO 发行价的预测中，分析师预测的准确性越小、意见分歧度越大，意味着分析师与公司间的信息不对称程度越高，导致更严重的 IPO 的高抑价。张小成等（2011）研究发现当机构投资者同质时，机构可以通过隐藏申购需求，降低 IPO 发行价，达到有意抑价的目的，但可能会导致失去新股配售机制的调节作用；而当机构投资者异质时，由于信息不对称，机构投资者为规避“赢者诅咒”，IPO 发行价更低，导致 IPO 抑价更高。在二级市场上，投资者对股价未来预期的分歧越大，证券价格偏离内在价值的程度也越大。Miller（1977）认为股票往往被具有乐观预期的投资者所持有，如果卖空受到限制，则具有悲观预期的投资者就无法持有足够多的空头，从而使当前股价更多地体现乐观性偏差而被高估。我国资本市场新股缺乏做空机制，上市首日没有涨跌幅限制，加上新股投资者意见分歧严重，使得中国市场新股上市首日投资者投机炒作行为非常突出，这种投机炒作行为将推高股票价格而产生高抑价，投资者意见分歧越严重，首日抑价越高。李冬昕等（2014）研究方法发现询价机构报价差异性越大、意见分歧越严重，一级市场定价过高问题就越突出。汪宜霞和张辉（2009）研究发现在卖空限制存在的条件下，分析师价格预测的离散程度越大，投资者之间的意见分歧程度越大，IPO 抑价程度越高。

分析师作为资本市场信息传递的桥梁，通过对公司相关信息的搜集、加工和传递，减少证券市

场中公司股票的价格偏离,降低信息不对称程度,其预测准确性将影响资本市场中资源的配置效果。陈艳 等(2015)研究分析师定价预测准确性与 IPO 股价信息含量之间成正相关关系。洪剑峭 等(2012)研究发现准确的盈余预测信息有助于分析师做出更为有效的投资评级,为投资者带来更高的投资回报。我国市场化的询价机制有助于提高 IPO 发行定价效率,但分析师报价的意见分歧在市场化条件下仍然持续存在,在 IPO 卖空限制的约束机制下,分析师意见分歧越小、定价预测的准确性越大,则定价效率越高,从而会影响到投资者情绪与 IPO 抑价的正向关系。俞红海 等(2015)研究结果表明当投资者意见分歧严重时,投资者情绪对 IPO 抑价的影响更大。从信息搜寻效益看,只有分析师信息搜寻收益超过信息搜寻成本,市场才会对信息不对称程度降低给予一定的回报,分析师才会主动积极搜寻私有信息,提高 IPO 公司发行价预测的准确性,降低分析师意见分歧度。陈小林和孔东民(2012)研究发现机构投资者的信息搜寻降低了私有信息套利,而且,机构投资者信息搜寻在私有信息套利严重的公司对降低私有信息套利的作用更加明显。汪昌云 等(2015)则以媒体的信息传递作用为研究视角,结果发现公司的媒体信息管理行为在提高 IPO 发行价的同时,降低了 IPO 抑价水平,提高了资本市场的定价效率。因而我们预期分析师通过信息搜寻降低了信息不对称程度,提高了分析师预测价的准确性,能为机构投资者获取更高的投资收益,将进一步提高 IPO 抑价率。据此,本文提出假设 3:

假设 3a: 在其他条件相同情况下,分析师定价预测的准确性越低、意见分歧度越大, IPO 抑价率越高;

假设 3b: 在其他条件相同情况下,分析师定价预测的准确性越低,意见分歧度越大,投资者情绪与 IPO 抑价正向关系越小。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文使用的样本为从 2006 年到 2015 年所有在我国上海、深圳证券交易所上市的 IPO 公司,包括主板上市、创业板,最终样本总数为 1334 个。

表 1 样本构成情况说明

样本构成	观测数据 (个)
IPO总数	1421
剔除实际控制人性质缺失企业 (减: 17)	1404
剔除中签率lwr缺失企业 (减: 69)	1335
最终进行研究分析的样本总数	1334

在总共 1334 个样本中, 在上海证券交易所上市的有 218 家, 在深圳证券交易所上市的有 1116 家, 分别占比 16.33%和 83.67%。每年 IPO 上市公司数统计及占比见表 5-2 的 IPO 样本公司上市地点统计分析。

表 2 IPO 样本公司上市地点统计分析

年份	IPO 总数	沪市	占比	深市	占比
2006 年	61	8	0.131147541	53	0.868852
2007 年	98	11	0.112244898	87	0.887755
2008 年	63	1	0.015873016	62	0.984127
2009 年	95	7	0.073684211	88	0.926316
2010 年	312	22	0.070512821	290	0.929487
2011 年	253	28	0.110671937	225	0.889328
2012 年	135	22	0.162962963	113	0.837037
2013 年	0	0	0	0	0
2014 年	114	36	0.315789474	78	0.684211
2015 年	203	83	0.408866995	120	0.591133
合计	1334	218	0.16329588	1116	0.836704

表 2 中可以看到, 2006 年到 2015 年间我国 A 股上市的股票数达到 1134 家, 其中 2013 年中国证监会为了稳定股市, 没有公开发行任何股票。在 1134 家中, 在上海证券交易所上市的共 218 家, 在深圳证券交易所上市的共 1116 家, 占比 83.67%。

本文数据主要来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库, 本文对衡量投资者情绪的 7 个替代变量、调整后的发行抑价、分析师跟踪等主要变量按照上下 1%做了 Winsorize 处理。本文数据处理主要使用 SAS10.0 版和 STATA12.0 版。

(二) 模型设定与变量定义

1. 模型设计

为检验本文前文提出的假设 (1) 和假设 (2), 设置公式 (1) 的检验模型:

$$\text{underprice} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{bsi} + \alpha_2 \text{ananum} + \alpha_3 \text{bsi} \cdot \text{ananum} + \alpha_4 \text{ControlVariable} + \varepsilon \quad (\text{公式 1})$$

被解释变量 underprice 为 IPO 抑价率, 采用两种方法衡量, 分别为调整前的 IPO 抑价率和对市场收益率调整后的 IPO 抑价率。bsi 为投资者情绪变量, ananum 为证券分析师跟进数量, Control 为控制变量的总称, 主要控制变量包括上市地点、融资总额、上市板块、公司首日交易的换手率、

承销商声誉、中签率、公司成立年限、行业和年度虚拟变量等， ε 为残差项。

为检验本文提出的假设（3），本文设置公式（2）的检验模型：

$$\text{underprice} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{bsi} + \alpha_2 \text{anatum} + \alpha_3 \text{bsi} \cdot \text{anatum} + \alpha_4 \text{diversprice} + \alpha_5 \text{chronprice} + \alpha_6 \text{bsi} \cdot \text{diversprice} + \alpha_7 \text{bsi} \cdot \text{chronprice} + \text{ControlVariable} + \varepsilon \quad (\text{公式 2})$$

其中，diversprice 为分析师 IPO 定价预测的标准差，用来衡量分析师定价预测的分歧度；chronprice 为分析师预测价格的平均值与发行价的差异标准化的绝对值，用来衡量分析师定价预测的准确性，ControlVariable 为控制变量的总称， ε 为残差项。具体变量定义见表 6 的变量定义表。

2. 投资者情绪的衡量

本文主要解释变量为投资者情绪和分析师关注，包括分析师跟踪的数量、分析师预测价的准确性和分析师预测价的分歧度。其中，对投资者情绪的衡量采用因子分析法，本文借鉴 Baker 和 Wurgler（2005）、张宗新和王海亮（2013）等人的研究，使用七个投资者情绪代理变量，构建投资者情绪指标，七个代理变量包括：市场换手率，本文采用月市场整体交易量和流通市值之比衡量市场换手率，以此说明股市交易频繁程度，换手率越高，市场情绪水平越高；投资者新增开户数，该指标是场外人士的市场情绪，该指标越高表示场外人士入市动力越强，市场情绪越高，本文采用 IPO 当月投资者新增开户数；上涨下跌家数比，该指标采用 IPO 当月市场股票上涨家数与下跌家数的月度比值；市场平均市盈率，市场估值水平高低是投资者情绪变化的市场表现，本文采用 IPO 当月市场平均收益率；上证指数振幅，采用 IPO 当月上证指数的振幅衡量；市场月收益率，采用 IPO 当月沪市市场每月加权平均收益率；市场月交易量，采用 IPO 当月市场交易量大小衡量。

表 3 衡量投资者情绪变量描述性统计结果

变量名称	N	mean	P50	p75	p25	max	min	std
市场换手率	120	21.33	16.02	25.72	11.32	55.45	6.85	14.65
新增开户数	120	144.37	90	200	40	420	2	127.3
上涨下跌比	120	7.901	2.240	6.527	0.494	99.05	0.039	16.41
市场平均市盈率	120	18.5	16.47	20.29	11.98	50.26	9.31	9.36
上证指数振幅	120	0.118	0.092	0.161	0.069	0.293	0.037	0.065
市场月收益率	120	0.053	0.144	0.093	-0.025	0.270	-0.159	0.104
市场月交易量	120	4.0E11	2.1E11	4.5E11	1.4E11	1.6E12	3.1E10	4.2E11

本文首先对衡量投资者情绪的 7 个替代变量市场换手率、新增开户数、当月股市上涨下跌比例、市场平均市盈率、上证指数振幅、市场平均月收益率、市场月交易量七个指标进行因子分析，分析结果如表 4 和表 5：

表 4 因子方差贡献率

因子	主因子方差贡献率			矩阵旋转后主因子方差贡献率		
	特征值	方差贡献率	累计方差贡献率	特征值	方差贡献率	累计方差贡献率
1	3.3211	0.4744	0.4744	3.0464	0.4352	0.4352
2	1.4925	0.2132	0.6876	1.5575	0.2225	0.6577
3	1.1936	0.1705	0.8582	1.4033	0.2005	0.8582
4	0.5462	0.0780	0.9362			
5	0.2539	0.0363	0.9725			

6	0.1484	0.0212	0.9937			
7	0.0444	0.0063	1.0000			

根据表 4 的因子方差贡献率可以看出，经过因子分析后的特征根大于 1 的主因子有 3 个，其累计方差贡献率达到 85.82%，超过 85%，因而用这三个因子来替代衡量投资者情绪是可行的。表 5 为旋转后因子载荷矩阵。

表 5 旋转后因子载荷矩阵

变量\主因子	Factor1	Factor2	Factor3
市场换手率	0.3135	-0.0234	0.0130
新增开户数	0.3096	0.0268	-0.1739
上涨下跌比例	-0.0973	0.6068	-0.0426
市场平均市盈率	-0.1340	0.0171	0.6955
上证指数振幅	0.1446	-0.1525	0.4897
市场平均月收益率	0.0095	0.5432	-0.0291
市场月交易量	0.3378	-0.0603	-0.0628

通过因子分析以及根据表 4 和表 5，我们建立了投资者情绪的衡量指标，具体计算公式如下：

$$bsi_i = 0.5071 * Factor1_i + 0.2593 * Factor2_i + 0.2336 * Factor3_i$$

具体变量定义见下表 6:

表 6 变量说明及定义表

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	调整前的发行抑价	Underprice1	(上市首日收盘价-上市发行价) / 上市发行价
	调整后的发行抑价	Underprice2	调整前的发行抑价率-当日市场收益率
解释变量	投资者情绪	bsi	因子分析法构建的投资者情绪
	分析师跟踪数量	ananum	用分析师跟踪的数量来衡量。
	分析师预测价平均值	meanprice	分析师预测价的平均值
	分析师预测价准确性	chronprice	分析师 IPO 股价预测的准确性, 以 (分析师预测价的平均值-发行价) / 发行价的绝对值衡量
	分析师预测价标准差	Stdprice	分析师对 IPO 公司股价预测的标准差
	分析师预测的分歧度	diverprice	分析师预测价的标准差/预测价的平均值
控制变量	上市板块	listz	虚拟变量, 若公司属于创业板为 1, 否则为 0
	产权性质	property	虚拟变量, 国有企业为 1, 否则为 0
	融资规模	finance	Ln(发行总股数*发行价格)
	公司年龄	firmage	公司成立时间
	承销商声誉	msr	用承销商上市前一年市场份额表示。
	中签率	lwr	该股票发行股数/有效申购股数
	换手率	changeration	IPO 公司股票当日交易换手率
	上市地点	listloca	虚拟变量, 若公司在深交所上市为 1, 否则为 0
	年度控制	Year	年度虚拟变量
	行业控制	industry	行业虚拟变量
	制度变更 1	y ch09	IPO 发生在 2009 年 6 月之前为 1, 否则为 0
	制度变更 2	y ch14	IPO 发生在 2014 年之前为 1, 否则为 0

五、实证研究结果与分析

(一) 描述性统计

表 7 主要变量描述性统计结果

变量名	N	mean	P50	p75	p25	max	min	std
underprice2	1334	0.561	0.430	0.628	0.195	6.289	-0.255	0.655
underprice1	1334	0.568	0.440	0.633	0.187	6.267	-0.263	0.699
bsi	1334	0.000	-0.224	0.220	-0.435	1.630	-0.705	0.616
changeration	1334	0.542	0.692	0.818	0.216	0.959	0.000	0.336
anatum	1334	7.003	7	9	4	25	1	3.600
meanprice	1334	26.06	22.65	31.74	15.67	149.4	2.964	15.92
chronprice	1334	0.406	0.312	0.534	0.152	2.725	0.000	0.384
stdprice	1334	4.764	3.522	5.850	1.978	45.396	0.000	4.806
listz	1334	0.339	0.000	1.000	0.000	1.000	0.000	0.473
property	1334	0.127	0.000	0.000	0.000	1.000	0.000	0.333
finance	1334	20.15	20.054	20.560	19.625	24.638	17.471	0.787
firmage	1334	11.15	10.000	14.000	8.000	56.000	1.000	4.648
lwr	1334	1.065	0.594	1.049	0.339	65.521	0.013	2.507
Msr	1334	3.112	2.534	4.250	0.856	20.96	0.024	3.097

从表 7 的变量描述性统计结果可以看出, underprice1 变量平均值为 0.568, 说明所有 IPO 价格抑价平均达到 56.8%, 最高值达到 626.7%, 该公司代码是 002703, 浙江世宝, 于 2012 年 11 月 2 日公开发行, 网上发行价为 2.58 元, IPO 当日收盘价 18.75 元, 抑价率超过 600%。最低值为-0.263, 该公司为 2012 年 1 月 6 日上市的加加食品, 股票代码为 002650, IPO 发行价格为 30 元/股, 上市首日收盘价为 22.10 元, 抑价-26.3%。上市首日股票换手率变量 changeration 平均值为 0.542, 说明当日平均换手达到 50%以上, 交易活跃度非常高, 最高达到 95.9%, 即基本上中签后的持股者在上市首日全部卖出股票。分析师跟踪数量变量 anatum 平均值为 7.0, 最高值为 25, 最低值只有 1, 标准差达到 3.6, 说明有公司分析师跟踪数量达到 25, 而有些公司分析师跟踪仅有 1 人。公司成立时间平均值为 11.15 年, 即平均来说, 公司成立后需要 11 多年才能够 IPO 上市。

(二) 相关性分析

表 8 Pearson 相关性分析表

	underp~2	underp~1	bsi	change~n	ananum	meanprice	stdprice	property	finance	esbage	lwr	msr
underprice2	1											
underprice1	0.99***	1										
bsi	0.25***	0.24***	1									
changeration	0.24***	0.24***	-0.48***	1								
ananum	0.19***	0.18***	-0.18***	0.34***	1							
meanprice	-0.19***	-0.18***	0.01	-0.08***	0.04	1						
diversprice	-0.01	-0.01	0.30***	-0.20***	-0.01	0.71***	1					
property	0.15***	0.14***	0.03	0.08***	0.17***	-0.22***	-0.11***	1				
finance	-0.36***	-0.36***	-0.23***	0.09***	0.24***	0.29***	0.07***	0.18***	1			
firmage	-0.13***	-0.12***	0.16***	-0.33***	-0.20***	-0.01	0.05*	-0.13***	-0.12***	1		
lwr	-0.21***	-0.21***	-0.18***	-0.06**	-0.04	0.15***	0.01	-0.05*	0.28***	0.02	1	
msr	-0.09***	-0.08***	-0.05*	0.01	0.04	0.04	0.00	0.11***	0.32***	-0.06**	0.04	1
listloca	0.08***	0.08***	-0.21***	0.32***	0.07***	0.21***	0.09***	-0.23***	-0.31***	-0.07**	-0.09***	-0.17***

(注：***、**、*分别表示为在 1%、5%、10%水平上显著。)

从表 6-2 的相关性分析表可以看出，投资者情绪变量 bsi 与 underprice1 和 underprice2 变量均为正相关，且在 1%水平上显著，相关系数分别为 0.25 和 0.24，分析师跟踪数量 ananum 变量与 underprice1 和 underprice2 变量的相关系数分别为 0.19、0.18，成正相关关系，且都在 1%水平上显著。这个结果初步验证了本文的假设 1。meanprice 变量与 underprice1 和 underprice2 变量的相关系数分别为-0.19、-0.18，且在 1%水平上显著负相关。分析师意见的分歧度变量 Stdprice 与 underprice1 和 underprice2 变量关系并不显著。这些相关性分析结果只是单变量检验，是在没有考虑其他因素影响下的单变量回归结果，准确变量间关系的要看多元回归分析的结果。

(三) 多元回归分析

1. 投资者情绪、分析师跟踪对 IPO 抑价影响分析

表 9 投资者情绪、分析师跟进对 IPO 抑价影响

	(1)	(2)	(3)
	underprice2	underprice2	underprice2
bsi	0.132*** (4.54)	0.143*** (4.88)	0.0144 (1.42)
ananum		0.0133*** (3.32)	0.0155*** (3.72)
bsi*ananum			0.0247*** (3.47)
finance	-0.185*** (-7.15)	-0.200*** (-7.51)	-0.198*** (-7.49)
changeration	0.922*** (14.67)	0.905*** (14.44)	0.909*** (14.48)
msr	0.00348 (0.89)	0.00377 (0.97)	0.00357 (0.91)
lwr	0.00724*** (3.54)	0.00794*** (3.78)	0.00796*** (3.62)
firmage	-0.00427* (-1.90)	-0.00414* (-1.85)	-0.00386* (-1.70)
listloca	-0.0558* (-1.90)	-0.0614** (-2.08)	-0.0534* (-1.80)
listz	-0.0758*** (-3.49)	-0.0800*** (-3.67)	-0.0775*** (-3.56)
年度控制	是	是	是
行业控制	是	是	是
截距项	4.148*** (7.70)	4.337*** (7.94)	4.258*** (7.85)
<i>N</i>	1334	1334	1334
adj. <i>R</i> ²	0.623	0.625	0.628
F (p值)	43.89 (<0.0000)	42.39 (<0.0000)	40.27 (<0.0000)

(注: 括号里是t值, * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$)

在表 9 回归中, 因变量都是经市场收益率调整后的抑价率, 分别列示了三个模型的回归, 即逐步加入投资者情绪、分析师跟踪数量以及投资者情绪与分析师跟踪数量的交互项。模型 (1)、模型 (2)、模型 (3) 中, 研究结果均显示投资者情绪与 IPO 抑价率成正相关关系, 说明当市场投资情绪高昂时, IPO 抑价率越高, 市场存在投资的非理性情形, 与本文的假设 1 预测一致。在模型 (2) 和 (3) 中, 分析师跟踪数量与抑价率显著正相关, t 值分别为 3.32 和 3.72, 都在 1% 水平上显著, 说明 IPO 公司的证券分析师跟进数量越多, 二级市场的 IPO 抑价程度越高, 其原因可能是证券分析师的跟进被投资者认为是公司前景良好的证明, 分析师跟进数量越多, 越被市场认可为“明星公司”, 股价越容易被高估。并且在模型 (3) 中, bsi*ananum 交互项的系数为 0.0247, t 值为 3.47, 在 1% 水平上显著, 说明分析师的跟进扩

大了投资者情绪对 IPO 抑价的影响程度，证明本文假设 2b，表明在市场受到投资者情绪影响情况下，作为专业信息解读的证券分析师跟进人数越多越大，越容易被市场所追捧，从而为非理性的投资者作为抬高股票价格的提供理由或借口。从投资者情绪和分析师跟进数量的模型回归结果看，我国 IPO 的定价市场更多地呈现出投资者的非理性行为，与有效市场理论相违背。

从控制变量回归结果可以看出，融资金额变量 (finance) 与 IPO 抑价率在 1%水平上显著负相关，表明 IPO 公司融资金额越大，抑价率越低。上市首日换手率 (changeration) 与 IPO 抑价在 1%显著正相关则表明当日市场交易越活跃，换手率越高，抑价率越大。而上市地点 (变量 listloca) 和是否属于创业板 (listz) 变量均与 IPO 抑价率显著负相关，说明相比较上海交易所，在深圳交易所上市的公司股票 IPO 抑价率更高。但有趣的是，相比较主板公司，创业板 (listz) 公司并没有引起过高的抑价率，反而出现显著的低于主板公司的抑价率。公司成立时间变量 firmage 在三个模型与 IPO 抑价率负相关，均在 10%水平上显著，说明公司成立时间越长，IPO 抑价率越小，原因可能是较短成立时间就能够上市，越可能被市场认为是更成功地公司，成长性也更好，因而公司成立时间越短并成功上市，更可能被二级市场所追捧。另外，IPO 公司当日交易的股票换手率变量 changeration 与 IPO 抑价率显著正相关，且在 1%水平上显著，说明股票换手率越高，股票交易越活跃，更容易抬高当日的股票交易价格。在三个型中，调整的 R^2 均在 80%以上，分别达到 0.623、0.625 和 0.628，说明整个模型的拟合度很高，能够很好的说明 IPO 公司抑价率的影响因素。本文检测的所有三个模型的主要变量 VIF 值都小于 5，说明不存在严重的共线性问题。衡量模型整体显著性水平的 F 值分别达到 43.89、73、42.39、40.27，都在 1%水平上显著。

2. 分析师 IPO 定价的准确性与意见分歧度对 IPO 抑价的影响

为进一步研究分析师关注对 IPO 抑价率的影响，表 10 分别通过 underprice1、underprice2 作为因变量考察分析师 IPO 预测价的准确性和分歧度对 IPO 抑价率的影响。

表 10 分析师定价的准确性与意见分歧度对 IPO 抑价率的影响

	(1) underprice2	(2) underprice1	(3) underprice2	(4) underprice1
bsi	0.0176 (1.46)	0.0299* (1.69)	0.115*** (2.70)	0.139* (1.85)
ananum	0.0113*** (3.72)	0.0106*** (3.08)	0.0115*** (3.64)	0.0107*** (3.22)
bsi*ananum	0.0124** (2.18)	0.0122* (1.91)	0.0119* (1.96)	0.00989 (1.49)
diversprice	0.0552* (1.67)	0.1876** (2.00)	0.328* (1.94)	0.572 (1.63)
chronprice	0.9393*** (33.89)	1.0249*** (32.81)	0.949*** (24.23)	1.036*** (17.76)
bsi* diversprice			-0.572*** (-4.13)	-0.867*** (-2.97)
bsi* chronprice			-0.0191 (-0.21)	0.0970 (0.69)
finance	-0.114*** (-7.24)	-0.1241*** (-7.00)	-0.109*** (-6.35)	-0.119*** (-5.57)
changeration	0.386***	0.3734***	0.403***	0.404***

	(8.36)	(7.18)	(8.72)	(7.95)
msr	0.0065**	0.0081**	0.00659**	0.00834**
	(2.31)	(2.54)	(2.27)	(2.52)
lwr	0.0020	0.0020	0.00201	0.00177
	(0.57)	(0.50)	(1.57)	(1.17)
firmage	-0.0021*	-0.0017	-0.00299*	-0.00267
	(-1.11)	(-0.81)	(-1.80)	(-1.50)
listloca	-0.029	-0.0276	-0.0182	-0.0177
	(-1.05)	(-0.88)	(-0.77)	(-0.68)
listz	-0.0521**	-0.0581**	-0.0566***	-0.0647***
	(-2.58)	(-2.56)	(-4.06)	(-3.58)
年度控制	是	是	是	是
行业控制	是	是	是	是
截距项	2.475***	2.6144***	2.278***	2.388***
	(7.36)	(5.76)	(6.25)	(5.76)
<hr/>				
N	1334	1334	1334	1334
adj. R ²	0.808	0.779	0.807	0.788
F (p值)	147.3	128.01	163.3	103.2
	(<0.0000)	(<0.0000)	(<0.0000)	(<0.0000)

(注: 括号里是t值, * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$)

表 10 中, 模型 (1) 和模型 (3) 的因变量为考虑市场收益率后的 IPO 抑价率, 模型 (2) 和 (4) 的因变量为没有考虑市场收益率的 IPO 抑价率。同表 9 显示结果一致, 投资者情绪与 IPO 抑价率正相关, bsi*ananum 交互项显著正相关。

分析师 IPO 预测定价的意见分歧度 (diversprice 变量) 与 IPO 抑价率在 1% 水平上显著正相关, 说明分析师在公司 IPO 定价的分歧度越大, IPO 抑价率越高, 证明了本文假设 3a, 表明信息越不对称, 一级市场上投资者面临的风险越大, 投资者要求的回报率就越高, 抑价率就越高, 由于我国资本市场上新股上市首日投资者投机炒作行为更加突出, 这种投机炒作行为进一步推高了股票价格而产生高抑价。这与“赢者诅咒”模型预测一致, 即风险大的股票应该有更大程度发行价的低估, 这是对风险承受者的必要补偿。根据 Ritter 和 Beatty (1986) 的风险假说观点, 企业价值的不确定程度越高, IPO 抑价则越高, 体现的是一级市场 IPO 投资者风险回报平衡的要求。这也与冯旭南 (2016) 研究一致, 他们发现当投资者之间的意见分歧越大, 股价越容易被高估。同样, 当分析师预测价的准确性越低时 (chronprice 变量值越大), 分析师与上市公司间的信息不对称程度越大, IPO 抑价率越高, 同样证实了“赢者诅咒”模型。换一角度来看, 当分析师预测价的标准差降低、准确性提高, 信息不对称减小, 将降低 IPO 抑价率。bsi* diversprice 交互项在四个模型中都在 1% 水平上显著负相关, 则说明分析师 IPO 定价分歧越大, 信息不对称程度越高, 投资者情绪与抑价率的正向关系越小, 一方面表明随着二级市场投资者面临的信息不对称越大, 投资者的风险回避降低了投资者情绪对 IPO 抑价率的正向影响。另一方面, 即使投资者存在非理性投资行为下, 市场对信息不对称程度较低的公司给予了更高的定价, 导致了更高的抑价率。这些结果验证了本文假设 3b。这个结果与张小成等 (2011) 不太一致, 他们研究发现当机构投资者异质时, 由于信息不对称, 机构投资者为规避“赢者诅咒”, 与同质情况下相比, IPO 发行价更低, 使得 IPO 抑价率更高。

另外, 我们发现保荐机构的声誉变量 (msr) 与 IPO 抑价率显示正相关, 并在 5% 水平上显著, 说明我国上市公司的 IPO 保荐机构的声誉越高, 市场炒作越大, 抑价率越高。没有支持

IPO抑价的“信号显示理论”。这与邵新建等（2013）的研究结果不一致，他们研究发现在机构报价形成的股票需求曲线上，承销商实际选择在相对高位定价，发行价格显著高于各类报价均值，而承销商声誉能够在一定程度上抑制这种定价拔高行为，定价拔高越大上市首日收益率越低。在表10中的四个模型中，模型的拟合度调整的R2基本达到80%左右，说明本文设置的模型整体解释IPO抑价率较强。同样，回归模型中的各变量的VIF值都小于5，因而不存在严重的共线性问题。

3. 进一步研究：制度变更和产权性质对 IPO 抑价的影响

我国IPO交易规则和上市规则都在不断完善和修改中，本文选取了对IPO审核和定价制度有重要影响的两个年份2009年和2014年作为制度变更变量，并分别设置一个虚拟变量，以研究制度变更对IPO抑价率的影响，使用4个模型分别进行研究。特别是2009年，中国证监会宣布取消对新股发行价格的行政管制，承销商获得了实际的定价权，这是继2004年引入询价制后，中国新股发行体制最为深刻的一次制度变更。一级市场上，发行人、主承销商或根据机构投资者报价协商确定发行价格，或由主承销商根据初步询价结果确定发行价格，市场化的价格机制进一步形成；二级市场上，投资人在更为市场化的定价机制下，对信息依赖显著增强。其中最重要的改革措施当属2009年取消对新股定价30倍市盈率的限制。这一符合市场化要求的重大措施，其效果一直被市场各方关注。唐炳南（2016）年研究发现2009年IPO发行体制改革后，有更多一级市场上的信息跟新股发行价格显著相关，但对发行价格解释能力的增加主要来源于风险和市场氛围两类因素，而与股票基本面更加相关的价值指标对价格的解释能力却下降了。因此，本文通过设置ych09制度变更变量来观察当承销商实际获得定价权时，市场的力量能否减少高的IPO抑价率。同时，本文还观察了上市公司的产权性质是否影响到IPO抑价率，具体研究结果见表11：

表 11 制度变更和产权性质对 IPO 抑价率的影响

	(1) underprice2	(2) underprice1	(3) underprice2	(4) underprice1
bsi	0.115** (2.55)	0.139*** (2.76)	0.215** (2.63)	0.2046** (2.23)
ananum	0.0114*** (3.78)	0.0107*** (3.15)	0.0116*** (3.79)	0.0112*** (3.27)
bsi*ananum	0.0119** (2.11)	0.00993 (1.56)	0.0114* (1.87)	0.0110 (1.60)
diversprice	0.326*** (3.43)	0.571*** (5.36)	0.3376*** (3.54)	0.5796*** (5.43)
chronprice	0.949*** (34.32)	1.036*** (33.51)	0.9444*** (33.88)	1.0336*** (33.15)
bsi* diversprice	-0.572*** (-5.41)	-0.867*** (-7.33)	-0.5695*** (-5.20)	-0.8842*** (-7.21)
bsi* chronprice	-0.0189 (-0.34)	0.0971 (1.55)	-0.0472 (-0.80)	0.0794 (1.20)
ych09	-0.261*** (-5.22)	-0.204*** (-3.65)	-0.3350*** (-7.10)	-0.3204*** (-6.07)
ych14	0.329*** (5.32)	0.306*** (4.42)	0.4082*** (7.19)	0.4149** (6.54)
bsi*ych09			-0.1742** (-2.11)	-0.1668* (-1.80)
bsi*ych14			0.0856 (1.27)	0.1209 (1.60)

property	0.00812 (0.30)	0.00405 (0.13)	0.0072 (0.26)	0.0029 (0.09)
finance	-0.109*** (-6.98)	-0.119*** (-6.80)	-0.1085*** (-6.92)	-0.1182*** (-6.74)
changeration	0.402*** (7.29)	0.404*** (6.54)	0.423*** (7.52)	0.4272*** (6.79)
msr	0.00656** (2.34)	0.00833*** (2.66)	0.0066** (2.35)	0.00834*** (2.67)
lwr	0.00206 (0.58)	0.00180 (0.46)	0.0022 (0.63)	0.0083 (0.52)
firmage	-0.00296 (-1.55)	-0.00265 (-1.24)	-0.0031 (-1.63)	-0.0028 (-1.31)
listloca	-0.0171 (-0.61)	-0.0171 (-0.54)	-0.0169 (-0.60)	-0.0166 (-0.53)
listz	-0.0565*** (-2.78)	-0.0646*** (-2.84)	-0.0561*** (-2.76)	-0.0647*** (-2.84)
年度控制	是	是	是	是
行业控制	是	是	是	是
截距项	2.282*** (6.72)	2.390*** (6.29)	2.2592*** (6.65)	2.3598*** (6.21)
<i>N</i>	1334	1334	1334	1334
adj. <i>R</i> ²	0.807	0.787	0.807	0.788
F值	136.9	121.4	130.9	116.1

(注: 括号里是*t*值, * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$)

表11中可以看出, 无论因变量是underprice1变量和underprice2, bsi变量、anatum变量以及bsi*anatum交互变量回归的结果与表10、表11结果一致。证实了本文假设1和假设2b。在四个模型中, 制度变更变量ych09的系数分别为-0.261、-0.204、-0.3351、-0.3204, 且至少都在1%水平上显著, 说明相比较2009年6月之前IPO上市的, 证监会制度变更后IPO抑价率平均下降了20%多, 这个结果一方面表明我国09年的引入市场竞争的承销商主导价格模式下, 比之前的询价制具有更高的定价效率。另一方面也可能意味着掌握定价权的承销商更为偏向发行人的利益通过拉高发行价格, 将原本属于投资者的抑价利益向发行人转移, 发行人获得了远超其预期的融资, 而投资者却开始承担新股“破发”的巨大风险。同时, 制度变更变量(ych09)与投资者情绪(bsi)的交互项在模型(3)和模型(4)中均在10%水平上显著的负相关, 说明2009年6月份以后, 制度变更减弱了投资者情绪对IPO抑价的影响。唐炳南(2016)也发现2009年的改革的确增强了新股定价的市场化, 这是定价效率得到增强的表现的一个方面, 同时价格信息覆盖广度的增加主要来自于取消价格管制后承销商和发行人更重视风险因素和市场状况。

而制度变更ych14变量显著与IPO抑价率正相关说明中国证监会于2014年1月1日限制IPO首日交易价格以抑制股票价格的措施并没有得到监管层想要的结果, IPO抑价率反而比以前年度更高了, 平均高约40%以上。而ych14与bsi交互项尽管正相关, 但并不显著, 即2014年之后的证监会价格限制规定没有显著影响投资者情绪对IPO抑价的影响。

在四个模型中, 本文都加入了产权性质变量 property, 发现无论上市公司是国有企业还是非国有企业, 两者在IPO抑价率上均没有显著差异。这说明二级市场对IPO公司的股票价格的追捧没有受到企业最终控制人性质的影响, 可能原因在于我国IPO制度下, 上市壳资源的稀缺和审核制导致市场IPO公司数量受到限制, 因而市场对产权性质不加选择, 也可能是由于在我国资本市场中, 产权性质对公司未来成长盈利没有太大差别。这与于富生、王成

方（2012）的研究不一致，他们研究了国有股权与抑价之间的关系及其在政府定价管制程度不同情况下对国有股权与护抑价关系的影响，他们的研究结果显示，国有股权比例与抑价正相关随着政府定价管制程度的提高，国有股权比例与抑价正相关关系显著减弱，甚至转向负相关关系。

（四）稳健性检验

为了进一步验证本文的研究结果，本文稳健性检验主要通过两种方法：（1）Baker 和 Stein（2004）认为，股票换手率反映股票的流动性，能够作为投资者情绪的衡量指标。在一个限制卖空的市场环境中，投资者由于投资者情绪的作用增加了市场的流动性，进而使股票的换手率增加，所以股票月换手率能够作为投资者情绪的衡量指标。因此本文使用市场月交易换手率（mktcha）作为稳健性检验，来衡量投资者情绪，然后使用分析师跟踪和分析师意见的分歧度等变量进行回归，结果如表 11。（2）将解释变量分析师跟进数量替换为分析师跟进数量的自然对数来衡量，变量名称为 lnan，稳健性检验的多元回归结果如表 12 和表 13 所示：

表 12 稳健性检验结果 1：使用市场换手率衡量投资者情绪

	(1) underprice1	(2) underprice2	(3) underprice1	(4) underprice2
mktcha	0.0048*** (2.76)	0.0049*** (3.11)	0.0128*** (4.39)	0.0109*** (7.03)
anatum	0.0129*** (2.76)	0.0132*** (3.16)	0.00618 (1.11)	0.00708 (1.35)
diversprice			1.400** (2.56)	0.912*** (3.51)
chronprice			1.387*** (10.70)	1.294*** (16.13)
mktcha* anatum			0.000212 (0.84)	0.000206 (0.87)
mktcha* diversprice			-0.0355*** (-3.02)	-0.0239*** (-4.17)
mktcha* chronprice			-0.0206*** (-3.25)	-0.0204*** (-5.13)
property	0.0427 (1.01)	0.0410 (1.08)	0.00866 (0.26)	0.00462 (0.13)
yeh09	-0.2843*** (-4.05)	-0.3029*** (-4.79)	-0.269*** (-5.24)	-0.214*** (-2.74)
yeh14	0.5370*** (6.73)	0.5314*** (7.40)	0.319*** (5.60)	0.297*** (3.66)
finance	-0.2239*** (-9.36)	-0.2036*** (-9.46)	-0.112*** (-5.29)	-0.104*** (-6.07)
changeration	0.9599*** (11.73)	0.9272*** (12.60)	0.375*** (7.49)	0.389*** (8.46)
msr	0.0046 (1.05)	0.0032** (0.83)	0.00827** (2.49)	0.00662** (2.30)
lwr	0.0094* (1.72)	0.0087* (1.77)	0.00250 (1.45)	0.00269* (1.93)
firmage	-0.0034 (-1.15)	-0.0036 (-1.39)	-0.00300* (-1.68)	-0.00315* (-1.91)
listloca	-0.0669 (-1.54)	-0.0629 (-1.61)	-0.00514 (-0.20)	-0.00930 (-0.41)
listz	-0.0847*** (-2.69)	-0.0783*** (-2.76)	-0.0636*** (-3.52)	-0.0569*** (-4.17)
年度控制	是	是	是	是

行业控制	是	是	是	是
截距项	4.664 ^{***}	4.286 ^{***}	1.994 ^{***}	1.962 ^{***}
	(9.06)	(9.26)	(5.02)	(5.45)
<i>N</i>	1334	1334	1334	1334
adj. <i>R</i> ²	0.5889	0.6332	0.797	0.815
<i>F</i>	54.17	62.18	79.27	130.4
	(<0.0000)	(<0.0000)	(<0.0000)	(<0.0000)

(注: 括号里是*t*值, * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$)

表 13 稳健性检验结果 2: 使用分析师跟进的自然对数

	(1)	(2)	(3)	(4)
	underprice2	underprice1	underprice2	underprice1
bsi	0.177 ^{***}	0.1898 ^{**}	0.143 ^{***}	0.167 ^{**}
	(4.72)	(4.92)	(3.41)	(2.31)
lnan	0.0492 ^{***}	0.0419 ^{**}	0.0494 ^{***}	0.0421 ^{**}
	(2.77)	(1.97)	(2.78)	(2.20)
bsi* lnan			0.0240	0.0161
			(1.05)	(0.62)
diversprice	0.305 [*]	0.5533	0.305 [*]	0.554
	(1.80)	(5.15)	(1.80)	(1.57)
chronprice	0.953 ^{***}	1.0397 ^{***}	0.952 ^{***}	1.039 ^{***}
	(24.21)	(33.62)	(24.14)	(17.75)
bsi* diversprice	-0.581 ^{***}	-0.8745 ^{***}	-0.582 ^{***}	-0.875 ^{***}
	(-4.17)	(-7.39)	(-4.18)	(-2.98)
bsi* chronprice	-0.0109	0.1032	-0.0177	0.0986
	(-0.12)	(0.66)	(-0.20)	(0.70)
property	0.00749	0.0038	0.00866	0.00462
	(0.22)	(0.13)	(0.26)	(0.13)
ych09	-0.268 ^{***}	-0.3014 ^{***}	-0.269 ^{***}	-0.214 ^{***}
	(-5.21)	(-5.92)	(-5.24)	(-2.74)
ych14	0.312 ^{***}	0.3697 ^{***}	0.319 ^{***}	0.297 ^{***}
	(5.36)	(6.37)	(5.60)	(3.66)
finance	-0.106 ^{***}	-0.1154 ^{***}	-0.106 ^{***}	-0.115 ^{***}
	(-6.17)	(-6.60)	(-6.14)	(-5.47)
changeration	0.402 ^{***}	0.4048 ^{***}	0.403 ^{***}	0.405 ^{***}
	(8.65)	(6.54)	(8.69)	(7.96)
msr	0.00671 ^{**}	0.0084 ^{**}	0.00664 ^{**}	0.00838 ^{**}
	(2.31)	(2.69)	(2.29)	(2.53)
lwr	0.00192	0.0016	0.00192	0.00163
	(1.48)	(0.41)	(1.49)	(1.07)
firmage	-0.00313 [*]	-0.0028	-0.00307 [*]	-0.00276
	(-1.87)	(-1.31)	(-1.82)	(-1.54)
listloca	-0.0195	-0.0186	-0.0172	-0.0171
	(-0.83)	(-0.59)	(-0.73)	(-0.65)
listz	-0.0565 ^{***}	-0.0642 ^{***}	-0.0558 ^{***}	-0.0638 ^{***}
	(-4.07)	(-2.82)	(-4.02)	(-3.57)
年度控制	是	是	是	是
行业控制	是	是	是	是
截距项	2.223 ^{***}	2.3251 ^{***}	2.205 ^{***}	2.313 ^{***}

	(6.07)	(6.15)	(6.04)	(5.61)
N	1334	1334	1334	1334
adj. R ²	0.806	0.786	0.806	0.786
F	121.8	123.7	146.2	104.8
	(<0.0000)	(<0.0000)	(<0.0000)	(<0.0000)

(注: 括号里是t值, * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$)

表 12 的稳健性检验结果表明, 衡量投资者情绪的 mktcha 变量与 IPO 抑价率显著正相关, 在四个模型中均与抑价率在 1%水平上显著, t 值分别达到 2.76、3.11、4.39、7.03, 说明市场交易越活跃, 抑价率越高。同时, 在这四个模型中同样证实了分析师跟踪数量与抑价率正相关, 并且分析师跟进提高了投资者情绪对 IPO 抑价率的正相关程度, 分析师 IPO 价格意见的分歧度和 IPO 预测定价的准确性与抑价率显著正相关, 并且 IPO 预测价的分歧度和准确性与投资者情绪变量的交互项都显著为负数, 进一步证实了本文的假设 3a 和假设 3b。表 13 的稳健性检验结果同样显示了, 分析师跟进与 IPO 抑价率正相关关系。其他变量的回归结果与前面表 9、表 10、表 11 的研究结果基本一致, 说明本文前述结果能够证实本文提出的假设, 本文的研究结果是可靠稳健的。

六、研究结论与启示

本文以2006年至2015年的我国IPO发行股票的1334个数据为研究样本, 分析了投资者情绪、分析师跟进数量、分析师预测价的准确性和分歧度对IPO抑价的影响, 通过回归等数据分析, 本文得出以下研究结论: (1) 投资者情绪和分析师跟进数量与IPO抑价率显著正相关, 随着分析师跟进数量的提高, 并没有降低投资者情绪对IPO抑价的影响, 反而被市场作为炒作股价的理由, 进一步提高了IPO抑价率。(2) 分析师预测价的准确性越低、分歧度越高, IPO抑价率越高, 验证了我国IPO市场存在“赢者诅咒”现象。同时分析师预测价的分歧度越低, 信息不对称程度越低, 公司IPO抑价率越高; 反之亦然。(3) 2009年证监会取消了对新股发行价格的行政管制, 承销商获得了实际的定价权, 这种制度变迁后, IPO抑价率显著降低, 同时降低了投资者情绪与IPO间的正向关系。而2014年的价格限制改革并没有降低IPO抑价率, 同时, 市场对产权性质并没有区别对待。

本文研究具有一定的政策启示: 首先, 在我国资本市场中, 投资者的非理性行为非常突出, IPO首日定价容易受到投资者情绪的影响, 因而需要加强投资者风险教育, 让投资者的投资更加理性。或者借鉴欧美市场, 准备IPO的股票上市前在一定范围内进行交易, 从而尽可能提前揭示信息、减少因信息不对称带来的IPO股票非理性投资。其次, 我国证监会进行正确的制度改革, 是可以很好地抑制我国证券市场的IPO抑价。承销商的市场竞争是抑制IPO抑价的有效方法。而如果证监会能进一步改革, 赋予承销商确定询价对象的权利或者是取消网上申购新股和网下配售的新股数量按比例进行。将新股的发行价格和首日交易价格进一步交给自由市场来决定, 可能使我国IPO抑价现象得到遏制。最后, 分析师作为资本市场信息传递的桥梁, 其预测准确性影响了资本市场中资源的配置结果。但我国IPO市场中, 分析师跟进反而被二级市场作为炒作的理由, 但分析师预测价的准确性越高、意见分歧度越低, IPO抑价越低的结论表明加强信息披露, 减少信息不对称将有利于投资者更理性投资, 减少IPO抑价率。

参考文献

- [1] Baker M, Wurgler J.,2006, “Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns. ”, *Journal of Finance*, 61(4) ,pp.1645—1680.
- [2] Baker M, Stein J C.,2004,“Market Liquidity as A Sentiment Indicator”, *Journal of Financial Markets*,7(3),pp.271-299.
- [3] Baron, David P., 1982, “A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues”, *Journal of Finance*, 37(4), pp.955~976.
- [4] Beatty R P, Ritter R. , 1986, “Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings”,*Journal of Financial Economics*, 15(1),pp. 213—232.
- [5] Delong J B, Shleifer A, Summers L H, Waldmann R J. ,1990, “Noise Trader Risk in Financial Markets”, *Journal of Political Economy*, 98 (4) ,pp.703-738.
- [6] Derrien F. ,2005, “IPO pricing in ‘hot’ market conditions: Who leaves money on the table?”, *Journal of Finance*, 60(1),pp. 487—521.
- [7] Dorn D. ,2009, “Does Sentiment Drive the Retail Demand for IPOs?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1),pp.85-100.
- [8] Johnson J. M. , Miller E. R. , 1988, “Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *Financial Management*, 17(2) ,pp.19-29.
- [9] Johnson,T. C.,2004,“Forecast Dispersion and the Cross Section of Expected Returns”,*Journal of Finance*,59 (5) ,pp.1957-1978.
- [10] Ljungqvist A P, Wilhelm W J.,2006,“IPO Pricing in the Dot-com Bubble”, *Journal of Finance*, 58 (2), pp.723-752.
- [11] Miller, Edward M., 1977, “Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”, *Journal of Finance*, 32(4), pp.1151~1168.
- [12] Ritter J. R., Beatty R. P.,1986,“Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings”,*Journal of Financial Economics*, 15(1-2),pp.213-232.
- [13] Rock, Kevin,1986,“Why New Issues are Underpriced?”,*Journal of Financial Economics*, 15, pp.187~212.
- [14] Titman S, Trueman B.,1986,“Information Quality and the Valuation of New Issues”, *Journal of Accounting and Economics*,8 (2) ,pp.159-172.
- [15] 蔡庆丰、杨侃、林剑波：《羊群行为的叠加及其市场影响——基于证券分析师与机构投资者行为的实证研究》，《中国工业经济》，2011年第12期。
- [16] 曹凤岐、董秀良：《我国 IPO 定价合理性的实证分析》，《财经研究》，2006年第6期。
- [17] 陈小林、孔东民：《机构投资者信息搜寻、公开信息透明度与私有信息套利》，《南开管理评论》，2012年第1期。
- [18] 陈艳、梁烁、于洪鉴：《会计信息质量、分析师预测与 IPO 股价的信息含量》，《宏观经济研究》，2015年第11期。

- [19] 储一昀、仓勇涛:《财务分析师预测的价格可信吗?——来自中国证券市场的经验证据》,《管理世界》,2008年第3期。
- [21] 冯旭南:《卖空限制、意见分歧与价格发现——来自中国A股盈余公告效应的证据》,《经济学报》,2016年第9期。
- [22] 姜超:《证券分析师、内幕消息与资本市场效率——基于中国A股股价中公司特质信息含量的经验证据》,《经济学季刊》,2013年第2期。
- [23] 蒋顺才、蒋永明、胡琦:《不同发行制度下我国新股首日收益率研究》,《管理世界》,2006年第7期。
- [24] 韩立岩、伍燕然:《投资者情绪与IPOs之谜——抑价或者溢价》,《管理世界》,2007年第3期。
- [25] 洪剑峭、王瑞、陈长松:《分析师盈余预测准确性与投资评级的效率——基于中国证券市场的实证分析》,《投资研究》,2012年第8期。
- [26] 胡丹、冯巧根:《信息环境、审计质量与IPO抑价》,《会计研究》,2013年第2期。
- [27] 胡志颖、李瑾、果建竹:《研发投入与IPO抑价:风险投资的调节效应》,《南开管理评论》,2015年第6期。
- [28] 李博、吴世农:《中国股市新股发行(IPOs)的初始收益率研究》,《南开管理评论》,2000年第5期。
- [29] 李冬昕、李心丹、俞红海、朱伟骅:《询价机构中的意见分歧与IPO与定价机制研究》,《经济研究》,2014年第7期。
- [30] 林振兴:《网络讨论、投资者情绪与IPO抑价》,《山西财经大学学报》,2011年第2期。
- [31] 刘焯辉、熊鹏:《股权分置、政府管制和中国IPO抑价》,《经济研究》,2005年第5期。
- [32] 刘焯辉、沈可挺:《是一级市场抑价,还是二级市场溢价——关于我国新股高抑价的一种检验和一个解释》,《金融研究》,2011年第11期。
- [33] 邵新建、薛熠、江萍、赵映雪、郑文才:《投资者情绪、承销商定价与新股回报率》,《金融研究》,2013年第4期。
- [34] 唐炳南:《市场化改革下的IPO定价走向及效率研究——基于2009年新股发行体制改革的分析》,《系统工程》,2016年第4期。
- [35] 童盼、王旭芳:《公开增发市场反应与市场环境——基于投资者情绪的研究》,《中国会计评论》,2010年第3期。
- [36] 田高良、王晓亮:《我国A股IPO效率影响因素的实证研究》,《南开管理评论》,2007年第5期。
- [37] 汪昌云、武佳薇、孙艳梅、甘顺利:《公司的媒体信息管理行为与IPO定价效率》,《管理世界》,2015年第1期。
- [38] 汪宜霞、张辉:《卖空限制、意见分歧与IPO溢价》,《管理学报》,2009年第9期。
- [39] 万丽梅、逯东:《中国证券分析师角色担当:声誉机制与市场环境的交互效应》,《当代财经》,2013年第3期。
- [40] 吴东辉、薛祖云:《财务分析师盈利预测的投资价值:来自深沪A股市场的证据》,《会计研究》,2005年第8期。

- [41] 肖作平、曲佳莉:《分析师意见分歧、经验与权益资本成本》,《证券市场导报》,2013年第9期。
- [42] 徐欣、唐清泉:《财务分析师跟踪与企业 R&D 活动——来自中国证券市场的研究》,《金融研究》,2010年第12期。
- [43] 薛祖云、王冲:《信息竞争抑或信息补充:证券分析师的角色扮演——基于我国证券市场的实证分析》,《金融研究》,2011年第11期。
- [44] 于富生、王成方:《国有股权与 IPO 抑价——政府定价管制视角》,《金融研究》,2012年第9期。
- [45] 俞红海、李心丹、耿子扬:《投资者情绪、意见分歧与中国股市 IPO 之谜》,《管理科学学报》,2015年第3期。
- [46] 张小成、孟卫东、周孝华:《机构投资者异质预期对抑价影响研究》,《系统工程学报》,2011年第1期。
- [47] 张矢的、卢月辉:《“赢者诅咒”及风险假说对中国 A 股市场 IPO 抑价有效性的实证研究》,《管理评论》,2014年第8期。
- [48] 张维、翟晓鹏,邹高峰,熊熊:《市场情绪、投资者关注与 IPO 破发》,《管理评论》,2015年第6期。
- [49] 张宗新、王海亮:《投资者情绪、主观信念调整与市场波动》,《金融研究》,2013年第4期。
- [50] 周铭山、林靖、许年行:《分析师跟踪与股价同步性——基于过度反应视角的证据》,《管理科学学报》,2016年第6期。
- [51] 周孝华、赵炜科、刘星.我国股票发行审批制与核准制下 IPO 定价效率的比较研究[J].管理世界,2006(11): 13-18。
- [52] 朱红军、何贤杰、陶林:《中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据》,《金融研究》,2007年第2期。
- [53] 朱红军、钱友文:《中国 IPO 高抑价之谜:“定价效率观”还是“租金分配观”?》,《管理世界》,2010年第6期。

Investor Sentiment, Analyst Attention and IPO Underpricing in China

XIE Xiang-bing¹

(1.Henan University of Economics and Law, Zhengzhou 450046, China)

Abstract: Based on behavioral finance theory and the information theory and institutional change, this paper studies the IPO underpricing in china. We found that investor sentiment is significantly positively correlated with IPO underpricing, and the positive relationship between investor sentiment and IPO underpricing is further increased with the increase of the number of analysts following. The accuracy of analysts prediction price is lower, the higher the degree of opinion divergence, the IPO underpricing rate is higher. The results indicate that there is the "winner's Curse" phenomenon in China's IPO market; while the degree of analysts prediction price divergence is the lower, the relationship between investor sentiment and IPO underpricing is stronger. After the implementation of the market inquiry system in China, the IPO underpricing rate is significantly reduced, and the positive relationship between investor sentiment and IPO underpricing. The policy implication of this paper is to improve the efficiency of resource allocation and to improve the efficiency of resource allocation by strengthening investor's rational investment education, introducing market inquiry and reducing information asymmetry.

Key Words: Investor Sentiment; Analyst Following; Opinion Divergence; IPO Underpricing;

基金项目: 国家社科基金资助项目 (16BGL050) 和教育部人文社科资助项目 (15YJA790086)

作者简介: 谢香兵, 男, 河南财经政法大学会计学院, 教授, 博士, 副院长。