

投资者关注、信息质量与IPO抑价

肖奇¹, 沈华玉²

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005; 2. 华北电力大学 经济与管理学院, 北京 102206)

摘要:文章使用百度超额搜索量度量投资者关注,实证检验了投资者关注对IPO抑价的影响。研究发现:投资者关注显著提升了IPO抑价,但这种提升作用在信息质量高的环境中显著,在信息质量低的环境中不显著,表明信息质量是投资者的关注行为向交易决策转化的重要影响因素。此外,投资者关注仅短期内提高IPO抑价,投资者关注程度越高,新股长期回报越低,且这种反转效应同样在信息质量高的环境中显著,而在信息质量低的环境中不显著。文章的研究结果表明投资者关注可能同时通过“关注效应”与“信息效应”影响IPO抑价。

关键词:投资者关注;信息质量;IPO抑价;关注效应;信息效应

中图分类号:F830

文献标识码:A

文章编号:1007-5097(2018)01-0119-08

Investor Attention, Information Quality and IPO Underpricing

XIAO Qi¹, SHEN Hua-yu²

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China;

2. School of Economics and Management, North China Electric Power University, Beijing 102206, China)

Abstract: Using Baidu abnormal search volume to measure investor attention, this paper empirically verifies the effect of investor attention on IPO Underpricing. The results show that investor attention has a significant positive impact on IPO underpricing. However, investor attention significantly enhances IPO underpricing in the environment with high information quality, but does not significantly affect IPO underpricing in the environment with low information quality, which indicates that information quality is an important factor influencing the change of investor attention behavior to transaction decision. Furthermore, investor attention only enhances IPO underpricing in short term, the higher the degree of investor attention, the lower the long term performance of new shares, and this reversal phenomenon is significant in the environment with high information quality, but not significant in the environment with low information quality. The study conclusions show that investor attention may affect IPO underpricing through both “attention effect” and “information effect”.

Keywords: investor attention; information quality; IPO underpricing; attention effect; information effect

一、引言

金融市场中存在大量信息,但投资者的时间、精力有限,无法及时、完全的吸收海量信息,能够被投资者关注到的信息才有可能通过投资者的交易行为对资产价格产生影响^[1]。近年来,越来越多的研究发现投资者关注能够对资产价格做出更好地解释与预测^[2]。实务中,基于大数据、云计算等新一代信息技术的金融科技正全面应用于财富管理、风险管理等金融领域,利用散布在互联网上的投资者行为数据构建投资者关注指标以辅助投资决策的基金也是方兴未艾。

IPO抑价一直是资本市场研究的热点问题之

一。以往研究主要从基于理性投资者的传统金融学与有限理性投资者的行为金融学的视角对IPO抑价现象进行解释,但对于推动IPO抑价上升的投资决策如何形成以及投资者的决策会受哪些因素影响,现有研究尚显不足。现阶段我国会计信息的质量并不高,公司为了上市而进行适度包装的现象时有发生,甚至还有个别公司(如:海联讯、万福生科)为了能够上市而进行财务造假。因此,本文在探讨投资者关注对IPO抑价的影响时,引入信息质量的考虑,试图探究信息质量在投资者关注行为向交易决策转化过程中的作用。本文发现投资者关注对IPO抑价有提升作用,但这种提升作用受到信息质量的影响;

收稿日期: 2017-05-15

基金项目: 国家自然科学基金重点项目(71532012);福建省自然科学基金项目(2010J06019)

作者简介: 肖奇(1987-),男,贵州遵义人,博士研究生,研究方向:公司财务,证券投资;

沈华玉(1982-),男,湖北随州人,副教授,博士后,研究方向:公司财务,证券投资。

此外,投资者关注仅短期内提高IPO抑价,投资者关注程度越高,新股长期回报越低,且这种反转效应在信息质量高的环境中显著,而在信息质量低的环境中不显著。

本文的贡献与意义在于:①探讨了公司信息质量特征对投资者关注与IPO抑价关系的作用,扩展了投资者关注经济后果的相关文献,也丰富了IPO抑价的研究视角;②研究发现以往文献强调单纯的投资者关注推动IPO抑价上升的“关注效应”不尽合理,信息质量在投资者的关注行为向交易行为转化时起着重要作用,这为认识投资者关注影响IPO抑价的内在机制及其作用发挥的情境提供了经验证据;③分析了投资者关注在不同信息环境中对IPO抑价及新股长期回报的影响,为监管部门强调IPO过程中的信息披露政策决定提供了证据支持,同时也为投资者参与新股交易提供了决策参考。

二、文献评述与研究假设

(一)投资者关注与IPO抑价

自从Ibbotson^[3]首次提出“IPO抑价之谜”以来,大量文献对IPO抑价的原因进行了探讨。基于理性投资者的传统金融学认为由于各种原因导致的一级市场低定价是IPO高抑价现象产生的根源^[4-7],但IPO公司的长期表现弱势则表明一级市场刻意压低发行价的解释不尽合理^[8]。而基于投资者有限理性的行为金融学认为一级市场定价合理,IPO高抑价现象的原因在于二级市场投资者对新股的狂热追捧^[9-10],新股的泡沫会在投资者热情衰退后破灭。行为金融的解释具有一定的合理性,但对于IPO市场中投资者的投资决策如何形成以及投资决策的影响因素,现有研究尚显不足。

由于时间、精力等方面的限制,投资者的关注是一种稀缺资源,他们只能从吸引其注意力的股票中选择一部分购买^[11]。“关注效应”认为,无论是好消息还是坏消息^[12]、甚至是市场已知的或与企业价值无关的信息^[13-14],只要能够引起投资者关注,都能给股票带来买入压力^[12]。上市前能够得到越多投资者关注的公司,意味着拥有更多的潜在买入者,这些潜在买入者能够推动IPO抑价不断上升。另一方面,更多的投资者关注增加了股价信念的异质性,但由于存在卖空限制,对新股悲观的投资者的信念不能充分表达,因此,投资者对新股关注程度的增加只能带来更高层次的乐观预期^[15],进而推动IPO抑价上升。基于上述分析,本文提出假设1。

H1: 基于“关注效应”,在其他条件不变的情况下,上市前受到投资者关注程度越高的公司,

IPO抑价越高。

(二)信息质量的影响

从“信息效应”的视角分析,投资者虽然对拟上市公司表现了关注,但需要对相关信息进行分析,才能进一步做出投资决策。投资者在对相关信息进行分析的时候,面临的首要问题就是信息的质量,即与拟上市公司相关的信息在可靠、可比、及时、谨慎等方面的质量如何,否则,投资者依据低质量的信息很可能做出错误的投资决策,导致投资损失。

在信息质量低的环境中,投资者即使进行了关注,但由于信息的可靠性较低,拟上市公司更有可能隐藏坏消息、夸大好消息,投资者的关注行为要转化为持有新股的交易决策时存在较多顾虑,导致投资者的关注行为更不容易转化为持有新股的交易行为。而在信息质量高的环境中,由于信息的可靠性、谨慎性等方面的质量较高,投资者能够对公司价值进行更好的判断。此时,投资者对新股的关注行为能否转化为持有股票的交易决策取决于投资者对相关信息判断后的结果。考虑到新股上市时一般正面信息更多,而在信息质量高的环境中,公司相关的正面信息可信度较高。因此,在信息质量高的环境中,投资者对新股的关注行为更容易转化为持有新股的交易决策。

向市场传递公司信息质量较优可以使公司获得更优的SEO定价等好处,因此,高质量的公司更愿意向市场传递公司质量高的信号。对于拟上市公司来说,聘请高质量的审计服务能够向市场传递公司质量高的信号^[16-17],这也增加了高信息质量环境中投资者将对新股的关注行为转化为持有新股的交易决策的可能。相反,由于聘请高质量的审计服务需要支付更多的质量溢价,以及与公司相关的不利信息更有可能被高质量的审计机构发现和揭露,低质量的公司更没有动机去聘请高质量的审计服务。长此以往,投资者不仅能够通过拟上市公司选择的审计服务机构判断信息质量,还能判断拟上市公司的整体质量情况^[18]。因此,投资者关注对信息质量低的环境中的IPO抑价影响可能较小,而对信息质量高的环境中的IPO抑价影响可能较大。基于上述分析,本文提出假设2。

H2: 基于“信息效应”,在其他条件不变的情况下,投资者关注对IPO抑价的提升作用在信息质量高的环境中显著,而在信息质量低的环境中不显著。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文的样本为2014-2015年在A股IPO的非金

融类公司,剔除百度指数中没有搜索量数据及其他相关数据缺失的公司。数据来源于国泰安CSMAR数据库与RESSET数据库。度量投资者关注的搜索量数据来源于百度指数。此外,为减小极端值对研究结果可能造成的影响,本文对所有连续型变量进行了上下各1%的缩尾(Winsorize)处理。

(二)变量说明

1. IPO抑价率

2014年IPO重启后,与以往的新股发行制度相比,重大变化之一是新规限定新股上市首日最高涨幅为发行价的44%。经分析样本公司上市首日收益率基本都在44%左右。若再按照以往的研究,基于首日收益衡量IPO抑价,则无法体现个股间IPO抑价水平的差异。考虑到在上市首日之后的交易日中,新股往往以连续涨停的方式冲向更高的价格,本文的IPO抑价界定为新股上市首日至连续涨停结束的交易日之间的累计收益减去此期间对应的市场收益,计算公式如下:

$$UP = (P_1 - P_0) / P_0 - E_M \quad (1)$$

其中,UP为IPO抑价率, P_1 为新股上市后首个非涨停的交易日的收盘价, P_0 为发行价格, E_M 为上市首日至新股首个非涨停的交易日之间对应的市场收益率,市场收益率用总市值加权平均的市场收益率衡量。

2. 投资者关注

Da等^[19]运用谷歌超额搜索量来度量投资者关注,他们认为若投资者在搜索引擎中检索一只股票,则表示投资者主动对该股票进行了关注,因此,搜索量的数据越高表明投资者关注程度越高。在这之后,越来越多的学者开始跟随使用网络搜索数据构建投资者关注,并在此基础上研究投资者关注与资产定价的关系^[10]。考虑到国内使用百度进行搜索的用户更多,研究我国资本市场相关问题的文献大都采用百度搜索量来构建投资者关注指标^[20-22]。

参考以往研究,本文使用百度“超额搜索量”作为投资者关注的代理变量。“超额搜索量”等于新股上市日前两周搜索量的日平均值减去发行日前一年搜索量的日平均值,这样做的目的是为了剔除相关公司日常搜索量的影响,余下部分则主要为由于IPO事件带来的搜索。本文同时考虑了公司名称的搜索量和股票代码的搜索量并对“超额搜索量”进行了取自然对数的处理。

3. 信息质量

审计服务机构在审计的过程中能够通过各类审计证据及相关信息了解公司的财务状况、经营成果、

现金流量等方面的信息,进而向各利益主体报告公司的相关信息。与一般的审计服务机构相比,“十大”会计师事务所通常专业能力更强、经验更为丰富,也更加注重声誉,更有能力与动机去提升公司相关信息的可靠、可比、及时、谨慎等方面的质量。一般来讲,经“十大”审计的公司其信息质量更高,公司夸大好消息与隐藏坏消息的可能也越低。因此,判断拟上市公司信息质量高低的重要途径之一是观察其选取的审计服务机构水平的高低。本文依据中国注册会计师协会发布的《2015年会计师事务所综合评价前百家信息》,当IPO公司的审计单位是排名前十的会计师事务所时,代表IPO公司的信息质量较高,衡量信息质量的哑变量取1,否则为0。

4. 其他变量

参考已有研究,控制了其他可能影响IPO抑价的因素,主要包括公司规模、成长性、财务风险、公司年龄、大股东持股比例、市场行情、投资者情绪、承销商声誉等因素^[23-24]。此外,本文还控制了年度与行业效应。变量的具体定义见表1所列。

表1 主要变量定义说明

变量	定义
UP	经市场调整的IPO抑价率,计算见公式(1)
Asvi	投资者关注, Ln(上市日前两周搜索量日均值-发行日前一年搜索量日均值)
LTW	投资者情绪,等于股票上网发行的中签率
Price	发行价格,等于新股实际的发行价格
Size	公司规模,等于公司上市前一年年末总资产的自然对数
Growth	成长性,等于上市前一年的总资产增长率
LEV	财务风险,等于上市前一年的总负债除以总资产
Age	公司年龄,指公司成立日到发行日之间的年份
Market	市场行情,等于新股上市前20个交易日的累计市场收益率
Quality	信息质量,当IPO公司的审计单位是排名前十的会计师事务所时取1,否则为0
Hotspot	题材股,公司属于电信、医药、互联网、计算机、通信软件、娱乐等有较多题材概念的行业时取1,否则取0
Underwriter	承销商声誉,IPO公司的主承销商为中国证券业协会公布的2015年总资产排名前15的券商时取1,否则为0
Big10	前十大股东持股比例,等于前十大股东持股数量合计除以总股数
Industry	行业哑变量,行业分类标准依据证监会颁布的《上市公司行业分类指引》
Year	年度哑变量

(三)模型设定

为检验假设H1,本文设计了OLS模型(2),主要考察变量为Asvi。若假设H1成立,则 β_1 应该显著为正。H2在模型(2)的基础上按信息质量分组后进行检验。

$$UP = \beta_0 + \beta_1 Asvi + \beta_2 LTW + \beta_3 Price + \beta_4 Size + \beta_5 Growth + \beta_6 LEV + \beta_7 Age + \beta_8 Market + \beta_9 Quality + \beta_{10} Hotspot + \beta_{11} Underwriter + \beta_{12} Big10 + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

此外,考虑到投资者关注极有可能是内生的,即公司规模、成长性、财务风险、公司年龄等因素可能影响投资者的关注程度,因此,构建2SLS模型(4),将投资者关注回归方程(3)中的残差项 ω 命名为 R_Asvi 并作为投资者关注的度量,用以剔除公司规模、年龄、成长性等对投资者关注的影响。模型(4)同样用于H1的检验,H2在模型(4)的基础上按信息质量分组后进行检验。

$$Asvi = \beta_0 + \beta_1 LTW + \beta_2 Price + \beta_3 Size + \beta_4 Growth + \beta_5 LEV + \beta_6 Age + \beta_7 Market + \beta_8 Quality + \beta_9 Hotspot + \beta_{10} Underwriter + \beta_{11} Big10 + \sum Industry + \sum Year + \omega \quad (3)$$

$$UP = \beta_0 + \beta_1 R_Asvi + \beta_2 LTW + \beta_3 Price + \beta_4 Size + \beta_5 Growth + \beta_6 LEV + \beta_7 Age + \beta_8 Market + \beta_9 Quality + \beta_{10} Hotspot + \beta_{11} Underwriter + \beta_{12} Big10 + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

四、实证结果及分析

(一)描述性统计

表2为全样本各主要变量的描述性统计。由此可知:①样本公司的平均IPO抑价率为1.37,即相对市场收益平均能够上涨137%,最大值为271%,最小值为29%,可见新股给中签的投资者带来较为丰厚的回报;②取对数后的超额搜索量均值为7.43,对应的日均超额搜索量约为1686($e^{7.43}$)次,表明新股上市前投资者积极在搜索引擎中检索拟上市公司的相关信息;③信息质量的均值为62%,表示样本中有62%的公司聘请了排名前十的会计师事务所对公司进行审计,表明样本中信息质量较高的公司占更多数;④中签率均值仅为0.66%,说明投资者炒作新股的热情高涨;⑤发行价格均值为15元,为A股市场近十年来新股发行价格的较低水平,故新股上市初期炒作的空间较大;⑥新股上市前20个交易日市场累计上涨了约10%,说明市场环境主要为上涨趋势;⑦公司成立到上市的时间平均需要12.69年,最短的仅有3.38年,最长的有22.64年,说明我国资本市场中,公司从成立到上市还是需要一定时间的积累。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	1/4分位数	中位数	3/4分位数	最大值
UP	276	1.37	0.55	0.29	0.98	1.31	1.65	2.71
Asvi	276	7.43	0.84	5.02	6.86	7.36	7.95	11.12
LTW	276	0.66	0.45	0.16	0.37	0.52	0.75	2.29
Price	276	14.95	8.41	3.08	9.16	12.97	18.84	51.25
Size	276	20.67	1.07	19.17	19.97	20.37	21.13	25.13
Growth	276	0.57	0.38	0.01	0.33	0.51	0.74	2.28
LEV	276	0.43	0.18	0.06	0.3	0.42	0.57	0.83
Age	276	12.69	4.64	3.38	9.11	12.54	16.02	22.64
Market	276	0.1	0.12	-0.19	0.03	0.09	0.18	0.32
Quality	276	0.62	0.49	0	0	1	1	1
Hotspot	276	0.23	0.42	0	0	0	0	1
Underwriter	276	0.5	0.5	0	0	0.50	1	1
Big10	276	0.73	0.08	0.42	0.7	0.74	0.75	0.9

(二)回归结果及分析

1. 投资者关注对IPO抑价的解释作用

表3检验了投资者关注对IPO抑价的影响,回归结果表明,无论是OLS还是2SLS,投资者关注与IPO抑价均在5%的水平显著正相关,表示受到投资者关注程度越高的公司,IPO抑价程度越高,验证了H1。该结果至少说明两点:①在卖空限制的前提下,投资者关注程度的增加意味着新股拥有更多的潜在买入者与更高层次的乐观预期,进而带来更高层次的IPO抑价;②投资者关注能够提升IPO抑价,上市前的投资者关注对上市后的IPO抑价程度具有

一定的预测作用。

控制变量方面,中签率与IPO抑价在1%的显著性水平下显著负相关,表明投资者情绪越高涨,IPO抑价越高。发行价格与IPO抑价在1%的显著性水平下负相关,说明低价公司的抑价程度更高,符合我国股票市场喜欢炒作低价股票的实际情况。市场环境及是否题材股与IPO抑价率在1%或5%的显著性水平下正相关,说明上市前市场环境好、有题材概念的新股受到更多资金的追捧。此外,本文计算了各变量的VIF值,结果显示,各变量的VIF值均在4以内,表明各主要变量间不存在严重的多重共线性问题。

表3 投资者关注对IPO抑价的解释作用

变量	OLS		2SLS	
	系数	t值	系数	t值
Asvi	0.106**	2.49		
R_Asvi			0.102**	2.56
LTW	-0.327***	-4.07	-0.444***	-7.22
Price	-0.018***	-4.94	-0.018***	-4.98
Size	-0.085**	-2.01	-0.041	-1.13
Growth	0.069	0.66	0.058	0.56
LEV	0.02	0.09	-0.07	-0.34
Age	-0.002	-0.41	-0.003	-0.55
Market	0.946***	4.75	0.994***	5.08
Quality	-0.041	-0.80	-0.032	-0.62
Hotspot	0.159**	2.29	0.183***	2.63
Underwriter	0.014	0.28	0.022	0.45
Big10	-0.4	-1.15	-0.35	-1.01
Constant	2.625***	3.51	2.638***	3.52
Year/Industry	控制		控制	
N	276		276	
Adj_R ²	0.514		0.514	

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

2. 信息质量的影响

表4进一步检验了投资者关注对IPO抑价的提升作用在不同信息质量环境中的表现。由表4可知，OLS与2SLS的回归结果均表明，投资者关注对IPO抑

价的提升作用在信息质量高的环境中显著，而在信息质量低的环境中不显著，说明：①投资者“关注效应”的发挥需要依赖市场上信息质量的水平，当市场上信息质量低时，投资者即使进行了关注，但由于信息质量水平较低，信息环境显得更不透明，公司价值更难估算，投资者的关注行为更难转化为能够提升IPO抑价的持股决策；②投资者对新股的投资并不是完全的非理性，公司的信息质量能够影响投资者的关注行为向交易行为转化，单纯的“关注效应”并不足以完全解释投资者关注与IPO抑价的关系。

结合检验假设H1与H2的实证结果可知，本文的研究支持单纯的“关注效应”推动IPO抑价提升的解释不尽合理，“信息效应”同样存在于投资者关注与IPO抑价的关系中。这一结果可以由目前我国IPO市场的现状解释。新上市的股票往往波动性较高、市场风险较大，而现阶段我国会计信息的质量并不够高，若不慎买入包装上市甚至造假上市的公司，会给投资者带来较大的投资者风险。因此，投资者对高质量的信息有着迫切需求。为了降低投资风险，投资者需要对信息质量甄别后，才能做出是否将其对新股的关注行为转化为持有新股的决策。

表4 投资者关注对IPO抑价的解释作用(按信息质量分组)

变量	OLS				2SLS			
	信息质量低		信息质量高		信息质量低		信息质量高	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Asvi	0.083	1.01	0.127**	2.3				
R_Asvi					0.083	1.01	0.119**	2.30
LTW	-0.264	-1.61	-0.344***	-3.32	-0.356***	-2.95	-0.481***	-5.93
Price	-0.018***	-3.02	-0.019***	-3.55	-0.018***	-3.04	-0.019***	-3.59
Size	-0.130*	-1.83	-0.054	-0.95	-0.093	-1.27	-0.004	-0.08
Growth	-0.010	-0.05	0.103	0.79	-0.019	-0.08	0.090	0.67
LEV	0.108	0.26	0.038	0.15	0.037	0.09	-0.069	-0.27
Age	0.009	0.73	-0.006	-0.93	0.008	0.67	-0.006	-1.10
Market	1.092***	3.18	0.623**	2.44	1.126***	3.21	0.684***	2.74
Hotspot	0.095	0.69	0.170*	1.91	0.114	0.80	0.201**	2.23
Underwriter	0.074	0.70	-0.007	-0.11	0.081	0.76	0.003	0.05
Big10	0.179	0.30	-0.888*	-1.86	0.203	0.35	-0.807*	-1.68
Constant	3.052**	2.03	2.601**	2.57	3.03**	2.00	2.547**	2.55
Year/Industry	控制		控制		控制		控制	
N	105		171		105		171	
Adj_R ²	0.448		0.528		0.448		0.528	

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

五、稳健性检验

1. 信息质量分组依据的敏感性测试

聘请高质量的审计机构需要支付额外的质量溢价，与信息质量低的公司相比，信息质量高的公司更愿意支付这样的审计费用溢价。因此，根据审计费用回归模型(5)计算审计费用溢价， π 表示剔除公司

规模、年龄、成长性、财务风险等因素后，上市公司所支付的审计溢价， π 越大，表示信息质量越高。根据 π 的均值将信息质量分为高、低两组。依据新的分组依据进行回归后的结果如表5所示。由表5可知，依

据审计费用溢价进行信息质量分组,本文的主要结论依然成立。

$$\text{Auditfee} = \beta_0 + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Growth} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{Age} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \pi \quad (5)$$

表5 信息质量分组依据的敏感性测试

变量	OLS				2SLS			
	信息质量低		信息质量高		信息质量低		信息质量高	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Asvi	0.092	1.4	0.207***	3.13				
R_Asvi					0.09	1.38	0.201***	3.34
Controls	控制		控制		控制		控制	
Constant	3.087***	2.91	2.989***	2.7	3.074***	2.9	2.982***	2.68
Year/Industry	控制		控制		控制		控制	
N	138		138		138		138	
Adj_R ²	0.479		0.571		0.479		0.574	

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

2. IPO抑价率的敏感性测试

在IPO抑价的计算方面,改用流通市值加权平均的市场收益率代替总市值加权平均的市场收益率来衡量市场收益,重新计算IPO抑价率并进行假设H1与H2的检验,回归结果见表6、表7所列,由此可知,本文的主要结论依然成立。

表6 IPO抑价率的敏感性测试

变量	OLS		2SLS	
	系数	t值	系数	t值
Asvi	0.105**	2.47		
R_Asvi			0.101**	2.54
Controls	控制		控制	
Constant	2.611***	3.5	2.624***	3.51
Year/Industry	控制		控制	
N	276		276	
Adj_R ²	0.52		0.52	

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

表7 IPO抑价率的敏感性测试(按信息质量分组)

变量	OLS				2SLS			
	信息质量低		信息质量高		信息质量低		信息质量高	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Asvi	0.084	1.02	0.125**	2.26				
R_Asvi					0.084	1.02	0.117**	2.27
Controls	控制		控制		控制		控制	
Constant	3.041**	2.03	2.620**	2.57	3.019**	2.01	2.594**	2.56
Year/Industry	控制		控制		控制		控制	
N	105		171		105		171	
Adj_R ²	0.452		0.534		0.452		0.533	

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

3. 其他稳健性检验

本文还进行了如下稳健性检验:采用未经winsor的原始数据;其他控制变量的引入,进一步加入机构

投资者持股、发行上市时间间隔等可能影响IPO抑价的因素。重新回归后,发现结果与前文基本一致,本文的主要结论依然成立。总而言之,一系列的检验结果表明,本文的结论较为稳健。

六、投资者关注与新股长期回报

对于IPO公司来讲,更多的投资者关注带来更多的潜在买入者与更加乐观的股价预期,容易推升新股价格短期内发生更大幅度的上涨,但由于没有足够支撑股价上涨的相应信息,投资者也不可能对新股一直保持IPO时的高关注度,随着时间推移,投资者对新股的关注度不断衰退,之前因投资者关注推动IPO抑价程度更高的公司,长期内价格可能会发生更大程度的反转。为验证上述推断,进一步设计回归模型(6),其中LTP是新股连续涨停结束后一年内的累计超额收益,其他变量定义与前述一致。

$$\text{LTP} = \beta_0 + \beta_1 \text{Asvi}(\text{R_Asvi}) + \beta_2 \text{LTW} + \beta_3 \text{Price} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \text{Age} + \beta_8 \text{Market} + \beta_9 \text{Auditor} + \beta_{10} \text{Hotspot} + \beta_{11} \text{Underwriter} + \beta_{12} \text{Big10} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon \quad (6)$$

表8是模型(6)的回归结果。

表8 投资者关注对新股长期回报的解释作用

变量	OLS		2SLS	
	系数	t值	系数	t值
Asvi	-0.126***	-2.83		
R_Asvi			-0.122***	-2.92
LTW	-0.078	-0.77	0.06	0.72
Price	-0.002	-0.49	-0.002	-0.44
Size	-0.159***	-3.58	-0.211***	-5.35
Growth	0.067	0.61	0.08	0.73
LEV	0.678***	3	0.784***	3.44
Age	0.000	0.02	0.001	0.17
Market	-0.427*	-1.85	-0.484**	-2.12
Quality	0.027	0.45	0.016	0.27
Hotspot	0.019	0.23	-0.01	-0.12
Underwriter	-0.042	-0.72	-0.052	-0.89
Big10	-0.183	-0.51	-0.242	-0.68
Constant	4.47***	5.66	4.455***	5.63
Year/Industry	控制		控制	
N	276		276	
Adj_R ²	0.187		0.187	

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

回归结果表明,无论是OLS还是2SLS,投资者关注前的系数均在1%的水平显著为负,说明投资者关注程度越高的公司,IPO后的长期回报越低。这一结

果进一步支持了本文的结论,“关注效应”使得受到投资者关注程度越高的新股,上市初期价格过度反应的程度越大,IPO抑价越高,但在IPO之后的长时期内,由投资者的“关注效应”推升而没有相应的基本面信息支撑的价格上涨,随着投资者关注程度的不断衰减,之前因投资者关注使得IPO抑价提升幅度越大的公司,之后股价反转的程度越大。

表9进一步检验了投资者关注对新股长期回报的影响在不同信息质量环境中的表现,由表9可知,

OLS与2SLS的结果均显示,在信息质量高的环境中,投资者关注与新股长期回报在1%的水平显著负相关;而在信息质量低的环境中,投资者关注对新股长期回报的影响不显著。该结果进一步证明了:在信息质量高的环境中,对于关注行为更容易转化为交易行为进而推动新股价格不断上升的公司,会因为投资者关注程度的衰减而发生更大程度的价格反转;在信息质量低的环境中,投资者的关注行为难以影响到交易决策。

表9 投资者关注对新股长期回报的解释作用(按信息质量分组)

变量	OLS				2SLS			
	信息质量低		信息质量高		信息质量低		信息质量高	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
Asvi	-0.007	-0.07	-0.166***	-3.22				
R_Asvi					-0.007	-0.07	-0.159***	-3.38
LTW	0.197	0.93	-0.227**	-2.10	0.204	1.32	-0.048	-0.51
Price	0.001	0.19	-0.005	-1.11	0.001	0.19	-0.005	-1.06
Size	-0.253***	-3.12	-0.073	-1.36	-0.256***	-3.51	-0.139***	-2.78
Growth	-0.023	-0.10	0.164	1.31	-0.023	-0.09	0.182	1.47
LEV	0.782**	2.13	0.618**	2.03	0.788**	1.99	0.756**	2.54
Age	0.017	1.26	-0.007	-0.98	0.017	1.26	-0.006	-0.82
Market	-0.229	-0.51	-0.358	-1.16	-0.232	-0.51	-0.437	-1.44
Hotspot	0.089	0.5	-0.076	-0.73	0.087	0.49	-0.115	-1.12
Underwriter	-0.058	-0.50	0.016	0.23	-0.059	-0.51	0.004	0.05
Big10	0.102	0.15	-0.464	-0.95	0.1	0.15	-0.568	-1.17
Constant	4.924***	3.07	3.270***	3.32	4.926***	3.07	3.302***	3.35
Year/Industry	控制		控制		控制		控制	
N	105		171		105		171	
Adj_R ²	0.122		0.206		0.122		0.207	

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%水平上显著。

七、研究结论及启示

本文结合IPO市场的信息质量环境,探讨了投资者关注对IPO抑价的影响。通过理论推导与实证检验后发现:①投资者关注对IPO抑价存在显著的正向影响,支撑了“关注效应”的存在性;②区分信息质量后发现,在信息质量高的环境中,投资者关注能够显著提升IPO抑价,而在信息质量低的环境中,投资者关注对IPO抑价的提升作用不显著,表明投资者对新股的关注行为向持有新股的交易决策转化时受到信息质量的影响,说明单纯的投资者关注推动IPO抑价上升的解释不尽合理,支撑了“信息效应”的存在性;③投资者关注仅短期内提高新股回报,投资者关注越高,新股长期回报越低,且这种反转现象在信息质量高的环境中显著,在信息质量低的环境中不显著,进一步支撑了在信息质量高的环境中,由投资者关

注行为转化为交易行为而推升的IPO抑价,会因为投资者关注的衰减而发生反转;而在信息质量低的环境中,投资者关注则难以影响交易决策。这些结果为认识投资者关注影响IPO抑价的内在机制及其作用发挥的情境提供了经验证据,表明投资者关注可能同时通过“关注效应”与“信息效应”影响IPO抑价,丰富了投资者关注影响资产定价的相关研究。

本文的研究发现投资者关注能够在短期内提升新股价格,这种短期提升作用以及长期的反转效应在信息质量高的环境中显著,而在信息质量低的环境中不显著。因此,监管机构应该意识到信息质量对IPO市场中投资者的投资决策有重要影响,投资者做出投资决策离不开高质量的信息,监管机构一方面需要进一步提高拟上市公司的信息披露质量,降低IPO市场中的信息不对称程度;另一方面,需要引

导投资者更加理性的参与新股交易,不要因为关注到信息质量高的公司就采取买入决策,从而承担较大的长期反转风险。对于投资者来讲,在利用投资者关注指标的预测作用时,需要考虑其发挥作用的情境,否则,可能做出错误的决策而引起投资损失;此外,对于拟上市公司来讲,向市场传递公司信息质量高的信号有助于公司在投资者关注程度高的时候获得更大程度的IPO抑价。最后,本文仅考察了信息质量在投资者的关注行为向交易决策转化时的作用,未来的研究还可以进一步考虑投资者特征、市场状态等因素在投资者的关注行为向交易决策转化时所起的作用。

参考文献:

- [1] 权小锋,吴世农. 投资者关注、盈余公告效应与管理层公告择机[J]. 金融研究, 2010(11): 90-107.
- [2] 宋双杰,曹晖,杨坤. 投资者关注与IPO异象——来自网络搜索量的经验证据[J]. 经济研究, 2011(S1): 145-155.
- [3] IBBOTSON R G, JAFFE J F. "Hot Issue" Markets [J]. The Journal of Finance, 1975, 30(4): 1027-1042.
- [4] ALLEN F, FAULHABER G R. Signaling by Underpricing the IPO Market [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23(2): 303-323.
- [5] RITTER J R. The "Hot Issue" Market of 1980 [J]. Journal of Business, 1984, 57(2): 215-240.
- [6] ROCK K. Why new issues are underpriced [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1): 187-212.
- [7] RUUD J S. Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle [J]. Journal of Financial Economics, 1993, 34(2): 135-151.
- [8] RITTER J R, WELCH I. A review of IPO activity, pricing, and allocations [J]. The Journal of Finance, 2002, 57(4): 1795-1828.
- [9] DANIEL K, HIRSHLEIFER D, SUBRAHMANYAM A. Investor psychology and security under- and overreactions [J]. Journal of Finance, 1998, 53(6): 1839-1885.
- [10] SHLEIFER A, SUMMERS L H, LONG J B D, et al. Noise Trade Risk in Financial Markets [J]. 1990, 98(4): 703-738.
- [11] HUBERMAN G, REGEV T. Contagious speculation and a cure for cancer: A nonevent that made stock prices soar [J]. The Journal of Finance, 2001, 56(1): 387-396.
- [12] BARBER B M, ODEAN T. All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors [J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(2): 785-818.
- [13] MALMENDIER U, TATE G. Superstar ceos [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2009, 124(4): 1593-1638.
- [14] LOUGHRAN T, MCDONALD B. IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(2): 307-326.
- [15] CHEMMANUR T. Advertising, attention, and stock returns [D]. New York: Fordham University, 2009.
- [16] CHANG X, GYGAX A, FOON E, et al. Audit quality, auditor compensation and initial public offering underpricing [J]. Accounting & Finance, 2008, 48(3): 391-416.
- [17] LENZ H, OSTROWSKI M. Auditor choice by IPO firms in Germany: information or insurance signalling? [J]. International Journal of Accounting Auditing & Performance Evaluation, 2005, 2(3): 300-320.
- [18] TITMAN S, TRUEMAN B. Information quality and the valuation of new issues [J]. Journal of Accounting & Economics, 1986, 8(2): 159-172.
- [19] DA Z, ENGELBERG J, GAO P. In Search of Attention [J]. The Journal of Finance, 2011, 66(5): 1461-1499.
- [20] 张继德, 廖微, 张荣武. 普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百度指数的实证研究 [J]. 会计研究, 2014(8): 52-59.
- [21] 张谊浩, 李元, 苏中锋. 网络搜索能预测股票市场吗? [J]. 金融研究, 2014(2): 193-206.
- [22] 赵龙凯, 陆子昱, 王致远. 众里寻“股”千百度——股票收益率与百度搜索量关系的实证探究 [J]. 金融研究, 2013(4): 183-195.
- [23] 黄俊, 陈信元. 媒体报道与IPO抑价——来自创业板的经验证据 [J]. 管理科学学报, 2013(2): 83-94.
- [24] 胡丹, 冯巧根. 信息环境、审计质量与IPO抑价——以A股市场2009-2011年上市的公司为例 [J]. 会计研究, 2013(2): 78-85.

[责任编辑:张青]