

doi: 10.11835/j.issn.1008-5831.2019.01.003

欢迎按以下格式引用:曹国华,任成林,林川.投资者情绪、管理者过度乐观与“IPO之谜”[J].重庆大学学报(社会科学版),2019(1):29-48.

Citation Format: CAO Guohua, REN Chenglin, LIN Chuan. Investor sentiment, managers over-optimism and “IPO puzzle” [J]. Journal of Chongqing University(Social Science Edition), 2019(1):29-48.

投资者情绪、管理者过度乐观与“IPO之谜”

曹国华¹,任成林¹,林川²

(1.重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400044;2.四川外国语大学国际商学院,重庆 400031)

摘要:文章将投资者行为拓展为两个维度,即机构投资者理性情绪与个人投资者非理性情绪,以中国2009—2014年沪深两市上市的IPO公司数据为样本,研究投资者中的理性因素和非理性因素对IPO定价和管理者过度乐观情绪的影响及其产生的经济后果,实证结果发现:机构投资者理性情绪越高,IPO公司超募水平越低,个人投资者非理性情绪对IPO首日溢价率有显著的正向影响;机构投资者理性情绪和个人投资者非理性情绪都能够塑造IPO公司管理者的过度乐观情绪,机构投资者理性情绪对IPO公司管理者过度乐观水平有显著的负向影响,而个人投资者非理性情绪越高涨,IPO公司管理者越会过度乐观;当IPO公司高超募、现金流充足时,IPO公司管理者的过度乐观能够加剧公司过度投资等非效率投资行为,损害了公司的整体绩效表现;当IPO公司低超募、现金流不足时,IPO公司管理者的过度乐观能够缓解因资金缺乏引起的投资不足,有助于从整体上改善公司的绩效水平;当IPO公司低超募、现金流不足时,存在着个人投资者非理性情绪影响IPO公司整体绩效表现的管理者过度乐观的中介效应。研究结果对中国股市存在的“IPO之谜”现象具有一定的解释力,对市场监管政策的制定和IPO公司管理层投融资决策的制定有一定的借鉴意义。

关键词:理性情绪;非理性情绪;管理者过度乐观;IPO定价

中图分类号:F276.6;F380.91

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2019)01-0029-20

一、研究背景与问题

首次公开发行(Initial Public Offering,简称IPO)是公司重要财务政策之一,其IPO高溢价(或抑

修回日期:2017-10-11

作者简介:曹国华(1967—),男,安徽宣城人,重庆大学经济与工商管理学院金融系教授,博士研究生导师,主要从事金融市场与公司治理研究;任成林(1987—),男,河南商丘人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,主要从事资产定价研究,Email: renchenglin@cqu.edu.cn;林川(1985—),男,山东青岛人,四川外国语大学国际商学院副教授,主要从事证券投资及管理研究。

价)率和长期回报低的现象也是当前金融学研究的热点问题,被称为“IPO 之谜(IPO puzzle)”^[1]。“IPO 之谜”现象在全世界股票市场普遍存在,通常成熟市场的新股溢价率平均为 10%~20%^[1-2],中国股票市场 IPO 首日溢价水平一直以来远高于世界成熟股票市场平均水平^[3-4]。为提高中国股票市场新股定价效率,2005 年证监会引入了新股询价发行制度,并于 2009 年进行进一步改革,取消了新股发行市盈率限制等,但 2009 年 6 月至 2014 年底,中国股票市场新上市非金融行业公司共计 969 家,平均溢价率依然高达 36.61%。并且这些股票在上市之后的表现并不理想,以 2009 年和 2010 年上市公司股票为例,基于 IPO 首日收盘价,其一年平均收益率为-52.49%,三年为-59.70%,五年为-33.46%,可见长期表现不佳。

当前对“IPO 之谜”问题的研究,已有文献主要集中在资本市场误定价和投资者非理性行为对 IPO 公司投资行为的影响两个方面。基于投资者理性假定的信息不对称理论认为,新股首日高溢价其实是来自一级市场的抑价。信息不对称的劣势影响了投资者对新股真实价值的认识,发行人需要抑价发行,以吸引投资者申购新股^[5-7]。Ljungqvist 等^[8]的实证研究支持了该理论观点。但是,随着研究的进行,二级市场的有效性也受到越来越多的质疑,有些学者放松投资者理性的假说,从行为金融学投资者情绪的角度研究 IPO 首日高溢价现象。该理论认为在市场卖空限制下,IPO 首日高溢价是由二级市场有限理性的情绪交易者的投机行为造成的,情绪交易者易受自身情绪的影响,过度乐观地追捧发行新股,使其首日价格远超内在价值。Ljungqvist 等^[9]首先建立模型从理论上解释有限理性的投资者如何影响资产定价,Cornelli 等^[10]、Dorn^[11]、Chan 等^[12]利用多层次样本和不同的投资者情绪衡量指标,实证检验了二级市场投资者情绪对 IPO 首日回报率的影响。随着公司上市,来自公司基本经营信息的披露导致信息不对称的减弱,投资者逐渐获得 IPO 真实业绩的信息,从而对股票价值重新认识并进行交易,首日 IPO 价格的泡沫逐渐回归其基本面。可见,投资者情绪可短时期影响新股价格,但最终决定 IPO 公司股票价格的还是来自于其基本面的表现。那么投资者情绪是否影响上市公司基本面的表现? Baker 等^[13]研究发现了投资者情绪影响上市公司投资行为的“股权融资渠道”,即投资者情绪通过影响上市公司的股权融资成本和渠道进而影响公司的投资行为。Polk 等^[14]提出并验证了“理性迎合渠道”,即理性的管理者通过公司的投资安排迎合投资者情绪,从而使投资者情绪影响上市公司的投资行为。

但上述研究理论对中国新股发行中“IPO 之谜”问题现象的解释存在两个问题:一是,无论是投资者情绪影响上市公司投资行为的“股权融资渠道”,还是“理性迎合渠道”,都是假定公司管理者是理性的,但行为公司金融理论表明,管理者同样是有限理性的,管理者同样受到“情绪”的影响,会过度乐观或过度悲观^[15-16],并且管理者过度乐观的个人特质并不是恒定不变的,而是会受外部情景的影响,投资者情绪对公司投资效率和整体绩效水平的影响过程中存在管理者过度乐观的中介效应^[17-19]。那么,在 IPO 过程中,投资者情绪会不会通过影响 IPO 定价塑造管理者的情绪,进而影响公司的投资效率和整体绩效水平,从基本面影响 IPO 公司上市后的股价表现? 二是,目前中国一级市场的询价机制使得新股发行要经过网下配售询价与网上发行定价两个阶段。在网下配售询价阶段,IPO 发行公司主要面对的是机构投资者,其交易行为确定了 IPO 发行价,而在网上发行阶段,发行新股的交易对象主要是个人投资者,其交易行为确定了二级市场均衡价格。两次定价其实代表着市场上投资者对 IPO 公司价值的不同认知,那么这两种不同的认知对管理者情绪会产生怎样的影响?

基于以上考虑,本文对投资者情绪、管理者过度乐观与“IPO之谜”之间的关系研究了两个问题:一是将投资者行为扩展为机构投资者理性情绪和个人投资者非理性情绪两个维度,通过分析市场中理性因素和非理性因素对IPO公司基本价值的不同认知,研究其对IPO定价的影响机制;二是把投资者有限理性和管理者有限理性纳入同一框架分析,从信息传递和情绪感染机制的角度出发,探讨机构投资者理性情绪和个人投资者非理性情绪如何塑造管理者的过度乐观情绪,进而影响上市公司上市后的基本面表现。

二、文献综述与理论假说

(一) 机构投资者理性情绪与个人投资者非理性情绪

诸多文献发现,市场上不同的投资者对资产信息具有不同的认知和反应,这些认知和反应有“高明的”和“不太高明的”,驱动着投资者进行交易,并形成资产的市场均衡价格。Baker^[21]和De Long等^[22]认为,多数个人投资者通常不进行多样化投资,购买和持有投资组合,容易把前期收益、过度自信、媒体报道、专家意见等“噪音”视为真正信息进行交易,持有一只或者几只股票,成为一个非理性情绪投资者。而这些由非理性情绪引起的交易行为在短期内因为价格压力效应,将对价格有正向的影响,造成资产价值的偏离,并且这种偏离不会很快由理性套利者的交易行为消除,从而使非理性情绪交易者获得高于理性投资者的预期收益。但非理性情绪毕竟是对未来收益的一个错误预期,在长期必然会有个价值反转的过程^[23]。同样,市场同时存在着对未来收益有正确预期的“高明的投资者”^[24],Fama^[25]和Campbell等^[26]认为这类投资者受资产的基本面信息影响较大,其交易行为对资产价格同样具有系统性影响,反映着市场上的理性因素。因此,参考胡昌生等^[27]研究,称之为理性情绪。

结合中国IPO市场来看,在一级市场询价机制背景下,中国新股发行要经过网下配售询价与网上发行定价两个阶段。在网下配售询价阶段,机构投资者的报价行为形成了新股的市场均衡发行价格,而机构投资者的报价来自于其对IPO公司“私人信息”的认知和反应。面对发行人和承销商按发行规定发布的IPO公司经营信息,机构投资者出于职业习惯会进一步挖掘关于IPO公司价值的“私人信息”^①或“内幕消息”,这些私人信息有“利好”的,也有“利空”的,机构投资者依据对“私人信息”价值的认知,对新股进行报价。诸多文献研究表明,“私人信息”有助于机构投资者识别IPO公司的真正价值,正确地预测市场收益,从而作出正确的投资决策^[24]。Le等^[28]研究发现,被机构投资者大额抛售股票的新上市公司,其未来股价的表现较差,机构投资者能够识别业绩变脸的新上市公司。Field等^[29]研究发现,上市后股价表现越好的IPO公司,机构投资者的持有比例越高,说明相对于个人投资者,机构投资者具有较强的分析能力。对于中国IPO市场机构投资者的交易特征,杨敏等^[30]使用2009年6月至2010年6月中国股票市场上287家IPO公司数据进行实证研究,结果发现机构投资者能事前识别上市后业绩变脸的公司,对于上市后营业利润大幅下降的公司,机构投资者网下申购的数量较少,超额认购倍数较小。由以上分析可知,机构投资者这种交易特征较能代表新股发行市场中的理性因素,本文称之为机构投资者理性情绪。而承销商和发行人从机构

^①机构投资者的私人信息可以看作来自于机构投资者的职业优势,当然散户投资者如果愿意付出较高的成本,也可以获得这类私人信息,但散户投资者更愿意选择“搭便车”,因为他们可以通过观察机构投资者的报价间接获得这类私人信息。

投资者那里获得报价信息,确定了发行价,进入二级市场交易,这时面对的投资者主要是个人投资者。据统计,在中国股票市场上超过80%的手续费和印花税是个人投资者贡献的,个人投资者也是首日交易的主要参与者,其活跃的交易行为是IPO股票二级市场价格形成的最重要因素^[31-32]。大量文献表明,个人投资者是噪音交易风险(noise trader risk)的代表,其投资交易时往往从过去的股价寻找简单的规律,并把过度自信、媒体报道、专家评论等因素当作信息,对资产价值形成错误预期,盲目追涨杀跌^[24]。与机构投资者理性情绪相对应,本文称个人投资者这种交易特征为个人投资者非理性情绪。

(二) 投资者情绪、IPO定价与管理者过度乐观

过度乐观是来自于个体的认知偏差,相信自己具有优于平均水平的能力。管理者的过度乐观则表现在管理者过于相信自己的判断能力及所掌握信息的精确性,从而高估事件的未来收益,低估其中的风险,并具有自我归因偏差的心理倾向^[15,33-34]。大量研究表明,人们普遍具有过度乐观的心理倾向,而公司的管理者通常会比普通员工对自己的能力作出更高的评价^[15]。在现有文献中,多把管理者过度乐观当作恒定不变的个体特质,但在现实资本市场中,过度自信或乐观主义不仅仅是管理者的个体特质,而且经常是时变的,会受外部情景的影响^[17-18]。Nofsinger^[17]研究发现,投资者情绪能够通过影响管理者乐观或悲观情绪进而影响公司的财务决策和投资行为。花贵如等^[19]和余丽霞等^[35]研究发现,根据情绪协调理论和情绪感染理论,在资本市场中,投资者情绪能够通过影响上市公司的股票价格从而传递其对公司价值的认知,管理者能够观察到这些信息,由于缺乏对投资者情绪足够的影响力,只能被动“分享”投资者对公司价值预期和风险的认识,并逐步调整自身对公司价值的预期和风险认知。因此,投资者情绪能够诱发管理者过度自信或过度悲观的情绪,管理者非理性情绪随投资者情绪的变化而改变。

中国新股发行询价制度使得IPO公司价值经历两次定价,即一级市场发行价和二级市场首日市场均衡价,两次定价过程中分别受到机构投资者理性情绪和个人投资者非理性情绪的影响。根据前文分析,面对IPO公司发行的新股,机构投资者出于其职业习惯会进一步挖掘IPO公司的信息,获得关于IPO公司价值的额外的“私人信息”或“内幕消息”,私人信息有助于提升机构投资者对IPO公司价值的认知。机构投资者根据对私人信息的认知对新股进行报价,不过报价的过程中机构投资者会高度敏感于市场氛围,并受自身情绪的影响。中国股票市场长期存在的“IPO之谜”现象、卖空限制、自身的职业素养等因素使得机构投资者理性和谨慎地对待“利好”的私人信息,认为“利好”是暂时的或没有足够好,这种理性情绪会降低机构投资者对新股未来收益的预期,进而降低自己的报价水平。因此,如果资本市场新股询价定价机制充分市场化,机构投资者理性情绪能够抑制IPO公司的超募水平,而从情绪传染假说和信息传递角度来说,受机构投资者情绪影响的新股发行价能够传递IPO公司真实价值的积极信号,塑造管理者对自身公司真实价值的认识,抑制管理者过度乐观的产生。由此,本文提出假说1和假说2。

假说1:机构投资者理性情绪越高涨,IPO公司超募程度越低。

假说2:机构投资者理性情绪能够抑制管理者情绪,即机构投资者理性情绪越高涨或越低落,管理者过度乐观程度越低。

由前文分析,二级市场均衡价格的形成主要受个人投资者交易行为的影响。个人投资者是噪音交易者风险的代表,容易受到前期收益、过度自信、媒体报道、专家评论等因素影响,并把其当作

进行交易的驱动力量^[24]。当个人投资者非理性情绪高涨时,个人投资者容易过度乐观,低估风险,对新股进行非理性的追捧,从而推高新股的首日溢价率;当个人投资者非理性情绪低落时,个人投资者又容易过度悲观,降低对新股的需求,造成新股首日破发。可见,当 IPO 首日价格受到个人投资者非理性情绪影响时,其传递了关于 IPO 公司真实价值的消极信号,扭曲了管理者对自身公司真实价值的认识,可能诱发管理者过度乐观或过度悲观。由此,本文提出假说 3 和假说 4。

假说 3:个人投资者非理性情绪越高涨,IPO 首日溢价率越高。

假说 4:个人投资者非理性情绪能够塑造管理者情绪,即个人投资者非理性情绪越高涨或越低落,管理者越会过度乐观或过度悲观。

(三) 投资者情绪、管理者过度乐观与公司绩效

根据信号传递理论和情绪感染理论,资本市场上高涨或低落的投资者情绪能够通过影响上市公司的股票价格诱发上市公司管理者过度乐观或过度悲观。当上市公司管理者过度乐观时,就会过度相信自己的判断,存在着高估项目未来预期收益、低估风险的认知偏误,采取激进的投资策略进行过度投资,甚至包括一些净现值(NPV)为负的项目。反之,当上市公司管理者过度悲观时,就会低估市场中公司的实际价值,选择保守的融资负债策略,导致因资金短缺放弃一些较好的投资项目^[35]。而管理者过度乐观对公司投资效率和整体绩效水平的影响,诸文献存在不同的看法。Malmendler 等^[36]、Doukas 等^[37]、Lin 等^[38]和 Huang 等^[39]等认为,当管理者受自身情绪影响的时候,往往会对投资项目未来收益和风险存在认识偏差,导致一系列非效率投资行为,比如过度乐观造成过度投资,过度悲观导致投资不足。郝颖等^[40]以 2001—2003 年沪深两市的上市公司为样本研究发现,相对于适度乐观的管理者,管理者过度乐观的行为会导致公司更高的投资—现金流敏感性。许致维^[41]使用了中国制造业上市公司 2008—2011 年的样本数据进行实证研究,结果显示管理者的过度乐观会对中国制造业上市公司的过度投资行为产生显著的正向影响。王艳林^[42]通过对中国 A 股上市公司研究发现,当公司现金流水平不同时,管理者过度乐观对公司投资行为和投资效率的影响也不同。当上市公司自由现金流充足时,管理者的过度乐观会加剧公司的过度投资行为,从而损害公司的投资效率和整体绩效水平;当企业自由现金流不足时,管理者的过度乐观会使其不失信心地采取积极的融资负债策略,缓解公司因现金流缺乏导致的投资不足,从而改善公司的投资效率和整体绩效水平。

图 1 为投资者情绪、管理者过度乐观影响 IPO 公司投资效率的作用机理。中国新股发行实行“项目制”,即 IPO 公司以项目为依托在资本市场募资资金,因此,当在一级市场新股发行价格较高时,IPO 公司获得的资金将超过原以“项目”为标的的计划募资,此时 IPO 公司超募率较高和拥有充足的现金流;相反,当发行价格较低时,IPO 公司超募率较低甚至为负,上市公司拥有较少的现金流。由前文分析可知,机构投资者理性情绪会影响 IPO 新股一级市场的发行价,发行价的高低决定了 IPO 公司获得现金流的充足与否。当 IPO 公司高超募、现金流充足时,管理者的过度乐观有可能引发过度投资,损害 IPO 公司绩效。Heaton^[43]研究发现,当公司现金流较充裕时,过度乐观的管理者高估收益和低估风险的认知偏差往往会使其采取一些激进的投资策略,而这些投资项目中往往包含一些 NPV 为负的项目,从而损害公司的投资效率和经营绩效。Malmendier 等^[36]、Lin 等^[38]、Ben 等^[44]和 Huang 等^[39]分别以不同的指标衡量管理者过度乐观,同样得出了跟 Heaton^[43]类似的观点。许致维^[41]和王艳林^[42]分别以不同的样本数据和指标变量研究中国上市公司管理者过度乐观与上

市公司投资行为之间的关系时发现,当上市公司拥有较充裕的自由现金流时,相对于非过度乐观管理者而言,过度乐观管理者基于自由现金流盈余的过度投资行为更为严重,从而损害公司的投资效率和绩效表现。因此,提出假说5。

假说5:当IPO公司超募水平较高时,管理者过度乐观将损害IPO公司的绩效水平。

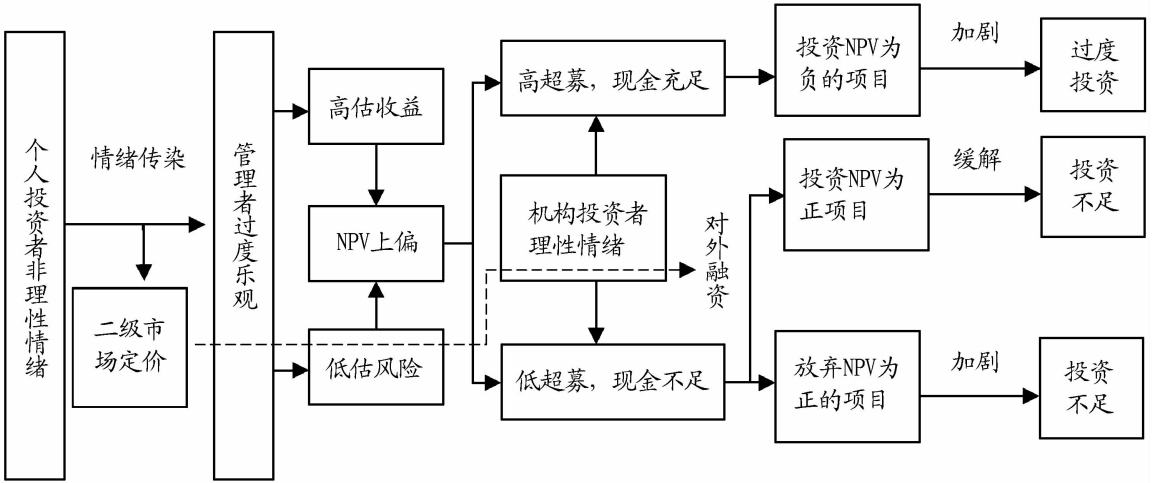


图1 投资者情绪、管理者过度乐观影响IPO公司投资效率的作用机理

当IPO公司超募水平较低甚至为负、现金流不足时,管理者的过度乐观对IPO公司投资效率的影响体现在两个方面:(1)当IPO公司超募率较低、现金流不足时,过度乐观的管理者会认为市场对公司价值低估,他们往往会采取发行风险证券的方式进行融资,由此投资NPV为正的项目,缓解投资不足^[42];(2)如果二级市场个人投资者非理性情绪高涨,IPO首日溢价较高,上市公司也将获得较有利的外部融资条件。根据情绪传染理论,上市公司管理者观察到市场中个人投资者的情绪信号,将会被动分享其对公司价值的乐观预期,这有助于恢复管理者的信心使其采取积极的融资负债策略^[18,45],而积极的融资策略有助于缓解公司的现金流不足状况。Baker等^[46]的研究发现,相比于理性管理者,过度乐观投资者采取更积极的融资财务策略所带来的收益要高于其带来的经营风险成本,因为积极的融资策略和负债杠杆水平能够使公司获得充足的现金流,有助于缓解因资金不足导致的投资不足现象。王艳林^[42]以2007—2011年A股上市公司为数据样本,实证研究发现,当上市公司现金流不足时,与理性上市公司管理者相比,过度乐观管理者更能够采取积极融资负债策略缓解因资金不足导致的投资不足,从而改善上市公司绩效表现。综上分析,当IPO公司一级市场低超募、现金流不足时,二级市场高涨的个人投资者非理性情绪能够诱发管理者过度乐观,过度乐观的管理者往往会采取积极的财务融资策略缓解因资金缺乏导致的投资不足现象,进而提高公司的绩效水平;反之,低落的个人投资者非理性情绪将会诱发管理者过度悲观,使其信心不足,放弃NPV为正的投资项目,加剧本就因资金缺乏导致的投资不足现象,进而损害公司整体的投资效率和绩效水平。因此,提出假说6和假说7。

假说6:当IPO公司超募水平较低时,管理者过度乐观将提高IPO公司绩效水平。

假说7:当IPO公司超募水平较低时,存在投资者情绪影响公司投资效率和绩效表现的“管理者过度乐观中介效应”。

三、变量定义与模型设计

(一) 变量定义与度量

1. 超募水平

选择超募率这一指标表示,即超募率(OVERF)=(净实际募集资金-计划募集资金)/计划募集资金。

2. IPO 首日溢价率

参考已有文献,IPO 首日溢价率(IR)=(上市首日收盘价-发行价)/发行价。

3. 管理者过度乐观

借鉴姜付秀等^[47]、花贵如等^[19]等的研究设计,以上市公司的盈利预测是否变化来判断上市公司的管理者是否过度乐观。上市公司的年度盈利预测包括预亏、预盈、预增、减亏、预降、减增、减降等形式,如果实际盈利水平低于预测的盈利水平^②,则定义为管理者过度乐观;反之,定义为管理者非过度乐观。

4. 公司绩效

选取净资产收益率(ROA)代表,并对净资产收益率(ROA)进行 Winsorize 修正($p=0.005$)。

5. 投资者情绪

现有文献对投资者情绪度量指标的研究多达十几种,但多数并不能有效区分投资者情绪指数中的理性因素和非理性因素。在已有的投资者情绪度量指标中,主成分分析法因能“滤除特质噪音成分并捕捉变量中的共同成分”,较能得到“更纯”的投资者情绪而得到广泛应用,不过主成分分析法会因为选取变量的不同影响所获得的主成分中包含信息的属性。Baker 等^[48]和 Kumar 等^[49]通过运用对宏观经济变量进行回归的方法消除基本因素对投资者情绪的影响,以便得到“更纯”的投资者情绪指数。Verma 等^[50]更进一步通过这种方法区分投资者理性情绪和非理性情绪,但这种区分仅仅是把情绪指数中由基本因素解释的部分当作理性情绪。我们认为机构投资者理性情绪和个人投资者非理性情绪分别代表着市场中“高明的投资”和“不太高明的投资”两种投资者行为,其差别更体现在对未来收益的正确预测上。胡昌生等^[27]从投资者追求财富最大化的角度研究情绪指标中的理性成分和非理性成分的分离问题,选取换手率、封闭式基金折价率、投资者新增开户数和消费者信心指数四个代表性的投资者情绪代理变量进行主成分因子分析,发现第一主成分中系数最大的为封闭式基金折价率和消费者信心指数,能够很好地反映投资者对未来基本因素的预期,实证结果也显示其对未来收益正向预测期较长,可视为市场中“高明的投资”的代表;第二主成分中系数最大的为换手率与投资者新增开户数,从因果检验结果看,是由前期收益 Granger 引起的,并且对未来收益正向预测期较短,可视为市场中“弱智的投资”的代表。因此,参考胡昌生等^[27]研究,本文选取换手率、封闭式基金折价率、投资者新增开户数和消费者信心指数四个代表性的投资者情绪代理变量进行主成分因子分析,其第一主成分、第二主成分分别作为机构投资者理性情绪(SENTR)和个人投资者非理性情绪(SENTI)的代理变量。因篇幅问题,主成分因子分析结果没有在文中列出。

^②实际盈利低于预测的类型主要有三种:(1)预盈,但实际预亏;(2)预增,但实际盈利下降;(3)预增,但实际增幅低于预期。反之,则为实际盈利高于预期。此外,有些预测信息披露实际上属于“预告”,而不是“预测”,借鉴姜付秀等(2009)、花贵如等(2011)的方法,本文剔除了这类预告样本。

6.控制变量

参考姜付秀等^[47]、花贵如等^[19]、俞红海等^[4]、江昌云等^[51]、余丽霞等^[35]、宋顺林等^[52]等研究,本文选取公司层面的控制变量,包括负债率(LEV)、期初现金流(CASH)、经营活动现金流(CFO)、托宾Q值(TOBINSQ)、可持续增长率(GROWTH)、公司市净率(MB)、公司规模(SIZE)、发行规模(OFFERSIZE)、发行费用(FEE)、公司年龄(AGE)、“两职合一”(ONE)、独立董事比例(DU)、股权性质(OWNERSHIP)、公司行业(INDUSTRY)等;市场层面的控制变量,包括承销商排名(TOP10)、市场当前收益(RETURN)、前期一月内IPO上市公司数量(LAGN)、前期一月内市场平均IPO首日收益率(LAGHOT)、上市年度(YEARS)等。为了稳妥起见,本文对主要连续变量进行了Winsorize修正($p=0.005$)。具体如表1。

表1 主要变量定义

变量	变量符号	变量定义
超募水平	OVERF	(净实际募集资金-计划募集资金)/计划募集资金
IPO首日溢价	IR	(上市首日收盘价-发行价)/发行价
管理者过度乐观	OVEROPT	如果实际盈利水平低于预测的盈利水平,则管理者过度乐观,取1;反之,取0
公司绩效	ROA	(当年收益-上年收益)/当年净资产
机构投资者理性情绪	SENTR	使用换手率、封闭式基金折价率、投资者新增开户数和消费者信心指数进行主成分分析得到的第一主成分
个人投资者非理性情绪	SENTI	使用换手率、封闭式基金折价率、投资者新增开户数和消费者信心指数进行主成分分析得到的第二主成分
资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
期初现金流	CASH	期初现金流/总资产
经营活动现金流	CFO	经营活动流出现金流和流入现金流均值/总资产
托宾Q值	TOBINSQ	托宾Q值
可持续增长率	GROWTH	(本期净利润/期初股东权益)×本期收益留存率
公司市净率	MB	首日收盘价/发行后每股净资产
公司规模	SIZE	Ln(公司上市前上一个财务年度总资产)
发行规模	OFFERSIZE	Ln(发行规模)
发行费用	FEE	Ln(发行费用)
公司年龄	SIZE	Ln(公司年龄+1)
两职合一	ONE	董事长和总经理是同一人,取1;不是,取0
股权性质	OWNERSHIP	上市公司是国有企业取1,不是取0
独立董事比例	DU	独立董事占有所有董事的比率
公司行业	INDUSTRY	公司所在行业变量,参考证监会一级行业
承销商排名	TOP10	前十大承销商取1,不是取0,
市场当前收益	RETURN	IPO当日的市场收益
前期一月内IPO上市公司数量	LONG	IPO当日前一个月内市场上所有IPO数量
前期一月内市场平均IPO溢价率	LONHOT	IPO当日前一个月内市场上平均IPO抑价率
上市年度	YEARS	上市时间的虚拟变量

(二)模型设计

对于假说1和假说3,参考俞红海等^[4]、江昌云等^[50]、宋顺林等^[52]等研究,建立检验机构投资者

理性情绪、个人投资者非理性情绪与 IPO 定价之间关系的模型。

$$\text{OVERF} = \alpha + \delta \text{SENTR} + \beta_1 \text{FEE} + \beta_2 \text{OFFERSIZE} + \beta_3 \text{TOP10} + \beta_4 \text{MB} + \beta_5 \text{RETURN} + \beta_6 \text{LANG} + \beta_7 \text{LANHOT} + \beta_8 \text{SIZE} + \beta_9 \text{AGE} + \beta_{10} \text{OWNERSHIP} + \beta_{11} \text{INDUSTRY} + \beta_{12} \text{YEARS} \quad (1)$$

$$\text{IR} = \alpha + \varepsilon \text{SENTI} + \beta_1 \text{FEE} + \beta_2 \text{OFFERSIZE} + \beta_3 \text{TOP10} + \beta_4 \text{MB} + \beta_5 \text{RETURN} + \beta_6 \text{LANG} + \beta_7 \text{LANHOT} + \beta_8 \text{SIZE} + \beta_9 \text{AGE} + \beta_{10} \text{OWNERSHIP} + \beta_{11} \text{INDUSTRY} + \beta_{12} \text{YEARS} \quad (2)$$

对于假说 2 和假说 4,为了检验机构投资者理性情绪和个人投资者非理性情绪对管理者过度乐观的影响,参考花贵如等^[19]、余丽霞等^[35]研究,检验 Logistic 模型设计如下。

$$\text{OVEROPT} = \alpha + \phi \text{SENTR} + \varphi \text{SENTI} + \beta_1 \text{ROA} + \beta_2 \text{LEV} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{CASH} + \beta_5 \text{TOBINSQ} + \beta_6 \text{CFO} + \beta_7 \text{DU} + \beta_8 \text{CFO} + \beta_9 \text{GROWTH} + \beta_{10} \text{OWNERSHIP} + \beta_{11} \text{INDUSTRY} + \beta_{12} \text{YEARS} \quad (3)$$

对于假说 5、假说 6 和假说 7,参考花贵如等^[19]、余丽霞等^[35]研究,建立检验投资者情绪、管理者过度乐观与公司绩效之间关系的模型。

$$\text{ROA}_t = \alpha + \psi \text{SENTI}_t + \beta_1 \text{ROA}_{t-1} + \beta_2 \text{LEV}_t + \beta_3 \text{SIZE}_t + \beta_4 \text{CASH}_t + \beta_5 \text{TOBINSQ}_t + \beta_6 \text{GROWTH}_t + \beta_7 \text{CFO}_t + \beta_8 \text{DU}_t + \beta_9 \text{ONE}_t + \beta_{10} \text{OWNERSHIP}_t + \beta_{11} \text{AGE}_t + \beta_{12} \text{INDUSTRY}_t + \beta_{13} \text{YEARS}_t \quad (4)$$

$$\text{ROA}_t = \alpha + \gamma \text{SENTI}_t + \eta \text{OVEROPT}_{t-1} + \beta_1 \text{ROA}_{t-1} + \beta_2 \text{LEV}_t + \beta_3 \text{SIZE}_t + \beta_4 \text{CASH}_t + \beta_5 \text{TOBINSQ}_t + \beta_6 \text{GROWTH}_t + \beta_7 \text{CFO}_t + \beta_8 \text{DU}_t + \beta_9 \text{ONE}_t + \beta_{10} \text{OWNERSHIP}_t + \beta_{11} \text{AGE}_t + \beta_{12} \text{INDUSTRY}_t + \beta_{13} \text{YEARS}_t \quad (5)$$

首先,关于机构投资者理性情绪影响管理者过度乐观与公司绩效的验证机制,基于前文分析,机构投资者理性情绪能够影响 IPO 的发行价,而 IPO 发行价的高低直接决定了 IPO 公司所获得的现金流。本文通过把总样本分为高超募组样本(超募率处于均值以上)和低超募组样本(超募率处于均值以下)分别进行实证检验,以研究在现金流充足和现金流不足的情况下,管理者过度乐观对 IPO 公司绩效的影响。其次,关于个人投资者非理性情绪影响管理者进而影响公司绩效的“管理者过度乐观中介效应”,参考花贵如等^[19]和余丽霞等^[35]的研究,具体验证思路如下:如果模型(4)中系数 ψ 显著,说明个人投资者非理性情绪总体上对公司绩效具有影响。接着,如果模型(3)的系数 φ 和模型(5)中的系数 γ 、 η 都在置信区间下显著,则说明个人投资者非理性情绪影响公司投资和绩效的过程中有一部分是通过管理者过度乐观的中介效应来实现的;如果系数 φ 、 η 通过显著性检验,而系数 γ 没有,说明个人投资者非理性情绪是完全通过管理者过度乐观的中介效应来实现对公司投资行为和绩效表现的影响。最后,如果系数 φ 、 η 都不显著或者只有一个显著,则要通过 Sobel 判断是否存在中介效应。

四、实证检验

(一) 样本选择

本文选择 2009 年 7 月至 2014 年 12 月在沪深两市上市的 IPO 公司为初始样本,因为管理者过度乐观的衡量是根据 IPO 公司上市后一年的盈利预测跟上市后第二年的实际业绩的比较得出,所以实际时间跨度为 2009—2016 年。同时,对初选样本执行以下筛选程序:(1)剔除 2009—2016 年某一年度资料不全的上市公司;(2)剔除同时发行 B 股或 H 股的上市公司,因为这些公司的行为可能因受到多重监管而产生异化;(3)剔除某一年度或数年 ST、PT 类上市公司;(4)剔除指标异常的公

司;(5)剔除最终控制人不明的公司。经过上述筛选程序,共获得2009—2014年共969个上市公司的样本数据。数据主要来源于巨潮网、RESSET数据库、CCER数据库等。

本研究使用到的高管个人信息和公司财务数据除部分手工收集之外主要来自于RESSET和CCER数据库,并与上市公司公布的年度报告进行了抽样核对和更正。文中的数据处理采用STATA12.0和SPSS20.0计量分析软件进行。

(二)统计描述

表2为主要变量的描述性统计结果。在主要变量指标中,超募率(OVERF)均值为1.192,IPO首日溢价率(IR)为0.366,说明2008年金融危机以后中国股市同时存在一级市场高超募和二级市场高溢价现象;机构投资者理性情绪(SENTR)均值和中值分别为-0.021和-0.101,个人投资者非理性情绪(SENTI)均值和中值分别为0.097和0.154,说明中国股市无论一级市场,还是二级市场,非理性因素普遍存在,这与中国股市存在的“高超募、高溢价”现象相一致。IPO公司上市当年净资产收益率(ROA)均值为0.077,说明2009—2014年IPO公司上市当年整体保持7.7%的净资产收益率;负债比率(LEV)均值为23.4%,略低于中国上市公司整体负债状况(40%~60%)^[50],说明IPO公司上市初期融资策略较为稳健;从哑变量的描述结果看,管理者过度乐观(OVEROPT)均值为10.4%,说明管理者过度乐观状况在中国IPO公司中较为普遍存在;股权性质(OWNERSHIP)均值为7.6%,说明在全部IPO公司中,国有控股公司仅占很少的一部分;“两职合一”(ONE)均值为38.2%,可见,在IPO公司上市初期,作为公司创立者的董事长普遍兼任公司的总经理职务。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	中值	标准差	最大值	最小值
OVERF	969	1.192	1.009	1.179	12.878	-0.942
IR	969	0.366	0.310	0.428	6.267	-1.000
OVEROPT	969	0.104	0.000	0.305	1.000	0.000
ROA	969	0.077	0.068	0.080	1.819	-0.292
SENTR	969	-0.021	-0.101	0.961	1.526	-2.148
SENTI	969	0.097	0.154	0.903	2.346	-1.740
FEE	969	0.075	0.069	0.068	0.202	0.021
OFFERSIZE	969	20.325	20.260	0.744	24.638	16.963
MB	969	4.243	3.835	1.964	26.138	-0.501
RETURN	969	-0.001	0.000	0.013	0.052	-0.054
LONG	969	21.309	24.000	9.536	43.000	0.000
LONHOT	969	0.344	0.331	0.247	1.120	0.000
SIZE	969	13.602	20.615	10.170	25.662	0.003
AGE	969	2.157	2.303	0.568	3.332	0.693
LEV	969	0.234	0.207	0.156	0.813	0.000
CASH	969	0.445	0.446	0.301	6.011	0.000
GROWTH	969	0.334	0.145	0.482	3.026	-0.339
TOBINSQ	969	2.784	2.299	1.743	30.395	0.965
CFO	969	0.110	0.083	1.090	4.361	-5.345
ONE	969	0.382	0.000	0.486	1.000	0.000
OWNERSHIP	969	0.076	0.000	0.265	1.000	0.000
DU	969	0.402	0.375	0.093	0.667	0.063
TOP10	969	0.487	0.000	0.500	1.000	0.000

表3为投资者情绪高涨样本与投资者情绪低落样本配对检验结果。从表3可以看出,当机构投资者理性情绪高涨和低落时,IPO超募水平和管理者过度乐观水平都通过了1%显著水平的检验,存在显著性差异,并且其均值(1.316>1.095和0.141>0.078)差异相当明显,这初步证明了机构投资者理性情绪影响IPO公司超募水平的假说和机构投资者理性情绪塑造管理者过度乐观的假说;同时,当个人投资者非理性情绪高涨和低落时,IPO首日溢价水平和管理者过度乐观水平都同样通过了1%显著水平的检验,差异同样显著,并且其均值(0.273<0.475和0.053<0.165)差异也相当明显,这初步检验了个人投资者非理性情绪影响IPO首日溢价水平的假说和个人投资者非理性情绪塑造管理者过度乐观的假说。

表3 投资者情绪高涨样本和投资者情绪低落样本配对检验

	变量	低落情绪	高涨情绪	均值 <i>T</i> 检验	
		均值	均值	均值差异	<i>T</i>
机构投资者 理性情绪	OVERF	1.316	1.095	0.221***	2.922
	OVEROPT	0.141	0.078	0.063***	3.139
个人投资者 非理性情绪	IR	0.273	0.475	-0.202***	-6.992
	OVEROPT	0.053	0.165	-0.112***	-5.453

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著水平下显著。括号内是各估计参数的*t*值

(三) 实证结果分析

1. 机构投资者理性情绪、个人投资者非理性情绪与IPO定价

表4为根据2009—2014年969家IPO公司相关资料进行多元线性回归得到的回归结果。回归结果显示,其中*F*值都通过了显著性检验,并且发现模型变量的方差膨胀因子(VIF值)均小于1.4,不存在严重的共线性问题。

表4 机构投资者理性情绪、个人投资者非理性情绪与IPO定价

	模型(1)	模型(2)
	OVERF	IR
常量	2.723*** (3.237)	0.983*** (3.419)
SENTR	-0.087** (-2.244)	
SENTI		0.048*** (2.740)
FEE	-1.307** (-2.419)	0.514*** (2.838)
OFFERSIZE	0.161*** (5.055)	-0.062*** (-5.802)
TOP10	-0.009(-0.894)	-0.0439** (-1.977)
MB	0.017(0.346)	0.094*** (15.559)
RETURN	-8.453*** (-3.368)	1.951** (2.320)
LANG	0.029*** (5.237)	-0.009*** (4.986)
LANHOT	-0.231(-0.160)	0.055(1.027)
SIZE	-0.246*** (-6.849)	0.019(1.577)
AGE	-0.161*** (-2.694)	0.045** (2.266)
OWNERSHIP	0.039(0.570)	0.004(0.197)
INDUSTRY	控制	控制
YEARS	控制	控制
<i>N</i>	969	969
<i>F</i> 值	11.43***	34.53***
调整 <i>R</i> ²	0.272	0.374

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著水平下显著。括号内是各估计参数的*t*值

从表4的回归结果看,机构投资者理性情绪(SENTR)和个人投资者非理性情绪(SENTI)分别对IPO公司一级市场定价——IPO超募率(OVERF)和二级市场定价——IPO首日溢价率(IR)具有显著性影响,其中模型(1)中机构投资者理性情绪与IPO超募率在5%的显著水平下显著负相关,模型(2)个人投资者非理性情绪与IPO首日溢价率在1%的显著水平下显著正相关,这与我们对机构投资者理性情绪和个人投资者非理性情绪的定义相符合,同样验证了假说1和假说2。

当IPO公司进入一级市场询价阶段,询价机构投资者基于自身优势和职业素养会进一步挖掘IPO公司的“私人信息”,私人信息有助于询价机构投资者理性地认识IPO公司的基本价值,而当这种理性认知或者理性情绪较高时,询价机构投资者的报价就会较低,并且从询价机构投资者效用最大化的角度来说,较低的报价会使其获得更高的未来收益。因此,机构投资者理性情绪越高,新股超募程度就越低。而个人投资者非理性情绪与新股首日溢价率呈正相关关系得到许多学者的认可^[8,32]。据统计,在中国股票市场上超过80%的手续费和印花税是个人投资者贡献的,个人投资者也是首日交易的主要参与者,其活跃的交易行为是IPO股票二级市场价格形成的最重要因素^[31-32]。大量文献表明,个人投资者是噪音交易者风险(noise trader risk)的代表,其投资交易时往往从过去的股价寻找简单的规律,并把过度自信、媒体报道、专家评论等因素当作信息,对资产价值形成错误预期,盲目追涨杀跌^[24]。因此,个人投资者非理性情绪越高涨,IPO首日价格泡沫就越严重,IPO首日溢价水平就越高。

2. 投资者情绪、IPO定价与管理者过度乐观

表5是根据969家IPO公司的样本数据,利用Logistic回归方程得到投资者情绪、IPO定价和管理者过度乐观水平之间的回归结果。从模型(3)可以看出,机构投资者理性情绪(SENTR)与管理者过度乐观(OVEROPT)在5%置信区间显著负相关,机构投资者理性情绪越高,IPO公司管理者的过度乐观水平越低,这验证了假说3;从模型(4)可知,IPO公司超募率(OVERF)与管理者过度乐观在5%置信区间显著正相关,说明IPO公司在一级市场定价越高,公司所获得的超募现金流越多,管理者过度乐观水平就越高。结合模型(1)、模型(4)和模型(5)分析可知,当面对所获得的“私人信息”时,机构投资者理性情绪越高,其报价就会越谨慎,进而降低了IPO的发行价和超募水平。IPO公司管理者观察到这一“负面”信号,在改变不了机构投资者情绪的情况下,只有“分享”机构投资者对公司价值的认知和预期,调整自身对公司价值的预期,这验证了机构投资者情绪对IPO公司管理者过度乐观情绪的塑造过程。

从模型(5)可以看出,个人投资者非理性情绪(SENTI)与管理者过度乐观(OVEROPT)在1%置信区间显著正相关,个人投资者非理性情绪越高,IPO公司管理者的过度乐观水平越高,这验证了假说4;从模型(6)可见,IPO首日溢价水平(IR)与管理者过度乐观在5%置信区间显著正相关,说明IPO公司在二级市场定价越高,管理者过度乐观水平就越高。结合模型(2)、模型(5)和模型(6)分析可知,当IPO进入二级市场交易时,个人投资者非理性情绪越高涨,其对新股就越会过度追捧,造成更高的新股首日溢价;反之,个人投资者非理性情绪越低落,新股的价值就越会被过度低估,IPO首日溢价率也就会越低或IPO首日破发。根据信号传递理论和情绪感染理论,IPO公司管理者作为市场信号的接收者,只能被动地分享投资者对公司价值的主观预期和风险,并逐步调整自身对公司价值的预期和判断,因此,高涨的个人非理性情绪和高首日溢价率传递市场投资者对公司前景看好的信号,这将加强管理者过度乐观水平;反之,低落的非理性情绪和低首日溢价率将导致管理者过度悲观。基于以上分析可

知,个人非理性情绪对 IPO 公司管理者过度乐观情绪同样具有塑造的作用。

表 5 投资者情绪、IPO 定价与管理者过度乐观

	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	OVEROPT	OVEROPT	OVEROPT	OVEROPT
常量	-2.785*** (28.937)	-5.589*** (30.176)	-3.118*** (13.288)	-5.410*** (30.256)
SENTR	-0.429** (6.564)			
OVERF		0.160* (2.883)		
SENTI			0.379*** (8.358)	
IR				0.643** (4.218)
ROA	1.356 (0.806)	1.578 (0.660)	1.696 (1.216)	1.058 (0.667)
LEV	0.183 (0.017)	0.434 (0.136)	0.310 (0.100)	0.288 (0.019)
SIZE	0.051*** (13.995)	0.049*** (12.943)	0.036*** (7.686)	0.046*** (11.257)
CASH	0.245 (0.607)	-0.774 (1.033)	-0.193 (0.662)	-0.699 (1.187)
OWNERSHIP	-0.153 (0.125)	-0.467 (0.228)	-0.262 (0.236)	-0.370 (0.231)
GROWTH	-1.138*** (8.204)	-0.770*** (8.066)	-1.188*** (7.190)	-0.554*** (8.163)
TOBINSQ	0.099 (2.596)	0.082* (3.502)	0.112** (4.220)	0.107 (2.619)
ONE	-0.081 (0.156)	0.039 (0.183)	0.077 (0.126)	0.073 (0.164)
CFO	0.009 (0.046)	0.005 (0.015)	-0.010 (0.121)	0.010 (0.040)
INDUSTRY	控制	控制	控制	控制
YEARS	控制	控制	控制	控制
N	969	969	969	969
llkelihood ratio	559.97***	589.83***	610.47***	568.80***

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的显著水平下显著。括号内是各估计参数的 Wald 值

3. 投资者情绪、管理者过度乐观与公司绩效

为了验证假说 5,研究在高超募情况下,投资者情绪、管理者过度乐观对 IPO 公司投资效率和整体绩效水平的影响,本文使用 2009—2014 年超募率在均值以上的样本进行多元线性回归,其中 F 值都通过了显著性检验,并不存在严重的共线性问题。实证结果如表 6 所示。

表 6 中,模型(8)中管理者过度乐观(OVEROPT)与公司绩效水平(ROA)在 5% 的显著水平下显著负相关,这验证了假说 5,说明当 IPO 公司高超募、现金流充足时,过度乐观的管理者会认为其公司获得市场的认可,低估可能存在的风险,通过盲目进行过度投资等非效率投资行为扩张公司规模,从而影响公司的绩效表现。模型(7)中个人投资者非理性情绪(SENTI)与公司绩效(ROA)不显著,模型(9)中个人投资者非理性情绪(SENTI)同样与公司绩效(ROA)不显著,本文的解释为:个人投资者非理性情绪主要通过两种方式影响 IPO 公司的投资和绩效,一是个人投资者非理性交易行为能够影响二级市场 IPO 首日交易均衡价格,从而影响 IPO 公司上市后的融资难度和成本;二是根

据情绪传染理论,个人投资者非理性情绪能够塑造管理者过度乐观情绪,从而对公司投资行为有一定影响。然而,当IPO公司在一级市场高超募时,一方面IPO公司有足够的现金流进行投资,外部融资环境的变化对IPO公司的影响变小;另一方面,高超募会使IPO公司管理者过度乐观地认为是来自市场看好公司预期的积极信号,那么当二级市场个人投资者非理性情绪高涨、IPO首日报价较高时,过度乐观的管理者会认为这是对“积极信号”的加强,属于锦上添花。反之,当二级市场个人投资者非理性情绪低落、IPO首日报价较低时,过度乐观的管理者更愿意相信对自身有利的信号——来自一级市场高超募的信号。因此,结合以上两方面的原因,当IPO公司高超募、现金流充足时,个人投资者非理性情绪对公司绩效的影响不显著。

表6 高超募情况下投资者情绪、管理者过度乐观与IPO公司绩效

	模型(7)	模型(8)	模型(9)
	ROA _t	ROA _t	ROA _t
常量	0.009*** (4.758)	0.007 (5.081)	0.015 (4.762)
SENTI _t	0.006 (1.569)		0.007 (1.486)
OVEROPT _t		-0.022** (-2.202)	-0.022** (-2.183)
ROA _{t-1}	0.313*** (2.718)	0.273** (2.400)	0.284** (2.476)
LEV _t	-0.067** (-2.556)	-0.065** (-2.521)	-0.062*** (-2.408)
SIZE _t	0.001* (1.779)	0.001** (2.166)	0.001** (2.083)
CASH _t	-0.001 (-0.628)	-0.001 (-1.127)	-0.001 (-0.931)
GROWTH _t	0.034 (0.681)	0.041 (0.449)	0.036 (0.679)
TOUBIN _t	-0.002 (-1.234)	-0.001 (-0.967)	-0.001 (-0.652)
DU _t	0.001 (0.314)	0.001 (0.641)	0.001 (0.522)
ONE _t	0.007 (0.505)	0.009 (0.474)	0.009 (0.482)
CFO _t	0.001 (1.471)	0.001 (1.394)	0.001 (1.488)
AGE _t	0.005 (1.001)	0.006 (1.264)	0.006 (0.889)
OWNERSHIP _t	-0.008 (-0.634)	-0.006 (-0.752)	-0.007 (-0.675)
INDUSTRYS	控制	控制	控制
YEARS	控制	控制	控制
N	415	415	415
F值	15.42***	9.78***	8.44***
调整R ²	0.154	0.176	0.175

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著水平下显著。括号内是各估计参数的t值

假说5的情况比较符合中国当前新股发行市场的情景,以2009—2014年中国上市的IPO公司为例,平均IPO超募率为119.2%,平均IPO首日溢价为36.6%,说明在中国新股发行市场“高超募、高溢价”现象并存,但这些公司上市后股价表现并不理想。结合假说5可知,当IPO公司高超募、高溢价时,IPO公司管理者容易过度乐观地进行过度投资,盲目使用募集资金扩张公司规模,进而损害了公司整体的投资效率和绩效表现,最终从基本面的层面决定了IPO公司上市后股价表现不佳。

为了验证假说6和假说7,本文选择低超募(超募率均值以下)、现金流不足的IPO公司为样本进行多元线性回归,不存在严重的共线性问题,实证结果如表7所示。模型(11)中管理者过度乐观(OVEROPT)与公司绩效水平(ROA)在10%的显著水平下显著正相关,系数为0.006,说明当IPO公司一级市场低超募、现金流不足时,管理者过度乐观有助于缓解因资金不足导致的投资不足的现象,最终提高公司的投资效率和绩效水平,这验证了假说6。模型(10)中个人投资者非理性情绪(SENTI)与公司绩效水平(ROA)在10%的显著水平下显著正相关,系数为0.002,说明当IPO公司一级市场低超募、现金流不足时,个人投资者非理性情绪总体上会对公司投资和绩效产生影响。在模型(12)中,个人投资者非理性情绪与公司绩效系数不显著,而管理者过度乐观与IPO公司绩效在10%的显著水平下显著正相关,结合模型(5)和模型(11),根据管理者过度乐观的中介效应理论,个人投资者非理性情绪对公司绩效的影响完全是通过管理者过度乐观的中介效应实现的,假说7得以验证。从整体上讲,当IPO公司一级市场低超募、现金流不足时,二级市场高涨的个人投资者非理性情绪能够诱发管理者过度乐观,使其不失信心地使用积极的财务融资策略,缓解因资金缺乏导致的投资不足现象,从而提高公司整体的投资效率和绩效水平;反之,低落的个人投资者非理性情绪又会诱发管理者过度悲观,对未来信心不足从而放弃NPV为正的投资项目,加剧本就因资金缺乏导致的投资不足现象,进而损害公司整体的绩效水平。

五、稳健性检验

本文进行以下稳健性检验:(1)为控制可能存在的内生性问题,本文使用Heckman两阶段回归方法,即第一阶段对于不同的检验模型,除本文的控制变量外,还加入公司是否在主板(BOARD)的虚拟变量,或管理者教育背景(是否具有研究生以上学历)的虚拟变量(EDUCATION),或公司是否存在战略委员会(STRATEGY)的虚拟变量,而第二阶段再进行相应的回归检验。(2)由于管理者过度乐观属于心理偏见,缺乏对其直接衡量的方法。为了结论的稳健性,本文参考王山慧等^[53]研究,选取年度内管理层持股数量的变化(OVEROPT*)作为衡量管理者是否过度乐观的另一指标。若管理者愿意增持股票则意味着对公司的未来收益持更乐观的态度。具体处理如下:如果IPO公司上市后一年内公司高管持股增加不是因为业绩激励股或分红配股,而是来自于二级市场增持等,那么就认为公司高管存在过度乐观心理,否则归为非过度乐观类。稳健性主要检验结果如表8所示,从模型(13)—模型(18)看,并未出现明显异于前文结论的回归结果。总体而言,本文的研究结论是稳健的。

表7 低超募下,投资者情绪、管理者过度乐观与IPO公司绩效

	模型(10)	模型(11)	模型(12)
	ROA _t	ROA _t	ROA _t
常量	0.027*** (4.159)	0.024*** (3.825)	0.023*** (3.950)
SENTI _t	0.002* (1.845)		0.002 (1.546)
OVEROPT _t		0.006* (1.924)	0.006* (1.720)
ROA _{t-1}	0.509*** (25.509)	0.512*** (25.708)	0.509*** (25.576)
LEV _t	-0.031*** (-3.999)	-0.030*** (-3.890)	-0.029*** (-3.857)
SIZE _t	-0.001** (-2.303)	-0.001** (-2.226)	-0.001** (-2.187)
CASH _t	0.002 (0.306)	0.003 (0.580)	0.001 (0.721)
GROWTH _t	-0.001 (-0.648)	-0.002 (-1.128)	-0.001 (-0.594)
TOUBIN _t	0.003*** (3.190)	0.003*** (3.064)	0.003*** (3.097)
DU _t	-0.001*** (-5.714)	-0.001*** (-5.539)	-0.001*** (-5.802)
ONE _t	0.002 (1.022)	0.002 (1.096)	0.002 (1.120)
CFO _t	0.001 (0.703)	0.001 (0.564)	0.001 (0.647)
AGE _t	0.002 (1.242)	0.002 (1.300)	0.002 (1.132)
OWNERSHIP _t	0.001 (0.128)	0.001 (0.284)	0.002 (0.235)
INDUSTRYS	控制	控制	控制
YEARS	控制	控制	控制
N	554	554	554
F值	14.82***	29.88***	43.41***
调整R ²	0.664	0.665	0.666

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著水平下显著。括号内是各估计参数的t值

表8 稳健性主要检验结果

	模型(13)	模型(14)	模型(15)	模型(16)	模型(17)	模型(18)
	OVERF	IR	OVEROPT*	OVEROPT*	ROA	ROA
	总样本	总样本	总样本	总样本	高超募组	低超募组
SENTR	-0.063* (-1.856)		-0.502** (5.012)			
SENTI		0.055** (2.132)		0.258*** (10.415)	0.006 (1.042)	0.002 (0.798)
OVEROPT*					-0.019*** (-3.006)	0.005** (2.179)
BOARD	-0.017** (-2.226)	-0.003* (-1.779)				
EDUCATION			-0.011** (4.986)	-0.009** (5.541)		
STRATEGY					0.169* (1.856)	0.227 (0.699)
N	969	969	969	969	415	554
F值	9.67***	35.77***			10.42***	41.53***
调整R ²	0.239	0.396			0.179	0.665
likelihood ratio			599.13***	604.72***		

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的显著水平下显著。模型(15)和模型(16)括号内是各估计参数的Wald值,其他模型括号内是各估计参数的t值。模型(13)—模型(18)其他控制变量与前文相同,因篇幅问题其回归结果在表中没有列出

六、结论

行为金融学研究表明,股票市场中的投资者和管理者并不全部都是理性的,部分投资者会受到前期收益、过度自信、媒体报道、专家评论等“噪音”的影响,并把这些噪音当作真正的价值信息进行交易,对资产价值形成错误的预期,盲目追涨杀跌^[22-24];一些公司的管理者存在过度乐观的认知偏误,这种认知偏误会使管理者高估收益、低估风险,从而可能引发过度投资等非效率投资行为^[36-37,39]。本文把投资者有限理性假说和管理者有限理性假说纳入同一框架,结合中国新股发行询价制度,尝试解释中国股票发行市场存在的“IPO之谜”现象。

首先,本文将投资者行为扩展为机构投资者理性情绪与个人投资者非理性情绪,通过分析市场上两类投资者对IPO公司价值信息的不同认知和反应,研究其对IPO定价的影响机制。研究发现:机构投资者理性情绪会影响机构投资者对其所获得的“私人信息”的认知,认为“利好”是暂时的或没有足够好,进而影响对IPO新股的报价水平,机构投资者理性情绪与IPO公司超募率呈显著的负相关;个人投资者容易受到前期收益、过度自信、媒体报道、专家评论等因素影响,并把其当作进行交易的驱动力量,其交易行为是IPO首日溢价水平主要影响因素,个人投资者非理性情绪与IPO首日溢价呈显著的正相关。

其次,从信息传递和情绪传染的角度分析机构投资者理性情绪与个人投资者非理性情绪对IPO公司管理情绪的影响。实证结果发现:机构投资者理性情绪通过影响IPO发行价传递其对IPO公司价值认知的信号,进而塑造IPO公司管理者情绪,机构投资者理性情绪与IPO公司管理者过度乐观水平呈显著负相关;个人投资者非理性情绪通过影响IPO的首日溢价水平传递其对IPO公司价值认知的信号,同样能够塑造IPO公司管理者的情绪,个人投资者非理性情绪与IPO公司管理者过度乐观水平呈显著正相关。

最后,通过把投资者情绪与管理者过度乐观纳入同一框架,研究其对IPO公司投资效率和绩效水平的影响,研究发现:机构投资者理性情绪通过影响IPO公司的发行价方式影响IPO公司的超募水平,而超募高低决定了IPO公司在一级市场所获得的现金流的多少,这对IPO公司投资行为和绩效水平有重要的影响。当IPO公司高超募、现金流充足时,管理者的过度乐观会使其加剧过度投资等非效率投资行为,进而损害IPO公司的绩效水平。当IPO公司低超募、现金流不足时,管理者的过度乐观有助于缓解因资金缺乏导致的投资不足现象,最终提高公司的投资效率和绩效水平;此时,高涨的个人投资者非理性情绪能够通过诱发管理者的过度乐观,使其采取积极的融资策略,缓解投资不足的现象,进而从整体上对公司的绩效表现产生影响,存在着管理者过度乐观的中介效应。

综上所述,研究结果对中国股票发行市场上“IPO之谜”现象具有一定的解释力。中国股票发行一级市场普遍存在着“高超募”现象,这使得多数IPO公司在上市之初获得了大量的自由现金流,同时,二级市场上投资者对新股非理性追捧的常态(即为“炒新股”)导致IPO首日溢价率普遍较高。面对大量的现金流和投资者对公司股票的追捧,过度乐观的管理者往往会高估预期、低估风险,导致上市公司进行过度投资,盲目扩大公司规模,从而损害IPO公司的整体绩效表现,最终从基本面的层面决定了公司上市后股价表现不佳。

研究结果对中国股票发行市场监管政策的制定和IPO公司管理层投融资决策的制定有一定的

借鉴意义:(1)在一级发行市场,应充分发挥机构投资者在新股发行定价中的作用,机构投资者理性因素的存在有助于提高新股发行定价的效率;(2)监管层应通过适当措施提高“炒新股”的成本和风险,打破新股首日高收益的常态,抑制投资者对新股的非理性追捧;(3)IPO公司的管理层应正确识别股票市场中各类信息的价值,科学制定投资计划,理性使用募集资金。

参考文献:

- [1] RITTER J, WELCH I. A review of IPO activity, pricing, and allocation[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(4): 1795-1828.
- [2] IBBOTSON R G. Price performance of common stock issues[J]. *Journal of Financial Economics*, 1975, 2(3): 235-272.
- [3] 韩立岩, 伍燕然. 投资者情绪与 IPOs 之谜——抑价或者溢价[J]. *管理世界*, 2007(3): 51-61.
- [4] 俞红海, 刘烨, 李心丹. 询价制度改革与中国股市 IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J]. *金融研究*, 2013(10): 167-180.
- [5] ROCK K. Why new issues are underpriced[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15(1/2): 187-212.
- [6] BENVENISTE L M, WILHELM W J. A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environment[J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 28(1/2): 173-207.
- [7] SHERMAN A E, TITMAN S. Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(1): 3-29.
- [8] LJUNGQVIST A, WILHELM W J. IPO allocations: Discriminatory or discretionary[J]. *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(2): 167-201.
- [9] LJUNGQVIST A, NANDA V, SINGH R. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing[J]. *The Journal of Business*, 2006, 79(4): 1667-1702.
- [10] COMRNELLI F, GOLDREICH D, LJUNGQVIST A. Investor sentiment and pre-IPO markets[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(3): 1187-1216.
- [11] DORN D. Does sentiment drive the retail demand for IPOs? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(1): 85-108.
- [12] CHAN Y C. How does retail sentiment affect IPO returns? Evidence from the Internet bubble period[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2013, 29: 235-248.
- [13] BAKER M, STEIN J C. Market liquidity as a sentiment indicator[J]. *Journal of Financial Markets*, 2004, 7(3): 271-299.
- [14] POLK C, SAPLENZA P. The stock market and corporate investment: A test of catering theory[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(1): 187-217.
- [15] LARWOOD L, WHITTAKER W. Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning[J]. *Journal of Applied Psychology*, 1977, 62(2): 194-198.
- [16] BAKER M, WUEGLER J. Dividends as reference points: A behavioral signaling approach[J]. *Review of Financial Studies*, 2016(3): 697-738.
- [17] NOFSINGER J R. Social mood and financial economics[J]. *Journal of Behavioral Finance*, 2005, 6(3): 144-160.
- [18] HACKBARTH D. Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15(4): 389-411.
- [19] 花贵如, 刘志远, 许霁. 投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为[J]. *金融研究*, 2011(9): 178-191.
- [20] LEASE R C, LEWELLEN W G, SCHLARBAUM G G. The individual investor: Attributes and attitudes[J]. *The Journal of Finance*, 1974, 29(2): 413-33.
- [21] BLACK F. Noise[J]. *The Journal of Finance*, 1986, 41(3): 529-543.
- [22] De LONG J B, SHLEIFER A, SUMMERS L H, et al. Noise trader risk in financial markets[J]. *Journal of Political Economy*,

1990,98(4):703-738.

- [23] De LONG J B, SHLEIFER A, SUMMERS L H, et al. Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation[J]. *Journal of Finance*, 1990, 45(2): 375-395.
- [24] SCHMELING M. Institutional and individual sentiment: Smart money and noise trader risk [J]. *International Journal of Forecasting*, 2007, 23(1): 127-145.
- [25] FAMA E, FRENCH K. Dividend yields and expected stock returns[J]. *Journal of Financial Economics*, 1988, 22(8): 3-25.
- [26] CAMPBELL J Y. Asset prices, consumption and the business cycle[EB/OL]. [2017-03-12]. National Bureau of Economic Research, Working Paper, 1998, <http://www.nber.org/papers/w6485.pdf>.
- [27] 胡昌生, 池阳春. 投资者情绪: 理性与非理性[J]. *金融评论*, 2012, 4(6): 46-62, 122.
- [28] PUKTHUANThONG-LE K, VARAIYA N. IPO pricing, block sale and long-term performance[J]. *Financial Review*, 2007, 42(3): 319-348.
- [29] FIELD L C, LOWRY M. Institutional versus individual investment in IPOs: The importance of firm fundamentals[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, 44(3): 489-516.
- [30] 杨敏, 陈晓红, 贺正楚. 机构投资者能识别业绩变脸的 IPO 公司吗? [J]. *中国软科学*, 2016(6): 121-128.
- [31] 刘维奇, 刘新新. 个人和机构投资者情绪与股票收益——基于上证 A 股市场研究[J]. *管理科学学报*, 2014, 17(3): 70-87.
- [32] 陈鹏程, 周孝华. 机构投资者私信信息、散户投资者情绪与 IPO 首日回报率[J]. *中国管理科学*, 2016, 24(4): 37-44.
- [33] HASTORF A H, SCHNEIDER D J, POLEFKA J. *Person perception (Topics in social psychology)* [M]. New Jersey: Assison-Wesley, 1970: 1-114.
- [34] WEINSTEIN N D. Unrealistic optimism about future life events[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1980, 39(5): 806-820.
- [35] 余丽霞, 王璐. 投资者情绪、管理者过度乐观与企业投资行为——基于中介效应检验[J]. *社会科学研究*, 2015(5): 137-144.
- [36] MALMENDIER U, TATE G. CEO overconfidence and corporate investment[J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(6): 2661-2700.
- [37] DOUKAS J A, PETMEZAS D. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias [J]. *European Financial Management*, 2007, 13(3): 531-577.
- [38] LIN Y H, HU S Y, CHEN M S. Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, 13(5): 523-546.
- [39] HUANG R J, LIU Y J, TZENG L Y. Hidden overconfidence and advantageous selection [J]. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 2010, 35(2): 93-107.
- [40] 郝颖, 刘星, 林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究 [J]. *中国管理科学*, 2005, 13(5): 142-148.
- [41] 许致维. 管理者过度自信导致企业过度投资的实证分析——来自中国制造业上市公司 2008—2011 年的经验证据 [J]. *财经科学*, 2013(9): 51-60.
- [42] 王艳林. 自由现金流、管理者过度自信与投资效率 [J]. *财经理论研究*, 2016(2): 88-99.
- [43] HEATON J B. Managerial optimism and corporate finance [J]. *Financial Management*, 2002, 31(2): 33-45.
- [44] BEN DAVID I, GRAHAM J R, HARVEY C R. Managerial overconfidence and corporate policies [EB/OL]. [2017-03-05]. National Bureau of Economic Research, Working Paper, 2007, <http://www.nber.org/papers/w13711.pdf>.
- [45] FAIRCHILD R. The effect of managerial overconfidence, asymmetric information, and moral hazard on capital finance [J]. *ICFAI Journal of behavioral finance*, 2005, 2(4): 194-198.
- [46] BAKER M, WURGLER J. Behavioral corporate finance: An updated survey [M]. *Handbook of the Economics Finance*, Amsterdam: Elsevier, 2012(2): 1-106.

- [47]姜付秀,张敏,陆正飞,等.管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J].经济研究,2009(1):131-143.
- [48]BAKER M,WUEGLER J.Investor sentiment and the cross-section of stock returns[J].Journal of Finance,2006,61(4):1645-1680.
- [49]KUMAR A,LEE C M C.Retail investor sentiment and return comovements[J].Journal of Finance,2006,61(5):2451-2486.
- [50]VERMA R,VERMA P.Noise trading and stock market volatility[J].Journal of Multinational Financial Management,2007,17(3):231-243.
- [51]江昌云,武佳薇.媒体语气、投资者情绪与IPO报价[J].金融研究,2015(9):174-189.
- [52]宋顺林,王彦超.投资者情绪如何影响股票定价?——基于IPO公司的实证研究[J].管理科学学报,2016,19(5):41-55.
- [53]王山慧,王宗军,田原.管理者过度自信、自由现金流与上市公司多元化[J].管理工程学报,2015,29(2):103-111.

Investor sentiment, managers over-optimism and “IPO puzzle”

CAO Guohua¹, REN Chenglin¹, LIN Chuan²

(1.School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P. R. China;

2.School of Business, Sichuan International Studies University, Chongqing 400031, P. R. China)

Abstract: Based on the dataset of the IPO companies listed in Shenzhen and Shanghai of China from 2009 to 2014, this article expands investor sentiment to two dimensions, which are institutional investors rational sentiment and individual investors irrational sentiment, and researches the relationship of investors sentiment on IPO pricing, managers over-optimism and corporate performance. The empirical results show that: Institutional investors rational sentiment has a significantly negative correlation with the over-funding of IPO companies, individual investors irrational sentiment has a significantly negative correlation with the first-day premium of IPO companies; Institutional investors rational sentiment and individual investors irrational sentiment both can shape the over-optimism of the IPO company managers, institutional investors has a significantly negative correlation with the over-optimism of the IPO company managers, individual investors irrational sentiment has a significantly negative correlation with the over-optimism of the IPO company managers; When the IPO companies have a high over-funding and have abundant cash flow, the over-optimism of the IPO company managers can aggravate over-investment behavior of the company and damage the company's overall performance level; When the IPO companies have a low over-funding and lack of cash flow, the over-optimism of the IPO company managers can alleviate the underinvestment caused by lack of funds and will help improve the company's performance. At the same time, individual investors irrational sentiment will affect the performance of IPO companies by the “intermediate channel of managerial over-optimism”. The results have a certain explanation about the phenomenon of “IPO discount puzzle” in China, and also contribute to manager of IPO company to identify the information value in stock market and take appropriate financing strategy.

Key words: rational sentiment; irrational sentiment; managers over-optimism; IPO pricing

(责任编辑 傅旭东)