

创业板 IPO 超募： 源于投资者还是公司的非理性

陈远志(副教授)，黄承琰

【摘要】 2014年IPO重启和证监会的“窗口指导”意见出台后，创业板的高超募问题得到缓解。高超募现象的发生和减弱，是否与投资者和拟上市公司的非理性行为有必然联系？当以投资者情绪和盈余管理测度投资者和公司的非理性行为强度时，本文实证研究发现：在控制外部监管环境等影响因素后，应计利润盈余管理与超募程度显著正相关，真实活动盈余管理、市场投资者情绪与超募程度显著负相关，且两者的非理性行为交叉作用不显著。

【关键词】 IPO超募；非理性；投资者情绪；盈余管理

【中图分类号】 F832.5

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)05-0120-5

一、引言

自2009年10月30日首批创业板公司正式上市，我国创业板首发上市的高超募率成为其“三高”特征之一而备受关注。同年12月，深圳证券交易所创业板公司管理部发布了首份超募资金使用指南，首次明确提出对超募资金的存放、投资使用等要求。2014年，暂停一年多的IPO分两轮陆续重启，但随后证监会提出“窗口指导”严控募资金额并跟踪募资金使用，创业板的IPO超募情况迅速回冷，2015年起创业板IPO已没有“超募”。于是本文希望借此自然实验的良好条件，控制外部监管环境的影响后，检验导致创业板IPO超募的原因。

截至2015年4月30日，国内创业板上市公司共446家，按Wind一级行业统计，从事信息技术行业的公司最多，共165家占37.00%。全部创业板公司平均超募率为107.44%，平均首发市盈率为49.32。

近几年，创业板上市公司增长速度明显放缓，曾经揽得不少目光的“超募”问题也得到显著缓解，2010年创业板公司平均超募率达到峰值218.71%，之后逐年回落，2011年降至135.68%，2012年仅为92.48%，2014年已降至0点以下直至绝迹。创业板超募的缓解可以分为两个阶段：第一阶段是2011~2012年，在到达峰值后逐渐回落；第二阶段则是2014年，在IPO禁令和“窗口指导”的双重压力下迅速消失。

从资本市场资源配置的角度看，IPO超额募资在一定程度上属于资源的非理性分配，涉及投资者和拟上市公司这两大主体。拟上市公司在创业板市场融资，通过公开融资需求、向合格投资者询价，发行新股募集资金并上市公开交易。如果发行股数、定价合理，理论上预计募集资金应与最后实际

募集资金相近，不会出现巨额的超募或差募。那么，超募这一偏理性选择结果的现象出现，究竟是源于投资者错误估计公司的投资价值，还是拟上市公司在准则框架下有意识地调整收益信息从而左右市场判断？

本文认为，可以通过投资者情绪和公司盈余管理衡量市场的非理性行为，从而考察超募问题出现的原因是否与非理性的非理性相关。投资者情绪是指投资者对未来预期的系统性偏差(Stein, 1996)，反映了市场参与者的投资意愿或者预期。盈余管理则是企业管理层在遵循会计准则的基础上，对企业对外报告的会计收益信息进行控制或调整，从而达到主体自身利益最大化的行为。国内企业在IPO过程中有动机通过盈余管理取得上市资格，或者获得较高的股票发行价格(陈远志, 2014)。

二、文献综述

1. 上市公司超募。国外主流股票市场首发及上市机制与国内创业板不同，欧美等主要的股票交易所的超募现象并不严重，也未引起学术界的广泛关注。例如在美国，发行人和承销商在初步招股说明书中公布的价格区间多为固定的2美元宽度，并根据路演情况对价格区间和最终发行股数进行调整(Ritter, 2003; Loughran 和 Ritter, 2002)，因此，IPO实际募资金额和计划投资项目的资金需求差异不会很大。国外研究新股发行产生的超募资金，主要将其视为公司的自由现金流。Jensen(1986)提出自由现金流概念，认为其留在公司并不能创造额外价值，但由于存在管理者和股东利益的权衡和博弈，管理者更愿意将资金用于扩大投资规模，可能损害投资者利益和公司长远的经营效率。Richardson(2006)利用公开会计信息进行实证研究，证实了Dechow在其之前提出的假设。

从相关文献来看,国内已有的关于超募现象的研究主要集中于解析其成因及影响因素,定性分析超募的负面影响,定量研究IPO超募与公司投资效率的实证关系,以及归纳超募资金的投向类别及潜在影响。关于超募现象的成因,多数观点认为询价与发行机制、信息不对称、代理冲突等因素导致创业板公司新股发行定价过高是创业板高超募现象的主因(蒋欣、李全,2010;李冬昕等,2014)。曾永艺、吴世农和吴冉劼(2011)则认为,刚性的新股发行数量直接导致创业板公司在IPO时发行股票数量过多,构成了我国创业板高超募现象的制度根源。罗博(2012)指出,我国新股发行机制要求“拟上市公司必须详细披露当次IPO募集资金的投资项目,并到发改委等相关部门备案,由此确定其预计募集资金的规模”等相关规定对创业板高超募造成影响。此外,周婷(2011)和张强、张宝(2012)等分别从宏观、产业与发行询价定价机制的角度以及承销商声誉与投资者情绪的角度剖析了创业板IPO超募的成因。

2. 投资者情绪。学术界对投资者情绪的定义仍未达成一致,大致有以下几种观点:①能对交易者形成投资信念和价值取向的认知过程产生影响的主观因素(Shleifer等);②投资者对未来股价波动的主观偏好、风险偏好(Mehra等);③投资者对股票总体的乐观或悲观程度(Brown等);④投资者的投机倾向(Baker、黄德龙等)。

对于投资者情绪的测量主要有单一指标法,如利用投资者信心指数等直接测量投资者对未来行情的判断,或利用交易量、换手率等公开交易数据监测投资者的投资活跃度;还有复合指标法,引用较为广泛的是由Baker和Wurgler(2006)构建的BW指数,但其不足之处在于情绪代理指标均为客观指标,缺乏能直观反映投资者情绪的主观指标。在此基础上,易志高等(2009)将更能反映国内股票市场投资者情绪变化的代理指标融入投资者情绪指数体系,同时剔除相关宏观经济基本面因素的影响,构建了国内股票市场投资者情绪综合指数的月度指标。

从相关文献结论来看,韩立岩等(2007)认为,投资者情绪可以全面解析国内市场IPOs之谜的三大现象(新股短期发行抑价、长期定价偏高、火爆的发行市场)。周孝华等(2008)从投资者情绪及情绪波动角度,采用中签率、首日换手率衡量投资者情绪,发现IPOs抑价与投资者情绪正相关。而张强等(2012)的研究发现,机构投资者情绪和承销商声誉对IPO融资超募比例有显著正向影响。

3. 盈余管理。基于不同的会计准则,会计盈利一般由经营现金流利润和按权责发生制应确认的总应计利润组成,有研究认为应计利润中部分可由企业操控。Jones模型(1991)假设在总应计利润中,营业总收入和固定资产是管理层最难操控的部分,故以营业总收入和固定资产原值的净变化值来控制不可操控性应计利润的变化。Dechow、Sloan和Sweeny

(1994)提出了修正的Jones模型,认为“事件期”中总销售收入所包含的信用销售变动额容易受到盈余管理操纵因而应归入可操控应计利润的范畴,修正Jones模型以其简明的模型结构和较好的识别能力,得到广泛应用(Dechow和Sloan,1995;Subramanyam,1996;Peasnell et al.,2000;Dechow et al.,2012;黄梅等,2009)。

有别于应计利润盈余管理,实际活动盈余管理行为则是通过有目的地改变企业的实际经济活动或经营决策,影响公司的现金流量,同时也可能部分地影响企业的应计利润,实现对公司整体会计盈利水平的调整甚至操控。Roychowdury(2006)定量计量了企业实际营运活动之中的盈余管理行为,基于营运现金流量、生产成本及可自主操控费用支出等变量构建计量模型,发现上市公司通过折价促销、降低研发等自主支出项目或过量生产以降低单位生产本来提升报告盈余。

Arjan(2013)等分析表明,在投资情绪冷淡的时期首发的公司IPO当年盈利较高而预计将会下降,且这些公司在上市前往往都进行了盈余管理。杨薇(2013)研究发现,高涨或低落的投资者情绪将感染过度自信的管理者,使之具有相同性质的情绪,从而影响企业盈余管理行为。谭跃(2011)等认为,代理问题及信息不对称和投资者非理性共存导致市场出现波动。

三、研究设计

1. 指标构建与变量设定。

(1)上市公司超募指标,包括超募资金总额(OVER_Q)、超募率(OVER_R)两个指标。

(2)投资者情绪指标。本文在BW指数、中国股票市场投资者情绪指数(易志高等,2009)的基础上,根据指标合理性、数据可得性等方面的条件要求优化并构建创业板IPO投资者情绪指数。

第一步,确定指标成分。该投资者情绪指数共涉及6个指标:封闭式基金折价(DCEF)、股票市场交易(TURN)、IPO数量(IPON)、上市首日收益(IPOR)、新增投资者开户数(NIA)、投资者信心指数(ICI)。

封闭式基金月折价(DCEF):相关文献认为封闭式基金折价指标能较好反映投资者情绪的变化,且与情绪负相关。

股票市场月换手率(TURN):当投资者情绪高涨时,股票投资的积极性随之提高。

IPO数量(IPON)及上市首日收益(IPOR):尽管国内IPO数量受政策影响明显,但在IPO开放时期也存在一定的“冷市”和“热市”现象。研究表明,IPO时间可能是上市公司时机选择的结果;IPO首日的收益则能较好地反映一级市场投资者对新股投资的热度,两者均为投资情绪的正向指标。

新增投资者开户数(NIA):Shiller(2005)认为,股票牛市行情的形成与直接参与(而非通过机构参与)股票市场的人数急剧上升是一致的。本文以每月A股账户新增个人开户数

□ 投资·证券

为准,计算其自然对数作为新增投资者开户数指标值。

投资者信心指数(ICI):投资者信心指数是投资者情绪指数中唯一的主观指标。中国证券投资者信心指数由中国证券投资者保护基金有限责任公司编制。

上述6个指标样本期均为2009年8月~2014年12月。

第二步,确定提前、滞后特征。考虑到不同成分指标的“提前”、“滞后”特征,本文将6个成分指标的提前及滞后变量进行主成分分析(为消除量纲影响,先进行标准化处理),构造一个包含12个变量的投资者情绪指数 $cicsi_t$:

$$cicsi_t = -0.057DCEF_{t-1} + 0.163TURN_{t-1} + 0.209IPON_{t-1} - 0.042IPOR_{t-1} + 0.233NIA_{t-1} + 0.175ICI_{t-1} - 0.045DCEF_t + 0.167TURN_t + 0.228IPON_t + 0.060IPOR_t + 0.262NIA_t + 143ICI_t$$

$cicsi_t$ 与各变量的相关性分析如表1所示。由表1可知,各指标均通过了相关的显著性检验,而且 $cicsi_t$ 与 $DCEF_{t-1}$ 、 $TURN_{t-1}$ 、 $IPON_t$ 、 $IPOR_t$ 、 NIA_t 和 ICI_{t-1} 的相关程度比较高。值得注意的是, $IPOR_t$ 的提前和滞后变量在模型中正负号不同,可能与投资者受前期收益不理想而更积极地参与本期新股发行有关;由于 $cicsi_t$ 与提前和滞后变量的相关性差异不显著,本文需选取与理论分析方向吻合的指数构建。

表1 $cicsi_t$ 与6个指标的提前与滞后变量相关系数

	$DCEF_{t-1}$	$TURN_{t-1}$	$IPON_{t-1}$	$IPOR_{t-1}$	NIA_{t-1}	ICI_{t-1}
相关系数	-0.370***	0.585***	0.818***	-0.078*	0.813***	0.492***
	$DCEF_t$	$TURN_t$	$IPON_t$	$IPOR_t$	NIA_t	ICI_t
相关系数	-0.342***	0.487***	0.861***	-0.049*	0.807***	0.406***

注:*,**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平(双侧),下同。

进而,为消除量纲影响,本文对上述6个指标即 $DCEF_{t-1}$ 、 $TURN_{t-1}$ 、 $IPON_t$ 、 $IPOR_t$ 、 NIA_t 和 ICI_{t-1} 进行标准化处理后再次进行主成分分析。其中第1至第5主成分累计方差解释率为95.58%,构建出第二个指数 $cicsi'_t$:

$$cicsi'_t = -0.082DCEF_{t-1} + 0.250TURN_{t-1} + 0.239IPON_t + 0.176IPOR_t + 0.270NIA_t + 0.312ICI_{t-1}$$

$cicsi'_t$ 展现了良好的特点:第一,式中各个变量的符号不仅反映了中国股市的现实,同时也进一步验证了前人的理论观点,即投资者情绪与交易量、投资者信心、投资者参与(NIA)、IPO数量及首日收益正相关。第二,交易量(TURN)和投资者信心(ICI)提前反映了投资者的情绪,即前期交易量越大、越看好宏观经济,后期越能激发投资者的情绪。但需要注意的是,在易志高等(2014)的研究中,当样本范围在1999~2007年时,封闭基金折价率(小于0时表示折价)与投资者情绪呈正相关关系,而本文的结果为负相关关系,且系数显著小于其他成分指标的系数。重新观察封闭基金折价率的原始数据发现,2011~2012年两年间封闭基金基本处于溢

价状态,最高单月溢价达到14.36%,整体溢价的出现可能对系数的正负产生显著影响。

第三步,剔除宏观因素影响。考虑到国内宏观经济基本面因素的影响,本文从生产、消费和经济景气三个方面选取了克强指数(KQI)、居民消费价格指数(CPI)、工业品出厂价格指数(PPI)和宏观经济景气指数(MBCI)4个指标作为经济基本面的代理变量,将上一步得到的成分指标与其分别做回归并保留残差序列,剔除宏观经济对投资者情绪的影响,最后得到指数 $CICSIr_t$:

$$CICSIr_t = 0.044DCEF_{t-1} + 0.156TURN_{t-1} + 0.194IPON_{t-1} + 0.106IPOR_{t-1} + 0.275NIA_{t-1} + 0.338ICI_{t-1}$$

可以看到,相比 $cicsi_t$ 和 $cicsi'_t$,经过剔除宏观因素影响的 $CICSIr_t$ 在系数上与理论推导更吻合。最终构建出来的投资者情绪指数与滞后一期的股市换手率、当期首发发行数量、当期新增投资者开户数量和滞后一期投资者信心指数均在1%的水平上呈显著正相关关系,且与滞后一期的封闭基金折价率(实为溢价率,小于0表示折价)、当期首发上市首日收益率也有一定的正相关关系。证明当前期股票市场交易活跃、投资者信心增强;而且当期新股发行增多、新增投资者增加时,市场投资者的投资情绪明显高涨。

(3)盈余管理指标。一是应计利润盈余管理(MJM):黄梅等(2009)指出,在中国证券市场上,分年度分行业回归的截面修正琼斯模型在模型设定和盈余管理的检验能力方面表现更佳,建议将该模型作为盈余管理实证研究的主要方法。因此本文选取修正琼斯模型(Dechow, Sloan和Sweeny, 1995)作为创业板公司IPO前一年盈余管理变量的识别模型。

二是真实活动盈余管理(REM):真实盈余管理由于涉及公司内部经营决策,深入到研发支出、管理费用及资产出售等各类具体行为,对我国上市公司,尤其是针对创新成长型的创业板上市公司盈余管理行为的深度实证研究具有借鉴和启示意义。因此本文还采用了Roychowdury实际活动盈余管理模型(Roychowdury, 2006),用于识别创业板上市公司IPO前一年的真实盈余管理行为。

(4)控制变量。考虑到行业特征、市盈率和2014年6月证监会对发行人和承销人的“窗口指导”要求,本文设计了如下几个控制变量,用来分离各外部因素对超募问题可能存在的影响。

变量一为所处行业:5大行业分别是材料(IND_C)、工业(IND_G)、可选消费(IND_K)、信息技术(IND_X)和医疗保健(IND_Y)。

变量二为首发市盈率(PE)。

变量三为证监会“窗口指导”要求(ZJH):2014年6月的证监会新闻发布会上证监会相关负责人指出,对已过会企业的发行方案审核,将严格要求发行人对募集资金运用信息予以披露,募集资金需求量应与生产经营规模、财务状况、管理

能力和资本支出规划相适应;在发行过程中,证监会还会持续关注发行人实际募集资金情况,原则上不得超出招股说明书披露的募集资金需求量。“窗口指导”要求的提出,如通过强制的行政手段对“超募”问题实行有力干预,而不再完全是市场的力量,因而本文以虚拟变量区分该要求对创业板超募消失的影响。

2. 样本区间与数据来源。首先集中考察了我国创业板413家上市公司的首发上市超募情况,考虑到盈余管理识别模型对同行业样本的需求,剔除公司数量不超过10家的三个一级行业共20家公司。基于宏观数据可得性,剔除2015年上市的7家公司,最后得到386家创业板公司作为研究样本。

本文研究所采集的创业板公司招股说明书及年报数据、A股交易量等来自Wind数据库,相关宏观经济数据来源于国家统计局、中国证券登记结算有限责任公司、中国证券投资者保护基金等网站。全文数据处理使用SPSS19.0及Eviews6.0。

3. 实证模型设计。本文以每家上市公司首发超募指标为被解释变量,IPO前一年盈余管理程度和首发当月投资者情绪指数为解释变量,所处行业等为控制变量建立多元模型,分别检验公司的非理性和投资者的非理性对创业板超募问题的影响。模型基本结构如下:

$$Y_{it} = \alpha_1 MJM_{i,t-1} + \alpha_2 REM_{i,t-1} + X^T \theta + \varepsilon \quad (1)$$

$$Y_{it} = \beta CICSIr_T + X^T \theta + \varepsilon \quad (2)$$

$$Y_{it} = \alpha_1 MJM_{i,t-1} + \alpha_2 REM_{i,t-1} + \beta CICSIr_T + X^T \theta + \varepsilon \quad (3)$$

$$Y_{it} = \alpha_1 MJM_{i,t-1} + \alpha_2 REM_{i,t-1} + \beta CICSIr_T + \gamma_1 MJM_{i,t-1} \times CICSIr_T + \gamma_2 REM_{i,t-1} \times CICSIr_T + X^T \theta + \varepsilon \quad (4)$$

其中:*i*代表第*i*家创业板公司;*t*为公司IPO当年;*T*为IPO当月;*Y_{it}*分别用首发超募指标OVER_R和OVER_Q表示;MJM和REM分别表示应计利润盈余管理程度和真实活动盈余管理程度;CICSIr是上文所构建的投资者情绪指标;X和θ分别表示行业等控制变量列变量及相应的系数列变量;ε是模型的残值。

四、实证研究结果及分析

1. 描述性统计分析。本文386家创业板样本公司,分布于材料、工业、可选消费、信息技术、医疗保健等五大类行业,公司比例分别为13.58%、27.94%、7.83%、41.25%、12.01%;平均发行市盈率(摊薄)、平均超募率分别为51.21倍和132.77%;平均每家样本公司的超募金额为3.05亿元。

相关性检验显示,超募程度指标之间的相关系数较高;在未考虑盈余管理与投资者情绪共同作用的情况下,应计利润盈余管理与超募程度呈正相关关系,与预期相符;但真实活动盈余管理、投资者情绪与超募程度呈负相关关系。此外,首发市盈率与超募程度指标高度正相关、证监会“窗口指导”要求与超募程度负相关,均与预期相符。

2. 模型参数估计结果分析。本文先后将首发超募指标OVER_R和OVER_Q替换式(1)、(2)、(3)、(4)中的*Y_{it}*,得到8个多元线性模型,主要参数估计结果如表2所示。

主要控制变量的参数估计结果及其显著性在总体上符合预期。例如超募程度指标OVER_R与证监会的窗口指导指标ZJH至少在10%的水平上显著负相关;另外,ZJH、IND_C和IND_X在不同的超募程度测度模型中显著性有明显差异,但是首发估值溢价指标PE在8个模型中均与被解释变量在1%的水平上显著正相关,与理论预期高度一致。

从表2主要模型的盈余管理和投资者情绪的系数估计结果来看,无论以OVER_R还是OVER_Q来测度创业板公司的首发超募,全部模型中真实活动盈余管理(REM)均与超募程度在1%的水平上高度显著负相关,表明在控制了行业特征、外界监管环境和首发股份估值溢价的前提下,公司在IPO前进行真实活动盈余管理并不能显著超额募集到资金;而应计利润盈余管理(MJM)变量在除OVER_R下的模型(4)外均与超募程度在10%或5%的水平上显著正相关,表明通过对应计利润进行调整,创业板拟上市公司很可能在首发中募集超过预计范围的资金。

表2 模型参数估计结果

模型编号	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
主要因变量	OVER_R				OVER_Q			
MJM	0.553*		0.654**	0.572	1.782*		2.023**	2.838**
REM	-0.644***		-0.652***	-0.685***	-2.311***		-2.330***	-2.820***
CICSIr		-0.076***	-0.079***	-0.08***		-0.179***	-0.187***	-0.192***
MJM×CICSIr				0.114				-0.481
REM×CICSIr				0.041				0.386*
IND_C	-0.086	-0.111	-0.105	-0.098	-0.914*	-0.977*	-0.959*	-0.957*
IND_G	0.004	0.002	0.008	0.015	-0.407	-0.416	-0.397	-0.395
IND_K	-0.131	-0.163	-0.158	-0.146	-0.763	-0.843	-0.827	-0.761
IND_X	0.029	0.021	0.028	0.032	-0.749*	-0.771*	-0.752*	-0.727*
ZJH	-0.499***	-0.332*	-0.324*	-0.36**	-0.885	-0.494	-0.469	-0.535
PE	0.029***	0.029***	0.029***	0.029***	0.077***	0.076***	0.076***	0.075***

投资者情绪(CICSIr)在6个模型中均与超募程度在1%的水平上显著负相关。实证结论与部分既有研究成果不同,本文发现在控制了行业特征、外界监管环境和首发股份估值溢价,以及公司自身的盈余管理行为后,市场投资者的非理性表现并不是导致创业板出现IPO超募的主要原因。

盈余管理和投资者情绪交叉项 $MJM \times CICSIr$ 的系数在2个模型中均不显著,仅有 $REM \times CICSIr$ 在 $OVER_Q$ 下的模型(4)中与超募资金量($OVER_Q$)在10%的水平上显著正相关。证明在创业板IPO超募问题上,拟上市公司与投资者的非理性行为同时发生的概率较低,且发挥的共同作用有限,而两者一旦同时发生,则可能提高超募出现的几率。

3. 模型结论稳健性检验。本文在衡量创业板上市公司的超募程度和盈余管理程度时都选用了被已有文献广泛引用的指标,其稳健性已得到学者们的多次验证。

为验证本文对投资者情绪指标的调整过程是否得当,选择个人投资者投资景气指数(Individual Investment Index,又称“3I”指数)进行检验。该指数是国泰君安研究所对海量个人投资者样本进行持续性跟踪监测汇总所得,反映了个人投资者对市场的预期以及当前的风险偏好等信息。

替换的个人投资者投资景气指数 III_t 在6个模型中的显著性明显低于本文构建的CICSIr,其系数为正但均非常接近0,证明本文利用6个成分指标综合构建的投资者情绪指数对市场投资者非理性行为的捕捉能力更好,能更客观地反映投资者的市场预期。其次,投资者情绪指标的替换对盈余管理程度变量的相关结论无实质性影响,且主要控制变量的拟合系数及显著性亦未发生明显变化。

五、结论及建议

本文选取我国创业板2009~2014年共386个首发募资的案例数据,在控制行业特征、外部监管环境和首发市盈率等影响因素的基础上,定量研究了我国创业板超募比率与超募资金总额与拟上市公司IPO前盈余管理程度和市场投资者IPO期间情绪表现的实证关系,并对实证结果进行了稳健性检验。

实证研究结果表明,在公司调整报告盈余的非理性行为方面,应计利润盈余管理和真实活动盈余管理均与IPO超募程度呈现一定的相关关系,但两者影响方向不同。在控制了行业特征、外界监管、首发股份估值溢价下,拟上市公司在IPO前进行真实活动盈余管理并不能显著提高募集资金以致超募;相反,拟上市公司通过调整应计利润,更有可能在首发中募集超额资金。而在市场投资者非理性行为方面,投资者情绪指标(CICSIr)在所有模型中均与超募程度在1%的水平上显著负相关,表明投资者的非理性投资并不是造成创业板前期高超募的主要原因。此外,盈余管理和投资者情绪的交叉作用并不明显。

基于上述的理论分析和结论解析,本文从两大方面对我

国创业板首发超募问题提出政策建议:一是强化对拟上市公司报送材料的规范审核,强化保荐人持续督导要求;二是加大资本市场各板块联系,疏导资金流向。就前者而言,未来随着注册制改革落地,若以欧美等资本市场为参考在证监会层面不再设置硬性的财务标准,把股权上市交易的核批权下放至交易所,发行方案及后续财报的披露质量就是投资者权利的重要保障。而就后者而言,实证结果显示投资者情绪上升并不必然导致IPO超募,也就是说市场整体的投资者参与度提升对创业板自身的健康发展起到重要的推动作用。虽然证监会的“窗口指导”确实大大降低了超募的出现几率,但靠实施行政政策控制并不是长久之计。目前国内逐步建立的多层次资本市场的雏形,已包括了主板(含中小板)、创业板、新三板、地区性股权交易场所等多级结构,其准入门槛等各有差异,如果能进一步促进板块间的优胜劣汰、提高市场流动性,将有利于吸纳更多的资本力量参与股权投资,也将更有效地疏导资金在部分板块的拥堵。

主要参考文献:

- 陈远志,谢平洋.上市公司盈余管理动机文献综述[J].财会通讯,2014(11).
- 李冬昕,李心丹,俞红海,朱伟骅.询价机构报价中的意见分歧与IPO定价机制研究[J].经济研究,2014(7).
- 曾永艺,吴世农,吴冉.我国创业板高超募之谜:利益驱使或制度使然[J].中国工业经济,2011(9).
- 罗博.创业板“超募”现象与过度投资[D].上海:复旦大学,2012.
- 周婷.创业板超募监管法律制度研究[D].北京:中国政法大学,2011.
- 张强,张宝.机构投资者情绪、承销商声誉与融资超募——来自中国创业板市场的证据[J].经济经纬,2012(2).
- Malcolm Baker, Jeffrey W.. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns[J]. The Journal of Finance, 2006(4).
- 易志高,茅宁.中国股市投资者情绪测量研究:CICSI的构建[J].金融研究,2009(11).
- 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).
- 周孝华,李纯亮,梅德祥.投资者情绪及波动与IPOs抑价[J].统计与决策,2008(4).
- Arjan Premti, J. Madura. Motives and Consequences of IPOs in Cold Periods[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2013(4).
- 杨薇.投资者情绪、管理者过度自信与盈余管理的实证研究[D].广州:暨南大学,2013.
- 作者单位:华南理工大学工商管理学院,广州 510641