

投资者情绪影响公司股票发行吗?

——基于沪深 A 股市场的实证研究

王 春,张 维

(南京审计学院 金融学院,江苏 南京 211815)

[摘 要] 针对股票市场上公司股票发行行为无法用经济基本面的融资需求因素解释的现象,从投资者情绪角度建立股票发行活动的理论模型,并对 A 股市场 IPO 相关数据进行实证分析,研究结果表明:投资者情绪对 IPO 公司数量和股票发行所募集资金规模的影响是正向显著的,投资者情绪乐观的时候,正是公司股票发行最集中的时候。这为我国证券监管机构对公司股票发行的监管提供了依据。

[关键词] 投资者情绪;资本需求;公司股票发行活动;IPO;金融监管;行为金融理论;股票市场

[中图分类号] F830.9 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2013)05-0053-08

一、引言

众所周知,股票市场上的 IPO 公司数量在不同时期会有所不同。图 1 是我国股票市场 1990 年至 2012 年间不同年份 IPO 公司数量的曲线图。其中,在 2010 年沪深股市的 IPO 公司数量最大,接近 350 家,而在 1991 年则最低,为 5 家。这种公司上市数量的变化显然超出了经济基本面变化而导致的公司融资需求的变化。这表明股票市场上不仅仅存在着融资需求对公司 IPO 的影响,还存在着其他因素的影响。国外理论界一般认为,这种影响可以用投资者情绪来解释。如, Baker 和 Wurgler 认为投资者情绪可以影响公司的 IPO 时机^[1]。

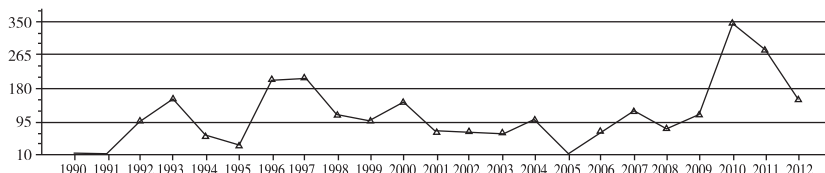


图 1 1990—2012 年沪深两市 A 股市场 IPO 数量变化^①

按照投资者情绪假说,投资者乐观水平的变化引起了各时间段股票发行成本的变化。在某些时期,投资者预期偏向乐观,就会乐意为公司的 IPO 支付更多货币。这样,如果公司选择在这个时期上市的话,它的成本就会比较低,因而就会有大量的公司倾向于在投资者情绪乐观的时候上市。反之,在投资者情绪悲观的时候,投资者偏向于低估公司的价值, IPO 公司数量变少。 Lee、Shleifer 和 Thaler 以及 Rajan、Servaes 认为投资者情绪的变化显著地影响 IPO 公司数量在不同时期的变化^[2-3]。同样地, Panetta、Pagano 和 Zingales 也认为在意大利, IPO 在某段时期集聚的现象反映了股票市场的定价偏

[收稿日期] 2013-04-27

[基金项目] 国家自然科学基金项目(11226198)

[作者简介] 王春(1976—),男,江西上饶人,南京审计学院金融学院讲师,博士,主要研究方向为行为金融理论、资本市场;张维(1969—),男,四川大竹人,南京审计学院金融学院院长,教授,博士,主要研究方向为证券市场。

^①图 1 数据来自于 Wind 资讯数据库。

误^[4]。与上述观点类似,Purnanandam 和 Swaminathan 发现 IPO 公司在发行价格估值偏高时,可以赚取高额的首日收益,然而这些公司在之后的五年表现出较低的收益率^[5]。此外,Jindra 的研究结果表明当股票市场处于价值高估状态时,上市公司可能倾向于进行增发^[6]。

本文试图研究在我国股票市场上,除经济基本面因素以外,投资者情绪对公司股票发行是否有影响。

二、文献回顾

投资者情绪是指投资者在股票市场上不根据公开可得资料的现金流和投资风险而交易股票的一种信念。行为金融理论认为投资者情绪可以导致相对于经济基本面的周期性定价偏差。这就意味着当投资者相对乐观、公司股票价格普遍上涨的时候,公司经理人可以利用这种定价偏差来进行股票发行。此外,在股票市场处于高峰的时候,公司经理人更希望进行股权融资而不是债务融资,因而此时经理人选择发行股票不仅利用了公司自身的定价偏差,也利用了市场范围内的定价偏差。

学者们对 IPO 后股票的交易情况进行了分析。Dorn 对 1999 年和 2000 年德国零售交易客户的交易数据进行研究后发现零售买者(个人投资者)持续地对 IPO 首日上市的股票给予了较高的支付。这种出于乐观情绪的相对较高水平的支付是零售交易驱动的主要因素^[7]。与这种认为投资者情绪会影响 IPO 价格的解释相符,IPO 公司上市后被个人投资者积极购买,通常表现出非常高的首日收益率,此后一段时间,相对于同类的其他股票,这些股票则大都表现出极差的收益率。

学者们发现投资者情绪与股票发行活动之间存在很强的正相关关系,基于此,越来越多的学者将股票发行活动作为投资者情绪的代理变量。比如,Baker 和 Wurgler 在研究股票市场的横截面收益如何依赖于投资者情绪的时候,就使用了包括总的股票发行活动在内的指标作为投资者情绪的代理变量,他们发现股票发行和投资者情绪之间存在很显著的关系^[8]。而 Dittmar 通过研究市场相关的一些变量来探讨公司的回购活动,这些变量包括股票发行活动、商业周期波动。他们发现,当投资者情绪是股票发行主要影响因素的时候,股票发行活动就是投资者情绪很好的代理变量^[9]。Baker 和 Wurgler 认为由于公司对于投资者情绪非常敏感,公司如果想上市,很显然需要把握好投资者情绪的状态^[1]。

一般来说,股票发行存在两类基本影响因素,即经济基本面因素和投资者情绪因素。有一些学者认为仅投资者情绪影响股票的发行,还有一些学者认为经济基本面更影响股票的发行。比如,Derrien 和 Kecses 选择加拿大石油产业作为经济基本面的度量指标,选择价格和流动性变量作为投资者情绪的代理变量进行研究,他们发现经济基本面和投资者情绪都能够从不同程度上解释 IPO 公司数量。但是当使用特定产业作为经济基本面度量指标的时候,经济基本面相对于投资者情绪更能解释 IPO 公司数量^[10]。

由于 IPO 公司数量变化受到资本需求方面因素的影响,我们需要把反映资本需求的因素考虑在内。当经济状况比较好、经济期望增长比较高的时候,公司就会出现较高的资本需求。公司可以通过银行贷款、公共债务、风险资本或者公共股权来满足其资本需求。假定经理人的目标是使得公司的价值最大化,他们会增加当前对资本的需求,降低资本成本并且选择合适的融资工具来获取后续的资金。当公共股权能够给公司提供最大净利益的时候,他们就会选择 IPO。一般来说,公司的融资需求增加,希望进行 IPO 的公司数量也会增加。Choe、Masulis、Nanda 证明了这个假说,认为当经济状况好转的时候,会有更多的公司要求进行股票增发^[11]。

在我国,长期存在 IPO 首日股价暴涨和投资者炒新现象,这些现象和投资者情绪有着不可分割的联系。投资者情绪导致大多数股票在上市后的一段时间内走势都显著弱于市场指数。目前,国内对于公司股票发行的研究,主要集中于基于收益的定价方面。如,王美今和张松认为股票上市后长期走势的影响因素是股票的市值,股票上市后两年内走势强弱的决定因素是初始收益率以及流通股数,市

值较小的股票组合两年后的累计收益率强于市值较大的组合^[12]。韩立岩和伍燕然从 IPO 角度证实了投资者情绪是影响股票市场定价的重要因素,解释了 IPO 的三大谜团(即新股短期发行抑价、长期定价偏高、火爆的发行市场),并提出了情绪和市场收益之间的双向反馈关系、情绪对市场收益的跨期反向影响(长期收益反转)和短期市场收益与情绪间的相互正向影响(短期收益惯性)^[13]。张继袖、陆宇建分析了投资者情绪、股利政策与公司价值之间的关系^[14]。

本文遵循 Derrien 和 Kecskes 的思路,试图从经济基本面和投资者情绪两个方面来拟合 IPO 的公司数量。

三、股票发行活动的理论模型

假定经济体中有一个生存期连续的公司,其市场价值为 V 。现在有一个新的项目需要以成本 K 调配各生产要素,这时该项目需要外部融资。

在 $T=1$ 时,如果已经开始开发该新项目,那么新项目成功的概率为 π_i ,该公司有 π_i 的可能价值变为 X ,另一种可能价值则为 0(即如果新项目失败,公司破产,几乎没有什么价值,公司价值则为 0)。其中,下标 i 是公司的类型。此时, $NPV = X\pi_i - K - V$ 。我们假定 $K + V \in (0, X)$,并且成功的概率 π_i 服从 $[0, 1]$ 的均匀分布。因而,经济体中有些公司具有正的 NPV 项目,而另一些公司则具有负的 NPV 项目。

假定投资者是随机离散的,其中有一定比例 p 是不知情投资者,而其他为知情投资者。这种信息不对称就会产生逆向选择问题。同时,假定两类投资者都没有足够的财力来满足整个项目的融资需求,以致必须让不知情投资者参与项目的投资。

既然公司的资产收益要么是 X ,要么是 0,我们就可以据此建立股票发行活动模型。假定公司按照一种固定价格机制来出售股票,即公司制定每股价格后,如果有超额认购,股份就会随机配售。

Rock 认为与这种固定价格机制相伴随的是不同投资者对公司股票不同程度的定价偏低行为。知情投资者只会购买高质量项目公司发行的股票,不知情投资者按照不同比例投资于高质量和低质量项目公司发行的股票,这两者的股票购买行为导致折价现象的出现,市场出清^[15]。这一结果的出现并不依赖于特定的机制,而只需要投资者存在定价偏低行为与 IPO 公司存在不同质量即可。这也符合信息不对称的原理,因为任何定价偏低的机制都是由信息不对称引起的。

这种模型的结果是半分离的均衡。所有质量在区间 $[\pi_{MIN}, 1]$ 的公司都有 π_{MIN} 机会通过发行股份 α 以交换投资者的资本 K 来选择上市。公司质量低于 π_{MIN} 的公司则选择退出一级股票市场。在均衡时,知情投资者为了避免“柠檬效应”而只严格地挑选购买一些高质量项目公司发行的股票。此时,知情投资者购买 IPO 股份的公司质量区间为 $[\pi_{INFO}, 1] \subseteq [0, 1]$,其中, $\pi_{INFO} > \pi_{MIN}$ 。

我们来刻画一个经济环境中的贝叶斯纳什均衡。假定其他参与者行为不变,在没有参与者可以通过改变行为而获利的情况下, $\{\alpha, \pi_{MIN}, \pi_{INFO}\}$ 三方构成一个纳什均衡。尤其是质量在 $\pi_i \in [0, \pi_{MIN}]$ 区间的公司可能不会通过发行 α 股份来模仿高质量的公司。公司质量在 $\pi_i \in [\pi_{MIN}, 1]$ 区间的公司会发行不低于 α 股份的股票,而不会导致不知情交易者亏损。

定理:三方 $\{\alpha, \pi_{MIN}, \pi_{INFO}\}$ 同时满足如下等式时,就是一个贝叶斯纳什均衡,并且 $\pi_{INFO} > \pi_{MIN}$ 。

$$\alpha = \frac{K}{X} \times \frac{1 + \sqrt{p}}{\pi_{MIN} + \sqrt{p}} \quad (1)$$

$$\pi_{MIN} = \frac{V}{X(1 - \alpha)} \quad (2)$$

$$\pi_{INFO} = \frac{K}{\alpha X} \quad (3)$$

条件(1)说明质量好的公司存在逆向选择的贴现。既然当公司的质量在 $\pi_i \in [\pi_{MIN}, 1]$ 时,公司

会选择上市,公司的平均质量就是 $\bar{\pi}_i = (\pi_{MIN} + 1)/2$ 。如果所有 IPO 公司都进行捆绑,并在完全信息环境中一起销售的话,那么股票份额需要满足 $\alpha \bar{\pi}_i X = K$ 。完全信息状态下,股票份额应该是:

$$\alpha = \frac{K}{X} \times \frac{2}{\pi_{MIN} + 1} \quad (4)$$

由于 $p < 1$,因此该股票份额始终小于(1)式的股票份额。因而,无论是否存在知情投资者,这种情况都将引发不知情交易者的逆向选择问题,从而导致股票价格下跌。

条件(3)式说明的是当且仅当项目具有正的 NPV 的时候,知情交易者才会参与购买股票。假定有 $\pi_{INFO} > \pi_{MIN}$,一些项目质量较差的公司发行的股票也将处于均衡。由于股票市场上的定价偏误超过项目不盈利的补偿,因此这些公司将共同盈利,或者说定价偏误的收益超过负的 NPV 项目使得这些公司出现了盈利。

定理给我们两个重要启示:第一,经济环境的改善将吸引较低质量的公司通过 IPO 上市融资。对于 X ,假定有一个正的冲击发生,则差的公司的项目 NPV 会变得少些,那么就会要求有较低的定价偏差来提高公司利润。这类现象可以从条件(2)式中观察得到,随着 X 的增加, π_{MIN} 将下降。第二,股票价格普遍上升引起投资者情绪高涨,因而较低质量的公司也有动力募集资金。对 X 正的冲击使得投资者易于得到满足,也就是说,对于既定的资本贡献,投资者希望持有较少的公司股份。这种效应可以从条件(1)中看到,其中 X 的增加将导致 α 下降,而 α 下降将反馈到条件(2)式,引起 π_{MIN} 进一步的下跌。这种下跌的意义是显然的,较低的 α 意味着较高的股票价格。

第一个启示和第二个启示的差别在于:前者是由于经济基本面的改善吸引公司 IPO,后者是股票价格持续上升,引起投资者情绪乐观,促使公司 IPO。这说明两种影响机制都是存在的,也就是说,除了经济基本面因素影响 IPO 以外,还有投资者情绪因素影响 IPO。

四、样本选择与数据描述

本文 GDP 季度数据、固定资产投资季度数据、社会消费品零售季度数据以及沪深股票市场 IPO 季度数据都来源于 Wind 资讯数据库。

(一) 代理变量的选取

1. 资本需求的代理变量

资本需求假说认为 IPO 受公司资本需求所驱动。Mikkelsen、Partch 和 Shah 对招股说明书作的一项调查表明 85% 的公司 IPO 是为了募集生产资本,其中 64% 的公司 IPO 是为了募集新投资项目的资金^[16]。由于无法直接地度量公司资本需求,本文先分析与募集生产资本和新投资项目资金相关的几类因素。

综合前文 IPO 的资本需求因素,参照 Lowry 的研究^[17],本文选取的代理变量主要包括实际 GDP 的增长率、固定资产投资增长率、社会消费品平均销售增长比率。当经济环境较为景气时,对生产资本的需求就可能比较高,这意味着对生产资本的需求与 GDP 增长可能正相关。对新投资项目的资金需求与投资机会密切相关,这意味着对生产资本的需求与未来投资增长可能正相关。未来销售增长也应该与资本需求正相关,因为要增加销售量,公司需要配备更多的生产设备、有更多的库存和生产资本,这意味着较高的销售增长时期正是公司资本需求较高的时期。

2. 投资者情绪代理变量

如果个人投资者处于过度乐观状态,就会乐意为公司股票支付超过其价值的价格,而有最大化价值激励的经理人会选择在投资者情绪高涨的时期发行股票。

本文选择封闭式基金折价作为主要的代理变量。这是因为封闭式基金折价是有关股票市场投资者情绪相关研究中最早使用的代理变量,相对成熟并且得到学者们的公认。Lee、Shleifer 和 Thaler 认为:第一,封闭式基金和小股票都由个人投资者持有,表明这两者相对于大市值的股票更易于受到投

投资者情绪的影响;第二,虽然封闭式基金主要投资在大股票上,它们的收益却与小股票收益显著地相关,而与大市值股票的相关性要弱很多。即使控制了总的市场变动后,公司市值最小的那组公司的四分之一的月度收益也可以由折价变化来解释。他们的发现表明,当投资者情绪比较高的时候,投资者愿意为封闭式基金份额支付的更多,这样折价就会相应变小^[2]。Lowry、Derrien 和 Kecskes 就将封闭式基金折价作为研究 IPO 数量的投资者情绪代理变量之一^[10,16]。

(二) 数据的描述性统计

图 2 是 2004 年 2 季度至 2009 年 2 季度各季度的 IPO 公司数量。其中,2004 年 2 季度的 IPO 公司数量最多,为 53 家;2004 年 4 季度和 2009 年 1 季度 IPO 公司数量最少,为 0 家。

表 1 是经济基本面和投资者情绪指标的描述性统计。经济基本面相关指标中,社会消费品零售季度增长率的最大值为 21.9%,最小值为 12.9%,平均值是 15.5%;GDP 季度增长率的最大值为 13.4%,最小值为 7.1%,平均值是 11%;固定资产投资增长率季度增长率的最大值为 31.3%,最小值为 24.3%,平均值是 27.5%。投资者情绪指标 VWD 的最大值为 20.607,最小值为 -8.906,平均值是 0.40105。IPO 公司数量的最大值为 53,最小值是 0,平均值为 18.65;IPO 融资额最大值为 3069.62 亿元,最小值为 36.54 亿元,平均值为 816.164 亿元。

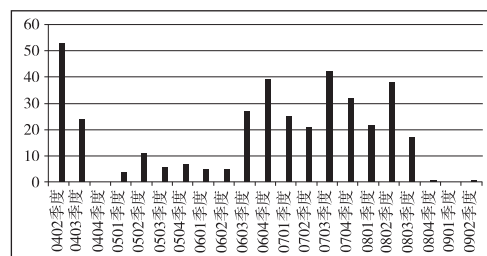


图 2 2004 年 2 季度至 2009 年 2 季度 IPO 公司数量

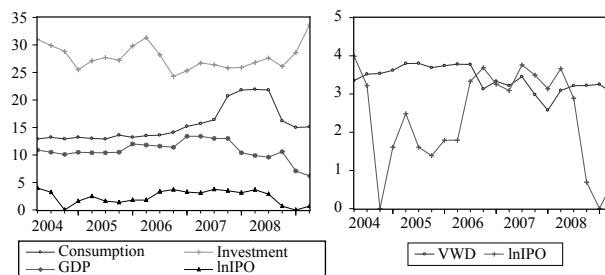
表 1 经济基本面指标和投资者情绪指标的描述性统计

	Consumption(%)	GDP(%)	Investment(%)	IPO(家)	IPOzj(亿元)	VWD
平均值	0.1554	0.11025	0.275	18.65	816.164	0.40105
中位值	0.1385	0.1055	0.2715	19	457.2	-0.662
最大值	0.219	0.134	0.313	53	3069.62	20.607
最小值	0.129	0.071	0.243	0	36.54	-8.906
标准差	0.032816	0.015019	0.01923	16.16128	840.106	6.972368
偏度	1.145873	-0.36638	0.472115	0.488964	1.62513	1.306736
峰度	2.744338	3.701787	2.388258	2.115073	4.670098	4.748536

注:Consumption 代表社会消费品零售季度增长率;GDP 代表国内生产总值的季度增长率;Investment 代表固定资产投资增长率;IPO 代表季度首次募股公司数量;IPOzj 代表季度 IPO 上市融资额;VWD 代表封闭式基金折价。

为了利用图表从直观上观察经济基本面因素对股票发行的影响,本文将当期的经济基本面指标与 IPO 的对数指标(lnIPO)进行比较。我们可以看到从 2004 年 4 季度后,当期的经济基本面数据 Consumption、GDP 和 Investment 与 lnIPO 保持了较好的趋势一致性。另外,整个样本期间,当期的固定资产投资增长比率与 lnIPO 保持了更好的趋势一致性。说明这些经济基本面数据可以从一定程度上解释 IPO 数量的变化。

此外,从图 3 投资者情绪指标与 IPO 对数的比较中,我们可以看到 IPO 公司数量的增加基本上与封闭式基金折价(VWD)保持负向相关关系,如果 IPO 公司数量增加的话,那么 VWD 折价会变小,反之,则变大。从 Lee、Shle-



注:Consumption 代表社会消费品零售季度增长率;GDP 代表国内生产总值的季度增长率;Investment 代表固定资产投资增长率;VWD 代表封闭式基金的折价;lnIPO 代表 IPO 公司数量的对数。

图 3 投资者情绪指标(VWD)与 IPO 对数的比较

ifer 和 Thaler 的文献来看,当投资者情绪比较高的时候,封闭式基金折价就会相应变小^[2]。这意味着

当投资者情绪变高的时候,IPO 公司数量是增加的,这符合股票市场的实际状况。

五、实证结果分析

为了方便起见,本文 IPO 代理变量主要采用对数形式。首先采用 GDP、固定资产投资、社会消费品零售三个变量的季度增长率与季度的 IPO 公司数量的对数指标进行拟合,然后再加入封闭式基金折价作为的投资者情绪代理指标进行拟合。如果代理变量封闭式基金折价的拟合结果显著,并且拟合后的调整 R 平方数值显著变大的话,我们就认为投资者情绪对股票发行具有影响。

拟合结果见表 2。从经济基本面因素对于股票发行活动的影响中,我们可以看到与 IPO 资本需求假说相一致的现象。国内生产总值的增长率、社会消费品零售增长率以及固定资产投资增长率对股票发行活动有一定的影响,但是显著性和影响系数相差较大。

首先,国内生产总值的季度增长率对 IPO 公司数量的影响最显著,在 1% 水平下显著,其影响系数为 0.4559。这意味着 GDP 的增长与 IPO 公司数量高度相关,以 GDP 为主要衡量指标的经济基本面的发展使得需要资金发展业务的公司数量增加,从而使 IPO 公司数量也随之增加。然而,GDP 的增长率对股票发行活动中所募集资金规模的影响显著性有所下降,在 10% 水平下显著,但是它对股票发行活动中所募集的资金影响系数依然是所有经济基本面因素中最强的,为 0.2273,这也显示出 GDP 的增长率对股票发行活动的影响最为强烈。

其次,社会消费品零售季度增长率是对股票发行活动有着重要影响的因素。从表 2 中,我们可以看到社会消费品零售季度增长率对股票 IPO 公司数量的影响系数为 0.15396,在 5% 的水平下显著。值得注意的是,社会消费品零售季度增长率对股票发行活动中公司融资规模的影响最为显著,在 1% 的水平下显著,影响系数为 0.1994。经济繁荣的第二个表现因素应当是社会消费品零售的增长。社会消费品零售增加直接表明公司产品被社会有效需求所吸收,库存减少,这将引发公司考虑进行加速生产,进而导致公司募集资金进行扩大再生产。这充分说明在经济基本面对公司股票发行活动的影响中,社会消费品零售季度增长率是仅次于 GDP 增长率的第二位的影响因素。

最后是固定资产投资增长率对股票发行活动的影响。从表 2 中,我们可以看到固定资产投资增长率对 IPO 公司数量的影响因素是 0.1215,在 5% 水平下显著。同时,固定资产投资增长率对公司股票发行中募集资金规模的影响系数是 0.1274,在 5% 水平下显著。

从经济基本面三个因素的比较中,我们看到固定资产投资增长率对股票发行活动的影响是最弱的。应该说,虽然固定资产投资与公司投资活动联系最紧密,但是固定资产投资属于引致投资,从本质上引发公司投资的是 GDP 增长和社会消费品零售的持续向好。此外,我们还应注意到经济基本面的三个因素对公司股票发行活动的拟合值并不是特别高,如调整后的 R 平方分别是 0.380803、0.335889,这说明可能有其他影响因素没有被考虑在模型内。

表 3 是加入了投资者情绪变量后的回归拟合结果。从表 3 中,我们看到国内生产总值的季度增长率对 IPO 公司数量的影响有所下降,在 10% 水平下显著,其影响系数为 0.208193,在经济基本面因

表 2 经济基本面因素对于股票发行活动的影响

经济基本面的 度量指标	$\ln(1 + \text{IPO})$	$\ln(1 + \text{IPO}_{\text{Zj}})$
GDP	0.455854 ***	0.2273 *
标准误	(0.1454)	(0.1292)
Consumption	0.15396 **	0.1994 ***
标准误	(0.0763)	(0.6774)
Investment	0.1215 **	0.1274 **
标准误	(0.1211)	(0.1076)
C		
调整 R 平方	0.380803	0.335889

注:GDP 代表国内生产总值的季度增长率;Consumption 代表社会消费品零售季度增长率;Investment 代表固定资产投资增长率;IPO 代表季度内公司股票首次上市的公司数量;IPO_{Zj} 代表季度内公司通过股票市场融资所募集的资金数额,包括首次上市、增发以及配股所融资金。* 表示在 10% 水平下显著;** 表示在 5% 水平下显著;*** 表示在 1% 水平下显著。

素中的重要性已经下降至第二位。其对公司融资规模的影响依然是第一位的,为 0.264593,但显著性也有所降低,在 10% 水平下显著。社会消费品零售季度增长率对 IPO 公司数量的影响开始上升到第一位,为 0.210295,在 1% 水平下显著,显著性也是最强的。但是其对公司融资额的影响却下降至最低,为 0.12732,在 10% 水平下显著。固定资产投资增长率对股票发行活动的影响依然是最弱的,为 0.119911,在 10% 水平下显著,其对公司股票融资规模的影响稍微强于社会消费品零售季度增长率对公司股票融资的影响,影响系数为 0.139657,在 10% 水平下显著。

作为投资者情绪代理变量的封闭式基金折价(VWD)对公司股票融资中 IPO 公司数量有显著的影响,其影响系数为 -0.612791,在 10% 水平下显著,其对公司上市募集资金额也有较为显著的影响,为 -1.230100,在 10% 水平下显著。尤其值得注意的是,在加入了封闭式基金折价(VWD)为代理的投资者情绪因素后,调整 R 平方显著增加,分别为 0.63608、0.536989。这说明在考虑了经济基本面的资本需求因素后,封闭式基金折价(VWD)为代理的投资者情绪对公司股票发行活动依然有显著的影响。因为封闭式基金折价与投资者情绪是反向的变化关系,这就说明投资者情绪对 IPO 上市的公司数量和所募集的资金有正相关关系。因而,我们可以认为,投资者情绪乐观的时候,股票市场上无论是 IPO 公司数量还是公司融资额都会有所增加。

表 3 经济基本面、投资者情绪因素对于股票发行活动的影响

度量指标		ln(1 + IPO)	ln(1 + IPO _{zj})
经济基本面	GDP	0.208193 *	0.264593 *
	标准误	(0.132946)	(0.132247)
	Consumption	0.210295 ***	0.12732 *
	标准误	(0.062641)	(0.092397)
	Investment	0.119911 *	0.139657 *
	标准误	(0.098249)	(0.107231)
投资者情绪	VWD	-0.612791 *	-1.230100 *
	标准误	(0.125488)	(0.138141)
调整 R 平方		0.63608	0.536989

注:GDP 代表国内生产总值的季度增长率;Consumption 代表社会消费品零售季度增长率;Investment 代表固定资产投资增长率;IPO 代表季度内公司股票首次上市的公司数量;IPO_{zj} 代表季度内公司通过股票市场融资所募集的资金数额,包括首次上市、增发以及配股所融资金。VWD 代表封闭式基金折价。* 表示在 10% 水平下显著;** 表示在 5% 水平下显著;*** 表示在 1% 水平下显著。

六、结论

不同时期,股票市场上 IPO 公司数量和 IPO 公司所融资金规模会发生变化。针对股票市场上公司 IPO 无法用经济基本面的融资需求因素解释的现象,本文从投资者情绪角度建立了股票发行活动的理论模型,并对 A 股市场 IPO 相关数据进行了实证分析。

首先,本文分析了经济基本面因素对 IPO 公司数量以及融资规模的影响,结果发现国内生产总值的增长率、社会消费品零售增长率以及固定资产投资增长率对股票发行活动有一定影响。

其次,在此基础上,本文以封闭式基金折价为投资者情绪的代理变量,分析了其对 IPO 公司数量以及融资规模的影响,结果不仅证明投资者情绪对 IPO 公司数量以及募集资金的影响是显著的,而且证明了投资者情绪能够解释经济基本面因素所不足以解释的影响。

最后,通过对回归结果的分析,我们可以看到,投资者情绪对 IPO 公司数量和募集资金规模有着正向影响,其影响系数分别为 0.612791、1.230100。这充分说明股票市场投资者情绪乐观的时候正是公司股票发行和股票融资集中的时候。

本文的研究结果为公司选择发行股票的时机以及证券监管部门判断股票发行时点的选择提供了理论依据。此外,投资者在股票市场历经低迷之后,也可以通过公司股票发行的重新启动来判断市场重新好转和经济形势的乐观走向。

参考文献:

- [1] Baker M, Wurgler J. Investor sentiment in the stock market[J]. Journal of Economic Perspectives, 2007, 21: 129 – 151.
- [2] Lee C, Shleifer A, Thaler R H. Investor sentiment and the closed-end fund puzzle[J]. Journal of Finance, 1991, 46: 75 – 109.
- [3] Rajan R, Servaes H. The effect of market conditions on initial public offerings[M]. UK: Oxford University Press, 2002.
- [4] Panetta F, Pagano M, Zingales L. Why do companies go public? An empirical analysis[J]. Journal of Finance, 1998, 53: 27 – 64.
- [5] Purnanandam A, Swaminathan B. Are IPOs really underpriced? [J]. Review of Financial Studies, 2004, 17: 811 – 848.
- [6] Jindra J. Seasoned equity offerings, valuation, and timing[R]. Working Paper, 2001.
- [7] Dorn D. Does sentiment drive the retail demand for IPOs? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2009, 44: 85 – 108.
- [8] Baker M, Wurgler J. The equity share in new issue and aggregate stock returns[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 2219 – 2257.
- [9] Dittmar A, Dittmar R. The timing of stock repurchases[R]. Working paper, 2006.
- [10] Derrien F, Kecskes A. How much does investor sentiment really matter for equity issuance activity? [J]. European Financial Management, 2009, 15: 787 – 813.
- [11] Choe H, Masulis R, Nanda V. Common stock offerings across the business cycle[J]. Journal of Empirical Finance, 1993, 1: 1 – 29.
- [12] 王美今, 张松. 中国新股弱势问题研究[J]. 经济研究, 2000(9): 49 – 56.
- [13] 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.
- [14] 张继袖, 陆宇建. 投资者情绪、股利政策与公司价值研究[J]. 南京审计学院学报, 2012(2): 29 – 36.
- [15] Rock K. Why new issues are underpriced? [J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15: 187 – 212.
- [16] Mikkelsen W, Partch M, Shah K. Ownership and operating performance of companies that go public[J]. Journal of Financial Economics, 1997, 44: 281 – 307.
- [17] Lowry M. Why does IPO volume fluctuate so much? [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 67: 3 – 40.

[责任编辑: 杨凤春]

Does Investor Sentiment Affect Equity Issuance? ——An Empirical Analysis of A-share Market from Shenzhen and Shanghai

WANG Chun, ZHANG Wei

Abstract: Since the equity issuance can not be interpreted by fundamental economic factor, we introduced investor sentiment, and set up equity issuance model, then analyzed IPO data from A-share market. Our results show: investor sentiment affects positively the number of IPO and the fund collection for equity issuance. When investor sentiment is optimistic, the equity issuance increases. The result provides evidence for the securities regulators to supervise the equity issuance.

Key Words: investor sentiment; capital demands; corporate equity issuance; IPO; finance supervision; theory of behavioral finance; stock market