

新股收益、长期表现与股票市场质量： 不败新股的长期弱势现象研究

方先明， 张若璇

[摘要] 不败新股的长期弱势表现严重制约了资本市场的融资效率,已成为中国股票市场的顽疾。基于新股抑价发行的惯例和上市首日涨幅受限的政策背景,本文构建不败新股的“赢者”变量,分析“赢者”对长期弱势表现的贡献,并探究“赢者诅咒”现象的强化机制。研究发现:“赢者诅咒”现象确实存在于中国股票市场中,表现为新股一级市场发行抑价、二级市场上市未打开涨停板期间累积收益与开板后短期累积收益均对其长期弱势表现有显著贡献。进一步研究发现,“赢者诅咒”现象存在着由一级市场向二级市场传导、强化的机制:高抑价发行形成的收益强化了新股上市初期的连续涨停现象,当新股打开涨停板开始大量交易后,过度乐观投资者的交易行为引致股价进一步上涨,使得新股成色褪去时其“弱势”表现更为凸显。异质性分析表明,当公司上市后业绩下滑、投资者情绪较为乐观、投资者结构以中小投资者为主、发行受到定价管制和新股申购无需预缴款时,“赢者诅咒”现象更为显著。本文从深化新股发行制度、缓解市场供需失衡和完善新股上市交易规则三方面提出了相应的政策建议。

[关键词] 新股收益; 长期表现; 赢者诅咒; 强化机制

[中图分类号]F124 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2020)12-0064-19

一、问题提出

2020年7月,中共中央政治局会议明确提出加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。高效的资源流动和要素配置是构建新发展格局的基础,其中,资本市场发挥着重要的枢纽作用。然而,不败新股的长期弱势表现这一“赢者诅咒”异象不仅严重制约了资本市场的融资效率,而且阻碍了其配置资源功能的发挥,成为资本市场中被广为诟病的顽疾。为推进股票市场高质量发展、遏制炒作新股、收窄市场波动幅度,上海证券交易所和深圳证券交易所(简称“沪深交易所”)于2013年12月13日分别发布《关于进一步加强新股上市初期交易监管的通知》和《关于首次公开发行股票上市首日盘中临时停牌制度等事项的通知》,将新股上市首日申报价格限制为不超过新股发行价的144%(简称“首日涨幅限制政策”),但首日涨幅限制政策对于遏制“炒新”的效果甚微。该政策实施以来,近99%的新股上市交易首日出现44%涨停,随后连续多日呈现“一”

[收稿日期] 2020-02-12

[基金项目] 江苏省高校哲学社会科学研究重大项目“错配视角下江苏金融支持经济增长研究”(批准号2020SJZDA049)。

[作者简介] 方先明,南京大学经济学院教授,博士生导师,管理学博士;张若璇,南京大学经济学院硕士研究生。通讯作者:方先明,电子邮箱:fxmfxm@nju.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

字涨停,进一步助长了投资者对新股的追捧热情。

与股票上市交易初期的“赢者”现象形成鲜明对比的是,其长期市场表现大多不尽如人意。2014年1月至2019年12月期间共有1322只新股上市,截至2019年12月,已有93只股票处于跌破发行价状态,占比高达7.03%。“不败新股”的“赢者”现象是否对其长期弱势有所贡献?“赢者诅咒”现象是否存在强化机制,又是如何被强化的?作为股票市场的重要参与主体,上市公司自身业绩变化、投资者行为和监管部门的政策变化是否会影响“赢者诅咒”现象的产生和严重程度?对于这些问题的回答,有助于完善中国新股发行交易机制,降低金融风险,提升股票市场效率。

关于股票市场的“赢者”,现有文献多集中于对被成为“IPO之谜”之一的IPO抑价的研究。IPO抑价是指新股上市交易首日的收盘价格高于其发行价的现象。传统理论基于二级市场完全理性假设,认为IPO抑价源于一级市场中上市公司出于公司利益最大化目的主动压低发行价格的行为(Rock,1986);随着理性假设的放松和行为金融学理论的兴起,二级市场投资者的非理性情绪也被认为是造成IPO抑价的重要原因(Alexander et al.,2006)。基于独特的市场环境和政策背景,国内学者研究认为,严格的定价行政化管制(方匡南等,2015)和发行制度的变迁(胡志强和赵美娟,2016)是导致中国IPO抑价的制度性根源。此外,以IPO抑价为开端的“赢者”现象存在着惯性延续趋势,新股上市后,短期内相较于发行价格仍然存在着显著为正的超额收益(彭志胜和宋福轶,2017)。尤其是在2014年中国实行首日涨幅限制政策后,绝大多数股票在上市后呈现“一”字涨停的局面。首日高抑价演化为持续时间更长、上涨幅度更大的“炒新”收益(周仕盈和杨朝军,2019)，“赢者”现象更甚。

新股的“赢者”现象已经得到了一致认同,而对于“赢者”是否受到“诅咒”即股价是否存在长期弱势表现尚存争议。目前主要存在三种观点:新股长期市场表现随机、强势和弱势。随机说认为市场有效,股票价格取决于其内在价值,长期弱势表现只是一种偶然现象(Fama,1998)。强势说认为投资者狂热情绪带来的价格偏差长期内得不到消除,因此股价在长期存在过度反应(杨丹和林茂,2006)。证券交易所的垄断地位也促使上市公司保持长期强势(Otchere et al.,2013)。多数学者则认为,新股由“赢者”转为长期弱势是一个在全球市场普遍存在的现象,且股票长期市场表现与公司异质性特征如成立年限、行业类别、股权结构、收购活动、风险投资情况和公开财务信息(Brau et al.,2012;Michel et al.,2014;屠立峰等,2017)、新股发行特征如发行规模(Brau et al.,2012),以及投资者在上市初期的多样化预期和非理性情绪(俞红海等,2015)密切相关。

现有文献多数将新股的初始收益和长期市场表现作为两个独立的问题来研究,鲜有将其纳入一个系统的分析框架,直接探究二者之间的关系。在新股存在长期弱势表现的观点下,初始“赢者”对“长期弱势”贡献的研究还不够系统、全面。即使有文献注意到IPO首日高抑价是导致长期弱势表现的重要因素,但没有从“赢者”角度明晰IPO抑价的内涵,也未对“赢者诅咒”现象展开深入研究。同时,“赢者”也并不仅仅限于现有文献所针对的首日高抑价。此外,国内相关研究的样本多集中于首日涨幅不受限的政策区间,2014年出台的首日涨幅限制政策改变了新股投资者的投资行为模式,对新股上市初期和长期价格走势可能产生深远影响,因而亟待补充以此后时间为样本区间的研究。为此,本文从2014年首日涨幅限制政策实施以来新股上市初期普遍呈现“一”字涨停但长期市场表现不佳的异常现象出发,研究“赢者”对于长期弱势的贡献,并探究“赢者诅咒”现象的强化机制。进一步地,分析“赢者诅咒”现象在上市公司业绩变化、不同投资者特征和监管政策下存在性和严重程度的差异。

本文的边际贡献在于:①基于中国股票市场新股发行制度变革,建立了由发行市场和交易市场

构成的分析体系,将“赢者”的内涵从上市首日拓展为发行定价阶段至上市初期,具体细分为发行定价阶段、新股上市初期未开板期间和开板后短期三个时间段分别加以度量,基于各“赢者”变量对“赢者诅咒”现象做深入剖析。②根据信息流渐进与投资者有限关注的特征,基于中国新股发行定价机制及上市首日交易价格限制的政策背景,厘清“赢者诅咒”的强化机制,补充了现有文献仅研究“赢者诅咒”现象存在性的不足。③“赢者诅咒”现象的形成是上市公司、投资者和监管层三方面共同作用的结果,中国股票市场中新股发行定价规则改变以及申购制度变革为异质性分析提供了自然实验。据此做异质性分析,所得结果为深化新股发行制度改革、完善新股上市交易规则、促进资本市场高质量发展提供了经验证据。

本文的余下内容安排如下:第二部分为理论分析与研究假设,多阶段界定“赢者”内涵,基于理论分析提出相关研究假说;第三部分为研究设计,包括样本选取和处理、变量定义和实证模型构建;第四部分是“赢者诅咒”现象的存在性检验;第五部分是“赢者诅咒”现象的强化机制检验;第六部分是异质性分析;最后为主要结论和相关政策建议。

二、理论分析

在新股发行市场,发行者与投资者之间天然存在着信息不对称。发行者对于自身的财务状况、行业前景、发展环境等有较为客观的评估与明确的预期,拥有明显的信息优势;而投资者只能通过招股说明书和路演推介等趋于程式化的有限渠道获取上市公司的相关信息,处于绝对的信息劣势地位。在投资者内部,获取信息的能力和渠道也存在差异,非知情投资者的需求面临被知情交易者挤出的逆向选择风险(Rock, 1986),因此,信息不对称对资产价格具有重要影响。已有研究证实,信息不对称引发的信息风险和股票定价之间具有显著关系(邵原, 2016)。具体到中国的股票发行市场:从投资者参与需求看,考虑到散户投资者占比较高,其掌握信息的程度与解读信息的能力受到客观环境和自身知识结构的限制,深谙处于信息劣势地位的投资者必然致力寻求相对于内在价值发行价格较低的股票以获取信息不对称风险补偿。从发行者发行动机看,为了吸引更多投资者,尤其是非知情投资者参与申购,发行方愿意“将一部分钱留在桌子上”,选择抑价发行。此外,承销商为了增加发行成功率、提高声誉以便未来获得更多业务,也会利用其特有的信息优势来保守定价(邵新建等, 2013)。在多方博弈中,一级市场价格发现效率低下,具体表现为发行价格普遍低于内在价值(张峥和欧阳珊, 2012),由此形成一级市场的抑价。更为关键的是,现阶段中国资本市场中,监管当局从投资者利益保护出发所制定的严格定价管制政策直接限制了发行价格过高的可能。这种制度安排进一步强化了股票发行市场的抑价。

信息不对称条件下一级市场的抑价发行奠定了“赢者”的形成基础。一级市场聚集了大量的“打新”族,形成“一签难求”的火爆场面。长期以来抑价发行导致的高收益致使投资者产生了“过度外推”的行为偏差,而不再关注企业未来的创新性和成长性(徐浩萍等, 2017)。一级市场抑价程度越高,上市交易后上涨空间越大,中签者的收益越大,股票越会受到追捧。在极低的中签概率下,未中签的投资者会将资金转而投向二级市场,使得新股股价在上市伊始疯狂上涨,甚至翻倍,新股的“赢者”形象不断被强化。然而,非理性情绪下被扭曲的股票价格畸高现象并不会维持长久。随着新股上市交易数据的不断增加,以及上市公司所披露信息的不断丰富,投资者逐渐会意识到一级市场抑价程度越高,由此形成的“赢者”价格背离(高于)其理论价格越严重。于是,开始“获利回吐”,导致新股上市交易一段时间后股价下跌,泡沫破裂。由此提出:

H1:新股发行时,一级市场抑价程度越高,越容易形成长期弱势。

除了一级市场中发行方抑价发行的中签收益,新股在二级市场上市初期的畸高收益是投资者对“炒新”趋之若鹜的直接动因。与成熟资本市场和其他新兴资本市场相比,中国存在着异常高的IPO首日收益(Tian,2011),而相较于一级市场发行抑价,二级市场投资者非理性行为催生的投机泡沫在其中占据了更大比重(黄顺武等,2017)。以下原因导致中国股票市场“炒新”文化盛行:①一级市场高抑价率吸引了大量资金,而“一签难求”的现实使得囤积的资金转战二级市场中的“新股”;②IPO市场的实践勾勒出“新股不败”“神话”;③以散户为主的投资者结构特征使得“跟风”现象较为严重。在“新股不败”的锚定心理驱使下,大量乐观的狂热投资者产生了过度的需求,而卖空限制的制度安排在一定程度上又制约着股价向理性回归,由此推动新股交易价格在短期内出现非理性上涨(Miller,2000)。值得关注的是,目前实施的新股上市首日涨幅限制政策限制了新股价格发现,迎合了市场投资者对新股上市暴涨的预期,进一步刺激了投资者对于新股的非理性炒作,导致更高的初期收益(魏志华等,2019)。

根据“有限关注”理论,投资者的关注能力是有限的(Hirshleifer and Teoh,2003),股票上市交易一段时间后其“新股”的成色逐渐褪去,投资者的注意力就会转移到新发行的股票。同时,随着时间推移和信息披露逐渐完备,市场逐渐被理性投资者的知情交易主导。一旦市场情绪逆转,上市初期受“追捧”的股票难逃“杀跌”的厄运,而且前期被“追涨”得越厉害的股票,为避免后悔,投资者抛售越厉害,这会强化“赢者诅咒”。由此提出:^①

H2:新股上市未开板期间的累积收益以及打开涨停板后短期收益越高,越容易形成长期弱势。

通常在新股发行至上市交易之间存在等待期,等待期内一级市场信息会借助多种渠道向二级市场传递(马超群等,2018),投资者也会利用这段时间有意识地收集相关信息并自行解读。例如,一级市场发行定价限制、为保证顺利发行而采取的抑价发行方式都会被非理性投资者过度解读,且一级市场上发行抑价率越高,非理性投资者的参与热情越高涨(张劲帆等,2020)。“跟风操作”的非理性投资者行为造就了“赢者”,也强化了“赢者”,对股票收益率具有显著影响,且在短期内难以被抵消(尹海员和吴兴颖,2019),放大了一级市场抑价率对二级市场中新股上市初期收益对长期弱势的影响,具体表现为发行抑价率较高的股票,上市初期收益对长期市场表现的负向影响较为强烈。

在二级市场交易中投资者具有依据近期关注作出投资决策的倾向,导致股票价格背离其内在价值(成松豪和张兵,2014)。上市初期“新股”的概念吸引了有限注意投资者的关注,引发市场“炒新”情绪,导致短期内股价高企。随后,新股上市初期的暴涨现象引发了具有证实偏差的投资者的正向反馈和羊群行为,进一步加剧了股票市场价格偏离(朱菲菲等,2019)。同时,理性投机者预期到正向反馈交易者的存在,会加大对新股的需求,促使股价进一步上涨(汪宜霞和夏新平,2007)。现实中由于一级市场高抑价发行,以及新股上市初期“赢者”形象得到强化,新上市的股票受到高度关注,大量资金伺机进入。然而,由于涨停板限制,许多投资者难以在第一时间买到新股,只能等到新股上市交易开板后再进入。新股上市交易连续涨停的期间越长,未开板期间收益越高,其开板后越容易受到“炒次新”投资者的关注,开板后短期内累积的上涨幅度也会越高。然而,随着新股开板交易,投资者的购买意愿得到充分释放,同时“渐进的信息流”逐渐被普通投资者获得(Hong and Stein,1999),加之投资者的关注度会随着新上市的股票转移,于是前期被“捧”得越高的股票,待泡沫破灭

① 在新股首日涨幅限制的政策下,大多数新股上市首日均达到44%涨停,首日收益无法比较,且新股在首日及未开板期间交易量极少,不能反映市场大多数投资者的投资行为和投资收益。因此,本文选择新股上市后初期收益来研究,并进一步将其细分为未开板期间和开板后短期内的累积收益,分别检验二者作为新股上市初期的“赢者”对长期市场表现的影响。

时便会“摔”得越重。因此,新股上市交易未开板期间的收益会放大开板后短期收益对长期弱势的影响。由此提出:

H3:发行抑价程度越高的股票,上市未开板期间和开板后短期累积收益对长期市场表现的负向影响越明显;上市未开板期间收益越高的股票,开板后短期收益对长期市场表现的负向影响越明显。

三、研究设计

1. 样本选取

2013年12月13日,沪深交易所发布关于首次公开发行股票上市首日的新规定,将新股首日涨幅限制在44%。为保证研究样本区间的政策一致性,研究过程中将2014年1月中国证券监督管理委员会(简称证监会)重启IPO作为样本区间的起始时间。因研究新股上市后长期表现的数据需要,将2018年12月31日作为样本区间的截止时间,最终确定研究样本为2014年1月至2018年12月31日在沪深A股市场首次公开上市交易的股票。剔除ST股、金融类股、发行方式为比例换股和部分财务数据缺失的股票后,最终得到868个样本。研究所用的上市公司财务数据、股票价格数据来源于国泰安数据库和Wind数据库。

2. 变量定义

(1)被解释变量。为检验“赢者”变量对新股长期弱势表现的贡献,采用事件研究法,选取事件窗口期间的累积异常收益作为被解释变量,衡量新股上市的长期市场表现。异常收益率是指实际收益率减去市场基准收益率的差值。因样本同时包含沪深两市A股市场的股票,本文选取沪深300指数收益率作为市场基准收益率,即:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

第*i*只股票在 $[t_1, t_2]$ 时间窗口的累积异常收益率为 t_1 至 t_2 时间段内异常收益率的逐日加总,即:

$$CAR_{i,[t_1, t_2]} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (2)$$

将新股上市交易打开涨停板之日作为事件日($t=0$),选择打开涨停板后30个交易日起240个交易日(约1年),即 $[31, 270]$ 作为研究长期市场表现的时间窗口。选择将时间窗口开始期选取为第31个交易日的原因在于:①解释变量即“赢者”变量中包含新股打开涨停板后短期的累积异常收益,并检验其对长期市场表现的影响,故长期收益的计算区间中不应包含上市初期;②新股上市初期股价波动相对剧烈,不适宜纳入长期收益的计算。这与相关研究在计算长期收益时剔除首日及上市初期股价变动的做法一致(宋顺林和唐斯圆,2019)。选取约1年的时间窗口计算长期市场表现的原因在于:①国内外学者研究表明,1年的时间窗口已经能够观察到累积异常收益为负即“弱势”现象,说明1年内股价已开始向真实价值回归;②样本计算出的约1年期累积异常收益(即下文的 $LCAR240$ 变量,见变量描述性统计部分)显著小于0,表明本文样本期内的股票在1年的时间计算窗口中已出现长期弱势现象;③研究发行及上市初期股票“赢者”现象对长期市场弱势表现的影响,若时间跨度过大,可能会出现其他非市场交易因素(如上市公司重大经营变动、分红派息或再融资等事件)影响长期市场走势,干扰实证结果。进一步地,本文将时间窗口细分为 $[31, 90]$ 、 $[31, 150]$ 、 $[31, 210]$ 和 $[31, 270]$ (下文用 $LCAR60$ 、 $LCAR120$ 、 $LCAR180$ 和 $LCAR240$ 表示),全面检验“赢者”变量对一年内股价变化的影响。

(2)解释变量。根据前述理论分析和假说,模型的解释变量为从三个阶段定义的股票市场“赢者”,具体为:一级市场新股发行抑价程度、新股上市公开交易未开板期间收益和新股打开涨停板后

短期收益。①以相对发行市净率(RPB)衡量一级市场新股发行抑价程度。参考以往研究(徐浩萍等, 2017),选择发行价格与每股净资产的比例,即发行市净率(PB)衡量新股的相对定价,并与发行前1个月同行业市净率的平均值作比较,得到相对发行市净率(RPB)以度量新股发行的抑价程度。具体计算公式如式(3)所示。②以新股上市交易未开板期间累积异常收益率($NOCAR$)即新股上市公开交易首日至开板日(不含开板日)期间的累积异常收益率衡量新股上市未开板期间收益。③以新股开板后短期累积异常收益率($SCAR$)即新股上市开板日及其后30个交易日内的累积异常收益率衡量新股打开涨停板后短期收益。

$$RBP = \frac{PB_{IPO}}{PB_{industry}} \quad (3)$$

其中, PB_{IPO} 为样本公司招股说明书中记载的发行市净率, $PB_{industry}$ 为样本公司发行前一个月同行业市净率的平均值。

(3)控制变量。为控制非“赢者”变量对于长期市场收益率的影响,参考以往学者的研究,从市场环境(邹高峰等,2015)、上市公司基本面(Brau et al.,2012;Michel et al.,2014;屠立峰等,2017)、与新股发行相关的其他因素(Brau et al.,2012;赵岩和孙文琛,2016)三个方面选取控制变量,并对上市年份($YEAR$)、所属行业($INDUSTRY$)和上市板块($BOARD$)采用固定效应控制。市场环境方面,选取新股上市前15个交易日的沪深300指数回报率($MARKET$)衡量市场冷热程度及系统性风险的大小;上市公司基本面中,选取公司成立至上市年数(AGE)、发行前总资产(TA)、速动比率(QR)、资产负债率(LEV)、每股收益(EPS)、每股经营活动产生的现金流量净额($CASH$)、第一大股东持股比例($BLOCK$)和流通股比例($TRADERATIO$)分别衡量公司的年龄、规模、短期偿债能力、长期偿债能力、盈利能力、现金流质量和股权结构。发行相关因素中,选取募集资金净额($PROC$)、中签率($LOTTERY$)和承销商排名(UW)衡量新股发行规模、一级市场需求和承销商声誉^①。

3. 模型构建

构建模型(4)检验各“赢者”变量对长期市场弱势表现的贡献,即检验H1和H2。

$$LCAR = \alpha + \beta Winner + \gamma Controls + \varepsilon \quad (4)$$

其中,解释变量 $Winner$ 分别为本文构建的三个“赢者”变量,即相对发行市净率(RPB)、新股上市未开板期间累积异常收益率($NOCAR$)和新股开板后短期累积异常收益率($SCAR$)。解释变量前的系数 β 表示各“赢者”变量对长期市场表现的贡献。根据本文研究假设,预期 RPB 前的 β 估计量值显著为正, $NOCAR$ 和 $SCAR$ 前的 β 估计量值显著为负。

为检验新股发行和上市初期的“赢者”现象对长期弱势表现的强化机制,即检验H3,在模型(4)中加入交乘项,构建模型如下:

$$LCAR = \alpha + \beta_1 Winner_1 + \beta_2 Winner_2 + \beta_3 Winner_1 \times Winner_2 + \gamma Controls + \varepsilon \quad (5)$$

其中,交乘项 $Winner_1 \times Winner_2$ 分别表示 $RPB \times NOCAR$ 、 $RPB \times SCAR$ 和 $NOCAR \times SCAR$, $Winner_1$ 和 $Winner_2$ 分别与交乘项 $Winner_1 \times Winner_2$ 中选取的“赢者”变量一一对应。交乘项 $RPB \times NOCAR$ 、 $RPB \times SCAR$ 和 $NOCAR \times SCAR$ 前的系数 β_3 分别表示 RPB 如何改变 $NOCAR$ 对长期市场表现的影响机制、 RPB 如何改变 $SCAR$ 对长期市场表现的影响机制,以及 $NOCAR$ 如何改变 $SCAR$ 对长期市场表现的影响机制。根据本文研究假设,预期 $RPB \times NOCAR$ 和 $RPB \times SCAR$ 前的 β_3 估计量值显著为正, $NOCAR \times SCAR$ 前的 β_3 估计量值显著为负。

① 控制变量的具体定义和计算方法详见《中国工业经济》网站(<http://cicjournal.ajcass.org>)附件。

四、“赢者诅咒”现象的存在性检验

1. 描述性统计

表 1 报告了主要研究变量的描述性统计结果,其中,对被解释变量和解释变量中的累积异常收益率(CAR)做了原假设为均值为 0 的单变量 t 检验,并在表中报告了显著性结果。由表 1 可知,等权平均法下,新股在上市后 120 个交易日内出现跑赢市场的微弱强势,但之后始终呈现弱势表现,且弱势程度随着时间的推移而加剧;在 240 个交易日后,平均累积异常收益率为-4.02%,且显著不为 0,表明本文样本内的新股在上市交易约 1 年的时间区间内出现了弱势表现。新股的平均相对发行市净率约为 0.69 倍,表明相对于同行业公司的市场估值水平,新股普遍存在抑价发行的现象。新股上市未开板期间平均累积异常收益率显著为正,约为 133.17%,表明中国实行首日涨幅限制政策后投资者的过度反应并没有被较好地抑制,新股上市初期高抑价现象仍然存在。新股开板后短期平均累积异常收益为 0.22%,但并不显著非 0,且标准差较大,为 31.20%,表明新股打开涨停板后股价出现剧烈波动,并且呈现出不同的走势,有的保持惯性连续上涨,有的已经出现反转,大幅下跌,但平均而言保持了未开板期间的高收益。

2. 实证检验结果及进一步分析

(1)检验 H1,即新股抑价发行对长期市场表现的“赢者诅咒”现象检验。模型(4)中的“赢者”变量取相对发行市净率(RPB),使用样本数据估计其中的参数以检验新股抑价发行对长期市场表现的影响,结果如表 2 所示。

由表 2 可知,相对发行市净率(RPB)前参数的估计量值均为正数,分别为 0.0860、0.1020、0.1168 和 0.0956,且当长期收益的计算区间为 60 日、120 日和 180 日时显著不为 0,表明新股相对发行市净率对其长期市场表现具有显著的正向影响,新股发行定价相对于同行业的市场估值水平越低,即发行抑价程度越高,股票的长期市场表现越差,越容易形成长期弱势,这验证了 H1。

“赢者诅咒”现象的源头在于股票发行市场的高抑价率。信息不对称的天然存在使得拟上市公司和投资者在博弈下形成了新股抑价发行的惯例。此外,在中国股票市场,监管层对于新股的定价管制也强化了股票发行时的高抑价率。新股定价管制政策出台的初衷是保护投资者参与股票一级市场投资的利益,但在实践中与其实施初衷背道而驰。一方面,新股定价管制使得一部分高成长性拟上市公司的价值不能通过合理的发行价格得到体现;另一方面,承销商会利用新股定价管制政策压低股票发行价,在利于其成功销售股票的同时,更有利于其在新股上市后炒作该股票,并在适当时候抛售预留股票,从而获利离场。多方作用下,新股在发行伊始便被寄予了“赢者”的预期,且其形象在实践中得到证实和强化。随着信息的不断披露,投资者逐渐认识到上市公司的真实业绩水平,股票价格便会向内在价值趋近,从而导致较差的长期市场表现。

(2)检验 H2,即新股上市初期收益对长期市场表现的“赢者诅咒”现象检验。模型(4)中的“赢者”变量取新股上市未开板期间累积异常收益率(NOCAR)和新股开板后短期累积异常收益率(SCAR),使用样本数据估计其中的参数以检验新股上市初期收益对长期市场表现的影响,结果如表 3 所示。

由表 3 中 Panel A 可知,新股上市未开板期间累积异常收益(NOCAR)前参数的估计量值始终为负,分别为-0.0994、-0.1289、-0.2466 和-0.2252,且均显著不等于 0,表明新股上市未开板期间累积异常收益率对长期市场表现具有显著负向影响。由 Panel B 可知,新股开板后短期累积异常收益(SCAR)前参数的估计量值始终为负,分别为-0.1801、-0.1528、-0.1605 和-0.1973,且均显著不等于

表 1 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
LCAR60	0.0005	0.2866	-0.9158	1.2200
LCAR120	0.0157	0.3727	-1.0170	1.4398
LCAR180	-0.0053	0.4651	-1.1642	1.9520
LCAR240	-0.0402**	0.5209	-1.3184	1.9828
RPB	0.6862	0.3668	0.1465	3.1710
NOCAR	1.3317***	0.5046	0.1768	3.3351
SCAR	0.0022	0.3120	-0.9188	1.1747
MARKET	0.0169	0.0605	-0.2002	0.2697
AGE	14.8648	5.7251	3.7068	56.0000
TA	20.4802	0.9490	18.4856	25.9948
QR	1.5790	1.6715	0.1100	17.9100
LEV	0.4487	0.1749	0.0409	0.9764
EPS	0.6487	0.4101	0.0032	4.4390
CASH	0.8954	0.8605	-2.2950	8.8600
BLOCK	0.3904	0.1472	0.0442	0.8824
TRADERATIO	0.2295	0.0511	0.0800	0.5639
PROC	19.7653	0.7129	17.9428	23.2876
LOTTERY	0.0028	0.0043	0.0002	0.0277
UW	0.4827	0.5000	0.0000	1.0000

注:对被解释变量和解释变量中的平均累积异常收益率进行单变量 t 检验,原假设为变量均值为 0。采用双尾 t 检验,*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平下显著。以下各表同。

0,表明开板后短期内的累积异常收益对长期市场表现也具有显著负向影响。新股上市初期,即未开板期间和开板后短期内累积异常收益率越高的股票,“赢者”形象越强,越容易形成长期弱势,这验证了 H2。

新股的“赢者”形象源于发行市场的抑价,且会在上市交易后得到巩固和强化。由于一级市场中高抑价率的客观存在,大量资金进入一级市场申购,导致中签率低下;在一级市场未能如愿的资金转入二级市场抢购新股,就会导致 IPO 上市交易首日股价暴涨。面对新股上市交易收益畸高、严重损害市场效率的现象,监管当局出台了新股上市首日涨幅限制政策。然而实践证明,首日涨幅限制政策不仅无益于遏制新股炒作,甚至可能产生新股交易过程中的“磁吸效应”,使得交易价快速逼近与达到限制线,在此惯性作用下,此后的几个交易日股价继续疯狂上涨,反而加剧了“赢者”现象。具体地,根据有限关注理论,在优质金融资产短缺条件下,“新股”与“次新股”必然成为资本市场的宠儿而备受关注,并成为投资者追捧的对象,甚至“炒新股”与“炒次新股”成为脱离公司基本面的一种“时尚”。当设定新股上市交易首日涨幅限制后,又可能会对投资者产生一种心理暗示,新股上市交易后股价可能很快触及停止交易价格,由于停牌而难以买到新股。于是,在“买涨不买跌”心理驱使下大量资金涌入,由此使得新股上市交易首日股价迅速到达交易价格限制线。此时,投资者对于新股追捧的情绪难以得到释放,加之历史经验表明,在新股上市首日交易价格大幅上涨后,受正负

表 2 新股抑价发行的“赢者诅咒”现象检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LCAR60</i>	<i>LCAR120</i>	<i>LCAR180</i>	<i>LCAR240</i>
<i>RPB</i>	0.0860** (2.5032)	0.1020*** (2.6189)	0.1168** (2.0041)	0.0956 (1.4813)
<i>MARKET</i>	0.0639 (0.4231)	0.4746*** (2.8790)	0.3607* (1.7108)	0.3835* (1.8724)
<i>AGE</i>	-0.0009 (-0.5961)	0.0016 (0.8931)	0.0014 (0.6221)	0.0029 (1.1849)
<i>TA</i>	0.0195 (1.1424)	0.0145 (0.7198)	0.0119 (0.4789)	-0.0044 (-0.1600)
<i>QR</i>	-0.0035 (-0.5760)	-0.0016 (-0.1894)	-0.0075 (-0.6484)	-0.0087 (-0.6974)
<i>LEV</i>	-0.0350 (-0.4678)	0.0479 (0.5296)	0.0258 (0.2382)	-0.0208 (-0.1752)
<i>EPS</i>	0.0515* (1.6710)	0.0575* (1.7330)	0.0546 (1.3518)	0.0064 (0.1273)
<i>CASH</i>	-0.0131 (-1.1394)	-0.0028 (-0.2155)	-0.0014 (-0.0724)	0.0135 (0.6671)
<i>BLOCK</i>	-0.0926 (-1.5395)	-0.0263 (-0.3708)	-0.0543 (-0.6158)	0.0990 (1.0493)
<i>TRADERATIO</i>	0.0644 (0.3564)	-0.0354 (-0.1531)	-0.1965 (-0.7330)	-0.2632 (-0.9573)
<i>PROC</i>	-0.0553** (-2.5328)	-0.0853*** (-3.3323)	-0.1096*** (-3.5917)	-0.0881** (-2.5290)
<i>LOTTERY</i>	-5.2198 (-1.6147)	-5.1331 (-1.4519)	-12.4674** (-2.5068)	-5.6503 (-0.8874)
<i>UW</i>	-0.0138 (-0.7574)	-0.0126 (-0.5935)	-0.0142 (-0.5523)	0.0088 (0.3256)
<i>CONSTANT</i>	0.7547** (2.2446)	1.4492*** (3.5239)	2.1501*** (4.3718)	1.9961*** (3.5386)
年份、行业和上市板块	是	是	是	是
F 值	8.6659***	21.9095***	25.2573***	34.4935***
Adj. R ²	0.1993	0.3588	0.4112	0.4747

注:括号内为经过异方差调整的稳健t统计量值。以下各表同。

10%涨跌价格限制,还会出现几个连续交易日的“涨停板”,于是在新股与次新股市场中不断有资金净流入,导致“赢者”不断强化。随着时间的推移,原来“新股”与“次新股”将逐渐成为“非新股”,其光环慢慢褪去,投资者的注意力会转移到新的“新股”与“次新股”,使得其前期累积的泡沫破灭,股价下滑。

表 3 新股上市交易初期收益的“赢者诅咒”现象检验结果

Panel A: 新股上市交易未开板期间收益的“赢者诅咒”现象检验				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LCAR60</i>	<i>LCAR120</i>	<i>LCAR180</i>	<i>LCAR240</i>
<i>NOCAR</i>	-0.0994*** (-3.4292)	-0.1289*** (-4.0636)	-0.2466*** (-5.9650)	-0.2252*** (-5.1422)
控制变量	是	是	是	是
年份、行业 and 上市板块	是	是	是	是
F 值	8.9214***	23.2321***	26.8397***	36.5834***
Adj. R ²	0.2085	0.3687	0.4400	0.4943
Panel B: 新股开板后短期收益的“赢者诅咒”现象检验				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LCAR60</i>	<i>LCAR120</i>	<i>LCAR180</i>	<i>LCAR240</i>
<i>SCAR</i>	-0.1801*** (-5.6920)	-0.1528*** (-4.4255)	-0.1605*** (-3.7172)	-0.1973*** (-4.3765)
控制变量	是	是	是	是
年份、行业 and 上市板块	是	是	是	是
F 值	10.8532***	23.5442***	26.7159***	35.4872***
Adj. R ²	0.2274	0.3689	0.4178	0.4849

注：未汇报控制变量回归结果，详见《中国工业经济》网站 (<http://ciejournal.ajcass.org>) 附件。以下各表同。

五、“赢者诅咒”现象的强化机制检验

在模型(4)中分别引入交乘项 $RPB \times NOCAR$ 、 $RPB \times SCAR$ 和 $NOCAR \times SCAR$ ，使用样本数据对模型(5)中参数进行估计，结果如表 4 所示。

由表 4 中的 Panel A 可知，交乘项 $RPB \times NOCAR$ 前的系数分别为 0.0541、0.2342、0.2880 和 0.3788，且在长期收益的计算区间为 120、180 和 240 个交易日时显著不为 0，这表明新股发行抑价程度对上市未开板期间收益的“赢者诅咒”现象具有显著强化作用。由 Panel B 可知，交乘项 $RPB \times SCAR$ 前参数的估计量值分别为 -0.1230、-0.0217、0.0638 和 0.1359，正负不等且均不显著，这与预期不同，新股发行抑价程度对开板后短期收益的“赢者诅咒”现象不存在显著影响。究其原因，本文认为新股发行抑价程度作为信息，传递到二级市场的过程中就已在前期即未打开涨停板期间被市场所消化，故对开板后短期收益的影响较弱。因此，新股发行抑价程度对开板后短期收益“赢者诅咒”现象的强化作用并不显著。由 Panel C 可知，交乘项 $NOCAR \times SCAR$ 前的系数均为负值，分别为 -0.1033、-0.1378、-0.1613 和 -0.2329，且均显著不为 0，这表明新股上市未开板期间收益对开板后短期收益的“赢者诅咒”现象具有显著强化作用。综合表 4 的回归结果可知，新股发行高抑价率强化了上市未开板期间收益对长期市场表现的负向影响，且新股上市未开板期间高收益强化了开板后

表 4 “赢者诅咒”现象的强化机制检验结果

Panel A: 抑价发行对上市未开板期间收益的“赢者诅咒”现象的强化作用检验				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LCAR60</i>	<i>LCAR120</i>	<i>LCAR180</i>	<i>LCAR240</i>
<i>RPB</i>	0.0241 (0.5012)	-0.1050** (-2.0685)	-0.1573** (-2.1638)	-0.2442*** (-2.8289)
<i>NOCAR</i>	-0.1210*** (-2.9875)	-0.2422*** (-5.6735)	-0.3886*** (-7.4190)	-0.4155*** (-7.3012)
<i>RPB</i> × <i>NOCAR</i>	0.0541 (0.9694)	0.2342*** (3.9946)	0.2880*** (4.0947)	0.3788*** (4.8143)
控制变量	是	是	是	是
年份、行业和上市板块	是	是	是	是
F 值	8.4758***	22.5408***	26.2437***	36.4356***
Adj. R ²	0.2101	0.3786	0.4488	0.5062
Panel B: 抑价发行对开板后短期收益的“赢者诅咒”现象的强化作用检验				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LCAR60</i>	<i>LCAR120</i>	<i>LCAR180</i>	<i>LCAR240</i>
<i>RPB</i>	0.0766** (2.2420)	0.0923** (2.3860)	0.1047* (1.8114)	0.0793 (1.2491)
<i>SCAR</i>	-0.1049* (-1.7321)	-0.1363** (-2.0294)	-0.1936** (-2.2567)	-0.2736*** (-2.9939)
<i>RPB</i> × <i>SCAR</i>	-0.1230 (-1.4559)	-0.0217 (-0.2115)	0.0638 (0.5141)	0.1359 (0.9788)
控制变量	是	是	是	是
年份、行业和上市板块	是	是	是	是
F 值	10.3807***	22.1530***	25.6603***	33.5647***
Adj. R ²	0.2306	0.3705	0.4192	0.4855
Panel C: 上市未开板期间收益对开板后短期收益的“赢者诅咒”现象的强化作用检验				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LCAR60</i>	<i>LCAR120</i>	<i>LCAR180</i>	<i>LCAR240</i>
<i>NOCAR</i>	-0.1916*** (-5.9602)	-0.2175*** (-6.1702)	-0.3599*** (-7.6899)	-0.3527*** (-7.2784)
<i>SCAR</i>	-0.1178 (-1.5071)	-0.0526 (-0.6107)	-0.0908 (-0.8058)	-0.0211 (-0.1660)
<i>NOCAR</i> × <i>SCAR</i>	-0.1033* (-1.8766)	-0.1378** (-2.4571)	-0.1613** (-2.1679)	-0.2329*** (-2.8690)
控制变量	是	是	是	是
年份、行业和上市板块	是	是	是	是
F 值	11.8369***	26.0868***	31.0025***	40.6227***
Adj. R ²	0.2697	0.4016	0.4748	0.5299

短期收益对长期市场表现的负向影响。由此可以认为,股票市场的“赢者诅咒”现象存在一个随时间推移由一级市场向二级市场、并在二级市场由上市未开板期间向开板后短期传导强化的过程。这验证了 H3。

核准制下对于股票发行价的行政干预以及发行者对于股票成功发行的“渴望”形成了一级市场抑价发行的现象,由此刺激了投资者“打新”行为,并奠定了新股上市初期的连续涨停的基础;首日涨幅限制使得投资者热衷于投资新股的情绪没有得到完全释放,由此强化了新股上市首日交易后投资者持续“炒新”的欲望,导致新股上市首日后连续几个交易日的连续涨停现象;当新股打开涨停板开始大量交易后,以“散户为主”的投资者结构中投资者不成熟的特征开始显现,受限于认知偏差,过度乐观投资者的交易行为促成了中国股票市场投资者“炒次新”的现象。高处不胜寒,经“打新”“炒新”“炒次新”逐步强化后的“赢者”最终加剧了长期市场弱势表现。

为保证上述主要结论的可靠性,本文做了如下稳健性检验^①:①更换收益率的计算方式。采用购买并持有异常收益率(BHAR)法计算长期收益,当计算时间窗口长度为60、120、180和240个交易日时,使用BHAR法计算的长期收益率分别为-0.83%、-2.88%、-5.36%和-10.29%,表明BHAR法下新股呈现更显著的长期市场弱势表现。基于此,检验了H1—H3,结果表明本文的主要结论没有发生变化。②更换被解释变量的度量指标和检验模型。采用二元虚拟变量定义长期市场表现,当长期累积异常收益率小于0即出现长期弱势表现时,定义长期市场表现虚拟变量的值为1,否则为0。采用Logit模型对H1—H3进行检验,回归结果依然稳健。③延长长期累积异常收益率的计算窗口期。本文实证部分中,长期市场收益率的计算窗口期最长为240个交易日,为保证实证结果非市场短期波动的影响,将长期市场收益率的计算窗口期延长至720个交易日。结果显示,LCAR360、LCAR480、LCAR600和LCAR720的样本平均值分别为-5.71%、-7.28%、-11.82%和-14.53%,显著小于0并表现出持续下降的趋势。基于此,检验了H1—H3,结果表明本文的结论不变。④更换新股发行抑价程度的度量方式,分别采用配对样本法和倾向得分匹配法计算新股发行定价的抑价程度,结果显示,两种方法下新股均存在抑价发行的现象,基于此,检验了H1—H3,结果表明本文的结论不变。⑤剔除特殊时期样本。为避免股灾对本文结果的影响,剔除2014年6月至2016年1月上市的样本(LCAR60、LCAR120、LCAR180和LCAR240分别为-0.67%、-0.28%、-4.48%和-9.12%,与全样本相比,长期弱势现象更为显著),检验了H1—H3,本文的结论依然成立。

六、异质性分析

为进一步探究“赢者诅咒”现象在不同上市公司、交易过程以及市场运行不同阶段在存在性和严重程度是否存在差异,下面从上市后公司业绩、投资者特征和监管政策变化三个角度做异质性分析。

1. 基于上市后公司业绩变化的分样本检验

在中国特殊的IPO发行制度下,由于发行市盈率受到管制,上市公司发行价格主要由股票的每股收益决定。为募集更多资金,上市公司可能会利用信息不对称优势,在发行前进行正向盈余管理或选择企业发展到顶峰时上市,此类做法直接导致了上市后业绩“变脸”,从而引起市场交易价格下跌。为探究业绩变化是否会使得“赢者诅咒”现象存在差异,按公司上市当年年末的总资产报酬率(ROA)和净资产报酬率(ROE)较之上市前1年是否有所下降对研究样本分组,以LCAR240为被解释变量,再次估计模型(4)中的参数,结果见表5。

^① 稳健性检验的具体结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 5 公司业绩对“赢者诅咒”现象的影响

Panel A: 按 ROA 是否下降分组						
	ROA 下降组			ROA 上升组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RPB	0.0853 (1.3327)			0.4176 (0.8589)		
NOCAR		-0.2372*** (-5.5531)			-0.2116 (-1.2243)	
SCAR			-0.2269*** (-5.0383)			-0.1879 (-0.9171)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份、行业和上市板块	是	是	是	是	是	是
样本数	772	772	772	96	96	96
Adj. R ²	0.5151	0.5359	0.5294	0.2895	0.3079	0.2916
Panel B: 按 ROE 是否下降分组						
	ROE 下降组			ROE 上升组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
RPB	0.1097 (1.6412)			-0.8765* (-1.9697)		
NOCAR		-0.2315*** (-5.2879)			-0.2144 (-0.9864)	
SCAR			-0.2073*** (-4.4729)			-0.2343 (-1.0816)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份、行业和上市板块	是	是	是	是	是	是
样本数	783	783	783	85	85	85
Adj. R ²	0.5039	0.5228	0.5147	0.3753	0.3693	0.3589

如表 5 所示,相较于上市后业绩上升的公司,“赢者诅咒”现象在业绩下降的公司中更为显著。这表明公司上市后业绩下降是导致“赢者诅咒”现象产生的原因。投资者在公司上市伊始并不能有效识别公开披露信息的真实性,盲目的“打新”“炒新”行为使得业绩做过精心“装饰”的公司股票在上市初期的价格过高地偏离其内在价值,从而导致在长期出现“赢者诅咒”现象。

2. 基于投资者特征的分样本检验

(1)基于投资者情绪的分样本检验。股票上市初期,投资者非理性情绪导致的过度反应也是“赢者诅咒”现象产生的原因;投资者非理性情绪使得股票在上市初期积聚泡沫,畸高的价格在长期得到修正。现从个股情绪和市场情绪两个角度做对此检验。参考以往学者的研究,选取招股日至上市日的“百度指数”搜索量度量个股投资者情绪(俞庆进和张兵,2012);对沪深 300 指数收益率、封闭式基金折价率、新增投资者开户数和换手率的月度指标做主成分分析,建立投资者情绪综合指标,以此衡量市场整体的投资者情绪(宋顺林和王彦超,2016)。根据投资者情绪对样本进行分组,以 LCAR240 为被解释变量,再次估计模型(4)中的参数,结果如表 6 所示。

表 6 的 Panel A 列示了基于“百度指数”搜索量的分组检验结果,结果显示,在新股发行前受到较多关注、投资者情绪较乐观的股票,一级市场的“赢者诅咒”现象更为突出;而无论搜索量的高低,

表 6 投资者情绪对“赢者诅咒”现象的影响

Panel A: 按“百度指数”搜索量分组						
	高搜索量组			低搜索量组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>RPB</i>	0.1585 (1.2272)			-0.0148 (-0.1719)		
<i>NOCAR</i>		-0.2437*** (-3.0661)			-0.1261* (-1.6715)	
<i>SCAR</i>			-0.1203* (-1.7681)			-0.2230*** (-2.8292)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份、行业和上市板块	是	是	是	是	是	是
样本数	315	315	315	314	314	314
Adj. R ²	0.4866	0.5099	0.4876	0.5350	0.5405	0.5489
Panel B: 按市场整体投资者情绪分组						
	市场投资者情绪乐观组			市场投资者情绪低迷组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>RPB</i>	0.3043*** (2.9680)			0.0495 (0.5827)		
<i>NOCAR</i>		-0.1541*** (-3.2076)			-0.2782** (-2.2267)	
<i>SCAR</i>			-0.2355*** (-4.6170)			-0.1539 (-1.4071)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份、行业和上市板块	是	是	是	是	是	是
样本数	604	604	604	264	264	264
Adj. R ²	0.5181	0.5209	0.5282	0.4026	0.4244	0.4080

二级市场均存在显著的“赢者诅咒”现象。根据行为金融理论,关注度作为一种稀缺资源,对投资者的投资决策具有重要影响。在“炒新”氛围浓厚的中国市场,“题材股”“概念股”层出不穷,非理性投资者易被煽动,“打新”“炒新”情绪高昂,导致新股上市短期内价格飙升。因此,受到较多关注、投资者情绪较为乐观的股票更易出现“赢者诅咒”。Panel B 列示了基于市场整体情绪的分组检验结果,结果显示当市场整体情绪较为乐观时,一级市场和二级市场均存在显著的“赢者诅咒”现象;反之当市场整体情绪低迷时,“赢者诅咒”现象不甚显著。

(2)基于投资者结构的分样本检验。中国资本市场以中小投资者为主,相较于机构投资者,其专业知识和理性程度不足,更易受到“炒新”文化的影响,致使“赢者诅咒”现象发生。为探究投资者结构对“赢者诅咒”现象产生的影响,以新股网上发行比例是否高于 90%对样本作分组,以 *LCAR240* 为被解释变量,再次估计模型(4)中的参数,结果如表 7 所示。

由表 7 可知,在网上发行比例较高时,“赢者诅咒”现象更为显著。这表明以中小投资者为主体的投资者结构是“赢者诅咒”现象产生的重要原因之一。中小投资者在从事投资活动时一个典型特征是“跟风”,即为了避免后悔而采取“从众”策略,由此形成“羊群效应”。在“获利”目标驱使下,为防

表 7 投资者结构对“赢者诅咒”现象的影响

	网上发行比例高组			网上发行比例低组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>RPB</i>	0.2265*** (3.1530)			0.1974 (0.9276)		
<i>NOCAR</i>		-0.2121*** (-4.8265)			-0.1182 (-0.4587)	
<i>SCAR</i>			-0.2048*** (-4.5433)			-0.1880 (-0.5235)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份、行业 and 上市板块	是	是	是	是	是	是
样本数	797	797	797	71	71	71
Adj. R ²	0.5115	0.5239	0.5184	0.1370	0.1189	0.1228

止市场情绪逆转导致损失,机构投资者也难以坚持自己的分析与判断,并在一定程度上选择配合市场情绪,从而强化了“羊群效应”。因此,“赢者诅咒”现象在中小投资者占据主体时更为显著。

3. 基于监管政策变化的分析

目前中国资本市场尚未成熟,有待完善的法律体系、散户为主的投资者结构和“炒新”文化孕育了独特的监管政策,这是“赢者诅咒”现象产生的另一个可能原因。在中国市场,IPO的发行定价制度经历了从严格管制到逐渐市场化的过程。然而,在完全实施市场化定价的询价制改革的第一阶段和第二阶段,新股市场出现了“三高”现象,证监会于2012年4月起重新实施定价管制,2014年6月起新股发行市盈率被严格控制在23倍以内,询价制名存实亡。在新股发行定价受到严格管制,一级市场定价效率势必受到影响,发行价格很可能无法反映新股内在价值。此外,为解决巨额资金“打新”对二级市场产生的负面影响,证监会于2016年1月1日起取消了新股申购预缴款规则,使得投资者在申购时需要动用的资金数量大幅减少,“打新”门槛降低,这可能会激化投资者的“打新”情绪,加剧“赢者诅咒”现象。

为控制时间序列上其他因素的干扰,使结果更加稳健,借鉴宋顺林和唐斯圆(2017)的思路,采用双重差分模型(DID)的思想设计模型(6),分别检验定价管制和取消新股申购预缴款规则对中国股票市场“赢者诅咒”现象的影响。

$$LCA_{R240} = \alpha + \beta_1 POLICY + \beta_2 TREAT + \beta_3 POLICY \times TREAT + \gamma Controls + \varepsilon \quad (6)$$

其中,*POLICY*为政策虚拟变量,包括新股严格定价管制政策(*LIMIT*)和新股申购预缴款制度(*PREPAY*)。当新股定价处于严格23倍市盈率管制时,*LIMIT*取1,否则取0;新股上市时间为2016年1月1日之后的,*PREPAY*取1,否则取0。*TREAT*为实验组虚拟变量,在检验新股严格定价管制政策的模型中,当新股发行不处于严格定价管制时,将发行市盈率大于23的样本的*TREAT*值取1,否则取0;当新股处于严格定价管制时,将由倾向得分匹配法得到的匹配公司在样本公司上市日市盈率大于23的样本的*TREAT*值取1,否则取0;在检验新股申购预缴款制度的模型中,因取消申购预缴款规则会使得投资者在放松融资约束的情况下偏好杠杆申购以获得更高的收益,将发行价格大于10的样本的*TREAT*值取1,否则取0。使用样本数据估计模型(6)中的参数,主要结果如表

8 所示。

表 8 中, Panel A 列示了严格定价管制政策对“赢者诅咒”现象影响的回归结果。结果显示,相较于发行市盈率参考同行业的上限标准,实施 23 倍市盈率上限的定价管制使得新股上市长期累积异常收益率降低,“赢者诅咒”现象更为显著。严格的定价管制使得询价制无法发挥信息挖掘和价格发现的作用,加剧了信息不对称程度,使得投资者无法分辨新股的内在价值;同时,定价管制也给了机构投资者在一级市场低价买入新股,并利用中小投资者的非理性情绪将股票在二级市场炒高之后套现以赚取高额回报的机会,加剧了“赢者诅咒”的程度。Panel B 列示了取消新股申购预缴款规则对“赢者诅咒”现象的影响的回归结果。结果显示,取消新股预缴款规则降低了新股上市的长期累积异常收益率,“赢者诅咒”现象更为显著。取消新股预缴款规则大幅缓解了投资者申购新股时面临的流动资金压力,且同一市值份额可以重复参与新股申购,“打新”机会大大增加,投资者不加选择的博彩行为加剧了“赢者诅咒”的程度。

表 8 监管政策变化对“赢者诅咒”现象的影响

Panel A: 严格定价管制政策的影响				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LCAR60</i>	<i>LCAR120</i>	<i>LCAR180</i>	<i>LCAR240</i>
<i>LIMIT</i>	0.4118*** (3.2885)	0.7395*** (4.2535)	1.1721*** (5.4518)	1.3512*** (6.3883)
<i>TREAT</i>	0.1366 (1.5428)	0.0843 (0.6172)	0.2522 (1.3452)	0.3866** (2.0952)
<i>LIMIT</i> × <i>TREAT</i>	-0.1190 (-1.1389)	-0.0973 (-0.6310)	-0.3317 (-1.5991)	-0.4583** (-2.1737)
控制变量	是	是	是	是
行业、上市板块	是	是	是	是
样本数	370	370	370	370
F 值	3.2307***	6.0228***	7.6844***	13.0989***
Adj. R ²	0.0800	0.1971	0.2689	0.3370
Panel B: 取消预缴款规则的影响				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LCAR60</i>	<i>LCAR120</i>	<i>LCAR180</i>	<i>LCAR240</i>
<i>PREPAY</i>	-0.2087*** (-5.0906)	-0.3938*** (-8.7649)	-0.5871*** (-10.7623)	-0.6687*** (-11.6705)
<i>TREAT</i>	0.1182*** (2.8275)	0.1412*** (3.1385)	0.1488*** (2.8839)	0.1266** (2.4042)
<i>PREPAY</i> × <i>TREAT</i>	-0.1268*** (-2.8303)	-0.1038** (-2.0534)	-0.1111* (-1.8874)	-0.0656 (-1.0928)
控制变量	是	是	是	是
行业、上市板块	是	是	是	是
样本数	868	868	868	868
F 值	7.2157***	16.5508***	20.8595***	28.4793***
Adj. R ²	0.1678	0.3055	0.3703	0.4153

七、结论及政策建议

鉴于新股不败和长期弱势并存的异常现象影响了中国股票市场融资效率,阻碍了股票市场高质量发展,本文结合新股发行政策背景,从一级市场和二级市场角度构建了不败新股的多个“赢者”变量,分析“赢者”对长期弱势表现的贡献和“赢者诅咒”现象的强化机制;进而利用2014—2018年沪深A股市场首次公开发行上市的股票为样本做了实证检验。结果发现:“赢者诅咒”现象在中国一级市场和二级市场中均显著存在,新股发行抑价程度、新股上市未开板期间收益和开板后短期收益均对股票长期弱势表现具有显著贡献;进一步分析可知,“赢者诅咒”现象存在由一级市场向二级市场、并在二级市场由上市交易未开板期间向开板后短期传导与强化的机制;异质性分析表明,上市公司业绩、投资者特征和监管政策变化均会影响“赢者诅咒”现象。基于本文的研究结论,提出如下的政策建议,以推动中国股票市场高质量发展。

(1)深化新股发行制度,降低新股发行的抑价率。本文实证检验的结果表明,“赢者诅咒”现象最初的源头在于股票发行市场的高抑价率,这是拟上市公司、投资者和监管机构多方博弈下的结果。因此,要缓解新股发行的高抑价率,必须要深化新股发行制度改革。这可以从以下方面着手:强化一级市场的信息披露制度,并加强发行方和投资者之间的沟通渠道建设,如推广网上路演平台;深化询价制度,完善询价机构的合格标准制定,并逐步扩展询价对象,引入更多专业性强的资深个人投资者参与定价,使询价制充分发挥信息挖掘和价格发现功能;变革新股发行定价管制,减少行政干预,充分发挥市场的定价功能。

(2)缓解市场供需失衡,培育价值投资理念。供需失衡是导致IPO高抑价的一个主要因素,缓解供需失衡问题可以在一定程度上抑制“赢者”的形成。从供给角度看,在IPO实行严格的审批制下,新股供给速度较为缓慢。目前,注册制在科创板率先成功实行,创业板也开始推行。随着注册制经验的积累,可逐步在中小板和主板市场上推行。注册制在中国股票市场的全面实行,可以有效增加市场交易中的新股供给。从抑制需求看,这可以提高资金参与IPO的成本,如适当恢复申购预缴款制度。与此同时,淡化“炒新文化”氛围,回归价值投资理念,对于缓解“赢者诅咒”现象也具有至关重要的作用。

(3)关注价格限制线的“磁吸效应”,科学制定新股上市交易限价规则。本文的检验结果表明,首日涨幅限制政策只能将新股上市首日的抑价率限制在44%之内,无法缓解新股发行及上市初期的畸高收益,从长期看,甚至加剧了“赢者诅咒”现象的严重程度。究其原因,新股上市交易首日涨幅限制线的划定事实上可能产生新股交易过程中的“磁吸效应”。因此,监管当局可以考虑放开首日涨幅限制,甚至考虑在新股上市交易的一段时间内不设涨幅限制,让市场情绪在短期内得到充分释放,不至于由于制度安排形成市场情绪的非理性累积。此外,还可考虑另外一种制度安排,即新股上市交易价格限制从较大幅度逐渐收敛至正常交易日的正负10%,形成一种自然接轨的态势。

[参考文献]

- [1]成松豪,张兵. 投资者有限关注行为与IPO表现——基于百度指数的研究[J]. 金融经济研究, 2014,(6):54-63.
- [2]方匡南,何纯,王郁. 基于Sai-GA-SVR的我国IPO制度与新股市场特征研究[J]. 管理科学学报, 2015,(4):98-110.
- [3]胡志强,赵美娟. 多元偏t-Copula模型下新股发行制度与IPO抑价研究——基于主板、中小板和创业板的实证分析[J]. 经济评论, 2016,(3):148-160.

- [4]黄顺武,贾捷,汪文隽. 基于双边随机边界模型的 IPO 抑价分解研究——来自中国创业板的证据[J]. 中国管理科学, 2017,(2):21-29.
- [5]马超群,徐光鲁,刘伟,贾钰,赵新伟. 询价制度改革、知情交易者概率与 IPO 溢价[J]. 中国管理科学, 2018,(8):1-12.
- [6]彭志胜,宋福铁. IPO 定价制度市场化改革:基于询价对象范围、配售比、锁定期的视角[J]. 系统管理学报, 2017,(1):10-20.
- [7]邵新建,薛熠,江萍,赵映雪,郑文才. 投资者情绪、承销商定价与 IPO 新股回报率[J]. 金融研究, 2013,(4):127-141.
- [8]邵原. 信息不对称与信息风险定价——来自 A 股上市公司盈余公告的证据[J]. 山西财经大学学报, 2016,(7):26-38.
- [9]宋顺林,唐斯圆. IPO 定价管制、价值不确定性与投资者“炒新”[J]. 会计研究, 2017,(1):61-67.
- [10]宋顺林,唐斯圆. 首日价格管制与新股投机:抑制还是助长[J]. 管理世界, 2019,(1):211-224.
- [11]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,(5):41-55.
- [12]屠立峰,乔桂明,贝政新. 行业异质性、风险资本投资特征与上市公司 IPO 后长期收益[J]. 新金融, 2017,(11):60-64.
- [13]汪宜霞,夏新平. 噪声交易者与 IPO 溢价[J]. 管理科学, 2007,(3):91-97.
- [14]魏志华,曾爱民,吴育辉,李常青. IPO 首日限价政策能否抑制投资者“炒新”[J]. 管理世界, 2019,(1):192-210.
- [15]徐浩萍,施海娜,金彧昉. 新股定价基础:历史业绩还是技术创新?——基于中国创业板市场的研究[J]. 金融研究, 2017,(4):191-206.
- [16]杨丹,林茂. 我国 IPO 长期市场表现的实证研究——基于超常收益率不同测度方法的比较分析[J]. 会计研究, 2006,(11):61-68.
- [17]尹海员,吴兴颖. 投资者高频情绪对股票日内收益率的预测作用[J]. 中国工业经济, 2019,(8):80-98.
- [18]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[J]. 管理科学学报, 2015,(3):78-89.
- [19]俞庆进,张兵. 投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究[J]. 金融研究, 2012,(8):152-165.
- [20]赵岩,孙文琛. 券商声誉、机构投资者持股与 IPO 抑价[J]. 经济管理, 2016,(12):112-131.
- [21]周仕盈,杨朝军. 涨幅限制、中国式 IPO 抑价与炒新顽疾——基于中美对比与生存分析的视角[J]. 系统管理学报, 2019,(5):889-898.
- [22]朱菲菲,李惠璇,徐建国,李宏泰. 短期羊群行为的影响因素与价格效应——基于高频数据的实证检验[J]. 金融研究, 2019,(7):191-206.
- [23]邹高峰,张维,王慧. 新股发行估值、首日收益与长期表现[J]. 系统工程理论与实践, 2015,(4):828-836.
- [24]张劲帆,李丹丹,杜涣程. IPO 限价发行与新股二级市场价格泡沫——论股票市场“弹簧效应”[J]. 金融研究, 2020,(1):190-206.
- [25]张峥,欧阳珊. 发行定价制度与 IPO 折价[J]. 经济科学, 2012,(1):73-85.
- [26]Alexander, L., N. Vikram, and S. Rajdeep. Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing [J]. Journal of Business, 2006,79(4):1667-1702.
- [27]Braun, J. C., R. B. Couch, and N. K. Sutton. The Desire to Acquire and IPO Long-Run Underperformance[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2012,47(3):493-510.
- [28]Fama, E. F. Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance [J]. Journal of Financial Economics, 1998,49(3):283-306.
- [29]Hirshleifer, D., and S. H. Teoh. Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003,36(1):337-386.

- [30]Hong, H., and J. C. Stein. A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets[J]. *Journal of Finance*, 1999,54(6):2143–2184.
- [31]Michel, A., J. Oded, and I. Shaked. Ownership Structure and Performance: Evidence from the Public Float in IPOs[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2014,40(1):54–61.
- [32]Miller, E. M. Equilibrium with Divergence of Opinion[J]. *Review of Financial Economics*, 2000,9(1):27–41.
- [33]Otchere, I., G. Owusu–Antwi, and S. Mohsni. Why Are Stock Exchange IPOs So Underpriced and Yet Outperform in the Long Run [J]. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2013,27(1):76–98.
- [34]Rock, K. Why New Issues Are Underpriced[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986,15(1):187–212.
- [35]Tian, L. Regulatory Underpricing: Determinants of Chinese Extreme IPO Returns [J]. *Journal of Empirical Finance*, 2011,18(1):78–90.

New Stock Return, Long–term Performance and Stock Market Quality: An Analysis on the Long–term Underperformance of Unbeatable IPOs

FANG Xian–ming, ZHANG Ruo–xuan

(School of Economics of Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: The long–run underperformance of IPOs that always achieve high initial returns has severely restricted the financing efficiency of the capital market, and has become a chronic disease in the Chinese stock market. Based on the practice of underpricing and the first–day transaction price regulation policy in China, this article constructs the “winner” variables of IPOs, analyzes the contribution of “winners” to the long–run underperformance, and the strengthening mechanism of “winner’s curse” phenomenon. The results show that: the “winner’s curse” phenomenon does exist in China’s stock market. The “winner” variables of IPOs including the underpricing of new stocks in the primary market, the cumulative returns during the period when stock is listed without breaking the daily raising limit and the short–run cumulative returns after breaking the daily raising limit make a significant contribution to the long–run underperformance. Further research finds that the “winner’s curse” phenomenon has a strengthening mechanism which transmits from the primary market to the secondary market: The returns from high underpricing issuance of new stocks strengthen the phenomenon that the stock prices continuously reach the daily raising limit in the initial stage. When the new stocks break the daily raising limit and begin to be traded in large quantities, the excessive optimistic investors’ trading behavior leads to the further rise of the stock prices, which makes the underperformance become more significant when the glories of the new stocks fade. The heterogeneity analysis shows that when the company’s performance declines after listing, investor sentiment is more optimistic, the investor structure is based on small and medium investors, the pricing procedure is controlled strictly, and the advance payment is cancelled, the “winner’s curse” is even more significant. This article puts forward policy recommendations from three aspects that including deepening the new stock issuance system, alleviating the imbalance in market supply and demand, and improving the rules for listing and trading of new stocks.

Key Words: new stock return; long–term performance; winner’s curse; strengthening mechanism

JEL Classification: G14 G30 G41

[责任编辑:覃毅]