

新股发行限价、投资者情绪与IPO抑价的关系研究

徐英博¹, 窦文章^{1,2}

¹北京大学软件与微电子学院, 北京

²北京大学战略研究所, 北京

收稿日期: 2022年5月31日; 录用日期: 2022年6月15日; 发布日期: 2022年7月25日

摘要

我国证券市场发展已三十余年, 期间经历了多次制度上的改革, 同时存在高IPO抑价率的特征, 而IPO抑价率过高会不同程度地影响资本市场资源配置效率。本文构建IPO极大抑价率概念, 使用PSM方法控制组别之间可能产生的干扰, 以2009年7月10日至2021年11月30日期间2342个IPO公司为样本进行实证分析。结果发现, 相对于市场化定价阶段, 新股发行限价加剧了IPO抑价程度; 投资者情绪在新股发行限价与IPO抑价之间发挥了部分中介效应, 对提高IPO抑价率起到了显著的作用。本文研究结论有助于优化IPO注册制政策的实施路径, 提升资本市场资源配置效率。

关键词

IPO抑价, 投资者情绪, 新股发行限价

A Study on the Relationship between IPO Price Limit, Investor Sentiment and IPO Underpricing

Yingbo Xu¹, Wenzhang Dou^{1,2}

¹School of Software and Microelectronics, Peking University, Beijing

²Institute of Strategic Research, Peking University, Beijing

Received: May 31st, 2022; accepted: Jun. 15th, 2022; published: Jul. 25th, 2022

Abstract

China's securities market has been developed for more than thirty years and has undergone sev-

eral institutional reforms during this period, at the same time, there exists a high IPO underpricing rate characteristic, and the high IPO underpricing rate will affect the efficiency of capital market resource allocation to varying degrees. This paper constructs a concept of IPO Maximum underpricing rate, uses the PSM method to control for possible interference between groups, and conducts an empirical analysis with a sample of 2342 IPO companies from July 10, 2009 to November 30, 2021. The results find that IPO price limits exacerbate the degree of IPO underpricing relative to the market-based pricing phase; Investor sentiment plays a partial mediating effect between IPO price limit and IPO underpricing, and plays a significant role in increasing the IPO underpricing rate. The findings of this paper help to optimize the implementation path of IPO registration policy and enhance the efficiency of capital market resource allocation.

Keywords

IPO Underpricing, Investor Sentiment, IPO Price Limit

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

我国证券市场至今已发展三十余年,但与发达国家相比,中国股票市场还不成熟,存在着高 IPO 抑价率,“炒新”严重等问题。根据 Jay R. Ritter 统计的欧洲国家与非欧洲国家平均 IPO 首日收益率中,中国 A 股市场的平均 IPO 首日收益率为第二高,仅次于沙特阿拉伯。

长期以来 IPO 抑价率过高的问题会给资本市场资源配置乃至国民经济的持续健康发展带来严重不利影响。为避免首日涨跌幅 44% 的影响,以新股发行后连续上涨的收益率衡量 IPO 抑价程度,那么自我国股票发行实行询价制以来, A 股市场的平均 IPO 抑价率到了 200.66%, 远超发达国家平均水平。同时自 2014 年起,我国 IPO 抑价问题愈发严重,平均 IPO 抑价率在 2014 年达到了 187.57%, 在 2016 年达到了最高峰 447.39%。

2014 年 7 月启,证监会在后续发行审核时设定了不高于 23 倍市盈率定价的限制,业内也称之为窗口指导。现有文献已经分别对投资者情绪与新股定价管制对 IPO 的影响进行了不少研究,主要探讨了两种因素对 IPO 抑价所产生的作用和影响机制,但较少针对限价政策与情绪因素的交互作用对 IPO 抑价的影响进行定量分析。基于此,本文对新股发行限价与投资者情绪对 IPO 抑价的影响和两者的交互机制进行探究,以为未来全面推行市场化定价的注册制改革提供经验依据。

本文的可能贡献在于构建了 IPO 极大抑价率的概念,能够避免上市首日涨跌幅 44% 的限制,更好的衡量新股抑价程度,同时从新股发行限价政策角度结合了投资者情绪共同进行研究,并对投资者情绪发挥的中介效应进行了定量分析,丰富了现有文献,也对更加深入地解释了 IPO 抑价现象,具有现实意义。

2. 制度背景与文献综述

2.1. 制度背景

我国证券市场经历了多次制度上的改革,股票市场发行审核制度从审批制到核准制再到目前试点注册制与核准制并行,新股的发行制度也在不断发展。2021 年底的中央经济工作会议又再次强调要全面实行股票发行注册制。在新股发行审核制度不断改革完善的同时,我国新股发行定价制度也在不断进行调

整。我国 2004 年底推出询价制, 是新股发行定价市场化的重要尝试, 但由于出现发行价格过高的问题, 监管机构对新股定价进行了上限为 30 倍市盈率的窗口指导。2008 年 9 月至 2009 年 6 月新股停发, 在 IPO 重启后证监会发布指导意见取消了市盈率上限, 并按照市场化方式进行定价。2012 年 4 月, 证监会出台指导意见加强了对发行定价的监管, 新股基本上可以通过市场化的方式决定发行价格。

2012 年底至 2014 年初新股我国经历了历时最长的一次停发, 2014 年 IPO 重启之初出现了高发行市盈率的问题, 证监会在后续发行审核时设定了不高于 23 倍市盈率定价的限制并持续至今。

我国目前正在逐步推进全面注册制改革, 2019 年科创板正式设立并试行注册制, 2020 年 8 月创业板开始施行注册制, 2021 年 9 月, 为支持中小企业创新发展, 深化新三板改革, 实行注册制的北交所也正式成立, 目前试行注册制的板块均没有对发行价格的限制。2021 年底的中央经济工作会议再次强调了要全面实行股票发行注册制。

2.2. 文献综述

近年来, 不少文献试图对中国的 IPO 高抑价现象进行解释。这些研究发现从限价制度和投资者情绪视角能够对 IPO 抑价现象进行较好的解释。部分学者从新股发行限价角度探究我国 IPO 抑价现象的影响, 刘煜辉和沈可挺[1]使用随机前沿分析法比较一级市场与二级市场对于 IPO 抑价现象的影响, 其结果显示一级市场抑价程度有限, 由于新股发行限价形成的供给控制是 IPO 非理性行为的制度基础。刘生胜等[2]通过实证研究发现行政干预虽然对于治理“三高”问题有着较好的作用, 但是又造成了 IPO 高抑价率的问题。张劲帆等[3]构建了经行业调整的极大市盈率指标, 发现对新股发行定价的管制会造成二级市场短期出现溢价, 且过高的二级市场定价最终导致长期股票价格相对于发行价格的大幅反弹。

部分学者从理论与实证的角度深入探究了投资者情绪与 IPO 抑价之间存在的关系。熊虎等[4]运用理论分析发现我国投资市场上存在着众多中小投资者, 他们对于市场表现得非理性应对是造成中国 IPO 高抑价现象的产生重要原因。于晓红等[5]针对创业板 IPO 高抑价也进行了实证研究, 发现投资者情绪与创业板市场中的 IPO 抑价确实存在正相关关系。任成林等[6]认为个人投资者相较于机构投资者存在非理性决策, 因此将投资者情绪分为理性的机构和非理性的个人两个对立体, 建立了理论模型并进行实证研究, 结果表明 IPO 抑价与两种情绪都有着正相关的关系, 是情绪共同作用的结果。

也有学者结合了限价政策和投资者情绪对 IPO 抑价进行研究, 宋顺林和唐斯圆[7]结合投资者“炒新”行为和价值不确定性理论研究发现, 对新股发行定价的管制与新股的二级市场溢价程度有着正相关关系, 并支持了价值不确定性理论对投资者“炒新”行为的解释。

3. 研究假说提出

我国目前采取的新股发行定价方法是询价制与直接定价相结合的方式¹。发行人与承销商可以基于自身对市场的判断, 确定发行价格的区间, 然后获得机构投资者对发行价格的意见, 根据机构投资者对发行人的价值判断, 最终确定发行价格, 这就让机构投资者获得了更大的定价权力。询价制不仅是承销商、发行人和机构投资者之间信息交换的过程, 也是公司股票的价值发现过程。

市场化定价的新股发行价格将机构投资者对公司的估值信息传递给市场众多投资者。而对新股发行设置市盈率上限属于人为的压低发行价格, 会削弱信号传递的价值, 使得股票价格与市场认可的价值会产生更大的偏离, 导致二级市场的投资者很难对公司上市后的股价有一个稳定的预期。当一个公司股票的内在价值高于其发行价格时, 投资者基于认识到该股票价值被低估的判断, 会在其认定的价值之下买入股票以获取未来的超额收益, 因此对新股定价进行限制会产生更大的 IPO 抑价。

¹ 《证券发行与承销管理办法》(2018 年修订), 但目前北交所实行直接定价、询价以及竞价三种定价方法并行的定价方式。

基于以上理论分析, 本文提出假设:

H₁: 新股发行限价政策的实施提升了 IPO 抑价率。

过度自信是行为金融学中的概念, 即过度自信的人会对引人注意的信息过度估计, 尤其会过度估计与投资者信念一致的信息。另一方面, 当市场投资者众多且信息不对称时, 由于人的从众心理, 投资者会通过模仿他人的决策来降低自己获取信息和处理信息的成本, 越是在市场和个体掌握的信息不充分时, 从众现象越容易发生。过度自信与从众心理在新股发行时表现为投资者会盲目购入股票且推升股价, 同时投资者情绪会进一步蔓延并导致投资者的从众跟风, 进而继续推高股价直至情绪降温, 随后股价的大幅回落使得市场投资者情绪悲观, 又会导致股票价格被低估。新股经历这样的波动之后, 二级市场股票价格才会回到符合股票的合理区间, 之后随着市场而波动。

相较于发达国家的股票市场, 中国股市的投资者结构中散户占比很高, 具有专业背景和能力的机构投资者占比较低。这样的结构意味着市场整体非理性投机心理较为严重, 很容易发生从众现象, 进而衍生出了投资者“炒新”和“打新”文化。同时知情投资者可能会利用其在市场上的信息优势, 引导散户对新股的投资行为进而获取超额收益。最终导致新股上市时受到投资者的热捧, 使得新股股价被推升产生二级市场溢价。

由以上分析, 投资者情绪的高涨会在二级市场层面引发 IPO 的高溢价。因此本文提出假设:

H₂: 投资者情绪与 IPO 抑价率有着正相关的关系, 投资者情绪越高, IPO 抑价率越大。

新股在发行上市之前缺乏历史股票交易数据和公开信息, 只有通过招股说明书披露的这几年的财务数据等信息, 投资者对其价值判断的偏差较大, 监管对价格的限制更会导致询价制度没有发挥其应有的定价作用, 无法向二级市场传递有效的信息。而对于公司本身价值在 23 倍市盈率之上的股票, 显然新股发行限价会人为压低了新股发行的价格, 加剧了新股上市时的信息不对称程度。

由于一级市场新股发行定价限制产生的价格扭曲, 投资者买入被低价发行的股票时, 在二级市场对股票的市场化定价中会获取更高额的回报率, 同时我国长期新股 IPO 抑价的现象造就了我国股票市场特有的“炒新”和“打新”文化, 再加上我国中小投资者较多, 容易产生从众心理的特点, 投资者非理性的热捧会进一步推升股价, 从而产生整个市场长期存在的 IPO 高抑价现象。

基于上述理论分析, 新股发行限价政策会通过刺激投资者情绪高涨而进一步对 IPO 抑价产生影响。结合温忠麟和叶宝娟[8]对中介效应的定义, 本文提出假设:

H₃: 投资者情绪在新股发行限价政策和 IPO 抑价的影响之间发挥了中介效应。

4. 研究模型与变量

4.1. 样本选择与数据来源

本文选取 2009 年 7 月 10 日至 2021 年 11 月 30 日 IPO 的公司共 2342 家作为研究样本。科创板为 2019 年推出的注册制试点板块, 2020 年 8 月创业板开始实行注册制, 由于目前注册制试点下新股发行门槛、发行程序与公司的特质上均与核准制有较大差别, 因此将在此阶段通过注册制发行上市的公司剔除, 同时剔除了金融行业及部分数据缺失的公司样本。

2009 年 7 月至 2012 年 11 月新股停发之前, 证监会未对新股发行定价设置上限, 基本由市场来进行定价, 2014 年 7 月开始, 证监会对新股发行定价进行了 23 倍市盈率上限的窗口指导。因此本文将 2009 年 7 月 10 日至 2014 年 6 月 30 日 IPO 的公司作为市场化定价阶段的样本, 将 2014 年 7 月 1 日至 2021 年 11 月 30 日 IPO 的公司作为新股发行限价阶段的样本。本文使用的公司数据来源主要为 Wind 数据库、CSMAR 数据库以及 RESSET 金融研究数据库, 部分通过公开信息渠道自行整理。

4.2. 计量模型的确定

首先, 本文通过如下计量模型来考察新股发行限价政策和投资者情绪对 IPO 抑价的影响:

$$IMU = \beta_0 + \beta_1 Limit + \beta_2 Sent + \beta_3 PB + \beta_4 Size + \beta_5 ROE + \beta_6 Age + \beta_7 REPU + \beta_8 Fund + \varepsilon \quad (1)$$

其次, 本文参考检验投资者情绪是否发挥了中介效应以及所发挥中介效应的程度, 模型如下:

$$IMU = \beta_0 + cLimit + \beta_2 Sent + \beta_3 PB + \beta_4 Size + \beta_5 ROE + \beta_6 Age + \beta_7 REPU + \beta_8 Fund + \varepsilon \quad (2)$$

$$Sent = \alpha_0 + aLimit + \alpha_3 PB + \alpha_4 Size + \alpha_5 ROE + \alpha_6 Age + \alpha_7 REPU + \alpha_8 Fund + \varepsilon \quad (3)$$

$$IMU = \beta_0 + cLimit + bSent + \beta_3 PB + \beta_4 Size + \beta_5 ROE + \beta_6 Age + \beta_7 REPU + \beta_8 Fund + \varepsilon \quad (4)$$

模型中, 对于 IPO 抑价程度, 本文定义 IPO 极大抑价率(IMU)来进行刻画, 即股票发行上市后价格连续上涨最后一天的收盘价较股票发行价格的涨幅, 以消除部分样本受到上市首日 44% 涨跌幅限制的影响。

设新股发行价格为 P_1 , 之后连续上涨的最后一天收盘价为 P_2 , 则 IPO 极大抑价率(IMU)的计算公式如下:

$$IMU = (P_2 - P_1) / P_1 \times 100\% \quad (5)$$

Limit 为虚拟变量, 为本文的核心解释变量之一, 对于处于发行限价阶段的上市公司赋值 Limit 为 1, 不处于限价发行阶段上市的公司赋值 Limit 为 0。投资者情绪指数借鉴参考 Baker 和 Wurgler [9]、伍燕然和韩立岩 [10] 及宋顺林和唐斯圆 [11] 的方法, 通过主成分分析法构建。另外, 本文加入了其他控制变量, 变量的具体定义见表 1。

Table 1. Definition of variables

表 1. 变量定义

变量名称	变量符号	变量具体定义
IPO 极大抑价率	IMU	股票发行上市后价格连续上涨最后一天的收盘价较股票发行价格的涨幅
新股发行限价政策	Limit	于发行限价阶段上市的公司赋值 Limit 为 1, 市场化发行阶段上市的公司赋值 Limit 为 0
投资者情绪	Sent	利用以下六个指标通过主成分分析法构建: 1) 封闭基金折价率(月度); 2) A 股市场平均市盈率(月度); 3) A 股市场换手率(月度); 4) 恒生 AH 股溢价指数(月度); 5) 新增开户数(月度); 6) 消费者信心指数(月度)
市净率	PB	发行市净率, 股票发行价格/每股净资产
公司规模	Size	公司上市前三年平均总资产的 Ln 值
净资产收益率	ROE	公司上市前的净资产收益率, 当期净利润/期初期末所有者权益平均值
公司年龄	Age	公司发行时间 - 公司成立时间
承销商声誉	REPU	主承销商在当年市场承销金额排名前十时, REPU = 1, 否则 REPU = 0
募集资金总额	Fund	首次发行上市募集资金总额的 Ln 值

4.3. 描述性统计

表 2 为本文所选变量的描述性统计数据。统计结果表明: 在样本期间, IMU 即 IPO 极大抑价率的均值为 2.04, 即样本的平均 IPO 极大抑价率高达 204%, 表明中国 A 股市场公司新股发行价格远低于二级市场对新股的定价。Sent 的均值为 0.17, 标准差为 0.93, 构建的投资者情绪指标波动较大, 表明我国投资者的情绪容易受到影响, 这也符合我国投资者结构中个人投资者比重较高, 而具有专业背景和能力的

机构投资者则占比较低的特点。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
IMU	2342	2.04	2.38	-0.26	21.83
Limit	2342	0.61	0.49	0.00	1.00
Sent	2342	0.17	0.93	-1.59	2.40
REPU	2342	0.43	0.49	0.00	1.00
PB	2342	2.56	0.87	0.72	14.50
Size	2342	20.35	1.11	16.84	27.27
Fund	2342	8.10	19.04	0.39	501.60
ROE	2342	26.04	12.16	0.26	120.15
Age	2342	13.35	5.95	1.00	61.00

表 3 所示为相关性检验结果。检验结果表明, 在 1% 的水平上 IMU 与 Limit 和 Sent 的相关系数显著, 分别为 0.534 和 0.487, Limit 与 Sent 在一定程度上可以解释 IMU, 可以继续回归分析。

Table 3. Correlation test

表 3. 相关性检验

	IMU	Limit	Sent	REPU	PB	SIZE	FUND	ROE	AGE
IMU	1.00								
Limit	0.534***	1.00							
Sent	0.487***	0.792***	1.00						
REPU	0.01	0.044**	0.047**	1.00					
PB	0.412***	0.536***	0.390***	0.03	1.00				
SIZE	0.03	0.321***	0.241***	0.197***	0.237***	1.00			
FUND	0.134***	0.070***	-0.02	0.118***	0.075***	0.429***	1.00		
ROE	0.334***	0.369***	0.294***	0.02	0.616***	0.314***	0.059***	1.00	
AGE	0.123***	0.330***	0.247***	-0.02	0.185***	0.151***	0.066***	0.189***	1.00

注: ***、**和*分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.1$ 。

5. 实证结果与分析

5.1. 主要实证结果

首先考察新股发行限价政策与投资者情绪对 IPO 抑价的影响。表 4 的列(1)报告了模型 1 的基准回归结果, 结果显示在控制其他变量后, Limit 与 IMU 在 1% 的显著性水平下正相关, Sent 与 IMU 也在 1% 的显著性水平下正相关, 这表明了新股发行限价政策的实施提高了 IPO 抑价水平, 投资者情绪的高涨同样提高了抑价水平, 结果初步验证了本文的研究假设 H_1 和 H_2 。

表 3 的列(2)与列(3)报告了中介效应的检验结果。

第一步检验方程(2)的回归系数 c , 结果如第(2)列所示, 新股发行限价政策 Limit 对 IPO 极大抑价率 IMU 的回归系数为 2.458, 且在 1% 的水平上显著, 假定 Sent 存在中介效应。

第二步检验方程(3)的回归系数 a , 结果如第(3)列所示, a 为 1.593, 且在 1% 的水平上显著, 进一步检验方程(4)的回归系数 b , 即第(1)列 Sent 的回归系数, b 为 0.454 且在 1% 的水平上显著。因 a 与 b 均显著, 进行第四步。

第四步检验方程(4)的 Limit 的回归系数系数 c' , 结果如列(1)所示为 1.736, 且在 1% 的水平上显著, 进行第五步。

第五步比较 ab 与 c' 的符号, 回归结果表明 ab 与 c' 均为正, 投资者情绪发挥了部分中介效应, 因此验证了假设 H_3 。进一步报告投资者情绪发挥的中介效应占比为 $ab/c = 29.42\%$ 。

Table 4. Regression results and test of intermediation effects

表 4. 回归结果与中介效应的检验

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	IMU	IMU	Sent
Limit	1.736*** (0.182)	2.458*** (0.188)	1.593*** (0.0167)
Sent	0.454*** (0.0479)		
REPU	0.119*** (0.0349)	0.130*** (0.0304)	0.0245 (0.0246)
PB	-0.330*** (0.0399)	-0.296*** (0.0448)	0.0742*** (0.0153)
SIZE	-0.376*** (0.0278)	-0.400*** (0.0262)	-0.0518*** (0.00796)
FUND	-0.00257 (0.00182)	-0.00130 (0.00198)	0.00279*** (0.000698)
ROE	-0.0289*** (0.00347)	-0.0306*** (0.00304)	-0.00392*** (0.00131)
AGE	-0.0229*** (0.00356)	-0.0237*** (0.00410)	-0.00176 (0.00171)
Constant	10.42*** (0.536)	10.49*** (0.514)	0.148 (0.148)

Continued

Observations	2342	2342	2342
R-squared	0.365	0.353	0.626
Number of Ind	18	18	18
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES

注：括号内为稳健标准误；***、**和*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。Year、Industry 分别表示年份和行业固定效应。

5.2. 稳健性检验

本文从以下两个方面对实证分析结论进行稳健性检验。

第一，为了解决新股发行限价政策前后上市公司之间存在的系统性偏差问题，消除组别之间的干扰因素对实证结果的影响，本文通过倾向评分匹配法(PSM)寻找新股发行限价实施期间与市场化发行定价期间相似的公司，针对其进一步检验模型的稳健性。主要方法即将在新股发行限价阶段上市的公司设为处理组，即 $Treat = 1$ ，将限价之前发行上市的公司设为控制组，即 $Treat = 0$ 。

以新股发行限价政策(Limit)作为被解释变量，对市净率、公司规模、净资产收益率及公司年龄进行 Logit 回归，之后通过近邻匹配法进行配对。倾向评分匹配后的结果共获取 296 个控制样本，共 586 个观测值。

以倾向评分匹配结果进行回归，结果如下表 5 所示，新股发行限价政策和投资者情绪对 IPO 极大抑价率的影响在 1%的水平上显著为正，进一步证明了模型的稳健性。

Table 5. Results of robustness test through the PSM method

表 5. 倾向评分匹配法稳健性检验结果

VARIABLES	(1) IMU	(2) IMU	(3) Sent
Limit	1.412*** (0.414)	2.501*** (0.181)	1.666*** (0.0269)
Sent	0.653*** (0.179)		
REPU	-0.0545 (0.0390)	-0.0668 (0.0404)	-0.0189 (0.0249)
PB	-0.437*** (0.128)	-0.350** (0.151)	0.133*** (0.0282)
SIZE	-0.286*** (0.0381)	-0.324*** (0.0380)	-0.0570*** (0.0151)
FUND	-0.000272 (0.000689)	0.00160 (0.00113)	0.00286* (0.00158)
ROE	-0.0141*** (0.00382)	-0.0189*** (0.00522)	-0.00726*** (0.000857)

Continued

AGE	-0.00766** (0.00290)	-0.0130*** (0.00378)	-0.00823*** (0.00114)
Constant	8.581*** (0.747)	8.743*** (0.648)	0.248 (0.298)
Observations	586	586	586
R-squared	0.418	0.385	0.664
Number of Ind	16	16	16
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES

注：括号内为稳健标准误；***、**和*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平，本检验中选取了基准回归的所有控制变量，同时控制了年份和行业固定效应。

第二，变更对 IPO 极大抑价率的测度方法，剔除市场收益率²。将 IPO 极大抑价率与市场收益率相减，将市场因素从 IPO 极大抑价率中剔除，得到新的 IPO 极大抑价率后进行回归。其回归结果如表 6 所示，结果表明均显示出了稳健性。

Table 6. Results of robustness tests excluding market returns

表 6. 剔除市场收益的稳健性检验结果

VARIABLES	(1) IMU	(2) IMU	(3) Sent
Limit	1.709*** (0.182)	2.429*** (0.188)	1.593*** (0.0167)
Sent	0.452*** (0.0474)		
REPU	0.117*** (0.0347)	0.128*** (0.0300)	0.0245 (0.0246)
PB	-0.328*** (0.0389)	-0.295*** (0.0436)	0.0742*** (0.0153)
SIZE	-0.372*** (0.0274)	-0.395*** (0.0258)	-0.0518*** (0.00796)
FUND	-0.00268 (0.00172)	-0.00142 (0.00187)	0.00279*** (0.000698)
ROE	-0.0287*** (0.00357)	-0.0305*** (0.00314)	-0.00392*** (0.00131)
AGE	-0.0225*** (0.00351)	-0.0233*** (0.00405)	-0.00176 (0.00171)

²流通市值加权平均法考虑现金红利再投资得到的综合月市场回报率，数据来源为 CSMAR 数据库。

Continued

Constant	10.33*** (0.527)	10.40*** (0.504)	0.148 (0.148)
Observations	2342	2342	2342
R-squared	0.362	0.351	0.626
Number of Ind	18	18	18
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES

注：括号内为稳健标准误；***、**和*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平，本检验中选取了基准回归的所有控制变量，同时控制了年份和行业固定效应。

6. 结论与启示

影响 IPO 抑价的因素众多，包括政策、公司特征、投资者等。本文重点考察新股发行限价和投资者情绪对 IPO 抑价的影响，控制了公司特征后，实证结果发现新股发行限价政策的实施和投资者情绪均对与 IPO 抑价率有着显著的正相关关系。同时根据中介效应的检验结果，新股发行限价政策部分通过投资者情绪进而影响到了 IPO 抑价，投资者情绪所发挥的中介效应占比达到了 29.42%，新股发行限价政策的实施助涨了投资者情绪进而提升了 IPO 抑价水平。

综上所述，对新股定价的管制导致市场在一定程度上失灵，也使得投资者对新股的追捧形成了惯性，使得“炒新”形成文化，最终导致了高 IPO 抑价的形成，同时助长了投机泡沫，降低了整个社会范围内的资金配置效率，对我国资本市场的健康有序发展产生不利影响，最终会损害众多中小投资者的利益。

本文的结论对我国未来全面推进注册制改革有以下几点启示。

1) 放开新股发行市盈率上限，坚持市场化的注册制改革

中央会议多次强调要全面实行股票发行注册制。注册制的实质是在投资者能够对新股进行合理定价的基础之上，由市场掌握股票发行的审核权，剥夺投资者的定价权显然不符合注册制改革的精神。因此放开新股发行限价，全面进行市场化定价是未来注册制改革应坚持的基本路线。且更应注重于对市场的监督而不是一味的干预和管制，因此需要逐步完善市场化的发行和交易机制，完善监督机制、信息披露机制和证券市场法律法规，为全面推行注册制打好基础，为市场健康平稳的运行做好保障。

2) 切忌一刀切式出台政策，审慎合理进行制度改革

监管机构在进行制度改革时，切忌对新股定价进行一刀切式的限制，应保持全面审慎的态度，对政策实施效果进行充分地论证和权衡，对于“三高”之类的市场问题，切忌采取一刀切式的限制方式来进行流于形式的“数据”调控。同时可以向面向专家学者与金融从业人员征求建设性的意见，在进行充分的沟通交流基础之上先试点再推广，寻求一个合理的改革方案。

3) 引导投资者理性投资，完善投资者准入机制

针对我国由于长期 IPO 抑价现象形成的“炒新”文化，应从调整投资者结构入手，也应从制度、准入门槛、投资者教育等方面用力，逐渐进行调整，让市场尽量回归理性。对于众多散户投资者，要对其充分宣传投资风险，审慎评估投资者风险承受能力，使得市场投资者做到金融知识应知应会，不盲从不投机保护好个人合法权益。

参考文献

- [1] 刘煜辉, 沈可挺. 是一级市场抑价, 还是二级市场溢价——关于我国新股高抑价的一种检验和一个解释[J]. 金

- 融研究, 2011(11): 183-196.
- [2] 刘生胜, 郑冠群, 宋林. 行政干预、一二级市场分歧与 IPO 定价效率[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2019, 25(1): 49-61.
- [3] 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.
- [4] 熊虎, 孟卫东, 周孝华. 非理性投资者行为的 IPO 抑价理论分析[J]. 重庆大学学报(自然科学版), 2007(10): 138-143.
- [5] 于晓红, 张雪, 李燕燕. 公司内在价值、投资者情绪与 IPO 抑价——基于创业板市场的经验证据[J]. 当代经济研究, 2013(1): 86-90.
- [6] 任成林, 曹国华, 林川. 理性情绪、非理性情绪与 IPO 定价[J]. 管理工程学报, 2019, 33(4): 88-96.
- [7] 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+96.
- [8] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(5): 731-745.
- [9] Baker, M. and Wurgler, J. (2006) Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, **61**, 1645-1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- [10] 伍燕然, 韩立岩. 不完全理性、投资者情绪与封闭式基金之谜[J]. 经济研究, 2007(3): 117-129.
- [11] 宋顺林, 唐斯圆. 投资者情绪、承销商行为与 IPO 定价——基于网下机构询价数据的实证分析[J]. 会计研究, 2016(2): 66-72+96.