

IPO 事件对在位企业的影响：区域效应

——以创业板 IPO 为例

赵慧¹ 刘桂荣²¹

(1 齐鲁工业大学 金融学院, 济南 250353;

2 齐鲁工业大学 管理学院, 济南 250353)

【摘要】 研究从区域差异的角度, 探讨了 IPO 事件对在位企业的影响。以中国 A 股创业板 2014—2018 年的 IPO 事件为样本, 按照省份构建在位企业的股票组合, 通过事件研究方法, 检验 IPO 事件对不同省份所有在位企业组合的影响。研究结果表明, IPO 事件与在位企业的可替代性程度越大, 在位企业股价下降越明显; 投资者情绪指数越大, IPO 事件对在位企业带来的负向影响越大; 市场化水平对 IPO 事件与在位企业关系的影响不具有统计意义的显著性。将核准日替换为前推一年的上市日后, IPO 核准事件对在位企业影响显著性, 一定程度上反映出地域因素也是影响我国股票市场价格信息发现的因素。

【关键词】 IPO 在位企业 区域效应 市场有效性

0 引言

IPO 是企业发展历程中的重要事件。IPO 要求企业更加全面的信息披露, 为公司带来多方面竞争优势, 向市场传递了更多的行业信息, 产生关注度的行业内扩散现象, 即 IPO 关注效应, 一定程度上弱化了 Psahler 提出的投资者有限关注现象。但会造成同行业企业之间的竞争压力, 即带来 IPO 竞争效应或板块效应^[1]。企业内部, IPO 改变了长久存在的诸多不规范问题, 尤其是结构不合理、财务问题等方面, 实现了所有权及资金渠道的多元化, 利于企业长远发展。随着新经济地理学的发展^[2], 大量研究重新对资本市场以及投资者行为变化情况做出解读。一些学者指出地理因素在金融领域扮演着重要角色^[3], 地理因素会影响资本市场信息沟通的广度和深度^[4]。在中国现阶段的资本市场中, 距离因素导致的有关企业的软信息难以被有效获取, 距市场较远的投资者存在额外的识别成本, 易产生区域间地理隔离。存在的投资者有限关注现象可能导致 IPO 事件对同一地区的在位企业收益造成更高的负向影响。另外, 中国资本市场存在明显的“中心性现象”, 中心性差异大的企业间在投融资行为、企业交易结构等方面存在较大差异, 地理位置与 IPO 抑价呈反向变动关系^[5]。

现有研究主要关注地理位置对 IPO 发行效率的影响, 区域差异因素在 IPO 事件与在位企业关系中有何影响这类问题缺少探讨, 进一步揭示 IPO 事件影响在位企业收益的区域效应很有必要。同时, 部分学者研究发现, 中国 A 股市场更多地支持情绪效应^[6], 故本文将市场化水平、投资者情绪指数纳入分析模型。由此, 本文基于 2014—2018 年期间创业板的 IPO 公司为样本, 按省份构建股票组合, 利用事件研究模型揭示 IPO 事件对在位企业股价具有负向影响, 并探讨了投资者情绪和市场化程度的情境作

作者简介: 赵慧, 齐鲁工业大学金融学院硕士研究生, 研究方向: 公司金融;

刘桂荣(通信作者), 齐鲁工业大学管理学院副教授, 研究方向: 公司金融和企业财务。

基金项目: 山东省社科规划项目——“证券经济业务转型研究——基于互联网视角”(项目编号: 16BJRJ03;项目负责人: 刘桂荣)成果之一

用,进一步的稳健检验支持了 IPO 事件对在位企业的股价有负向影响。

1 理论分析与研究假设

在产品市场上,同一或相关产业中的各个企业都面临着激烈的竞争。基于市场角度,新上市企业加剧了企业间的竞争,通过竞争带来的资源优势对行业内其他企业产生负面影响,这种负面影响可通过 IPO 事件对行业内在位企业的股票产生购买压力^[7]。新股的上市一定程度上改变了市场的供求关系,尤其加大了在位企业的股价波动,可替代性越强的在位企业股票受波及越大。

假设投资者相对理性且处于竞争激烈的市场中,据此推断 IPO 事件会使投资者重新评估其所持有的股票,一些投资者会抛售部分在位企业股票转而购买新股,调整投资组合,以达到避险或获益等目的。市场可以分散异质性风险,上市前的企业在权衡利弊后可能会主动放弃高风险高收益的项目,企业在上市后具备了更大的风险承受能力,高层管理者会重新考量高风险高收益的项目,进而制定风险较高的产品市场策略,以获益为目的的风险偏好型投资者会更加青睐新上市的公司。出于投资组合的内部联动性以及衡量替代效果的复杂性,投资者最先考虑抛售的往往是与 IPO 企业同质或相关的在位企业的股票。

目前一些学者 IPO 的区域效应关注较少。实际上,投资者在选择企业时,除考虑行业因素产生的影响外,在位企业所在的地区也会被纳入考虑。因为,地理位置的差异性会影响信息不对称程度,且是影响资本市场信息传递的重要因素。基于此,本文在已有研究的基础上,构建了不同省份的在位企业股票组合,通过新上市企业与在位企业之间的协方差来衡量企业之间替代效应的大小,揭示已上市的不同省份的股票组合对 IPO 事件有何反映。为此提出假设 1。

假设 1:不同省份组合在位企业与 IPO 企业所在省份的替代性越大,则不同省份组合在位企业股价下降越大。

中国的 A 股市场受定价上限和涨跌停板制度的限制,在防范风险的同时也延迟了股票真实价值的发现,市场定价效率降低,因股价迟迟未达到其真实价值导致连续涨停板现象时有发生。市场上非理性投资者以及股票供给控制制度的存在产生高抑价,散户投资者的情绪效应导致二级市场对新股定价过高^[8]。中国股票市场上投机者、跟风者占比大,散户投资者的投资倾向较明确,股票有上涨趋势则买入,反之则卖出,从众效应显著^[9],这些行为数倍放大了投资者有限理性导致的情绪效应对股价波动的影响。

中国 A 股市场有效性不高。在新股发行方面,投资者情绪与 IPO 首日回报率呈显著正相关,新股价值的不确定性越大则投资者情绪因素变化对企业价格的影响就越大^[10]。在 A 股市场中,有限理性投资者存在的投机、从众行为会出现注意力驱动效应,IPO 会转移部分投资者的关注焦点,投资者的高关注度会形成股票的购买压力^[11]。基于此,提出假设 2:

假设 2:在给定的 COV 水平下,投资者情绪指数越大,在位企业省份组合投资回报率越小。

2009 年 5 月,证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,放松了市盈率不超过 30 倍的定价限制,逐步淡化对新股发行的行政干预,推市场化改革进程。市场上行业集中度的大小与行业中竞争的激烈程度呈反向变动关系,对于市场化程度高的行业,具有分布范围广、经营类型复杂多样的特点,行业内对新 IPO 事件带来的竞争效应较行业集中度高、市场化程度低的行业更为敏感。

中国各地区在不同年份的市场化程度存在差异,市场化程度的差异可能会使发生在不同年份下的 IPO 事件对在位企业产生不同的影响,不同地区的市场化发展水平可以用市场化指数进行衡量。《中国分省份市场化指数报告(2018)》显示,市场化指数排名前五的省份依次为浙江、上海、广东、天津、江苏,均为经济比较发达的地区,其中排名第一的浙江省截至 2018 年 12 月有境内上市公司 357 家,其中中小板上市公司有 129 家,创业板上市公司 66 家。区域性偏好现象在中国市场化程度高的一线城市表现为更明显。

市场化程度高的地区主要有以下两个特点吸引市场参与者：首先，这类地区往往是大中型企业、承销商和分析师的聚集地，具有明显的信息优势，信息不对称问题有所缓解。市场参与者更倾向于关注距离较近的资产，已有研究表明投资者与公司总部之间的地理距离与其预期收益呈正向变化^[12]。其次，位于市场化程度较低、经济发展缓慢地区的企业发展受到地理位置和距离的限制，在交易结构和公司治理水平等方面受到影响，分析师报告数目也远低于大城市，直接表现在公司股价相对滞后。据此提出假设 3：

假设 3:在给定的 COV 水平下，区域市场化水平越高，在位企业省份组合投资回报率越大。

2 研究设计

2.1 样本与数据来源

本文以 2014—2018 年间于创业板上市的公司为研究样本，探索 IPO 事件对在位企业的影响。按照如下原则筛选样本：剔除金融保险行业的 IPO 公司样本；剔除主要数据缺失或者异常的 IPO 公司样本；如某行业同一时间点出现多个 IPO，只保留规模最大的 IPO。最终得到 354 家 IPO 公司样本。本文使用的财务数据、投资者情绪指数、市场收益等数据来自 CSMAR 数据库，IPO 行业信息来自 Wind 金融终端数据。

2.2 模型与变量定义

本文将所有在位企业按省份构建市值加权的投资组合，利用事件研究模型计算其对 IPO 事件的价格反映。其中，事件日为 IPO 核准日期，估计窗口为核准日前 220 天到 20 天，利用市场模型计算得到不同省份投资组合对 IPO 事件累计超额收益率，包括 IPO 核准前 10 天到 IPO 后 30 天的不同时间周期。最终，构建如下回归模型来检验本文的研究假设：

$$\begin{aligned}
 CAR_{ij} &= \alpha + \beta_1 COV_{ij} + \beta_2 TOR_j + \beta_3 Size_{ij} + \beta_4 B/M_Ratio_{ij} + \beta_5 Rank_{ij} + \varepsilon_{ij} & (1) \\
 CAR_{ij} &= \alpha + \beta_1 COV_{ij} + \beta_2 COV \times ISI + \beta_3 TOR_j + \beta_4 Size_{ij} + \beta_5 B/M_Ratio_{ij} + \beta_6 Rank_{ij} + \varepsilon_{ij} & (2) \\
 CAR_{ij} &= \alpha + \beta_1 COV_{ij} + \beta_2 COV \times MI + \beta_3 TOR_j + \beta_4 Size_{ij} + \beta_5 B/M_Ratio_{ij} + \beta_6 Rank_{ij} + \varepsilon_{ij} & (3)
 \end{aligned}$$

其中，变量 CAR_{ij} 表示省份投资组合某段时间的累计超额收益率，CAR 的计算使用的是股票日收益数据；变量 COV_{ij} 用来衡量新上市的企业 IPO_j 与在位企业 i 之间的可替代程度，参考 Li 等^[13]的方法测算 COV；为了检验在给定的 COV 水平下 IPO 事件对 CAR 的相对供给效应，回归中分别引入了 COV 与 ISI、MI 的交互项。上述变量的定义与测量方法如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量符号	变量描述
CAR_{ij}	在位企业省份组合 i 在 IPO 事件 j 上市日或核准日前后的累计超额收益率(%), 日收益数据来自国泰安数据库
COV_{ij}	衡量 IPO 所在省份与在位企业省份组合的替代性，参考 Li et al. (2018) 方法计算得到， COV=1 表示省份组合 i 最不可能被 IPO 替代

ISI	投资者情绪指数, 来自国泰安数据库
MI	市场化指数, 来自樊纲等《中国市场化指数(2018)》
TOR	换手率(%), 日个股成交金额/日个股流通市值, 来自国泰安数据库
Size	规模、加权日市值的自然对数、日市值来自国泰安数据库
B/M_Ratio	账面市值比, 总资产/市值(%), 来自国泰安数据库
Rank	按首发主承销商承销量排名, 当年排名前十 Rank=1, 否则 Rank=0, 承销商承销量来自国泰安数据库

2.3 描述性统计

表 2 给出了本文涉及主要变量的描述性统计结果。投资者情绪指数最小值为 39.960, 最大值为 137.890, 标准差接近 30.681, 这些数据反映了市场中存在着种种因素所导致的投资者情绪较高的波动性。市场化指数最小值为 2.950, 最大值达到 11.109, 均值 7.675, 显示了地区之间市场化程度的差异, 与我国区域差异明显的实际情况一致¹。

2.4 相关性分析

根据相关系数表中主要变量相关分析结果, 解释变量和控制变量共分别为: COV、ISI、MI、TOR、Size、B/M_Ratio 和 Rank, 发现除 Size 与 MI 之间的相关系数为 0.781, 其余变量间相关系数均小于 0.5。各变量与不同时期的 CAR 之间的相关系数均小于 0.5 且具有显著性。结果表明, 各 CAR 之间的相关性比较强, 大部分系数超过 0.5, 结果均非常显著, 就 CAR 所选取的区间来看, 这种现象是正常的。从相关性来看, 本文的回归结果不受多重共线性问题的影响。

表 2 描述性统计

	N	均值	最小值	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数	最大值	标准差
COV	7958	12.0000	1.0000	6.0000	12.0000	18.0000	23.0000	6.6337
ISI	7958	77.9898	39.9600	57.7800	63.2700	86.7800	137.8900	30.6806
MI	7958	7.6749	2.9500	6.5300	7.5874	9.3000	11.1093	1.8914
TOR	7958	-3.2636	-4.9618	-3.6809	-3.3242	-2.9565	-0.7954	0.6308
Size	7958	17.6758	14.3401	16.7761	17.4630	18.5525	21.0977	1.3105
B/M_Ratio	5796	0.4788	0.1239	0.3650	0.4511	0.5945	0.9056	0.1565
Rank	7728	0.4881	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	0.4999
CAR_10_1	7958	-0.3083	-31.8485	-3.2881	-0.1734	2.5486	43.9540	6.1148
CAR_10_3	7958	-0.2480	-42.9357	-3.4003	-0.1617	2.8965	46.7551	6.6635
CAR_10_5	7958	-0.1733	-42.7189	-3.5518	-0.1647	3.1124	53.0311	7.1839

CAR_10_10	7958	-0.1317	-44.3220	-4.3473	-0.1897	3.9435	46.7341	8.2687
CAR_10_20	7958	-0.2244	-67.0511	-5.3949	-0.0114	5.1181	52.1383	10.0214
CAR_10_30	7958	-0.1802	-79.8738	-6.5841	-0.1560	6.5774	50.1221	12.0210

3 结果分析

3.1 企业 IPO 核准日对在位企业影响

首先检验 IPO 核准日为事件日时 IPO 事件对在位企业股价的影响, COV 衡量 IPO 企业对在位企业省份组合的替代程度。分别以 $CAR(-10, 1)$ 、 $CAR(-10, 3)$ 、 $CAR(-10, 5)$ 、 $CAR(-10, 10)$ 、 $CAR(-10, 20)$ 、 $CAR(-10, 30)$ 作为因变量, 方程 (1) 的回归估计结果表明变量 COV 对 CAR 的估计系数均为负值, 且均在 10% 水平具有统计意义显著性。即如果 IPO 事件和在位企业省份组合的替代性越强, 省份组合的累计超额收益率越低。同时, 可以得出随着估计窗口的变长, COV 对 CAR 的估计系数的绝对值逐渐变大, 且没有出现价格逆转现象, 这反映出 IPO 对在位企业股票价格的负向冲击增强。本文进一步使用 IPO 核准日前 5 天、IPO 核准日前 3 天的累计超额收益率分别作为因变量, 使用方程 (1) 重新估计, 得到了与 IPO 前 10 天情况相似的估计结果 2。

在此基础上, 本文进一步检验了区域发展水平、投资者情绪等情景因素的影响。首先在方程 (1) 的基础上, 引入交互项 $COV \times ISI$, 构建新的估计方程 (2), 检验投资者情绪是否对 IPO 与在位企业省份组合的关系产生影响。回归结果可以看出, 交互项 $COV \times ISI$ 的估计系数均为负, 且在 1% 水平具有统计意义显著性, 即在给定的 COV 水平下, 投资者情绪指数越大, 在位企业省份组合投资回报率越小。同时使用 IPO 前 5 天、IPO 前 3 天的累计超额收益率分别作为因变量, 使用方程 (2) 重新估计, 得到了与 IPO 前 10 天情况相似的估计结果。

在方程 (1) 基础上, 引入交互项 $COV \times MI$, 构建新估计方程 (3), 检验市场化水平是否对 IPO 与在位企业省份组合的关系产生影响。交互项 $COV \times MI$ 的估计系数均不显著。同时使用 IPO 前 5 天、IPO 前 3 天的累计超额收益率分别作为因变量, 使用方程 (2) 重新估计, 交互项 $COV \times MI$ 的估计系数也不显著。

3.2 企业 IPO 日对在位企业影响

股票发行申请经发审委核准并取得中国证监会同意发行的批文后要经过刊登招股说明书、路演等阶段后方可上市, 从核准日到上市日存在一定时间差。所以, 本文进一步以 IPO 日为事件日检验 IPO 事件对在位企业股价的影响, 为检验回归结果的稳健性, 进一步将事件期前推一年, 利用事件研究法重复上述回归分析过程, 分析 IPO 在上市日前后对在位企业回报率的影响结果, 结果表明 IPO 在上市日前后与在位企业省份组合超额收益率仍然是负向关系, 且多数都具有统计意义的显著性, 这表明 IPO 上市日前后也会对在位企业回报率产生显著的影响。投资者情绪指数对结果依旧有显著影响, 而区域市场化水平仍不对结果有显著影响。本文对回归结果的稳健性采取了进一步的检验: 首先, 将 2013—2017 年 IPO 核准日作为事件日, 为减少离群值对结果的影响, 按 5% 和 95% 的分位数对变量进行 Winsor 缩尾处理; 其次, 将 2014—2018 年熊市期间的 IPO 日作为事件日, 对回归结果进行了特殊情景下的验证。针对稳健性的两个附加检验均显示了相似的结果, 支持前文所显示的结果。

4 研究结论

已有的研究指出, IPO 事件对 IPO 前后的在位企业股价可能造成较大的压力, 也有研究指出出现 IPO 企业的行业竞争对手股票价格不降反升现象, 这些相关研究主要是从行业效应或竞争效应角度展开, 一定程度上反映出 A 股市场的有效性相对较低。本文以我国创业板市场的上市企业为样本, 从区域角度探讨了 IPO 事件对在位企业股价的影响, 主要得到如下方面的结论:

第一，IPO 事件对在位企业影响存在区域效应，即 IPO 企业与在位企业之间的可替代性越强时，IPO 事件对在位企业股价带来的负向影响也越大。当以 IPO 核准日期为事件日时，不同省份组合在位企业与 IPO 企业所在省份的替代性越大，则不同省份组合在位企业股价下降越大。且当以 IPO 日为事件日时，进一步验证了此结论。实际上，IPO 上市前后的价格调整机制是对实际交易行为的平衡，而 IPO 核准前后的价格调整机制是对预期交易或供求的平衡。所以通过本文的分析，一定程度上反映出我国资本市场具有较明显投机特征，IPO 上市对在位企业影响区域效应具有暂时性。

第二，考虑到可能存在的情景因素会对 IPO 事件与在位企业回报率关系的影响，本文进一步从制度因素和投资者因素两方面，引入市场化水平和投资者情绪指数变量。根据实证研究结果，投资者情绪指数地对 IPO 事件与在位企业回报率具有显著效应；市场化水平对 IPO 事件与在位企业回报率关系的负向影响不具有统计意义的显著性，一定程度上反映出市场化水平并不是影响股价信息发现的重要影响因素。

随着我国注册制改革的推进，政策制定部门需要进一步加强对 IPO 上市前后的价格效应，通过制定更加完善的政策降低或抑制投资者“炒新”行为，促进我国资本市场的健康发展，充分释放市场的价值发现功能。

参考文献:

- [1]周业安，杨腾．公司 IPO 会对已上市公司的股价产生影响吗？[J]．南开经济研究，2011(5):33-49.
- [2]COOPER I,KAPLANIS E. Home Bias in Equity Portfolios,Inflation Hedging,and International Capital Market Equilibrium[J]. The Review of Financial Studies,1994,7(1):45-60.
- [3]KALNINS A,LAFONTAINE F. Too Far Away? The Effect of Distance to Headquarters on Business Establishment Establishment Performance[J]. American Economic Journal:Microeconomics,2013,5(3):157-179.
- [4]黄张凯，刘津宇，马光荣．地理位置、高铁与信息:来自中国 IPO 市场的证据[J]．世界经济，2016(10):127-149.
- [5]陈伟，顾丽玲．地理位置对上市公司 IPO 抑价的影响——基于区域金融密度的实证研究[J]．南京审计大学学报，2018(3):21-32.
- [6]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.
- [7]胡志强，邱胜．企业 IPO 为什么会对行业竞争对手产生积极影响？——基于 A 股 IPO 行业关注效应的视角[J]．商业研究，2018(12):28-38.
- [8]江洪波．基于非有效市场的 A 股 IPO 价格行为分析[J]．金融研究，2007(8):90-102.
- [9]Ritter J R,Welch I. A Review of IPO Activity,Pricing,and Allocations[J]. The Journal of Finance,2002,57(4):1795-1828.
- [10]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.
- [11]BARBER B M,ODEAN T. All That Glitters:The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual

and Institutional Investors[J]. Review of Financial Studies, 2008, 21(2):785-818.

[12]HAU S. Location Matters:An Examination of Trading Profits[J]. The Journal of Finance, 2001, 56(5):1959-1983.

[13]LI Y, SUN Q, TIAN S. The impact of IPO approval on the price of existing stocks:Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2018(50):109-127.

注释:

1 篇幅限制, 部分累计超额收益未列出, 感兴趣的读者与作者联系。